

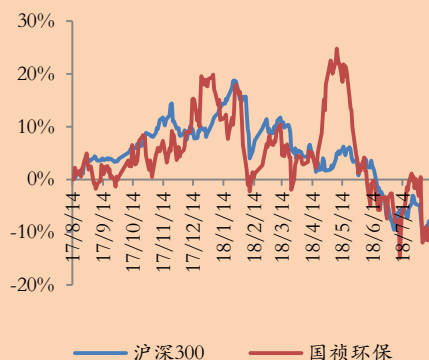


国祯环保 (300388)

投资评级: 买入

报告日期: 2018-08-15

股价走势:



金融环保组

联系人: 杨易

0551-65161837

ivanyiyang@163.com

业绩符合预期, 增长动力强劲

事件:

公司近期公布了半年报: 2018 年上半年实现营收 15.76 亿元, 同比增长 76.52%, 归母净利润 1.39 亿元, 同比增长 129.40%。

主要观点:

□ 业绩增长符合预期, 小城镇业务发展迅速, 工程板块贡献显著

公司主要围绕水厂获取相关订单, 运营属性较好, 上半年受到外部宏观经济因素影响相对有限, 其中所涉及的 PPP 项目多为商业模式成熟的供排水项目, 目前没有被清库的项目。受此影响, 公司上半年业绩依旧保持上市以来高增长态势, 营收和净利润分别同比增长 76.5%、129.40%, 增速创上市以来中期新高。分板块来看, 水环境和小城镇业务发展迅猛, 业绩同比分别同比增长 80.6%和 172.74%, 其中小城镇业务占到营收规模比例达到 29.8%, 同比增加 10.53 个百分点至 29.83%; 而麦王环境所承接的工业废水领域表现不及预期, 业绩同比下滑 24.26%。公司毛利率水平下降了 4.49 个百分点至 23.73%, 其主要原因是工程建设业绩贡献占比同比增加 18.79 个百分点至 60.57%。此外, 公司报告期内收购了安昕建设, 取得了市政工程施工一级资质, 并自主实施部分质量好、毛利较高的项目, 受此影响, 公司工程建设板块毛利率同比增长了 0.41 个百分点至 14.57%。

□ 运营规模+订单体量创新高, 公司业绩增长动力足

从运营来看, 公司目前拥有污水处理厂 101 座, 较去年年底增加 4 座, 日处理能力突破 500 万吨, 达到 511 吨/日, 比去年年底增加 105 吨/日。其中在建的 24 座污水处理厂合计 143 万吨, 较去年年底增加合计 7 座 47 万吨/日。按照目前公司在建状态, 项目陆续将在一年至一年半左右陆续投运, 将进一步增厚公司运营业绩。

从订单来看, 公司自 17 年起, 逐步加大了对 PPP 的倾斜力度。公司上半年拿下 7 个特许经营类订单合计 37.4 亿元, 已经超过去年 32.7 亿元的体量, 拿单节奏明显加快。公司上半年工程类订单拿下 27 个订单合计 11.3 亿元, 金额同比下降 30%, 但公司上半年工程类订单主要采用的是 DBO 模式, 公司的标杆项目, 巢湖 DBO 项目的 21 个子项目取得良好的运营效果, 这为公司后续订单起到良好的示范和带动作用。

□ 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, 共筑公司股价的一定安全边际。在宏观环境趋紧的背景下, 我们认为公司以水厂运营为主的项目质量高, 运营能力强, 坚定看好公司未来发展。我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.42 元、0.59 元、0.80 元, 对应的 PE 分别为 23 倍、17 倍、12 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	231	322	442
净利润同比(%)	50%	19%	39%	37%
毛利率(%)	24.9%	22.0%	21.0%	21.0%
ROE(%)	9.4%	9.6%	12.0%	14.3%
每股收益(元)	0.35	0.42	0.59	0.80
P/E	27.50	23.14	16.59	12.08
P/B	2.79	2.32	2.07	1.80
EV/EBITDA	19	6	3	1

资料来源：wind、华安证券研究所

敬请阅读末页信息披露及免责声明

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。