

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: xiongexuezen@shzq.com

SAC 证书编号: S0870519080002

受益湿垃圾产能投放, 公司业绩增长动力强劲

——2019 年中报点评

■ 动态事项

公司发布 2019 年半年度报告。2019 年上半年公司实现营收 11.22 亿元, 同增 25.33%, 归母净利润 1.57 亿元, 同比增长 45.26%, 扣除非经常性损益后的净利润 1.48 亿元, 同比增长 50.52%。业绩略超预期。

■ 公司点评

业绩略超预期, 在手订单充足, 关注业绩承诺期内子公司业绩情况

2019 年上半年公司实现营收 11.22 亿元, 同增 25.33%, 归母净利润 1.57 亿元, 同比增长 45.26%, 主要考虑由于公司 2018 年及 2019 年上半年部分新签订单达到收入确认节点。

公司持续拓展国内的垃圾渗滤液处理、餐厨垃圾处理、沼气及生物质天然气工程业务、工业节能及 VOC 污染治理业务。公司新增工程类 EPC 订单 10.18 亿元, 同比增长 30.18%, 期末在手订单 (工程类) 合计 18.90 亿元, 同比增长 34.71%。公司项目稳步推进, 产能如期释放, 公司上半年运营收入达到 1.85 亿元, 同比增长 77.88%。

公司全资子公司杭能环境新签沼气及天然气工程项目 2.01 亿元, 订单金额同比下降 37.18%, 汉风科技新增工业节能项目订单 4.35 亿元, 同比增长 62.92%, 都乐制冷新签设备销售合同 0.90 亿元, 同比减少 41.17%。目前汉风科技、都乐制冷仍在业绩承诺期内, 汉风科技 2019 年上半年实现净利润 4898 万元, 同比增长 44.48%, 承诺 2019 年净利润较 2018 年同比增长 41.26%, 参考公司中报业绩及新增订单量, 业绩达标可能性大; 都乐制冷 2019 年上半年实现净利润 2098.67 万元, 同比增长 5.41%, 承诺 2019 年净利润完成涨幅 34.12%, 但上半年订单量有所减少, 还有待看下半年订单及在手订单回款, 持续关注业绩承诺期内子公司业绩情况。

综合毛利率基本保持稳定, 三费费率小幅提升, 净利率略升 1.01pct

上半年公司综合毛利率为 32.71%, 较去年同期略增长 0.96pct, 基本保持稳定。但分产品来看, 环保工程毛利率为 27.36%, 同比减少 3.90pct, 主要系报告期新开工项目增加, 营业成本相应增长所致。环保设备毛利率为 46.63%, 同比增加 9.60pct。

基本数据 (2019H1)

报告日股价 (元)	8.31
12mth A 股价格区间 (元)	4.5/11.04
总股本 (百万股/最新)	783.38
无限售 A 股/总股本	93.03%
流通市值 (亿元)	60.56
每股净资产 (元)	4.77
PBR (X)	1.74

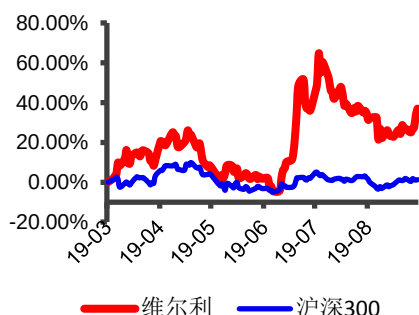
主要股东 (2019 年 H1)

常州德泽实业投资有限公司	41.53%
--------------	--------

收入结构 (2019H1)

环保工程	60.81%
环保设备	18.13%
其他业务	21.06%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



相关报告: 《维尔利 (300190.SZ): 深耕有机废物处理领域, 看好公司未来高成长性》

2019H1 公司三费费率为 17.92%，小幅增长 1.02pct。其中销售费用率为 4.58%，略降 0.25pct，管理费用（按加回研发费用计算）略升 0.92pct，主要系公司人员增加导致相应的职工薪酬、办公费用增加所致。财务费用同比增长 47.99%，财务费用率略增 0.36pct，主要考虑到期支付的利息支出较上年同期增长所致。公司今年 5 月发布《公开发行可转换公司债券预案》，拟发行不超过 12 亿元可转债，若成功发行将进一步缓解资金压力。总体来看公司费用端控制良好，2019 年上半年公司销售净利率为 13.63%，略升高 1.01pct。

垃圾分类政策推进下，餐厨垃圾市场景气度持续

多个试点城市政策相继跟进，固废处理板块景气度仍高，垃圾分类政策推进下，终端餐厨垃圾处理产能扩产空间仍广，在相关专题报告中我们认为餐厨垃圾处理项目未来将快速释放，2019/2020 市场空间达到 814.38 亿元/861.14 亿元。公司深耕有机废物处理领域，已承担 20 余项餐厨垃圾处理项目，市场认可度高，公司上半年新增餐厨及城市固废处理项目工程订单合计 4.10 亿元，看好餐厨垃圾处理市场持续放量支撑公司业绩高增。

风险因素

市场竞争加剧导致毛利率下降风险；项目进度不达预期风险。

■ 投资建议：

未来六个月内，“谨慎增持”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 3.41 亿元、4.52 亿元、5.75 亿元，同比增长分别为 46.54%、32.80%和 27.10%；EPS 分别为 0.43 元、0.58 元和 0.73 元，对应的动态市盈率分别为 19.13 倍、14.40 倍、11.33 倍。公司业绩略超预期，公司持续拓展主营业务，新增工程类订单、在手订单均大幅增长。看好公司作为有机废物处理龙头，优先受益于终端餐厨垃圾处理产能扩产。维持公司“谨慎增持”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	2,064.84	2953.62	3852.55	4,970.92
年增长率	45.64%	43.04%	30.44%	29.03%
归属于母公司的净利润	232.37	340.52	452.22	574.78
年增长率	67.50%	46.54%	32.80%	27.10%
每股收益（元）	0.30	0.43	0.58	0.73
PER（X）	28.03	19.13	14.40	11.33

注：有关指标按当年股本摊薄

附表

资产负债表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,103	1,181	771	994
存货	1,180	1,442	1,804	2,375
应收账款及票据	1,264	1,650	2,147	2,595
其他	262	233	304	335
流动资产合计	3,809	4,506	5,026	6,300
长期股权投资	102	102	102	102
固定资产	559	629	731	876
在建工程	312	427	590	820
无形资产	1,295	1,614	1,854	2,045
其他	1,136	1,091	1,100	1,108
非流动资产合计	3,404	3,862	4,377	4,951
资产总计	7,213	8,368	9,403	11,251
短期借款	533	1,027	1,421	2,313
应付账款及票据	1,297	1,706	2,176	2,864
其他	551	627	737	829
流动负债合计	2,382	3,360	4,333	6,005
长期借款和应付债券	920	920	826	826
其他	187	206	216	227
非流动负债合计	1,107	1,126	1,042	1,053
负债合计	3,489	4,486	5,376	7,058
少数股东权益	105	118	139	168
股东权益合计	3,724	3,883	4,027	4,193
负债和股东权益总计	7,213	8,368	9,403	11,251

现金流量表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	247	341	452	575
折旧和摊销	114	121	148	177
营运资本变动	226	(105)	(349)	(266)
经营活动现金流	246	421	342	607
资本支出	(399)	(625)	(653)	(743)
投资收益	9	0	0	0
投资活动现金流	(253)	(594)	(659)	(750)
股权融资	362	0	0	0
负债变化	237	0	(94)	0
股息支出	(203)	(225)	(329)	(437)
融资活动现金流	(169)	252	(94)	367
净现金流	(176)	79	(411)	224

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
营业收入	2,065	2,954	3,853	4,971
营业成本	1,393	1,986	2,589	3,333
营业税金及附加	17	36	42	52
营业费用	105	157	215	292
管理费用	132	222	270	348
财务费用	36	51	69	92
资产减值损失	61	0	0	0
投资收益	9	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	283	406	543	692
营业外收支净额	1	0	0	0
利润总额	283	406	543	692
所得税	36	52	70	89
净利润	247	353	473	603
少数股东损益	15	13	21	28
归属母公司股东净利润	232	341	452	575

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	45.64%	43.04%	30.44%	29.03%
EBITDA 增长率	51.75%	33.67%	31.44%	26.53%
EBIT 增长率	52.00%	43.09%	33.86%	28.20%
净利润增长率	67.53%	46.54%	32.80%	27.10%
毛利率	32.55%	32.76%	32.81%	32.95%
EBITDA/总收入	20.94%	19.57%	19.72%	19.34%
EBIT/总收入	15.47%	15.47%	15.88%	15.78%
净利润率	11.25%	11.53%	11.74%	11.56%
资产负债率	48.37%	53.60%	57.17%	62.74%
流动比率	1.60	1.34	1.16	1.05
速动比率	1.10	0.91	0.74	0.65
总资产回报率（ROA）	3.42%	4.22%	5.03%	5.36%
净资产收益率（ROE）	6.42%	9.04%	11.63%	14.28%
EV/营业收入	2.12	1.89	1.64	1.41
EV/EBITDA	10	10	8	7
PE	28.03	19.13	14.40	11.33
PB	1.80	1.74	1.69	1.63

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。