

业绩符合预期，中节能控股协同效应值得期待

——2019年年报&2020年一季报点评

公司点评

● 2019年年报&2020年一季报：业绩符合预期

2019年公司实现营收41.7亿元(同比+4.08%)，归母净利润3.26亿元(同比+16.25%)，经营活动产生的现金流量净额为8.07亿元(同比+7.6%)，2019年公司项目稳步推进，业绩符合预期。2020年一季报营业收入6.51亿元(同比-5.54%)，归母净利润0.48亿元(同比-19.80%)，一季度业绩下滑主要是受疫情影响，项目施工进度减缓，我们预计随着全国复工复产的快速推进，公司业绩有望快速恢复，对全年业绩影响有限。在公司运营收入占比持续提升，中节能有望控股公司的情况下，我们预计公司2020-2022年EPS分别为0.54、0.63和0.74元，当前股价对应PE分别为18.9、16.3和13.8倍，维持“强烈推荐”评级。

● 项目订单充足，运营收入占比持续提升

公司目前已经成为国内领先的水环境综合服务商，业务覆盖城市水环境、工业、乡镇三大水处理领域。2019年公司新增项目订单30.36亿元，完成污水项目提标改造7个，到2019年末公司工程类在手订单39.27亿元，特许经营类未完成的投资金额27.61亿元，在手订单充足，项目持续推进。公司2019年实现营业收入41.7亿元，其中水务运营收入为13.75亿元(同比+16.23%)，运营收入占比达到32.97%，较去年同期上升了3.44个百分点，运营收入占比持续增长。此外，公司环境工程EPC业务贡献销售收入25.97亿元，污水处理设备销售业务贡献销售收入1.84亿元。

● 中节能拟入主国祯环保，有望注入优质水务资产

2020年3月13日，公司公告国祯集团拟向中节能转让所持15%国祯环保的股权，转让价格为14.66元/股(较2020年4月24日收盘价溢价43.02%)，并将6.26%的表决权交给中节能；如果完成交易，中节能将拥有公司23.69%的股份和29.95%的表决权，中节能将成为公司的控股股东；此外，国祯集团和中节能还承诺公司在2020年度的净利润将不低于3.5亿元。我们认为央企的溢价入主是看好公司未来在水环境治理领域的领先优势，未来公司将与控股股东形成有效协同，深度参与长江大保护工作。而且中节能控股后，有望在未来逐步向国祯环保注入优质水务资产、参与国祯环保定向增发或委托国祯环保运营其优质水务资产，公司与控股股东的协同值得期待。

● 风险提示：项目推进不及预期，融资环境恶化，经济大幅下行

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,006	4,170	4,592	5,323	6,186
增长率(%)	52.4	4.1	10.1	15.9	16.2
净利润(百万元)	281	326	368	428	505
增长率(%)	44.6	16.3	12.7	16.3	18.1
毛利率(%)	22.0	24.9	23.7	24.0	24.2
净利率(%)	7.0	7.8	8.0	8.0	8.2
ROE(%)	12.1	9.2	9.6	10.2	11.0
EPS(摊薄/元)	0.41	0.48	0.54	0.63	0.74
P/E(倍)	24.8	21.3	18.9	16.3	13.8
P/B(倍)	3.3	2.1	1.9	1.7	1.6

强烈推荐(维持评级)

邱懿峰(分析师)

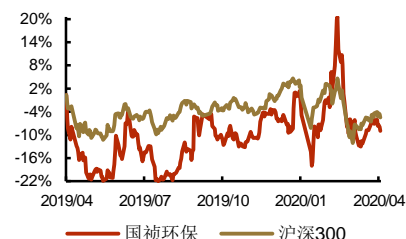
010-69004648

qiuyifeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280517080002

市场数据	时间 2020.04.24
收盘价(元):	10.25
一年最低/最高(元):	8.6/13.96
总股本(亿股):	6.8
总市值(亿元):	69.65
流通股本(亿股):	5.62
流通市值(亿元):	57.6
近3月换手率:	106.87%

股价一年走势



相关报告

《水环境治理需求增长，运营收入占比提升》2019-10-29

《三峡集团拟控股公司，未来将深度参与长江大保护工作》2019-09-19

《工业废水增长明显，引入战投期待未来发展》2019-08-24

《扣非净利润同比增长75.31%，定增过会保障项目落地》2019-04-26

《业绩符合预期，工业水业务有望触底反弹》2019-01-24

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2929	4439	5066	5660	6073	营业收入	4006	4170	4592	5323	6186
现金	772	1517	2209	1947	2282	营业成本	3124	3132	3502	4047	4690
应收票据及应收账款合计	969	1345	1203	1751	1682	营业税金及附加	29	37	41	48	55
其他应收款	234	171	275	242	359	营业费用	114	115	126	146	167
预付账款	204	116	237	172	303	管理费用	139	146	161	186	217
存货	582	907	759	1166	1064	研发费用	62	76	84	97	113
其他流动资产	167	383	383	383	383	财务费用	191	280	270	326	367
非流动资产	7216	10021	11943	13882	15735	资产减值损失	65	-24	41	34	43
长期投资	145	234	291	368	434	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	225	228	434	624	782	其他收益	67	65	65	65	65
无形资产	737	2621	4351	6017	7618	投资净收益	19	8	10	12	10
其他非流动资产	6109	6937	6866	6872	6901	营业利润	368	394	444	517	612
资产总计	10145	14460	17008	19542	21808	营业外收入	0	3	3	3	3
流动负债	4084	4977	6187	7671	8985	营业外支出	1	1	1	1	1
短期借款	1074	1257	1384	1604	1864	利润总额	368	396	446	519	614
应付票据及应付账款合计	2198	2591	2764	3423	3747	所得税	57	51	58	67	79
其他流动负债	813	1130	2039	2644	3375	净利润	311	345	389	452	535
非流动负债	3495	5738	6760	7437	7937	少数股东损益	30	19	21	25	29
长期借款	2975	5154	6043	6758	7277	归属母公司净利润	281	326	368	428	505
其他非流动负债	520	584	716	680	660	EBITDA	657	869	948	1169	1414
负债合计	7579	10715	12946	15109	16922	EPS(元)	0.41	0.48	0.54	0.63	0.74
少数股东权益	343	295	316	341	370						
股本	549	671	680	680	680						
资本公积	571	1437	1437	1437	1437						
留存收益	989	1249	1542	1883	2286						
归属母公司股东权益	2222	3450	3746	4092	4516						
负债和股东权益	10145	14460	17008	19542	21808						

现金流量表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-61	807	1180	955	1670
净利润	311	345	389	452	535
折旧摊销	87	154	231	340	451
财务费用	191	280	270	326	367
投资损失	-19	-8	-10	-12	-10
营运资金变动	-716	-29	303	-149	330
其他经营现金流	84	65	-3	-3	-3
投资活动现金流	-751	-3020	-2140	-2265	-2292
资本支出	633	3116	1865	1862	1788
长期投资	-69	-114	-57	-72	-66
其他投资现金流	-186	-18	-332	-475	-571
筹资活动现金流	314	3033	1652	1047	957
短期借款	236	183	127	220	260
长期借款	494	2179	889	715	519
普通股增加	243	122	9	0	0
资本公积增加	-238	866	0	0	0
其他筹资现金流	-422	-316	627	112	178
现金净增加额	-504	813	693	-263	335

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	52.4	4.1	10.1	15.9	16.2
营业利润(%)	76.6	7.0	12.7	16.4	18.2
归属于母公司净利润(%)	44.6	16.3	12.7	16.3	18.1
获利能力					
毛利率(%)	22.0	24.9	23.7	24.0	24.2
净利率(%)	7.0	7.8	8.0	8.0	8.2
ROE(%)	12.1	9.2	9.6	10.2	11.0
ROIC(%)	8.1	6.9	5.9	5.8	6.0
偿债能力					
资产负债率(%)	74.7	74.1	76.1	77.3	77.6
净负债比率(%)	154.4	157.6	177.7	201.6	204.9
流动比率	0.7	0.9	0.8	0.7	0.7
速动比率	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	4.5	3.6	3.6	3.6	3.6
应付账款周转率	1.9	1.3	1.3	1.3	1.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.48	0.54	0.63	0.74
每股经营现金流(最新摊薄)	1.76	0.64	1.74	1.40	2.46
每股净资产(最新摊薄)	3.10	4.93	5.35	5.86	6.49
估值比率					
P/E	24.8	21.3	18.9	16.3	13.8
P/B	3.3	2.1	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	17.1	15.1	15.3	13.9	12.3

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

邱懿峰，美国德克萨斯大学金融学硕士，南开大学国贸系本科，2015年就职于银河证券研究部，拥有多年行业研究经验，2017年加入新时代证券，现任公用环保行业首席分析师

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕苒琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>