

2018年12月27日

公司研究

评级：增持（维持）

研究所

证券分析师： 谭倩 S0350512090002

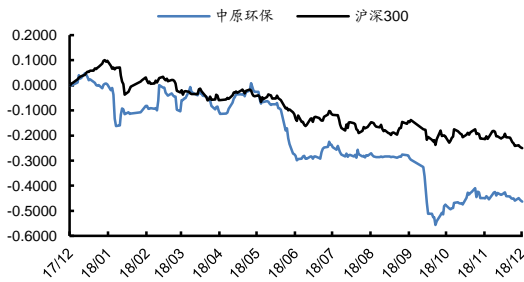
0755-83473923

证券分析师： 任春阳 S0350517100002

021-68930177 rency@ghzq.com.cn

污水处理厂回购落地，成立合资公司拓展提标改造——中原环保（000544）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
中原环保	-2.5	-25.5	-46.0
沪深300	-4.7	-12.1	-25.1

市场数据

2018-12-27

当前价格（元）	5.05
52周价格区间（元）	4.02 - 9.89
总市值（百万）	4922.16
流通市值（百万）	2634.33
总股本（万股）	97468.45
流通股（万股）	52165.03
日均成交额（百万）	25.64
近一月换手（%）	18.85

相关报告

《中原环保（000544）动态研究：破净污水处理运营标的，资产注入预期强烈》——2018-11-30

《中原环保（000544）事件点评：业绩符合预期，订单饱满发展后劲足》——2018-08-27

《中原环保（000544）事件点评：水环境再下一城，区域环保平台进入快速发展期》——2018-05-09

《中原环保（000544）事件点评：业绩符合预期，完善产业链进入收获期》——2018-01-21

《中原环保（000544）事件点评：收购五建城乡拓展工程业务，增资河南晟融开启水务+光伏

事件：

公司12月26日晚发布公告：1）公司与郑州市城管局签署《王新庄污水处理特许经营协议之终止与补偿协议》，补偿价款87772.24万元；2）公司与知和环保成立合资公司共同拓展污水处理厂出水水质提标改造市场。对此，我们点评如下：

投资要点：

■ 王新庄污水厂政府回购仍由公司委托运营，补偿8.78亿元增厚业绩

王新庄污水处理厂2000年投运，污水处理规模40万m³/d，出水为二级标注，公司2006年获得王新庄污水厂25年的特许经营权。因为郑州市污水处理厂提标改造，所以根据郑州市总体安排，从2017年上半年开始，王新庄污水处理厂将逐步减少污水处理量并最终停运。郑州市城管局与公司签署《王新庄污水处理特许经营协议之终止与补偿协议》和《王新庄污水处理厂之中水委托运营协议》，城管局将支付8.78亿元补偿价款，会作为非经常性损益计入公司净利润中，能够显著增厚公司的业绩。此外为保证客户的中水需求，王新庄污水处理厂仍有公司运营，市城管局需支付相应的运营费用。由于王新庄污水厂大部分污水2017年减少，从2018年初以来，王新庄污水厂只有少量的中水在运营，因此此次回购不会对公司今明两年的业绩造成大的影响。

■ 与知和环保成立合资公司拓展提标改造市场，产业链持续完善

知和环保是一家致力于污水处理的公司，拥有废水的厌氧深度处理、总氮的去除、难降解物质的去除核心技术，在石油化工、煤化工、精细化工、抗生素制药、中药、食品等领域有丰富的工程经验。公司与知和环保成立合资公司拟在城镇供水、污水处理、中水利用、水环境治理等领域进行技术开发和应用，大力发展污水处理厂出水水质提标改造业务。随着环保要求的提升以及居民生活水平的不断提高，污水排放标准也在逐步提高，对应的提标改造市场孕育大机会。根据“十三五”城镇污水处理及再生利用设施建设规划，十三五期间，提标改造污水处理设施投资432亿元，市场前景较好。近期河南省发布《河南省水污染防治条例(修订草案)》，鼓励现有污水处理厂升级改造达到地表水V类水质标准，公司成立合资公司拓展污水提标改造业务，

新模式》——2017-12-06

有利于抓住市场机会获取更多订单，同时能够提升公司的核心竞争力，新增业绩看点。

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

■ 订单充足+资产注入预期，区域环保平台进入快速发展期

公司在立足城市污水处理和集中供热的基础上不断拓展产业链，目前已经延伸到中水回用，沼气利用、建筑垃圾、村镇污水、流域治理、污泥处理、光伏等领域，公司不断完善产业链打造综合环境服务商，并表现出一流的拿单能力，2017 年以来公司相继中标新密、冲沟、信阳浉河、民权、方城、内黄、上蔡、巩义等综合环境治理项目，项目总投资 111.90 亿元，在手订单充足。另外大股东公用事业集团承诺 2019 年 12 月 31 日前将郑州新区污水处理厂（100 万吨/日）和双桥污水厂（60 万吨/日）注入到上市公司，资产预期强烈。此外大股东旗下有垃圾发电、自来水业务等资产，不排除未来注入到上市公司的可能。作为河南省唯一国有环保平台，未来订单获取和资产注入均有很高预期，公司将进入快速发展期。

■ 市净率仅为 0.86，具备长期投资价值

前期由于市场原因，再加上环保板块估值业绩双杀，导致股价下跌较多，公司目前市净率仅 0.86，远低于同行业国企标的（兴蓉环境 1.16，洪城水业 1.25，重庆水务 1.88），我们认为公司价值被低估。截至 2018Q3，公司资产负债率只有 23.74%，也低于同行（兴蓉环境 43.31%、洪城水业 61.68%、重庆水务 24.03%），经营活动现金流量净额为 2.36 亿元，财务状况良好，公司具备长期投资价值。

■ 盈利预测和投资评级：维持公司“增持”评级。暂不考虑公司 PPP 项目建设期确认业绩以及资产注入，考虑此次回购补偿款，我们上调公司的盈利预测，预计公司 2018-2020 EPS 分别为 1.26、0.40、0.43 元，对应当前股价 PE 为 4、13、11 倍，维持公司“增持”评级。

■ 风险提示：污水处理费下降的风险、PPP 项目拓展不及预期的风险、应收账款大幅增加的风险、PPP 项目建设期不确认收入和利润的风险、公司未来收购及资产注入不确定的风险、项目推进不及预期的风险、宏观经济下行风险。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	976	1036	1156	1272
增长率(%)	4%	6%	12%	10%
净利润（百万元）	322	1228	394	418
增长率(%)	8%	281%	-68%	6%
摊薄每股收益（元）	0.50	1.26	0.40	0.43
ROE(%)	5.78%	18.07%	5.48%	5.49%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 中原环保盈利预测表

证券代码:	000544.SZ				股价:	5.05		投资评级:	增持		日期:	2018-12-27	
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E				
盈利能力					每股指标								
ROE	6%	18%	5%	5%	EPS	0.50	1.26	0.40	0.43				
毛利率	38%	41%	39%	39%	BVPS	8.42	6.86	7.26	7.69				
期间费率	13%	14%	11%	12%	估值								
销售净利率	33%	119%	34%	33%	P/E	10.18	4.01	12.50	11.79				
成长能力					P/B	0.60	0.74	0.70	0.66				
收入增长率	4%	6%	12%	10%	P/S	3.36	4.75	4.26	3.87				
利润增长率	8%	281%	-68%	6%									
营运能力					利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E				
总资产周转率	0.14	0.12	0.14	0.14	营业收入	976	1036	1156	1272				
应收账款周转率	1.69	0.85	0.89	0.94	营业成本	605	608	702	772				
存货周转率	21.86	21.47	21.47	21.47	营业税金及附加	34	35	39	42				
偿债能力					销售费用	0	0	0	0				
资产负债率	18%	19%	13%	15%	管理费用	68	71	79	85				
流动比	2.56	3.48	4.53	3.82	财务费用	24	37	12	23				
速动比	2.52	3.45	4.48	3.78	其他费用 / (-收入)	(1)	975	99	99				
					营业利润	342	1259	424	449				
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业外净收支	(0)	(5)	(5)	(5)				
现金及现金等价物	1053	2216	1539	1873	利润总额	342	1254	419	444				
应收款项	578	1220	1299	1359	所得税费用	19	21	23	25				
存货净额	28	30	35	38	净利润	323	1232	395	419				
其他流动资产	71	75	84	93	少数股东损益	1	4	1	1				
流动资产合计	1731	3542	2956	3363	归属于母公司净利润	322	1228	394	418				
固定资产	2943	2398	2678	3130									
在建工程	239	637	826	718	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E				
无形资产及其他	1735	1735	1678	1620	经营活动现金流	355	836	516	565				
长期股权投资	1	1	1	1	净利润	323	1232	395	419				
资产总计	6761	8425	8251	8943	少数股东权益	1	4	1	1				
短期借款	201	501	101	301	折旧摊销	208	205	178	190				
应付款项	137	176	203	223	公允价值变动	0	0	0	0				
预收帐款	61	65	73	80	营运资金变动	(178)	(692)	(127)	(99)				
其他流动负债	276	276	276	276	投资活动现金流	(327)	147	(469)	(344)				
流动负债合计	675	1018	653	880	资本支出	(211)	147	(469)	(344)				
长期借款及应付债券	404	504	304	354	长期投资	(1)	0	0	0				
其他长期负债	107	107	107	107	其他	(115)	0	0	0				
长期负债合计	511	611	411	461	筹资活动现金流	1135	389	(604)	246				
负债合计	1186	1629	1063	1341	债务融资	80	400	(600)	250				
股本	650	975	975	975	权益融资	26	0	0	0				
股东权益	5575	6796	7188	7603	其它	1029	(11)	(4)	(4)				
负债和股东权益总计	6761	8425	8251	8943	现金净增加额	1163	1372	(557)	467				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【环保组介绍】

谭倩，8 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。任春阳，华东师范大学经济学硕士，1 年证券行业经验，2016 年进入国海证券，从事环保行业上市公司研究。赵越，工程硕士，厦门大学经济学学士，3 年多元化央企战略研究与分析经验，2016 年进入国海证券，从事环保行业及上市公司研究。

【分析师承诺】

任春阳、谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己

的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。