



2019-04-26

公司点评报告

买入/首次

国祯环保(300388)

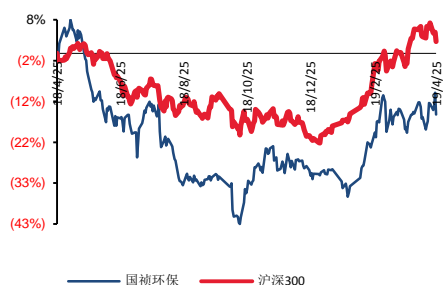
目标价: 13

昨收盘: 10.73

环保公用

在手订单充沛，未来业绩持续增长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	551/539
总市值/流通(百万元)	5,910/5,785
12个月最高/最低(元)	24.95/7.25

相关研究报告:

《2家环保企业科创板上市申请获受理，动力煤价格继续小幅震荡》
20190421

《第一季度环保板块稳中向好，电力板块业绩显著改善》20190415

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师助理：晏溶

E-MAIL: yanrong@tpyzq.com

执业资格证书编码：S0100117060016

一、事件概述

1) 公司发布 2018 年年度报告：报告期内公司实现营业收入 4,006,383,886.29 元，较 2017 年同期增长 52.44%；实现归属于上市公司股东的净利润为 280,802,813.66 元，较上年同期增长 44.61%；每股收益 0.52 元，同比增长 44.44%。2) 公司发布 2019 年一季报：报告期内公司实现营业收入 688,890,115.46 元，较 2017 年同期增长 12.48%；实现归属于上市公司股东的净利润为 59,447,431.21 元，较上年同期增长 31.01%；每股收益 0.11 元，同比增长 37.50%。

二、分析与判断

在手订单充沛，工程建设服务收入贡献主要增长动力。2018 年全年新增运营类合同 10 个，涉及投资金额 48.82 亿元；工程类合同 51 个，涉及金额 27.81 亿元。其中运营类订单本期完成投资 15.21 亿元，共 117 个项目处于运营期，贡献运营收入 11.83 亿元，同比增长 22.85%，亳州市城区排水设施 PPP 项目（13.35 亿）、仙游县污水处理工程 PPP 项目（10.61 亿）、合肥市小仓房污水处理厂 PPP 项目（11.16 亿）、界首水环境治理项目（7.8 亿）等重大项目仍在持续投资推进中，即墨污水处理特许经营项目已进入运营期，本期贡献营业利润 6390.34 万元，累计回款金额 1.43 亿元；工程类订单本期共有 157 个项目确认收入，贡献业绩 26.48 亿元，同比增长 79.7%，报告期末在手订单 113 个，共计 46.3 亿元，在手订单充沛；设备制造和销售贡献收入 1.7 亿，同比降低 10%。

18 年新增订单基本与 17 年持平，但类型偏向特许经营类项目明显。公司 2018 年新增订单 76.6 亿，基持平于 2017 年的 80.3 亿订单，但订单结构上变化明显。新增工程类订单 27.8 亿，同比降低 41.62%，新增特许经营类订单 48.8 亿，同比增长 49.4%，公司在融资环境收紧后，订单获取上做了策略调整，倾向于拿特许经营类订单，便于获取银行贷款。公司 2019Q1 新增运营类订单 7 个，涉及金额 1.28 亿元；工程类订单 21 个，涉及金额 10.51 亿元。其中运营类订单本期完成投资 5.08 亿元，124 个项目处于运营期，贡献营业收入 3.15 亿元；工程类共有 50 个项目确认收入 3.43 亿元，在手订单持续增长至 52.73 亿元。

2019Q1 负债率升至 75.33%，降负债率成刚性需求。2019 年一季度公司负债率升至 75.33%，属较高负债率，为保企业稳定运行及借贷需求，公司于去年发布了非公开发行 A 股方案，并于 2019 年 4 月 20

号通过创业板发审委审核通过，拟募集资金不超过 10 亿元，有望借此降低公司负债率，腾挪发展空间。2018 年工业废水板块营收 3.79 亿，同比降低 21.7%，此前收购的主要从事工业废水业务的麦王环境 18 年继续计提商誉减值 2242 万，此前已于 2017 年计提商誉减值 2078 万，该收购标的还余商誉 2.26 亿，后续是否继续计提减值需关注。此外乌海市易嘉水务环保有限公司 1 亿元借款，于 2018 年计提资产减值损失 2200 万，欠款可否追回或补偿也需关注。

三、盈利预测与投资建议

公司作为综合水务服务龙头企业，2019 年收入端预计持续增长，公司业绩攀升主要依赖于订单的获取以及执行，19 年环保政策持续利好公司三大业务板块发展以及资金面较上年宽松，看好融资成本下降带来公司规模扩大、业绩的攀升，且近期公司 10 亿定增已过会，用于小仓房污水处理厂 PPP 项目建设。公司渠道融资的多样化一方面增强了公司的资本实力；另一方面进而加速项目落地，提高公司的盈利能力；此外，还能够优化公司的资本结构，降低资产负债率，减轻财务风险。预计 2019-2021 年 EPS 为 0.67/0.80/0.92 元，当前股价对应 16/13/12 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级。

四、风险提示

1、订单获取不及预期；2、订单执行不及预期；3、资金面紧张，融资能力不及预期。

盈利预测和财务指标：

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2628	4006	5528	7187	8624
(+/-%)	79.67%	52.44%	37.99%	30.00%	20.00%
归属母公司净利润	194	281	367	440	504
(+/-%)	49.57%	44.61%	30.61%	19.88%	14.50%
摊薄每股收益(元)	0.65	0.52	0.67	0.80	0.92
市盈率(PE)	37	17	16	13	12

资料来源：Wind，太平洋证券

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1091	772	710	1034	1362	营业收入	2628	4006	5528	7187	8624
应收和预付款项	856	1148	1658	2070	2494	营业成本	1974	3124	4249	5655	6854
存货	372	582	615	827	1007	营业税金及附加	25	29	48	60	71
其他流动资产	462	427	683	815	932	销售费用	103	114	198	244	290
流动资产合计	2781	2929	3666	4746	5794	管理费用	192	201	373	450	536
长期股权投资	134	145	145	145	145	财务费用	148	191	164	165	157
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	53	65	0	0	0
固定资产	222	225	212	201	192	投资收益	8	19	13	14	15
在建工程	366	1109	1597	2147	2708	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	694	737	899	1054	1188	营业利润	209	368	511	627	731
长期待摊费用	0	33	33	33	33	其他非经营损益	32	-1	18	14	13
其他非流动资产	5318	7216	7866	8556	9242	利润总额	241	368	529	641	744
资产总计	8099	10145	11531	13302	15036	所得税	33	57	99	123	146
短期借款	837	1074	1074	1074	1074	净利润	208	311	430	518	598
应付和预收款项	1149	55	1343	1645	1935	少数股东损益	14	30	63	78	94
长期借款	2010	2482	2482	2482	2482	归母股东净利润	194	281	367	440	504
其他负债	1884	3968	3650	4632	5507	预测指标					
负债合计	5880	7579	8548	9833	10998		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
股本	306	549	549	549	549	毛利率	24.88%	22.03%	23.15%	21.31%	20.53%
资本公积	809	571	571	571	571	销售净利率	7.39%	4.10%	6.64%	6.12%	5.84%
留存收益	754	989	1319	1727	2203	销售收入增长率	79.67%	52.44%	37.99%	30.00%	20.00%
归母公司股东权益	1917	2223	2553	2961	3437	EBIT 增长率	38.37%	13.96%	56.58%	16.43%	11.69%
少数股东权益	302	343	406	484	578	净利润增长率	49.57%	44.71%	30.61%	19.88%	14.50%
股东权益合计	2218	2566	2959	3445	4014	ROE	10.13%	7.38%	14.38%	14.86%	14.66%
负债和股东权益	8099	10145	11531	13302	15036	ROA	2.40%	1.62%	3.19%	3.31%	3.36%
现金流量表(百万)						ROIC	27.92%	22.73%	28.72%	30.71%	30.64%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EPS (X)	0.65	0.52	0.67	0.80	0.92
经营性现金流	-418	0	775	1238	1234	PE (X)	36.60	17.02	16.05	13.39	11.69
投资性现金流	-440	-751	-654	-695	-691	PB (X)	3.79	2.19	2.31	1.99	1.71
融资性现金流	1267	314	-183	-220	-215	PS (X)	2.77	1.21	1.07	0.82	0.68
现金增加额	-7	-6	0	0	0	EV/EBITDA (X)	22.19	19.26	13.19	11.06	9.60

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。