

2019-10-15

公司报告 | 点评报告

评级 **买入** 维持

国祯环保 (300388)

# 业绩小幅增长，长逻辑已理顺，短期受财务费用上行压制

## 报告要点

### ■ 事件描述

2019年10月14日，国祯环保发布2019年三季度业绩预告，公司2019Q1-Q3预计归母净利润为2.31-2.62亿元，同比增1%-15%；2019Q3预计归母净利润为0.75-1.07亿元，同比增-16.3%-19.5%。

### ■ 事件评论

- **2019Q3 业绩增速受困于财务费用上行。**因在手项目推进的资金需求，公司2019Q2长期借款由29.9亿元增至48.4亿元，造成财务费用上行，该因素或为压制短期业绩的主要原因。
- **Q3 完成非公开募集，基本解决资金需求的同时，引入三峡和中节能两家央企作为战略投资者。**2019年7月11日，公司完成非公开募集，共发行1.10亿股，发行价为8.58元/股，募集资金净额为9.28亿元。截至2019H1公司特许经营类订单未完成投资额达52.8亿元；定增后若考虑转债全部转股，且负债率提升至75%，可融资24.0亿元，加未受限货币资金20.6亿元，可形成44.6亿元资金支持业务发展；公司项目推进需要时间，其2017/2018年投资强度为18.4/18.8亿元，2019H1投资强度为12.2亿元，而公司经营性现金流为正，具备造血能力，2018年经营性现金流净额为7.5亿元，2019H1为5.7亿元，故随着时间推移，自身可形成资金支持当前剩余资金需求。
- **三峡拟增持15%股权成第一大股东，助公司打破资产负债率束缚。**2019年9月19日，国祯集团拟将公司15%股权转让给三峡集团旗下的长江保护集团、三峡资本，转让价格12.70元/股，较公告日溢价31%。1) 增加轻资产运营业务模式，“三峡出资本，公司做委托运营”，打破资产负债率对业绩增速的束缚，且利于ROE上行，对估值形成支撑，芜湖项目已按该模式推进；2) 明确未来三年内，公司每年承担不低于长江环保集团主导的新增项目中30%的委托运维业务，三峡作为长江大保护的核心骨干，预计能为公司带来可观的项目量，对业绩形成支撑。
- 公司长逻辑已理顺，短期受财务费用影响和控制工程业务规模战略影响，预计公司2019-2021年归母净利润分别为3.20/3.98/5.48亿元，未来三年复合增速24.9%，对应PE分别为21x/18x/13x，维持“买入”评级。

**风险提示：** 1. 资产负债率偏高，PPP项目资本支出较大，资金错配风险。  
2. 长江大保护行动推进速度低于预期的风险。

分析师 凌润东

☎ (8621) 61118721

✉ lingrd@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517100002

分析师 徐科

☎ (8621) 61118721

✉ xuke2@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517090001

分析师 罗松

☎ (8621) 61118721

✉ luosong1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518080003

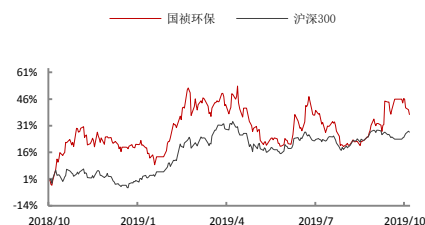
分析师 任楠

☎ (8621) 61118721

✉ rennan@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518070001

## 市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源：Wind

## 相关研究

《三峡溢价 30%收购，明确不低于 30%运维比例，业绩增长打破负债率限制》2019-9-20

《19H1 增 12%，现金流改善，三峡带来经营模式变化的可能——2019 年中报点评》2019-8-23

《民营水环境治理公司，三峡中节能入驻有望打破高负债瓶颈》2019-7-30

## 主要财务指标

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	4006	4351	4719	5239
增长率(%)	52%	9%	8%	11%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	281	320	398	548
增长率(%)	45%	14%	24%	38%
每股收益(元)	0.42	0.48	0.56	0.76
净资产收益率 (%)	13%	9%	10%	12%

备注：每股收益计算采用预期股本摊薄，考虑转债转股的影响

## 财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>4006</b>	<b>4351</b>	<b>4719</b>	<b>5239</b>	货币资金	772	2986	1240	869
营业成本	3124	3382	3613	3928	交易性金融资产	0	0	0	0
<b>毛利</b>	<b>883</b>	<b>969</b>	<b>1106</b>	<b>1311</b>	应收账款	969	966	1047	1163
%营业收入	22%	22%	23%	25%	存货	582	602	614	646
营业税金及附加	29	31	34	38	预付账款	204	203	202	204
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	402	428	480	544
销售费用	114	122	130	136	<b>流动资产合计</b>	<b>2929</b>	<b>5185</b>	<b>3583</b>	<b>3425</b>
%营业收入	3%	3%	3%	3%	可供出售金融资产	5	5	5	5
管理费用	139	144	151	160	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	3%	3%	3%	3%	长期股权投资	145	210	242	273
财务费用	191	230	249	231	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	5%	5%	5%	4%	固定资产合计	225	221	218	220
资产减值损失	65	40	39	44	无形资产	737	789	846	905
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	246	236	226	216
投资收益	19	9	11	13	递延所得税资产	33	37	39	42
<b>营业利润</b>	<b>368</b>	<b>424</b>	<b>527</b>	<b>726</b>	其他非流动资产	5826	7120	7915	8633
%营业收入	9%	10%	11%	14%	<b>资产总计</b>	<b>10145</b>	<b>13802</b>	<b>13074</b>	<b>13718</b>
营业外收支	-1	0	0	0	短期贷款	1074	160	176	194
<b>利润总额</b>	<b>368</b>	<b>424</b>	<b>527</b>	<b>726</b>	应付款项	2198	2131	2079	2098
%营业收入	9%	10%	11%	14%	预收账款	55	61	66	73
所得税费用	57	70	87	120	应付职工薪酬	28	30	33	35
净利润	311	354	440	606	应交税费	80	87	94	105
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>281</b>	<b>320</b>	<b>398</b>	<b>548</b>	其他流动负债	650	634	654	680
少数股东损益	30	34	42	58	<b>流动负债合计</b>	<b>4084</b>	<b>3104</b>	<b>3101</b>	<b>3185</b>
<b>EPS (元/股)</b>	<b>0.42</b>	<b>0.48</b>	<b>0.56</b>	<b>0.76</b>	长期借款	2482	4840	4840	4840
<b>现金流量表 (百万元)</b>					应付债券	493	1495	0	0
	2018A	2019E	2020E	2021E	递延所得税负债	22	24	26	29
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-61</b>	<b>624</b>	<b>648</b>	<b>797</b>	其他非流动负债	498	555	611	672
取得投资收益	0	9	11	13	<b>负债合计</b>	<b>7579</b>	<b>10018</b>	<b>8579</b>	<b>8727</b>
长期股权投资	-11	-65	-32	-31	归属于母公司	2222	3407	4075	4513
无形资产投资	-44	-93	-102	-108	少数股东权益	343	378	420	478
固定资产投资	-3	-16	-17	-23	<b>股东权益</b>	<b>2566</b>	<b>3785</b>	<b>4496</b>	<b>4992</b>
其他	-693	-1309	-812	-737	<b>负债及股东权益</b>	<b>10145</b>	<b>13802</b>	<b>13074</b>	<b>13718</b>
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-751</b>	<b>-1474</b>	<b>-951</b>	<b>-886</b>	<b>基本指标</b>				
债券融资	0	1002	-1495	0	EPS	0.42	0.48	0.56	0.76
股权融资	33	941	480	0	BVPS	3.32	5.16	5.69	6.30
银行贷款增加 (减少)	548	1444	16	18	PE	24.13	20.85	18.21	13.23
筹资成本	-262	-345	-383	-360	PEG	0.54	1.49	0.75	0.35
其他	-5	21	-60	61	PB	3.05	1.96	1.78	1.61
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>314</b>	<b>3064</b>	<b>-1442</b>	<b>-282</b>	EV/EBITDA	14.72	15.78	14.44	12.10
<b>现金净流量</b>	<b>-498</b>	<b>2214</b>	<b>-1745</b>	<b>-371</b>	ROE	13%	9%	10%	12%



## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看 好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买 入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明:** A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

### 北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

### 深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

## 分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

## 重要声明

长江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: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (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。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情形范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有, 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。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。