

国祯环保 (300388)

公司研究/简评报告

受益于工程建设收入增长，上半年业绩符合预期

简评报告/环保行业

2018 年 8 月 15 日

一、事件概述

近期公司发布 2018 年半年度报告：上半年营业收入 15.76 亿，YOY+ 76.52%；扣非归属净利 1.38 亿，YOY+ 143.51%。

二、分析与判断

➤ 业绩位于预告上限，主要受益于工程建设服务业绩快速增长

按照业务领域分，18H1 公司城市水环境综合治理/工业废水治理/小城镇环境治理营收分别为 9.8/1.25/4.7 亿元，同比+76.72%/-24.26%/+172.71%，主要缘于城市水环境治理板块中运营服务及工程建设服务分别同比+21%/+246%，小城镇环境治理板块中工程建设服务同比+231%；按照业务模式分，18H1 投资运营业务/环境工程 EPC 业务/水处理设备生产销售业务营收分别为 5.38/9.54/0.83 亿元，同比+23.39%/155.76%/1.22%，工程建设收入大幅增长成为公司上半年业绩增速明显提升的主要原因，运营业务稳健增长 23%。2018 年上半年，公司总计投入运营的污水处理规模为 368 万吨/天，其中自主运营 205 万吨/日，委托运营 163 万吨/日，与去年年底相比，分别+36/-18 万吨/天，此外在建部分的污水处理规模 143 万吨/天，较去年年底增加 47 万吨/天，在建污水厂的后续投运可以保障运营业务稳定增长。

➤ 17 年订单结构偏短期，18 年上半年订单大增且订单周期变长

17 年新增工程类订单 47.64 亿，新增特许经营类订单 32.68 亿，全年合计新增订单 80.32 亿，其中 PPP 类订单占比 35%，剩余大部分为 EPC 类订单，此类项目回款周期短。18H1 新增工程类订单 11.31 亿，新增特许经营类订单 37.47 亿，合计新增 48.78 亿，其中 PPP 类订单占比 66%。18 年上半年订单总数较去年同期增长 197%，且 PPP 长协类订单同比大幅增长。好在 2018 年上半年公司所签 PPP 项目基本为市县乡镇污水供水类项目，融资时较受银行青睐。

➤ 盈利能力稳定，特许经营权质押为公司提供大量长期借款

公司上半年综合毛利率 23.74%，净利率 8.75%，同比-4.88%/+2.41%，主要系毛利率相对较低的工程建造板块收入占比大幅提升，而三期费用率同比大幅降低造成的。销售/管理/财务费用率分别-1.74%/-3.8%/-2.07%，成本管控较好，利息支出减少致财务费用率继续降低。公司长短债比例为 2.7:1，公司以污水处理厂特许经营权提供质押担保，同时上市公司提供连带责任担保，以质押+保证借款合计借得 24.38 亿长期贷款，为公司缓解了资本金开支压力，且由于长期借款成本低于短期，也为公司节约了财务费用。

➤ 公司负债率较高，关注易嘉水务财务资助事项

公司上半年资产负债率增长至 73.82%，较去年年末增长 1.21%，负债率处于较高水平，公司此前发行了近 6 亿元可转债，后续若成功转股的话有望小幅降低负债率 4-5 个点。此外公司对乌海市易嘉水务环保有限公司财务资助 1 亿元，上半年已经计提减值损失 1000 万，法庭调解要求 2018 年 9 月 1 日前向公司偿还现金不低于 1500 万元。同时公司还为其 1.1 亿贷款提供连带保证责任，关注该事项进展情况。

推荐

维持评级

当前价格

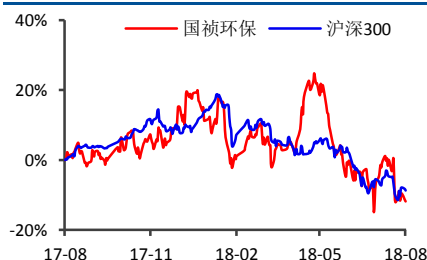
9.71

交易数据

2018-8-14

收盘价 (元)	9.71
近 12 个月最高/最低	13.74/9.37
总股本 (百万股)	549.98
流通股本 (百万股)	518.20
流通股比例%	94%
总市值 (亿元)	53.40

该股与沪深 300 走势比较



资料来源: wind, 民生证券研究院

分析师: 陶贻功

执业证号: S0100513070009

电话: (010) 85127892

邮箱: taoyigong@mszq.com

研究助理: 晏溶

执业证号: S0100117060016

电话: 010-85127892

邮箱: yanrong@mszq.com

相关研究

- 1、《业绩增长符合预期，工程、运营双管齐下》20180420
- 2、《业绩快报增速符合预期，期待公司 18 年订单及业绩表现》20180228

三、盈利预测与投资建议

基于公司上半年强劲的业绩增长态势，我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.54、0.72、0.94 元，对应 PE 分别 18/14/10 倍，看好公司拿单能力及未来业绩兑现，维持“推荐”评级。

四、风险提示

1、政策落地不及预期；2、订单签署不及预期；3、合同执行进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2628	3993	5236	6545
增长率（%）	79.67%	51.94%	31.13%	25.00%
归属母公司股东净利润（百万元）	194	295	394	516
增长率（%）	49.57%	52.10%	33.46%	30.83%
每股收益（元）	0.35	0.54	0.72	0.94
PE（现价）	28	18	14	10
PB	3	2	2	2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	2628	3993	5236	6545
营业成本	1974	2955	3875	4843
营业税金及附加	25	38	50	63
销售费用	103	157	205	257
管理费用	192	292	383	478
EBIT	314	572	739	919
财务费用	148	210	260	297
资产减值损失	53	19	24	25
投资收益	8	0	0	0
营业利润	140	323	439	582
营业外收支	32	40	40	40
利润总额	172	363	479	622
所得税	-35	54	72	93
净利润	208	308	407	529
归属于母公司的利润	194	295	394	516
EBITDA	375	646	813	995

资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1002	599	785	982
应收账款及票据	816	1384	1500	2105
预付款项	74	60	116	104
存货	372	443	626	710
其他流动资产	111	0	0	0
流动资产合计	2375	2485	3028	3900
长期股权投资	134	134	134	134
固定资产	222	533	473	412
无形资产	694	656	619	649
非流动资产合计	5604	7060	8057	8758
资产合计	7978	9546	11085	12658
短期借款	837	1353	1735	2265
应付账款及票据	1161	1307	1930	2116
其他流动负债	757	778	801	825
流动负债合计	2756	3438	4466	5206
长期借款	2481	3099	3257	3633
其他长期负债	519	519	519	519
非流动负债合计	3000	3618	3776	4152
负债合计	5756	7056	8242	9358
股本	306	306	306	306
少数股东权益	302	315	328	341
股东权益合计	2218	2486	2838	3296
负债和股东权益合计	7978	9546	11085	12658

主要财务指标 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	79.67%	51.94%	31.13%	25.00%
EBIT 增长率	13.20%	82.07%	29.11%	24.32%
净利润增长率	41.36%	48.38%	32.05%	29.84%
盈利能力				
毛利率	24.88%	26.00%	26.00%	26.00%
净利润率	7.91%	7.72%	7.78%	8.08%
总资产收益率 ROA	3.94%	6.00%	6.67%	7.26%
净资产收益率 ROE	10.13%	13.60%	15.70%	17.45%
偿债能力				
流动比率	0.98	0.86	0.80	0.89
速动比率	0.80	0.73	0.66	0.75
现金比率	0.36	0.17	0.18	0.19
资产负债率	72.14%	73.91%	74.36%	73.93%
经营效率				
应收账款周转天数	3.22	2.89	3.49	3.11
存货周转天数	67.87	53.93	58.15	52.76
总资产周转率	0.33	0.42	0.47	0.52
每股指标 (元)				
每股收益	0.35	0.54	0.72	0.94
每股净资产	3.49	3.95	4.57	5.37
每股经营现金流	-0.75	-2.41	-0.13	-0.43
每股股利	0.06	0.07	0.10	0.13
估值分析				
PE	27.50	18.08	13.55	10.36
PB	2.79	2.46	2.13	1.81
EV/EBITDA	19.01	13.51	11.21	10.02
股息收益率	0.01	0.01	0.01	0.01

现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	208	308	407	529
折旧和摊销	61	74	74	76
营运资金变动	-681	-1710	-555	-840
经营活动现金流	-412	-1327	-73	-235
资本开支	0	0	0	-140
投资	-440	42	34	34
投资活动现金流	-440	42	34	-106
股权募资	0	0	0	0
债务募资	1267	882	226	538
筹资活动现金流	1267	882	226	538
现金净流量	408	-403	186	196

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

陶贻功： 2011年7月加入民生证券至今，一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员。

晏 溶： 环保及公用事业方向负责人，2010年硕士毕业于华南理工大学环境工程专业，中级工程师，曾就职于深圳市市场监督和管理委员会、广东省环保厅直属事业单位，长期从事环保行业政策及市场研究，2017年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	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
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

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。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。