

扣非净利润同比增长 75.31%，定增过会保障项目落地

——国祯环保年报点评

年报点评报告

邱懿峰(分析师)

010-69004648

qiuyifeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280517080002

赵腾辉(联系人)

010-83561349

zhaotenghui@xsdzq.cn

证书编号: S0280118020015

● 小城镇环境治理业务增速迅猛，2018年扣非净利润同比增长 75.31%

公司发布 2018 年年报，实现营收 40.06 亿元(+52.44%)，归母净利润 2.81 亿元(+44.61%)，扣非净利润 2.77 亿元(+75.31%)。其中，公司水环境、小城镇环境、工业水业务分别实现营收 23.76 亿元、12.47 亿元、3.79 亿元，分别同比增长 41.14%、171.50%、-21.70%，小城镇环境治理业务增速亮眼。公司费用管控良好，期间费用率(含研发)为 12.65%(-4.21pct)，其中销售费用率为 2.85%(-1.08pct)、财务费用率为 4.78%(-0.84pct)、管理费用率(含研发)为 5.02%(-2.29pct)。

● 在手订单储备充沛，接连中标大单彰显实力

2018 年，公司新增投资类合同 10 个(48.82 亿元)，签署经营类合同 51 个(27.81 亿元)。截至 2019 年一季报，公司在手工程类订单尚未确认收入 52.73 亿元，在手特许经营权类订单待完成投资 55.81 亿元，两者合计为 108.54 亿元，是公司 2018 年营收的 2.7 倍，在手订单储备充沛。2018 年 12 月，公司签署了《界首市城区黑臭水体治理 PPP 项目合同》，项目总投资 7.8 亿元，公司在项目公司中占比 84.99%，彰显实力。2018 年 12 月，麦王环境收到《中标意向函》，TEDA TPCO 美国公司有意与麦王环境在 TEDA TPCO ICP-1 Remaining & CTP 工程项目上合作，合同价格约 1.12 亿元人民币。

● 10 亿元定增过会，维持“推荐”评级

2019 年 4 月，公司非公开发行股票获得证监会审核通过，拟非公开发行股票募资不超过 10 亿元，用于合肥市小仓房污水处理厂 PPP 项目。截至 2019 年一季报，公司资产负债率为 75.33%，仍处在高位，此次定增若顺利实施或将有效解决公司快速发展所产生的资金缺口，优化公司资产负债结构，保障项目加速落地。目前公司在手订单充沛，工业水业务有望走出困境，未来业绩的成长性较高。我们根据公司最新情况调整盈利预测，预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.74(-0.01)、1.03(-0.05)和 1.42 元，当前股价对应 PE 分别为 14.5、10.5 和 7.6 倍，维持“推荐”评级。

● **风险提示：**项目推进不及预期，融资环境恶化，资产负债率持续走高。

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2628	4,006	5,959	8,098	10,526
增长率(%)	79.7	52.4	48.7	35.9	30.0
净利润(百万元)	194.2	281	406	565	782
增长率(%)	49.6	44.6	44.7	39.0	38.4
毛利率(%)	24.9	22.0	18.8	18.8	18.8
净利率(%)	7.4	7.0	6.8	7.0	7.4
ROE(%)	9.4	12.1	15.1	17.7	20.0
EPS(摊薄/元)	0.35	0.51	0.74	1.03	1.42
P/E(倍)	30.44	21.0	14.5	10.5	7.6
P/B(倍)	3.29	2.8	2.4	2.0	1.6

推荐(维持评级)

市场数据

时间 2019.04.25

收盘价(元):	10.73
一年最低/最高(元):	7.06/25.38
总股本(亿股):	5.51
总市值(亿元):	59.1
流通股本(亿股):	5.39
流通市值(亿元):	57.85
近 3 月换手率:	72.65%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-6.24	0.98	-16.31
绝对	-0.92	24.77	-13.36

相关报告

《业绩符合预期，工业水业务有望触底反弹》2019-01-24

《三季报业绩增速亮眼，充沛订单是未来业绩有力支撑》2018-10-25

《三季报业绩预增翻倍，拟定增 10 亿元用于污水处理厂 PPP 项目》2018-10-11

《项目推进顺利，在手订单充沛》2018-08-14

《业绩增长进入快车道，水环境综合服务商高歌猛进》2018-07-24

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2781	2929	4168	7353	6396	营业收入	2628	4006	5959	8098	10526
现金	1091	772	278	3669	314	营业成本	1974	3124	4841	6574	8544
应收账款	781	943	2036	1837	3177	营业税金及附加	25	29	43	58	76
其他应收款	317	0	667	182	885	营业费用	103	114	170	231	300
预付账款	74	204	113	311	267	管理费用	192	139	207	282	366
存货	372	582	815	1103	1400	财务费用	148	191	213	260	264
其他流动资产	145	427	259	251	352	资产减值损失	53	65	0	0	0
非流动资产	5318	7216	7441	8458	9389	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	134	145	169	193	217	投资净收益	8	19	19	19	19
固定资产	222	225	1107	1789	2388	营业利润	209	368	505	712	995
无形资产	694	737	1007	1279	1567	营业外收入	34	0	23	23	21
其他非流动资产	4269	6109	5157	5198	5217	营业外支出	2	1	1	1	1
资产总计	8099	10145	11609	15811	15785	利润总额	241	368	526	734	1015
流动负债	2830	4084	4827	8431	7738	所得税	33	57	82	114	157
短期借款	837	1074	826	3000	1000	净利润	208	311	445	620	858
应付账款	1088	1850	2377	3375	4184	少数股东损益	14	30	38	56	76
其他流动负债	904	1161	1623	2056	2554	归属母公司净利润	194	281	406	565	782
非流动负债	3050	3495	3835	3883	3763	EBITDA	462	664	900	1279	1685
长期借款	2481	2975	3295	3345	3227	EPS (元)	0.35	0.51	0.74	1.03	1.42
其他非流动负债	569	520	541	538	536						
负债合计	5880	7579	8662	12314	11501	主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	302	343	382	437	513	成长能力					
股本	306	549	551	551	551	营业收入(%)	79.7	52.4	48.7	35.9	30.0
资本公积	809	571	571	571	571	营业利润(%)	59.6	76.6	37.0	41.2	39.6
留存收益	754	989	1329	1803	2459	归属于母公司净利润(%)	49.6	44.6	44.7	39.0	38.4
归属母公司股东权益	1917	2222	2565	3060	3771	获利能力					
负债和股东权益	8099	10145	11609	15811	15785	毛利率(%)	24.9	22.0	18.8	18.8	18.8
						净利率(%)	7.4	7.0	6.8	7.0	7.4
						ROE(%)	9.4	12.1	15.1	17.7	20.0
						ROIC(%)	5.7	7.0	8.0	7.8	11.3
						偿债能力					
						资产负债率(%)	72.6	74.7	74.6	77.9	72.9
						净负债比率(%)	121.4	142.8	158.4	106.3	121.1
						流动比率	1.0	0.7	0.9	0.9	0.8
						速动比率	0.9	0.6	0.7	0.7	0.6
						营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
						应收账款周转率	3.8	4.6	4.0	4.2	4.2
						应付账款周转率	2.6	2.1	2.3	2.3	2.3
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.35	0.51	0.74	1.03	1.42
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.88	2.18	-0.69	4.65	0.34
						每股净资产(最新摊薄)	3.26	3.82	4.44	5.34	6.63
						估值比率					
						P/E	30.44	21.05	14.54	10.47	7.56
						P/B	3.29	2.81	2.42	2.01	1.62
						EV/EBITDA	20.09	15.4	12.6	8.1	7.1

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

邱懿峰，美国德克萨斯大学金融学硕士，南开大学国贸系本科，2015年就职于银河证券研究部，拥有两年以上行业研究经验，2017年加入新时代证券，现任环保行业首席分析师

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>