

2020年07月03日

证券研究报告·公司研究报告

鹏鹞环保 (300664) 公用事业

买入 (首次)

当前价: 8.81元

目标价: 11.40元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

低估值高增长水务公司，有机固废驱动新增长

投资要点

- **稳健高盈利水务公司，业务开启加速增长。**公司是最早从事水务环保业务的老牌劲旅，全国多地有21个投资运营项目，单体项目普遍在5万吨以上，拥有大型项目运营经验，技术品牌优势显著。前身在新交所主板上市，2018年回归上市创业板，主营业务包括水务投资运营、工程成本、咨询等，公司2015年-2019年营收8.2、7.1、8.1、7.7和19.3亿元，2015年-2018年公司经营稳健，2019年实现营收19.3亿元(+150.5%)，归母净利润2.9亿元(+72.3%)，工程承包业务大幅增长拉动公司快速增长。2020Q1实现营收3.3亿元(+6.8%)，归母净利润0.6亿元(+25.2%)，利润大幅增长主要系污水处理项目及水价的调整、污泥处理项目处置量的增加以及收回部分应收账款所致，盈利增速显著。后续水务总量持续增长及价格总体上升趋势有望拉动公司盈利良性快速增长。
- **水务运营业务盈利能力强劲，资产负债率较低。**公司20年水务已投产产能约200万吨/日，同比增幅约19%，在手25万吨/日2年内有望投产，后续新签及改扩建项目将拉动水务运营产能持续提升，水价上调也将增厚公司盈利。水务公司中公司管理能力强劲，成本约0.6元/吨显著低于市场平均成本，污水处理业务毛利率17-19年平均约60.7%，供水业务三年平均毛利率约72.9%，水务总量自身造血和持续盈利能力强劲。公司的资产负债率维持在较低水平，近三年负债率约42%，为融资及新项目投资建设奠定良好基础。
- **有机固废开启新增长点，长春业务有望复制，长期拓展可期。**公司引进日本YM菌高温好氧发酵技术进行集中无害化处置及资源化利用，是未来增长新动力。目前有机固废业务约2000吨/日，其中长春污泥项目合计1400吨/天19年底基本投运满产，投运后显著增厚公司利润，后续复制新疆等地值得期待。公司积极参与有机固废处置业务，布局餐厨、湿垃圾无害化处理，新业务驱动新增长。
- **股东增持彰显长期发展信心，股权激励确认高增速。**根据公司2020年初发布股权激励方案，根据方案测算未来三年复合增速将超过30%，近期公司较大比例回购股份及管理层持股均彰显出对公司长期发展的信心。
- **盈利预测与投资建议。**预计2020-2022年EPS分别为0.59元、0.76元、0.97元，未来三年归母净利润30%的复合增长率，首次覆盖，给予“买入”评级，给予2021年15x估值，对应目标价11.4元/股。
- **风险提示：**项目建设进度不达预期、水价上调不及时、政策风险等。

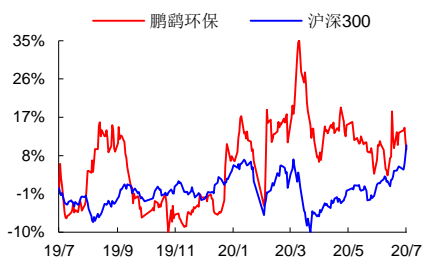
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1933.34	2322.60	2784.42	3368.33
增长率	150.52%	20.13%	19.88%	20.97%
归属母公司净利润(百万元)	289.90	432.87	551.27	705.05
增长率	72.31%	49.32%	27.35%	27.90%
每股收益EPS(元)	0.40	0.59	0.76	0.97
净资产收益率ROE	8.35%	10.91%	12.23%	13.59%
PE	23	15	12	9
PB	1.87	1.67	1.47	1.28

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷
 执业证号: S1250515090004
 电话: 023-67610701
 邮箱: wyting@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.29
流通A股(亿股)	4.96
52周内股价区间(元)	8.32-16.25
总市值(亿元)	64.24
总资产(亿元)	61.01
每股净资产(元)	6.49

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况	1
2 产业链完整+技术优势+品牌壁垒高+资质齐备	6
3 老牌水务处理企业，扩张优势明显.....	8
4 有机固废业务锐意进取，未来拓展值得期待	10
5 参股艾棣维新，研发新冠疫苗	11
6 盈利预测与估值.....	12

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司营收情况 (单位: 亿元, %)	4
图 3: 公司归母净利润情况 (单位: 亿元, %)	4
图 4: 公司营收分业务占比 (单位: %)	4
图 5: 2019 公司毛利构成及占比 (单位: %)	4
图 6: 公司各项业务毛利率情况 (单位: %)	5
图 7: 公司期间费用率情况 (单位: %)	5
图 8: 公司资产负债率情况 (单位: %)	5
图 9: 公司 ROE 情况 (单位: %)	5
图 10: 公司环保水处理服务产业链.....	6
图 11: 公司的研发投入及占比情况 (单位: 亿元, %)	7
图 12: 2017-2019 公司研发投入占比最高 (单位: %)	7
图 13: 公司成本管控能力强于行业平均水平 (单位: 元/吨)	7
图 14: 公司 ROE 处于行业中较高水平 (%)	7

表 目 录

表 1: 公司前十大的股东 (2020 年一季度)	2
表 2: 公司股权激励情况.....	2
表 3: 公司股票回购增持情况.....	3
表 4: 公司股票回购增持情况.....	3
表 5: 公司合作情况.....	6
表 6: 公司各项资质证书.....	8
表 7: 公司已投运、拟投营及在建水务项目 (单位: 万吨/天)	9
表 8: YM 菌发酵技术特点.....	10
表 9: YM 菌超高温发酵的工艺优势.....	10
表 10: 公司污泥处置项目情况.....	11
表 11: 分业务收入及毛利率.....	12
表 12: 相对估值.....	13
附表: 财务预测与估值.....	14

1 公司概况

公司成立于1984年4月，其前身为新交所主板上市公司“亚洲环保”的下属核心公司，亚洲环保2003年12月11日在新加坡上市，是中国第一家环保类境外上市企业。考虑到公司长期发展需要，2011年在新加坡成功退市并回归国内完成企业重组。2018年1月，公司在创业板上市。2018年5月公司进一步拓展业务领域范围，与南京农业大学沈其荣团队合作踏入有机固废处置领域，控股国内有机肥龙头企业联业科技51%股权。2018年6月公司投资3亿元建造环保装备智造园。同年11月收购中铁城乡51%股权，进一步完善产业链。自设立以来，公司一直专注于环保水处理领域，可提供环保水处理相关的研发、咨询与设计、设备生产及销售、工程承包、项目投资及运营等一站式服务，是环保水处理行业的全产业链综合服务提供商。

公司目前主要业务为水务投资及运营业务、工程承包业务、设备生产及销售业务以及有机固废处置与资源化利用业务。

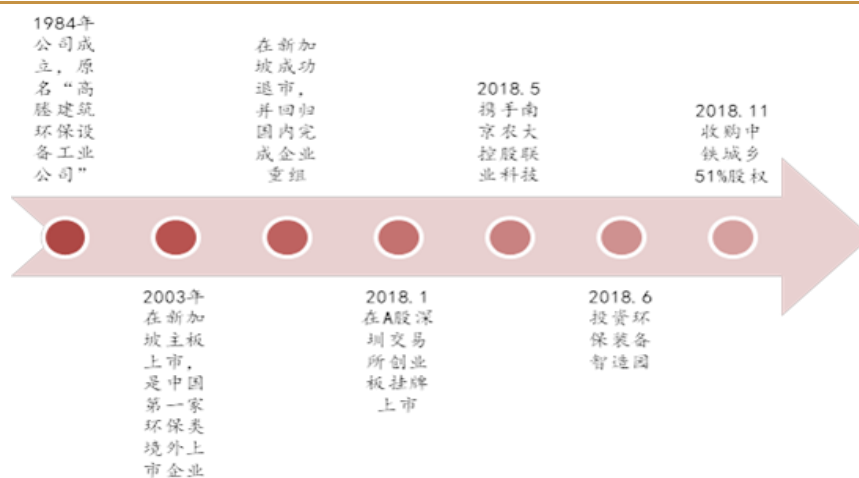
1) 水务投资及运营业务：公司水务投资及运营业务服务范围涉及市政供水、市政污水处理、乡镇及新农村污水处理、工业污水处理、中水回用与循环水、引水工程、水源地工程、环境综合整治、黑臭水体治理、城市综合管廊等多个类别，其中污水处理和供水处理为公司水务类投资和运营服务的重点。

2) 工程承包业务：工程承包业务一般通过公开招投标获得，主要由设计、咨询、采购、施工、试运行（竣工验收）等全过程或若干阶段组成。

3) 设备生产及销售业务：公司具备系统的环保水处理专用设备的研发、设计和生产能力。主要产品有格栅除污机、刮吸泥机、曝气设备、污泥处理设备等等，此类设备多数为环保水处理专用产品，公司可根据客户不同需求对设备进行设计及定制，并提供现场安装指导和设备调试服务。

4) 有机固废处置与资源化利用业务：公司有机固废处置与资源化利用业务主要针对城镇污水厂污泥、城市餐厨垃圾、农贸市场垃圾、分检后的湿垃圾，以及农业副产物中的农作物秸秆、畜禽粪便及病死畜禽等，利用YM菌高温好氧发酵技术、厌氧发酵技术、生物有机肥技术等进行集中无害化处置及资源化利用生产营养土、有机肥。

图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司控股股东为宜兴鹏鹞投资有限公司，持股比例 29.43%，王洪春、王春林兄弟分别持有鹏鹞投资 80%、20% 股权，为公司的实际控制人。2019 年王鹏鹞（王洪春之子）“接棒”集团总裁，成功开启鹏鹞环保新篇章。

表 1：公司前十大的股东（2020 年一季度）

股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）
宜兴鹏鹞投资有限公司	144468100	29.43
华泰紫金(江苏)股权投资基金(有限合伙)	22349900	4.55
周峰	16778577	3.42
鹏鹞环保股份有限公司回购专用证券账户	14331800	2.92
储辉	13890000	2.83
CIENA ENTERPRISES LIMITED	13170100	2.68
宦萍	10106500	2.06
中国工商银行股份有限公司-中欧时代先锋股票型发起式证券投资基金	9952966	2.03
马燕峰	9600500	1.96
芮亚彬	9599900	1.96
合计	264248343	53.84

数据来源：公司公告，西南证券整理

股权激励+回购增持彰显长期发展信心

2020 年 1 月公司发布《关于向激励对象授予股票期权与限制性股票的公告》。1) 向中高层管理及技术人员合计 22 人，授予 812 万份股权激励，行权价格为 12.84 元/股，解锁条件为以 2019 年净利润为基数，2020、2021、2022 年净利润增长率分别为不低于 35%、75%、120%，解锁比例分别为 40%、30%、30%。2) 向中高层管理及技术人员合计 66 人，授予 1093 万份限制性股票，授予价格为 6.42 元/股，解锁条件为以 2019 年净利润为基数，2020、2021、2022 年净利润增长率分别为不低于 35%、75%、120%，解锁比例分别为 40%、30%、30%。根据方案，推算公司未来三年复合增长率超过 30%，业绩增长信心充足，长期成长可期。

表 2：公司股权激励情况

时间	激励方式	每股转让价 (初始行权)	激励总数 (万股/万份)	激励总数占当时 总股本比例(%)	股票出售条件/期权行权条件
2020-01-17	上市公司定向发行股票	6.42	1093	2.28	第一个解除限售期/行权期以 2019 年净利润为基数，2020 年净利润增长率不低于 35% 第二个解除限售期/行权期以 2019 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 75% 第三个解除限售期/行权期以 2019 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 120%
2020-01-17	授予期权_行权股票来源为上市公司定向发行股票	12.84	812	1.69	

数据来源：公司公告，西南证券整理

2020 年 2 月 7 日至 2020 年 3 月 13 日公司累计通过股票回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购公司股份 14331800 股，约占公司实施回购前总股本 2.99%，最高成交价 15 元/股，最低成交价为 13.14 元/股。2020 年 6 月 3 日公司公告，公司控股股东鹏鹞投资一致

行动人陈宜萍女士基于对公司未来发展前景的信心及对公司投资价值的认可，拟继续增持公司股份。自2020年6月4日起6个月内，不超过12.00元/股将择机增持，持续性较大比例增持，彰显公司未来长期良性发展信心及预期。

表 3：公司股票回购增持情况

股份变动人姓名	交易行为	交易日期	交易方式	成交价格(元)	成交数量(股)	占总股本比例
陈宜萍 (控股股东一致行动人)	增持	2019年12月9日至 2020年6月2日	集中竞价	8.53(均价)	2057080	0.29%
鹏鹞环保	回购	2020年2月7日至 2020年3月13日	集中竞价	最高成交价15元/股, 最低成交价13.14元/股	14331800	2.99%(实施回 购前总股本)

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 4：公司股票回购增持情况

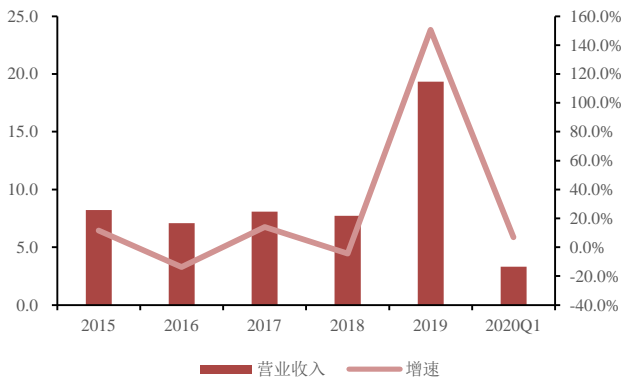
股份变动人姓名	交易日期	交易方式	成交数量(股)	成交价格(元)	占总股本比例
陈宜萍 (控股股东一致行动人)	2020-06-02	集中竞价	390000	8.75	0.29%
	2020-06-01		372800	8.37	
	2020-03-13		342800	14.52	
	2019-12-12		300000	11.49	
	2019-12-11		35000	11.69	
	2019-12-10		165000	11.74	
	2019-12-09		20000	11.84	
鹏鹞环保	2020年2月7日至 2020年3月13日	集中竞价	14331800	最高成交价15元/股 最低成交价13.14元/股	2.99%(实施回 购前总股本)

数据来源：公司公告，西南证券整理

经营业绩：稳中有升，资产负债率及盈利能力高

公司2015年-2019年营收8.2、7.1、8.1、7.7和19.3亿元，归母净利润1.8、2.6、2.2、1.7、2.9亿元。2016-2018年公司经营较为稳定，归母净利润波动较大，2016年公司归母净利润增长幅度较大，主要是由于当年确认西宁项目转让产生的投资收益，2017年下降系非经常性损益对归属于上市公司股东净利润的影响金额减少，2018年公司承保业务中BT项目进入回购期的期末，BT项目所确认的回购利息收入同比减少，导致2018年归母净利润较上年下降。2019年度公司实现营业收入19.3亿元，较上年增加11.6亿元，同比大幅增长150.5%，归母净利润为2.9亿元，同比增加72.3%，2019年营收及净利润增加主要来源于工程承包业务营收增加，2019年工程承包业务营收11.5亿元，同比增加531.9%，2019年度业务承订和并购投资额完成了年初制定的业务目标，并购中铁城乡工程业务及长春固废项目，是历年来承接业务最好的一年，全年工程量、工程利润、工程项目收款相比2018年均较大幅度的增长。

2020年一季度主营业务收入为3.3亿元，比2019年同期增加0.2亿元，同比增长6.8%，归母净利润0.6亿元，同比增长25.2%，公司业绩上升的主要原因为公司投资运营业务中污水处理项目及水价的调整、污泥处理项目处置量的增加以及收回部分应收账款。

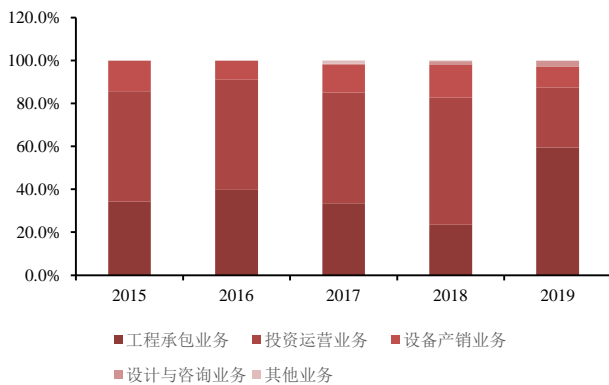
图 2: 公司营收情况 (单位: 亿元, %)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

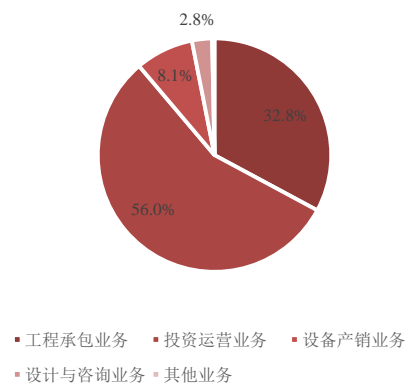
图 3: 公司归母净利润情况 (单位: 亿元, %)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司主营业务包括工程承包、投资运营、设备产销、设计与咨询业务等, 投资运营及工程承包业务构成公司主要收入来源。2018 年工程承包、投资运营营收占比分别为 23.5%、59.2%, 2019 年因工程承包业务的大幅增加使得工程业务占比大幅提升, 投资运营收入占比显著下降, 2019 年工程承包及投资运营营收占比分别为 59.4%、28%。设备产销业务营收占比在 8%-16%左右; 设计与咨询业务占比较低, 2019 年略有回升, 营收占比为 2.8%。从毛利构成来看, 2019 年投资运营业务是公司主要的毛利来源, 占比 56%。工程承包、设备产销、设计与咨询业务毛利占比分别为 32.8%、8.1%、2.8%。

图 4: 公司营收分业务占比 (单位: %)


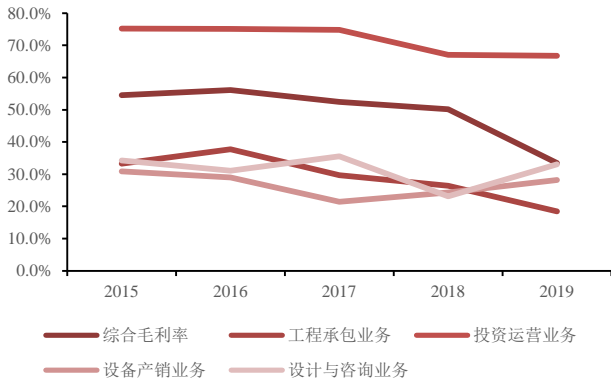
数据来源: 同花顺 iFinD, 西南证券整理

图 5: 2019 公司毛利构成及占比 (单位: %)


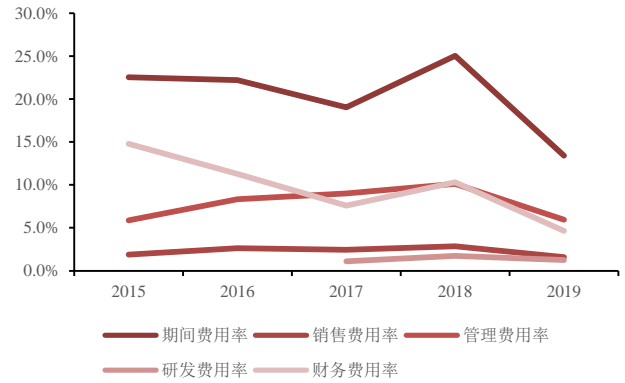
数据来源: 同花顺 iFinD, 西南证券整理

综合毛利率高, 盈利水平良好。毛利率方面 2017-2019 年公司毛利率 52.4%、50.2%和 33.4%, 2019 年毛利率下滑较大主要系盈利较低的工程业务毛利率占比大幅提升拉低所致。其中投资运营业务毛利率最高, 2017-2019 年毛利率为 74.8%、67%和 66.7%, 维持在较高水平, 主要系污水及供水业务投资运营项目建设期较早, 成本低且公司管理能力强劲, 供水业务 2017-2019 年毛利率为 75.4%、72.2%和 70.1%; 污水处理业务毛利率为 61.3%、58.5%和 62.2%, 盈利能力均较强劲。工程承包业务毛利率波动较大, 2017-2019 年毛利率为 29.7%、26.4%和 18.5%。设备产销业务 2017-2019 年毛利率为 21.5%、24.3%和 28.2%。设计与其他业务收入占比较低, 2017-2019 年毛利率为 26.5%、24.9%和 29.7%。

2017-2019 年公司期间费用率为 19%、25%和 13.4%，总体费用率管控合理。其中销售费用率 2017-2019 分别为 2.4%、2.9%和 1.6%。管理费用率分别为 9%、10.1%和 5.9%。财务费用率为 7.6%、10.3% 和 4.7%。研发费用率为 1.1%、1.7%和 1.2%。

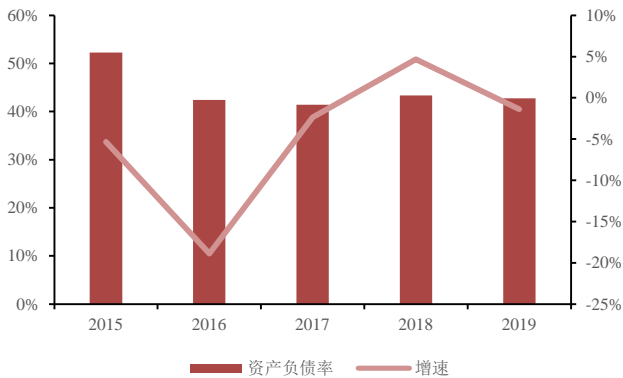
图 6：公司各项业务毛利率情况（单位：%）


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

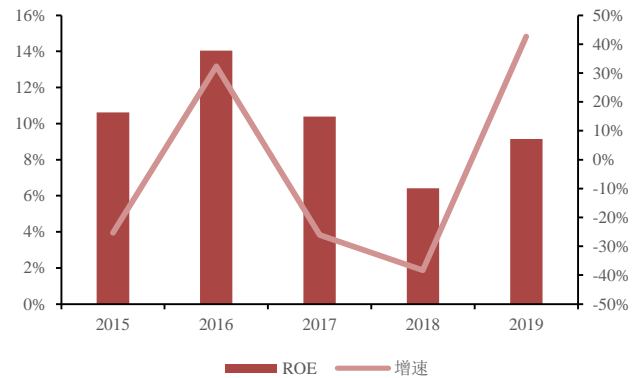
图 7：公司期间费用率情况（单位：%）


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

公司资产负债率水平不高，近三年保持稳定。2017-2019 年公司资产负债率分别为 41.4%、43.4%和 42.8%，同比增速-2.3%、4.7%和-1.4%，资产负债结构良好，仍有较大的融资空间。公司 2017-2019 年 ROE 分别为 10.4%、6.4%和 9.1%，2018 年去杠杆阶段后有所下降，2019 年公司 ROE 水平企稳回升，盈利质量有所提高。

图 8：公司资产负债率情况（单位：%）


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

图 9：公司 ROE 情况（单位：%）


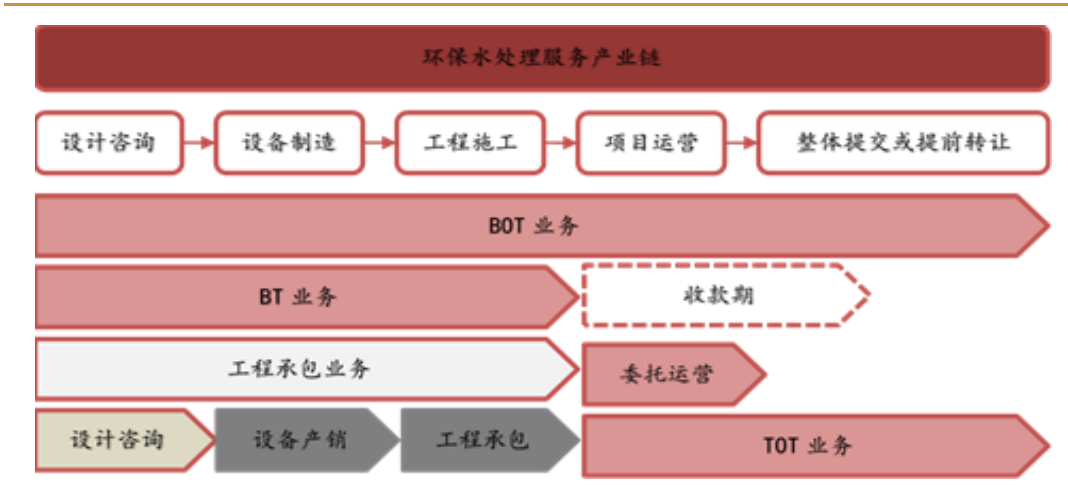
数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

2 产业链完整+技术优势+品牌壁垒高+资质齐备

产业链完整，技术优势明显公司前身为新交所主板上市公司“亚洲环保”的下属核心公司，可提供环保水处理技术及产品研发、咨询设计、工程承包、投资及运营管理、环保设备产销等全产业链服务。

公司自主开发多项技术，如污水高效生物除氮除磷工艺技术、紧凑型城市污水生物脱单除磷工艺、好氧生物流化床技术等。除此之外，公司与清华大华、南京大学、江南大学、宁夏大学等高校、科研院所等建立了紧密的合作关系，通过开展课题合作研究、关键技术攻关及学术交流，既促进了公司技术进步，也为公司创造了良好的外部发展环境，提供了强有力的人才和技术保障。

图 10：公司环保水处理服务产业链



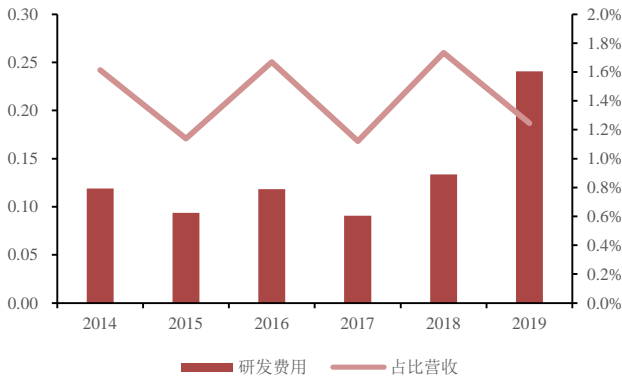
数据来源：招股说明书，西南证券整理

表 5：公司合作情况

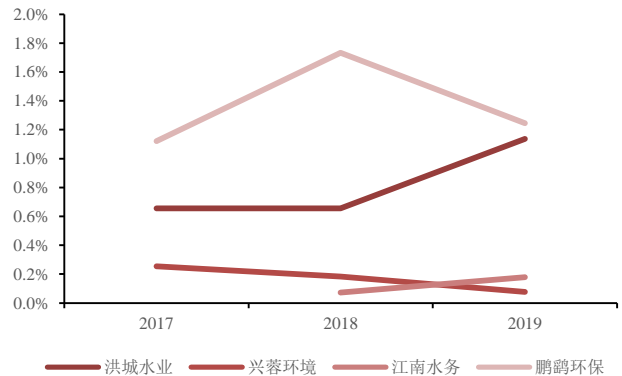
合作单位	合作情况	备注
南京大学	江苏省重大科技成果转化专项资金项目	课题编号：BA2007029
	国家科技支撑计划课题“污泥高效节能电渗透脱水与发酵资源化装备研制及产业化”	课题编号：2014BAC08B07
江南大学	茶普生废水处理小试及厌氧反应器设计、调试指导	技术开发合同书
清华大学核能技术设计研究院	低温条件下高效载体内脱氮生物反应器机理研究	技术开发合同书
江南大学	无锡工业攻关项目合作单位	课题编号：CG20021006
宁夏大学	YM 菌肥发酵及田间试验	合作协议

数据来源：招股说明书，西南证券整理

2017-2019 年，公司研发投入分别为 0.1、0.1、0.2 亿元，占比营收分别为 1.1%、1.7%、1.2%，在同类别公司中占比最高。对比同行业上市公司，2017-2019 年，洪城水业研发投入占比分别为 0.7%、0.7%、1.17%，兴蓉环境研发投入占比分别为 0.3%、0.2%、0.1%，江南水务研发投入占比分别为 0%、0.1%、0.2%。

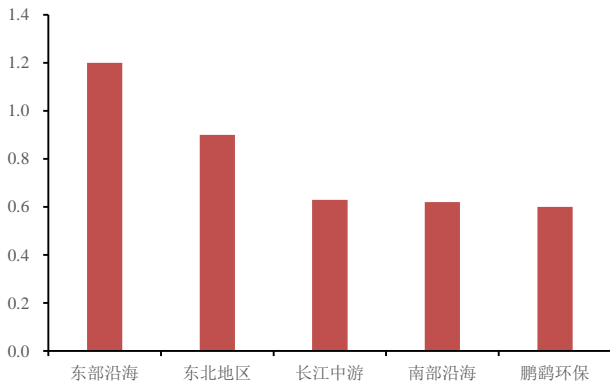
图 11: 公司的研发投入及占比情况 (单位: 亿元, %)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

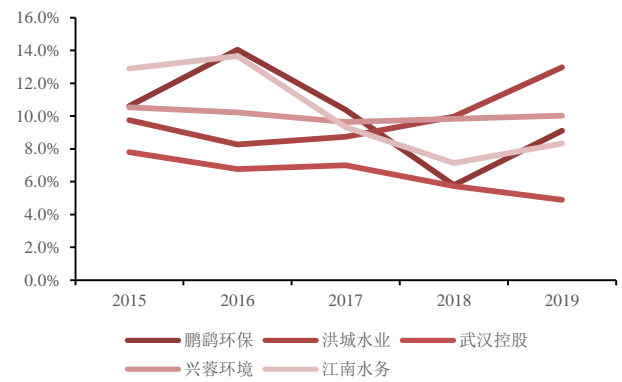
图 12: 2017-2019 公司研发投入占比最高 (单位: %)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

技术优势推动成本管控能力提升。由于公司具有产业链完备及投资运营项目单体规模较大的优势, 加之公司丰富的从业经验和良好的管理, 以及先进的运营模型和远程监控技术, 公司污水处理项目成本控制能力较为突出。根据中国水网统计, 东部沿海污水处理平均成本达 1.20 元/吨, 黄河中游和东北地区达到 0.9 元/吨以上, 长江中游和南部沿海分别为 0.63 元/吨和 0.62 元/吨。而目前按照公司污水处理总量及污水处理总成本计算, 平均水处理成本不足 0.6 元/吨, 低于全国平均水平。经营效率高企和降本增效能力显著, 综合管理能力强劲促使公司盈利能力强劲。

图 13: 公司成本管控能力强于行业平均水平 (单位: 元/吨)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 14: 公司 ROE 处于行业中较高水平 (%)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司为国内最早从事环保水处理的企业之一, 已完成各类水处理项目 1,300 多项。公司的品牌优势有助于被市场认同, 全国多地拥有 21 个投资运营项目 (其中 5 个在建), 环保水处理项目日处理能力普遍在 5 万吨以上, 其中南昌污水处理项目、南通供水项目日均处理能力分别达到 20 万吨和 40 万吨。较大的单体项目日处理规模可以有效提升项目的稳定性和质量, 具有规模效应, 有利于成本控制, 树立了公司品牌和口碑, 提升公司整体竞争力。

公司具有住建部颁发的环境工程 (水污染防治工程) 专项甲级设计资质、市政公用工程施工总承包壹级、机电工程施工总承包壹级资质, 江苏省住建厅颁发的环保工程专业承包壹级、建筑机电安装工程专业承包贰级、公路工程施工总承包贰级、建筑装饰装修工程专业承包

包贰级、市政公用工程施工总承包贰级、环境工程（固体废物处理处置工程）专项乙级设计等专业资质，为目前环保行业少数同时具备上述资质的企业之一。资质齐备有助于公司对复杂、大型项目的市场开拓，避免与众多资质不全的中小企业直接竞争，同时有利于公司做到项目全面可控，保证项目进度和提高运营质量。2018年11月，公司以0.68亿元收购中铁城乡环保工程有限公司51%股权并增资，增资完成后公司持有中铁城乡51%股权。公司通过收购中铁城乡实现企业资质升级，借助国资背景筛选优质订单。

表 6：公司各项资质证书

证书名称	颁发部门
环境工程（水污染防治工程）专项甲级设计资质	国家住建部
市政公用工程施工总承包壹级	国家住建部
机电工程施工总承包壹级	国家住建部
环保工程专业承包壹级	江苏省住建厅
建筑机电安装工程专业承包贰级	江苏省住建厅
公路工程施工总承包贰级	江苏省住建厅
建筑装饰装修工程专业承包贰级	江苏省住建厅
市政公用工程施工总承包贰级	江苏省住建厅
环境工程（固体废物处理处置工程）专项乙级设计	江苏省住建厅

数据来源：公司公告，西南证券整理

3 老牌水务处理企业，扩张优势明显

公司在环保水处理项目转让上积累了丰富经验，历年以来共转让 15 个项目，实现特许经营权项目收益的多元化，形成了公司重要的收入来源。公司主要从事的环保水处理业务与环境保护高度相关，符合“以实现环境可持续发展为目的”、“为环境污染控制与减排、污染清理以及废弃物处理等方面提供设备和服务”的环保定义，受益于国家目前大力推行的环保政策，具有良好的发展前景。未来公司的主营业务仍将立足于环保水处理项目的投资及运营业务，通过投资及运营拉动工程承包、设备产销等业务的发展，进一步将环保水处理行业的全产业链综合服务做大做强。

在手项目充足，子公司运营稳定

2019 年公司产能投产集中，新增产能 32 万吨/日 (+19%)，目前产能投产约 200 万吨/日，在手项目约 24 万吨，项目持续投产及现有项目稳健运营为公司运营业务良性增长奠定良好基础，同时 2019 年公司污水价格有所提升，拉动盈利水平改善，后续价格仍有提升空间，为公司盈利边际改善奠定良好基础。

表 7: 公司已投运、拟投营及在建水务项目 (单位: 万吨/天)

项目	规模	取得方式	合同签订年份	特许年限
岳阳市南津港污水处理厂特许经营项目一期	10	TOT	2009	25
岳阳市南津港污水处理厂特许经营项目二期	7	BOT	2009	25
岳阳市经济开发区污水处理厂 BOT 项目	5	BOT	2009	25
周口市沙南污水净化中心特许经营项目一期	5	TOT	2009	30
周口市沙南污水净化中心特许经营项目二期	7	BOT	2009	30
周口市沙北污水处理厂特许经营项目	5	BOT	2011	30
景德镇市西瓜洲城市污水处理厂项目	8	BOT	2007	30
望城县污水处理厂厂区 BOT 项目一期	4	BOT	2007	27
望城县污水处理厂厂区 BOT 项目二期	4	BOT	2012	27
望城县污水处理厂厂区 BOT 项目三期	4	BOT	2018	30
南昌市红谷滩污水处理厂项目	20	BOT	2005	21.5
景德镇市第二城市污水处理厂项目一期	2	BOT	2008	30
景德镇市第二城市污水处理厂项目二期	2	BOT	2015	30
安徽省黄山市休宁县污水处理项目	2	BOT	2007	30
南通市西北片引江供水工程专营项目一期	20	BOT	2004	25
南通市西北片引江供水工程专营项目二期	20	BOT	2004	25
江苏省丹阳市乡镇污水处理项目	5.5	BOT	2008	30
萧县城北污水处理厂特许专营项目	5	BOT	2014	30
阿拉善盟乌兰布和生态沙产业示范区北段供水专营项目 (4,200 万吨/年)	11.5	BOT	2015	30
周口市沙南污水处理厂中水回用项目	6.5	BOT	2016	30
祁阳县白竹污水处理厂建设 BOT 项目	2.5	BOT	2016	30
沅江市第二污水处理厂及配套管网、泵站 PPP 项目	3	PPP	2017	30
景德镇市西瓜洲城市污水处理厂三期扩建	4	EPC+0	2019	
景德镇市西瓜洲城市污水处理厂一二期提标改造	8	0EPC+0	2019	
望城县污水处理厂一二期提标改造	8	BOT	2018	30
南昌市红谷滩污水处理厂提标改造	20	BOT	2019	20
江苏省丹阳市乡镇司徒污水处理厂二期扩建	1	BOT	2020	18
已投营项目合计	200			
周口沙南污水处理厂三期扩建项目	5	BOT	2017	30
祁阳县白水污水处理厂建设 BOT 项目	0.4	BOT	2016	30
罗山县污水及配套管网 PPP 项目	2	PPP	2018	20
淮南市潘集区入淮排污水系 PPP 项目	0.6	PPP	2018	15
2020 年拟投运项目 (目前在建)	8			
哈尔滨市阿什河污水处理厂项目	10	BOT	2019	32
哈尔滨市公滨污水处理厂项目	5	BOT	2019	32
黑龙江其他小项目-牡丹江市海林市横道河子	0.1	BOT	2020	30
黑龙江其他小项目-牡丹江市海林市长汀	0.3	BOT	2020	30
2021 年拟投运项目 (目前在建)	15.4 万吨			

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4 有机固废业务锐意进取，未来拓展值得期待

公司有机固废处置与资源化利用业务主要针对城镇污水厂污泥、城市餐厨垃圾、农贸市场垃圾、分捡后的湿垃圾，以及农业副产物中的农作物秸秆、畜禽粪便及病死畜禽等，利用 YM 菌高温好氧发酵技术、厌氧发酵技术、生物有机肥技术等进行集中无害化处置及资源化利用生产营养土、有机肥。

2008 年，公司为了更好地进行污泥处置引进 YM 菌超高温发酵技术。YM 菌是由日本山有株式会社社长山村正亿发现的一种特殊微生物，该微生物能够在 90℃ 以上的超高温好氧条件下活跃工作，分解有机废弃物。YM 菌超高温好氧发酵技术不仅仅用于污泥，还可以用于餐厨垃圾、厨余垃圾、一切可腐败、无毒的有机固废。公司目前研究的 YM 菌固废处理技术的核心是：发酵温度高，发酵速度快。

表 8：YM 菌发酵技术特点

技术特点	具体内容
发酵温度高达 120℃	目前的好氧发酵温度不超过 80℃，该技术可自然发热至 120℃，一般运行温度为 90-120℃。
产物含水率低于 35%，减量达 80%	由于发酵温度高，水分得到充分蒸发，发酵后含水率低于 35%，同时发酵彻底，减量可达 80%。国内一般好氧发酵，发酵温度低，减量小，由于需添加秸秆等辅料，处理后污泥体积基本未减少。
发酵不需添加任何辅料，成本低	只需把发酵后的产物与污泥混合，即可完成发酵，发酵不需添加任何辅料。而国内大部分发酵需要添加秸秆等辅料才能发酵。
发酵过程无臭味	发酵过程不产生任何臭味，任何带有臭味的固废有机物只要与 YM 菌混合，即可消除臭味。
充分杀死病原菌及致病微生物	由于发酵温度最高可达 120℃，可充分杀死病原菌及致病微生物，无蚊蝇
处理系统简单	整个处理仅需要发酵堆场，车间只需要轻钢结构厂房，设备仅需要低压鼓风机和装载机，系统简单，投资省。
发酵产物可资源化利用	发酵产物可用作农肥、绿化化肥、土壤改良剂等，实现资源化利用。

数据来源：公司官网，西南证券整理

公司目前研究的 YM 菌超高温发酵技术，主要有以下两个特点：第一点，持续发酵温度都在 80 度-100 度高温区间，甚至会超过 100 度，所以导致它的发酵速度很快。而传统发酵技术温度一般只有 60 度。第二点，YM 菌有除臭作用，它在发酵过程中不产生臭味。发酵直接成本低至 100 元以内。

表 9：YM 菌超高温发酵的工艺优势

	干化焚烧	板式压滤	热干化	普通好氧发酵	YM 菌高温耗氧发酵
投资成本	高	低	高	中	低
能耗	高	高	高	低	低
处理效果	能得到绝干污泥	55%以下	能得到绝干污泥	40%以下	35%以下
辅料添加情况	污泥有机质含量低时需添加辅助燃料	需添加石灰、三氯化铁等	不添加	需添加 10%-20% 的秸秆等辅料	不添加
资源循环利用	无机质，循环利用率低	污泥被改性	有机质、氮磷钾	有机质、氮磷钾	有机质、氮磷钾
对环境的影响	恶臭、烟气	恶臭、压滤水	恶臭、废气	恶臭、烟气	无
运行费用	高	高	高	中	低

数据来源：中国环保网，西南证券整理

签订长春污泥项目，有机固废业务蓄势待发

2016年，公司与长春市水务集团城市排水有限责任公司签订《污泥处置委托协议》，由公司利用超高温好氧发酵技术对长春市城区污水处理厂产出污泥进行处置，委托期限为10年，项目一期规模400吨/天，目前已经投运。公司在长春农安县新建1000吨/天的污泥处理厂于2019年四季度投产，是公司目前运用YM菌超高温厌氧发酵技术处理市政污泥最大的项目，目前公司准备复制到新疆玛纳斯项目中，有机固废业务开拓值得期待。

除污泥处置业务外，畜禽粪便项目和餐厨项目同样获得关注。2019年公司中标亳州市餐厨垃圾处置项目和宜宾市餐厨垃圾项目。目前宜宾餐厨项目已经建完可以投用，建设处理餐厨垃圾200吨/日。亳州项目9月份可以投用，亳州项目终期处置规模为200吨/天。江苏晨洁张家港项目二期处理技术升级，技改完成后，江苏晨洁张家港项目处理餐厨垃圾量可达200吨/天。公司禽畜粪便项目主要有东台市鹏鹞肥源畜禽粪污集中处理中心项目和新疆新湖农场出勤粪便无害化资源化处置项目。东台市鹏鹞肥源畜禽粪污集中处理中心工程规模为275吨/天。新疆新湖农场出勤粪便无害化资源化处置项目规模为10万吨/年有机肥，每年可为项目周边地区解决10万吨的畜禽粪便污染。

表 10：公司污泥处置项目情况

类型	项目名称	投运状态	处理规模 (吨/天)
污泥处置	长春市北部污泥委托处置项目	投运	400
	长春市农安污泥处理项目	投运	1000
	福州 YM 菌生物发酵工艺污泥处置项目	投运 (49%)	150
	北京南宫垃圾堆肥场	投运	500 (已投运), 远期 2000
	新疆玛纳斯污泥与农业废弃物联合处置项目	在建	500

数据来源：公司公告，西南证券整理

5 参股艾棣维新，研发新冠疫苗

公司2020年2月4日发布了《关于签订增资框架协议的公告》，以自有资金出资3000万元对外投资参股背景艾棣维新生物技术遇险公司，并与相关方签署了增资框架协议。

标的公司艾棣维欣专注于研究基因工程疫苗、DNA疫苗、新型疫苗佐剂技术，并申请了大量中国和国际专利，是为数不多具有DNA疫苗开发技术且达到国际水平的中国公司，且熟悉国内新药研发与临床研究的监管政策，标的公司的合作方Inovio Pharmaceuticals, Inc是核酸疫苗快速响应技术的全球领军企业，也是全球MERS冠状病毒疫苗最快开发速度的纪录保持者，并且具有的DNA疫苗大规模生产制备技术，能够保证研发成功后疫苗可以快速量产，双方都有在国际上独立主持创新疫苗项目研发与申报，并进行临床研究管理的能力经验，本次合作能够充分利用双方的经验与优势，争取尽快推进疫苗研发。

6 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 污水处理和水务运营业务, 2019 年公司产能投产增幅为 19%, 2020-2022 年合计运营规模增长预计超过 55 万吨/日, 污泥处置业务 2020 年运营规模达到 2000 吨/日, 综合预计运营业务增速约 35%、30%和 30%。考虑水价上涨预计对公司利润增厚, 预计毛利率回复至公司历史中位水平约 70%。

假设 2: 工程业务主要系自身项目建设, 考虑在手订单, 预计稳健增长 10%, 毛利率维持在 19%。

假设 3: 设备业务为公司传统业务, 但仍保持持续较快增长, 随着项目建设预计维持较快增速, 2020-2022 年增速为 30%, 毛利率约 28.5%。

基于以上假设, 我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表:

表 11: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
工程承包	收入	1,147.82	1,262.60	1,388.86	1,527.75
	增速	531.9%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	18.50%	19.00%	19.00%	19.00%
投资运营	收入	542.02	731.73	951.25	1,236.62
	增速	18.6%	35.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	66.74%	70.00%	70.00%	70.00%
设备	收入	184.94	240.42	312.55	406.31
	增速	58.0%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	28.20%	28.50%	28.50%	28.50%
其他	收入	58.56	87.84	131.76	197.64
	增速	264.6%	50.00%	50.00%	50.00%
	毛利率	34.36%	35.00%	35.00%	35.00%
合计	收入	1,933.34	2,322.59	2,784.42	3,368.32
	增速	150.52%	20.13%	19.88%	20.97%
	毛利率	33.43%	36.66%	38.25%	39.81%

数据来源: Wind, 西南证券

我们选取了 A 股上市的 3 家水务固废可比公司, 公司 2020 年估值水平与行业均值较为拟合, 但公司 20 年业绩确定性较高增长, 21 年估值水平偏低。

预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.59 元、0.76 元、0.97 元, 未来三年归母净利润复合增速将超过 30%, 考虑到公司水务业务量价齐升, 有机固废业务驱动新增长, 低估值高增速, 首次覆盖, 给予“买入”评级, 给予 2021 年 15x 估值, 对应目标价 11.4 元/股。

表 12: 相对估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)			PE		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E
300388	国祯环保	9.49	0.54	0.56	0.67	18	17	14
000598	兴蓉环境	4.72	0.36	0.40	0.45	13	12	11
600323	瀚蓝环境	22.96	1.19	1.38	1.67	19	17	14
300664	鹏鹞环保	8.81	0.39	0.59	0.76	23	15	12
平均值						18	15	13

数据来源: wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1933.34	2322.60	2784.42	3368.33	净利润	298.52	437.24	556.84	712.18
营业成本	1287.01	1471.23	1719.47	2027.45	折旧与摊销	28.45	18.13	22.57	29.16
营业税金及附加	18.04	23.23	27.84	33.68	财务费用	89.97	109.16	130.87	158.31
销售费用	30.44	36.46	43.16	52.21	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	114.93	137.03	164.28	198.73	经营营运资本变动	132.80	50.65	-163.82	-127.64
财务费用	89.97	109.16	130.87	158.31	其他	-610.17	-4.08	-5.59	-4.85
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-60.43	611.10	540.86	767.16
投资收益	2.30	5.00	5.00	5.00	资本支出	-98.67	-400.00	-400.00	-400.00
公允价值变动损益	0.16	0.08	0.09	0.10	其他	359.67	-143.86	-151.91	-151.90
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	261.00	-543.86	-551.91	-551.90
营业利润	374.47	550.56	703.89	903.05	短期借款	-163.00	82.58	267.30	115.85
其他非经营损益	9.18	10.00	10.00	10.00	长期借款	-14.22	0.00	0.00	0.00
利润总额	383.65	560.56	713.89	913.05	股权融资	-2.72	0.00	0.00	0.00
所得税	85.13	123.32	157.06	200.87	支付股利	0.00	-15.86	-11.84	-22.62
净利润	298.52	437.24	556.84	712.18	其他	-158.26	-69.34	-105.87	-133.31
少数股东损益	8.62	4.37	5.57	7.12	筹资活动现金流净额	-338.19	-2.62	149.59	-40.08
归属母公司股东净利润	289.90	432.87	551.27	705.05	现金流量净额	-137.62	64.62	138.55	175.17
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	632.16	696.78	835.33	1010.50	成长能力				
应收和预付款项	968.52	1173.18	1406.36	1696.10	销售收入增长率	150.52%	20.13%	19.88%	20.97%
存货	601.27	645.29	772.00	904.66	营业利润增长率	70.22%	47.03%	27.85%	28.29%
其他流动资产	281.41	289.75	323.87	367.01	净利润增长率	80.50%	46.47%	27.35%	27.90%
长期股权投资	134.81	134.81	134.81	134.81	EBITDA 增长率	56.69%	37.53%	26.48%	27.20%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	366.10	751.59	1132.64	1507.10	毛利率	33.43%	36.66%	38.25%	39.81%
无形资产和开发支出	79.31	75.89	72.47	69.05	三费率	12.17%	12.17%	12.15%	12.15%
其他非流动资产	3179.92	3336.72	3493.52	3650.32	净利率	15.44%	18.83%	20.00%	21.14%
资产总计	6243.50	7104.01	8171.00	9339.54	ROE	8.35%	10.91%	12.23%	13.59%
短期借款	309.00	391.58	658.88	774.73	ROA	4.78%	6.15%	6.81%	7.63%
应付和预收款项	1108.26	1307.74	1533.98	1811.98	ROIC	30.95%	34.92%	32.35%	31.07%
长期借款	702.27	702.27	702.27	702.27	EBITDA/销售收入	25.49%	29.19%	30.79%	32.38%
其他负债	549.79	694.86	723.32	808.45	营运能力				
负债合计	2669.32	3096.45	3618.45	4097.43	总资产周转率	0.32	0.35	0.36	0.38
股本	480.00	729.17	729.17	729.17	固定资产周转率	5.85	6.20	5.87	5.38
资本公积	1278.72	1029.55	1029.55	1029.55	应收账款周转率	2.48	2.52	2.52	2.53
留存收益	1562.38	1979.38	2518.81	3201.24	存货周转率	3.41	2.34	2.41	2.40
归属母公司股东权益	3321.10	3750.11	4289.53	4971.97	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.28%	—	—	—
少数股东权益	253.08	257.45	263.02	270.14	资本结构				
股东权益合计	3574.18	4007.56	4552.55	5242.10	资产负债率	42.75%	43.59%	44.28%	43.87%
负债和股东权益合计	6243.50	7104.01	8171.00	9339.54	带息债务/总负债	37.88%	35.33%	37.62%	36.05%
					流动比率	1.45	1.33	1.28	1.30
					速动比率	1.10	1.02	0.98	1.00
					股利支付率	0.00%	3.66%	2.15%	3.21%
					每股指标				
					每股收益	0.40	0.59	0.76	0.97
					每股净资产	4.90	5.50	6.24	7.19
					每股经营现金	-0.08	0.84	0.74	1.05
					每股股利	0.00	0.02	0.02	0.03
业绩和估值指标									
EBITDA	492.88	677.86	857.33	1090.52					
PE	23.09	15.46	12.14	9.49					
PB	1.87	1.67	1.47	1.28					
PS	3.46	2.88	2.40	1.99					
EV/EBITDA	3.48	5.71	4.48	3.32					
股息率	0.00%	0.24%	0.18%	0.34%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn