

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

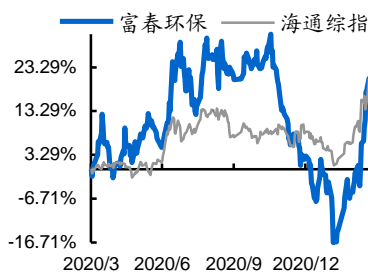
国资入主新起点，异地扩张高增长

股票数据

03月29日收盘价(元)	6.73
52周股价波动(元)	4.54-7.44
总股本/流通A股(百万股)	865/857
总市值/流通市值(百万元)	5821/5769

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	27.7	27.0	17.3
相对涨幅(%)	33.1	33.1	17.6

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

分析师: 傅逸帆

Tel: (021) 23154398

Email: fyf11758@htsec.com

证书: S0850519100001

分析师: 于鸿光

Tel: (021) 23219646

Email: yhg13617@htsec.com

证书: S0850521020001

投资要点:

- 迎江西国资入主。1、主营业务:** 公司主营固废(污泥、垃圾)协同处置及工业园区热电联产,在浙江、江苏、江西和山东均有布局,2020年收购切入危废综合利用领域,2020前三季度营收同比+22%至33亿元,归母净利润同比+3%至2.2亿元。
 2、国资入主: 2020年11月原控股股东向水天集团转让19.94%股权,价格8.8元/股,总价15.6亿元,实控人变更为江西省南昌市国资委。2020年12月董事会全面年轻化,管理层7名非独立董事中,70后3名而85后有4名,新任董事长万娇现年仅有32岁,新管理层年轻有朝气,总经理深耕园区热电联产多年,经验丰富。公司有望借助国有资本的资源及产业优势,促进江西区域业务发展,进一步扩大节能环保业务。
- 2020布局的变化:腾笼换鸟,多元布局。1) 拆迁腾退,热电产能下降。** 富阳原是造纸之乡,为推进地方高质量发展,造纸业基本退出富阳,2019-2020政府陆续对公司富阳基地进行拆迁腾退,根据公司债券评级报告,装机合计减少17.25万千瓦,供热能力减少1250吨/小时,减少盈利约1.3亿元,对应补偿款22.16亿元;
 2) 当年投资收益贡献。 2020H1铂瑞能源贡献投资收益0.86亿元,三星热电已于2019年腾退,我们预计收益或来源于拆迁补偿;
 3) 原有基地持续增长。 除富阳基地外,公司仍有多个热电联产基地,装机14万千瓦,供热能力1395吨/小时,2020随着管网改造及用户拓展,我们预计或贡献利润增量0.3亿元(15%);
 4) 收购拓展多元布局。 近年公司陆续收购中茂圣源(热电)、铂瑞能源(热电)、遂昌汇金(危废处置),根据在建工程进度,我们认为这些项目或陆续在21-23年贡献利润增量。(见附表)
- 2021: 产能投产,多点开花。1) 原有热电基地:** 我们预计产能利用率爬坡和新增产能投产增加公司21年供热产能360吨/小时,贡献利润增量0.8-0.9亿元;
 2) 垃圾焚烧厂(日处理1500吨): 有望2021年投产,我们预计21-22年利润增量0.1亿元;
 3) 危废: 2020年底新增处理产能5万吨/年至6.7万吨/年,考虑产能爬坡,我们预计有望贡献利润增量0.5亿元;
 4) 中茂圣源有望扭亏: 所在园区主要承接和转移雄安新区优势企业,随着项目投产,产能利用率有望逐步提高,我们预计21年有望减亏0.2-0.3亿元;
 5) 铂瑞能源旗下多个热电联产项目有望在21-22年投产,逐步贡献利润增量,我们预计21年整体盈亏平衡,22年贡献利润增量0.5-0.8亿元。
- 投资建议。** 我们预计20-22年公司EPS分为0.34/0.52/0.70元。可比公司2021PE16倍, PB2.9倍。我们认为,尽管搬迁腾退导致供热产能下降,但21-22公司在建产能将迎投产和达产潮,业绩增量可观,加上国资入主,未来可借助大股东资源及优势拓展新业务,由于业绩增速或高于行业平均水平,给予公司21年16-20倍PE,合理价值区间8.32-10.40元,2021BPS 5.23元,给予公司1.8-2.0倍PB,合理价值区间9.41-10.46元。综合考虑,合理价值区间为9.41-10.40元,首次覆盖,给予“优于大市”评级。

• **风险提示: 拓展不达预期,以45%比例设置业绩超额完成奖励存在不确定性。**

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3018	4116	4338	3665	4352
(+/-)YoY(%)	-9.2%	36.4%	5.4%	-15.5%	18.7%
净利润(百万元)	95	300	298	453	608
(+/-)YoY(%)	-72.5%	216.9%	-0.9%	52.3%	34.0%
全面摊薄EPS(元)	0.11	0.35	0.34	0.52	0.70
毛利率(%)	19.0%	17.8%	16.0%	25.3%	27.6%
净资产收益率(%)	2.5%	7.9%	7.4%	10.0%	11.8%

资料来源: 公司年报(2018-2019), 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

基本假设:

- 1) 腾退影响, 2019 年末清园热电关停, 2020 年母公司厂区关停, 分别影响 2020 和 2021 年热电联产收入, 但考虑 2020-2022 有新增产能投产, 形成一定的对冲, 因此我们预计 2020-2022 收入增速分别为 -10%/-10%/+22%, 毛利率随着关停的节奏, 先低后高, 分别为 22.3%/28.5%/28.6%。
- 2) 固废处置, 受母公司厂区关停影响, 2021 年产能下降, 但 2021 年垃圾焚烧产能投产, 形成接续增长, 因此我们预计 2020-2022 收入增速 -35%/-58%/+167%, 新投产的垃圾焚烧毛利率高于原固废处置, 因此 2020-2022 毛利率分别为 15.1%/50%/50%。
- 3) 冷轧钢卷随着母公司厂区关闭腾退 (含新材料公司), 停产, 2020 年收入为 2020H1 年化, 毛利率与 2020H1 保持一致达 0.5%, 21 年及以后不形成收入。
- 4) 煤炭收入逐步下降, 预计收入增速分别为 24%/-20%/-20%, 毛利率维持 1.5%。
- 5) EPC 总包业务, 2020 年收入为 2020H1 年化, 2021-2022 逐步收缩, 2020-2022 收入增速分别为 +35%/-10%/-10%, 毛利率维持 -0.6%。
- 6) 废旧金属资源化利用, 2020 收购并表, 2020 年底新增 5 万吨危废处置产能, 考虑产能爬坡, 因此 2021-2022 收入增速分别为 125%/30%, 由于下游金属价格上涨, 毛利率逐步上升, 2020-2022 分别为 27%/30%/33%。
- 7) 其他业务, 2020 年收入为 2020H1 年化, 2021-2022 收入维持不变, 毛利率维持与 2020H1 的 25.9% 一致。

表 1 盈利预测业务分拆

		2019	2020E	2021E	2022E
热电联产	收入 (亿元)	23.30	20.92	18.83	22.99
	YOY (%)	6%	-10%	-10%	22%
	毛利率 (%)	25.5%	22.3%	28.5%	28.6%
固废处置	收入 (亿元)	1.63	1.06	0.45	1.2
	YOY (%)	4%	-35%	-58%	167%
	毛利率 (%)	22.7%	15.1%	50.0%	50.0%
冷轧钢卷	收入 (亿元)	7.98	8.12		
	YOY (%)	47%	2%		
	毛利率 (%)	1.4%	0.5%		
煤炭	收入 (亿元)	2.75	3.42	2.74	2.19
	YOY (%)	817%	24%	-20%	-20%
	毛利率 (%)	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
EPC 总包	收入 (亿元)	1.65	2.22	2.00	1.80
	YOY (%)		35%	-10%	-10%
	毛利率 (%)	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.6%
废旧金属资源化利用	收入 (亿元)		4.00	9.00	11.70
	YOY (%)			125%	30%
	毛利率 (%)		27%	30%	33%
其他	收入 (亿元)	3.85	3.64	3.64	3.64
	YOY (%)	387%	-5%	0%	0%
	毛利率 (%)	22.9%	25.9%	25.9%	25.9%
总计	营业总收入 (亿元)	41.16	43.38	36.65	43.52
总计	归母净利润 (亿元)	3.00	2.98	4.53	6.08

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 传统业务在建工程表（截止 20200630）

	总投资 万元	期初 万元	期末 万元	累计投入占预算比 例	工程进度	预计投产时间
东港热电三期扩建	26000	8112	11757	61%	80%	2020 或 2021 年初
新港热电技改扩建	1600	229	1282	80%	100%	2020
新港热电 3# 备机改造	400	113	326	82%	100%	2020
新港热电 4# 炉环保提标改造	1000	0	605	60%	80%	2020
江苏环保公司热网管道工程	10000	129	432	3%	60%	2020
涿渚能源公司富阳区循环经济产业园生活垃圾焚烧处置 PPP 项目	137606	46478	50534	37%	40%	2021
常安能源热网改造	1950	0	311	16%	75%	2020
常安能源公司二期热电联产	33000	0	63	0%	0%	2022

资料来源：公司 2020 半年报，海通证券研究所，预计投产时间为海通假设

表 3 2019-2020 收购资产在建工程表（截止 20200630）

	总投资 万元	期初 万元	期末 万元	累计投入占预算比 例	工程进度	预计投产时间
年产 10 万吨食品包装纸技术改造	14735	97	186	1%	1%	2022
年产 30 万立方米蒸压加气混凝土砌块（板）项目	3280	15	494	15%	1%	2022
遂昌汇金 15 万吨年含金属废物资源化综合利用项目	16000	0	7531	70%	70%	2020 或 2021 年初
铂瑞（义乌）工业园区热电联产项目	28767	2715	3200	2%	2%	2022
铂瑞（新干）工业园区热电联产项目	59000	6490	7206	90%	95%	2021
铂瑞能源（万载）工业园区热电联产项目	33500	12943	14360	43%	95%	2021
铂瑞（南昌）工业园区热电联产项目	49600	2595	4609	20%	45%	2021 或 2022 年初
铂瑞（诏安）工业园区热电联产项目	11343	502	515	4%	4%	2022
铂瑞（会昌）工业园区热电联产项目	50000	179	205	1%	1%	待定

资料来源：公司 2020 半年报，海通证券研究所，预计投产时间为海通假设

表 4 可比公司估值表

	总市值 亿元	2020EPS 元	2021EPS 元	2022EPS 元	2020PE 倍	2021PE 倍	2022PE 倍	2021BPS 元	2021PB 倍
协鑫能科	127	0.57	0.65	0.75	16	14	12	4.80	2.0
伟明环保	279	1.00	1.29	1.57	22	17	14	5.50	4.0
旺能环境	76	1.22	1.53	1.92	15	12	9	13.90	1.3
高能环境	143	0.76	0.86	1.07	23	20	16	5.55	3.2
浙富控股	311	0.31	0.36	0.42	19	16	14	1.53	3.8
平均					19	16	13		2.9
富春环保	58	0.34	0.52	0.70	20	13	10	5.23	1.3

资料来源：wind，海通证券研究所，已公布业绩快报或年报的，2020EPS 采用快报或年报数据，未公布的公司采用 wind 一致预期均值，2021BPS 采用 wind 一致预期，总市值截止 20210329，富春环保为海通预测数据

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	4116	4338	3665	4352
每股收益	0.35	0.34	0.52	0.70	营业成本	3383	3645	2738	3152
每股净资产	4.40	4.63	5.23	5.96	毛利率%	17.8%	16.0%	25.3%	27.6%
每股经营现金流	0.36	0.77	0.76	1.23	营业税金及附加	23	24	20	24
每股股利	0.00	0.14	0.21	0.28	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	15	16	13	16
P/E	19.38	19.55	12.84	9.58	营业费用率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
P/B	1.53	1.45	1.29	1.13	管理费用	147	154	130	155
P/S	1.45	1.34	1.59	1.34	管理费用率%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
EV/EBITDA	9.88	9.91	6.84	5.02	EBIT	469	414	692	921
股息率%	0.0%	2.1%	3.1%	4.1%	财务费用	74	109	101	83
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.8%	2.5%	2.7%	1.9%
毛利率	17.8%	16.0%	25.3%	27.6%	资产减值损失	-3	0	0	0
净利润率	7.3%	6.9%	12.4%	14.0%	投资收益	31	100	51	26
净资产收益率	7.9%	7.4%	10.0%	11.8%	营业利润	446	441	672	900
资产回报率	3.3%	3.2%	4.9%	6.3%	营业外收支	-1	0	0	0
投资回报率	5.0%	4.4%	6.9%	9.0%	利润总额	445	441	672	900
盈利增长 (%)					EBITDA	787	680	957	1187
营业收入增长率	36.4%	5.4%	-15.5%	18.7%	所得税	105	104	159	213
EBIT 增长率	33.6%	-11.6%	67.0%	33.2%	有效所得税率%	23.6%	23.6%	23.6%	23.6%
净利润增长率	216.9%	-0.9%	52.3%	34.0%	少数股东损益	39	39	59	80
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	300	298	453	608
资产负债率	49.2%	47.2%	41.3%	36.2%					
流动比率	0.62	0.65	0.72	0.91	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.52	0.53	0.61	0.76	货币资金	1055	600	650	700
现金比率	0.26	0.19	0.24	0.30	应收账款及应收票据	519	547	463	549
经营效率指标					存货	149	160	120	138
应收帐款周转天数	46.07	46.07	46.07	46.07	其它流动资产	757	778	706	746
存货周转天数	16.04	16.04	16.04	16.04	流动资产合计	2479	2085	1939	2133
总资产周转率	0.45	0.47	0.39	0.45	长期股权投资	376	376	376	376
固定资产周转率	1.03	1.09	0.92	1.09	固定资产	4012	3978	3974	3990
					在建工程	880	1080	1230	1330
					无形资产	488	551	614	676
					非流动资产合计	6624	7134	7343	7522
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	9103	9219	9282	9655
净利润	300	298	453	608	短期借款	2523	1594	1452	923
少数股东损益	39	39	59	80	应付票据及应付账款	1177	1268	952	1096
非现金支出	332	265	265	265	预收账款	142	147	125	148
非经营收益	43	21	59	67	其它流动负债	184	195	159	181
营运资金变动	-399	46	-178	45	流动负债合计	4026	3205	2688	2348
经营活动现金流	316	670	660	1065	长期借款	50	750	750	750
资产	-748	-559	-228	-178	其它长期负债	399	399	399	399
投资	-641	0	0	0	非流动负债合计	448	1148	1148	1148
其他	221	100	51	26	负债总计	4475	4353	3836	3496
投资活动现金流	-1169	-459	-178	-152	实收资本	889	865	865	865
债权募资	2585	-229	-142	-529	归属于母公司所有者权益	3804	4003	4522	5156
股权募资	225	-24	0	0	少数股东权益	825	864	923	1003
其他	-1859	-412	-290	-333	负债和所有者权益合计	9103	9219	9282	9655
融资活动现金流	950	-665	-432	-863					
现金净流量	96	-455	50	50					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 29 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

吴杰 公用事业；煤炭行业
戴元灿 公用事业；煤炭行业
傅逸帆 公用事业
于鸿光 公用事业

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： 涪陵电力,山煤国际,开滦股份,华电国际,韶能股份,国投电力,山西焦煤,兖州煤业,潞安环能,三峡水利,深圳燃气,华能国际,盘江股份,华光环能,平煤股份,中国神华,华宏科技,陕西煤业,淮北矿业,露天煤业,华测检测

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的经营经营范围包括证券投资咨询业务。