

**鹏鹞环保(300664)**

公司研究/调研报告

# 水务业绩拐点已现，有机固废协同处置值得期待

公司调研报告/环保与公用事业

2019年11月26日

**报告摘要：**
**● 专注于技术研发的水处理综合服务商，三季度盈利迎来拐点**

公司是国内最早、最有影响力的环保水处理综合服务提供商之一，具备从技术研发到咨询设计、设备定制、工程承包、投资及运营管理的水处理全产业链布局。公司成立以来专注于环保技术研发及装备制造，坚持做有明确收费来源的运营类项目，整体盈利质量较高，2018年投资运营类资产贡献了近80%的毛利。随着在手污水处理项目逐步进入建设期，公司Q3单季度归母净利润同比+58%，创下上市以来新高。

**● 污水处理厂提标改造提振业绩，装配式水厂市场空间巨大**

2015年以来公司水务投资业务收入略有下滑，主要受水价调整影响，同时部分水厂被政府回购。而随着近年来PPP业务低价竞争的情况逐步好转，公司加快了相关领域的业务开拓。2019年公司新中标水务项目有南昌市红谷滩20万吨/天，景德镇西瓜洲8万吨/天、太湖新城、哈尔滨、周口河西等污水处理改扩建/新建项目，新公告水务订单近22亿元，达2018年的2.5倍。按照1~2年的建设期推算，公司工程收入有望于近两年快速释放。此外公司正着手开发装配式污水处理厂方案，与传统混凝土式结构相比该方案具备成本低、施工周期短等多重优势，可广泛应用于应急水厂、农村污水处理等领域。

**● 有机废物资源化协同处置技术初现成效，未来两年有望进入收获期**

公司2016年起开始布局固废领域，通过自主研发和对日本YM菌高温好氧发酵等技术的引进，公司有机固废资源化技术已具有发酵产物腐熟度高、处置协同性强、成本低等优点，可用于处置污泥、餐厨垃圾和秸秆等有机废物，获取处置费收益的同时将产物质资源化利用，生产有机肥和育苗基质。公司相关技术已在长春、新疆、福建等污泥协同处置农业废弃物等项目上取得了良好的应用，上半年已投运项目总处理规模达1200吨/天，而研制的分布式发酵设备也有望打开湿垃圾市场。2019年公司新中标了亳州、宜宾餐厨垃圾等固废项目，未来随着在手项目产能逐步的爬坡以及有机肥产品销路的拓展，公司固废业务有望迎来收获期。

**● 投资建议**

随着在手污水处理项目逐步进入建设期，公司Q3业绩出现拐点，全年有望实现快速增长。后续我们看好公司在手项目如期建设以及有机废物资源化技术应用推广带来的业绩弹性，预计2019~2021年EPS为0.63/1.25/2.09，对应当前股价PE18/9/6x，公司当前PE位于上市以来底部区间，2020年预测PE低于污水处理及水务行业16x的平均值，首次覆盖，给予“推荐”评级。

**● 风险提示**

1、在手项目建设进度不及预期；2、固废业务拓展不及预期。

**推荐**

首次评级

**当前价格： 11.57**
**交易数据**

2019-11-25

近12个月最高/最低(元)	13.93/9.1
总股本 (百万股)	480.00
流通股本 (百万股)	335.53
流通股比例 (%)	70%
总市值 (亿元)	52.56
流通市值 (亿元)	36.74

**该股与沪深300走势比较**


资料来源：WIND，民生证券研究院

**分析师：陶贻功**

执业证号： S0100513070009

电话： (010)8512 7892

邮箱： taoyigong@mszq.com

**研究助理：杨任重**

执业证号： S0100118070006

电话： 021-60876723

邮箱： yangrenzhong@mszq.com

**相关研究**

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	772	1,385	2,410	4,363
增长率 (%)	-4.4%	79.4%	74.0%	81.1%
归属母公司股东净利润 (百万元)	168	302	600	1,005
增长率 (%)	-23.3%	79.6%	98.7%	67.4%
每股收益 (元)	0.36	0.63	1.25	2.09
PE (现价)	32.3	18.2	9.2	5.5
PB	1.8	1.7	1.4	1.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	772	1,385	2,410	4,363
营业成本	384	751	1,397	2,443
营业税金及附加	14	25	43	78
销售费用	22	40	69	125
管理费用	78	97	145	262
研发费用	13	24	42	76
EBIT	260	448	714	1,380
财务费用	80	65	64	60
资产减值损失	3	0	0	0
投资收益	19	20	150	20
营业利润	220	403	801	1,340
营业外收支	4	0	0	0
利润总额	224	403	801	1,340
所得税	59	101	200	335
净利润	165	302	600	1,005
归属于母公司净利润	168	302	600	1,005
EBITDA	275	470	738	1,404
<hr/>				
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	714	886	1264	1891
应收账款及票据	738	1323	2303	4170
预付款项	23	46	85	149
存货	141	241	470	775
其他流动资产	565	565	565	565
流动资产合计	2266	3252	4976	8131
长期股权投资	130	150	300	320
固定资产	322	322	322	322
无形资产	88	155	220	285
非流动资产合计	3435	3498	3695	3760
资产合计	5701	6751	8671	11891
短期借款	472	472	472	472
应付账款及票据	567	1108	2062	3607
其他流动负债	41	41	41	41
流动负债合计	1540	2302	3637	5866
长期借款	716	716	716	716
其他长期负债	215	215	215	215
非流动负债合计	931	931	931	931
负债合计	2471	3234	4568	6797
股本	480	480	480	480
少数股东权益	205	205	205	205
股东权益合计	3229	3517	4103	5094
负债和股东权益合计	5701	6751	8671	11891

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-4.4%	79.4%	74.0%	81.1%
EBIT增长率	-18.1%	72.4%	59.3%	93.2%
净利润增长率	-23.3%	79.6%	98.7%	67.4%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	50.2%	45.8%	42.0%	44.0%
净利润率	21.8%	21.8%	24.9%	23.0%
总资产收益率 ROA	3.0%	4.5%	6.9%	8.5%
净资产收益率 ROE	5.6%	9.1%	15.4%	20.6%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.4
速动比率	1.4	1.3	1.2	1.3
现金比率	0.5	0.4	0.3	0.3
资产负债率	0.4	0.5	0.5	0.6
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	222.9	222.9	222.9	222.9
存货周转天数	91.7	91.7	91.7	91.7
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.4
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.4	0.6	1.3	2.1
每股净资产	6.3	6.9	8.1	10.2
每股经营现金流	0.2	0.7	1.1	1.6
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>估值分析</b>				
PE	32.3	18.2	9.2	5.5
PB	1.8	1.7	1.4	1.1
EV/EBITDA	21.4	12.1	7.2	3.4
股息收益率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
<hr/>				
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	165	302	600	1,005
折旧和摊销	9	22	23	25
营运资金变动	(135)	(53)	(12)	(298)
经营活动现金流	94	324	535	784
资本开支	232	66	70	70
投资	(587)	0	0	0
投资活动现金流	(801)	(66)	(70)	(70)
股权募资	743	0	0	0
债务募资	373	0	0	0
筹资活动现金流	1,013	(87)	(87)	(87)
现金净流量	306	171	378	627

## 分析师与研究助理简介

陶贻功，毕业于中国矿业大学（北京），本科专业化学工程与工艺，研究生专业矿物加工工程（煤化工）。2011年7月加入民生证券研究院。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员。2015年“天眼”采掘行业最佳选股分析师第二名；2016年“慧眼”环保行业第二名。

杨任重，香港理工大学精算与投资科学硕士，2018年加入民生证券，从事环保及公用事业方向研究。

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上

  

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。