

国祯环保 (300388)

业务结构优化毛利率提升，央企入主资源整合融资改善可期 买入（维持）



2020 年 04 月 24 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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,170	4,657	5,071	5,573
同比（%）	4.1%	11.7%	8.9%	9.9%
归母净利润（百万元）	326	386	461	560
同比（%）	16.3%	18.4%	19.2%	21.7%
每股收益（元/股）	0.48	0.57	0.68	0.82
P/E（倍）	21.34	18.02	15.12	12.43

投资要点

■ **事件：**2019 年公司实现营业收入 41.70 亿元，同比增长 4.08%；归母净利润 3.26 亿元，同比增长 16.25%；扣非归母净利润 3.13 亿元，同比增长 13.22%；加权平均 ROE 同比降低 1.70pct，至 11.95%，同时，宣告每 10 股派 1.2 元现金红利。20Q1 公司实现营业收入 6.51 亿元，同比减少 5.54%；归母净利润 0.48 亿元，同比减少 19.80%。

■ **利润增速高于收入增速，运营业务收入占比提升。**1) 工程业务实现营收 25.97 亿元，同比下降 1.92%，营收占比减少 3.69pct 至 62.49%；2) 运营业务实现营收 13.75 亿元，同比增长 16.26%，营收占比提高 3.53pct 至 33.09%；3) 设备业务实现营收 1.84 亿元，同比增长 7.71%，营收占比提高 0.16pct 至 4.42%。**高毛利率运营业务占比提升。**

■ **运营工程毛利率双升，带动整体毛利率提升。**19 年公司整体毛利率提升 1.86 个百分点至 39.25%。按经营模式划分：1) 环境工程业务毛利率提高 2.26pct 至 16.38%；2) 投资运营业务毛利率提高 1.58pct 至 38.83%；3) 污水处理设备毛利率下降 0.28pct 至 36.75%。

■ **工程订单稳健增长质量优选，运营订单增速放缓陆续投运。**1) **工程订单：**2019 年公司工程类订单新增 107 个，合计金额 30.36 亿元，同比增长 9.15%。期末在手订单 182 个，合计金额 39.27 亿元，同比减少 15.17%。2) **运营订单：**2019 年公司运营类订单新增 20 个，合计金额 6.22 亿元，同比减少 87.27%。截至 2019 年末处于施工期的运营类订单共计 20 个，未完成投资金额 27.61 亿元，同比减少 53.69%。

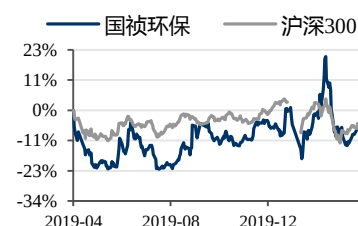
■ **中节能入主，千万吨水务资源整合可期。**截至 19 年末，中节能集团合计在手水务资产规模 886.25 万吨/日。考虑同业竞争问题，以及国祯环保凭借优质运营能力前期与央企的合作模式，未来资源整合或“运营技术+资本”轻资产模式仍然值得期待。中环水务作为集团环保水务经营主体，参考其业务结构，供水规模占比较大，公司深耕污水处理业务板块，双方将有望实现不同业务优势的协同互补。

■ **混改后融资能力恢复，扩张加速可期。**公司授信体系与中国节能接轨，融资能力改善，融资渠道拓宽，融资成本下降。2019 年，公司新增工程订单稳健增长，期末在手订单 182 个，合计金额 39.27 亿元。融资改善将增强公司项目获取能力，推动项目进展，扩张加速可期。

■ **盈利预测：**根据公司 19 年报披露的经营情况，考虑定增完成后股份摊薄的影响，预计公司 20-22 年 EPS（以归母净利润除以期末总股本计算）分别为 0.57/0.68/0.82 元，对应 PE 为 18/15/12 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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.25
一年最低/最高价	8.60/13.96
市净率(倍)	1.98
流通 A 股市值(百万元)	5760.25

基础数据

每股净资产(元)	5.18
资产负债率(%)	72.87
总股本(百万股)	679.51
流通 A 股(百万股)	561.98

相关研究

- 1、《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》2020-03-02
- 2、《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
- 3、《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

事件：

2019 年公司实现营业收入 41.70 亿元，同比增长 4.08%；归母净利润 3.26 亿元，同比增长 16.25%；扣非归母净利润 3.13 亿元，同比增长 13.22%；加权平均 ROE 同比降低 1.70pct，至 11.95%，同时，宣告每 10 股派 1.2 元现金红利。20Q1 公司实现营业收入 6.51 亿元，同比减少 5.54%；归母净利润 0.48 亿元，同比减少 19.80%。

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**

利润增速高于收入增速，运营业务收入占比提升。2019 年公司实现营业收入 41.70 亿元，同比增长 4.08%；归母净利润 3.26 亿元，同比增长 16.25%；扣非归母净利润 3.13 亿元，同比增长 13.22%。收入利润稳定增长且利润增速高于收入增速，主要系高毛利率运营业务占比提升所致。2019 年公司环境工程业务毛利率 16.38%；投资运营类业务毛利率 38.83%；污水处理设备毛利率 36.75%。收入按经营模式划分，1) 环境工程业务实现营收 25.97 亿元，同比下降 1.92%，营收占比减少 3.69pct 至 62.49%；2) 投资运营业务实现营收 13.75 亿元，同比增长 16.26%，营收占比提高 3.53pct 至 33.09%；3) 污水处理设备实现营收 1.84 亿元，同比增长 7.71%，营收占比提高 0.16pct 至 4.42%。

运营工程毛利率双升，带动整体毛利率提升。2019 年公司整体毛利率提升 1.86 个百分点至 39.25%。按经营模式划分：1) 环境工程业务毛利率提高 2.26pct 至 16.38%；2) 投资运营业务毛利率提高 1.58pct 至 38.83%；3) 污水处理设备毛利率下降 0.28pct 至 36.75%。分版块划分：1) 水环境治理综合服务毛利率提高 3.22pct 至 27.88%；2) 工业废水处理综合服务毛利率减少 0.08pct 至 24.52%；3) 小城镇环境治理综合服务毛利率减少 0.98pct 至 14.95%。

工程订单稳健增长质量优选，运营订单增速放缓陆续投运。1) **工程订单：**2019 年公司工程类订单新增 107 个，合计金额 30.36 亿元，同比增长 9.15%。期末在手订单 182 个，合计金额 39.27 亿元，同比减少 15.17%。2) **运营订单：**2019 年公司运营类订单新增 20 个，合计金额 6.22 亿元，同比减少 87.27%。截至 2019 年末处于施工期的运营类订单共计 20 个，未完成投资金额 27.61 亿元，同比减少 53.69%。

期间费用率上行主要系财务费用增长所致。2019 年公司期间费用同比增长 21.58% 至 6.16 亿元，期间费用率上升 2.13pct 至 14.78%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别增加 0.38%、增加 4.64%、增加 23.23%、增加 46.00% 至 1.15 亿元、1.46 亿元、0.76 亿元、2.8 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.10pct、上升 0.02pct、上升 0.28pct、上升 1.93pct 至 2.75%、3.50%、1.83%、6.70%。财务费用增幅较大主要以为公司融资规模增加，利息支出增长。

周转率及财务杠杆下降使 ROE 同比降低 1.80pct。2019 年公司加权平均净资产收益率同比下降 1.80pct 至 11.85%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2019 年公司销售净利率为 8.28%，同比上升 0.52pct，总资产周转率为 0.34（次），同比下降 0.10（次），权益乘数从 18 年的 4.41 下降至 19 年的 4.34。

20Q1 营收业绩受新冠疫情&财务费用影响。2020 年一季度公司实现营业收入 6.51 亿元，同比减少 5.54%；归母净利润 0.48 亿元，同比减少 19.80%。公司一季度营收业绩有所下滑主要系 1) 新冠疫情影响在建项目进度；2) 融资规模的不断增加，财务费用利息支出同比增加明显所致。

2. 资产负债率略有下降，营运效率提升

资产负债率略有下降，营运效率提升。2019 年公司资产负债率为 74.10%，同比下降 0.61pct。2019 年公司应收账款同比增长 42.62%至 13.45 亿元，应收账款周转天数同比增加 21.31 天至 98.8 天；存货同比增长 55.73%至 9.07 亿元，存货周转天数同比增加 30.6 天至 85.6 天；应付账款同比增长 24.05%至 22.94 亿元，应付账款周转天数同比增加 68.88 天至 238.17 天，使净营业周期同比减少 16.97 天至-53.77 天。

3. 经营活动净现金流略有增长

经营活动净现金流略有增长。2019 年公司经营活动现金流净额 8.07 亿元，同比增加 7.60%；2) 投资活动现金流净额-30.20 亿元，同比减少 93.42%，主要系本期亳州 PPP 项目、合肥小仓房 PPP 项目等特许经营污水处理项目投入所致；3) 筹资活动现金流净额 30.33 亿元，同比增加 867.06%，主要系本期实施非公开发行股票及重大项目贷款落地所致。

4. 央企入主，资源整合融资改善可期

中国节能成为第一大股东，公司管理层保持稳定。转让方国祯集团于 3 月 13 日与受让方中国节能环保集团有限公司签署《股份转让协议》。转让方将其所持有的国祯环保 15%的股份即 1 亿股协议转让给受让方，转让价 14.66 元/股。在 15%的股份协议转让后，受让方中国节能环保集团及其全资子公司中节能资本控股有限公司合计持股 23.69%，成为公司第一大股东。除董事长、财务总监、副总经理三位来自中节能，其余管理层保持稳定，公司可继续保持管理优势。

节能环保央企规模庞大，千万吨存量水务资源整合可期。中国节能是以节能环保为主业的中央企业，集团旗下已有环保水务平台 3 个。截至 2019 年末，集团合计在手水务资产规模 886.25 万吨/日。考虑同业竞争问题，以及国祯环保凭借优质运营能力前期与央企的合作模式，未来资源整合或“运营技术+资本”轻资产模式仍然值得期待。中环水务作为集团环保水务经营主体，参考其业务结构，供水规模占比较大，公司深耕污水

处理业务板块，双方将有望实现不同业务优势的协同互补。

混改后融资能力恢复，扩张加速可期。中国节能入主，公司完成从优秀民营企业到央企子公司的转型，授信系统与中国节能接轨，融资能力得到改善，融资渠道拓宽，融资成本下降。2019 年，公司新增工程订单稳健增长，期末在手订单 182 个，合计金额 39.27 亿元。融资改善将增强公司项目获取能力，推动项目进展。此次混改，中国节能与上市公司有望实现央企、民企优势协同，扩张加速可期。

盈利预测与投资评级：根据公司 19 年报披露的经营情况，考虑定增完成后股份摊薄的影响，我们预计公司 2020-2022 年的 EPS（以归母净利润除以期末总股本计算）分别为 0.57、0.68、0.82 元，对应 PE 为 18、15、12 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)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,439	3,696	3,948	3,580	营业收入	4,170	4,657	5,071	5,573
现金	1,517	922	644	341	减:营业成本	3,132	3,461	3,716	4,025
应收账款	1,345	1,211	1,572	1,487	营业税金及附加	37	42	45	50
存货	907	739	1,028	886	营业费用	115	128	139	153
其他流动资产	669	824	704	865	管理费用	146	233	254	251
非流动资产	10,021	12,496	14,769	15,833	财务费用	280	307	350	399
长期股权投资	234	332	427	523	资产减值损失	-24	35	0	0
固定资产	228	2,091	3,837	4,765	加:投资净收益	8	13	11	12
在建工程	903	980	1,006	669	其他收益	0	0	0	0
无形资产	2,621	3,059	3,466	3,844	营业利润	394	465	578	707
其他非流动资产	6,034	6,034	6,033	6,032	加:营业外净收支	2	2	2	0
资产总计	14,460	16,192	18,718	19,413	利润总额	396	467	580	707
流动负债	4,977	4,748	5,266	5,589	减:所得税费用	51	49	87	105
短期借款	1,257	800	800	800	少数股东损益	19	32	32	42
应付账款	2,294	2,286	2,631	2,695	归属母公司净利润	326	386	461	560
其他流动负债	1,426	1,663	1,835	2,094	EBIT	706	751	929	1,093
非流动负债	5,738	7,362	8,961	8,817	EBITDA	860	1,038	1,420	1,761
长期借款	5,154	6,778	8,378	8,233					
其他非流动负债	584	584	584	584					
负债合计	10,715	12,111	14,227	14,406	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	295	326	358	401	每股收益(元)	0.48	0.57	0.68	0.82
					每股净资产(元)	4.93	5.38	5.94	6.63
归属母公司股东权益	3,450	3,755	4,132	4,606	发行在外股份(百万 股)	680	680	680	680
负债和股东权益	14,460	16,192	18,718	19,413	ROIC(%)	5.7%	5.4%	5.4%	6.2%
					ROE(%)	9.2%	10.2%	11.0%	12.0%
现金流量表 (百万 元)	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)	24.9%	25.7%	26.7%	27.8%
经营活动现金流	807	1,287	1,048	1,950	销售净利率(%)	7.8%	8.3%	9.1%	10.1%
投资活动现金流	-3,020	-2,748	-2,753	-1,720	资产负债率(%)	74.1%	74.8%	76.0%	74.2%
筹资活动现金流	3,033	867	1,428	-533	收入增长率(%)	4.1%	11.7%	8.9%	9.9%
现金净增加额	813	-595	-277	-304	净利润增长率(%)	16.3%	18.4%	19.2%	21.7%
折旧和摊销	154	287	490	668	P/E	21.34	18.02	15.12	12.43
资本开支	3,116	2,377	2,178	967	P/B	2.08	1.91	1.73	1.55
营运资本变动	-29	288	-274	291	EV/EBITDA	15.30	14.50	12.12	9.94

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>

