



2020年07月05日

定增获批加快项目投建，规模扩张看好公司持续增长

联泰环保(603797)

事件概述

2020年7月3日，中国证券监督管理委员会发行审核委员会（以下简称“证监会”）对广东联泰环保股份有限公司非公开发行股票的申请进行了审核。根据会议审核结果，公司本次非公开发行股票的申请获得通过。

分析判断：

▶ 非公开发行获准，项目推进获保障。

7月3日，公司收到证监会通知，公司非公开发行股票申请获得通过。本次拟非公开发行股票募集资金不超过人民币12亿元，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。澄海区项目的总投资高达27.7亿元，涉及了227公里的四大片区截污管道一期工程、6座污水提升泵站、1座污水处理厂一期工程和28座农村生活污水处理站。为抓住市场有利时机，使项目尽快建成并产生效益，在本次募集资金到位前，公司可根据项目进度的实际情况通过自筹资金先行投入，并在募集资金到位后予以置换。公司属于资本密集型行业，近年多个储备项目开展，公司资金需求量增加，同时负债规模也不断攀升。本次发行有效解决公司快速发展所产生的资金缺口，同时不断地优化公司资产负债结构，防范财务风险，保证可持续发展。

▶ 再添新大单，保障业绩后续增量

2020年6月25日，广东省政府采购网发布公告，公司作为联合体主要成员中标《汕头市潮阳区潮关污水处理厂及管网PPP项目》，该项目总投资5.17亿元，主要内容包括潮关污水厂建设，总规模4万吨/日，本次涉及2万吨/日；污水收集管网长度暂定30.2公里。2018-2019年公司污水运营规模分别同比增长15.38%和20%，规模增长带动营业收入同比增长36.17%和94.11%。2020年一季度，受疫情影响，原定于2020年初投产的衡南县城污水等数个项目向后推迟，但一季度公司仍实现营收增长35.57%，净利润增长48.10%。随着疫情恢复，公司有充足的后备产能在建，后续项目逐步投产增收，公司业绩稳定增长可期。

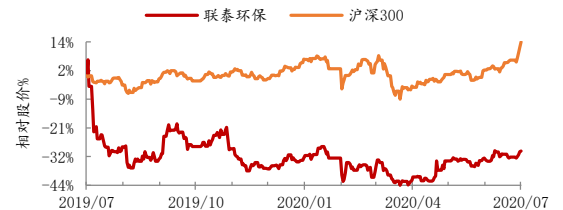
▶ 规模效益叠加水价优势，公司市场竞争力强

公司截至2019年底运营的108万吨/日的污水厂中，没有小于1万吨/日的单个污水处理厂，在手项目都极具规模效应。例如长沙岳麓项目、汕头龙珠项目、邵阳洋溪桥项目，三个项目均超过10万吨/日，分别为45万吨/日、26万吨/日、10万吨/日，巨型污水厂特点就是规模效应提高毛利率高，摊平到每吨水上面的成本费用低。此外公司多个项目在进行提标改造，将

评级及分析师信息

评级： 买入
上次评级： 买入
目标价格： 19.25
最新收盘价： 11.88

股票代码： 603797
52周最高价/最低价： 16.27/9.56
总市值(亿) 53.17
自由流通市值(亿) 53.17
自由流通股数(百万) 447.52



分析师：晏溶

SAC NO: S1120519100004
 邮箱: yanrong@hx168.com.cn
 联系电话: 0755-83026989

研究助理：周志璐

邮箱: zhoulz11@hx168.com.cn
 联系电话: 0755-23943591

相关研究

1. 周观点 | 可再生能源发电补助预算加大，5月发电量继续修复
2020.06.21
2. 周观点 | 垃圾分类正快速推进，动力煤价格大幅上升
2020.06.14
3. 动态报告 | 优质污水处理商，正迎快速成长
2020.04.23

排放标准从二级提升至一级，届时公司水价将进一步上升。规模效应能降低成本，提标改造能增加营收，使得公司在市场上极具竞争力，且多年大型污水厂运营经验，让公司在行业上拥有良好形象，坚定看好公司可持续发展。

投资建议

公司 2020 年将迎来项目密集投产期，公司整体运营规模将进一步扩大，业绩也将大幅提升。一季度公司在疫情影响下，仍能保持归母净利润高增速，我们坚定看好 2020 年公司持续稳定高增长，我们维持之前对公司的盈利预测，预计公司 2020-2022 年的收入分别为 6.95 亿元、10.25 亿元和 13.29 亿元，同比增速分别为 42.4%、47.5%、29.7%；归母净利分别为 2.46 亿元、3.60 亿元和 4.70 亿元，同比增速分别为 39.8%、46.1%、30.6%。对应 EPS 分别为 0.77/1.12/1.47 元/股，对应 PE 分别为 13/9/7 倍。根据公司 2020 年归母净利润高达 39.8% 的增速。我们给予 25 倍估值，维持目标价 19.25 元不变，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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	251	488	695	1,025	1,329
YoY (%)	36.2%	94.1%	42.4%	47.5%	29.7%
归母净利润(百万元)	74	176	246	360	470
YoY (%)	13.8%	139.3%	39.8%	46.1%	30.6%
毛利率 (%)	57.8%	70.2%	65.0%	60.0%	60.0%
每股收益 (元)	0.23	0.55	0.77	1.12	1.47
ROE	6.9%	12.2%	14.6%	11.1%	12.6%
市盈率	44.30	18.51	13.24	9.06	6.94

资料来源：Wind，华西证券研究所

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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	488	695	1,025	1,329	净利润	176	251	371	494
YoY (%)	94.1%	42.4%	47.5%	29.7%	折旧和摊销	66	6	0	0
营业成本	145	243	410	532	营运资金变动	47	78	-18	-39
营业税金及附加	7	16	22	28	经营活动现金流	414	472	494	606
销售费用	0	0	10	27	资本开支	-1,152	-180	-150	-50
管理费用	29	56	79	100	投资	-21	-1,010	-1,010	-810
财务费用	118	137	146	158	投资活动现金流	-1,124	-1,190	-1,155	-853
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	20	1	120	0
投资收益	2	0	5	7	债务募资	1,206	500	-500	600
营业利润	212	313	457	609	筹资活动现金流	686	564	754	642
营业外收支	-2	0	0	0	现金净流量	-23	-154	93	395
利润总额	210	313	457	609					
所得税	34	62	87	114	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	176	251	371	494	成长能力				
归属于母公司净利润	176	246	360	470	营业收入增长率	94.1%	42.4%	47.5%	29.7%
YoY (%)	139.3%	39.8%	46.1%	30.6%	净利润增长率	139.3%	39.8%	46.1%	30.6%
每股收益	0.55	0.77	1.12	1.47	盈利能力				
					毛利率	70.2%	65.0%	60.0%	60.0%
					净利率	36.0%	36.1%	36.2%	37.2%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	总资产收益率 ROA	3.3%	3.7%	4.5%	5.0%
货币资金	288	133	226	621	净资产收益率 ROE	12.2%	14.6%	11.1%	12.6%
预付款项	3	5	9	11	偿债能力				
存货	5	10	17	22	流动比率	0.50	0.40	0.53	0.85
其他流动资产	229	362	480	596	速动比率	0.49	0.39	0.51	0.83
流动资产合计	525	510	732	1,250	现金比率	0.27	0.10	0.16	0.42
长期股权投资	26	36	46	56	资产负债率	71.1%	72.4%	57.4%	58.4%
固定资产	10	24	24	24	经营效率				
无形资产	1,433	1,533	1,583	1,633	总资产周转率	0.09	0.11	0.13	0.14
非流动资产合计	4,867	6,052	7,212	8,072	每股指标 (元)				
资产合计	5,393	6,562	7,943	9,321	每股收益	0.55	0.77	1.12	1.47
短期借款	100	100	100	100	每股净资产	4.51	5.29	10.16	11.63
应付账款及票据	667	866	955	1,020	每股经营现金流	1.30	1.48	1.54	1.90
其他流动负债	292	310	332	351	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,059	1,276	1,387	1,471	估值分析				
长期借款	2,404	2,904	2,404	3,004	PE	18.51	13.24	9.06	6.94
其他长期负债	371	571	771	971	PB	2.49	1.93	1.00	0.88
非流动负债合计	2,775	3,475	3,175	3,975					
负债合计	3,834	4,752	4,562	5,446					
股本	319	320	440	440					
少数股东权益	116	121	132	157					
股东权益合计	1,559	1,811	3,381	3,876					
负债和股东权益合计	5,393	6,562	7,943	9,321					

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。

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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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。