

国祯环保 (300388)

业绩接近预告上限三峡入主开启轻资产红利 买入 (维持)

2019 年 10 月 28 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

盈利预测与估值	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%
归母净利润 (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)	24.11	18.38	13.81	11.09

投资要点

- **事件:** 2019 年前三季度公司实现营业收入 25.81 亿元, 同比增长 3.65%; 归母净利润 2.53 亿元, 同比增长 10.99%; 扣非归母净利润 2.50 亿元, 同比增长 10.25%; 加权平均 ROE 同比降低 1.41pct, 至 9.92%。
- **毛利率提高 3.11pct, ROE 略降 1.41pct。** 19Q1-Q3 公司毛利率同比提高 3.11pct 至 27.39%, 加权平均净资产收益率同比下降 1.41pct 至 9.92%。对 ROE 采用杜邦分析可得, 2019 年前三季度公司销售净利率为 10.45%, 同比上升 0.65pct, 总资产周转率为 0.22 (次), 同比下降 0.07 (次), 权益乘数从 18 年前三季度的 4.26 下降至 19 年前三季度的 4.21。
- **19Q1-Q3 新增 21.14 亿元工程订单, 同增 22.27%, 6.22 亿元投资订单。** 报告期内, 1) 新增工程项目 63 个, 其中 EPC 项目 52 个, 涉及金额 17.51 亿元, EP 项目 11 个, 涉及金额 3.63 亿元, 涉及金额合计 21.14 亿元, 同比增长 22.27%, 期末工程类在手订单 39.75 亿元; 2) 公司新增投资类项目 19 个, 其中 7 个为 BOT 项目, 12 个为 O&M 项目, 涉及投资金额合计 6.22 亿元, 期末未完成投资额 32.30 亿元。
- **期间费用率上升 2.08pct 至 15.88%。** 2019 年前三季度公司期间费用同比增长 19.3% 至 4.1 亿元, 期间费用率上升 2.08pct 至 15.88%。销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.43pct、上升 0.24pct、上升 0.01pct、上升 2.26pct 至 2.89%、4.13%、1.50%、7.37%。
- **实际经营性净现金流同比减少 13.25%。** 19 年前三季度公司经营活动现金流净额-18.05 亿元, 同减 737.61%, 其中不含特许经营权支出后的经营性净现金流同减 13.25% 至 3.64 亿元; 投资活动现金流净额-3.53 亿元, 同增 25.14%; 筹资活动现金流净额 30.53 亿元, 同增 1002.88%。
- **业务支持保障, 不低于长江环保集团增量运维业务的 30%。** 股权协议转让后, 三峡集团下属企业拟成第一大股东。未来三年内公司每年承担不低于长江环保集团主导的新增项目中 30% 的运维服务保障职能。同等条件下优先将公司纳入长江大保护联合单位成员, 优先支持公司在长江环保集团主导的长江大保护项目中开展智慧水务、管网检测及修复等运维服务。凭借运营优势获取试点城市合作, 运营现金流扩张红利可期。
- **轻资产优质运营模式带来三大优势。** 当前行业痛点是庞大的水环境改善投资市场和融资瓶颈间的矛盾。新模式有效解决瓶颈带来 3 大优势: 1) 轻资产发展, 投资回报率与运营现金流占比双升。根据委托运营盈利模式测算, 平均投资回报率有望从传统项目的 6.24% 提升至新模式下的 51.34%, 收益率扩张 8.22 倍; 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 18/14/11 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)	10.10
一年最低/最高价	6.98/11.43
市净率(倍)	2.05
流通 A 股市值(百万元)	5548.54

基础数据

每股净资产(元)	4.92
资产负债率(%)	72.08
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): 三峡集团下属企业成为第一大股东, 打开长江大保护广阔空间》2019-09-20
- 2、《国祯环保 (300388): 经营业绩稳健增长, 轻资产模式红利可期》2019-08-23
- 3、《国祯环保 (300388): 中标亚行贷款项目, 巢湖治理市场空间广阔》2019-08-04

事件：

2019 年前三季度公司实现营业收入 25.81 亿元，同比增长 3.65%；归母净利润 2.53 亿元，同比增长 10.99%；扣非归母净利润 2.50 亿元，同比增长 10.25%；加权平均 ROE 同比降低 1.41pct，至 9.92%。

点评：**1. 业绩同比增长 11%，新增投资/工程订单 6.2/21.1 亿元**

经营业绩同比增长 11%，毛利率提高 3.11pct。2019 年前三季度公司实现营业收入 25.81 亿元，同比增长 3.65%；归母净利润 2.53 亿元，同比增长 10.99%；扣非归母净利润 2.5 亿元，同比增长 10.25%；毛利率同比提高 3.11pct 至 27.39%。

19 年前三季度新增 6.22 亿元投资订单和 21.14 亿元工程订单。报告期内，1) 公司新增投资类项目 19 个，其中 7 个为 BOT 项目，12 个为 O&M 项目，包括亳州市城区排水设施 PPP 项目、界首水环境治理项目、合肥市小仓房污水处理厂 PPP 项目等，涉及投资金额合计 6.22 亿元，期末未完成投资额 32.30 亿元；2) 新增工程项目 63 个，其中 EPC 项目 52 个，涉及金额 17.51 亿元，EP 项目 11 个，涉及金额 3.63 亿元，涉及金额合计 21.14 亿元，同比增长 22.27%。包括阜阳水系综合整治项目等；期末工程类在手订单 39.75 亿元。

期间费用率上升 2.08pct 至 15.88%。2019 年前三季度公司期间费用同比增长 19.3% 至 4.1 亿元，期间费用率上升 2.08pct 至 15.88%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别减少 9.77%、增加 10.11%、增加 4.08%、增加 49.65%至 0.75 亿元、1.07 亿元、0.39 亿元、1.9 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.43pct、上升 0.24pct、上升 0.01pct、上升 2.26pct 至 2.89%、4.13%、1.50%、7.37%，财务费用增加较多主要系本期项目贷款的融资规模明显增长，利息支出增加所致。

资产周转率及财务杠杆下降致 ROE 同比略降 1.41pct。2019 年前三季度公司加权平均净资产收益率同比下降 1.41pct 至 9.92%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2019 年前三季度公司销售净利率为 10.45%，同比上升 0.65pct，总资产周转率为 0.22（次），同比下降 0.07（次），权益乘数从 18 年前三季度的 4.26 下降至 19 年前三季度的 4.21。

2. 资产负债率下降，营运效率提升

资产负债率下降 1.22pct，应付账款天数增加带动营运效率提升。2019 年前三季度公司资产负债率为 72.08%，同比下降 1.22pct，较年初下降 2.63pct。2019 年前三季度公

司应收账款同比增长 30.29%至 11.1 亿元,应收账款周转天数同比增加 18.85 天至 107.43 天;存货同比增长 20.42%至 7.33 亿元,存货周转天数同比增加 24.53 天至 94.74 天;应付账款 17.23 亿元,应付账款周转天数同比增加 101.55 天至 257.41 天,使净营业周期同比减少 58.17 天至-55.24 天。

3. 实际经营活动净现金流同比减少 13.25%

不含特许经营权支出后的经营性净现金流同比减少 13.25%。1) 2019 年前三季度公司经营活动现金流净额-18.05 亿元,同比减少 737.61%,其中不含特许经营权支出后的经营性净现金流同比减少 13.25%至 3.64 亿元;2) 投资活动现金流净额-3.53 亿元,同比增加 25.14%;3) 筹资活动现金流净额 30.53 亿元,同比增加 1002.88%,主要系本期定增发行募资 9.75 亿元所致。

4. 三峡集团下属企业拟成第一大股东,轻资产运营模式带来三大优势

业务支持保障,不低于长江环保集团增量运维业务的 30%。9 月 20 日,公司公告控股股东国祯集团拟将其持有的国祯环保 15%的股份协议转让给长江环保、三峡资本。转让完成后,三峡集团下属企业将成为公司第一大股东。转让协议中约定未来三年内公司每年承担不低于长江环保集团主导的新增项目中 30%的运维服务保障职能。同等条件下优先将公司纳入长江大保护联合体单位成员,优先支持国祯环保在长江环保集团主导的长江大保护项目中开展智慧水务、管网检测及修复等运维服务。

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。央企牵头项目公司负责投融资,环保企业负责运营的新模式,将有效发挥各自所长,提高项目落地效率,凭借运营技术管理能力获取合作机会的公司享有三大优势:

以芜湖项目为例,公司与长江生态环保集团牵头组成的联合体中标芜湖市城区污水系统提质增效(一期)PPP 项目,中标价为政府付费净现值 90.58 亿元,项目总投资为 45.1 亿元。三峡集团全资子公司长江生态环保集团持股 51%,国祯环保持股 5%,主要负责运营及移交相关工作,投入资本金仅约 6558 万元,预计可产生 1.8 亿元/年的运营收入。

表 1: 芜湖污水系统提质增效 PPP 项目运营范围、规模及模式

序号	项目名称	规模	经营模式
1	朱家桥污水处理厂	一期二期存量资产及提标改造工程运营规模为 22 万 m ³ /d, 三期扩建工程运营规模为 11.5 万 m ³ /d, 运营总规模为 33.5 万 m ³ /d	ROT
2	城南污水处理厂	一期提标改造工程运营规模为 10 万 m ³ /d	存量: O&M 提标改造: BOT
3	滨江污水处理厂	一期一阶段存量资产及提标改造工程运营规模为 3 万 m ³ /d, 一期二阶段扩建工程运营规模为 3 万 m ³ /d, 运营总规模为 6 万 m ³ /d	ROT
4	大龙湾污水处理厂	运营规模 3 万 m ³ /d	BOT
5	城东污水处理厂	运营规模 6 万 m ³ /d	TOT
6	高安污水处理厂	运营规模 3 万 m ³ /d	TOT
7	污水及中水管网、泵站 (房)	包括以上 6 座污水处理厂涉及的存量污水及中水管网、泵站 (房), 新建污水管网、泵站	存量: ROT 其余: BOT

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

优势一: 轻资产发展, 投资回报率与运营现金流占比双双快速提升。联合体中, 央企作为牵头方发挥融资优势, 环保企业专注于技术运营服务, 竞争模式从注重资源获取能力和融资能力的 PPP 重资产模式转向比拼技术运营管理水平轻资产模式, 带动现金流业务占比和资产回报率双提升。以公司中标的界首、亳州、长垣、莆田、乌拉特后旗项目作为样本项目, 其平均项目回报率为 6.24%。而在轻资产模式的芜湖项目中, 按照托管运营业务的平均盈利情况测算, 预计投资回报率有望达到 51.34%, 实现项目收益率 8.22 倍扩张。

优势二: 央企牵头项目城市打包模式, 加速市场份额提升。芜湖市城区污水系统提质增效 (一期) PPP 项目打包了芜湖市 6 个污水处理厂及配套管网/泵站, 总运营水量 61.5 万吨, 是公司 2018 年运营项目平均中标规模的 7.7 倍, 有利于公司进一步扩大市场份额。

优势三: 加速政府存量水务资产市场化。芜湖 PPP 项目存量资产中, 朱家桥、城南、滨江污水处理厂目前正由三家单位托管运营, 合计规模 35 万吨/日, 占该项目水量的 80%, 未来将由公司负责后续运营。据 E20 数据显示, 我国污水处理存量资产中, 大约有 57% 为非市场化项目, 随着长江经济带中原先由政府管理的存量运营项目向第三方企业开放, 将打开政府存量项目的市场化空间。

盈利预测与投资评级: 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 18/14/11 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 水厂建设进度不达预期、工程项目进度不达预期、融资改善不达预期

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)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		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				
归属母公司股东权益	2,222	3,538	3,958	4,489	股)	549	670	670	670
负债和股东权益	10,145	11,723	13,288	14,176	ROIC(%)	7.4%	6.8%	7.8%	8.6%
					ROE(%)	12.1%	10.2%	12.3%	13.4%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	22.0%	23.1%	23.1%	23.1%
经营活动现金流	-61	105	1,544	498	销售净利率(%)	7.0%	7.3%	7.8%	8.1%
投资活动现金流	-751	-1,008	-1,073	-864	资产负债率(%)	74.7%	66.6%	67.0%	64.9%
筹资活动现金流	314	865	-149	-117	收入增长率(%)	52.4%	26.4%	24.0%	20.0%
现金净增加额	-504	-38	322	-483	净利润增长率(%)	44.6%	31.2%	33.1%	24.5%
折旧和摊销	87	94	166	230	P/E	24.11	18.38	13.81	11.09
资本开支	633	908	902	628	P/B	3.22	1.98	1.76	1.55
营运资本变动	-716	-571	673	-567	EV/EBITDA	15.97	14.85	11.29	9.84

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>