



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

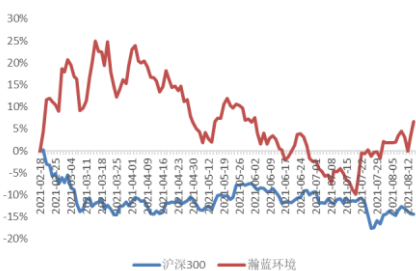
## 增持 (维持)

行业： 环保行业  
日期： 2021年08月20日  
分析师： 熊雪珍  
Tel: 021-53686180  
E-mail: xiongexuezen@shzq.com  
SAC 编号: S0870519080002

### 基本数据 (2021H1)

报告日股价 (元)	23.59
12mth A 股价格区间 (元)	19.85/30.78
总股本 (百万股)	815.35
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	192.34

### 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



### 相关报告:

## 产能释放助力业绩稳健增长, “大固废”业务格局进一步夯实

### ■ 事件

公司发布 2021 年半年度报告, 公司 2021 年上半年实现营业收入 45.51 亿元, 较去年同比增长 45.11%; 上半年实现归母净利润 6.27 亿元, 较去年同比增长 36.02%; 实现扣非归母净利润 6.09 亿元, 较去年同比增长 34.9%。

### ■ 点评

#### 产能释放助力业绩稳健增长, 固废处理业务成为公司核心增长动力

固废处理业务上半年实现主营业务收入 24.04 亿元, 占公司主营业务收入的 53.81%, 同比增长 44.25%; 实现净利润为 3.68 亿元, 占公司净利润的 58.54%, 同比增长 34.39%。2021H1 公司新增垃圾焚烧处理规模 5700 吨/日, 垃圾焚烧量同比增长 56.83% 至 434.47 万吨, 餐厨垃圾处理量同比增长 133.84% 至 12.36 万吨, 工业危废处理量同比增长 212.08% 至 4.28 万吨, 受益于新产能投产, 协同效应和产能利用率提升, 在去年低基数背景下, 固废板块营业收入同比增长 44.25% 至 24.04 亿元。截至 6 月底, 公司焚烧项目在运规模 (含试运营) 达 2.46 万吨/日, 在建 4050 吨/日, 筹建 2250 吨/日, 后续产能投放保障业绩增长。

#### 公司持续推进“大固废”战略, 强化业务协同优势

公司通过收购深圳国源环境布局环卫业务, 公司上半年新增环卫合同年化金额约 9100 万元, 进一步提升了前端收运-终端处理的协同优势。公司在固废处理领域, 具备固废处理纵横一体化产业链, 建成的南海固废处理环保产业园以垃圾焚烧发电项目为能源核心, 配置生活垃圾转运、污泥、餐厨垃圾、渗滤液、飞灰等完整的生活垃圾处理设施, 以高效协同的方式, 实现生活垃圾的无害化处理、资源化循环利用。公司持续推进“大固废”战略, 业务格局进一步夯实。

#### 燃气、水务轻资产运营, 贡献稳定现金流

公司燃气、水务立足佛山市南海区, 逐步转向轻资产运营。燃气业务上半年实现主营业务收入 13.97 亿元, 占公司主营业务收入的 31.28%, 同比增长 71.21%。主要系去年底顺利完成佛山市南海区建筑陶瓷企业清洁能源改造工程, 上半年新增陶瓷企业用气量约 1 亿方所致。供水业务营收同比增长 14.15%, 排水业务受益于污水处理费收入增值税税率下调, 同比增长 7.06%。公司当前正积极推进金沙厂二期等 5 个扩建项目, 合计总规模 9 万方/日的, 完成通水目标后有望成为新的利润增长点。

#### 公司费用管控良好, 现金流显著改善

2021H1 公司毛利率为 28.84%, 同比略降 0.73pct, 净利率为 13.81%,

同比降低 0.76pct。费用端 2021H1 公司期间费用率为 12.66%，同比降低 1.09pct。其中，销售、管理、财务费用率分别同比下降 0.09pct、0.51pct、0.19pct，整体费用管控良好。现金流方面，2021H1 公司经营现金流量净额为 10.7 亿元，同比增长 94.55%，显著改善，主要考虑系收入增长且去年同期受疫情影响政府支付结算进度延迟所致。

### ■ 盈利预测

我们预计公司 2021 年-2023 年的归母净利润分别为 12.54 亿元、15.13 亿元、17.88 亿元，同比增长 18.58%、20.64%、18.21%。EPS 分别为 1.54 元/股、1.86 元/股、2.19 元/股。对应 PE 分别为 15.32x、12.68x。未来六个月内，维持“增持”评级。

### ■ 风险提示

行业政策推进不达预期；项目进度不达预期风险；竞争激烈导致毛利率下降风险等

### ■ 数据预测与估值

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7481.44	9152.73	10415.42	11752.84
年增长率	21.45%	22.34%	13.80%	12.84%
归属于母公司的净利润	1057.48	1253.92	1512.79	1788.25
年增长率	15.87%	18.58%	20.64%	18.21%
每股收益（元）	1.35	1.54	1.86	2.19
市盈率（X）	17.47	15.34	12.71	10.76

数据来源：Wind，上海证券研究所（2021 年 8 月 16 日收盘价）

**■ 附表**
**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1017	2746	3125	3526
应收票据及应收账款	1028	1257	1427	1610
存货	554	681	780	889
其他流动资产	576	576	576	576
长期股权投资	499	499	499	499
投资性房地产	1	1	1	1
固定资产和在建工程	9668	10042	10215	10354
无形资产和开发支出	10138	11416	12438	13511
其他非流动资产	180	180	180	180
<b>资产总计</b>	<b>24929</b>	<b>28790</b>	<b>30724</b>	<b>32727</b>
短期借款	1158	2812	2909	2504
应付票据及应付账款	2724	3339	3775	4246
长期借款	6144	6144	6144	6144
其他负债	6733	7022	6910	7059
<b>负债合计</b>	<b>16758</b>	<b>19317</b>	<b>19738</b>	<b>19953</b>
股本	767	815	815	815
资本公积	1488	1488	1488	1488
留存收益	5147	6401	7913	9702
归属母公司股东权益	7557	8860	10373	12161
少数股东权益	613	613	613	613
<b>股东权益合计</b>	<b>8170</b>	<b>9473</b>	<b>10986</b>	<b>12774</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>24929</b>	<b>28790</b>	<b>30724</b>	<b>32727</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动产生现金流量	1956	2850	2662	3245
投资活动产生现金流量	-3709	-2391	-1912	-1978
筹资活动产生现金流量	1767	1270	-371	-866
<b>现金流量净额</b>	<b>14</b>	<b>1729</b>	<b>379</b>	<b>401</b>

数据来源: Wind 上海证券研究所

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>7481</b>	<b>9153</b>	<b>10415</b>	<b>11753</b>
营业成本	5268	6458	7301	8211
营业税金及附加	52	63	72	81
销售费用	86	105	118	132
管理费用	490	531	604	682
研发费用	111	135	154	174
财务费用	324	376	380	362
资产减值损失	-26	-9	-8	-8
投资收益	80	0	0	0
公允价值变动损益	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1297</b>	<b>1475</b>	<b>1780</b>	<b>2104</b>
营业外收支净额	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1299</b>	<b>1475</b>	<b>1780</b>	<b>2104</b>
所得税	241	221	267	316
净利润	1058	1254	1513	1788
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>1057</b>	<b>1254</b>	<b>1513</b>	<b>1788</b>

**比率分析**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	29.58%	29.44%	29.90%	30.13%
净利率	14.13%	13.70%	14.52%	15.22%
ROE	14%	14%	15%	15%
资产负债率	67%	67%	64%	61%
流动比率	0.48	0.57	0.62	0.68
速动比率	0.35	0.45	0.49	0.54
总资产周转率	0.30	0.32	0.34	0.36
应收账款周转率	7	7	7	7
存货周转率	10	9	9	9

## 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指数表现的看法。

买入 股价表现将强于基准指数 20%以上

增持 股价表现将强于基准指数 5-20%

中性 股价表现将介于基准指数±5%之间

减持 股价表现将弱于基准指数 5%以上

无评级 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级

**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指数表现的看法。

增持 行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数

中性 行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平

减持 行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

## 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。