

# 项目逐步投产将奠定业绩增长的基础，优秀的管理能力打造高盈利性



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

## 核心观点

- 业务清晰，内生成长动力强：**公司是生活垃圾焚烧运营领域的民营龙头企业，2015 年上市后，围绕原有的生活垃圾焚烧的核心业务的基础上，业务逐渐延伸到餐厨垃圾处理、污泥处理、垃圾清运等领域，2015-2019 年公司收入由 6.75 亿元增长至 20.38 亿元，归母净利润由 2.91 亿元增长至 9.74 亿元。
- 在建项目规模大，未来三年业绩确定性强：**截至 2020 年末，公司在手垃圾焚烧项目总计 3.7 万吨/日（其中已投运 1.7 万吨/日，在建 1.2 万吨/日，筹建 0.8 万吨/日）；餐厨垃圾处理运营项目 1880 吨/日，处于在建阶段的项目 1420 吨/日；垃圾收运领域已经形成 4670 吨/日的生活垃圾清运和 1333 吨/日的餐厨垃圾收运规模。公司具备较强的市场开拓能力，到 2025 年有望形成 5 万吨/日的垃圾焚烧运营规模。
- 公司员工激励到位，治理结构优秀：**公司已经实施两期员工持股计划和一期股权激励，涵盖绝大部分中层及以上技术和管理人员，管理团队深耕行业近 20 年，是真正实现全产业链投资管理的公司，能自主完成炉排炉生产，电控集成，渗滤液和烟气处理，配套的非标设备的加工，因此在保证较高的吨垃圾上网电量（约为 303 千瓦时/吨）的前提下，投资成本显著低于同行。公司的管理费用和财务费用控制得当，资产负债率约为 40%，扣除预计负债后，公司有息负债处于较低水平。最近 4 年 ROE 维持在 20%以上。

## 财务预测与投资建议

- 我们维持公司 2020-2021 年归母净利润分别为 12.83/16.41 亿元的盈利预测，根据 DCF 估值，给予目标价为 31.32 元，维持买入评级。

## 风险提示

- 项目建设进度不达预期；

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,547	2,038	2,841	3,857	4,466
同比增长(%)	50.3%	31.7%	39.4%	35.8%	15.8%
营业利润(百万元)	860	1,103	1,452	1,858	2,084
同比增长(%)	49.7%	28.2%	31.7%	27.9%	12.2%
归属母公司净利润(百万元)	740	974	1,283	1,641	1,842
同比增长(%)	46.0%	31.7%	31.7%	27.9%	12.2%
每股收益(元)	0.59	0.78	1.02	1.31	1.47
毛利率(%)	60.3%	62.0%	58.9%	58.2%	57.9%
净利率(%)	47.8%	47.8%	45.2%	42.5%	41.2%
净资产收益率(%)	27.5%	26.7%	27.3%	28.2%	25.7%
市盈率	43.8	33.3	25.3	19.8	17.6
市净率	10.5	7.7	6.2	5.0	4.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年03月18日)	21.16 元
目标价格	31.32 元
52周最高价/最低价	26.45/16.45 元
总股本/流通A股(万股)	125,656/125,654
A股市值(百万元)	26,589
国家/地区	中国
行业	环保
报告发布日期	2021年03月19日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-1.22	6.75	0.76	6.24
相对表现	-3.54	10.79	-10.21	-29.21
沪深300	2.32	-4.04	10.97	35.45



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 卢日鑫  
021-63325888\*6118  
lurixin@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860515100003

**证券分析师** 谢超波

xiechaobo@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860517090001

**证券分析师** 施静  
021-63325888\*3206  
shijing1@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520090002

## 相关报告

Q3 业绩创新高，未来增长可期	2020-11-01
疫情影响逐渐消除，公司重回正增长	2020-09-03
经营稳健，项目顺利推进，未来成长仍可期	2020-04-27

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,186	802	1,118	1,518	2,133	营业收入	1,547	2,038	2,841	3,857	4,466
应收票据、账款及款项融资	360	535	745	1,012	1,172	营业成本	614	775	1,168	1,612	1,881
预付账款	32	41	56	77	89	营业税金及附加	23	24	33	45	52
存货	90	110	166	229	267	营业费用	13	15	21	29	33
其他	194	264	289	319	338	管理费用及研发费用	97	133	165	224	259
<b>流动资产合计</b>	<b>1,862</b>	<b>1,752</b>	<b>2,375</b>	<b>3,155</b>	<b>3,999</b>	财务费用	45	85	112	207	274
长期股权投资	0	10	10	10	10	资产、信用减值损失	9	18	0	0	0
固定资产	124	275	342	437	529	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	1,120	1,025	1,390	1,939	2,089	投资净收益	6	2	2	2	2
无形资产	2,467	3,571	4,523	5,864	7,246	其他	109	113	108	115	115
其他	166	283	83	77	73	<b>营业利润</b>	<b>860</b>	<b>1,103</b>	<b>1,452</b>	<b>1,858</b>	<b>2,084</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,877</b>	<b>5,163</b>	<b>6,347</b>	<b>8,327</b>	<b>9,947</b>	营业外收入	2	3	3	3	3
<b>资产总计</b>	<b>5,739</b>	<b>6,915</b>	<b>8,722</b>	<b>11,482</b>	<b>13,946</b>	营业外支出	3	2	2	2	2
短期借款	0	0	811	520	0	<b>利润总额</b>	<b>859</b>	<b>1,103</b>	<b>1,453</b>	<b>1,858</b>	<b>2,085</b>
应付票据及应付账款	301	345	520	717	837	所得税	120	131	173	221	248
其他	359	268	269	271	271	<b>净利润</b>	<b>738</b>	<b>972</b>	<b>1,280</b>	<b>1,637</b>	<b>1,837</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>660</b>	<b>613</b>	<b>1,600</b>	<b>1,508</b>	<b>1,108</b>	少数股东损益	(2)	(3)	(3)	(4)	(5)
长期借款	567	780	1,912	3,517	4,934	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>740</b>	<b>974</b>	<b>1,283</b>	<b>1,641</b>	<b>1,842</b>
应付债券	501	169	0	0	0	每股收益(元)	0.59	0.78	1.02	1.31	1.47
其他	926	1,118	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,994</b>	<b>2,068</b>	<b>1,912</b>	<b>3,517</b>	<b>4,934</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>2,653</b>	<b>2,680</b>	<b>3,513</b>	<b>5,025</b>	<b>6,042</b>		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	8	24	20	16	11	成长能力					
实收资本(或股本)	688	955	1,257	1,257	1,257	营业收入	50.3%	31.7%	39.4%	35.8%	15.8%
资本公积	233	545	273	273	273	营业利润	49.7%	28.2%	31.7%	27.9%	12.2%
留存收益	1,994	2,672	3,660	4,911	6,363	归属于母公司净利润	46.0%	31.7%	31.7%	27.9%	12.2%
其他	163	39	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>3,086</b>	<b>4,234</b>	<b>5,209</b>	<b>6,457</b>	<b>7,904</b>	毛利率	60.3%	62.0%	58.9%	58.2%	57.9%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,739</b>	<b>6,915</b>	<b>8,722</b>	<b>11,482</b>	<b>13,946</b>	净利率	47.8%	47.8%	45.2%	42.5%	41.2%
						ROE	27.5%	26.7%	27.3%	28.2%	25.7%
						ROIC	22.6%	22.1%	20.8%	19.6%	17.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	46.2%	38.8%	40.3%	43.8%	43.3%
净利润	738	972	1,280	1,637	1,837	净负债率	0.0%	4.7%	31.8%	39.8%	36.1%
折旧摊销	138	191	243	323	417	流动比率	2.82	2.86	1.48	2.09	3.61
财务费用	45	85	112	207	274	速动比率	2.69	2.68	1.38	1.94	3.37
投资损失	(6)	(2)	(2)	(2)	(2)	营运能力					
营运资金变动	90	(289)	(131)	(182)	(108)	应收账款周转率	5.1	4.6	4.4	4.4	4.1
其它	(261)	(89)	(924)	0	(0)	存货周转率	7.2	7.7	8.5	8.2	7.6
<b>经营活动现金流</b>	<b>744</b>	<b>868</b>	<b>578</b>	<b>1,983</b>	<b>2,418</b>	总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
资本支出	(1,076)	(1,253)	(1,622)	(2,302)	(2,038)	每股指标(元)					
长期投资	0	(10)	0	0	0	每股收益	0.59	0.78	1.02	1.31	1.47
其他	200	62	(37)	2	2	每股经营现金流	1.08	0.91	0.46	1.58	1.92
<b>投资活动现金流</b>	<b>(876)</b>	<b>(1,201)</b>	<b>(1,658)</b>	<b>(2,300)</b>	<b>(2,036)</b>	每股净资产	2.45	3.35	4.13	5.13	6.28
债权融资	810	(149)	962	1,605	1,416	估值比率					
股权融资	40	579	30	0	0	市盈率	43.8	33.3	25.3	19.8	17.6
其他	(54)	(511)	404	(888)	(1,184)	市净率	10.5	7.7	6.2	5.0	4.1
<b>筹资活动现金流</b>	<b>796</b>	<b>(81)</b>	<b>1,396</b>	<b>717</b>	<b>233</b>	EV/EBITDA	31.8	24.1	18.4	13.9	11.9
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	36.6	27.9	21.2	16.1	14.1
<b>现金净增加额</b>	<b>664</b>	<b>(414)</b>	<b>316</b>	<b>400</b>	<b>615</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)