

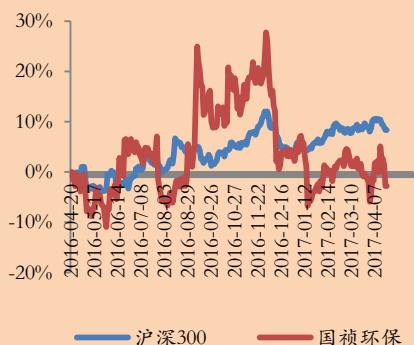


国祯环保 (300388)

投资评级：增持

报告日期：2017-04-20

股价走势：



金融环保组

联系人：杨易

0551-65161591

ivanyiyang@163.com

业绩大增,工业废水&小城镇治理发展抢眼

——国祯环保 2016 年报点评

事件：

公司发布 2016 年年报，报告期内公司实现营业收入 14.63 亿元，同比增长 39.8%；归属于上市公司股东的净利润 1.78 亿元，同比增长 69.46%。

主要观点：

□ 并表麦王、挪威公司，业绩大增，毛利率稳中有进

业绩来看，公司 2016 年营收同比增长 39.8%，归母净利润同比增长 69.46%，扣费后净利润大增 88.12%，业绩抢眼。主要原因是公司存量运营厂贡献收入（营收 6.71 亿元），以及完成了麦王环境（营收 3.66 亿元）、挪威 Biovac 公司（营收 1.01 亿元）并表所致。分业务来看，城市水环境治理服务收入 9.03 亿元，占总营收 61.71%，占据主导地位，公司已运营 95 座污水处理厂，处理规模 377 万吨/日，新增 75 万吨/日；工业废水治理和小城镇环境治理分别实现营收 3.87 亿元、1.71 亿元，分别同比增长 305.37%、196.19%，两者营收占总营收近四成，收发展十分迅猛。毛利率来看，综合毛利率同比增长 4.01 个百分点至 32.89%，保持了上市以来稳步增长的态势，公司在规模逐步扩大的同时，盈利能力在逐渐加强。

□ 业务扩展工业废水和小城镇治理，在手订单充足保障业绩增长

公司在夯实传统水环境治理领域的同时，积极开拓工业废水治理以及小城镇环境治理领域。工业废水治理：报告期内完成对麦王环境的并表，取得了，麦王环境取得了 TPCO Rolling Mill No.2 Package 项目等项目，此外，麦王环境与泸天化环保联手共同开拓西南区域的环保市场。小城镇环境治理：报告期内完成对挪威 Biovac 公司并表，大大提升了公司小城镇污水处理业务能力，报告期内公司对新疆小区生活污水处理采用挪威 Biovac 技术的项目完成安装调试，成功使挪威技术国产化，同时也取得了利辛县整县推进美丽乡村建设等小城镇项目。

工程类与特许经营类订单充沛。报告期内，工程新增订单 55 个，总投资 8.9 亿元，期末尚有在手订单 55 个，总投资 12.3 亿元。新增环保特许经营项目 13 个，总投资 10.5 亿元，其中四季度新增 7 个订单，占到全年的一半以上，目前 13 个项目全部已签订合同。处在运营期的项目 97 个，贡献收入 6.7 亿元，其中四季度共有 33 个项目投入运营。

□ 盈利预测与估值

公司致力于打造一流的、有国际竞争力的水环境综合利用服务商。公司立足传统市政污水处理领域，外延扩展工业废水、小城镇污水处理领域，三大业务板块协同发展，充足的订单保障了公司业绩增长的可持续性。此外，公司在 2016 年完成了管理层变更和对 121 名激励对象授予 1,375 万份股票期权。我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.63 元、0.72 元、0.94 元，对应的 PE 分别为 34 倍、30 倍、23 倍，维持“增持”评级。

□ 风险提示

政策变化风险；应收账款回收风险；项目建设或运营风险。



盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1463	1828	2194	2633
收入同比(%)	40%	25%	20%	20%
归属母公司净利润	130	192	219	287
净利润同比(%)	73%	48%	14%	31%
毛利率(%)	32.9%	31.7%	30.0%	30.9%
ROE(%)	8.9%	10.3%	10.8%	12.5%
每股收益(元)	0.42	0.63	0.72	0.94
P/E	50.00	33.87	29.62	22.64
P/B	4.29	3.52	3.17	2.79
EV/EBITDA	21	13	11	8

资料来源：wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,718	2,541	3,408	4,136	营业收入	1,463	1,828	2,194	2,633
现金	637	1,390	1,868	2,424	营业成本	982	1,249	1,536	1,820
应收账款	799	920	1,228	1,413	营业税金及附加	16	20	25	31
其他应收款	198	145	206	271	销售费用	74	70	83	106
预付账款	15	20	22	(40)	管理费用	157	153	181	230
存货	172	139	210	257	财务费用	103	101	92	83
其他流动资产	(104)	(73)	(127)	(189)	资产减值损失	7	0	0	0
非流动资产	3,699	3,557	3,582	3,550	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	30	23	24	26	投资净收益	7	3	4	4
固定资产	231	216	202	187	营业利润	131	239	281	366
无形资产	270	252	235	220	营业外收入	48	21	25	31
其他非流动资产	3,168	3,066	3,122	3,118	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	5,417	6,098	6,990	7,686	利润总额	178	259	305	396
流动负债	1,747	1,933	2,392	2,496	所得税	31	52	64	80
短期借款	563	556	547	534	净利润	147	206	241	316
应付账款	437	616	798	884	少数股东损益	17	15	22	29
其他流动负债	747	761	1,047	1,078	归属母公司净利润	130	192	219	287
非流动负债	2,021	2,171	2,376	2,662	EBITDA	271	373	404	480
长期借款	1,474	1,474	1,474	1,474	EPS (元)	0.42	0.63	0.72	0.94
其他非流动负债	547	696	902	1,188					
负债合计	3,769	4,103	4,768	5,158					
少数股东权益	137	152	173	203					
股本	306	306	306	306					
资本公积	767	765	765	765					
留存收益	590	773	978	1,254					
归属母公司股东权益	1,511	1,843	2,048	2,325					
负债和股东权益	5,417	6,098	6,990	7,686					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E	
经营活动现金流	(521)	681	632	641	成长能力				
净利润	147	192	219	287	营业收入	39.80%	25.00%	20.00%	20.00%
折旧摊销	37	33	31	30	营业利润	72.60%	82.80%	17.51%	30.39%
财务费用	104	101	92	83	归属于母公司净利润	73.17%	47.60%	14.35%	30.86%
投资损失	(7)	(3)	(4)	(4)	获利能力				
营运资金变动	(1,317)	344	272	215	毛利率(%)	32.89%	31.70%	29.98%	30.86%
其他经营现金	515	15	22	29	净利率(%)	7.17%	8.88%	10.48%	9.99%
投资活动现金流	(469)	26	1	(1)	ROE(%)	8.92%	10.35%	10.83%	12.51%
资本支出	0	0	0	0	ROIC(%)	78.72%	58.35%	161.76	#####
长期投资	(13)	8	(1)	(2)	偿债能力				
其他投资现金	(456)	18	2	1	资产负债率(%)	69.57%	67.29%	68.21%	67.12%
筹资活动现金流	1,264	(202)	(101)	(88)	净负债比率(%)	37.52%	-0.10%	-2.48%	1.96%
短期借款	1	(7)	(9)	(13)	流动比率	0.98	1.31	1.42	1.66
长期借款	451	0	0	0	速动比率	0.88	1.24	1.34	1.55
普通股增加	27	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	499	(2)	0	0	总资产周转率	0.31	0.32	0.34	0.36
其他筹资现金	287	(194)	(92)	(75)	应收账款周转率	2.46	2.66	2.44	2.43
现金净增加额	274	504	532	552	应付账款周转率	3.26	3.47	3.10	3.13

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.63	0.72	0.94	P/E	50.0	33.9	29.6	22.6
每股经营现金流(最新摊薄)	(1.70)	2.23	2.07	2.10	P/B	4.3	3.5	3.2	2.8
每股净资产(最新摊薄)	4.94	6.03	6.70	7.60	EV/EBITDA	21.45	12.98	10.95	8.22

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

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。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。