

国祯环保 (300388)

证券研究报告

2018 年 01 月 24 日

17 年净利同比增长 35%-65%，符合预期，持续推荐！

事件：1 月 24 日晚，公司发布 2017 年业绩预告，预计归属上市公司股东净利润同比增长 35%-65%，净利率区间为 1.75-2.14 亿元。非经常性损益为 3630 万元（去年同期为 403.67 万元），其中麦王环境原股东业绩承诺补偿 3347.33 万元。扣非后净利区间为 1.39-1.78 亿元，同比增长 10%-41%。业绩符合预期。

点评：

在手订单充沛，运营托底，支持公司业绩高成长。①截止 2017 年三季度，公司在手节能环保工程类订单 87 个，未确认收入 24.16 亿元，较 2016 年底增加 11.8 亿元，是 2016 年 EPC 业务收入的 4 倍；节能环保特许经营类新增订单 23 个，投资金额为 21.54 亿元，新增订单量是 2016 年前三季度的 3.8 倍，投资金额为 3.54 倍，公司正处于运营订单获取加速期。17 年 7 月公告成立 2 只产业投资基金，规模均不超过 20 亿元，用于环保类项目投资。17 月 4 月拟公开发行可转债募集不超过 5.97 亿元投入在手四个项目，将进一步解决公司资金瓶颈。公司未来业绩成长有保障。

②自 2015 年以来，公司污水处理业务范围快速扩大，截止 2017 上半年，公司运营 104 座污水处理厂，日均污水处理规模约为 415.8 万吨，较 2016 年底新增 38.8 万吨。由于城市水环境综合治理业务的运营服务占公司运营服务营收比例超过 80%，2016 年贡献了 2.49 亿元的营业利润，我们相信这一业务在未来几年仍将持续贡献业绩，夯实公司业绩增长基础。

立足安徽，辐射全国水环境综合治理市场。公司位于安徽，自成立以来深耕安徽市场多年，在城市污水处理 37 个特许经营项目中，14 个集中位于安徽省。2017 年前三季度公司接连中标宿州、阜阳、沐阳县、青岛、东郊等水环境治理项目，总额超过 79 亿元。特别是在 2017 年 7 月，公司作为联合体中标阜阳市城区水系综合整治（含黑臭水体治理）PPP 项目，标段二总投资 51.36 亿元（公司股权占比 14.24%），拿单能力强大。“十三五”期间全国流域水环境治理市场超万亿，在引入国资背景的安徽铁路基金后，公司作为安徽省的治水龙头，有望抓住机遇，巩固本省领导者地位，快速抢占全国市场。

收购麦王环境、挪威 GEAS 公司，布局工业废水和中小乡镇污水处理业务2015 年 8 月公司以 3.69 亿元收购麦王环境 72.31% 股权，开始切入工业废水细分领域，遍及石油化工、煤化工、钢铁等行业。2015 年 10 月公司以 3472.9 万元收购挪威 GEAS 公司 100% 股权，延伸污水处理产业链，进入小城镇环境治理领域，2017 年连续中标乡镇水处理订单，充分完善公司从市政集中式污水处理到乡镇分散式污水处理的全方位覆盖。

盈利预测与评级：预计 2017-2019 年实现净利 1.77/2.87/3.73 亿元，对应 PE 为 39/24/18 倍，维持“买入”评级。

风险提示：订单获取不及预期、项目进度不及预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,046.30	1,462.69	1,939.53	2,841.41	3,744.98
增长率(%)	2.31	39.80	32.60	46.50	31.80
EBITDA(百万元)	184.36	270.51	349.73	508.87	650.21
净利润(百万元)	74.97	129.82	176.99	286.78	372.70
增长率(%)	44.17	73.17	36.34	62.03	29.96
EPS(元/股)	0.25	0.42	0.58	0.94	1.22
市盈率(P/E)	91.78	53.00	38.87	23.99	18.46
市净率(P/B)	8.31	4.55	3.82	3.40	2.97
市销率(P/S)	6.58	4.70	3.55	2.42	1.84
EV/EBITDA	43.47	21.37	17.23	10.17	7.77

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	公用事业/水务
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	22.51 元
目标价格	28 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	305.67
流通 A 股股本(百万股)	298.87
A 股总市值(百万元)	6,880.60
流通 A 股市值(百万元)	6,727.49
每股净资产(元)	5.55
资产负债率(%)	71.49
一年内最高/最低(元)	24.48/18.50

作者

钟帅	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040004	
zhongshuai@tfzq.com	
何文雯	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516120002	
hewenwen@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	342.07	637.04	155.16	227.31	299.60
应收账款	659.08	799.34	1,678.95	1,478.17	2,058.75
预付账款	120.25	15.41	190.43	144.51	251.92
存货	91.78	172.24	49.92	270.07	151.98
其他	66.14	93.66	67.07	116.79	102.77
流动资产合计	1,279.32	1,717.69	2,141.54	2,236.86	2,865.02
长期股权投资	17.49	30.49	30.49	30.49	30.49
固定资产	224.18	230.97	248.82	283.92	316.37
在建工程	20.28	16.49	45.89	75.54	75.32
无形资产	135.71	270.05	250.12	230.19	210.26
其他	2,298.71	3,151.14	3,294.04	4,493.96	4,993.96
非流动资产合计	2,696.37	3,699.13	3,869.36	5,114.09	5,626.39
资产总计	3,975.69	5,416.82	6,010.90	7,350.95	8,491.42
短期借款	562.50	563.13	644.48	984.91	1,342.51
应付账款	858.71	724.89	1,057.78	1,626.73	2,072.90
其他	478.54	459.32	461.79	597.30	568.97
流动负债合计	1,899.75	1,747.34	2,164.05	3,208.94	3,984.39
长期借款	1,023.60	1,474.37	1,295.51	1,338.52	1,376.41
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	136.11	546.85	600.00	600.00	600.00
非流动负债合计	1,159.71	2,021.23	1,895.51	1,938.52	1,976.41
负债合计	3,059.46	3,768.57	4,059.56	5,147.46	5,960.80
少数股东权益	88.27	136.99	150.02	177.74	215.02
股本	278.65	305.72	305.67	305.67	305.67
资本公积	267.78	766.53	766.53	766.53	766.53
留存收益	743.13	1,356.52	1,495.65	1,720.07	2,009.92
其他	(461.61)	(917.52)	(766.53)	(766.53)	(766.53)
股东权益合计	916.23	1,648.25	1,951.34	2,203.49	2,530.62
负债和股东权益总	3,975.69	5,416.82	6,010.90	7,350.95	8,491.42

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	81.46	147.01	176.99	286.78	372.70
折旧摊销	19.02	36.91	32.67	35.19	37.70
财务费用	90.69	103.91	110.41	119.31	140.95
投资损失	(2.03)	(7.26)	(3.71)	(3.71)	(3.71)
营运资金变动	(833.24)	(1,322.10)	(589.56)	(530.34)	(653.75)
其它	327.48	520.43	13.72	28.19	38.12
经营活动现金流	(316.62)	(521.10)	(259.49)	(64.59)	(67.99)
资本支出	340.05	(190.82)	6.85	80.00	50.00
长期投资	(2.43)	13.00	0.00	0.00	0.00
其他	(578.61)	(291.06)	(50.38)	(158.31)	(99.19)
投资活动现金流	(240.99)	(468.88)	(43.53)	(78.31)	(49.19)
债权融资	1,804.06	2,380.92	2,200.08	2,597.25	3,011.37
股权融资	(87.77)	465.68	40.53	(119.31)	(140.95)
其他	(1,047.48)	(1,582.40)	(2,419.47)	(2,262.90)	(2,680.95)
筹资活动现金流	668.82	1,264.20	(178.86)	215.05	189.47
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	111.20	274.21	(481.88)	72.15	72.29

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,046.30	1,462.69	1,939.53	2,841.41	3,744.98
营业成本	744.08	981.64	1,365.43	1,986.15	2,599.02
营业税金及附加	13.80	16.18	22.79	34.10	50.56
营业费用	36.01	74.33	54.08	79.22	123.58
管理费用	79.89	157.47	176.50	264.25	355.77
财务费用	89.67	102.99	110.41	119.31	140.95
资产减值损失	9.15	6.64	7.39	7.73	7.25
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.03	7.26	3.71	3.71	3.71
其他	(4.05)	(14.53)	(7.43)	(7.43)	(7.43)
营业利润	75.73	130.71	206.65	354.38	471.56
营业外收入	30.43	48.00	26.88	35.11	36.66
营业外支出	1.32	1.05	0.96	1.11	1.04
利润总额	104.84	177.66	232.58	388.37	507.19
所得税	23.38	30.65	41.86	73.40	96.37
净利润	81.46	147.01	190.71	314.97	410.82
少数股东损益	6.49	17.19	13.72	28.19	38.12
归属于母公司净利润	74.97	129.82	176.99	286.78	372.70
每股收益（元）	0.25	0.42	0.58	0.94	1.22

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	2.31%	39.80%	32.60%	46.50%	31.80%
营业利润	10.06%	72.60%	58.10%	71.48%	33.07%
归属于母公司净利润	44.17%	73.17%	36.34%	62.03%	29.96%
获利能力					
毛利率	28.88%	32.89%	29.60%	30.10%	30.60%
净利率	7.17%	8.88%	9.13%	10.09%	9.95%
ROE	9.05%	8.59%	9.83%	14.16%	16.10%
ROIC	55.99%	65.29%	55.20%	40.65%	154.96%
偿债能力					
资产负债率	76.95%	69.57%	67.54%	70.02%	70.20%
净负债率	32.74%	55.41%	38.47%	77.35%	91.79%
流动比率	0.67	0.98	0.99	0.70	0.72
速动比率	0.63	0.88	0.97	0.61	0.68
营运能力					
应收账款周转率	2.09	2.01	1.57	1.80	2.12
存货周转率	17.60	11.08	17.46	17.76	17.75
总资产周转率	0.32	0.31	0.34	0.43	0.47
每股指标（元）					
每股收益	0.25	0.42	0.58	0.94	1.22
每股经营现金流	-1.04	-1.70	-0.85	-0.21	-0.22
每股净资产	2.71	4.94	5.89	6.63	7.58
估值比率					
市盈率	91.78	53.00	38.87	23.99	18.46
市净率	8.31	4.55	3.82	3.40	2.97
EV/EBITDA	43.47	21.37	17.23	10.17	7.77
EV/EBIT	48.46	24.73	19.00	10.93	8.25

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com