

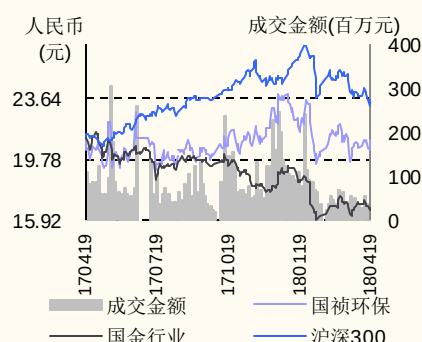
国祯环保 (300388.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 21.00 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	296.38
总市值(百万元)	6,419.04
年内股价最高最低(元)	23.97/19.10
沪深 300 指数	3811.84



相关报告

- 1.《市政、工业、小城镇污水处理带动业绩高增，高运营占比保质增长...》，2018.2.28
- 2.《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
subaoliang@gjzq.com.cn

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

业绩维持高增速，水环境综合服务商成型

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.425	0.635	0.818	1.141	1.561
每股净资产(元)	4.94	6.27	7.09	8.23	9.79
每股经营性现金流(元)	-1.70	-1.37	0.53	3.04	3.81
市盈率(倍)	52.54	37.45	25.67	18.41	13.46
行业优化市盈率(倍)	22.16	22.16	22.16	22.16	22.16
净利润增长率(%)	73.17%	49.57%	28.79%	39.42%	36.82%
净资产收益率(%)	8.59%	10.13%	11.54%	13.86%	15.94%
总股本(百万股)	305.72	305.67	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 17 年年报：2017 年营业收入 26.28 亿元，同增 79.67%；归母净利润 1.94 亿元，同增 49.57%；折算基本每股收益 0.65 元，同增 58.54%；公司拟 10 转 8 派 1.5 元（含税）。

点评

- **17 业绩符合预期，18Q1 利润维持高增且拿单及项目推进顺利。**公司 17 年实现归母净利润 1.94 亿元（+49.57%），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。虽然工程收入增加，但运营板块仍是主力，实现营收 9.6 亿元（占比 36.7%），毛利率达 38.5%。公司市政污水处理规模达 446 万吨/日（新增 69 万吨/日），我们认为未来仍能保持 70~100 万吨/日每年的增长，因而厚实的水运营资产可支撑业绩及提供稳定现金流。前期公告 18Q1 利润同增 90%~120%，略超市场预期。拿单及项目推进顺利，18 年业绩有望延续高增。订单方面，17 年新增订单合计 79 亿，其中特许经营权订单 33 亿。同时项目推进顺利，18 年拿单加速，已公告 7 个 PPP 订单，总额达 48 亿元。
- **引入战投安徽铁路基金助力市场开拓，成立产业基金及多种融资方式解决资金问题。**安徽铁投隶属于安徽省国资委（注册资本 300 亿），以 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），可为麦王储备技术及资源。同时可转债（5.97 亿）、ABS（不超过 3 亿）等解决项目资金问题。
- **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) 工业废水市场复苏（空间 750 亿），麦王环保资产稀缺。3) 村镇污水受益“振兴乡村”（空间 1627 亿），公司目前农村污水订单达 20 亿。

投资建议

- 预计 18-20 年归母净利 2.50、3.49、4.77 亿元，EPS 0.82、1.14、1.56 元，对应 PE 26、18、13 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)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1,046	1,463	2,628	3,831	5,345	6,905
增长率		39.8%	79.7%	45.8%	39.5%	29.2%
主营业务成本	-744	-982	-1,974	-2,881	-4,027	-5,213
%销售收入	71.1%	67.1%	75.1%	75.2%	75.3%	75.5%
毛利	302	481	654	950	1,318	1,692
%销售收入	28.9%	32.9%	24.9%	24.8%	24.7%	24.5%
营业税金及附加	-14	-16	-25	-38	-53	-69
%销售收入	1.3%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-36	-74	-103	-149	-208	-262
%销售收入	3.4%	5.1%	3.9%	3.9%	3.9%	3.8%
管理费用	-80	-157	-192	-276	-379	-483
%销售收入	7.6%	10.8%	7.3%	7.2%	7.1%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	173	233	334	486	677	877
%销售收入	16.5%	15.9%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%
财务费用	-90	-103	-148	-224	-300	-352
%销售收入	8.6%	7.0%	5.6%	5.8%	5.6%	5.1%
资产减值损失	-9	-7	-53	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	7	8	8	8	8
%税前利润	1.9%	4.1%	3.2%	2.6%	1.9%	1.4%
营业利润	76	131	209	271	385	533
营业利润率	7.2%	8.9%	7.9%	7.1%	7.2%	7.7%
营业外收支	29	47	32	35	35	35
税前利润	105	178	241	306	420	568
利润率	10.0%	12.1%	9.2%	8.0%	7.9%	8.2%
所得税	-23	-31	-33	-42	-57	-77
所得税率	22.3%	17.3%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%
净利润	81	147	208	264	363	491
少数股东损益	6	17	14	14	14	14
归属于母公司的净利润	75	130	194	250	349	477
净利率	7.2%	8.9%	7.4%	6.5%	6.5%	6.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	81	147	208	264	363	491
少数股东损益	6	17	14	14	14	14
非现金支出	28	43	114	60	78	96
非经营收益	91	98	139	197	274	329
营运资金变动	-517	-810	-879	-358	215	248
经营活动现金净流	-317	-521	-418	163	930	1,163
资本开支	-17	-171	-347	-725	-774	-675
投资	-224	-197	-110	-801	-800	-800
其他	0	-100	18	8	8	8
投资活动现金净流	-241	-469	-440	-1,518	-1,566	-1,467
股权募资	194	552	60	0	0	0
债权募资	570	853	1,391	1,314	1,054	775
其他	-94	-140	-191	-251	-317	-372
筹资活动现金净流	669	1,266	1,260	1,064	736	404
现金净流量	111	276	402	-291	100	100

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	342	637	1,091	800	900	1,000
应收账款	682	830	1,132	1,729	2,412	2,927
存货	92	172	372	474	640	814
其他流动资产	163	79	185	236	282	330
流动资产	1,279	1,718	2,781	3,239	4,234	5,071
%总资产	32.2%	31.7%	34.3%	32.2%	33.6%	34.2%
长期投资	2,035	2,769	3,729	4,530	5,329	6,129
固定资产	244	247	588	873	1,157	1,340
%总资产	6.1%	4.6%	7.3%	8.7%	9.2%	9.0%
无形资产	395	562	967	1,380	1,829	2,260
非流动资产	2,696	3,699	5,318	6,822	8,359	9,778
%总资产	67.8%	68.3%	65.7%	67.8%	66.4%	65.8%
资产总计	3,976	5,417	8,099	10,061	12,593	14,849
短期借款	780	907	1,303	2,066	2,415	2,585
应付款项	984	809	1,453	1,716	2,685	3,445
其他流动负债	136	32	75	93	129	244
流动负债	1,900	1,747	2,830	3,875	5,229	6,274
长期贷款	1,024	1,474	2,010	2,610	3,310	3,910
其他长期负债	136	547	1,040	1,094	1,209	1,328
负债	3,059	3,769	5,880	7,579	9,748	11,513
普通股股东权益	828	1,511	1,917	2,167	2,516	2,993
少数股东权益	88	137	302	316	330	344
负债股东权益合计	3,976	5,417	8,099	10,061	12,593	14,849

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.269	0.425	0.635	0.818	1.141	1.561
每股净资产	2.971	4.943	6.271	7.089	8.230	9.791
每股经营现金净流	-1.136	-1.705	-1.369	0.532	3.042	3.806
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	9.05%	8.59%	10.13%	11.54%	13.86%	15.94%
总资产收益率	1.89%	2.40%	2.40%	2.49%	2.77%	3.21%
投入资本收益率	4.91%	4.77%	4.78%	5.49%	6.45%	7.33%
增长率						
主营业务收入增长率	2.31%	39.80%	79.67%	45.77%	39.52%	29.19%
EBIT增长率	2.99%	35.10%	43.10%	45.85%	39.09%	29.65%
净利润增长率	44.17%	73.17%	49.57%	28.79%	39.42%	36.82%
总资产增长率	53.85%	36.25%	49.51%	24.23%	25.16%	17.91%
资产管理能力						
应收账款周转天数	155.9	148.5	96.0	120.0	120.0	110.0
存货周转天数	29.2	49.1	50.3	60.0	58.0	57.0
应付账款周转天数	189.6	167.0	141.0	150.0	176.0	174.0
固定资产周转天数	78.2	57.6	30.8	19.7	13.0	9.2
偿债能力						
净负债/股东权益	159.57%	105.80%	121.39%	175.10%	186.16%	178.85%
EBIT利息保障倍数	1.9	2.3	2.3	2.2	2.3	2.5
资产负债率	76.95%	69.57%	72.61%	75.33%	77.41%	77.53%

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	4	9	18	31	
2	4	6	9	16	
1	1	1	3	3	
0	0	0	0	0	
	2.00	1.67	1.50	1.50	1.44

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
2	2018-02-28	买入	21.49	N/A

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信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员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