

国祯环保 (300388.SZ)

治水翹楚，三峡入主再起航

治水行业翹楚，融资好转公司受益。国祯环保是水处理行业龙头之一，主营污水处理，公司运营实力突出，污水处理产能规模业内领先，行业示范项目多，综合竞争力较强，ROE水平较高。截至2019H1公司在手运营类订单52.8亿元，订单储备充足，随着近半年融资好转、定增补充流动资金，核心资金需求基本解决，在手项目望加速。

污水运营龙头，运营实力突出。公司是污水运营领域龙头，截至2019H1公司污水处理规模524万吨/日，上市公司中位于前列，且作为专业的污水处理运营商，深耕行业22年，专业运营实力突出，由于工艺设计优良、处理技术深厚、管理水平优异，公司污水处理出水水质高，投资及运行成本均较低，污水处理单价较低但毛利率与同行比肩，运营实力领先，未来公司聚焦运营，谋求长期稳健发展。近年来国资、大民营集团纷纷介入，行业竞争激烈，运营效率成为考验环保公司的硬核指标，公司望脱颖而出。

十三五城镇污水提标改造公司受益多多。全国十三五期间全国新增污水处理设施空间约879亿，提标改造建造空间约528亿元，各省级《城镇污水处理提质增效三年行动方案》出台加速需求落地，反映在公司层面，新承接订单大部分为污水提标改造，公司增量提价弹性足，且未来随着水质标准由一级A提升至类四类、甚至四类，行业未来空间可观。另外政府项目市场化释放、行业并购整合也提供新增空间。

三峡入主，强强联合深度参与长江大保护市场。2019年7月三峡和中节能集团定增持股公司11.6%/8.7%股权，9月三峡集团再受让15%股权累计持股26.6%成为第一大股东，且承诺未来三年内为公司导入集团新增项目中不低于30%的运维项目。三峡集团是长江经济带中实力最雄厚、地位最重要的央企之一，在长江大保护中发挥骨干作用，集团规划在长江大保护年均投资400亿元，公司望深度参与并受益。三峡集团为公司导入的芜湖项目打包6个污水厂60万吨规模，相当于公司往年年均新增产能，提振效果明显，且公司在其中只需负责运营部分，开启轻资产模式，打破高杠杆瓶颈。对于国祯，三峡入主可以增强其资源、资金实力，而对于刚进入环保行业的三峡集团，可借助国祯领先的专业技术、精良的运营水平更好开展长江大保护。

投资建议：公司作为治水翹楚，运营实力突出、订单充足，融资改善公司受益，三峡入主有望导入丰富资源，定增优化资本结构。近半年来公司提升运营业务占比，长期稳健发展可期，未来城镇污水提标改造公司增量提价弹性大。预计公司19-21年EPS分别为0.45/0.57/0.73元，对应PE为19.6/15.3/12.0倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：长江大保护市场释放不及预期、与三峡集团协同效应不及预期。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,628	4,006	4,600	5,264	6,023
增长率 yoy (%)	79.7	52.4	14.8	14.4	14.4
归母净利润(百万元)	194	281	348	446	568
增长率 yoy (%)	49.6	44.6	23.9	28.2	27.4
EPS 最新摊薄(元/股)	0.25	0.36	0.45	0.57	0.73
净资产收益率 (%)	9.4	12.1	9.7	11.3	12.7
P/E(倍)	35.2	24.3	19.6	15.3	12.0
P/B(倍)	3.8	3.2	2.0	1.8	1.6

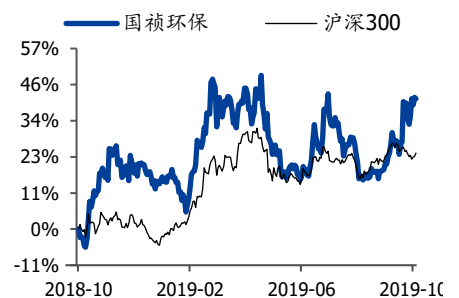
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(首次)

股票信息

行业	水务
最新收盘价	10.74
总市值(百万元)	7,199.18
总股本(百万股)	670.31
其中自由流通股(%)	81.96
30日日均成交量(百万股)	3.35

股价走势



作者

分析师 杨心成

执业证书编号: S0680518020001

邮箱: yangxincheng@gszq.com

内容目录

一、国祯环保，治水翘楚.....	5
1.1 领先的水环境综合服务商.....	5
1.2 融资改善望受益，定增补充资金.....	8
二、污水运营龙头，提标改造受益大.....	10
2.1 污水运营龙头，实力突出.....	10
2.1.1 产能规模领先，体量优势明显.....	10
2.1.2 专业水务运营商，运营实力突出.....	12
2.2 十三五城镇污水提标扩容受益大.....	13
三、三峡入主，强强联合介入长江大保护.....	17
3.1 政策不断加码，长江大保护市场空间广阔.....	17
3.2 三峡入主，强强联合深度参与长江大保护.....	20
四、布局乡镇水、工业水.....	23
4.1 掘金农村水环境治理.....	23
4.2 积极布局工业废水市场.....	25
五、盈利预测.....	27
5.1 盈利预测.....	28
5.2 估值分析与投资建议.....	29
风险提示.....	29

图表目录

图表 1: 截至 2018 年末水务公司污水处理量及产能利用率 (万吨/日, %)	5
图表 2: 国祯环保发展历程.....	6
图表 3: 股权转让完成后公司股权结构图.....	6
图表 4: 2015-2019H1 公司营收及归母净利 (亿元)	7
图表 5: 2016-2019H1 公司主营业务构成 (%)	7
图表 6: 2015-2019H1 公司工程、运营、设备销售业务毛利占比	7
图表 7: 2015-2019H1 公司工程、运营、设备销售及整体毛利率情况	7
图表 8: 2015-2019H1 各主营业务收入情况 (亿元)	8
图表 9: 2015-2019H1 各主营业务毛利情况 (亿元)	8
图表 10: 2014-2018 年公司三费情况.....	8
图表 11: 2014-2018 年公司毛利率、净利率、ROE (右轴) 情况.....	8
图表 12: 截止 2019H1 公司工程类订单新增及执行情况 (万元)	9
图表 13: 市场利率逐步下行.....	9
图表 14: 近年来公司经营性、筹资性现金流 (亿元)	9
图表 15: 公司及水处理行业整体资产负债率情况.....	9
图表 16: 2018 年污水行业产能情况.....	10
图表 17: 2014-2019H1 公司污水处理产能情况.....	11
图表 18: 截止 2019H1 公司特许经营类订单新增及执行情况 (万元)	11
图表 19: 国祯环保污水处理单价低于行业平均水平 (元/吨)	12
图表 20: 国祯环保运营业务毛利率与水务行业平均毛利率比较.....	12
图表 21: 国祯环保 ROE 及水处理行业平均 ROE.....	12
图表 22: 截止 2018 年年报公司参与的课题及项目.....	13

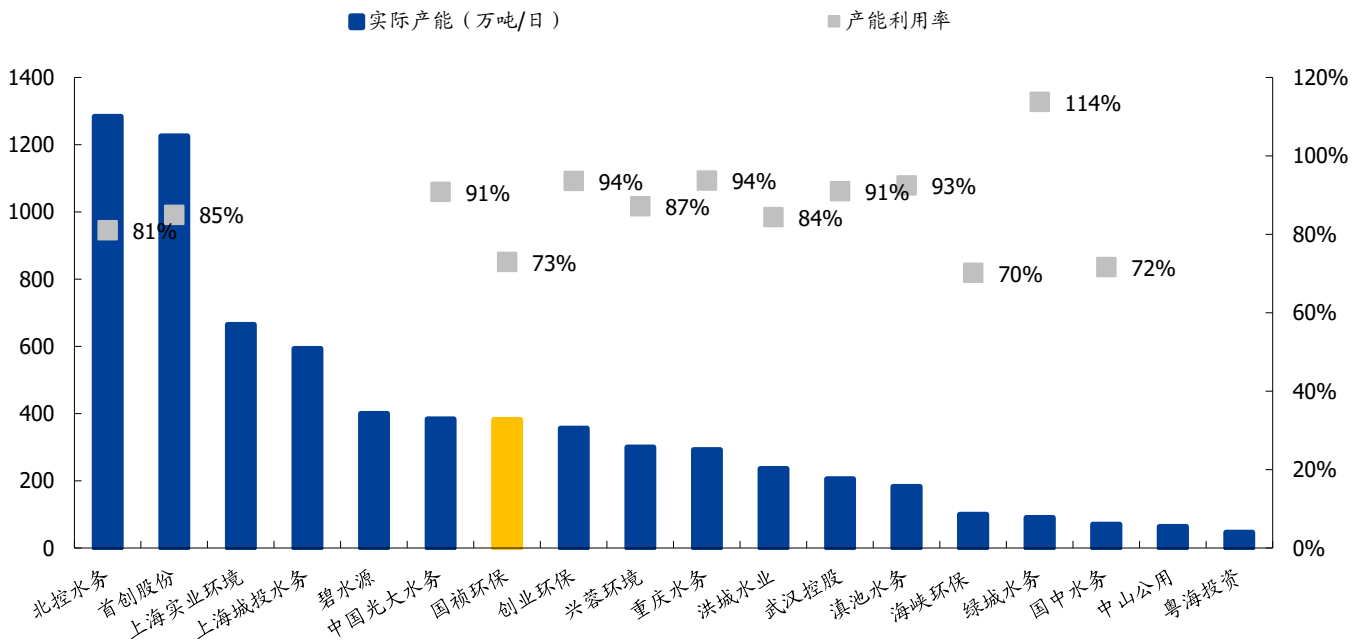
图表 23: 城市/县城污水处理能力及处理率.....	14
图表 24: 2020 年规划污水处理/再生水设施规模.....	14
图表 25: 十三五投资规划明细.....	14
图表 26: 十二、十三五污水处理的固定资产投资/亿元.....	14
图表 27: 十三五规划污水处理固定资产投资占比.....	14
图表 28: 各省市城镇污水处理提质增效三年行动方案.....	16
图表 29: 污水运营行业上市公司毛利率.....	17
图表 30: 长江大保护相关政策梳理.....	18
图表 31: 2018 年两批及 2019 年第一批长江经济带绿色发展专项中央基建投资预算(亿元).....	20
图表 32: 长江水务提质增效运营空间.....	20
图表 33: 定增获配比例.....	21
图表 34: 三峡集团及中节能集团在长江大保护中骨干作用突出.....	21
图表 35: 三峡集团组建长江保护集团.....	22
图表 36: 三峡集团在长江大保护中试点城市.....	22
图表 37: 共抓长江大保护战略合作协议(部分城市).....	22
图表 38: 芜湖市城区污水系统提质增效(一期)PPP 项目.....	23
图表 39: 公司主要分散式村镇污水处理系统.....	24
图表 40: 2018 年以来公司中标乡镇水处理项目.....	24
图表 41: 16-18 年公司小城镇污水处理营收、毛利(百万元)及毛利率(%).....	25
图表 42: 2016-2018 年公司主营业务构成(%).....	25
图表 43: 麦王典型工业污水处理项目.....	26
图表 44: 16-18 年公司工业废水处理营收、毛利(亿元)及毛利率(%).....	26
图表 45: 麦王环境业绩概况.....	27
图表 46: 预计 2019、2020 年工业污水市场空间在 800 亿以上.....	27
图表 47: 国祯环保收入预测(百万元, %).....	28
图表 48: 国祯环保毛利率预测.....	28
图表 49: 国祯环保费用率预测.....	28
图表 50: 可比公司 PE 估值.....	29
图表 51: 国祯环保 PE-Band.....	29

一、国祯环保，治水翹楚

1.1 领先的水环境综合服务商

治水龙头，领先的水环境综合服务商。公司三大主营业务为水环境治理、小城镇环境治理、工业废水处理，技术与规模领先于业内，截至2019H1公司污水处理规模524万吨/日，其中在建规模139万吨/日，在水务行业上市公司中已投运、总设计、在建污水处理产能规模均为前列。公司是我国生活污水处理行业市场化过程中最早提供“一站式六维服务”综合解决方案的专业公司之一，四次荣获中国水业十大影响力企业，综合竞争力较强。

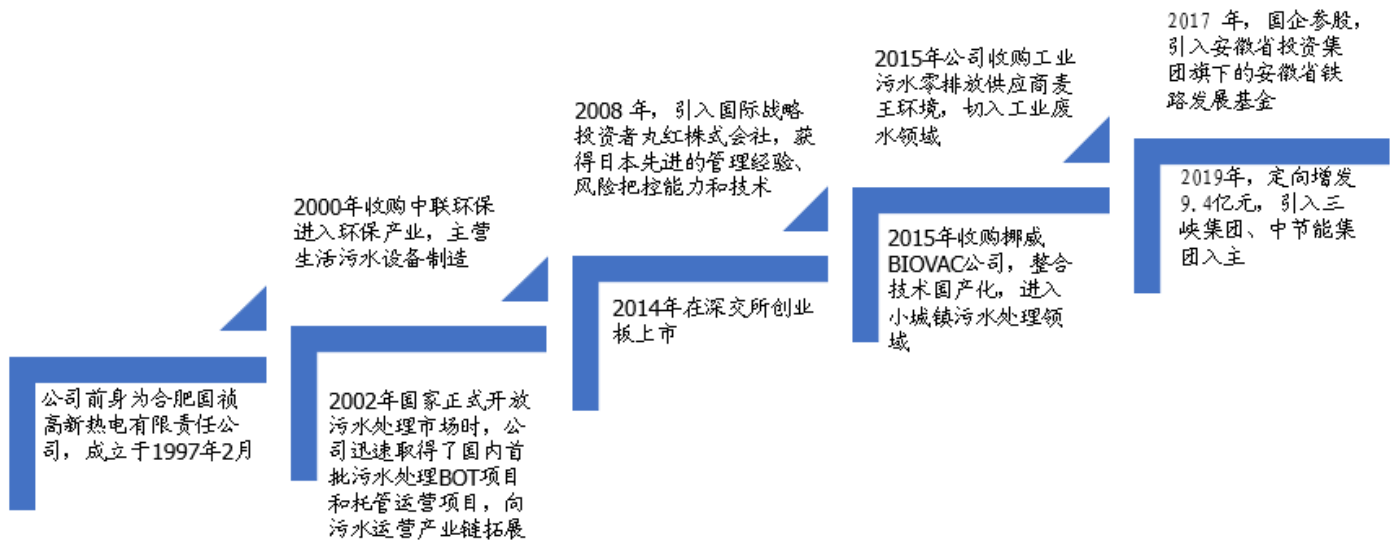
图表1：截至2018年末水务公司污水处理量及产能利用率（万吨/日，%）



资料来源：wind，国盛证券研究所

市政污水为核心，拓展农村污水、工业废水。公司前身为合肥国祯高新热电有限责任公司，成立于1997年2月，2000年收购中联环保进入环保产业，主营生活污水设备制造，2002年国家正式开放污水处理市场时，公司迅速取得了国内首批污水处理BOT项目和托管运营项目，向污水运营产业链拓展，2014年在深交所创业板上市。2015年公司收购工业污水零排放供应商麦王环境，切入工业废水领域。同年收购挪威BIOVAC公司，整合技术国产化，进入小城镇污水处理领域。2017年，国企参股，引入安徽省投资集团旗下的安徽省铁路发展基金，2019年，定向增发9.4亿元，引入三峡集团、中节能集团入主。现公司已形成生活污水处理研究开发、设计咨询、核心设备制造、系统集成、工程建设安装调试、投资运营管理等全生命周期的完整产业链。

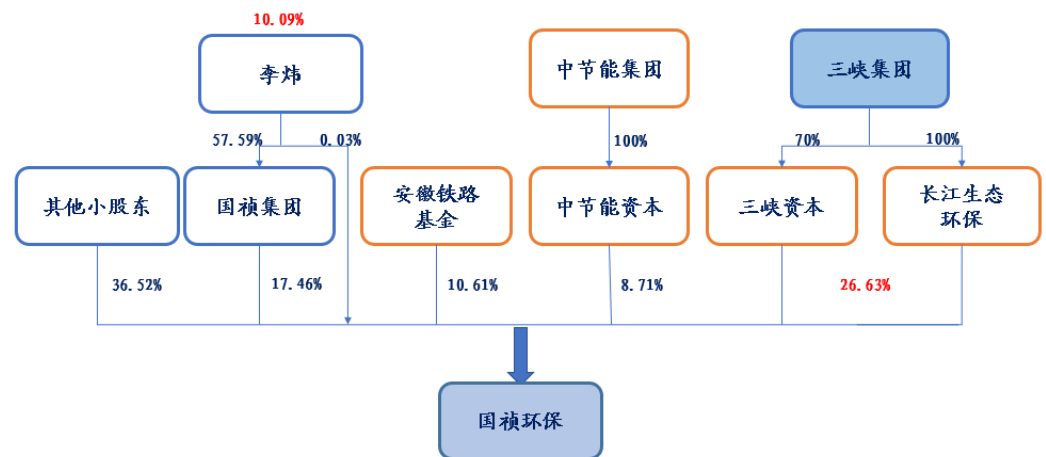
图表 2: 国祯环保发展历程



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

转让完成后第一大股东为三峡集团。公司原第一大股东为李炜，2019年7月三峡和中节能集团定增持股公司11.6%/8.7%股权，9月三峡集团再受让15%股权，较公告日溢价31%累计持股26.6%成为第一大股东，李炜控制的国祯集团持有公司股份17.46%，成为公司第二大股东，安徽铁路基金及中节能集团分别持股10.61%、8.71%，其他股东持股36.52%。

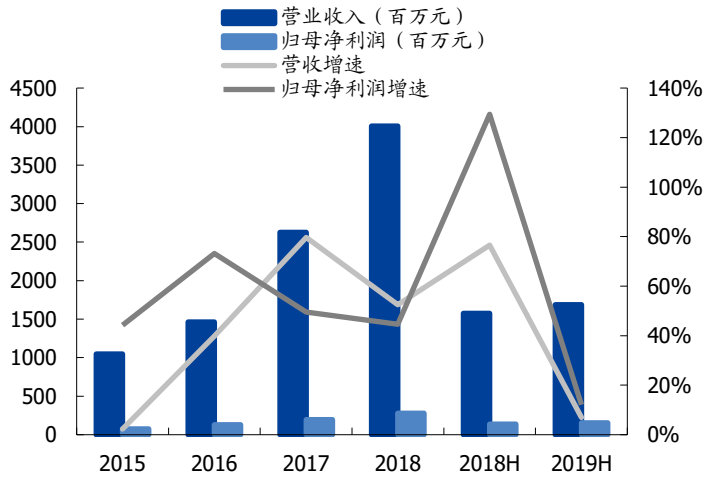
图表 3: 股权转让完成后公司股权结构图



资料来源：wind，国盛证券研究所

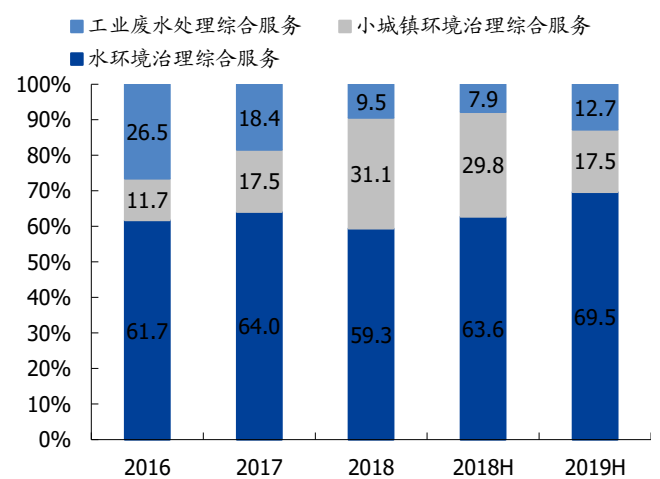
2014-2018年业绩高增长，2019H1行业调整之际减速求稳。受益于水十条推动下水污染治理需求释放，公司近年来营收、归母净利高增长，2014-2018年公司营业总收入/归母净利润年复合增长率为40.7%/52.4%。2019H1公司营收增速7.0%，归母净利润增速12.1%，增速换挡。受制于去杠杆及PPP政策收紧，公司未进一步加快工程业务的扩张节奏，主动控制经营风险，谋求稳健的可持续发展。

图表 4: 2015-2019H1 公司营收及归母净利润 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

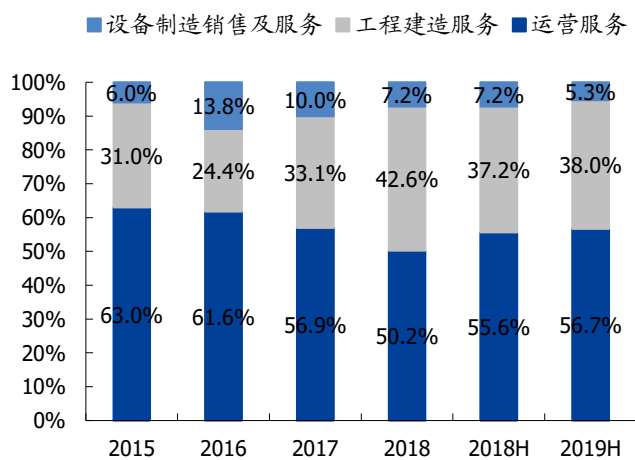
图表 5: 2016-2019H1 公司主营业务构成 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

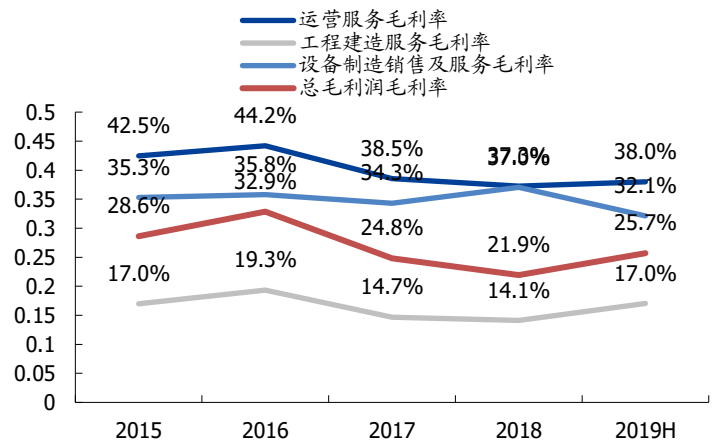
主动调整经营战略，聚焦运营。按照运营业务与工程业务划分，2019H 公司运营业务及工程业务毛利贡献占比分别为 56.7%、38.0%，运营业务一直对毛利贡献较大，2019H 较 2018 年的 50.2% 有明显提升。未来公司望继续提升运营业务毛利贡献占比，优化业务布局，谋求高质量稳健发展。由于运营业务毛利率较高，2019H1 整体毛利率回升至 25.7%。

图表 6: 2015-2019H1 公司工程、运营、设备销售业务毛利占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

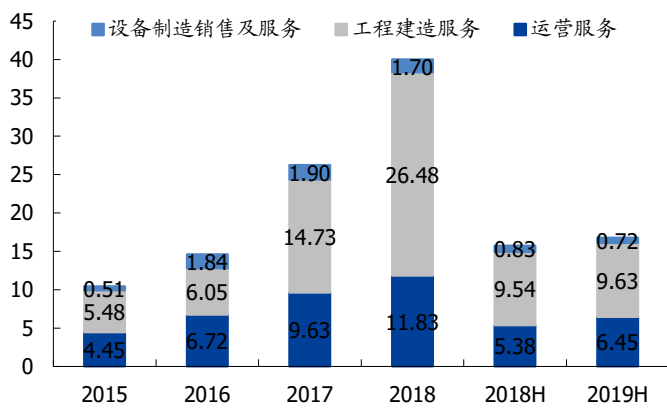
图表 7: 2015-2019H1 公司工程、运营、设备销售及整体毛利率情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

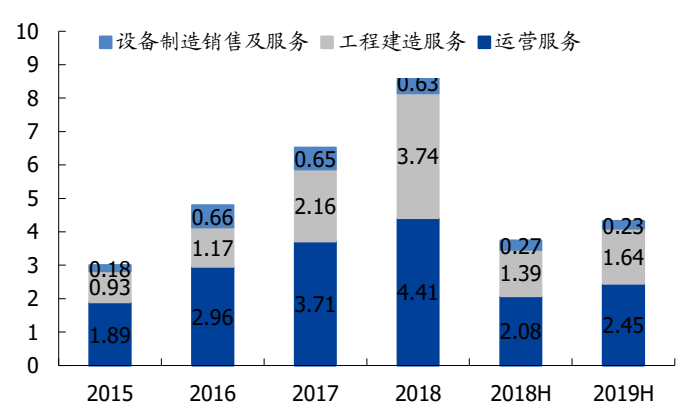
2019H1 运营业务稳健增长，工程业务增速放缓。2015-2018 年，运营收入由 4.5 亿元增长至 11.8 亿元，近两年复合增速 32.7%，工程收入由 5.5 亿元增长至 26.5 亿元，近两年复合增速 109.2%。2019H1 运营收入增速 20%，增长稳健，而工程收入增速 1%，预计未来将更多地提升工程业务的质量。

图表 8: 2015-2019H1 各主营业务收入情况 (亿元)



资料来源: wind、国盛证券研究所

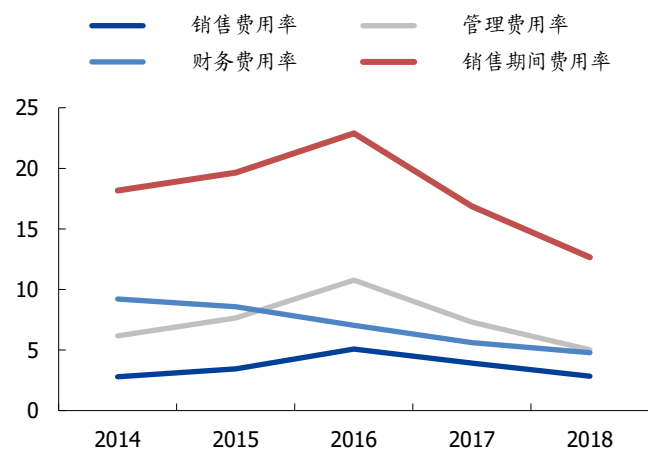
图表 9: 2015-2019H1 各主营业务毛利情况 (亿元)



资料来源: wind、国盛证券研究所

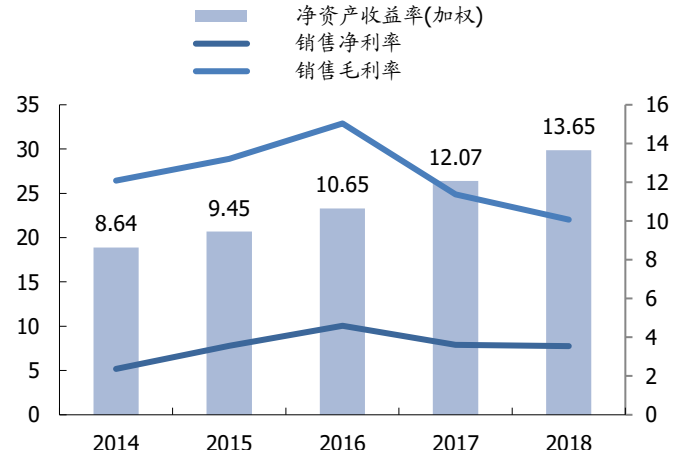
三费管控良好, ROE 水平较高。2014-2018 年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率管控良好, 整体期间费用率由 2014 年的 18.2% 下滑至 2018 年的 12.7%, 尤其是财务费用率逐年降低, 主要与公司股权融资较多有关。另外, 近年来公司的销售净利率由 2014 年的 5.2% 提升至 2018 年的 7.8%, ROE 逐步提升至 13.7%, 盈利水平大幅提升。

图表 10: 2014-2018 年公司三费情况 (%)



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 11: 2014-2018 年公司毛利率、净利率、ROE (右轴) 情况 (%)



资料来源: wind、国盛证券研究所

1.2 融资改善望受益, 定增补充资金

公司在手工程类水环境项目充沛。截至 2019H1, 公司在手工程类订单 46.3 亿元, 在建工程项目 113 个, 新增合同 51 个, 涉及投资金额 27.8 亿元, 主要包括城市黑臭水体治理、流域综合治理 (河流、湖泊等) 及景观提升等, 在手项目充足。

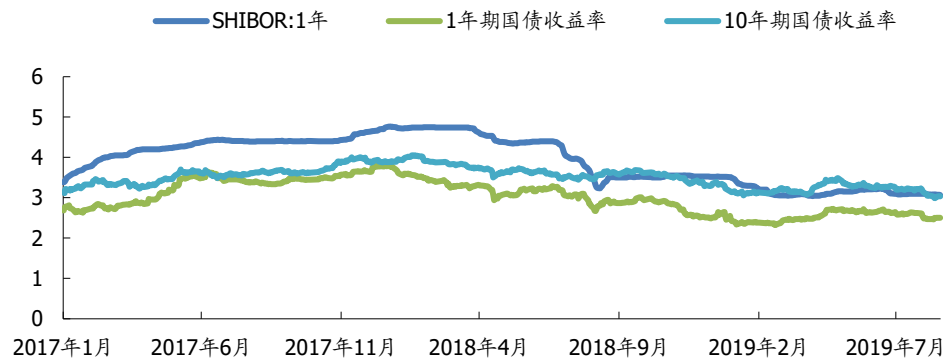
图表 12: 截止 2019H1 公司工程类订单新增及执行情况 (万元)

	新增订单						确认收入订单		期末在手订单	
	数量	金额/万元	已签合同		未签合同		数量	金额/万元	数量	未确认收入/万元
			数量	金额/万元	数量	金额/万元				
EPC	44	258930	39	177041	5	81889	108	219681	88	449929
EP	7	19218	7	19218	0		48	45089	24	12925
BT	0		0		0		1		1	107
合计	51	278147	46	196258	5	81889	157	264770	113	462961

资料来源: wind, 国盛证券研究所

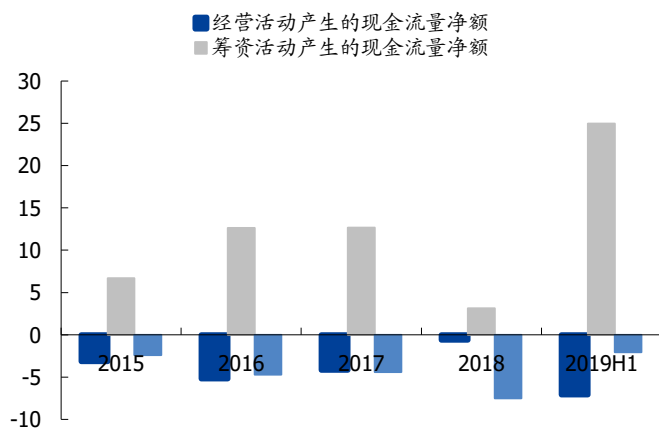
2018 年下半年以来融资改善, 公司望受益。2018 年下半年以来支持民营企业融资政策不断出台, 融资边际改善明显。公司 2018 年底有息负债 47.0 亿元, 有息负债率 1.83, 随着资金面宽松推动融资利率下行, 公司财务费用有望降低, 且提升偿债能力、降低杠杆率, 公司在手项目有望加速推进。另外, 公司 7 月完成 9.4 亿元定向增发, 补充流动性资金, 降低高杠杆。

图表 13: 市场利率逐步下行



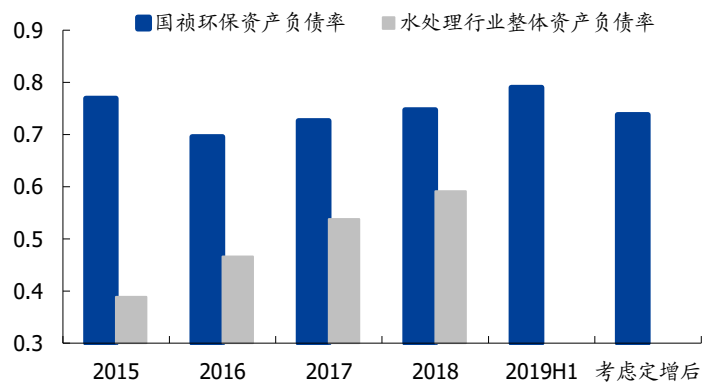
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 14: 近年来公司经营性、筹资性现金流 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 15: 公司及水处理行业整体资产负债率情况 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

二、污水运营龙头，提标改造受益大

公司是污水运营领域龙头，截至2019H1公司污水处理规模524万吨/日，上市公司中位于前列，且公司作为专业的污水处理运营商，深耕行业22年，专业运营实力突出，由于工艺设计优良、处理技术深厚、管理水平优异，公司污水处理出水水质高，投资及运行成本均较低，毛利率高于同行，综合实力领先，未来公司聚焦运营，十三五城镇污水提标改造空间广阔，公司在其中大有可为，且未来三峡入主望为公司导入托管增量。

2.1 污水运营龙头，实力突出

2.1.1 产能规模领先，体量优势明显

凭借较强运营实力，公司产能规模领先于业内，多分布于长江沿岸。截至2019H1公司污水处理规模524万吨/日，其中已投运385万吨/日、在建139万吨/日，形式包括BOT、TOT、DBO、PPP和托管运营等，工艺类型包括A²/O、氧化沟、SBR、MBR、BAF等，同时拥有管网运营规模5597公里/年，污水产能在水务行业上市公司中已投运、总设计、在建产能规模均为前列，规模遥遥领先。区域分布上，多在长江沿岸各省市，截至2019年7月，公司在长江经济带的9个省市运营污水处理厂（含排口）58个，日处理污水258.5万吨，占公司日处理总规模近五成，区位优势明显。

图表 16: 2018 年污水行业产能情况

公司	污水处理量(万吨)	实际产能(万吨/日)	产能利用率	在建产能(万吨/日)	总设计产能(万吨/日)
北控水务	379,980	1284	81%	841.83	1,344
首创股份	—	1226	85%	413.65	—
上海实业环境	194101	665			1170
上海城投水务					593.3
碧水源		400		400	800
中国光大水务	127,125	383.5	91%	29.00	
国祯环保	99,040	382	73%	139	524
天津创业环保		356	94%	101	499
兴蓉环境	95,449	300	87%	—	—
重庆水务	100,044	292	94%	9.5	—
洪城水业	72,859	236	84%	18	268
武汉控股	68,413	206	91%	95	206
滇池水务	61,684	183	93%	—	40
海峡环保	25,608	100	70%	2.68	151
绿城水务	37,456	90	114%	68	—
国中水务	18,330	70	72%	—	78
中山公用	—	64		—	—
粤海投资	—	46		32	114

资料来源: wind, 国盛证券研究所

产能规模持续扩张。2014年公司污水运营产能在手规模243万吨/日，到2019年H1达到524万吨/日，近四年复合增速20%，持续快速增长。今年公司公告中标芜湖项目可新增污水处理总规模61万吨/日，未来三年内三峡集团有望为公司导入托管运营可观增量。

图表 17: 2014-2019H1 公司污水处理产能情况

	污水处理产能在手规模(万吨/日)	在建规模(万吨/日)	运营规模(万吨/日)	托管规模(万吨/日)	托管管网(公里)	在建管网(公里)
2014	243					
2015	302					
2016	377					
2017	446	96	350	181	3305	783
2018	511	138	372	140	5371	1043
2019H1	524	139	385	143	5597	

资料来源: wind, 国盛证券研究所

运营订单多，未来产能投放业绩弹性足。截至2019H1，公司在建污水处理规模139万吨/日，新增特许经营类订单46亿元，处于施工期未完成订单60亿元，订单储备饱满，未来产能投放业绩弹性足。

图表 18: 截止 2019H1 公司特许经营类订单新增及执行情况 (万元)

	新增订单						处于施工期订单			处于运营期订单	
	数量	投资金额/万元	已签合同		未签合同		数量	本期完成投资/万元	未完成投资/万元	数量	运营收入/万元
			数量	金额/万元	数量	金额/万元					
BOT						5	13366	5586	21	36238	
O&M	6		6						71	41610	
BOO									1	6480	
PPP	9	435327	8	410427	1	24900	20	114259	560222	8	12859
BOT+TOT	1	52900	1	52900			2	24513	30321	8	11842
TOT										8	9265
合计	16	488227	15	463327	1	24900	27	152137	596130	117	118296

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

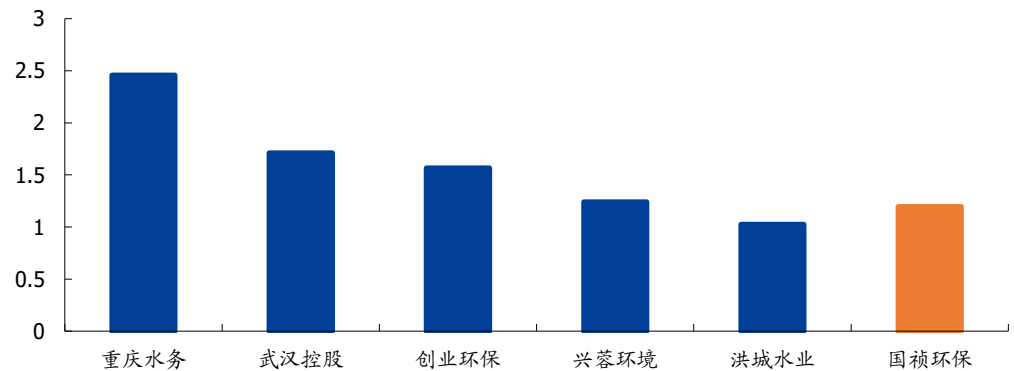
污水运营毛利率提升可期。公司运营板块毛利率由2015年的42%降至2018年的37%，主要受增值税的调整（原增值税即征即退，但2015年的78号文要求仅返回70%）、提标改造等影响（污水价格提升的影响滞后于提标费用的影响），公司污水处理价格低于其他水务上市企业（2018年公司污水处理单价约为1.2元/吨，低于行业平均水平1.5元/吨）。**但随着提标改造的执行，预计各污水厂污水结算价格将提高，毛利率望回升。2017-2018年公司有7-8个项目调价，今年存量水厂预计再进入调价周期。随着水价的提升、折旧摊销的减少等，公司运营毛利率提升可期。**

2.1.2 专业水务运营商，运营实力突出

随着污水厂排放标准的提升，运营效果差或资金紧张的企业或被淘汰出局，而资金实力、运营实力领先的龙头有望做强，运营高效的国祯环保有望从中受益。

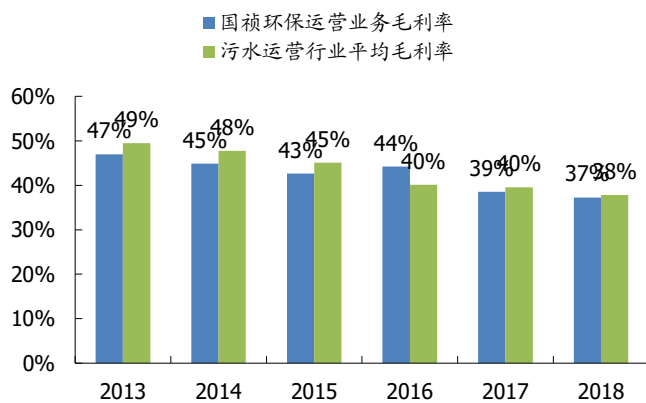
- **(1) 经验丰富，示范项目多：**作为国水处理行业龙头之一，公司是市政污水处理领域较早提供“一站式六维服务”的专业公司，深耕行业 20 多年，专业能力突出，示范项目多。
 - ✓ 市政污水：公司成功运营市政污水处理厂数量超过 150 个，运营规模 511 万吨/日，运营的管网长度近 5000 公里，运营泵站数量约 131 座。
 - ✓ 工业废水：运营规模近 20 万吨/日，运营项目数量及规模均居国内前列。
- **(2) 运营实力强：**公司运营实力突出，凭借优良的氧化沟、SBR 工艺设计，及运营节能降耗等方面技术实力深厚，公司污水处理出水水质高、投资成本及运行能耗较低。国祯对成本中占比最高的电费控制得当，2018 年通过工艺节能改造、药剂选型和试用等手段，节约电费 1036 万元、节省药剂费 415 万元。公司污水处理价格低于其他水务上市企业（2018 年公司污水处理单价约为 1.2 元/吨，低于行业平均水平 1.5 元/吨），但凭借优良工艺和严控的管理，公司污水运营毛利率基本与行业持平，运营实力突出。另外公司的 2018 年 ROE 为 13.7%，高于水处理行业平均水平。

图表 19：国祯环保污水处理单价低于行业平均水平（元/吨）



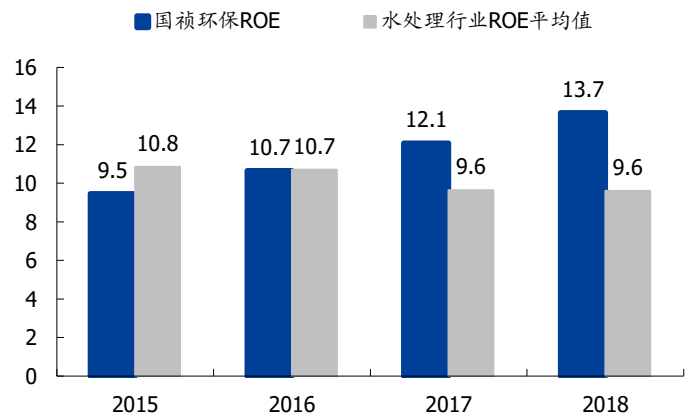
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 20：国祯环保运营业务毛利率与水务行业平均毛利率比较



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 21：国祯环保 ROE 及水处理行业平均 ROE (%)



资料来源：wind，国盛证券研究所

- **(3) 技术领先, 持续创新:** 公司依托国家“十一五”“十二五”水专项课题, 公司研发和推广的“低 C/N 比城市污水连续流脱氮除磷工艺与过程控制技术”和“SBR 法污水处理工艺与设备及实时控制技术”分别荣获 2009 年、2012 年国家科学技术进步二等奖, 公司“高排放标准下 AAO 污水处理工艺节能降耗关键技术与集成示范”项目荣获 2017 年度环境保护科学技术奖二等奖, 主持并参与制定“倒伞型表面曝气机”、“序批式活性污泥法污水处理工程技术规范”等 6 项行业标准。

图表 22: 截止 2018 年年报公司参与的课题及项目

序号	计划类别	项目名称	项目编号	参与类型	验收情况
1	国家水体污染与科技重大专项	重点区域分散型点源处理及小流域综合整治长效机制研究与产业化示范	2015ZX07218001	主持	在研
2	国家水体污染与科技重大专项	沙颍河重点污染源控制关键技术集成验证及推广应用	2017ZX07602001	参加	在研
3	“863”计划	污水处理高效曝气成套设备的研制与应用	2009AA063804	主持	已验收
4	“863”计划	城市污水氧化沟处理工艺的设备成套化研究	2004AA601060	主持	已验收
5	“863”计划	污水预处理设备研制与全流程设备集成研究	2009AA063801	参加	已验收
6	“863”计划	城市污泥高效脱水关键设备和工艺研发及示范	2009AA064701	参加	已验收
7	国家“十一五”科技支撑计划	氧化沟法城市污水处理厂节能降耗关键技术	2006BAC19B02	参加	已验收
8	国家“十一五”科技支撑计划	SBR 法城市污水处理厂节能降耗关键技术	2006BAC19B03	参加	已验收
9	住建部科技项目计划	巢湖流域乡镇污水处理关键技术和集约化运营模式研究	2014-K7-022	主持	在研

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.2 十三五城镇污水提标扩容受益大

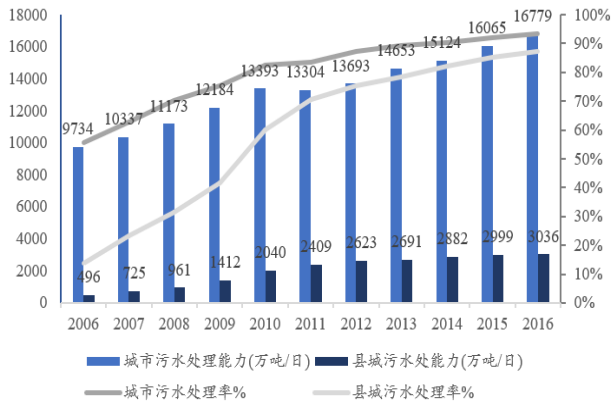
十三五进入提标扩容新周期, 全国新增污水处理设施空间约 879 亿, 提标改造建造空间约 528 亿元, 今年 6 月《城镇污水处理提质增效三年行动方案》及各省级方案接连出台加速需求落地, 国祯在其中大有可为, 而且未来随着水质标准由一级 A 提升至类四类、甚至四类, 新增空间可观。另外, 在污水处理存量资产中, 根据 E20 研究院预计有 60% 为非市场化项目, 政府项目的市场化释放也为公司带来增量市场。

- **规模增长+提质增效, 十三五进入提标扩容新周期:**

规模增长: 2017 年全国污水处理厂的处理能力 1.6 万吨/日, 根据 2016 年 12 月出台的《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》的规划, 十三五期间污水及再生水处理规模由 2.43 亿吨/日, 提升至 3.09 亿吨/日, 其中污水处理、再生水生产规模分别新增 5022 万吨/日、1505 万吨/日。

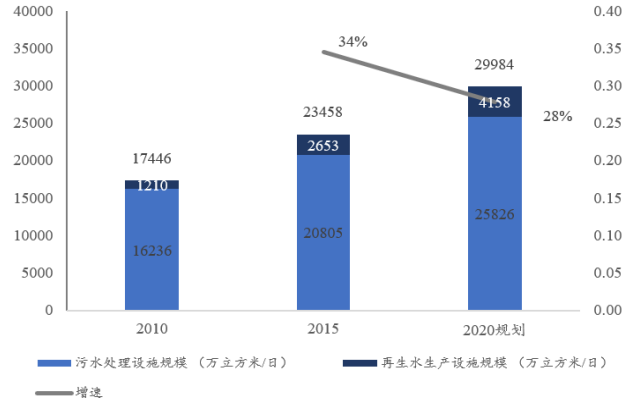
提质增效: 据水十条规定“现有城镇污水处理设施 2020 年底前达到相应排放标准或再生利用要求。建成区水体水质达不到地表水 IV 类标准的城市, 新建城镇污水处理设施要执行一级 A 排放标准。到 2020 年, 全国所有县城和重点镇具备污水收集处理能力, 县城、城市污水处理率分别达到 85%、95% 左右”。我们认为到 2020 年底前, 大部分污水处理设施均要升级到一级 A 标准, 十三五望迎来新的投资建设周期。

图表 23: 城市/县城污水处理能力及处理率



资料来源: 城乡统计年鉴、国盛证券研究所

图表 24: 2020年规划污水处理/再生水设施规模



资料来源: 生态环境部官网、国盛证券研究所

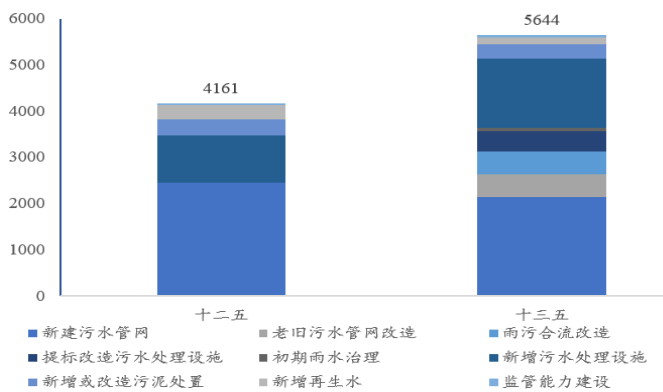
► **十三五投资空间大, 水务公司受益明显。**根据规划, 十三五期间新增污水处理设施规模 5022 万吨/日, 提标改造污水处理设施规模 4220 万吨/日, 假设新增污水处理吨水造价 1500 到 2000 元, 提标改造成本为 1000 到 1500 元, 则十三五期间全国新增污水处理设施空间约 879 亿, 提标改造建造空间约 528 亿元。且随着污水出水水质标准从一级 A 到类四类, 市场空间将进一步释放。

图表 25: 十三五投资规划明细

项目	投资金额 (亿元)
新建配套污水管网	2134
老旧污水管网改造	494
雨污合流管网改造	501
新增污水处理设施	1506
提标改造污水处理设施	432
新增或改造污泥无害化处理处置设施	294
新增再生水生产设施投资	158
初期雨水污染治理设施	81
监管能力建设	44
总投资规划	5644

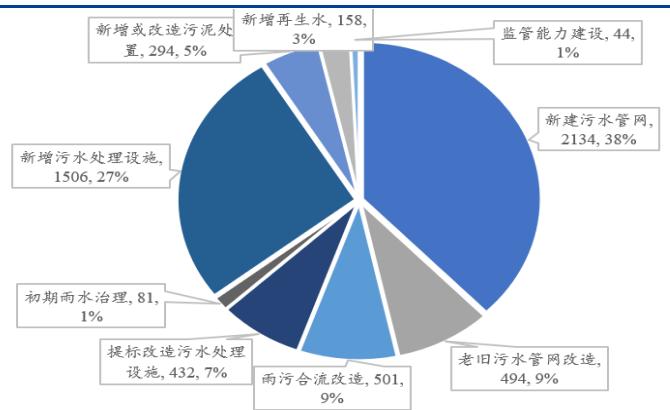
资料来源: 发改委官网、国盛证券研究所

图表 26: 十二、十三五污水处理的固定资产投资/亿元



资料来源: 生态环境部官网、国盛证券研究所

图表 27: 十三五规划污水处理固定资产投资占比



资料来源: 生态环境部官网、国盛证券研究所

- 政策发力，未来 2-3 年或是投资高峰期，中央至各省市水务政策不断加码，将有力推动污水提标扩容加速落地：
- ✓ 《城镇污水处理提质增效三年行动方案》加速污水治理需求落地。2019 年 5 月住建部、生态环境部和发改委联合印发《城镇污水处理提质增效三年行动方案(2019-2021 年)》，提出加快补齐城镇污水收集和处理设施短板，城镇污水处理由“规模增长”向“增质提效”转变。另外 7 月，国家发改委、财政部、生态环境部、住建部四部委联合发布《关于进一步加快推进中西部地区城镇污水垃圾处理有关工作的通知》，要求加快推进污水处理提质增效，污水处理设施的扩容、提标改造、增设势在必行，加速配套污水治理设施的需求释放。
- ✓ 各省市《城镇污水处理提质增效三年行动方案》相继出台，加快实施长江干流及主要支流、重点敏感区域城镇污水处理厂提标改造，使出水水质达到一级 A 排放标准。

图表 28: 各省市城镇污水处理提质增效三年行动方案

时间	省份	方案	目标
2019/7/29	青海	《青海省城镇污水处理提质增效三年行动方案(2019-2021)》	到 2021 年, 全省地级以上城市建成区基本消除生活污水直排口, 基本消除城中村、老旧城区和城乡结合部生活污水收集处理设施空白, 基本消除黑臭水体。
2019/7/25	河南	《河南省城镇污水处理提质增效三年行动方案(2019-2021 年)》	2020 年, 省辖市建成区全面消除生活污水直排口, 基本消除城中村、老旧城区和城乡接合部生活污水收集处理设施空白区, 县级市建成区污水收集处理设施空白区消除比例达 70%以上, 城市生活污水集中收集处理效能显著提高。
2019/7/24	湖南	《湖南省县以上城市污水治理提质增效三年行动方案》	到 2021 年, 地级市、县级市生活污水集中收集率较 2018 年提高 15 个、12 个百分点, 设市城市污水处理厂进水生化需氧量(BOD)浓度在 2018 年的基础上提高 30%, 地级城市进水 BOD 浓度小于 100mg/L 的污水处理厂规模占比不低于 30%。
2019/7/19	贵州	关于贯彻落实《城镇污水处理提质增效三年行动方案(2019—2021 年)》的通知	到 2021 年, 地级城市污水处理进水生化需氧量(BOD)浓度提高到 100mg/L 以上。已达到的要通过管网建设改造, 进一步提升进水 BOD 浓度。
2019/7/11	辽宁	《辽宁省城镇污水处理提质增效三年行动方案(2019-2021 年)重点任务》	到 2021 年底前, 地级以上城市生活污水集中收集率达到 70%以上, 县级市城市生活污水集中收集率不低于 50%, 地级以上城市建成区基本实现无生活污水直排口, 基本消除城中村、老旧城区和城乡结合部生活污水收集处理设施空白区, 基本消除黑臭水体。
2019/7/4	陕西	《陕西省各市(区)城镇污水处理提质增效三年行动工作目标》	围绕消除城市建成区生活污水直排口、消除城中村、老旧城区和城乡接合部生活污水收集处理设施空白区、消除城市黑臭水体三个主要目标, 以及生活污水集中收集率、污水厂进水生化需氧量(BOD)浓度(mg/l)为考核数据进。
2019/6/14	广东	《广东省城镇污水处理厂提质增效三年目标》	经过 3 年努力, 地级及以上城市建成区基本无生活污水直排口, 基本消除城中村、老旧城区和城乡结合部生活污水收集处理设施空白区, 基本消除黑臭水体, 城市生活污水集中收集效能显著提高。
2019/6/6	江苏	《江苏省城镇生活污水治理提质增效三年行动实施方案(2019-2021 年)》	到 2021 年底基本消除城中村、老旧城区和城乡结合部生活污水收集处理设施空白区;逐步建立完善污水管网排查修复机制, 提高生活污水收集和处理效能;城市生活污水集中收集率较 2018 年提高 10%以上, 进水生化需氧量(BOD)浓度低于 100mg/L 的城市生活污水处理厂该项指标较 2018 年提高 10%以上。
2019/6/6	甘肃	《甘肃省城市(县城)污水处理提质增效三年行动实施方案(2019—2021)》	到 2021 年底, 全省城市生活污水集中收集率平均达到 72%以上; 生活污水集中收集率达到 70%或在现状基础上增长 10 个百分点, 污水处理率达到 95%以上; 各县级城市生活污水集中收集率达到 70%或在现状基础上增长 10 个百分点, 污水处理率达到 95%以上。
2019/5/17	安徽	《城镇污水处理提质增效三年行动实施方案(2019-2021 年)》	2019 年至 2021 年, 全省每年改造修复市政污水管网 800 公里以上, 加快城市黑臭水体治理进度, 全省设区的市建成区基本无生活污水直排口, 基本消除城中村、老旧城区和城乡结合部生活污水收集处理设施空白区, 基本完成市政雨污错接混接点治理及破旧管网修复改造。
2019/2/28	吉林	《吉林省城镇污水处理提质增效实施方案(2019-2020 年)》	到 2020 年, 地级及以上城市全面消除黑臭水体, 基本消除城中村、老旧城区和城乡结合部生活污水收集处理设施空白, 基本实现管网全覆盖和污水全收集、全处理, 基本消除旱天污水直排, 生活污水处理率分别达到 95%、85%左右。

资料来源: 各省环保厅, 国盛证券研究所

- **理顺价格机制理顺, 污水处理毛利率望提升:**
- ✓ **理顺价格机制意见出台, 资源品提价箭在弦上。**2018 年 7 月发改委发布《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》, 要求建立充分反映供水成本、激励提升供水质量的价格形成和动态调整机制, 逐步将居民用水价格调整至不低于成本水平, 非居民用水价格调整至补偿成本并合理盈利水平。意见的出台是以资源费的形式将污水、固废的末端治理成本向产废者转移, 用于解决市政水务、固废治理成本不足的

问题。政策提出在地方政府高债务背景下，提升资源品价格成为必然之选。

- ✓ **污水毛利率有望提升：**近两年由于增值税的调整（原增值税即征即退，但 2015 年的 78 号文要求仅返回 70%）、提标改造影响（污水价格提升的影响滞后于提标费用的影响），行业平均毛利率由 2009 年的 47% 下滑到 2018 年的 38%，但预计随着水十条的执行，各区域污水厂排放标准的提高将带来污水结算价格的提高，污水价格机制的理顺，未来几年污水公司毛利率有望提升。

图表 29：污水运营行业上市公司毛利率

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
国祯环保			47%	46%	47%	45%	43%	44%	39%	37%
武汉控股	32%	32%	20%	23%	47%	48%	45%	41%	40%	43%
兴蓉环境		55%	57%	58%	58%	52%	50%	40%	39%	38%
创业环保	54%	44%	43%	42%	40%	44%	39%	42%	39%	36%
首创股份	42%	44%	46%	45%	48%	45%	43%	36%	34%	31%
重庆水务	69%	70%	66%	68%	68%	64%	63%	52%	57%	49%
洪城水业	38%	43%	41%	42%	39%	36%	31%	25%	29%	30%
行业平均	47%	48%	46%	46%	49%	48%	45%	40%	40%	38%

资料来源：wind，国盛证券研究所

三、三峡入主，强强联合介入长江大保护

2019年7月三峡和中节能集团定增持股公司11.6%/8.7%股权，9月三峡集团再受让15%累计持股26.6%成为第一大股东，且承诺未来三年内为公司导入集团新增项目中不低于30%的运维项目。三峡集团是长江经济带中实力最为雄厚、地位最为重要的央企之一，且在长江大保护中发挥骨干作用，集团规划在长江大保护年均投资400亿元，公司望深度参与并受益。此前，三峡集团为公司导入的芜湖项目打包6个污水厂60万吨规模，相当于公司往年年均新增产能，提振效果明显，且公司在其中只需负责运营部分，开启轻资产模式，打破高杠杆瓶颈。对于国祯，三峡入主可以增强其资源、资金实力，而对于刚进入环保行业的三峡集团，可借助国祯领先的专业技术、精良的运营水平更好开展长江大保护。

3.1 政策不断加码，长江大保护市场空间广阔

- 十八大以来，党中央、国务院对长江生态的保护非常重视，对长江经济带的发展多次提出要求，并做了战略部署和长远规划：
- ✓ 2016年秋，中共中央政治局审议通过《长江经济带发展规划纲要》，作为推动长江经济带发展重大国家战略的纲领性文件，纲要提出长江经济带发展的战略定位必须坚持生态优先、绿色发展，并建立长江生态保护补偿机制，通过生态补偿机制等方式，激发沿江省市保护生态环境的内在动力。
- ✓ 2019年1月生态环境部印发《长江保护修复攻坚战行动计划》，提出强化长江保护法律保障，推动制定出台长江保护法。长江保护法有望年底上会审议，专家建议设立长江生态基金，长江生态基金引导社会资本参与长江经济带生态环境保护与治理。基金首期目标规模为3000亿元，其中，财政出资25%，采用承诺制，根据基金运作进展分3年到位。

- ✓ 2019年4月发改委印发《长江经济带绿色发展专项中央预算内投资管理暂行办法》，提出需充分发挥中央预算内投资引领带动作用，实施好生态修复和环境保护工程，推动长江经济带共抓大保护取得实效。

图表 30: 长江大保护相关政策梳理

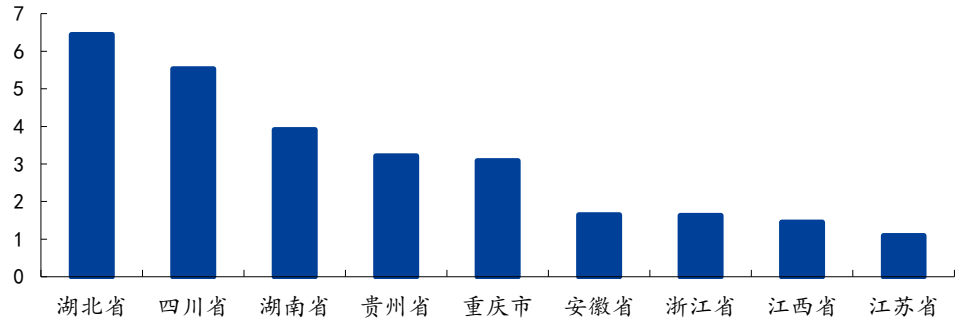
时间	部门	文件	主要内容
2019年4月30日	生态环境部	《长江“三磷”专项排查整治行动实施方案》	指导湖北、四川、贵州、云南、湖南、重庆、江苏等7省(市)开展集中排查整治,消除部分涉磷企业造成的突出水环境隐患。“三项重点”,指磷矿、磷化工和磷石膏库。
2019年1月26日	生态环境部、发改委	《长江保护修复攻坚战行动计划》	到2020年年底,长江流域水质优良(达到或优于III类)的国控断面比例达到85%以上,丧失使用功能(劣于V类)的国控断面比例低于2%;长江经济带地级及以上城市建成区黑臭水体消除比例达90%以上,地级及以上城市集中式饮用水水源水质优良比例高于97%。
2018年11月6日	生态环境部	《长江流域水环境质量监测预警办法(试行)》	加快建立长江流域自动监测管理和技术体系,完善长江流域国家地表水环境监测网络,推进长江流域水环境质量持续改善。
2018年11月1日	发改委、生态环境部、农业农村部、住房城乡建设部、水利部	《关于加快推进长江经济带农业面源污染治理的指导意见》	加快推进长江经济带农业农村面源污染治理,推行绿色生产生活方式,持续改善长江水质,实现农业农村发展与资源环境相协调,助力长江经济带高质量发展。
2018年9月21日	水利部、农业农村部	《共抓长江水生态保护力推美丽长江建设行动方案(2018-2022年)》	将共同推动尽快启动实施一批重大水生态修复项目,推动珍稀濒危水生生物保护。
2018年7月20日	生态环境部	《长江保护修复攻坚战行动计划》	大力实施长江生态环境空间管控、排污口综合整治等重点措施,确保长江生态功能逐步恢复,生态环境质量持续改善。
2018年5月20日	生态环境部	水源地专项督查	从5月20日开始,持续到6月2日结束。生态环境部从全国抽调执法骨干力量组成273个组,对长江经济带11省(市)县级城市地表水型饮用水水源地、其他省份地级及以上城市地表水型饮用水水源地开展督查,并对2016—2017年已完成整治的长江经济带11省(市)地级及以上饮用水水源地开展“回头看”督查。
2018年5月9-15日	生态环境部	“清废行动2018”	生态环境部抽调3000人,组成150个督查组,对长江经济带11个省市开展“清废行动2018”打击固体废物环境违法行为专项行动,亮剑彻底排查固体废弃物垃圾跨省倾废情况。通过对长江经济带11省(市)2796个固体废物堆存点位进行现场摸排核实,共发现1308个问题。
2018年4月16日	发改委	《长江经济带绿色发展专项中央预算内投资管理暂行办法》	专项用于长江生态环境监测能力建设项目、长江岸线整治修复项目、沿江黑臭水体以及劣V类水体整治试点项目。充分发挥中央预算内投资引领带动作用,推动长江经济带生态优先、绿色发展。
2018年4月9日	生态环境部	《关于聚焦长江经济带坚决遏制固体废物非法转移和倾废专项行动方案》	上下联动、协同配合,聚焦长江沿岸固体废物非法转移和倾废问题,严厉打击非法行为,切实保护长江“母亲河”生态环境安全。
2018年4月2日	中央财经委员会	第一次会议	生态环境部长提出目标未来三年打赢七大战役:蓝天保卫战、打好柴油货车污染治理、城市黑臭水体治理、渤海综合治理、长江保护修复、水源地保护、农业农村污染治理等。其中,长江经济带涉4项攻坚战。

2018年3月12日	生态环境部、水利部	《全国集中式饮用水水源地环境保护专项行动方案》	目标是：2018年3月底前，县级及以上城市完成水源地环境保护专项排查，建立问题清单。 2018年年底，长江经济带11省（市）完成县级及以上城市水源地环境保护专项整治 ，其他地区完成地级及以上城市水源地环境保护专项整治；2019年底前，全部完成其他地区县级地表水型水源地清理整治。据统计，列入此次专项行动范围的地表水型水源地达2466个，其中 长江经济带县级水源地有1161个 。从问题类型来看，包括工业企业在内的多种非法排污问题突出。
2017年7月28日	工业和信息化部、发改委、科学技术部、财政部、环境保护部	《关于加强长江经济带工业绿色发展的指导意见》	进一步提高工业资源能源利用效率，全面推进绿色制造，减少工业发展对生态环境的影响，实现绿色增长。
2017年7月17日	生态环境部、发改委、水利部	《长江经济带生态环境保护规划》	到2020年，生态环境明显改善，生态系统稳定性全面提升，河湖、湿地生态功能基本恢复，生态环境保护体制机制进一步完善。其中要求地级及以上 城市集中式饮用水水质达到或优于III类比例 需要从2015年的93.2%提升至2020年97%；地级及以上 城市建成区黑臭水体控制比例需小于10% 。

资料来源：生态环境部、发改委等网站，国盛证券研究所

- **政策趋严的同时，国家对长江经济带开展了多项专项行动及资金支持。**
- ✓ **五大专项行动：**非法码头、非法采砂专项整治行动，工业污染专项整治行动，饮用水水源地安全检查专项行动（县级市），长江入河排污口专项整治行动，岸线保护和利用专项检查行动；
- ✓ **三大环保督察：**饮用水水源地环境保护执法专项行动，“清废行动2018”及督察“回头看”，黑臭水体整治环境保护专项行动；
- ✓ **专项资金支持：**2018年4月16日，发改委发布《长江经济带绿色发展专项中央预算内投资管理暂行办法》，专项资金用于长江生态环境监测能力建设项目、长江岸线整治修复项目、沿江黑臭水体以及劣V类水体整治试点项目。提出充分发挥中央预算内投资引领带动作用，推动长江经济带生态优先、绿色发展。

图表 31: 2018 年两批及 2019 年第一批长江经济带绿色发展专项中央基建投资预算 (亿元)



资料来源: 发改委官网、国盛证券研究所

- **长江大保护水务市场全年空间超千亿, 空间广阔。**根据 E20 研究院数据, 2019 年上半年, 社会资本共中标 187 个水务 PPP 项目, 投资额总计超过 1140 亿元, 其中长江经济带 10 省份的水务项目投资额占比全国投资额的 56%, 投资额 638 亿元, 预计全年投资额超千亿, 长江水务市场空间广阔。

城镇污水托管运营市场空间年 112 亿元:长江经济带覆盖上海、江苏、浙江、安徽、江西、湖北、湖南、重庆、四川、云南、贵州等 11 省市, 2017 年 11 省份污水处理能力为 6386 万吨/日, 参照芜湖污水提质增效一期 PPP 项目增量与存量比与单位水量修复投资额, 单位水量对应的提质增效建设平均投资额为 11408 元/吨, 则 11 省市提质增效建设总投资 4371 亿元, 假设委托运营水价 0.8 元/吨, 则 11 省市运营总市场空间 112 亿元, 公司在未来长江大保护中受益市场空间较大。截至到 2019 年 7 月, 公司在长江经济带的 9 个省市运营污水处理厂 (含排口) 58 个, 日处理污水 258.5 万吨, 占公司日处理总规模近五成, 期待未来随着更多长江大保护提质增效项目导入。

图表 32: 长江水务提质增效运营空间

分析项	参数	分析项	参数
2017 年长江沿岸 11 省份污水处理能力 (万吨/日)	6386	2017 年长江沿岸 11 省份排水管道长度 (公里)	29588
假设其中 50% 需要提质增效 (万吨/日)	3193	管网运维单价 (万元/千米/年)	6.22
提质增效后总产能 (万吨/日)	3832	管网运维市场空间 (亿元/年)	184
假设污水及管网修复投资额 (元/吨)	11408		
	8		
11 省市污水厂扩建及管网总投资 (亿元)	4371		
假设委托运营水价 (元/吨)	0.8		
11 省市污水厂运营总市场空间 (亿元)	112		

资料来源: 2017 年城乡建设统计年鉴, 国盛证券研究所

3.2 三峡入主, 强强联合深度参与长江大保护

- ✓ 2017 年 11 月, 日本丸红及北京丸红将 3943 万转让给安徽省铁路发展基金股份有限公司, 约占上市公司股份总数的 12.9%, 国祯环保首次引入国资背景股东。
- ✓ 2019 年 7 月 11 日, 公司完成非公开发行股票, 发行价 8.58 元/股, 共发行 1.09 亿

新股，募集资金 9.42 亿元。其中中节能资本控股获配 5827.5 万股，金额 5 亿元，长江生态环保集团获配 3495.5 万股，金额 3 亿元，三峡资本控股获配 1655 万股，金额 1.42 亿元。三峡资本与长江生态环保集团均为中国长江三峡集团 100% 控股子公司，合并考虑后累计持股比例为 11.64%，仅次于国祯集团，中节能资本持股比例 8.71%。

图表 33: 定增获配比例

序号	认购人全称	获配价格 (元/股)	获配股数 (万股)	获配金额 (万元)	占总股本比例
1	中节能资本控股有限公司		5827.51	50000.00	8.69%
2	长江生态环保集团有限公司	8.58	3496.50	30000.00	5.22%
3	三峡资本控股有限责任公司		1654.99	14199.82	2.47%
合计			10,979	94,199.82	16.38%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

- ✓ 2019 年 9 月 19 日，公司公告国祯集团拟将其持有的国祯环保 15% 的股份（即 10054.6 万股），以协议转让的方式转让给三峡集团控制的长江保护集团、三峡资本，转让价格为人民币 12.70 元/股（较公告日股价溢价 31%）。转让完成后，公司控制权由李炜变更为三峡集团，通过其控制的三峡资本及长江生态环保公司累计持股 26.63%，李炜控制的国祯集团持有公司股份 17.46%，为公司第二大股东，安徽铁路基金及中节能集团分别持股 10.61%、8.71%。同时，集团承诺，公司未来三年内每年承担不低于长江环保集团主导的新增项目中 30% 的运维服务保障职能。

三峡集团及中节能集团入主，有望为公司导入丰富项目资源，在长江大保护市场帮助公司近水楼台先得月：

- 1) **三峡集团及中节能集团在长江大保护中骨干作用突出。**三峡集团是长江经济带中实力最为雄厚、地位最为重要的央企之一，2018 年 7 月，《关于推动三峡集团在长江经济带共抓长江大保护中发挥骨干主力作用的指导意见》出台，《指导意见》要求三峡集团以**城镇污水治理**为切入点先行先试，优先在试点城市按照厂网河（湖）岸一体、泥水并重等模式，全面开展水环境治理、水生态修复和水资源保护等“三水共治”重点关键性工程。目前三峡集团牵头的 16 个长江沿岸城市的先行先试工作已全面启动，第一批九江、芜湖、岳阳、宜昌四个城市的先导工程已经全面开工，第二批重庆、武汉、南京、上海等多个试点城市的目标清单正在快速成型。

图表 34: 三峡集团及中节能集团在长江大保护中骨干作用突出

时间	文件	内容
2018 年 5 月 25 日	《关于支持三峡集团在共抓长江大保护中发挥骨干主力作用的指导意见》	三峡集团正推进组建生态环保集团、设立绿色发展基金、创建生态环保国家级工程研究中心，并在长江中游沿线四省开展试点，宜昌为首个与其签约的试点城市，随后将在沿江 11 省市全面推广开展水环境治理、水生态修复和水资源保护的重点关键性工程建设。
2019 年 1 月 27 日	《关于支持中国节能环保集团在长江经济带中发挥污染治理主体平台作用的指导意见》	2020 年底前，中国节能全面参与实施长江生态修复与环境保护工程，在沿江省市开展一批专业协同的污染治理商业模式并逐步推广应用。中远期，中国节能污染治理主体平台作用得到充分发挥，高效保护和修复长江生杰环境。

资料来源: 三峡集团、中节能集团网站, 国盛证券研究所

- 2) **搭建“五大平台”，凸显骨干主力作用。**三峡集团搭建了“中国长江生态环保集团有限公司”、“中国长江绿色发展投资基金”、“生态环保产业联盟”、“生态环保专项资金”、“生态环保国家级工程研究中心”五大平台作为行动实施的机构保障。“中国长江绿色发展投资基金”已经经过发改委批复，专项资金已经成立，20 亿资金即将在今年发放。三峡组建长江生态环保产业联盟，计划每年拿出 50-100 亿元，用于联盟

内企业贴息 1-2 个点，争取撬动 5000-10000 亿元投资，形成共抓长江大保护更大合力。

图表 35: 三峡集团组建长江保护集团

图表 36: 三峡集团在长江大保护中试点城市



资料来源：中国水网，国盛证券研究所

资料来源：中国水网，国盛证券研究所

- 3) 三峡集团年投资额约 400 亿用于长江大保护综合治理。三峡集团已在宜昌、九江、芜湖、岳阳首批 4 个试点城市，探索城镇污水治理新模式新机制，实施落地了一批 PPP 项目，并全面对接重庆、武汉、鄂州等第二批 12 个合作市县。目前三峡集团已经落地项目 100 多个，计划年内投资项目规模约 300 到 500 亿，根据发改委对三峡集团的进一步要求，至 2020 年，三峡集团规划每年投入长江大保护项目规模 300 到 500 亿元、带动社会资金 3000 到 5000 亿元。

图表 37: 共抓长江大保护战略合作协议 (部分城市)

骨干	省份	城市	污水处理项目名称	预计投资额 (亿元)
三峡集团	湖北	宜昌	宜昌市及周边生态水网、污水管网共建项目	71
	湖南	岳阳	岳阳市主城区水环境系统综合治理工程	111
	江西	九江	九江市中心城区水环境系统综合治理一期项目	77
	安徽	芜湖	芜湖市及无为县市乡镇污水一体化项目	31
中节能集团	湖北	咸宁	白湖-梅懈湖水生态修复工程、小湖水环境综合整治一期工程	41
	湖南	衡阳	域内水务全覆盖合作	50
	浙江	湖州	建设绿色智造生态科技城	600

资料来源：三峡集团、中节能集团网站，国盛证券研究所

- 4) 为公司导入资源，提振效果明显，开启更多轻资产运营模式。公司转让公告中提到，未来三年内每年承担不低于长江环保集团主导的新增项目中 30% 的运维服务保障职能，假设三峡集团计划三年内新增 1500 万吨/日污水处理产能，其中 30% 即 450 万吨将由国祯环保承担运维服务，截至 2018 年底国祯托管运维污水产能规模 140 万吨/日，托管规模增厚 3.2 倍。6 月 1 日，公司公告中标芜湖市城区污水系统提质增效（一期）PPP 项目，政府付费净现值为 90.6 亿元，总投资为 45.1 亿元，建设内容为存量+新建（PPP 模式），污水处理总规模 61 万吨/日。在职能分工中，央企和国企主动作为挑起投资职能，三峡集团全资子公司长江生态环保集团持股 51%，国祯环保持股 5%，出资资本金 6558 万元，国祯环保只作为专业技术服务提供者参与，可减轻负担，轻装上阵聚焦运营，打破高杠杆瓶颈。

图表 38: 芜湖市城区污水系统提质增效(一期)PPP项目

序号	污水处理厂	内容	规模(万 m3/d)	运营模式	固定运维单价	可变运维单价
1	朱家桥污水处理厂	一期二期存量资产及提标改造工程运营规模为 22 万 m3/d, 三期扩建工程运营规模为 11.5 万 m3/d, 运营总规模为 33.5 万 m3/d	33	ROT	0.373	0.46
2	城南污水处理厂	一期提标改造工程运营规模为 10 万 m3/d	10	O&M	0.423	0.446
3	滨江污水处理厂	一期一阶段存量资产及提标改造工程运营规模为 3 万 m3/d, 一期二阶段扩建工程运营规模为 3 万 m3/d, 运营总规模为 6 万 m3/d	6	ROT	0.571	0.45
4	大龙湾污水处理厂	运营规模 3 万 m3/d	3	BOT	0.712	0.422
5	城东污水处理厂	运营规模 6 万 m3/d	6	TOT	0.498	0.463
6	高安污水处理厂	运营规模 3 万 m3/d	3	TOT	0.674	0.406
小计						
	污水及中水管网)	包括以上 6 座污水处理厂涉及的存量污水及中水管网, 新建污水管网	规模(千米)	运营模式	运维单价 (万元/千米/年)	
7		存量管网	2050	ROT	6.22	
8		污水主干管完善	28.03	BOT		
9		污水次支管网完善	121.77	BOT		
	污水及中水泵站(房)	包括以上 6 座污水处理厂涉及的存量污水及中水泵站(房), 新建污水泵站	数量(座)	运营模式	运维单价 (万元/个/年)	
10		污水主干管泵站完善	2	BOT	51.7	
11		污水次支管泵站完善	2	BOT		
小计						
合计						

资料来源: wind, 国盛证券研究所

综上, 我们认为此时点三峡入主, 对国祯环保而言能增强其资源、资金实力, 而对于刚进入环保行业的三峡集团, 可借助国祯领先的处理技术、精细化的运营水平, 与其强强联合也可更好地开展长江大保护。

四、布局乡镇水、工业水

4.1 掘金农村水环境治理

➤ 收购挪威 BIOVAC, 增强乡镇污水治理实力

2015 年公司 3473 万元收购挪威 BIOVAC 公司 100% 股权, 作为一家从事私人住宅、集中式住宅等提供污水和灰水处理系统、饮用水处理系统的公司, BIOVAC 公司在小城镇污水处理方面经验丰富, 治理水平高超, 品牌知名度较高, 在欧洲市场占有率较高, 具有较好发展前景和盈利能力。

国祯方案，适应性灵活：针对村镇污水处理特点，公司特别推出针对小城镇、住宅、农村等不同适用范围的村镇水环境综合整治的整体方案，将收集系统和处理系统标准化、产品化，适应性灵活、技术实力过硬、经验丰富；同时，国祯环保推出三条工艺路线整体解决方案，方案结合最新的物联网技术，具有布置节约化、占地面积小、设备选型通用化、检修维护成本低、运行自动化和智能化等特点。

图表 39: 公司主要分散式村镇污水处理系统

名词	适用范围	特点
BIOVAC 污水系统	小城镇排水处理, 适合于 50-10,000 人的污水处理装置, 可用于小城市、工业、旅游和酒店	采用 SBR 工艺, 可以做到无臭味、顶部加盖, 可根据季节因处理水量的不同对污水处理池进行增减, 实现 PLC 自动化操作
HACO 污水系统	用于住宅和小屋, 适用于独立房屋单元的超大设备	处理量可达 1,000 升/日, 电量消耗仅为 1.0-1.5 千瓦时/日, 每年进行一次泥渣物移除, 在工作舱中无移动零件, 设备颈中设置带有可编程逻辑控制器的操控舱, 整体设备均置于地下
“MST” 污水系统	用于城镇和农村的居民小区、学校、宾馆、风景区、农家乐等分散式生活污水的处理	单台处理能力为 30-200 吨/天, 占地面积 0.2-0.5 m ² /吨, 能耗成本 0.4-0.6 度/吨

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

技术实力领先，持续创新，订单稳步增长：公司采用生物膜与水生植物耦合强化脱氮除磷，不受农村污水低碳氮比的制约，碳源消耗少，污泥产量低，运行稳定且节省能耗，涉及的关键设备模块化、施工安装快速、运行维护简单。该技术为农村生活污水的高效处理提供了一套实用的技术与应用范例，达到国内领先水平，在村镇污水处理行业中具有广阔的应用前景，凭借技术实力 2018 年以来公司中标 17 亿元乡镇水处理订单。

图表 40: 2018 年以来公司中标乡镇水处理项目

时间	项目	模式	期限	金额 (亿元)
2018/1/24	安徽省砀山县镇(园区)建成区污水治理一期工程 PPP 项目	BOT	25 年 (含建设期 1 年)	2.5
2018/2/8	湖北省随州市曾都区镇级污水处理厂及管网建设 PPP 项目	PPP	30 年 (含建设期 1 年)	1.34
2018 年	青岛市张村河水质净化厂工程机电设备国际招标项目			
2018 年	肥东县美丽乡村污水处理设施设计、施工运营一体化项目			
2018/4/10	衡阳县城污水处理设施及污水管网工程 PPP 项目	BOT	30 年 (含建设期 2 年)	3.3
2018/6/26	砚山县供排水及管网设施 PPP 项目合同	BOT/TOT	30 年 (含建设期 1 年)	2.54
2018/11/1	陆良县第二污水处理厂及配套管网建设工程政府和社会资本合作项目	PPP	30 年 (含建设期 1 年)	1.13
2019/1/25	即墨区农村污水治理一期工程	DBO		1.18
2019/3/7	撮镇镇污水处理厂二期工程		5 年 (不含建设期 14 个月)	1.86
2019/7/1	宿州市埇桥区农村污水治理工程 PPP 项目	DBOT	21 年 (含建设期 1 年)	3.12

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

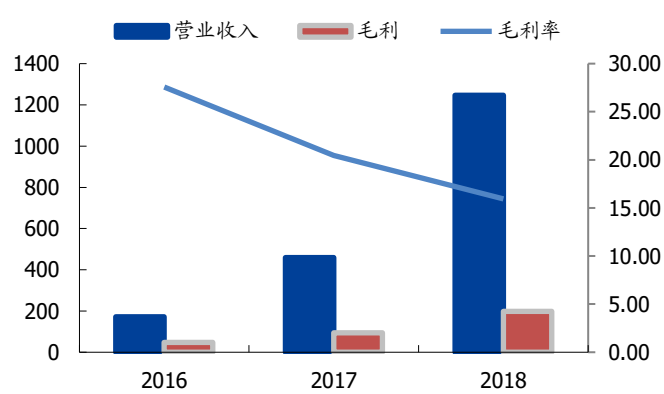
➤ 基础较差，投资需求强烈

农村环保基础设施严重不足，生活垃圾、污水处理比例均不及 60%。2016 年，全国建制镇污水处理率为 52.64%，乡镇污水处理率仅有 11.38%，乡镇村污水治理的进展比城市污水处理严重滞后。根据规划，到 2020 年底，我国新增完成环境综合整治的建制村 13 万

个，超过2015年6万个建制村的环境综合整治任务的两倍，实现建制镇、乡村污水处理率分别达到70%、60%，通过测算，2020年我国农村污水处理市场空间约3464亿元。

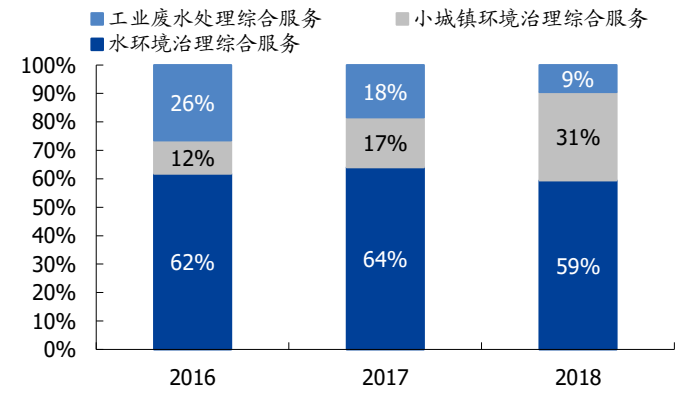
凭借综合实力，公司不断掘金乡镇污水处理。在国家政策扶持以及农村环保需求提升的背景下，近年来公司乡镇污水处理业务收入由2016年的1.7亿元上升至2018年的12.5亿元，占比由2016年的12%上升至2018年的31%，未来有望不断掘金乡镇污水处理市场，为公司发展添增长引擎。

图表 41: 16-18 年公司小城镇污水处理营收、毛利 (百万元) 及毛利率 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 42: 2016-2018 年公司主营业务构成 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

4.2 积极布局工业废水市场

➤ 收购麦王环境，公司工业污水业务有望加速拓展

公司2015年以3.7亿元收购麦王环境技术股份有限公司72.3%的股权，麦王主要从事工业污水处理，为国内工业领域一流的环保能源综合服务商，收购麦王环境后的公司在工业废水领域，技术、经验积累丰富，品牌效益突出，在第三方治理逐步推行的大背景下，有望率先受益。

- 1) 技术行业领先:** 拥有零排放技术、难降解废水处理技术、一体化生物反应器、油泥无害化处理技术、高效厌氧装置以及涡凹气浮、序进气浮等先进技术和设备，公司作为工业污水零排放首席供应商，能够解决客户从污水、回用水、浓盐水、零排放全流程的综合解决方案，在煤化工石油化工钢铁行业公司的技术应用位于前列。
- 2) 工程资质全，经验丰富:** 麦王环境具备工业污水处理全产业链服务的资质，先后获得工程设计资质证书(环境工程专项乙级)、建筑资质证书(环保工程施工专业承包三级)、环境污染治理设施运营资格证书(工业废水甲级)等专业资格认证，奠定了目标公司业务扩展的基础。截至2018H，公司投入运营的工业废水处理厂8座，污水处理能力合计为15.44万吨/日，包括BOO和委托运营两类模式，凭借大量工程经验，公司工业污水项目有望加速拓展。

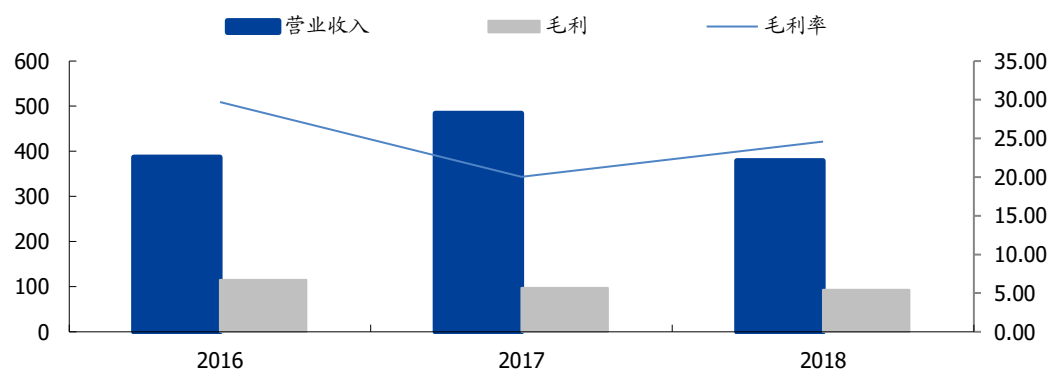
图表 43: 麦王典型工业污水处理项目

行业	污染物	典型案例
煤化工	煤制醇	华谊集团焦炭联产甲醇工程一期年产 60 万吨甲醇水处理工程项目
	煤制烯烃	陕煤集团旗下煤制烯烃项目回用水处理站工程浓水处理系统（项目）
	煤制气	内蒙古某煤化工污水处理回用水及零排放项目
	零排放	阳煤集团旗下煤化工乙二醇废水处理系统和回用及零排放项目
钢铁行业	焦化	钢铁焦炉焦化酚氰废水项目
	冷轧	宝钢集团旗下冷轧不锈钢带钢厂废水处理站一期（含酸废水处理）项目
	全厂污水	宝钢集团旗下钢厂全厂废水处理及回用项目
	回用水	宝钢集团旗下钢铁工业废水深度处理及综合利用项目
石油化工	石油炼油废水的处	中石化海南炼油化工有限公司污水处理场工程
	石油化工废水的处	上海赛科石油化工 SECCO-OSBL 污水处理厂项目
	难生化废水的处理	泸天化集团旗下 PTMEG 工程难降解废水处理项目
	化工废水的处理	万华集团旗下异氰酸酯一体化公用工程园区综合废水处理、回用水处理
市政工程	市政污水深度处理	徐州西区污水处理厂
	市政回用水处理	宁波江东南城市污水处理厂
	市政污泥处理	绍兴污水处理厂
食品饮料	食品废水处理	可口可乐旗下东北厂废水处理工程

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

- 3) **多行业优质客户:** 麦王环境在石油化工、煤化工、钢铁、食品饮料、制药等行业完成了数百个项目, 客户包括中石化、中石油、宝钢、中粮、可口可乐、阳煤集团等, 覆盖多行业优质大客户。行业内享有良好的口碑和声誉, 为公司后续订单获取能力夯实了基础。

图表 44: 16-18 年公司工业废水处理营收、毛利 (亿元) 及毛利率 (%)



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

新管理新气象。受海外项目停工、工业客户景气度下滑、公司内部因素等影响, 近年来业绩不达预期, 2018 年工业废水治理板块营收同比下降 21.7%。2018 年, 原国祯环保副董事长兼董秘李燕来履职麦王环境董事长一职, 李总履新后, 为公司定位聚焦于钢铁、食品、化工等优势领域, 完善股权激励, 市场扩展进步明显。

图表 45: 麦王环境业绩概况

时间	归母净利(万元)	业绩承诺(万元)	主要影响
2015年	1414	4167	
2016年	3172	5233	
2017年	1038		①国祯在2017年末计提高达0.21亿元商誉减值损失②受海外TPCO项目停工影响,业绩未达预期,获得补偿款0.33亿元
2018年	1893		2017年获得的TPCO Rolling Mill No.2 Package项目、中粮生化(沐河口工业园)污水改造EPC及托管运营项目、松原新创生化废水处理系统技术改造项目进展顺利,业绩增长

资料来源:公司公告,国盛证券研究所

中标1.3亿废水处理大单,后续订单值得期待。6月13日,麦王环境的美国全资子公司MET与万华化学子公司万华美国签订了1877万美元的MDI项目水处理合同,MDI项目设计产能40万吨/年,预计于2021年投产。本项目水处理合同主要包括河水处理包、脱盐水处理包及废水处理包。MET负责完成三个水处理包的设备供货与技术服务。三个水处理包均采用模块化设计、制造,整体供货。麦王环境之前曾完成烟台万华园区废水处理EPC项目,污水处理规模14400t/d。

➤ 污水处理年均运营市场800亿,有效供给不足

工业污水产能利用率低,主要原因是大量工业园区处理水量不达设计指标。中国工业污水处理量在2010年达到峰值587亿吨,处理能力在2011年达到峰值1130亿吨。产能利用率2015年只有50%,设计水量远超实际处理能力。这种表明供需不平衡的现象主要是大量工业园区的污水设施建设时没有考虑实际进水量,企业进园、投产不及预期导致大量产能闲置。

2019、2020年工业污水处理市场空间在800亿元以上。我们根据25个省份公布的工业污水处理单价及工业污水处理量,估算出行业的市场空间。2010年,工业污水的市场空间预计1000亿元,2016年预计下滑至800亿元,考虑到2008年至2018年工业污水处理均价维持在1.77元/吨,且上游企业盈利水平提升的情况下,预计2019、2020年行业处理均价有提升的可能,市场空间在800亿元以上。供给侧改革使得钢铁、石化等上游产业盈利提升,企业治污动力增强。工业污染由企业自行处理逐步转向第三方专业治理,第三方治理提升推动工业污水行业加速释放。

图表 46: 预计2019、2020年工业污水市场空间在800亿元以上



资料来源:wind,国家统计局,国盛证券研究所

五、盈利预测

5.1 盈利预测

我们在如下假设下对公司进行盈利预测：

收入端：核心假设 1) 2019 年投产产能新增 120 万吨/日，其中内生增量 60 万吨/日，三峡集团导入的芜湖项目新增 60 万吨/日；2) 由于提标改造，自营产能污水处理单价涨幅为 10%。我们预计 2019-2021 年公司营业收入分别为 46.0/52.6/60.2 亿元，同增 14.8%/14.4%/14.4%，具体而言：

图表 47: 国祯环保收入预测 (百万元, %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
污水处理投资运营业务	963.36	1183.00	1657.93	2178.22	2782.69
同比增速		22.8%	40.1%	31.4%	27.8%
环境工程 EPC 业务	1472.95	2648.00	2780.40	2919.42	3065.39
同比增速		79.8%	5.0%	5.0%	5.0%
污水处理设备生产销售业务	190	170	161.50	166.35	174.66
同比增速		-10.5%	-5.0%	3.0%	5.0%
营业收入	2,628.09	4,006.38	4,599.83	5,263.98	6,022.74
同比增速		79.7%	52.4%	14.8%	14.4%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所预测

盈利端：

毛利率水平上，考虑到 1) 自营污水处理提价；2) 公司运营业务挖潜增效。我们判断公司毛利率水平稳中有升，预计 2018-2020 年毛利率水平分别为 25.1%/25.8%/27.0%。

图表 48: 国祯环保毛利率预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
污水处理投资运营业务	38.5%	37.3%	37.9%	38.4%	38.8%
环境工程 EPC 业务	14.7%	14.1%	17.0%	16.0%	16.0%
污水处理设备生产销售业务	34.3%	37.0%	33.0%	33.0%	33.0%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所预测

费用率水平上，考虑到公司长江大保护市场扩张期、定增及三峡集团入主，费用水平有所上升。

图表 49: 国祯环保费用率预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用	3.92%	2.85%	3.00%	3.10%	3.20%
管理费用	7.31%	3.48%	5.50%	5.40%	5.30%
财务费用	5.62%	4.78%	5.33%	4.75%	4.53%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所预测

综上所述，我们预计公司 2019-2021 年净利润为 348/446/568 百万元，同增 23.9%/28.2%/27.4%。

5.2 估值分析与投资建议

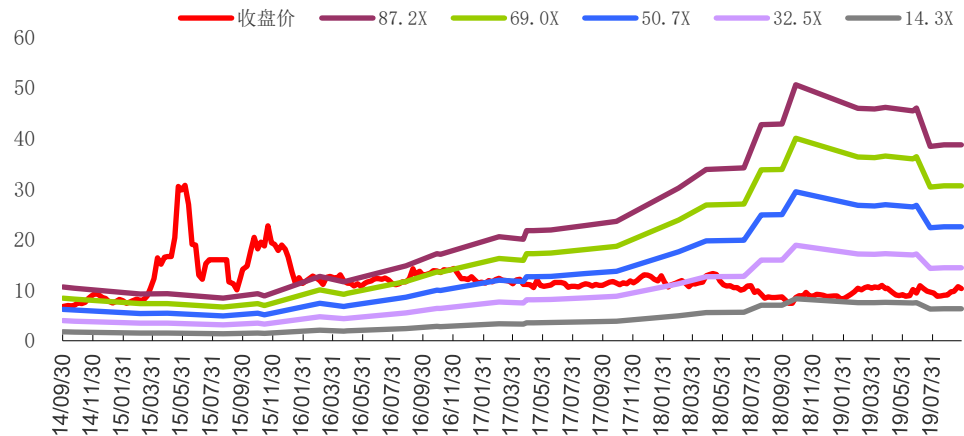
估值分析：公司 2019-2021 年的 PE 估值分别为 19.6/15.3/12.0 倍，相比碧水源、博世科、中持股份估值高，较首创股份、上海洗霸较低，公司估值处于行业平均水平，但公司运营具有较高成长性，且现金流优异，看好其未来发展。纵向来看，公司估值位于历史最低位。

图表 50: 可比公司 PE 估值

可比公司 PE 估值	2018A	2019E	2020E	2021E
国祯环保	17.3	19.6	15.3	12.0
碧水源	19.8	15.3	13.2	11.4
博世科	15.0	11.0	8.3	6.9
首创股份	27.1	20.3	16.5	14.0
上海洗霸	32.1	22.2	17.0	13.8
中持股份	22.4	17.7	14.2	11.6

资料来源: wind 一致预期, 国盛证券研究所

图表 51: 国祯环保 PE-Band



资料来源: wind, 国盛证券研究所

投资建议：公司作为治水翘楚，运营实力突出、订单充足，融资改善公司受益，三峡入主有望为公司嫁接丰富资源，定增优化资本结构。近半年来公司提升运营业务占比，长期稳健发展可期，未来城镇污水提标改造公司增量提价弹性大。预计公司 19-21 年 EPS 分别为 0.45/0.57/0.73 元，对应 PE 为 19.6/15.3/12.0 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

长江大保护市场释放不及预期：长江大保护政策效果及水务订单释放不及预期；
与三峡集团协同效应不及预期：三峡集团导入资源不及预期，与三峡集团管理与文化磨合期影响公司效率。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com