

## 证券研究报告—动态报告

基础化工

化学新材料 II

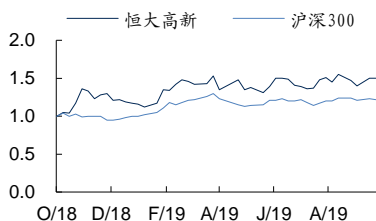
**恒大高新(002591)**
**买入**

2019年三季报点评

(首次评级)

2019年10月23日

## 一年该股与沪深300走势比较



## 股票数据

总股本/流通(百万股)	307/187
总市值/流通(百万元)	2,561/1,562
上证综指/深圳成指	2,954/9,554
12个月最高/最低(元)	10.41/5.28

**证券分析师: 商艾华**

E-MAIL: shangaihua@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519090001

**证券分析师: 龚诚**

电话: 010-88005306

E-MAIL: gongcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519040001

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

## 财报点评

# 订单快速增长, 三季报业绩释放

**● 2019年三季报业绩释放, 增速符合预期**

公司发布三季报业绩公告。2019年前三季度公司营业收入3.13亿元, 同比增长49.34%, 主要系公司节能环保和互联网营销双主业齐头并进, 业务量均有增加所致; 扣非归母净利润8101.2万元, 同比增长310.87%; 经营活动现金流量净额1585.2万元, 同比增加28.97%; 公司发布2019年度经营业绩预告。预计2019年归母净利润同比增长186.46%~272.40%。

**● 垃圾焚烧炉防护行业龙头, 新签订单和项目完工数量快速增长**

公司是国内唯一一家垃圾焚烧炉防护领域上市公司, 已形成节能环保+互联网营销的双主业格局。在国家环保相关政策实施背景下, 公司正逐步将经营重点聚焦到节能环保实业, 抓住机遇积极拓展业务, 其中垃圾焚烧炉防护、声学降噪工程等相关业务新签订单量及项目完工数量保持快速增长。

**● 垃圾分类政策实施, 垃圾焚烧及其配套行业需求有望快速提升**

目前我国垃圾焚烧占垃圾处理量的比重不足50%。对比日本等发达国家80%的垃圾焚烧处理比例仍有提升空间。随着2019年垃圾分类法律法规的推出, 全国陆续启动垃圾分类工作。垃圾焚烧厂垃圾处理工序中的重金属等有害物质分拣成本将大幅降低, 垃圾焚烧处理量有望加速提升。公司所在的垃圾焚烧炉及配套防护业务需求有望快速增长。

**● 财务状况明显好转, 有利于公司快速推进业务布局**

2019年前三季度公司经营活动产生的现金流量净额同比增加28.97%, 主要系公司加强应收账款管理, 回款增加所致。预收款项较2018年末增加69.25%, 主要系公司部分业务为降低风险采取预收进度款项模式。

**● 风险提示: 焚烧炉防护、声学降噪工程市场需求不振; 技术研发进展迟缓等。**
**● 投资建议: 首次推荐, “买入”评级。**

预计2019-2021年公司净利润分别为1.11/1.90/2.36亿元, 同比增速31.7%/28.4%/27.9%, 摊薄EPS=0.36/0.62/0.77元, 当前股价对应PE=23.5/13.8/11.1x。行业垃圾分类政策驱动垃圾焚烧炉及配套防护业务需求快速提升。公司作为国内唯一一家垃圾焚烧炉防护领域上市公司, 新订单数有望持续增长。首次推荐, “买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	259	335	612	907	1,154
(+/-%)	75.6%	29.3%	82.7%	48.1%	27.2%
净利润(百万元)	15	35	111	190	236
(+/-%)	4.4%	136.7%	219.2%	70.8%	24.2%
摊薄每股收益(元)	0.05	0.11	0.36	0.62	0.77
EBIT Margin	-0.3%	25.4%	25.4%	26.5%	26.4%
净资产收益率(ROE)	1.2%	3.0%	8.8%	13.7%	15.2%
市盈率(PE)	177.6	75.0	23.5	13.8	11.1
EV/EBITDA	135.4	26.1	19.0	14.1	11.9
市净率(PB)	2.08	2.22	2.08	1.88	1.68

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

**垃圾焚烧炉防护行业龙头，新签订单和项目完工数量快速增长。**公司是国内唯一一家垃圾焚烧炉防护领域上市公司，已形成节能环保+互联网营销的双主业格局。在国家环保相关政策实施背景下，公司正逐步将经营重点聚焦到节能环保实业，抓住机遇积极拓展业务，其中垃圾焚烧炉防护、声学降噪工程等相关业务新签订单量及项目完工数量保持快速增长。

**国内垃圾分类政策集中推出，垃圾焚烧及其配套行业需求有望快速提升。**目前我国垃圾焚烧占垃圾处理量的比重不足 50%。对比日本等发达国家 80% 的垃圾焚烧处理比例仍有提升空间。随着 2019 年垃圾分类法律法规的推出，全国陆续启动垃圾分类工作。垃圾焚烧厂垃圾处理工序中的重金属等有害物质分拣成本将大幅降低，垃圾焚烧处理量有望加速提升。公司所在的垃圾焚烧炉及配套防护业务需求有望快速增长。

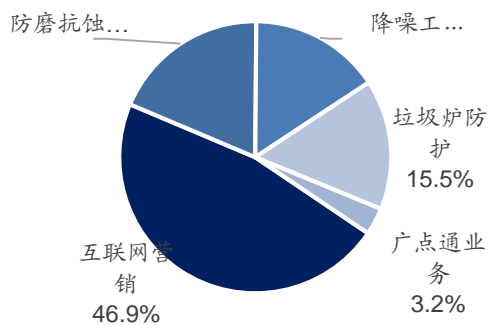
**经营活动现金流量净额同比增加 28.97%，预收款项较 2018 年末增加 69.25%。**2019 前三季度公司经营活动产生的现金流量净额同比增加 28.97%，主要系公司加强应收账款管理，回款增加所致。预收款项较 2018 年末增加 69.25%，主要系公司部分业务为降低风险采取预收进度款项模式。财务状况明显好转，有利于公司经营业务的稳健开展。

**表 1：公司各项业务经营业绩拆分**

百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>合计</b>				
营业收入	587.88	1073.84	1590.48	2023.66
收入 yoy	126.9%	82.7%	48.1%	27.2%
营业成本	296.70	507.36	734.56	936.70
毛利率	49.5%	52.8%	53.8%	53.7%
<b>互联网营销</b>				
收入	207.20	279.72	363.63	454.54
收入 yoy	35.0%	35.0%	30.0%	25.0%
成本	82.88	109.09	134.54	163.63
毛利率	60.00%	61.00%	63.00%	64.00%
<b>防腐抗蚀（除去 MC 防护）</b>				
收入	89.07	112.22	141.40	169.68
收入 yoy	18.0%	26.0%	26.0%	20.0%
成本	46.31	60.60	74.94	89.08
毛利率	48.00%	46.00%	47.00%	47.50%
<b>降噪工程</b>				
收入	181.26	453.15	679.73	883.64
收入 yoy	350.0%	150.0%	50.0%	30.0%
成本	94.26	244.70	363.65	468.33
毛利率	48.00%	46.00%	46.50%	47.00%
<b>MC 防护（垃圾炉）</b>				
收入	58.58	164.03	328.06	426.47
收入 yoy	120.0%	180.0%	100.0%	30.0%
成本	42.18	54.13	114.82	162.06
毛利率	28.00%	33.00%	35.00%	38.00%
<b>其他</b>				
收入	51.78	64.73	77.67	89.32
收入 yoy	50.0%	25.0%	20.0%	15.0%
成本	31.07	38.84	46.60	53.59
毛利率	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%

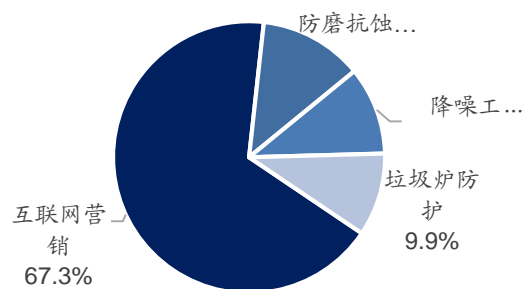
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

图 1: 2019H1 公司主营产品营收占比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 2019H1 公司主营产品毛利占比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议:** “买入”评级。预计 2019-21 年公司净利润分别为 1.11/1.90/2.36 亿元，对应 PE 为 23.5/13.8/11.1 倍。

**风险提示:** 焚烧炉防护、声学降噪工程市场需求不振；技术研发进展迟缓等。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	118	100	126	114	营业收入	335	612	907	1154
应收款项	362	807	1195	1520	营业成本	169	289	419	534
存货净额	28	63	94	120	营业税金及附加	6	10	15	20
其他流动资产	65	282	418	532	销售费用	16	53	79	100
<b>流动资产合计</b>	<b>572</b>	<b>1252</b>	<b>1832</b>	<b>2287</b>	管理费用	59	104	153	195
固定资产	178	140	113	79	财务费用	3	15	30	37
无形资产及其他	36	34	33	31	投资收益	3	13	15	13
投资性房地产	671	671	671	671	资产减值及公允价值变动	(36)	(36)	(23)	(30)
长期股权投资	0	(23)	(45)	(68)	其他收入	(13)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1457</b>	<b>2074</b>	<b>2603</b>	<b>3001</b>	营业利润	37	118	203	251
短期借款及交易性金融负债	123	530	788	876	营业外净收支	1	11	1	1
应付款项	27	57	72	93	<b>利润总额</b>	<b>37</b>	<b>129</b>	<b>204</b>	<b>251</b>
其他流动负债	94	171	253	325	所得税费用	7	32	37	44
<b>流动负债合计</b>	<b>243</b>	<b>758</b>	<b>1113</b>	<b>1293</b>	少数股东损益	(4)	(15)	(23)	(29)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>35</b>	<b>111</b>	<b>190</b>	<b>236</b>
其他长期负债	4	3	2	4					
<b>长期负债合计</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>247</b>	<b>760</b>	<b>1115</b>	<b>1297</b>	净利润	35	111	190	236
少数股东权益	28	54	95	145	资产减值准备	6	(7)	(6)	(7)
股东权益	1182	1260	1393	1559	折旧摊销	25	23	24	25
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1457</b>	<b>2074</b>	<b>2603</b>	<b>3001</b>	公允价值变动损失	36	36	23	30
					财务费用	3	15	30	37
关键财务与估值指标					营运资本变动	(27)	(598)	(463)	(380)
每股收益	0.11	0.36	0.62	0.77	其它	2	33	46	57
每股红利	0.31	0.11	0.19	0.23	<b>经营活动现金流</b>	<b>76</b>	<b>(402)</b>	<b>(185)</b>	<b>(38)</b>
每股净资产	3.85	4.11	4.54	5.08	资本开支	36	(12)	(13)	(13)
ROIC	5%	7%	9%	10%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	3%	9%	14%	15%	<b>投资活动现金流</b>	<b>36</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
毛利率	50%	53%	54%	54%	权益性融资	5	0	0	0
EBIT Margin	25%	25%	27%	26%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	33%	29%	29%	29%	支付股利、利息	(96)	(33)	(57)	(71)
收入增长	29%	83%	48%	27%	其它融资现金流	32	407	258	88
净利润增长率	137%	219%	71%	24%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(154)</b>	<b>374</b>	<b>201</b>	<b>17</b>
资产负债率	19%	39%	46%	48%	<b>现金净变动</b>	<b>(42)</b>	<b>(18)</b>	<b>26</b>	<b>(11)</b>
息率	3.6%	1.3%	2.2%	2.7%	货币资金的期初余额	160	118	100	126
P/E	75.0	23.5	13.8	11.1	货币资金的期末余额	118	100	126	114
P/B	2.2	2.1	1.9	1.7	企业自由现金流	103	(471)	(255)	(116)
EV/EBITDA	26.1	19.0	14.1	11.9	权益自由现金流	135	(75)	(21)	(59)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032