

2017年02月28日

公司研究

评级：增持（维持）

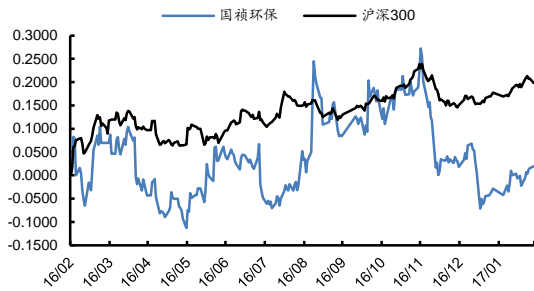
研究所

证券分析师： 谭倩 S0350512090002
010-88576686-807 tanq@ghzq.com.cn
联系人： 任春阳 S0350116050011
0755-83026892 rency@ghzq.com.cn

业绩大增 77%，订单充足高增长可持续

——国祯环保（300388）事件点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
国祯环保	4.9	-13.6	-2.2
沪深 300	1.7	-2.1	16.9

市场数据 2017/02/27

当前价格（元）	22.34
52 周价格区间（元）	19.26 - 28.40
总市值（百万）	6829.81
流通市值（百万）	3255.13
总股本（万股）	30572.11
流通股（万股）	14570.88
日均成交额（百万）	95.81
近一月换手（%）	23.96

相关报告

《国祯环保（300388）事件点评：预中标污水 PPP 项目，公司发展驶入快车道》——
2016-11-07

《国祯环保（300388）事件点评：推出股权激励显信心，收购污水处理公司谋发展》——
2016-10-25

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%。

事件：

公司 2 月 27 日晚发布 2016 年度业绩快报：2016 年实现营收 14.63 亿，同比增长 39.81%，实现归属于上市公司股东的净利润为 1.33 亿，同比增长 77.55%。对此，我们点评如下：

投资要点：

■ 业绩大增 77%，主要源于运营资产增长及子公司并表

2016 年实现营收 14.63 亿，同比增长 39.81%，实现归属于上市公司股东的净利润为 1.33 亿，同比增长 77.55%，接近此前业绩预告的上限，符合市场预期。公司业绩大涨主要受益于报告期内 PPP，BOT，TOT 等运营项目的大规模增长以及合并了麦王环境、挪威 Biovac 公司报表所致。

■ 在手订单充足，业绩高增长可持续

公司是生活污水处理行业较早提供“一站式六维服务”的专业公司，目前已经在全国 11 个省份运营 80 多座生活污水处理厂，污水处理能力约为 300 万吨/日，具有一定的市场影响力，并表现出超强的拿单能力：2016 年前三季度，公司新增工程类订单 8.81 亿元，期末在手未确认收入工程类订单 11.73 亿元，新增特许经营类项目 6.07 亿元，未完成投资金额 5.10 亿元，是运营期的订单 4.16 亿元的 1.23 倍。此后，公司收购即墨市污水处理厂 60% 股权、中标蒙城县 PPP（2.6 亿元）、寿县安丰 PPP（2860 万元）、TPCO RM2 项目、投资三岔河镇项目、泗阳三期扩建项目等，我们认为公司在手订单充足，未来几年高增长能够持续。

■ 不断拓展完善产业链，环境综合平台逐渐成型

公司在市政污水领域的市场影响力逐步提升，于此同时公司近几年也通过不断的资本运作来拓展产业链，2015 年 8 月，公司收购麦王环境 72.31% 的股权切入工业废水领域、2015 年 10 月收购挪威 GEAS 公司延伸膜处理技术产业链，2017 年 1 月增资美国 TREVI 公司获取正渗透技术。同时公司研发污泥深度处理成套设备、成立水环境事业部和管网事业部等一系列举措，巩固在“工业废水、小城镇污水、污泥处理、流域治理、管网”等产业热点的布局，污水

治理范围更广，产业链上下游不断拓展，环境综合平台逐渐成型。

■ **股权激励和资金到位，公司发展驶入快车道**

1)2015年11月,公司对337名激励对象推出限制性股票激励计划,限制性股票总量为1397万股; 2)2016年10月21日公司推出股票期权激励计划:拟向125名激励对象授予1575万份股票期权,其中首次授予1393.5万份,股票期权行权价格24.10元/股。业绩考核目标为以2015年净利润0.75亿元为基数,2016-2018年净利润增长率分别不低于50%、80%、150%,即对应3年净利润分别不低于1.12、1.35、1.87亿元,3年复合增速35.60%。

我们认为,公司近两年连续推出股权激励,覆盖的员工较多,能够完善公司的激励机制,吸引和留住人才,有利于公司的长期发展,同时3年业绩目标复合增速35.60%显示员工对公司发展充满信心。另外,公司非公开发行股票募集资金5亿元用于怀远、清溪、郎溪PPP项目建设,2016年4月已经完成,资金已经到位,项目推进有望加快,公司发展即将驶入快车道。

■ **市值小具备安全边际,具备长期投资价值**

公司目前市值有68亿元,流通市值32亿元,市值较小。同时非公开发行价格20.46元,股票期权行权价24.10元,2月27日收盘价22.34元,具备一定的安全边际。我们认为公司:订单充足+资金到位+激励充分+安全边际高,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。**暂不考虑收购及股票期权的影响,我们预计公司2016-2018年EPS分别为0.44、0.57、0.75元,对应当前股价PE分别为51、39、30倍,维持“增持”评级。

■ **风险提示:**项目推进缓慢的风险、污水处理费下调的风险、收购不及预期的风险、宏观经济下行的风险

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	1046	1411	1721	2068
增长率(%)	2%	35%	22%	20%
净利润(百万元)	75	134	176	230
增长率(%)	44%	79%	31%	31%
摊薄每股收益(元)	0.27	0.44	0.57	0.75
ROE(%)	8.18%	8.61%	10.09%	11.59%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 国祯环保盈利预测表

证券代码:	300388.SZ				股价:	22.34	投资评级:	增持	日期:	2017/02/27
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E	
盈利能力					每股指标					
ROE	8%	9%	10%	12%	EPS	0.27	0.44	0.57	0.75	
毛利率	29%	31%	31%	31%	BVPS	2.97	4.77	5.32	6.04	
期间费率	21%	19%	18%	16%	估值					
销售净利率	7%	10%	10%	11%	P/E	83.04	50.95	38.90	29.74	
成长能力					P/B	7.52	4.69	4.20	3.70	
收入增长率	2%	35%	22%	20%	P/S	5.95	4.84	3.97	3.30	
利润增长率	44%	79%	31%	31%						
营运能力					利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	
总资产周转率	0.26	0.27	0.31	0.36	营业收入	1046	1411	1721	2068	
应收账款周转率	1.53	1.94	2.31	2.46	营业成本	744	975	1185	1432	
存货周转率	8.11	8.11	8.11	8.11	营业税金及附加	14	14	17	21	
偿债能力					销售费用	36	48	59	70	
资产负债率	77%	71%	69%	66%	管理费用	80	111	146	165	
流动比	0.67	0.89	0.97	1.06	财务费用	90	93	92	82	
速动比	0.63	0.83	0.90	0.98	其他费用 / (-收入)	(7)	(12)	(8)	(8)	
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业利润	76	156	214	290	
现金及现金等价物	342	829	1138	1257	营业外净收支	29	31	31	31	
应收款项	682	727	746	839	利润总额	105	187	245	321	
存货净额	92	122	148	179	所得税费用	23	42	55	72	
其他流动资产	163	205	241	280	净利润	81	146	191	250	
流动资产合计	1279	1840	2230	2513	少数股东损益	6	12	15	20	
固定资产	224	932	869	782	归属于母公司净利润	75	134	176	230	
在建工程	20	60	60	70	现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	
无形资产及其他	136	136	134	133	经营活动现金流	(317)	145	373	370	
长期股权投资	17	17	17	17	净利润	81	146	191	250	
资产总计	3976	5284	5609	5814	少数股东权益	6	12	15	20	
短期借款	563	663	763	663	折旧摊销	19	36	107	100	
应付款项	507	596	725	876	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	80	58	71	85	营运资金变动	(424)	(184)	(222)	(329)	
其他流动负债	751	751	751	751	投资活动现金流	(241)	(748)	63	77	
流动负债合计	1900	2068	2309	2374	资本支出	(113)	(748)	63	77	
长期借款及应付债券	1024	1524	1424	1324	长期投资	2	0	0	0	
其他长期负债	136	136	136	136	其他	(131)	0	0	0	
长期负债合计	1160	1660	1560	1460	筹资活动现金流	1045	1095	(7)	(209)	
负债合计	3059	3727	3869	3834	债务融资	519	600	0	(200)	
股本	279	306	306	306	权益融资	194	500	0	0	
股东权益	916	1556	1740	1981	其它	332	(5)	(7)	(9)	
负债和股东权益总计	3976	5284	5609	5814	现金净增加额	487	492	429	238	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【环保组介绍】

谭倩，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、客观地出具报告。

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，三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】

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惟一参考因素，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。