

日期: 2019 年 9 月 3 日

行业: 公用事业



分析师: 熊雪珍

Tel: 021-53686180

E-mail: xiong xue zhen@shzq.com

SAC 证书编号: S0870519080002

运营业务稳定增长, 引入战投助力公司角逐“长江大保护”

——2019 年中报点评

■ 动态事项

公司发布 2019 年半年度报告。2019 年上半年公司实现营收 16.86 亿元, 同比增长 6.96%, 归母净利润 1.56 亿元, 同比增长 12.10%, 扣除非经常性损益后的净利润 1.53 亿元, 同比增长 11.17%。

■ 公司点评

公司运营业务占比提升, 轻资产转型之路进入拐点

公司业务范围覆盖城镇污水处理、水环境综合治理、工业污水处理、农村水环境治理及供排水一体化领域, 各业务板块间有较好协同效应, 公司具全产业链优势。上半年公司实现营业收入 16.8 亿元, 从业务模式来看, 运营服务实现营收 6.45 亿元, 同比增长 19.89%, 环境工程 EPC 业务实现营收 9.63 亿元, 同比增长 0.94%。随着公司已签约的 PPP 项目陆续投产运营, 2019H1 公司已在全国拥有百余座污水处理厂, 处理规模 524 万吨/日, 其中在建规模 139 万吨/日, 托管运营规模 143 万吨/日, 公司运营业绩持续稳定增长, 收入占比达到 38.39%, 较去年同期增长 4.23pct。2019 H1, 公司节能环保工程类在手未确认收入的订单 50.08 亿元, 特许经营类处于施工期未完成投资的订单金额为 52.76 亿元, 公司轻资产转型之路进入拐点。

毛利率、净利率提升, 费用控制良好, 公司盈利能力增强

2019H1 公司综合毛利率为 25.73%, 较上年同期提高 1.99pct, 其中运营服务毛利率为 37.97%, 同比略减少 0.67pct, 工程建设毛利率为 17.04% 同比增加 2.47pct。随着公司运营业务占比的增长, 公司综合毛利率有望进一步提高。

公司销售费用率、管理费用率 (按加回研发费用计算) 分别为 3.08%、5.53%, 同比分别减少 0.06pct、0.18pct, 财务费用率为 7.01%, 上升 1.71pct, 主要考虑由融资规模增加, 利息支出增加所致。整体来看, 期间费用率为 15.42%, 上升 1.27%, 费用端控制良好。公司净利率 9.72%, 小幅提升 0.29pct, 公司盈利能力增强。

定向增发引入战投, 助力角逐“长江大保护”市场

2019 年 7 月公司定向增发 109,790,001 股, 募集资金 94,199.82 万元。引入战略投资者中节能、长江生态环保集团、三峡资本控股,

基本数据 (2019H1)

报告日股价 (元)	9.17
12mth A 股价格区间 (元)	7.06/11.57
总股本 (百万股/最新)	670.31
无限售 A 股/总股本	81.96%
流通市值 (亿元)	50.38
每股净资产 (元)	4.06
PBR (X)	2.26

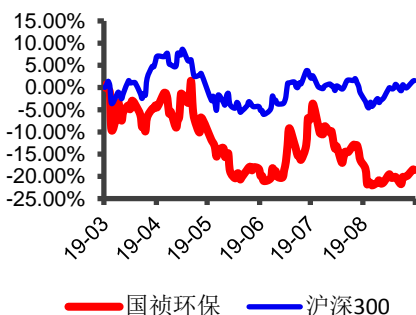
主要股东 (2019 年 H1)

安徽国祯集团股份有限公司	32.46%
安徽省铁路发展基金股份有限公	10.59%
司	

收入结构 (2019H1)

水环境治理综合服务	69.45%
小城镇环境治理综合服务	17.50%
工业废水处理综合服务	12.74%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



其持股比例分别为 8.69%、5.22%、6.40%。其中长江生态环保集团、三峡资本均由三峡集团控股,《关于支持三峡集团在共抓长江大保护中发挥骨干主力作用的指导意见》明确了三峡集团在长江大保护中的骨干主力作用,长江经济带环境治理市场空间广阔,公司引入战投有望借助平台优势,深度参与长江大保护市场竞争。

风险因素

市场竞争加剧导致毛利率下降风险;项目进度不达预期风险。

■ 投资建议:

未来六个月内, “增持”评级。

我们预测 2019-2021 年公司实现归属母公司的净利润分别为 3.70 亿元、4.74 亿元、5.60 亿元,同比增长分别为 31.63%、28.16%、18.13%; EPS 分别为 0.55 元、0.71 元和 0.83 元,对应的动态市盈率分别为 16.63 倍、12.98 倍、10.98 倍。公司运营业绩持续稳定增长,轻资产转型之路进入拐点,盈利能力增强,2019 年 7 月通过定增引入战投中节能、长江生态环保集团、三峡资本控股,有望借助平台优势,深度参与“长江大保护”市场竞争。首次给予公司“增持”评级。

数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4006.38	4823.84	5849.87	6958.79
年增长率	52.44%	20.40%	21.27%	18.96%
归属于母公司的净利润	280.80	369.61	473.69	559.59
年增长率	44.61%	31.63%	28.16%	18.13%
每股收益(摊薄):元	0.42	0.55	0.71	0.83
PER (X)	21.89	16.63	12.98	10.98

注:有关指标按当年股本摊薄

附表

资产负债表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	772	929	1,127	1,341
存货	582	548	833	803
应收账款及票据	1,203	1,631	1,807	2,282
其他	372	239	408	337
流动资产合计	2,929	3,347	4,175	4,763
长期股权投资	145	145	145	145
固定资产	225	386	1,127	2,098
在建工程	1,109	1,551	1,304	245
无形资产	737	746	757	771
其他	5,000	5,236	5,484	5,745
非流动资产合计	7,216	8,064	8,818	9,003
资产总计	10,145	11,411	12,993	13,766
短期借款	1,074	1,639	2,164	2,815
应付账款及票据	2,454	2,083	2,905	3,323
其他	557	600	619	640
流动负债合计	4,084	4,322	5,688	6,778
长期借款和应付债券	2,975	2,975	2,967	2,425
其他	520	545	545	537
非流动负债合计	3,495	3,520	3,512	2,962
负债合计	7,579	7,842	9,199	9,739
少数股东权益	343	376	422	474
股东权益合计	2,566	3,569	3,794	4,026
负债和股东权益总计	10,145	11,411	12,993	13,766

现金流量表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	311	370	474	560
折旧和摊销	87	67	124	202
营运资本变动	(1,868)	(832)	(52)	(190)
经营活动现金流	(61)	(142)	841	886
资本支出	(44)	(678)	(630)	(127)
投资收益	19	0	0	0
投资活动现金流	(751)	(659)	(635)	(130)
股权融资	243	121	0	0
负债变化	472	0	(8)	(542)
股息支出	(203)	(225)	(296)	(379)
融资活动现金流	314	958	(8)	(542)
净现金流	(498)	157	198	214

数据来源：WIND 上海证券研究所

利润表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,006	4,824	5,850	6,959
营业成本	3,124	3,698	4,519	5,354
营业税金及附加	29	35	42	50
营业费用	114	137	167	223
管理费用	139	260	259	342
财务费用	191	221	249	262
资产减值损失	65	0	0	0
投资收益	19	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	368	474	612	720
营业外收支净额	(1)	(1)	(1)	(1)
利润总额	368	473	612	719
所得税	57	71	92	108
净利润	311	402	520	611
少数股东损益	30	33	46	52
归属母公司股东净利润	281	370	474	560

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	52.44%	20.40%	21.27%	18.96%
EBITDA 增长率	54.16%	17.79%	29.33%	20.22%
EBIT 增长率	56.00%	24.14%	23.86%	14.06%
净利润增长率	44.61%	31.63%	28.16%	18.13%
毛利率	22.03%	23.34%	22.74%	23.06%
EBITDA/总收入	16.14%	15.79%	16.84%	17.02%
EBIT/总收入	13.97%	14.41%	14.72%	14.11%
净利润率	7.01%	7.66%	8.10%	8.04%
资产负债率	74.71%	68.72%	70.80%	70.75%
流动比率	0.72	0.77	0.73	0.70
速动比率	0.57	0.65	0.59	0.58
总资产回报率（ROA）	3.06%	3.52%	4.00%	4.44%
净资产收益率（ROE）	12.63%	11.57%	14.05%	15.75%
EV/营业收入	1.00	1.15	0.97	0.77
EV/EBITDA	6.21	7.27	5.75	4.51
PE	21.89	16.63	12.98	10.98
PB	2.77	1.92	1.82	1.73

分析师承诺

熊雪珍

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。