

## 三季报业绩高增长，定增有望改善财务结构 买入（维持）

2018 年 10 月 15 日

证券分析师 袁理

执业证号：S0600511080001  
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 刘博

执业证号：S0600518070002  
021-60199793

liub@dwzq.com.cn

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	0.54	0.77	1.13
P/E（倍）	11.73	13.91	9.75	6.65

### 投资要点

■ **事件：**1) 公司发布 2018 年前三季度业绩预告，预计前三季度实现归母净利润 2.00-2.31 亿，同比增长 100%-130%。2) 公司发布定增预案，将向不超过 5 名特定对象发行股份，募集资金合计 10 亿元，用于合肥市小仓房污水处理厂 PPP 项目。

■ **三季报业绩持续亮眼，10 亿定增有望降低资产负债率：**根据公司发布的 2018 年前三季度业绩预告，预计前三季度实现归母净利润 2.00-2.31 亿，同比增长 100%-130%；其中单季度实现盈利 0.61-0.91 亿，同比增长 55%-131%，与中报相比（129.40%），前三季度业绩仍保持高速增长。10 月 10 日，公司公告，将向不超过 5 名特定对象发行股份，募集资金合计 10 亿元，用于合肥市小仓房污水处理厂 PPP 项目。近年来，由于公司业务发展和项目拓展速度较快，资产负债率持续上升，2016H1、2016H2、2017H1、2017H2、2018H1 资产负债率分别为 70%、70%、72%、73%、74%，较高的资产负债率一方面提升了公司的财务风险，另一方面也使得公司债务融资的成本提升，因此此次定增发行后，将有望解决公司在快速发展过程中产生的资金缺口，有助于公司优化资产负债结构、降低财务风险，同时，随着公司的财务状况的改善，公司向银行等金融机构债务融资的能力提高，有望以更低的融资成本获取资金，提升自身的持续盈利能力。

■ **大股东出售燃气资产回笼资金，股权质押率有望持续降低：**根据此前百川能源公司公告，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%），资产出售完成后，将回笼资金 11.53 亿元。截至 2018 年 9 月 19 日，大股东国祯集团合计质押公司股份数量为 1.33 亿股，占比其持有公司股份总数（2.18 亿股）为 61.01%，回笼资金后，股权质押率有望继续下降。

■ **盈利预测与投资评级：**预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.54、0.77、1.13 元，对应 PE 分别为 14、10、7 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

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	7.51
一年最低/最高价	7.06/13.98
市净率(倍)	1.21
流通 A 股市值(百万元)	4036.04

### 基础数据

每股净资产(元)	6.22
资产负债率(%)	73.82
总股本(百万股)	548.95
流通 A 股(百万股)	539.58

### 相关研究

- 1、《国祯环保 (300388)：盈利能力改善+费用管控良好，真正有质量的高增长》2018-08-15
- 2、《国祯环保 (300388)：大股东出售燃气资产回笼资金，市场融资担忧彻底消除》2018-07-26
- 3、《国祯环保 (300388)：中报业绩超预期，资本金投入保障全年业绩高增长》2018-07-12

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：1) 公司发布 2018 年前三季度业绩预告，预计前三季度实现归母净利润 2.00-2.31 亿，同比增长 100%-130%。2) 公司发布定增预案，将向不超过 5 名特定对象发行股份，募集资金合计 10 亿元，用于合肥市小仓房污水处理厂 PPP 项目。**

### 三季报业绩持续亮眼，10 亿定增有望降低资产负债率

根据公司发布的 2018 年前三季度业绩预告，预计前三季度实现归母净利润 2.00-2.31 亿，同比增长 100%-130%；其中单季度实现盈利 0.61-0.91 亿，同比增长 55%-131%，与中报相比（129.40%），前三季度业绩仍保持高速增长。10 月 10 日，公司公告，将向不超过 5 名特定对象发行股份，募集资金合计 10 亿元，用于合肥市小仓房污水处理厂 PPP 项目。近年来，由于公司业务发展和项目拓展速度较快，资产负债率持续上升，2016H1、2016H2、2017H1、2017H2、2018H1 资产负债率分别为 70%、70%、72%、73%、74%，较高的资产负债率一方面提升了公司的财务风险，另一方面也使得公司债务融资的成本提升，因此此次定增发行后，将有望解决公司在快速发展过程中产生的资金缺口，有助于公司优化资产负债结构、降低财务风险，同时，随着公司的财务状况的改善，公司向银行等金融机构债务融资的能力提高，有望以更低的融资成本获取资金，提升自身的持续盈利能力。

**大股东出售燃气资产回笼资金，股权质押率有望持续降低**

根据此前百川能源公司公告，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%），资产出售完成后，将回笼资金 11.53 亿元。截至 2018 年 9 月 19 日，大股东国祯集团合计质押公司股份数量为 1.33 亿股，占比其持有公司股份总数（2.18 亿股）为 61.01%，回笼资金后，股权质押率有望继续下降。

## 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，公司在手污水处理产能接近 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 年上半年年末末公司在手货币资金 9.90 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 0.54、0.77、1.13 元，对应 PE 分别为 14、10、7 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)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>2781</b>	<b>3302</b>	<b>4288</b>	<b>5809</b>	<b>营业收入</b>	<b>2628</b>	<b>3977</b>	<b>5718</b>	<b>8438</b>
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
<b>非流动资产</b>	<b>5318</b>	<b>5812</b>	<b>6371</b>	<b>7138</b>	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	<b>营业利润</b>	<b>209</b>	<b>365</b>	<b>528</b>	<b>781</b>
其他非流动资产	3903	3903	3903	3903	加:营业外净收支	32	27	34	35
<b>资产总计</b>	<b>8099</b>	<b>9114</b>	<b>10659</b>	<b>12947</b>	<b>利润总额</b>	<b>241</b>	<b>392</b>	<b>562</b>	<b>816</b>
<b>流动负债</b>	<b>2830</b>	<b>3517</b>	<b>4677</b>	<b>6255</b>	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	<b>归属母公司净利润</b>	<b>194</b>	<b>294</b>	<b>422</b>	<b>619</b>
其他流动负债	904	1459	1724	2603	EBIT	422	497	671	928
<b>非流动负债</b>	<b>3050</b>	<b>3109</b>	<b>3091</b>	<b>3181</b>	EBITDA	483	560	763	1058
长期借款	2481	2540	2522	2612					
其他非流动负债	569	569	569	569					
<b>负债合计</b>	<b>5880</b>	<b>6625</b>	<b>7768</b>	<b>9436</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
少数股东权益	302	324	362	419	每股收益(元)	0.35	0.54	0.77	1.13
归属母公司股东权益	1917	2165	2529	3092	每股净资产(元)	3.27	3.72	4.38	5.41
<b>负债和股东权益</b>	<b>8099</b>	<b>9114</b>	<b>10659</b>	<b>12947</b>	发行股份(百万股)	306	549	549	549
					ROIC(%)	6.0%	6.1%	7.8%	9.7%
					ROE(%)	9.4%	12.7%	15.9%	19.3%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	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	11.73	13.91	9.75	6.65

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>