

项目推进顺利，在手订单充沛

——国祯环保(300388.SZ)半年报点评

半年报点评

邱懿峰(分析师)

010-69004648

qiuyifeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280517080002

黄红卫(联系人)

010-69004537

huanghongwei@xsdzq.cn

证书编号: S0280118010010

赵腾辉(联系人)

010-83561349

zhaotenghui@xsdzq.cn

证书编号: S0280118020015

● 归母净利润翻倍增长，项目把控出色：

公司 2018 年上半年实现营收 15.76 亿元(+76.52%)，实现归母净利润 1.39 亿元(+129.40%)，业绩符合预期。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的营收分别为 9.8 亿元、1.25 亿元、4.7 亿元，占营收比重分别为 62.22%、7.94%、29.84%，同比增长分别为 76.72%、-24.26%、172.74%，市政工程类收入(水环境+小城镇)的大幅增长是主要贡献因素。公司在融资环境偏紧的大背景下仍然保持了良好的执行力，主要原因是公司市政 PPP 类订单主要集中在中东部经济发达地区，且项目基本为商业模式成熟的供排水项目，项目质地优质。

● 费用管控良好，经营性现金流好转，毛利率下滑，在手订单充足：

公司上半年费用管控良好，期间费用率为 14.15%，同比下降 2.7pct，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别下降 0.78 pct、1.6 pct、0.32pct。公司上半年经营活动产生的现金流量金额为-1.88 亿元，较去年同期(-4.18 亿元)有所好转。公司上半年整体毛利率为 23.74%，同比下降 4.48pct，主要原因是毛利率相对较低的工程业务持续推进所致。公司上半年新增订单合计 48.78 亿元，同比增长 196.53%。截至 2018 年上半年，公司在手工程类订单尚未确认收入 44.8 亿元，在手特许经营权类订单待完成投资 57.88 亿元。

● 多维布局，工业及乡镇水处理业务有望成为公司业绩新的突破点：

公司收购了麦王环境，进入工业废水领域，收购了挪威 GEAS 公司，开展村镇污水处理服务。目前，工业水及乡镇污水处理都属于发展较为初级的环保细分领域，未来随着工业水处理第三方治理渗透提升及国家政策向乡镇污水逐渐倾斜，两大市场均有望打开，公司有望在行业打开时最先受益。

● 看好公司业绩的高成长性，维持“推荐”评级：

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.54、0.75 和 1.08 元，当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别为 18.0、13.1 和 9.1 倍。我们看好公司业绩的高成长性，维持“推荐”评级。

● 风险提示：项目推进不及预期，融资环境恶化，资产负债率持续走高

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1463	2,628	3,964	5,324	6,908
增长率(%)	39.8	79.7	50.8	34.3	29.7
净利润(百万元)	129.8	194	298	412	593
增长率(%)	73.2	49.6	53.5	38.1	44.1
毛利率(%)	32.9	24.9	24.4	24.9	25.2
净利率(%)	8.9	7.4	7.5	7.7	8.6
ROE(%)	8.9	9.4	13.0	15.5	18.6
EPS(摊薄/元)	0.24	0.35	0.54	0.75	1.08
P/E(倍)	41.39	27.7	18.0	13.1	9.1
P/B(倍)	3.56	3.0	2.6	2.2	1.8

推荐(维持评级)

市场数据

时间 2018.08.14

收盘价(元): 9.71

一年最低/最高(元): 9.2/25.38

总股本(亿股): 5.5

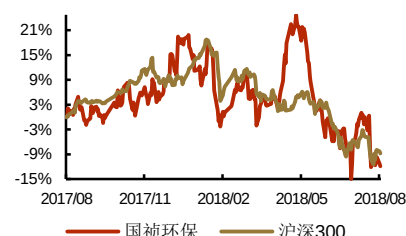
总市值(亿元): 53.4

流通股本(亿股): 5.34

流通市值(亿元): 51.82

近 3 月换手率: 64.8%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	2.52	-14.77	-2.42
绝对	-0.41	-27.23	-9.47

相关报告

《业绩增长进入快车道，水环境综合服务商高歌猛进》2018-07-24

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1718	2781	4106	6456	5419
现金	637	1091	1354	3379	1085
应收账款	601	781	1767	1527	2676
其他应收款	198	317	343	605	615
预付账款	15	74	131	120	195
存货	172	372	360	672	649
其他流动资产	94	145	151	152	198
非流动资产	3699	5318	5498	6275	6998
长期投资	30	134	239	345	451
固定资产	231	222	603	896	1174
无形资产	270	694	993	1281	1607
其他非流动资产	3168	4269	3662	3753	3767
资产总计	5417	8099	9603	12731	12417
流动负债	1747	2830	3827	6544	5773
短期借款	563	837	800	3000	1000
应付账款	437	1088	1469	1866	2415
其他流动负债	747	904	1558	1678	2357
非流动负债	2021	3050	3279	3307	3190
长期借款	1474	2481	2789	2782	2669
其他非流动负债	547	569	489	526	521
负债合计	3769	5880	7106	9851	8963
少数股东权益	137	302	328	363	414
股本	306	306	550	550	550
资本公积	767	809	564	564	564
留存收益	590	754	1005	1347	1842
归属母公司股东权益	1511	1917	2169	2517	3041
负债和股东权益	5417	8099	9603	12731	12417

现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	-521	-418	297	805	821
净利润	147	208	325	446	644
折旧摊销	37	61	94	149	205
财务费用	103	148	145	198	197
投资损失	-7	-8	-8	-8	-8
营运资金变动	-810	-909	-259	20	-218
其他经营现金流	9	83	1	-0	-0
投资活动现金流	-469	-440	-270	-917	-920
资本支出	172	348	676	503	602
长期投资	-14	-104	-106	-106	-106
其他投资现金流	-311	-196	300	-520	-424
筹资活动现金流	1264	1267	236	2138	-2195
短期借款	1	274	-37	2200	-2000
长期借款	451	1007	308	-7	(113)
普通股增加	27	-0	245	0	0
资本公积增加	499	42	-245	0	0
其他筹资现金流	287	-56	-35	-55	-82
现金净增加额	276	402	263	2025	-2294

利润表（百万元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1463	2628	3964	5324	6908
营业成本	982	1974	2997	4000	5164
营业税金及附加	16	25	38	51	66
营业费用	74	103	156	209	271
管理费用	157	192	290	389	505
财务费用	103	148	145	198	197
资产减值损失	7	53	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	7	8	8	8	8
营业利润	131	209	347	485	712
营业外收入	48	34	30	33	34
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	178	241	376	516	745
所得税	31	33	51	70	101
净利润	147	208	325	446	644
少数股东损益	17	14	27	34	51
归属母公司净利润	130	194	298	412	593
EBITDA	315	462	634	890	1182
EPS（元）	0.24	0.35	0.54	0.75	1.08

主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入(%)	39.8	79.7	50.8	34.3	29.7
营业利润(%)	72.6	59.6	66.3	39.7	47.0
归属于母公司净利润(%)	73.2	49.6	53.5	38.1	44.1
获利能力					
毛利率(%)	32.9	24.9	24.4	24.9	25.2
净利率(%)	8.9	7.4	7.5	7.7	8.6
ROE(%)	8.9	9.4	13.0	15.5	18.6
ROIC(%)	5.3	5.7	6.9	6.7	10.4
偿债能力					
资产负债率(%)	69.6	72.6	74.0	77.4	72.2
净负债比率(%)	105.8	121.4	117.4	113.7	105.5
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.0	0.9
速动比率	0.9	0.9	1.0	0.9	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	2.5	3.8	3.1	3.2	3.3
应付账款周转率	2.2	2.6	2.3	2.4	2.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.24	0.35	0.54	0.75	1.08
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.26	0.88	0.54	1.46	1.49
每股净资产(最新摊薄)	2.75	3.27	3.73	4.36	5.31
估值比率					
P/E	41.39	27.67	18.03	13.05	9.06
P/B	3.56	2.99	2.62	2.24	1.84
EV/EBITDA	24.35	18.9	14.1	10.5	8.3

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

邱懿峰，美国德克萨斯大学金融学硕士，南开大学国贸系本科，2015年就职于银河证券研究部，拥有两年以上行业研究经验，2017年加入新时代证券，现任环保行业首席分析师

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>