

环保

报告原因：年报点评

2018年04月20日

公司近一年市场表现



市场数据：2018年04月19日

收盘价(元)：	21.00
年内最高/最低(元)：	24.23/19.28
流通A股/总股本(亿)：	3.00/3.06
流通A股市值(亿)：	63.04
总市值(亿)：	64.19

基础数据：2017年12月31日

基本每股收益	0.65
摊薄每股收益：	0.64
每股净资产(元)：	5.88
净资产收益率：	12.07%

分析师：张红兵

执业证书编号：S0760511010023

电话：010-83496356

邮箱：zhanghongbing@sxzq.com

联系人：张婉妹

电话：010-83496305

邮箱：zhangwanshu@sxzq.com

北京市西城区平安里西大街28号中海国

际中心7层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

国祯环保（300388.SZ）

快速发展的水环境综合服务商

首次

增持

公司研究/年报点评

事件描述

- 公司发布 2017 年度报告，公司实现营业收入 26.28 亿元，同比增长 79.67%；实现归母净利润 1.94 亿元，同比增长 49.57%；实现扣非净利润 1.58 亿元，同比增长 25.5%。

事件点评

- **工业废水和小城镇环境治理收入占比提高，订单规模高增。**公司 2017 年实现营业收入 26.28 亿元，同比增长 79.67%。其中城市水环境综合治理服务、工业废水治理综合服务、小城镇环境治理综合服务分别实现收入 16.83、4.84 和 4.59 亿元，分别占营业收入比重的 64.04%、18.42%和 17.47%。工业废水和小城镇环境治理收入占比显著提高。公司 2017 年新增投资类合同 32.7 亿元，经营类合同 33.8 亿元，分别较 2016 年增长 210.65%和 350.25%。2018 年，公司拿单势头依然强劲，截至 4 月 20 日累计新增订单逾 30 亿元。
- **工程收入占比有所提高，毛利率下降，三费控制良好。**公司运营类业绩持续稳定增长，全年投资运营业务贡献销售收入 9.6 亿元；环境工程 EPC 业务贡献销售收入 14.7 亿元；污水处理设备销售业务贡献销售收入 1.9 亿元。工程类业务收入占比从 2016 年的 41.45%提高到 2017 年的 55.94%，导致公司综合毛利率同比下降 8.01 个百分点，为 24.88%。2017 年公司三费控制良好，三大费用率均较 2016 年略有下降。
- **污水运营规模领先，将提供稳定现金流。**公司在全国拥有近百座污水处理厂，污水处理规模 446 万吨/日，处理规模在 A 股上市公司中位于前列，仅低于碧水源、首创股份和博天环境。公司目前在建污水运营规模 96 万吨/日，预计 2018 年底公司污水运营规模将超 510 万吨/日。
- **流域治理订单爆发式增长。**2017 年，公司在流域治理方面实现重大突破，斩获流域治理订单 5 个（阜阳 2 个、十五里河、乌拉特后旗、长垣县），合计 21.17 亿元（归属于上市公司金额）。其中阜阳市城区水系综合整治 PPP 项目是国家示范项目，在市场具有一定的影响力，对公司在环境综合治理领域继续拓展业务起到积极作用。公司引入安徽国资委控股的安徽省铁路基金作为战略投资者，有望进一步对公司获取高质量流域综合治理订单形成支持。
- **工业水处理技术领先，产业基金助力成长。**公司控股子公司麦王环境在煤化工、石油化工、钢铁等行业工业废水处理领域技术领先，已在国内

完成工程项目数百个，拥有良好的口碑和丰富的运营管理经验。2018 年 2 月，公司与景民天成、景民四方共同出资成立景民钢铁行业转型发展基金贰号，致力于为公司储备和培育具备良好成长性的工业废水治理项目，有助于公司进一步提升在工业水处理领域的竞争力。

- **小城镇水环境治理成为新的利润增长点。**2017 年，公司取得潜江、莆田、仙游、沐阳等多项小城镇水环境治理项目，合计约 20 亿元。乡镇污水处理业务成为公司新的利润增长点。

投资建议

- 预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.85\0.99\1.13，对应公司 04 月 19 日收盘价 21.00 元，2018-2020PE 分别为 24.71\21.14\18.57，给予“增持”评级。

风险提示

- 政策推进不及预期；项目进展不及预期；地方政府债务违约风险。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2,781	4,519	5,220	6,218	营业收入	2,628	4,072	5,016	5,996
现金	1,091	1,654	1,003	1,199	营业成本	1,974	3,072	3,800	4,555
应收账款	1,098	2,164	3,430	4,072	营业税金及附加	25	39	48	57
其他应收款	317	439	608	698	销售费用	103	169	220	263
预付账款	74	104	19	45	管理费用	192	349	430	514
存货	372	499	667	799	财务费用	148	150	171	206
其他流动资产	(171)	(340)	(507)	(596)	资产减值损失	53	0	0	0
非流动资产	5,318	7,067	8,266	9,291	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	134	61	75	90	投资净收益	8	6	7	6
固定资产	222	208	194	180	营业利润	209	299	354	407
无形资产	694	647	604	564	营业外收入	34	37	40	37
其他非流动资	4,269	6,151	7,393	8,458	营业外支出	2	1	1	1
资产总计	8,099	11,586	13,486	15,509	利润总额	241	335	392	442
流动负债	2,830	6,086	7,656	9,309	所得税	33	50	59	66
短期借款	837	834	1,657	2,152	净利润	208	285	334	376
应付账款	1,088	1,655	2,048	2,455	少数股东损益	14	25	30	30
其他流动负债	904	3,597	3,952	4,703	归属母公司净利润	194	260	304	346
非流动负债	3,050	3,063	3,077	3,090	EBITDA	349	509	582	667
长期借款	2,010	2,010	2,010	2,010	EPS (元)	0.64	0.85	0.99	1.13
其他非流动负	1,040	1,053	1,067	1,080					
负债合计	5,880	9,150	10,733	12,400	主要财务比率				
少数股东权益	302	326	356	387	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	306	306	306	306	成长能力				
资本公积	809	806	807	807	营业收入	79.67%	54.93%	23.19%	19.54%
留存收益	754	998	1,284	1,609	营业利润	59.57%	43.31%	18.49%	14.93%
归属母公司股东权	1,917	2,110	2,397	2,723	归属于母公司净利润	49.57%	33.79%	16.86%	13.85%
负债和股东权益	8,099	11,586	13,486	15,509	获利能力				
					毛利率(%)	24.88%	24.55%	24.24%	24.03%
					净利率(%)	7.39%	6.38%	6.05%	5.76%
					ROE(%)	9.37%	11.68%	12.12%	12.10%
					ROIC(%)	72.23%	33.33%	-206.60%	99.68%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	72.61%	78.97%	79.58%	79.95%
					净负债比率(%)	13.35%	18.16%	163.04%	161.17%
					流动比率	0.98	0.74	0.68	0.67
					速动比率	0.85	0.66	0.59	0.58
					营运能力				
					总资产周转率	0.39	0.41	0.40	0.41
					应收账款周转率	3.80	3.25	2.21	1.94
					应付账款周转率	3.45	2.97	2.71	2.66
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.64	0.85	0.99	1.13
					每股经营现金流(最新摊薄)	(1.37)	2.46	(4.30)	(0.27)
					每股净资产(最新摊薄)	6.27	6.90	7.84	8.91
					估值比率				
					P/E	33.1	24.7	21.1	18.6
					P/B	3.3	3.0	2.7	2.4
					EV/EBITDA	18.90	8.01	7.86	6.06

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	(418)	752	(1,314)	(82)
净利润	208	260	304	346
折旧摊销	61	60	57	54
财务费用	146	150	171	206
投资损失	(8)	(6)	(7)	(6)
营运资金变动	(1,678)	263	(1,869)	(712)
其他经营现金	853	25	30	30
投资活动现金流	(440)	156	(8)	(9)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(103)	73	(14)	(15)
其他投资现金	(337)	83	6	6
筹资活动现金流	1,267	(294)	677	283
短期借款	274	(3)	823	495
长期借款	536	0	0	0
普通股增加	(0)	0	0	0
资本公积增加	42	(2)	1	0
其他筹资现金	415	(288)	(147)	(213)
现金净增加额	409	614	(646)	192

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。