

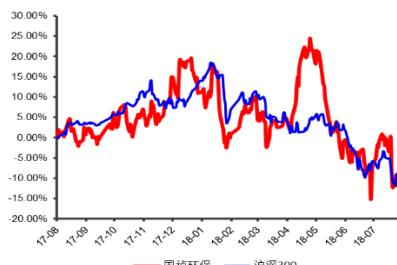
信义如山 见未来

环保

报告原因：定期报告

2018年08月15日

公司近一年市场表现



市场数据：2018年08月14日

收盘价(元)：	9.71
年内最高/最低(元)：	13.11/8.58
流通A股/总股本(亿)：	5.34/5.50
流通A股市值(亿)：	51.82
总市值(亿)：	53.40

基础数据：2018年6月30日

基本每股收益	0.26
摊薄每股收益：	0.25
每股净资产(元)：	6.22
净资产收益率：	6.10%

分析师：张红兵

执业证书编号：S0760511010023

邮箱：zhanghongbing@sxzq.com

研究助理：张婉姝

电话：010-83496305

邮箱：zhangwanshu@sxzq.com

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心7层 山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

国祯环保（300388.SZ）

维持评级

净利润持续高增，小城镇环境治理增长显著

买入

公司研究/事件点评

事件描述

- 公司发布2018年半年度报告，报告期内实现营业收入15.76亿元，同比增长76.52%；实现归母净利润1.39亿元，同比增长129.40%；实现扣非净利润1.38亿元，同比增长143.51%。

事件点评

- 二季度延续高增长。**2018年上半年，公司实现营业收入15.76亿元，其中二季度实现营收9.64亿元、归母净利润0.94亿元，分别同比增长70.32%/141.03%，延续一季度高增长趋势。
- 小城镇环境治理增长显著，水环境综合治理仍占主导。**报告期内，公司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三大板块分别实现收入9.8/1.25/4.7亿元，分别同比增长76.74%、-24.27%、172.71%。其中，小城镇环境治理综合服务收入占比较去年同期提高10.52pct至29.84%，增长显著；城市水环境综合治理服务收入占比依然保持在62.22%，较为稳定，仍然为公司最主要的收入来源。
- 工程收入大幅增长，运营收入稳步提高。**分业务模式来看，报告期内，公司分别实现运营服务、工程建设、设备制造收入5.38/9.54/0.83亿元，分别同比增长23.14%/155.92%/1.09%，工程建设收入出现大幅增长，运营收入继续稳步提高。
- 综合毛利率有所下降，三大费用控制良好。**报告期内，由于建设期项目增多，公司三大板块毛利率较2017年报分别下降0.16/3.91/2.03pct，二季度整体毛利率环比下降0.74pct，致使2018上半年公司综合毛利率下降至23.73%。但公司三大费用率持续下降，销售费用率、管理费用率、财务费用率较2017年报分别下降0.78/1.6/0.32pct。
- 在手订单充裕，项目稳步推进保障业绩。**报告期内，公司取得工程类订单（主要为DBO形式）27个，合同金额11.3亿元；取得投资类项目7个，投资金额37.47亿元。公司期末在手尚可履行工程类订单44.8亿元，处于施工期投资类订单57.88亿元。报告期内，公司稳步推进项目工程建设，其中9个投资类项目已在加快工程验收，以尽快实现商业收费。

投资建议

- 考虑到小城镇环境治理板块增长超预期，我们调高公司2018-2020年EPS分别到0.52/0.67/0.87元，对应公司8月14日收盘价9.71元，2018-2020年PE分别为18.67/14.49/11.16，维持“买入”评级。

存在风险

- 政策推进不及预期；项目进度不及预期；利润率下降；债务及融资风险；系统性风险。



资产负债表				利润表					
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2,781	3,286	4,556	6,108	营业收入	2,628	4,037	5,652	7,620
现金	1,091	813	1,130	1,524	营业成本	1,974	3,122	4,387	5,912
应收账款	1,098	1,762	2,543	3,393	营业税金及附加	25	39	54	73
其他应收款	317	435	685	888	销售费用	103	158	244	328
预付账款	74	105	6	40	管理费用	192	234	328	442
存货	372	507	770	1,037	财务费用	148	154	208	297
其他流动资产	(171)	(337)	(579)	(774)	资产减值损失	53	0	0	0
非流动资产	5,318	6,667	8,770	10,487	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	134	134	134	134	投资净收益	8	6	7	6
固定资产	222	208	194	180	营业利润	209	336	439	575
无形资产	694	647	604	564	营业外收入	34	37	40	37
其他非流动资	4,269	5,678	7,838	9,609	营业外支出	2	1	1	1
资产总计	8,099	9,952	13,326	16,595	利润总额	241	372	478	610
流动负债	2,830	4,201	7,198	9,986	所得税	33	56	72	92
短期借款	837	837	2,989	4,547	净利润	208	316	406	519
应付账款	1,088	1,682	2,364	3,185	少数股东损益	14	28	37	42
其他流动负债	904	1,682	1,845	2,254	归属母公司净利润	194	288	369	477
非流动负债	3,050	3,063	3,085	3,111	EBITDA	349	550	704	926
长期借款	2,010	2,010	2,010	2,010	EPS (元)	0.35	0.52	0.67	0.87
其他非流动负	1,040	1,053	1,075	1,101					
负债合计	5,880	7,264	10,282	13,097					
少数股东权益	302	329	366	408					
股本	306	550	550	550					
资本公积	809	806	807	807					
留存收益	754	1,002	1,321	1,733					
归属母公司股东权	1,917	2,359	2,678	3,090					
负债和股东权益	8,099	9,952	13,326	16,595					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	(418)	263	(1,225)	(622)	成长能力				
净利润	208	288	369	477	营业收入	79.67%	53.61%	40.00%	34.83%
折旧摊销	61	60	57	54	营业利润	59.57%	61.02%	30.79%	30.87%
财务费用	146	154	208	297	归属于母公司净利润	49.57%	48.55%	28.06%	29.05%
投资损失	(8)	(6)	(7)	(6)	获利能力				
营运资金变动	(1,678)	(262)	(1,888)	(1,486)	毛利率(%)	24.88%	22.67%	22.39%	22.42%
其他经营现金	853	28	37	42	净利率(%)	7.39%	7.15%	6.54%	6.26%
投资活动现金流	(440)	(317)	(394)	(194)	ROE(%)	9.37%	11.76%	13.34%	14.83%
资本支出	0	(400)	(400)	(200)	ROIC(%)	72.23%	36.17%	31.87%	29.40%
长期投资	(103)	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金	(337)	83	6	6	资产负债率(%)	72.61%	72.99%	77.16%	78.92%
筹资活动现金流	1,267	(75)	1,936	1,210	净负债比率(%)	13.35%	47.73%	81.24%	83.03%
短期借款	274	(0)	2,152	1,558	流动比率	0.98	0.78	0.63	0.61
长期借款	536	0	0	0	速动比率	0.85	0.66	0.53	0.51
普通股增加	(0)	244	0	0	营运能力				
资本公积增加	42	(2)	1	0	总资产周转率	0.39	0.45	0.49	0.51
其他筹资现金	415	(317)	(217)	(349)	应收账款周转率	3.80	3.83	3.55	3.49
现金净增加额	409	(129)	317	394	应付账款周转率	3.45	2.91	2.79	2.75

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。