

2019年05月06日

公司研究

评级：增持（维持）

研究所

证券分析师： 谭倩 S0350512090002

0755-83473923

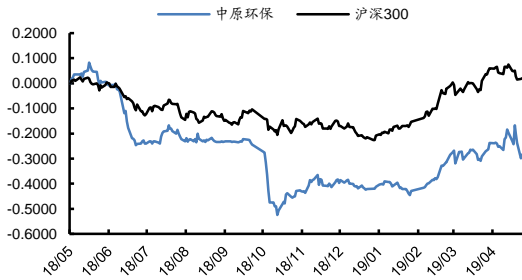
证券分析师： 任春阳 S0350517100002

021-68930177 rency@ghzq.com.cn

## 业绩符合预期，期待资产注入

### ——中原环保（000544）2018年报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
中原环保	-6.0	25.6	-26.4
沪深300	-3.7	20.5	3.7

#### 市场数据

市场数据	2019-04-30
当前价格（元）	6.28
52周价格区间（元）	4.02 - 9.55
总市值（百万）	6121.02
流通市值（百万）	3275.96
总股本（万股）	97468.45
流通股（万股）	52165.03
日均成交额（百万）	31.32
近一月换手（%）	43.00

#### 相关报告

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

2018-12-27

《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

#### 事件：

公司近期公告：1) 公司 2018 年实现营收 10.27 亿元，同比增长 5.19%；实现归属于上市公司股东的净利润 4.14 亿元，同比增长 28.53%；2) 大股东郑州公用集团拟将其持有的净化公司 100% 股权有偿装入上市公司；3) 2019Q1 公司实现营收 3.13 亿元，同比增长 21.26%，实现归属于上市公司股东的净利润 6175.89 万元，同比增长 17.69%。对此，我们点评如下：

#### 投资要点：

##### ■ 2018 业绩增速有所上升，主要源于王新庄污水厂回购

2018 年公司实现营收 10.27 亿元，同比增长 5.19%，实现归属于上市公司股东的净利润 4.14 亿元，同比增长 28.53%，相对于 2017 年业绩增速有所上升，主要是由于政府回购王新庄污水处理厂，确认了 3.23 亿元非流动资产处置损益。扣非后的净利润 3.13 亿元，同比增长 8.96%，符合预期。分业务来看，污水处理业务实现营收 8.71 亿元（+5.90%），全年污水处理量 47923 万吨，同比增加 1622 万吨，中水利用 3203 万吨。毛利率为 47.13%，同比提高 4.71pct；供热销售业务实现营收 1.16 亿元（-7.95%），毛利率为-4.01%，同比下降 0.08pct。期间费用方面：新增销售费用 143.88 万元，管理费用 8445.50 万元，同比增加 27.18%，财务费用 5020.21 万元，同比增加 111.09%，主要是因为公司贷款增加所致。研发费用 3667.77 万元，同比大增 1789.24%，主要是因为公司加大污水提标改造。污泥处置等的研发投入。经营活动现金流净额为 2.81 亿元，同比下降 20.78%。

##### ■ 产业链不断完善+订单充足+资金充裕，公司未来发展后劲足

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、环保装备制造、新能源制造、园林绿化等领域，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、巩义环境众合治理、登封农村污水、中原区生活垃圾分拣、贵州都匀建筑垃圾清

期，完善产业链进入收获期》——2018-01-21

运等项目，项目总投资超过 119 亿元，在手订单饱满。截至 2019Q1，公司在手货币资金 10.93 亿元，同时资产负债率只有 30.10%，融资还有很大空间，订单饱满+资金充裕，公司未来发展后劲足。

#### ■ 入选国企改革双百企业，联手河南资产，资产注入有望加快

2018 年 8 月，公司被国务院国资委纳入国企改革双百企业，10 月，公司和控股股东公用事业集团与河南资产签订战略合作框架协议，三方拟在支持“双百企业”改革实施、推进解决同业竞争、业务资源整合、综合金融服务等方面展开合作。河南资产是河南投资集团控股的地方资产管理公司，肩负着化解区域金融风险、服务国资国企改革、支持产业转型升级三大使命，同时河南资产已经从二级市场买入公司股票，股权比例从 2018 年报的 4.30% 提高到 2019Q1 的 4.77%，公司联手河南资产，预计国企改革进程和转型升级将加快。2019 年 4 月公告大股东公用事业集团将其持有的净化公司 100% 股权有偿装入上市公司，之前有承诺该资产注入 2019 年底前完成。净化公司旗下有郑州新区污水处理厂（100 万吨/日）和双桥污水厂（60 万吨/日），如果资产注入，将会给公司带来较大业绩弹性。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，国企改革值得期待。

#### ■ 市净率仅 1.04，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 1.04，远低于同行业国企标的（兴蓉环境 1.34，洪城水业 1.39，重庆水务 1.88），我们认为公司价值被低估。截至 2019Q1，公司资产负债率只有 30.10%，也低于同行（兴蓉环境 47.36%、洪城水业 62.36%、重庆水务 27.25%），经营活动现金流量净额为 2.26 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。**暂不考虑资产注入对公司业绩的影响，预计公司 2019-2021EPS 分别为 0.36、0.39、0.42 元，对应当前股价 PE 为 18、16、15 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 项目建设低于预期的风险、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。

#### 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%。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	1027	1147	1262	1388
增长率(%)	5%	12%	10%	10%
净利润(百万元)	414	348	377	406
增长率(%)	29%	-16%	8%	8%
摊薄每股收益(元)	0.43	0.36	0.39	0.42
ROE(%)	6.81%	5.41%	5.54%	5.63%

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:	6.28	投资评级:	增持	日期:	2019-04-30
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值		2018	2019E	2020E	2021E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	7%	5%	6%	6%	EPS		0.43	0.36	0.39	0.42
毛利率	43%	45%	46%	46%	BVPS		5.94	6.29	6.67	7.09
期间费率	17%	17%	17%	17%	<b>估值</b>					
销售净利率	40%	30%	30%	29%	P/E		14.77	17.60	16.23	15.08
<b>成长能力</b>					P/B		1.06	1.00	0.94	0.89
收入增长率	5%	12%	10%	10%	P/S		5.96	5.34	4.85	4.41
利润增长率	29%	-16%	8%	8%	<b>利润表 (百万元)</b>					
<b>营运能力</b>					<b>营业收入</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	
总资产周转率	0.11	0.13	0.13	0.13	营业收入	1027	1147	1262	1388	
应收账款周转率	0.54	0.59	0.61	0.63	营业成本	581	626	685	754	
存货周转率	137.08	73.00	73.00	73.00	营业税金及附加	38	40	44	49	
<b>偿债能力</b>					销售费用	1	1	1	1	
资产负债率	33%	29%	29%	30%	管理费用	84	92	100	108	
流动比	1.92	1.91	1.89	1.92	财务费用	50	62	70	81	
速动比	1.92	1.90	1.89	1.91	其他费用/(-收入)	(151)	89	89	89	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>营业利润</b>	<b>504</b>	<b>415</b>	<b>450</b>	<b>484</b>	
现金及现金等价物	1440	976	1071	1395	营业外净收支	(0)	(5)	(5)	(5)	
应收款项	1902	1949	2074	2206	<b>利润总额</b>	<b>504</b>	<b>410</b>	<b>445</b>	<b>479</b>	
存货净额	4	9	10	11	所得税费用	89	62	67	72	
其他流动资产	130	138	151	167	<b>净利润</b>	<b>415</b>	<b>349</b>	<b>378</b>	<b>407</b>	
<b>流动资产合计</b>	<b>3477</b>	<b>3071</b>	<b>3307</b>	<b>3778</b>	少数股东损益	1	1	1	1	
固定资产	3011	3060	3307	3728	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>414</b>	<b>348</b>	<b>377</b>	<b>406</b>	
在建工程	502	802	991	883	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
无形资产及其他	1737	1737	1679	1621	<b>经营活动现金流</b>	<b>281</b>	<b>397</b>	<b>489</b>	<b>504</b>	
长期股权投资	1	1	1	1	净利润	415	349	378	407	
<b>资产总计</b>	<b>9087</b>	<b>9031</b>	<b>9645</b>	<b>10371</b>	少数股东权益	1	1	1	1	
短期借款	880	780	880	1080	折旧摊销	226	208	211	221	
应付款项	388	274	300	308	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	114	126	138	152	营运资金变动	(361)	43	(179)	(169)	
其他流动负债	430	430	430	430	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1104)</b>	<b>(349)</b>	<b>(436)</b>	<b>(313)</b>	
<b>流动负债合计</b>	<b>1811</b>	<b>1609</b>	<b>1747</b>	<b>1969</b>	资本支出	(331)	(349)	(436)	(313)	
长期借款及应付债券	997	797	897	997	长期投资	(0)	0	0	0	
其他长期负债	193	193	193	193	其他	(773)	0	0	0	
<b>长期负债合计</b>	<b>1190</b>	<b>990</b>	<b>1090</b>	<b>1190</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>358</b>	<b>(303)</b>	<b>197</b>	<b>297</b>	
<b>负债合计</b>	<b>3001</b>	<b>2599</b>	<b>2837</b>	<b>3159</b>	债务融资	1271	(300)	200	300	
股本	975	975	975	975	权益融资	161	0	0	0	
股东权益	6086	6432	6807	7212	其它	(1074)	(3)	(3)	(3)	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9087</b>	<b>9031</b>	<b>9645</b>	<b>10371</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>(465)</b>	<b>(255)</b>	<b>250</b>	<b>488</b>	

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。