

中原环保（000544） 环保与新能源 ——业绩有望可持续平稳增长

投资评级 中性 公司评级 A 收盘价 7.91 元

事件：

年报显示，2008 年全年公司实现主营业务收入 25590.03 万元、净利润 6490.54 万元，同比分别增长 10.41%、13.53%，经营活动产生的现金流量净额 8,165.71 万元，较上年同期增长 47.06%。基本每股收益 0.241 元，净资产收益率 14.25%。

结论：

公司业绩基本符合我们的预期。公司前三季度实现净利润 4883.73 万元，基本每股收益 0.181 元，公司四季度每股收益为 0.06 元，业绩达到全年平均水平，显示公司受宏观经济影响不大，保持平稳发展态势。

正文：

公司主营业务为城市污水处理和城市集中供热，2008 年这 2 大业务占主营业务收入的比率分别为 55.49%、43.43%，毛利率分别为 68.49%、16.88%。2008 年度公司所属的王新庄污水处理厂，在中国城镇供水排水协会组织的评选活动中，被评为“全国十佳污水处理厂”。公司所从事的两大主业符合国家节能减排、环境保护政策，2008 年，公司在主业以及跨行业领域实施了三大投资项目：

一是由公司独资在登封市设立中原环保水务登封有限公司，以 TOT 方式收购运营登封市污水处理厂。该厂设计规模为日处理污水 3 万立方米，出水水质按照国家《城镇污水处理厂污染物排放标准》（GB18918-2002）一级 B 处理标准执行，服务范围为登封市中心城区，服务面积约 10 平方公里，服务人口约 15 万。目前该项目运行情况良好。

二是由公司独资在登封市设立中原环保热力登封有限公司，主要从事登封市城市集中供热项目的建设运营。该公司规划利用登封市电力集团有限公司的发电余热，分三期建设登封市的城市集中供热项目。该项目建成运行后，将结束登封市没有集中供热的历史，现该项目正在建设中。

三是投资参股郑州市商业银行。郑州商行是郑州市唯一的一家国有控股地方商业银行，在郑州市的经济建设中发挥着重要的作用。公司投资 6265 万元人民币认购郑州商行 5000 万股股份，占郑州商行增资扩股后总股本的 3.49%。

公司所处的行业具有较好的发展前景。污水处理行业：由于城市污水处理率较低，我国河流湖泊受到不同程度的污染。未来几年国家将加大对“三河三湖”等重点流域和区域水污染的防治力度，加强对城市污水处理设施的建设，全面开征污水处理费，到 2010 年城市污水处理率不低于 75%。为实现“十一五”环保目标，政府规划将加大环保产业投资力度。

2009 年 3 月 26 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	16.50/4.68
上证指数/深圳成指	2291.56/8756.25
50 日均成交额(百万元)	72.84
市净率(倍)	4.68
股息率	

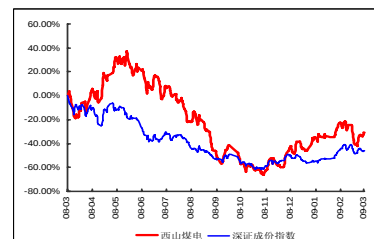
基础数据

流通股(百万股)	114.18
总股本(百万股)	269.46
流通市值(百万元)	903.15
总市值(百万元)	2131.43
每股净资产(元)	1.69
净资产负债率	61.67%

股东信息

大股东名称	郑州市热力总公司
持股比例	33.18%

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员：	周海鸥，常格非
电 话：	021-51097188-1803
电 邮：	zhouhaiou@gyzq.com.cn
联系人：	朱厚中
电 话：	(86-21) 51097188-1853
电 邮：	zhuhouzhong@gyzq.com.cn
地 址：	中国上海市浦东南路 379 号金穗大厦 15F (200120)

集中供热行业：从现状和发展上看，热电联产集中供热占据着城市供热的主要地位，随着我国城市发展的加快以及城镇人口的增长，人们对提高生活质量的追求，城市集中供热的需求将与日俱增。同时，对环保节能要求的提高，也将促进集中供热方式的快速发展。

我们预计未来几年公司业绩有望保持 20% 左右的增长，2009 年—2010 年 EPS 分别为 0.31 元、0.37 元，对应现在股价的市盈率分别为 25 倍、21 倍，略高于行业平均水平，估值基本合理，对公司的投资评级为“中性”。

附表：公司财务报表与指标一览表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	238	241	281	317	营业收入	256	305	370	450
现金	99	95	96	96	营业成本	140	170	205	250
应收账款	113	117	149	178	营业税金及附加	0	0	0	0
其它应收款	0	1	1	1	营业费用	0	3	4	8
预付账款	24	25	32	39	管理费用	20	12	14	22
存货	2	2	2	3	财务费用	9	8	12	17
其他	0	0	0	0	资产减值损失	2	2	2	2
非流动资产	499	587	745	907	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	63	30	36	38	投资净收益	1	1	1	1
固定资产	85	93	101	106	营业利润	85	111	133	150
无形资产	344	458	604	760	营业外收入	0	0	0	0
其他	8	5	4	3	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	737	827	1026	1224	利润总额	85	110	133	150
流动负债	251	274	370	455	所得税	20	28	33	37
短期借款	150	167	254	319	净利润	65	83	100	112
应付账款	11	16	11	16	少数股东损益	0	-1	-1	-1
其他	89	91	105	120	归属母公司净利润	65	84	101	113
非流动负债	30	15	18	19	EBITDA	124	137	167	192
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.24	0.31	0.37	0.42
其他	30	15	18	19	主要财务比率				
负债合计	281	289	388	473	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	0	-1	-2	-3	成长能力				
股本	269	269	269	269	营业收入	10.4%	19.2%	21.3%	21.6%
资本公积	472	472	472	472	营业利润	0.1%	30.0%	20.8%	12.3%
留存收益	-286	-202	-101	12	归属于母公司净利润	13.5%	29.5%	19.9%	12.5%
归属母公司股东权益	456	540	640	754	获利能力				
负债和股东权益	737	827	1026	1224	毛利率	45.3%	44.3%	44.6%	44.4%
现金流量表					净利率	25.4%	27.6%	27.2%	25.2%
单位: 百万元					ROE	14.2%	15.6%	15.7%	15.0%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC	21.3%	20.5%	19.2%	17.9%
经营活动现金流	82	94	105	138	偿债能力				
净利润	65	83	100	112	资产负债率	38.1%	34.9%	37.8%	38.7%
折旧摊销	30	19	22	24	净负债比率	53.39%	57.97%	65.50%	67.36%
财务费用	9	8	12	17					

投资损失	-1	-1	-1	-1	流动比率	0.95	0.88	0.76	0.70
营运资金变动	-23	-17	-28	-18	速动比率	0.94	0.87	0.75	0.69
其它	2	2	1	2	营运能力				
投资活动现金流	-90	-107	-179	-186	总资产周转率	0.39	0.39	0.40	0.40
资本支出	28	17	19	18	应收账款周转率	3	3	3	3
长期投资	-63	-31	5	3	应付账款周转率	18.07	12.52	15.38	18.41
其他	-125	-122	-155	-165	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	21	9	75	48	每股收益(最新摊薄)	0.24	0.31	0.37	0.42
短期借款	30	17	87	65	每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.35	0.39	0.51
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.69	2.00	2.38	2.80
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	32.84	25.35	21.15	18.80
其他	-9	-8	-12	-17	P/B	4.68	3.95	3.33	2.83
现金净增加额	12	-4	1	-0	EV/EBITDA	17	15	13	11

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	256	305	370	450
同比(%)	10%	19%	21%	22%
归属母公司净利润	65	84	101	113
同比(%)	14%	30%	20%	12%
毛利率(%)	45.3%	44.3%	44.6%	44.4%
ROE(%)	14.2%	15.6%	15.7%	15.0%
每股收益(元)	0.24	0.31	0.37	0.42
P/E	32.84	25.35	21.15	18.80
P/B	4.68	3.95	3.33	2.83
EV/EBITDA	17	15	13	11

资料来源: WIND, 国元证券研究中心整理、预测

国元证券投资评级体系:

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
谨慎推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定, 预计未来 6 个月内, 行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究中心联系。 网址: www.gyzq.com.cn