

投资评级 **无评级** 维持

22Q1 开门红，废盐项目或将助全年业绩反转

股票数据

05月05日收盘价(元)	21.37
52周股价波动(元)	11.55-22.88
总股本/流通A股(百万股)	202/202
总市值/流通市值(百万元)	4317/4317

相关研究

《转型升级，拓展海外烟气，切入危废治理，探索新能源》2021.12.22

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-2.0	6.5	18.7
相对涨幅 (%)	4.2	17.3	30.9

资料来源：海通证券研究所

分析师:吴杰

Tel:(021)23154113

Email:wj10521@htsec.com

证书:S0850515120001

分析师:戴元灿

Tel:(021)23154146

Email:dyc10422@htsec.com

证书:S0850517070007

联系人:余政翰

Tel:(021)23154141

Email:ywh14040@htsec.com

投资要点:

- 多因素致使公司 2021 不达预期，22Q1 开门红，22 年反转可期。**公司 2021 年营收同比+45%至 6.2 亿元，但受废盐项目产能“爬坡”不及预期、原材料涨价、海运费上涨及人民币升值等因素影响，归母净利润不及预期，亏损 0.81 亿元，同比减亏 0.41 亿元。根据 22 年 1 月 29 日《2021 年年度业绩预亏公告》，疫情影响减少 21 年营收约 2.5 亿元，2021 年毛利率不及预期，同比下降 1.62pct，资产减值损失+信用减值损失合计-1403 万元。22Q1 公司营收同比+108%至 2 亿元，归母净利润 1012 万元（21Q1 为-1400 万元），实现扭亏，主要受益海外疫情影响减弱及废盐资源化项目产能提升，叠加高毛利率新产品，毛利率同比+2.81pct。我们认为，随着疫情影响减弱，烟气治理业务有望持续好转，废盐项目持续爬坡有望带来增量收益，22 年公司业绩或将反转。
- 废盐项目：产能持续爬坡+深度资源化提升利润率，异地复制可期。**2021 年废盐渣资源化实现收入 687 万元，毛利率高达 62%。公司一期 2.5 万吨/年废盐资源化项目 21 年 6 月正式投产，由于调试复杂，21 年 12 月才稳定生产，二期 2.5 万吨/年已于 22 年 1 月投运，目前废盐项目已签约吨数已达 5 万吨，最高处置能力已实现 100 吨/天，并已实现盈利，未来产能还将不断爬坡提升利润。公司将在原有废盐项目基础上新建多个资源化项目，其中“2 万吨废盐渣资源化利用技改项目”主要系在废盐中萃取高品质溴。公司已派团队对江西、广东、江苏进行考察，将废盐项目在全国范围内进行复制推广，减少刚性填埋场对土地的占用、浪费及污染。我们认为，经过 2021 爬坡调试，废盐项目已稳定运营，合同吨数已覆盖 100%产能，盈利有保障，产能持续爬坡及深度资源化提取高品质溴将进一步提高利润水平，未来异地复制可期。
- 股权激励绑定骨干，低碳研究院突破技术难题。**公司发布股权激励计划，覆盖高管及核心骨干 73 人，股票授予价为 9.2 元/股，22-24 年业绩考核为净利润不低于 0.3/0.7/1.1 亿元。公司已与德升新能源、浙江工业大学绍兴研究院合作筹建绿色低碳研究院，目前已突破煤气精脱硫、循环流化床半干法脱硫等“卡脖子”技术限制，成功研发二噁英催化剂、宽温催化剂等新特种催化剂。我们认为，股权激励绑定骨干与技术研发，有利于业务拓展和业绩改善，相较于过去两年的亏损，较高的业绩考核目标体现了公司对业绩反转的决心。
- 投资建议。**我们预计 22-24 公司归母净利润为 0.31/0.79/1.22 亿元，对应 EPS 为 0.15/0.39/0.60 元。我们认为，疫情、海运费及对外关系均导致传统业务海外拓展存在不确定性，收入及毛利率均有不同程度的不确定性，废盐业务尽管前景良好，叠加疫情对上游开工的潜在影响，异地复制节奏及客户拓展存在不确定性，公司已连续两年亏损，尽管 Q1 开门红，但各项业务仍存在不确定性，基于谨慎考虑，维持“无评级”。
- 风险提示。**烟气治理新增订单不达预期，疫情导致海外开工不达预期，汇兑损益风险，废盐产能爬坡及效益不达预期，低碳研究院研发不达预期。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	424	616	885	1161	1413
(+/-)YoY(%)	-45.4%	45.2%	43.8%	31.2%	21.6%
净利润(百万元)	-122	-81	31	79	122
(+/-)YoY(%)	-2058.0%	33.8%	138.4%	155.1%	53.9%
全面摊薄 EPS(元)	-0.61	-0.40	0.15	0.39	0.60
毛利率(%)	12.7%	11.0%	27.1%	31.0%	33.1%
净资产收益率(%)	-29.7%	-24.4%	8.6%	17.9%	21.6%

资料来源：公司年报(2020A-2021)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	616	885	1161	1413
每股收益	-0.40	0.15	0.39	0.60	营业成本	548	646	801	945
每股净资产	1.64	1.80	2.19	2.79	毛利率%	11.0%	27.1%	31.0%	33.1%
每股经营现金流	-0.14	-0.56	-0.15	0.18	营业税金及附加	2	5	7	8
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.3%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	22	35	46	57
P/E	-53.31	138.87	54.44	35.36	营业费用率%	3.5%	4.0%	4.0%	4.0%
P/B	13.01	11.89	9.76	7.65	管理费用	65	106	139	170
P/S	7.01	4.88	3.72	3.06	管理费用率%	10.5%	12.0%	12.0%	12.0%
EV/EBITDA	-111.59	54.65	32.52	24.00	EBIT	-55	58	120	174
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	22	22	28	33
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	3.6%	2.5%	2.4%	2.3%
毛利率	11.0%	27.1%	31.0%	33.1%	资产减值损失	-8	0	0	0
净利润率	-13.1%	3.5%	6.8%	8.6%	投资收益	1	2	2	2
净资产收益率	-24.4%	8.6%	17.9%	21.6%	营业利润	-83	36	92	141
资产回报率	-5.9%	1.9%	4.0%	5.3%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	-7.0%	5.2%	9.0%	11.3%	利润总额	-83	36	92	141
盈利增长 (%)					EBITDA	-30	89	152	208
营业收入增长率	45.2%	43.8%	31.2%	21.6%	所得税	0	5	12	19
EBIT 增长率	48.4%	205.5%	106.2%	45.1%	有效所得税率%	0.0%	13.5%	13.5%	13.5%
净利润增长率	33.8%	138.4%	155.1%	53.9%	少数股东损益	-2	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	-81	31	79	122
资产负债率	75.8%	77.9%	77.8%	75.6%					
流动比率	0.92	0.95	1.00	1.06	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	0.54	0.54	0.57	0.61	货币资金	124	75	85	95
现金比率	0.12	0.06	0.06	0.06	应收账款及应收票据	356	511	671	816
经营效率指标					存货	156	184	228	269
应收账款周转天数	208.19	208.19	208.19	208.19	其它流动资产	290	404	524	633
存货周转天数	104.02	104.02	104.02	104.02	流动资产合计	926	1174	1508	1814
总资产周转率	0.45	0.54	0.58	0.61	长期股权投资	23	23	23	23
固定资产周转率	2.20	3.15	4.15	5.10	固定资产	280	281	280	277
					在建工程	44	64	84	104
					无形资产	86	85	84	83
					非流动资产合计	453	472	490	506
					资产总计	1378	1646	1998	2320
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	短期借款	458	595	713	769
净利润	-81	31	79	122	应付票据及应付账款	386	455	564	666
少数股东损益	-2	0	0	0	预收账款	0	0	0	0
非现金支出	39	30	32	34	其它流动负债	157	188	233	275
非经营收益	20	22	28	32	流动负债合计	1001	1238	1510	1710
营运资金变动	-4	-198	-169	-152	长期借款	0	0	0	0
经营活动现金流	-27	-114	-30	36	其它长期负债	44	44	44	44
资产	-94	-50	-50	-50	非流动负债合计	44	44	44	44
投资	0	0	0	0	负债总计	1045	1282	1554	1754
其他	-5	2	2	2	实收资本	202	202	202	202
投资活动现金流	-98	-48	-48	-48	归属于母公司所有者权益	332	363	442	564
债权募资	76	137	118	56	少数股东权益	1	1	1	1
股权募资	1	0	0	0	负债和所有者权益合计	1378	1646	1998	2320
其他	47	-24	-29	-33					
融资活动现金流	124	114	88	23					
现金净流量	-2	-49	10	10					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 05 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

吴杰 煤炭行业
戴元灿 煤炭行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 宝光股份,中煤能源,节能风电,靖远煤电,盛剑环境,长高集团,涪陵电力,华阳股份,黔源电力,万里扬,赣能股份,兖矿能源,金能科技,电投能源,安科瑞,京能电力,华电国际,山西焦煤,隆盛科技,潞安环能,江苏国信,德创环保,浩通科技,普利特,文山电力,富春环保,北清环能,中广核矿业,三峡能源,英科再生

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。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。

本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司经营范围包括证券投资咨询业务。