日期：2020 年 07 月 31 日
行业：环保行业

双主业发力助业绩高增，在手订单充足保障后续成长

分析师： 熊雪珍
Tel： 021-53686180
E-mail： xiongxuezhen@shzq.com
SAC 证书编号：S0870519080002

基本数据（2020.7.30）

报告日股价（元）	15.66
12mth A 股价格区间（元）	10.00/16.44
总股本（百万股）	164.72
无限售 A 股/总股本	61.75%
流通市值（亿元）	15.93
每股净资产（元）	5.67
PBR（X）	2.76

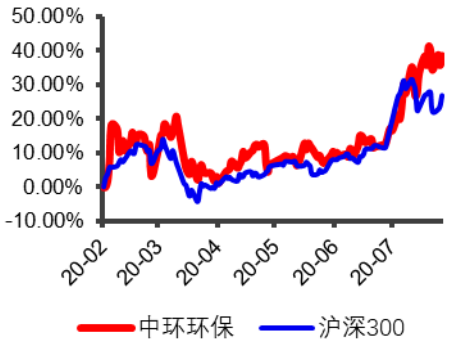
主要股东（2020H1）

张伯中	20.95%
安徽中辰投资控股有限公司	17.30%

收入结构（2020H1）

运营服务	37.22%
工程承包服务	62.76%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



■ 公司动态事项

公司发布2020年半年报，上半年公司实现营业收入3.40亿元，同比增长 56.81%；实现归母净利润0.52亿元，同比增长70.82%，扣非归母净利润0.51亿元，同比增长72.97%；基本每股收益0.32元。

■ 事项点评

双主业拓展助力业绩高速增长，毛利率略增，现金流状况较好

公司 2020 年业绩增速亮眼，主要系工程、水务运营规模增长及新增固废项目投产所致，上半年公司实现营收同比增长 56.81%，其中投资运营业务受益于运营规模增长及上半年德江垃圾发电项目投产，收入实现了 1.25 亿元，同比增长 36%。工程业务受益于在手项目推进，上半年收入 2.13 亿元，同比增长 73%。公司整体毛利率为 35.18%，同比略增 3.6pct，主要是业务结构占比较大的环境工程业务毛利率有明显增长所致，环境工程业务、污水处理业务毛利率分别同比增长 6.79pct、3.93pct。

费用端公司财务费用同比增长 114.17%，主要系融资规模增加、计提可转债利息所致，期间费用率为 15.63%，同比略增 0.80pct，基本保持平稳，整体来看公司费用管控较好。

公司应收账款及应收票据/营业收入占比较稳定，为 35.94%，较 2019 年年末的 34.77%略上升 1.17pct，从业务来看，公司目前污水处理业务收入按月确认，平均信用期在 3~4 个月，环境工程业务采取按进度分阶段收款，应收账款基本保持平稳。现金流方面，剔除特许权投资支付的现金支出之后，公司上半年实现的经营活动现金流为 3677.47 万元，与公司净利润基本匹配，公司的现金流状况良好。

公司运营规模稳健增长，水环境治理项目有序推进，垃圾焚烧项目待投产运营

公司水环境治理项目有序推进，上半年滨州市阳信县河流镇陆港物流园区污水处理厂项目完成通水调试，安庆马窝污水处理厂项目完成提标改造，邹平长山镇污水处理厂项目、庐江矾山镇矾矿溶淋水处理项目等完成投产运营，污水处理业务规模不断扩大。上半年公司新增运营项目订单 5 项，合计金额 8.46 亿元，同比增长 25.15%，处于运营期的订单共 17 项，运营收入达到 1.25 亿元，同比增长 35.86%。随着后续垃圾焚烧项目投产运营带来新的增长点，运营收入规模有望进一步增长。

公司固废处理业务拓展顺利，双主业格局初步形成

公司首个生活垃圾焚烧发电项目（德江项目）于 2020 年初顺利投产，运行状况正常，项目效益良好；惠民项目按建设进度推进，进入单体及分部调试阶段，年底前有望投产运行；承德项目已处在施工前期准备阶段。污泥处置业务方面，全椒项目目前在试生产阶段，污泥处置效果较好，兰考项目、泰安项目和宁阳项目也在顺利推进中。公司固废业务拓展顺利，在手项目均有序拓展。

此外，公司与上海康恒环境股份有限公司达成战略合作伙伴关系，双方在垃圾焚烧发电领域开展合作，有助于公司在固体废物处置、垃圾

处置等业务领域获取更多的业务资源和支持。

在手订单充足，保障后续业绩成长

从订单金额上看，公司上半年新增 EPC 订单金额合计 2.53 亿元，在手订单未确认收入合计 5.46 亿元，同比增长 87.63%；新增运营项目合计金额 8.46 亿元，运营类项目处于施工期订单未完成投资额合计 16.13 亿元，未来业绩释放有充足空间。

丰富融资渠道，公司非公开发行股票方案通过证监会审核

公司积极探索多种融资渠道解决项目资金需求，公司非公开发行股票方案已通过证监会审核，拟募集资金 5.5 亿元，主要用于惠民县生活垃圾焚烧发电项目、泰安市岱岳新兴产业园供排水一体化 PPP 项目及补充公司流动资金，有利于解决公司快速发展所产生的资金缺口，进一步优化公司资产负债结构。

■ 投资建议

未来六个月内，“谨慎增持”评级。

预测 2020-2022 年公司实现归属母公司的净利润分别为 1.28 亿元、1.96 亿元、3.03 亿元，同比增长分别为 31.78%、53.00%、54.95%；EPS 分别为 0.78 元、1.19 元和 1.84 元，对应的动态市盈率分别为 20.15 倍、13.17 倍、8.50 倍。公司运营规模稳健增长，水处理+固废双主业格局初现，共同发力增厚业绩，在手订单充足，后续业绩释放空间较大，首次给予公司“谨慎增持”评级。

■ 风险提示

市场竞争加剧导致毛利率下降风险；融资改善不达预期风险；项目进度不达预期风险。

■ 数据预测与估值

至 12 月 31 日（￥.百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	653.83	995.18	1,369.41	1,882.26
年增长率	67.59%	52.21%	37.61%	37.45%
归属于母公司的净利润	97.11	127.97	195.79	303.38
年增长率	60.66%	31.78%	53.00%	54.95%
每股收益（元）	0.59	0.78	1.19	1.84
PER（X）	26.56	20.15	13.17	8.50

注：有关指标按当年股本摊薄，股价截止 7 月 30 日

■ 附表

附表 1 损益简表及预测（单位：百万元人民币）

资产负债表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	182	398	548	753
存货	72	128	136	180
应收账款及票据	260	412	555	805
其他	138	128	130	131
流动资产合计	652	1,065	1,369	1,869
长期股权投资	2	2	2	2
固定资产	105	342	525	757
在建工程	450	636	882	1,153
无形资产	21	30	33	36
其他	1,439	1,072	1,201	1,237
非流动资产合计	2,018	2,082	2,643	3,184
资产总计	2,670	3,147	4,012	5,053
短期借款	165	378	674	1,059
应付账款及票据	598	734	1,083	1,390
其他	90	109	112	133
流动负债合计	853	1,220	1,870	2,582
长期借款和应付债券	634	634	634	634
其他	154	169	178	187
非流动负债合计	788	804	812	821
负债合计	1,641	2,024	2,682	3,403
少数股东权益	97	104	115	132
股东权益合计	1,030	1,123	1,330	1,650
负债和股东权益总计	2,670	3,147	4,012	5,053

现金流量表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	101	128	196	303
折旧和摊销	9	24	39	58
营运资本变动	(654)	328	78	3
经营活动现金流	(146)	534	384	460
资本支出	15	(455)	(471)	(564)
投资收益	1	0	0	0
投资活动现金流	(337)	(447)	(473)	(565)
股权融资	5	0	0	0
负债变化	151	0	0	0
股息支出	0	0	0	0
融资活动现金流	598	129	238	310
净现金流	114	216	150	205

利润表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	654	995	1,369	1,882
营业成本	457	692	949	1,266
营业税金及附加	7	11	15	21
营业费用	3	5	7	9
管理费用	18	52	54	75
财务费用	38	47	60	78
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	132	159	243	377
营业外收支净额	(0)	(0)	(0)	(0)
利润总额	119	159	243	377
所得税	18	24	36	57
净利润	101	135	207	320
少数股东损益	4	7	11	17
归属母公司股东净利润	97	128	196	303

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
总收入增长率	67.59%	52.21%	37.61%	37.45%
EBITDA 增长率	61.44%	29.17%	48.99%	49.94%
EBIT 增长率	61.57%	21.24%	47.47%	49.96%
净利润增长率	60.66%	31.78%	53.00%	54.95%
毛利率	30.16%	30.44%	30.72%	32.74%
EBITDA/总收入	27.22%	23.10%	25.01%	27.29%
EBIT/总收入	25.96%	20.68%	22.16%	24.18%
净利润率	14.85%	12.86%	14.30%	16.12%
资产负债率	61.45%	64.31%	66.85%	67.34%
流动比率	0.76	0.87	0.73	0.72
速动比率	0.68	0.77	0.66	0.65
总资产回报率（ROA）	3.79%	4.30%	5.16%	6.34%
净资产收益率（ROE）	10.41%	12.56%	16.12%	19.99%
EV/营业收入	2.11	2.22	1.63	1.27
EV/EBITDA	7.75	9.60	6.53	4.67
PE	26.56	20.15	13.17	8.50
PB	2.77	2.53	2.12	1.70

数据来源：WIND 上海证券研究所

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沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

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沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

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。