

国祯环保 (300388)

单季度收入增速转正业绩持续回升，经营活动净现金流大增护航高质量发展
买入 (维持)

2020年10月28日

证券分析师 袁理

执业证号: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 任逸轩

021-60199782

renyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	4,170	4,657	5,071	5,573
同比 (%)	4.1%	11.7%	8.9%	9.9%
归母净利润 (百万元)	326	386	460	560
同比 (%)	16.3%	18.2%	19.3%	21.7%
每股收益 (元/股)	0.47	0.55	0.66	0.80
P/E (倍)	19.98	16.90	14.17	11.64

投资要点

- **事件:** 2020年前三季度公司实现营业收入 25.36 亿元, 同比减少 1.73%; 归母净利润 2.72 亿元, 同比增长 7.21%; 扣非归母净利润 2.58 亿元, 同比增长 3.33%; 加权平均 ROE 同比降低 2.36pct, 至 7.56%。
- **单季度收入增速转正业绩持续回升。单季度收入增速首度回正。** 20Q3 单季度实现营业收入 9.30 亿元, 同增 3.92%; 归母净利润 1.13 亿元, 同增 15.85%; 扣非归母净利润 1.01 亿元, 同增 5.04%。20Q1-3 实现营业收入 25.36 亿元, 同减 1.73%; 归母净利润 2.72 亿元, 同增 7.21%; 扣非归母净利润 2.58 亿元, 同增 3.33%。**收入降幅收窄, 业绩持续回升。**
- **期间费用率上升 2.54pct 至 18.42%, 主要系财务费用率提升所致。** 20Q1-3, 公司期间费用同比增长 14.00% 至 4.67 亿元, 期间费用率上升 2.54pct 至 18.42%。其中, 销售费用 0.70 亿元 (yoy-5.53%)、管理费用 0.98 亿元 (yoy-8.83%)、研发费用 0.40 亿元 (yoy+4.69%)、财务费用 2.59 亿元 (yoy+36.07%)。销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.11pct、下降 0.28pct、上升 0.10pct、上升 2.83pct 至 2.78%、3.85%、1.59%、10.20%。财务费用率增长较大, 主要系同期相比项目陆续投产运营与融资规模增长, 利息支出费用化同比增长所致。
- **经营活动净现金流大增 56%, 护航高质量发展。** 1) 20Q1-3 公司经营活动现金流净额 5.69 亿元, 同增 56.15%; 2) 投资活动现金流净额 -9.12 亿元, 同增 63.85%; 3) 筹资活动现金流净额 1.44 亿元, 同减 95.30%。**经营活动净现金流大增 56%, 主要系国内疫情防控形势向好以来, 加快回款优化付款所致。**
- **资产负债率持续下行, 运营效率提升。** 20Q3 公司资产负债率为 71.17%, 同比下降 0.91pct, 较年初下降 2.93pct。应收账款周转天数同增 23.11 天至 130.54 天; 存货周转天数同增 8.11 天至 102.85 天; 应付账款周转天数同增 67.78 天至 325.19 天, 净营业周期同比减少 36.56 天至 -91.8 天。
- **中节能入主, 千万吨水务资源整合可期。** 截至 19 年末, 中节能集团合计在手水务资产规模 886.25 万吨/日。考虑同业竞争问题, 以及国祯环保凭借优质运营能力前期与央企的合作模式, 未来资源整合或“运营技术+资本”轻资产模式仍然值得期待。中环水务作为集团环保水务经营主体, 参考其业务结构, 供水规模占比较大, 公司深耕污水处理业务板块, 双方将有望实现不同业务优势的协同互补。
- **混改后融资能力恢复, 扩张加速可期。** 公司授信体系与中国节能接轨, 融资能力改善, 融资渠道拓宽, 融资成本下降。融资改善将增强公司项目获取能力, 推动项目进展, 扩张加速可期。
- **盈利预测:** 根据 20 年三季报披露经营情况, 考虑定增完成后股份摊薄的影响, 预计公司 20-22 年 EPS (以归母净利润除以期末总股本计算) 分别为 0.55/0.66/0.80 元, 对应 PE 为 17/14/12 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 工程项目建设进度不达预期, 融资改善不达预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.33
一年最低/最高价	8.77/13.78
市净率(倍)	1.72
流通 A 股市值(百万元)	6454.03

基础数据

每股净资产(元)	5.42
资产负债率(%)	71.17
总股本(百万股)	698.95
流通 A 股(百万股)	691.75

相关研究

- 1、《国祯环保 (300388): 收入结构优化运营占比超 50%, 央企入主资源整合融资改善可期》2020-09-04
- 2、《国祯环保公司点评报告: 收入结构优化运营占比超 50%, 央企入主资源整合融资改善可期》2020-08-31
- 3、《国祯环保 (300388): 业务结构优化毛利率提升, 央企入主资源整合融资改善可期》2020-04-24

国祯环保三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,439	3,461	3,998	3,369	营业收入	4,170	4,657	5,071	5,573
现金	1,517	838	678	260	减:营业成本	3,132	3,461	3,716	4,025
应收账款	1,345	1,211	1,572	1,487	营业税金及附加	37	42	45	50
存货	907	739	1,028	886	营业费用	115	128	139	153
其他流动资产	669	673	721	735	管理费用	146	233	254	251
非流动资产	10,021	12,496	14,769	15,833	财务费用	280	308	350	400
长期股权投资	234	332	427	523	资产减值损失	-24	35	0	0
固定资产	228	2,091	3,837	4,765	加:投资净收益	8	13	11	12
在建工程	903	980	1,006	669	其他收益	0	0	0	0
无形资产	2,621	3,059	3,466	3,844	营业利润	394	464	577	707
其他非流动资产	6,034	6,034	6,033	6,032	加:营业外净收支	2	2	2	0
资产总计	14,460	15,957	18,768	19,202	利润总额	396	466	579	707
流动负债	4,977	4,485	5,290	5,354	减:所得税费用	51	49	87	105
短期借款	1,257	800	800	800	少数股东损益	19	31	32	42
应付账款	2,294	2,286	2,631	2,695	归属母公司净利润	326	386	460	560
其他流动负债	1,426	1,399	1,859	1,859	EBIT	706	751	929	1,093
非流动负债	5,738	7,362	8,961	8,817	EBITDA	860	1,038	1,420	1,761
长期借款	5,154	6,778	8,378	8,233					
其他非流动负债	584	584	584	584	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	10,715	11,847	14,251	14,171	每股收益(元)	0.47	0.55	0.66	0.80
少数股东权益	295	326	358	401	每股净资产(元)	4.79	5.27	5.81	6.48
					发行在外股份(百万股)	671	699	699	699
归属母公司股东权益	3,450	3,784	4,159	4,630	ROIC(%)	5.7%	5.4%	5.4%	6.2%
负债和股东权益	14,460	15,957	18,768	19,202	ROE(%)	9.2%	10.2%	10.9%	12.0%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)	24.9%	25.7%	26.7%	27.8%
经营活动现金流	807	1,174	1,168	1,839	销售净利率(%)	7.8%	8.3%	9.1%	10.0%
投资活动现金流	-3,020	-2,748	-2,753	-1,720	资产负债率(%)	74.1%	74.2%	75.9%	73.8%
筹资活动现金流	3,033	896	1,425	-536	收入增长率(%)	4.1%	11.7%	8.9%	9.9%
现金净增加额	813	-679	-160	-417	净利润增长率(%)	16.3%	18.2%	19.3%	21.7%
折旧和摊销	154	287	490	668	P/E	19.98	16.90	14.17	11.64
资本开支	3,116	2,377	2,178	967	P/B	1.95	1.77	1.61	1.44
营运资本变动	-29	176	-154	180	EV/EBITDA	14.78	14.15	11.79	9.74

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,并注明出处为东吴证券研究所,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>