

德林海（688069）：蓝藻治理尖兵，进军水质提升蓝海市场

2020年08月24日

推荐/首次

德林海

公司报告

公司无有息负债，商业模式轻资产，在环保行业尤为稀缺。德林海以湖库蓝藻水华灾害的应急处置、预防和控制为主业，是国内外唯一一家成功在“三大湖”（太湖、巢湖、滇池）进行大规模、工厂化蓝藻应急处置与防控的企业。公司基于近10年蓝藻水华灾害应急处置实践经验，率先提出“打捞上岸、藻水分离”的蓝藻水华灾害应急处置技术路线，和“加压灭活、原位控藻”的蓝藻水华预防、控制技术路线，在蓝藻治理细分领域占据龙头地位。

公司依托技术优势与多年项目实践积累，已在行业树立起品牌声誉。公司现已在全国范围内受各地政府部门委托为22座藻水分离站提供岸上站点藻水分离系统集成，三大湖的藻水分离站项目70%以上由公司实施，相比同行业其他企业仅在区域湖库建有少数站点，公司已在国内蓝藻灾情较为严重的大型湖库治理中发挥主力军作用，市场占有率高，通过这些标杆项目的成功实施，在业内取得了较高的知名度与良好的市场声誉。公司有较多项目通过单一来源采购程序获得，也说明了公司的技术具有独特性和排他性。

切入水体富营养化治理与水质提升蓝海，迎千亿市场空间。根据“老三湖”（太湖、巢湖、滇池）、“新三湖”（白洋淀、洱海、丹江口）的“十三五”治理规划，我国十三五期间仅围绕六大湖的富营养化治理的行业规模达到了1763亿元。而蓝藻治理只是富营养化治理得一个小模块。公司于去年获得星云湖项目，表明公司正往湖库富营养化治理综合服务商的方向升级。

盈利预测：德林海为蓝藻治理细分领域的绝对龙头，登录科创板之后公司的品牌效应有望进一步增强，有利于其业务拓展的提速，同时公司正从蓝藻治理细分切入湖泊整体富营养化治理与水质提升蓝海市场，未来成长可期。预测公司20-22年营业收入为4.08/5.56/7.29亿元，净利润为1.39/1.93/2.53亿元，净利润增速为38.55%/38.45%/31.26%，考虑配股摊薄的EPS为2.34/3.24/4.25元，对应PE为50X/36X/28X，考虑到其稀缺性和次新股溢价，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

风险提示：行业竞争加剧；订单不及预期。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	207.58	296.88	407.56	556.39	728.82
增长率（%）	74.98%	43.02%	37.28%	36.52%	30.99%
归母净利润（百万元）	80.24	100.42	139.14	192.64	252.85
增长率（%）	162.87%	25.16%	38.55%	38.45%	31.26%
净资产收益率（%）	34.34%	31.98%	10.05%	13.18%	16.18%
每股收益（元）	1.89	2.25	2.34	3.24	4.25
PE	62.43	52.44	50.44	36.43	27.75
PB	22.52	16.76	11.89	11.26	10.53

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

无锡德林海环保科技有限公司是集关键技术开发、解决方案、系统设计、整装集成、运行维护、监测预警于一体的蓝藻治理综合服务商。

未来3-6个月重大事项提示：

8月29日 中报预计披露

交易数据

52周股价区间（元）	140.87-84.11
总市值（亿元）	76
流通市值（亿元）	17
总股本/流通A股（万股）	5947/1364
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	19.16

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：洪一

0755-82832082

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110001

研究助理：沈一凡

010-66554020

shenyf@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480118080040

目 录

1. 小而美的蓝藻治理综合服务商	3
2. 河湖水体富营养化治理与水质提升势在必行	5
3. 蓝藻治理龙头尖兵，进军水质提升蓝海市场	10
4. 盈利预测与估值分析	12
5. 风险提示	13

表格目录

表 1：“十五”前三大湖保护与综合治理	7
表 2：“十三五”六大湖富营养化治理投资额	9
表 3：蓝藻治理技术路线比较	11
表 4：德林海高效可调式涡井取藻技术的优势	11
表 5：三大湖藻水分离站建造数量比较	11
表 6：《星云湖原位控藻及水质提升设备采购及运行项目合同》	12
表 7：德林海盈利预测与估值	12

插图目录

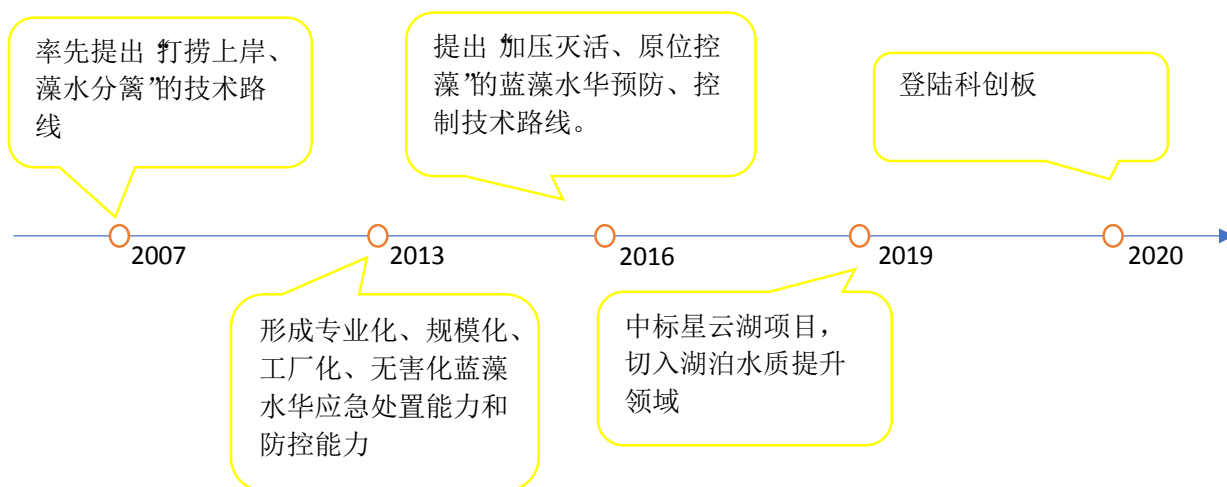
图 1：德林海历史发展进程	3
图 2：德林海股权结构	4
图 3：德林海 16-19 年营收与净利润	4
图 4：2019 年业务板块收入构成	4
图 5：德林海 16 年-19 年 ROE 变化	5
图 6：德林海各业务板块毛利率对比（单位：%）	5
图 7：重要湖泊富营养状况比较（2018）	5
图 8：重要水库富营养状况比较（2018）	6
图 9：湖泊富营养化的起因	6
图 10：湖泊绿色流域建设内容	8
图 11：星云湖水环境保护与水污染防治总体规划方案	9
图 12：德林海蓝藻治理技术路线	10

1. 小而美的蓝藻治理综合服务商

德林海以湖库蓝藻水华灾害的应急处置、预防和控制为主业，是国内外唯一一家成功在“三大湖”（太湖、巢湖、滇池）进行大规模、工厂化蓝藻应急处置与防控的企业。

2006 年我司开始在滇池进行蓝藻治理的技术研究和探索实践，2007 年太湖“水危机”事件暴发后，公司应邀到无锡从事蓝藻治理，率先提出“打捞上岸、藻水分离”的蓝藻水华灾害应急处置技术路线，成功解决了太湖蓝藻大面积暴发所带来的一系列难题。基于近 10 年蓝藻水华灾害应急处置实践经验，公司于 2016 年提出“加压灭活、原位控藻”的蓝藻水华预防、控制技术路线，在国内占据主导地位，基于上述两条技术路线，公司成为集关键技术开发、解决方案、系统设计、整装集成、运行维护、监测预警于一体的蓝藻治理综合服务商。

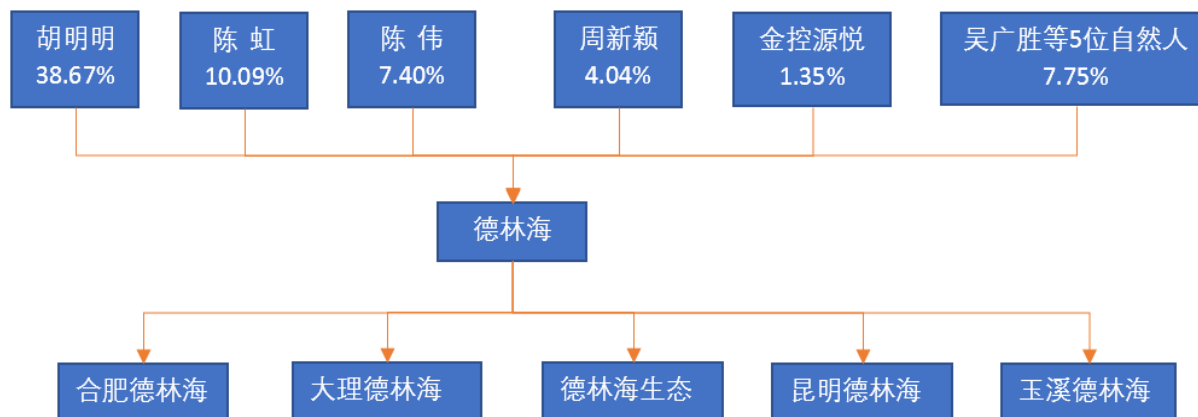
图 1：德林海历史发展进程



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

公司实际控制人为胡明明，持有公司 38.67% 的股份。董事长胡明明在蓝藻治理行业深耕多年，作为主要发明人参与设计、研发了“一体化二级强化气浮分离浓藻浆的方法”、“一种蓝藻囊团破壁方法”等 5 项发明专利；主持多项国家重大科技专项子课题。公司管理团队多人是医师出身，将透析的理念应用于蓝藻治理，所谓的透析就是通过深井加压使蓝藻失去活性，防止再繁殖，其囊团破裂后也能更好的实现藻水分离，经过净化后的水再通过铺设的软管回流到湖中。

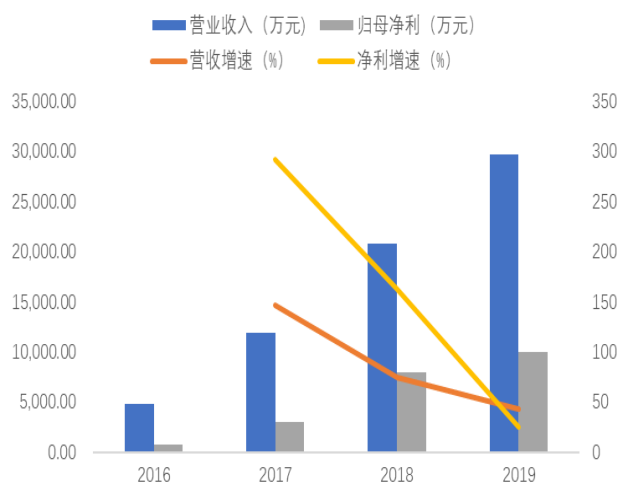
图 2：德林海股权结构



资料来源：wind，东兴证券研究所

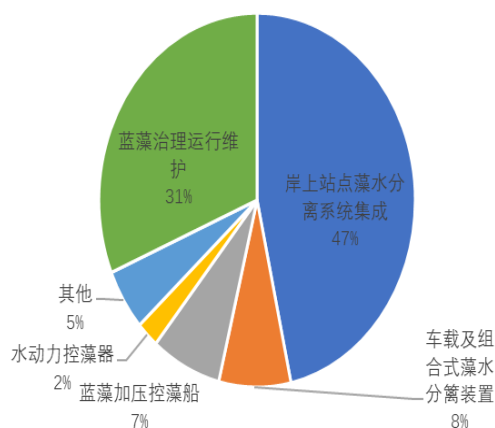
公司无有息负债，轻资产商业模式，在环保行业尤为稀缺。公司主业盈利能力强，19年摊薄 ROE 达到 31.98%，综合毛利率为 51.52%，蓝藻治理装备及运维业务的毛利率分别为 50.92%、53.31%。同时，公司营收构成中蓝藻治理技术装备集成业务占比为 67.86%，该业务垫资压力较小，客气会根据合同进度分期付款。通常情况下，合同约定预收款比例为 10%至 30%；设备试运行或正式完成验收后收取至合同总价的 75%至 90%；余下 10%至 25%作为质量保证金与尾款。轻资产的模式也使得资产负债率水平较低，2019 年仅为 29.72%。

图 3：德林海 16-19 年营收与净利润

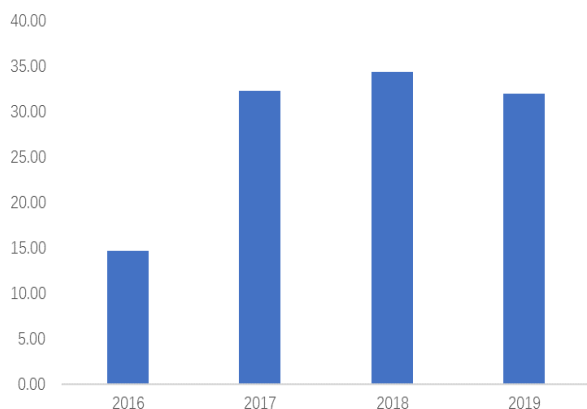


资料来源：wind，东兴证券研究所

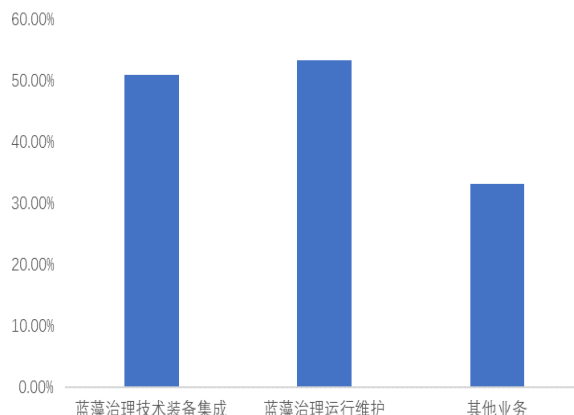
图 4：2019 年业务板块收入构成



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 5：德林海 16 年-19 年 ROE 变化


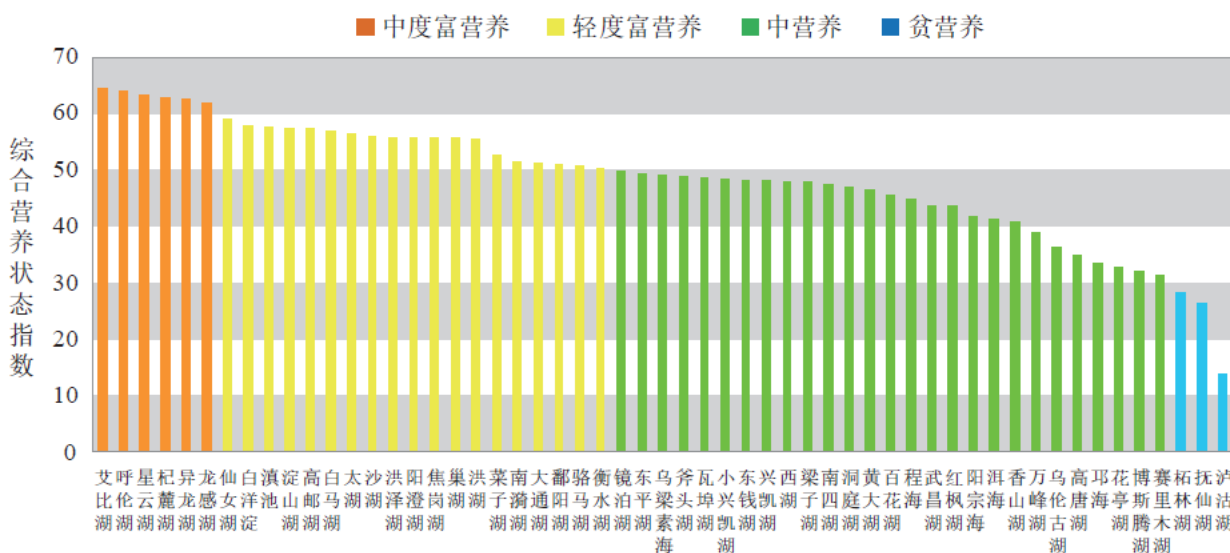
资料来源：wind，东兴证券研究所

图 6：德林海各业务板块毛利率对比（单位：%）


资料来源：wind，东兴证券研究所

2. 河湖水体富营养化治理与水质提升势在必行

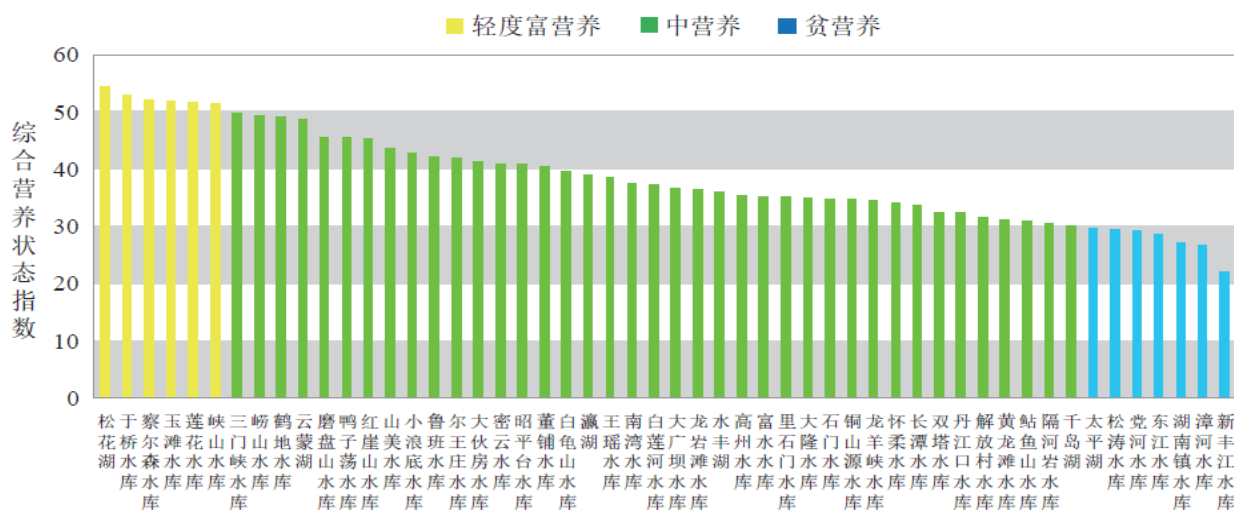
治理水体富营养化已成为我国湖泊环境治理和保护的最突出问题之一。《2018 年中国水资源公报》对全国 124 个湖泊共计 3.3 万平方公里的水面进行了水质评价。全年总体水质为Ⅰ～Ⅲ类的湖泊有 31 个，Ⅳ～Ⅴ类湖泊 73 个，劣Ⅴ类湖泊 20 个，分别占评价湖泊总数的 25.0%、58.9%和 16.1%。主要污染项目是总磷、化学需氧量和高锰酸盐指数。121 个湖泊营养状况评价结果显示，中营养湖泊占 26.5%；富营养湖泊占 73.5%。

图 7：重要湖泊富营养状况比较（2018）


资料来源：《中国生态环境状况公报》，东兴证券研究所

水库也遭受了不同程度的水污染，全国 1129 座水库，全年总体水质为 I~III 类的水库合计 986 座，IV~V 类水库 114 座，劣 V 类水库 29 座，分别占评价水库总数的 87.3%、10.1% 和 2.6%。主要污染项目是总磷、高锰酸盐指数和五日生化需氧量等。1097 座水库营养状况评价结果显示，贫营养水库占 0.3%，中营养水库占 69.6%，富营养水库占 30.4%。富营养比例较去年上升 3.1%。

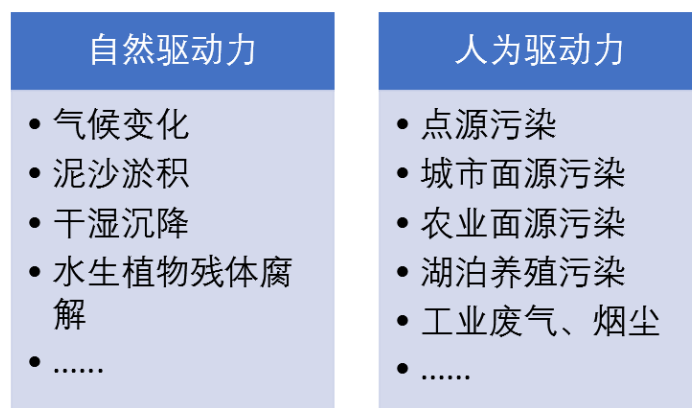
图 8：重要水库富营养状况比较（2018）



资料来源：《中国生态环境状况公报》，东兴证券研究所

湖泊富营养化的内涵可以从富营养化的起因、效应及过程来理解。从起因上，湖泊富营养化是因为人类活动及自然过程影响的结果，水体接纳了过多的营养物质，特别是氮和磷。从湖泊效应上看，湖泊的富营养化会使整个湖泊生态系统发生复杂的变化，水体中藻类或水生植物的过度繁殖，水体有机物含量增加，透明度下降，下层滞水带溶解氧降低、生物多样性下降，外来物种入侵。更有甚者，大量藻类的一厂繁殖会产生异味和毒素，导致底层水生生物大面积死亡，生态系统严重退化。在过程上，湖泊的自然富营养化是个漫长的过程，是湖泊老化、初级生产力增加的过程，一般需要数千年时间，为人类活动则大大加剧了这一过程。

图 9：湖泊富营养化的起因



资料来源：《中国生态环境状况公报》，东兴证券研究所

我国的湖泊富营养化控制里程可分为三个阶段。第一阶段是 20 世纪 80 年代以前，属于湖泊的开发利用与管理阶段。此时，在长江中下游的湖泊中，除一些城市湖泊外，湖泊水质普遍较好，太湖、滇池处于贫营养至中营养状态，巢湖也只是阶段性的富营养化及水华，水质污染并不十分严重，没有引起人们的普遍关注。

第二阶段是 80 年代到 90 年代，属于湖泊的保护和综合治理阶段。这一阶段各大湖流域污染物排放量持续增加，水华频繁爆发，我国全面开展了富营养化湖泊的研究和治理工作。这一阶段前期，我国是吸收了国外湖泊治理的思路与经验，主要遵循“控源+流域管理”理念来进行湖泊富营养化治理，即以污染源控制为主，主要包括工业点源、城市生活源和农业面源等的控制。例如，1988 年，“零点行动”太湖流域 70%-80% 的工业污染得到了控制；巢湖七五、八五期间“一控双达标”，关闭“十五小”等措施；滇池采取关停并转等措施，对领域的 253 家重点企业实现达标排放监督治理。在污染源控制的同时，还突出从流域出发，加强管理的思路，主要包括湖泊专门管理机构的成立，制定湖泊保护法规与条例等。

表 1：“十五”前三大湖保护与综合治理

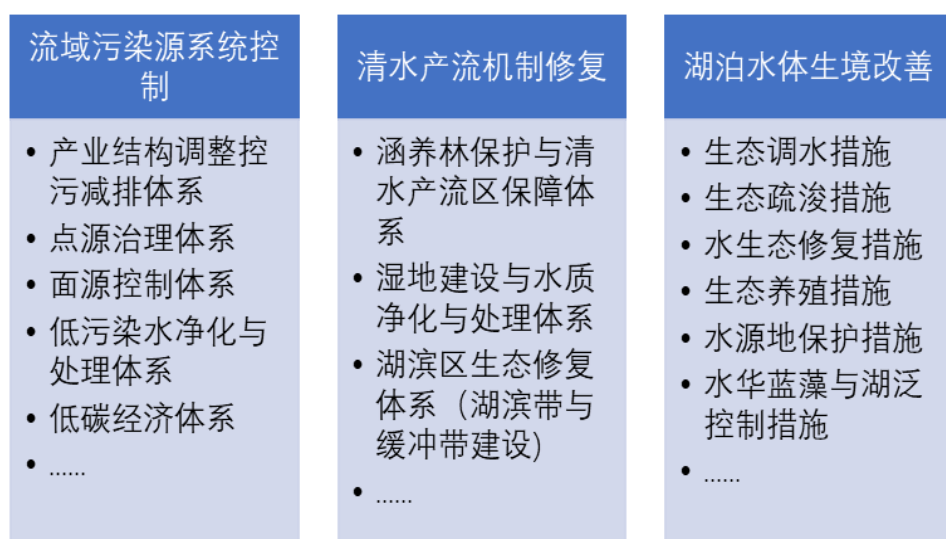
湖泊	治理阶段	规划与条例	主要手段及措施
太湖	“六五”到“七五”	太湖流域综合治理规划报告，1980	1998 年，“零点行动”流域内 70%-80% 的工业污水得到了控制；2000 年底完成了 29 个城镇污水处理项目，建成处理能力 118.7 万立方米/天。“十五”期间，江苏省投入 80 多亿元，建设了 9 大类共 176 项水环境综合整治工程，陆续开展了生态修复和农业面源治理。
		太湖流域综合治理骨干工程可行性研究报告，1985	
		太湖流域综合治理总体规划方案，1987	
	“八五”到“九五”	《太湖水污染防治“九五”计划及 2010 年规划》，1997	
巢湖	“七五”到“八五”	政府发动“零点行动”	“一控双达标”，关闭“十五小”等措施；计划投资近 49 亿元，建设水污染防治项目 49 个，对巢湖实行水质目标管理，重视前端控制和清洁生产，并加强了农业面源治理。
		太湖水污染防治“十五”计划	
		《巢湖水源保护条例》，1987	
	“九五”到“十五”	巢湖水源保护办公室，1988	
滇池	“七五”到“八五”	《关于加强我省淮河、巢湖流域水污染防治工作的决定》，1994	采取“关、停、并、转”等措施，全面开展了城市污染源控制，严控工业污染源，并开展面源污染防治、建设生态修复示范工程等项目。
		巢湖流域水污染防治“十五”计划实施意见，2003	
		《滇池保护条例》	
	“九五”到“十五”	滇池保护委员会及办公室	
滇池	“九五”到“十五”	《滇池流域水污染防治“九五”计划及 2010 年规划》，1998	

资料来源：《湖泊富营养化控制》、东兴证券研究所

这一阶段后期，随着对湖泊认识和研究工作的不断深入，人们认识到湖泊是一个有生命的水体，仅仅控源无法做到对富营养化的控制，只有修复湖泊良性生态系统，才能发挥湖泊生态系统巨大的自我调节能力。湖泊富营养化才能得到真正控制。于是提出了“污染源控制+生态修复+流域管理”的思路，并在此基础上，把湖泊流域划分为三个类型的生态带，包括侵蚀区、湖滨带以及湖泊浅水区。要求在进行污染源治理的同时，必须对流域的三区进行生态系统的修复和重建。此后，三大湖的治理方案均采用了此理论作为主导技术路线。

第三阶段是 2000 年以后，属于主动防治阶段。虽然经过 20 多年的治理，中国湖泊富营养化防治取得了一定的成绩，但是全国湖泊富营养化的而总体形势并未得到根本扭转，湖泊水质和富营养化现象时有反复，且总体上呈现出了恶化的趋势。与发达国家相比，我们对富营养化的预测、预报、监控、预警机制不足，管理手段上也缺乏基于不同分区营养物基准的湖泊富营养化控制标准和分级体系。未来亟需在“绿色流域建设+水产产流机制修复+湖泊水体生态环境改善”为主的思路下，构建湖泊流域“分区、分级、分类、分期”的管理体制和分类指导机制。

图 10：湖泊绿色流域建设内容

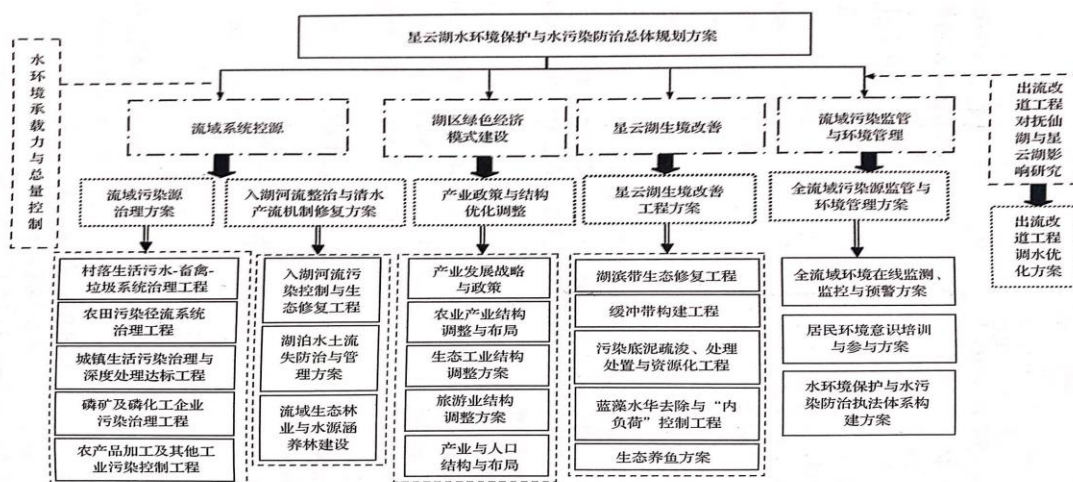


资料来源：《湖泊富营养化控制理论、方法与实践》，东兴证券研究所

一个完善的湖泊污染综合防治方案应该包括五大类工程。

- ◆ 第一类是流域污染源治理与系统控源方案，即通过工程措施和非工程措施，有效减少流域内村镇、农田、养殖场、工业，尤其是磷矿磷化工的污染物排放量和入湖量。
- ◆ 第二类是入湖河流整治与清水产流机制修复方案，即在外源污染控制的基础上，通过水土流失防治、森林生态修复以及入湖河流全程污染控制与水质改善，达到流域水源涵养、水土流失控制与流域低污染水净化的目的，最终实现流域地表径流清水入湖。
- ◆ 第三类是湖泊水体生境改善工程方案，主要包括湖滨带基底改善与生态修复方案、湖滨缓冲带生态构建工程方案、生态养鱼方案、污染底泥疏挖与处置利用工程方案以及蓝藻水华去除与“内负荷”控制工程方案。
- ◆ 第四类是产业结构调整减排方案，通过流域社会经济模式优化和流域产业结构优化及调整，减少整个流域的污染物排放量。
- ◆ 第五类是全流域污染源监管与环境管理方案，包括全流域环境在线监测、监控与预警方案，水环境保护与水污染防治执法体系构建方案等内容。

图 11：星云湖水环境保护与污染防治总体规划方案



资料来源：《湖泊富营养化控制理论、方法与实践》，东兴证券研究所

其中，德林海公司目前的主业属于第三大类，工程湖泊水体生境改善工程方案其中的一小块，藻类水华去除与爆发应急。目前蓝藻收获技术主要设备为收藻船，美国采用的工艺为：水面吸藻器吸藻—真空过滤浓缩器—藻浆—船上藻浆冷藏储罐—运送至工厂加工（资源化利用）--系列生化产品。日本主要的工艺主要是：水面吸藻器吸藻—絮凝气浮浓缩—藻浆—真空转鼓脱水—藻泥焚烧船焚烧。日本的技术我国也曾想引进，但由于美国与日本技术的缺点是，投入大、效率低、运行成本高，综合考虑后来放弃了引进。目前我国已形成了成熟的除藻工艺：机械收藻船获得船浆—泵送—岸上储浆池—卧螺离心机（或旋振筛）脱水—藻泥—干燥—最终处置（焚烧、填埋或资源化利用）。该技术通过打捞上岸，在岸上进行规模化、工厂化的处置，具有投入少、使用效率高、运行成本低等特点，已在各大湖广泛应用。

水体富营养化治理与水质提升势在必行，迎千亿市场空间。根据“老三湖”（太湖、巢湖、滇池）、“新三湖”（白洋淀、洱海、丹江口）的“十三五”治理规划，我国十三五期间仅围绕六大湖的富营养化治理的行业规模达到了 1763 亿元。而蓝藻治理只是富营养化治理得一个小模块，目前全国建设有藻水分离站的湖泊仍然较少，每个湖泊的投资金额按照公司承接的星云湖项目 5 年总金额 4.2 亿，粗略测算全国 89 个富营养化的重要湖泊，蓝藻治理每年市场空间约 75 亿。目前，各地重要湖泊都有水质提升的压力，水质提升是一个系统工程，从蓝藻治理细分向湖泊整体富营养化治理与水质提升方向延伸，未来市场空间广阔。

表 2：“十三五”六大湖富营养化治理投资额

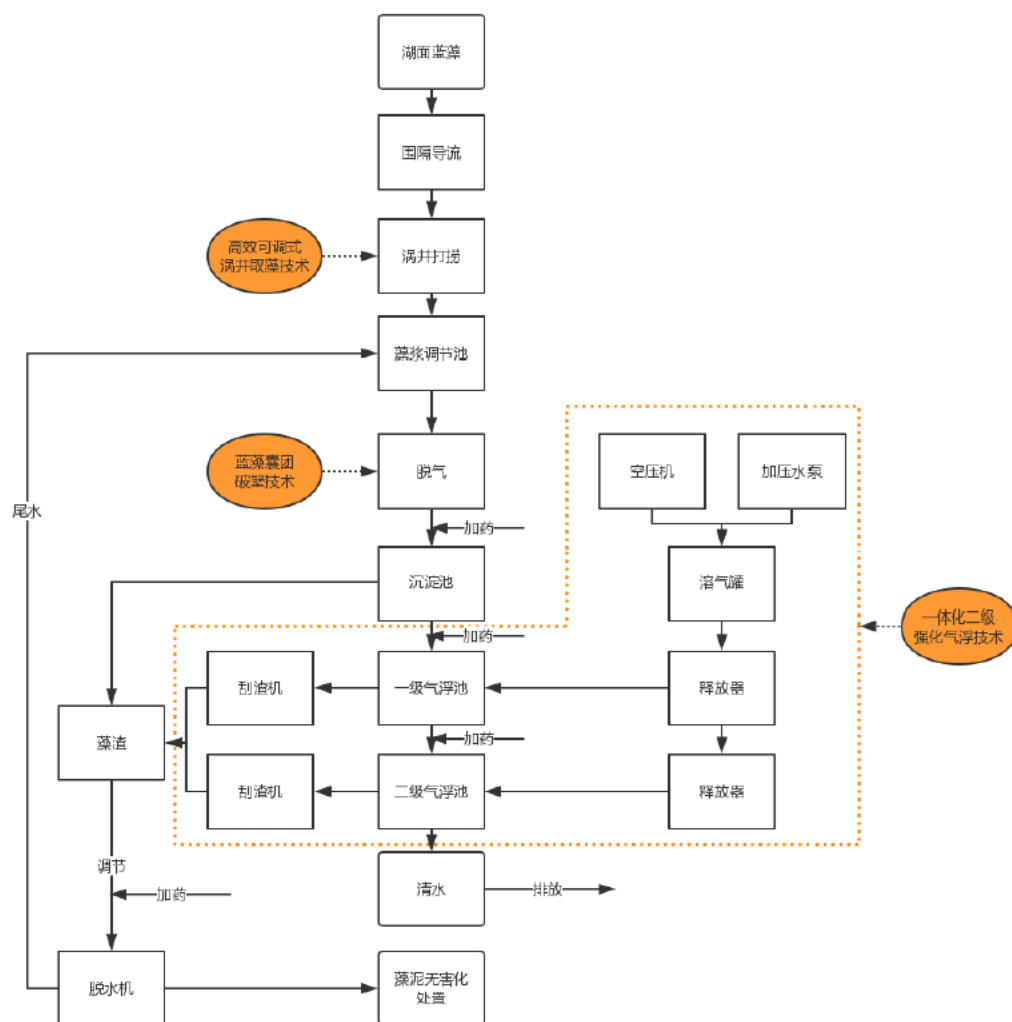
序号	名称	投资（亿元）	规划名称
1	太湖	515	《江苏省“十三五”太湖流域水环境综合治理行动方案》
2	巢湖	502.63	《合肥市“十三五”生态环境建设规划》
3	滇池	192.68	《滇池流域水环境保护治理“十三五”规划》
4	洱海	110.28	《洱海流域水环境保护治理“十三五”规划》
5	丹江口水库	196	《丹江口库区及上游水污染防治和水土保持“十三五”规划》
6	白洋淀	246	《白洋淀环境综合整治与生态修复规划（2015-2020）》
		1762.59	

资料来源：政府网站、东兴证券研究所

3. 蓝藻治理龙头尖兵，进军水质提升蓝海市场

多年实践积累关键技术，技术路线占据国内主导。公司经过多年的实践，公司自主研发出包括一体化二级强化气浮技术、高效可调式涡井取藻技术、蓝藻囊团破壁技术、加压控藻技术等多项核心、关键技术，形成了一整套系统设计及技术装备集成应用技术体系。2007 年发行人提出“打捞上岸、藻水分离”技术路线，打破“磷释放—蓝藻快速繁殖—消耗溶解氧—加速磷释放”蓝藻水华持续暴发与水体沉积物中生物可利用磷不断释放之间的恶性循环，并形成专业化、规模化、工厂化、无害化蓝藻水华灾害应急处置能力。2016 年公司提出“加压灭活、原位控藻”的蓝藻水华预防、控制技术路线，有效地预防和控制蓝藻暴发生长，对于水体治理、资源控制等具有常态性、显著性的效果。上述两条技术路线形成了完整的应急处置与防控结合的蓝藻治理技术路线，已占据国内主导地位。公司有较多项目通过单一来源采购程序获得，也说明了公司的技术具有独特性和排他性。

图 12：德林海蓝藻治理技术路线



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

如公司的一体化二级强化气浮技术，相对磁选分离技术和单级气浮分离技术，可用于浓藻浆的规模化处理，高效去除水体中的蓝藻，使出水中的藻密度相比应用常规单级气浮分离技术处理的含藻水有明显下降，达到更优的出水水质。

表 3：蓝藻治理技术路线比较

对比项目	工程可实施性	处理效果及出水水质	占地面积	运行成本	环境影响
磁选分离技术	适用于低浓度含藻水处理	分离处理效果差，出水中残余蓝藻较多	小	需要添加磁粉，运行费用较高	可能产生二次污染
单级气浮分离技术	可实施，可用于中低浓度含藻水处理	分离处理效果差，出水中残余蓝藻较多	较大	运行费用一般	可资源化利用
一体化二级强化气浮技术	可实施性强，可用于浓藻浆规模化处理	分离处理效果较好，出水基本无蓝藻	较大	运行费用一般	可资源化利用
加压控藻技术	可实施性强，可用于浓藻浆规模化处理	通过高效控制蓝藻水华，降低蓝藻繁殖基数	不占地	运行成本低	不产生藻泥

资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

公司研发的高效可调式涡井取藻技术以“堰坝”原理为基础，利用流水在流经“堰坝”后表层流速增加上力学特点，以及蓝藻暴发时大量集中浮于水面的生物特性，可根据水位变化和蓝藻聚集厚度调节抽吸装置，适应不同水位高度，同时实现高效抽吸水面表层的藻浆，能够实现高效、精准、低成本蓝藻打捞，且打捞的藻浆浓度高，有利于下一步藻浆分离处理的效率提升。

表 4：德林海高效可调式涡井取藻技术的优势

对比项目	人工打捞	泵吸法	高效可调式涡井取藻技术
打捞藻浆浓度	高	低，低于 0.02%	高，约为 0.05%-1%
蓝藻打捞效率	低	低	高
蓝藻打捞效果	无法快速清除湖面蓝藻	无法快速清除湖面蓝藻	能快速清除湖面蓝藻
收集单位蓝藻费用	高	高	低
适应性	可配合浓藻浆分离设备	只能配合富藻水分离设备	可配合浓藻浆分离设备

资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

公司市占率优势显著，目前三大湖的藻水分离站项目 70%以上由公司实施，公司已在蓝藻治理领域树立良好的品牌声誉。公司现已在全国范围内受各地政府部门委托为 22 座藻水分离站提供岸上站点藻水分离系统集成，相比同行业其他企业仅在区域湖库建有少数站点，公司目前已在国内蓝藻灾情较为严重的大型湖库治理中发挥主力军作用，市场占有率高，通过这些标杆项目的成功实施，在业内取得了较高的知名度与良好的市场声誉。

表 5：三大湖藻水分离站建造数量比较

	太湖	巢湖	滇池	洱海	合计数
德林海建站数量	11	4	2	3	20
竞争对手建站数量	5	0	0	3	8

资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

从蓝藻治理细分切入湖泊整体富营养化治理与水质提升蓝海市场，未来成长可期。公司于 2019 年 8 月通过单一

来源采购程序获得《星云湖原位控藻及水质提升设备采购及运行项目合同》，合同主要包含星云湖原位控藻及水质提升设备采购集成及运行两部分，建设工期 120 日历天，运行期为五年，合同累计采购金额为 42,350.00 万元，其中设备采购 17,320.23 万元、运行费 25,029.77 万元。星云湖项目的获取，表明公司蓝藻治理业务已经开始从为太湖、巢湖、滇池、洱海等超大型湖泊提供以应急处置为目的的单个项目提供解决方案以及技术装备，延伸至为中小湖泊以改善水质、解决富营养化为目的的整湖治理提供解决方案以及技术装备，未来公司将加快推进自身由蓝藻治理综合服务商向湖库富营养化治理综合服务商的升级。

表 6：《星云湖原位控藻及水质提升设备采购及运行项目合同》

合同价款	每一阶段支付时间	支付标准	支付金额（万元）	支付金额占比
42350	运行 1.5 年	总磷≤0.2mg/L	10587.5	25%
	运行 2.5 年	总磷≤0.17mg/L	6352.5	15%
	运行 3.5 年	总磷≤0.14mg/L	6352.5	15%
	运行 4.5 年	总磷≤0.10mg/L	6352.5	15%
	运行 5 年	稳定 IV 类	12705	30%

资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

4. 盈利预测与估值分析

德林海为蓝藻治理细分领域的绝对龙头，登录科创板之后公司的品牌效应有望进一步增强，有利于业务拓展的提速，同时公司正从蓝藻治理细分切入湖泊整体富营养化治理与水质提升蓝海市场，未来成长可期。预测公司 20-22 年营业收入为 4.08/5.56/7.29 亿元，净利润为 1.39/1.93/2.53 亿元，净利润增速为 38.55%/38.45%/31.26%，考虑配股摊薄的 EPS 为 2.34/3.24/4.25 元，对应 PE 为 50X/36X/28X，考虑到其稀缺性和次新股溢价，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

表 7：德林海盈利预测与估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	207.58	296.88	407.56	556.39	728.82
增长率（%）	74.98%	43.02%	37.28%	36.52%	30.99%
净利润（百万元）	80.24	100.42	139.14	192.64	252.85
增长率（%）	162.87%	25.16%	38.55%	38.45%	31.26%
净资产收益率（%）	34.34%	31.98%	10.05%	13.18%	16.18%
每股收益（元）	1.89	2.25	2.34	3.24	4.25
PE	62.43	52.44	50.44	36.43	27.75
PB	22.52	16.76	11.89	11.26	10.53

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

5. 风险提示

行业竞争加剧；

订单不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表						单位: 百万元		利润表			单位: 百万元		
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F		
流动资产合计	269	366	1878	2007	2167	营业收入	208	297	408	556	729		
货币资金	87	123	1548	1560	1584	营业成本	89	144	197	269	352		
应收账款	125	195	268	366	479	营业税金及附加	2	3	4	5	6		
其他应收款	8	9	12	16	22	营业费用	1	1	1	2	2		
预付款项	1	2	2	2	2	管理费用	13	20	43	56	73		
存货	23	30	41	55	72	财务费用	0	0	0	0	0		
其他流动资产	24	7	7	7	7	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
非流动资产合计	29	81	117	114	110	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.19	0.73	0.73	0.73	0.73		
固定资产	4.42	5.35	30.67	27.64	24.61	营业利润	94	115	163	226	297		
无形资产	10	10	9	9	8	营业外收入	0.07	3.42	0.00	0.00	0.00		
其他非流动资产	0	36	36	36	36	营业外支出	0.27	0.21	0.21	0.21	0.21		
资产总计	298	447	1995	2121	2277	利润总额	94	118	163	226	296		
流动负债合计	64	133	161	200	245	所得税	14	17	24	33	44		
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	80	100	139	193	253		
应付账款	37	79	107	146	191	少数股东损益	0	0	0	0	0		
预收款项	0	27	27	27	27	归属母公司净利润	80	100	139	193	253		
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	EBITDA	106	125	167	229	300		
非流动负债合计	0	0	450	460	470	EPS (元)	1.89	2.25	2.34	3.24	4.25		
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0								
负债合计	64	133	611	660	715	2018A2019A2020E2021E2022E							
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力							
实收资本 (或股本)	45	45	139	139	139	营业收入增长	74.98%	43.02%	37.28%	36.52%	30.99%		
资本公积	80	80	1000	1000	1000	营业利润增长	156.60	21.29%	42.62%	38.41%	31.23%		
未分配利润	97	169	183	202	227	归属于母公司净利	38.55%	38.45%	38.55%	38.45%	31.26%		
归属母公司股东权益合计	234	314	1385	1462	1563	获利能力							
负债和所有者权益	298	447	1995	2121	2277	净利率 (%)	38.65%	33.83%	34.14%	34.62%	34.69%		
现金流量表						单位: 百万元		总资产净利润 (%)					
						ROE (%)		26.92%	22.47%	6.97%	9.08%	11.10%	
								34.34%	31.98%	13.66%	13.18%	16.18%	
经营活动现金流	24	43	233	127	175	偿债能力							
净利润	80	100	139	193	253	资产负债率 (%)	22%	30%	31%	31%	31%		
折旧摊销	11.41	11.14	0.00	3.03	3.03	流动比率	4.17	2.76	11.69	10.06	8.86		
财务费用	0	0	0	0	0	速动比率	3.82	2.53	11.44	9.78	8.56		
应收帐款减少	0	0	-73	-98	-113	营运能力							
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.82	0.80	0.33	0.27	0.33		
投资活动现金流	-31	13	-39	1	1	应收账款周转率	2	2	2	2	2		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.64	5.12	4.37	4.39	4.32		
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标 (元)							
投资收益	0	1	1	1	1	每股收益 (最新摊	1.89	2.25	2.34	3.24	4.25		
筹资活动现金流	53	-23	1231	-116	-152	每股净现金流 (最新	1.03	0.73	10.22	0.09	0.17		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	5.24	7.04	9.93	10.48	11.20		
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	25	0	95	0	0	P/F	62.43	52.44	50.44	36.43	27.75		
资本公积增加	44	0	920	0	0	P/B	22.52	16.76	11.89	11.26	10.53		
现金净增加额	46	33	1425	12	24	EV/EBITDA	48.91	40.96	89.42	64.93	49.58		

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

洪一

中山大学金融硕士，CPA、CIIA，4 年投资研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

沈一凡

康奈尔大学硕士，纽约大学本科，曾供职于中国能建华东电力设计院，5 年基础设施建设经验，2018 年加盟东兴证券研究所。

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

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴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

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526