

2020年03月16日

公司研究

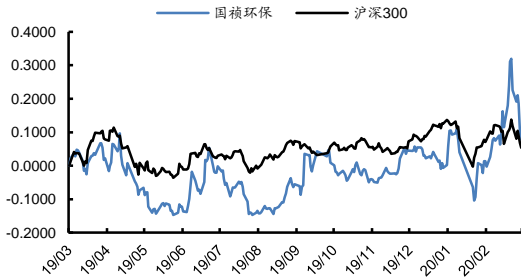
评级：增持（维持）

研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002  
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn  
证券分析师：任春阳 S0350517100002  
021-68930177 rency@ghzq.com.cn

## 中节能溢价 32%入主，期待协同效应 ——国祯环保（300388）事件点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
国祯环保	6.3	3.2	5.7
沪深 300	-2.3	-1.8	5.3

市场数据 2020-03-13

当前价格（元）	11.10
52 周价格区间（元）	8.60 - 13.96
总市值（百万）	7443.52
流通市值（百万）	6099.31
总股本（万股）	67058.70
流通股（万股）	54948.77
日均成交额（百万）	63.67
近一月换手（%）	57.75

相关报告

- 《国祯环保（300388）2019 年业绩预告点评：业绩略低于预期，三峡入主后前景广阔》——2020-01-21
- 《国祯环保（300388）三季报点评：业绩受财务费用拖累，期待三峡入主后的协同效应》——2019-10-29
- 《国祯环保（300388）三季报预告点评：三季报增速放缓，三峡控股公司发展步入新阶段》——2019-10-15
- 《国祯环保（300388）事件点评：拟转让控股权给三峡集团，公司发展将步入新阶段》——2019-09-20

事件：

2020 年 3 月 13 日晚公司公告：控股股东国祯集团拟 14.6636 元/股的价格将其持有的 100588051 股股份转让给中节能，同时前者将其持有的 41977700 股表决权委托给后者。此外，公司原实际控制人李炜与国祯集团承诺 2020 年公司净利润不低于 3.5 亿元。对此，我们点评如下：

投资要点：

### ■ 中节能溢价受让公司股权，彰显对公司未来发展充满信心

公司控股股东国祯集团拟将其持有的上市公司 15% 股权（100588051 股）转让给中节能，此前中节能通过参与定增成为公司的第三大股东，此次股权转让完成后，中节能的持股比例将由目前的 8.69% 上升到 23.69%，成为公司的第一大股东，同时国祯集团将 41977700 股（6.26%）表决权委托给中节能。此次转让价格 14.6636 元/股，较公告日收盘价溢价 32.10%，中节能集团接连增持，再加上此次溢价收购，彰显出公司的认可以及对未来发展的信心。

### ■ 与三峡合作仍在，中节能亦参与长江大保护，同时旗下有 1300 万吨/日水务资产，期待协同效应

此前国祯集团拟将控股权转让给长江环保和三峡资本，虽然因未达成生效条件没有成功，但我们认为公司与三峡集团在长江大保护中的合作仍会继续：1）三峡在长江大保护中需要国祯环保专业型的公司提供技术与运营支持；2）三峡资本（6.40%）和长江环保集团（5.23%）仍合计持有公司 11.63% 股权，是股权转让完成后公司的第三大股东，预计仍会在项目资源方面给公司以帮助。3 月 11 日，长江环保集团牵头国祯环保等企业预中标了六安市城区水环境（厂-网-河）一体化综合治理一期 PPP 项目，项目总投资 46.58 亿元，公司与三峡的合作仍在继续。

中节能集团是唯一一家主业为节能减排、环境保护的央企，是国内节能环保领域最大的科技型服务型产业集团，旗下拥有 500 余家下属企业，其中上市公司 5 家，业务遍布全国各省市及境外约 110 个国家和地区。同时中节能集团被国家赋予在长江大保护中发挥污染治理主体平台企业责任，预计在长江大保护中给公司带来项目。此外，中节能旗下有中环保水务（日处理 1100 万吨）和中节能水务（日处理 220 万吨）共 1300 万吨/日的水务资产，不排除未来将优质水务资产注入上市公司或者委托上市公司运营水务资产的可能，期待中节能入主后的协同效应。

《国祯环保（300388）2019 半年报点评：业绩稳步增长，引入战投深度参与长江大保护》——  
2019-08-23

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

■ 2019 净利润增长 17.38%，在手订单充足，未来增长有保障

公司业绩快报显示：2019 年公司实现营收 3.86 亿元，实现归属于上市公司股东的净利润 32961.37 万元，同比增长 17.38%，复合市场预期，业绩增长的原因是随着在手项目的逐步投运，公司水环境运营规模不断提升，进而带动公司净利润稳步上涨。截止 2019Q3，公司在手工程类订单 39.75 亿元，未完成投资类订单 32.30 亿元，同时公司在转让协议中承诺 2020 年公司净利润不低于 3.5 亿元，在手订单充足，业绩增长有保障。

■ 盈利预测和投资评级：维持公司“增持”评级。根据公司最新情况，我们小幅下调公司的盈利预测，预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.49、0.60、0.72 元，对应当前股价 PE 分别为 23、19、15 倍，与上篇报告估值相差不大，同时利率下行环保行业估值有所提升，维持公司“增持”评级。

■ 风险提示：新增订单低于预期的风险、项目推进缓慢的风险、污水处理费下调的风险、利率上行风险、与三峡中节能集团协同低于预期的风险、协议转让不能顺利完成风险、宏观经济下行的风险。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	4006	4161	4993	5664
增长率(%)	52%	4%	20%	13%
归母净利润（百万元）	281	330	402	481
增长率(%)	45%	17%	22%	20%
摊薄每股收益（元）	0.51	0.49	0.60	0.72
ROE(%)	10.94%	11.57%	12.58%	13.33%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：国祯环保盈利预测表

证券代码:	300388.SZ				股价:	11.10	投资评级:	增持	日期:	2020-03-13
<b>财务指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	11%	12%	13%	13%	EPS	0.51	0.49	0.60	0.72	
毛利率	22%	24%	23%	23%	BVPS	4.05	3.71	4.18	4.76	
期间费率	12%	14%	13%	12%	<b>估值</b>					
销售净利率	7%	8%	8%	8%	P/E	21.70	22.59	18.52	15.47	
<b>成长能力</b>					P/B	2.74	3.00	2.65	2.33	
收入增长率	52%	4%	20%	13%	P/S	1.52	1.79	1.49	1.32	
利润增长率	45%	17%	22%	20%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	
总资产周转率	0.39	0.35	0.39	0.43	<b>营业收入</b>	<b>4006</b>	<b>4161</b>	<b>4993</b>	<b>5664</b>	
应收账款周转率	3.33	3.09	3.48	3.48	营业成本	3124	3180	3826	4341	
存货周转率	5.36	5.29	5.37	5.37	营业税金及附加	29	25	30	34	
<b>偿债能力</b>					销售费用	114	104	125	142	
资产负债率	75%	76%	75%	73%	管理费用	139	175	205	227	
流动比	0.72	0.95	0.99	1.01	财务费用	191	278	283	289	
速动比	0.57	0.80	0.82	0.81	其他费用/(-收入)	(46)	(1)	(30)	(40)	
					<b>营业利润</b>	<b>368</b>	<b>399</b>	<b>494</b>	<b>592</b>	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	营业外净收支	(1)	2	1	1	
现金及现金等价物	772	1453	1675	1541	<b>利润总额</b>	<b>368</b>	<b>401</b>	<b>495</b>	<b>593</b>	
应收款项	1203	1345	1436	1629	所得税费用	57	52	67	81	
存货净额	582	606	718	815	<b>净利润</b>	<b>311</b>	<b>348</b>	<b>428</b>	<b>512</b>	
其他流动资产	372	468	542	324	少数股东损益	30	19	26	31	
<b>流动资产合计</b>	<b>2929</b>	<b>3774</b>	<b>4274</b>	<b>4212</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>281</b>	<b>330</b>	<b>402</b>	<b>481</b>	
固定资产	225	283	337	400						
在建工程	1109	1241	1307	1383	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	
无形资产及其他	737	1365	1659	2040	<b>经营活动现金流</b>	<b>(61)</b>	<b>(15)</b>	<b>573</b>	<b>414</b>	
长期股权投资	145	145	145	145	净利润	311	348	428	512	
<b>资产总计</b>	<b>10145</b>	<b>11809</b>	<b>12722</b>	<b>13181</b>	少数股东权益	30	19	26	31	
短期借款	1074	1124	1174	1174	折旧摊销	87	48	82	100	
应付款项	2198	2019	2324	2158	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	55	65	75	85	营运资金变动	(488)	(93)	(593)	85	
其他流动负债	758	758	758	758	<b>投资活动现金流</b>	<b>(751)</b>	<b>(191)</b>	<b>(120)</b>	<b>(139)</b>	
<b>流动负债合计</b>	<b>4084</b>	<b>3966</b>	<b>4331</b>	<b>4174</b>	资本支出	(746)	(191)	(120)	(139)	
长期借款及应付债券	2975	4475	4675	4875	长期投资	(11)	0	0	0	
其他长期负债	520	520	520	520	其他	7	(0)	0	0	
<b>长期负债合计</b>	<b>3495</b>	<b>4995</b>	<b>5195</b>	<b>5395</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>1493</b>	<b>1484</b>	<b>170</b>	<b>104</b>	
<b>负债合计</b>	<b>7579</b>	<b>8961</b>	<b>9526</b>	<b>9569</b>	债务融资	730	1550	250	200	
股本	549	671	671	671	权益融资	33	0	0	0	
股东权益	2566	2848	3196	3612	其它	729	(66)	(80)	(96)	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10145</b>	<b>11809</b>	<b>12722</b>	<b>13181</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>681</b>	<b>1278</b>	<b>623</b>	<b>379</b>	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【环保组介绍】

谭倩，10年行业研究经验，研究所副所长(主持工作)、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。

2018福布斯中国最佳分析师第七名、2018年同花顺第一届iFinD最佳分析师公用事业第三名、今日投资2018年天眼中国最佳证券分析师建筑装饰行业第2名、水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单2016年第三名、2014年第五名，2013年第四名。

任春阳，华东师范大学经济学硕士，3年证券行业经验，2016年进入国海证券，从事环保行业上市公司研究。

赵越，工程硕士，厦门大学经济学学士，3年多元化央企战略研究与分析经验，2016年进入国海证券，从事环保行业及上市公司研究。

## 【分析师承诺】

任春阳、谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对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。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。