



信义山证汇通天下

证券研究报告

环保

报告原因：年报点评

2020年4月24日

公司近一年市场表现

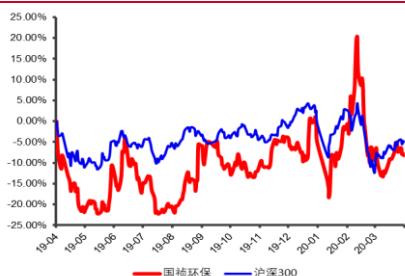
国祯环保(300388.SZ)

维持评级

运营规模继续提升，期待战投带来积极影响

买入

公司研究/点评报告



市场数据：2020 年 4 月 23 日

收盘价(元):	10.37
年内最高/最低(元):	13.96/8.88
流通 A 股/总股本(亿):	5.62/6.80
流通 A 股市值(亿):	58.28
总市值(亿):	70.46

基础数据：2020年3月31日

基本每股收益	0.07
摊薄每股收益:	0.07
每股净资产(元):	5.12
净资产收益率:	1.34%

分析师:

张婉姝

执业证书编号：S0760518110002

电话：010-83496305

邮箱: 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28号由海国

际中心十层

山西证券股份有限公司

<http://www.j618.com.cn>

事件描述

- 公司发布 2019 年年报和一季报，2019 年公司实现营业收入 41.70 亿元，同比增长 4.08%，归属于上市公司股东净利润 3.26 亿元，同比增长 16.25%。

事件点评

- **水环境治理服务继续增长，工业废水处理业务增速较高。**2019年，公司水环境治理业务实现营收27.63亿元，同比增长16.30%，增速较2018年有所下降，但依然保持了稳定的增长；工业废水处理业务经历过2018年的波动重回增长，实现营收5.05亿元，同比增长33.34%；小城镇环境治理业务实现营收8.88亿元，同比下降28.78%。
 - **运营规模保持增长，运营收入占比近1/3。**2019年公司新增污水处理运营规模51万吨/日；截止报告期末，公司污水处理运营规模达561万吨/日（其中在建规模78.8万吨/日）；托管运营规模188万吨/日；管网规模4819公里/年；运营资产规模持续稳定增长。2019年，公司运营类业务实现收入13.75亿元，同比增长16.23%，占公司总营收的33.09%。
 - **四季度营收、净利润同比均实现增长。**公司2019年四季度实现营收15.89亿元，同比增长4.78%；归母净利润0.73亿元，同比增长38.86%。公司四季度毛利率为20.83%，同比上升2.48pct，环比下降9.39pct。
 - **毛利率略有提升，财务费用继续上升。**公司整体毛利率为24.71%，同比上升2.78pct。公司管理费用率为5.32%，同比上升0.31pct；销售费用率为2.76%，同比下降0.09pct；财务费用率为6.71%，同比上升1.95pct。2019年公司销售净利率为8.28%，同比上升0.52pct。
 - **新增项目数量同比上升，订单金额有所下降。**报告期内公司已公告新增项目127个（工程类订单107个，投资运营类订单20个），工程类项目订单数量占比显著提高；新增项目中标金额合计36.58亿元，相比2018年下降40.06亿元。
 - **引入战略投资者，中节能将成新控股股东。**2019年，公司引入中节能、三峡集团和长江生态环保集团为战略投资者；2020年3月，公司公告国祯集团拟将所持15%股份转让给中节能，并将6.26%的表决权委托给中节能行使，转让完成后中节能将成为公司新的控股股东，国资委成为公司新的实控人。根据公司披露的《股份转让协议》的主要内容，中节能后续或向公司注入优质水务资产、参与国祯环保定向增发或委托国祯环保运营其优质水务资产，但上述表述不构成承诺。
 - **2020年一季度业绩同比下降。**受新冠疫情影响，公司及上下游企业复工复产时间普遍推迟，影响公司工程项目推进进度；2020年一季度公司实现营业收入6.51亿元，同比减少5.54%；实现归母净利润0.48亿元，同比下降19.80%。3月初以来，公司生产经营已恢复正常，并逐步



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明



加快项目建设进度，期待 Q2-Q3 能有好的表现，扭转疫情对一季度的影响。

投资建议

➤ 我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.55\0.66\0.73，对应公司 4 月 23 日收盘价 10.37 元，2020-2022 年 PE 分别为 18.93\15.70\14.16，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；股权转让进度不及预期；债务及融资风险。



资产负债表				利润表					
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,439	4,128	5,273	6,533	营业收入	4,170	4,619	5,212	5,890
现金	1,517	924	1,042	1,178	营业成本	3,132	3,499	3,903	4,371
应收账款	1,516	1,495	1,687	1,889	营业税金及附加	37	41	47	53
其他应收款	171	230	259	276	销售费用	115	147	152	174
预付账款	116	166	202	195	管理费用	146	161	182	206
存货	907	775	908	1,083	财务费用	280	341	404	501
其他流动资产	212	539	1,175	1,911	资产减值损失	-24	-24	-24	-24
非流动资产	10,021	11,420	13,44	16,02	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	234	234	234	234	投资净收益	8	8	12	10
固定资产	228	214	199	185	营业利润	394	461	559	619
无形资产	2,621	2,447	2,283	2,131	营业外收入	3	12	12	9
其他非流动资	6,937	8,526	10,72	13,47	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	14,460	15,549	18,71	22,56	利润总额	396	472	570	627
流动负债	4,977	5,630	8,146	11,26	所得税	51	71	86	94
短期借款	1,257	2,145	4,315	7,051	净利润	345	401	485	533
应付账款	2,294	2,188	2,441	2,733	少数股东损益	19	29	36	36
其他流动负债	1,426	1,297	1,390	1,484	归属母公司净利润	326	372	449	497
非流动负债	5,738	5,884	6,087	6,319	EBITDA	904	991	1,141	1,287
长期借款	4,728	4,728	4,728	4,728	EPS (元)	0.48	0.55	0.66	0.73
其他非流动负	1,009	1,156	1,359	1,590					
负债合计	10,715	11,514	14,23	17,58					
少数股东权益	295	324	360	396					
股本	671	680	680	680					
资本公积	1,437	1,440	1,440	1,439					
留存收益	1,249	1,591	2,003	2,460					
归属母公司股东权	3,450	3,711	4,122	4,579					
负债和股东权益	14,460	15,549	18,71	22,56					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	807	-530	-1,259	-1,937	成长能力				
净利润	345	372	449	497	营业收入	4.08%	10.76	12.86	13.00
折旧摊销	154	189	178	167	营业利润	7.01%	16.93	21.35	10.69
财务费用	281	341	404	501	归属于母公司净利	16.25	14.06	20.56	10.82
投资损失	-8	-8	-12	-10	获利能力				
营运资金变动	-1,118	-1,429	-2,290	-3,104	毛利率(%)	24.89	24.23	25.12	25.79
其他经营现金	1,152	5	12	12	净利率(%)	7.83%	8.06%	8.61%	8.45%
投资活动现金流	-3,020	-264	-388	-190	ROE(%)	9.22%	9.95%	10.82	10.72
资本支出	0	-400	-400	-200	ROIC(%)	44.24	20.29	16.65	16.51
长期投资	-89	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金	-2,931	136	12	10	资产负债率(%)	74.10	74.05	76.05	77.95
筹资活动现金流	3,033	370	1,742	2,238	净负债比率(%)	43.41	67.29	59.47	61.64
短期借款	183	889	2,169	2,736	流动比率	0.89	0.73	0.65	0.58
长期借款	2,246	0	0	0	速动比率	0.71	0.60	0.54	0.48
普通股增加	122	9	0	0	营运能力				
资本公积增加	866	3	-1	-1	总资产周转率	0.34	0.31	0.30	0.29
其他筹资现金	-383	-530	-427	-497	应收账款周转率	3.64	3.54	3.87	3.87
现金净增加额	820	-424	95	112	应付账款周转率	2.01	2.06	2.25	2.28

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

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。

山西证券研究所：**太原**

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

邮编：030002

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海

国际中心七层

邮编：100032

电话：010-83496336

