

2018年07月26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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.07
一年最低/最高价	9.20/13.98
市净率(倍)	3.38
流通A股市值(百万元)	5907.42

基础数据

每股净资产(元)	3.28
资产负债率(%)	72.22
总股本(百万股)	549.98
流通A股(百万股)	533.64

相关研究

- 《国祯环保 (300388): 中报业绩超市场预期, 资本金投入保障全年业绩高增长》2018-07-12
- 《国祯环保 (300388): 大手笔增持彰显重要意义, 在手资金充足打消市场疑虑》2018-06-21
- 《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

大股东出售燃气资产回笼资金，市场融资担忧彻底消除

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	0.53	0.77	1.13
P/E (倍)	17.30	20.89	14.38	9.80

投资要点

- 事件：**百川能源发布公告，拟以现金方式收购国祯燃气公司 100% 股权，交易金额合计 13.44 亿元。
- 大股东出售燃气资产回笼资金，股权质押率持续降低：**根据百川能源公司公告，拟以现金方式收购国祯燃气公司 100% 股权，交易金额合计 13.44 亿元，按照国祯集团持股比例为 85.80% 计算（直接持股 65.65%、通过阜阳国祯持股 20.15%），此次资产出售完成后，将回笼资金 11.53 亿元。1) 在手现金充沛，充分打消市场对于公司融资的担忧。截至一季度末，公司在手货币资金合计 7.64 亿，此次大股东收到股权收购款 11.53 亿之后，将为公司提供强大后盾，市场关于公司融资能力的担忧消除。2) 大股东股权质押率持续下降：根据公司公告，截至 2018 年 7 月 23 日，大股东国祯集团合计质押公司股份数量为 1.45 亿股，占比其持有公司股份总数（2.18 亿股）为 66.51%，此次回笼资金后，预计股权质押率将继续下降。
- 工程+运营助力中报业绩超预期，大股东增持彰显信心：**根据公司公告，上半年运营服务收入与工程建造服务收入增长明显，预计实现归母净利润 1.24-1.42 亿（非经损益对净利润的影响约 110 万元），同比增长 105%-135%，超出市场预期。根据公司 2017 年年报，运营收入为 9.63 亿，占比营收总额为 36.64%；贡献毛利约为 3.76 亿，占比毛利总额为 57.49%，今年伴随在建项目（新建+改造，且地方政府均有保底水量承诺）逐步投产，预计运营收入仍将实现稳定高速增长！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，增持金额合计 1.20 亿，充分彰显对公司发展的信心。
- 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！
- 盈利预测与投资评级：**预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.53、0.77、1.13 元，对应 PE 分比为 21、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

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：百川能源发布公告，拟以现金方式收购国祯燃气公司100%股权，交易金额合计13.44亿元。

大股东出售燃气资产回笼资金，股权质押率持续降低

根据百川能源公司公告，拟以现金方式收购国祯燃气公司100%股权，交易金额合计13.44亿元，按照国祯集团持股比例为85.80%计算（直接持股65.65%、通过阜阳国祯持股20.15%），此次资产出售完成后，将回笼资金11.53亿元。1) 在手现金充沛，充分打消市场对于公司融资的担忧。截至一季度末，公司在手货币资金合计7.64亿，此次大股东收到股权收购款11.53亿之后，将为公司提供强大后盾，市场关于公司融资能力的担忧消除。2) 大股东股权质押率持续下降：根据公司公告，截至2018年7月23日，大股东国祯集团合计质押公司股份数量为1.45亿股，占比其持有公司股份数总（2.18亿股）为66.51%，此次回笼资金后，预计股权质押率将继续下降。

工程+运营助力中报业绩超预期，大股东增持彰显信心

根据公司公告，上半年运营服务收入与工程建造服务收入增长明显，预计实现归母净利润1.24-1.42亿（非经损益对净利润的影响约110万元），同比增长105%-135%，超出市场预期。根据公司2017年年报，运营收入为9.63亿，占比营收总额为36.64%；贡献毛利约为3.76亿，占比毛利总额为57.49%，今年伴随在建项目（新建+改造，且地方政府均有保底水量承诺）逐步投产，预计运营收入仍将实现稳定高速增长！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，增持金额合计1.20亿，充分彰显对公司发展的信心。

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%。

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 25%，对应资本金投入为 7.5 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，股权、ABS（在手大量污水处理厂项目）等其他融资手段尚未启用，资金层面保障项目推进和业绩释放可期。

需重视运营资产的价值，具备内生造血能力

2017 年公司经营性净现金流是 3.8 亿，假设 2019 年可达到 4.5 亿左右，扣除工程端资金消耗 2 亿后，可用于投资运营业务的现金流净额为 2.5 亿。假设投资运营端资本金投入比例为 25%，则 2.52 亿资金可撬动投资为 10 亿，按照吨水投资 2500 元计算，可新建 40 万吨/日污水处理厂，按照吨水处理费 1.2 元、毛利率 40% 计算，可得出在新建水厂投入运营后，有望带来收入 1.73 亿，对应毛利约为 0.67 亿。假设净利率水平为 20%，则 2.5 亿资本金投入带来 0.35 亿/年净利润，投资回报率为 14.00%，内生造血能力较强。

盈利预测与估值

预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.53、0.77、1.13 元，对应 PE 分比为 21、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)	0.35	0.53	0.77	1.13
少数股东权益	302	324	362	419	每股净资产(元)	3.27	3.72	4.38	5.41
归属母公司股东权益	1917	2165	2529	3092	发行股份(百万股)	306	550	550	550
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	17.30	20.89	14.38	9.80

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、意见及推測不一致的报告。

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，并注明出自为东吴证券研究所，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>