

2021年04月22日

量价齐升增厚业绩，看好公司未来持续高增长

联泰环保(603797)

评级:	买入	股票代码:	603797
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	13.12/6.91
目标价格:		总市值(亿)	35.67
最新收盘价:	7.93	自由流通市值(亿)	35.67
		自由流通股数(百万)	449.81

事件概述

2020年4月22日，公司发布2020年年度报告，全年公司实现营业收入6.04亿元，同比增长23.66%，实现归母净利润2.39亿元，同比增长35.56%。

分析判断：

▶ 全年业绩符合预期，量价齐升增厚业绩

2020年，公司实现营业收入6.04亿元，同比增长23.66%；实现归母净利润2.39亿元，同比增长35.56%，符合我们之前预期。公司营收稳步提升，主要系2020年岳麓提标改造及扩建项目（2019年3月开始商业运行）、长沙岳麓污泥项目（2020年3月开始商业试运行）及新溪管网项目（2019年8月开始商业运营）产能利用率逐步提升，污水处理量增长，叠加提标改造后价格上升，实现量价齐升。2020年公司广东省污水结算量14644.81万吨，同比增长3.6%，污水处理单价1.27元/吨，较2019年1.20元/吨增加0.07元/吨；湖南省污水结算量22939.48万吨，同比增长5.07%，污水处理单价1.70元/吨，较2019年1.58元/吨增加0.12元/吨。公司利润增速较快，主要系营业收入增加以及整体上运营管理效益提升。目前公司在建产能充足，日后项目顺利投产，将进一步提高公司污水处理规模，提升污水处理量，进一步维持业绩可持续增长。

▶ 规模优势凸显，经营效率稳步提升

公司近年来加强投运项目运营管理，有效提升公司经营水平，同时公司污水处理项目单体规模较大，极具规模优势。其中，长沙岳麓项目污水处理规模为45万吨/日（包含岳麓污水处理厂提标改造及扩建工程的污水处理规模）；汕头龙珠项目污水处理规模为26万吨/日；邵阳洋溪桥项目污水处理规模为10万吨/日，单体规模均超过10万吨/日。公司充分发挥规模优势，有效控制成本，毛利率在行业处于领先水平（公司水务业务不含工程类项目），2020年公司水务业务毛利率高达70.20%。2020年公司经营效率也稳步提升，全年实现经营性现金流4.86亿元，同比增长17.39%。随着时间的推移，公司投运项目经营效率有望进一步提升，助力公司现金回笼，加快公司新投资项目的建设。

▶ 项目投建资金需求量大，定增优化资本结构

公司拟非公开发行A股股票募集不超过人民币12亿元（含本数），全部用于澄海区全区污水管网及污水处理设施建设PPP项目的投资建设。截至目前，公司非公开发行股票事项已经获得中国证监会核准批复（证监许可〔2020〕1396号），发行工作有序推进。因为污水处理属于前期资本投入较多，项目回款较慢的行业。公司近年多个储备项目开展，公司资金需求量增加，2020年公司投资活动产生现金流量净额为-18.67亿元，2019年为-11.24亿元。由于公司借款增加，公

司财务费用也呈现上升趋势，2020年财务费用1.27亿元，同比增长7.15%。截至2020年底，公司负债率已经高达76.46%，根据目前情况粗略计算定增完成公司资产负债率有望降至66.46%，降幅高达10个百分点。公司项目融资渠道丰富，在建及筹建项目都已经完成融资，暂无融资压力，未来在建项目投产，运营效率提升，现金流快速回笼，公司资金压力将有效缓解，利于公司可持续发展。

投资建议

2020年，公司项目建设正常推进，长期贷款匹配度好，未来公司污水厂运营规模将持续增长。同时，公司积极进行污水处理厂提标改造，未来污水处理单价上涨值得期待。我们坚定看好公司未来三年的持续稳定高增长，鉴于公司2020年运营规模没有增长，我们向下调整2021和2022年盈利预测，新增2023年预测，预计公司2021-2022年的收入分别从10.25亿元和13.29亿元下调至7.77亿元和11.08亿元，同比增速分别为28.7%、42.7%，2023年营业收入为12.51亿元，同比增长12.9%；2021和2022年归母净利润分别从3.60亿元和4.70亿元，下调至3.19亿元和4.31亿元，分别同比增长33.9%、35.1%，2023年归母净利润为5.03亿元，同比增长16.7%。对应EPS分别为0.71/0.96/1.12元，对应PE分别为11/8/7倍。维持“买入”评级。

风险提示

- 1) 在建项目进展不及预期，受疫情影响项目建设工期延后；
- 2) 公司后续订单中标数量不及预期，后期增长力不足；
- 3) 环保政策不鼓励投资建设环保项目，项目融资困难。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	488	604	777	1,108	1,251
YoY (%)	94.1%	23.7%	28.7%	42.7%	12.9%
归母净利润(百万元)	176	239	319	431	503
YoY (%)	139.3%	35.6%	33.9%	35.1%	16.7%
毛利率 (%)	70.2%	70.2%	70.0%	70.4%	70.3%
每股收益 (元)	0.39	0.53	0.71	0.96	1.12
ROE	12.2%	14.5%	12.2%	10.4%	10.9%
市盈率	20.27	14.95	11.17	8.27	7.09

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 晏溶

研究助理: 周志璐

SAC NO: S1120519100004

邮箱: zhoul11@hx168.com.cn

邮箱: yanrong@hx168.com.cn

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	604	777	1,108	1,251	净利润	238	326	445	530
YoY (%)	23.7%	28.7%	42.7%	12.9%	折旧和摊销	73	76	80	90
营业成本	180	233	328	372	营运资金变动	42	86	585	173
营业税金及附加	8	13	17	19	经营活动现金流	486	696	1,337	1,038
销售费用	0	0	0	0	资本开支	-2,073	-1,769	-1,870	-1,802
管理费用	31	48	64	73	投资	-10	-10	-10	-10
财务费用	127	210	230	248	投资活动现金流	-1,867	-1,777	-1,877	-1,809
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	116	131	0	0
投资收益	1	2	3	3	债务募资	2,011	700	-500	600
营业利润	281	391	531	633	筹资活动现金流	1,500	1,345	850	552
营业外收支	1	0	0	0	现金净流量	119	264	309	-219
利润总额	282	391	531	633	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	43	66	86	103	成长能力 (%)				
净利润	238	326	445	530	营业收入增长率	23.7%	28.7%	42.7%	12.9%
归属于母公司净利润	239	319	431	503	净利润增长率	35.6%	33.9%	35.1%	16.7%
YoY (%)	35.6%	33.9%	35.1%	16.7%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.53	0.71	0.96	1.12	毛利率	70.2%	70.0%	70.4%	70.3%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	39.5%	41.9%	40.1%	42.3%
货币资金	406	671	980	761	总资产收益率 ROA	3.0%	3.2%	3.5%	3.6%
预付款项	5	6	8	9	净资产收益率 ROE	14.5%	12.2%	10.4%	10.9%
存货	5	7	10	11	偿债能力 (%)				
其他流动资产	403	490	599	683	流动比率	0.42	0.55	0.56	0.47
流动资产合计	819	1,173	1,597	1,464	速动比率	0.41	0.54	0.55	0.46
长期股权投资	36	46	56	66	现金比率	0.21	0.31	0.34	0.24
固定资产	22	36	36	36	资产负债率	76.5%	71.5%	64.2%	64.5%
无形资产	1,431	1,728	1,881	2,041	经营效率 (%)				
非流动资产合计	7,161	8,864	10,664	12,387	总资产周转率	0.08	0.08	0.09	0.09
资产合计	7,980	10,037	12,261	13,850	每股指标 (元)				
短期借款	250	250	250	250	每股收益	0.53	0.71	0.96	1.12
应付账款及票据	1,269	1,454	2,135	2,386	每股净资产	3.66	5.83	9.19	10.31
其他流动负债	453	444	462	471	每股经营现金流	1.08	1.55	2.97	2.31
流动负债合计	1,972	2,148	2,847	3,107	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	3,732	4,432	3,932	4,532	估值分析				
其他长期负债	398	598	1,098	1,298	PE	14.95	11.17	8.27	7.09
非流动负债合计	4,129	5,029	5,029	5,829	PB	2.16	1.36	0.86	0.77
负债合计	6,101	7,178	7,877	8,936					
股本	450	581	581	581					
少数股东权益	232	239	252	279					
股东权益合计	1,879	2,859	4,384	4,914					
负债和股东权益合计	7,980	10,037	12,261	13,850					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

晏溶：2019年加入华西证券，现任环保公用行业首席分析师。华南理工大学环境工程硕士毕业，中级工程师，曾就职于广东省环保厅直属单位，6年行业工作经验+1年买方工作经验+3年卖方经验。2020年Wind金牌分析师电力及公用事业行业第三名，2020年同花顺iFind环保行业最受欢迎分析师。

周志璐：2020年4月加入华西证券，现为环保公用组研究助理，澳大利亚昆士兰大学会计学硕士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。