

2019 年 08 月 04 日

证券分析师 袁理

执业证号: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 王浩然

021-60199782

wanghr@dwzq.com.cn

中标亚行贷款项目，巢湖治理市场空间广阔 买入（维持）

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,006	5,066	6,281	7,538
同比（%）	52.4%	26.4%	24.0%	20.0%
净利润（百万元）	281	368	490	610
同比（%）	44.6%	31.2%	33.1%	24.5%
每股收益（元/股）	0.42	0.55	0.73	0.91
P/E（倍）	22.45	17.14	12.88	10.34

投资要点

- **事件：**公司中标亚洲开发银行贷款安徽巢湖流域水环境综合治理项目——合肥循环经济示范园管网建设工程，中标额 1.21 亿元，包括 22.46km 的污水收集管道及相关配套工程，施工期为 12 个月。
- **巢湖治理市场空间广阔，亚行贷款保障资金来源。**本次项目中标具有双重意义，1) 巢湖治理市场空间广阔，18 年 11 月发布的《巢湖综合治理攻坚战实施方案》提出，到 2020 年巢湖流域入湖污染负荷有效削减，河湖水质有效改善，入河排污口整治完成率达到 100%，实现城市建成区污水全收集、全处理，乡镇建成区污水集中处理率达到 80%，省级及以上工业集中区污水集中处理设施建成率达到 100%。2) 该项目为亚洲开发银行贷款项目，保障资金来源，有利于提升公司未来的经营业绩。
- **两大央企战略入股，运营现金流扩张红利可期。**三峡和中节能集团在长江大保护计划中的骨干作用毋庸置疑，芜湖模式中作为牵头方主要负责项目投资建设，而公司负责轻资产运营。两大央企定增战略入股后，加上其子公司合并考虑的持股占比分别为 11.64% 和 8.71%，为公司前 4 大股东，有利于发挥彼此之间的协同效应。公司目前已中标长江大保护首批试点城市之一的芜湖项目，第二批试点城市也已开启，“轻资产运营”规模有望快速扩张，优质现金流业务占比快速提升。情景假设 1: 公司在长江大保护计划中市占率 10%，预计可新增 725 万吨/d 委托运营规模，是 18 年公司委托运营水量的 5.18 倍，已投运水量的 1.95 倍。情景假设 2: 预计安徽长江沿线城市提标改造运营规模可带来 297 万吨/d 的受益增量，是 18 年公司委托运营水量的 2.12 倍，已投运水量的 79.96%。
- **后 PPP 时代竞争格局激变，轻资产优质运营模式带来三大优势。**当前水处理行业的重大矛盾是长江水环境亟待改善下的庞大投资市场和融资瓶颈之间的矛盾。新模式有效解决瓶颈，凭借运营技术、管理能力获取合作机会的公司享有 3 大优势：1) 轻资产发展，投资回报率与现金流运营占比双双快速提升。根据委托运营平均盈利模式测算，平均投资回报率有望从传统项目的 6.24% 提升至轻资产模式下的 51.34%，实现项目收益率 8.22 倍扩张；2) 央企牵头项目城市打包模式，加速市场份额提升。芜湖项目打包 6 个污水处理厂，总运营水量 61.5 万吨，是公司 18 年运营项目平均中标规模的 7.7 倍；3) 加速政府存量水务资产市场化。据 E20 数据显示，我国污水处理存量资产中约 57% 为非市场化项目，随着项目向第三方开放，将打开政府存量资产的市场化空间。
- **盈利预测：**考虑定增完成后股份摊薄的影响，预计公司 19-21 年 EPS 分别为 0.55/0.73/0.91 元，对应 PE 为 17/13/10 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**水厂建设进度不达预期、工程项目建设进度不达预期、融资改善不达预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.42
一年最低/最高价	6.98/11.43
市净率(倍)	2.38
流通 A 股市值(百万元)	5174.97

基础数据

每股净资产(元)	3.96
资产负债率(%)	75.33
总股本(百万股)	670.31
流通 A 股(百万股)	549.36

相关研究

- 1、《国祯环保 (300388)：三峡中节能定增战略价值凸显，“轻资产+现金流”模式启航》2019-07-12
- 2、《国祯环保 (300388)：生产许可证如期返还，定增核准通过助力可持续增长》2019-06-23
- 3、《国祯环保 (300388)：定增核准通过，麦王单落地助力未来发展》2019-06-16

国祯环保三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,929	3,580	4,221	4,461	营业收入	4,006	5,066	6,281	7,538
现金	772	734	1,056	573	减:营业成本	3,124	3,898	4,834	5,800
应收账款	943	1,237	1,467	1,778	营业税金及附加	29	37	45	54
存货	582	609	868	904	营业费用	114	144	179	215
其他流动资产	631	1,000	830	1,205	管理费用	139	273	339	399
非流动资产	7,216	8,143	9,067	9,715	财务费用	191	194	184	183
长期股权投资	145	164	185	206	资产减值损失	65	63	84	117
固定资产	225	1,014	1,758	2,212	加:投资净收益	19	13	16	15
在建工程	1,109	1,153	1,220	1,283	其他收益	0	0	0	0
无形资产	737	812	903	1,014	营业利润	368	470	634	783
其他非流动资产	5,000	5,000	5,000	5,001	加:营业外净收支	-1	-1	-1	-1
资产总计	10,145	11,723	13,288	14,176	利润总额	368	469	633	783
流动负债	4,084	4,510	5,661	6,017	减:所得税费用	57	68	95	116
短期借款	1,074	1,074	1,074	1,074	少数股东损益	30	32	48	57
应付账款	1,850	1,817	2,729	2,726	归属母公司净利润	281	368	490	610
其他流动负债	1,161	1,619	1,858	2,217	EBIT	606	664	817	966
非流动负债	3,495	3,300	3,245	3,190	EBITDA	693	758	982	1,196
长期借款	2,975	2,780	2,725	2,670					
其他非流动负债	520	520	520	520	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	7,579	7,810	8,906	9,206	每股收益(元)	0.42	0.55	0.73	0.91
少数股东权益	343	376	424	480	每股净资产(元)	3.14	5.10	5.73	6.52
					发行在外股份(百万股)	549	670	670	670
归属母公司股东权益	2,222	3,538	3,958	4,489	ROIC(%)	7.4%	6.8%	7.8%	8.6%
负债和股东权益	10,145	11,723	13,288	14,176	ROE(%)	12.1%	10.2%	12.3%	13.4%
					毛利率(%)	22.0%	23.1%	23.1%	23.1%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	7.0%	7.3%	7.8%	8.1%
经营活动现金流	-61	105	1,544	498	资产负债率(%)	74.7%	66.6%	67.0%	64.9%
投资活动现金流	-751	-1,008	-1,073	-864	收入增长率(%)	52.4%	26.4%	24.0%	20.0%
筹资活动现金流	314	865	-149	-117	净利润增长率(%)	44.6%	31.2%	33.1%	24.5%
现金净增加额	-504	-38	322	-483	P/E	22.45	17.14	12.88	10.34
折旧和摊销	87	94	166	230	P/B	3.00	1.85	1.64	1.44
资本开支	633	908	902	628	EV/EBITDA	15.31	14.25	10.82	9.46
营运资本变动	-716	-571	673	-567					

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>

