

2020年09月01日

受益大项目设备集成交付，中报业绩超预期增长

增持 (维持)

证券分析师 袁理

执业证号: S0600511080001
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 陈显帆

执业证号: S0600515090001
021-60199769

chenxf@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)	53.14	47.77	33.98	25.43

事件: 公司发布 2020 中期业绩公告: 上半年实现收入 1.31 亿元, 同比增长 21.66%; 归母净利润 0.45 亿元, 同比增长 30.05%; 扣非归母净利润 0.43 亿元, 同比增长 40.15%, 营收归母超出预期。从单季度看, 公司 Q2 实现收入 0.83 亿元, 同比增长 32.01%; 归母净利润 0.31 亿元, 同比增长 37.34%。

投资要点

■ 受益大项目设备集成交付, 中报业绩快速增长

上半年蓝藻治理设备实现收入 1.06 亿元, 同比增长 37.25%, 其中云南洱源县西湖藻水分离站、合肥巢湖加压控藻两大项目分别实现收入 4103 万、3901 万元, 合计贡献总收入比例达 61%, 项目收入兑现带来业绩释放高弹性。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, 全年业绩仍有望延续高速增长态势。

■ 盈利能力显著提升, 费控管理持续优化

公司上半年毛利率大幅升至 55.73%, 同比+6.13pct, 我们判断主要系星云湖项目利润率较高; 费用结构优化, 期间费用率下降 0.35pct 至 11.94%。其中, 销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.09pct、下降 0.26pct、上升 0.67pct、下降 0.01pct 至 0.51%、11.52%、4.34%、-0.09%; 净利率达 34.61%, 同比+2.24pct, 增长低于毛利率主要系营业外收支净额、政府相关收入同比下降。

上半年经营性现金流净额为-6131.03 万元, 同比-243.74%, 主要系疫情对客户收款延后、在手订单增加导致投入资金加大。

■ 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

蓝藻治理行业处在快速发展阶段, “十三五”期间蓝藻治理市场集中太湖、巢湖、滇池、洱海、白洋淀、丹江口等六大蓝藻水华爆发较为严重的湖泊。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, 根据公司星云湖及杞麓湖典型湖泊整湖治理投入, 我们预计湖泊富营养化整湖水质提升设备投资市场逾千亿, 运营市场将达到 335 亿元/年。

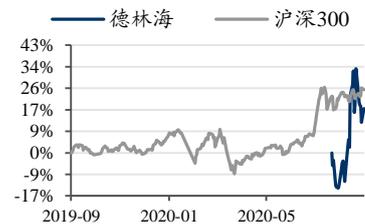
公司处于行业绝对领先地位, 业绩有望持续快速增长: ①公司目前已经形成了较为丰富蓝藻治理技术装备产品线, 受益行业红利设备板块有望持续快速增长; ②随着公司治理技术装备的不断交付, 运维收入仍将快速提升, 保证了公司持续稳定的业绩增长同时, 降低了业绩波动的风险。作为首家登陆资本市场从事蓝藻治理的企业, 有望借助资本市场优势, 持续巩固领先地位。

■ 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 47.77/33.98/25.43X, 维持“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)	119.66
一年最低/最高价	84.11/147.98
市净率(倍)	5.20
流通 A 股市值(百万元)	1631.75

基础数据

每股净资产(元)	23.00
资产负债率(%)	24.87
总股本(百万股)	59.47
流通 A 股(百万股)	13.64

相关研究

1、《德林海 (688069): 蓝藻治理行业龙头, 业绩有望持续高速增长》2020-08-19

事件: 公司发布 2020 中期业绩公告: 上半年实现收入 1.31 亿元, 同比增长 21.66%; 归母净利润 0.45 亿元, 同比增长 30.05%; 扣非归母净利润 0.43 亿元, 同比增长 40.15%。从单季度看, 公司 Q2 实现收入 0.83 亿元, 同比增长 32.01%; 归母净利润 0.31 亿元, 同比增长 37.34%。

点评:

1. 受益大项目设备集成交付, 中报业绩快速增长

大项目设备集成交付, 营收归母高速增长超出预期。 2020 年上半年公司实现营收 1.31 亿元, 同比增长 21.66%; 归母净利润 0.45 亿元, 同比增长 30.05%, 超出公司招股书中给予的业绩预期。上半年蓝藻治理设备业务贡献主要增长, 蓝藻治理设备实现收入 1.06 亿元, 同比增长 37.25%, 其中云南洱源县西湖藻水分离站、合肥巢湖加压控藻两大项目分别实现收入 4103 万、3901 万元, 合计贡献总收入比例达 61%, 项目收入兑现带来业绩释放高弹性。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, 全年业绩仍有望延续高速增长态势。

2020Q2 单季度归母净利润同比增长 37.24%, 环比 Q1 业绩增速提升 21.07pct。 公司 Q2 实现收入 0.83 亿元, 同比增长 32.01%; 归母净利润 0.31 亿元, 同比增长 37.34%, 归母净利润增速较 Q1 归母净利润增速 16.27% 提升 21.07pct。

盈利能力显著提升, 费控管理持续优化。 公司上半年毛利率大幅升至 55.73%, 同比 +6.13pct, 我们判断主要系星云湖项目利润率较高; 费用结构优化, 上半年公司期间费用同比增长 18.18% 至 0.16 亿元, 期间费用率下降 0.35pct 至 11.94%。其中, 销售、管理、研发、财务费用同比分别增加 3.94%、增加 7.7%、增加 44.03%、减少 36.81% 至 0.01 亿元、0.09 亿元、0.06 亿元、-11.18 万元; 销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.09pct、下降 0.26pct、上升 0.67pct、下降 0.01pct 至 0.51%、11.52%、4.34%、-0.09%。净利率达 34.61%, 同比 +2.24pct, 增长低于毛利率主要系营业外收支净额、政府相关收入同比下降。

资产周转率下降使得 ROE 同比下降 1pct。 2020 年上半年公司净资产收益率同比下降 1pct 至 13.45%。对 ROE 采用杜邦分析可得, 2020 年上半年公司销售净利率为 34.61%, 同比上升 2.23pct, 总资产周转率为 0.28 (次), 同比下降 0.05 (次), 权益乘数从 19 年上半年的 1.33 上升至 20 年上半年的 1.37。

2. 资产负债率下降, 营运效率提升

资产负债率下降 3.15pct, 运营效率提升。 2020 年上半年公司资产负债率为 24.87%, 同比下降 3.15pct, 较年初下降 4.86pct。2020 年上半年公司应收账款同比增长 25.96% 至

2.31 亿元，应收账款周转天数同比增加 35.09 天至 293.45 天；存货同比增长 11.57%至 0.44 亿元，存货周转天数同比增加 11.18 天至 113.86 天；应付账款同比增长 85.31%至 0.84 亿元，应付账款周转天数同比增加 117.82 天至 253.58 天，使净营业周期同比减少 71.55 天至 153.73 天。

3. 资本开支加大&疫情影响回款，经营性现金流净额同比减少

经营性现金流净额同比减少 243.74%至-6131.03 万元。1) 2020 年上半年公司经营活动现金流净额-0.61 亿元，同比减少 243.74%，主要系疫情对客户收款延后、在手订单增加导致投入资金加大。；2) 投资活动现金流净额-0.13 亿元，同比减少 171.57%，主要是本期购买银行理财产品减少所致；3) 筹资活动现金流净额-0.01 亿元，同比增加 92.1%。

4. 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

蓝藻治理行业处在快速发展阶段，过去蓝藻治理市场集中太湖、巢湖、滇池、洱海、白洋淀、丹江口等六大蓝藻水华爆发较为严重的湖泊。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，随着经济发展，会有更多富营养化湖泊开展蓝藻治理及整湖水质提升治理，国内富营养化内源治理市场广阔。

预计湖泊富营养化整湖水质提升设备投资市场逾千亿，运营市场将达到 335 亿元/年。根据公司 19 年及 20 年先后中标的星云湖及杞麓湖整湖水质提升项目投资额可以看出，典型湖泊整湖治理的单位面积设备投资额约 500 万元/平方公里，单位面积年运营费用约 150 万元/平方公里。假设六大湖泊及 19 个发生过蓝藻水华的重点湖泊按照公司中标的典型湖泊整湖水质提升的单位投资进行水质提升整治，60 个存在富营养化问题的湖泊单位投入为典型湖泊整湖水质提升的单位投资的 50%，其余 618 个重点水源地单位投入为典型湖泊整湖水质提升的单位投资的 20%，则富营养化湖泊整湖水质提升设备投资空间将达到 1115 亿元，年运营服务市场空间将达到 335 亿元/年，国内富营养化湖泊治理市场空间广阔。

表 1: 公司典型湖泊水质提升设备采购及运行项目投资明细

项目名称	合同金额		服务年限	湖泊面积 (平方公里)	单位面积年治理投入	
星云湖原位控藻及水质提升设备采购及运行项目	设备采购(万元)	17,320.23	5	34.71	单位面积设备投入 (万元/平方公里)	499.00
	设备运营(万元)	25,029.77			单位面积年运营费用 (万元/平方公里/年)	144.22
	总采购金额(万元)	42,350.00				
杞麓湖及入湖河道水质提升项目-水质提升设备采购及运行采购	设备采购(万元)	19949.33	3	36.73	单位面积设备投入 (万元/平方公里)	543.13
	设备运营(万元)	16901.16			单位面积年运营费用 (万元/平方公里/年)	153.38
	总采购金额(万元)	36,850.49				

数据来源: 公司公告, 政府采购网, 东吴证券研究所

表 2: 富营养化湖泊整湖水质提升设备采购及运营投资空间测算

	面积 (平方公里)	湖泊水质治理单位设备投资 / 典型湖泊设备投资比例	湖泊水质治理单位设备投资 (万元/平方公里)	湖泊水质治理设备投资 (万元)	湖泊水质治理单位运行投资/典型湖泊运营费用比例	湖泊水质治理单位运营费用 (万元/平方公里/年)	湖泊水质治理运营费用 (万元/年)
六大湖	5043.25	100%	500	2521625.	100%	150	756487.5
19 个重点湖泊	2562.37	100%	500	1281185	100%	150	384355.5
60 个富营养化湖泊水库	16028.90	50%	250	4007225	50%	75	1202167.5
618 个重点水源地	33400.00	20%	100	3340000	20%	30	1002000
设备投资总计 (万元)				11150035	运营费用合计 (万元/年)		3345010.5

数据来源: 公司公告, 政府采购网, 东吴证券研究所

公司处于行业绝对领先地位, 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, 受益行业红利设备板块有望持续快速增长; ②随着公司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。

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 47.77/33.98/25.43X, 维持“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。

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
流动资产	366	1294	1264	1277	营业收入	297	423	588	797
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
非流动资产	81	269	552	872	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	营业利润	115	172	243	326
其他非流动资产	37	37	37	37	加:营业外净收支	3	3	3	3
资产总计	447	1564	1816	2149	利润总额	118	175	246	329
流动负债	133	196	270	365	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	归属母公司净利润	100	149	209	280
其他流动负债	53	83	114	154	EBIT	130	164	230	315
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	131	171	255	365
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	0	0	0	0	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	133	196	270	365	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
归属母公司股东权益	314	1368	1546	1784	发行在外股份(百万股)	45	59	59	59
负债和股东权益	447	1564	1816	2149	ROIC(%)	40.3%	32.1%	27.3%	24.7%
					ROE(%)	32.0%	10.9%	13.5%	15.7%
					毛利率(%)	51.5%	51.7%	51.9%	52.0%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	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	53.14	47.77	33.98	25.43
折旧和摊销	2	7	25	50	P/B	16.99	5.20	4.60	3.99
资本开支	-17	-196	-308	-370	EV/EBITDA	41.60	32.37	22.02	15.61
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>