

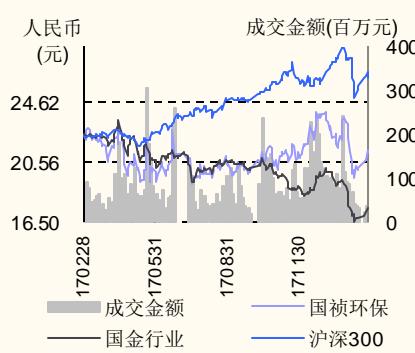
国祯环保(300388.SZ)买入(维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 21.22元

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	297.28
总市值(百万元)	6,486.28
年内股价最高最低(元)	23.97/19.10
沪深300指数	4058.98



相关报告

1.《立足安徽，辐射全国的水环境综合服务商-国祯环保公司研究》，2018.2.5

苏宝亮

分析师SAC执业编号: S1130516010003
 (8610)66216815
 subao liang@gjzq.com.cn

陈苗苗

联系人
 (8621)60230249
 chenmiaomiao@gjzq.com.cn

市政、工废、小城镇污水处理带动业绩高增， 高运营占比保质增长

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.269	0.425	0.630	0.797	1.049
每股净资产(元)	2.97	4.94	5.57	6.37	7.42
每股经营性现金流(元)	-1.14	-1.70	-0.84	0.57	1.20
市盈率(倍)	114.00	52.54	33.94	26.86	20.39
行业优化市盈率(倍)	22.16	22.16	22.16	22.16	22.16
净利润增长率(%)	44.17%	73.17%	48.45%	26.37%	31.73%
净资产收益率(%)	9.05%	8.59%	11.31%	12.50%	14.14%
总股本(百万股)	278.65	305.72	305.67	305.67	305.67

来源:公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司发布业绩快报: 2017年营业收入26.22亿元, 同增79.26%; 归母净利润1.94亿元, 同增49.63%; 折算基本每股收益0.65元, 同增58.54%。

点评

- **全年业绩高增, Q4增速高于预期, 18年拿单加速。**公司17年实现归母净利润1.94亿元, 同比增长49.63%, 处于前期预告中枢。增长源于PPP、BOT、TOT等投资类项目运营规模提升及EPC项目收入增长。分季度看, 公司Q4归母净利润9,400万元(同增82%), 略超预期, 环比增长势头良好。17年新增订单约16年3倍(总投资超100亿元), 归母部分超50亿(其中运营部分30亿)。市政污水处理规模达416万吨/日(新增39万吨/日)工业污水处理规模达20万吨/日, 18年获取订单能力强, 已公告7个PPP订单, 总额达48亿元。预计未来三年新增处理规模80~110万吨/日。
- **安徽铁投承接原股东退出股权成为战投(12.9%股权), 产业基金助力开拓工业水市场。**目前公司在手项目占安徽全省比例为1/3, 铁投隶属于安徽省国资委(注册资本300亿), 高价(18.08元/股)获取彰显对公司的看好。另外公司于18年2月设立景民钢铁行业转型发展基金贰号开展环保产业投资(不超过10.01亿元), 为麦王储备技术及资源, 扩大经营规模。
- **行业高景气, 公司在子领域(市政、工业水、小城镇污水)布局完善。**1)市政污水受益全国新增污水管网、处理设施及提标改造(全国4000亿、安徽180亿); 全国黑臭水体投资1700亿, 安徽整治规模位居第二。同时公司重运营的水厂项目符合PPP长期规划。2)工业废水(麦王环保资产稀缺)受益钢铁、石化等领域环保需求提升及三方市场打开(空间750亿, 年化25亿)。3)小城镇污水受益“振兴乡村”(要求到2020年新增完成环境整治的建制村13万个, 空间1100亿), 公司目前农村污水订单达20亿。

投资建议

- 预计18-19年归母净利2.44、3.21亿元, EPS0.80、1.05元, 对应PE27、20倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 乡镇污水项目进展及收益率不及预期、地方政府的债务违约风险等。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,023	1,046	1,463	2,620	3,593	4,822
增长率	2.3%	39.8%	79.1%	37.1%	34.2%	
主营业务成本	-752	-744	-982	-1,856	-2,558	-3,453
%销售收入	73.6%	71.1%	67.1%	70.8%	71.2%	71.6%
毛利	270	302	481	764	1,035	1,369
%销售收入	26.4%	28.9%	32.9%	29.2%	28.8%	28.4%
营业税金及附加	-11	-14	-16	-30	-40	-53
%销售收入	1.1%	1.3%	1.1%	1.2%	1.1%	1.1%
营业费用	-29	-36	-74	-128	-169	-222
%销售收入	2.8%	3.4%	5.1%	4.9%	4.7%	4.6%
管理费用	-63	-80	-157	-257	-345	-453
%销售收入	6.2%	7.6%	10.8%	9.8%	9.6%	9.4%
息税前利润 (EBIT)	168	173	233	349	482	641
%销售收入	16.4%	16.5%	15.9%	13.3%	13.4%	13.3%
财务费用	-94	-90	-103	-162	-235	-302
%销售收入	9.2%	8.6%	7.0%	6.2%	6.5%	6.3%
资产减值损失	-6	-9	-7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	2	7	8	10	12
%税前利润	2.6%	1.9%	4.1%	3.3%	3.2%	2.9%
营业利润	69	76	131	194	256	351
营业利润率	6.7%	7.2%	8.9%	7.4%	7.1%	7.3%
营业外收支	2	29	47	50	55	60
税前利润	71	105	178	244	311	411
利润率	6.9%	10.0%	12.1%	9.3%	8.7%	8.5%
所得税	-17	-23	-31	-42	-53	-70
所得税率	24.8%	22.3%	17.3%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	53	81	147	203	259	341
少数股东损益	1	6	17	10	15	20
归属于母公司的净利润	52	75	130	193	244	321
净利率	5.1%	7.2%	8.9%	7.4%	6.8%	6.7%

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	209	342	637	600	700	800
应收款项	344	682	830	1,273	1,676	2,229
存货	27	92	172	483	666	899
其他流动资产	86	163	79	219	244	269
流动资产	666	1,279	1,718	2,575	3,287	4,197
%总资产	25.8%	32.2%	31.7%	35.4%	36.2%	38.3%
长期投资	1,599	2,035	2,769	3,547	4,248	4,849
固定资产	132	244	247	240	265	280
%总资产	5.1%	6.1%	4.6%	3.3%	2.9%	2.6%
无形资产	174	395	562	893	1,253	1,595
非流动资产	1,918	2,696	3,699	4,706	5,792	6,751
%总资产	74.2%	67.8%	68.3%	64.6%	63.8%	61.7%
资产总计	2,584	3,976	5,417	7,281	9,078	10,947
短期借款	709	780	907	1,901	3,161	4,186
应付款项	366	984	809	1,029	1,227	1,549
其他流动负债	17	136	32	64	87	194
流动负债	1,093	1,900	1,747	2,994	4,475	5,928
长期贷款	577	1,024	1,474	1,874	1,874	1,875
其他长期负债	126	136	547	562	620	694
负债	1,795	3,059	3,769	5,430	6,969	8,497
普通股股东权益	762	828	1,511	1,704	1,948	2,268
少数股东权益	27	88	137	147	162	182
负债股东权益合计	2,584	3,976	5,417	7,281	9,078	10,947

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.589	0.269	0.425	0.630	0.797	1.049
每股净资产	8.633	2.971	4.943	5.574	6.370	7.419
每股经营现金净流	0.376	-1.136	-1.705	-0.843	0.574	1.196
每股股利	4.374	4.374	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	6.83%	9.05%	8.59%	11.31%	12.50%	14.14%
总资产收益率	2.01%	1.89%	2.40%	2.65%	2.68%	2.93%
投入资本收益率	6.05%	4.91%	4.77%	5.14%	5.60%	6.25%
增长率						
主营业务收入增长率	60.24%	2.31%	39.80%	79.12%	37.14%	34.21%
EBIT增长率	5.22%	2.99%	35.10%	49.62%	38.12%	33.05%
净利润增长率	-9.92%	44.17%	73.17%	48.45%	26.37%	31.73%
总资产增长率	20.30%	53.85%	36.25%	34.41%	24.69%	20.59%
资产管理能力						
应收账款周转天数	92.0	155.9	148.5	130.0	130.0	130.0
存货周转天数	10.8	29.2	49.1	95.0	95.0	95.0
应付账款周转天数	107.5	189.6	167.0	115.0	90.0	80.0
固定资产周转天数	47.0	78.2	57.6	33.3	26.2	20.4
偿债能力						
净负债/股东权益	136.50%	159.57%	105.80%	171.57%	205.49%	214.71%
EBIT利息保障倍数	1.8	1.9	2.3	2.1	2.0	2.1
资产负债率	69.47%	76.95%	69.57%	74.58%	76.76%	77.62%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
1	6	15	19	24	
0	0	6	6	12	
0	0	2	2	2	
0	0	0	0	0	
1.00	1.00	1.43	1.37	1.42	

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-02-05	买入	21.29	24.50~26.60

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7GH