

英科再生 (688087.SH)

再生塑料赛道先行者，渠道优势加码 rPET 市场

公司评级	买入
当前价格	100.68 元
合理价值	112.41 元
报告日期	2021-08-22

核心观点:

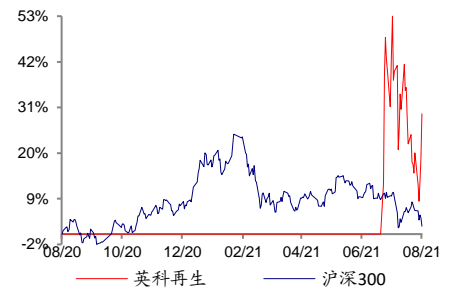
- **2021 年 H1 扣非业绩同比增长 232%，持续提供稳定现金流。** 公司发布 2021 半年报，上半年实现营收 9.04 亿元（同比+33.93%）、归母净利润 1.13 亿元（同比+1.28%）。在扣除去年口罩代工收入影响后，实现扣非归母净利润 1.13 亿元（同比+232%），再生塑料主业增势强劲。公司现金流稳定、高周转的商业模式优势凸显，上半年实现经营性现金流净额 1.43 亿元（净现比达 1.26），半年度摊薄 ROE 可达 10.60%。
- **PS 再生塑料量价齐升促成长，渠道优势显著加码 rPET 蓝海市场。** 公司 2021H1 分别实现“环保塑料成品框”、“再生 PS 线条”和“PS 塑料粒子”收入 5.07、2.24 和 1.47 亿元，合计占总收入 97%，其中高附加值的成品框及 PS 线条毛利率可达 32%和 33%，远高于粒子的 20%。公司通过回收设备建立渠道壁垒，深度绑定全球 400 家回收商，率先打通再生塑料全产业链布局。而 PET 回收、销售渠道与 PS 共通，并且公司已完成 PET 回收设备技术储备，伴随马来西亚 5 万吨/年 rPET 项目后续落地，公司全产业链布局及渠道优势有望持续显现。
- **高额研发投入铸造技术壁垒，员工持股平台深度绑定员工利益。** 公司上半年持续加大研发力度，研发费用支出 0.41 亿元（同比+27.40%，研发费率达 4.52%），新增成果申请专利、著作权等知识产权 556 个，增厚企业技术优势。此外公司旗下英翔投资、英萃投资、宁波英鸿、宁波英麒 4 大员工持股平台，截至 2020 年末合计持有 5.64% 的股份。公司高管通过员工持股平台持有公司股份，员工利益深度绑定成长。
- **盈利预测及投资建议：循环经济优质赛道下的先行者，全产业链优势显著，首次覆盖给予“买入”评级。** 我们预计公司 2021 至 2023 年实现归母净利润 2.49/3.68/5.51 亿元，对应最新 PE 为 53.7/36.4/24.3 倍。国内稀缺的再生塑料全产业链布局者，全球 920 万吨/年食品级 rPET 需求释放。参考公司增速、先发优势和行业空间潜力，给予 2021 年 60 倍 PE，对应合理价值 112.41 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。** 项目建设不及预期风险；塑料回收政策变动风险。

盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,273	1,699	2,076	2,904	3,983
增长率 (%)	8.3	33.5	22.2	39.9	37.2
EBITDA (百万元)	174	341	372	505	721
归母净利润 (百万元)	95	217	249	368	551
增长率 (%)	8.7	128.2	14.7	47.9	49.4
EPS (元/股)	0.98	2.18	1.87	2.77	4.14
市盈率 (P/E)	-	-	53.74	36.35	24.33
ROE (%)	13.5	22.5	12.8	15.9	19.2
EV/EBITDA	0.67	0.04	35.51	26.03	18.04

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

相对市场表现



分析师:

郭鹏



SAC 执证号: S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师:

许洁



SAC 执证号: S0260518080004

SFC CE No. BNU965



021-38003625



xujie@gf.com.cn

相关研究:

英科再生 (688087.SH): 塑料 2021-07-08

再生先行者，全产业链布局优势显著

联系人:

陈龙 021-38003624

shchenlong@gf.com.cn

目录索引

一、扣非业绩同比增长 232%，持续提供稳定现金流.....	4
二、再生制品支撑毛利，全球&全产业链筑造护城河.....	6
三、高研发投入巩固优势，员工持股平台绑定员工利益.....	8
四、盈利预测和投资建议.....	9
五、风险提示.....	11

图表索引

图 1: 公司 2021H1 营收同比增长 33.9%.....	4
图 2: 公司 2021H1 扣非归母净利润同比增长 232.0%.....	4
图 3: 2021H1 公司毛利率为 30.7%.....	4
图 4: 2021H1 公司销售费用为 0.40 亿元.....	5
图 5: 2021H1 公司期间费用率下降 1.6pct 至 15.6%.....	5
图 6: 2021H1 公司现金收现与营收的比值为 109%.....	5
图 7: 2021H1 经营性现金净额与业绩的比值为 126%.....	5
图 8: 2021H1 公司经营性现金流净额达 1.43 亿元.....	5
图 9: 2021H1 实现 7.31 亿元再生 PS 制品收入.....	6
图 10: 2021H1 再生 PS 制品收入占比为 80.9%.....	6
图 11: 2021H1 线条毛利率为 33.6%.....	6
图 12: 2021H1 再生 PS 制品贡献 85.1%的毛利.....	6
图 13: 英科再生已实现塑料循环利用全产业链业务, 5 万吨/年再生 PET 粒子项目正在建设中.....	7
图 14: 公司已建立全球性的塑料回收、生产、销售网络.....	7
图 15: 2021H1 研发费用同比上升 27.4%.....	8
图 16: 2021H1 研发人员占比上升 3.3pct 至 14.0%.....	8
图 17: 2021H1 公司新增获得知识产权 556 项.....	8
图 18: 截至 2021H1 公司已获知识产权 1157 项.....	8
图 19: 公司高管、核心技术人员持股情况 (截至 2020/12/31).....	9
表 1: 公司总经理、总工程师等高管、核心技术人员合计持有公司 2.59%的股份 (截至 2020/12/31).....	9
表 2: 英科再生收入拆分 (单位: 百万元).....	10
表 3: 英科再生同业对比 (收盘价日期: 2021/8/19).....	11

一、扣非业绩同比增长 232%，持续提供稳定现金流

受益于订单增长和新品研发推广，公司2021年H1扣非业绩达同比增长232.0%。公司发布2021年半年度报告，上半年实现营业收入9.04亿元（同比+33.9%）、扣非归母净利润1.13亿元（同比+232.0%），扣费业绩实现大幅增长主要由于摒弃疫情影响后订单大幅上升以及新产品、新项目的研发推广。从利润率水平来看，2021H1公司毛利率为30.7%，整体保持稳健。

图 1：公司2021H1营收同比增长33.9%

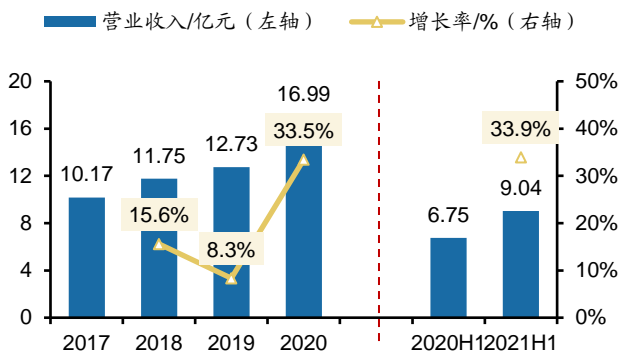
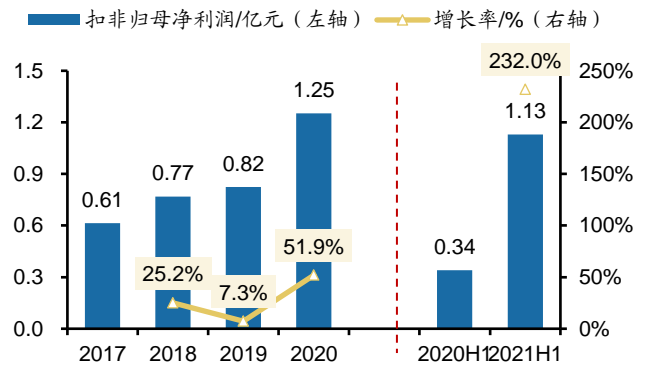


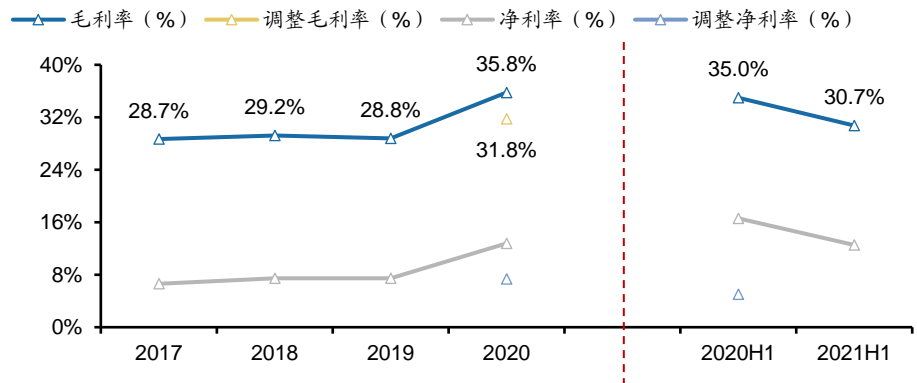
图 2：公司2021H1扣非归母净利润同比增长232.0%



数据来源：公司定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：公司定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

图 3：2021H1公司毛利率为30.7%

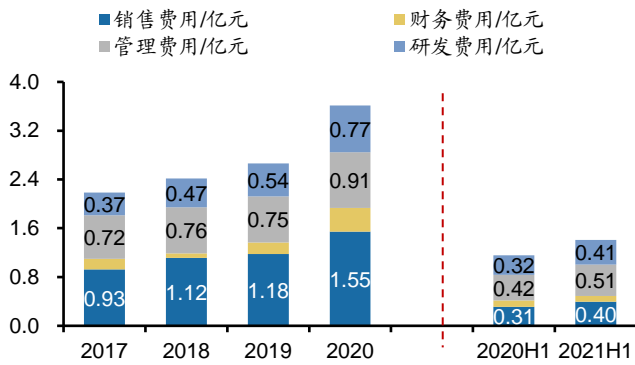


数据来源：公司定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

备注：调整毛利率为扣除2020年一次性业务（防护面罩业务）后的毛利率。调整净利率为扣除非经常性损益后的净利润/营业收入。

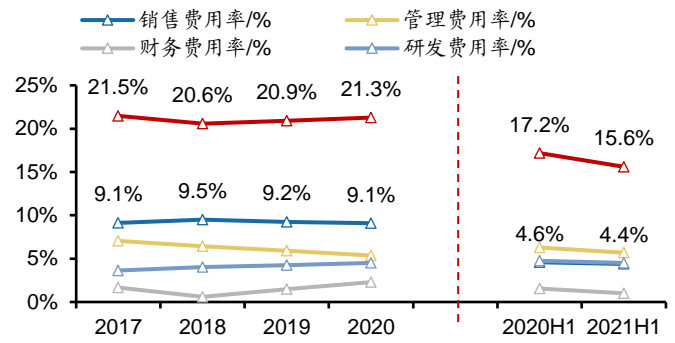
2021年上半年期间费用率为15.6%，同比下降1.6个pct。公司2021年上半年管理费用率为5.7%（同比-0.6个pct），财务费用率为1.0%（同比-0.5个pct），销售费用率为4.4%（同比-0.2个pct），均低于营业收入增速，公司期间费用控制得当。此外2020年上半年公司研发费率保持在4.5%左右（同比-0.2pct），高研发投入助力公司高成长。

图 4: 2021H1公司销售费用为0.40亿元



数据来源: 公司定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

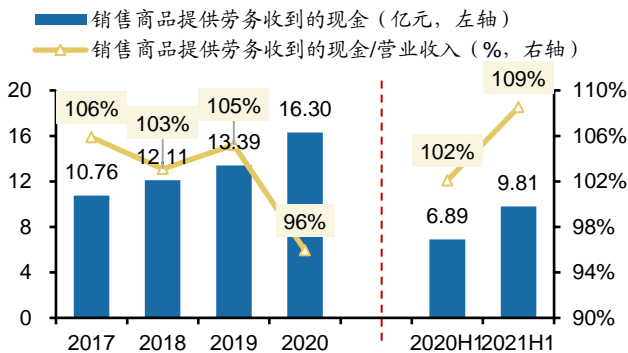
图 5: 2021H1公司期间费用率下降1.6pct至15.6%



数据来源: 公司定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

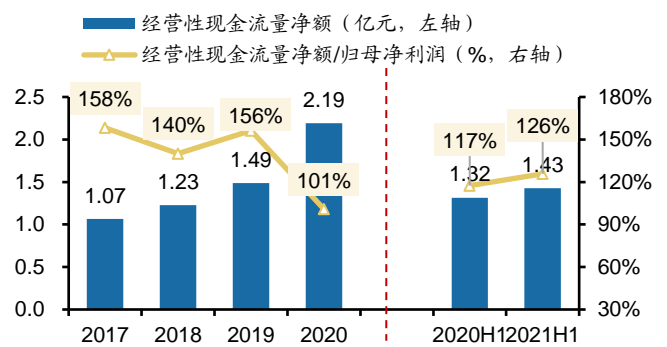
净现比与收现比均在1以上, 公司现金流情况良好。受益于公司后端再生PS制品业务(环保塑料成品框和再生PS线条)带来的高收入, 公司2021上半年经营性现金流净额达1.43亿元(同比+8.4%), 净现比(经营性现金流净额和归母净利润的比值)高达126%, 收现比(现金收现与营收的比值)高达109%, 现金流情况良好, 支撑新项目投资能力强。2021上半年投资活动现金流量净额增加较多主要系主要系报告期内购买设备、建设厂房支付的现金增加。

图 6: 2021H1公司现金收现与营收的比值为109%



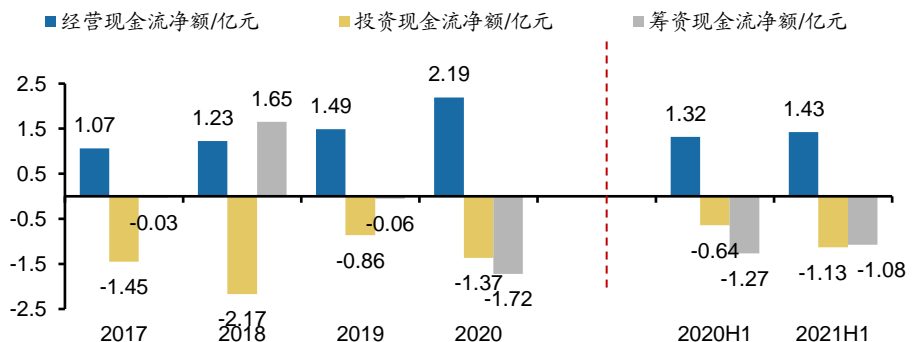
数据来源: 公司定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

图 7: 2021H1经营性现金净额与业绩的比值为126%



数据来源: 公司定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

图 8: 2021H1公司经营性现金流净额达1.43亿元

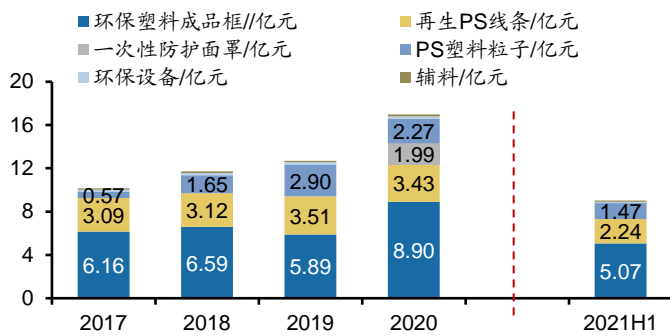


数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

二、再生制品支撑毛利，全球&全产业链筑造护城河

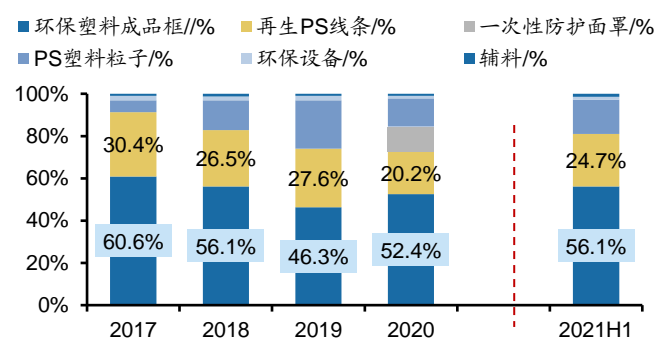
2021H1再生PS制品合计实现7.31亿元营收，贡献85.1%以上公司毛利。分业务看，公司营收主要来自具有强消费属性的再生PS制品（环保塑料成品框和再生PS线条），2021H1合计实现营收7.31亿元（5.07和2.24亿元），合计占总营收的80.9%；此外再生塑料粒子和回收设备业务分别实现营收1.47和0.12亿元。从毛利率看，2021H1环保塑料成品框和再生PS线条等再生PS制品毛利率达31.8%和33.6%，由于其高毛利率，2021H1再生PS制品贡献85.1%的毛利。

图 9：2021H1实现7.31亿元再生PS制品收入



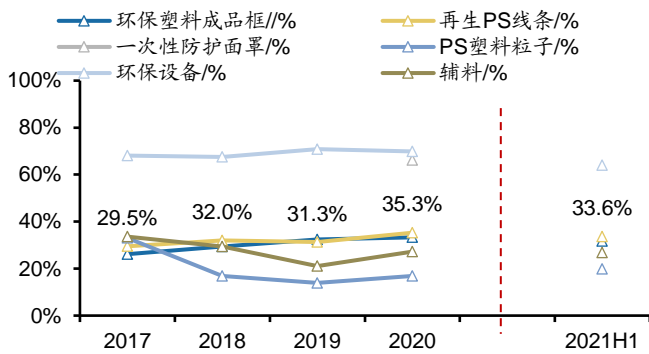
数据来源：公司定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

图 10：2021H1再生PS制品收入占比为80.9%



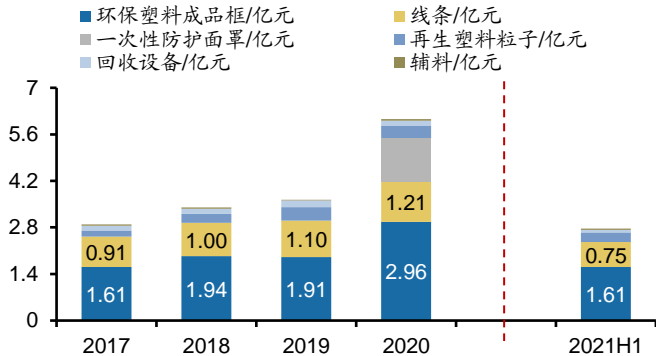
数据来源：公司定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

图 11：2021H1线条毛利率为33.6%



数据来源：公司定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

图 12：2021H1再生PS制品贡献85.1%的毛利



数据来源：公司定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

公司为塑料回收、再生、利用、销售全产业链服务商，5万吨/年再生PET项目正在建设中。公司打通“塑料回收—塑料再生—再生塑料制品—循环回收”全产业链业务，全产业链渠道优势下，2020年已实现再生PS粒子产能9.72万吨/年。此外根据公司2021年半年度报告，公司将横向拓展再生PET业务，目前正在投资建设马来西亚5万吨/年再生PET粒子项目，截至2021H1该项目已经完成生产设备、研发检测仪器选型和部分设备的安装调试，建成后预计可年回收处理PET瓶砖5万吨，年销售3万吨食品级PET粒子和1.5万吨食品级PET卷材，高回收价值的PET预计将进一步增厚公司利润。

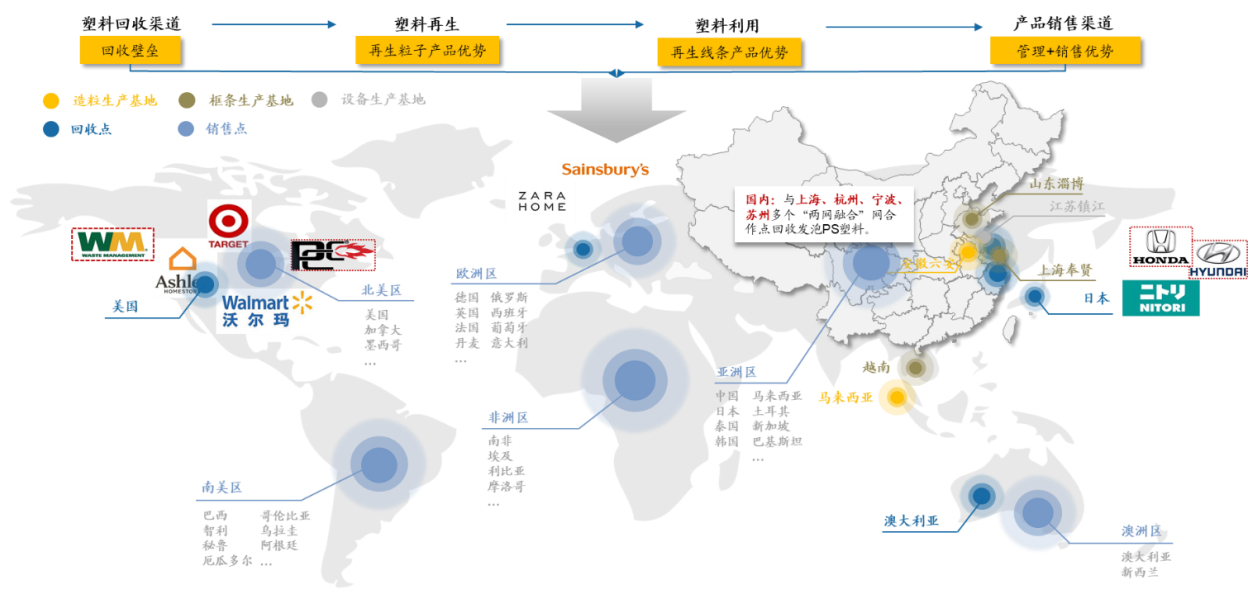
图 13: 英科再生已实现塑料循环利用全产业链业务, 5万吨/年再生PET粒子项目正在建设中



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

公司回收和销售渠道遍布全球, 先发及渠道优势下将占据再生塑料蓝海市场先机。截至2021H1公司自行研发的回收设备已经在全球超过50个国家应用, 公司主要再生PS粒子产能位于马来西亚, 国内拥有山东淄博、上海奉贤、安徽六安三大再生框条生产基地和江苏镇江再生设备生产基地, 同时越南框条基地也正在建设中。公司已经建立了遍布全球的优质客户资源体系, 主要客户包括沃尔玛、nitori等国际知名企业, 先发及渠道优势显著, 有望占据再生塑料蓝海市场先机。

图 14: 公司已建立全球性的塑料回收、生产、销售网络

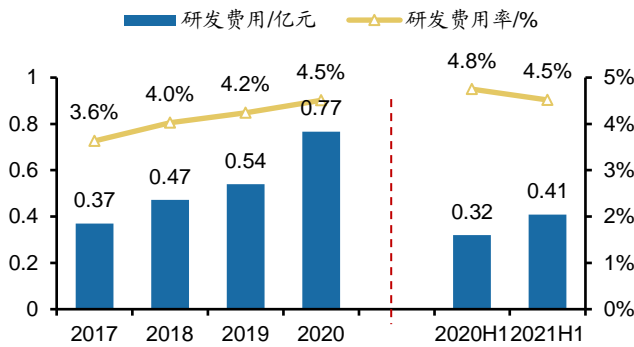


数据来源: 公司定期报告, 英科再生公司官网, 广发证券发展研究中心

三、高研发投入巩固优势，员工持股平台绑定员工利益

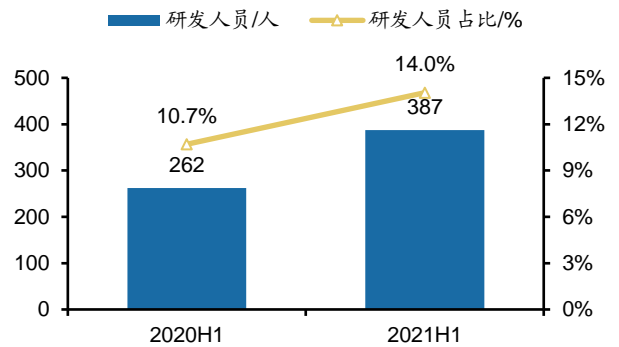
持续高研发投入巩固技术优势，2021H1研发费用同比上升27.4%。作为研发驱动的高新技术企业，2021H1公司研发费用为0.41亿元(同比+27.4%)，研发费率为4.5%。公司组建了专业的研发技术团队，截止2021H1公司研发人员共387名(同比+47.7%)，占有所有员工的14.0%(同比+3.3pct)。截至2021H1，公司已获得专利、著作权等知识产权等1157项，其中2021H1新增556项，持续高研发投入巩固技术优势。

图 15: 2021H1研发费用同比上升27.4%



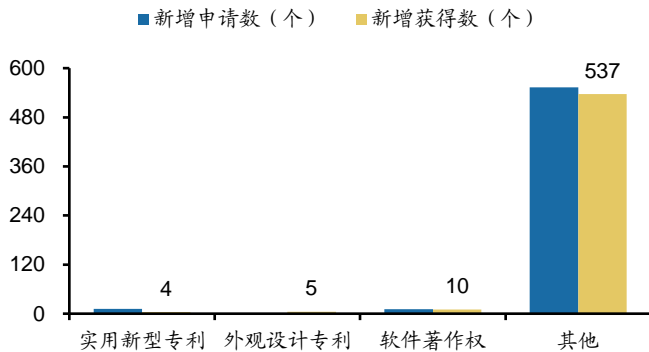
数据来源: 公司定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

图 16: 2021H1研发人员占比上升3.3pct至14.0%



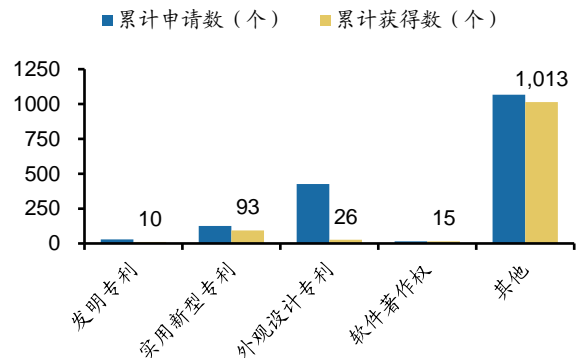
数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图 17: 2021H1公司新增获得知识产权556项



数据来源: 公司定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

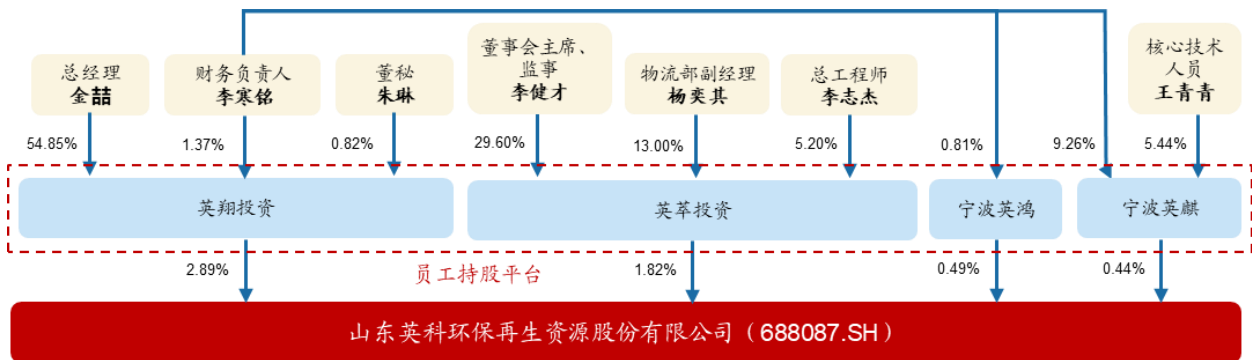
图 18: 截至2021H1公司已获知识产权1157项



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

截至2021年底公司旗下4大员工持股平台共计持有5.64%股份,高管和核心技术人员合计持股2.59%。公司旗下有英翔投资、英萃投资、宁波英鸿、宁波英麒4大员工持股平台,截至2021H1合计持有5.64%的股份,公司高管通过员工持股平台持有公司股份,提高公司的积极性和凝聚力,其中总经理金喆、原销售部经理和监事会主席李健才、物流部副经理、董事杨奕其分别持有公司1.59%、0.54%和0.24%的股份,截至2021H1公司高管和核心技术人员合计持有2.59%的股份。

图 19: 公司高管、核心技术人员持股情况 (截至2020/12/31)



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

表 1: 公司总经理、总工程师等高管、核心技术人员合计持有公司2.59%的股份 (截至2020/12/31)

职位	姓名	持股比例
总经理、董事	金喆	1.59%
原料销售部经理、监事会主席、监事	李健才	0.54%
物流部副经理、董事	杨奕其	0.24%
总工程师	李志杰	0.09%
财务负责人	李寒铭	0.08%
核心技术人员	王青青	0.02%
董事会秘书	朱琳	0.02%
合计		2.59%

数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

核心假设:

(1) 假设PS粒子产能维持2020年不变为9.72万吨/年, 2021-2023年产能利用率分别为66%、80%和90%, 外购粒子量增长假设为5%, 由于公司大量粒子用于自用, 假设2021-2023自用率为60%, 产销率为40%。

(2) 根据再生PS制品和再生PS粒子产销之间的勾稽关系, 假设2021-2023年线条自用率为45%、46%和47%, 线条产量和再生PS粒子自用量的比值增长率为5%、6%、7%, 比值为3.19、3.38、3.62千米/吨; 假设2021-2023年成品框销售量和线条自用量的比值增长率为3%, 比值为819.76、844.35、869.68片/千米。

(3) 假设5万吨/年马来西亚PET项目今年投产, 2021-2023年产能利用率分别为50%、80%和90%, 产销率分别为60%、90%和90%, 根据S&P Platts披露的2019-2020年食品级r-PET价格均价在1500美金/t, 假设2021-2023年r-PET均价为10000元/吨。

(4) 假设安徽六安10万吨/年PET募投项目于2023年投产, 2023年产能利用率为60%, 产销率为60%, 由于产品预期也是全球销售, 假设r-PET均价为10000元/吨。

(5) 假设2021-2022年回收设备产能增长率为10%，产能利用率为80%和90%，产销率为95%；假设江苏镇江1000台/年PS塑料回收设备募投项目于2023年投产，2023年产能利用率为70%，产销率为70%。

(6) 2022年起再生塑料粒子中包括毛利率更高的再生PET粒子，2021-2023年假设再生塑料粒子毛利率为17%、20%和22%，环保塑料成品框毛利率为33.5%、35%和36%，线条毛利率为35.5%、36.5%和37.5%，回收设备毛利率为70%、70%和60%，辅料毛利率为30%。

表 2: 英科再生收入拆分 (单位: 百万元)

	合计					
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入/百万元	1174.97	1273.00	1698.93	2076.28	2903.72	3982.92
营收增速/%		8.34%	33.46%	22.37%	39.85%	37.17%
营业成本/百万元	831.76	906.83	1090.48	1416.14	1969.46	2666.00
毛利润/百万元	340.17	363.61	606.20	660.14	934.27	1316.91
毛利率/%	28.95%	28.56%	35.68%	31.79%	32.17%	33.06%
其中: 环保塑料成品框						
营业收入/百万元	658.96	589.33	890.23	1214.06	1575.91	1961.70
营收增速/%		-10.57%	51.06%	36.38%	29.80%	24.48%
营业成本/百万元	465.38	398.18	593.82	807.35	1024.34	1255.49
毛利润/百万元	193.58	191.14	296.41	406.71	551.57	706.21
毛利率/%	29.38%	32.43%	33.30%	33.50%	35.00%	36.00%
其中: 线条						
营业收入/百万元	311.73	350.72	343.16	462.49	559.31	648.07
营收增速/%		12.51%	-2.16%	34.78%	20.93%	15.87%
营业成本/百万元	211.83	240.92	222.09	298.31	355.16	405.04
毛利润/百万元	99.90	109.80	121.06	164.19	204.15	243.03
毛利率/%	32.05%	31.31%	35.28%	35.50%	36.50%	37.50%
其中: 一次性防护面罩						
营业收入/百万元			198.80	0.00	0.00	0.00
营收增速/%						
营业成本/百万元			67.29	0.00	0.00	0.00
毛利润/百万元			131.52	0.00	0.00	0.00
毛利率/%			66.15%	0.00%	0.00%	0.00%
其中: 再生塑料粒子						
营业收入/百万元	164.93	290.47	226.61	343.92	698.93	1177.03
营收增速/%		76.12%	-21.99%	51.77%	103.22%	68.40%
营业成本/百万元	137.13	250.04	188.52	285.46	559.15	918.08
毛利润/百万元	27.80	40.43	38.08	58.47	139.79	258.95
毛利率/%	16.85%	13.92%	16.81%	17.00%	20.00%	22.00%
其中: 回收设备						

营业收入/百万元	21.57	27.78	20.64	35.10	44.74	166.31
营收增速/%		28.77%	-25.69%	70.04%	27.46%	271.75%
营业成本/百万元	7.01	8.10	6.21	10.53	13.42	66.53
毛利润/百万元	14.56	19.68	14.43	24.57	31.32	99.79
毛利率/%	67.51%	70.84%	69.90%	70.00%	70.00%	60.00%
其中：辅料						
营业收入/百万元	14.74	12.15	17.25	20.70	24.84	29.81
营收增速/%		-17.60%	42.01%	20.00%	20.00%	20.00%
营业成本/百万元	10.41	9.59	12.55	14.49	17.39	20.86
毛利润/百万元	4.33	2.56	4.70	6.21	7.45	8.94
毛利率/%	29.39%	21.08%	27.24%	30.00%	30.00%	30.00%

数据来源：Wind，招股说明书，广发证券发展研究中心

备注：2018-2020 年再生塑料粒子业务中包含再生 PS 塑料粒子和少量再生 PE、PP 粒子，2021 年起其中还包括再生 PET 粒子。

循环经济优质赛道下的先行者，全产业链优势显著，首次覆盖给予“买入”评级。我们预计公司2021至2023年实现归母净利润2.49/3.68/5.51亿元，对应最新PE为53.7/36.4/24.3倍。国内稀缺的再生塑料全产业链布局者，全球920万吨/年食品级rPET需求持续释放，参考公司增速、先发优势和行业空间潜力，给予2021年60倍PE，对应合理价值112.41元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 3：英科再生同业对比（收盘价日期：2021/8/20）

公司代码	公司名称	市值/亿元	最新收盘价 元/股	PE 倍				归母净利润/亿元			
				2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E
002340.SZ	格林美	543.89	11.37	27.48	81.06	44.15	33.04	7.35	4.13	12.32	16.46
300384.SZ	三联虹普	82.48	26.05	31.10	27.97	42.52	34.51	1.84	1.68	1.94	2.39

数据来源：同业对比公司盈利预测来自 Wind 一致预测

五、风险提示

项目建设不及预期风险，塑料回收政策变动风险等。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	529	584	869	1,165	1,524
货币资金	191	89	236	325	436
应收及预付	159	265	333	425	527
存货	148	207	272	378	511
其他流动资产	30	23	28	38	49
非流动资产	679	752	1,471	1,638	1,908
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	421	450	920	1,118	1,323
在建工程	133	172	412	372	428
无形资产	89	97	106	115	123
其他长期资产	36	33	33	33	33
资产总计	1,207	1,336	2,339	2,803	3,431
流动负债	451	329	353	448	526
短期借款	159	83	47	52	30
应付及预收	139	165	205	258	313
其他流动负债	154	82	102	138	184
非流动负债	52	40	40	40	40
长期借款	25	11	11	11	11
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	27	29	29	29	29
负债合计	503	369	393	488	566
股本	97	100	133	133	133
资本公积	104	157	854	854	854
留存收益	497	715	964	1,332	1,883
归属母公司股东权益	704	967	1,946	2,315	2,865
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	1,207	1,336	2,339	2,803	3,431

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	149	219	268	352	521
净利润	95	217	249	368	551
折旧摊销	54	58	95	97	114
营运资金变动	-17	-105	-77	-118	-147
其它	17	49	0	4	4
投资活动现金流	-86	-137	-810	-265	-385
资本支出	-165	-150	-811	-266	-386
投资变动	45	0	0	0	0
其他	34	13	1	1	1
筹资活动现金流	-6	-172	690	3	-25
银行借款	476	170	-36	6	-23
股权融资	24	50	730	0	0
其他	-506	-392	-4	-3	-3
现金净增加额	60	-113	147	89	111
期初现金余额	131	191	89	236	325
期末现金余额	191	78	236	325	436

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	8.3%	33.5%	22.2%	39.9%	37.2%
营业利润增长	15.8%	129.0%	13.2%	50.2%	49.2%
归母净利润增长	8.7%	128.2%	14.7%	47.9%	49.4%
获利能力					
毛利率	28.8%	35.8%	31.8%	32.2%	33.1%
净利率	7.5%	12.8%	12.0%	12.7%	13.8%
ROE	13.5%	22.5%	12.8%	15.9%	19.2%
ROIC	10.8%	24.1%	12.5%	15.5%	18.9%
偿债能力					
资产负债率	41.7%	27.6%	16.8%	17.4%	16.5%
净负债比率	71.5%	38.2%	20.2%	21.1%	19.8%
流动比率	1.17	1.77	2.46	2.60	2.90
速动比率	0.74	1.03	1.55	1.61	1.75
营运能力					
总资产周转率	1.05	1.27	0.89	1.04	1.16
应收账款周转率	11.13	7.45	7.30	8.11	9.13
存货周转率	8.59	8.20	7.64	7.69	7.79
每股指标 (元)					
每股收益	0.98	2.18	1.87	2.77	4.14
每股经营现金流	2	2	2	3	4
每股净资产	7.24	9.69	14.63	17.40	21.54
估值比率					
P/E	-	-	53.74	36.35	24.33
P/B	-	-	6.88	5.79	4.67
EV/EBITDA	0.67	0.04	35.51	26.03	18.04

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,273	1,699	2,076	2,904	3,983
营业成本	907	1,091	1,416	1,969	2,666
营业税金及附加	9	9	10	15	20
销售费用	118	155	187	256	350
管理费用	75	91	110	148	195
研发费用	54	77	91	125	167
财务费用	19	39	3	2	1
资产减值损失	-1	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	0	1	1	1
营业利润	105	240	271	408	608
营业外收支	0	0	3	-2	-2
利润总额	105	239	274	406	606
所得税	10	22	25	37	56
净利润	95	217	249	368	551
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	95	217	249	368	551
EBITDA	174	341	372	505	721
EPS (元)	0.98	2.18	1.87	2.77	4.14

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 许 洁：资深分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 张 淼：高级分析师，武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：研究助理，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 龙：研究助理，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北 路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号李 宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。