

# 旺能环境 (002034.SZ)

## 上半年业绩同比增长 8.6%，进入集中投产期

### 核心观点：

- 上半年业绩同比增长 8.6%，期待下半年产能达产增厚业绩。公司发布 2020 年半年度报告，上半年实现营业收入 7.37 亿元（同比+25.97%），实现归母净利润 2.29 亿元（同比+8.56%），业绩增速低于营收主要系新增项目尚未完全放量拉低毛利率水平，项目投运管理费用同比增长，融资规模扩张财务费用增加等因素所致。公司披露对 2020 年 1-9 月的业绩预计在 3.5 - 4.0 亿元，同比预期增长 12.4%-28.4%。
- 2020 上半年上网电量同比增长 48%，运营收入占比达 99%。公司上半年实现垃圾入库量 285 万吨（同比+39%）和上网电量 6.99 亿度（同比+48%），系上半年舟山三期、德清技改和台州三期项目投产及存量产能利用率提升等因素所致，其中浙江省外上网电量同比增长 147%，省外扩张成效显著。从分部收入来看，2020 年上半年运营收入占比达 99%，而去年同期收入中包含 6961 万环保设备安装，占 2019 年上半年收入比重约 12%，2020 年上半年该业务仅为 34 万元。
- 完善体内餐厨垃圾布局，大股东美欣达集团体外环卫布局已成熟。截至 2020 年 6 月末，公司目前在运垃圾焚烧产能 1.89 万吨/日、在建产能 0.43 万吨/日、筹建产能 0.49 万吨/日。此外，公司通过收购苏州华益洁项目为餐厨处置业务添砖加瓦，目前厨余项目已达 11 个，合计产能 1660 吨/日，期待后续投产贡献业绩。同时，大股东美欣达集团接连斩获长久期的大额环卫订单，2017 年至今重要合同总金额 87.6 亿元，并于 2020 年一季度斩获 28 亿行业第二大单，体外环卫业务布局已成熟。
- 公司进入产能集中投产期，维持“买入”评级。预计公司 2020 至 2022 年 EPS 为 1.22/1.55/1.91 元/股，按最新收盘价对应 PE 分别为 16.0/12.6/10.2x。公司在建和筹建产能充足，14 亿可转债已完成一次反馈意见，大股东美欣达集团环卫产业布局日趋成熟。结合可比公司估值水平以及公司业绩增速，给予公司 2020 年 20 倍 PE 估值，对应合理价值 24.40 元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示。产能投产进度不及预期；垃圾焚烧发电补贴政策变动；公司新订单获取速度低于预期。

### 盈利预测：

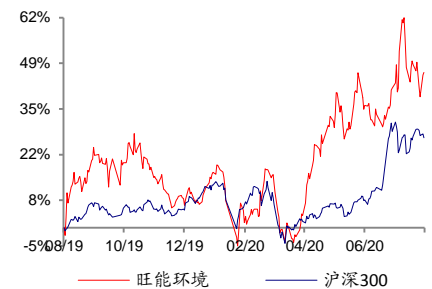
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	836	1,135	1,513	1,886	2,219
增长率(%)	-40.5	35.7	33.3	24.6	17.6
EBITDA(百万元)	533	746	1,124	1,409	1,706
归母净利润(百万元)	306	411	515	654	806
增长率(%)	30.4	34.3	25.3	26.9	23.2
EPS(元/股)	0.74	0.98	1.22	1.55	1.91
市盈率(P/E)	14.88	15.15	16.00	12.61	10.24
市净率(P/B)	8.4	10.0	9.5	9.3	9.0
EV/EBITDA	10.01	11.76	11.01	9.59	7.93

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	19.6 元
合理价值	24.4 元
前次评级	买入
报告日期	2020-08-11

### 相对市场表现



分析师：

郭鹏



SAC 执证号：S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-60750631



guopeng@gf.com.cn

分析师：

许洁



SAC 执证号：S0260518080004

SFC CE No. BNU965



021-60750631



xujie@gf.com.cn

### 相关研究：

- 旺能环境 (002034.SZ) : 上半年上网电量同比增长 48%，投产景气周期开启  
2020-07-23
- 旺能环境 (002034.SZ) : 拟收购苏州华益洁 100% 股权，巩固餐厨布局  
2020-06-19
- 旺能环境 (002034.SZ) : 14 亿可转债预案发布，助力在手项目顺利推进  
2020-05-26

请务必阅读末页的免责声明

## 目录索引

一、业绩同比增长 8.56%，存量项目造血能力出众 .....	4
（一）业绩同比增长 8.56%，毛利率水平保持 50%以上高位 .....	4
（二）存量项目造血能力出众，上半年经营性现金净流入 3.16 亿元 .....	5
（三）2019 未纳目录应收电费为 2 亿元，后续资金回收预期改善 .....	6
二、外省上网电量同比增长 147%，进入投产景气周期 .....	7
（一）上半年上网电量同比增长 48%，外省扩张成效显著 .....	7
（二）尚未投建产能达 0.92 万吨/日，产能进入密集释放期 .....	8
三、外延并购巩固厨余布局，体外环卫已发展成熟 .....	9
四、盈利预测 .....	10
五、风险提示 .....	11

## 图表索引

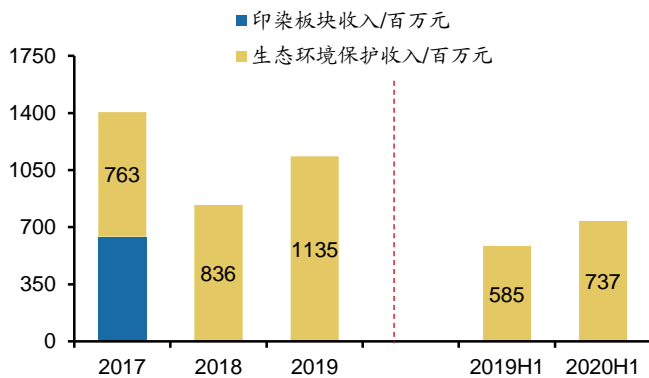
图 1: 公司 2020 年 H1 实现营业收入 7.37 亿元 .....	4
图 2: 公司 2020 年 H1 实现归母净利润 2.29 亿元 .....	4
图 3: 公司整体毛利率和净利率水平维持高位 .....	4
图 4: 公司 2020 年 H1 设备安装收入规模下降明显 .....	5
图 5: 公司 2020 年 H1 环保设备安装收入占比下降 .....	5
图 6: 公司财务费率上升带升整体期间费率水平 .....	5
图 7: 公司 2016 至 2020 年 H1 期间费用支出情况 .....	5
图 8: 公司长期借款规模逐年攀升 .....	5
图 9: 2020 年 6 月末公司资产负债率水平达 55.6% .....	5
图 10: 公司半年度经营性净现金流/归母净利润大于 1 .....	6
图 11: 公司经营性、投资性及筹资性现金流净额情况 .....	6
图 12: 公司应收账款中应付电费占比较高 .....	6
图 13: 公司应付补贴电费以未纳补贴清单项目为主 .....	6
图 14: 2020 年 H1 公司外省垃圾入库量同比增长 147% .....	7
图 15: 2020 年 H1 公司外省上网电量同比增长 147% .....	7
图 16: 截至 2020 年 6 月末, 公司目前在运产能 1.89 万吨/日、在建产能 0.43 万吨/日、筹建产能 0.49 万吨/日 .....	9
表 1: 截至 2019 年末公司在运项目补助清单纳入情况 .....	7
表 2: 旺能环境 2020 年上半年经营情况概览 (分地区加总) .....	7
表 3: 公司垃圾焚烧项目列表概览 (截至 2020 年 6 月底) .....	8
表 4: 公司在手厨余项目产能规模已达 1660 吨/日 .....	10
表 5: 2017 年以来合同总额达 87.6 亿元 对应首年服务金额为 3.19 亿元 .....	10
表 6: 旺能环境同业估值对比 (对应最新收盘价日期: 2020/8/11) .....	11

## 一、业绩同比增长 8.56%，存量项目造血能力出众

### （一）业绩同比增长 8.56%，毛利率水平保持 50%以上高位

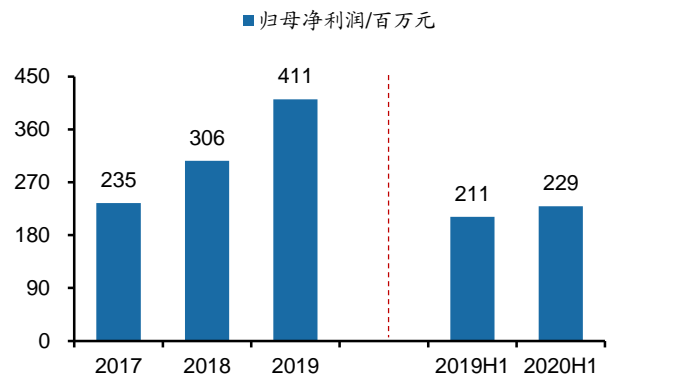
公司上半年营收同比增长**25.97%**，归母净利润同比增长**8.56%**。公司发布2020年半年度报告，上半年实现营业收入7.37亿元（同比+25.97%），实现归母净利润2.29亿元（同比+8.56%），业绩增速低于营收增速主要系新增项目尚未完全放量拉低毛利率水平，项目投运管理费用同比增长，融资规模扩张财务费用支出增高等因素所致。公司披露对2020年1-9月的业绩预计在3.5-4.0亿元，同比预期增长12.4%-28.4%。

图1：公司2020年H1实现营业收入7.37亿元



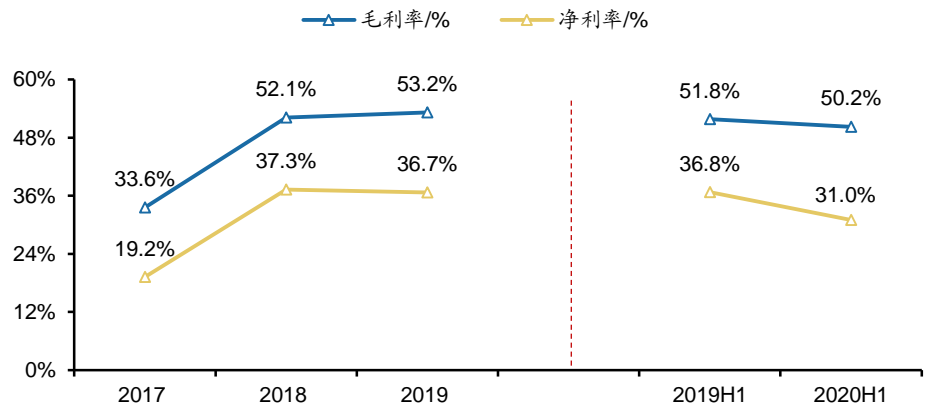
数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心  
备注：2019年H1数据为2020年中报调整后数据

图2：公司2020年H1实现归母净利润2.29亿元



数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心  
备注：2019年H1数据为2020年中报调整后数据

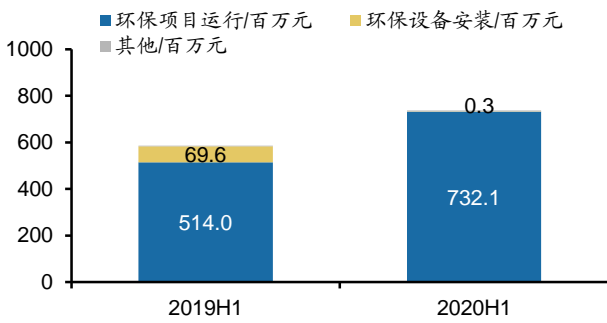
图3：公司整体毛利率和净利率水平维持高位



数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心  
备注：2019年H1数据为2020年中报调整后数据

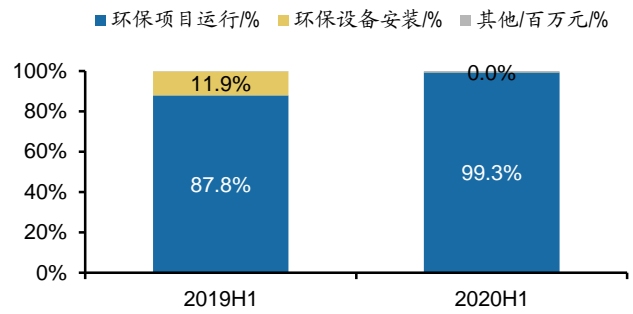
从分部业务收入来看，2020年上半年公司运营收入占比高达**99%**。2020年上半年公司运营收入占比达99%，而去年同期公司收入中包含6961万环保设备安装，占2019年上半年收入比重达11.9%，2020年上半年该业务仅为34万元。

图4: 公司2020年H1设备安装收入规模下降明显



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心  
备注: 2019年H1数据为2020年中报调整后数据

图5: 公司2020年H1环保设备安装收入占比下降

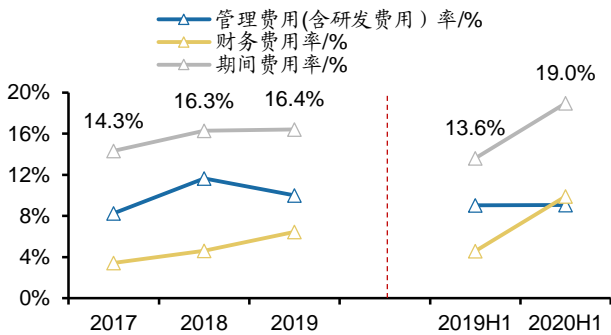


数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心  
备注: 2019年H1数据为2020年中报调整后数据

## (二) 存量项目造血能力出众, 上半年经营性现金净流入 3.16 亿元

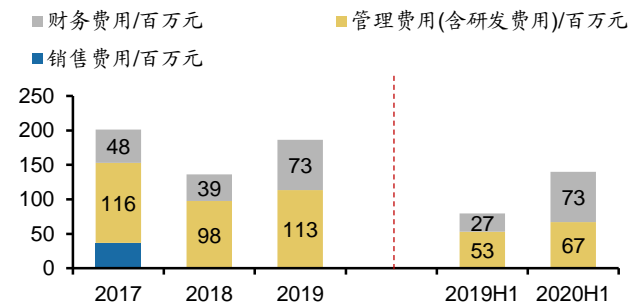
受资本开支加大影响, 公司财务支出同比增长172.8%, 期间费率上升至19.0%。从费率水平来看, 公司整体的期间费用率维持着上升的态势, 主要系在建项目不断增加、融资规模加大下, 公司财务支出有所增加。公司2020年上半年支出财务费用0.73亿元(同比+172.8%, 费率同比+5.3个pct); 2020年上半年期间费用合计1.40亿元, 期间费用率达19.0%, 同比上升5.37个pct。

图6: 公司财务费率上升带升整体期间费率水平



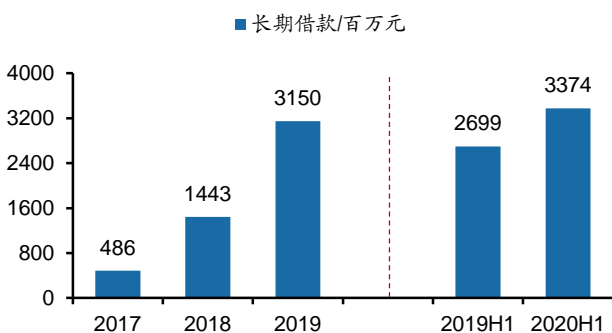
数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心  
备注: 2019年H1数据为2020年中报调整后数据

图7: 公司2016至2020年H1期间费用支出情况



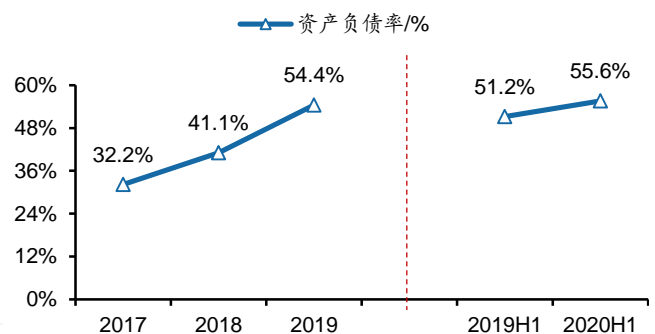
数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心  
备注: 2019年H1数据为2020年中报调整后数据

图8: 公司长期借款规模逐年攀升



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

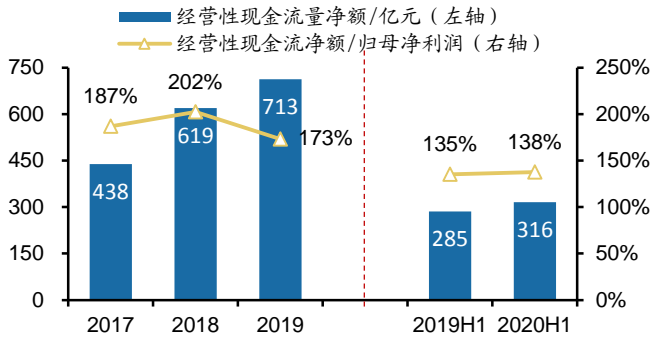
图9: 2020年6月末公司资产负债率水平达55.6%



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

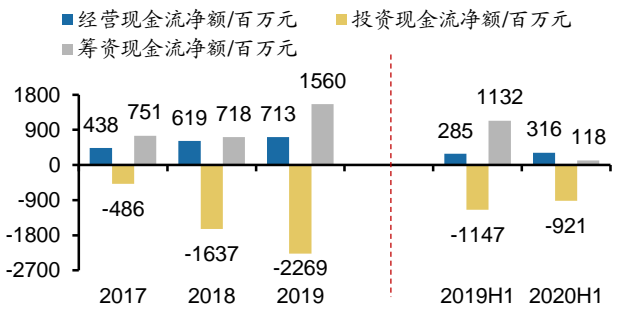
公司存量在运项目为优质现金流资产，2020年H1实现经营现金净流入3.16亿元。公司2019年H1和2020年H1分别实现经营性现金净流入2.85亿元、3.16亿元，对应经营性现金净流入/净利润比值为1.35和1.38，公司存量项目现金流回流情况好。从投资及筹资端来看，公司2020年H1投资性净流出达9.21亿元，预计后续14亿可转债如能发行成功将有效补足公司投资缺口，在建产能有望加速落地。

图10: 公司半年度经营性净现金流/归母净利润大于1



数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心  
备注：2019年H1数据为2020年中报调整后数据

图11: 公司经营性、投资性及筹资性现金流净额情况

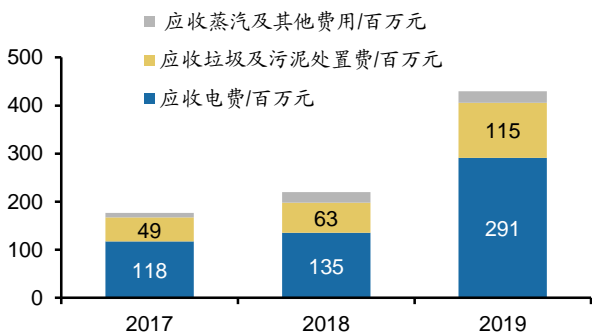


数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心  
备注：2019年H1数据为2020年中报调整后数据

### （三）2019 未纳目录应收电费为 2 亿元，后续资金回收预期改善

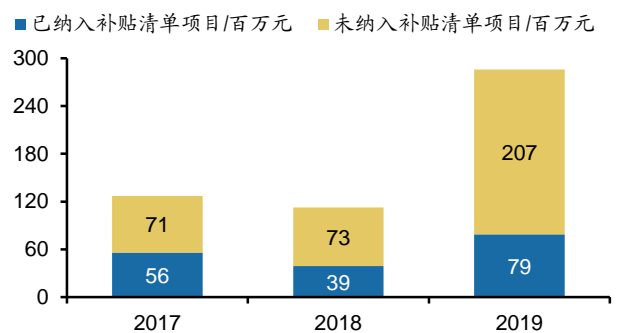
公司2019年应收账款中应收电费占68%，未进目录的应收电费为2亿元。根据公司《可转债申请文件意见回复》公告披露，公司运营所产生的应收账款主要以应付电费为主，截至2019年末，公司应收账款余额4.30亿元，其中应收电费达2.91亿元（占68%）。近年随着尚未纳入补贴目录的项目陆续投产，与之相关的应收补贴电费已上升至2.07亿元，是公司应收账款增长的主要原因。

图 12: 公司应收账款中应付电费占比较高



数据来源：《公开发行可转换公司债券申请文件反馈意见的回复》，广发证券发展研究中心

图 13: 公司应付补贴电费以未纳补贴清单项目为主



数据来源：《公开发行可转换公司债券申请文件反馈意见的回复》，广发证券发展研究中心

公司目前在运23个项目中12个已纳入补助项目清单，4个项目正在进行首批补贴清单申报，剩余7个项目余额均能够满足《关于开展可再生能源发电补贴项目清单审核有关工作的通知》（财办建[2020]6号）的申报要求。公司将根据主管部门后续发布的申报通知和政策要求进行补贴清单申报，预计无法纳入补贴目录的风险较小。且



伴随着光伏、风电平价预期，可再生能源基金缺口有望减少，垃圾焚烧行业国补资金回收预期改善。

表 1: 截至 2019 年末公司在运项目补助清单纳入情况

	项目数量 (个)	产能规模 (吨/日)	在运产能占比 (%)
已纳入补助项目清单	12	6900	43%
正在进行首批补贴清单申报的项目	4	2350	15%
暂未进行补贴清单申报的项目	7	6620	42%
合计	23	15870	100%

数据来源:《公开发行可转换公司债券申请文件反馈意见的回复》，广发证券发展研究中心

## 二、外省上网电量同比增长 147%，进入投产景气周期

### (一) 上半年上网电量同比增长 48%，外省扩张成效显著

公司上半年垃圾入库量同比增长 39%，上网电量同比增长 48%。公司于今年 7 月发布公告首次披露经营数据情况：2020 年上半年实现发电量 8.60 亿度（同比+37%）、上网电量 6.99 亿度（同比+48%）和垃圾入库量 285 万吨（同比+39%）。同时补充披露 2019 年历史数据，全年实现上网电量 10.71 亿度、垃圾入库量 443 万吨。

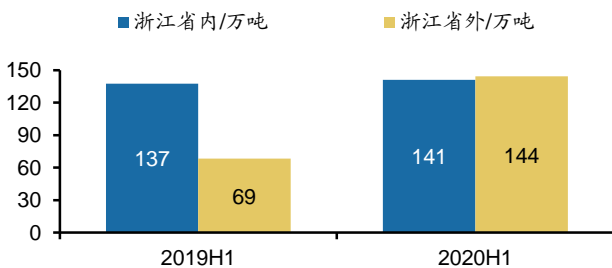
表 2: 旺能环境 2020 年上半年经营情况概览 (分地区加总)

项目	2019H1	2020H1	同比增长%
发电量 (万度)	62,907	85,971	37%
上网电量 (万度)	47,173	69,909	48%
平均上网电价 (元/度)	0.56	0.56	-
结算电量 (万度)	47,173	69,909	48%
垃圾入库量 (万吨)	206	285	39%

数据来源:《关于 2020 年上半年主要经营数据的自愿性信息披露公告》，广发证券发展研究中心

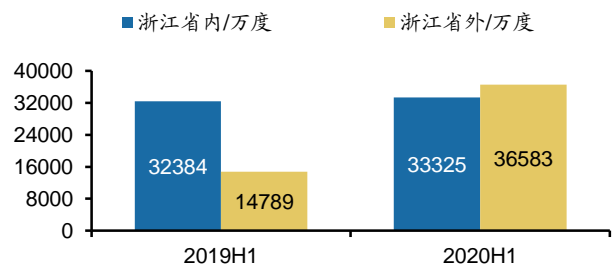
外省扩张成效显著，上半年浙江省外垃圾入库量同比增长 147%。从上半年分区域经营数据来看，公司浙江省内实现上网电量 3.33 亿度（同比+3%）、垃圾入库量 141 万吨（同比+3%）；浙江省外地区合计实现上网电量 3.66 亿度（同比+147%）、垃圾入库量 144 万吨（同比+111%），公司焚烧业务向外扩张成效显著。

图 14: 2020 年 H1 公司外省垃圾入库量同比增长 147%



数据来源:《关于 2020 年上半年主要经营数据的自愿性信息披露公告》，广发证券发展研究中心

图 15: 2020 年 H1 公司外省上网电量同比增长 147%



数据来源:《关于 2020 年上半年主要经营数据的自愿性信息披露公告》，广发证券发展研究中心

## (二) 尚未投建产能达 0.92 万吨/日，产能进入密集释放期

公司在运产能已达1.89万吨/日，在建/筹建与在运比达49%。公司2020年上半年舟山三期、德清技改和台州三期项目投产，合计新增产能2700吨/日，叠加下半年1000吨/日的投产预期，公司全年新增产能有望达3700吨/日。截至2020年6月末，公司目前在运产能1.89万吨/日、在建产能0.43万吨/日、筹建产能0.49万吨/日，公司未来两至三年有望保持稳健投产节奏。

表 3: 公司垃圾焚烧项目列表概览 (截至 2020 年 6 月底)

项目名称	省	项目类型	合同签订	特许经营期限	状态	达产产能 (t/d)
南太湖一期	浙江	BOO	2006/7	运营至 37 年	运营	800
德清一期	浙江	BOT	2006/12	30 年 (含建设期)	运营	800
淮北宇能	安徽	BOT	2007/11	28 (含建设期)	运营	1000
荆州一期	湖北	BOO	2006/11	30 年 (不含建设期)	运营	1000
南太湖二期	浙江	BOO	2006/7	运营至 37 年	运营	300
安吉一期	浙江	BOO	2009/9	30 年 (不含建设期)	运营	300
丽水一期	浙江	BOT	2010/12	26 年 6 个月 (含 18 月建设期)	运营	400
舟山一期	浙江	BOO	2009/4	30 年 (不含建设期)	运营	700
台州一期	浙江	BOT	2009/9	29 年 (含 2 年建设期)	运营	1000
兰溪一期	浙江	BOO	2009/10	30 年 (含建设期)	运营	400
汕头一期	广东	BOT	2009/9	19 年 8 个月 (含建设期)	运营	450
舟山二期	浙江	BOO	2009/4	30 年 (不含建设期)	运营	350
南太湖三期	浙江	BOO	2006/7	运营至 37 年	运营	400
安吉二期	浙江	BOO	2009/9	30 年 (不含建设期)	运营	300
监利一期	湖北	BOO	2014/3	30 年 (含建设期)	运营	300
台州二期	浙江	BOT	2009/9	29 年 (含 2 年建设期)	运营	1000
兰溪二期	浙江	BOO	2009/10	30 年 (含建设期)	运营	400
汕头二期	广东	BOT	2009/9	19 年 8 个月 (含建设期)	运营	400
攀枝花	四川	BOT	2014/3	25 年 (不含建设期)	运营	800
河池	广西	BOT	2015/6	30 年 (含建设期)	运营	600
许昌	河南	BOO	2014/7	30 年 (含建设期)	运营	2250
南太湖四期	浙江	BOO	2006/7	运营至 37 年	运营	750
德清扩建	安徽	BOT	2018/12	30 年 (不含建设期)	运营	600
舟山三期	湖北	BOO	2019/1	30 年 (不含建设期)	运营	600
台州三期	浙江	BOT	2018/12	29 年 (含 2 年建设期)	运营	1500
淮北	浙江	BOT	2018/8	30 年 (含建设期)	运营	1500
<b>在运产能合计</b>						<b>18900</b>
公安	浙江	BOT	2016/9	30 年 (含 18 个月建设期)	在建	500
鹿邑	湖北	BOO	2017/4	30 年 (含建设期)	在建	600
荆州扩建	广东	BOO	2018/8	30 年 (不含建设期)	在建	750
渠县	河南	BOO	2014/1	30 年 (含建设期)	在建	750
青田	湖北	BOO	2017/12	30 年 (含建设期)	在建	500
丽水二期	四川	BOT	2019/12	26 年 6 个月 (含 18 月建设期)	在建	600



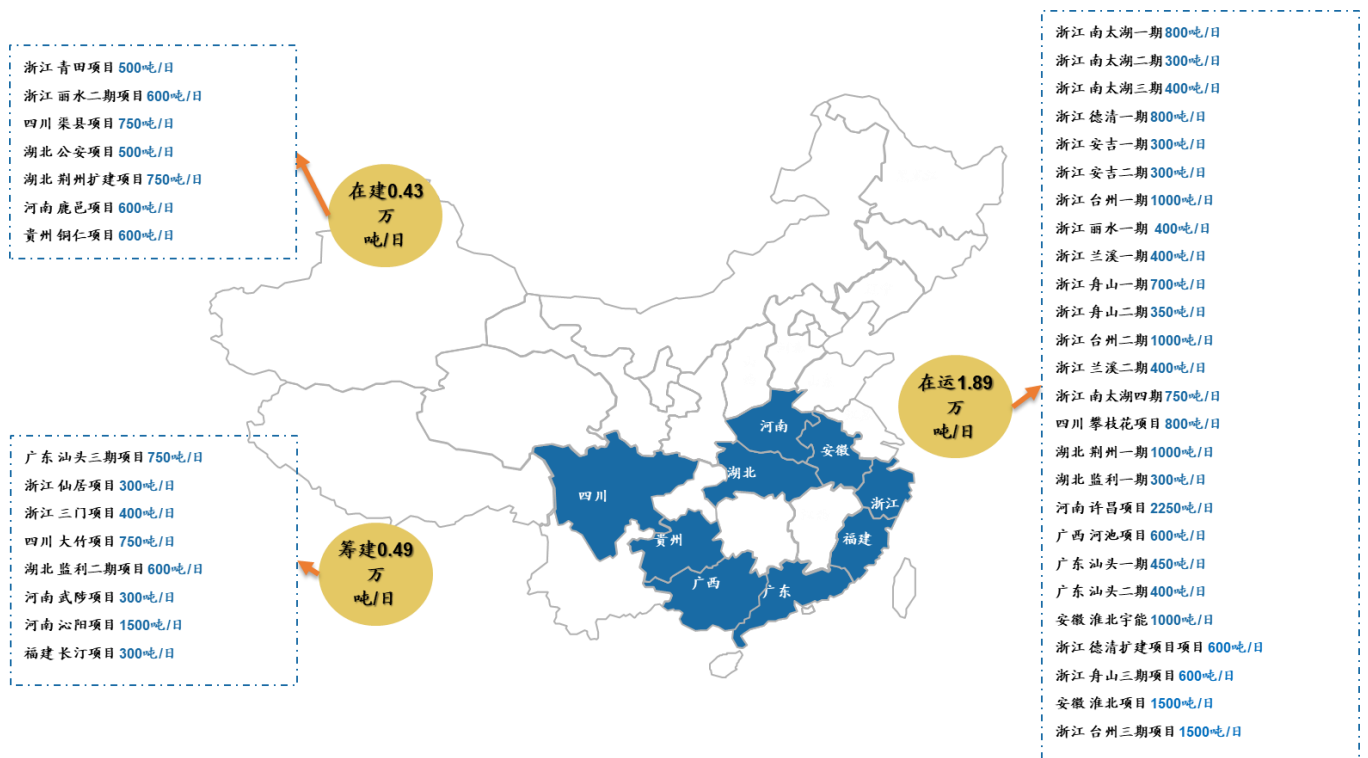
铜仁	浙江	BOO	2016/5	30年(不含建设期)	在建	600
汕头三期	广东	BOT	2019/8	25年(不含建设期)	筹建	750
监利二期	湖北	BOT	2019/9	30年	筹建	600
仙居	浙江	BOO	2018/10	30年(含建设期)	筹建	300
长汀	福建	BOT	2017/6	30年(含两年建设期)	筹建	300
大竹	四川	BOO	2017/6	-	筹建	750
三门	浙江		2013/12	25年(含建设期18个月)	在建	400
武陟	河南		2015/11	30年(含建设期)	筹建	300
沁阳	河南		2016/11	30年(含建设期)	筹建	1500
襄城	河南	BOO	2016/5	-	筹建	-

在建及筹建产能合计

9200

数据来源：公司定期报告、公告、官网及《置换说明书》，广发证券发展研究中心

图 16: 截至2020年6月末, 公司目前在运产能1.89万吨/日、在建产能0.43万吨/日、筹建产能0.49万吨/日



数据来源：公司定期报告及置换说明书，广发证券发展研究中心

### 三、外延并购巩固厨余布局，体外环卫已发展成熟

并购市场方面，公司通过收购南太湖污泥资产组和苏州华益洁项目，为污泥处置业务和餐厨处置业务添砖加瓦，在手餐厨规划产能达1660吨/日。公司6月17日公告：拟斥资6800万元收购苏州华益洁100%股权，旨在进一步夯实公司餐厨板块基础，提高盈利能力。根据公司官网统计及定期报告披露，公司已在浙江、河南、山东、安徽等多省份投资建设11个餐厨垃圾处置项目公司，其中有6个餐厨项目已成功启动运营，合计运营产能1100吨/日，在建及筹建产能560吨/日。

**表 4: 公司在手厨余项目产能规模已达 1660 吨/日**

公司名称	签约时间	产能规模 (吨/日)	状态
湖州餐厨项目	2016	400	运营
德清餐厨项目	2017	100	运营
丽水餐厨项目	2017	100	运营
邹城餐厨项目	2018	100	运营
洛阳餐厨项目	2018	200	运营
安吉餐厨项目	-	200	运营
蚌埠市餐厨废弃物项目	2018	200	在/筹建
荥阳餐厨项目	2017	140	在/筹建
兰溪餐厨项目	2019	80	在/筹建
鹿邑厨余项目	2019	60	在/筹建
青田县厨余 PPP 项目	2019	80	在/筹建
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>1660</b>	<b>-</b>

数据来源: 公司定期报告, 公司官网, 广发证券发展研究中心

美欣达环卫接连斩获长久期的大额订单, 累计合同总额达**87.6亿元**。据招标网的统计, 大股东美欣达集团自2017年进入环卫领域至今, 子公司美欣达环卫已斩获环卫合同总额累计达87.6亿元, 以长久期的大额订单为主。其中**2020年1月公司新签28亿元高平环卫一体化项目**, 位于一季度**10大环卫大标的第二名**, 环卫新领域布局已经初显成效。

**表 5: 2017 年以来合同总额达 87.6 亿元 对应首年服务金额为 3.19 亿元**

项目名称	签订时间	中标金额 (万元)	年化服务金额 (万元)	期限 (年)
高平市城乡环卫一体化特许经营项目	2020/1/15	279979	9999	28
南浔区城乡环卫和固体废物 (工业固废除外) 综合处理一体化项目	2019/10/18	497776	16593	30
京山市全域垃圾处理 PPP 项目	2019/7/10	6157	308	20
嘉兴市王江泾镇一般工业固废清理、运输、处置焚化服务外包项目	2019/4/11	1136	568	2
湖州西凤漾垃圾中转站 PPP 项目社会资本采购 (第三次) 项目	2018/7/11	4544	227	20
修武县城乡环卫一体化政府购买服务项目二次	2018/5/22	10240	1280	8
湖州市吴兴区城乡环卫一体化 PPP 项目	2018/1/24	/	269	30
临海市大田街道河道保洁项目	2018/1/23	146	146	1
鹿邑县城乡环卫一体化 PPP 项目	2017/2/24	74826	2494	30

数据来源: 招标网, 广发证券发展研究中心

备注: 表格仅包含部分重要项目

## 四、盈利预测

公司进入产能加速投产期, 维持“买入”评级。预计公司2020至2022年EPS为1.22/1.55/1.91元/股, 按最新收盘价对应PE分别为16.0/12.6/10.24x。公司在建产能充足, 14亿可转债已完成一次反馈意见, 大股东美欣达集团环卫产业布局日趋成熟。结合可比公司估值水平以及公司业绩增速, 给予公司2020年20倍PE估值, 对应合理价值24.40元/股, 维持“买入”评级。

表6: 旺能环境同业估值对比 (对应最新收盘价日期: 2020/8/11)

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	归母净利润/亿元			PE		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
002034.SZ	旺能环境	82	19.60	4.1	5.2	6.5	15.00	16.00	12.61
600323.SH	瀚蓝环境	203	26.45	9.1	10.5	12.9	14.73	19.25	15.66
603568.SH	伟明环保	275	21.90	9.7	12.4	15.7	22.17	22.21	17.58
601200.SH	上海环境	125	13.52	6.2	6.6	8.6	16.45	18.75	14.43
601330.SH	绿色动力	125	10.73	4.2	5.5	7.1	29.67	22.67	17.64

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 旺能环境盈利预测来自于广发证券发展研究中心, 其余同业可比公司盈利预测来自于 Wind 一致预期

## 五、风险提示

产能投产进度不及预期; 垃圾焚烧发电补贴政策变动; 公司新订单获取速度低于预期。

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>1,192</b>	<b>1,434</b>	<b>1,627</b>	<b>1,742</b>	<b>1,936</b>
货币资金	836	840	920	935	1,020
应收及预付	215	411	468	532	597
存货	29	57	46	71	72
其他流动资产	113	126	193	204	247
<b>非流动资产</b>	<b>5,017</b>	<b>7,619</b>	<b>10,269</b>	<b>12,983</b>	<b>14,971</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,498	2,598	3,974	5,445	6,950
在建工程	1,625	1,709	2,709	3,209	3,509
无形资产	1,825	3,216	3,489	4,232	4,415
其他长期资产	69	96	96	96	96
<b>资产总计</b>	<b>6,209</b>	<b>9,054</b>	<b>11,896</b>	<b>14,725</b>	<b>16,906</b>
<b>流动负债</b>	<b>722</b>	<b>1,274</b>	<b>1,783</b>	<b>2,388</b>	<b>2,304</b>
短期借款	0	0	667	1,218	919
应付及预收	444	892	722	751	928
其他流动负债	278	382	393	420	456
<b>非流动负债</b>	<b>1,830</b>	<b>3,650</b>	<b>4,650</b>	<b>5,250</b>	<b>5,650</b>
长期借款	1,443	3,150	4,150	4,750	5,150
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	386	500	500	500	500
<b>负债合计</b>	<b>2,552</b>	<b>4,924</b>	<b>6,433</b>	<b>7,638</b>	<b>7,954</b>
股本	417	421	421	421	421
资本公积	2,363	2,488	2,488	2,488	2,488
留存收益	856	1,226	2,554	4,170	6,029
归属母公司股东权益	3,636	4,101	5,429	7,045	8,904
少数股东权益	21	29	34	41	49
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,209</b>	<b>9,054</b>	<b>11,896</b>	<b>14,725</b>	<b>16,906</b>

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>836</b>	<b>1,135</b>	<b>1,513</b>	<b>1,886</b>	<b>2,219</b>
营业成本	400	531	674	808	923
营业税金及附加	25	28	36	43	51
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	65	75	100	123	140
研发费用	32	38	42	53	64
财务费用	39	73	180	244	273
资产减值损失	-2	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>359</b>	<b>478</b>	<b>593</b>	<b>757</b>	<b>935</b>
营业外收支	-1	-4	2	0	0
<b>利润总额</b>	<b>358</b>	<b>474</b>	<b>595</b>	<b>757</b>	<b>935</b>
所得税	46	58	74	97	122
<b>净利润</b>	<b>312</b>	<b>416</b>	<b>521</b>	<b>660</b>	<b>814</b>
少数股东损益	6	5	5	7	8
<b>归属母公司净利润</b>	<b>306</b>	<b>411</b>	<b>515</b>	<b>654</b>	<b>806</b>
EBITDA	533	746	1,124	1,409	1,706
EPS (元)	0.74	0.98	1.22	1.55	1.91

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>619</b>	<b>713</b>	<b>900</b>	<b>1,418</b>	<b>1,866</b>
净利润	312	416	521	660	814
折旧摊销	219	283	463	549	665
营运资金变动	46	-75	-271	-45	104
其它	42	89	187	253	283
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,637</b>	<b>-2,269</b>	<b>-2,298</b>	<b>-2,300</b>	<b>-1,600</b>
资本支出	-1,659	-2,311	-2,298	-2,300	-1,600
投资变动	-7	-1	0	0	0
其他	29	43	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>718</b>	<b>1,560</b>	<b>1,478</b>	<b>897</b>	<b>-181</b>
银行借款	1,080	1,948	1,667	1,150	102
股权融资	1	38	0	0	0
其他	-362	-427	-189	-253	-282
<b>现金净增加额</b>	<b>-300</b>	<b>3</b>	<b>80</b>	<b>15</b>	<b>85</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>1,104</b>	<b>805</b>	<b>840</b>	<b>920</b>	<b>935</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>805</b>	<b>808</b>	<b>920</b>	<b>935</b>	<b>1,020</b>

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	-40.5%	35.7%	33.3%	24.6%	17.6%
营业利润增长	11.2%	33.2%	24.0%	27.7%	23.5%
归母净利润增长	30.4%	34.3%	25.3%	26.9%	23.2%
<b>获利能力</b>					
毛利率	52.1%	53.2%	55.4%	57.2%	58.4%
净利率	37.3%	36.7%	34.4%	35.0%	36.7%
ROE	8.4%	10.0%	9.5%	9.3%	9.0%
ROIC	5.2%	5.4%	5.5%	5.6%	5.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.1%	54.4%	54.1%	51.9%	47.0%
净负债比率	69.8%	119.2%	117.8%	107.8%	88.8%
流动比率	1.65	1.13	0.91	0.73	0.84
速动比率	1.60	1.08	0.88	0.69	0.80
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13
应收账款周转率	4.14	2.81	3.34	3.65	3.84
存货周转率	29.27	19.84	32.77	26.49	30.70
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.74	0.98	1.22	1.55	1.91
每股经营现金流	1.49	1.69	2.14	3.37	4.43
每股净资产	8.73	9.75	12.90	16.74	21.16
<b>估值比率</b>					
P/E	14.88	15.15	16.00	12.61	10.24
P/B	1.25	1.52	1.52	1.17	0.93
EV/EBITDA	10.01	11.76	11.01	9.59	7.93

## 广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士，2015年、2016年、2017年新财富环保行业第一名，多年环保、燃气、电力等公用事业研究经验，带领团队荣获2019年新财富环保行业第一名。
- 邱长伟：资深分析师，北京大学汇丰商学院金融硕士，厦门大学自动化系学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 许洁：资深分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 张焱：高级研究员，武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 姜涛：研究助理，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。



本报告署名研究人员、联系人（以下简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。