

2018年08月07日

公司研究

评级：增持（下调）

研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002

0755-83473923

证券分析师：任春阳 S0350517100002

021-68930177 rency@ghzq.com.cn

## 业绩符合预期，危废建材双主业共振

### ——金圆股份（000546）事件点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
金圆股份	2.5	-6.7	5.7
沪深300	0.1	-12.1	-9.6

#### 市场数据

2018-08-07

当前价格（元）	13.50
52周价格区间（元）	11.39 - 19.42
总市值（百万）	9647.70
流通市值（百万）	7634.62
总股本（万股）	71464.44
流通股（万股）	56552.71
日均成交额（百万）	67.80
近一月换手（%）	9.04

#### 相关报告

《金圆股份（000546）动态研究：水泥奠基石，危废助腾飞》——2017-12-10

《金圆股份（000546）2016年报点评：水泥主业稳步增长，定增过会环保主业值得期待》——2017-04-09

《金圆股份（000546）2016年三季报点评：业绩增长来自商砼和西藏，定增转型环保持续推进》——2016-10-27

《金圆股份（000546）2016年半年报点评：水泥业务超预期，转型环保具备看点》——2016-08-29

《金圆股份（000546）事件点评：非公开发行

#### 事件：

公司8月6日晚发布2018年半年报：报告期内，公司实现营收35.80亿元，同比增长273.79%，实现归属于上市公司股东的净利润17005.61万元，同比增长109.65%，实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润13463.05万元，同比增长68.13%，对此，我们点评如下：

#### 投资要点：

##### ■ 业绩大增109.65%，符合市场预期，主要源于危废业务的贡献

2018年上半年，公司实现营收35.80亿元，同比增长273.79%，实现归属于上市公司股东的净利润17005.61万元，同比增长109.65%，处于业绩预告增长100.95%-119.45%的中枢位置，符合市场预期。业绩大增的主要原因是比去年同期新增新金叶、灌南环保、格尔木环保等危废业务的并表，使得环保业务实现营收25.05亿元，同比增长11795.39%。建材业务实现营收10.62亿元，同比增长14.67%，其中水泥业务增长28.74%，而熟料和商混业务分别下滑了45.29%和0.14%。毛利率方面，由于熟料（21.78%，增加11.87pct）和水泥（28.74%，提高4.89pct）毛利率的提升，使得建材业务毛利率提高2.33pct至30.48%。由于毛利率低的危废资源化业务（2.93%，下降2.8pct）的并表使得公司整体毛利率水平从27.85%下降到12.68%。期间费用方面：销售/管理/财务费用分别为5395/13475/7683万元，同比增长2.95%/132.11%/27.52%，管理费用大增主要是因为合并新金叶等公司所致。

##### ■ 危废业务稳步推进，有望充分受益行业高景气度

公司危废业务形成资源化综合利用、水泥窑协同处置和一体化综合处置三种功能互补、相互协同的技术路线，综合处置能力和市场竞争力优势明显。上半年，公司已投运危（固）废处置项目5个，产能40万吨左右，已获环评批复正在建设或规划建设中的危（固）废处置项目9个，产能100万吨左右，公司危废业务稳步推进，目前已经跻身危废行业龙头。

根据我们的测算（详见环保行业2018年度策略：政策进入新时代，行业面临新机遇），危废每年产量在1亿吨左右，而历史贮存量高达

拓展危废，插翅环保更上一层楼》——  
2016-07-12

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

8000 吨，危废行业面临严重的“供需不平衡”，而在目前环保督查趋严，生态环境部启动“清废行动 2018”的背景下，危废处置需求明显提升，行业景气度不断攀升，市场空间在 1500 亿元以上，公司有望充分受益。

■ 财政政策再发力，水泥区域龙头率先受益

7 月 31 日，中央政治局会议称：要坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大基础设施领域补短板的力度。基础设施投资建设下半年有望发力，水泥需求有望提升。公司现有四条熟料水泥生产线（3 条位于青海，一条位于广东），其中青海地区市场率约占 30%，并且辐射西藏地区，处于区域龙头地位。同时公司不断进行横纵向的资本运作：1）2015 年剥离山西 2 个亏损子公司使得公司盈利能力提升，在香港设立子公司，布局一带一路；2）通过收购等方式在青海地区取得了 10 家商混公司，打通了水泥、商混上下游产业链，形成良好的协同效应，夯实公司在青海地区的龙头地位。随着青海、西藏等地的基建投资拉动，公司凭借区域优势有望率先受益。

■ 盈利预测和投资评级：给予公司“增持”评级。我们看好公司危废产业的布局以及水泥需求提升带来的业绩增长，预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.79、1.06、1.29 元，对应当前股价 PE 分别为 17、13、11 倍，结合目前的市场环境和环保行业的整体估值情况，我们下调公司至“增持”评级。

■ 风险提示：危废项目拓展不及预期的风险、基建投资低于预期风险、水泥需求不及预期的风险、宏观经济下行的风险

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	5073	8608	9910	11044
增长率(%)	134%	70%	15%	11%
净利润（百万元）	351	564	760	919
增长率(%)	15%	61%	35%	21%
摊薄每股收益（元）	0.49	0.79	1.06	1.29
ROE(%)	9.07%	12.52%	14.15%	14.33%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 金圆股份盈利预测表

证券代码:	000546.SZ				股价:	13.50	投资评级:	增持		日期:	2018-08-07
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值		2017	2018E	2019E	2020E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	9%	13%	14%	14%	EPS		0.49	0.79	1.06	1.29	
毛利率	19%	16%	18%	19%	BVPS		4.75	5.54	6.59	7.87	
期间费率	10%	7%	7%	7%	<b>估值</b>						
销售净利率	7%	7%	8%	8%	P/E		27.50	17.09	12.70	10.50	
<b>成长能力</b>					P/B		2.84	2.44	2.05	1.72	
收入增长率	134%	70%	15%	11%	P/S		1.90	1.12	0.97	0.87	
利润增长率	15%	61%	35%	21%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>		<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	
总资产周转率	0.63	0.89	0.90	0.90	<b>营业收入</b>	<b>5073</b>	<b>8608</b>	<b>9910</b>	<b>11044</b>		
应收账款周转率	4.70	4.56	4.06	3.65	营业成本	4132	7235	8151	8995		
存货周转率	3.10	4.87	4.87	4.87	营业税金及附加	32	52	59	66		
<b>偿债能力</b>					销售费用	144	172	198	221		
资产负债率	52%	54%	51%	48%	管理费用	162	275	317	353		
流动比	1.03	1.08	1.34	1.55	财务费用	146	110	127	126		
速动比	0.61	0.73	0.93	1.10	其他费用/(-收入)	(57)	3	(15)	(15)		
					<b>营业利润</b>	<b>470</b>	<b>766</b>	<b>1042</b>	<b>1267</b>		
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	营业外净收支	24	30	30	30		
现金及现金等价物	609	814	934	1056	<b>利润总额</b>	<b>494</b>	<b>796</b>	<b>1072</b>	<b>1297</b>		
应收款项	1079	1887	2444	3026	所得税费用	92	151	204	246		
存货净额	1332	1497	1687	1862	<b>净利润</b>	<b>402</b>	<b>645</b>	<b>868</b>	<b>1050</b>		
其他流动资产	231	392	452	503	少数股东损益	51	81	109	131		
<b>流动资产合计</b>	<b>3251</b>	<b>4590</b>	<b>5516</b>	<b>6447</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>351</b>	<b>564</b>	<b>760</b>	<b>919</b>		
固定资产	3351	3414	3613	3865							
在建工程	347	649	737	803	<b>现金流量表 (百万元)</b>		<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	
无形资产及其他	271	303	315	350	<b>经营活动现金流</b>	<b>294</b>	<b>767</b>	<b>611</b>	<b>1012</b>		
长期股权投资	38	38	38	38	净利润	402	645	868	1050		
<b>资产总计</b>	<b>7991</b>	<b>9726</b>	<b>10952</b>	<b>12236</b>	少数股东权益	51	81	109	131		
短期借款	1064	1364	1164	964	折旧摊销	219	362	372	393		
应付款项	1358	1996	2024	2234	公允价值变动	20	18	5	5		
预收帐款	79	236	272	303	营运资金变动	(398)	(1930)	(870)	(1049)		
其他流动负债	667	667	667	667	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1163)</b>	<b>(365)</b>	<b>(287)</b>	<b>(318)</b>		
<b>流动负债合计</b>	<b>3168</b>	<b>4263</b>	<b>4127</b>	<b>4168</b>	资本支出	(774)	(365)	(287)	(318)		
长期借款及应付债券	598	598	1098	1298	长期投资	(0)	0	0	0		
其他长期负债	359	359	359	359	其他	(389)	0	0	0		
<b>长期负债合计</b>	<b>956</b>	<b>956</b>	<b>1456</b>	<b>1656</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>1074</b>	<b>295</b>	<b>294</b>	<b>(8)</b>		
<b>负债合计</b>	<b>4124</b>	<b>5220</b>	<b>5583</b>	<b>5824</b>	债务融资	450	300	300	0		
股本	715	715	715	715	权益融资	1322	0	0	0		
股东权益	3867	4507	5369	6411	其它	(698)	(5)	(6)	(8)		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7991</b>	<b>9726</b>	<b>10952</b>	<b>12236</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>205</b>	<b>698</b>	<b>618</b>	<b>686</b>		

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【环保组介绍】

谭倩，8 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。任春阳，华东师范大学经济学硕士，1 年证券行业经验，2016 年进入国海证券，从事环保行业上市公司研究。赵越，工程硕士，厦门大学经济学学士，3 年多元化央企战略研究与分析经验，2016 年进入国海证券，从事环保行业及上市公司研究。

## 【分析师承诺】

任春阳、谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己

的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。