

公司研究/季报点评

2019年10月25日

公用事业/环保 II

投资评级：增持（调低评级）

当前价格(元): 10.41
合理价格区间(元): 10.80~11.93

王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002
研究员 021-28972079
wangweijia@htsc.com

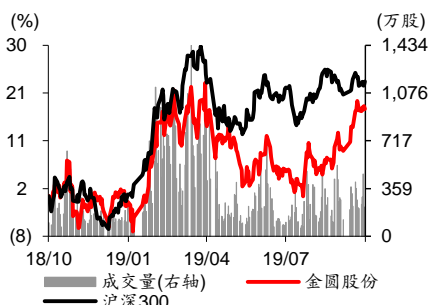
鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

吴祖鹏 0755-82492080
联系人 wuzupeng@htsc.com

相关研究

- 1 《金圆股份(000546,买入): 业绩稳健发展, 危废加速迈进》2018.10
- 2 《金圆股份(000546,买入): 商砼拖累业绩, 危废加速迈进》2018.04
- 3 《金圆股份(000546,买入): 危废扩张加速, 跑马圈地再下一城》2018.02

一年内股价走势图



资料来源: Wind

业绩低于预期, 期待危废项目投产

金圆股份(000546)

19Q3 业绩环比有所改善, 危废加速迈进

根据公司公告, 19Q1-3 公司实现营收/归母净利润 56.5/4.0 亿元, 同比 -1%/+9%, 单三季度实现营收/归母净利润 24.1/2.1 亿元, 同比+14%/+6%, 业绩低于预期, 但三季度环比有所改善。我们预计伴随危废项目持续落地, 公司经营业绩有望进一步改善, 但考虑到目前危废产能进入快速扩张期, 且前三季度利润释放节奏低于前期预期, 因此下调 2019 年归母净利润至 5.5 亿, 采取分部估值法, 给予建材业务 19PE 9-10 倍, 环保业务 19PE 20-22 倍, 对应 2019 年目标价 10.80-11.93 元, 对应 19PE 14-15.5 倍, 下调至“增持”评级。

19Q3 营收/归母净利润同比+14%/6%, 环比有所改善

19Q1-3 公司实现营收/归母净利润 56.5/4.0 亿元, 同比 -1%/+9%, 单三季度实现营收/归母净利润 24.1/2.1 亿元, 同比+14%/+6%, 环比+17%/+17%, 业绩低于预期, 但三季度环比有所改善: 1) 19Q3 营收环比+17%, 毛利率环比下滑 2.6pct 至 15.2%, 致使公司毛利环比持平; 2) 子公司新金叶、河源金杰等公司加大研发投入, 带动 Q3 研发费用环比增加 201.6%; 3) 营业外收入环比增加 0.4 亿元, 叠加营业外支出环比减少 0.03 亿元, 推动税前利润环比增长 10.6%。危废项目持续落地是带动公司业务持续增长的关键, 预计伴随危废项目持续落地, 公司盈利有望进一步改善。

水泥窑协同处置加速迈进, 积极探索新材料深加工领域

公司凭借先发优势+成熟技术+合理利益分配机制, 水泥窑协同处置加速迈进, 19Q3 水泥窑协同处置项目子公司安康金圆环评获批、河源环保取得危废经营许可证, 合计核准处置规模 12.6 万吨/年, 截至 9 月公司已投运危(固)废处置产能 86 万吨左右。公司 2019.7.2 公告, 拟在现有的危(固)废资源化综合利用回收有色金属原材料的基础上, 向有色金属新材料深加工领域拓展: 依托新金叶、铜陵金圆及林西富强的区域及技术优势, 进行精制硫酸镍/精制硫酸钴及高纯铟/铟锡化合物/贵金属催化剂的研发生产, 打造新材料生产的全产业链循环经济, 有望成为公司新的利润增长点。

下调盈利预测, 给予“增持”评级

考虑到目前危废产能进入快速扩张期, 期间资本开支和费用开支较大, 压低毛利率, 且从前三季度环保业务的利润释放节奏低于前期预期, 因此我们下调 19-21 年盈利预测, 预计 2019-21 年归母净利润为 5.5/7.2/8.5 亿元, 对应 EPS 为 0.77/1.01/1.19 元。我们预测公司 2019 年归母净利润中建材业务 3 亿, 环保业务 2.5 亿, 参考可比公司估值水平, 给予建材业务 19PE 9-10 倍, 环保业务 19PE 20-22 倍 (考虑到水泥窑协同处置危废盈利能力强, 公司水泥窑协同处置项目丰富, 给予一定的溢价), 对应 2019 年目标价 10.80-11.93 元, 对应 19PE 14-15.5 倍, 下调至“增持”评级。

风险提示: 危废项目进度不及预期、危废项目盈利水平不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	714.64
流通 A 股 (百万股)	667.94
52 周内股价区间 (元)	8.29-10.93
总市值 (百万元)	7,439
总资产 (百万元)	9,077
每股净资产 (元)	5.67

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	5,073	7,974	7,098	9,017	11,735
+/-%	134.43	57.17	(10.99)	27.04	30.15
归属母公司净利润 (百万元)	350.84	374.62	549.07	724.71	853.10
+/-%	14.84	6.78	46.57	31.99	17.72
EPS (元, 最新摊薄)	0.49	0.52	0.77	1.01	1.19
PE (倍)	21.20	19.86	13.55	10.27	8.72

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

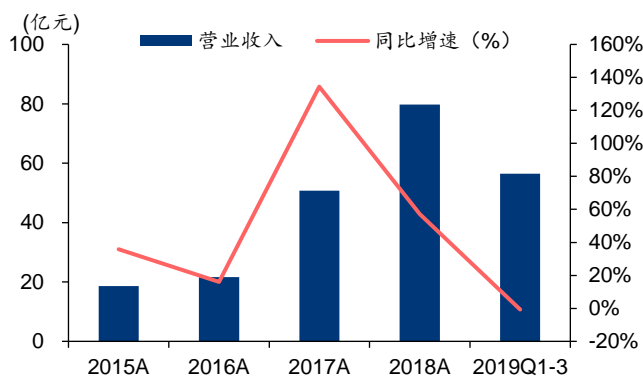
图表1：同行业公司估值比较（2019/10/25）

公司简称	股票代码	股价 2019/10/25	市值(mn) 2019/10/25	市盈率(x)		市净率(x)		净资产收益率(%)	
				19E	20E	19E	20E	19E	20E
固废									
东江环保	002672.SZ	9.95	8026	18	15	2	2	11%	12%
雪浪环境	300385.SZ	12.2	2540	20	15	2	2	10%	12%
平均值			5283	19	15	2	2	11%	12%
水泥									
冀东水泥	000401.SZ	15.35	20684	7	6	1	1	19%	19%
宁夏建材	600449.SH	9.63	4605	8	7	1	1	11%	11%
天山股份	000877.SZ	10.46	10970	6	6	1	1	18%	17%
塔牌集团	002233.SZ	9.78	11660	7	6	1	1	16%	16%
金隅股份	601992.SH		5283	19	15	2	2	11%	12%
平均值			10640	9	8	1	1	15%	15%
金圆股份	000546.SZ	10.41	7439	14	10	2	2	14%	16%

注：东江环保、雪浪环境、冀东水泥、宁夏建材、天山股份、塔牌集团、金隅股份为 wind 预测值，金圆股份为华泰预测；

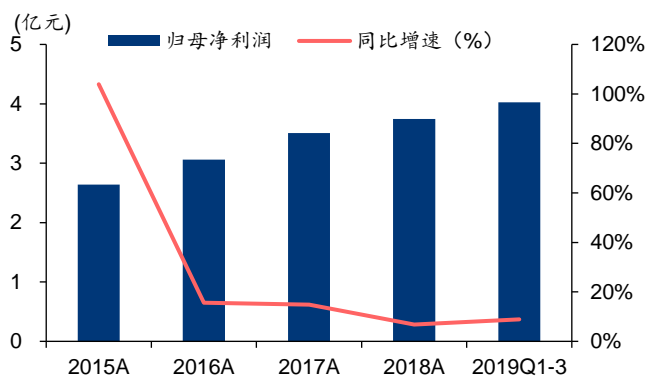
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：公司营收情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

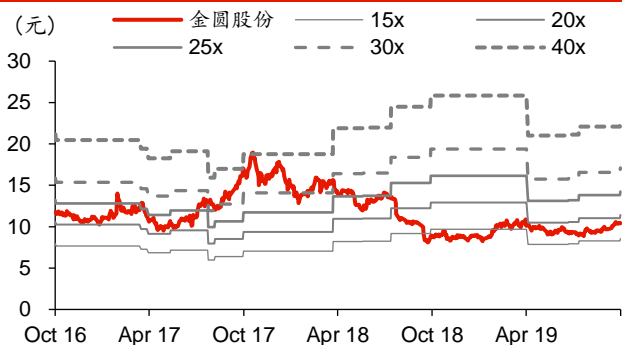
图表3：公司归母净利润情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

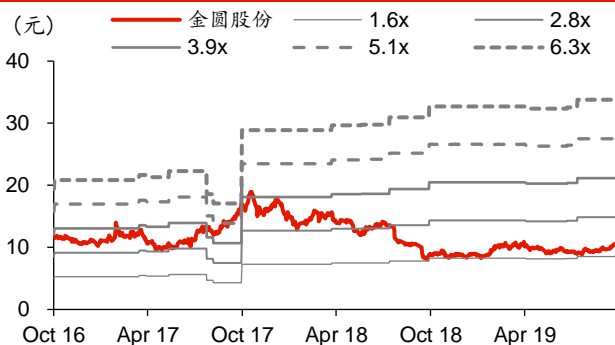
PE/PB - Bands

图表4：金圆股份历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：金圆股份历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,251	3,449	3,238	4,003	4,800
现金	609.00	629.09	932.88	1,322	1,557
应收账款	1,003	979.27	804.62	839.55	876.33
其他应收账款	47.15	84.55	75.25	95.61	124.43
预付账款	137.77	122.36	105.62	134.52	176.95
存货	1,332	1,445	1,134	1,419	1,864
其他流动资产	122.19	188.38	185.22	192.14	201.93
非流动资产	4,740	4,966	5,377	5,947	6,484
长期投资	37.52	7.23	7.23	7.23	7.23
固定投资	3,351	3,652	4,002	4,477	5,014
无形资产	270.52	261.87	254.01	246.85	240.34
其他非流动资产	1,080	1,045	1,114	1,216	1,222
资产总计	7,991	8,415	8,615	9,950	11,284
流动负债	3,168	3,420	3,009	3,499	3,805
短期借款	1,064	1,386	1,091	1,206	1,100
应付账款	906.77	870.84	847.61	981.09	1,058
其他流动负债	1,197	1,164	1,070	1,311	1,646
非流动负债	956.28	734.92	768.93	805.90	810.54
长期借款	597.77	273.95	307.96	344.93	349.58
其他非流动负债	358.51	460.97	460.97	460.97	460.97
负债合计	4,124	4,155	3,778	4,305	4,615
少数股东权益	469.25	570.91	634.67	770.31	1,010
股本	714.64	714.64	714.64	714.64	714.64
资本公积	1,669	1,616	1,616	1,616	1,616
留存公积	1,011	1,350	1,872	2,545	3,329
归属母公司股东权益	3,397	3,689	4,202	4,875	5,659
负债和股东权益	7,991	8,415	8,615	9,950	11,284

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	293.90	540.79	1,407	1,289	1,411
净利润	350.84	374.62	549.07	724.71	853.10
折旧摊销	229.20	284.70	314.79	353.18	399.09
财务费用	145.57	167.09	108.62	103.21	97.24
投资损失	45.99	(57.19)	(34.74)	(34.74)	(34.74)
营运资金变动	(543.13)	(492.64)	341.35	(57.74)	(207.56)
其他经营现金	65.43	264.21	128.04	199.91	303.70
投资活动现金	(1,163)	(467.74)	(698.74)	(895.93)	(908.41)
资本支出	675.52	579.97	729.16	926.35	938.83
长期投资	22.94	(44.02)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	464.96	(68.21)	(30.42)	(30.42)	(30.42)
筹资活动现金	891.76	(31.31)	(404.59)	(3.78)	(267.50)
短期借款	359.60	321.79	(294.25)	114.83	(105.78)
长期借款	90.26	(323.82)	34.01	36.97	4.65
普通股增加	119.41	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,051	(52.96)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(728.92)	23.68	(144.35)	(155.58)	(166.36)
现金净增加额	22.23	41.74	303.80	388.81	234.91

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,073	7,974	7,098	9,017	11,735
营业成本	4,132	6,782	5,855	7,456	9,808
营业税金及附加	32.12	47.87	42.61	54.13	70.45
营业费用	144.17	148.69	153.64	177.16	218.83
管理费用	161.71	241.52	236.27	246.06	285.03
财务费用	145.57	167.09	108.62	103.21	97.24
资产减值损失	31.29	167.80	43.78	46.60	60.65
公允价值变动收益	(20.39)	(7.99)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(45.99)	57.19	34.74	34.74	34.74
营业利润	470.47	535.41	740.25	1,054	1,343
营业外收入	39.70	60.66	65.66	68.94	72.39
营业外支出	15.83	25.35	20.35	20.35	15.35
利润总额	494.34	570.71	785.56	1,103	1,400
所得税	92.39	125.49	172.72	242.48	307.92
净利润	401.95	445.23	612.83	860.34	1,093
少数股东损益	51.10	70.61	63.76	135.63	239.42
归属母公司净利润	350.84	374.62	549.07	724.71	853.10
EBITDA	822.75	1,025	1,112	1,423	1,738
EPS (元, 基本)	0.49	0.52	0.77	1.01	1.19

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	134.43	57.17	(10.99)	27.04	30.15
营业利润	23.32	13.80	38.26	42.42	27.43
归属母公司净利润	14.84	6.78	46.57	31.99	17.72
获利能力 (%)					
毛利率	18.56	14.94	17.51	17.31	16.42
净利率	6.92	4.70	7.74	8.04	7.27
ROE	12.61	10.57	13.92	15.97	16.20
ROIC	12.70	12.30	12.04	15.05	16.80
偿债能力					
资产负债率 (%)	51.61	49.38	43.85	43.26	40.90
净负债比率 (%)	46.42	45.13	42.74	41.04	36.09
流动比率	1.03	1.01	1.08	1.14	1.26
速动比率	0.61	0.59	0.70	0.74	0.77
营运能力					
总资产周转率	0.77	0.97	0.83	0.97	1.11
应收账款周转率	5.10	8.05	7.96	10.97	13.68
应付账款周转率	5.50	7.63	6.81	8.15	9.62
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.52	0.77	1.01	1.19
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.76	1.97	1.80	1.97
每股净资产(最新摊薄)	4.75	5.16	5.88	6.82	7.92
估值比率					
PE (倍)	21.20	19.86	13.55	10.27	8.72
PB (倍)	2.19	2.02	1.77	1.53	1.31
EV_EBITDA (倍)	10.43	8.38	7.72	6.03	4.94

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com