

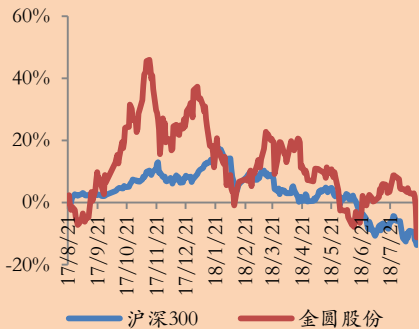


金圆股份 (000546)

投资评级: 增持 (首次)

报告日期: 2018-08-21

股价走势:



金融环保组

联系人: 杨易

0551-65161837

ivanyiyang@163.com

危废贡献营收超七成, 看好后续项目投运

事件:

我们近期对公司进行了调研跟踪。

主要观点:

□ 上半年投运危废项目 5 个, 无害化项目盈利能力较强

公司凭借自身水泥行业的基础, 16 年开始以水泥窑协同处理为切口, 布局资源化和综合处置中心项目, 进军环保领域。公司 17 年完成定增, 目前危废项目已经取得阶段性进展, 首个资源化项目新金叶和首个水泥窑项目格尔木于去年正式投运并贡献利润。截至今年上半年, 公司投运项目 5 个, 处置产能达到 40 万吨/年左右。

公司上半年环保板块业绩贡献营收 25.05 亿元, 占到总营收的 7 成。其中危废资源化项目 (主要由新金叶项目贡献) 实现营收 24.02 亿元, 但毛利率仅为 2.93%, 其原因是新金叶项目地处江西, 危废收储价值低于沿海发达地区, 叠加资源化上下游价格相对透明, 利润空间不大。危废无害化项目 (主要由格尔木、埠源环保贡献) 实现营收 1.03 亿元, 毛利率 52.01%, 盈利能力较强。

□ 获批、通过评审会项目合计 14 个, 看好项目投运带来业绩增量

截至目前, 公司已经获批的项目 9 个, 合计处置产能 100 万吨/年左右, 其中水泥窑处置产能 75 万吨/年左右; 已通过专家评审会的项目 3 个, 合计处置产能 23 万吨/年左右, 其中水泥窑处置产能 12.6 万吨/年左右。

公司在手订单正在逐渐推进。三明南方、徐州鸿誉、潜江东园等项目已经进入建设尾声, 部分项目已经拿到环评或者正在申请危废许可证, 预计今年年底到明年年初将有多个项目可以投运, 且以盈利能力较强的水泥窑项目为主, 预计公司业绩环保板块业绩有望持续发力。

□ 盈利预测与估值

我们看好公司水泥窑项目陆续投运所带来的业绩增量, 叠加公司近期公告拟法可转债及绿色债券筹措资金, 这将对未来在手项目落地起到积极作用。我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.72 元、1.01 元、1.33 元, 对应的 PE 分别为 16 倍、11 倍、8 倍, 给予“增持”评级。

□ 风险提示

宏观环境及政策性风险; 项目经营性风险; 项目投运及拓展不及预期。

盈利预测: 单位: 百万元

财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5073	7204	9726	12157
收入同比 (%)	134%	42%	35%	25%
归属母公司净利润	351	516	719	951
净利润同比 (%)	15%	47%	39%	32%
毛利率 (%)	18.6%	20.3%	19.8%	20.0%
ROE (%)	10.4%	13.4%	16.6%	19.8%
每股收益	0.49	0.72	1.01	1.33
P/E	22.83	15.53	11.15	8.42
P/B	2.36	2.14	1.91	1.72
EV/EBITDA	19	10	7	5

资料来源: wind、华安证券研究

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	3,251	5,041	7,471	9,147	营业收入	5,073	7,204	9,726	12,157
现金	609	586	1,558	2,003	营业成本	4,132	5,745	7,802	9,723
应收账款	1,050	2,823	3,520	3,893	营业税金及附加	32	41	59	74
其他应收款	47	592	396	535	销售费用	144	349	489	515
预付账款	138	203	333	503	管理费用	162	303	360	480
存货	1,332	1,278	1,885	2,549	财务费用	146	80	73	62
其他流动资产	75	(440)	(220)	(337)	资产减值损失	31	10	(4)	3
非流动资产	4,740	4,541	4,292	4,161	公允价值变动收	20	(5)	1	1
长期投资	38	36	37	37	投资净收益	(46)	(23)	(3)	(18)
固定资产	3,351	3,139	2,927	2,715	营业利润	470	648	945	1,283
无形资产	271	251	235	219	营业外收入	40	53	44	44
其他非流动资产	1,080	1,114	1,094	1,191	营业外支出	16	7	7	8
资产总计	7,991	9,582	11,764	13,308	利润总额	494	695	982	1,318
流动负债	3,168	4,366	6,022	6,972	所得税	92	125	186	254
短期借款	1,064	1,061	1,055	1,048	净利润	402	570	796	1,064
应付账款	907	1,882	2,556	2,835	少数股东损益	51	54	77	113
其他流动负债	1,197	1,423	2,411	3,089	归属母公司净利润	351	516	719	951
非流动负债	956	950	950	952	EBITDA	766	959	1,247	1,572
长期借款	598	598	598	598	EPS (元)	0.49	0.72	1.01	1.33
其他非流动负债	359	352	353	354					
负债合计	4,124	5,316	6,972	7,924					
少数股东权益	469	523	600	713	主要财务比率				
股本	715	715	715	715	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
资本公积	1,669	1,647	1,648	1,655	成长能力				
留存收益	1,011	1,381	1,829	2,301	营业收入	134.43%	42.00%	35.00%	25.00%
归属母公司股东权	3,397	3,743	4,191	4,671	营业利润	23.32%	37.81%	45.81%	35.66%
负债和股东权益	7,991	9,582	11,764	13,308	归属于母公司净利	14.84%	47.00%	39.37%	32.30%
					获利能力				
					毛利率(%)	18.56%	20.26%	19.78%	20.02%
					净利率(%)	45.09%	6.92%	7.16%	7.39%
					ROE(%)	10.40%	13.35%	16.61%	19.76%
					ROIC(%)	17.36%	12.91%	16.46%	23.92%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	51.61%	55.48%	59.27%	59.54%
					净负债比率(%)	21.82%	38.06%	40.73%	58.35%
					流动比率	1.03	1.15	1.24	1.31
					速动比率	0.61	0.86	0.93	0.95
					营运能力				
					总资产周转率	0.77	0.82	0.91	0.97
					应收账款周转率	5.10	4.46	3.63	3.75
					应付账款周转率	6.76	5.17	4.38	4.51
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.49	0.72	1.01	1.33
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.47	1.63	1.39
					每股净资产(最新摊薄)	4.75	5.24	5.86	6.54
					估值比率				
					P/E	22.8	15.5	11.1	8.4
					P/B	2.4	2.1	1.9	1.7
					EV/EBITDA	18.65	9.87	6.80	5.13

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	294	335	1,165	992
净利润	402	516	719	951
折旧摊销	229	230	229	228
财务费用	146	80	73	62
投资损失	46	23	3	18
营运资金变动	(809)	(572)	67	(384)
其他经营现金流	280	59	73	117
投资活动现金流	(1,163)	(6)	(4)	(23)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(0)	1	(1)	0
其他投资现金流	(1,163)	(7)	(3)	(24)
筹资活动现金流	892	(355)	(321)	(523)
短期借款	360	(3)	(6)	(7)
长期借款	90	0	0	0
普通股增加	119	0	0	0
资本公积增加	1,051	(21)	1	7
其他筹资现金流	(729)	(331)	(316)	(523)
现金净增加额	22	(26)	839	445

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。