



业绩降幅收窄，期待非气业务打开成长新空间

分析师：熊雪珍

Tel: 021-53686180

E-mail: xiongexuezheng@shzq.com

SAC 证书编号: S0870519080002

基本数据 (2020.9.2)

报告日股价 (元)	11.16
12mth A 股价格区间 (元)	8.28/11.79
总股本 (百万股)	1069.05
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	119.31
每股净资产 (元)	5.13
PBR (X)	2.18

主要股东 (2020H1)

龙净实业集团有限公司	18.09%
龙岩市国有资产投资经营有限公司	8.09%

收入结构 (2020H1)

设备、工程建设及其他	94%
运营类业务	6%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



公司动态事项

公司发布2020年中报，2020年上半年公司实现营业收入 36.01 亿元，同比下降 18.85%；实现归母净利润 2.03 亿元，同比下降 26.75%，扣非归母净利润 1.82 亿元，同比下降 25.60%；经营活动净现金流为0.25亿元，加权平均 ROE 同比下降 1.81pct，至 3.52%。

事项点评

业绩下滑幅度收窄，毛利率提升，在手合同额持续增长

公司一季度受到疫情影响，项目现场施工推迟，结算的收入及确认的利润减少，归母净利润同比下降 35.10%，二季度随着复工复产推进，市场活动逐步恢复，单季度实现归母净利润 1.35 亿元，环比增长 98.97%，同比下降 21.69%，降幅有所收窄。二季度实现新增合同 33.6 亿元，环比提升 105%，上半年累计实现新增合同 49.98 亿元，上半年公司在手合同金额为 208.63 亿元，同比增长 7.5%，能够有效支持公司未来的持续发展。

毛利率端，上半年公司整体毛利率同比提升 1.65pct 至 23.20%，主要系随着公司各事业部之间协作水平的不断加深，新增合同的毛利率攀升所致。

财务费用降低，经营性现金流改善明显

公司财务费用同比下降 22.64%，财务费用率下降 0.08pct 至 1.70%，公司基于新冠疫情影响的考虑积极扩大了授信，截止 6 月 30 日公司获得的银行授信额度为 103 亿元，也积极利用当下的利率优惠和其他融资方式对相关贷款进行了有效置换，持续优化融资结构，叠加上半年发行的 20 亿元可转债，公司多措并举有效地降低了公司的财务费用。现金流方面持续改善，公司进一步加强了应收账款的催收和管理工作，提高回款质量，应收票据及账款/营业收入下降 18.51pct 至 28.38%，成效显著，公司上半年经营性现金流量为 0.25 亿元，相较于去年同期实现了大幅度的提升并实现了净流入。

大气业务市场份额稳定，深挖客户发展需求，非气环保业务放量

公司在手合同中电力行业和非电行业占比基本相等，新增合同中非电行业合同占比为 66%，公司大气业务经营良好，市场份额稳定，公司在传统电力行业市场之外仍表现出较强竞争力。

此外，公司非气环保领域拓展顺利，非气环保业务开始放量。公司深挖现有客户发展需求，积极利用公司研发及设备制造能力，逐渐拓展了污泥干化和 VOCs 治理业务，目前在手有效跟踪项目大幅上升，并已经相继取得了包括华能淮阴电厂污泥干化、风华高科废气治理、上海振华 VOCs、欧派清远木门厂 VOCs 治理等项目，上半年公司污泥干化与 VOCs 治理业务合同额已经近 1 亿元，发展空间可期。土壤生态板块公司中标了有色金属加工厂场地修复及矿山修复项目，实现了污染场地修复领域的重大突破。公司全面拓展固废危废处置，目前在手（在建+运营）的生活垃圾焚烧发电设计产能为 4100t/d，固废危废处置中心产能 12 万 t/d。非气环保业务形成公司业绩新增量，期待后续非气环保板块持续发展。

收入结构开始改善，运营类收入占比提升

公司在过去几年一直致力于运营类业务的投入和发展，随着公司相关垃圾焚烧发电和水处理业务的开始运转，2020 年上半年公司的运营类业务实现销售收入 1.5 亿元，同比提升近 300%，占公司业务收入的比重已经超过 6%。同时运营类业务收入的毛利率较高，其占公司业务利润的比重目前已经超过 9%。未来随着相关项目的持续推进，公司运营类业务的收入和利润的比重还将持续提升。

现金方式分期收购台州德长 100%股权，布局危废

公司现金分期收购危废处理公司台州德长，收购作价 5.61 亿元，分两期完成，第一期收购股权比例为 95%，第二期收购股份比例为 5%，于第一期收购股份交割满一年后实施。标的公司是台州市目前唯一一家集高温焚烧、安全填埋为一体并已成熟运营的综合危险废弃物处置中心，也是浙江省重点工程和全国综合性危险废物处置中心之一。目前其危废处置产能为 9 万吨/年，其中已投运项目的合计焚烧处置能力约 6 万吨/年，填埋场年处置能力 1.8 万吨。公司收购优质危废处理标的，高效布局危废板块，加速固废危废处置业务拓展。

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 9.15 亿元、10.78 亿元、11.72 亿元，同比增长分别为 7.52%、17.85%、8.66%；EPS 分别为 0.86 元、1.01 元、1.10 元，对应的动态市盈率分别为 13.04 倍、11.06 倍、10.18 倍。看好公司技术优势续航大气治理业务成长，非气环保业务形成公司业绩新增量，期待后续非气环保板块持续发展。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；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	10,935	11,307	12,563	14,019
年增长率	16.30%	3.40%	11.11%	11.59%
归属于母公司的净利润	851	915	1,078	1,172
年增长率	6.22%	7.52%	17.85%	8.66%
每股收益 (元)	0.80	0.86	1.01	1.10
PER (X)	14.02	13.04	11.06	10.18

注：有关指标按当年股本摊薄，股价截止 9 月 2 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	2,720	2,812	3,125	3,487	营业收入	10,935	11,307	12,563	14,019
存货	7,807	7,848	9,508	9,937	营业成本	8,503	8,779	9,733	10,905
应收账款及票据	4,022	4,617	5,248	6,066	营业税金及附加	85	90	94	108
其他	2,463	1,870	1,652	2,122	营业费用	270	277	305	322
流动资产合计	17,012	17,147	19,532	21,612	管理费用	577	594	653	729
长期股权投资	111	111	111	111	财务费用	139	98	111	158
固定资产	929	964	968	968	资产减值损失	(71)	0	0	0
在建工程	542	939	1,270	1,604	投资收益	88	0	0	0
无形资产	1,006	1,522	2,054	2,604	公允价值变动损益	0	0	0	0
其他	1,983	1,449	1,799	1,738	营业利润	1,173	1,078	1,271	1,389
非流动资产合计	4,571	4,985	6,203	7,025	营业外收支净额	1	1	1	1
资产总计	21,583	22,132	25,735	28,637	利润总额	1,004	1,079	1,272	1,390
短期借款	2,042	2,313	2,596	4,195	所得税	143	157	185	207
应付账款及票据	4,531	4,089	5,525	5,313	净利润	861	922	1,087	1,183
其他	7,610	7,915	9,298	9,800	少数股东损益	10	7	9	11
流动负债合计	14,183	14,317	17,419	19,308	归属母公司股东净利润	851	915	1,078	1,172
长期借款和应付债券	1,170	1,077	670	670	财务比率分析				
其他	449	247	281	326	指标	2019A	2020E	2021E	2022E
非流动负债合计	1,619	1,324	951	996	总收入增长率	16.30%	3.40%	11.11%	11.59%
负债合计	15,802	15,641	18,371	20,304	EBITDA 增长率	-8.04%	-5.34%	18.96%	13.63%
少数股东权益	72	78	87	98	EBIT 增长率	-9.94%	-10.27%	17.53%	11.89%
股东权益合计	5,781	6,491	7,365	8,333	净利润增长率	6.22%	7.52%	17.85%	8.66%
负债和股东权益总计	21,583	22,132	25,735	28,637	毛利率	22.24%	22.35%	22.52%	22.22%
现金流量表 (单位: 百万元)					EBITDA/总收入	13.12%	12.01%	12.86%	13.09%
指标	2019A	2020E	2021E	2022E	EBIT/总收入	11.98%	10.40%	11.00%	11.03%
净利润	861	915	1,078	1,172	净利润率	7.78%	8.09%	8.58%	8.36%
折旧和摊销	135	182	233	289	资产负债率	73.21%	70.67%	71.38%	70.90%
营运资本变动	(2,793)	44	400	(1,284)	流动比率	1.20	1.20	1.12	1.12
经营活动现金流	17	1,246	1,831	346	速动比率	0.65	0.65	0.58	0.60
资本支出	(567)	(1,130)	(1,100)	(1,173)	总资产回报率 (ROA)	3.99%	4.16%	4.22%	4.13%
投资收益	88	0	0	0	净资产收益率 (ROE)	14.91%	14.27%	14.82%	14.23%
投资活动现金流	(580)	(1,061)	(1,112)	(1,188)	EV/营业收入	0.84	1.01	0.85	0.85
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	6.37	8.38	6.58	6.48
负债变化	523	(93)	(407)	0	PE	14.02	13.04	11.06	10.18
股息支出	(214)	(214)	(214)	(214)	PB	2.09	1.86	1.64	1.45
融资活动现金流	441	(93)	(407)	1,205					
净现金流	(122)	92	312	362					

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。