

日期: 2020年05月08日

行业: 环保行业



疫情短期影响一季度业绩, 仍看好公司未来成长

分析 熊雪珍

Tel: 021-53686180

E-mail: xiongxuezheng@shzq.com

SAC 证书编号: S0870519080002

基本数据 (2020.5.07)

报告日股价 (元)	31.18
12mth A 股价格区间 (元)	17.65/32.10
总股本 (百万股)	966.58
无限售 A 股/总股本	99.98%
流通市值 (亿元)	301.31
每股净资产 (元)	4.75
PBR (X)	6.56

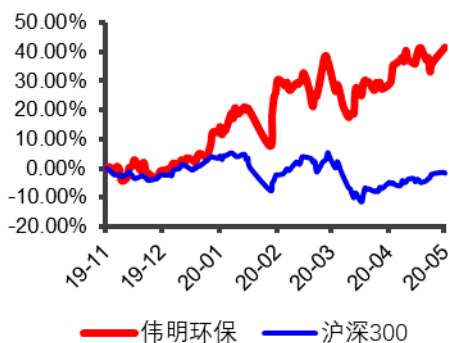
主要股东 (2020Q1)

伟明集团有限公司	42.63%
项光明	9.83%
温州市嘉伟实业有限公司	7.43%

收入结构 (2019Y)

项目运营	61.10%
设备销售及技术服务	33.85%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



■ 公司动态事项

2019 年公司实现营收 20.38 亿元, 归母净利润 9.74 亿元, 扣非归母净利润 9.52 亿元, 同比分别增长 31.73%、31.67%、30.43%。

公司发布 2020 年一季度报, 实现营业收入 4.34 亿元, 同比下滑 9.05%; 归母净利润 1.96 亿元, 同比下滑 15.39%; 扣非归母净利润 1.95 亿元, 同比下滑 15.02%。公司发布 2020 年一季度经营数据, 一季度公司合计完成发电量 39308.4 万度, 上网电量 31495.4 万度, 平均上网电价 0.642 元/度, 累计完成已结算电量 18,177.89 万度, 垃圾入库量 115.86 万吨 (其中生活垃圾入库量 112.98 万吨)。

■ 事项点评

运营数据稳健增长, 疫情短期影响一季度业绩

2019 年公司生活垃圾焚烧处理运营项目共 20 个 (含试运行), 设计处理规模约 1.55 万吨/日。2019 年生活垃圾入库量 507.26 万吨, 同比增长 19.54%, 完成上网电量 15.34 亿度, 同比增长 18.82%, 创公司年度运营新高。**餐厨垃圾**方面, 全年合计处理 17.48 万吨, 比去年同期增长 66.16%, **污泥**合计处理 2.7 万吨。**垃圾清运**方面, 餐厨垃圾清运量 17.46 万吨, 生活垃圾清运量 55.06 万吨, 比去年同期增长 271%。**渗滤液处理**方面, 公司受托管理共处理渗滤液 7.96 万吨。运营数据稳健增长保障公司未来业绩。

从 2020 年第一季度的经营数据来看, 浙江省外发电量及垃圾入库量均维持了 18.16%、10.03% 的增幅, 但浙江省内发电量、垃圾入库量分别同比下降 12.05%、6.70%, 考虑受一季度国内疫情发展期间, 浙江疫情相较严重影响所致。随着国内疫情趋于稳定, 公司未来业绩有望快速修复。

项目拓展顺利, 在手订单充足保障业绩成长

垃圾焚烧业务方面, 公司 2019 年新签项目将合计新增生活垃圾处理规模约 1.05 万吨/日, 公司在手垃圾焚烧项目规模突破 3.3 万吨/日。**餐厨垃圾**业务方面, 2019 年新签项目合计将新增餐厨/厨余垃圾处理规模约 375 吨/日。**垃圾清运**业务方面, 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。2020 年一季度公司在建工程为 12.04 亿元, 在手订单充足, 保障业绩成长。

毛利率维持高位, 经营性现金流持续改善

公司全面实现公司设备对外销售, 对外工程承包、设备销售和技术服务业务不断取得突破, 成本管控能力较好, 整体毛利率一直维持高位, 2019 年及 2020Q1 分别为 61.99%、61.78%。经营性现金流 2019 年、2020Q1 分别为 867.87 亿元 (同比增长 16.66%)、82.75 亿元, 随着运营项目的投产, 经营性现金流有望持续改善。

■ 投资建议

预测 2020-2021 年公司实现归属母公司的净利润分别为 12.46 亿元、15.73 亿元, 同比增长分别为 27.89%、26.21%; EPS 分别为 1.29 元、1.63 元, 对应的动态市盈率分别为 24.18 倍、19.16 倍。公司是垃圾焚烧行业头部企业, 在手订单充足, 运营数据增长稳健, 新业务拓展迅

速，成本管控能力较好，内生增长强劲。未来六个月内，维持“增持”评级。

■ 风险提示

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。

■ 数据预测与估值

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,038	2,692	3,431	4,361
年增长率	31.73%	32.06%	27.48%	27.09%
归属于母公司的净利润	974	1,246	1,573	2,010
年增长率	31.67%	27.89%	26.21%	27.78%
每股收益 (元)	1.01	1.29	1.63	2.08
PER (X)	30.93	24.18	19.16	15.00

注：有关指标按当年股本摊薄，股价截止 5 月 7 日

■ 附表

附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)					利润表 (单位: 百万元)				
指标	2019A	2020E	2021E	2022E	指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	802	1,059	1,350	1,716	营业收入	2,038	2,692	3,431	4,361
存货	110	152	167	218	营业成本	775	1,068	1,368	1,740
应收账款及票据	596	646	913	1,124	营业税金及附加	24	31	40	51
其他	243	252	271	286	营业费用	15	22	28	35
流动资产合计	1,752	2,109	2,701	3,345	管理费用	99	135	173	222
长期股权投资	10	10	10	10	财务费用	85	98	112	103
固定资产	275	448	591	720	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	1,025	1,592	2,084	2,551	投资收益	2	0	0	0
无形资产	3,571	4,414	5,212	5,965	公允价值变动损益	0	0	0	0
其他	283	242	246	243	营业利润	1,121	1,414	1,785	2,281
非流动资产合计	5,163	6,706	8,143	9,488	营业外收支净额	0	0	0	0
资产总计	6,915	8,815	10,844	12,833	利润总额	1,103	1,415	1,785	2,281
短期借款	0	206	590	684	所得税	131	168	212	271
应付账款及票据	404	721	720	1,113	净利润	972	1,246	1,573	2,009.75
其他	209	228	240	250	少数股东损益	(3)	0	0	0
流动负债合计	613	1,155	1,550	2,046	归属母公司股东净利润	974	1,246	1,573	2,010
长期借款和应付债券	950	950	950	369	财务比率分析				
其他	1,118	1,230	1,291	1,356	指标	2019A	2020E	2021E	2022E
非流动负债合计	2,068	2,179	2,241	1,724	总收入增长率	31.73%	32.06%	27.48%	27.09%
负债合计	2,680	3,335	3,791	3,771	EBITDA 增长率	31.55%	32.86%	25.75%	24.98%
少数股东权益	24	24	24	24	EBIT 增长率	30.71%	25.36%	25.45%	25.68%
股东权益合计	4,234	5,480	7,053	9,063	净利润增长率	31.67%	27.89%	26.21%	27.78%
负债和股东权益总计	6,915	8,815	10,844	12,833	毛利率	61.99%	60.33%	60.13%	60.10%
现金流量表 (单位: 百万元)					EBITDA/总收入	68.27%	68.68%	67.76%	66.63%
指标	2019A	2020E	2021E	2022E	EBIT/总收入	59.18%	56.18%	55.29%	54.67%
净利润	972	1,246	1,573	2,010	净利润率	47.81%	46.30%	45.84%	46.09%
折旧和摊销	191	337	428	521	资产负债率	38.76%	37.83%	34.96%	29.38%
营运资本变动	(296)	386	(242)	182	流动比率	2.86	1.83	1.74	1.63
经营活动现金流	868	2,067	1,871	2,817	速动比率	2.68	1.69	1.63	1.53
资本支出	(1,103)	(1,920)	(1,861)	(1,870)	总资产回报率 (ROA)	14.06%	14.14%	14.50%	15.66%
投资收益	2	0	0	0	净资产收益率 (ROE)	23.14%	22.84%	22.38%	22.23%
投资活动现金流	(1,201)	(1,920)	(1,861)	(1,870)	EV/营业收入	10.75	11.20	8.81	6.74
股权融资	267	12	0	0	EV/EBITDA	16	16	13	10
负债变化	214	0	0	(581)	PE	30.93	24.18	19.16	15.00
股息支出	0	0	0	0	PB	7.16	5.52	4.29	3.33
融资活动现金流	(81)	110	282	(581)					
净现金流	(414)	257	291	366					

数据来源: WIND 上海证券研究所

分析师声明

熊雪珍

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不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。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，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。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。