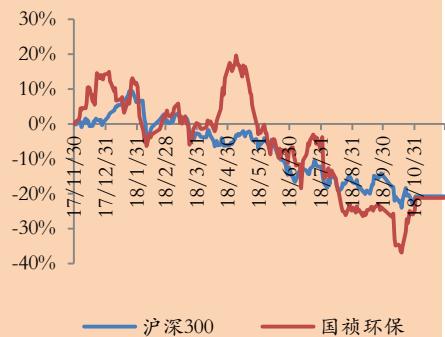


国祯环保 (300388)

投资评级：买入

报告日期：2018-11-02

股价走势：



金融环保组

联系人：杨易

0551-65161837

ivanyiyang@163.com

工程业绩放量，全年业绩有望超预期

事件：

公司近期公布了三季报：2018 年前三季度实现营收 24.9 亿元，同比增长 73.81%，归母净利润 2.28 亿元，同比增长 127.68%。

主要观点：

□ 工程+运营持续高增长，费用管控能力强

公司营收和净利润保持高速增长态势，增速创造上市以来同期最高水平。业绩大增主要源于工程和运营业务的增长，其中工程端前三季度实现营收 14.87 亿元，同比增长 140.1%，前期订单逐步进入施工期，工程端业绩开始放量；运营端前三季实现营收 8.78 亿元，同比增长 43.4%，继续维持高增长态势。费用率来看，销售、管理、财务费用率不同程度下降，三项合计下降 7.03 个百分点至 13.80%，彰显良好的费用管控能力。毛利率来看，报告期内毛利率下降 4.08 个百分点，主要是由于工程板块占比上升所致。

□ 订单充足+定增助推，业绩持续高增长动力强劲

从订单量来看，三季度新增订单合计 6.03 亿元，其中 5.98 亿元为工程类订单，特许经营类订单仅为 0.05 亿元。由此可见，公司在三季度明显放缓了 PPP 类订单拿单速度，高周转的 EPC 订单量也较上半年有所收窄。从订单的执行情况来看，工程类和特许经营类订单确认收入金额分别同比增长了 140%、179%，前期订单逐步落实到施工阶段，进入了业绩兑现期。工程类期末订单和特许经营类未完成订单分别为 45.57、53.43 亿元，分别同比增长 140%、283%，充足订单保证了未来增长的可持续性。

资金方面，公司拟定增募集不超过 10 亿元用于建设合肥市小仓库污水处理厂 PPP 项目，募集资金到位后可以改善公司资产负债率过高局面。近期，有关缓解民企融资压力、股权质押压力的一系列政策的出台，改善先前过于悲观的市场预期，结合公司所承接的 PPP 项目多为与污水处理相关业务，运营属性高，公司有望充分受益。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.56 元、0.90 元、1.36 元，对应的 PE 分别为 16 倍、10 倍、7 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

财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2628	4599	7129	10693
收入同比 (%)	80%	75%	55%	50%
归属母公司净利润	194	305	495	745
净利润同比 (%)	50%	57%	62%	51%
毛利率 (%)	24.9%	24.2%	24.0%	23.5%
ROE (%)	9.4%	12.4%	17.1%	20.9%
每股收益	0.35	0.56	0.90	1.36
P/E	25.59	16.29	10.04	6.67
P/B	2.59	2.09	1.77	1.45
EV/EBITDA	19	5	2	-1

资料来源：wind、华安证券研究所

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	2,781	5,586	8,537	12,735	营业收入	2,628	4,599	7,129	10,693
现金	1,091	2,304	3,819	5,793	营业成本	1,974	3,486	5,418	8,180
应收账款	1,098	2,444	3,554	5,160	营业税金及附加	25	52	80	115
其他应收款	317	496	864	1,245	销售费用	103	175	290	451
预付账款	74	108	(13)	33	管理费用	192	366	600	921
存货	372	566	951	1,435	财务费用	148	137	115	88
其他流动资产	(171)	(332)	(637)	(933)	资产减值损失	53	0	0	0
非流动资产	5,318	5,178	5,142	5,100	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	134	61	75	90	投资净收益	8	5	5	6
固定资产	222	208	194	180	营业利润	209	388	631	943
无形资产	694	647	604	564	营业外收入	34	29	35	36
其他非流动资产	4,269	4,262	4,269	4,267	营业外支出	2	1	1	1
资产总计	8,099	10,764	13,679	17,835	利润总额	241	415	665	979
流动负债	2,830	4,496	5,685	7,987	所得税	33	81	121	168
短期借款	837	825	804	772	净利润	208	334	544	811
应付账款	1,088	1,878	2,772	4,368	少数股东损益	14	29	49	66
其他流动负债	904	1,792	2,109	2,846	归属母公司净利润	194	305	495	745
非流动负债	3,050	3,566	4,815	5,966	EBITDA	349	585	803	1,086
长期借款	2,010	2,010	2,010	2,010	EPS (元)	0.35	0.56	0.90	1.36
其他非流动负债	1,040	1,555	2,805	3,956					
负债合计	5,880	8,061	10,500	13,953					
少数股东权益	302	331	380	445					
股本	306	549	549	549					
资本公积	809	806	807	807					
留存收益	754	1,016	1,443	2,081					
归属母公司股东权	1,917	2,372	2,799	3,437					
负债和股东权益	8,099	10,764	13,679	17,835					
现金流量表					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)	1,557	1,645	2,124	成长能力				
净利润	208	305	495	745	营业收入	79.67%	75.00%	55.00%	50.00%
折旧摊销	61	60	57	54	营业利润	59.57%	85.92%	62.64%	49.59%
财务费用	146	137	115	88	归属于母公司净利	49.57%	57.11%	62.23%	50.58%
投资损失	(8)	(5)	(5)	(6)	获利能力				
营运资金变动	(1,678)	1,031	934	1,177	毛利率(%)	24.88%	24.20%	24.00%	23.50%
其他经营现金流	853	29	49	66	净利率(%)	7.39%	6.63%	6.94%	
投资活动现金流	(440)	95	(15)	(10)	ROE(%)	9.37%	12.37%	17.11%	20.89%
资本支出	0	0	0	0	ROIC(%)	72.23%	35.96%	843.3%	-98.62%
长期投资	(103)	73	(14)	(15)	偿债能力				
其他投资现金流	(337)	22	(1)	5	资产负债率(%)	72.61%	74.89%	76.76%	78.23%
筹资活动现金流	1,267	(388)	(110)	(144)	净负债比率(%)	13.35%	-7.69%	28.57%	33.47%
短期借款	274	(12)	(21)	(32)	流动比率	0.98	1.24	1.50	1.59
长期借款	536	0	0	0	速动比率	0.85	1.12	1.33	1.41
普通股增加	(0)	243	0	0	营运能力				
资本公积增加	42	(2)	1	0	总资产周转率	0.39	0.49	0.58	0.68
其他筹资现金流	415	(616)	(90)	(112)	应收账款周转率	3.80	3.37	3.07	3.24
现金净增加额	409	1,264	1,520	1,970	应付账款周转率	3.45	3.10	3.07	3.00
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.35	0.56	0.90	1.36
					每股经营现金流(最新摊	(0.76)	2.84	3.00	3.87
					每股净资产(最新摊薄)	3.49	4.32	5.10	6.26
					估值比率				
					P/E	25.6	16.3	10.0	6.7
					P/B	2.6	2.1	1.8	1.4
					EV/EBITDA	18.90	4.57	1.58	(0.54)

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形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。