

信义山证 汇通天下

证券研究报告

水处理

国祯环保(300388.SZ)

维持评级

报告原因：年报点评

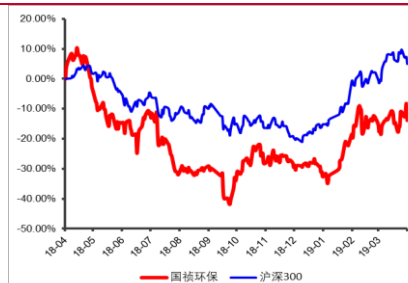
业绩符合预期，小城镇环境治理业务发展迅速

买入

2019年4月26日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2019年4月25日

收盘价(元):	10.73
流通A股/总股本(亿):	5.39/5.51
流通A股市值(亿):	57.85
总市值(亿):	59.10

基础数据：2018年12月31日

基本每股收益	0.52
每股净资产:	3.83
净资产收益率:	12.63%

相关报告：《国祯环保(300388.SZ)：运营资产丰富、订单高增的水环境综合服务商》
—2018.06.04

分析师：张婉姝

执业证书编号：S0760518110002

Tel: 010-83496305

Email: zhangwanshu@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街中海国际中心7层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

- 公司发布2018年年度报告，2018年公司实现营业收入40.06亿元，同比增长52.44%，归属于上市公司股东净利润2.81亿元，同比增长44.61%，扣除非经常性损益净利润2.77亿元，同比增长75.31%。
- 公司发布2019年一季报，2019年一季度公司实现营业收入6.89亿元，同比增长12.48%；实现归母净利润0.59亿元，同比增长31.01%。

事件点评

- **2018年全年业绩高增，同比增速趋于下降。**2018年一到四季度，公司分别实现营业收入6.12/9.64/9.14/15.16亿元，分别同比增长87.16%/70.32%/69.57%/26.76%。从同比增速来看，一到四季度呈现了下降的趋势。
- **小城镇环境治理业务爆发。**报告期内，公司水环境治理综合服务实现营业收入23.76亿元，同比增长41.14%；工业废水处理业务实现营业收入3.79亿元，同比下降21.7%；小城镇环境治理业务实现营业收入12.46亿元，同比高增171.5%，连续三年保持超过150%的增速，占公司营业收入的比重从2017年的17.47%提升到31.11%，对业绩的支撑作用明显提高。
- **运营规模&收入继续提升。**截至2018年底，公司拥有的污水处理厂已超百座，污水处理规模达到510万吨/日；拥有管网运营规模5371公里/年。报告期内，公司已投入运营的污水厂处理规模为372万吨/日。全年运营板块形成收入11.83亿元，同比增长22.79%，占公司营业收入的29.53%。
- **整体毛利率略有下降，三费控制良好。**2018年，公司整体毛利率为22.03%，同比下降2.85pct。分产品来看，水环境治理综合服务板块毛利率为24.66%，同比下降2.75pct；工业废水处理综合服务毛利率为24.60%，同比上升4.56pct；小城镇环境治理综合服务毛利率为15.94%，同比下降4.51pct；三大业务板块仅工业废水处理毛利率有所上升，但其占2018年营收比例仅为9.46%，不足以抵消水环境和小城镇两大板块毛利率下跌的影响。2)2018年，公司三项费用率均出现了下降。销售费用率为2.85%，同比下降1.07pct；管理费用率(含研发费用)为5.02%，同比下降2.29pct；财务费用率为4.77%，同比下降0.86pct。
- **2018年全年新增订单规模略有下降。**2018年，公司新增投资类合同10个，



涉及投资金额 48.82 亿元；签署经营类合同 51 个，涉及金额 27.81 亿元，合计新增订单金额 76.64 亿元，较 2017 年下降 4.56%。

- **一季报增长延续，新增订单规模缩减，在手订单规模超百亿。**2019 年一季度公司实现营业收入 6.89 亿元，同比增长 12.48%；实现归母净利润 0.59 亿元，同比增长 31.01%。一季度新增工程类订单 10.51 亿元，新增特许经营类订单 1.28 亿元，合计 11.8 亿元，相比去年同期新增订单减少 30.13 亿元。截止一季报，公司在手订单规模约 108.54 亿元，在手订单充足。

投资建议

- 我们认为，公司水厂运营规模持续提升，有助于带来稳定的收入和现金流；小城镇环境治理业务拓展迅速，已对公司业绩构成有力的支撑。尽管公司新增订单增速有所放缓，但公司目前在手订单超百亿，足够支撑未来两年发展。我们预计公司 19-21 年 EPS 分别为 0.68\0.95\1.13 元，对应公司 4 月 25 日收盘价 10.73 元，19-21 年 PE 分别为 15.80\11.35\9.50，维持“买入”评级。

风险提示

- 政策推进不及预期；项目进度不及预期；行业竞争愈发激烈，利润率下降；债务及融资风险；系统性风险。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,929	4,562	5,682	6,769	营业收入	4,006	5,467	6,818	8,153
现金	772	1,093	1,364	1,631	营业成本	3,124	4,217	5,243	6,275
应收账款	1,178	2,370	2,886	3,381	营业税金及附加	29	39	49	59
其他应收款	234	573	645	701	销售费用	114	216	244	282
预付账款	204	155	259	363	管理费用	139	295	302	362
存货	582	774	976	1,163	财务费用	191	252	342	398
其他流动资产	(42)	(402)	(448)	(470)	资产减值损失	65	0	0	0
非流动资产	7,216	8,828	10,192	11,390	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	145	145	145	145	投资净收益	19	11	13	12
固定资产	225	210	196	182	营业利润	368	459	650	790
无形资产	737	688	642	600	营业外收入	0	27	20	16
其他非流动资	6,109	7,784	9,208	10,464	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	10,145	13,390	15,874	18,159	利润总额	368	485	669	805
流动负债	4,084	7,118	9,122	10,822	所得税	57	73	100	121
短期借款	1,074	3,389	4,794	5,710	净利润	311	412	569	684
应付账款	1,850	2,233	2,776	3,322	少数股东损益	30	38	48	63
其他流动负债	1,161	1,496	1,552	1,790	归属母公司净利润	281	374	521	622
非流动负债	3,495	3,436	3,388	3,338	EBITDA	641	775	1,052	1,245
长期借款	2,482	2,482	2,482	2,482	EPS (元)	0.51	0.68	0.95	1.13
其他非流动负	1,013	954	905	856					
负债合计	7,579	10,555	12,509	14,159					
少数股东权益	343	382	430	493					
股本	549	551	551	551					
资本公积	571	570	571	571					
留存收益	989	1,333	1,813	2,386					
归属母公司股东权	2,222	2,454	2,934	3,507					
负债和股东权益	10,145	13,390	15,874	18,159					
现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	(61)	(1,220)	(383)	2	成长能力				
净利润	311	374	521	622	营业收入	52.44%	36.46%	24.71%	19.58%
折旧摊销	87	63	60	57	营业利润	76.62%	24.59%	41.65%	21.58%
财务费用	196	252	342	398	归属于母公司净利润	44.61%	33.18%	39.19%	19.47%
投资损失	(19)	(11)	(13)	(12)	获利能力				
营运资金变动	(1,918)	(1,937)	(1,341)	(1,125)	毛利率(%)	22.03%	22.86%	23.10%	23.04%
其他经营现金	1,282	38	48	63	净利率(%)	7.01%	6.84%	7.63%	7.63%
投资活动现金流	(751)	(290)	(388)	(188)	ROE(%)	12.11%	14.54%	16.91%	17.11%
资本支出	0	(400)	(400)	(200)	ROIC(%)	40.64%	44.37%	23.25%	22.09%
长期投资	(11)	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金	(739)	110	12	12	资产负债率(%)	74.71%	78.82%	78.81%	77.97%
筹资活动现金流	314	2,046	1,041	453	净负债比率(%)	51.61%	72.26%	72.17%	67.32%
短期借款	236	2,315	1,405	916	流动比率	0.72	0.64	0.62	0.63
长期借款	472	0	0	0	速动比率	0.57	0.53	0.52	0.52
普通股增加	243	2	0	0	营运能力				
资本公积增加	(238)	(1)	1	(0)	总资产周转率	0.44	0.46	0.47	0.48
其他筹资现金	(400)	(270)	(365)	(463)	应收账款周转率	4.65	3.99	3.38	3.31
现金净增加额	(498)	535	270	267	应付账款周转率	2.73	2.68	2.72	2.67
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.51	0.68	0.95	1.13
					每股经营现金流(最新摊薄)	(0.11)	(2.22)	(0.69)	0.00
					每股净资产(最新摊薄)	4.03	4.46	5.33	6.37
					估值比率				
					P/E	21.0	15.8	11.4	9.5
					P/B	2.7	2.4	2.0	1.7
					EV/EBITDA	6.31	9.24	7.23	6.03

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。