



固废业务高增长，期待下半年项目投产带来业绩释放

分析师：熊雪珍

Tel: 021-53686180

E-mail: xiongexuezheng@shzq.com

SAC 证书编号: S0870519080002

基本数据 (2020.8.21)

报告日股价 (元)	28.54
12mth A 股价格区间 (元)	16.48/29.40
总股本 (百万股)	766.26
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	218.69
每股净资产 (元)	8.94
PBR (X)	3.19

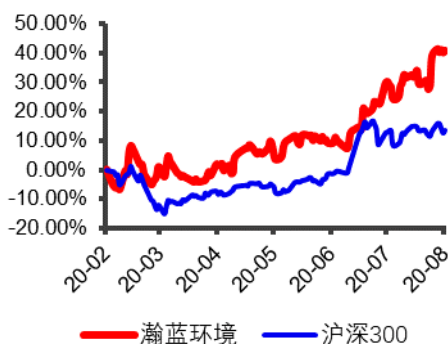
主要股东 (2020H1)

佛山市南海供水集团有限公司	17.98%
广东南海控股投资有限公司	12.77%

收入结构 (2020H1)

固废处理业务	53.56%
燃气业务	26.44%
供水业务	20.00%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



公司动态事项

公司发布2020年半年报，上半年公司实现营业收入31.36亿元，同比增长 17.43%；实现归母净利润4.61亿元，同比增长0.02%，扣非归母净利润4.51亿元，同比增长0.86%；经营活动产生的净现金流为5.52亿元，同比增长33.62%。

事项点评

公司二季度业绩快速增长，上半年实现增速转正

公司上半年实现营业收入同比增长 17.43%，扣非归母净利润同比增长 0.86%，其中扣非净利润增幅少于营业收入增幅，主要是部分固废项目陆续完工投产，投产初期叠加疫情影响使得产能利用不足，但项目固定成本费用投入较大，同时能源业务受疫情及政策影响，盈利水平下降。公司一季度受新冠疫情影响，扣非归母净利润下滑 28.56%，随着疫情得到控制及复工复产的推进，公司固废处理项目产能利用率明显回升，南海区工业用户用水用气量基本恢复正常，公司在建工程已全部复工，二季度单季实现营收 17.25 亿元，同比增长 21.75%，实现归母净利润 3.25 亿元，同比增长 16.98%，二季度实现了快速增长。

分业务来看，公司上半年固废业务实现高增长，公司能源业务收入 8.16 亿元，同比下降 12.09%，主要是受疫情影响，工程安装收入减少等因素所致；供水业务收入 4.01 亿元，同比下降 4.84%，主要是供水工程安装收入减少所致；排水业务收入 1.95 亿元，同比增长 36.96%，主要考虑大部分污水处理厂陆续按提标改造后新价格结算收入增加所致。

费用端公司财务费用同比增长 43.97%，主要考虑公司整体融资规模扩大，部分固废项目相继转固，相关利息从资本化转入费用化，公司 2020H1 期间费用率为 12.22%，同比略增 1.08pct，基本保持平稳，整体来看公司费用管控较好。

现金流方面，公司上半年实现的经营净现金流为 5.52 亿元，同比增长 33.62%，主要考虑收入增加及去年同期一次性支付原桂城水厂拆迁补偿所得税，经营性现金流与公司净利润匹配，状况良好。

坚定执行“大固废”战略，在建项目投产有望密集投产

上半年公司固废板块实现营收 16.66 亿元，同比增长 51.71%，已结算电量 8.6 亿千瓦时，同比增长 18.22%，主要受益于多个固废项目在报告期内投产以及新增合并深圳国源股权。公司 2020H1 生活垃圾焚烧处理已投产规模为 15,900 吨/日，在建固废处理工程建设项目已于 2 季度全部复工。在建项目中，生活垃圾焚烧发电项目规模共 1.32 万吨/日，其中有 8050 吨/日产能预计在四季度之前投产；工业危废在建项目共 12.5 万吨/年，2020 年底前预计投产；在建农业有机垃圾处理项目 480 吨/日，其中 280 吨/日的产能有望在三季度投产。2020 年底前公司有望迎来一批在建项目的密集投产，公司业绩有望实现快速增长。

投资建议

未来六个月内，“谨慎增持”评级。

预测 2020-2022 年公司实现归属母公司的净利润分别为 10.45 亿元、13.10 亿元、15.80 亿元，同比增长分别为 14.46%、25.40%、20.61%；EPS 分别为 1.36 元、1.71 元和 2.06 元，对应的动态市盈率分别为 20.94 倍、16.70 倍、13.84 倍。公司固废处理规模稳健增长，“大固废”战略高效执行，业务拓展顺利，在手订单充足，在建项目有序推进且有望在年底前密集投产，业绩释放空间较大。叠加公司 5 月引进职业经理人制度改革落地，初步建立了更市场化的激励约束机制，公司治理有望进一步优化，首次给予公司“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	6,160	7,160	8,222	9,156
年增长率	27.05%	16.23%	14.83%	11.36%
归属于母公司的净利润	913	1,045	1,310	1,580
年增长率	4.24%	14.46%	25.40%	20.61%
每股收益 (元)	1.19	1.36	1.71	2.06
PER (X)	23.96	20.94	16.70	13.84

注：有关指标按当年股本摊薄，股价截止 8 月 21 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)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	993	1,154	1,325	1,476
存货	355	267	405	360
应收账款及票据	1,013	846	1,353	1,169
其他	905	859	998	948
流动资产合计	3,265	3,126	4,082	3,953
长期股权投资	442	442	442	442
固定资产	4,589	4,834	5,065	5,278
在建工程	4,238	4,520	4,704	4,870
无形资产	7,589	7,209	6,830	6,450
其他	948	765	799	818
非流动资产合计	17,805	17,771	17,840	17,859
资产总计	21,071	20,897	21,922	21,812
短期借款	1,272	1,563	1,706	1,295
应付账款及票据	2,966	2,515	3,731	3,233
其他	2,458	2,786	2,825	3,055
流动负债合计	6,696	6,864	8,263	7,583
长期借款和应付债券	5,526	3,983	2,162	1,005
其他	1,718	1,890	1,985	2,084
非流动负债合计	7,244	5,873	4,147	3,089
负债合计	13,940	12,737	12,409	10,671
少数股东权益	573	609	652	701
股东权益合计	7,131	8,160	9,512	11,141
负债和股东权益总计	21,071	20,897	21,922	21,812

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	904	1,045	1,310	1,580
折旧和摊销	744	636	671	707
营运资本变动	116	489	485	42
经营活动现金流	1,324	2,433	2,699	2,468
资本支出	(522)	(785)	(707)	(707)
投资收益	56	56	0	0
投资活动现金流	(3,955)	(729)	(707)	(707)
股权融资	0	0	0	0
负债变化	994	(1,543)	(1,821)	(1,157)
股息支出	(6)	0	0	0
融资活动现金流	2,393	(1,543)	(1,821)	(1,611)
净现金流	(237)	161	171	151

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,160	7,160	8,222	9,156
营业成本	4,435	5,053	5,753	6,369
营业税金及附加	42	49	56	62
营业费用	74	85	99	110
管理费用	374	447	492	558
财务费用	224	283	190	90
资产减值损失	(20)	0	0	0
投资收益	56	56	0	0
公允价值变动损益	(1)	0	0	0
营业利润	1,184	1,221	1,542	1,866
营业外收支净额	50	50	50	50
利润总额	1,116	1,271	1,592	1,916
所得税	212	191	239	287
净利润	904	1,080	1,353	1,628
少数股东损益	(9)	36	43	49
归属母公司股东净利润	913	1,045	1,310	1,580

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
总收入增长率	27.05%	16.23%	14.83%	11.36%
EBITDA 增长率	8.06%	0.67%	12.27%	10.85%
EBIT 增长率	3.21%	6.81%	15.15%	12.97%
净利润增长率	4.24%	14.46%	25.40%	20.60%
毛利率	28.01%	29.43%	30.03%	30.44%
EBITDA/总收入	34.51%	29.89%	29.23%	29.09%
EBIT/总收入	22.86%	21.01%	21.06%	21.37%
净利率	14.81%	14.59%	15.93%	17.25%
资产负债率	66.16%	60.95%	56.61%	48.92%
流动比率	0.49	0.46	0.49	0.52
速动比率	0.43	0.42	0.44	0.47
总资产回报率 (ROA)	4.29%	5.17%	6.17%	7.47%
净资产收益率 (ROE)	13.92%	13.83%	14.78%	15.13%
EV/营业收入	3.27	3.83	3.12	2.62
EV/EBITDA	9.48	12.82	10.67	9.01
PE	23.96	20.94	16.70	13.84
PB	3.33	2.90	2.47	2.09

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。