

2020年10月29日

三季度业绩符合预期，量价齐升可期

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:	13.5/8.47
目标价格:		总市值(亿)	38.68
最新收盘价:	8.6	自由流通市值(亿)	38.68
		自由流通股数(百万)	449.77

事件概述

公司发布2020年三季度报告：年初至报告期末公司实现营业收入4.39亿元，较去年同期增长23.24%；实现归属普通股股东的净利润1.75亿元，较去年同期增长36.95%；基本每股收益0.39元。

分析判断：

▶ 三季度表现符合预期，处理量提升增厚业绩

2020年前三季度，公司实现营业收入4.39亿元，同比增长23.24%，符合我们之前预期。分季度来看，公司业绩表现每季度都在提升，第一、二、三季度分别实现营收1.36亿元、1.48亿元、1.55亿元，分别环比增长2.74%、9.29%、4.11%；同比增长35.57%、18.69%、18.15%。业绩表现逐季提升的主要原因是公司处理规模提升，产能利用率提高，污水处理量逐季增加。公司第一、二、三季度污水处理量分别为9080.33万吨、9383.72万吨、9781.03万吨，分别环比增长3.87%、3.34%、4.23%，同比增长3.79%、0.47%、6.85%。目前公司在建产能充足，日后项目顺利投产，将进一步提高公司污水处理规模，提升污水处理量，进一步维持业绩可持续增长。

▶ 在建项目稳步推进，量价齐升可期

上市以来，公司维持稳健的投运步伐，逐步扩大污水处置规模，提升公司污水处置领域规模优势，2017-2019年，公司污水处置规模分别为78万吨/日、90万吨/日、108万吨/日，规模增速分别为8.33%、15.38%、16.67%。2020年前三季度，公司有序推进在建项目，其中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和长沙市岳麓污水处理厂污泥深度脱水设施建设项目分别于2020年6月和7月进入商业运营。截至目前，公司处理规模约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（包含岳麓污水处理厂提标改造及扩建工程的污水处理规模）；汕头龙珠项目污水处理规模为26万吨/日；邵阳洋溪桥项目污水处理规模为10万吨/日，单体规模均超过10万吨/日，规模优势明显。公司通过运营大规模项目积累丰富经验，在行业提升市场竞争力，为日后开辟业务树立良好形象。此外公司多个项目正在进行提标改造工程，届时有效提高处理水质标准，从而提升污水处理单价，公司业绩有望在量价齐增的背景下，维持高增长。

▶ 定增优化资本结构，三季度经营性现金流净额表现优秀

今年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，全部用于总投资高达7亿元的澄海区全区污水管网及污水处理设施建设PPP项目。因为污水处理属于前期资本投入较多，项目回款较慢的行业。公司

近年多个储备项目开展，公司资金需求量增加，目前公司在建项目基本完成项目融资，导致负债规模也不断攀升，前三季度，公司长期借款同比增长 45.09%，一年内到期的非流动负债同比增长 63.64%，影响了公司资产负债率。截至 2020 年三季度末，公司负债率已经高达 74.65%，根据目前情况粗略计算定增完成公司资产负债率有望降至 63.64%，降幅高达 11.01 个百分点。三季度公司单季经营性活动现金流净额表现优势，共实现 1.61 亿元，同比增长 75%，前三季度累计同比增长 26.39%，主要系公司的经营收入比上年同期增加以及嘉禾项目收政府补助资金 2000 万元所致。随着公司定增落地，财务情况改善，公司经营情况持续转好，在建项目顺利投运，公司有望借助运营项目实现内部收支平衡，逐步消化负债影响。

投资建议

2020 年前三季度，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 0.55/0.80/1.04 元，对应 PE 分别为 16/11/8 倍。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)	0.16	0.39	0.55	0.80	1.04
ROE	6.9%	12.2%	10.5%	9.5%	11.0%
市盈率	52.12	21.78	15.58	10.66	8.16

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 晏溶

研究助理: 周志璐

SAC NO: S1120519100004

邮箱: zhoul11@hx168.com.cn

邮箱: yanrong@hx168.com.cn

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	541	583	712
销售费用	0	0	10	27	资本开支	-1,152	-684	-466	-454
管理费用	29	56	79	100	投资	-21	-1,010	-1,010	-810
财务费用	118	137	153	171	投资活动现金流	-1,124	-1,693	-1,473	-1,260
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	20	131	0	0
投资收益	2	2	3	4	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	1,218	927	629
营业外收支	-2	0	0	0	现金净流量	-23	66	36	81
利润总额	210	313	457	609	主要财务指标				
所得税	34	62	87	114	成长能力 (%)				
净利润	176	251	371	494	营业收入增长率	94.1%	42.4%	47.5%	29.7%
归属于母公司净利润	176	246	360	470	净利润增长率	139.3%	39.8%	46.1%	30.6%
YoY (%)	139.3%	39.8%	46.1%	30.6%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.39	0.55	0.80	1.04	毛利率	70.2%	65.0%	60.0%	60.0%
资产负债表 (百万元)					净利率率	36.0%	36.1%	36.2%	37.2%
货币资金	288	353	390	471	总资产收益率 ROA	3.3%	3.4%	4.1%	4.6%
预付款项	3	5	9	11	净资产收益率 ROE	12.2%	10.5%	9.5%	11.0%
存货	5	10	17	22	偿债能力 (%)				
其他流动资产	229	362	480	596	流动比率	0.50	0.57	0.65	0.75
流动资产合计	525	730	895	1,100	速动比率	0.49	0.56	0.63	0.73
长期股权投资	26	36	46	56	现金比率	0.27	0.28	0.28	0.32
固定资产	10	24	24	24	资产负债率	71.1%	65.8%	55.4%	56.6%
无形资产	1,433	1,837	2,161	2,457	经营效率 (%)				
非流动资产合计	4,867	6,486	7,882	9,056	总资产周转率	0.09	0.10	0.12	0.13
资产合计	5,393	7,216	8,777	10,156	每股指标 (元)				
短期借款	100	100	100	100	每股收益	0.39	0.55	0.80	1.04
应付账款及票据	667	866	955	1,020	每股净资产	3.21	5.21	8.41	9.46
其他流动负债	292	310	332	351	每股经营现金流	0.92	1.20	1.30	1.58
流动负债合计	1,059	1,276	1,387	1,471	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	2,404	2,904	2,404	3,004	估值分析				
其他长期负债	371	571	1,071	1,271	PE	21.78	15.58	10.66	8.16
非流动负债合计	2,775	3,475	3,475	4,275	PB	3.51	1.64	1.01	0.90
负债合计	3,834	4,752	4,862	5,746					
股本	319	450	450	450					
少数股东权益	116	121	132	157					
股东权益合计	1,559	2,465	3,915	4,410					
负债和股东权益合计	5,393	7,216	8,777	10,156					

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。