

# 国祯环保 (300388)

## 利润增速高于收入增速，收入结构优化增长质量提升

买入（维持）

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,006	4,161	4,657	5,375
同比（%）	52.4%	3.9%	11.9%	15.4%
归母净利润（百万元）	281	330	430	582
同比（%）	44.6%	17.4%	30.5%	35.4%
每股收益（元/股）	0.42	0.49	0.64	0.87
P/E（倍）	27.42	23.36	17.90	13.22

### 投资要点

- **事件：**公司公布 2019 年度业绩快报，实现营业收入 41.61 亿元，同比增长 3.86%；实现归母净利润 3.30 亿元，同比增长 17.38%；每股收益为 0.55 元，同比增长 6.19%。
- **利润增速高于收入增速，收入结构优化增长质量提升。**19 年公司实现营业总收入 41.61 亿元，同比增长 3.86%；营业利润 3.99 亿元，同比增长 8.19%；利润总额 4.01 亿元，同比增长 9.02%；归母净利润 3.30 亿元，同比增长 17.38%。**利润增速显著高于收入增速**，预测公司通过运营业务占比的提升和工程项目的优选，优化收入结构提升增长质量，1) 19 年净利率同比提升 0.91pct，提升幅度较前三季度 0.65pct 进一步扩大，主要来自运营占比提升。随着公司在手项目投运与产能爬坡叠加公司工程业务收入略有回落，预计公司 19 年运营收入/毛利占比将扭转 2016-2018 年下降趋势迎来回升；2) 截止 19 年 9 月 30 日，在手工程订单金额 39.75 亿元，较 18 年年底，订单金额减少 6.55 亿元。19 年前三季度公司新增工程订单 21.14 亿元，同比增长 22.27%，有较大增长。公司在优选工程项目的同时，仍有条不紊推进工程业务，护航公司高质量发展。
- **业务支持保障，不低于长江环保集团增量运维业务的 30%。**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。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。公司“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：**公司在长江大保护项目中市占率 30%，预计可新增 2176 万吨/d 委托运营规模，是 18 年公司委托运营水量的 15.54 倍，已投运水量的 5.85 倍。**情景假设 2：**公司在长江大保护项目中市占率 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。
- **轻资产优质运营模式带来三大优势。**当前行业的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提升。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（以归母净利润除以期末总股本计算）分别为 0.49/0.64/0.87 元，对应 PE 为 23/18/13 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**工程项目建设进度不达预期、融资改善不达预期

2020 年 03 月 01 日

证券分析师 袁理

执业证号：S0600511080001

021-60199782

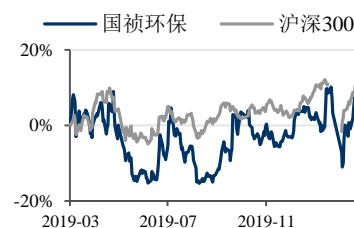
yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 王浩然

021-60199782

wanghr@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	11.48
一年最低/最高价	8.60/12.06
市净率(倍)	2.33
流通 A 股市值(百万元)	6308.15

### 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)	670.59
流通 A 股(百万股)	549.49

### 相关研究

- 1、《国祯环保 (300388)：业绩稳定增长，三峡联合体第二个项目预中标》2020-01-22
- 2、《国祯环保 (300388)：预中标巢湖首个全流域治理示范工程大单》2019-11-17
- 3、《国祯环保 (300388)：业绩接近预告上限三峡入主开启轻资产红利》2019-10-29

### 事件:

公司公布 2019 年业绩快报, 2019 年公司实现营业总收入 41.61 亿元, 同比增长 3.86%; 实现营业利润 3.99 亿元, 同比增长 8.19%; 实现利润总额 4.01 亿元, 同比增长 9.02%; 实现归母净利润 3.30 亿元, 同比增长 17.38%; EPS 0.55 元/股, 同比增长 6.19%。

### 点评:

## 1. 利润增速高于收入增速, 收入结构优化增长质量提升

2019 年全年公司实现营业总收入 41.61 亿元, 同比增长 3.86%; 实现营业利润 3.99 亿元, 同比增长 8.19%; 实现利润总额 4.01 亿元, 同比增长 9.02%; 实现归母净利润 3.30 亿元, 同比增长 17.38%。利润增速显著高于收入增速, 我们预测公司通过**运营业务占比的提升和工程项目的优选**, 优化收入结构提升增长质量。

**销售净利率抬升, 主要来自于运营占比提升。**据公司 19 年业绩快报, 公司 19 年全年销售净利率 7.92%, 较 18 年提高 0.91pct。19 年前三季度销售净利率 10.45%, 较 18 年前三季度提高 0.65pct。**19 年全年净利润提升幅度, 较前三季度提升幅度进一步扩大。**18 年公司运营业务毛利率 37.25%, 工程业务毛利率 14.12%, 运营毛利率显著高于业务毛利率。我们推测主要系运营占比的提升导致销售净利率抬升。

**19 年公司运营收入/毛利占比迎来回升。**19 年前三季度公司实现运营收入 9.95 亿元, 同比增长 13.26%, 随着公司亳州城区项目、合肥小仓房、胡大郢项目投入运营, 产能持续爬坡, **公司 19 年全年运营收入增速将较前三季度进一步提升。**19 年前三季度新增运营项目订单 19 个, 已超过 18 年全年新增运营订单。截止 19 年 9 月 30 日, 公司在手运营项目 133 个, 处于施工期运营项目 26 个。**随着新订单的增加和工程进度的推进, 公司运营业务未来发展值得期待。**公司 19 年前三季度实现工程收入 14.50 亿元, 同比下降 2.46%, 公司工程收入略有回落。考虑公司运营收入稳步增长, 相较 18 年运营收入/毛利占比 29.57%/50.21%, **我们预计公司 19 年运营收入/毛利占比将扭转 2016-2018 年下降趋势迎来回升。**

**优选工程项目, 护航高质量发展。**公司截止 19 年 9 月 30 日, 在手工程订单金额 39.75 亿元, 较 18 年年底, 订单金额减少 6.55 亿元。19 年前三季度公司新增工程订单 21.14 亿元, 同比增长 22.27%, 有较大增长。公司在优选工程项目的同时, 仍有条不紊推进工程业务, 护航公司高质量发展。

## 2. 政策明确任务目标, 打开未来发展空间

**长江保护修复攻坚战行动计划明确任务目标。**2019 年 1 月国家发改委、生态环境部发布了《长江保护修复攻坚战行动计划》，明确到 2020 年年底，长江流域水质优良（达到或优于Ⅲ类）的国控断面比例达到 85% 以上，丧失使用功能（劣于Ⅴ类）的国控断面比例低于 2%；长江经济带地级及以上城市建成区黑臭水体消除比例达 90% 以上，地级及以上城市集中式饮用水水源水质优良比例高于 97%。

表 1：长江经济带相关政策梳理

时间	政策	发布部门	核心内容
2016 年 9 月	长江经济带发展规划纲要	中共中央政治局	到 2020 年，生态环境明显改善，水资源得到有效保护和合理利用，河湖、湿地生态功能基本恢复，水质优良（达到或优于Ⅲ类）比例达到 75% 以上，森林覆盖率达到 43%，生态环境保护体制机制进一步完善。到 2030 年，水环境和水生态质量全面改善，生态系统功能显著增强，上中下游一体化发展格局全面形成，生态环境更加美好、经济发展更具活力、人民生活更加殷实等。
2017 年 6 月	关于加强长江经济带工业绿色发展的指导意见	工信部、发改委、科技部、财政部、环保部	提出到 2020 年，长江经济带较之 2015 年规上企业单位工业增加值能耗降 18%，重点行业主要污染物排放强度降 20%，单位工业增加值用水量降 25%。全面完成危险化学品搬迁改造重点项目。一批关键共性绿色制造技术实现产业化应用，绿色制造产业产值达 5 万亿元。
2017 年 7 月	长江经济带生态环境保护规划	环保部、发改委、水利部	到 2020 年，生态环境明显改善，生态系统稳定性全面提升，河湖、湿地生态功能基本恢复，生态环境保护体制机制进一步完善。水资源得到有效保护和合理利用，生态流量得到有效保障，江湖关系趋于和谐；水源涵养、水土保持等生态功能增强，生物种类多样，自然保护区面积稳步增加，湿地生态系统稳定性和生态服务功能逐步提升；水环境质量持续改善，长江干流水质稳定保持在优良水平，饮用水水源达到Ⅲ类水质比例持续提升；城市空气质量持续好转，主要农产品产地土壤环境安全得到基本保障；涉危企业环境风险防控体系基本健全，区域环境风险得到有效控制。
2018 年 1 月	中央财政促进长江经济带生态保护修复奖励政策实施方案	财政部	力争到 2020 年，长江流域保护和治理的机制进一步完善，全流域生态环境保护取得明显成效。生态系统稳定性得到提升，河湖、湿地生态功能逐步恢复，水源涵养、水土保持等生态功能增强，生物多样性稳步增加，水资源得到有效保护和节约集约利用，干流水质稳中向好，饮用水安全水平持续提升，加快建成和谐长江、健康长江、清洁长江、优美长江。
2018 年 2 月	关于建立健全长江经济带生态补偿与保护长效机制的指导意见	财政部	通过统筹一般性转移支付和相关专项转移支付资金，建立激励引导机制，明显加大对长江经济带生态补偿和保护的财政资金投入力度。到 2020 年，长江流域保护和治理多元化投入机制更加完善，上下联动协同治理的工作格局更加健全，中央对地方、流域上下游间生态补偿效益更加凸显，为长江经济带生态文明建设和区域协调发展提供重要的财力支撑和制度保障。
2019 年 1 月	长江保护修复攻坚战行动计划	生态环境部、发改委	到 2020 年年底，长江流域水质优良（达到或优于Ⅲ类）的国控断面比例达到 85% 以上，丧失使用功能（劣于Ⅴ类）的国控断面比例低于 2%；长江经济带地级及以上城市建成区黑臭水体消除比例达 90% 以上，地级及以上城市集中式饮用水水源水质优良比例高于 97%。
2019	长江经济带	发改委	根据专项中央预算内投资补助标准，生态环境突出问题整改项目、长江生

年5月	绿色发展专项中央预算内投资管理暂行办法		态环境污染治理“4+1”工程项目、绿色发展示范工程、长江干支流水生态环境监测项目，对中、西部地区分别按照不超过项目总投资的45%、60%予以补助；沿江黑臭水体整治项目对中、西部地区分别按照不超过项目总投资的45%、60%予以补助，单个项目不超过1亿元。
-----	---------------------	--	--

数据来源：各政府官网，东吴证券研究所

**预计长江大保护计划中污水处理投资/运营市场空间分别有望达到 6491/216 亿元。**

公司参与的联合体已中标三峡集团长江大保护首批 4 个试点城市中的芜湖项目。据中国城市统计年鉴数据，长江经济带沿线 11 个省市 2017 年污水处理量为 5218 万吨/日，参考芜湖市、无为县项目改扩建后污水处理量与存量污水处理量之比 1.39，以此测算长江经济带改扩建后污水处理规模可达 **7278 万吨/日**。参考部分首批试点城市芜湖市、无为县、九江市的水处理项目，污水处理厂单位水量投资额（含提标改造、新建扩建水量、新建管网项目）为 8919 元/吨日，则长江大保护计划中污水处理投资市场空间预计可达 6491 亿元；参考业内上市公司公告披露数据计算，假设委托运营水价为 0.81 元/吨，依据长江经济带 11 个省市扩建后的水量，预计运营市场空间为 216 亿元/年。

**表 2：长江经济带投资规模市场空间测算**

项目	投资额（万元）	存量水量（万吨/日）	新/扩建水量（万吨/日）	新建管网（公里）	总水量/存量水量	单位水量修复投资额（元/吨）	11个省市扩建后水量（万吨/日）	11个省市总投资（亿元）
芜湖市城区污水系统提质增效一期 PPP 项目	451017.94	44	17.5	149.8	1.39	8918.82	7278.31	6491.39
无为县城乡污水处理一体化 PPP 项目	116733.76	5.5	2.04	180				
九江市中心城区环境系统综合治理一期项目	54021.42	-	3	53.7				
白湖水区域污水处理综合治理一期工程	34117.02	-	1.5	23.1				
合计	655890.14	49.5	24.04	406.6				

数据来源：公司公告，招标网，东吴证券研究所

### 3. 凭借运营优势获取首批试点城市合作，运营现金流轻资产扩张红利可期

**三峡集团、中节能集团央企牵头参与长江大保护项目。**《关于支持三峡集团/中节能集团在共抓长江大保护中发挥骨干主力/主体平台作用的指导意见》中提出了以三峡集团/中节能集团等央企为主导的长江流域治理新模式。目前三峡集团/中节能集团已分别签署了 283/691 亿元的长江大保护投资（意向）协议，**第二批试点城市已有 8 个市（区）开启**。三峡集团/中节能集团的子公司分别为公司的前 5 大股东。

表 3：三峡集团、中节能参与长江大保护的指导意见

公告时间	政策	公告内容
2018年5月25日	《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》	加快推进试点城市先行先试项目，持续深入探索共抓长江大保护新模式、新机制。创新生态环保资金投入模式，充分发挥国有资本引领带动作用，鼓励更多社会资本投入长江大保护，为共抓长江大保护提供长期稳定投入。加快组建生态环保产业联盟，有效聚合社会各方的力量和优势，推动产业链上下游主体实现产业协同。加强生态环保领域科技创新，积极开展长江生态环保关键技术研发，掌握一批核心技术，转化应用于长江大保护工作中。
2019年1月27日	《关于支持中国节能环保集团在长江经济带中发挥污染治理主体平台作用的指导意见》	全国共有8个城市被确定为“长江经济带污染治理先行先试示范城市”，分别是衡阳、岳阳、九江、宜昌、芜湖、湖州、毕节、咸宁。目前与衡阳、丽水、湖州、咸宁等城市签署了战略合作协议开展先行先试。2020年底前，中国节能全面参与实施长江生态修复与环境保护工程，在沿江省市开展一批专业协同的污染治理商业模式并逐步推广应用，在生态产品价值实现路径上取得新突破。中远期，中国节能污染治理主体平台作用得到充分发挥，在长江经济带全域开展固体废物处理、资源净化利用和生态环境综合治理项目，高效保护和修复长江生态环境。

数据来源：地方政府官网，东吴证券研究所

表 4：三峡集团长江大保护首批试点城市及项目情况

省份	城市	协议名称	协议内容	总投资 (亿元)	先导项目	项目投资 (亿元)	合作方
湖北	宜昌	“共抓长江大保护，共建绿色发展示范区”合作框架协议	覆盖宜昌主城区污水处理厂改造运营，以及配套管网完善更新；城区河道综合生态建设；城区水资源配置工程建设、运维、调度及供水。	104.9	猗亭污水厂网改扩建工程	3.9	长江三峡水务（宜昌）有限公司
					猗归污水厂网改扩建工程	1.5	三峡日新水务环保（猗归）有限公司
					宜昌市主城区污水厂网、生态水网共建项目一期PPP	9.56	尚未出中标公告
湖南	岳阳	“共抓长江大保护、共建绿色发展示范区”合作框架协议	以整体根本改善生态环境质量为核心，以城镇污水处理为切入点，通过系统治理、示范推广，创新建立新时期共抓长江大保护、共建绿色发展示范区的新模式、新机制		岳阳市中心城区污水系统综合治理PPP项目	44.45	长江生态环保集团有限公司（联合体牵头人）、中国市政工程华北设计研究总院有限公司（联合体成员）、上海勘测设计研究院有限公司（联合体成员）、中国水利水电第八工程局有限公司（联合体成员）、中国葛洲坝集团股份有限公司（联合体成员）、中国建筑第二工程局有限公司（联合体成员）、北控水务（中国）投资有限公司（联合体成员）
江西	九江	“共抓长江大保护、共建绿色发展示范区”合作框架协议	九江市中心城区水环境系统综合治理一期项目PPP项目合同及彭泽县共抓长江大保护共建长江最美岸线合作框架协议	76.99	九江市中心城区水环境系统综合治理一期项目	76.99	中国长江三峡集团有限公司（联合体牵头人）、信开水环境投资有限公司、中国市政工程华北设计研究总院有限公司、上海勘测设计研究院有限公司、中国水利水电第八工程局有限公司、中铁四局集团有限公司
安徽	芜湖	“共抓长江大保护、共建绿色发展示范区”合作框架协议	协同推进芜湖市长江经济带共抓大保护战略行动和绿色发展示范区建设，重点在生态环境保护、产业转型升级、城市基础设施、清洁能源开发利用等领域展开务实合作		芜湖市城区污水系统提质增效一期PPP项目	45.1	中国长江三峡集团有限公司（牵头方）、上海市政工程设计研究总院（集团）有限公司、中国电建集团华东勘测设计研究院有限公司、中铁四局集团有限公司、中铁十四局集团有限公司、中国化学工程第十四建设有限公司、安徽国祯环保节能科技股份有限公司
					芜湖市无为县乡镇污水一体化项目	11.67	中国长江三峡集团有限公司、中铁四局集团有限公司、安徽国祯环保节能科技股份有限公司（联合体）

数据来源：招标网，东吴证券研究所

表 5：三峡集团长江大保护第二批试点城市及项目情况

区域	试点城市	合作时间	工作进展
上海市	崇明区	2019/5/22	主要是推进陈家镇、堡镇、新河镇三个污水处理厂资产并购项目，后期还将跟进城桥污水处理厂资产并购、长兴污水处理厂扩建等项目。
江苏省	南京市	2019/5/28	初步策划江心洲污水收集系统主通道应急消险工程项目、南京市主城区应急水源建设工程、南京市秦淮东河一期工程以及六合区污水治理四个项目，并基本确定在江北新区设立长江环保集团江苏区域总部，力促六合区水环境综合治理发挥示范效应
	泰州市	2019/8/31	主要推进泰州姜堰区污水治理项目与泰州兴化污水治理项目
	镇江市	2019/8/27	已基本确定长江环保集团将向镇江水业注资约10亿元用于开展城镇污水治理、厂网一体化建设等相关工作
湖北省	武汉市		目前已组织开展汤逊湖流域综合治理前期工作，提出了红旗湖、香榭湾等示范先导项目；有序推进北湖流域治理前期工作。此外，长江环保集团还积极推进与东湖高新区、汉阳区、青山区等区域水环境领域全方位合作
	鄂州市	2019/5/23	已编制完成了《湖北省鄂州市水环境综合治理一期项目总体方案》
湖南省	长沙市	2019/5/10	与浏阳市签订合作，目前已完成项目三个分项可研报告初步成果
重庆市	梁平区	2019/5	梁平区龙溪河流域水环境综合治理与可持续发展试点项目，一期项目计划完成投资30.7亿元左右；龙溪河PPP项目已经完成可研报告和“两评一案”的编制

数据来源：三峡集团官网，东吴证券研究所

表 6：中节能集团长江大保护首批试点城市及项目情况

省份	城市	协议名称	协议内容	总投资 (亿元)	先导项目	项目投资 (亿元)	项目内容
湖北省	咸宁	共抓长江大保护战略合作协议	贯彻落实“共抓大保护，不搞大开发”精神，围绕建优建美长江流域公园城市，推进沿江生态文明示范带建设，大力开展污染治理和生态修复	41.16	凤凰山矿山生态修复工程	1.35	矿区废弃地整治+坡面整形+挂网喷浆+挡土墙+排水沟+绿化+植被恢复+监测
					“智慧长江”生态环境监管体系建设	1.56	1、“天地空”一体化的生态环境监测网络；2、生态环境大数据平台；3、环境监管指挥中心；4、系统安全体系设计等
					嘉鱼县滨江生态环境提升示范工程	4.90	马鞍山生态修复项目、滨江大道神州垸生态农业项目、永逸闸滨江生态环境提升示范项目、小湖生态环境治理工程
					嘉鱼三湖连江小湖生态截污工程	0.51	主要涵盖截污工程、景观工程、道路和基础设施配套工程
					崇阳县“两园一链”固体废物综合治理工程		一个综合固废治理产业园，3-4个分布式有机固废治理生态园以及一条智慧环境物流链。其中，产业园项目选址于崇阳县境内，以垃圾焚烧发电(800吨/日)为核心，协同处理餐厨垃圾、厨余垃圾、污泥垃圾、建筑垃圾等固体废物，可实现咸宁市南部三县生活垃圾统一处置
					白湖-梅簪湖水生态修复工程 小湖水环境综合整治一期工程		
湖南省	衡阳	共抓长江大保护战略合作协议	涉及节能环保领域咨询规划和项目投融资服务、共建长江经济带绿色发展产业园、新能源和可再生能源开发、环境质量管理体系建设、城市节能环保及智慧城市建设等	50.00			
浙江省	湖州	《建设绿色智造生态科技城共抓长江大保护》	中节能实业公司、湖州开发区、湖州市城市投资发展集团联合在湖州科技城16.3平方公里范围内，共同围绕环境综合治理和绿色发展项目，实施“186”工程（即建设1个生态城、融入8大生态系统、投资600亿元）	600			
湖南省	衡阳	《长江经济带污染治理先行项目 衡阳市“三江六岸”水环境综合治理工程合作框架协议》及《长江经济带污染治理先行项目 衡阳市固废综合解决方案战略合作协议》					

数据来源：招标网，东吴证券研究所

公司连续获得三峡集团长江大保护计划首批试点项目。由三峡集团及全资子公司长江生态环保牵头，公司参与的联合体已连续中标长江大保护计划首批试点项目：芜湖市城区污水系统提质增效一期 PPP 项目、芜湖市无为县市乡镇污水一体化项目，公司主要负责其中的轻资产运营及移交业务。以下按照两种情景假设测算央企合作模式对公司运营业务的带动作用。

表 7：公司连续获得三峡集团长江大保护计划首批试点项目

序号	公司	项目名称	中标时间	付费金额 (万元)	投资规模 (万元)	地区	项目内容	运营模式	规模 (万吨/日)	固定运维单价	可变运维单价	运营收入 (万元/年)	合作期	回报机制	利润率	公司出资比例
1	长江生态环保集团有限公司 (社会资本牵头人)、上海市政工程设计研究总院 (集团) 有限公司、中国电建集团华东勘测设计研究院有限公司、中铁十四局集团有限公司、中国化学工程第十四建设有限公司、安徽国祯环保节能科技股份有限公司	芜湖市城区污水系统提质增效一期 PPP 项目	2019.5.30	905759.83	451017.94	安徽省	朱家桥污水处理厂	ROT	33.5	0.373	0.46	10185.51	29年8个月	政府付费	6.14%	5.00%
							城南污水处理厂	O&M	10	0.423	0.446	3171.85				
							滨江污水处理厂	ROT	6	0.571	0.45	2235.99				
							大龙污水处理厂	BOT	3	0.712	0.422	1241.73				
							城东污水处理厂	TOT	6	0.498	0.463	2104.59				
							高安污水处理厂	TOT	3	0.674	0.406	1182.60				
							存量管网	ROT	2050km	6.22万元/KM/年		12751.00				
							存量泵站	ROT		51.7万元/个/年						
							污水主干管泵站完善工程	BOT	2座	51.7万元/个/年		103.40				
							污水主干管完善工程	BOT	28.03km	6.22万元/KM/年		174.35				
							污水次支管网完善工程	BOT	121.77km	6.22万元/KM/年		757.41				
							污水次支管泵站完善工程	BOT	2座	51.7万元/个/年		103.40				
							合计					34011.82				
2	中国长江三峡集团有限公司、中铁四局集团有限公司、安徽国祯环保节能科技股份有限公司 (联合体)	芜湖市无为县乡镇污水一体化项目	2019.1.25	116733.76	安徽省	无为县城污水处理厂	TOT	1	1.3			474.5	20年	政府付费	8.00%	
						无为县高沟镇污水处理厂	TOT	2.5	1.3			1186.25				
						无为县绿泉工业污水处理厂	TOT	2	1.3			949				
						严桥镇污水厂	BOT	0.25	1.3			118.625				
						石涧镇污水厂	BOT	0.3	1.3			142.35				
						开城镇污水厂	BOT	0.25	1.3			118.625				
						蜀山镇污水厂	BOT	0.25	1.3			118.625				
						牛埠镇污水厂	BOT	0.25	1.3			118.625				
						襄安镇污水厂	BOT	0.3	1.3			142.35				
						7个镇污水处理终端	BOT	0.44	1.3			208.78				
						19个镇镇区污水收集管网建设、5段污水压力干管和污水提升泵站	BOT	180公里	2.80万元/公里·年			504				
						合计						4081.73				

数据来源：公司公告，招标网，东吴证券研究所

**情景假设 1：以公司在长江大保护项目中市场份额 30% 估计。**

按照长江环保集团支持方案，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，假设公司在长江大保护项目中可取得 30% 市场份额，预计可新增 **2176 万吨/日** 的委托运营污水处理规模，是公司 18 年委托运营水量的 **15.54 倍**，已投运水量的 **5.85 倍**。

**情景假设 2：以公司在长江大保护项目中市场份额 10% 估计。**

保守假设公司在长江大保护项目中可取得 10% 市场份额，预计可新增 **725 万吨/日** 的委托运营污水处理规模，是公司 18 年委托运营水量的 **5.18 倍**，已投运水量的 **1.95 倍**。

## 4. 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

**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 8：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 <sup>3</sup> /d，三期扩建工程运营规模为 11.5 万 m <sup>3</sup> /d，运营总规模为 33.5 万 m <sup>3</sup> /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 <sup>3</sup> /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 <sup>3</sup> /d，一期二阶段扩建工程运营规模为 3 万 m <sup>3</sup> /d，运营总规模为 6 万 m <sup>3</sup> /d	ROT
4	大龙湾污水处理厂	运营规模 3 万 m <sup>3</sup> /d	BOT
5	城东污水处理厂	运营规模 6 万 m <sup>3</sup> /d	TOT
6	高安污水处理厂	运营规模 3 万 m <sup>3</sup> /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，平均项目回报率为 6.24%。在轻资产模式的芜湖项目中，按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 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，我们预计公司 2019-2021 年的 EPS（以归母净利润除以期末总股本计算）分别为 0.49、0.64、0.87 元，对应 PE 为 23、18、13 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**工程项目建设进度不达预期、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)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>2,929</b>	<b>2,801</b>	<b>3,114</b>	<b>2,867</b>	<b>营业收入</b>	<b>4,006</b>	<b>4,161</b>	<b>4,657</b>	<b>5,375</b>
现金	772	717	556	218	减:营业成本	3,124	3,164	3,511	3,967
应收账款	943	848	1,157	1,157	营业税金及附加	29	30	34	39
存货	582	384	689	524	营业费用	114	119	133	153
其他流动资产	631	852	712	969	管理费用	139	208	233	242
<b>非流动资产</b>	<b>7,216</b>	<b>9,713</b>	<b>12,024</b>	<b>13,137</b>	财务费用	191	220	210	242
长期股权投资	145	164	185	206	资产减值损失	65	35	0	0
固定资产	225	2,232	4,043	5,021	加:投资净收益	19	13	16	15
在建工程	1,109	1,049	1,029	676	其他收益	0	0	0	0
无形资产	737	1,267	1,766	2,233	<b>营业利润</b>	<b>368</b>	<b>399</b>	<b>553</b>	<b>747</b>
其他非流动资产	5,000	5,000	5,000	5,001	加:营业外净收支	-1	2	2	0
<b>资产总计</b>	<b>10,145</b>	<b>12,514</b>	<b>15,139</b>	<b>16,004</b>	<b>利润总额</b>	<b>368</b>	<b>401</b>	<b>555</b>	<b>747</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,084</b>	<b>3,215</b>	<b>4,541</b>	<b>4,079</b>	减:所得税费用	57	42	83	110
短期借款	1,074	800	800	800	少数股东损益	30	29	42	54
应付账款	1,850	1,126	2,176	1,554	<b>归属母公司净利润</b>	<b>281</b>	<b>330</b>	<b>430</b>	<b>582</b>
其他流动负债	1,161	1,289	1,564	1,725	EBIT	563	600	812	1,043
<b>非流动负债</b>	<b>3,495</b>	<b>5,427</b>	<b>6,324</b>	<b>7,093</b>	EBITDA	651	767	1,167	1,558
长期借款	2,975	4,907	5,805	6,574					
其他非流动负债	520	520	520	520					
<b>负债合计</b>	<b>7,579</b>	<b>8,642</b>	<b>10,865</b>	<b>11,173</b>					
少数股东权益	343	372	414	468					
归属母公司股东权益	2,222	3,499	3,859	4,363					
<b>负债和股东权益</b>	<b>10,145</b>	<b>12,514</b>	<b>15,139</b>	<b>16,004</b>					
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
经营活动现金流	-61	52	1,711	662	每股收益(元)	0.42	0.49	0.64	0.87
投资活动现金流	-751	-2,650	-2,650	-1,612	每股净资产(元)	3.14	5.04	5.58	6.33
筹资活动现金流	314	2,543	778	612	发行在外股份(百万股)	549	671	671	671
现金净增加额	-504	-55	-160	-339	ROIC(%)	6.8%	5.3%	6.0%	6.9%
折旧和摊销	87	167	355	515	ROE(%)	12.1%	9.3%	11.0%	13.2%
资本开支	633	2,477	2,290	1,092	毛利率(%)	22.0%	24.0%	24.6%	26.2%
营运资本变动	-716	-680	691	-716	销售净利率(%)	7.0%	7.9%	9.2%	10.8%
					资产负债率(%)	74.7%	69.1%	71.8%	69.8%
					收入增长率(%)	52.4%	3.9%	11.9%	15.4%
					净利润增长率(%)	44.6%	17.4%	30.5%	35.4%
					P/E	27.42	23.36	17.90	13.22
					P/B	3.66	2.28	2.06	1.81
					EV/EBITDA	18.45	18.12	13.00	10.59

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>