



分析 熊雪珍

Tel: 021-53686180

E-mail: xionguezhen@shzq.com

SAC 证书编号: S0870519080002

基本数据 (2020.5.08)

报告日股价 (元)	6.59
12mth A 股价格区间 (元)	5.39/10.29
总股本 (百万股)	783.78
无限售 A 股/总股本	93.03%
流通市值 (亿元)	50.68
每股净资产 (元)	5.03
PBR (X)	1.31

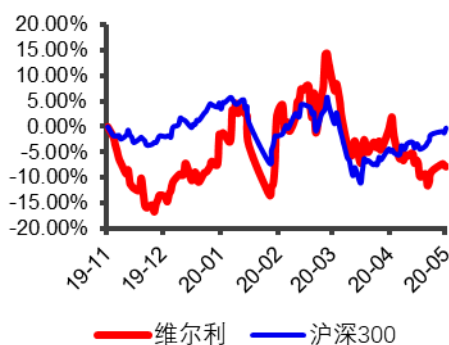
主要股东 (2020Q1)

常州德泽实业投资有限公司	35.16%
--------------	--------

收入结构 (2019Y)

环保工程	62.29%
环保设备	16.78%
运营服务	8.88%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



业绩符合预期，在手订单保障后续成长

■ 公司动态事项

公司发布2019年年报，实现营业收入 27.31 亿元，同比增长 32.24%；归母净利润 3.17 亿元，同比增长 36.30%；扣非归母净利润2.99亿元，同比增长37.84%。

2020年第一季度公司实现营业收入 5.21 亿元，同比增长10.16%；归母净利润 0.48亿元，同比减少 34.82%；扣非归母净利润0.44亿元，同比减少33.39%。

■ 事项点评

业绩符合预期，疫情短期影响一季度业绩，现金回款同比增长

公司 2019 年业绩符合预期，整体毛利率为 30.51%，略降 2.04pct，净利率 11.77%，同比略增 0.3pct，细分业务毛利率方面环保工程、环保设备同比分别增长 1.22pct、2.77pct。费用管理方面公司 2019 年期间费用率为 15.47%，同比下降 1.00pct，费用管理能力能较好。公司持续加强回款工作的推进也取得一定成效，2019 年度，公司实现现金回款合计 25.45 亿元，较去年同期增长 60.33%，为公司提高经营性现金流带来积极影响。一季度业绩下滑主要是受疫情延迟工程进度影响所致，随着公司复工复产的推进，一季度业绩对全年的影响有望收缩。

公司在手订单充足，保障后续业绩成长

公司及子公司新增合同37.14亿元，同比增长42.08%，在手订单充足。其中主要增量由垃圾渗滤液处理工程及运营项目贡献，新增订单合同18.52亿元。其他业务方面餐厨厨余垃圾等城市固废处理项目7.66亿元，公司全资子公司杭能环境新签沼气及生物质天然气工程项目2.90亿元，汉风科技新增电机节能、黄磷尾气回收等工业节能环保订单6.54亿元，都乐制冷新签油气回收及VOCs处理设备销售合同1.51亿元。后续业绩成长有较高保障。

可转债发行保障后续发展资金

公司发行9.2亿可转债(实际募集资金净额为9.03亿元)，拟全部用于公司项目发展，涉及包括渗滤液处理类项目、湿垃圾处理项目、餐厨垃圾处理项目、智能云平台建设等，减缓财务费用压力，保障公司长期发展。

■ 投资建议

预测 2020-2022 年公司实现归属母公司的净利润分别为 4.25 亿元、5.70 亿元、7.42 亿元，同比增长分别为 34.11%、34.22%、30.14%；EPS 分别为 0.54 元、0.73 元和 0.95 元，对应的动态市盈率分别为 12.83 倍、9.56 倍、7.34 倍。公司为国内有机废弃物资源化龙头企业，具备技术工艺优势，充裕在手订单保障后续业绩成长，看好未来渗滤液及餐厨垃圾市场释放公司的增量空间。未来六个月内，维持“谨慎增持”评级。

■ 风险提示

市场竞争加剧导致毛利率下降风险；融资改善不达预期风险；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	2,731	3,563	4,594	5,697
年增长率	32.24%	30.49%	28.93%	24.01%
归属于母公司的净利润	317	425	570	742
年增长率	36.30%	34.11%	34.22%	30.14%
每股收益 (元)	0.40	0.54	0.73	0.95
PER (X)	17.20	12.83	9.56	7.34

注：有关指标按当年股本摊薄，股价截止 5 月 8 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	819	1,425	1,838	2,279	营业收入	2,731	3,563	4,594	5,697
存货	1,609	2,116	2,611	3,276	营业成本	1,898	2,465	3,171	3,922
应收账款及票据	1,561	1,959	2,575	2,870	营业税金及附加	18	24	31	38
其他	365	385	460	494	营业费用	115	151	207	246
流动资产合计	4,354	5,885	7,484	8,920	管理费用	167	249	301	386
长期股权投资	170	170	170	170	财务费用	50	66	90	93
固定资产	658	834	916	994	资产减值损失	(24)	0	0	0
在建工程	423	516	573	603	投资收益	(1)	0	0	0
无形资产	1,412	1,563	1,592	1,603	公允价值变动损益	0	0	0	0
其他	1,088	1,072	1,085	1,079	营业利润	460	510	685	891
非流动资产合计	3,750	4,156	4,335	4,449	营业外收支净额	3	3	3	3
资产总计	8,105	10,041	11,819	13,369	利润总额	369	512	688	894
短期借款	585	1,563	1,971	2,101	所得税	47	66	88	115
应付账款及票据	1,598	1,944	2,574	3,063	净利润	321	446	599	779
其他	1,105	1,253	1,381	1,520	少数股东损益	5	22	29	37
流动负债合计	3,288	4,759	5,926	6,683	归属母公司股东净利润	317	425	570	742
长期借款和应付债券	585	585	585	585	财务比率分析				
其他	222	244	257	269	指标	2019A	2020E	2021E	2022E
非流动负债合计	808	830	842	855	总收入增长率	32.24%	30.49%	28.93%	24.01%
负债合计	4,095	5,589	6,768	7,538	EBITDA 增长率	43.00%	0.16%	30.22%	24.31%
少数股东权益	112	134	163	200	EBIT 增长率	33.13%	12.91%	34.62%	27.05%
股东权益合计	4,009	4,452	5,051	5,830	净利润增长率	36.30%	34.11%	34.22%	30.14%
负债和股东权益总计	8,105	10,041	11,819	13,369	毛利率	30.51%	30.83%	30.97%	31.15%
现金流量表 (单位: 百万元)					EBITDA/总收入	25.98%	19.94%	20.14%	20.19%
指标	2019A	2020E	2021E	2022E	EBIT/总收入	18.67%	16.15%	16.87%	17.28%
净利润	321	425	570	742	净利润率	11.60%	11.92%	12.41%	13.02%
折旧和摊销	201	135	150	165	资产负债率	50.53%	55.66%	57.26%	56.39%
营运资本变动	(372)	(427)	(444)	(379)	流动比率	1.32	1.24	1.26	1.33
经营活动现金流	195	220	395	659	速动比率	0.84	0.79	0.82	0.84
资本支出	(117)	(556)	(317)	(285)	总资产回报率 (ROA)	3.96%	4.45%	5.07%	5.83%
投资收益	(1)	0	0	0	净资产收益率 (ROE)	8.13%	9.84%	11.66%	13.18%
投资活动现金流	(531)	(545)	(327)	(282)	EV/营业收入	2.27	1.88	1.47	1.14
股权融资	(30)	(0)	0	0	EV/EBITDA	8.76	9.45	7.29	5.66
负债变化	(335)	0	0	0	PE	17.20	12.83	9.56	7.34
股息支出	0	0	0	0	PB	1.40	1.26	1.11	0.97
融资活动现金流	169	932	344	64					
净现金流	(166)	606	412	441					

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 $\pm 10\%$ 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。