

国祯环保 (300388)

收入结构优化运营占比超 50%，央企入主资源整合融资改善可期
买入 (维持)

2020 年 09 月 03 日

证券分析师 袁理

执业证号: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 任逸轩

021-60199782

renyx@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	460	560
同比 (%)	16.3%	18.2%	19.2%	21.7%
每股收益 (元/股)	0.48	0.57	0.68	0.82
P/E (倍)	22.00	18.58	15.58	12.81

投资要点

- **事件:** 2020 年上半年公司实现营业收入 16.06 亿元, 同比减少 4.73%; 归母净利润 1.59 亿元, 同比增长 1.81%; 扣非归母净利润 1.57 亿元, 同比增长 2.26%; 加权平均 ROE 同比降低 2.38pct, 至 4.44%。
- **业绩无惧疫情二季度强势回升, 收入结构优化运营收入超 50%。** 20H1 公司实现归母净利润 1.59 亿, 同增 1.81%, 其中 20Q2 实现归母净利润 1.11 亿元, 同增 15.13%。**业绩无惧疫情强势回升。分业务拆分, 运营收入占比超 50%。** 1) 工程业务实现营收 7.22 亿元, 同减 24.99%, 营收占比减少 12.21pct 至 45.11%; 2) 运营业务实现营收 8.04 亿元, 同增 24.50%, 营收占比提高 11.77pct 至 50.18%; 3) 设备业务实现营收 0.75 亿元, 同增 5.12%, 营收占比提高 0.44pct 至 4.71%。
- **运营工程毛利率双升, 整体毛利率提升 5.44pct。** 20H1 公司整体毛利率提升 5.44 个百分点至 31.33%。按经营模式划分: 1) 工程业务毛利率提高 1.04pct 至 18.09%; 2) 运营业务毛利率提高 4.88pct 至 42.84%; 3) 设备业务毛利率下降 0.71pct 至 32.83%。
- **疫情影响新增订单增速放缓, 在手订单充沛, 期待疫情后周期订单回暖释放。** 1) **工程订单:** 20H1 公司工程类订单新增 26 个, 合计金额 8.95 亿元, 同比增长 51.63%。期末在手订单 132 个, 合计金额 39.11 亿元, 同比减少 21.91%。2) **运营订单:** 20H1 公司运营类订单新增 9 个, 合计金额 2.34 亿元, 同比减少 51.11%。截至 2020 年 6 月 30 日, 处于施工期的运营类订单共计 20 个, 未完成投资金额 2.56 亿元, 同比减少 51.46%。
- **大规模回购彰显信心, 回购股份拟用于激励绑定核心员工。** 公司公告拟以集中竞价方式回购公司股份, 回购金额不低于 1.5 亿且不超过 3 亿, 回购价格不超过 13.50 元/股。此次大规模回购 1) **反映管理层彰显管理层信心:** 回购基于管理层对行业及公司未来发展的前景和公司内在价值的肯定; 2) **股份拟用于股权激励&员工持股:** 充分调动高级管理人员及核心骨干员工的积极性, 激励机制完善绑定员工, 共享公司发展红利。
- **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。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 20 年中报披露经营情况, 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 19/16/13 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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.55
一年最低/最高价	8.58/13.78
市净率(倍)	2.04
流通 A 股市值(百万元)	7168.83

基础数据

每股净资产(元)	5.17
资产负债率(%)	73.35
总股本(百万股)	679.51
流通 A 股(百万股)	672.31

相关研究

- 1、《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》2020-04-24
- 2、《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
- 3、《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

事件:

2020年上半年公司实现营业收入16.06亿元,同比减少4.73%;归母净利润1.59亿元,同比增长1.81%;扣非归母净利润1.57亿元,同比增长2.26%;加权平均ROE同比降低2.38pct,至4.44%。

点评:**1. 业绩无惧疫情二季度强势回升,收入结构优化运营收入超50%**

利润无惧疫情影响稳步回升,运营收入占比超50%。受疫情影响公司收入规模有所下滑,利润稳步回升。2020年上半年公司实现营业收入16.06亿元,同比减少4.73%;归母净利润1.59亿元,同比增长1.81%;扣非归母净利润1.57亿元,同比增长2.26%。**运营收入占比大幅提升,超过50%**。20H1公司营业收入按经营模式划分,1)环境工程业务实现营收7.22亿元,同比下降24.99%,营收占比减少12.21pct至45.11%;2)投资运营业务实现营收8.04亿元,同比增长24.50%,营收占比提高11.77pct至50.18%;3)污水处理设备实现营收0.75亿元,同比增长5.12%,营收占比提高0.44pct至4.71%。

20Q2业绩显著恢复回升。2020年二季度公司实现营业收入9.55亿元,同比减少4.17%;归母净利润1.11亿元,同比增长15.13%;扣非归母净利润1.11亿元,同比增长17.17%。公司二季度在营业收入略有下滑的情况下,业绩显著恢复回升。

运营工程毛利率双升,整体毛利率提升5.44pct。2019年公司整体毛利率提升5.44pct至31.33%。**按经营模式划分:**1)环境工程业务毛利率提高1.04pct至18.09%;2)投资运营业务毛利率提高4.88pct至42.84%;3)污水处理设备毛利率下降0.71pct至32.83%。**分板块划分:**1)水环境治理综合服务毛利率提高4.68pct至33.11%;2)工业废水处理综合服务毛利率提高2.82pct至26.16%;3)小城镇环境治理综合服务毛利率提高5.59pct至22.34%。

疫情影响新增订单增速放缓,在手订单充沛,期待疫情后周期订单回暖释放。1)**工程订单:**2020年上半年公司工程类订单新增26个,合计金额8.95亿元,同比增长51.63%。期末在手订单132个,合计金额39.11亿元,同比减少21.91%。2)**运营订单:**2020年上半年公司运营类订单新增9个,合计金额2.34亿元,同比减少51.11%。截至2020年6月30日,处于施工期的运营类订单共计20个,未完成投资金额2.56亿元,同比减少51.46%。

财务费用率上升带动期间费用率提升3.69pct。2020年上半年公司期间费用同比增长18.06%至3.07亿元,期间费用率上升3.69pct至19.11%。其中,销售、管理、研发、财务费用同比分别减少8.73%、减少7.33%、增加15.99%、增加44.60%至0.44亿元、

0.65 亿元、0.27 亿元、1.71 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.12pct、上升 0.18pct、上升 0.29pct、上升 3.63pct 至 2.76%、5.71%、1.65%、10.64%。财务费用增幅较大主要系融资规模增长，项目投入运营导致利息支出增加所致。

销售净利率提升 0.87pct，周转率及财务杠杆下降使 ROE 同比降低 2.38pct。2020 年上半年公司加权平均净资产收益率同比下降 2.38pct 至 4.44%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2020 年上半年公司销售净利率为 10.59%，同比上升 0.87pct，总资产周转率为 0.11（次），同比下降 0.03（次），权益乘数从 19 年上半年的 5.05 下降至 20 年上半年的 4.13。

2. 资产负债率维持下行，营运效率提升

资产负债率保持下降资产结构优化，营运效率提升。2020 年上半年公司资产负债率为 73.35%，同比下降 5.66pct，较年初下降 0.75pct。**公司资产负债率维持下行，资产结构持续优化。**2020 年上半年公司应收账款同比增长 15.21%至 12.19 亿元，应收账款周转天数同比增加 36.85 天至 143.72 天；存货同比减少 27.42%至 4.74 亿元，存货周转天数同比增加 23.69 天至 112.71 天；应付账款同比增长 20.75%至 20.4 亿元，应付账款周转天数同比增加 98.76 天至 353.73 天，使净营业周期同比减少 38.21 天至-97.3 天。**营运效率提升。**

3. 疫情影响经营活动净现金流下滑

疫情影响经营活动净现金流下滑。1) 2020 年上半年公司经营活动现金流净额 1.47 亿元，同比下降 74.30%，主要系因疫情影响，销售回款受到滞后所致；2) 投资活动现金流净额-5.94 亿元，同比增加 60.09%，主要系本期项目基本投产运营，项目建设投入减少所致；3) 筹资活动现金流净额 1.40 亿元，同比减少 94.38%，主要系上期重大 PPP 项目落实所致。

4. 大规模回购彰显信心，回购股份拟用于激励绑定核心员工

2020 年 6 月 13 日，公司公告股份回购方案，拟使用自有资金以集中竞价方式回购公司股份，回购资金总额不低于人民币 1.5 亿元（含），不超过人民币 3 亿元（含），回购价格不超过 13.50 元/股。此次回购**1) 反映管理层彰显管理层信心：**回购基于管理层对行业及公司未来发展的前景和公司内在价值的肯定，有利于增强投资者信心、维护全体股东利益。**2) 回购股份拟用于股权激励&员工持股，绑定激励员工：**本次回购的股份拟用于在中国节能环保集团有限公司受让公司股份后的股权激励或者员工持股计划，充

分调动高级管理人员及核心骨干员工的积极性，激励机制完善绑定员工，共享公司发展红利。

5. 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。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20年中报披露的经营情况，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19、16、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)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,439	3,441	3,981	3,353	营业收入	4,170	4,657	5,071	5,573
现金	1,517	818	660	245	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	673	721	735	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	308	350	400
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	464	577	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	15,938	18,750	19,186	利润总额	396	466	579	707
流动负债	4,977	4,485	5,290	5,354	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	31	32	42
应付账款	2,294	2,286	2,631	2,695	归属母公司净利润	326	386	460	560
其他流动负债	1,426	1,399	1,859	1,859	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	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	10,715	11,847	14,251	14,171	每股收益(元)	0.48	0.57	0.68	0.82
少数股东权益	295	326	358	401	每股净资产(元)	4.92	5.39	5.95	6.65
					发行在外股份(百万股)	671	680	680	680
归属母公司股东权益	3,450	3,764	4,141	4,615	ROIC(%)	5.7%	5.4%	5.4%	6.2%
负债和股东权益	14,460	15,938	18,750	19,186	ROE(%)	9.2%	10.2%	10.9%	12.0%
					毛利率(%)	24.9%	25.7%	26.7%	27.8%
					销售净利率(%)	7.8%	8.3%	9.1%	10.0%
					资产负债率(%)	74.1%	74.3%	76.0%	73.9%
					收入增长率(%)	4.1%	11.7%	8.9%	9.9%
					净利润增长率(%)	16.3%	18.2%	19.2%	21.7%
					P/E	22.00	18.58	15.58	12.81
					P/B	2.14	1.96	1.77	1.59
					EV/EBITDA	15.54	14.79	12.26	10.11

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>