

2020年08月28日

公司研究

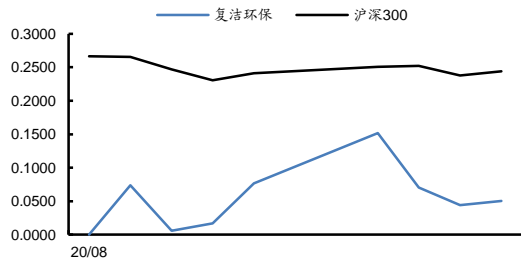
评级：增持（首次覆盖）

研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002  
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn  
证券分析师：任春阳 S0350517100002  
021-68930177 rency@ghzq.com.cn

## 污泥脱水干化一体化设备龙头，技术领先受益行业快速发展——复洁环保（688335）动态研究

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
复洁环保	-1.7	-1.7	-1.7
沪深 300	3.6	22.7	24.4

市场数据

2020-08-28

当前价格（元）	64.00
52 周价格区间（元）	60.00 - 78.37
总市值（百万）	4641.38
流通市值（百万）	1063.19
总股本（万股）	7252.15
流通股（万股）	1661.23
日均成交额（百万）	369.53
近一月换手（%）	327.90

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

### 投资要点：

#### ■ 低温真空脱水干化一体化设备龙头，技术优势明显

公司是国内低温真空脱水干化一体化设备龙头企业，主营业务是为城镇和工业（园区）污水处理厂（站）提供污泥脱水干化及废气净化技术装备及服务，具备设备的研发、设计、制造、集成、安装与运维服务全产业链。公司自主研发的低温真空脱水干化一体化技术形成了 2 大创新：1）创造性地将机械压滤脱水与真空干化技术合为一体，实现污泥高效脱水、低温干化和工艺节能，填补了国内外污泥脱水干化一体化处理技术的空白；2）核心部件耐高温干化滤板制造水平达到国际领先。该技术相较于传统的“两段式”脱水工艺具备运营成本低、占地面积少、环境友好等优势，入选了生态环境部《2019 年国家先进污染防治技术目录（水污染防治领域）》、工信部科技部《国家鼓励发展的重大环保技术装备目录（2017 年版）》等，技术优势明显。

#### ■ 在手订单充足，业绩稳步增长有保障

凭借着核心技术优势，公司近几年业绩实现了高增长，2016-2019 年，公司营收从 1.03 亿元增长到 3.43 亿元（年均复合增长 49.37%），扣非后归属净利润从 1766 万元提高到 5915 万元（年均复合增速 49.62%），2020 年上半年公司实现营收 1.52 亿元（+54.83%），扣非后的归属净利润 2606 万元（+95.32%），疫情影响下仍然实现逆势高增长。2016-2019 年公司期末在手订单分别为 3.91、4.50、5.52 亿元，订单金额不断创新高。同时公司积极拓展 BOT 业务以及向工业固废与特种物料固液分离应用领域延伸，充足的在手订单以及新模式新领域的拓展保障公司业绩的稳步增长。

#### ■ 上市提高产能、资金等实力，有望乘行业东风实现快速发展

长期以来，国内存在严重的“重水轻泥”的现象，污泥处理设施不足。2018 年我国城市+县城的污水处理能力 2.15 亿立方米/日，根据一般 1 万吨生活污水可产生污泥 5-8 吨计算（含水率 80%，平均按 6.5 计算），污泥无害化处置产能需要 13.98 万吨/日，根据 E20 的数据显示，2018 年全国城镇污泥无害化处置总规模为 7.42 万吨/日，仍有 46.91% 的产能缺口，E20 预测，我国污泥产量将以每年 10%-15% 的速度增长。随着国家环保政策不断趋严，我们认为污泥

行业有望迎来快速发展期。

公司上市募集资金净额 7.64 亿元，超募 2.63 亿元，募集资金用于：1) 低温真空脱水干化成套技术装备扩建项目；2) 环保技术与设备研发新建项目；3) 补充流动资金。这些项目均是围绕公司现有主营业务开展，分别是提高公司产能、提升研发实力、补充营运资金的举措，资金到位能够改善公司的财务状况，提高公司的知名度和市场竞争力，助力公司乘行业东风实现快速发展。

- **盈利预测和投资评级：首次覆盖，给予公司“增持”评级。**我们看好污泥行业的发展前景以及公司在行业中的龙头地位。预计公司 2020-2022 EPS 分别为 1.26、1.78、2.20 元，对应当前股价 PE 为 51、36、29 倍，首次覆盖给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**污泥政策及执行低于预期风险、公司订单获取及执行低于预期风险、募投项目低于预期风险、应收账款大幅增加风险、利率上行风险、宏观经济下行风险。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	343	522	781	976
增长率(%)	82%	52%	50%	25%
归母净利润（百万元）	64	92	129	159
增长率(%)	94%	43%	41%	24%
摊薄每股收益（元）	1.18	1.26	1.78	2.20
ROE(%)	25.91%	8.34%	10.54%	11.59%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：复洁环保盈利预测表

证券代码:	688335.SH				股价:	64.00	投资评级:	增持		日期:	2020-08-28
财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	每股指标与估值		2019	2020E	2021E	2022E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	26%	8%	11%	12%	EPS		1.18	1.26	1.78	2.20	
毛利率	35%	37%	36%	36%	BVPS		4.56	15.16	16.85	18.94	
期间费率	9%	16%	17%	17%	<b>估值</b>						
销售净利率	19%	18%	16%	16%	P/E		54.20	50.63	36.03	29.14	
<b>成长能力</b>					P/B		14.04	4.22	3.80	3.38	
收入增长率	82%	52%	50%	25%	P/S		10.12	8.90	5.94	4.75	
利润增长率	94%	43%	41%	24%	<b>利润表 (百万元)</b>						
<b>营运能力</b>					<b>营业收入</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>		
总资产周转率	0.83	0.42	0.54	0.60	营业收入	343	522	781	976		
应收账款周转率	3.89	5.21	5.21	5.21	营业成本	223	328	498	625		
存货周转率	1.95	1.78	1.92	2.03	营业税金及附加	2	10	16	20		
<b>偿债能力</b>					销售费用	9	16	23	29		
资产负债率	40%	12%	16%	16%	管理费用	21	63	94	117		
流动比	2.31	7.04	4.72	4.82	财务费用	(2)	(4)	(3)	(4)		
速动比	1.62	5.75	3.53	3.56	其他费用/(-收入)	1	0	0	0		
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>营业利润</b>	<b>78</b>	<b>109</b>	<b>153</b>	<b>190</b>		
现金及现金等价物	151	694	569	627	营业外净收支	(0)	0	0	0		
应收款项	88	100	150	187	<b>利润总额</b>	<b>78</b>	<b>109</b>	<b>153</b>	<b>190</b>		
存货净额	114	190	267	318	所得税费用	13	17	25	30		
其他流动资产	28	52	70	88	<b>净利润</b>	<b>64</b>	<b>92</b>	<b>129</b>	<b>159</b>		
<b>流动资产合计</b>	<b>381</b>	<b>1036</b>	<b>1056</b>	<b>1220</b>	少数股东损益	0	0	0	0		
固定资产	10	9	18	377	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>64</b>	<b>92</b>	<b>129</b>	<b>159</b>		
在建工程	10	190	360	20	<b>现金流量表 (百万元)</b>						
无形资产及其他	1	1	1	1	<b>经营活动现金流</b>	<b>(39)</b>	<b>(37)</b>	<b>61</b>	<b>85</b>		
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	64	92	129	159		
<b>资产总计</b>	<b>416</b>	<b>1250</b>	<b>1449</b>	<b>1630</b>	少数股东权益	0	0	0	0		
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	4	1	1	2		
应付款项	105	106	141	168	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	42	23	64	67	营运资金变动	(107)	(94)	(222)	(135)		
其他流动负债	19	19	19	19	<b>投资活动现金流</b>	<b>21</b>	<b>(179)</b>	<b>(179)</b>	<b>(18)</b>		
<b>流动负债合计</b>	<b>165</b>	<b>147</b>	<b>224</b>	<b>253</b>	资本支出	9	(179)	(179)	(18)		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0		
其他长期负债	3	3	3	3	其他	11	0	0	0		
<b>长期负债合计</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>561</b>	<b>760</b>	<b>(6)</b>	<b>(7)</b>		
<b>负债合计</b>	<b>168</b>	<b>151</b>	<b>227</b>	<b>257</b>	债务融资	0	0	0	0		
股本	54	73	73	73	权益融资	60	764	0	0		
股东权益	248	1099	1222	1374	其它	501	(4)	(6)	(7)		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>416</b>	<b>1250</b>	<b>1449</b>	<b>1630</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>543</b>	<b>544</b>	<b>(124)</b>	<b>60</b>		

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【环保组介绍】

谭倩，10年行业研究经验，研究所副所长(主持工作)、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。

2018 福布斯中国最佳分析师第七名、2018 年同花顺第一届 iFinD 最佳分析师 公用事业 第三名、今日投资 2018 年天眼中国最佳证券分析师 建筑装饰 行业第 2 名、水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

任春阳，华东师范大学经济学硕士，3 年证券行业经验，2016 年进入国海证券，从事环保行业上市公司研究。

赵越，工程硕士，厦门大学经济学学士，3 年多元化央企战略研究与分析经验，2016 年进入国海证券，从事社服、环保行业及上市公司研究。

## 【分析师承诺】

任春阳、谭倩，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。