

垃圾发电投产高峰将至 近期获三峡举牌

——上海环境 (601200.SH)

公用事业/环保工程及服务



事件：

公司发布 2019 年年报，2019 年公司实现营业收入 36.47 亿元，同比增长 41.19%；实现归母净利润 6.16 亿元，同比增长 6.65%；实现扣非归母净利润 5.00 亿元，同比增长 14.25%。

投资摘要：

固废与污水“两大主业”稳步提升，2020 年将迎来垃圾发电投产高峰。报告期内公司固废/污水业务营收分别为 18/4.2 亿元，同比增长 12%/17%。目前公司垃圾焚烧在手规模 2.8 万吨，报告期内已投运 1.4 万吨/日，其中威海文登和蒙城项目为新投产；2020 年包括漳州、太原、天马项目等近 1 万吨/日有望投产，增厚业绩。公司在运污水处理厂 6 座，日均处理量 104 万吨，竹园一厂 110 万吨/日指标改造已基本完成，量价齐增将带动业绩增长。

“四大新板块”加速推进，危废医废、土壤修复重点发展。报告期内公司承包及设计规划业务实现营收 11 亿元，同比增加 124%；毛利率为 14.7%，同比下降 14.7 pct，在于低毛利率建造合同业务占比提升。报告期内，公司土壤修复新增合同额 3.07 亿元，同比增长 195%，其中上海桃浦智创城核心区 603 地块污染治理项目属上海市目前规模之最；四川南充、上海永程两个危废项目均于 12 月取得资质；另有 4 个上海固废资源化在建项目，1 个市政污泥在建项目，为公司“2+4”战略提供持续支持。

可转债和债务融资工具助项目顺利落地，三峡举牌认可公司价值与发展战略。公司于 2019 年 7 月 8 日发行 21.7 亿元可转债，另公告拟启动规模不超过 90 亿元的债务融资工具发行工作。公司近期获得三峡资本、长江环保集团举牌，持股比例共达 5%且未来有继续增持计划，将深度参与长江大保护战略中。

投资策略：我们看好公司 2020 年垃圾发电投产高峰对今后两年业绩的增厚，新业务板块在上海等核心区域的快速拓展，三峡举牌对公司环保战略的认同和未来合作空间。预计公司 2020、2021、2022 年可实现归母净利润 6.3、7.7、8.5 亿元，当前股价对应 PE 分别为 17、14、13 倍，具备投资价值，首次覆盖予以“买入”评级。

风险提示：项目投产进度不及预期，新业务板块盈利能力下滑。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,583	3,647	4,166	5,015	5,611
增长率（%）	0.7%	41.2%	14.2%	20.4%	11.9%
归母净利润（百万元）	578	616	627	773	848
增长率（%）	14.2%	6.6%	1.8%	23.2%	9.6%
净资产收益率（%）	9.8%	9.0%	8.5%	9.6%	9.6%
每股收益（元）	0.82	0.67	0.69	0.85	0.93
PE	15	18	17	14	13
PB	1.4	1.6	1.5	1.4	1.2

资料来源：公司财报、申港证券研究所

评级

买入（首次）

2020 年 04 月 13 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

交易数据

时间 2020.04.13

总市值/流通市值（亿元）	113.08/113.08
总股本（万股）	91,342.44
资产负债率（%）	58.91
每股净资产（元）	7.08
收盘价（元）	12.38
一年内最低价/最高价（元）	9.89/15.96

公司股价表现走势图



资料来源：申港证券研究所

相关报告

表1：公司盈利预测表

利润表					资产负债表						
	单位:百万元					单位:百万元					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2583	3647	4166	5015	5611	流动资产合计	2594	4174	4353	5269	5830
营业成本	1634	2576	2881	3436	3822	货币资金	782	1324	1386	1745	1910
营业税金及附加	34	45	53	63	71	应收账款	765	1141	1251	1527	1696
营业费用	0	0	0	0	0	其他应收款	258	304	348	419	468
管理费用	195	206	292	351	393	预付款项	124	375	319	344	403
研发费用	35	50	57	68	76	存货	251	426	453	550	607
财务费用	143	201	215	271	301	其他流动资产	224	433	428	515	576
资产减值损失	0	0	0	0	0	非流动资产合计	12434	16711	23332	26083	27756
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	101	102	102	102	102
投资净收益	11	166	89	128	108	固定资产	324	267	223	115	96
营业利润	794	823	851	1053	1153	无形资产	4366	5590	12429	14436	15849
营业外收入	16	9	12	11	11	商誉	24	40	40	40	40
营业外支出	4	10	7	8	8	其他非流动资产	693	2001	1702	2401	2489
利润总额	806	822	857	1055	1157	资产总计	15028	20885	27685	31352	33586
所得税	132	107	128	158	174	流动负债合计	3555	5902	7760	10528	11158
净利润	674	715	728	897	984	短期借款	1274	616	2398	4970	5617
少数股东损益	96	99	101	124	136	应付账款	1106	2416	2665	2824	2932
归属母公司净利润	578	616	627	773	848	预收款项	328	1126	1286	1254	1122
EBITDA	1164	1265	1066	1324	1454	一年内到期的非流动负债	452	279	279	279	279
EPS(元)						非流动负债合计	4142	6401	7602	8905	10395
主要财务比率					长期借款	2739	3004	4265	5568	7058	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	应付债券	0	1833	1833	1833	1833
成长能力					负债合计	7697	12303	15362	19433	21553	
营业收入增长	0.66%	41.19%	14.24%	20.38%	11.89%	少数股东权益	1410	1752	1852	1976	2112
营业利润增长	27.67%	3.61%	3.41%	23.74%	9.51%	实收资本(或股本)	703	913	913	913	913
归属于母公司净利润增长	14.21%	6.65%	1.82%	23.22%	9.64%	资本公积	2289	2079	2079	2079	2079
获利能力					未分配利润	2745	3239	3768	4408	5116	
毛利率(%)	36.75%	29.36%	30.84%	31.48%	31.88%	归属母公司股东权益合计	5921	6830	7397	8095	8860
净利率(%)	26.10%	19.61%	17.48%	17.89%	17.53%	负债和所有者权益					
总资产净利润(%)	3.85%	2.95%	2.27%	2.47%	2.52%	现金流量表					单位:百万
ROE(%)	9.76%	9.02%	8.48%	9.55%	9.57%	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
偿债能力					经营活动现金流	1000	1646	1322	1326	1374	
资产负债率(%)	51%	59%	62%	66%	66%	净利润	674	715	728	897	984
流动比率	0.73	0.71	0.56	0.5	0.52	折旧摊销	227	241	504	643	606
速动比率	0.66	0.63	0.5	0.45	0.47	财务费用	143	201	215	271	301
营运能力					应付帐款减少	-198	-376	-110	-276	-170	
总资产周转率	0.19	0.2	0.18	0.19	0.18	预收帐款增加	185	798	160	-33	-132
应收账款周转率	4	4	3	4	3	投资活动现金流	-2903	-3767	-3966	-4497	-2964
应付帐款周转率	2.22	2.07	1.64	1.83	1.95	筹资活动现金流	2022	2664	2707	3529	1754
每股指标(元)					长期股权投资减少	-5	-1	0	0	0	
每股收益(最新摊薄)	0.82	0.67	0.69	0.85	0.93	投资收益	11	166	89	128	108
每股净现金流(最新摊薄)	0.17	0.59	0.07	0.39	0.18	经营活动现金流	1000	1646	1322	1326	1374
每股净资产(最新摊薄)	8.43	7.48	8.1	8.86	9.7	净利润	674	715	728	897	984
估值比率					长期股权投资增加	907	265	1261	1303	1490	
P/E	14.57	17.76	17.44	14.15	12.91	普通股增加	0	211	0	0	0
P/B	1.42	1.6	1.48	1.35	1.24	资本公积增加	0	-210	0	0	0
EV/EBITDA					现金净增加额						

资料来源：公司财报，申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上