

运营类收入快速增长，中节能入主提升发展潜力

节能国祯 (300388)

事件

节能国祯发布 2020 年年报

节能国祯发布 2020 年年报，公司 2020 年累计实现营业收入 38.69 亿元，同比减少 7.21%，归母净利润为 3.31 亿元，同比增加 1.55%，对应摊薄 EPS 为 0.48 元。公司加权平均 ROE 为 9.08%，同比下降 2.77 个百分点。

简评

运营类收入快速增长，带动毛利率提升

公司长期致力于水资源综合利用和开发，服务区域遍及国内二十余个省市自治区，业务板块主要涵盖城镇与农村水环境综合治理以及工业废水处理。公司业务收入可拆分为工程类订单和运营类订单收入两种类型，2020 年公司工程类订单收入完成 198 个，确认收入 18.51 亿元，同比减少 28.73%，系疫情导致公司工程工期延误所致；运营类订单合计 149 个，实现收入 18.08 亿元，同比增长 31.49%，系公司运营类工程不断投产所致。毛利率较高的运营类收入占比上升，带动公司毛利率提升 4.55 pct 至 29.44%。

轻资产模式下产能快速扩张，资金压力有望降低

公司早期即布局工业废水领域，逐步成长为国内污水处理龙头。截至 2020 年底，公司污水处理厂规模达 570 万吨/日，其中在建规模 37 万吨/日。近年来公司以托管运营的轻资产模式快速提升污水处理产能，报告期末公司污水处理已投产产能达 533 万吨/日，其中托管运营规模为 182 万吨/日，占已投产产能的 34.15%。托管运营模式下公司无需承担污水处理厂前期的建造成本，从而显著降低产能扩张带来的资金压力。2020 年底公司资产负债率为 71.74%，同比降低 2.36 pct。

中节能入主增强国资背景，后续有望导入水务资产

2020 年 11 月 20 日，国祯集团成功将部分股权转让给中节能集团，转让完成后中节能成为公司控股股东，同时国资委成为公司实控人。截至 2020 年中节能集团旗下中环水务约有 700 万吨/日水处理产能，为避免同业竞争，未来中节能集团大概率会将这部分资产注入上市公司。考虑到公司目前较高的资产负债率水平，我们认为中节能集团后续大概率采用托管运营模式将该部分水务资产委托给公司运营，公司水务运营能力有望进一步增强。

维持
买入
万炜, CFA

wanwei@csc.com.cn

021-68821600

SAC 执证编号: S1440514080001

SFC 中央编号: ASH820

高兴

gaoxing@csc.com.cn

021-68821600

SAC 执证编号: S1440519060004

发布日期: 2021 年 04 月 23 日

当前股价: 7.97 元

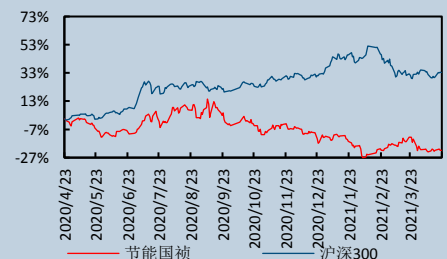
目标价格 6 个月: 11 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-10.65/-11.28	-7.54/1.09	-22.52/-55.07
12 月最高/最低价 (元)		12.1/7.39
总股本 (万股)		69,896.04
流通 A 股 (万股)		69,140.35
总市值 (亿元)		55.71
流通市值 (亿元)		55.1
近 3 月日均成交量 (万股)		557.95
主要股东		
安徽国祯集团股份有限公司		16.74%

股价表现



相关研究报告

20.10.29 【中信建投环保工程及服务 II】国祯环保(300388):业绩稳步增长,央企入主值得期待

运营类资产有望持续增长，维持节能国祯“买入”评级

公司采用传统 BOT 模式和托管运营的轻资产模式快速扩张运营类水务资产，报告期内新增 9 个运营类订单，在运规模达 533 万吨/日，同比增长 10.54%。中节能入主有望从多方面对公司产生正面影响，一方面公司有望以轻资产模式受让中节能集团水务资产，另一方面国资背景有助于公司获取后续订单并降低融资成本。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 4.22、4.85、5.49 亿元，对应 EPS 分别为 0.60、0.69、0.79 元，维持“买入”评级。

风险提示：公司在建工程投产不及预期；公司运营资产产能投放不及预期。

表 1：节能国祯盈利预测（单位：百万元，元）

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4169.8	3869.2	4251.5	4645.7	5064.5
营业成本	3131.8	2730.2	2991.6	3220.8	3461.8
营业税金及附加	37.3	52.6	57.8	63.1	68.8
销售费用	114.6	104.4	113.0	129.9	147.7
管理费用	145.8	152.1	167.1	182.6	199.0
研发费用	76.1	60.8	79.0	102.7	133.5
财务费用	279.6	350.7	297.6	325.2	354.5
资产减值损失	-23.9	-27.6	-30.0	-30.0	-30.0
信用减值损失	-41.8	-30.9	-30.0	-30.0	-30.0
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	7.8	19.4	5.0	5.0	5.0
其他收益	64.9	66.5	73.1	79.9	87.1
营业利润	394.2	446.0	563.6	646.3	731.1
营业外收入	3.3	0.6	0.6	0.6	0.6
营业外支出	1.2	6.4	6.4	6.4	6.4
利润总额	396.3	440.1	557.8	640.5	725.3
所得税	51.1	78.4	96.9	111.2	126.0
净利润	345.2	361.7	460.9	529.2	599.3
少数股东损益	18.8	30.2	38.5	44.2	50.1
归属母公司净利润	326.4	331.5	422.4	485.0	549.2
EPS（摊薄）	0.49	0.47	0.60	0.69	0.79

资料来源：公司公告，中信建投

分析师介绍

万炜：公用事业及环保团队首席分析师。CFA，华中科技大学经济学硕士。2014 年加入中信建投证券研究发展部，2015-2016 年新财富煤炭行业最佳分析师第二名团队核心成员，2017-2020 年新财富电力公用事业入围，2018-2020 年金牛奖电力公用最佳行业分析师，2019-2020 年 WIND 最佳电力公用分析师第一、水晶球前五。还曾获得过《第一财经》最佳公共事业分析师第一，《财经》公用事业最佳选股分析师等奖项。

高兴：华中科技大学工学学士，清华大学热能工程系硕士，三年电力设备行业工作经验，2017 年开始从事卖方研究工作。2018 年加入中信建投证券，现任电力公用事业分析师。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk