

2020年3月2日

公司研究

评级：买入

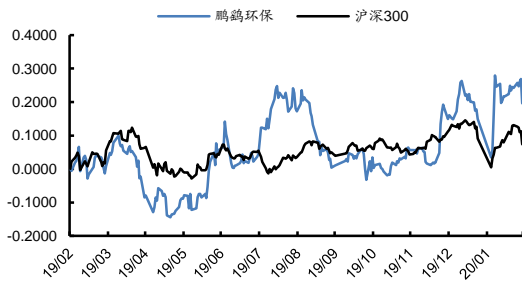
研究所

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

业绩符合预期，低估值高增长具备投资价值

——鹏鹞环保（300664）事件点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
鹏鹞环保	4.1	13.2	20.8
沪深 300	-1.6	2.9	7.4

市场数据

2020-02-28

当前价格（元）	13.35
52 周价格区间（元）	9.22 - 15.16
总市值（百万）	6408.00
流通市值（百万）	4479.35
总股本（万股）	48000.00
流通股（万股）	33553.19
日均成交额（百万）	91.54
近一月换手（%）	82.36

相关报告

《鹏鹞环保（300664）动态研究：现金回购接近上限彰显信心，融资改善受益环保估值提升》

——2020-02-23

《鹏鹞环保（300664）事件点评：现金回购彰显信心，拟投资艾棣维欣研发新型冠状病毒疫苗》——2020-02-05

《鹏鹞环保（300664）深度报告：水务稳中有升，固废蓄势待发》——2020-01-12

《鹏鹞环保（300664）事件点评：股权激励绑定核心团队，业绩反转看好长期价值》——2020-01-01

《鹏鹞环保（300664）动态研究：水务稳步拓

事件：

公司 2 月 28 日晚发布 2019 年业绩快报：报告期内公司实现营收 19.31 亿元，同比增长 150.20%，实现归属于上市公司股东的净利润 2.90 亿元，同比增长 72.52%，实现扣非后的归属净利润 2.70 亿元，同比增长 80.22%。对此，我们点评如下：

投资要点：

■ 业绩大增 72.52%，符合市场预期，业绩增长主要源于工程业务贡献

公司 2019 年实现归属于上市公司股东的净利润 2.90 亿元，同比增长 72.52%，处于此前业绩预告净利润 2.90-3.05 亿元区间内，符合市场预期。2019 年净利润大幅增长，一方面是工程承包业务中改扩建项目增多，使得利润比去年同期增长较多，另一方面是收到部分应收账款的缘故。

■ 水务业务稳中有升，有机固废业务蓄势待发

作为老牌的水务处理企业，公司水务运营规模 151.4 万吨/日（含供水），在建及拟建 74.6 万吨/日，未来两年逐步投运复合增速为 22.18%。公司经营风格稳健，前几年未参与 PPP 项目恶性竞争，所以财务状况良好。随着部分环保项目收益率的提升，公司开始逆势开拓项目，2019 年新增订单是 2018 年的 2.72 倍，带动净利润大增 72.52%。公司在手货币资金 5 亿元，资产负债率仅有 39.95%，扩张尚有很大空间，再融资新规落地+利率下行，环保行业的融资环境不断改善，这给公司带来很大的发展机会，水务业务稳中有升可期。

公司在立足水务业务的同时，也在积极布局固废业务。从日本引进 YM 菌超高温发酵技术+收购联业科技+联手马盛环境进军有机固废处置领域，处理污泥、餐厨、畜禽粪便等，目前已经在长春农安、福州、北京南宫等地有示范项目，未来有望在全国推广复制，打造细分领域龙头，有机固废业务蓄势待发。

■ 拟投资 3000 万元增资艾棣维欣，研发新型冠状病毒疫苗

公司拟出资 3000 万元增资北京艾棣维欣，增资完成后将持有其

展，固废崭露头角》——2019-12-09

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%。

7.89%股权。艾棣维欣专注研究基因工程疫苗、DNA 疫苗、新型疫苗佐剂技术，在疫苗研发领域拥有国际技术优势，目前拥有 RSV 预防性疫苗、乙肝治疗性疫苗和 1 型糖尿病治疗性疫苗 3 个核心品种。2020 年 1 月，艾棣维欣联手美国纳斯达克公司 Inovio 公司共同研发新型冠状病毒疫苗，拟利用 DNA 疫苗快速响应技术，争取在短时间内将疫苗在中国进入临床试验阶段。

公司大股东旗下的江苏鹏鹞药业拥有 50 多年历史，在医药领域有丰富的经验，公司此次投资艾棣维欣，一方面是基于以往医药行业经验支持新型冠状病毒防疫抗疫相关的疫苗药品研发生产类企业，拓展主营业务以外的投资。另外一方面也是针对目前新型冠状病毒的严峻疫情，能够提升国内疫苗的研发水平，增强人民群众抗议疫情的信息，彰显出公司有高度社会责任感的情怀。

■ 运营属性疫情影响有限，低估值高增长标的具备长期投资价值

从公司近几年的毛利占比可以看出，公司运营业务占比高达 70%左右，工程业务占比 20%，设备及其他业务占比 10%左右，凸显出公司的运营属性。疫情期间，1) 水务及固废运营业务正常运营，不受影响；2) 工程业务主要为公司的项目改扩建等，不对外承接工程业务，2020 年开工建设重点项目是黑龙江项目，一般 4 月中下旬才开工建设，所以工程业务影响也有限；3) 设备业务占比较低，随着疫情基本结束，公司后期可以通过加班等措施减少推迟开工的影响。所以疫情对公司整体影响有限。

公司近期公告拟回购股份 1-2 亿元，截至 2 月 17 日，公司已经回购 13450.05 万元（不含交易费用），回购平均价格 13.72 元/股，同时 2019 年 12 月份股权激励业绩考核未来三年复合增长 30%，彰显出公司对未来发展充满信心。我们预计公司 2020-2021 年净利润分别增长 71%/30%，估值 13/10 倍，低估值高增长，具备长期投资价值。

■ **盈利预测和投资评级：维持公司“买入”评级。**公司水务业务稳步增长，有机固废业务蓄势待发，我们看好公司的发展前景，暂不考虑回购以及投资艾棣维欣对公司的影响，预计公司 2019-2021 EPS 分别为 0.60、1.04、1.34 元，对应当前股价 PE 为 22、13、10 倍，维持公司“买入”评级。

■ **风险提示：**股份回购及投资艾棣维欣不能顺利完成风险，项目获取及推进不及预期的风险、应收账款大幅增加的风险、有机固废资源化项目推进缓慢的风险、宏观经济下行风险。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	772	1931	2771	3546
增长率(%)	-4%	150%	44%	28%
净利润(百万元)	168	290	497	645
增长率(%)	-23%	72%	71%	30%
摊薄每股收益(元)	0.35	0.60	1.04	1.34
ROE(%)	5.21%	8.25%	12.40%	13.87%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 鹏鹞环保盈利预测表 (暂不考回购以及投资艾棣维欣的影响)

证券代码:	300664.SZ				股价:	13.35	投资评级:	买入	日期:	2020-02-28
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值	2018	2019E	2020E	2021E	
盈利能力					每股指标					
ROE	5%	8%	12%	14%	EPS	0.35	0.60	1.04	1.34	
毛利率	50%	33%	35%	34%	BVPS	6.30	6.89	7.91	9.23	
期间费率	25%	15%	13%	12%	估值					
销售净利率	22%	15%	18%	18%	P/E	38.09	22.09	12.89	9.94	
成长能力					P/B	2.12	1.94	1.69	1.45	
收入增长率	-4%	150%	44%	28%	P/S	8.30	3.32	2.31	1.81	
利润增长率	-23%	72%	71%	30%						
营运能力					利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	
总资产周转率	0.14	0.32	0.38	0.44	营业收入	772	1931	2771	3546	
应收账款周转率	0.94	1.40	1.52	1.66	营业成本	384	1285	1807	2337	
存货周转率	2.72	5.62	9.13	9.13	营业税金及附加	14	27	36	43	
偿债能力					销售费用	22	39	50	60	
资产负债率	43%	42%	44%	42%	管理费用	78	166	211	266	
流动比	1.47	1.56	1.50	1.67	财务费用	80	52	57	60	
速动比	1.38	1.41	1.41	1.55	其他费用/(-收入)	16	11	45	75	
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	营业利润	220	373	655	855	
现金及现金等价物	714	455	663	692	营业外净收支	4	11	14	13	
应收款项	822	1375	1822	2137	利润总额	224	384	669	868	
存货净额	141	234	202	261	所得税费用	59	91	167	217	
其他流动资产	588	405	557	661	净利润	165	292	502	651	
流动资产合计	2266	2412	3186	3693	少数股东损益	(3)	2	5	7	
固定资产	322	395	565	747	归属于母公司净利润	168	290	497	645	
在建工程	25	105	295	357	现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	
无形资产及其他	88	118	139	157	经营活动现金流	94	(21)	515	289	
长期股权投资	130	135	145	155	净利润	165	292	502	651	
资产总计	5701	6034	7200	7979	少数股东权益	(3)	2	5	7	
短期借款	472	372	422	472	折旧摊销	15	41	51	70	
应付款项	567	647	1151	1173	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	16	42	61	78	营运资金变动	(83)	(569)	(1089)	(517)	
其他流动负债	485	485	485	485	投资活动现金流	(801)	(158)	(371)	(253)	
流动负债合计	1540	1546	2119	2208	资本支出	(218)	(153)	(361)	(243)	
长期借款及应付债券	716	756	856	906	长期投资	(110)	(5)	(10)	(10)	
其他长期负债	215	215	215	215	其他	(473)	0	0	0	
长期负债合计	931	971	1071	1121	筹资活动现金流	448	(65)	141	89	
负债合计	2471	2518	3190	3329	债务融资	369	(60)	150	100	
股本	480	480	480	480	权益融资	743	0	0	0	
股东权益	3229	3517	4010	4650	其它	(664)	(5)	(9)	(11)	
负债和股东权益总计	5701	6034	7200	7979	现金净增加额	(260)	(244)	286	124	

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。