

国祯环保 (300388)
投资评级：买入
报告日期：2017-08-25
股价走势：

金融环保组
联系人：杨易

0551-65161837

ivanyiyang@163.com

业绩符合预期，三大业务齐头并进

事件：

近日公司公布了半年报。报告期内，公司实现营业总收入 8.93 亿元，同比增长 56.4%，归母净利润 6063 万元，同比增长 38.8%。

主要观点：
□ 三大业务齐头并进，污水日处理规模超过 400 万吨

今年上半年营收同比增速达到了 56.4%，保持了自收购麦王和挪威公司后高速发展态势。分板块来看，城市水环境和工业废水呈稳健发展态势，而城镇水环境呈快速发展态势，我们认为这一格局仍将保持。城市水环境收入达到 5.5 亿元，同比增长 45%，贡献 62% 的营收，占据主导地位；工业废水和城镇水环境分别同比增长 21%、236%。运营端来看，报告期内，公司新增污水日处理规模 38.8 万吨，日处理总规模达到了 415.8 万吨；新增生活污水处理厂 9 座，目前已在全国 12 个省份运营了 104 座生活污水处理厂。运营快板贡献收入 4.37 亿元，占到营收近一半体量。此外，公司拥有的污水处理厂大都是一级 B 处理，我们认为未来污水排放趋严趋势不可逆转，从一级 B 到一级 A 再到四类水，未来公司存量改造市场空间巨大。

□ 进军流域治理，承接阜阳项目大单

公司在传统市政污水基础上，把目光聚焦到流域治理。技术积累方面，公司去年申请了由四部委联合主导的重大专项课题，这是行业内第一个流域治理专项方案，对公司技术方面积累有极大的促进作用。订单方面，去年拿下了乌海的项目，目前已进入运营阶段，这使得公司技术水平得到了锻炼和提升。今年 7 月，公司与葛洲坝合作联合中标了阜阳项目，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超过 10 亿元的项目不多。此次中标阜阳项目，为公司后期拿到更大订单打下了坚实的基础。

□ 盈利预测与估值

公司自 15 年确立由传统城市水环境转向工业废水和城镇水环境战略规划后，业绩持续向好。公司第一期员工持股计划已完成，每股成交均价为 19.39 元，具有一定安全边际。我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.65 元、0.86 元、1.20 元，对应的 PE 分别为 32 倍、24 倍、17 倍，给予“买入”评级。

□ 风险提示

宏观经济下行风险；行业与 PPP 政策变化风险；项目推动落地不及预期。

盈利预测：单位：百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1463	2194	2852	3423
收入同比(%)	40%	50%	30%	20%
归属母公司净利润	130	198	261	367
净利润同比(%)	73%	53%	32%	40%
毛利率(%)	32.9%	29.0%	28.0%	30.0%
ROE(%)	8.9%	10.7%	12.8%	15.5%
每股收益(元)	0.42	0.65	0.86	1.20
P/E	48.17	31.59	23.93	17.03
P/B	4.14	3.40	3.02	2.60
EV/EBITDA	21	11	8	5

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					
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,718	2,951	4,250	5,123	营业收入	1,463	2,194	2,852	3,423
现金	637	1,580	2,270	2,924	营业成本	982	1,559	2,054	2,396
应收账款	799	1,104	1,597	1,836	营业税金及附加	16	24	33	40
其他应收款	198	174	268	352	销售费用	74	84	108	138
预付账款	15	22	24	(57)	管理费用	157	183	235	299
存货	172	174	281	339	财务费用	103	100	87	76
其他流动资产	(104)	(104)	(191)	(272)	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	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	248	340	477
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	6,508	7,832	8,673	利润总额	178	267	364	507
流动负债	1,747	2,191	2,890	2,993	所得税	31	54	77	103
短期借款	563	554	542	526	净利润	147	213	287	405
应付账款	437	769	1,067	1,164	少数股东损益	17	15	26	38
其他流动负债	747	868	1,281	1,303	归属母公司净利润	130	198	261	367
非流动负债	2,021	2,323	2,691	3,063	EBITDA	271	380	458	584
长期借款	1,474	1,474	1,474	1,474	EPS (元)	0.42	0.65	0.86	1.20
其他非流动负债	547	848	1,217	1,589					
负债合计	3,769	4,514	5,581	6,056					
少数股东权益	137	152	178	216					
股本	306	306	306	306					
资本公积	767	765	765	765					
留存收益	590	771	1,002	1,331					
归属母公司股东权	1,511	1,841	2,073	2,401					
负债和股东权益	5,417	6,508	7,832	8,673					
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)	881	859	764	成长能力				
净利润	147	198	261	367	营业收入	39.80%	50.00%	30.00%	20.00%
折旧摊销	37	33	31	30	营业利润	72.60%	89.40%	37.20%	40.53%
财务费用	104	100	87	76	归属于母公司净利	73.17%	52.52%	32.02%	40.48%
投资损失	(7)	(3)	(4)	(4)	获利能力				
营运资金变动	(1,317)	538	457	257	毛利率(%)	32.89%	28.95%	28.00%	30.00%
其他经营现金流	515	15	26	38	净利率(%)		8.88%	9.02%	9.16%
投资活动现金流	(469)	26	1	(1)	ROE(%)	8.92%	10.70%	12.76%	15.47%
资本支出	0	0	0	0	ROIC(%)	78.72%	59.51%	#####	-75.51%
长期投资	(13)	8	(1)	(2)	偿债能力				
其他投资现金流	(456)	18	2	1	资产负债率(%)	69.57%	69.36%	71.26%	69.83%
筹资活动现金流	1,264	(211)	(115)	(113)	净负债比率(%)	37.52%	-9.67%	-2.00%	14.01%
短期借款	1	(9)	(12)	(16)	流动比率	0.98	1.35	1.47	1.71
长期借款	451	0	0	0	速动比率	0.88	1.27	1.37	1.60
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	0.37	0.40	0.41
其他筹资现金流	287	(200)	(103)	(96)	应收账款周转率	2.46	2.87	2.53	2.43
现金净增加额	274	695	744	651	应付账款周转率	3.26	3.64	3.11	3.07
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.42	0.65	0.86	1.20
					每股经营现金流(最新摊	(1.70)	2.88	2.81	2.50
					每股净资产(最新摊薄)	4.94	6.02	6.78	7.86
					估值比率				
					P/E	48.2	31.6	23.9	17.0
					P/B	4.1	3.4	3.0	2.6
					EV/EBITDA	21.45	11.13	7.78	5.05

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。