

业绩超预期，高性价比固废综合服务商



核心观点

- **大固废业务推动 20 年业绩超预期：**公司发布年报，2020 年实现收入 76.4 亿元，同比+9.1%，实现归母净利润 6.0 亿元，同比+34.4%，业绩超预期，主要系：1) 固废处置领域拓展力度加大，高毛利的污泥处置项目投入运营，以及在生活垃圾焚烧项目产能爬坡，公司环卫运营服务收入同比增长 47.2% 至 4.6 亿元，毛利率同比提升 10.6pct 至 30.1%；2) 受 2H20 电力需求恢复及南京高淳项目投产推动，热电运营业务收入同比+11.9%至 14.3 亿元，热电运营及参资资产合计贡献现金流约 6.2 亿元，为环保业务发展提供坚实现金流保障；3) 受疫情影响及公司成本管控加强，销售费用率、管理费用率分别下降 1.1pct、0.2pct。
- **1Q21 业绩稳健增长，碳中和背景下锅炉业务重新起航：**公司发布一季度，1Q21 实现收入 17.0 亿元（相比 1Q20+75%、1Q19+8%），实现归母净利润 2.0 亿元（相比 1Q20+25%、1Q19+26%），收入利润稳健增长。1Q21 毛利率为 15%（同比-6pct、环比-2pct），主因毛利率相对较低的工程业务一季度占比较高。1Q21 公司公布 1.6 亿惠州燃气余热锅炉订单，余热锅炉业务有望在碳中和背景下实现增长。
- **大固废全面布局，打造区域综合城市服务模式：**截至 2020 公司环保运营产能（涵盖垃圾焚烧/污泥/餐厨/藻泥运营）5530 吨/日，18-20 年产能增速 CAGR 为 38%。同时公司深耕无锡市，打造涵盖发电、供热、垃圾处理、污水、污泥、餐厨的能源与环保一体化示范项目，收入端打通全产业链条，成本端产业链内部协同降本增效，为将来潜在的异地复制提供成熟案例。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2021-2023 年的归母净利润为 7.77/9.39/10.87 亿元，每股收益为 1.39/1.68/1.94 元（原 21-22 年预测 EPS 为 1.16/1.34）。根据可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 2021 年的 15 倍市盈率，对应目标价为 20.83 元，给予买入评级。

风险提示

- 环保设备销量不达预期；环保运营服务项目拓展不达预期。

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,005	7,642	8,685	9,935	10,456
同比增长(%)	-6.0%	9.1%	13.7%	14.4%	5.3%
营业利润(百万元)	564	724	920	1,114	1,292
同比增长(%)	3.5%	28.5%	27.1%	21.1%	15.9%
归属母公司净利润(百万元)	449	603	777	939	1,087
同比增长(%)	7.1%	34.4%	28.8%	20.8%	15.8%
每股收益(元)	0.80	1.08	1.39	1.68	1.94
毛利率(%)	17.8%	16.8%	18.6%	18.7%	18.8%
净利率(%)	6.4%	7.9%	8.9%	9.5%	10.4%
净资产收益率(%)	8.4%	9.2%	10.4%	11.5%	12.3%
市盈率	17.7	13.2	10.2	8.5	7.3
市净率	1.3	1.1	1.0	0.9	0.9

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04月20日)	14.2元
目标价格	20.83元
52周最高价/最低价	14.9/10.04元
总股本/流通A股(万股)	55,939/54,350
A股市值(百万元)	7,943
国家/地区	中国
行业	环保
报告发布日期	2021年04月20日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	11.97	5.41	30.85	33.72
相对表现	9.73	4.91	33.61	13.97
沪深300	2.24	0.5	-2.76	19.75



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
021-63325888*6070
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
香港证监会牌照：BMO306

相关报告

大固废全面布局，综合城市服务新星 2020-11-23

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。

盈利预测

我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下假设：

我们预测 2021-2023 年公司营业收入分别为 86.85/99.35/104.56 亿元（原预测值为 21-22 年 80.1/88.9 亿元）；归母净利润分别为 7.77/9.39/10.87 亿元（原预测值为 21-22 年 6.49/7.51 亿元）。公司 2021-2023 年营收和归母净利润的增长主要来自于：1）环保运营项目和热电运营项目产能爬坡带来的毛利率上升；2）碳中和下，余热锅炉的需求增长。

图 1：核心假设及盈利预测变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
核心假设						
生物质、燃机余热锅炉订单（亿元）	7.1	7.8		10.0	15.0	20.0
变动幅度				293.8%	723.2%	
环卫运营毛利率（%）	22.1%	23.9%		36%	38%	39%
变动幅度				14.4%	14.5%	
分产品盈利预测						
环保设备						
销售收入	1,612	1,702		1,849	2,286	2,773
变动幅度				14.7%	34.3%	
毛利率	17.1%	17.1%		16.9%	16.9%	16.9%
变动幅度				-0.2%	-0.2%	
环保运营服务						
销售收入	758	912		758	912	982
变动幅度				0.0%	0.0%	
毛利率	22.1%	23.9%		36.5%	38.4%	39.4%
变动幅度				14.4%	14.5%	
地方热电运营服务						
销售收入	1,855	2,062		1,855	2,062	2,062
变动幅度				0.0%	0.0%	
毛利率	25.2%	24.3%		25.2%	24.3%	24.3%
变动幅度				0.0%	0.0%	
其他业务						
销售收入	3,783	4,219		4,223	4,675	4,639
变动幅度				11.6%	10.8%	
毛利率	17.0%	16.7%		13.2%	13.2%	13.2%
变动幅度				-3.8%	-3.6%	
销售收入合计	8,008	8,895		8,685	9,935	10,456
变动幅度				8.5%	11.7%	
综合毛利率	19.4%	19.3%		18.6%	18.7%	18.8%
变动幅度				-0.8%	-0.6%	

数据来源：东方证券研究所

图 2：主要财务数据变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
营业收入	8,008	8,895		8,685	9,935	10,456
变动幅度				8.5%	11.7%	
营业利润	819	950	▲	920	1,114	1,292
变动幅度				12.4%	17.3%	
归属母公司净利润	649	751	▲	777	939	1,087
变动幅度				19.7%	25.0%	
每股收益（元）	1.16	1.34	▲	1.39	1.68	1.94
变动幅度				19.7%	25.2%	
毛利率（%）	19.40%	19.30%		18.61%	18.68%	18.83%
变动幅度				-0.8%	-0.6%	
净利率（%）	8.10%	8.40%	▲	8.95%	9.45%	10.40%
变动幅度				0.8%	1.1%	

数据来源：东方证券研究所

投资建议

公司 2017 年资产重组后战略转型，2020 年收入中环保设备、市政环保工程、地方热电运营占比分别为 25%、21%、19%。因此我们选取垃圾焚烧设备及运营板块公司伟明环保、瀚蓝环境，固废工程及运营公司高能环境，污泥及污水运营公司中持股份，热电运营公司联美控股为可比公司。我们预测 2021-2023 年公司 EPS 为 1.39/1.68/1.94 元。根据可比公司 2021 年 PE15x，给予目标价 20.83 元，给予“买入”评级。

表 1：可比公司估值情况

	最新价格（元）	每股收益（元）				PE（x）		
	2021/4/20	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
伟明环保	23.11	1.00	1.28	1.56	23.1	18.0	14.8	
联美控股	9.89	0.82	0.95	1.11	12.1	10.4	8.9	
瀚蓝环境	26.02	1.36	1.70	2.04	19.2	15.3	12.8	
中持股份	11.19	0.69	0.93	1.17	16.2	12.0	9.6	
高能环境	19.12	0.68	0.89	1.13	28.1	21.5	17.0	
最大值					28.1	21.5	17.0	
最小值					12.1	10.4	8.9	
平均数					19.7	15.4	12.6	
调整后平均					19.5	15.1	12.4	

数据来源：Wind 一致预期、东方证券研究所

风险提示

- **环保设备销量不达预期**：垃圾焚烧产能在一二三线城市趋于饱和，在四五线城市开始起步，可能每年新增垃圾焚烧产能不达预期，环保设备销量与新增垃圾焚烧产能增长保持一致，也存在不达预期的风险。

- **环保运营服务项目拓展及毛利率提升不达预期：**惠联垃圾扩容完成时间可能推迟，导致 2021 年的售电、售热收入不达预期；江西乐平一期投产时间可能推迟，吨上网电量可能不达预期，导致 2020 年的售电收入不达预期。同时，公司环保运营项目利润率提升取决于各环保项目间的协同效应，若协同效应不明显则导致毛利率提升不及预期。

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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,287	1,818	2,953	4,967	5,228	营业收入	7,005	7,642	8,685	9,935	10,456
应收票据、账款及款项融资	2,866	1,845	1,636	878	924	营业成本	5,761	6,362	7,069	8,079	8,487
预付账款	362	154	175	200	210	营业税金及附加	36	48	54	62	65
存货	1,074	895	1,309	1,335	1,317	营业费用	144	71	81	63	66
其他	172	2,934	1,215	1,334	1,384	管理费用及研发费用	633	665	756	835	774
流动资产合计	6,761	7,645	7,288	8,715	9,064	财务费用	(23)	9	1	(15)	(22)
长期股权投资	1,131	1,182	1,144	1,144	1,144	资产、信用减值损失	181	162	162	162	162
固定资产	1,810	1,808	3,048	4,662	5,356	公允价值变动收益	(0)	0	0	0	0
在建工程	1,219	1,525	1,424	860	987	投资净收益	250	311	311	311	311
无形资产	721	1,043	982	921	859	其他	42	87	47	53	56
其他	1,863	3,423	3,412	3,407	3,402	营业利润	564	724	920	1,114	1,292
非流动资产合计	6,744	8,981	10,011	10,994	11,748	营业外收入	34	24	36	36	36
资产总计	13,506	16,627	17,299	19,708	20,813	营业外支出	18	26	26	26	26
短期借款	1,240	1,381	81	947	879	利润总额	580	722	930	1,124	1,301
应付票据及应付账款	3,351	4,238	4,710	5,383	5,655	所得税	77	84	108	131	152
其他	1,558	1,984	2,859	2,985	3,038	净利润	503	638	822	993	1,150
流动负债合计	6,149	7,604	7,650	9,315	9,571	少数股东损益	54	35	45	54	63
长期借款	285	679	679	679	679	归属于母公司净利润	449	603	777	939	1,087
应付债券	88	0	0	0	0	每股收益(元)	0.80	1.08	1.39	1.68	1.94
其他	337	502	502	502	502						
非流动负债合计	710	1,181	1,181	1,181	1,181	主要财务比率					
负债合计	6,859	8,785	8,831	10,497	10,752		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	680	633	678	732	795	成长能力					
股本	559	559	559	559	559	营业收入	-6.0%	9.1%	13.7%	14.4%	5.3%
资本公积	194	34	34	34	34	营业利润	3.5%	28.5%	27.1%	21.1%	15.9%
留存收益	4,317	4,690	5,271	5,961	6,747	归属于母公司净利润	7.1%	34.4%	28.8%	20.8%	15.8%
其他	897	1,925	1,925	1,925	1,925	获利能力					
股东权益合计	6,647	7,842	8,468	9,212	10,060	毛利率	17.8%	16.8%	18.6%	18.7%	18.8%
负债和股东权益总计	13,506	16,627	17,299	19,708	20,813	净利率	6.4%	7.9%	8.9%	9.5%	10.4%
						ROE	8.4%	9.2%	10.4%	11.5%	12.3%
						ROIC	6.3%	7.0%	8.4%	9.5%	9.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	50.8%	52.8%	51.1%	53.3%	51.7%
净利润	503	638	822	993	1,150	净负债率	0.0%	5.1%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	147	200	390	624	852	流动比率	1.10	1.01	0.95	0.94	0.95
财务费用	(23)	9	1	(15)	(22)	速动比率	0.92	0.89	0.78	0.79	0.81
投资损失	(250)	(311)	(311)	(311)	(311)	营运能力					
营运资金变动	376	249	2,642	1,387	235	应收账款周转率	2.6	3.8	6.1	9.6	15.9
其它	89	108	(1)	0	0	存货周转率	4.4	6.3	6.4	6.1	6.4
经营活动现金流	842	893	3,542	2,677	1,904	总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
资本支出	(1,060)	(793)	(1,462)	(1,606)	(1,606)	每股指标(元)					
长期投资	534	(51)	43	0	0	每股收益	0.80	1.08	1.39	1.68	1.94
其他	(27)	(810)	508	311	311	每股经营现金流	1.51	1.60	6.33	4.79	3.40
投资活动现金流	(553)	(1,653)	(910)	(1,295)	(1,295)	每股净资产	10.67	12.89	13.93	15.16	16.56
债权融资	211	250	0	0	0	估值比率					
股权融资	(0)	(160)	0	0	0	市盈率	17.7	13.2	10.2	8.5	7.3
其他	307	(161)	(1,497)	632	(348)	市净率	1.3	1.1	1.0	0.9	0.9
筹资活动现金流	517	(71)	(1,497)	632	(348)	EV/EBITDA	11.7	8.6	6.1	4.7	3.8
汇率变动影响	0	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	14.8	11.0	8.7	7.3	6.3
现金净增加额	806	(830)	1,135	2,014	261						

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