

业绩符合预期，固废板块收入占比提升



核心观点

- 业绩符合预期，固废业务收入占比提升：**公司 2020 年实现营收 74.81 亿元，同比增长 21.45%，实现归母净利润 10.57 亿元，同比增长 15.87%。在一季度受疫情影响业绩大幅下滑的情况下全年净利润实现了双位数增长。公司收入的增长主要是由固废业务贡献，固废业务收入 40.39 亿元，同比增长 52.42%，收入占比提升至 53.98%。2020 年是公司固废处理工程的建设大年，垃圾焚烧发电项目投产规模达到 5450 吨/日，2021 年一季度新增投产 5100 吨/日，截至 3 月末，公司已投产生活垃圾焚烧规模为 22350 吨/日。佛山绿色工业服务中心（工业危废处理项目）也于 2020 年底投产。公司的生态环境产业链已涵盖固废、水务、燃气及新能源领域，其中在固废领域，已形成从垃圾分类、环卫清扫、垃圾收转运、焚烧发电、卫生填埋、渗滤液处理到飞灰处理、从源头到终端治理的纵向产业链优势。
- 未来两年仍有业绩增长的空间：**2020 年公司新增 3 个垃圾焚烧项目（规模总计 2550 吨/日），在环卫（新增年化合同 1.6 亿元）、餐厨垃圾污泥处理（餐厨 600 吨/日，废弃油脂 30 吨/日，污泥 200 吨/日）、生活垃圾转运（500 吨/日）等领域也均有新增项目。公司未来两年的业绩增长主要来源有两方面，一是 2020-2021 年最新投产的超过 10000 吨/日的垃圾焚烧发电项目负荷提升带来的内生增长，二是在建项目的逐步投产带来的业绩增量。公司现金流充裕，2020 年公司的经营性净现金流达到 19.56 亿元。

财务预测与投资建议

- 根据公司在手项目的建设进度，我们调整公司 2021-2022 年归母净利润分别为 13.16/15.48 亿元的盈利预测（前值分别为 12.50/12.91 亿元）。根据可比公司 2021 年 PE17x，给予目标价为 28.73 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					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,160	7,481	9,165	10,085	11,132
同比增长(%)	27.0%	21.5%	22.5%	10.0%	10.4%
营业利润(百万元)	1,066	1,297	1,616	1,900	2,234
同比增长(%)	-3.2%	21.7%	24.6%	17.6%	17.5%
归属母公司净利润(百万元)	913	1,057	1,316	1,548	1,819
同比增长(%)	4.5%	15.9%	24.5%	17.6%	17.5%
每股收益(元)	1.17	1.36	1.69	1.99	2.34
毛利率(%)	28.0%	29.6%	29.6%	30.5%	30.8%
净利率(%)	14.8%	14.1%	14.4%	15.3%	16.3%
净资产收益率(%)	14.7%	15.0%	16.1%	16.4%	16.7%
市盈率	22.0	19.0	15.2	12.9	11.0
市净率	3.1	2.7	2.3	2.0	1.7

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。

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。

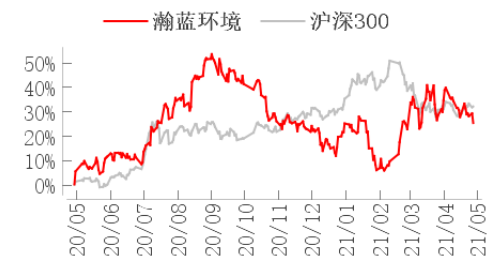
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

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。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月27日)	24.85元
目标价格	28.73元
52周最高价/最低价	31.1/19.39元
总股本/流通A股(万股)	77,855/77,855
A股市值(百万元)	19,347
国家/地区	中国
行业	环保
报告发布日期	2021年04月28日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-2.74	-2.39	15.59	25.53
相对表现	-3.86	-4.53	14.22	7.77
沪深300	1.12	2.14	1.37	17.76



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

疫情影响基本消除，在建项目稳步推进	2020-10-28
业绩符合预期，在建项目稳步推进，打造固废处理全产业链	2020-08-14
业绩符合预期，固废板块持续发力	2020-04-30

附录（可选项）

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格（元）	每股收益（元）			市盈率		
		2021/04/27	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
伟明环保	603568	22.89	1.00	1.28	1.57	22.88	17.94	14.61
玉禾田	300815	82.78	4.56	4.77	5.87	18.16	17.36	14.11
上海环境	601200	10.91	0.56	0.68	0.80	19.57	16.04	13.64
高能环境	603588	19.12	0.68	0.90	1.14	28.23	21.33	16.71
绿色动力	601330	8.47	0.36	0.53	0.66	23.44	15.96	12.91
深圳燃气	601139	6.88	0.47	0.56	0.65	14.61	12.34	10.55
调整后平均						21.00	17.00	14.00

数据来源：Wind，东方证券研究所

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	993	1,017	3,036	5,103	7,638	营业收入	6,160	7,481	9,165	10,085	11,132
应收票据、账款及款项融资	907	1,028	1,259	1,385	1,529	营业成本	4,435	5,268	6,450	7,009	7,699
预付账款	418	235	287	316	349	营业税金及附加	42	52	63	70	77
存货	355	554	678	736	809	营业费用	74	86	106	117	129
其他	592	878	945	982	1,025	管理费用及研发费用	441	601	736	760	783
流动资产合计	3,265	3,711	6,205	8,524	11,350	财务费用	224	324	374	407	427
长期股权投资	442	499	499	499	499	资产、信用减值损失	45	60	65	70	70
固定资产	4,589	5,596	7,099	8,118	8,750	公允价值变动收益	(1)	1	0	0	0
在建工程	4,238	4,069	3,824	3,073	2,471	投资净收益	56	80	120	120	160
无形资产	7,589	10,138	11,522	12,448	13,007	其他	112	127	127	127	127
其他	948	916	471	425	416	营业利润	1,066	1,297	1,616	1,900	2,234
非流动资产合计	17,805	21,218	23,414	24,563	25,143	营业外收入	54	20	0	0	0
资产总计	21,071	24,929	29,619	33,087	36,493	营业外支出	4	19	0	0	0
短期借款	1,272	1,158	1,158	1,158	1,158	利润总额	1,116	1,299	1,616	1,900	2,234
应付票据及应付账款	2,160	2,724	3,335	3,623	3,980	所得税	212	241	300	353	414
其他	3,264	3,912	3,912	3,912	3,912	净利润	904	1,058	1,316	1,548	1,819
流动负债合计	6,696	7,793	8,404	8,693	9,050	少数股东损益	(9)	0	0	0	0
长期借款	4,521	6,144	8,994	10,836	12,312	归属于母公司净利润	913	1,057	1,316	1,548	1,819
应付债券	1,005	919	917	917	917	每股收益(元)	1.17	1.36	1.69	1.99	2.34
其他	1,718	1,902	1,902	1,902	1,902						
非流动负债合计	7,244	8,965	11,813	13,655	15,131	主要财务比率					
负债合计	13,940	16,758	20,218	22,348	24,181		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	573	613	613	614	614	成长能力					
实收资本(或股本)	766	767	779	779	779	营业收入	27.0%	21.5%	22.5%	10.0%	10.4%
资本公积	1,479	1,488	1,715	1,715	1,715	营业利润	-3.2%	21.7%	24.6%	17.6%	17.5%
留存收益	4,260	5,147	6,294	7,632	9,204	归属于母公司净利润	4.5%	15.9%	24.5%	17.6%	17.5%
其他	52	156	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	7,131	8,170	9,401	10,739	12,312	毛利率	28.0%	29.6%	29.6%	30.5%	30.8%
负债和股东权益总计	21,071	24,929	29,619	33,087	36,493	净利率	14.8%	14.1%	14.4%	15.3%	16.3%
						ROE	14.7%	15.0%	16.1%	16.4%	16.7%
						ROIC	7.8%	8.0%	8.1%	7.9%	8.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	66.2%	67.2%	68.3%	67.5%	66.3%
净利润	904	1,058	1,316	1,548	1,819	净负债率	93.7%	108.1%	102.7%	87.8%	68.0%
折旧摊销	776	961	983	1,173	1,290	流动比率	0.49	0.48	0.74	0.98	1.25
财务费用	224	324	374	407	427	速动比率	0.43	0.41	0.66	0.90	1.16
投资损失	(56)	(80)	(120)	(120)	(160)	营运能力					
营运资金变动	774	42	135	38	66	应收账款周转率	9.3	7.7	8.0	7.6	7.6
其它	(1,298)	(349)	329	0	0	存货周转率	16.6	11.6	10.5	9.9	10.0
经营活动现金流	1,324	1,956	3,018	3,045	3,442	总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
资本支出	(3,659)	(3,705)	(3,579)	(2,323)	(1,869)	每股指标(元)					
长期投资	(27)	(57)	0	0	0	每股收益	1.17	1.36	1.69	1.99	2.34
其他	(269)	53	35	120	160	每股经营现金流	1.73	2.55	3.88	3.91	4.42
投资活动现金流	(3,955)	(3,709)	(3,543)	(2,203)	(1,709)	每股净资产	8.42	9.71	11.29	13.01	15.03
债权融资	943	2,309	2,848	1,841	1,476	估值比率					
股权融资	(74)	9	239	0	0	市盈率	22.0	19.0	15.2	12.9	11.0
其他	1,523	(551)	(543)	(616)	(673)	市净率	3.1	2.7	2.3	2.0	1.7
筹资活动现金流	2,393	1,767	2,544	1,225	803	EV/EBITDA	14.0	11.2	9.7	8.3	7.3
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	22.4	17.8	14.5	12.5	10.8
现金净增加额	(237)	14	2,019	2,067	2,535						

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