

2018年06月21日

证券分析师 袁理

执业证号: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 刘博

021-60199793

liub@dwzq.com.cn

大手笔增持彰显重要意义，在手资金充足打消市场疑虑

买入 (维持)

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2,628	3,977	5,718	8,438
同比 (%)	79.7%	51.3%	43.8%	47.6%
净利润 (百万元)	194	294	422	619
同比 (%)	49.6%	51.3%	43.6%	46.8%
每股收益 (元/股)	0.64	0.96	1.38	2.03
P/E (倍)	30.28	20.19	14.04	9.55

投资要点

- 事件:**公司公告,控股股东国祯集团以集中竞价以及大宗交易方式、平均价格为19.946元/股增持公司股份合计600.55万股,增持后国祯集团持有公司股份比例为39.56%。
- 需重视此次增持的战略性意义:**1)在近期市场波动较大的形势下,大股东果断大手笔增持,彰显对公司发展的信心;2)更重要的是,在去杠杆的宏观形势下,市场资金面趋紧引发市场对上市公司融资能力的担忧,而此次大股东1.2亿现金增持充分彰显资金实力,有望打消市场疑虑。根据我们的测算:
- 资本金投入有保障,项目推进和业绩释放可期:**假设公司全年需完成30亿项目投资,对应资本金投入(30%)为9亿元;工程项目以EPC为主,且按照项目进度付款,因此假设工程项目资本金投入为2亿元,加总后资本金投入需求为11亿;2017年公司经营性净现金流为3.82亿,且截至2018年一季度末公司在手货币资金7.64亿,考虑到公司目前负债以银行贷款为主,债权、股权、ABS(在手大量污水处理厂项目)等多种融资手段尚未启用,资金层面保障项目推进和业绩释放可期。
- 再次强调核心逻辑:**在PPP公司普遍受到市场质疑的形势下,【国祯环保】作为稀缺民营运营公司,核心竞争力彰显。1、自上而下:环保行业当前2痛点,融资和财政支付,融资改善预期提升,选择项目确定性强,支付有保障的公司获得超额收益!国祯环保布局污水处理与黑臭水布局领先,污水处理有现金流,黑臭水十条考核项目刚性。2、行业供给侧改革,运营能力是核心竞争力之一。未来的市政环保PPP按效付费,公司运营实力雄厚经验丰富,受益于市场格局改善。3、扩张痛点比拼资本实力。公司有运营现金流支撑,年报还原的真实现金流净利润1.5倍以上,且具资产证券化多次发行的经验,现金流* n 值得期待!结论:业务扎实布局,现金流支撑发力,业绩三年复合增长50%,2018年PE20倍,买入评级!
- 盈利预测与投资评级:**预计公司2018-2020年EPS分别为0.96、1.38、2.03元,对应PE分别为20、14、10倍,维持“买入”评级。
- 风险提示:**在手水厂建设进度不达预期、在手项目建设进度不达预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.38
一年最低/最高价	18.46/25.38
市净率(倍)	3.20
流通A股市值(百万元)	5746.32

基础数据

每股净资产(元)	6.05
资产负债率(%)	72.22
总股本(百万股)	305.54
流通A股(百万股)	296.51

相关研究

- 1、《国祯环保(300388):污水处理项目再下一城,稀缺民营水务平台腾飞可期》2018-05-30
- 2、《国祯环保:稀缺民营水务运营平台,技术积淀打造水环境治理标杆》2018-05-01

作为全市场第一个建立基于宏观的环保研究框架的团队，我们近期的核心观点是：去杠杆，关注资本金生成能力！

在环保行业3种模式的公司中：

模式2有运营资产积淀的公司。经营现金流持续累积，支持再投资实现内生成长！

模式3设备与解决方案公司。现金流的优劣代表了公司的议价能力。

国祯环保是模式2运营现金流公司中的典型代表，建议重点关注。深度报告详情请见：《国祯环保：稀缺民营水务运营平台，技术积淀打造水环境治理标杆》

事件：公司公告，控股股东国祯集团以集中竞价以及大宗交易方式、平均价格为19.946元/股增持公司股份合计600.55万股，增持后国祯集团持有公司股份比例为39.56%。

大手笔增持彰显重要意义，在手资金充足打消市场疑虑

根据公司公告，6月15日，控股股东国祯集团通过集中竞价交易以及大宗交易方式共增持公司股份600.55万股，占公司总股本比例1.97%。1)以集中竞价交易方式增持20.02万股，增持价格为19.84元/股；2)以大宗交易方式增持580.53万股，增持价格为19.95元/股。本次增持金额合计1.20亿，增持后国祯集团持有公司股份比例为39.56%。

需重视此次增持的战略性意义：1)在近期市场波动较大的形势下，大股东果断大手笔增持，彰显对公司发展的信心；2)更重要的是，在去杠杆的宏观形势下，市场资金面趋紧引发市场对上市公司融资能力的担忧，而此次大股东1.2亿现金增持充分彰显资金实力，根据我们的测算（详细测算过程请见下文），公司资本金投入有保障，项目推进和业绩释放可期。

上半年订单总投资额同比约10倍增长，从资本金投入角度考虑融资能力可期

订单总投资额同比增长接近10倍：根据公司公告和我们统计的信息，截至2018年5月29日，公司新签订单总投资额约为40.96亿，相比去年同期（2017年上半年报披露新

签订单总投资额 4.05 亿) 增长 911.36%。

资本金投入有保障，项目推进和业绩释放可期：假设公司全年需完成 30 亿项目投资，资本金占比为 30%，对应资本金投入为 9 亿元；工程项目以 EPC 为主，且按照项目进度付款，因此假设工程项目资本金投入为 2 亿元，加总后资本金投入需求为 11 亿；2017 年公司经营性净现金流为 3.82 亿，且截至 2018 年一季度末公司在手货币资金 7.64 亿，考虑到公司目前负债以银行贷款为主，债权、股权、ABS（在手大量污水处理厂项目）等多种融资手段尚未启用，资金层面保障项目推进和业绩释放可期。

稀缺民营水务运营标的，运营业务未来三年 CAGR 有望大于 40%

公司是极为稀缺的民营水务运营公司，此次项目中标后，公司在手污水处理产能已经接近 500 万吨/日，累计投运规模超过 350 万吨/日，2017 年运营业务收入为 9.63 亿，考虑到：1) 行业空间释放下，省外运营业务持续拓展；2) 近三年年均新增污水处理能力为 70 万吨/日以上；3) 在建项目将集中于今明两年投产，且地方政府均有保底水量承诺；4) 存量项目存在提标改造需求，因此我们预计未来 3 年，新建+改造，公司运营业务收入 CAGR 有望大于 40%。

阜阳项目示范意义彰显，黑臭河道业务提供充足弹性

根据我们的测算（详情请见我们外发的公司深度《国祯环保：稀缺民营水务运营平台，技术积淀打造水环境治理标杆》）：短期来看，亟待解决的 36 个重点城市的黑臭河道治理市场空间约为 45.40 亿；长期来看，地级及以上城市黑臭水体整治控源截污涉及的设施建设投资约 1700 亿元。目前 PPP 领域政策引导的方向是限制国企央企进入以及更加重视企业后端的运营能力，而公司作为民营控股、国企参股的水务运营平台，有望在行业格局竞争优化的发展趋势中充分获益。公司在手多项技术、管理、运营优势，为承接黑臭河道治理奠定基础，此次阜阳项目落地后，示范效应显著，未来承接更多优质项目可期，根据年报内容披露，公司在 2017 年新增工程类订单合计 47.60 亿，在手饱满订单为公司业绩增长提供充足弹性。

工业水处理市场空间待释放，收购麦王实现战略布局

行业层面：自上而下，多项针对工业企业的环保政策加速落地；自下而上，企业盈利能力提升利于环保需求释放，因此我们预计工业水处理市场空间将在近期逐步释放。公司层面：2015 年收购的麦王环境拥有零排放技术、难降解废水处理技术、一体化生物反应器、油泥无害化处理技术、高效厌氧装置以及涡凹气浮、序进气浮技术等多项核心技术，针对客户主要是煤化工、石油化工、钢铁、食品饮料、汽车、制药等行业企业，截至 2017 年年末，公司拥有工业废水处理厂 10 座、其中已投运 8 座，污水处理能力合计为 19.37 万吨/日，技术优势和先发优势明显，在行业空间打开的过程中有望率先获益。

盈利预测与估值

预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.96、1.38、2.03 元，对应 PE 分比为 20、14、10 倍，维持“买入”评级。

风险提示

在手水厂建设进度不达预期、在手工程项目建设进度不达预期。

国祯环保三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2781	3302	4288	5809	营业收入	2628	3977	5718	8438
现金	1091	841	872	656	减: 营业成本	1974	2987	4317	6382
应收账款	781	1311	1698	2742	营业税金及附加	25	38	55	81
存货	372	452	739	1021	营业费用	103	156	224	331
其他流动资产	536	698	979	1391	管理费用	192	291	453	703
非流动资产	5318	5812	6371	7138	财务费用	148	144	146	167
长期股权投资	134	238	342	447	资产减值损失	53	0	0	0
固定资产	222	509	830	1298	加: 投资净收益	8	5	5	6
在建工程	366	396	440	526	其他收益	0	0	0	0
无形资产	694	767	856	964	营业利润	209	365	528	781
其他非流动资产	3903	3903	3903	3903	加: 营业外净收支	32	27	34	35
资产总计	8099	9114	10659	12947	利润总额	241	392	562	816
流动负债	2830	3517	4677	6255	减: 所得税费用	33	77	102	140
短期借款	837	837	837	837	少数股东损益	14	22	38	57
应付账款	1088	1220	2116	2814	归属母公司净利润	194	294	422	619
其他流动负债	904	1459	1724	2603	EBIT	422	497	671	928
非流动负债	3050	3109	3091	3181	EBITDA	483	560	763	1058
长期借款	2481	2540	2522	2612					
其他非流动负债	569	569	569	569	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
负债合计	5880	6625	7768	9436	每股收益(元)	0.64	0.96	1.38	2.03
少数股东权益	302	324	362	419	每股净资产(元)	5.88	7.08	8.26	10.10
归属母公司股东权益	1917	2165	2529	3092	发行股份(百万股)	306	306	306	306
负债和股东权益	8099	9114	10659	12947	ROIC(%)	6.0%	6.1%	7.8%	9.7%
					ROE(%)	9.4%	12.7%	15.9%	19.3%
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	24.9%	24.9%	24.5%	24.4%
经营活动现金流	-418	264	744	588	销售净利率(%)	7.4%	7.4%	7.4%	7.3%
投资活动现金流	-440	-552	-645	-891	资产负债率(%)	72.6%	72.7%	72.9%	72.9%
筹资活动现金流	1267	38	-67	87	收入增长率(%)	79.7%	51.3%	43.8%	47.6%
现金净增加额	402	-250	31	-216	净利润增长率(%)	49.6%	51.3%	43.6%	46.8%
折旧和摊销	61	63	92	130	P/E	30.28	20.19	14.04	9.55

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>