

## 业绩增速接近预告上限, 订单+资金有望推动全年业绩超预期

买入 (维持)

2018 年 10 月 31 日

证券分析师 袁理

执业证号: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 刘博

执业证号: S0600518070002

liub@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2,628	4,222	6,072	8,699
同比 (%)	79.7%	60.7%	43.8%	43.3%
净利润 (百万元)	194	324	457	627
同比 (%)	49.6%	66.8%	41.1%	37.2%
每股收益 (元/股)	0.64	0.59	0.83	1.14
P/E (倍)	13.42	14.56	10.35	7.54

### 投资要点

■ **事件:** 公司发布三季报, 前三季度实现营收 24.90 亿, 同比增长 73.81%; 实现归母净利润 2.28 亿, 同比增长 127.68%; 扣非后归母净利润为 2.27 亿, 同比增长 134.58%。

■ **业绩增速接近预告上限, 全年业绩大概率将超预期:** 根据公司公告, 前三季度实现营收 24.90 亿, 同比增长 73.81%; 实现归母净利润 2.28 亿, 同比增长 127.68%; 扣非后归母净利润为 2.27 亿, 同比增长 134.58%, 与三季度业绩预告相比 (同比增速 100%-130%), 增速接近预告上限。其中, 三季度单季实现营收 9.14 亿, 同比增长 69.32%; 实现归母净利润 0.89 亿, 同比增长 125.03%; 扣非后归母净利润为 0.89 亿, 同比增长 121.94%, 高增速仍然维持。考虑到去年四季度单季归母净利润为 0.94 亿, 即使不增长, 今年全年业绩有望达到 3.22 亿以上, 业绩增速大概率超出市场预期。

■ **在手订单充沛, 定向增发提供资金保障:** 根据公司公告, 前三季度新签订单合计 17.29 亿, 其中已确认订单 14.87 亿、未确认订单 2.42 亿, 截至三季度末在手未确认工程订单合计 45.57 亿, 其中 94.38% (43.01 亿) 为 EPC 订单; 新签特许经营类订单合计 37.52 亿, 截至三季度末未完成投资金额合计 53.43 亿, 其中 90.21% (48.20 亿) 为 PPP 订单, 运营期收入合计 8.78 亿。公司 10 月初已公告, 拟向不超过 5 名特定投资者发行股份, 募集资金合计 10 亿元, 主要用于合肥市小仓房污水处理厂 PPP 项目, 此次定增如果发行成功, 一方面降低公司资产负债率, 另一方面, 公司目前在手订单充沛, 定增资金到位后为公司订单转化为业绩提供充足保障。

■ **费用管控能力良好, 真实现金流状况相比中报进一步改善:** 前三季度销售费用为 0.83 亿, 同比增长 19.37%; 管理费用 (将研发费用加回调整后) 为 1.34 亿, 同比增长 6.78%; 财务费用为 1.27 亿, 同比增长 22.47%, 三项费用加总后费用率为 13.80%, 相比去年同期大幅下降 7.03 个百分点, 彰显公司良好的费用管控能力。前三季度应收账款合计 8.52 亿, 占比营收为 34.23%, 同比下降 15.15 个百分点。现金流方面, 经调整后的经营性净现金流为 4.20 亿, 占比净利润为 184.21%, 相比中报 (134.53%) 现金流状况进一步改善。

■ **盈利预测与投资评级:** 考虑到公司在手订单充沛, 定向增发后资金提供保障, 我们预计公司 18-20 年归母净利润分别为 3.24、4.57、6.27 亿, EPS 分别为 0.59、0.83、1.14 元, 对应 PE 分别为 15、10、8 倍, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 在手水厂建设进度不达预期、工程项目建设进度不达预期

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	8.59
一年最低/最高价	7.06/13.98
市净率(倍)	2.17
流通 A 股市值(百万元)	4634.97

### 基础数据

每股净资产(元)	3.95
资产负债率(%)	73.30
总股本(百万股)	548.95
流通 A 股(百万股)	539.58

### 相关研究

- 1、《国祯环保 (300388): 三季报业绩高增长, 定增有望改善财务结构》2018-10-15
- 2、《国祯环保 (300388): 盈利能力改善+费用管控良好, 真正有质量的高增长》2018-08-15
- 3、《国祯环保 (300388): 大股东出售燃气资产回笼资金, 市场融资担忧彻底消除》2018-07-26

作为全市场第一个建立基于宏观的环保研究框架的团队，我们近期的核心观点是：去杠杆，关注资本金生成能力！

在环保行业 3 种模式的公司中：

模式 2 有运营资产积淀的公司。经营现金流持续累积，支持再投资实现内生成长！

模式 3 设备与解决方案公司。现金流的优劣代表了公司的议价能力。

国祯环保是模式 2 运营现金流公司中的典型代表，建议重点关注。深度报告详情请见：《国祯环保：稀缺民营水务运营平台，技术积淀打造水环境治理标杆》

**事件：公司发布三季报，前三季度实现营收 24.90 亿，同比增长 73.81%；实现归母净利润 2.28 亿，同比增长 127.68%；扣非后归母净利润为 2.27 亿，同比增长 134.58%。**

### 业绩增速接近预告上限，全年业绩大概率将超预期

根据公司公告，前三季度实现营收 24.90 亿，同比增长 73.81%；实现归母净利润 2.28 亿，同比增长 127.68%；扣非后归母净利润为 2.27 亿，同比增长 134.58%，与三季度业绩预告相比（同比增速 100%-130%），增速接近预告上限。其中，三季度单季实现营收 9.14 亿，同比增长 69.32%；实现归母净利润 0.89 亿，同比增长 125.03%；扣非后归母净利润为 0.89 亿，同比增长 121.94%，高增速仍然维持。考虑到去年四季度单季归母净利润为 0.94 亿，即使不增长，今年全年业绩有望达到 3.22 亿以上，业绩增速大概率超出市场预期。

### 在手订单充沛，定向增发提供资金保障

根据公司公告，前三季度新签订单合计 17.29 亿，其中已确认订单 14.87 亿、未确认订单 2.42 亿，截至三季度末在手未确认工程订单合计 45.57 亿，其中 94.38%（43.01 亿）为 EPC 订单；新签特许经营类订单合计 37.52 亿，截至三季度末未完成投资金额合计 53.43 亿，其中 90.21%（48.20 亿）为 PPP 订单，运营期收入合计 8.78 亿。公司 10 月初已公告，拟向不超过 5 名特定投资者发行股份，募集资金合计 10 亿元，主要用于合肥市小仓房污水处理厂 PPP 项目，此次定增如果发行成功，一方面降低公司资产负债

率，另一方面，公司目前在手订单充沛，定增资金到位后为公司订单转化为业绩提供充足保障。

## 费用管控能力良好，真实现金流状况相比中报进一步改善

前三季度销售费用为 0.83 亿，同比增长 19.37%；管理费用（将研发费用加回调整后）为 1.34 亿，同比增长 6.78%；财务费用为 1.27 亿，同比增长 22.47%，三项费用加总后费用率为 13.80%，相比去年同期大幅下降 7.03 个百分点，彰显公司良好的费用管控能力。前三季度应收账款合计 8.52 亿，占比营收为 34.23%，同比下降 15.15 个百分点。现金流方面，经调整后的经营性净现金流为 4.20 亿，占比净利润为 184.21%，相比中报（134.53%）现金流状况进一步改善。

## 稀缺民营水务运营标的，运营业务未来三年 CAGR 有望大于 40%

公司是极为稀缺的民营水务运营公司，公司在手污水处理产能接近 500 万吨/日，累计投运规模超过 350 万吨/日，2017 年运营业务收入为 9.63 亿，考虑到：1) 行业空间释放下，省外运营业务持续拓展；2) 近三年年均新增污水处理能力为 70 万吨/日以上；3) 在建项目将集中于今明两年投产，且地方政府均有保底水量承诺；4) 存量项目存在提标改造需求，因此我们预计未来 3 年，新建+改造，公司运营业务收入 CAGR 有望大于 40%。

## 资本金投入有保障，项目推进和业绩释放可期

假设公司全年需完成 30 亿项目投资，资本金占比为 25%，对应资本金投入为 7.5 亿元；工程项目以 EPC 为主，且按照项目进度付款，因此假设工程项目资本金投入为 2 亿元，加总后资本金投入需求为 11 亿；2017 年公司经营性净现金流为 3.82 亿，且截至 2018 年上半年年末末公司在手货币资金 9.90 亿，考虑到公司目前负债以银行贷款为主，股权、ABS（在手大量污水处理厂项目）等其他融资手段尚未启用，资金层面保障项目推进和业绩释放可期。

## 需重视运营资产的价值，具备内生造血能力

2017 年公司经营性净现金流是 3.8 亿，假设 2019 年可达到 4.5 亿左右，扣除工程端资金消耗 2 亿后，可用于投资运营业务的现金流净额为 2.5 亿。假设投资运营端资本金投入比例为 25%，则 2.52 亿资金可撬动投资为 10 亿，按照吨水投资 2500 元计算，可新建 40 万吨/日污水处理厂，按照吨水处理费 1.2 元、毛利率 40% 计算，可得出在新建水厂投入运营后，有望带来收入 1.73 亿，对应毛利约为 0.67 亿。假设净利率水平为 20%，则 2.5 亿资本金投入带来 0.35 亿/年净利润，投资回报率为 14.00%，内生造血能力较强。

## 盈利预测与估值

考虑到公司在手订单充沛，定向增发后资金提供保障，我们上调公司盈利预测，预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 3.24、4.57、6.27 亿，EPS 分别为 0.59、0.83、1.14 元，对应 PE 分别为 15、10、8 倍，维持“买入”评级。

## 风险提示

在手水厂建设进度不达预期、在手工程项目建设进度不达预期。

国祯环保三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>2781</b>	<b>3581</b>	<b>4486</b>	<b>6015</b>	<b>营业收入</b>	<b>2628</b>	<b>4222</b>	<b>6072</b>	<b>8699</b>
现金	1091	878	963	711	减:营业成本	1974	3172	4584	6579
应收账款	781	1440	1754	2822	营业税金及附加	25	41	58	84
存货	372	503	762	1053	营业费用	103	166	238	341
其他流动资产	536	761	1007	1430	管理费用	192	275	422	668
<b>非流动资产</b>	<b>5318</b>	<b>5859</b>	<b>6437</b>	<b>7184</b>	财务费用	148	168	200	243
长期股权投资	134	238	342	447	资产减值损失	53	0	0	0
固定资产	222	548	885	1337	加:投资净收益	8	5	5	6
在建工程	366	403	452	533	其他收益	0	0	0	0
无形资产	694	767	856	964	<b>营业利润</b>	<b>209</b>	<b>405</b>	<b>575</b>	<b>791</b>
其他非流动资产	3903	3903	3903	3903	加:营业外净收支	32	27	34	35
<b>资产总计</b>	<b>8099</b>	<b>9440</b>	<b>10923</b>	<b>13199</b>	<b>利润总额</b>	<b>241</b>	<b>433</b>	<b>609</b>	<b>826</b>
<b>流动负债</b>	<b>2830</b>	<b>3745</b>	<b>4795</b>	<b>6403</b>	减:所得税费用	33	84	111	141
短期借款	837	837	837	837	少数股东损益	14	25	41	58
应付账款	1088	1362	2179	2903	<b>归属母公司净利润</b>	<b>194</b>	<b>324</b>	<b>457</b>	<b>627</b>
其他流动负债	904	1545	1778	2663	EBIT	422	538	718	938
<b>非流动负债</b>	<b>3050</b>	<b>3176</b>	<b>3167</b>	<b>3207</b>	EBITDA	483	602	813	1071
长期借款	2481	2607	2598	2638					
其他非流动负债	569	569	569	569					
<b>负债合计</b>	<b>5880</b>	<b>6920</b>	<b>7962</b>	<b>9610</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
少数股东权益	302	326	367	425	每股收益(元)	0.35	0.59	0.83	1.14
归属母公司股东权益	1917	2194	2593	3164	每股净资产(元)	3.27	3.77	4.50	5.54
<b>负债和股东权益</b>	<b>8099</b>	<b>9440</b>	<b>10923</b>	<b>13199</b>	发行股份(百万股)	306	549	549	549
					ROIC(%)	6.0%	6.5%	8.1%	9.7%
					ROE(%)	9.4%	13.8%	16.8%	19.1%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	毛利率(%)	24.9%	24.9%	24.5%	24.4%
经营活动现金流	-418	291	858	668	销售净利率(%)	7.4%	7.7%	7.5%	7.2%
投资活动现金流	-440	-600	-668	-874	资产负债率(%)	72.6%	73.3%	72.9%	72.8%
筹资活动现金流	1267	96	-105	-46	收入增长率(%)	79.7%	60.7%	43.8%	43.3%
现金净增加额	402	-214	85	-252	净利润增长率(%)	49.6%	66.8%	41.1%	37.2%
折旧和摊销	61	64	95	134	P/E	13.42	14.56	10.35	7.54

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>