

日期: 2019年9月3日

行业: 公用事业



分析师: 熊雪珍

Tel: 021-53686180

E-mail: xiongexuezh@shzq.com

SAC 证书编号: S087051908002

# 环境修复与垃圾焚烧业务表现亮眼, 现金流改善明显

——2019年中报点评

## 基本数据 (2019H1)

报告日股价 (元)	10.03
12mth A 股价格区间 (元)	12.53/7.52
总股本 (百万股/最新)	674.01
无限售 A 股/总股本	99.16%
流通市值 (亿元)	67.03
每股净资产 (元)	4.18
PBR (X)	2.40

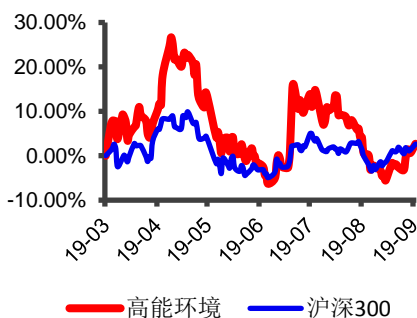
## 主要股东 (2019H1)

李卫国	22.41%
许利民	5.14%
刘泽军	4.72%

## 收入结构 (2019H1)

环境修复	32.57%
生活垃圾处理处置	37.28%
危废处理处置	18.68%
一般工业固废板块	4.40%

## 最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



## ■ 动态事项

公司发布 2019 年中期报告, 2019H1 公司实现营业收入 20.81 亿元, 同比增长 51.04%; 实现归母净利润 2.05 亿元, 同比增长 35.07%; 实现扣非归母净利润 2.00 亿元, 同比增长 31.95%。

## ■ 公司点评

### 土壤修复、垃圾焚烧业务高增, 公司在手订单充足

公司环境修复业务 2019H1 实现收入 6.78 亿元, 同比增长 41.19%, 多个土壤修复及地下水修复项目均有较大程度进展, 释放业绩。公司垃圾焚烧业务高增, 生活垃圾处理处置板块实现营收 7.76 亿元, 同比增长 144.66%, 主要受益于进入建设期的投资项目增加, 且公司加快在手投资项目, 尤其是垃圾焚烧项目的建设进度。

公司在手订单金额为 134.90 亿元, 同比增长 22.66%, 其中已履行 34.95 亿元, 尚可履行 102.66 亿元。2019 年上半年新增订单金额 17.80 亿元, 其中环境修复新增订单 6.15 亿元, 生活垃圾处理处置类业务新增订单 7.61 亿元, 一般工业固废类业务新增订单 2.75 亿元。公司运营业务涉及危废处理运营、垃圾焚烧发电厂运营、垃圾填埋场运营、污水处理运营等, 2019H1 实现运营收入 4.20 亿元。公司在手订单充足, 项目拓展有序, 垃圾焚烧、土壤修复业务大幅增长, 运营资产增厚, 有望支撑公司业绩继续高增。

### 毛利率下降, 费用控制良好, 净利率有所下降

公司 2019H1 整体毛利率为 22.63%, 较去年下降 8.3pct, 净利率为 11.07%, 同比下降 2.67pc。公司销售费用率为 1.57%, 同比下降 0.96pct; 管理费用率(按加回研发费用)为 7.95%, 同比下降 2.54pct; 财务费用受应付债券及银行贷款增加影响, 相应计提利息费用增加, 财务费用率为 2.80%, 同比上升 0.15pct。总体来看期间费用率控制良好。

### 应收账款回款良好, 经营活动现金流明显改善

公司加强应收账款的风险防范管理, 提升订单质量, 加大了应收账款催收力度, 上半年公司回款情况良好。2019H1 公司应收账款/营收比例为 26.45%, 较去年同期下降 13.46pct。2019 H1 公司经营活动

现金流量净额为 1.32 亿元，同比增长 115.98% 现金流改善明显。

#### 风险因素

市场竞争导致毛利率下滑风险，项目进度不达预期风险。

#### ■ 投资建议：

未来六个月内，维持“增持”评级。

我们预测 2019-2021 年公司实现归属母公司的净利润分别为 4.51 亿元、5.65 亿元、7.32 亿元，同比增长 38.79%、25.39%、29.48%，相应每股收益为 0.67 元、0.84 元、1.09 元，对应的动态市盈率为 15.00 倍、11.97 倍、9.24 倍。公司在手订单充足，拿单能力强，运营类资产不断增厚，现金流明显改善，公司主营业务均为景气度较高的细分行业，环境修复和垃圾焚烧业务表现亮眼，看好业绩继续高增，维持公司“增持”评级。

#### 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万 元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3762.25	4956.72	6431.63	7941.21
年增长率	63.20%	31.75%	29.76%	23.47%
归属于母公司的净利润	324.62	450.55	564.96	731.51
年增长率	69.12%	38.79%	25.39%	29.48%
每股收益 (元)	0.48	0.67	0.84	1.09
PER (X)	20.83	15.00	11.97	9.24

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	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	677	1,983	1,286	1,588
存货	2,031	2,661	3,143	4,023
应收账款及票据	510	673	793	953
其他	314	170	411	269
流动资产合计	3,532	5,486	5,634	6,833
长期股权投资	545	545	545	545
固定资产	663	643	631	629
在建工程	59	105	164	220
无形资产	2,400	2,862	3,003	2,982
其他	1,286	1,431	1,383	1,366
非流动资产合计	4,954	5,586	5,727	5,742
<b>资产总计</b>	<b>8,486</b>	<b>11,073</b>	<b>11,360</b>	<b>12,575</b>
短期借款	1,645	3,625	3,842	4,196
应付账款及票据	1,542	1,810	2,451	2,713
其他	521	685	763	915
流动负债合计	3,708	6,120	7,056	7,824
长期借款和应付债券	1,674	1,674	665	665
其他	54	59	62	65
非流动负债合计	1,727	1,733	727	730
<b>负债合计</b>	<b>5,436</b>	<b>7,852</b>	<b>7,783</b>	<b>8,554</b>
少数股东权益	361	437	557	704
股东权益合计	3,050	3,220	3,577	4,021
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8,486</b>	<b>11,073</b>	<b>11,360</b>	<b>12,575</b>

现金流量表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	397	451	565	732
折旧和摊销	82	182	199	209
营运资本变动	5	(363)	(73)	(461)
<b>经营活动现金流</b>	<b>322</b>	<b>487</b>	<b>967</b>	<b>772</b>
资本支出	(1,226)	(670)	(387)	(241)
投资收益	50	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,398)</b>	<b>(664)</b>	<b>(387)</b>	<b>(243)</b>
股权融资	(2)	13	0	0
负债变化	605	0	(1,009)	0
股息支出	(203)	(225)	(329)	(437)
<b>融资活动现金流</b>	<b>1,264</b>	<b>1,483</b>	<b>(1,276)</b>	<b>(227)</b>
<b>净现金流</b>	<b>189</b>	<b>1,305</b>	<b>(696)</b>	<b>302</b>

数据来源：WIND 上海证券研究所

利润表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>3,762</b>	<b>4,957</b>	<b>6,432</b>	<b>7,941</b>
营业成本	2,771	3,577	4,658	5,751
营业税金及附加	17	21	27	34
营业费用	81	112	153	199
管理费用	241	347	450	556
财务费用	103	141	155	146
资产减值损失	50	0	0	0
投资收益	50	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>457</b>	<b>604</b>	<b>788</b>	<b>1,009</b>
营业外收支净额	(1)	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>456</b>	<b>604</b>	<b>788</b>	<b>1,009</b>
所得税	59	78	102	131
<b>净利润</b>	<b>397</b>	<b>526</b>	<b>686</b>	<b>878</b>
少数股东损益	72	75	121	147
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>325</b>	<b>451</b>	<b>565</b>	<b>732</b>

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	63.20%	31.75%	29.76%	23.47%
EBITDA 增长率	59.29%	43.53%	23.08%	19.42%
EBIT 增长率	58.36%	31.71%	26.47%	22.47%
净利润增长率	69.12%	38.79%	25.39%	29.48%
毛利率	26.35%	27.83%	27.57%	27.58%
EBITDA/总收入	17.18%	18.72%	17.75%	17.17%
EBIT/总收入	15.05%	15.04%	14.66%	14.54%
净利润率	8.63%	9.09%	8.78%	9.21%
资产负债率	64.06%	70.92%	68.51%	68.03%
流动比率	0.95	0.90	0.80	0.87
速动比率	0.40	0.46	0.35	0.36
总资产回报率 (ROA)	4.68%	4.75%	6.04%	6.99%
净资产收益率 (ROE)	12.07%	16.18%	18.71%	22.06%
EV/营业收入	1.99	1.95	1.51	1.25
EV/EBITDA	12	10	9	7
PE	20.83	15.00	11.97	9.24
PB	2.51	2.43	2.24	2.04

## 分析师承诺

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。

## 免责条款

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条款具有修改权和最终解释权。