

麦王环境订单再下一城，再融资为饱满订单释放保驾护航

买入（维持）

2018年12月07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

liub@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2,628	4,222	6,072	8,699
同比（%）	79.7%	60.7%	43.8%	43.3%
净利润（百万元）	194	324	457	627
同比（%）	49.6%	66.8%	41.1%	37.2%
每股收益（元/股）	0.64	0.59	0.83	1.14
P/E（倍）	14.14	15.34	10.90	7.94

投资要点

■ **事件：**公司公告，控股子公司麦王环境收到 TEDA TPCO 美国公司的中标意向函，麦王环境的全资子公司 MET 将成为项目总包方，参与 TEDA TPCO 美国公司的工程项目，项目总金额为 1.12 亿人民币。

■ **收购麦王切入工业废水和油泥领域，技术和研发是其核心竞争力：**2015 年 8 月，公司以自有资金 3.69 亿收购麦王环境 72.31% 的股权，切入工业废水和油泥处理领域。麦王环境成立于 1997 年，起源于美国加州，被收购前控股股东为美国麦王环保能源集团，公司最初从代理美国产品开始，在中国经历了十几年的耕耘和发展，目前已发展成为具有设计咨询、设备供应、工艺集成、工程总包、设施运营和投融资等能力的综合环境服务公司，并拥有环境工程专项设计资质、环境设施运营资质、环保工程专业承包资质。

客户群体集中于大型工业企业：麦王环境主营业务包括工业污水处理、供水及纯水系统、回用水及零排放系统、污泥处理、油再生及油泥处理，主要盈利模式包括工程设计和总包、环保节能产品销售、环保设施运营管理、BOO 和 BOT 项目等，服务于煤化工、石油化工、钢铁、食品饮料、汽车、制药等行业，主要客户包括中石油、中石化、可口可乐、中煤集团等大型上市公司和海内外知名企业。

技术和研发是核心竞争力：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。公司为工业污水零排放首席供应商，全方位解决客户从污水、回用水、浓盐水、零排放全流程的综合解决方案，在煤化工石油化工钢铁行业公司的技术位于前列。其中“CAF 涡凹气浮系统”（麦王注册商标产品），是世界独创的专利水处理设备，也是美国商务部和环保局的出口推荐技术。MSAF 序进气浮是一种涡凹与溶气气浮技术相结合的废水高负荷精处理一体化浮选设备。

■ **TEDA TPCO 大单落地意义显著，占比上半年工业板块收入为 90%：**根据公司公告，此次中标的项目合同属于管道安装施工分包，其主要包括 TEDA TPCO 主车间 CTP 区域以及其它主体设备区域液压管线的安装，MET（麦王环境全资子公司）作为合同的总承包方，将在施工公司的配合下，完成液压管线的安装施工，该管线安装是主车间设备区域的重点管线，属于 MET 在执行合同 RM2 的配套，该项目的实施将整合主车间施工区域以及进度，并为 TEDA TPCO 业主节省管理成本。该项目总额为 1.12 亿，占比 2018 年上半年工业板块收入（1.25 亿）的 89.60%（由于目前该项目尚未签订正式合同，最终合同额还未确定），此次签约后项目示范效应彰显，预计后续会有更多工业项目落地。

■ **盈利预测与投资评级：**预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.59、0.83、1.14 元，对应 PE 分比为 15、11、8 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**在手水厂建设进度不达预期、工程项目建设进度不达预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.05
一年最低/最高价	7.06/13.98
市净率(倍)	2.43
流通 A 股市值(百万元)	4883.18

基础数据

每股净资产(元)	3.73
资产负债率(%)	73.30
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)：业绩增速接近预告上限，订单+资金有望推动全年业绩超预期》

2018-10-31

2、《国祯环保 (300388)：三季报业绩高增长，定增有望改善财务结构》

2018-10-15

3、《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

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：公司公告，控股子公司麦王环境收到 TEDA TPCO 美国公司的中标意向函，麦王环境的全资子公司 MET 将成为项目总包方，参与 TEDA TPCO 美国公司的工程项目，项目总金额为 1.12 亿人民币。

收购麦王切入工业废水和油泥领域，技术和研发是其核心竞争力

2015 年 8 月，公司以自有资金 3.69 亿收购麦王环境 72.31% 的股权，切入工业废水和油泥处理领域。麦王环境成立于 1997 年，起源于美国加州，被收购前控股股东为美国麦王环保能源集团，公司最初从代理美国产品开始，在中国经历了十几年的耕耘和发展，目前已发展成为具有设计咨询、设备供应、工艺集成、工程总包、设施运营和投融资等能力的综合环境服务公司，并拥有环境工程专项设计资质、环境设施运营资质、环保工程专业承包资质。

客户群体集中于大型工业企业：麦王环境主营业务包括工业污水处理、供水及纯水系统、回用水及零排放系统、污泥处理、油再生及油泥处理，主要盈利模式包括工程设计和总包、环保节能产品销售、环保设施运营管理、BOO 和 BOT 项目等，服务于煤化工、石油化工、钢铁、食品饮料、汽车、制药等行业，主要客户包括中石油、中石化、可口可乐、中煤集团等大型上市公司和海内外知名企业。

技术和研发是核心竞争力：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。

公司为工业污水零排放首席供应商，全方位解决客户从污水、回用水、浓盐水、零排放全流程的综合解决方案，在煤化工石油化工钢铁行业公司的技术位于前列。其中“CAF 涡凹气浮系统”（麦王注册商标产品），是世界独创的专利水处理设备，也是美国商务部和环保局的出口推荐技术。MSAF 序进气浮是一种涡凹与溶气气浮技术相结合的废水高负荷精处理一体化浮选设备。

TEDA TPCO 大单落地意义显著，占比上半年工业板块收入为 90%

根据公司公告，此次中标的项目合同属于管道安装施工分包，其主要包括 TEDA TPCO 主车间 CTP 区域以及其它主体设备区域液压管线的安装，MET（麦王环境全资子公司）作为合同的总承包方，将在施工公司的配合下，完成液压管线的安装施工，该管线安装是主车间设备区域的重点管线，属于 MET 在执行合同 RM2 的配套，该项目的实施将整合主车间施工区域以及进度，并为 TEDA TPCO 业主节省管理成本。该项目总额为 1.12 亿，占比 2018 年上半年工业板块收入（1.25 亿）的 89.60%（由于目前该项目尚未签订正式合同，最终合同额还未确定），此次签约后项目示范效应彰显，预计后续会有更多工业项目落地。

定向增发进入反馈意见阶段，融资到位后将为在手饱满订单释放提供充足保障

根据公司公告，前三季度新签订单合计 17.29 亿，其中已确认订单 14.87 亿、未确认订单 2.42 亿，截至三季度末在手未确认工程订单合计 45.57 亿，其中 94.38%（43.01 亿）为 EPC 订单；新签特许经营类订单合计 37.52 亿，截至三季度末为完成投资金额合计 53.43 亿，其中 90.21%（48.20 亿）为 PPP 订单，运营期收入合计 8.78 亿。公司 10 月初公告，拟向不超过 5 名特定投资者发行股份，募集资金合计 10 亿元，主要用于合肥市小仓房污水处理厂 PPP 项目，我们查询证监会网站公开信息显示，增发已经进入反馈意见阶段，此次定增如果发行成功，一方面降低公司资产负债率，另一方面，公司目前在手订单充沛，定增资金到位后为公司订单转化为业绩提供充足保障。

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%。

盈利预测与估值

预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 3.24、4.57、6.27 亿，EPS 分别为 0.59、0.83、1.14 元，对应 PE 分比为 15、11、8 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
流动资产	2781	3581	4486	6015	营业收入	2628	4222	6072	8699
现金	1091	878	963	711	减:营业成本	1974	3172	4584	6579
应收账款	781	1440	1754	2822	营业税金及附加	25	41	58	84
存货	372	503	762	1053	营业费用	103	166	238	341
其他流动资产	536	761	1007	1430	管理费用	192	275	422	668
非流动资产	5318	5859	6437	7184	财务费用	148	168	200	243
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	548	885	1337	加:投资净收益	8	5	5	6
在建工程	366	403	452	533	其他收益	0	0	0	0
无形资产	694	767	856	964	营业利润	209	405	575	791
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	9440	10923	13199	利润总额	241	433	609	826
流动负债	2830	3745	4795	6403	减:所得税费用	33	84	111	141
短期借款	837	837	837	837	少数股东损益	14	25	41	58
应付账款	1088	1362	2179	2903	归属母公司净利润	194	324	457	627
其他流动负债	904	1545	1778	2663	EBIT	422	538	718	938
非流动负债	3050	3176	3167	3207	EBITDA	483	602	813	1071
长期借款	2481	2607	2598	2638					
其他非流动负债	569	569	569	569					
负债合计	5880	6920	7962	9610	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	302	326	367	425	每股收益(元)	0.35	0.59	0.83	1.14
归属母公司股东权益	1917	2194	2593	3164	每股净资产(元)	3.27	3.77	4.50	5.54
负债和股东权益	8099	9440	10923	13199	发行股份(百万股)	306	549	549	549
					ROIC(%)	6.0%	6.5%	8.1%	9.7%
					ROE(%)	9.4%	13.8%	16.8%	19.1%
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	291	858	668	销售净利率(%)	7.4%	7.7%	7.5%	7.2%
投资活动现金流	-440	-600	-668	-874	资产负债率(%)	72.6%	73.3%	72.9%	72.8%
筹资活动现金流	1267	96	-105	-46	收入增长率(%)	79.7%	60.7%	43.8%	43.3%
现金净增加额	402	-214	85	-252	净利润增长率(%)	49.6%	66.8%	41.1%	37.2%
折旧和摊销	61	64	95	134	P/E	14.14	15.34	10.90	7.94

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>