

日期: 2019年11月1日

行业: 公用事业



项目稳步推进, 业绩高增长可期

——2019年三季度点评

分析师: 熊雪珍

Tel: 021-53686180

E-mail: xiongexuezh@shzq.com

SAC 证书编号: S0870519080002

■ 动态事项

公司发布 2019 年三季度报, 前三季度实现营业收入 15.38 亿元, 同比增长 31.43%; 扣非归母净利润 7.28 亿元, 同比增长 28.20%; 加权平均 ROE 同比减少 0.41pct 至 22.04%。

公司发布 2019 第三季度主要经营数据, 第三季度公司及下属相关子公司合计完成发电量 48,620.92 万度, 上网电量 39,609.25 万度, 垃圾入库量 138.97 万吨; 1-9 月份完成发电量 136,559.32 万度, 上网电量 111,574.83 万度, 已结算电量 86,360.36 万度, 垃圾入库量 390.05 万吨。

■ 公司点评

运营数据稳增长, 项目推进顺利

公司营业收入同比增长 31.43%, 符合预期, 主要受益于海滨公司、玉苍公司、武义公司、界首公司、万年公司、嘉善二期 2019 年正式运营确认收入。公司前三季度累计完成垃圾入库量 390.05 万吨, 同比增长 26.31%, 累计完成上网电量 111,574.83 万度, 同比增长 19.91%。公司前三季度毛利率同比提高 1.03pct 至 62.02%, 成本控制较好, 业绩增长稳健。

公司项目拓展顺利, 2019 年第三季度, 新签合同及中标项目带来 4700 吨/日的生活垃圾处理能力增量。环卫清运和设备销售业务方面, 第三季度新签 7 项合同, 业务覆盖区域主要为浙江、四川、湖南, 公司正介入更多区域的生活垃圾清运。

在建工程同比减少 32.52%, 主要为部分在建工程转入固定资产和无形资产所致, 公司在手项目推进顺利。目前东阳项目、龙泉项目、双鸭山项目和永丰项目取得项目核准和环评批复, 进入建设阶段。武义、万年项目完成竣工验收, 永康餐厨项目进入试运行, 玉环餐厨项目完成单机试验工作。在手项目稳步推进, 公司未来业绩增长有较高保障。

公司期间费用率略升, 经营性净现金流同比增长 14.66%

公司前三季度财务费用受可转债利息费用确认影响, 同比增长 87.09%, 财务费用率增长 1.26pct。受财务费用增长影响, 公司上半

基本数据 (2019.11.1)

报告日股价 (元)	21.99
12mth A 股价格区间 (元)	29.19/17.65
总股本 (百万股/最新)	941.73
无限售 A 股/总股本	99.67%
流通市值 (亿元)	206.40
每股净资产 (元)	3.93
PBR (X)	5.60

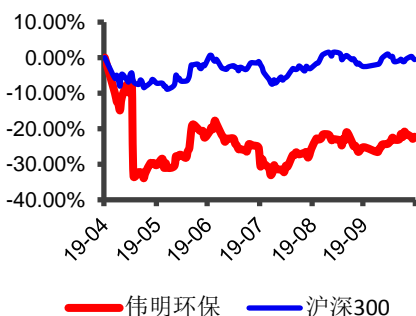
主要股东 (2019Q3)

伟明集团有限公司	43.76%
项光明	10.08%
温州市嘉伟实业有限公司	7.62%

收入结构 (2018)

项目运营	63.95%
设备销售及技术服务	32.62%
餐厨垃圾处理收入	1.65%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



年期间费用率同比升高 1.75pct。但分季度来看，公司 2019 年 Q1-Q3 财务费用率分别为 4.38%、4.51%、3.68%，Q3 财务费用率环比降低 0.83pct，有所改善。

2019 年前三季度公司资产负债率为 39.76%，同比下降 3.36pct，较年初下降 6.48pct，出现明显改善。公司经营性净现金流前三季度为 3.92 亿元，同比增长 14.66%。分季度来看，公司 Q1 由于支付保证金及材料款增加，同比下降较多，Q2 受项目投入运营影响，经营性净现金流同比大幅增长 63.58%，Q3 公司经营性净现金流为 1.28 亿元，受支付与经营活动有关现金增多影响，同比有所降低，但整体来看公司业务仍发展稳健。

公司 2019 年实施员工持股计划，彰显发展信心

2019 年 10 月公司公告拟不超过 25 名核心员工参与（其中董事、监事、高级管理人员共计 8 人，其他人员不超过 17 人）参与员工持股计划。募集资金总额为不超过 22680 万元，涉及股票数约占公司总股本 1.1%，存续期 24 个月，锁定期 12 个月。此前公司已将 2017 年的员工持股计划出售完毕，再次发布员工持股计划彰显公司发展信心。

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；垃圾焚烧补贴电价政策变化风险。

■ 投资建议：

未来六个月内，“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 9.08 亿元、10.76 亿元、12.84 亿元，同比增长 22.70%、18.50%、19.30%，相应每股收益为 0.96 元、1.14 元、1.36 元，对应的动态市盈率分别为 22.81 倍、19.25 倍、16.13 倍。公司运营数据增长稳健，在手项目稳步推进，新业务拓展迅速，成本管控能力较好，内生增长强劲。看好公司业绩成长的确定性，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	1,547	1,986	2,418	2,929
年增长率	50.29%	28.40%	21.71%	21.16%
归属于母公司的净利润	740.06	908.02	1076.03	1283.68
年增长率	46.01%	22.70%	18.50%	19.30%
每股收益(摊薄)(元)	0.79	0.96	1.14	1.36
PER (X)	27.98	22.81	19.25	16.13

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	1,186	1,522	1,853	2,245
存货	90	123	127	164
应收账款及票据	394	704	708	972
其他	193	194	195	200
流动资产合计	1,862	2,543	2,882	3,580
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	124	223	252	273
在建工程	1,120	1,590	2,000	2,360
无形资产	2,467	2,656	2,830	2,988
其他	166	135	143	146
非流动资产合计	3,877	4,603	5,224	5,767
资产总计	5,739	7,146	8,106	9,347
短期借款	0	345	1,300	2,477
应付账款及票据	412	528	633	791
其他	248	267	282	292
流动负债合计	660	1,140	2,214	3,559
长期借款和应付债券	1,068	1,068	706	501
其他	926	1,018	1,069	1,123
非流动负债合计	1,994	2,086	1,775	1,624
负债合计	2,653	3,226	3,990	5,183
少数股东权益	8	8	8	8
股东权益合计	3,086	3,920	4,116	4,164
负债和股东权益总计	5,739	7,146	8,106	9,347

现金流量表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	738	908	1,076	1,284
折旧和摊销	138	203	232	262
营运资本变动	(23)	(90)	149	(93)
经营活动现金流	744	1,084	1,537	1,537
资本支出	(360)	(960)	(845)	(801)
投资收益	6	0	0	0
投资活动现金流	(876)	(960)	(845)	(801)
股权融资	(0)	254	0	0
负债变化	265	0	(362)	(205)
股息支出	(203)	(225)	(880)	(1,236)
融资活动现金流	796	213	(362)	(344)
净现金流	664	337	330	392

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	1,547	1,986	2,418	2,929
营业成本	614	805	994	1,219
营业税金及附加	23	28	34	41
营业费用	13	17	20	25
管理费用	80	103	125	152
财务费用	45	62	80	85
资产减值损失	9	0	0	0
投资收益	6	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	860	1,058	1,254	1,495
营业外收支净额	(2)	(2)	(2)	(2)
利润总额	859	1,056	1,252	1,493
所得税	120	148	176	210
净利润	738	908	1,076	1,284
少数股东损益	(2)	0	0	0
归属母公司股东净利润	740	908	1,076	1,284

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	50.29%	28.40%	21.71%	21.16%
EBITDA 增长率	39.97%	27.18%	18.26%	17.63%
EBIT 增长率	45.63%	23.71%	18.99%	18.49%
净利润增长率	46.01%	22.70%	18.50%	19.30%
毛利率	60.30%	59.47%	58.89%	58.38%
EBITDA/总收入	67.27%	66.63%	64.74%	62.86%
EBIT/总收入	58.54%	56.40%	55.14%	53.93%
净利率	47.83%	45.71%	44.51%	43.82%
资产负债率	46.23%	45.14%	49.22%	55.45%
流动比率	2.82	2.23	1.30	1.01
速动比率	2.69	2.12	1.24	0.96
总资产回报率 (ROA)	12.86%	12.71%	13.27%	13.73%
净资产收益率 (ROE)	24.05%	23.21%	26.20%	30.89%
EV/营业收入	10.04	10.35	8.61	7.31
EV/EBITDA	15	16	13	12
PE	27.98	22.81	19.25	16.13
PB	6.73	5.29	5.04	4.98

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±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±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。