

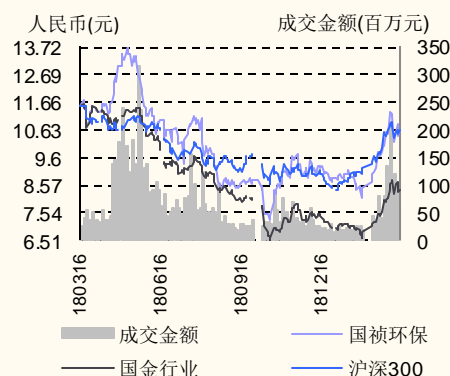
国祯环保 (300388.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 10.65 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	538.31
总市值(百万元)	5,846.74
年内股价最高最低(元)	13.75/7.25
沪深 300 指数	3745.01



相关报告

1. 《业绩维持高增速，水环境综合服务商成型-国祯环保公司点评》，2018.4.20

孙春旭 分析师 SAC 执业编号: S1130518090002
sunchunxu@gjzq.com.cn

订单维持高增长，融资环境改善助力估值提升

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.425	0.635	0.534	0.762	1.012
每股净资产(元)	4.94	6.27	7.03	8.10	9.53
每股经营性现金流(元)	-1.70	-1.37	-0.87	-0.46	-0.18
市盈率(倍)	52.54	37.45	19.95	13.98	10.52
净利润增长率(%)	73.17%	49.57%	50.94%	42.66%	32.89%
净资产收益率(%)	8.59%	10.13%	13.64%	16.89%	19.08%
总股本(百万股)	305.72	305.67	548.99	548.99	548.99

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 3月7日公司发布公告与北京市市政四建设工程有限责任公司组成的联合体中标撮镇镇污水处理厂二期工程,项目金额为1.86亿元。3月12日,公司发布公告中标白湖监狱管理分局污水处理设施建设项目,金额为1.19亿元。

经营分析

- 订单充足，业绩保持高增长：**公司2018年营收为40.10亿元，同比增长52.57%；归母净利为2.93亿元，同比增长50.64%。业绩增长原因是报告期内公司在手订单及项目稳步推进与实施，水环境运营规模不断增长。目前公司订单充足，18年前三季度公司新增工程类订单为36个，金额达17.29亿元，期末在手订单为102个，未确认金额为45.57亿元；新增运营类订单13个，金额为37.52亿元，处于运营期订单为116个，金额为8.78亿元。
- 民营企业融资环境改善，环保板块估值回升：**2月14日中共中央办公厅、国务院印发了《关于加强金融服务民营企业的若干意见》，提出“毫不动摇地鼓励、支持、引导非公有制经济发展，平等对待各类所有制企业，有效缓解民营企业融资难融资贵问题”。1月22日生态环境部和全国工商联发布《关于支持服务民营企业绿色发展的意见》，提出支持民营企业参与实施国家环保科技重大项目和中央环保投资项目。生态环境领域各级财政专项资金要加强对环境基础设施建设、企业污染治理设施改造升级等的支持力度。环保板块在经历18年的大跌后估值已至历史底部，在19年融资环境改善和支持民营企业参与环保项目的条件下，我们认为环保板块的估值中枢将有望回升。
- 非公开发行募集资金10亿元，项目进度有望加速：**2018年10月，公司发布非公开发行股票预案，募集资金10亿元用于“合肥市小仓房污水处理厂PPP项目”，本项目总投资11.16亿元，其中TOT转让价格6.75亿元（使用募集资金投入6.75亿元），三期BOT投资4.41亿元（其中使用募集资金投入3.25亿元）。2月26日，公司已经完成证监会反馈意见的回复，我们认为此次非公开发行募集资金的到位将加速公司项目的进度。

投资建议

- 我们预计公司2018-2020年营业收入为40.10亿、53.29亿和68.10亿元，对应归母净利为2.93亿、4.18亿和5.56亿元，对应EPS为0.53元、0.76元和1.01元，对应PE为20/14/11倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 项目进度不达预期；政策执行力度不达预期。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1,046	1,463	2,628	4,010	5,329	6,810
增长率		39.8%	79.7%	52.6%	32.9%	27.8%
主营业务成本	-744	-982	-1,974	-2,985	-3,938	-5,020
%销售收入	71.1%	67.1%	75.1%	74.4%	73.9%	73.7%
毛利	302	481	654	1,025	1,391	1,790
%销售收入	28.9%	32.9%	24.9%	25.6%	26.1%	26.3%
营业税金及附加	-14	-16	-25	-34	-48	-54
%销售收入	1.3%	1.1%	1.0%	0.8%	0.9%	0.8%
营业费用	-36	-74	-103	-136	-195	-245
%销售收入	3.4%	5.1%	3.9%	3.4%	3.7%	3.6%
管理费用	-80	-157	-192	-250	-344	-422
%销售收入	7.6%	10.8%	7.3%	6.2%	6.5%	6.2%
息税前利润 (EBIT)	173	233	334	604	804	1,068
%销售收入	16.5%	15.9%	12.7%	15.1%	15.1%	15.7%
财务费用	-90	-103	-148	-255	-320	-399
%销售收入	8.6%	7.0%	5.6%	6.4%	6.0%	5.9%
资产减值损失	-9	-7	-53	-14	-6	-27
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	7	8	18	24	20
%税前利润	1.9%	4.1%	3.2%	4.9%	4.7%	3.0%
营业利润	76	131	209	353	501	662
营业利润率	7.2%	8.9%	7.9%	8.8%	9.4%	9.7%
营业外收支	29	47	32	13	13	15
税前利润	105	178	241	366	514	677
利润率	10.0%	12.1%	9.2%	9.1%	9.7%	9.9%
所得税	-23	-31	-33	-55	-77	-102
所得税率	22.3%	17.3%	13.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	81	147	208	311	437	576
少数股东损益	6	17	14	18	19	20
归属于母公司的净利润	75	130	194	293	418	556
净利率	7.2%	8.9%	7.4%	7.3%	7.8%	8.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	81	147	208	311	437	576
少数股东损益	6	17	14	18	19	20
非现金支出	28	44	114	63	58	83
非经营收益	91	98	139	227	281	365
营运资金变动	-517	-810	-879	-868	-918	-1,079
经营活动现金净流	-317	-521	-418	-266	-141	-56
资本开支	-17	-171	-347	-169	-153	-158
投资	-224	-197	-110	-50	-30	-20
其他	0	-100	18	-682	-176	-80
投资活动现金净流	-241	-469	-440	-901	-359	-258
股权募资	194	552	60	0	0	0
债权募资	570	853	1,391	1,047	1,629	917
其他	-94	-140	-191	-323	-412	-521
筹资活动现金净流	669	1,266	1,260	724	1,217	396
现金净流量	111	276	402	-443	717	82

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	342	637	1,091	648	1,365	1,447
应收账款	682	830	1,132	1,991	2,877	3,929
存货	92	172	372	573	863	1,238
其他流动资产	163	79	185	241	238	269
流动资产	1,279	1,718	2,781	3,453	5,344	6,883
%总资产	32.2%	31.7%	34.3%	35.8%	45.0%	50.4%
长期投资	2,035	2,769	3,729	4,479	4,709	4,829
固定资产	244	247	588	669	763	865
%总资产	6.1%	4.6%	7.3%	6.9%	6.4%	6.3%
无形资产	395	562	967	992	1,017	1,041
非流动资产	2,696	3,699	5,318	6,199	6,544	6,781
%总资产	67.8%	68.3%	65.7%	64.2%	55.0%	49.6%
资产总计	3,976	5,417	8,099	9,652	11,887	13,664
短期借款	780	907	1,303	1,855	2,570	3,394
应付款项	984	809	1,453	1,699	1,842	2,163
其他流动负债	136	32	75	54	92	108
流动负债	1,900	1,747	2,830	3,608	4,504	5,664
长期贷款	1,024	1,474	2,010	2,560	2,660	2,760
其他长期负债	136	547	1,040	1,016	1,909	1,969
负债	3,059	3,769	5,880	7,183	9,074	10,394
普通股股东权益	828	1,511	1,917	2,149	2,475	2,912
少数股东权益	88	137	302	320	339	359
负债股东权益合计	3,976	5,417	8,099	9,652	11,887	13,664

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.269	0.425	0.635	0.534	0.762	1.012
每股净资产	2.971	4.943	6.271	7.030	8.098	9.525
每股经营现金净流	-1.136	-1.705	-1.368	-0.871	-0.462	-0.182
每股股利	0.050	0.100	0.150	0.200	0.300	0.400
回报率						
净资产收益率	9.05%	8.59%	10.13%	13.64%	16.89%	19.08%
总资产收益率	1.89%	2.40%	2.40%	3.04%	3.52%	4.07%
投入资本收益率	4.91%	4.77%	4.78%	6.96%	7.32%	8.47%
增长率						
主营业务收入增长率	2.31%	39.80%	79.67%	52.59%	32.87%	27.80%
EBIT增长率	2.99%	35.10%	43.10%	81.11%	33.05%	32.91%
净利润增长率	44.17%	73.17%	49.57%	50.94%	42.66%	32.89%
总资产增长率	53.85%	36.25%	49.51%	19.17%	23.16%	14.94%
资产管理能力						
应收账款周转天数	155.9	148.5	96.0	130.0	140.0	150.0
存货周转天数	29.2	49.1	50.3	70.0	80.0	90.0
应付账款周转天数	189.6	167.0	141.0	140.0	110.0	95.0
固定资产周转天数	78.2	57.6	30.8	18.5	13.5	10.7
偿债能力						
净负债/股东权益	159.57%	105.80%	121.39%	171.69%	182.54%	182.80%
EBIT利息保障倍数	1.9	2.3	2.3	2.4	2.5	2.7
资产负债率	76.95%	69.57%	72.61%	74.43%	76.33%	76.07%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	5	8	9	29
增持	0	2	3	3	8
中性	0	0	1	2	5
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.29	1.42	1.50	1.43

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-02-05	买入	21.29	24.50~26.60
2	2018-02-28	买入	21.22	N/A
3	2018-04-20	买入	21.00	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH