

运营+技术+平台三重加持，公司未来发展可期

——国祯环保(300388.SZ) 2019年三季度报点评

公司简报

◆**事件**：公司发布2019年第三季度报告，2019年前三季度公司实现营业收入25.81亿元，同比增长3.65%，实现归母净利润2.53亿元，同比增长10.99%，位于业绩预告的上位区间（预告盈利2.31亿元~2.62亿元，同比增长1%~15%）；第三季度，公司实现营业收入8.95亿元，同比减少2.05%，实现归母净利润0.97亿元，同比增长9.24%。

◆**毛利率回暖，资产负债率下降，在手现金充裕。**

公司2019年前三季度经营稳健，毛利率同比+3.11个pct至27.39%；第三季度，公司单季度毛利率自2017年第一季度起首次回到30%以上（30.22%），期间费用的良好控制也使得公司单季度净利润率达到上市以来的第二高位（11.83%，第一是2016年第三季度的11.86%）。受益于三峡集团入主，公司资产负债率已降低至72.08%；此外，公司在手现金较为充裕（期末现金及现金等价物余额为13.672亿元），可较好的保障公司持续发展。

◆**运营+技术+平台，三重加持助力公司实现新的突破。**

公司始终维持着较为优秀的污水厂运营管理能力，是当之无愧的民企水务运营龙头；公司拟收购麦王环境16.14%的股权，持股占比将达91.03%，将进一步加强公司在工业废水领域的技术实力；三峡集团先后通过定增和协议受让方式入主公司，持股比例将达26.6%（若转让协议完成），不仅体现出央企对公司经营、管理及资产质量的相对认可，也将进一步给公司发展提供更加广阔的发展空间和平台。运营、技术、平台的三重加持将助力公司成为国内顶级的水环境综合服务提供商，未来发展值得期待。

◆**维持“买入”评级**：我们维持公司19-21年归母净利润预测3.22/3.66/4.12亿元，对应19-21年的EPS为0.48/0.55/0.61元，当前股价对应19年PE为21倍。公司运营资产稳定，后续将受益于国资加持和长江大保护业务的持续开展，维持“买入”评级。

◆**风险提示**：公司开展投资、工程类项目过于激进；财务风险消化期限过长至项目推进缓慢；地方支付能力及财政风险或至项目回款较慢；与三峡集团合作情况不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,628	4,006	4,733	5,454	6,089
营业收入增长率	79.67%	52.44%	18.14%	15.22%	11.65%
净利润(百万元)	194	281	322	366	412
净利润增长率	49.57%	44.61%	14.62%	13.62%	12.54%
EPS(元)	0.29	0.42	0.48	0.55	0.61
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.13%	12.63%	12.98%	13.19%	13.27%
P/E	35	24	21	19	16
P/B	3.5	3.0	2.7	2.4	2.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年10月28日

买入(维持)

当前价：10.10元

分析师

殷中枢(执业证书编号：S0930518040004)

010-58452063

yinzs@ebsec.com

王威(执业证书编号：S0930517030001)

021-52523818

wangwei2016@ebsec.com

联系人

郝睿

021-52523827

haoguan@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)：6.70

总市值(亿元)：67.70

一年最低/最高(元)：7.98/11.43

近3月换手率：32.92%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.96	3.12	-5.17
绝对	-2.04	4.88	18.56

资料来源：Wind

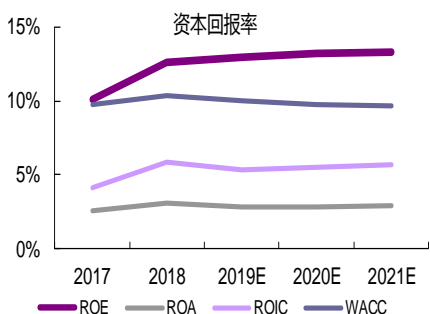
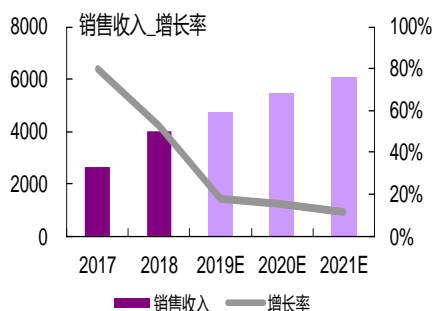
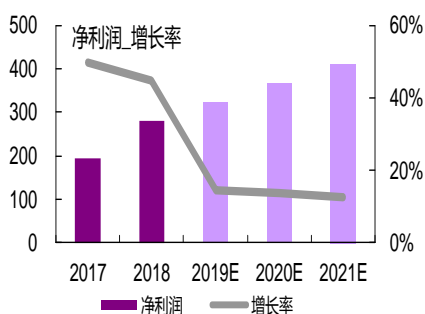
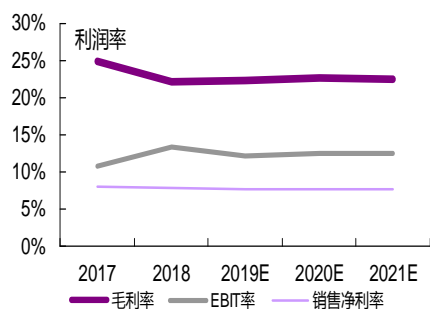
相关研报

三峡等国资助力，长江大保护可期——国祯环保(300388.SZ)2019年半年度报告点评

.....2019-08-22

业绩符合预期，扎实推进水资源综合服务战略——国祯环保(300388.SZ)2018年年报&2019年一季报点评

.....2019-04-26



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,628	4,006	4,733	5,454	6,089
营业成本	1,974	3,124	3,677	4,224	4,722
折旧和摊销	61	87	89	98	106
营业税费	25	29	33	38	43
销售费用	103	114	142	164	183
管理费用	192	139	270	316	353
财务费用	148	191	229	279	305
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	8	19	20	20	20
营业利润	209	368	367	420	470
利润总额	241	368	426	489	549
少数股东损益	14	30	40	50	55
归属母公司净利润	194	281	322	366	412

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	8,099	10,145	12,892	14,597	15,949
流动资产	2,781	2,929	4,631	5,294	5,876
货币资金	1,091	772	1,988	2,291	2,557
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	781	943	1,108	1,262	1,393
应收票据	34	25	47	55	61
其他应收款	317	234	473	545	609
存货	372	582	662	760	850
可供出售投资	5	5	5	5	5
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	134	145	145	145	145
固定资产	222	225	253	280	283
无形资产	694	737	785	829	871
总负债	5,880	7,579	10,029	11,390	12,359
无息负债	2,096	3,142	3,582	4,017	4,426
有息负债	3,784	4,437	6,447	7,373	7,933
股东权益	2,218	2,566	2,863	3,206	3,590
股本	306	549	670	670	670
公积金	862	642	552	589	630
未分配利润	701	918	1,143	1,400	1,687
少数股东权益	302	343	383	433	488

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-418	-61	46	274	446
净利润	194	281	322	366	412
折旧摊销	61	87	89	98	106
净营运资金增加	412	-49	386	260	202
其他	-1,085	-380	-751	-449	-274
投资活动产生现金流	-440	-751	-580	-580	-380
净资本支出	-347	-633	-600	-600	-400
长期投资变化	134	145	0	0	0
其他资产变化	-226	-263	20	20	20
融资活动现金流	1,267	314	1,750	608	201
股本变化	0	243	121	0	0
债务净变化	1,403	652	2,011	926	560
无息负债变化	708	1,046	439	435	409
净现金流	402	-504	1,216	303	267

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	79.67%	52.44%	18.14%	15.22%	11.65%
净利润增长率	49.57%	44.61%	14.62%	13.62%	12.54%
EBITDA 增长率	29.56%	82.51%	6.71%	16.89%	10.87%
EBIT 增长率	23.84%	90.88%	7.55%	17.89%	11.21%
估值指标					
PE	35	24	21	19	16
PB	4	3	3	2	2
EV/EBITDA	22	19	21	20	19
EV/EBIT	27	22	25	23	21
EV/NOPLAT	32	26	29	27	25
EV/Sales	3	3	3	3	3
EV/IC	1	2	2	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	24.88%	22.03%	22.31%	22.55%	22.45%
EBITDA 率	12.98%	15.54%	14.04%	14.24%	14.14%
EBIT 率	10.67%	13.36%	12.16%	12.44%	12.40%
税前净利润率	9.15%	9.18%	8.99%	8.97%	9.01%
税后净利润率 (归属母公司)	7.39%	7.01%	6.80%	6.71%	6.76%
ROA	2.57%	3.06%	2.81%	2.85%	2.93%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.13%	12.63%	12.98%	13.19%	13.27%
经营性 ROIC	4.12%	5.83%	5.34%	5.53%	5.64%
偿债能力					
流动比率	0.98	0.72	0.74	0.71	0.71
速动比率	0.85	0.57	0.63	0.61	0.61
归属母公司权益/有息债务	0.51	0.50	0.38	0.38	0.39
有形资产/有息债务	1.88	2.06	1.84	1.83	1.87
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.29	0.42	0.48	0.55	0.61
每股红利	0.07	0.10	0.11	0.12	0.14
每股经营现金流	-0.62	-0.09	0.07	0.41	0.67
每股自由现金流(FCFF)	-0.60	0.03	-0.56	-0.23	0.27
每股净资产	2.86	3.32	3.70	4.14	4.63
每股销售收入	3.92	5.98	7.06	8.14	9.08

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼