

日期: 2019年10月30日

行业: 公用事业



# 轻资产转型进入拐点, 三峡入主助力公司角逐“长江大保护”

——2019年三季度报点评

分析师: 熊雪珍

Tel: 021-53686180

E-mail: xiongexuezen@shzq.com

SAC 证书编号: S0870519080002

## 基本数据 (2019Q3)

报告日股价 (元)	10.10
12mth A 股价格区间 (元)	8.07/11.57
总股本 (百万股/最新)	670.31
无限售 A 股/总股本	81.96%
流通市值 (亿元)	55.49
每股净资产 (元)	4.92
PBR (X)	2.05

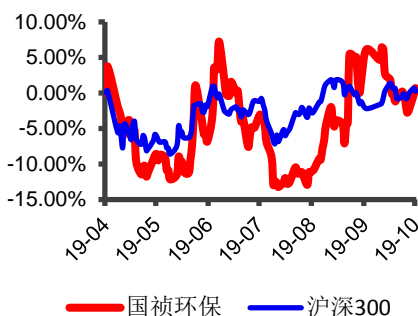
## 主要股东 (2019Q3)

安徽国祯集团股份有限公司	32.46%
安徽省铁路发展基金股份有限公司	10.59%
中节能资本控股有限公司	8.69%
三峡资本控股有限责任公司	6.40%
长江生态环保集团有限公司	5.23%

## 收入结构 (2019H1)

水环境治理综合服务	69.45%
小城镇环境治理综合服务	17.50%
工业废水处理综合服务	12.74%

## 最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



## 动态事项

公司发布 2019 年三季度报告。2019 年公司前三季度实现营业收入 25.81 亿元, 第三季度实现营业收入 8.95 亿元, 分别同比增长 3.65%、同比降低 2.05%; 前三季度扣非归母净利润实现 2.50 亿元, 第三季度实现扣除非归母净利润 0.97 亿元, 分别同比增长 10.25%、8.82%。

## 公司点评

### 公司业绩增速放缓, 毛利率回升, 盈利能力增强

公司前三季度营收、扣非归母净利润同比增长分别为 3.65%、10.25%, 较去年同期公司业绩增速放缓。

公司前三季度销售毛利率为 27.39%, 同比增长 3.11pct; 净利率提升 0.65pct 至 10.45%。单季度来看, 第三季度毛利率为 30.22%, 净利率为 11.83%, 均达到 2018 年来最高水平, 分别环比提升 4.61pct、1.76pct, 盈利能力增强。主要考虑公司转型轻资产发展, 运营项目毛利率较高带来的整体毛利率水平提升所致。

公司运营收入及占比进一步提升。前三季度度新增工程类 (EPC、EP) 订单 21.14 亿元, 其中已签订合同订单金额为 19.12 亿元, 未确认收入的在手订单金额为 39.75 亿元。特许经营类订单 (BOT、O&M) 前三季度新增 6.22 亿元, 全部已签订合同, 处于施工期的订单, 已完成的投资额达 21.35 亿元, 还有 32.30 亿元投资额未完成。公司前三季度的运营收入为 9.95 亿元, 同比增长 13.32%, 运营收入占比达 38.55%, 同比增长 3.27pct, 公司运营业务稳定增长, 业务结构比重进一步提升, 公司轻资产转型进入拐点, 公司经营业绩增长具有较高保障。

### 财务费用率略升, 现金流压力增加, 定增落地优化资本结构

公司贷款融资规模增加, 报告期期末长期借款达到 48.98 亿元, 较期初增长了 97.33%, 公司前三季度财务费用为 1.90 亿元, 财务费用率为 7.37%, 较去年同期增加了 2.26pct, 财务费用率略升。公司经营性现金流净额前三季度为 -18.05 亿元, 同比下降 737.61%, 不含特许经营权支出后经营性现金流为 3.64 亿元, 同比下降 13.25%, 主要是考虑报告期公司特许经营权项目投资支付的现金较上年同期增长

了 66.97% 所致，现金流压力有所增加。

2019Q3 公司资产负债率为 72.10%，较中报有所下降。7 月公司公告非公开发行 1.1 亿股定增落地，定增资金有利于优化公司资本结构。

### 三峡入主，助力角逐“长江大保护”市场

三峡集团通过定增及受让股权累计持股 26.6% 将成为公司第一大股东，且承诺未来三年内为公司导入集团新增项目中不低于 30% 的运维项目。三峡集团实体雄厚，在长江大保护中具备骨干主力作用，以城市为单位进行水处理，采取厂网一体化、流域一体化模式，打破过去以项目为单位的策略，或将直接影响未来市场格局，借助三峡集团平台，公司有望深度参与长江大保护市场竞争，带动公司轻资产运营业务的发展，实现公司轻资产运营业务转型目标。

### 风险因素

市场竞争加剧导致毛利率下降风险；项目进度不达预期风险。

### ■ 投资建议：

未来六个月内，“增持”评级。

我们预测 2019-2021 年公司实现归属母公司的净利润分别为 3.70 亿元、4.74 亿元、5.60 亿元，同比增长分别为 31.63%、28.16%、18.13%；EPS 分别为 0.55 元、0.71 元和 0.83 元，对应的动态市盈率分别为 18.32 倍、14.29 倍、12.10 倍。公司运营业务稳定增长，业务结构比重进一步提升，公司轻资产转型进入拐点，公司经营业绩增长具有较高保障。三峡集团入主，且承诺未来三年内为公司导入集团新增项目中不低于 30% 的运维项目，公司有望借助平台优势，深度参与“长江大保护”市场竞争。维持公司“增持”评级。

### 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4006.38	4823.84	5849.87	6958.79
年增长率	52.44%	20.40%	21.27%	18.96%
归属于母公司的净利润	280.80	369.61	473.69	559.59
年增长率	44.61%	31.63%	28.16%	18.13%
每股收益 (摊薄) : 元	0.42	0.55	0.71	0.83
PER (X)	24.11	18.32	14.29	12.10

注：有关指标按当年股本摊薄

## 附表

资产负债表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	772	929	1,127	1,341
存货	582	548	833	803
应收账款及票据	1,203	1,631	1,807	2,282
其他	372	239	408	337
流动资产合计	2,929	3,347	4,175	4,763
长期股权投资	145	145	145	145
固定资产	225	386	1,127	2,098
在建工程	1,109	1,551	1,304	245
无形资产	737	746	757	771
其他	5,000	5,236	5,484	5,745
非流动资产合计	7,216	8,064	8,818	9,003
<b>资产总计</b>	<b>10,145</b>	<b>11,411</b>	<b>12,993</b>	<b>13,766</b>
短期借款	1,074	1,639	2,164	2,815
应付账款及票据	2,454	2,083	2,905	3,323
其他	557	600	619	640
流动负债合计	4,084	4,322	5,688	6,778
长期借款和应付债券	2,975	2,975	2,967	2,425
其他	520	545	545	537
非流动负债合计	3,495	3,520	3,512	2,962
<b>负债合计</b>	<b>7,579</b>	<b>7,842</b>	<b>9,199</b>	<b>9,739</b>
少数股东权益	343	376	422	474
股东权益合计	2,566	3,569	3,794	4,026
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10,145</b>	<b>11,411</b>	<b>12,993</b>	<b>13,766</b>
<b>现金流量表（单位：百万元）</b>				
指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	311	370	474	560
折旧和摊销	87	67	124	202
营运资本变动	(1,868)	(832)	(52)	(190)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(61)</b>	<b>(142)</b>	<b>841</b>	<b>886</b>
资本支出	(44)	(678)	(630)	(127)
投资收益	19	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(751)</b>	<b>(659)</b>	<b>(635)</b>	<b>(130)</b>
股权融资	243	121	0	0
负债变化	472	0	(8)	(542)
股息支出	(203)	(225)	(296)	(379)
<b>融资活动现金流</b>	<b>314</b>	<b>958</b>	<b>(8)</b>	<b>(542)</b>
<b>净现金流</b>	<b>(498)</b>	<b>157</b>	<b>198</b>	<b>214</b>

数据来源：WIND 上海证券研究所

利润表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>4,006</b>	<b>4,824</b>	<b>5,850</b>	<b>6,959</b>
营业成本	3,124	3,698	4,519	5,354
营业税金及附加	29	35	42	50
营业费用	114	137	167	223
管理费用	139	260	259	342
财务费用	191	221	249	262
资产减值损失	65	0	0	0
投资收益	19	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>368</b>	<b>474</b>	<b>612</b>	<b>720</b>
营业外收支净额	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>利润总额</b>	<b>368</b>	<b>473</b>	<b>612</b>	<b>719</b>
所得税	57	71	92	108
<b>净利润</b>	<b>311</b>	<b>402</b>	<b>520</b>	<b>611</b>
少数股东损益	30	33	46	52
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>281</b>	<b>370</b>	<b>474</b>	<b>560</b>
<b>财务比率分析</b>				
指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	52.44%	20.40%	21.27%	18.96%
EBITDA 增长率	54.16%	17.79%	29.33%	20.22%
EBIT 增长率	56.00%	24.14%	23.86%	14.06%
净利润增长率	44.61%	31.63%	28.16%	18.13%
毛利率	22.03%	23.34%	22.74%	23.06%
EBITDA/总收入	16.14%	15.79%	16.84%	17.02%
EBIT/总收入	13.97%	14.41%	14.72%	14.11%
净利润率	7.01%	7.66%	8.10%	8.04%
资产负债率	74.71%	68.72%	70.80%	70.75%
流动比率	0.72	0.77	0.73	0.70
速动比率	0.57	0.65	0.59	0.58
总资产回报率（ROA）	3.06%	3.52%	4.00%	4.44%
净资产收益率（ROE）	12.63%	11.57%	14.05%	15.75%
EV/营业收入	1.00	1.15	0.97	0.77
EV/EBITDA	6.21	7.27	5.75	4.51
PE	24.11	18.32	14.29	12.10
PB	3.05	2.12	2.01	1.91

## 分析师承诺

熊雪珍

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。