

增持

——维持

日期：2020年05月07日

行业：环保行业



SHANGHAI SECURITIES CO.,LTD.

分析 熊雪珍

Tel: 021-53686180

E-mail: xiongxuezhen@shzq.com

SAC 证书编号: S0870519080002

基本数据 (2020.5.06)

报告日股价 (元)	10.43
12mth A 股价格区间 (元)	8.60/13.96
总股本 (百万股)	679.51
无限售 A 股/总股本	82.70%
流通市值 (亿元)	58.61
每股净资产 (元)	5.12
PBR (X)	2.04

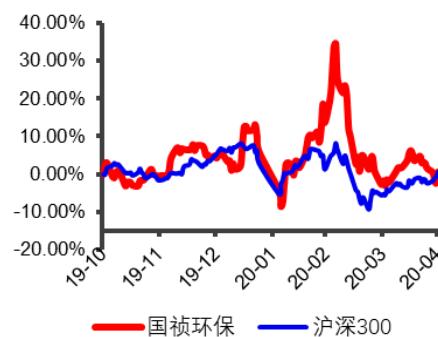
主要股东 (2020Q1)

安徽国祯集团股份有限公司	32.02%
安徽省铁路发展基金股份有限公司	10.45%
中节能资本控股有限公司	8.58%

收入结构 (2019Y)

水环境治理综合服务	66.25%
小城镇环境治理综合服务	21.29%
工业废水处理综合服务	12.12%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



国祯环保 (300388.SZ)

证券研究报告/公司研究/公司动态

运营业务占比继续提升，看好中节能控股带来的协同效应

■ 公司动态事项

公司发布2019年年报和2020年一季报。公司2019年实现营收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%，业绩符合预期。公司发布2020年一季报，实现营业收入6.51亿元，同比下降-5.54%，归母净利润0.48亿元，同比下降-19.80%，一季度业绩下滑主要考虑受疫情影响，公司及上下游企业复工复产时间普遍延迟，公司在建项目无法按计划正常推进，工程项目进度受到一定程度的影响所致，随着国内疫情防控形势的趋于平稳向好，公司复工复产工作的推进，公司业绩有望恢复。

■ 事项点评

运营业务稳步增长，带动整体毛利率提升

2019年公司实现营业收入41.70亿元，其中水务运营业务贡献销售收入13.75亿元，同比增长16.23%；环境工程EPC业务贡献销售收入25.97亿元，同比下滑1.93%；污水处理设备销售业务贡献销售收入1.84亿元，业绩符合预期。公司运营业务收入占比为32.97%，较去年同期继续提升0.03pct，目前公司拥有的污水处理厂处理规模（含在建）达到561万吨/日，较2018年底增加了50万吨/日处理规模。运营业务稳步增长，也带动了公司整体毛利率提升，公司2019年整体毛利率为24.89%，较去年同期提升2.86pct，盈利能力增强。

公司在手订单充足，业绩增长有保障

2019年全年公司新增投资类项目7个，均为公司已有项目的提标改造。全年新增运营类订单金额6.22亿元，处于施工期订单未完成投资金额为27.61亿元。新增107个EP、EPC等工程项目，总合同额合计30.36亿元，在手订单未确认收入金额为39.27亿元。公司在手订单充足，业绩增长确定性较强。

中节能入主有望带来协同效应，继续看好公司轻资产运营业务的发展
公司拟向中节能转让所持15%国祯环保的股权，完成交易后，中节能将拥有公司23.69%的股份，成为公司的控股股东。转让价格为14.6636元/股，溢价转让也彰显股东对公司发展信心。此次股权转让公司附有《业绩承诺补偿协议》，公司承诺2020年度净利润将不低于3.5亿元。看好中节能控股后与公司业务形成合力，进一步强化公司在长江大保护市场中的竞争力，进一步推进公司轻资产运营业务的发展。

■ 投资建议

公司业务覆盖城市水环境、小城镇、工业三大水处理领域，预测2020-2021年公司实现归属母公司的净利润分别为3.97亿元、4.39亿元、4.94亿元，同比增长分别为21.56%、10.52%、12.62%；EPS分别为0.58元、0.65元和0.73元，对应的动态市盈率分别为17.86倍、16.16倍、14.35倍。公司运营业绩持续稳定增长，中节能溢价入主，彰显对公司发展信心。看好中节能助力公司角逐长江大保护市场。公司2019年整体毛利率提升，盈利能力增强，继续看好公司轻资产运营业务的发展。未来六个月内，维持“增持”评级。

■ 风险提示

市场竞争加剧导致毛利率下降风险；融资改善不达预期风险；项目进度不达预期风险。

■ 数据预测与估值

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,170	4,830	5,862	6,528
年增长率	4.08%	15.96%	21.23%	11.36%
归属于母公司的净利润	326	397	439	494
年增长率	16.25%	21.56%	10.52%	12.62%
每股收益 (元)	0.48	0.58	0.65	0.73
PER (X)	21.71	17.86	16.16	14.35

注：有关指标按当年股本摊薄，股价截止 5 月 6 日

附表

附表1 损益简表及预测（单位：百万元人民币）

资产负债表（单位：百万元）					利润表（单位：百万元）																																																																																																																																																																				
指标	2019A	2020E	2021E	2022E	指标	2019A	2020E	2021E	2022E																																																																																																																																																																
货币资金	1,517	1,759	2,132	2,374	营业收入	4,170	4,836	5,862	6,528																																																																																																																																																																
存货	907	849	1,290	1,082	营业成本	3,132	3,693	4,499	4,988																																																																																																																																																																
应收账款及票据	1,516	1,664	2,192	2,102	营业税金及附加	37	41	48	56																																																																																																																																																																
其他	499	482	455	598	营业费用	115	133	161	179																																																																																																																																																																
流动资产合计	4,439	4,754	6,069	6,156	管理费用	146	160	193	209																																																																																																																																																																
长期股权投资	234	234	234	234	财务费用	280	290	388	447																																																																																																																																																																
固定资产	228	348	491	615	资产减值损失	(24)	0	0	0																																																																																																																																																																
在建工程	891	1,297	1,617	1,546	投资收益	8	0	0	0																																																																																																																																																																
无形资产	2,621	4,459	6,390	8,423	公允价值变动损益	0	0	0	0																																																																																																																																																																
其他	6,046	6,035	6,023	6,011	营业利润	484	504	553	627																																																																																																																																																																
非流动资产合计	10,021	12,372	14,755	16,829	营业外收支净额	2	2	2	2																																																																																																																																																																
资产总计	14,460	17,127	20,824	22,985	利润总额	396	506	555	629																																																																																																																																																																
短期借款	1,257	1,696	2,132	2,553	所得税	51	76	83	94																																																																																																																																																																
应付账款及票据	2,885	3,168	3,901	4,367	净利润	345	430	472	534																																																																																																																																																																
其他	836	803	743	794	少数股东损益	19	33	34	41																																																																																																																																																																
流动负债合计	4,977	5,667	6,776	7,714	归属母公司股东净利润	326	397	439	494																																																																																																																																																																
长期借款和应付债券	5,154	6,811	8,932	9,609	财务比率分析																																																																																																																																																																				
其他	584	557	554	565	指标	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率	24.89%	23.62%	23.25%	23.60%	非流动负债合计	5,738	7,369	9,485	10,174	EBITDA/总收入	21.54%	21.79%	22.63%	24.44%	负债合计	10,715	13,036	16,261	17,888	EBIT/总收入	18.37%	16.43%	16.06%	16.45%	少数股东权益	295	328	362	402	净利润率	7.83%	8.21%	7.48%	7.57%	股东权益合计	3,745	4,091	4,563	5,097	资产负债率	74.10%	76.11%	78.09%	77.82%	负债和股东权益总计	14,460	17,127	20,824	22,985	流动比率	0.89	0.84	0.90	0.80	现金流量表（单位：百万元）					速动比率	0.71	0.69	0.71	0.66	指标	2019A	2020E	2021E	2022E	总资产回报率(ROA)	2.39%	2.51%	2.27%	2.33%	净利润	345	397	439	494	净资产收益率(ROE)	9.46%	10.55%	10.44%	10.52%	折旧和摊销	154	259	385	522	EV/营业收入	1.67	1.79	1.85	1.80	营运资本变动	(1,091)	198	(204)	673	EV/EBITDA	7.76	8.24	8.18	7.38	经营活动现金流	807	1,178	1,042	2,176	PE	21.71	17.86	16.16	14.35	资本支出	(1,884)	(2,622)	(2,780)	(2,608)	PB	2.05	1.88	1.69	1.51	投资收益	8	0	0	0	投资活动现金流	(3,020)	(2,593)	(2,788)	(2,612)	股权融资	122	9	0	0	负债变化	2,246	1,657	2,120	678	股息支出	0	0	0	0	融资活动现金流	3,033	1,657	2,120	678	净现金流	820	242	373	242
指标	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率	24.89%	23.62%	23.25%	23.60%																																																																																																																																																																
非流动负债合计	5,738	7,369	9,485	10,174	EBITDA/总收入	21.54%	21.79%	22.63%	24.44%																																																																																																																																																																
负债合计	10,715	13,036	16,261	17,888	EBIT/总收入	18.37%	16.43%	16.06%	16.45%																																																																																																																																																																
少数股东权益	295	328	362	402	净利润率	7.83%	8.21%	7.48%	7.57%																																																																																																																																																																
股东权益合计	3,745	4,091	4,563	5,097	资产负债率	74.10%	76.11%	78.09%	77.82%																																																																																																																																																																
负债和股东权益总计	14,460	17,127	20,824	22,985	流动比率	0.89	0.84	0.90	0.80																																																																																																																																																																
现金流量表（单位：百万元）					速动比率	0.71	0.69	0.71	0.66																																																																																																																																																																
指标	2019A	2020E	2021E	2022E	总资产回报率(ROA)	2.39%	2.51%	2.27%	2.33%																																																																																																																																																																
净利润	345	397	439	494	净资产收益率(ROE)	9.46%	10.55%	10.44%	10.52%																																																																																																																																																																
折旧和摊销	154	259	385	522	EV/营业收入	1.67	1.79	1.85	1.80																																																																																																																																																																
营运资本变动	(1,091)	198	(204)	673	EV/EBITDA	7.76	8.24	8.18	7.38																																																																																																																																																																
经营活动现金流	807	1,178	1,042	2,176	PE	21.71	17.86	16.16	14.35																																																																																																																																																																
资本支出	(1,884)	(2,622)	(2,780)	(2,608)	PB	2.05	1.88	1.69	1.51																																																																																																																																																																
投资收益	8	0	0	0																																																																																																																																																																					
投资活动现金流	(3,020)	(2,593)	(2,788)	(2,612)																																																																																																																																																																					
股权融资	122	9	0	0																																																																																																																																																																					
负债变化	2,246	1,657	2,120	678																																																																																																																																																																					
股息支出	0	0	0	0																																																																																																																																																																					
融资活动现金流	3,033	1,657	2,120	678																																																																																																																																																																					
净现金流	820	242	373	242																																																																																																																																																																					

数据来源：WIND 上海证券研究所

分析师声明

熊雪珍

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。