

国祯环保(300388)

公司研究/点评报告

三季度超预期增长，签单及债务扩张节奏放缓

点评报告/环保及公用事业

2018年10月26日

一、事件概述

公司发布2018年三季度报告：前三季度营业收入24.9亿，同比增长73.81%；归母净利润2.28亿，同比增长127.68%。

二、分析与判断

➤ 工程业务增长强劲，业绩增速超预期

公司Q3单季度实现营收9.14亿元，归母净利润0.89亿，同比增长69.32%、125.03%，业绩增速位于此前业绩预告顶部区间，略超我们此前报告的预期。从公司此前中报的情况来看，预计城市水环境及小城镇环境治理工程收入的快速增长仍是公司业绩快速放量的主要驱动力。

➤ 三季度新增订单均为EPC类，拿单节奏明显放缓

公司上半年订单同比大增197%，其中PPP类订单占比66%。Q3公司新增工程类订单5.98亿，新增特许经营类订单0.05亿，新增订单类型几乎全部为EPC类，新增订单量为上半年的11%，较去年同期下滑76%。公司自三季度起明显放缓了PPP项目中标步伐，转为周期较短的EPC类项目为主，同时大幅收缩订单量，与地方政府债务规范致投资支出下滑及融资环境收缩有关。公司前三季度合计新增订单54.81亿，其中PPP类订单占比68%，大部分为银行青睐的污水处理类订单。

➤ 工程业务占比提升至毛利下滑，费用管控仍然较好

前三季度公司综合毛利率24.28%，净利率9.8%，同比-4.08%/+2.10%，基本维持中报变化趋势，毛利率下滑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。规模效应带动三项费用率下滑，销售/管理及研发/财务费用率分别-1.51%/-3.38%/-2.14%，各项费用管控较好。

➤ 债务扩张有所放缓，10亿定增有望降低资产负债率

Q3单季公司筹资活动现金净流出1.01亿，结束2017年年中以来的持续流入趋势，债务扩张有所放缓。资产负债率环比中期下降0.52%至73.30%，同比仍增长1.81%，处于历史高位。公司10月10日公告10亿元非公开发行A股预案，拟将募集资金用于合肥市小仓房污水处理厂PPP项目，同时公司此前成功发行了近6亿元可转债。后续若定增成功、转债顺利转股，则公司资产负债率有望降低至63%的水平。

三、投资建议

基于公司业绩和新签订单的超预期增长，我们上调公司2018-2020年预测EPS至0.61、0.81、1.06元，对应PE分别14/10/8倍，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。

推荐

维持评级

当前价格：8.37

交易数据

2018-10-25

近12个月最高/最低(元)	13.74/7.48
总股本(百万股)	548.95
流通股本(百万股)	539.58
流通股比例(%)	98%
总市值(亿元)	45.95
流通市值(亿元)	45.16

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：0755-22662075
邮箱：yanrong@mszq.com

研究助理：杨任重

执业证号：S0100118070006
电话：0755-22662085
邮箱：yangrenzong@mszq.com

相关研究

- 1、《受益于工程建造收入增长，上半年业绩符合预期》20180815
- 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

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2,628	4,312	5,655	7,069
增长率 (%)	79.7%	64.1%	31.1%	25.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	194	333	445	579
增长率 (%)	49.6%	71.5%	33.7%	30.1%
每股收益 (元)	0.65	0.61	0.81	1.06
PE (现价)	12.6	13.5	10.1	7.8
PB	1.3	2.1	1.8	1.5

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	2,628	4,312	5,655	7,069
营业成本	1,974	3,191	4,185	5,231
营业税金及附加	25	41	54	68
销售费用	103	169	222	277
管理费用	192	315	413	517
EBIT	334	595	781	976
财务费用	148	200	269	332
资产减值损失	53	53	53	53
投资收益	8	3	16	39
营业利润	209	346	475	630
营业外收支	32	0	0	0
利润总额	241	386	515	670
所得税	33	52	70	91
净利润	208	333	445	579
归属于母公司净利润	194	333	445	579
EBITDA	394	656	839	1,033

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1091	1160	1505	2479
应收账款及票据	816	1191	1561	1952
预付款项	74	120	157	197
存货	372	440	577	721
其他流动资产	111	111	111	111
流动资产合计	2781	3443	4466	6152
长期股权投资	134	134	134	134
固定资产	222	222	222	222
无形资产	694	659	625	594
非流动资产合计	5318	6394	7336	7779
资产合计	8099	9838	11801	13931
短期借款	837	837	837	837
应付账款及票据	1161	1351	1771	2214
其他流动负债	2	2	2	2
流动负债合计	2830	3318	3919	4552
长期借款	2010	3010	4010	5010
其他长期负债	1040	1040	1040	1040
非流动负债合计	3050	4050	5050	6050
负债合计	5880	7368	8969	10602
股本	306	549	549	549
少数股东权益	302	302	302	302
股东权益合计	2218	2469	2832	3329
负债和股东权益合计	8099	9838	11801	13931

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	79.7%	64.1%	31.1%	25.0%
EBIT 增长率	43.1%	78.5%	31.1%	25.0%
净利润增长率	49.6%	71.5%	33.7%	30.1%
盈利能力				
毛利率	24.9%	26.0%	26.0%	26.0%
净利润率	7.4%	7.7%	7.9%	8.2%
总资产收益率 ROA	2.4%	3.4%	3.8%	4.2%
净资产收益率 ROE	10.1%	15.4%	17.6%	19.1%
偿债能力				
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.4
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.2
现金比率	0.4	0.3	0.4	0.5
资产负债率	0.7	0.7	0.8	0.8
经营效率				
应收账款周转天数	96.0	96.0	96.0	96.0
存货周转天数	50.3	50.3	50.3	50.3
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
每股指标 (元)				
每股收益	0.7	0.6	0.8	1.1
每股净资产	6.3	3.9	4.6	5.5
每股经营现金流	(1.4)	0.8	1.3	1.6
每股股利	0.1	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	12.6	13.5	10.1	7.8
PB	1.3	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	18.3	12.4	10.5	8.5
股息收益率	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	208	333	445	579
折旧和摊销	114	113	111	110
营运资金变动	(879)	(182)	(75)	(79)
经营活动现金流	(418)	443	717	892
资本开支	347	(260)	13	13
投资	(110)	(1,409)	(1,000)	(500)
投资活动现金流	(440)	(1,146)	(997)	(474)
股权募资	60	0	0	0
债务募资	1,391	1,000	1,000	1,000
筹资活动现金流	1,267	771	626	556
现金净流量	409	68	346	974

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年华南理工大学环境工程专业硕士毕业，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。

杨任重，香港理工大学精算与投资科学硕士毕业，2018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为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%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为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 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1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，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。