

国祯环保 (300388)
投资评级：增持
报告日期：2017-07-06
股价走势：

金融环保组
联系人：杨易

0551-65161592

ivanyiyang@163.com

中标阜阳大单，水治理迈向新台阶

事件：

2017年7月5日，公司及其所属的联合体被确认中标阜阳市城区水系综合整治（含黑臭水体治理）PPP项目（标段二），项目总投资约51.36亿元。

主要观点：

□ **联合中标50亿元PPP订单，水环境治理订单规模迈向新台阶**

环保类PPP项目呈现投资额额大、捆绑式一体化的趋势。随着PPP模式的推广，获取订单的公司不在局限于单个项目建设与工程施工，需要提供系统集成化的“一站式”综合性环境解决方案。这对公司的整体规划、技术解决、项目建设、后续运营管理提出了更高要求。此外，对于大型市政PPP项目，对政府获取订单能力和拥有细分领域核心技术的公司越来越受到资本市场青睐，联盟式的联合中标愈来愈常态化。

携手葛洲坝，联合中标阜阳项目。阜阳项目采用的是联合中标的方式，项目联合体的牵头人为建筑央企葛洲坝，联合体成员包括了产业基金、环保公司和设计院，总投资额超过50亿元。公司作为环保企业，之前参与竞标的项目规模一般在亿元级别，超过10亿元的项目不多。此次公司携手葛洲坝成功拿下阜阳项目，可以发挥公司在城市水环境治理方面的专业优势和地缘优势。

□ **PPP进入配置时点，公司股价具备安全边际**

经过上半年利率上行，PPP相关个股估值受到压制。随着6月份资金MPA考核结束和央行近期连续两周净回笼，国内流动性最紧张阶段过去，下半年或难以出现4-6月利率快速上升的状况。此外，财政部87号文规范了地方政府购买服务，55号文完善了PPP资产证券化，利好因素不断。我们认为利率上行对PPP的影响将逐渐淡化，两个文件的出台长期利好PPP模式的健康发展，PPP已进入配置时点。

公司第一期员工持股计划每股成交均价为19.39元，安全边际高。公司第一期员工持股计划于2017年6月30日通过二级市场竞价交易方式累计买入，成交均价为19.39元。公司目前处于停牌状态，先前最后一个交易日收盘价为21.15元，具备一定的安全边际。

□ **盈利预测与估值**

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。

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	286
净利润同比(%)	73%	48%	14%	31%
毛利率(%)	32.9%	31.7%	30.0%	30.9%
ROE(%)	8.9%	10.4%	10.9%	12.7%
每股收益(元)	0.42	0.63	0.72	0.94
P/E	49.80	33.75	29.53	22.58
P/B	4.28	3.52	3.19	2.83
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	
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,718	2,534	3,389	4,098	营业收入	1,463	1,828	2,194	2,633
现金	637	1,382	1,850	2,386	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	84
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	3,168	3,066	3,122	3,118	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	5,417	6,091	6,972	7,648	利润总额	178	259	305	396
流动负债	1,747	1,933	2,393	2,498	所得税	31	52	64	80
短期借款	563	556	548	536	净利润	147	206	240	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	286
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	547	696	902	1,188					
负债合计	3,769	4,104	4,769	5,160					
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	765	959	1,215					
归属母公司股东权	1,511	1,835	2,029	2,285					
负债和股东权益	5,417	6,091	6,972	7,648					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(521)	681	633	641	成长能力				
净利润	147	192	219	286	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%	82.75%	17.45%	30.32%
财务费用	104	101	92	84	归属于母公司净利润	73.17%	47.56%	14.29%	30.79%
投资损失	(7)	(3)	(4)	(4)	盈利能力				
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(%)	35.16%	8.88%	10.48%	9.98%
投资活动现金流	(469)	26	1	(1)	ROE(%)	8.92%	10.39%	10.92%	12.69%
资本支出	0	0	0	0	ROIC(%)	78.72%	58.35%	161.76	-1999.65
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%	67.37%	68.41%	67.47%
筹资活动现金流	1,264	(210)	(112)	(107)	净负债比率(%)	37.52%	0.27%	-1.68%	3.50%
短期借款	1	(7)	(9)	(12)	流动比率	0.98	1.31	1.42	1.64
长期借款	451	0	0	0	速动比率	0.88	1.24	1.33	1.54
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	(201)	(103)	(95)	应收账款周转率	2.46	2.66	2.44	2.43
现金净增加额	274	497	521	533	应付账款周转率	3.26	3.47	3.10	3.13
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.42	0.63	0.72	0.94
					每股经营现金流(最新摊薄)	(1.70)	2.23	2.07	2.10
					每股净资产(最新摊薄)	4.94	6.00	6.64	7.48
					估值比率				
					P/E	49.8	33.7	29.5	22.6
					P/B	4.3	3.5	3.2	2.8
					EV/EBITDA	21.45	12.94	10.94	8.25

资料来源：华安证券研究所

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形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。