固废项目持续投产，关注四季度产能投产进度

——2020 年三季报点评

公司点评

● **2020 年三季报：**

2020 年前三季度公司实现营收 51.47 亿元（同比+20.50%），归母净利润 7.69 亿元（同比+4.40%）；2020 年第三季度单季度实现营收 20.11 亿元（同比+25.64%），归母净利润 3.08 亿元（同比+11.73%）。公司三季度业绩增速环比略有放缓，但整体符合预期。在疫情冲击影响下，公司能源和供水业务受到一定影响，但大固废项目仍在稳步推进。我们认为公司四大业务板块结构稳定有序，财务状况良好，经营现金流稳定充沛，第四季度固废项目有望迎来投产高峰，未来业绩确定性较强。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.39、1.72 和 2.11 元，当前股价对应 PE 分别为 18.4、14.9 和 12.2 倍，维持“推荐”评级。

● **固废项目陆续完工投产，大固废战略持续推进**

2020 年前三季度，公司固废项目新投产规模持续增长，其中南海三厂、常山、宣城、饶平、开平共 5 个垃圾焚烧发电项目顺利投产，合计规模为 4700 吨/日。而截止三季度末，公司生活垃圾焚烧发电项目已投产规模达到 16500 吨/日，在建垃圾焚烧发电项目超过 12000 吨/日；按照预期进度来看，在建项目有望在 2020 年四季度集中投产，公司产能将进一步扩张。另外，公司的 2 个工业危险废物处理项目共 12.5 万吨/年有望在 2020 年下半年投产，带给公司带来新的增长驱动。公司还新增多个环卫保洁项目，在手项目还包括生活垃圾转运和农业有机垃圾处理项目，目前已经形成从源头到终端一体化的全产业链覆盖，公司大固废板块不断拓展延伸。

● **费用率略有上升，燃气及供水受疫情影响**

2020 年第三季度，公司毛利率为 31.25%，净利率 15.58%，虽然环比有所下降，但同比均为上升状态。2020 年前三季度公司期间费用率达到 13.40%，较去年同期有所增长，其中管理费用和财务费用增长较快，分别达到营收占比的 7.42%和 4.77%，主要是随着当期新投产项目的增长，费用随之上升，新投产项目需要一段时间的产能爬坡期才能达到理想运转状态。另外，由于疫情影响下游用户，供水板块收入略有下滑；而能源板块还受燃气调价的政策影响导致收入下滑；再加上计提应收账款坏账准备 2145 万，导致公司业绩受到一定影响。

● **风险提示：**项目推进不及预期，新增项目订单不及预期

财务摘要和估值指标

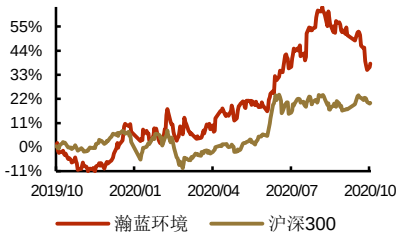
指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,848	6,160	7,444	8,859	10,609
增长率(%)	15.4	27.1	20.8	19.0	19.8
净利润(百万元)	876	913	1,066	1,319	1,613
增长率(%)	34.2	4.2	16.8	23.7	22.3
毛利率(%)	30.0	28.0	28.6	28.9	29.1
净利率(%)	18.1	14.8	14.3	14.9	15.2
ROE(%)	13.7	12.7	13.2	14.3	15.1
EPS(摊薄/元)	1.14	1.19	1.39	1.72	2.11
P/E(倍)	22.4	21.5	18.4	14.9	12.2
P/B(倍)	3.4	3.0	2.6	2.3	2.0

推荐（维持评级）

邱懿峰（分析师）
010-69004648
qiuyifeng@xsdzq.cn
证书编号：S0280517080002

市场数据	时间 2020.10.27
收盘价(元):	25.6
一年最低/最高(元):	16.48/31.1
总股本(亿股):	7.66
总市值(亿元):	196.16
流通股本(亿股):	7.66
流通市值(亿元):	196.16
近 3 月换手率:	52.53%

股价一年走势



相关报告

《业绩符合预期，大固废即将进入密集投产期》2020-08-16

《业绩符合预期，大固废战略持续推进》2020-04-15

《扣非净利润稳定增长，大固废战略稳步推进》2019-10-29

《业绩符合预期，大固废战略稳步推进》2019-08-16

《业绩增长稳健，“大固废”领域后劲十足》2019-03-22

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**2384**	**3265**	**3385**	**4121**	**4788**
现金	1224	993	1328	1214	1946
应收票据及应收账款合计	415	907	690	1210	1065
其他应收款	125	106	173	159	239
预付账款	276	418	421	578	618
存货	180	355	286	473	433
其他流动资产	164	486	486	486	486
非流动资产	**14109**	**17805**	**19836**	**21982**	**24536**
长期投资	390	442	531	630	723
固定资产	3352	4589	6434	8237	10204
无形资产	7066	7589	7706	7898	8165
其他非流动资产	3300	5185	5164	5217	5444
资产总计	**16492**	**21071**	**23220**	**26102**	**29324**
流动负债	**3790**	**6696**	**7863**	**9406**	**10949**
短期借款	240	1272	1537	1829	2191
应付票据及应付账款合计	1354	2160	2053	2939	3019
其他流动负债	2197	3264	4273	4638	5740
非流动负债	**6277**	**7244**	**7339**	**7541**	**7790**
长期借款	4523	5526	5621	5823	6072
其他非流动负债	1755	1718	1718	1718	1718
负债合计	**10068**	**13940**	**15202**	**16947**	**18739**
少数股东权益	590	573	563	550	534
股本	766	766	766	766	766
资本公积	1521	1479	1479	1479	1479
留存收益	3504	4260	5121	6186	7488
归属母公司股东权益	5834	6558	7456	8606	10050
负债和股东权益	**16492**	**21071**	**23220**	**26102**	**29324**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**1652**	**1324**	**2669**	**2520**	**3756**
净利润	879	904	1056	1306	1597
折旧摊销	623	744	817	980	1161
财务费用	214	224	261	291	320
投资损失	-177	-56	-56	-56	-56
营运资金变动	74	-443	590	-2	733
其他经营现金流	39	-49	1	1	1
投资活动现金流	**-2051**	**-3955**	**-2792**	**-3071**	**-3660**
资本支出	1900	3655	1941	2048	2460
长期投资	-6	-5	-89	-96	-94
其他投资现金流	-157	-305	-940	-1120	-1294
筹资活动现金流	**326**	**2393**	**459**	**436**	**637**
短期借款	195	1032	265	292	361
长期借款	863	1003	95	202	249
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-217	-42	0	0	0
其他筹资现金流	-515	400	99	-58	26
现金净增加额	**-73**	**-237**	**335**	**-115**	**732**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**4848**	**6160**	**7444**	**8859**	**10609**
营业成本	3396	4435	5318	6301	7520
营业税金及附加	38	42	54	62	76
营业费用	69	74	100	113	139
管理费用	274	374	499	576	668
研发费用	55	68	83	98	118
财务费用	214	224	261	291	320
资产减值损失	29	-20	29	20	10
公允价值变动收益	0	-1	-1	-1	-1
其他收益	154	112	98	110	110
投资净收益	177	56	56	56	56
营业利润	**1103**	**1066**	**1254**	**1563**	**1923**
营业外收入	15	54	54	54	54
营业外支出	6	4	4	4	4
利润总额	**1113**	**1116**	**1303**	**1612**	**1972**
所得税	234	212	248	307	375
净利润	**879**	**904**	**1056**	**1306**	**1597**
少数股东损益	3	-9	-10	-13	-16
归属母公司净利润	**876**	**913**	**1066**	**1319**	**1613**
EBITDA	1980	2214	2310	2795	3347
EPS（元）	1.14	1.19	1.39	1.72	2.11

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	15.4	27.1	20.8	19.0	19.8
营业利润(%)	28.0	-3.4	17.6	24.6	23.0
归属于母公司净利润(%)	34.2	4.2	16.8	23.7	22.3
获利能力					
毛利率(%)	30.0	28.0	28.6	28.9	29.1
净利率(%)	18.1	14.8	14.3	14.9	15.2
ROE(%)	13.7	12.7	13.2	14.3	15.1
ROIC(%)	9.5	8.5	7.9	8.4	9.2
偿债能力					
资产负债率(%)	61.0	66.2	65.5	64.9	63.9
净负债比率(%)	93.3	114.7	108.9	106.4	95.8
流动比率	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
速动比率	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	12.9	9.3	9.3	9.3	9.3
应付账款周转率	2.9	2.5	2.5	2.5	2.5
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.14	1.19	1.39	1.72	2.11
每股经营现金流(最新摊薄)	2.23	3.30	3.48	3.29	4.90
每股净资产(最新摊薄)	7.61	8.56	9.73	11.23	13.12
估值比率					
P/E	22.4	21.5	18.4	14.9	12.2
P/B	3.4	3.0	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	13.2	12.8	12.5	10.7	9.0

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

邱懿峰，美国德克萨斯大学金融学硕士，南开大学国贸系本科，2015 年就职于银河证券研究部，拥有多年行业研究经验，2017 年加入新时代证券，现任公用环保行业首席分析师

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/