

EPC项目结算，收入大幅增长

——国祯环保（300388）2014 年中报点评

2014 年 10 月 23 日

推荐/首次

国祯环保

财报点评

张鹏	分析师	执业证书编号：S1480512060003	
	zhangpeng@dxzq.net.cn	010-66554029	
刘斐	分析师	执业证书编号：S1480513050002	
	liufei@dxzq.net.cn	010-66554104	

事件：14 年三季度业绩发布

2014 年 1-9 月，公司实现营业收入 7.22 亿元，同比增长 66.71%；公司实现利润总额 5587 万元，同比增长 11.97%，归属于上市公司股东净利润 4232 万元，同比增长 1.63%。截止报告期末，公司总资产 24.68 亿元，同比增长 10.5%；归属于母公司所有者权益 7.52 亿元，同比增长 62.31%。

公司分季度财务指标

指标	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q4	2013Q4
营业收入（百万元）	319.87	123.23	118.56	100.75	120.31	162.39	204.89
增长率（%）	766.43%	-	-	-	-62.39%	34.98%	26.17%
毛利率（%）	44.24%	30.23%	30.06%	35.03%	44.71%	35.73%	38.45%
期间费用率（%）	29.93%	18.09%	21.89%	23.07%	26.85%	24.11%	27.76%
营业利润率（%）	13.36%	11.56%	7.96%	11.22%	15.15%	9.78%	9.36%
净利润（百万元）	49.74	12.29	16.10	8.86	19.32	32.08	16.77
增长率（%）	-650.61%	-	-	-	-61.16%	66.09%	-47.74%
每股盈利（季度，元）	0.74		0.25	0.14	0.29	0.48	0.24
资产负债率（%）	70.36%	-	68.28%	70.39%	70.81%	74.79%	76.45%
净资产收益率（%）	15.37%	-	4.39%	2.49%	5.08%	6.96%	3.31%
总资产收益率（%）	4.56%	-	1.39%	0.74%	1.48%	1.75%	0.78%

观点：

- **营业大幅增长，毛利率降低拖累净利润增速。**1-9月份，公司实现营业收入7.22亿元，同比增长66.71%；但是期内毛利率为27.69%，同比下降10.95个百分点，主要原因在于公司今年以来环境EPC业务占公司营业收入比重较大，该业务毛利率相对较低，整体拉低了公司毛利率水平；由于毛利率的大幅下降，公司净利率也从去年同期的9.16%，下降至本期的5.86%，下降了3.75个百分点，从而导致公司期内净利润为4232万元，同比仅增长1.63%。
- **费用控制得当，各项费用增速合理。**报告期内，公司销售费用、管理费用和财务费用增速分别为10.93%、32.59%和12.71%。其中营销费用增速处于历史降低水平，控制较好；管理费用增速处于历史高水平，主

要原因在于公司目前在全国各地拥有30多家分子公司，规模快速扩张对管理能力提出挑战；财务费用增速为12.71%，增速较为合理。

- **上市完成，资产负债率大幅下降。**公司于2014年8月完成上市，股本和资本公积较2013年末增加2.3亿元；资产负债率也从2013年末的76.45%下降至本期末的68.42%。期末公司账面货币资金为2.47亿元，现金充沛。
- **期内新签订单一笔，规模扩大。**报告期内，公司两次中标湖南省衡阳县污水处理厂合同，分别位于西渡镇豆陂村和开云镇湘衡村。两个项目总处理规模为8万吨/日，预计项目总投资约为13128万元，项目的特许经营期均为30年(含二期扩建建设期)，出水标准均为GB18918-2002一级B标准。目前公司通过BOT、TOT和托管运营等方式管理污水处理厂53个，总处理量242.568万吨/日，处于国内污水处理行业前列。

结论：

公司是污水处理行业龙头企业，已初步完成全国布局。公司“一站式六维服务”颇具特色，污水处理产业链完整，具有相当的技术实力和发展潜力。我们预计公司2014-2016年营业收入分别为8.29亿元、10.09亿元和12.31亿元，归属于上市公司股东净利润分别为0.82亿元、0.94亿元和1.2亿元，每股收益分别为0.93元、1.07元和1.36元，对应PE分别为41.16X、36.06X和28.32X，首次关注给予“推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表						单位:百万元						利润表						单位:百万元					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E						
流动资产合计	404	424	560	681	830	营业收入	504	638	829	1009	1231												
货币资金	64	80	108	131	160	营业成本	313	392	531	652	803												
应收账款	178	210	295	359	438	营业税金及附加	3	5	7	8	10												
其他应收款	25	34	45	54	66	营业费用	22	26	33	40	49												
预付款项	60	32	37	44	52	管理费用	51	56	75	91	111												
存货	15	18	73	89	110	财务费用	53	90	89	106	111												
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	1.80	0.57	0.00	0.00	0.00												
非流动资产合计	1426	1724	1799	1821	1842	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00												
长期股权投资	19	19	19	19	19	投资净收益	5.15	1.24	0.00	0.00	0.00												
固定资产	81.96	130.58	219.37	255.67	290.72	营业利润	66	70	95	112	148												
无形资产	142	141	126	112	98	营业外收入	23.90	1.73	8.00	8.00	8.00												
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	4.75	0.57	2.00	2.00	2.00												
资产总计	1829	2148	2359	2502	2672	利润总额	85	71	101	118	154												
流动负债合计	810	843	858	721	588	所得税	8	12	18	24	34												
短期借款	456	360	584	401	211	净利润	77	59	82	94	120												
应付账款	172	132	175	214	264	少数股东损益	0	1	0	0	0												
预收款项	7	7	8	9	10	归属母公司净利润	76	58	82	94	120												
一年内到期的非流	118	152	0	0	0	EBITDA	267	308	209	245	287												
非流动负债合计	559	799	902	1102	1302	BPS (元)	1.15	0.87	0.93	1.07	1.36												
长期借款	432	670	870	1070	1270	主要财务比率																	
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E												
负债合计	1368	1642	1760	1822	1890	成长能力																	
少数股东权益	21	26	26	26	26	营业收入增长	8.83%	26.70%	29.86%	21.73%	22.01%												
实收资本(或股本)	66	66	88	88	88	营业利润增长	23.79%	5.50%	35.99%	18.07%	32.26%												
资本公积	55	55	55	55	55	归属于母公司净利润	42.78%	14.14%	42.78%	14.14%	27.35%												
未分配利润	295	332	377	428	492	获利能力																	
归属母公司股东权	440	480	573	654	757	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%												
负债和所有者权	1829	2148	2359	2502	2672	净利率(%)	15.21%	9.26%	9.95%	9.32%	9.73%												
现金流量表						单位:百万元	总资产净利润(%)	4.16%	2.69%	3.49%	3.76%	4.48%											
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		ROE(%)	17.28%	12.03%	14.39%	14.39%	15.84%											
经营活动现金流	-43	-92	-3	176	196	偿债能力																	
净利润	77	59	82	94	120	资产负债率(%)	75%	76%	75%	73%	71%												
折旧摊销	147.84	148.51	0.00	27.76	29.01	流动比率	0.50	0.50	0.65	0.95	1.41												
财务费用	53	90	89	106	111	速动比率	0.48	0.48	0.57	0.82	1.23												
应收账款减少	0	0	-85	-64	-79	营运能力																	
预收帐款增加	0	0	1	1	1	总资产周转率	0.32	0.32	0.37	0.42	0.48												
投资活动现金流	-126	-81	-59	-50	-50	应收账款周转率	3	3	3	3	3												
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.52	4.21	5.41	5.19	5.15												
长期股权投资减少	0	0	41	0	0	每股指标(元)																	
投资收益	5	1	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.15	0.87	0.93	1.07	1.36												
筹资活动现金流	156	167	90	-103	-117	每股净现金流(最新	-0.21	-0.08	0.32	0.27	0.33												
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	6.66	7.25	6.49	7.41	8.58												
长期借款增加	0	0	200	200	200	估值比率																	
普通股增加	0	0	22	0	0	P/E	33.43	44.20	41.16	36.06	28.32												
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	5.78	5.30	5.92	5.19	4.48												
现金净增加额	-14	-5	28	23	29	EV/EBITDA	13.08	11.82	22.70	19.29	16.42												

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

张鹏

金融学硕士，CPA，CFA。2011 年进入东兴证券研究所，2013 年度中国证券业金牛分析师房地产行业第五名,目前任电力及公用事业行业研究员。

重点覆盖公司：

发电及电网：郴电国际、华能国际、华电国际、国电电力、国投电力、川投能源、宝新能源、广州发展、上海电力、粤电力、深圳能源、黔源电力、内蒙华电、桂冠电力、韶能股份、凯迪电力等。

环保及公用事业：国中水务、碧水源、万邦达、维尔利、翰蓝环境、江南水务、首创股份、永清环保、东江环保、巴安水务、津膜科技、南方汇通、创业环保、大禹节水、st 科健、四环药业等。

刘斐

煤炭、电力及公用事业行业研究员

重点覆盖公司：

煤炭：中国神华、中煤能源、西山煤电、冀中能源、永泰能源、兰花科创、阳泉煤业、美锦能源、潞安环能。

发电及电网：郴电国际、华能国际、华电国际、国电电力、国投电力、川投能源、宝新能源、广州发展、上海电力、粤电力、深圳能源、黔源电力、内蒙华电、桂冠电力、韶能股份、凯迪电力等。

环保及公用事业：国中水务、碧水源、万邦达、维尔利、翰蓝环境、江南水务、首创股份、永清环保、东江环保、巴安水务、津膜科技、南方汇通、创业环保、大禹节水、st 科健、四环药业等。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。