

日期: 2018 年 4 月 13 日

行业: 公用事业



分析师: 冀丽俊

Tel: 021-53686156

E-mail: jilijun@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120017

研究助理: 熊雪珍

Tel: 021-53686180

E-mail: xiongexuezheng@shzq.com

SAC 证书编号: S0870117080002

危废主业持续推进, 业绩增速符合预期

■ 动态事项

公司 2017 年度业绩实现营收 30.99 亿元, 同比增长 18.44%, 净利润 4.73 亿元同比下降 11.32%, 主要是上年转让子公司股权产生了 1.54 亿元的非经常性投资收益, 扣非净利润 4.64 亿元, 同比增长 22.23%, 公司业绩符合预期。

■ 公司点评

公司聚焦危废主业, 核心业务实现高增长

公司核心业务工业废物处理处置业务工业废物资源化利用业务分别实现营收 11.67 亿元、11.82 亿元, 营收占比已达 75.78%, 增长幅度分别为 38.44%、49.33%, 高出公司营收增速水平, 是公司未来业绩增长的主要动力。

核心业务的高增长一方面得益于公司积极推进危废项目。公司在 2017 年内建设完成了湖北天银(焚烧 2 万吨/年及物化 1 万吨/年、综合利用 3 万吨/年)、珠海永兴盛(焚烧 9100 吨/年及物化 950 吨/年)、东莞恒建(物化 2.65 万吨/年、综合利用 9.65 万吨/年)项目, 目前公司危废资质总量达到 160 万吨。另一方面公司产能利用率较高, 填埋满负荷、焚烧业务利用率超过 90%, 而物化业务因当地工业结构调整, 产能和市场需求没有较好衔接导致利用率较低, 整体利用率达到 64%, 看好后期产能利用率继续提升带来的业绩持续改善。

综合毛利率下滑, 预期未来毛利率能维持稳定

公司综合毛利率为 35.88%, 下降 0.24pct, 主要系两项核心业务废物资源化利用和处置出现不同程度下滑, 资源化利用毛利率 27.28%, 下滑 5.64pct, 废物处理处置 47.74%, 下滑 2.24pct。毛利率下滑主要考虑一方面公司 2017 年新投入的运营项目较多, 试运行期的调试生产拉低运用效率, 抬升了单位废物处理成本, 且公司物化业务部分产能由于当地工业结构调整释放不足。另一方面公司拓展珠三角外区域业务, 华东华北等重工业化区域处理成本均高于华南地区, 对整体毛利率也有影响。

考虑 2018 年危废处理市场的高景气度, 同时预期公司能够衔接

基本数据 (2017 年报)

报告日股价 (元)	14.86
12mth A 股价格区间 (元)	21.57/13.5
总股本 (百万股/最新)	888.24
无限售 A 股/总股本	62.94%
流通市值 (亿元)	83.08
每股净资产 (元)	4.20
PBR (X)	3.54

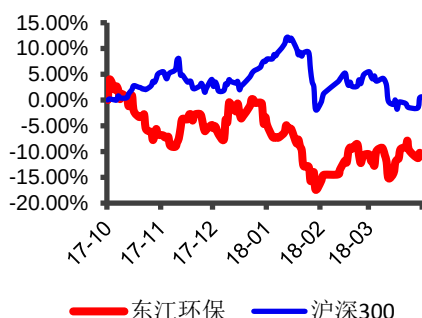
主要股东 (2017 年报)

香港中央结算 (代理人) 有限公司	22.53%
广东省广晟资产有限公司	13.70%
张维仰	13.63%

收入结构 (2017 年报)

工业废物资源化利用	38.12%
工业废物处理处置	37.66%
环境工程及服务	9.03%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: JIJ18-CT06

好产能和市场需求,稳定运营,加强费用管控,毛利率有望维持稳定。

危废产能持续推进,项目版图不断扩张

公司持续推进危废产能扩张,2017 年收购了多项优质项目,同时,公司与海螺创业、韩国德山实业签订战略合作协议,发展水泥窑协同处置危废及废有机溶剂回收业务。项目建成后公司合计将新增资质约 51 万吨。公司 2017 年股权收购佛山富龙环保、东莞丰业,继续稳固珠三角龙头地位。公司广东省外区域的营收占比已达 42.09%,同比增长 25.86%,2017 年公司通过收购唐山曹妃甸、签约四川绵阳危废处置项目等,项目版图向京津冀扩张,实现西南地区的战略布局,区域布局进一步深化。

公司创新融资渠道,降低资金成本,资产负债率处在合理水平

公司充分利用环保金融政策,加大绿色产业的投入。1)公司以控股子公司虎门绿源污水处理收费收益权为基础资产,发行资产支持证券,实际融资人民币 3 亿元;2)公开发行第一期绿色公司债券,发行规模为人民币 6 亿元;3)与广东省广晟金融控股有限公司签订设立产业并购基金框架协议,总规模人民币 30 亿元,母基金规模为 5.5 亿元,公司认缴 5,000 万元;4)公司非公开发行 A 股股票方案目前已取得广东省国资委批复及公司股东大会审议通过,此次非公开发行拟向包含广晟公司在内的不超过十名合格投资者发行股票,拟融资规模 23 亿。

丰富的融资渠道带来公司发展所需的充足资金,提供强劲发展动力。目前公司资产负债率为 53%,相对行业处于一个比较健康的负债率水平。

风险因素

市场竞争风险,项目进度不达预期风险等。

■ 投资建议:

未来六个月内,“谨慎增持”评级。

我们预测 2018-2019 年公司实现归属母公司的净利润分别为 6.29 亿元和 8.22 亿元,同比增长 32.72%和 30.75%,相应每股收益为 0.71 元和 0.92 元,对应的动态市盈率为 21.01 倍和 16.07 倍。我们认为,公司在手优质项目丰富,产能规模和利用率均有提升预期,业绩持续增长,首次给予公司“谨慎增持”评级。

数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万 元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3099.66	4068.37	5141.71	6292.59
年增长率	18.44%	31.25%	26.38%	22.38%
归属于母公司的净利润	473.38	628.28	821.50	955.10
年增长率	-11.32%	32.72%	30.75%	16.26%
每股收益 (元)	0.53	0.71	0.92	1.08
PER (X)	27.88	21.01	16.07	13.82

数据来源：公司公告，上海证券研究所

■ 附表

资产负债表（单位：百万元）

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,242	1,627	2,057	2,517
存货	313	358	450	554
应收账款及票据	1,077	1,326	1,654	2,041
其他	404	434	466	485
流动资产合计	3,036	3,746	4,627	5,597
长期股权投资	243	272	282	287
固定资产	1,650	1,707	1,781	1,854
在建工程	1,606	1,661	1,848	2,118
无形资产	923	966	993	1,006
其他	1,782	1,820	1,799	1,797
非流动资产合计	6,204	6,426	6,704	7,063
资产总计	9,240	10,172	11,331	12,659
短期借款	1,873	1,620	1,765	1,882
应付账款及票据	1,012	1,151	1,271	1,403
其他	285	534	542	601
流动负债合计	3,170	3,304	3,578	3,885
长期借款和应付债券	1,582	1,551	1,551	1,551
其他	166	171	176	181
非流动负债合计	1,748	1,722	1,727	1,733
负债合计	4,918	5,027	5,305	5,618
少数股东权益	593	673	731	792
股东权益合计	4,322	5,146	6,026	7,041
负债和股东权益总计	9,240	10,172	11,331	12,659
现金流量表（单位：百万元）				
指标	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	553	628	821	955
折旧和摊销	259	269	310	354
营运资本变动	(141)	(189)	(252)	(333)
经营活动现金流	671	843	986	1,088
资本支出	(85)	(424)	(599)	(710)
投资收益	24	24	24	24
投资活动现金流	(993)	(427)	(584)	(693)
股权融资	1	0	0	0
负债变化	(105)	(31)	0	0
股息支出	0	0	0	0
融资活动现金流	404	(31)	27	65
净现金流	83	385	429	460

利润表（单位：百万元）

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,100	4,068	5,142	6,293
营业成本	1,988	2,613	3,314	4,117
营业税金及附加	42	55	69	85
营业费用	69	90	114	139
管理费用	415	545	689	843
财务费用	99	77	72	75
资产减值损失	11	0	0	0
投资收益	24	24	24	24
公允价值变动损益	0	1	(0)	(0)
营业利润	606	713	907	1,056
营业外收支净额	17	104	104	104
利润总额	623	816	1,010	1,160
所得税	69	108	130	144
净利润	553	708	880	1,016
少数股东损益	79.98	79.98	58.65	60.65
归属母公司股东净利润	473	628	821	955
财务比率分析				
指标	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入增长率	18.44%	31.25%	26.38%	22.38%
EBITDA 增长率	-11.29%	23.86%	21.76%	15.23%
EBIT 增长率	-11.98%	31.87%	23.94%	15.56%
净利润增长率	-11.32%	32.72%	30.75%	16.26%
毛利率	35.88%	35.77%	35.54%	34.57%
EBITDA/总收入	27.57%	26.02%	25.07%	23.60%
EBIT/总收入	19.32%	19.41%	19.04%	17.98%
净利润率	15.27%	15.44%	15.98%	15.18%
资产负债率	53.23%	49.41%	46.82%	44.38%
流动比率	0.96	1.13	1.29	1.44
速冻比率	0.86	1.03	1.17	1.3
总资产回报率（ROA）	5.99%	6.96%	7.77%	8.02%
净资产收益率（ROE）	12.69%	14.05%	15.52%	15.28%
EV/营业收入	8.6	6.1	4.5	3.7
EV/EBITDA	20	14	11	10
PE	28	21	16	14
PB	4	3	2	2

数据来源：WIND，上海证券研究所

分析师承诺

冀丽俊，熊雪珍

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$
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

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，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。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。