

2020年08月18日

## 蓝藻治理行业龙头，业绩有望持续高速增长 增持（首次）

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001  
021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 袁理

执业证号：S0600511080001  
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	297	423	588	797
同比(%)	43.0%	42.58%	38.84%	35.60%
归母净利润(百万元)	100	149	209	280
同比(%)	25.2%	48.35%	40.57%	33.62%
每股收益(元/股)	2.25	2.51	3.52	4.71
P/E(倍)	59.88	53.83	38.29	28.66

### 投资要点

#### ■ 国内湖库蓝藻治理龙头，经营业绩高速增长

公司是集关键技术开发、解决方案、系统设计、整装集成、运行维护、监测预警于一体的蓝藻治理综合服务商,主要从事以湖库蓝藻水华灾害应急处置以及蓝藻水华的预防和控制为重点的蓝藻治理业务。2019年公司实现营业收入2.97亿元,2016-2019年CAGR达到了83.6%;2019年公司实现归母净利润1.00亿元,2016-2019年CAGR达到了132.1%,经营业绩呈现高速发展态势。

#### ■ 蓝藻治理行业处在快速发展阶段，市场空间广阔

当前我国各重要湖泊水库均面临富营养化程度高、蓝藻水华灾害频发的问题,蓝藻爆发对人类健康、饮用水安全和环境造成严重危害,蓝藻治理至关重要。自1999年至今二十年间,我国蓝藻治理行业从无到有,经历了萌发、诞生、推广应用与快速发展的历程,蓝藻行业的快速发展直接带动了相关市场规模的快速发展,“十三五”期间仅四大湖泊蓝藻治理市场规模就超过37亿元。

虽然蓝藻治理已经取得了阶段性成果,但我国其它富营养化湖泊蓝藻爆发的情况尚未得到明显缓解。除六大湖外,蓝藻治理市场还包括19个爆发过蓝藻水华的湖库、60个存在富营养化问题的湖库以及618个水源地,蓝藻治理依然迫在眉睫,随着经济发展,越来越多的富营养化湖泊开展蓝藻治理工作,国内蓝藻治理的市场广阔。

#### ■ 受益蓝藻治理行业爆发红利，公司业绩高速增长具备可持续性

蓝藻治理领域竞争对手较少,公司处于绝对领先地位,受益蓝藻治理行业的持续爆发,公司的业绩有望持续快速增长:①公司目前已经形成了较为丰富蓝藻治理技术装备产品线,以满足下游蓝藻治理需求,将充分受益行业发展,相关技术装备业务收入有望持续快速增长;②随着公司蓝藻治理技术装备的不断交付,运维收入仍将快速提升,保证了公司持续稳定的业绩增长同时,降低了业绩波动的风险。

作为首家登陆资本市场从事蓝藻治理的企业,有望借助资本市场优势,持续巩固领先地位。“湖库富营养化监控预警建设项目”、“蓝藻处置研发中心建设项目”募投项目是基于公司现有人才、技术、业务和客户基础,对公司现有业务的深度拓展和湖库富营养化蓝藻治理技术装备研发水平的提升,有助于公司在蓝藻治理行业中增强竞争力,巩固行业领先地位。

■ 盈利预测与投资评级:我们预计公司2020-2022年EPS分别为2.51/3.52/4.71元,当前股价对应动态PE分别为53.83/38.29/28.66X。考虑到公司业绩持续快速增长,以及蓝藻治理行业处于快速成长阶段,首次覆盖予以“增持”评级。

■ 风险提示:环保政策力度不及预期,竞争加剧导致盈利下滑,技术更新换代风险,应收账款减值风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	134.84
一年最低/最高价	84.11/140.87
市净率(倍)	6.38
流通A股市值(百万元)	1838.75

### 基础数据

每股净资产(元)	21.15
资产负债率(%)	20.63
总股本(百万股)	59.47
流通A股(百万股)	13.64

### 相关研究

## 内容目录

1. 国内湖库蓝藻治理龙头，经营业绩高速增长 .....	4
1.1. 国内蓝藻治理行业龙头，产品技术不断丰富完善 .....	4
1.2. 经营业绩高速增长，盈利能力出色 .....	6
2. 蓝藻治理行业处在快速发展阶段，市场空间广阔 .....	8
2.1. 政策+资金双重支撑，我国水污染治理呈现良好发展势头 .....	8
2.2. 湖泊蓝藻治理迫在眉睫，市场规模有望持续扩张 .....	9
3. 受益蓝藻治理行业发展红利，公司业绩高速增长具备可持续性 .....	11
4. 盈利预测与投资建议 .....	13
5. 风险提示 .....	15

## 图表目录

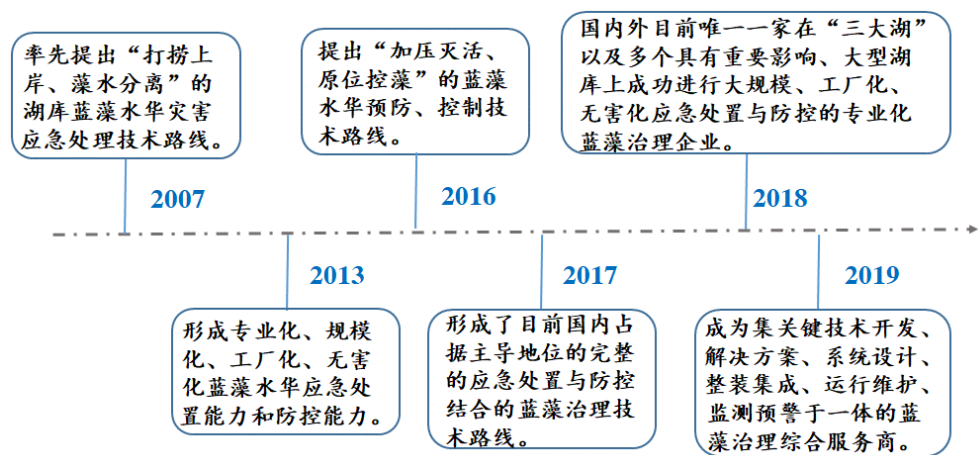
图 1: 公司开发了多适应性、多样化的蓝藻治理技术装备.....	5
图 2: 2019 年公司蓝藻治理设备收入占比达 68.42%.....	5
图 3: 创始人为公司实际控制人, 股权占比 38.67%.....	6
图 4: 2016-2019 年公司营收 CAGR 达 83.6%.....	6
图 5: 2016-2019 年公司净利润 CAGR 达 132.1%.....	6
图 6: 2019 年公司销售净利率达 33.8%, 盈利水平出色.....	7
图 7: 2017-2019 年公司综合毛利率超过 50%.....	7
图 8: 十二五期间政府对环保事业的投资规模 3.4 万亿, 占 GDP 比重达 2.5%.....	9
图 9: 2009-2017 年太湖平均藻密度迅速提升 (单位: 藻密度万个/L).....	10
图 10: 十三五期间仅四大湖蓝藻治理规模就达 37.03 亿元.....	10
图 11: 2019 年湖泊富营养化问题加重, 预计未来蓝藻治理的市场将更加广阔.....	11
图 12: 2016-2019 年公司运维服务收入占比持续提升.....	12
表 1: 2008 年以来公司获得近 10 项荣誉称号.....	5
表 2: 政策推动水污染治理行业快速发展.....	8
表 3: 公司在四大湖泊的藻水分离站项目数量远高于竞争对手 (单位: 个).....	12
表 4: 德林海募投资金将主要用于蓝藻治理相关的平台及研发建设.....	13
表 6: 公司分业务收入预测 (百万元).....	13
表 5: 可比公司估值表.....	14

## 1. 国内湖库蓝藻治理龙头，经营业绩高速增长

### 1.1. 国内蓝藻治理行业龙头，产品技术不断丰富完善

国内湖库蓝藻治理行业的高新技术龙头。公司成立于 2009 年，自成立起，就从事以湖库蓝藻水华灾害应急处置以及蓝藻水华的预防和控制为重点的蓝藻治理业务，相关技术持续突破，并逐步成为集关键技术开发、解决方案、系统设计、整装集成、运行维护、监测预警于一体的蓝藻治理综合服务商，2020 年公司成功登陆科创板，开启新的发展阶段。

图 1: 公司湖库蓝藻治理技术不断突破

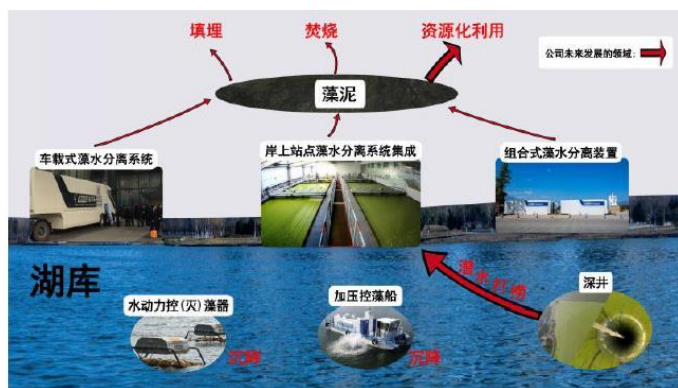


数据来源：德林海官网，东吴证券研究所

根据湖库中蓝藻水华发生的程度、水华聚集和分布情况，以及湖库的地形地貌特征，结合政府蓝藻水华治理应急处置、预防控制的目标要求，公司开发了多适应性、多样化的蓝藻治理技术装备。

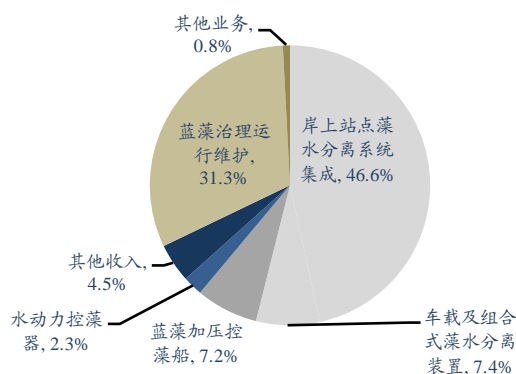
目前公司的主营产品主要包括岸上站点藻水分离系统集成、车载式藻水分离装置、蓝藻加压控藻船、水动力控（灭）藻器、深井加压控藻平台等，黑臭河治理的主要技术装备为可移动式黑臭水体治理装置，2019 年蓝藻治理技术装备收入占比达 67.86%，是公司收入的主要来源。

图 1: 公司开发了多适应性、多样化的蓝藻治理技术装备



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 2019 年公司蓝藻治理设备收入占比达 67.86%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

在蓝藻治理技术装备产品不断取得突破同时, 公司也得到了业界高度认可, 2008 年以来公司获得近 10 项荣誉称号, 公司在蓝藻治理行业的品牌价值进一步凸显。

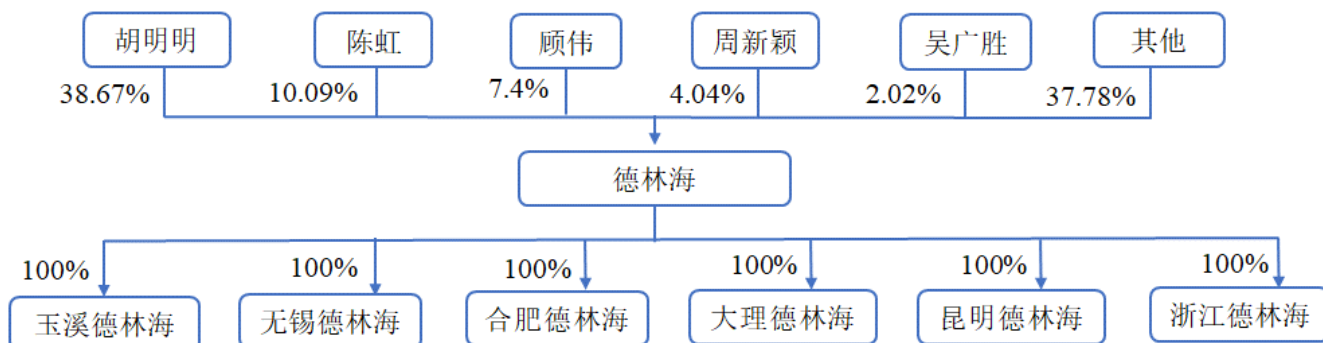
表 1: 2008 年以来公司获得近 10 项荣誉称号

年度	荣誉/表彰 /称号	颁发单位
2008 年	治藻尖兵	无锡市太湖蓝藻打捞工作协调小组办公室、无锡市水利局
2011 年	江苏省优秀环保项目	江苏省环境保护产业协会
2013 年	江苏省科学技术奖 (二等)	江苏省人民政府
2017 年	科技创新单位	无锡市水利局
2018 年	治藻尖兵、誉满三湖	昆明市官渡区水务 (滇管) 局 无锡市滨湖区人民政府、中共滨湖区委员会
2018 年	新型产业规模型企业	委员会
2019 年	治藻尖兵、誉满太湖	湖州太湖度假区治水办
2019 年	2019 年度无锡市瞪羚企业	无锡市科学技术局
2019 年	服务保障好、共护淀山湖	上海市青浦区淀山湖养护单位

数据来源: 德林海招股说明书, 东吴证券研究所

创始人为公司实际控制人, 核心团队保持稳定。公司创始人胡明明先生为临床医学专业背景, 在进入蓝藻治理行业前从事了 11 年的医疗工作。针对云南滇池蓝藻水华爆发的水环境问题, 自筹资金组织研发团队进行技术攻关, 逐步开发形成藻水分离集成技术, 作为国家重点环境保护实用技术进行推广。目前公司管理团队和核心技术人员稳定, 近年来实际控制人、高级管理人员及核心技术人员无重大变化。

图 3: 创始人为公司实际控制人, 股权占比 38.67%



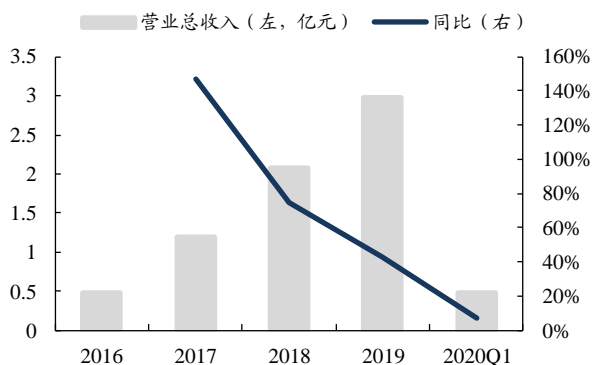
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 1.2. 经营业绩高速增长, 盈利能力出色

在企业品牌持续提升的同时, 公司经营业绩快速增速: 2019 年公司实现营业收入 2.97 亿元, 同比+43.02%, 2016-2019 年 CAGR 达到了 83.6%; 2019 年公司实现归母净利润 1.00 亿元, 同比+25.16%, 2016-2019 年 CAGR 达到了 132.1%, 复合增速高于营收增速, 经营业绩呈现高速发展态势。

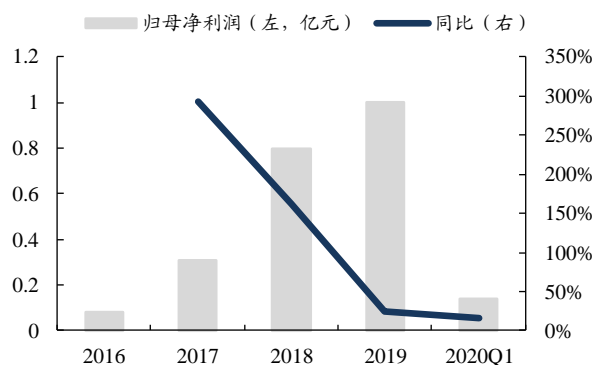
2020Q1 公司实现收入 0.48 亿元, 同比+7.2%; 实现归母净利润 0.14 亿元, 同比+16.3%, 增速下降主要系疫情导致部分销售和采购订单有所延后, 以及公司收入大部分集中在下半年确认, 本身具有季节性波动。考虑到目前公司在手订单超过 9 个亿, 订单充足, 全年业绩仍有望延续高速增长态势。

图 4: 2016-2019 年公司营收 CAGR 达 83.6%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 2016-2019 年公司净利润 CAGR 达 132.1%

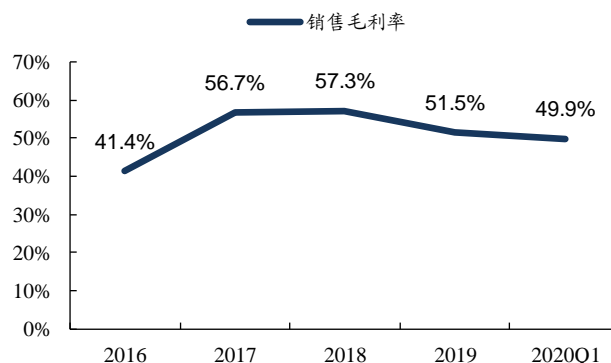
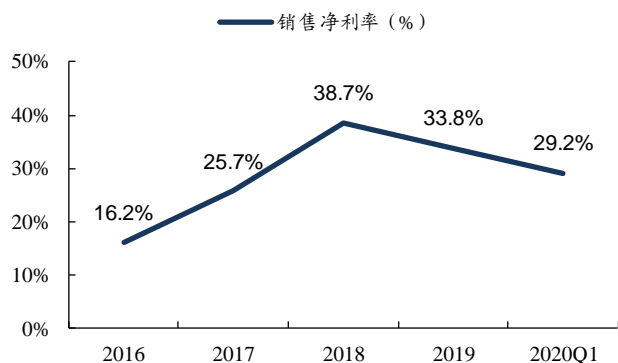


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2016-2018 年公司销售净利率稳步提升，2018 年达到 38.7%，2019 年公司净利率虽有所下降但仍超过 30%，为 33.8%，我们认为过去几年公司盈利能力出色、且稳中有升的原因有：①公司综合毛利率虽有波动，但始终维持在较高水平，2017-2019 年公司整体毛利率超过 50%；②精益化管理下公司管理费用率降幅显著，推动了期间费用率持续下降，2019 年仅为 11.5%，较 2016 年下降了 8.1 个百分点，对净利率提升起到积极作用。

图 6: 2019 年公司销售净利率达 33.8%，盈利水平出色

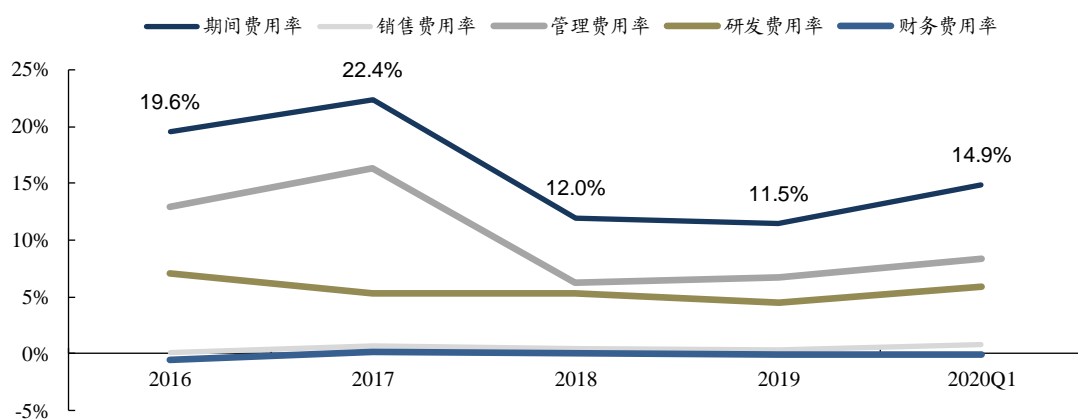
图 7: 2017-2019 年公司综合毛利率超过 50%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1: 2016-2019 年公司期间费用率大幅度下降，2019 年仅为 11.5%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2. 蓝藻治理行业处在快速发展阶段，市场空间广阔

### 2.1. 政策+资金双重支撑，我国水污染治理呈现良好发展势头

伴随多年的人口快速增长和粗放型生产方式副作用的累积，自 20 世纪中叶以来，我国开始暴露出水质变化越来越严重的问题，政策出台+资金投入双重支撑，有效地推动了水污染治理行业的发展。

首先，针对水污染不断加重的现状，我国环保部等政府部门采取了一系列积极措施，通过法律规范、行政手段、政府管制等手段加大环保方面的监管和对水污染治理的投入。

表 2: 政策推动水污染治理行业快速发展

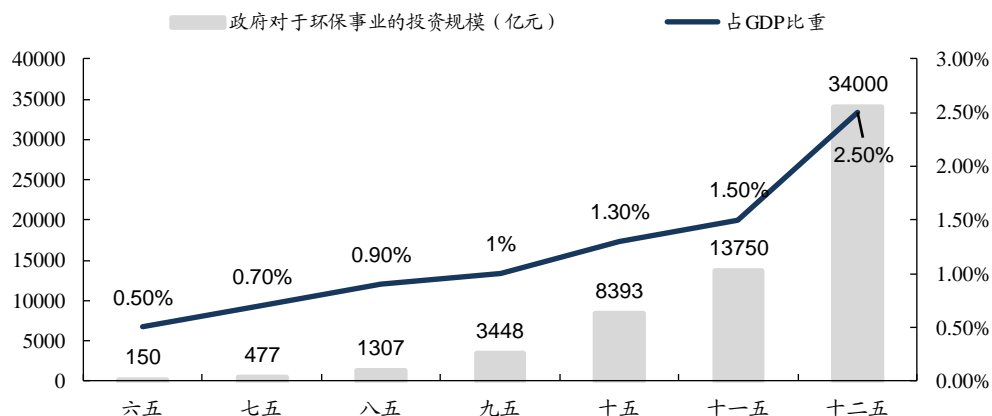
序号	文件名称	颁布部门	相关内容	
	《关于实行最严格水资源管理制度的意见》	国务院	2012 年	改善重点流域水环境治理，防治江河湖库富营养化。
	《水污染防治行动计划》	国务院	2015 年	大力推进生态文明建设，以改善水环境质量为核心，系统推进水污染防治、水生态保护和水资源管理
	《关于全面推进河长制的意见》	中共中央办公厅、国务院办公厅	2016 年	明确加强水污染防治、水环境治理、水生态修复三大任务。
	《关于加快推进环保装备制造业发展的指导意见》	工信部	2017 年	提出要显著提升行业创新能力，主要技术装备基本达到国际先进水平，培育十家百亿规模龙头企业。
	《关于全面加强生态环境保护，坚决打好污染防治攻坚战的意见》	国务院	2018 年	到 2020 年，全国地表水 I-III 类水体比例达到 70% 以上，劣 V 类水体比例控制在 5% 以内，近岸海域水质优良比例达到 70% 左右。

数据来源：德林海招股说明书，东吴证券研究所整理

其次，除了政策加码，中央财政也加大了资金投入，有效推动了水污染治理行业快速发展。“六五”到“十二五”期间，政府对环保事业的投入呈现快速增长的趋势，“十二五期间”政府对环保事业的投资规模 3.4 万亿元，占 GDP 比重 2.5%，较“六五期”间增长 2 个百分点。



图 8: 十二五期间政府对环保事业的投资规模 3.4 万亿, 占 GDP 比重达 2.5%



数据来源: 德林海招股说明书, 东吴证券研究所整理

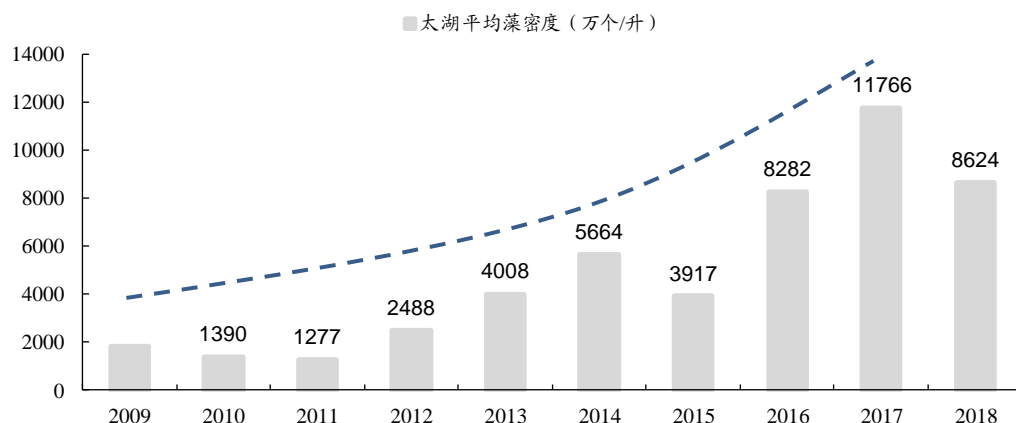
根据中国环保产业协会发布的《2017 年水污染治理产业发展评述和 2018 年发展展望》, 2017 年我国从事水污染治理行业的单位已超过 15,000 家。在国家一系列利好政策的不断刺激下, 2017 年我国水污染治理行业实现销售总收入约 3,950 亿元, 较前一年复合增长率约为 14.50%, 水污染治理行业呈现良好的发展势头。

## 2.2. 湖泊蓝藻治理迫在眉睫, 市场规模有望持续扩张

蓝藻爆发指的是富营养化水体在较高温度时, 以蓝藻为主的藻类大量增殖而在较短时间内浮于水体上层, 形成一层藻密度较高且面积较大的蓝藻层的现象。

以太湖为例: 湖泊蓝藻爆发呈现逐年加重趋势。2009 年至 2017 年太湖蓝藻爆发问题日趋严重, 太湖流域平均藻密度由不到 2000 万/L 上升至近 12000 万/L, 蓝藻密度年均增长速度达 25%。除了太湖, 我国各重要湖泊水库均面临富营养化程度高、蓝藻水华灾害频发的问题。蓝藻爆发对人类健康、饮用水安全和环境造成严重危害, 蓝藻治理至关重要。

图 9：2009-2017 年太湖平均藻密度迅速提升（单位：藻密度万个/L）

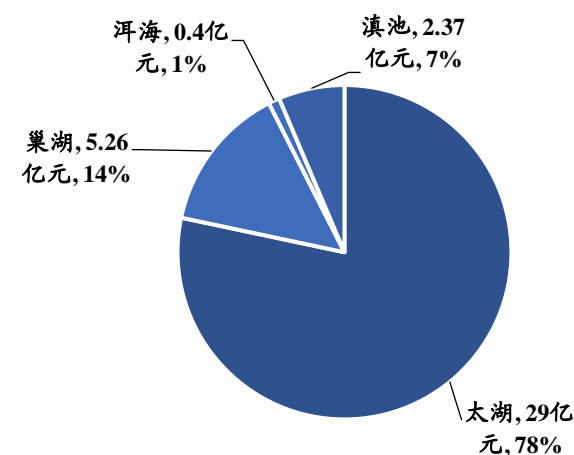


数据来源：《太湖健康状况报告（2009-2018年）》，东吴证券研究所

自 1999 年至今二十年间，我国蓝藻治理行业从无到有，经历了萌发、诞生、推广应用与快速发展的历程。蓝藻行业的快速发展直接带动了相关市场规模的快速发展。

十三五期间仅四大湖泊蓝藻治理市场规模 37 亿元以上。针对蓝藻细分市场，2016-2020 年十三五期间，太湖蓝藻及水生植物处置及资源化利用工程规模达到 29 亿元，巢湖蓝藻直接相关工程约 5.26 亿元，洱海蓝藻治理直接相关项目总投资约 4000 万元，滇池与蓝藻治理直接相关项目总投资约 2.37 亿元。仅上述四个湖泊十三五期间蓝藻直接相关工程总投资合计达 37.03 亿元，蓝藻治理市场规模十分可观。

图 10：十三五期间仅四大湖蓝藻治理规模就达 37.03 亿元

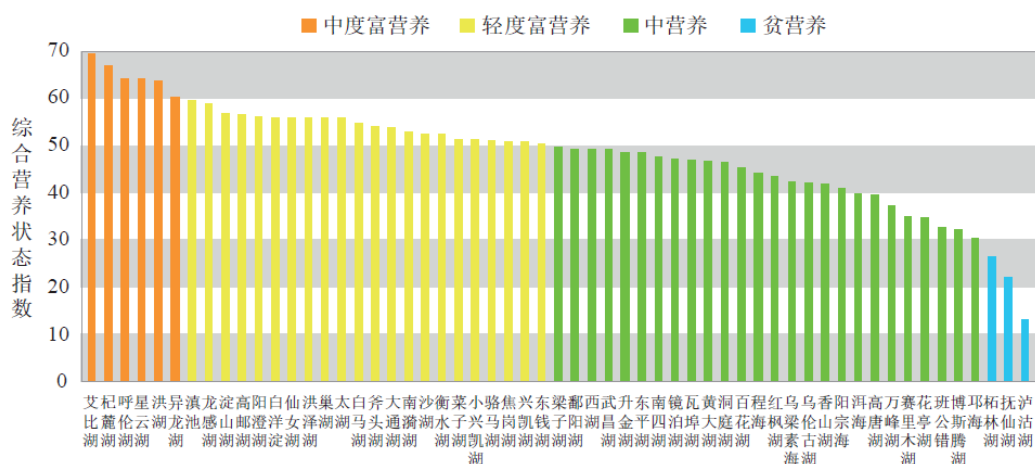


数据来源：德林海招股说明书，东吴证券研究所整理

湖泊富营养化问题依然严峻，我们判断蓝藻治理的市场空间广阔。虽然蓝藻治理进

入了快速发展阶段，但我国其它富营养化湖泊蓝藻爆发的情况也尚未得到明显缓解。根据《2019年中国生态环境状况公报》，在我国123个大型湖泊中，有4个中度富营养化，29个轻度富营养化；大型水库也遭受着不同程度的水污染，40个中营养化，且随着社会经济发展还可能加重。蓝藻治理是一个新兴行业，正处于快速发展阶段，越来越多的富营养化湖泊正在开展蓝藻治理工作。除六大湖外，蓝藻治理市场还包括19个爆发过蓝藻水华的湖库、60个存在富营养化问题的湖库以及618个水源地，“藻型浑水”环境问题仍普遍存在，我们预计未来蓝藻治理的市场将更加广阔。

图 11：2019 年湖泊富营养化问题加重，我们预计未来蓝藻治理的市场将更加广阔



数据来源：《2019年中国生态环境状况公报》，东吴证券研究所

### 3. 受益蓝藻治理行业发展红利，公司业绩高速增长具备可持续性

蓝藻治理领域竞争对手较少，公司处于绝对领先地位。目前国内专门从事蓝藻治理的企业较少，根据客户招标及市场调查，公司主要竞争对手包括无锡锦礼、安徽雷克、广西博世科、昆明水啸、江苏金山及北京邦源等。相比同行业直接竞争对手，公司在蓝藻治理细分领域优势显著。公司在蓝藻灾情较为严重的大型湖库治理中市场占有率高，我们以四大湖泊的藻水分离站项目为例，四大湖泊公司的藻水分离站项目数占市场总规模的72%，其中在巢湖与滇池分离站达到100%，占比最低的洱海也达到了57%，竞争力可见一斑。

正如我们在第二章节分析那样，蓝藻治理是一个新兴行业，正处于快速发展阶段，越来越多的富营养化湖泊正在开展蓝藻治理工作，国内市场前景广阔，公司作为行业内绝对龙头，目前已经形成了较为丰富蓝藻治理技术装备产品线，以下游满足蓝藻治理需求，我们认为公司将充分受益行业发展，相关业务收入有望持续快速增长。

表 3: 公司在四大湖泊的藻水分离站项目数量远高于竞争对手 (单位: 个)

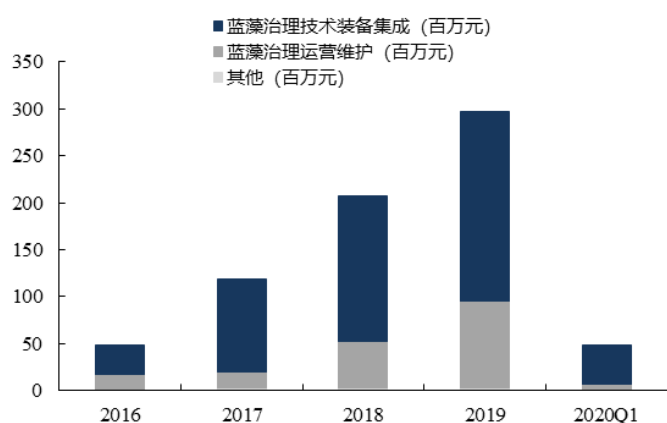
	太湖	巢湖	滇池	洱海	合计
德林海建站数量	11	4	2	4	21
竞争对手建站数量	5	0	0	3	8
<b>公司藻水分离站占比</b>	<b>69%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>57%</b>	<b>72%</b>

数据来源: 德林海招股说明书, 东吴证券研究所

受益蓝藻治理技术装备持续交付, 运维服务收入有望成为公司一大看点。随着公司规模扩大, 依托于蓝藻治理技术装备的不断交付, 过去几年公司技术装备后续委托运行维护收入不断增加: 2016 年公司运维服务收入仅为 1577 万元, 2019 年提升至 9299 万元, 2016-2019 年 CAGR 达 80.66%, 2019 年运维收入占比提升至 31.32%。在收入规模持续扩大的同时, 运维服务盈利水平持续提升, 2016-2019 年毛利率分别为 16.33%、19.62%、42.77%和 53.31%, 呈现明显加速上升趋势。

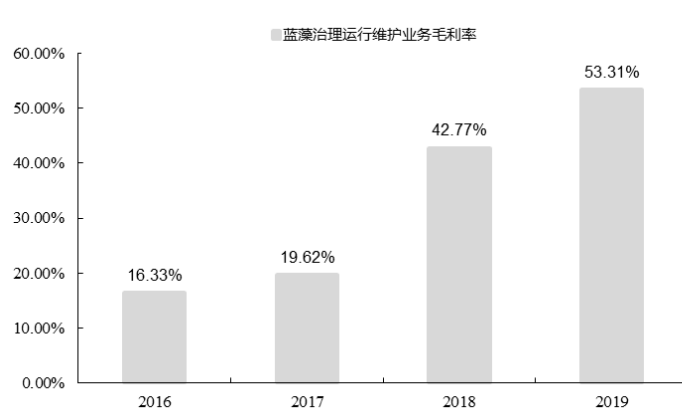
展望未来, 我们认为运维服务将是公司业绩高速增长的另一大护城河。①首先, 通过运行维护服务, 公司可为客户实现蓝藻治理装备高效、稳定、低成本的运行, 保证出水水质达标, 实现应急处置蓝藻水华灾害以及湖库富营养化的常态化控制, 对客户进行有效的需求跟踪和全方位服务, 与客户形成较好的粘性。②其次, 随着公司蓝藻治理技术装备的不断交付, 运维收入有望持续快速提升, 不断增长的运行维护服务收入为公司提供了稳定的现金流, 保证了公司持续稳定的业绩增长, 降低了业绩波动的风险。

图 12: 2016-2019 年公司运维服务收入占比持续提升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 2017-2019 年公司运维服务毛利率持续提升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

借助资本市场优势, 蓝藻治理龙头地位进一步巩固。目前国内专门从事蓝藻治理的企业较少, 且公司其他竞争对手都为非上市企业, 公司作为首家登陆资本市场从事蓝藻治理的企业, 有望借助资本市场优势, 持续巩固领先地位。

根据招股说明书披露，公司拟上市募集资金 4.5 亿元（实际募资净额 9.3 亿），主要用于“湖库富营养化监控预警建设项目”、“蓝藻处置研发中心建设项目”和补充流动资金，募投项目是基于公司现有人才、技术、业务和客户基础，对公司现有业务的深度拓展和湖库富营养化蓝藻治理技术装备研发水平的提升，有助于公司在快速成长的蓝藻治理行业中增强竞争力，巩固行业领先地位。

表 4: 德林海募投资金将主要用于蓝藻治理相关的平台及研发建设（单位：万元）

	用途	投资规模	拟使用募集资金	占比
1	湖库富营养化监控预警建设项目	25991.8	25991.8	57.7%
2	补充流动资金	10000	10000	22.2%
3	蓝藻处理研发中心建设项目	9024.9	9024.9	20.0%
	合计	45016.7	45016.7	100.0%

数据来源：德林海招股说明书，东吴证券研究所

#### 4. 盈利预测与投资建议

##### 核心假设：

1) **蓝藻治理技术装备集成**：蓝藻治理需求持续增长，公司在手订单充裕，我们假定 2020-2022 年蓝藻治理装备收入增速为 35.05%/33.08%/30.05%。公司历年设备毛利率位于 50%-65% 高位，我们预计 2020-2022 设备毛利率为 50%/50%/50%。

2) **蓝藻治理运行维护**：由于公司蓝藻治理设备市场存量扩大，运营维护需求逐渐释放，预计未来运服务收入占总收入比例将会提升，我们预计 2020-2022 年蓝藻治理运行维护收入增速为 60.00%/50.00%/45.00%，毛利率为 55%/55%/55%。

3) **其他业务**：公司其他业务收入占比仅为 1%，收入波动较大，预计 2020-2022 年其他业务收入增速为 0%/0%/0%，2020-2022 年毛利率为 45%/45%/45%。

##### 盈利预测：

基于以上假设，我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 4.23/5.88/7.97 亿元，分别同比增长 42.58%/38.84%/35.60%。公司 2020-2022 年的净利润分别为 1.49/2.09/2.80 亿元，分别同比增长 48.35%/40.57%/33.62%。

表 5: 公司分业务收入预测（百万元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
蓝藻治理技术装备集成	155.02	201.45	272.06	362.07	470.88
YoY	56.51%	29.95%	35.05%	33.08%	30.05%
毛利率	62.08%	50.92%	50.0%	50.0%	50.0%
岸上站点藻水分离系统集成	120.26	138.22	193.51	261.24	339.61

YoY	66.29%	14.94%	40.00%	35.00%	30.00%
车载及组合式藻水分离装置	22.32	21.82	30.55	41.24	53.61
YoY	125.68%	-2.23%	40.00%	35.00%	30.00%
蓝藻加压控藻船	6.79	21.30	19.17	18.21	18.21
YoY	-33.79%	213.43%	-10.00%	-5.00%	0.00%
水动力控藻器	1.94	6.77	10.16	15.23	22.85
YoY	-67.39%	248.01%	50.00%	50.00%	50.00%
其他收入	3.70	13.34	18.68	26.15	36.60
YoY	498.40%	260.32%	40.00%	40.00%	40.00%
蓝藻治理运行维护	49.89	92.99	148.78	223.18	323.61
YoY	203.41%	86.38%	60.00%	50.00%	45.00%
毛利率	42.77%	53.31%	55.00%	55.00%	55.00%
其他业务	2.67	2.45	2.50	2.50	2.50
YoY	-15.06%	-8.38%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	50.49%	33.20%	45.00%	45.00%	45.00%
公司营业收入	207.58	296.89	423.29	587.69	796.94
YoY	74.98%	43.02%	42.58%	38.84%	35.60%
毛利率	57.29%	51.52%	51.73%	51.88%	52.01%

数据来源：wind，东吴证券研究所

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 2.51/3.52/4.71 元,当前股价对应动态 PE 分别为 53.83/38.29/28.66X。国内上市公司有关蓝藻治理业务的收入占比均较低,考虑到公司所在蓝藻治理行业处于新兴成长阶段,业绩具备持续快速增长潜力,首次覆盖予以“增持”评级。

表 6: 可比公司估值表

代码	公司	收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300422	博世科	11.94	0.88	1.08	1.29	14	11	9
300692	中环环保	15.80	0.80	1.11	1.83	20	14	9
300190	维尔利	9.52	0.52	0.66	0.82	18	14	12
	均值					17	13	10
<b>688069</b>	<b>德林海</b>	134.84	2.51	3.52	4.71	54	38	29

数据来源：Wind，东吴证券研究所（数据截至 2020 年 8 月 18 日收盘价，其中博世科、中环环保、维尔利为 Wind 一致预测）

## 5. 风险提示

**环保政策力度不及预期。**蓝藻治理项目短期需求受宏观环保政策、地方政府环保政策及财政资金预算影响较大，若环保政策支持力度不及预期，蓝藻治理需求可能会推迟，导致公司盈利下滑。

**竞争加剧导致盈利下滑。**由于蓝藻治理行业利润率较高，随着更多湖泊整治需求日益迫切，可能面临同业进入及竞争加剧风险，导致公司毛利率下降。

**技术更新换代风险。**蓝藻治理行业是技术密集型行业，若公司研发成果产业化达不到预期，技术优势被同行业其他竞争对手追赶并超越，可能导致公司市场份额及盈利性下滑。

**应收账款减值风险。**公司客户主要为政府部门或国有企业，收入集中在下半年确认，应收账款占收入比例较高，2019年达69%，尽管回收风险较小，但由于规模较大，若账款无法回收将对公司业绩造成较大波动。

## 德林海三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>366</b>	<b>1294</b>	<b>1264</b>	<b>1277</b>	<b>营业收入</b>	<b>297</b>	<b>423</b>	<b>588</b>	<b>797</b>
现金	123	948	784	626	减:营业成本	144	204	283	382
应收账款	204	290	403	546	营业税金及附加	3	4	6	8
存货	30	42	58	79	营业费用	1	3	3	4
其他流动资产	10	14	19	26	管理费用	33	49	67	88
<b>非流动资产</b>	<b>81</b>	<b>269</b>	<b>552</b>	<b>872</b>	财务费用	-0	-8	-13	-11
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-0	0	0	0
固定资产	5	155	396	688	加:投资净收益	1	1	1	1
在建工程	28	67	110	138	其他收益	-3	0	0	0
无形资产	10	9	9	9	<b>营业利润</b>	<b>115</b>	<b>172</b>	<b>243</b>	<b>326</b>
其他非流动资产	37	37	37	37	加:营业外净收支	3	3	3	3
<b>资产总计</b>	<b>447</b>	<b>1564</b>	<b>1816</b>	<b>2149</b>	<b>利润总额</b>	<b>118</b>	<b>175</b>	<b>246</b>	<b>329</b>
<b>流动负债</b>	<b>133</b>	<b>196</b>	<b>270</b>	<b>365</b>	减:所得税费用	17	26	37	49
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	79	113	156	211	<b>归属母公司净利润</b>	<b>100</b>	<b>149</b>	<b>209</b>	<b>280</b>
其他流动负债	53	83	114	154	EBIT	130	164	230	315
<b>非流动负债</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	EBITDA	131	171	255	365
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	0	0	0	0	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>133</b>	<b>196</b>	<b>270</b>	<b>365</b>	每股收益(元)	2.25	2.51	3.52	4.71
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	7.04	23.00	26.00	30.00
					发行在外股份(百万股)	45	59	59	59
归属母公司股东权益	314	1368	1546	1784	ROIC(%)	40.3%	32.1%	27.3%	24.7%
<b>负债和股东权益</b>	<b>447</b>	<b>1564</b>	<b>1816</b>	<b>2149</b>	ROE(%)	32.0%	10.9%	13.5%	15.7%
					毛利率(%)	51.5%	51.7%	51.9%	52.0%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	销售净利率(%)	33.8%	35.2%	35.6%	35.1%
经营活动现金流	43	117	175	254	资产负债率(%)	29.7%	12.5%	14.9%	17.0%
投资活动现金流	13	-196	-308	-370	收入增长率(%)	43.0%	42.6%	38.8%	35.6%
筹资活动现金流	-23	905	-31	-42	净利润增长率(%)	25.2%	48.3%	40.6%	33.6%
现金净增加额	33	826	-164	-158	P/E	59.88	53.83	38.29	28.66
折旧和摊销	2	7	25	50	P/B	19.15	5.86	5.19	4.50
资本开支	-17	-196	-308	-370	EV/EBITDA	46.75	36.33	24.68	17.47
营运资本变动	-30	-40	-60	-76					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>