

2020年08月27日

增量提质保增长，未来量价齐升可预期

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:	13.74/8.93
目标价格:	19.25	总市值(亿)	42.11
最新收盘价:	9.41	自由流通市值(亿)	42.11
		自由流通股数(百万)	447.52

事件概述

公司发布 2020 年半年度报告：报告期内公司实现营业收入 2.84 亿元，较去年同期增长 26.20%；实现归属普通股股东的净利润 1.08 亿元，较去年同期增长 38.19%；基本每股收益 0.24 元，较上年同期增长 33.33%。

分析判断：

▶ 量价齐升助力营收同比增长，运营管理效益提升扩大利润增幅

公司主营业务为从事城乡污水处理设施的投资、建设和运营管理业务。目前，在广东、湖南等地方政府所授权的特许经营区域内负责城乡污水处理业务。2020 年上半年，公司实现营业收入 2.84 亿元。分地区来看，公司上半年实现广东省营业收入 1.10 亿元，较去年同期增长 34.30%，主要是公司新溪管网项目于 2019 年 8 月开始商业运营，使得 2020 年上半年新溪管网项目污水处理营业收入较上年同期有所增加；实现湖南省营业收入 1.74 亿元，较去年同期增长 21.57%，主要是岳麓提标改造及扩建项目于 2019 年 3 月开始商业试运行，导致 2020 年上半年长沙岳麓项目营业收入同比实现增长。2020 年上半年，公司广东省污水处理结算量同比增长 7.04%，湖南省污水处理结算量与去年同期基本持平，总污水处理结算量同比增长 2.06%；上半年公司广东省污水处理平均水价同比增长 2.06%，湖南省污水处理平均水价同比增长 27.78%，量价齐升助力于公司上半年营业收入实现同比增长，增速为 26.20%。同时，由于公司整体运营管理效益提升，2020 年上半年管理费用率为 5.03%，仅为去年同期管理费用率 10.17%的一半，导致公司归母净利润较去年同期实现了 38.19%的增长，大于营收增幅。

▶ 项目建设持续推进，污水处理规模将继续提升

2020 年上半年，污水处理规模持续提升，商业运营项目运行平稳，在积极拓展业务的同时，在建项目建设管理工作也不断推进。2020 年 3 月，长沙市岳麓污水处理厂污泥深度脱水设施建设项目进入商业试运行，并于 2020 年 7 月进入商业运行；2020 年 6 月，汕头市龙湖区上溪仔沟黑臭水体治理应急截污工程污水处理服务项目进入商业运营。截至 2020 年 6 月底，公司已建成投入运营的污水处理项目总处理规模已达 108 万吨/日，且公司各污水处理项目的单体日污水处理能力具有区域领先优势。其中，长沙岳麓项目污水处理规模为 45 万吨/日；汕头龙珠项目污水处理规模为 26 万吨/日；汕头新溪项目污水处理规模为 6 万吨/日；汕头苏北项目、汕头苏南项目污水处理规模分别为 4 万吨/日、5 万吨/日；邵阳江北项目、邵阳洋溪桥项目污水处理规模分别为 6 万吨/日、10 万吨/日；湖南城陵矶项目污水处理规模为 3 万吨/日；常德项目污水处理规模为 2 万吨/日；嘉禾项目污水处理规模为 1 万吨/日。同时，公司积极拓展业务，2020 年 6 月 15 日，公司所属联合体中标了汕头市潮阳区潮关污水处理厂及管网 PPP 项目，项目总投资约为

51,104.52 万元。此外，截至 2020 年 6 月底，公司汕头澄海项目、汕头潮海项目、汕头潮南项目、嘉禾项目、汕头西区项目处于建设期，长沙岳麓三期扩容项目、邵阳江北提标改造项目、邵阳洋溪桥提标改造项目处于建设期前期准备阶段。随着公司在建及筹建项目产能陆续释放，未来公司业绩高增长态势有望延续。

► 积极进行污水处理厂提标改造，未来污水处理单价增长可期

2019 年 5 月，国家三部门联合制定了《城镇污水处理提质增效三年行动方案(2019—2021 年)》，该方案对污水厂、管网等工作提出了阶段性的目标以及实施举措，为未来污水厂提标改造领域带来了很大的增量市场。近年来，公司积极对污水处理厂进行提标改造，提高项目出水质量。公司岳麓提标改造及扩建项目在一期项目的基础上扩建规模 15 万吨/日，扩建后尾水水质执行地表水准 IV 类水标准 (TN≤10)，并配套除臭工艺，同时对一期项目一级 B 尾水水质标准进行提标改造，执行地表水准 IV 类水标准 (TN≤10)，并配套除臭工艺，该项目于 2019 年 3 月开始商业试运行。此外，公司邵阳市洋溪桥污水处理厂提标改造项目将对邵阳市洋溪桥污水处理厂日处理规模 10 万吨的污水进行提标改造，邵阳市江北污水处理厂提标改造项目将对邵阳市江北污水处理厂日处理规模 6 万吨的污水进行提标改造，提标改造后的出水水质均将达到国家一级标准的 A 标准及湖南省二级标准出水设计，目前这两个提标改造项目都还处于建设期前期准备阶段。公司积极进行污水处理厂提标改造项目布局，符合国家政策趋势。随着公司污水处理厂提标改造项目陆续投运，公司污水处理质量及处理效率将再获提高，业内形象进一步提升。届时，公司污水处理价上升将成必然趋势，为公司带来更多的可持续盈利空间。

投资建议

2020 年上半年，公司项目建设正常推进，长期贷款匹配度好，项目投产进度符合预期，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 2020 年的持续稳定高增长，维持之前盈利预测不变，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，对应股价为 19.25 元，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：公司公告，华西证券研究所

分析师：晏溶

研究助理：周志璐

邮箱：yanrong@hx168.com.cn

邮箱：zhouz11@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100004

联系电话：0755-23943591

联系电话：0755-83026989

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	76	80	90
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	542	574	696
销售费用	0	0	10	27	资本开支	-1,152	-347	-262	-127
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	-1,358	-1,267	-931
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	-252	60	408
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	36	96	504	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	0.32	0.43	0.77
其他流动资产	229	362	480	596	速动比率	0.49	0.31	0.42	0.75
流动资产合计	525	413	602	1,133	现金比率	0.27	0.03	0.07	0.34
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	1,630	1,712	1,749	总资产周转率	0.09	0.11	0.13	0.14
非流动资产合计	4,867	6,149	7,341	8,188	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	1.70	1.79	2.18
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。

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。