

2018年11月30日
公司研究
评级：增持（维持）

研究所

证券分析师： 谭倩 S0350512090002

0755-83473923

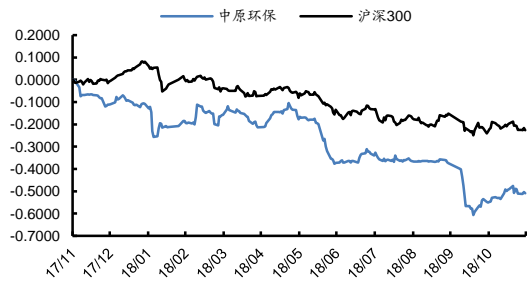
证券分析师： 任春阳 S0350517100002

021-68930177 rency@ghzq.com.cn

破净污水处理运营标的，资产注入预期强烈

——中原环保（000544）动态研究

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
中原环保	5.7	-23.3	-51.0
沪深300	2.0	-7.4	-22.6

市场数据

2018-11-29

当前价格（元）	5.21
52周价格区间（元）	4.02 - 10.62
总市值（百万）	5078.11
流通市值（百万）	2717.80
总股本（万股）	97468.45
流通股（万股）	52165.03
日均成交额（百万）	25.59
近一月换手（%）	34.58

相关报告

《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+光伏新模式》——2017-12-06

《中原环保（000544）2017 季报点评：业绩符合预期，公司发展即将加速》——2017-10-30

投资要点：

■ 污水处理规模稳步增长，资产注入预期强烈

公司是郑州市市政府控股的唯一一家国内 A 股主板上市公司，也是河南省唯一一家公用事业及环保生态类主板上市公司。公司目前主营污水处理运营业务（2018H 营收占比 87.29%，毛利占比 93.91%）和部分供热业务。公司目前污水处理运营规模 200 万吨/日（由于王新庄 40 万吨污水处理厂政府开始回购，目前该厂只运营 8 万吨/日中水，实际运营规模 168 万吨/日左右），供热面积 380 万平以上。随着陈三桥二期（15 万吨/日）、临颖二期（3 万吨/日）逐步投运，2019 年污水处理规模将新增 18 万吨/日，增幅 10.71%。同时根据重大资产重组时净化公司承诺未来将建成的郑东新区污水处理厂（100 万吨/日）2018 年底和双桥污水厂（60 万吨/日）2019 年底注入到上市公司，若这两个污水处理厂在 2019 年注入上市公司，公司的污水处理规模将达到 346 万吨，增幅 105.95%。此外控股股东公用事业集团旗下有垃圾发电、自来水业务等资产，不排除未来注入到上市公司的可能。

■ 完善产业链打造综合环境服务平台，订单充足奠定未来增长

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，业务范围涵盖“大公用、大环保、大生态”等板块。公司不断完善产业链打造综合环境服务商，并表现出一流的接单能力，2017 年以来先后中标新密污水处理和冲沟综合整治项目（32.22 亿元）、信阳市浉河三期水环境综合治理工程项目（20 亿元）、民权县水务工程一体化建设及改造项目（8.15 亿元）、方城县中心城区潘河、三里河环境综合治理工程（9.45 亿元）、方城县中心城区甘江河、S103 线环境综合治理及龙泉公园工程 PPP 项目（8.19 亿元）、内黄县流河沟及硝河水环境治理工程 PPP 项目（7.61 亿元）、上蔡县水利局关于上蔡县杜一沟综合治理 PPP 项目（8.53 亿元）、巩义市生态水系建设工程项目（13.97 亿元），登封农村污水处理项目（1.89 亿元）等，项目总投资 111.90 亿元。随着河南省环保 PPP 项目推进的加速，作为省内唯一一家国有大环保平台，公司有望凭借产业链及政府资源优势收获更多项目。值得注意的是，截至 2018Q3，公司 PPP 项目建设期暂未确认收入和利润，如果能确认，2019 年将

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%。

新增业绩看点。

■ 市净率仅为 0.89，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 0.89，远低于同行业国企标的（兴蓉环境 1.21，洪城水业 1.31，重庆水务 1.85），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%、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“增持”评级 暂不考虑公司 PPP 项目建设期确认收入和利润，同时结合三季报情况，我们上调公司的盈利预测，预计公司 2018-2020 EPS 分别为 0.36、0.39、0.42 元，对应当前股价 PE 为 15、13、12 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%
归母净利润（百万元）	322	350	383	411
增长率(%)	8%	8%	10%	7%
摊薄每股收益（元）	0.50	0.36	0.39	0.42
ROE(%)	5.78%	5.90%	6.08%	6.12%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：中原环保盈利预测表

证券代码:	000544.SZ				股价:	5.21	投资评级:	增持	日期:	2018-11-29		
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%	6%	6%	6%	EPS				0.50	0.36	0.39	0.42
毛利率	38%	41%	42%	42%	BVPS				8.42	5.97	6.36	6.77
期间费率	13%	14%	15%	15%	估值							
销售净利率	33%	34%	33%	32%	P/E				10.50	14.53	13.26	12.36
成长能力					P/B				0.62	0.87	0.82	0.77
收入增长率	4%	6%	12%	10%	P/S				3.47	4.90	4.39	3.99
利润增长率	8%	8%	10%	7%								
营运能力					利润表 (百万元)				2017	2018E	2019E	2020E
总资产周转率	0.14	0.14	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	607	667	734
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%	22%	24%	25%	管理费用				68	71	79	85
流动比	2.56	2.13	2.00	1.98	财务费用				24	43	58	68
速动比	2.52	2.10	1.97	1.96	其他费用/(-收入)				(1)	97	99	99
					营业利润				342	377	412	442
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	843	1072	1422	利润总额				342	372	407	437
应收款项	578	1220	1299	1359	所得税费用				19	21	23	24
存货净额	28	30	33	36	净利润				323	351	384	412
其他流动资产	71	75	84	93	少数股东损益				1	1	1	1
流动资产合计	1731	2168	2488	2910	归属于母公司净利润				322	350	383	411
固定资产	2943	2898	3153	3582	现金流量表 (百万元)				2017	2018E	2019E	2020E
在建工程	239	637	826	718	经营活动现金流				355	(48)	523	582
无形资产及其他	1735	1735	1678	1620	净利润				323	351	384	412
长期股权投资	1	1	1	1	少数股东权益				1	1	1	1
资产总计	6761	7551	8257	8942	折旧摊销				208	205	203	214
短期借款	201	501	701	901	公允价值变动				0	0	0	0
应付款项	137	176	194	213	营运资金变动				(178)	(691)	(116)	(98)
预收帐款	61	65	73	80	投资活动现金流				(327)	(353)	(444)	(320)
其他流动负债	276	276	276	276	资本支出				(211)	(353)	(444)	(320)
流动负债合计	675	1018	1243	1469	长期投资				(1)	0	0	0
长期借款及应付债券	404	504	604	654	其他				(115)	0	0	0
其他长期负债	107	107	107	107	筹资活动现金流				(238)	397	296	246
长期负债合计	511	611	711	761	债务融资				80	400	300	250
负债合计	1186	1628	1954	2230	权益融资				26	0	0	0
股本	650	975	975	975	其它				(345)	(3)	(4)	(4)
股东权益	5575	5923	6303	6712	现金净增加额				(211)	(4)	375	508
负债和股东权益总计	6761	7551	8257	8942								

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基金榜单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。