

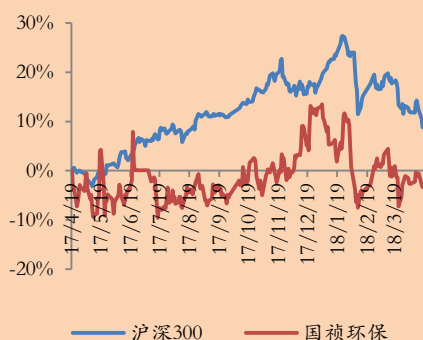


国祯环保 (300388)

投资评级: 买入

报告日期: 2018-04-20

股价走势:



金融环保组

联系人: 杨易

0551-65161837

ivanyiyang@163.com

订单充足助推高增长, 优质水环境服务商

事件:

公司发布了 2017 年年报。公司实现营收 26.28 亿元, 同比增长 79.67%, 归母净利润 1.94 亿元, 同比增长 49.57%。

主要观点:

□ 战略布局+订单充沛, 业绩增长动力十足

公司 17 年营收同比增长近八成, 符合我们的预期; 近 5 年营收和归母净利润符合增长率分别为 32.7%、27.3%, 保持了快速增长态势。其原因是: 1) 战略布局优势凸显, 乡镇水处理动力足。公司战略布局自 2015 年开始由传统的城市水服务商转向了工业废水和城镇水处理领域后, 业绩逐步增长加快, 势头强劲。尤其是在城镇水处理板块, 17 年营收是 16 年的 2.7 倍, 达到 4.59 亿元, 板块体量已接近工业废水业绩贡献。2) 对 PPP 倾斜力度加大, 运营资产大步向前。公司 17 年拿下特许经营类订单 15 个合计 32.7 亿元, 工程类订单 88 个合计 47.6 亿元, 较 16 年翻了数番, 拿单力度显著增强。公司拥有污水处理厂 97 个, 处理规模达到 446 万吨/日, 较去年增长 69 万吨/日, 目前有 17 个在建合计 96 万吨/日。今年一季度, 公司已公告订单 9 个合计超过 50 亿元, 拿单节奏明显加快。

□ 期间费用持续改善, 毛利率下滑, 资产负债率攀升

三费率来看, 公司报告期内显著下降 6.04 个百分点至 16.85%, 为近 5 年来最低水平, 期间费用持续改善。毛利率来看, 下滑 8.01 个百分点至 24.88%, 其主要原因是高毛利率的运营类收入占比下降 9.22 个百分点至 36.5%, 呈不断下降趋势。经营现金流来看, 经营性现金流净额 (不含特许经营权项目) 达 3.8 亿元, 较去年增长 91.4%。资产负债率来看, 虽然公司现金流不断优化, 但公司承接的 PPP 业务加快, 需要大量融资, 公司资产负债率提高 3.04 个百分点至 72.6%。公司也在不断打破资金壁垒: 公司去年 7 月成立 2 个不超过 20 亿元的产业基金, 其目的是解决大项目落地, 满足公司资金需求; 公司去年 11 月成功发行 5.97 亿元可转债。非经常性损益来看, 公司收购麦王环境未达到业绩承诺, 公司收到业绩补偿款 3347 万元并同时计提了商誉减值损失 2078.6 万元。

□ 盈利预测与估值

公司自确立由城市水环境治理向工业废水和乡镇水环境迈进的多元化发展战略规划后, 业绩持续高速增长态。公司去年 11 月战略引入安徽铁路发展基金, 以 18.08 元/股价格受让了红丸株式会社及一致行动人所有持有的 12.9% 股权, 成为了公司第二大股东, 优化公司股东结构, 此外, 去年 7 月底完成购买的第一期员工持股计划, 成交均价为 19.98/股, 共筑公司股价一定的安全边际。在黑臭河水体治理节点临近和农村三年的环境整治必出效果的背景下, 我们坚定看好公司未来发展。我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.75 元、1.04 元、1.44 元, 对应的 PE 分别为 28 倍、20 倍、15 倍, 维持“买入”评级。

□ 风险提示

宏观经济变化风险; 行业政策变化风险; 项目推进落地不及预期。

盈利预测：单位：百万元

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2628	4599	6899	8968
收入同比(%)	80%	75%	50%	30%
归属母公司净利润	194	229	319	440
净利润同比(%)	50%	18%	39%	38%
毛利率(%)	24.9%	22.0%	21.0%	21.0%
ROE(%)	9.4%	10.5%	12.9%	15.0%
每股收益(元)	0.64	0.75	1.04	1.44
P/E	33.06	27.98	20.10	14.59
P/B	3.35	3.10	2.71	2.30
EV/EBITDA	19	9	5	3

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				
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	5,374	8,006	10,590	营业收入	2,628	4,599	6,899	8,968
现金	1,091	2,075	3,402	4,723	营业成本	1,974	3,587	5,450	7,085
应收账款	1,098	2,444	3,439	4,328	营业税金及附加	25	52	78	97
其他应收款	317	496	836	1,044	销售费用	103	175	280	378
预付账款	74	109	(13)	27	管理费用	192	366	581	773
存货	372	583	956	1,243	财务费用	148	138	120	99
其他流动资产	(171)	(332)	(615)	(776)	资产减值损失	53	0	0	0
非流动资产	5,318	5,176	5,139	5,097	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	134	61	75	90	投资净收益	8	5	5	6
固定资产	222	208	194	180	营业利润	209	285	395	543
无形资产	694	647	604	564	营业外收入	34	29	35	36
其他非流动资产	4,269	4,260	4,266	4,263	营业外支出	2	1	1	1
资产总计	8,099	10,550	13,146	15,687	利润总额	241	312	429	578
流动负债	2,830	4,588	5,713	7,100	所得税	33	61	78	99
短期借款	837	826	806	777	净利润	208	251	351	479
应付账款	1,088	1,933	2,789	3,783	少数股东损益	14	22	32	39
其他流动负债	904	1,829	2,118	2,540	归属母公司净利润	194	229	319	440
非流动负债	3,050	3,566	4,706	5,404	EBITDA	349	484	572	696
长期借款	2,010	2,010	2,010	2,010	EPS (元)	0.64	0.75	1.04	1.44
其他非流动负债	1,040	1,555	2,696	3,394					
负债合计	5,880	8,153	10,419	12,504					
少数股东权益	302	324	355	394					
股本	306	306	306	306					
资本公积	809	804	804	804					
留存收益	754	963	1,261	1,678					
归属母公司股东权	1,917	2,073	2,371	2,788					
负债和股东权益	8,099	10,550	13,146	15,687					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元									
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	(418)	1,550	1,415	1,393	成长能力				
净利润	208	229	319	440	营业收入	79.67%	75.00%	50.00%	30.00%
折旧摊销	61	60	57	54	营业利润	59.57%	36.58%	38.64%	37.39%
财务费用	146	138	120	99	归属于母公司净利	49.57%	18.17%	39.18%	37.76%
投资损失	(8)	(5)	(5)	(6)	获利能力				
营运资金变动	(1,678)	1,105	892	767	毛利率(%)	24.88%	22.00%	21.00%	21.00%
其他经营现金流	853	22	32	39	净利率(%)		7.39%	4.99%	4.63%
投资活动现金流	(440)	97	(15)	(10)	ROE(%)	9.37%	10.49%	12.87%	15.04%
资本支出	0	0	0	0	ROIC(%)	72.23%	29.37%	#####	-60.44%
长期投资	(103)	73	(14)	(15)	偿债能力				
其他投资现金流	(337)	24	(0)	5	资产负债率(%)	72.61%	77.28%	79.26%	79.71%
筹资活动现金流	1,267	(612)	(68)	(67)	净负债比率(%)	13.35%	0.88%	51.95%	71.90%
短期借款	274	(12)	(20)	(29)	流动比率	0.98	1.17	1.40	1.49
长期借款	536	0	0	0	速动比率	0.85	1.04	1.23	1.32
普通股增加	(0)	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	42	(5)	0	0	总资产周转率	0.39	0.49	0.58	0.62
其他筹资现金流	415	(596)	(48)	(39)	应收账款周转率	3.80	3.37	3.03	3.05
现金净增加额	409	1,035	1,332	1,316	应付账款周转率	3.45	3.04	2.92	2.73

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益(最新摊薄)	0.64	0.75	1.04	1.44	P/E	33.1	28.0	20.1	14.6
每股经营现金流(最新摊薄)	(1.37)	5.07	4.63	4.56	P/B	3.3	3.1	2.7	2.3
每股净资产(最新摊薄)	6.27	6.78	7.76	9.12	EV/EBITDA	18.90	8.99	5.45	2.72

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。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。