

国祯环保（300388）\公用事业

——运营稳增长，轻资产模式打开新发展空间

投资建议：	推荐
上次建议：	推荐
当前价格：	10.1元

事件：

公司发布三季报，前三季度实现营收25.81亿元，同比增长3.65%，归母净利润2.53亿元，同比增长10.99%，预告为同比增长1%-15%，利润增长略高于预告中间值。其中第三季度单季度归母净利润同比增长9.24%。

投资要点：

➢ 运营业务稳增长，财务费用增加较多

公司业绩增长主要由于运营业务稳步增长，前三季度运营收入同比增长13.26%至9.95亿元，特别是投资类运营业务同比增长23.17%至7.12亿元，委托运营类业务略有下滑。工程业务同比下滑2.46%至14.50亿元。整体前三季度毛利率增加3.11pct至27.39%，总毛利增长约17%，但由于财务费用同比增长约50%至1.90亿元，财务费用率增加2.27pct至7.37%，同时增值税退税也同比减少约0.17亿元，使得净利润增幅低于毛利增幅。前三季度净利率增加0.65pct至10.45%，整体盈利能力有所提升。

➢ 长贷顺利定增资金到位，新项目加速投运，工程订单仍较为充裕

前三季度公司长期贷款增加24.16亿元，其中包括获得国开行安徽分行贷款18亿元，七月份公司定向增发顺利落地，募集资金净额为9.28亿元，前三季度投资类项目投资21.35亿元，较去年同期投资金额几乎翻倍，截至9月底有32.30亿元待投资，小仓房、亳州等大项目逐渐接手/投运，同时多个项目有望年底或明年投运，预计运营业务有望继续保持稳健增长。同时前三季度新增工程订单21.14亿元，同比增长22%，截至期末在手工程订单39.75亿元，仍较充裕。

➢ 期待轻资产模式打开新的发展空间

后续股权转让完成后，三峡集团将通过长江环保集团及三峡资本实际控制公司股份总数的26.63%，成为公司第一大股东。公司拥有丰富的运营管理经验，通过精细化管理节能降耗、技改等努力降低成本、提高运营效率，曾主持多项国家级污水处理研发项目。未来公司有望与三峡集团在长江大保护中深度合作，未来三年内每年承担不低于长江环保集团主导的新增项目中30%的运维服务保障职能。目前公司及长江环保等公司已经在芜湖等项目上展开合作，公司负责整个项目运营及移交工作，以较小的投资规模撬动较大的运营收益。期待未来轻资产模式持续推进，打开新的发展空间，实现公司跨越式发展。

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	670/549
流通A股市值（百万元）	5,422
每股净资产（元）	4.06
资产负债率（%）	79.00
一年内最高/最低（元）	11.57/8.03

一年内股价相对走势



冯瑞齐 分析师

执业证书编号：S0590518070003

电话：0510-85609581

邮箱：fengrq@glsc.com.cn

相关报告

- 《国祯环保（300388）\公用事业行业》
《三峡有望成为第一大股东，三峡国祯再启航》
- 《国祯环保（300388）\公用事业行业》
《运营业务稳增长，轻资产转型之路进入拐点》
- 《国祯环保（300388）\公用事业行业》
《定增完成，引入央企》

➤ **维持“推荐”评级**

多个运营项目逐渐投运提供业绩增量，同时基于公司在手的充裕订单及未来广阔的市场前景，我们预计公司19-21年实现归母净利润分别为3.60/4.80/5.99亿元，对应EPS分别为0.54/0.72/0.89元，对应目前股价19-21年PE分别为19/14/11倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示**

项目实施不达预期；资产负债率较高风险；商誉减值及应收账款减值风险；扩张导致的费用风险；毛利率下滑风险；

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2628.09	4006.38	4654.00	5550.00	6447.00
增长率（%）	79.67%	52.44%	16.16%	19.25%	16.16%
EBITDA（百万元）	443.29	643.51	776.84	1017.13	1216.64
净利润（百万元）	194.17	280.80	359.79	480.29	598.93
增长率（%）	49.57%	44.61%	28.13%	33.49%	24.70%
EPS（元/股）	0.29	0.42	0.54	0.72	0.89
市盈率（P/E）	34.87	24.11	18.82	14.10	11.30
市净率（P/B）	3.53	3.05	1.96	1.75	1.55
EV/EBITDA	14.14	15.44	16.76	13.83	11.91

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1091.40	771.91	1163.50	1387.50	1611.75	营业收入	2628.09	4006.38	4654.00	5550.00	6447.00
应收账款+票据	1132.23	1203.04	1377.81	1643.86	1866.18	营业成本	1974.16	3123.72	3559.84	4155.84	4751.44
预付账款	74.23	204.28	240.70	278.78	315.15	营业税金及附加	25.17	28.87	33.54	40.00	46.46
存货	372.17	582.42	604.20	781.08	802.73	营业费用	103.14	114.16	132.64	158.18	183.74
其他	110.80	167.33	159.55	191.47	191.47	管理费用	192.09	201.11	233.63	278.61	323.64
流动资产合计	2780.84	2928.97	3545.77	4282.68	4787.28	财务费用	147.78	191.49	271.22	335.49	401.06
长期股权投资	133.62	144.91	237.91	352.91	489.91	资产减值损失	53.11	65.05	45.00	56.25	70.31
固定资产	221.99	224.56	189.16	141.00	77.29	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	365.79	1109.37	1109.37	1109.37	1109.37	投资净收益	2.53	12.89	13.00	15.00	17.00
无形资产	693.65	737.38	1271.95	1686.52	2081.09	其他	68.15	67.26	70.00	77.00	84.40
其他非流动资产	3903.00	4999.88	6396.21	6892.55	7192.55	营业利润	203.32	362.12	461.12	617.64	771.75
非流动资产合计	5318.05	7216.09	9204.60	10182.35	10950.21	营业外净收益	37.23	5.64	5.00	5.00	5.00
资产总计	8098.89	10145.07	12750.36	14465.03	15737.48	利润总额	240.55	367.76	466.12	622.64	776.75
短期借款	837.47	1073.91	908.90	909.16	762.74	所得税	32.73	57.02	67.97	91.15	113.96
应付账款+票据	1161.32	2197.73	1630.06	1833.14	2126.39	净利润	207.82	310.74	398.16	531.50	662.79
其他	824.26	812.79	836.98	838.68	862.90	少数股东损益	13.64	29.94	38.36	51.21	63.86
流动负债合计	2823.04	4084.43	3375.93	3580.98	3752.03	归属于母公司净利润	194.17	280.80	359.79	480.29	598.93
长期带息负债	2481.27	2974.98	4974.98	5974.98	6474.98	主要财务比率					
长期应付款	347.48	259.86	259.86	259.86	259.86		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
其他	228.69	259.90	299.81	347.99	373.96	成长能力					
非流动负债合计	3057.45	3494.74	5534.65	6582.82	7108.79	营业收入	79.67%	52.44%	16.16%	19.25%	16.16%
负债合计	5880.49	7579.16	8910.58	10163.80	10860.82	EBIT	37.74%	45.37%	23.61%	31.83%	20.05%
少数股东权益	301.53	343.42	381.78	432.99	496.85	EBITDA	40.89%	45.17%	20.72%	30.93%	19.62%
股本	305.67	548.99	669.10	669.10	669.10	归属于母公司净利润	73.17%	44.61%	28.13%	33.49%	24.70%
资本公积	741.93	571.00	1379.09	1379.09	1379.09	获利能力					
留存收益	869.28	1102.49	1409.81	1820.05	2331.62	毛利率	24.88%	22.03%	23.51%	25.12%	26.30%
股东权益合计	2218.40	2565.91	3839.78	4301.23	4876.67	净利率	7.91%	7.76%	8.56%	9.58%	10.28%
负债和股东权益总计	8098.89	10145.07	12750.37	14465.03	15737.49	ROE	10.13%	12.63%	10.40%	12.42%	13.67%
						ROIC	8.83%	9.25%	8.80%	7.90%	8.25%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债	72.61%	74.71%	69.88%	70.26%	69.01%
净利润	197.51	291.61	380.91	512.25	641.54	流动比率	0.99	0.72	1.05	1.20	1.28
折旧摊销	60.76	87.44	89.50	111.00	128.83	速动比率	0.81	0.53	0.82	0.92	1.01
财务费用	146.24	195.73	221.22	283.49	311.06	营运能力					
存货减少	-198.86	-210.24	-21.78	-176.88	-21.65	应收账款周转率	3.22	4.14	4.06	4.20	4.17
营运资金变动	-710.63	-505.33	-746.91	-131.24	58.77	存货周转率	5.30	5.36	5.89	5.32	5.92
其它	92.62	82.93	-1315.09	-395.58	-203.72	总资产周转率	0.32	0.39	0.37	0.38	0.41
经营活动现金流	-412.36	-57.86	-1392.15	203.03	914.83	每股指标(元)					
资本支出	347.66	632.86	630.00	530.00	530.00	每股收益	0.29	0.42	0.54	0.72	0.89
长期投资	114.68	123.79	80.00	100.00	120.00	每股经营现金流	-0.62	-0.09	-2.08	0.30	1.36
其他	22.42	5.93	4.25	4.25	4.25	每股净资产	2.86	3.32	5.16	5.77	6.53
投资活动现金流	-439.91	-750.72	-705.75	-625.75	-645.75	估值比率					
债权融资	1390.61	547.52	1834.99	1000.26	353.58	市盈率	34.87	24.11	18.82	14.10	11.30
股权融资	60.48	32.99	928.20	0.00	0.00	市净率	3.53	3.05	1.96	1.75	1.55
其他	-183.61	-266.82	-273.70	-353.54	-398.41	EV/EBITDA	14.14	15.44	16.76	13.83	11.91
筹资活动现金流	1267.48	313.68	2489.49	646.72	-44.83	EV/EBIT	16.39	17.86	18.94	15.53	13.32
现金净增加额	408.14	-501.00	391.59	224.00	224.25						

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-85603281

上海

国联证券股份有限公司研究所
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元
 电话：021-61649996

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	联系电话
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856
深圳	薛靖韬	18617045210