

## 恒大高新 (002591) / 化工

## 19H1 业绩快速增长, 垃圾焚烧炉防护业务步入正轨

**评级: 买入 (维持)**

分析师: 商艾华

执业证书编号: S0740518070002

Email: shangah@r.qlzq.com.cn

**公司盈利预测及估值**

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	335.11	597.17	813.35	988.22
增长率 yoy%	29.32%	78.20%	36.20%	21.50%
净利润 (百万元)	34.91	119.62	146.21	184.18
增长率 yoy%	136.75%	242.66%	22.23%	25.97%
每股收益 (元)	0.11	0.39	0.48	0.60
每股现金流量	-0.12	0.64	0.74	0.79
净资产收益率	2.53%	9.05%	10.12%	11.51%
P/E	74.8	21.8	17.9	14.2
PEG	0.55	0.090	0.803	0.546
P/B	2.16	1.97	1.81	1.63

**基本状况**

总股本(百万股)	306.83
流通股本(百万股)	186.47
市价(元)	8.51
市值(百万元)	2632
流通市值(百万元)	1592

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**投资要点**

- 事件一: 公司披露 2019 半年报, 业绩大幅增长。**2019 上半年公司实现营业收入 2.08 亿元, 同比增长 63.5%; 归母净利润 6004.2 万元, 同比增长 285.40% (预告归母净利润 5700-7000 万元, 符合预期); 经营性现金流 1726.0 万元, 同比增长 13.66%。业绩大幅增长的原因是订单量及项目完工数量保持快速增长, 以及互联网子公司武汉飞游和长沙聚丰分别实现净利润 2973.17 万元和 2333.49 万元, 同比增长 73.36% 和 32.33%。
- 事件二: 公司披露 2019Q3 业绩预告。**公司预计 2019Q1-Q3 归母净利润 8000~9500 万元, 同比增长 242.29%~306.47%, 其中 Q3 季度归母净利润同比增长 156.17%~348.70%。
- 公司是目前唯一一家垃圾焚烧炉防护领域上市公司。**公司做防磨抗蚀起家, 已形成节能环保+互联网营销的双主业格局。2019H1 公司防磨抗蚀、隔音降噪工程、垃圾炉防护和互联网营销营业收入分别为 3508.1 万元、2918.2 万元、2897.9 万元、8776.4 万元, 同比增长 15.35%、1147.73%、147.77%、28.70%, 毛利率分别为 33.51%、34.15%、32.47%、73.01%, 同比增长 8.71pct、下滑 13.13pct、下滑 14.03pct、增长 2.43pct。
- 公司垃圾焚烧炉防护业务快速增长, 技术持续领先。2019H1 公司垃圾焚烧炉防护业务营收占公司营收总额的 14.0%, 较 2018 年末占比提升 6.0pct。我们认为公司正逐步将经营重点聚焦到节能环保实业, 有望进一步拉动垃圾焚烧炉防护业务快速增长, 未来该业务占总营收比重仍将持续扩大。**

**订单:**公司已与上海康恒环境股份有限公司、江西联动锅炉设备有限公司、绿色动力环保集团股份有限公司等国内大型垃圾炉建设和运营单位建立了战略合作关系, 订单量实现快速增长。

**技术:**公司垃圾炉防护技术是引进国际焊接领域最优秀的焊接系统平台, 经过自主研发的一种针对垃圾炉、生物质炉等的防腐技术工艺技术 (HCMT 技术)。公司依靠技术创新起家, 拥有二十多项发明专利、实用新型专利及相关专有技术, 多个产品和技术被列入国家火炬计划项目、国家重点新产品及国家优秀节能新产品。
- 垃圾焚烧炉防护是防磨抗蚀技术在垃圾焚烧炉的创新应用, 市场空间大。**垃圾焚烧炉防护业务是防磨抗蚀技术在垃圾焚烧炉行业的创新应用, 主要是通过通过对炉内管排及相关部件进行预防护和再制造技术服务, 解决其磨损和腐蚀问题, 大幅度提高使用寿命, 减少因磨损和腐蚀造成的经济损失, 是在环保要求日渐提高的新形势下, 应运而生的新兴产业。垃圾焚烧炉是

垃圾焚烧发电厂的核心设备，随着未来垃圾焚烧行业的市场空间加速释放以及为适应更高焚烧标准导致的现有垃圾焚烧炉的升级改造，未来针对垃圾焚烧炉的防腐工程需求将有较大市场空间。

- **国内垃圾分类政策集中推出，垃圾焚烧及其配套行业有望加速发展。**2003年至2017年城市垃圾焚烧年均复合增长率高达49.87%。截至2018年年底，内地建成并投入运行的生活垃圾焚烧发电厂约400座。2018年新投入运行的生活垃圾焚烧厂超过70座，在建项目166座，拟建项目201座。但目前我国垃圾焚烧处理方式占垃圾处理量的比重仍不足50%，对比日本等国家80%的焚烧处理比例仍有较大市场空间。2019年6月，国务院常务会议通过《中华人民共和国固体废物污染环境防治法（修订草案）》；住建部等9部门联合发布《关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》，对各城市垃圾分类进程做出明确规定；上海市《上海市生活垃圾管理条例》将于7月1日正式开始实施。随着以上垃圾分类法律法规的推出，全国地级及以上城市将陆续全面启动垃圾分类工作。我们认为，上述政策的实施有望快速拉动固废垃圾回收及处理产业链，垃圾焚烧占比有望提升。同时，垃圾焚烧炉及配套防护技术需进一步加强升级，以适应更高焚烧标准。
- **2019年声学降噪市场空间380-400亿元，业务发展空间快速打开。**声学降噪业务的快速增长受益于行业市场需求的快速增长，随着人们环保和健康意识的逐步提高，工人会在选择工作的重点考虑工作环境的舒适性与健康性，传统喧嚣的工厂环境已经不能满足工人的诉求；另外周边居民的投诉也日益增多；最重要的原因是《环保法》和《环保税法》的出台之后，企业不得不来做噪声的降噪处理。据初步统计，2018年全国噪声与振动控制行业总产值约为133亿元。考虑建筑声学、工业降噪和轨道交通降噪的预期总投资量，在2019年，整个噪音污染治理市场的规模有望达到380亿到400亿之间。
- **投资建议：维持“买入”评级。**公司是是目前唯一一家垃圾焚烧炉防护领域上市公司。公司创新推出垃圾焚烧炉防护业务，技术持续领先，订单量已实现快速增长。随着下游需求的爆发，公司垃圾炉防护和声学降噪两项业务迎来市场机遇。因而，我们认为，公司垃圾焚烧炉防护和声学降噪业务具备加速成长的条件，有望步入业绩释放阶段。**我们预计公司2019-2021年EPS分别为0.39、0.48、0.60元/股，对应PE分别为21.8X、17.9X、14.2X，维持买入评级。**
- **风险提示：**垃圾分类政策力度不及预期；公司焚烧炉防护业务市场推广进度缓慢等。

**图表 1: 2019-21 年公司盈利预测与财务分析 (百万元)**

利润表					现金流量表				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	335.11	597.17	813.35	988.22	净利润	30.61	119.62	146.21	184.18
营业成本	168.73	274.70	402.61	486.20	折旧与摊销	25.26	17.96	19.63	21.22
营业税金及附加	6.25	8.84	11.39	14.63	财务费用	2.91	6.74	4.02	3.57
销售费用	16.11	46.38	60.00	68.57	资产减值损失	36.01	20.00	25.00	30.00
管理费用	59.06	101.52	138.27	168.00	经营营运资本变动	-25.12	73.24	41.82	21.13
财务费用	2.91	6.74	4.02	3.57	其他	-106.86	-18.40	-25.00	-30.00
资产减值损失	36.01	20.00	25.00	30.00	经营活动现金流净额	-37.20	219.15	211.69	230.09
投资收益	3.19	-1.60	0.00	0.00	资本支出	24.01	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	40.03	-0.25	-0.68	0.34
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	64.04	-30.25	-30.68	-29.66
营业利润	36.58	137.40	172.06	217.26	短期借款	62.00	-63.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.71	5.00	2.00	2.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	37.29	142.40	174.06	219.26	股权融资	10.72	0.00	0.00	0.00
所得税	6.68	22.78	27.85	35.08	支付股利	-91.12	-6.98	-23.92	-29.24
净利润	30.61	119.62	146.21	184.18	其他	-50.58	-7.24	-4.02	-3.57
少数股东损益	-4.30	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-68.99	-77.23	-27.94	-32.81
归属母公司股东净利润	34.91	119.62	146.21	184.18	现金流量净额	-42.14	111.67	153.07	167.62

  

资产负债表					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	117.56	229.24	382.31	549.93	成长能力				
应收和预付款项	390.37	381.32	426.61	478.30	销售收入增长率	29.32%	78.20%	36.20%	21.50%
存货	27.81	45.52	55.99	62.83	营业利润增长率	618.07%	275.65%	25.22%	26.27%
其他流动资产	36.54	65.12	88.70	107.77	净利润增长率	2264.43%	290.76%	22.23%	25.97%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	317.35%	150.37%	20.74%	23.67%
投资性房地产	94.66	94.66	94.66	94.66	获利能力				
固定资产和在建工程	178.31	194.24	208.51	221.19	毛利率	49.65%	54.00%	50.50%	50.80%
无形资产和开发支出	538.52	534.65	530.79	526.92	三费率	23.30%	25.89%	24.87%	24.30%
其他非流动资产	73.49	72.10	72.75	72.38	净利率	9.13%	20.03%	17.98%	18.64%
资产总计	1457.26	1616.86	1860.30	2113.96	ROE	2.53%	9.05%	10.12%	11.51%
短期借款	123.00	60.00	60.00	60.00	ROA	2.10%	7.40%	7.86%	8.71%
应付和预收款项	54.75	119.14	190.76	255.06	ROIC	3.00%	11.38%	14.20%	17.85%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.32%	27.14%	24.06%	24.49%
其他负债	69.30	115.37	164.91	199.34	营运能力				
负债合计	247.05	294.51	415.67	514.40	总资产周转率	0.23	0.39	0.47	0.50
股本	306.83	306.83	306.83	306.83	固定资产周转率	1.93	3.24	4.04	4.60
资本公积	857.97	857.97	857.97	857.97	应收账款周转率	1.41	2.58	4.76	5.80
留存收益	78.63	191.27	313.55	468.49	存货周转率	6.58	7.41	7.87	8.13
归属母公司股东权益	1182.01	1294.13	1416.42	1571.36	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	88.32%	—	—	—
少数股东权益	28.21	28.21	28.21	28.21	资本结构				
股东权益合计	1210.21	1322.34	1444.63	1599.56	资产负债率	16.95%	18.22%	22.34%	24.33%
负债和股东权益合计	1457.26	1616.86	1860.30	2113.96	带息债务/总负债	49.79%	20.37%	14.43%	11.66%

  

业绩和估值指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E
EBITDA	64.75	162.10	195.71	242.04
PE	74.77	21.82	17.85	14.17
PB	2.16	1.97	1.81	1.63
PS	7.79	4.37	3.21	2.64
EV/EBITDA	34.90	12.87	9.87	7.29
股息率	3.49%	0.27%	0.92%	1.12%

资料来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。