

主业稳健发展，非气环保业务亮点频出

投资要点

- **大气治理业务订单稳定提升，非电业务打开成长新空间。**公司为大气装备及治理龙头企业，2017-2019年公司新增合同金额为94、130和148.4亿元，呈持续上升趋势。截至2020年上半年，公司在手合同金额为208.6亿元(+7.5%)，其中电力行业和非电行业占比基本相等，公司大气业务结构布局均衡，市场份额稳定。上半年公司新增合同50亿元，较去年同期有所下滑，主要受疫情影响，二季度新增合同金额快速反弹，环比增长105%达33.6亿元，上半年新增合同中非电合同占比达66%，体现出公司在非电大气治理行业中强劲的竞争力。
- **业绩降幅收窄，经营性现金流明显改善。**2020H1实现营收和归母净利润分别为36亿元(-18.9%)和2亿元(-26.8%)，2020Q2公司实现营收和归母净利润分别为20.9亿元(-25.53%)和1.4亿元(-21.5%)，业绩下滑幅度有所收窄。2020上半年，公司经营活动产生的现金流量净额为0.3亿元，同比增加4.5亿元，主要系本期销售商品收到的现金增加所致，经营现金流明显改善。
- **收购台州德长布局固废运营领域，运营业务占比进一步提升。**公司现金分期收购台州德长，标的公司建有4期项目，危废产能达9万吨/年，一期至三期已投运项目的合计焚烧处置能力约6万吨/年，四期焚烧处置系统设计处理能力为100吨/天，已于2020年8月份进行试生产。目前，公司在垃圾发电领域保有德长环保项目和乐清垃圾发电项目，临港垃圾发电项目工程建设接近完成，将开始贡献运营收入；工业危废处置运营领域保有陈庄(6万吨/年)工业园固废处置中心项目，山东中滨环境(6万吨/年)保护固体废物综合处置中心项目。项目有望21年投产，为公司明显增厚运营类的收入和利润。
- **新业务亮点频出，土壤修复、污泥干化和VOCs治理业务均取得突破。**公司大气治理业务以外，逐步拓展污泥干化、VOCs治理、土壤修复等业务，目前在手有效跟踪项目大幅上升，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。为公司打开原有业务天花板，布局综合性环保业务奠定良好基础。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2020-2022年EPS为0.83元、1.03元和1.18元，对应PE为12x/10x/8x。参考行业估值中枢及公司运营业务放量带来的业绩增长，给予21年12x估值，对应目标价12.4元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**项目建设低于预期风险，设备订单波动风险，原材料波动风险等。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10935.03	11613.37	13430.09	15369.36
增长率	16.30%	6.20%	15.64%	14.44%
归属母公司净利润(百万元)	851.03	890.39	1105.47	1260.34
增长率	6.22%	4.63%	24.16%	14.01%
每股收益EPS(元)	0.80	0.83	1.03	1.18
净资产收益率ROE	14.89%	13.82%	15.00%	14.98%
PE	12	12	10	8
PB	1.86	1.65	1.44	1.26

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷
 执业证号: S1250515090004
 电话: 023-67610701
 邮箱: wyting@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.69
流通A股(亿股)	10.69
52周内股价区间(元)	8.47-11.6
总市值(亿元)	105.94
总资产(亿元)	246.65
每股净资产(元)	5.05

相关研究

目 录

1 公司概况	1
2 经营业绩	2
3 夯实大气治理核心主业，业务结构布局均衡	4
4 外延并购+内生培育，积极打造环保大平台	8
5 盈利预测与估值	11
6 风险提示	12

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司营收情况 (单位: 亿元)	2
图 3: 公司归母净利润情况 (单位: 亿元)	2
图 4: 公司业务情况 (单位: 亿元)	3
图 5: 公司业务毛利率情况	3
图 6: 公司费用率情况	4
图 7: 公司现金流情况 (单位: 亿元)	4
图 8: 公司研发投入情况	4
图 9: 公司所拥有的专利	4
图 10: 公司新增订单情况 (单位: 亿元)	5
图 11: 公司在手订单情况 (单位: 亿元)	5

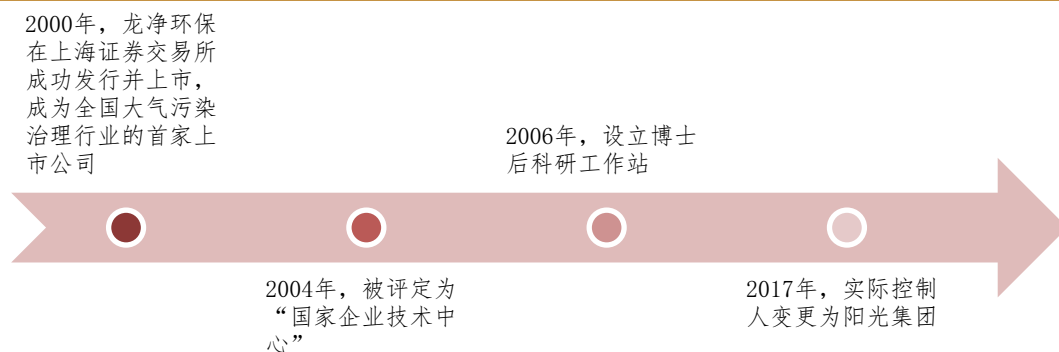
表 目 录

表 1: 公司前 10 的股东 (截止 2020 年中报)	1
表 2: 员工持股计划参与人	2
表 3: 公司环保设备的产量概况	5
表 4: 公司已签订但尚未履行完毕的五千万以上工程合同 (单位: 万元)	6
表 5: 烟气治理项目	7
表 6: 公司主要原材料的采购情况 (单位: 万元)	8
表 7: 2020 上半年所收购公司	8
表 8: 垃圾发电项目	9
表 9: 固废危废处置项目	9
表 10: 2019 年以来公司新签 500 万元以上的非气环保业务订单情况 (单位: 万元)	10
表 11: 分业务收入及毛利率	11
表 12: 可比公司估值	12
附表: 财务预测与估值	13

1 公司概况

公司是大气污染治理设备及工程的龙头公司，企业实力和产品的产销量位居行业领先地位。主要产品包括电除尘器、烟气脱硫装置、圆管式皮带机、长距离曲线带输送机、气垫带输送机、气力输送装置、电袋除尘器、布袋除尘器、IPC 智能电除尘控制系统、微机控制高压硅整流设备、微机控制低压电控设备等，产品先后荣获国家级科技进步奖及部、省级科技进步成果奖等六十多项，技术水平达到当前国际先进水平。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

截止 2020 年中报，龙净实业集团为公司第一大股东，持股比例 18.1%，福建阳光集团有限公司及其控股子公司西藏新阳光实业有限公司合计持有公司控股股东龙净实业集团有限公司 100% 的股权，间接持有公司 18.1% 的股权。

表 1：公司前 10 的股东（截止 2020 年中报）

股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）
龙净实业集团有限公司	193,375,544	18.09
龙岩市国有资产投资经营有限公司	87,603,533	8.19
林荣	44,775,259	4.19
西藏阳光泓瑞工贸有限公司	44,310,030	4.14
西藏阳光瑞泽实业有限公司	30,019,418	2.81
上海南方全维科技发展有限公司	17,006,775	1.59
平潭润鑫实业有限公司	10,500,000	0.98
福建龙净环保股份有限公司-第七期员工持股计划	9,759,390	0.91
华润深国投信托有限公司-华润信托·捷昀 25 号集合资金信托计划	8,824,106	0.83
龙岩市电力建设发展有限公司	8,632,545	0.81
合计	454,806,600	42.54

数据来源：公司公告，西南证券整理

第七期员工持股计划完成，激发团队活力

公司近期完成第七期员工持股，包括董事、监事及高级管理人员 20 名，已通过二级市场完成公司股票购买，购买数量 976 万股，占公司总股本的 0.9%，购买均价 8.7 元/股。

表 2: 员工持股计划参与人

序号	持有人	持有份额 (元)	占持股计划的比例 (%)
1	董事、监事、高级管理人员共 20 名。	23,679,135.43	27.84
2	公司及子公司骨干员工共 512 名	61,423,834.41	72.16
合计 532 名		85,102,969.84	100

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

20 亿可转债发行成功, 助力公司业务拓展

2020 年 3 月 30 日, 公司完成总额为 20 亿元人民币的可转换公司债券公开发行。债券募集说明书显示, 信用等级为 AA+, 评级展望稳定。本次可转债募集资金全部投资于平湖市生态能源项目、输送装备及智能制造项目、高性能复合环保吸收剂项目、VOCs 吸附浓缩装置和氧化焚烧装置生产线项目及补充流动资金。可转换公司债券资金发行成功后, 公司规模将大幅增加, 公司财务结构进一步改善、财务费用减少, 资本实力和抗风险能力得到增强, 持续盈利能力也将因此得到提升。

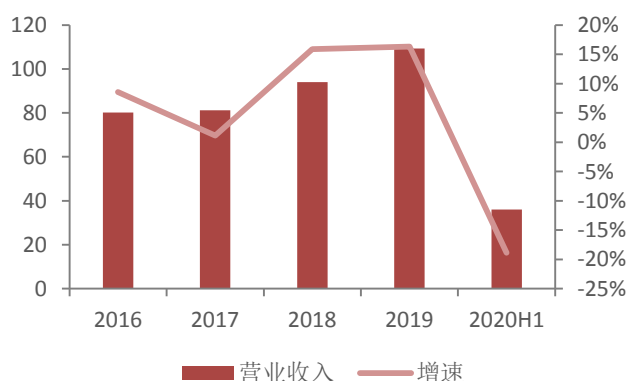
2 经营业绩

业绩稳健增长, 阶段性影响后有望企稳回升

2017-2019 年公司营收分别为 81.1 亿元 (+1.1%)、94 亿元 (+15.9%) 和 109.4 亿元 (+16.3%), 归母净利润分别为 7.2 亿元 (+9%)、8 亿元 (+10.6%)、8.5 亿元 (+6.2%)。近三年营收和归母净利润都呈稳健增加态势, 主要系公司新增合同持续增加, 在手订单充裕。

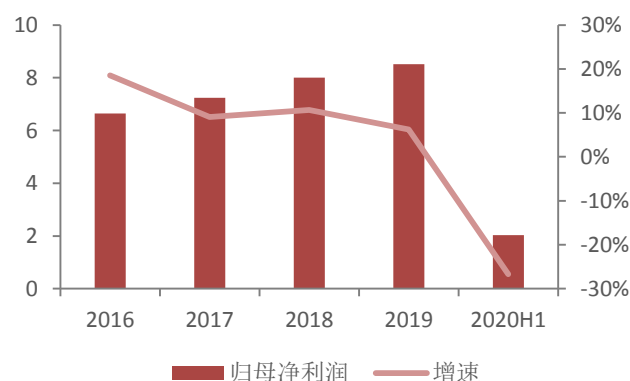
2020 年上半年公司营业收入约为 36 亿元, 同比下降 18.9%, 归属于母公司的净利润约为 2 亿元, 同比下降 26.8%, 这主要是由于一季度公司受疫情影响, 项目的生产交付延迟等所致。

图 2: 公司营收情况 (单位: 亿元)



数据来源: 同花顺 iFinD, 西南证券整理

图 3: 公司归母净利润情况 (单位: 亿元)



数据来源: 同花顺 iFinD, 西南证券整理

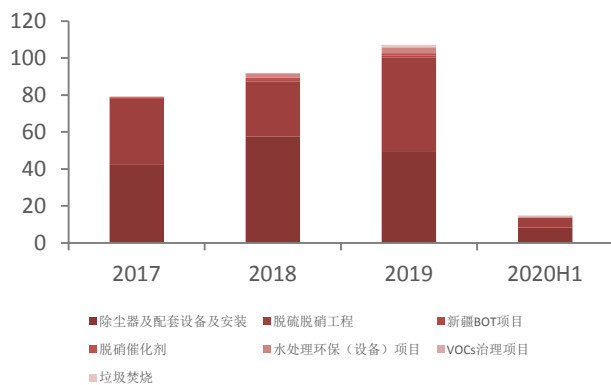
专注大气环保主业, 公司电除尘、电袋除尘市场占有率保持国内龙头地位

2017-2019 年公司营业收入分别为 81.1 亿元、94.0 亿元和 109.4 亿元, 其中大气环保业务在营业收入中的比重维持在 95% 左右。具体来看, 除尘器及配套设备及安装和脱硫脱硝工程项目为公司环保业务收入主要来源, 2019 年收入占比分别为 45.4% 和 46.4%, 受益于

非电领域烟气治理需求释放, 当年脱硫脱销工程收入同比大幅增长 70%。2018 年, 公司收购新大陆环保 100% 股权, 同时自身组建水务事业部承接工业废水处理项目, 2018 年和 2019 年分别新增水处理业务收入 2.5 亿元和 3 亿元。此外, 公司拓展 VOCs (挥发性有机物) 治理项目, 2018 年和 2019 年分别实现收入 0.2 亿元和 0.5 亿元。2019 年 6 月, 公司收购德长环保 99.3% 股份, 获得德长环保旗下乐清市柳市垃圾焚烧发电项目、平湖市生态能源 PPP 项目相关的资产和业务, 正式进入垃圾焚烧发电资产运营领域。2019 年实现垃圾焚烧收入 0.9 亿元。

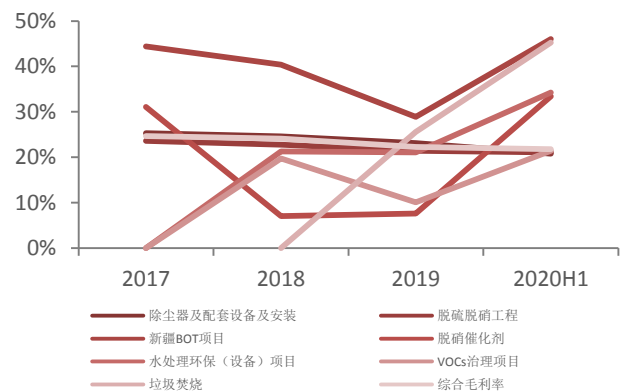
毛利率方面, 该公司产品成本中钢材占比较高, 毛利率与钢材价格变动联系较大, 2017-2019 年, 公司综合毛利率分别为 24.7%、24.1% 和 22.2%, 总体来看, 主要业务毛利率波动较小, 公司保持较好的盈利能力。

图 4: 公司业务情况 (单位: 亿元)



数据来源: 同花顺 iFinD, 西南证券整理

图 5: 公司业务毛利率情况



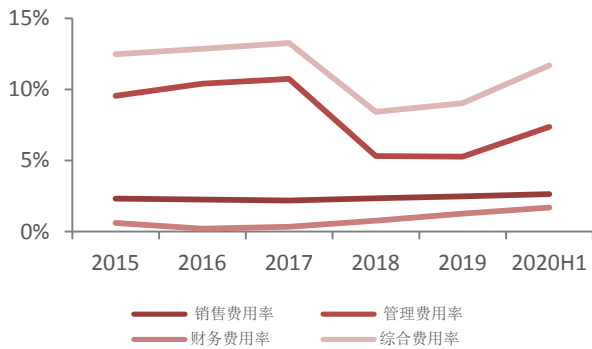
数据来源: 同花顺 iFinD, 西南证券整理

经营性现金流明显改善, 期间费用管控良好

公司 2017-2019 年的期间费用率分别为 13.3%、8.4% 和 9%, 从费用构成看, 2017-2019 年的管理费用率分别为 10.7%、5.3% 和 5.3%, 2018 年管理费用率大幅降低的主要原因是研发费用从管理费用中拆分出来, 2017-2019 年财务费用率为 0.3%、0.8% 和 1.3%, 销售费用率分别为 2.2%、2.3% 和 2.5%, 总体保持较稳定状态。期间费用主要以管理费用为主, 主要系公司积极进行业务拓展, 导致支付职工的薪金较多。2020 年上半年期间费用率为 11.7%, 仍以管理费用为主, 财务费用率同比减少 0.1 个百分点, 截止 2020 年 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, 降低了综合融资成本, 上半年公司还成功发行了 20 亿元可转债, 这些措施均有望助力降低了公司的财务费用。

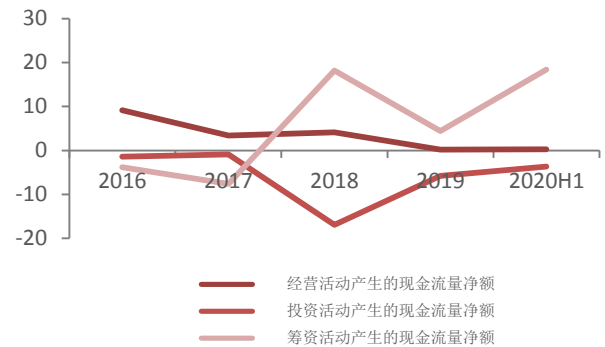
近三年现金流波动较大, 2018 年筹资活动产生现金流和投资活动产生现金流变化尤其突出, 主要系公司积极开展业务并购, 资金需求和使用量提升。2020 上半年, 公司经营活动产生的现金流量净额为 0.3 亿元, 同比增加 4.5 亿元, 主要系本期销售商品收到的现金增加所致。投资活动产生的现金流量净额一季度出现变动原因是由于本期购建长期资产支付的现金增加。筹资活动产生的现金流量净额大幅上升是因为本期发行可转债收到现金。

图 6：公司费用率情况



数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

图 7：公司现金流情况（单位：亿元）

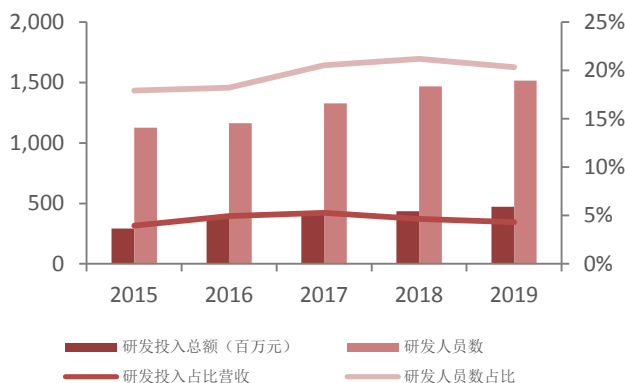


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

技术研发持续投入，技术壁垒不断加深

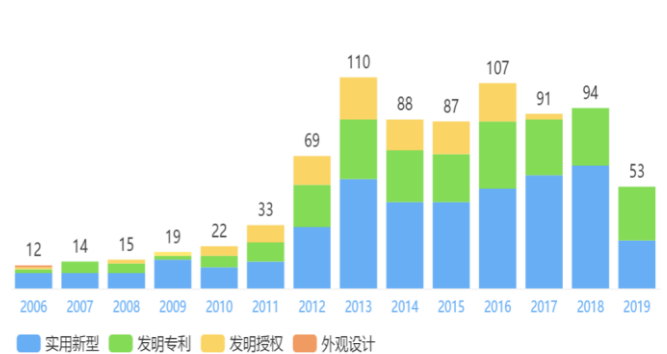
2016-2019 年，公司研发投入总额分别为 4.3、4.4、4.7 亿元，2018-2019 年公司研发费用率分别为 4.6%和 4.2%，研发人员分别为 1326、1468 和 1514 人，研发投入和研发人员都呈稳定上升趋势，每年研发投入占公司营收比重也均在 4%以上，长时间高强度的研发投入也使得公司积累了强大的技术壁垒，也是公司在大气治理领域取得巨大优势的有力支撑。

图 8：公司研发投入情况



数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

图 9：公司所拥有的专利



数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

3 夯实大气治理核心主业，业务结构布局均衡

大气治理业务销售额持续增长，市场地位稳固

公司大气治理业务直接销售产品有除尘设备、脱硫脱销装置和电控设备。公司以销定产，产品多为定制化非标准产品，生产根据当年承接订单量安排，产量呈现一定波动。2018 年除尘器设备产量因新签订单金额下滑而有所减少，由于 2017 年新《环境空气质量标准》提高了非电燃煤锅炉、钢铁、水泥和化工等非电大气污染物排放标准，非电领域订单数量大幅增长，近两年干法脱硫装置产量较 2017 年显著增长。

表 3：公司环保设备的产量概况

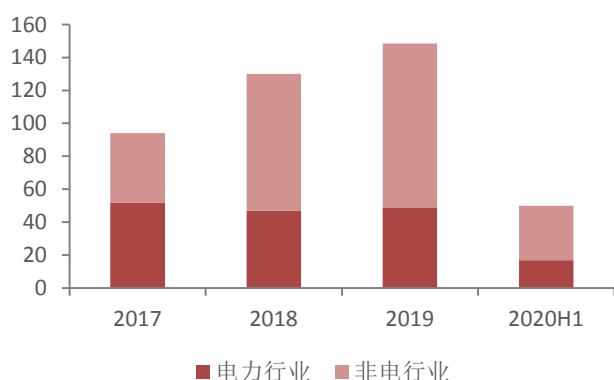
类别	项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度
除尘器及配套设备	除尘设备 (吨)	210,915	167,724	180,719
烟气脱硫脱硝系统	干法脱硫 (吨)	133,013	174,583	175,248
	湿法脱硫、脱硝 (万千瓦时)	1,400	768	541
电控装置	除尘器高频电源 (套)	1,240	908	672
	除尘器电源 IPC (套)	107	75	56
	脉冲电源 (套)	201	93	76

数据来源：公司公告，西南证券整理

2017-2019 年，公司新增合同金额分别为 94、130 和 148.4 亿元，近三年呈持续上升趋势。从订单结构上看，截至 2019 年末，电力行业新增订单 49 亿元，钢铁、建材、冶金、化工等非电行业新增订单 99.4 亿元，非电行业占比逐渐提升，主要系近几年非电力行业污染的治理、超洁净排放、臭氧防治和 VOCs 治理等新的行业治理标准规范在不断提出，市场需求增加等所致。2020H1 在手订单合计 194.8 亿元，其中电力行业和非电行业在手订单分别为 98.2 亿元和 96.6 亿元，有效保证了 2020 年和 2021 年的业绩规模，结合公司市场份额及每年新增订单，业绩持续增长可期。

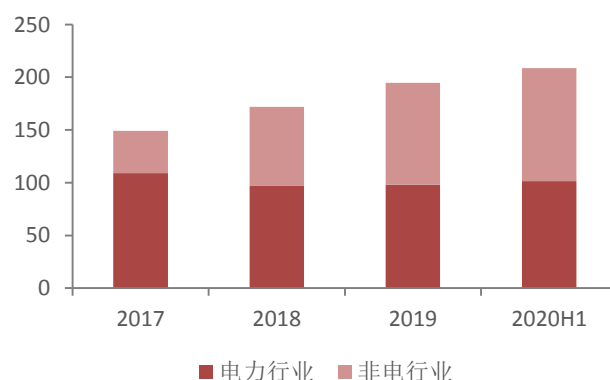
公司业绩一季度受到疫情影响，各行业相关工作均无法顺利进行，实现新增合同额为 16.4 亿元有所下降，二季度随着市场活动逐步恢复，公司各业务部门克服困难积极开展工作，实现新增合同 33.6 亿元，环比提升 105%，上半年累计实现新增合同 50 亿元，为完成全年既定的目标打下了坚实的基础。新增合同中非电行业合同占比为 66%，公司在传统电力行业市场之外的行业拓展中依旧展现了强大的竞争实力，新增合同的毛利率也呈现一定增长态势。截止 2020 年上半年，公司在手合同金额为 208.6 亿元，同比增长 7.5%，其中电力行业和非电行业占比基本相等，公司大气业务结构布局均衡，经营势头良好，市场份额稳定，能够有效支持公司未来的持续发展。

图 10：公司新增订单情况（单位：亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：公司在手订单情况（单位：亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 4：公司已签订但尚未履行完毕的五千万以上工程合同（单位：万元）

项目承接部门	名称	合同造价	签约日期
电袋事业部	青海桥头铝电股份有限公司 3×660MW 机组电袋新建 1#2#3#	11,928.00	2016 年 4 月
	延长石油富县电厂百万机组新建项目	10,466.00	2019 年 12 月
	山西神头 2×1000MW 机组配套电袋除尘器 1#2#	7,922.30	2014 年 10 月
	天津华电南港热电 3×350MWCFB 电袋除尘器	6,201.36	2019 年 4 月
	内蒙古京能酸刺沟二期 2×660MW 机组配套电袋 1#2#	5,946.74	2016 年 8 月
	山西中电神头第二发电石灰石分厂及供粉设备	5,498.00	2020 年 3 月
	贵州兴义 4×350MW 机组配套电袋除尘器 1#3#4#	5,318.93	2018 年 1 月
干法脱硫事业部	莱钢 265	44,951.14	2019 年 8 月
	莱钢 120	37,534.08	2019 年 8 月
	独山子动力站	35,898.00	2018 年 11 月
	晋钢智造	35,160.00	2019 年 9 月
	乐亭钢铁	20,690.00	2019 年 9 月
	长春一汽	17,995.60	2019 年 6 月
	龙门钢铁 400	16,900.00	2019 年 6 月
	龙门钢铁 450	16,900.00	2019 年 6 月
	罗源闽光	16,619.30	2019 年 5 月
	凌钢 320 m ²	14,898.00	2019 年 6 月
	扬子石化	14,780.00	2019 年 6 月
	重钢 2#、3#烧结	14,460.00	2019 年 1 月
	河钢承钢烧结机	13,867.70	2019 年 12 月
	久泰新材料	13,700.00	2019 年 6 月
	敬业南区	12,000.00	2019 年 10 月
	河钢承钢脱硫脱硝	11,832.00	2020 年 3 月
	中科炼化	10,998.00	2018 年 11 月
	古雷石化	10,715.97	2019 年 10 月
	渭河彬州	9,998.00	2018 年 1 月
	广西靖西天桂	9,306.00	2018 年 1 月
	山西潞新钢铁	8,500.00	2019 年 8 月
	京唐 1 号	8,500.00	2019 年 10 月
	荣信二期	7,850.00	2018 年 5 月
电除尘与脱硝事业部	漳泽发电厂 2×100 万千瓦“上大压小”低低温电除尘器 EPC 工程承包合同	26,716.00	2016 年 10 月
	瑞金电厂二期扩建工程 2 台 1000 兆瓦超超临界二次再热机组第一批辅机设备集中采购电除尘器设备采购合同	13,116.00	2019 年 9 月
	印度喜莱雅 II 期 1×660MW 燃煤电站锅炉岛及汽机辅机项目	13,072.32	2011 年 10 月
	中电投分宜电厂 2 × 66 万千瓦机组扩建项目静电除尘器、低低温省煤器	11,664.23	2016 年 2 月
	大唐郟城 630℃超超临界二次再热国家电力示范项目低低温静电除尘器设备	11,500.00	2019 年 7 月
	神华福建罗源湾储煤发电一体化项目工程 2×1000MW 超超临界机组静电除尘器	10,779.08	2014 年 2 月
	河源电厂二期 2×1000MW 燃煤机组扩建工程静电除尘器设备	10,396.38	2018 年 8 月

项目承接部门	名称	合同造价	签约日期
	神华福建罗源湾港储电一体化项目发电厂工程 2x1000MW 超超	9,359.23	2015 年 9 月
	临界煤发电机组烟气余热加收-再热装置(MGGH)		
	内蒙古能源发电右中发电厂 2×660MW 机组工程超超临界空冷机组工程	7,844.13	2017 年 12 月
	贞丰县煤电冶一体化工业园热电联产动力车间项目除尘脱硫环	7,660.00	2017 年 8 月
	保岛总承包合同		
	中航国际成套设备有限公司 土耳其胡努特鲁燃煤电厂工程 2×660MW 超超临界机组 静电除尘器	7,569.05	2018 年 5 月
	孟加拉艾萨拉姆 2×660MW 燃煤电站项目电除尘设备	6,648.00	2018 年 6 月
冶金事业部	山西晋钢智造科技产业园开发有限公司烧结机综合升级改造项目烧结机头电除尘器 1# 2# 3# 4#	6,000.00	2019 年 9 月

数据来源：公司公告，西南证券整理

莱钢 BOO 项目开启大气运营新模式，后续开拓值得期待

公司的销售途径包括直接销售、工程总承包模式、BOT 模式和 BOO 模式。公司直接销售方式主要用于该公司的除尘器及配套设备，脱硫脱硝业务采用工程总承包方式，2008 年起针对脱硫脱硝项目采取 BOT 模式。公司目前运营的 BOT 项目包括乌鲁木齐热电厂项目及新疆特变电工项目，2017-2019 年共实现收入 0.7 亿元、0.8 亿元和 0.9 亿元。2020 年 8 月底，莱钢 BOO 项目收到第一笔运营款，标志着莱钢 BOO 项目进入运营期的营收阶段，是公司从烟气治理工程 EPC 模式向运营模式拓展的重要突破。

2019 年 10 月，公司干法团队顺利签订莱钢银山型钢炼铁厂 1#265m²烧结机、120 万吨球团烟气脱硫脱硝改造 BOO 项目，运营期 10 年，并于当月收到第一笔融资租赁款。完成主合同签订后，干法团队迅速开展烧结/球团的“DSC-M 干式超净+SCR 脱硝”系统施工。球团项目于年内 5 月 24 日一次性通过试运行考核，烧结机于 7 月 24 日一次性通过试运行考核，进入商业运营期。干法团队为该项目专门建设了龙岩本部远程控制大厅，首次实现了现场设备运营数据的联网，实现了运营操作远程控制，成为干法团队首个智慧环保岛示范项目。莱钢厂烧结机面积 260 平米，包含能源介质前提下，运营费用约 7000 万/年，钢铁烧结烟气治理托管运营项目较钢厂自主管理具备经济优势，以莱钢项目为突破点，后续公司大气运营类业务开拓可期。

公司还开展部分海外业务。2017-2019 年海外 EPC 业务分别实现业务收入 0.4 亿元、0.2 亿元和 0.02 亿元，由于印尼、印度两个工程总包项目建设接近尾声，收入确认减少。截至 2020 年 3 月末，公司无重大的海外合同签约公告。

表 5：烟气治理项目

项目名称	投资规模（万元）	是否开始运营	运营期限	收费标准	运营期间
乌鲁木齐 2×330MW 机组烟气 BOT 项目	10,204	是	20	1.5 分/千瓦时	2010 年 1 月-2029 年 12 月
特变电工 2×350MW 热电厂 BOT 项目	9,350	是	20	1.3 分/千瓦时	2014 年 1 月-2033 年 12 月
西黑山 BOT 项目	35,533	否	-	梯度收费	未开始运营
莱钢 BOO 项目	21,855	是	10	-	2020 年 8 月-2030 年 8 月
合计	76,942	-	-	-	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

采购渠道稳定，原材料储备充足

公司原材料采购采取集中采购与事业部自行采购相结合的方式，2019 年原材料成本约占生产成本的 62%。对于大宗材料，公司实行集中采购并签订年度供货协议；较零散的原料由各事业部或下属子公司自行采购。近三年公司钢材和滤袋采购金额波动较大，一方面因钢材、滤袋价格涨幅较大，2017 年公司增加备货（主要储备不锈钢，价值较高）；另一方面由于 2017 年的电力行业订单较多，电力行业订单成本中钢材、滤袋占比较大，公司增加采购，而 2018 年非电行业订单量增加，有部分外协生产，钢材、滤袋的采购金额减少；2019 年钢材和滤袋采购金额均大幅增加，主要系开工项目大幅增加。

表 6：公司主要原材料的采购情况（单位：万元）

项目名称	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
钢材	115,647.93	85,433.18	146,884.66	16,744.21
滤袋	45,808.27	18,673.28	49,823.30	7,189.08

数据来源：公司公告，西南证券整理

4 外延并购+内生培育，积极打造环保大平台

收购优质危废处置运营商，加大运营板块投入

2020 年 8 月 26 日晚，公司公告拟以现金方式分期收购台州市德长环保有限公司 100% 股权，以获得其名下经营的危险废物处置中心项目相关的资产和业务。2020 年 4 月 7 日，公司公告拟收购中滨环保 70% 股权，后续将再出资 1.14 亿元对中滨环保进行增资。因中滨项目实施单位为中滨环保，公司通过收购中滨环保股权并对其增资，参与中滨项目的整体投资建设。

台州德长位于浙江省化学原料药基地临海园区，是台州市一家集高温焚烧、安全填埋为一体并已成功运营的综合危废处置中心，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。

标的的共建有四期焚烧处置系统，目前危废处置产能达到 9 万吨/年，其中一期至三期已投运项目的合计焚烧处置能力约 6 万吨/年，四期焚烧处置系统设计处理能力为 100 吨/天，于 2020 年 8 月份进行试生产；安全填埋处置共规划占地面积 135 亩，包括柔性填埋场年处置能力 1.8 万吨，剩余用地规划拟建设废盐暂存库和刚性填埋场，其中刚性填埋场年处置能力 2.5 万吨，一期建设有效库容为 3.4 万立方米，远期库容可达 12.5 万立方米。

此次收购完成后，公司将对台州德长进行协同整合，通过导入技术和管理优势提升其运营水平和经营业绩，协同整合公司固废及运营业务，大幅提升公司综合业务能力。

表 7：2020 上半年所收购公司

公告时间	公司名称	股权比例	公司主营业务
2020.8.20	台州市德长环保	100%	垃圾发电
2020.4.7	中滨环保	70%	固体废物综合处置

数据来源：公司公告，西南证券整理

收入结构改善，非气业务运营收入占比不断提升

公司近几年一直致力于非气运营类业务的投入和发展,积极提升公司运营类的收入以不断增强公司业务的稳定性和持续性,目前,公司在“垃圾焚烧发电运营领域”保有德长环保日处理生活垃圾 2300 吨的垃圾发电项目和乐清垃圾发电项目,能源公司的临港垃圾发电 PPP 项目工程建设已经接近完成,也将开始贡献运营收入;“工业危废处置运营领域”保有陈庄工业园固废处置中心项目处置规模 6 万吨/年(其中焚烧 2 万吨/年、物化 1 万吨/年、填埋 3 万吨/年),山东中滨环境保护固体废物综合处置中心项目处置规模 6 万吨/年(其中稳定固化 4.5 万吨/年、填埋 1.5 万吨/年)。项目投产后,公司公用设施运营类的收入和利润比例将有较大提升。

公司相关垃圾焚烧发电和水处理业务逐步开始运转,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 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%。

表 8: 垃圾发电项目

项目名称	固废类型	总投资额(万元)	设计产能	投产时间	项目状态	特许经营期限	垃圾处置费标准
赵县生活垃圾焚烧发电特许经营项目	生活垃圾、餐厨垃圾及污泥	74,481	1200 吨/天 餐厨 20 吨/天	2021 年 1 月	在建	30 年	综合价 90 元/吨
平湖市生态能源项目	生活垃圾、餐厨垃圾及污泥	110,167	1500 吨/天	2020 年	在建	30 年	102 元/吨,餐厨 280 元/吨
平湖市德长环保有限公司	生活垃圾和秸秆	32,000	生活垃圾 600 吨/天 秸秆 160 吨/天	2009 年 6、8、12 月	在建、运营中	30 年	99 元/吨
乐清垃圾发电项目	生活垃圾	34,000	800 吨/天	2013 年 3 月	运营中	27 年	105.6 元/吨

数据来源:公司公告,西南证券整理

表 9: 固废危废处置项目

项目	总投资额(万元)	设计产能	预计投产时间	项目状态
陈庄工业园固废处置中心项目	71,070.02	6 万吨/年(其中焚烧 2 万吨/年、物化 1 万吨/年、填埋 3 万吨/年)	2021 年	在建
山东中滨环境保护固体废物综合处置中心项目	97,743.09	6 万吨/年(其中稳定固化 4.5 万吨/年、填埋 1.5 万吨/年)	2021 年	在建

数据来源:公司公告,西南证券整理

新业务亮点频出,土壤修复、水处理和 VOCs 治理及污泥干化业务均取得突破

2018 年以来,该公司积极拓展非气环保领域业务,当年新签工业污水处理合同 1.8 亿元(不含当年收购的新大陆环保新增的水处理合同),VOCs 合同 1.4 亿元,土壤修复合同 0.2 亿元和管带输送合同 3 亿元。2019 年,公司新签工业污水处理合同 5.9 亿元、VOCs 合同 0.5 亿元,土壤修复合同 1.2 亿元、污泥干化业务 0.2 亿元和管带输送合同 8 亿元。2020 年一季度上述业务共新签合同金额 2.7 亿元。

水处理环保(设备)项目主要运营主体为该公司本部水务事业部和新收购的新大陆环保。公司采用“前处理+生化处理+深度处理+膜法处理+零排放”的工业废水处理技术。水处理的业务流程一般包括项目投标、产品设计、采购、生产、安装验收以及后续技术服务。采用预付款、到货款、验收款、质保金的分阶段结算模式。2018 年以来公司新承接福欣钢铁、郑州航空港区光电显示产业园、唐山万浦热电、恒力石化(大连)等废水处理项目。2018-2019 年公司分别实现水处理业务收入 2.5 亿元和 3 亿元,毛利率分别为 21.3%和 21.1%。

土壤生态板块,公司确立了工业场地污染修复和矿山修复两大重点方向并兼顾农田污染防治和陈腐垃圾填埋场修复两个辅助方向的发展战略,并均有良好的进展,2019 年实现矿山土壤修复收入 0.4 亿元,毛利率为 20.4%。公司还中标了原沈阳有色金属加工厂家地的修复治理项目,实现了在污染场地修复领域的重大突破,同时还中标了湖南娄底冷水江市两个矿山修复项目,为公司继连城山水林田湖草项目之后在矿山修复领域得到的进一步认可。

污泥干化和 VOCs 治理板块,2018-2019 年公司分别实现 VOCs 治理业务收入 0.2 亿元和 0.5 亿元,毛利率分别为 19.7%和 10.1%。公司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,截止上半年,公司污泥干化与 VOCs 治理业务合同额已经近 1 亿元,发展空间非常可期。

表 10: 2019 年以来公司新签 500 万元以上的非气环保业务订单情况 (单位: 万元)

项目类别	名称	合同金额	合同签订时间
水处理项目	公主岭热电联产污水处理	1,580.00	2019 年 6 月
	福欣钢厂	13,599.90	2018 年 11 月
	华能渭南	778.34	2018 年 11 月
	湛江电力	766.32	2019 年 1 月
	华能巢湖	1,998.00	2019 年 5 月
	青岗坪矿业	1,896.89	2019 年 8 月
	郑州航空港区光电显示产业园	5,288.00	2019 年 9 月
	唐山万浦热电	3,077.00	2019 年 9 月
	新疆宜化化工	550	2019 年 9 月
	华能太仓电厂	2,136.00	2019 年 10 月
	恒力石化 (大连)	1,820.00	2019 年 12 月
VOC 治理项目	吉利临海基地涂装厂 VOCs 废气处理项目	563.54	2019 年 3 月
	吉利湘潭基地涂装厂 VOCs 废气处理项目	697.97	2019 年 4 月
	中通客车控股股份有限公司新能源汽车升级改造项目中客涂装设备	878.67	2019 年 7 月
管道输送	神头二期干灰外送管带项目	12,188.00	2020 年 3 月
	河钢产业升级及宣钢产能转移项目外围综合管廊 EPC 总承包输煤	8,011.60	2019 年 11 月
	管状皮带机采购合同	-	-
	恒力石化扩建管带智能输送系统项目	7,900.00	2019 年 7 月
	古雷石化场外管带皮带项目	7,448.00	2019 年 9 月
	华能延安电厂圆管带式输送机项目	7,080.00	2019 年 4 月
	河钢股份有限公司承德分公司高炉渣外运输送工程	5,800.00	2019 年 3 月
	河钢产业升级及宣钢产能转移项目外围综合管廊 EPC 总承包输焦管状皮带机采购合同	4,788.40	2019 年 11 月
	福建三钢闽光股份有限公司球团工程管状皮带 EPC 总承包工程	4,388.00	2019 年 5 月
	山水林田湖草连城县文亨田心铁矿废弃矿山综合整治项目工程总承包	10,833.89	2019 年 5 月
土壤修复	公主岭热电联产污水处理	1,580.00	2019 年 6 月
	福欣钢厂	13,599.90	2018 年 11 月

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 脱硫脱销工程业务: 截止 2020 年上半年, 公司在手合同金额为 208.6 亿元, 同比增长 7.5%, 其中电力行业和非电行业占比基本相等。结合工程项目建设约一年的确认周期, 预计在手订单将支撑 2 年内业务良性增长。结合新增订单, 非电领域大气治理的开拓及占比提升, 脱硫脱销工程业务预计稳步增长。毛利率三年均值约 22%。

假设 2: 除尘器及配套设备: 结合总体在手合同金额及设备结算周期, 除尘器及配套设备业务预计稳步增长。毛利率三年均值约 23.5%。

假设 3: 新疆 BOT 业务: 预计保持稳健。毛利率维持 35%。

假设 4: 脱硝催化剂业务: 配套主营业务大气治理业务增长。毛利率 7.7%。

假设 5: VOCs 治理项目: 2018 年开拓实现收入, 2019 年约 0.5 亿收入, 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, 支撑业绩快速增长。毛利率预计 15%。

假设 6: 垃圾焚烧及危废业务: 20 年内完成德长环保收购, 投产项目约 9 万吨/年。在建项目预计 2020 年平湖项目投产, 临港项目建成; 21 年预计赵县项目投产, 山东中滨、陈庄项目投产, 固废运营类业务有望快速投产放量, 为公司业绩带来显著增量。固废及危废业务毛利率较高, 预计 30%。

基于以上假设, 我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表:

表 11: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
脱硫脱销工程项目	收入	5069	5322.5	6014.4	6796.2
	增速	70.0%	5.00%	13.00%	13.00%
	毛利率	21.5%	22.0%	22.0%	22.0%
除尘器及配套设备及安装	收入	4960.9	5208.9	5886.1	6592.4
	增速	-13.6%	5.0%	13.0%	12.0%
	毛利率	23.1%	23.5%	23.5%	23.5%
新疆 BOT 项目	收入	84.7	88.9	97.8	107.6
	增速	11.3%	5.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	28.9%	35.0%	35.0%	35.0%
脱硝催化剂	收入	150.1	157.6	181.2	208.4
	增速	17.8%	5.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	7.6%	7.7%	7.7%	7.7%
水处理环保(设备)项目	收入	304.2	349.8	419.8	503.8
	增速	21.7%	15.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	21.1%	21.2%	21.2%	21.2%
VOCs 治理项目	收入	53.4	80.1	120.2	180.2

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
	增速	223.2%	50.0%	50.0%	50.0%
	毛利率	10.1%	15.0%	15.0%	15.0%
垃圾焚烧	收入	87.0	174.0	435.0	652.5
	增速	-	100.0%	150.0%	50.0%
	毛利率	25.6%	30.0%	30.0%	30.0%
土壤修复	收入	38.5	44.3	50.9	58.6
	增速	-	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	20.5%	21.0%	21.0%	21.0%
其他收入	收入	187.2	187.2	224.7	269.6
	增速	-10.3%	0.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	33.7%	34.0%	34.0%	34.0%
合计	收入	10935.0	11613.4	13430.1	15369.4
	增速	16.3%	6.2%	15.6%	14.4%
	毛利率	22.2%	22.8%	22.9%	23.0%

数据来源：Wind，西南证券

选取大气及固废相关可比上市公司来看，2020 年相关公司平均 PE 约 13x，21 年约 11x，公司作为大气装备龙头，估值具备提升空间。预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.83 元、1.03 元和 1.18 元，对应 PE 为 12x/10x/8x，中长期看公司转型布局固废运营类等业务，盈利稳健性将明显提升，打开公司原有业务发展天花板，未来综合类环保业务开拓可期。参考 21 年行业估值中枢 11x 及公司运营业务放量带来的业绩增长及估值消化，给予 21 年 12x 估值，对应目标价 12.4 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 12：可比公司估值

公司名	公司代码	股价	股本	市值	归母净利润（亿元）			PE	
		（元）	（亿股）	（亿元）	2019A	2020E	2021E	2020E	2021E
龙净环保	600388	10.3	10.7	110	0.80	0.83	1.03	12	10
先河环保	300137	9.0	5.5	49	0.48	0.50	0.62	16	13
金圆股份	000546	9.1	7.1	65	0.70	1.07	1.28	8	7
清新环境	002573	6.4	10.8	69	0.35	-	-	-	-
旺能环境	002034	18.5	4.2	78	0.99	1.18	1.43	15	13

数据来源：wind，西南证券整理

6 风险提示

项目建设低于预期风险，设备订单波动风险，原材料波动风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10935.03	11613.37	13430.09	15369.36	净利润	860.84	900.48	1117.99	1274.62
营业成本	8503.06	8963.73	10350.89	11837.71	折旧与摊销	135.02	194.22	210.69	231.36
营业税金及附加	84.73	89.42	94.01	107.59	财务费用	138.61	694.00	745.39	854.77
销售费用	269.86	284.53	322.32	368.86	资产减值损失	-70.75	0.00	0.00	0.00
管理费用	577.34	615.51	698.36	799.21	经营营运资本变动	-649.95	1846.75	-54.41	-53.39
财务费用	138.61	694.00	745.39	854.77	其他	-397.26	-103.11	-155.14	-38.58
资产减值损失	-70.75	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	16.52	3532.35	1864.53	2268.78
投资收益	87.73	80.00	80.00	80.00	资本支出	-477.63	-400.00	-500.00	-500.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-102.13	183.88	80.00	80.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-579.76	-216.12	-420.00	-420.00
营业利润	1003.36	1046.18	1299.10	1481.23	短期借款	496.62	-1587.22	23.96	-191.13
其他非经营损益	0.90	0.89	0.89	0.89	长期借款	523.04	0.00	0.00	0.00
利润总额	1004.27	1047.07	1299.99	1482.12	股权融资	9.80	0.00	0.00	0.00
所得税	143.42	146.59	182.00	207.50	支付股利	-181.74	-170.21	-178.08	-221.09
净利润	860.84	900.48	1117.99	1274.62	其他	-406.87	-794.78	-745.39	-854.77
少数股东损益	9.81	10.09	12.52	14.28	筹资活动现金流净额	440.85	-2552.21	-899.51	-1266.99
归属母公司股东净利润	851.03	890.39	1105.47	1260.34	现金流量净额	-118.82	764.02	545.02	581.78
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2719.99	3484.01	4029.03	4610.81	成长能力				
应收和预付款项	4393.30	4717.88	5466.41	6243.38	销售收入增长率	16.30%	6.20%	15.64%	14.44%
存货	7806.55	8258.03	9623.06	10964.19	营业利润增长率	5.91%	4.27%	24.18%	14.02%
其他流动资产	2091.90	75.11	86.86	99.40	净利润增长率	6.88%	4.60%	24.16%	14.01%
长期股权投资	111.04	111.04	111.04	111.04	EBITDA 增长率	12.35%	51.48%	16.58%	13.84%
投资性房地产	165.51	165.51	165.51	165.51	获利能力				
固定资产和在建工程	1470.76	1740.22	2093.21	2425.54	毛利率	22.24%	22.82%	22.93%	22.98%
无形资产和开发支出	1143.80	1083.28	1022.75	962.23	三费率	9.02%	13.73%	13.15%	13.16%
其他非流动资产	1680.15	1676.99	1673.84	1670.68	净利率	7.87%	7.75%	8.32%	8.29%
资产总计	21583.01	21312.07	24271.70	27252.79	ROE	14.89%	13.82%	15.00%	14.98%
短期借款	2041.93	454.70	478.67	287.53	ROA	3.99%	4.23%	4.61%	4.68%
应付和预收款项	11905.93	12585.55	14559.76	16655.35	ROIC	14.47%	21.62%	26.24%	26.38%
长期借款	1169.67	1169.67	1169.67	1169.67	EBITDA/销售收入	11.68%	16.66%	16.79%	16.70%
其他负债	684.46	588.55	610.10	633.20	营运能力				
负债合计	15801.99	14798.48	16818.20	18745.76	总资产周转率	0.54	0.54	0.59	0.60
股本	1069.05	1069.05	1069.05	1069.05	固定资产周转率	11.40	12.12	12.93	13.28
资本公积	483.36	483.36	483.36	483.36	应收账款周转率	3.51	3.45	3.57	3.55
留存收益	4159.31	4879.49	5806.89	6846.14	存货周转率	1.11	1.10	1.15	1.15
归属母公司股东权益	5709.42	6431.91	7359.30	8398.55	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	72.51%	—	—	—
少数股东权益	71.60	81.68	94.20	108.48	资本结构				
股东权益合计	5781.02	6513.59	7453.50	8507.03	资产负债率	73.21%	69.44%	69.29%	68.78%
负债和股东权益合计	21583.01	21312.07	24271.70	27252.79	带息债务/总负债	20.32%	10.98%	9.80%	7.77%
					流动比率	1.20	1.25	1.26	1.28
					速动比率	0.65	0.63	0.63	0.64
					股利支付率	21.36%	19.12%	16.11%	17.54%
					每股指标				
					每股收益	0.80	0.83	1.03	1.18
					每股净资产	5.34	6.02	6.88	7.86
					每股经营现金	0.02	3.30	1.74	2.12
					每股股利	0.17	0.16	0.17	0.21
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	1277.00	1934.40	2255.18	2567.35					
PE	12.45	11.90	9.58	8.41					
PB	1.86	1.65	1.44	1.26					
PS	0.97	0.91	0.79	0.69					
EV/EBITDA	7.08	3.41	2.69	2.06					
股息率	1.72%	1.61%	1.68%	2.09%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
广深	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn