

国祯环保 (300388)

实际经营现金流大幅增长，一季报业绩略超预期

买入 (维持)

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	4,006	5,849	7,195	8,562
同比 (%)	52.4%	46.0%	23.0%	19.0%
归母净利润 (百万元)	281	400	521	659
同比 (%)	44.6%	42.4%	30.3%	26.6%
每股收益 (元/股)	0.51	0.61	0.79	1.00
P/E (倍)	20.50	17.27	13.25	10.47

投资要点

- 事件：**2018 年全年公司实现营业收入 40.06 亿元，同比增长 52.44%；归母净利润 2.81 亿元，同比增长 44.61%；扣非归母净利润 2.77 亿元，同比增长 75.31%；加权平均 ROE 同比提高 1.58pct，至 13.65%。同时，公告拟每 10 股派发现金红利 1.2 元。2019 年第一季度公司实现营业收入 6.89 亿元，同比增长 12.48%；归母净利润 0.59 亿元，同比增长 31.01%；扣非归母净利润为 0.59 亿元，同比增长 31.89%。
- 工程业务发力，带动业绩大幅增长。**1) 公司 18 年环境工程业务实现营收 26.5 亿元，同比增长 80.1%，营收占比提高 10.16pct 至 66.1pct；2) 投资运营业务实现营收 11.8 亿元，同比增长 23.2%，营收占比减少 7.2pct 至 29.5pct，毛利率下降 1.25pct 至 37.25%；3) 污水处理设备实现营收 1.7 亿元，同比减少 10.5%，营收占比减少 3pct 至 4.2pct。公司总体毛利率下降 2.85pct 至 22.03%，主要系高毛利率运营业务营收占比下降所致。
- 期间费用率下降明显。**2018 年公司期间费用率降低 4.21pct 至 12.65%。其中，销售、管理（加回研发费用）、财务费用率分别下降 1.08、下降 2.29、下降 0.84pct 至 2.85%、5.02%、4.78%。
- 实际经营现金流大幅增长。**18 年公司经营活动现金流净额-0.61 亿元，同比增加 85.4%，若剔除特许经营项目投资 8.11 亿元，实际经营性现金净流入 7.5 亿元，同比增长 96.38%；投资活动现金流净额-7.51 亿元，同比减少 70.65%；筹资活动现金流净额 3.14 亿元，同比减少 75.25%。
- 三峡资本持股比例增加，有望受益长江流域治理市场。**第三大股东三峡资本持股比例由 18 年年末的 2.85% 提升至 19 年一季末的 3.88%。三峡资本为中国长江三峡集团公司全资子公司，主要经营股权投资，资产管理等业务。三峡资本的增持有望使公司充分受益长江流域治理的广阔市场需求。该领域主要投资方为三峡集团，资金实力雄厚商业模式确定，有望给公司未来业绩增长带来较高的弹性。
- 再融资审核通过，订单充裕融资通畅保障未来增长。**公司为稀缺民营水务运营标的。截至 18 年底，污水处理规模达 510 万吨/日，近三年年均新增污水处理能力均在 70 万吨/日左右，运营业务未完成投资额为 59.6 亿元。目前工程业务在手订单 46.3 亿元，是 18 年工程收入的 1.75 倍，订单充裕。10 亿元定增方案获证监会审核通过，保障未来业绩增长。
- 盈利预测与投资评级：**再融资已经通过证监会审核，假设再融资 19 年发行完成，我们预计公司 2019-2021 年考虑股份摊薄后的 EPS 分别为 0.61、0.79、1.0 元，对应 PE 为 17、13、10 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**在手水厂建设进度不达预期、工程项目建设进度不达预期、融资改善不达预期

2019 年 04 月 28 日

证券分析师 袁理

执业证号：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.45
一年最低/最高价	7.06/13.98
市净率(倍)	2.64
流通 A 股市值(百万元)	5633.80

基础数据

每股净资产(元)	3.96
资产负债率(%)	75.33
总股本(百万股)	550.80
流通 A 股(百万股)	539.12

相关研究

- 《国祯环保 (300388)：再融资审核通过，成长确定性增强》
2019-04-21
- 《国祯环保 (300388)：在手项目不断推进，一季度业绩持续增长》
2019-04-09
- 《国祯环保 (300388)：营收业绩双增长，经营数据表现亮眼》
2019-02-27

事件：

2018年全年公司实现营业收入40.06亿元，同比增长52.44%；归母净利润2.81亿元，同比增长44.61%；扣非归母净利润2.77亿元，同比增长75.31%；加权平均ROE同比提高1.58pct，至13.65%。同时，拟每10股派发现金红利1.2元。

2019年第一季度公司实现营业收入6.89亿元，同比增长12.48%；归母净利润0.59亿元，同比增长31.01%；扣非归母净利润为0.59亿元，同比增长31.89%。

点评：

1. 工程业务发力，经营业绩大幅增长

营收业绩增长，工程业务占比提升10pct。2018年全年公司实现营业收入40.06亿元，同比增长52.44%；归母净利润2.81亿元，同比增长44.61%；扣非归母净利润2.77亿元，同比增长75.31%。分业务看，按经营模式划分：1)环境工程业务实现营收26.48亿元，同比增长80.14%，营收占比提高10.16pct至66.1pct；2)投资运营业务实现营收11.83亿元，同比增长23.23%，营收占比减少7.17pct至29.53pct，毛利率下降1.25pct至37.25%；3)污水处理设备实现营收1.7亿元，同比减少10.53%，营收占比减少2.99pct至4.24pct。

19Q1业绩高于预告中值，表现亮眼。19年第一季度公司实现营业收入6.89亿元，同比增长12.48%；归母净利润5945万元，同比增长31.01%，高于业绩预告中值5899万元；扣非归母净利润为5885万元，同比增长31.89%。营业收入及净利润的增长，主要得益于公司特许经营权项目陆续进入运营期，实现商业运营并收费所致

城镇治理收入大幅增长，总体毛利率略有下降。公司总体毛利率下降2.85pct至22.03%，主要系毛利率较低的城镇治理业务营收大幅增长带来的结构变化。分业务看，按板块划分：1)水环境治理综合服务实现营收23.76亿元，同比增长41.14%，毛利率下降2.75pct至24.66%；2)工业废水处理综合服务实现营收3.79亿元，同比减少21.7%，毛利率提升4.56pct至24.6%；3)小城镇环境治理综合服务实现营收12.47亿元，同比增长171.5%，营收占比提高13.64pct至31.11%，毛利率下降4.51pct至15.94%。

工程新增订单有所减少，运营新增订单大幅增长。1) **工程订单：**2018年公司工程类订单新增51个，合计金额27.81亿元，同比减少41.62%。期末在手订单113个，合计金额46.3亿元，同比增长29.26%。2) **运营订单：**2018年公司运营类订单新增16个，合计金额48.82亿元，同比增长49.42%。截至2018年末处于施工期的运营类订单共计27个，未完成投资金额59.61亿元，同比增长104.27%。

表 1：18 年公司工程类订单新增及执行情况

业务类型	新增订单					期末在手订单				
	2017		2018			2017		2018		
数量	金额 (亿元)	数量	金额 (亿元)	金额同比	数量	金额 (亿元)	数量	金额 (亿元)	金额同比	
EPC	58.00	42.68	44.00	25.89	-39.34%	54.00	32.88	88.00	44.99	36.83%
EP	30.00	4.96	7.00	1.92	-61.29%	20.00	2.92	24.00	1.29	-55.82%
BT	0.00		0.00			1.00	0.02	1.00	0.01	
合计	88.00	47.64	51.00	27.81	-41.62%	75.00	35.82	113.00	46.30	29.26%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

期间费用率降低 4.21 个百分点。2018 年公司期间费用（加回研发费用）同比增长 14.39% 至 5.07 亿元，期间费用率下降 4.21pct 至 12.65%。其中，销售、管理（加回研发费用）、财务费用同比分别增加 10.68%、增加 4.7%、增加 29.58% 至 1.14 亿元、2.01 亿元、1.91 亿元，财务费用增加较多主要系公司业务规模增长，融资规模增加，相应的利息支出增加所致。销售、管理（加回研发费用）、财务费用率分别下降 1.08、下降 2.29、下降 0.84pct 至 2.85%、5.02%、4.78%。

计提资产减值准备 6505 万元。出于谨慎性考虑，2018 年公司共计计提资产减值准备 6505 万元，其中应收款项坏账准备 3969 万元，商誉减值损失 2536 万元。

19Q1 起会计政策变更影响部分科目。根据财政部发布的修订会计准则和深交所《关于新金融工具、收入准则执行时间的通知》，公司自 2019 年 1 月 1 日起开始施行。主要影响为金融资产分类由现行“四分类”改为“三分类”，金融资产减值准备计提由“已发生损失法”改为“预期损失法”，修订套期会计相关规定，拓宽套期工具与被套期项目的范围等其他变化。

周转加快、杠杆增加使 ROE 提升 1.58pct。2018 年公司净资产收益率同比提升 1.58 个百分点至 13.65%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2018 年公司销售净利率为 7.01%，同比下降 0.38 个百分点，总资产周转率为 0.44（次）同比提高 0.05（次），权益乘数从 17 年的 3.94 提升至 18 年的 4.41。

2. 在建工程增加较多，周转加快

资产负债率提升 2.1pct，在建工程增加较多。2018 年末公司资产负债率提升了 2.1 个百分点至 74.71%，但随着小仓库定增项目获证监会审核通过，预计未来资产负债率将得到改善。截至报告期末，公司货币资金 7.72 亿元，同比减少 29.27%，主要系本期可转债募集资金陆续投入项目建设使用所致。在建工程 11.09 亿元，同比增长 203.28%，主要系公司稳步推进并实施深圳观澜污水处理项目、乌拉特后旗项目、道真环球灏创污

水处理项目等项目。

应收账款周转加快，营业周期减少。2018年公司应收账款同比增长20.73%至9.43亿元，应收账款周转天数减少17.21天至77.49天；存货同比增长56.49%至5.82亿元，存货周转天数增加5.37天至55.01天，使营业周期减少11.85天至132.49天。

3. 实际经营性现金流大幅增长

实际经营现金流大幅增长，扣除特许经营项目投资后为7.5亿。1) 2018年公司经营活动现金流净额-0.61亿元，同比增加85.4%，其中包含了特许经营权项目投资支付的8.11亿元，扣除该项目后，经营性现金净流入7.5亿元，同比增长96.38%，主要系营业规模和销售回款增加，及本期计提商誉减值与坏账准备所致；2) 投资活动现金流净额-7.51亿元，同比减少70.65%，主要系上期收回麦王污水二坝生活污水处理厂BOT项目投资，而本期无此项；3) 筹资活动现金流净额3.14亿元，同比减少75.25%，主要系上期发行可转债募集资金到位，基数较高所致。

19Q1经营活动现金流净额扣除特许经营投资支付资金后增长312%。1) 2019年第一季度公司经营活动现金流净额-3.82亿元，同比减少61.96%，若扣除特许经营权项目投资支付的现金，同比增加2.29亿元，增长312.39%；2) 投资活动现金流净额-1.86亿元，同比增加5.59；3) 筹资活动现金流净额7.12亿元，同比增加1049.38%，主要因公司业务规模增长，融资规模增加所致。

4. 三股东三峡资本增持，有望受益长江流域治理市场

定增获批改善融资，增厚经营业绩。4月19日公司定增申请获得证监会审核通过，募资总额不超过10亿元，主要用于合肥小仓房污水处理厂PPP项目。定增获批有利于提升公司融资能力，降低资产负债率。公司有望获取小仓房项目一期、二期已建工程，增加污水处理规模20万吨/日，同时新建的三期污水处理项目（20万吨/日污水处理规模）有望于未来两年落地。

第三大股东三峡资本增持，有望受益长江流域治理市场。根据财报披露数据，第三大股东三峡资本持股比例由18年年末的2.85%提升至19年一季末的3.88%。三峡资本为中国长江三峡集团公司的全资子公司，主要经营股权投资，资产管理等业务。三峡资本的增持有望使公司充分受益长江流域治理的广阔市场需求。该领域主要投资方为三峡集团，资金实力雄厚商业模式确定，有望给公司未来业绩增长带来较高弹性。

订单充裕融资通畅，保障未来增长。公司为稀缺民营水务运营标的。截至18年底，污水处理规模达510万吨/日，其中在建规模138万吨/日，托管运营规模140万吨/日。近三年年均新增污水处理能力均在70万吨/日左右，运营业务未完成投资额为59.6亿元。公司目前工程业务在手订单46.3亿元，是18年工程收入的1.75倍，订单充裕。此外，

近期 10 亿元定增方案获证监会审核通过，以及三峡资本的增持有利于进一步提升公司融资能力，保障业绩增长。

盈利预测与投资评级：再融资已经通过证监会审核，假设再融资 19 年发行完成，我们预计公司 2019-2021 年考虑股份摊薄后的 EPS 分别为 0.61、0.79、1.0 元，对应 PE 为 17、13、10 倍，维持“买入”评级。

风险提示：在手水厂建设进度不达预期、工程项目建设进度不达预期、融资改善不达预期

国祯环保三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,929	4,174	4,167	5,169	营业收入	4,006	5,849	7,195	8,562
现金	772	660	890	527	减:营业成本	3,124	4,561	5,610	6,644
应收账款	943	1,575	1,522	2,163	营业税金及附加	29	42	52	62
存货	582	811	903	1,127	营业费用	114	167	205	244
其他流动资产	631	1,128	851	1,351	管理费用	139	315	388	461
非流动资产	7,216	8,358	9,313	9,984	财务费用	191	196	187	186
长期股权投资	145	164	185	206	资产减值损失	65	73	96	133
固定资产	225	1,056	1,837	2,322	加:投资净收益	19	13	16	15
在建工程	1,109	1,326	1,388	1,442	其他收益	0	0	0	0
无形资产	737	812	903	1,014	营业利润	368	510	673	846
其他非流动资产	5,000	5,000	5,000	5,001	加:营业外净收支	-1	-1	-1	-1
资产总计	10,145	12,532	13,480	15,154	利润总额	368	509	673	845
流动负债	4,084	5,296	5,796	6,883	减:所得税费用	57	74	101	125
短期借款	1,074	1,074	1,074	1,074	少数股东损益	30	35	51	61
应付账款	1,850	2,440	2,836	3,412	归属母公司净利润	281	400	521	659
其他流动负债	1,161	1,782	1,886	2,396	EBIT	606	705	860	1,032
非流动负债	3,495	3,300	3,245	3,190	EBITDA	693	801	1,030	1,270
长期借款	2,975	2,780	2,725	2,670					
其他非流动负债	520	520	520	520	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	7,579	8,596	9,041	10,072	每股收益(元)	0.51	0.61	0.79	1.00
少数股东权益	343	379	429	490	每股净资产(元)	3.82	5.21	5.89	6.77
归属母公司股东权益	2,222	3,558	4,010	4,591	发行在外股份(百万股)	549	661	661	661
负债和股东权益	10,145	12,532	13,480	15,154	ROIC(%)	7.4%	7.2%	8.2%	9.1%
					ROE(%)	12.1%	11.0%	12.9%	14.2%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	22.0%	22.0%	22.0%	22.4%
经营活动现金流	-61	260	1,490	651	销售净利率(%)	7.0%	6.8%	7.2%	7.7%
投资活动现金流	-751	-1,225	-1,109	-894	资产负债率(%)	74.7%	68.6%	67.1%	66.5%
筹资活动现金流	314	853	-152	-120	收入增长率(%)	52.4%	46.0%	23.0%	19.0%
现金净增加额	-504	-112	230	-363	净利润增长率(%)	44.6%	42.4%	30.3%	26.6%
折旧和摊销	87	96	170	238	P/E	20.50	17.27	13.25	10.47
资本开支	633	1,123	933	651	P/B	2.74	2.01	1.77	1.54
营运资本变动	-716	-453	577	-478	EV/EBITDA	16.16	14.32	11.06	9.42

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出自为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性: 预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持: 预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>