

中原环保(000544)

收入利润稳定增长

中性 (首次)

现价: 11.65 元

主要数据

行业	公用事业/环保
公司网址	www.zyhuobao.com
大股东/持股	郑州热力/33.18%
实际控制人/持股	郑州热力/33.18%
总股本(百万股)	269.5
流通A股(百万股)	114.2
流通B/H股(百万股)	0
总市值(亿元)	31.4
流通A股市值(亿元)	13.3
每股净资产(元)	1.9
资产负债率(%)	31.0

行情走势图



相关研究报告

研究员

邵青 S1060205070049
0755-22622740
shaoqing@pingan.com.cn

投资要点

■ 公司上半年收入、利润有所增长

中原环保是一家以热力供应、污水处理为主业的公司。今年上半年其实现收入 1.69 亿元,较上年同期增长 12.1%;实现归属母公司净利润 3807 万元,较上年同期增长 7.6%。公司毛利率的下降、应收款账龄的提升是净利润增长率低于收入增长率的主要原因。

■ 天气因素暂时压低公司毛利率

今年上半年,占总收入比重 49.2%的热力供应业务毛利率仅为 16.4%,较去年同期下降 3.3 个百分点,拉低公司总体毛利率 1.6 个百分点。据我们了解,今年主要是年初反常的低温天气导致公司供暖成本上升,因此其毛利率的下降是偶发性因素,明年这一情况有望改善。

■ 应收账款上升并非收入质量下降征兆

今年上半年,公司的应收账款达到 1.78 亿元,较上年同期增加 3800 万元;从账龄结构分析,1—2 年的应收账款比重大幅提升至 24.4%。由于高龄应收账款占比的提高,上半年资产减值损失达到 650 万元,是去年同期的 6 倍。但考虑到郑州市财政局是公司主要的客户,我们认为公司出现坏账的可能性并不高。增加的应收款有望在下半年收回。

■ 新供热项目为公司提供新的增长点

公司宣布将投资 1 亿元设立全资子公司,建设运营新密城市集中供热项目。预计明后两年将新增公司收入 500 万元, 1000 万元,从而拉动公司营收增长。

■ 首次给予“中性”评级

我们预计公司 2010 年、2011 年 EPS 0.25 元, 0.28 元,目前股价 11.85 元,估值相对较高,首次给予“中性”评级。

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营收入(百万)	231.8	255.9	289.7	308.5	335.9
YoY(%)	-58.0	10.4	13.2	6.5	8.9
净利润(百万)	53.1	64.9	58.7	67.2	74.3
YoY(%)	1637.1	22.1	-9.5	14.5	10.5
毛利率(%)	42.5	45.3	36.3	0.0	0.0
净利率(%)	22.9	25.4	20.3	21.8	22.1
ROE(%)	13.7	14.2	11.4	11.6	11.8
EPS(摊薄/元)	0.20	0.24	0.22	0.25	0.28
P/E(倍)	59.1	48.4	53.5	46.7	42.3
P/B(倍)	8.1	6.9	6.1	5.4	5.0

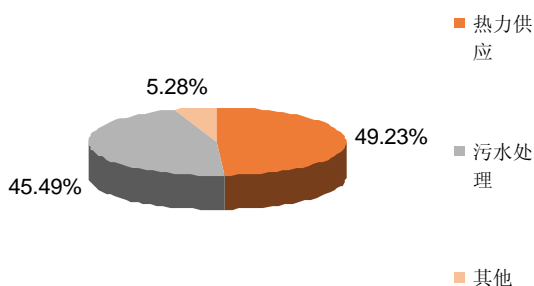
一、毛利率下降及坏账损失拉低公司净利润率

中原环保是一家以热力供应、污水处理为主业的公司。今年上半年其实现收入 1.69 亿元，较上年同期增长 12.1%；实现归属母公司净利润 3807 万元，较上年同期增长 7.6%，实现每股收益 0.14 元。公司毛利率的下降、应收款账龄的提升是净利润增长率低于收入增长率的主要原因。

1.1 热力供应拉低总体毛利率

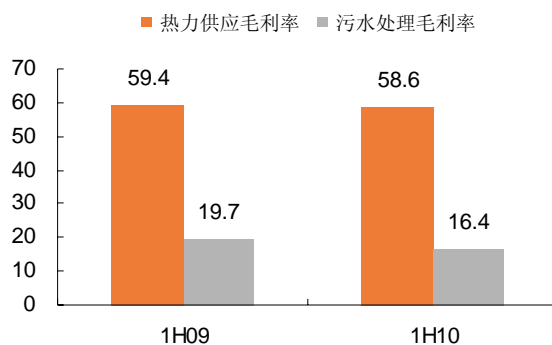
2010 年上半年公司两大主营业务——热力供应和污水处理业务毛利率分别为 16.4%和 58.6%，分别较上年同期下降 3.3 个百分点和 0.8 个百分点。在这两项业务的共同拉动下，公司的毛利率较上年下降 1.6 个百分点。

图表 1 热力供应、污水处理是公司两大主营



资料来源：招股书，平安证券研究所

图表 2 公司两大主营业务毛利率均有下降



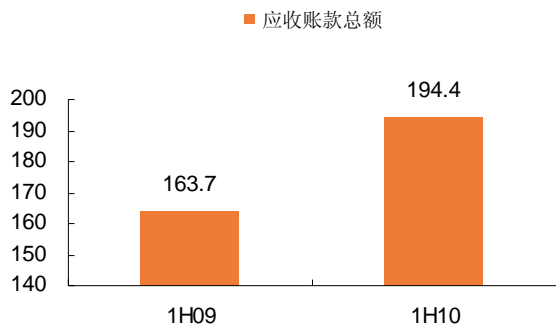
资料来源：公司公告，平安证券研究所

据我们了解，今年主要是年初反常的低温天气导致公司供暖成本上升，因此其毛利率的下降是偶发性因素，明年这一情况有望改善。

1.2 应收账款上升并非提示收入质量下降

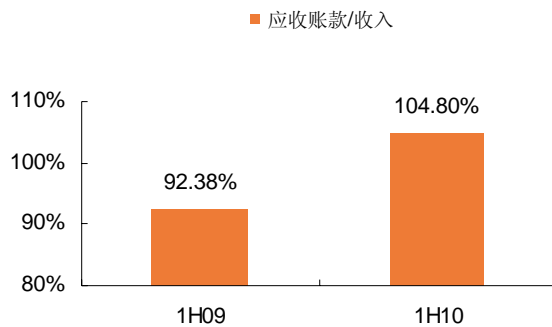
今年上半年，公司的应收账款达到 1.78 亿元，较上年同期增加 3800 万元；从账龄结构分析，1—2 年的应收账款余额达到 4700 万元，占应收账款比重达到 24.4%。由于高龄应收账款占比的提高，上半年资产减值损失达到 650 万元，是去年同期的 6 倍。

图表 3 公司应收账款总额 单位：百万元



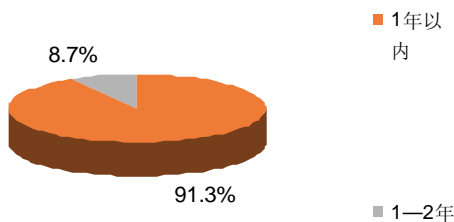
资料来源：招股书，平安证券研究所

图表 2 公司应收账款收入之比



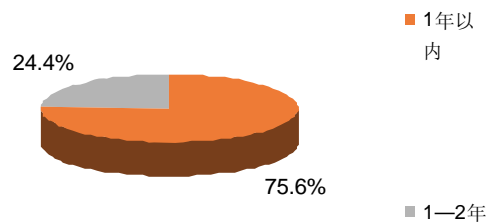
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 5 09年中报公司应收账款账龄分析



资料来源：招股书，平安证券研究所

图表 6 10年中报公司应收账款账龄分析



资料来源：公司公告，平安证券研究所

但从应收账款的占比并非公司收入质量下降的预兆。公告显示，公司 1—2 年的应收账款主要的欠款方是郑州市财政局，且该欠款人目前财务状况良好。从公司经营历史来看，一般不存在账龄超过 2 年的应收账款。预计下半年部分应收账款将冲回，资产减值损失也将有所下降。

二、新建供热项目有望在明后年提升公司收入

预计公司将投资 1 亿元设立全资子公司，建设运营新密城市集中供热项目。该项目预计总投资 29760 万元，其中热源厂投资 14701 万元，管网投资 15059 万元。预计明后两年将新增公司收入 500 万元，1000 万元。

图表5 公司各业务收入预计 (百万元)

	2009A	2010E	2011E	2012E
热力供应	138	148	166	191
污水处理	151	160	169	179
其他	1	1	1	1
合计	290	308	336	371

资料来源: 平安证券研究所、Wind

图表6 公司各业务毛利率预计 (%)

	2009A	2010E	2011E	2012E
热力供应	15.5	13.8	15.8	16.5
污水处理	55.9	55.0	55.0	55.0
其他	-51.6	-56.7	-62.4	-68.7
合计	36	35	35	35

资料来源: 平安证券研究所、Wind

图表7 公司各业务毛利预计 (百万元)

	2009A	2010E	2011E	2012E
热力供应	20.1	20.4	26.2	31.4
污水处理	78.0	87.8	93.1	98.7
其他	0.3	-0.5	-0.6	-0.7
合计	98	108	119	129

资料来源: 平安证券研究所、Wind

预计公司 2010 年、2011 年将实现净利润 0.25、0.28 元, 目前市盈率较高, 给予“中性”评级。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257