

2020 年 06 月 09 日

维尔利 (300190.SZ)

湿垃圾龙头，趁政策东风引航

■**德资血统的有机废物资源化专家**：公司深耕行业十余年，是国内首家采用“MBR+纳滤”工艺技术的企业，也是我国垃圾渗滤液处理领域首家上市公司。老东家 WWAG 从事垃圾渗滤液处理 150 多年，代表海外垃圾渗滤液处理的领先技术水平，公司拥有其 MBR 相关技术独家使用权，技术优势显著。公司以“有机废弃物的资源化、无害化”为战略发展方向，依托自身渗滤液处置优势，13 年布局湿垃圾处置，14 年切入沼气工程领域，已经形成了全工艺链下的湿垃圾整体处置方案。

■**轻资产轻装上阵，订单充实夯实业绩**：公司积极推动业务模式转型，轻资产轻装上阵。公司 2016-2019 年，累计新增 EPC 项目订单 289 个，累计金额 69.4 亿元；而包括 EMC、BOT、BOO 等特许经营项目新增为 19 个，累计金额 25.6 亿元。公司近几年业绩增长良好，2019 年营收和归母净利润分别 27.3 亿元和 3.17 亿元，分别同比增长 32% 和 36%。同时盈利能力持续提升。2019 年 EPS 为 0.4 元，同比增长 38% yoy，ROE 为 8.1%，同比增长 1.5pct。公司在渗滤液处理方面处于行业龙头企业，未来几年的议价能力仍将处于相对优势地位，盈利能力有望保持稳定。

■**技术优势凸显，树标杆项目，两大业务齐发展**：公司坚持“有机废弃物资源化专家”的公司品牌形象，以“有机及固体废弃物的资源化、无害化”为公司主要业务发展方向，强化“环保技术解决方案 + 运营服务”的商业模式，围绕“城乡有机物废弃物资源化”与“工业废弃物综合利用”两大领域，依托企业数字化转型与持续创新，在城乡有机废弃物处理和工业节能环保细分领域占据领先地位。公司在各细分领域技术优势明显，获各类授权专利超 200 项，主编及参编国家行业标准规范近 10 项。公司基于德国领先技术发展了更适应我国国情的生态能源化处理技术 EMBT，先后中标了上海多个示范级湿垃圾处置项目，标杆项目的打造进一步巩固公司在业内的地位。

■**“湿垃圾”处置蓝海市场，趁政策东风释能**：2019 年我国垃圾分类全面开局，全国 46 个重点城市垃圾分类取得积极进展。随着修订后固废法的即将实施，有助于垃圾分类体系加速推进，助力垃圾分类建设完善的收运体系，打开湿垃圾处置的蓝海市场。并且随着环保督察的常态化趋势，过去的历史遗留垃圾填埋问题也将得到改善，公司作为业内龙头领军企业具备先发优势，受益政策红利释放。

■**加大央企战略合作，未来深度合作可期**。公司自 2013 年来切入固废处理、厨余垃圾处理等业务，打造有机废弃物综合处理一体化。公司公告同国投等组成的联合体中标上海市闵行区马桥再生资源化利用项目，该项目和国投合作，资金端优势明显，另一方面项目规模大年限

公司深度分析

证券研究报告

环保

投资评级 **买入-A**

调高评级

6 个月目标价：**10.2 元**

股价 (2020-06-08) **7.73 元**

交易数据

总市值 (百万元)	6,058.66
流通市值 (百万元)	5,636.35
总股本 (百万股)	783.78
流通股本 (百万股)	729.15
12 个月价格区间	5.44/9.36 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.51	-5.7	-6.64
绝对收益	12.73	-7.5	45.44

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080002
shaoli@essence.com.cn
021-35082107

马丁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520040001
mading@essence.com.cn
010-83321051

汪磊

报告联系人

wanglei4@essence.com.cn

相关报告

维尔利：订单夯实有机废物处理龙头地位，短期业绩受疫情影响/邵琳琳
2020-04-28

长，总投资 5.8 亿元，投资收益率可观。除此之外，公司与中交上海航道局结成战略合作伙伴，目标在长三角及长江中上游地区大力发展餐厨厨余垃圾及渗滤液处理项目。后期有望在餐厨垃圾处理等多方面展开更多合作，积极发挥自身技术优势。

■**投资建议：**公司作为城乡有机废物处理龙头，成长性较好，市场空间可期，给予买入-A 投资评级。我们预计公司 2020 年-2022 年的 EPS 分别为 0.51 元、0.66 元、0.85 元，对应 PE15.0x、11.7x、9.1x。六个月目标价 10.2 元。

■**风险提示：**业务整合风险，项目推进进度不及预期，应收账款余额较高的风险，市场竞争加剧

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	2,064.8	2,730.6	3,258.4	4,193.3	5,182.8
净利润	232.4	316.7	402.9	516.5	664.4
每股收益(元)	0.30	0.40	0.51	0.66	0.85
每股净资产(元)	4.62	4.97	5.35	5.87	6.51

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	26.1	19.1	15.0	11.7	9.1
市净率(倍)	1.7	1.6	1.4	1.3	1.2
净利率	11.3%	11.6%	12.4%	12.3%	12.8%
净资产收益率	6.4%	8.1%	9.6%	11.2%	13.0%
股息收益率	0.6%	1.3%	1.6%	1.9%	2.6%
ROIC	7.2%	9.1%	9.6%	11.2%	12.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 脱胎于德国的湿垃圾处置龙头，业绩稳步提升.....	5
1.1. 德资血统的有机废物资源化专家.....	5
1.2. 稳步经营，夯实业绩.....	6
1.3. 探索多模式，订单充实保障业绩.....	8
1.4. 加大央企合作，可转债助力公司巩固行业地位.....	10
2. 技术优势凸显，树标杆项目，多元协同发展.....	10
2.1. 细分领域领风骚，技术业内领先.....	10
2.2. 打造标杆项目，龙头先发优势明显.....	13
2.3. 外延并购，强化工业废弃物资源化能力.....	14
3. “湿垃圾”处置蓝海市场，趁政策东风释能.....	15
3.1. 环保督查趋严，渗滤液处理行业释能.....	15
3.2. 垃圾分类催生湿垃圾处置需求.....	17
4. 投资建议.....	19
5. 风险提示.....	19

图表目录

图 1：公司历史沿革.....	5
图 2：维尔利股权结构及参控股公司图（截止 2020 年一季度）.....	5
图 3：公司业务分板块情况.....	6
图 4：业绩稳健增长.....	6
图 5：公司 2019 年各业务占比（按业务类型，%）.....	7
图 6：公司 2019 年各业务占比（按区域，%）.....	7
图 7：公司利润率和期间费率变化.....	7
图 8：主营业务毛利率（%）.....	7
图 9：EPS 变化.....	7
图 10：ROE 变化（%）.....	7
图 11：应收款周转率.....	8
图 12：公司收现比稳定提高.....	8
图 13：维尔利分类型项目数量.....	9
图 14：维尔利分类型项目金额（亿元）.....	9
图 15：EPC 订单和工程收入情况（亿元）.....	9
图 16：MBR 工艺流程.....	11
图 17：公司采用的 MBR 技术.....	11
图 18：生态资源化技术（EMBT）处置流程.....	12
图 19：研发支出情况（百万元）.....	13
图 20：同类公司发明专利情况（个）.....	13
图 21：上海老港湿垃圾项目.....	14
图 22：泰国 800t/d 生活垃圾处置项目.....	14
图 23：汉风科技业绩情况（万元）.....	15
图 24：都乐制冷业绩情况（万元）.....	15
图 25：杭能环境业绩对赌情况.....	15

图 26：汉风科技和都乐制冷业绩对赌情况.....	15
图 27：我国垃圾无害化处理量（万吨/日）	16
图 28：渗滤液处理规模（亿吨）	16
表 1：不同项目承包特点.....	8
表 2：公司历年 EPC 订单情况.....	9
表 3：2019 年运营类订单	10
表 4：可转债资金用途	10
表 5：不同板块核心技术.....	10
表 6：主流垃圾渗滤液处理技术比较.....	11
表 7：维尔利工程项目	13
表 8：公司外延并购发展.....	15
表 9：渗滤液相关政策.....	16
表 10：渗滤液市场空间测算.....	17
表 11：上海垃圾分类后湿垃圾比例大幅提高.....	17
表 12：46 个试点城市垃圾分类全面实行时间整理.....	18
表 13：垃圾分类对全国地级市餐厨垃圾处理市场空间测算.....	18

1. 脱胎于德国的湿垃圾处置龙头，业绩稳步提升

1.1. 德资血统的有机废物资源化专家

维尔利前身为成立于2003年2月的德国独资维尔利环境工程（常州）有限公司，老东家WWAG从事垃圾渗滤液处理150多年，1991年成功研制大规模的生物反应器，开始复杂废水处理的新篇章，1996年建造世界上第一个大规模纳滤，奠定废水处理的领先地位，也代表欧洲垃圾渗滤液处理的领先技术水平。2007年7月德国股东退出，维尔利管理团队以常州德泽实业为主体收购了维尔利100%股权，继承了原有的技术优势，是国内首家采用“MBR+纳滤”工艺技术的企业。2011年3月在深交所创业板成功上市，股票代码：300190.SZ，是我国垃圾渗滤液处理领域首家上市公司。公司从2013年起布局湿垃圾处理业务，2014-2017年通过并购扩张多元化发展，强化其有机废物处置能力。2019年3月更名为维尔利环保科技集团股份有限公司（简称：维尔利环保集团）。

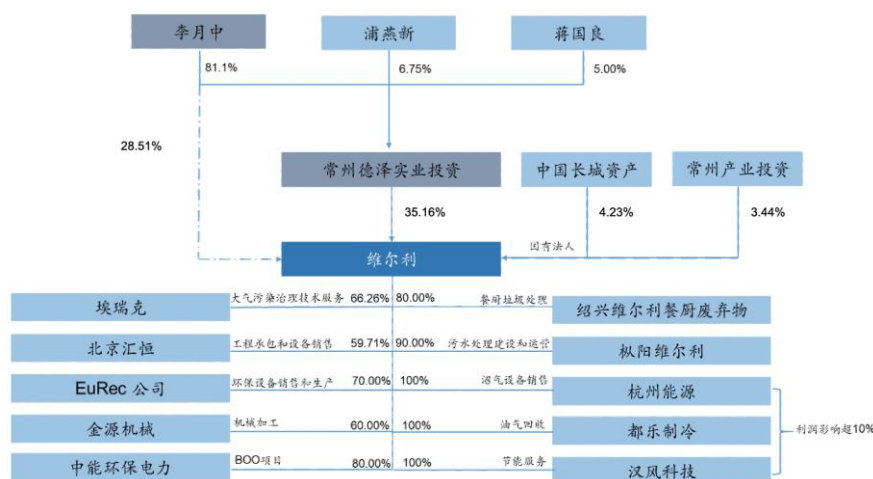
图1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

公司控股股东为常州德泽，实际控制人为李月中。李月中先生通过持有常州德泽81.1%的股权，间接持有公司28.51%的股权，为公司的第一大股东和实际控制人。常州德泽主营业务为实业投资、企业管理服务，与公司业务无相关业务。李月中博士，现任公司董事长，同济大学硕士研究生毕业，德国克劳斯塔工业大学博士研究生毕业，WWAG高级工程师，拥有20余年环保专业工作经历，长期从事水、废水处理技术和产品的研发，先后开发了多项废水处理专利和非专利技术。

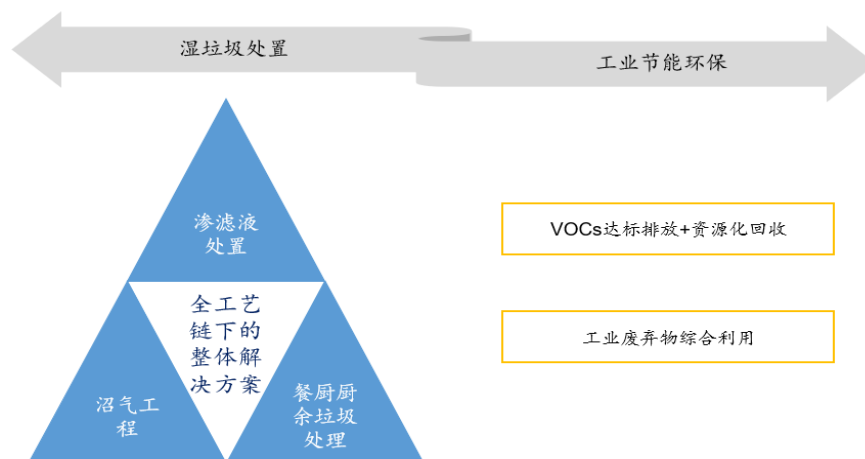
图2：维尔利股权结构及参控股公司图（截止2020年一季度）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

两大板块打造有机废弃物资源化专家。公司从事垃圾渗滤液处理业务近 10 年，已拥有成熟的渗滤液处理核心技术。针对垃圾渗滤液水质变化、处理规模等特征，为客户提供垃圾渗滤液处理系统综合解决方案，处理达标等一体化专业服务，同时积极布局餐厨湿垃圾处理领域。公司坚持“有机废弃物资源化专家”的公司品牌形象，以“有机及固体废弃物的资源化、无害化”为公司主要业务发展方向，强化“环保技术解决方案 + 运营服务”的商业模式，围绕“城乡有机物废弃物资源化”与“工业废弃物综合利用”两大领域，依托企业数字化转型与持续创新，在城乡有机废弃物处理和工业节能环保细分领域占据领先地位。

图 3：公司业务分板块情况

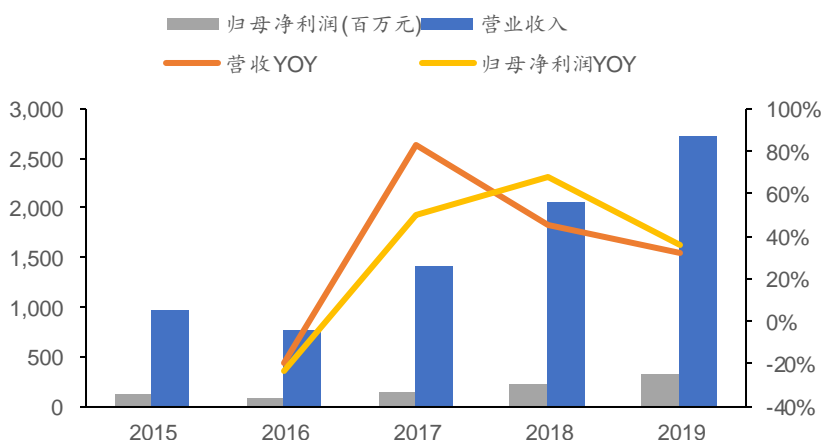


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 稳步经营，夯实业绩

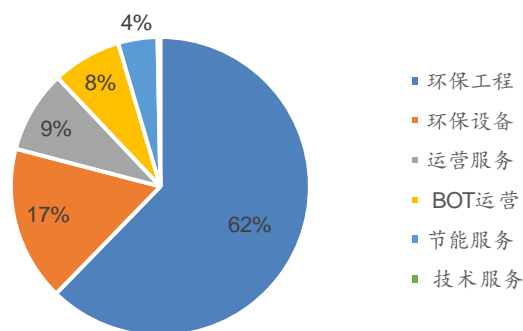
公司近几年业绩增长良好，2019 年营收和归母净利润分别 27.3 亿元和 3.17 亿元，分别同比增长 32%和 36%。主要业务还是集中在环保工程和环保设备业务，分别占总收入的 62%和 17%。分地区看，由于公司总部在江苏常州，具有本土优势，华东地区营收占比超过 1/3，前三地区华东、华南和西北地区营收分别为 9.41、4.87、3.32 亿元，合计占比约 65%。海外收入主要是出售大型垃圾破碎的机械设备。

图 4：业绩稳健增长



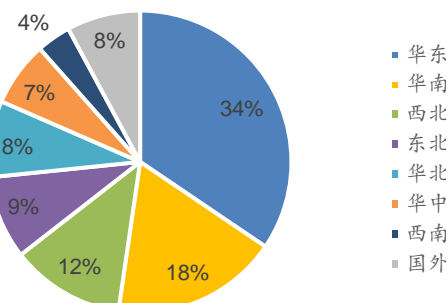
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 5：公司 2019 年各业务占比（按业务类型，%）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

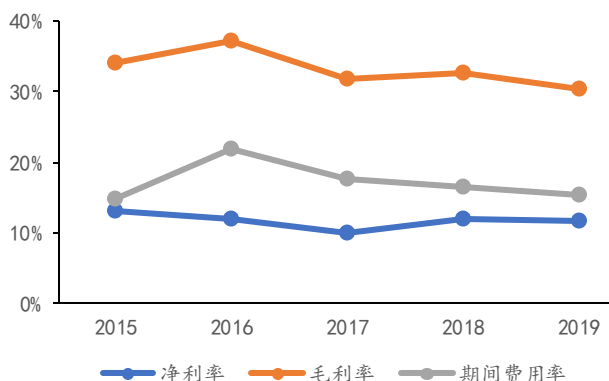
图 6：公司 2019 年各业务占比（按区域，%）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

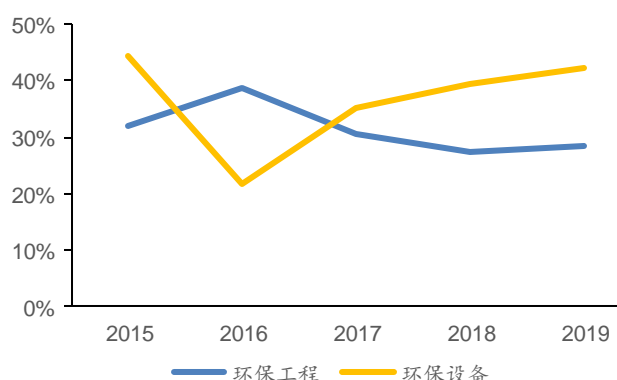
公司 2019 年毛利率和净利率分别为 30.5%和 11.8%，同比下滑 2.1pct 和 0.2pct。但是公司主营的环保工程和环保设备业务毛利率有所提高，分别为 28.5%和 42.1%，同比增长 1.2pct 和 2.8pct。并且公司近几年费用管控良好，各项费用控制在合理水平，期间费用持续下降。2019 年期间费用率为 15.5%，同比下降 1pct。

图 7：公司利润率和期间费率变化



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

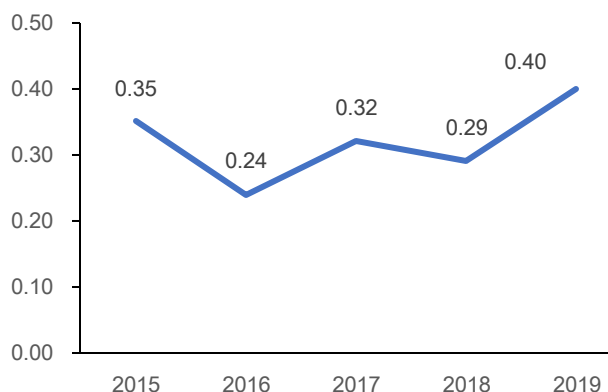
图 8：主营业务毛利率 (%)



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

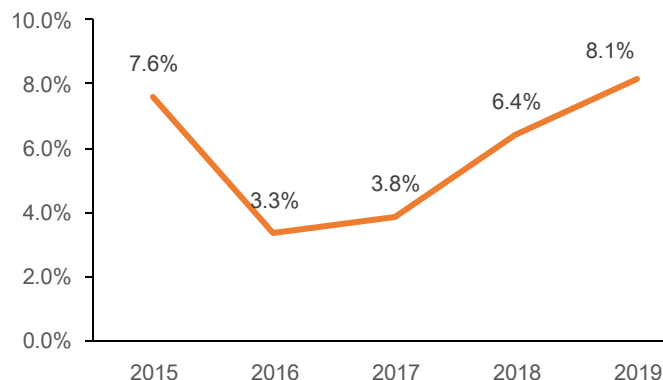
盈利能力持续提高。公司近几年的盈利能力持续提升。2019 年 EPS 为 0.4 元，同比增长 38% yoy，ROE 为 8.1%，同比增长 1.5pct。公司在渗滤液处理方面处于行业龙头企业，未来几年的议价能力仍将处于相对优势地位，盈利能力有望保持稳定。

图 9：EPS 变化



资料来源：Wind，安信证券研究中心

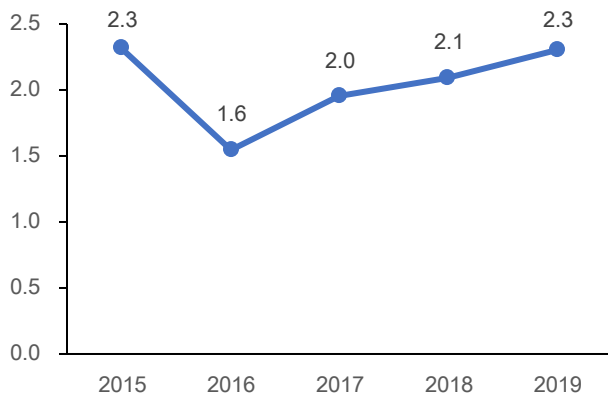
图 10：ROE 变化 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

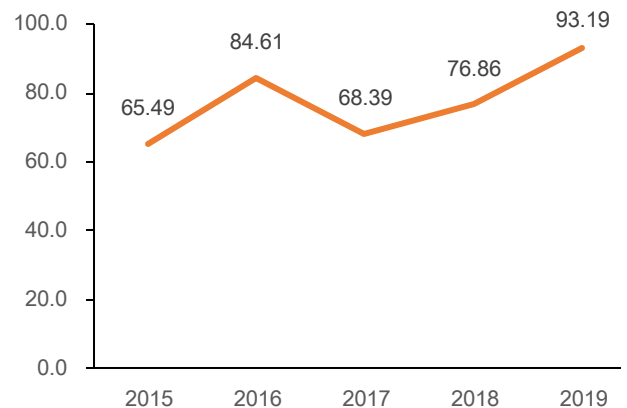
应收款管理加强，现金流改善。公司从事的渗滤液项目一般为各地市环卫部门主导，资金来源为财政资金和国债扶持资金，虽然导致内部审批流程慢，效率不高，但是绝大部分的客户回款记录良好，坏账发生的风险较小。公司近几年加强落实回款工作，将回款计划分解至月乃至周，明确了回款的具体节点及责任人，督促落实有关回款的工作，持续改善经营性现金流。公司应收款周转率从2016年开始每年稳步提高，2019年为2.3，现金回款合计25.45亿元，较去年同期增长60.33%，收现比为93.19%，现金回笼较好，公司经营净现金流为1.95亿元。

图 11：应收款周转率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 12：公司收现比稳定提高



资料来源：Wind，安信证券研究中心

1.3. 探索多模式，订单充实保障业绩

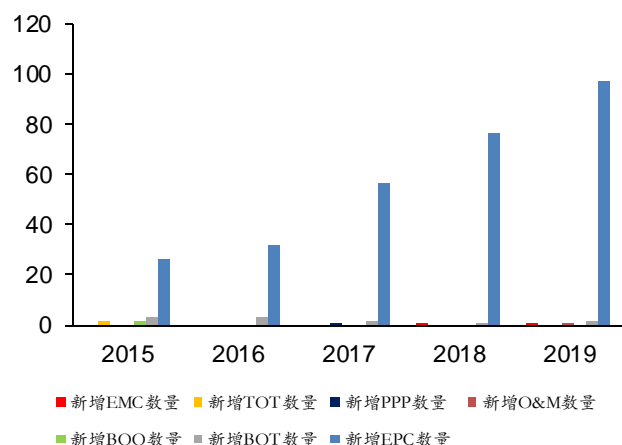
积极推动业务模式转型，轻资产轻装上阵。公司整体业务模式较为单一，以交钥匙环保工程承包模式（EPC 总承包）为主，相比 BOT 模式，轻资产模式轻装上阵。公司 2016-2019 年，累计新增 EPC 项目订单 289 个，累计金额 69.4 亿元；而包括 EMC、BOT、BOO、TOT、PPP、O&M 项目新增为 19 个，累计金额 25.6 亿元。公司承接的 EPC 呈现数量较多，金额较小，单个项目金额平均值为 0.24 亿元。

表 1：不同项目承包特点

项目类型	项目特点	利润来源
EPC 模式	系统设计-采购-建设模式，为客户提供工程整体设计、主体设备制造、附属设备采购及整体安装施工的定制化服务，这就是通常所称的“交钥匙”服务。	合同金额为主，分批次支付
EMC 模式	即合同能源管理模式，以契约形式约定节能项目的节能目标，节能服务公司为实现节能目标向用能单位提供必要的服务	用能单位以节能效益支付节能服务公司的投入及其合理利润
O&M(委托运营)模式	运营和维护，公司对设施的日常运营负责	业主向公司支付服务成本和委托管理报酬。
BOT 模式	建设+经营+移交，公司承担环保工程的投资、建设、经营与维护	公司向业主定期收取费用，特许期结束，公司将工程整套固定资产无偿移交给业主。
BOO 模式	建设-拥有-经营，承包商根据政府赋予的特许权，建设并经营某项产业项目，不移交给公共部门	对项目拥有所有权，和收益权
TOT	移交-经营-移交，将建设好的项目的一定期限的产权或经营权，有偿转让给投资人，由其进行运营管理，合约期满后交还	经营收入

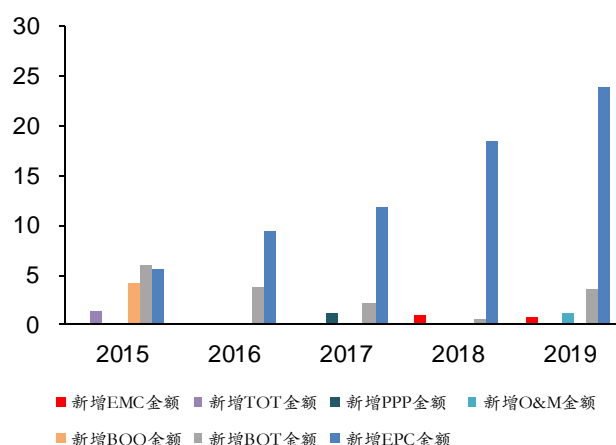
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 13：维尔利分类型项目数量



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

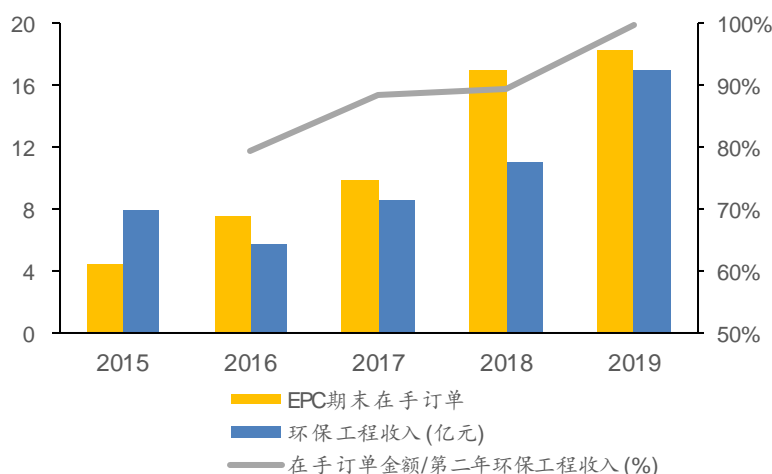
图 14：维尔利分类型项目金额（亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

工程订单充足，保证未来业绩弹性。我们认为公司期末在手 EPC 订单总金额和第二年工程收入具有较强的关联性和预测性。作为工程收入为主导，公司 2019 年末在手 EPC 订单合计 167 个，总金额达 18.33 亿元，对未来的业绩提供了保障。

图 15：EPC 订单和工程收入情况（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 2：公司历年 EPC 订单情况

订单类型	新增订单		确认收入订单		期末在手订单	
	年份	数量	金额 (百万)	数量	金额	数量
EPC	2015	26	567	41	614.4	46
	2016	32	935.6	79	520.6	59
	2017	57	1192.4	64	743	82
	2018	77	1844.4	73	906.1	117
	2019	97	2396.4	97	1631.6	167

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

特许经营类型项目提供稳定收入来源。2019 年特许经营类合计新增订单 4 个，施工期项目 9 个，已投运运营项目 29 个，随着施工期项目逐渐投入运营，未来能够贡献稳定运营收入。

表 3：2019 年运营类订单

2019 年	新增订单		施工期订单				运营期订单	
订单类型	数量	投资金额(百万)	数量	完成金额	确认收入	未完成金额	数量	运营收入
特许经营模式	4	552.2	9	205.4	63.2	582.5	29	421.5

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.4. 加大央企合作，可转债助力公司巩固行业地位

公司 2019 年与国投等组成联合体中标上海闵行区马桥再生资源化利用项目，资金端优势明显并且项目收益可观，公司还与中交上海航道局结成战略合作伙伴，目标在长三角及长江中上游地区大力发展餐厨厨余垃圾及渗滤液处理。和央企合作有利于解决资金端问题，积极发展公司自身的技术优势。

另一方面，公司于 2020 年 4 月成功发行“维尔转债”，募集资金约 9 亿元。募投资金主要用于 2 个渗滤液处理项目、1 个餐厨垃圾处理项目、1 个生活垃圾及厨余垃圾处置项目。可转债发行将缓解公司的资金压力，助推公司打造有机废物资源化处置专家的品牌形象。

表 4：可转债资金用途

项目名称	投资总金额 (亿元)	拟投金额	板块
西安市生活垃圾末端处理系统渗滤液处理项目	1.6	1.1	垃圾渗滤液
成都市固体废弃物卫生处置场渗滤液处理扩容（三期）总承包	1.8	1.3	垃圾渗滤液
松江湿垃圾资源化处理工程项目	0.9	0.8	生活及厨余垃圾处置
天子岭循环经济产业园餐厨（厨余）资源化利用工程总承包	0.9	0.8	餐厨垃圾处置
产业研究院建设项目	1.7	1.2	
环保智能云平台建设项目	0.8	0.6	
营销服务网络及展示中心建设项目	0.9	0.5	
补充流动资金	2.8	2.8	
合计	11.35	9.17	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 技术优势凸显，树标杆项目，多元协同发展

2.1. 细分领域领风骚，技术业内领先

公司通过自主研发或吸收引进掌握核心技术。公司自 2003 年成立后一直深耕于生态保护及环境治理行业，为较早在国内采用“MBR+膜深度处理”工艺处理渗滤液的公司，公司拥有 WWAG 的 MBR 相关技术的自 2007 年开始的 20 年独家使用权，技术优势在行业中的地位越来越突出。公司在各细分领域的技术优势如下：

表 5：不同板块核心技术

业务板块	主要技术	优势及战略计划
渗滤液	成熟的 MBR、厌氧、超滤、纳滤、反渗透等	提高了清液回收率，降低整体处理成本，提升竞争力，积极拓展小型垃圾渗滤液处理设备
餐厨垃圾	预处理和厌氧消化工艺技术	积极改进优化餐厨处理工艺，在餐厨项目尾端资源化上探索
厨余垃圾	在引进德国技术的基础上创新开发出 EMBT 技术，其通过机械分选、淋滤、厌氧等工艺组合	逐步推广 EMBT 技术
沼气处理	高浓度高氨氮高效厌氧发酵技术、秸秆仿生水解技术等	优化现有工艺，研发新技术

工业节能	余热回收、脱硫废液处理等	大力拓展了余热回收、脱硫废液处理业务市场
油气回收	自行研发的冷凝吸附法油气回收技术	积极在淤泥干燥、油田油气回收、医药纺织行业的低浓度气体的催化氧化等业务方面开展研发

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

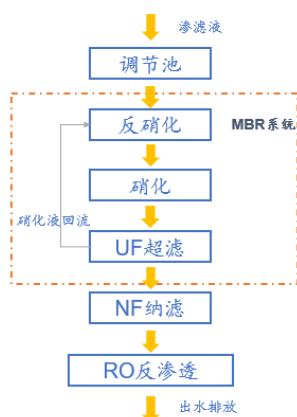
MBR+NF 技术成熟，适宜我国国情。膜生物反应器（MBR）本质是利用膜分离技术将反应器中的活性污泥及大分子物质截留，提高反应器内的污泥浓度，从而使反应效率提高。而 MBR 处理后的出水水质好，没有菌体和悬浮物，能够有效降低膜污染，降低维护成本。因此，MBR+NF 技术具备经济性和高效性的优势，是处置渗滤液的主流成熟工艺。另一方面，根据前瞻研究院的数据，我国生活垃圾里面厨余垃圾占比较大，垃圾渗滤液中氨氮含量偏高，故生物法更贴合我国国情。“生化+膜”从投资和维护成本的角度较全膜法低，更易于实践，而《生活垃圾填埋场渗滤液处理技术规范（试行）》的实施也落实了“生化+膜”的大趋势。目前国内外 3 种主流的渗滤液处理技术：MBR+NF（膜生物反应器+超滤）技术、DTRO（碟式反渗透系统）技术、以及 UASB（升流式厌氧污泥床法）/UBF（厌氧反应器）+膜处理技术。各项处理工艺均有优缺点，目前也没有绝对完美的处置技术，因此根据具体场地和情况有针对性的采取处理方法才是关键。公司通过多年的实践，其技术竞争优势包括渗滤液处理能耗低、处理设施占地面积较小、清液回收率高等。

表 6：主流垃圾渗滤液处理技术比较

	MBR + NF	DTRO	UASB/UBF + 膜分离
优点	处置效果好，可有效去除主要污染物氨氮、有机物和重金属离子	预处理简单，出水水质稳定	出水水质好，可直接进行回用，产清洁能源沼气
缺点	生化系统直接影响出水水质	寿命较短，产水率不稳定，浓缩液产量高，氨氮需进一步处理	工艺较复杂，浓缩液产量高，氨氮需进一步处理
工程投资	较高	较高	高
运行成本	低，45~55 元/t	高，70~90 元/t	低，45~55 元/t
浓缩液处理难度	较小	较大	较大
运维难度	生化处理工序复杂，设备运行条件高，需要不断进行膜清洗	需要不断进行膜清洗和维护	生化处理工序复杂，设备运行条件高
减排效果	生化系统可削减污染物	物理分离，并非实际削减	生化系统可削减污染物

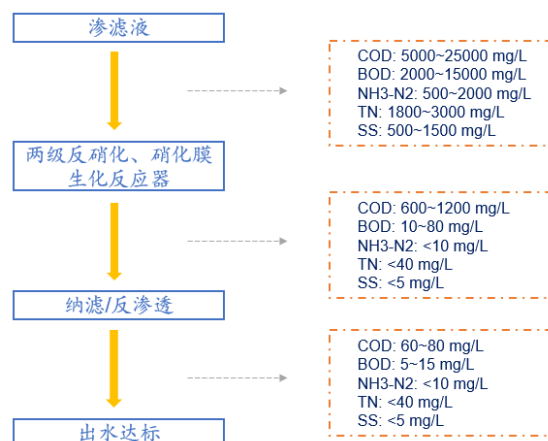
资料来源：公开资料整理，安信证券研究中心

图 16：MBR 工艺流程



资料来源：公开资料，安信证券研究中心

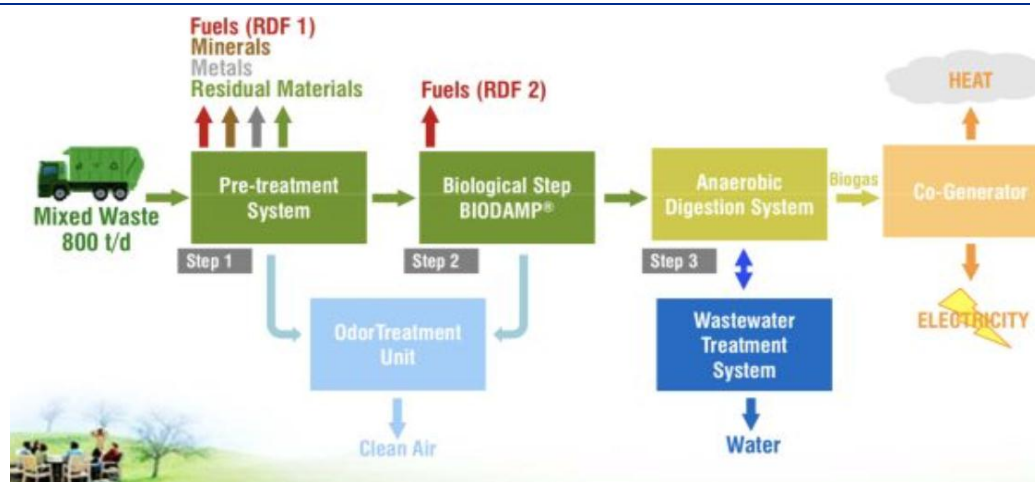
图 17：公司采用的 MBR 技术



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

依托德国先进技术，创新 EMBT 技术。生态能源化处理技术 EMBT 是公司在引进德国垃圾处理技术的基础上，发展的更适宜于我国厨余垃圾分类的处理和资源化利用的工艺。通过机械分选、淋滤、厌氧等工艺组合可以对生活垃圾、分类收集后的厨余垃圾实现资源化、无害化、减量化处理，该技术能够有效分离有机物和可燃物，将复杂垃圾变成可用简单技术处理的物质。简单的说，就是通过快速的脱水和有机质分离技术，一方面尽可能降低残留固体的含水率以便于焚烧发电处理和利用，另一方面尽可能将有机生物质通过厌氧消化技术转化成为沼气能源加以利用。公司在杭州建成并运行该技术的中试项目，在实践中不断积累经验，改良完善该工艺。公司采用 EMBT 技术建设的第一个绍兴厨余垃圾项目目前已投入运行，该技术工艺将继续运用到泰国 onnut 区垃圾处理项目和上海松江区湿垃圾资源化处理项目，随着项目陆续投运将利于公司未来在全国乃至全球范围内继续推广 EMBT 技术，为公司拓展厨余垃圾处理领域的提供支持。

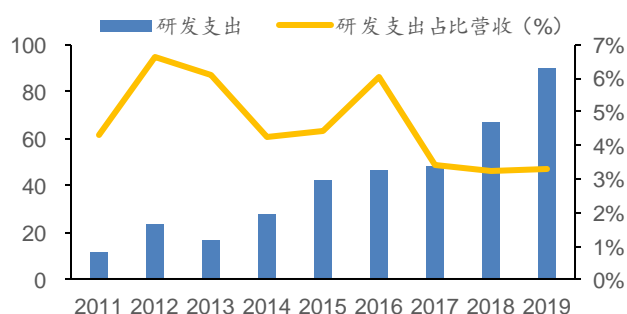
图 18：生态能源化技术（EMBT）处置流程



资料来源：公开资料整理，安信证券研究中心

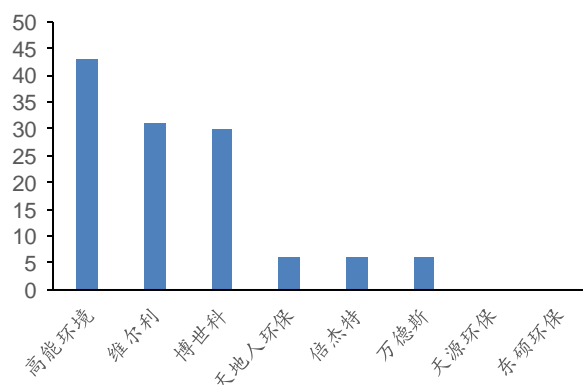
持续投入研发，树立行业规范。董事长李月中系技术背景出身，拥有 20 多年的环保专业工作经历，长期从事渗滤液处理的相关研究和实践。公司先后参与起草渗滤液行业标准规范，包括住建部《生活垃圾渗滤液处理技术规范》和环保部《生活垃圾填埋场渗滤液处理工程技术规范（试行）》，主编及参编国家行业标准规范近 10 项。承建企业院士工作站、博士后工作站及渗滤液、餐厨、有机垃圾、土壤修复等省级工程技术中心 8 个。已获各类授权专利超 200 项，其中发明专利 30 余项。荣获多项国家和省部级以上科技奖励，包括国家科技进步奖二等奖 3 项，省部级科学技术奖 25 项。承担 35 项国家和省部级科研项目，包括“十三五”国家水体污染控制与治理重大专项两项、“十三五”国家科技重大专项（固废专项）三项等。

图 19：研发支出情况（百万元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 20：同类公司发明专利情况（个）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.2. 打造标杆项目，龙头先发优势明显

公司为市占率第一的渗滤液处置龙头。基于成熟的 MBR、厌氧、超滤、纳滤、反渗透等渗滤液处理核心技术，公司承接超过 200 项渗滤液处理工程，在垃圾渗滤液处理尤其是大型垃圾渗滤液处理项目领域处于较为领先的地位，市场占有率接近 30%，并不断拓展小型垃圾渗滤液及村镇垃圾渗滤液业务，进一步提高市场占有率。考虑到渗滤液和垃圾末端处置息息相关，公司作为龙头领军企业对切入湿垃圾处置具备先发优势。

表 7：维尔利工程项目

	2016	2017	2018
维尔利工程项目产能规模（万立方米/天）	6.8	8.8%	10.7
维尔利运营项目（万立方米/天）	1.6	1.4	1.3
全国渗滤液处理能力(万吨/天)	33.69	36.61	38.8
维尔利市占率	20.18%	24.04%	27.58%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

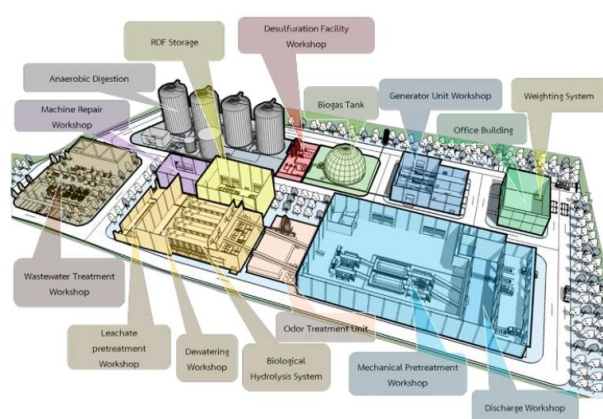
领先布局餐厨垃圾处置，打造示范性项目。我国在餐厨垃圾处置方面起步较晚，仍是一片蓝海。固废处置类公司纷纷开始布局，竞争格局仍然相对分散。行业还处于发展初期，商业模式和盈利能力还处于探索发展的阶段。公司从 2014 年切入餐厨垃圾处置领域，已陆续取得超过 20 个餐厨垃圾处理项目。公司承接的常州餐厨废弃物收集、运输及综合处置项目(一期)BOT 已通过国家发改委“第二批餐厨垃圾处理试点城市”的验收，成为公司稳定运行的餐厨垃圾处理样板工程，为公司在全国范围内推广餐厨工艺、拓展餐厨垃圾处理业务发挥了积极作用。公司先后中标上海金山、上海嘉定区、上海松江区湿垃圾资源化处理项目，是上海市三个湿垃圾示范级项目。与此同时公司签订了曼谷 800t/d 生活垃圾综合处理项目，合同总额 2 亿元人民币，采用生态能源化技术 EMBT 对曼谷市 Onnut 区的生活垃圾进行处理，对于中国及东南亚高含水率垃圾的处理具有重要标杆意义。

图 21：上海老港湿垃圾项目



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 22：泰国 800t/d 生活垃圾处置项目



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.3. 外延并购，强化工业废弃物资源化能力

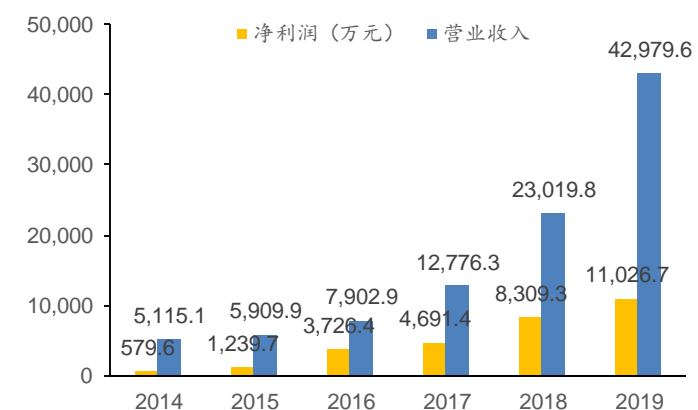
外延并购，稳健发展拓宽边界。公司通过内部积累和兼并收购取得快速发展，产业链不断延伸。自 2010 年开始先后参与并购 18 起，主要并购标的均为环保类公司，通过外延积极拓展业务范围。公司多项业务产生协同效应，原有的餐厨湿垃圾业务与杭能产生协同效应明显。汉风科技的节能技术运用高压变频技术也能节省如污水厂、垃圾焚烧厂的能耗，同时节能行业企业一般与下游客户关系都非常紧密，可实现资源共享，获取工业污水等订单。而公司可凭借较为先进的管理理念和经营优势为汉风科技和都乐制冷提供帮助，助力子公司规范化、可持续发展。

收购杭能进军沼气工程，意在厌氧发酵技术。公司于 2014 年以 4.6 亿元收购杭能环境，评估价值为 4.63 亿元，对应 15.3x PE, 4.6x PB。公司现金支付 1.66 亿元。协议 3 年业绩承诺，截止 2016 年均完成目标。杭能环境在沼气工程的关键技术处于国内领先水平，沼气工程产业链长，涉及专业门类多，工程复杂程度高，行业技术壁垒相对较高。杭能环境长年从事沼气工程，在废弃物处理的厌氧发酵工艺上技术能力较强，能够为维尔利的餐厨湿垃圾处理提供厌氧发酵的优化技术支持，杭能环境经过多年的项目实践积累和技术研发攻关，在沼气工程领域的整体技术上处于国内先进水平，具有高浓度高氨氮高效厌氧发酵技术、特种厌氧菌驯化技术、秸秆仿生水解技术、沼气水洗/膜提纯等多项核心技术，承接了多项大中型沼气工程项目，具有较强的核心竞争力，可将厌氧技术覆盖秸秆、城市餐饮厨余垃圾、园林垃圾等各类城乡有机废弃物，实现一体化处理。

并购汉风、都乐，进军工业节能领域。2016 年 8.5 亿元收购汉风科技和都乐制冷，其中现金支付 1.5 亿元。按照收益法评估合计价值约 8.535 亿元，协议签署 4 年业绩承诺，以净利润为完成指标，若不满足按照现金补偿/股份回购。汉风科技主要为钢铁、水泥、化工企业提供节能设备及整体节能解决方案，业务模式为合同能源管理模式，收购汉风科技弥补了公司在节能领域的不足，有助于加快形成公司节能环保一体化优势。2014-2019 年汉风分别实现营业收入 0.51、0.59、0.79、1.28、2.30 和 4.30 亿元，实现净利润 0.06、0.12、0.37、0.47、0.83 和 1.1 亿元，业绩稳健增长。

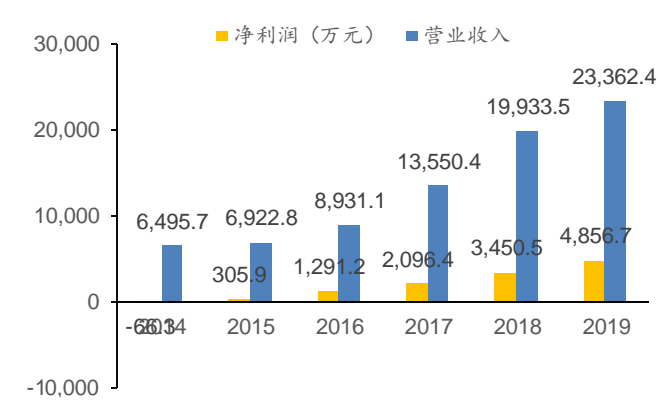
都乐制冷主要从事油气及其他工业 VOCs 回收设备的生产和销售，具备技术与经验的双重优势，公司自行研发的冷凝吸附法油气回收技术在同行业中处于领先水平，拥有包括油气回收系统在内的 8 项发明专利、45 项实用新型专利，在国内油气回收领域具有较强的市场竞争力，而油气回收行业尚处于起步阶段，未来发展潜力大。公司聚焦于码头、炼油企业、油库三个细分市场，现在主要针对的是中石油、中石化等大型石油企业。2014-2019 年分别实现营业收入 0.65、0.69、0.89、1.36、1.99 和 2.34 亿元，实现净利润-66.3、305.9、1,291.2、2096.4、3450.5、4856.7 万元，盈利增速快。

图 23：汉风科技业绩情况（万元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 24：都乐制冷业绩情况（万元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

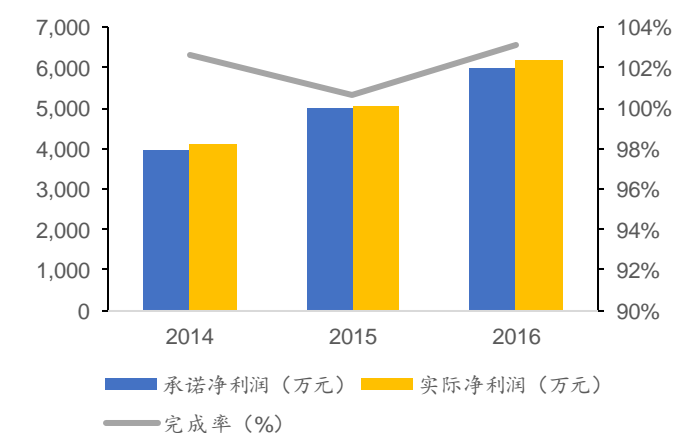
公司的并购对自己业务有极大的补充和一定程度的协同作用，交易对价相对合理，标的公司运营良好。与此同时，考虑到电费支出为环保项目运营成本的重要组成部分，公司采用汉风科技在电机节能领域的成功经验，可有效降低公司现有环保运营项目的运营成本；收购都乐制冷可以增强公司在大气污染治理领域的竞争力。

表 8：公司外延并购发展

日期	交易标的	资产净值	评估价值	交易对价	交易方式
2014-03-08	杭能环境 100%股权	10,448	46,320	46,000	现金+发行股份方式支付，比例为 4:6
2016-10-28	汉风科技 100%股权	6,726	60,395	60,000	以发行股份方式支付交易对价的 75%，总计 45,000 万元；以现金方式支付交易对价的 25%，总计 15,000 万元
2016-10-28	都乐制冷 100%股权	1,531	25,050	25,000	全部以发行股份方式支付

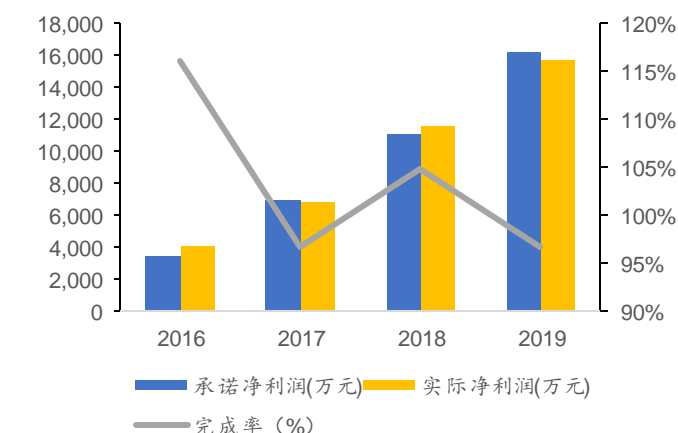
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 25：杭能环境业绩对赌情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 26：汉风科技和都乐制冷业绩对赌情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

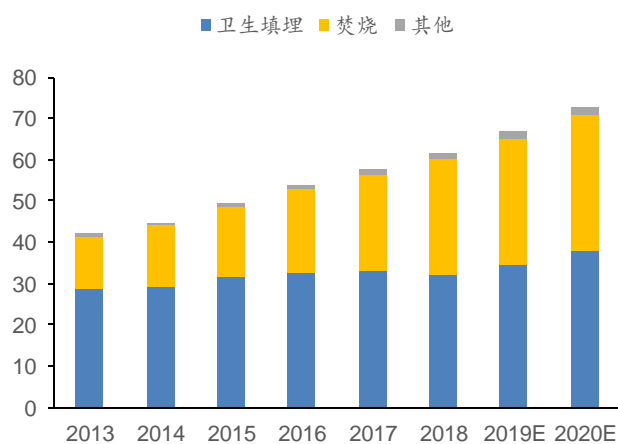
3. “湿垃圾”处置蓝海市场，趁政策东风释能

3.1. 环保督查趋严，渗滤液处理行业释能

渗滤液和垃圾生成量息息相关。垃圾渗滤液是垃圾在填埋和堆放过程中由于垃圾中有机物的分解产生的水和垃圾中的游离水、降水以及入渗的地下水，通过淋溶作用形成的污水。

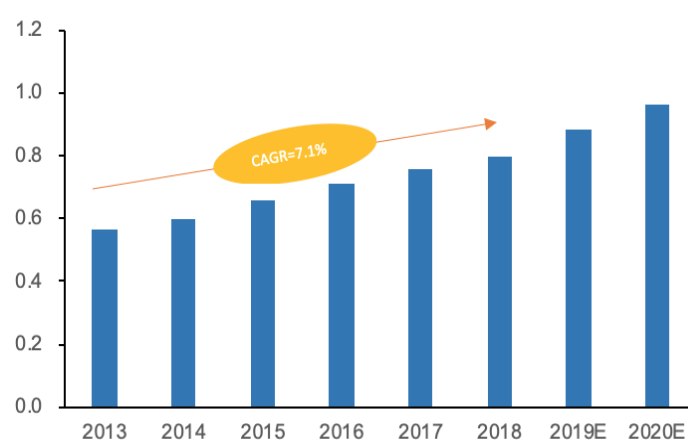
其浓度高，流动缓慢，对周围地下水和地表水造成严重的污染，因此正确处置渗滤液极为重要。而渗滤液处置需求随着生活垃圾产量的呈正相关，因为不论是采用填埋还是焚烧处置生活垃圾，都会相应生成渗滤液。由于我国目前垃圾分类尚不完善，生活垃圾含水量一般都在50%以上，垃圾处理设施产生的渗滤液一般占垃圾处理量的35%-50%（重量比），部分地区受地域、降水等的影响，垃圾渗滤液的产量占垃圾处理量比重甚至可达到50%以上。我们按照垃圾填埋厂产生的渗滤液占垃圾填埋量的40%，垃圾焚烧厂产生的渗滤液占垃圾焚烧量的30%，垃圾综合处理厂产生的渗滤液占垃圾综合处理量的35%，根据中国统计年鉴数据对近年全国渗滤液产生量进行测算，2018年全国城市生活垃圾无害化处理量2.26亿吨，即61.8万吨/日，对应国内垃圾渗滤液处理量约为0.80亿吨，5年CAGR为7.1%，预计2020年将达到0.94亿吨。

图 27：我国垃圾无害化处理量（万吨/日）



资料来源：中国统计年鉴，安信证券研究中心

图 28：渗滤液处理规模（亿吨）



资料来源：中国统计年鉴，安信证券研究中心

历史遗留问题敦促存量改造。我国渗滤液处置的历史遗留问题较为严重，主要是早期有大量的填满场并未配置渗滤液处置，造成的污染已经不可忽视。另一方面，由于渗滤液处置有技术难度、成本高，早期监管不严的时候有部分垃圾处置偷偷排放渗滤液，并且许多工厂的现有设施依旧有超标风险。2016年-2017年期间中央环保督察组公开通报了多地填满场渗滤液处置不合规的情况，其中包括北京、上海、浙江等发达地区。2018年开始的清废行动也多次披露垃圾堆场下渗滤液无处理设施、偷倒垃圾渗滤液情况。随着环保督察的常态化，将会进一步倒逼垃圾渗滤液处理需求的释放。

表 9：渗滤液相关政策

时间	政策	内容
2016年10月	《关于进一步加强城市生活垃圾焚烧处理工作的意见》	实施精细化运行管理。加强对垃圾焚烧过程中烟气污染物、恶臭、飞灰、渗滤液的产生和排放情况监管，控制二次污染
2016年12月	《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》	渗滤液处理设施要与垃圾处理设施同时设计、同时施工、同时投入使用
2018年5月	“打击固体废物环境违法行为专项行动”（清废行动）	清废行动多次披露垃圾堆场下渗滤液无处理设施、偷倒垃圾渗滤液情况

资料来源：公开资料整理，安信证券研究中心

渗滤液投资空间超过百亿。垃圾渗滤液市场空间主要依赖于新建填埋厂与焚烧站的建设及存量处理设施的改造升级。从目前渗滤液处理行业运营来看，运营商主要是根据渗滤液处理量进行收费。2018年全国城市生活垃圾无害化处理量2.26亿吨，结合我们对渗滤液产生量来源的测算，则总的垃圾渗滤液处理量约0.80亿吨，结合多家企业多个项目服务费报价

取 80 元/吨的处置费计算，我国渗滤液处理运营市场规模在 2020 年有望达到 75 亿元。旧项目改造方面，参考前瞻产业研究院观点，我们预计现有渗滤液处置有 40%需要进行改造，按照改造工程 10 万元/吨的单位造价，对应我国渗滤液处理改造投资规模近 90 亿元。简言之，仅在不考虑填埋场应急处理的渗滤液需求情况下，渗滤液项目新建、运营以及改造仍有数百亿的投资空间。

表 10：渗滤液市场空间测算

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
卫生填埋	28.7	29.4	31.5	32.5	33	32.1	34.6	37.8
焚烧	12.7	14.6	16.9	20.2	23.2	27.9	30.1	32.8
其他	0.7	0.9	1.0	1.2	1.5	1.9	2.0	2.2
无害化处理量 (万吨/日)	42.1	44.9	49.4	53.9	57.7	61.8	66.8	72.8
渗滤液 = 垃圾填埋量*40% + 垃圾焚烧量*30% + 垃圾综合处理量*35%								
渗滤液处理量 (亿吨)	0.57	0.60	0.66	0.71	0.76	0.80	0.86	0.94
渗滤液工程单位造价 (万元/吨)					10			
处置价格 (元/吨)					80			
运营规模 (亿元)	45.36	48.05	52.62	56.88	60.40	63.79	68.89	75.09
新建投资规模 (亿元)		9.20	15.65	14.60	12.05	11.61	17.48	21.23
改造投资规模 (亿元)							21.85	21.85
新增投资规模 (亿元)							39.32	43.08

资料来源：中国统计年鉴，安信证券研究中心

3.2. 垃圾分类催生湿垃圾处置需求

上海先行，46 城试点带动湿垃圾增量市场。2019 年我国垃圾分类全面开局，全国 46 个重点城市垃圾分类取得积极进展。从 2019 年 7 月 1 日始于上海，随后走向全国。北京、广州、杭州、重庆、深圳等多个城市垃圾分类工作逐步展开，随着修订后的固废防治法的出台，垃圾分类引来下一波热潮。2020 年是我国垃圾分类落地的关键时期，两会之后，46 个试点城市纷纷积极响应全面垃圾分类的号召，各个城市的垃圾分类工作也在如火如荼的进行中，从垃圾分类覆盖面来看，46 个重点城市均公布了实施方案，建立了市区两级的工作协调机制，并着力推进生活垃圾分类投放、分类收集、分类运输和分类处理设施体系建设。46 个试点城市中有 21 个城市在 2019 年内已全面实行垃圾分类，25 个城市将在 2020 年内实现全面垃圾分类。以上海为例，垃圾分类推行后湿垃圾分出量大大提高，较 2018 年增长 88.8%。

表 11：上海垃圾分类后湿垃圾比例大幅提高

2019 年	湿垃圾日均分出量 (吨)	干垃圾日均处置量 (万吨)	可回收物日均回收量 (吨)
6 月	6950	1.94	4000
7 月	8200	1.71	4400
8 月	9200	1.55	4500
9 月	9008	1.53	5605
10 月	8710	1.48	5960
11 月	9006	1.32	6336
2019 年全年	7453	1.77	4049
对比 2018 年底	+88.8%	-17.5%	+431.8%

2020 年目标	>9000	<1.68	>6000
----------	-------	-------	-------

资料来源：上海市绿化市容局，安信证券研究中心

表 12：46 个试点城市垃圾分类全面实行时间整理

城市	开始时间	城市	开始时间
北京	2020.5.1	济南	2019 年
上海	2019.7.1	泰安	2020.11.1
天津	2020 年	青岛	2020.1.6
重庆	2019 年	武汉	2020.7.1
石家庄	2020 年	宜昌	2019.10.24
邯郸	2019.10.8	长沙	2020.10.1
太原	2020.6.1	广州	2019.7
呼和浩特	2019 年	深圳	2020.5.1
沈阳	2019.12.1	南宁	2019 年
大连	2020 年	海口	2020.10.1
长春	2019 年底	成都	2020 年
哈尔滨	2020.2.1	广元	2020 年
南京	2020 下半年	德阳	2019.12
苏州	2020.6.1	贵阳	2020 年
杭州	2019.8.15	昆明	2019.10.30
宁波	2019.10.1	拉萨	2019.7.6
合肥	2020 年底	日喀则	2020 年
铜陵	2020.6.1	西安	2019.9.1
福州	2019.8.1	咸阳	2020.1.7
厦门	2020 年	兰州	2019 年
南昌	2019 年	西宁	2020 年
宜春	2020 年	银川	2019 年
郑州	2020.1.1	乌鲁木齐	2019 年底

资料来源：各省市生态环境局，安信证券研究中心整理

湿垃圾处置空间广阔。餐厨垃圾和厨余垃圾的概念其实有区别，前者更为广义，是餐饮垃圾（餐厅、食堂等）和厨余垃圾（家庭）的统称，但是早期我国厨余垃圾并未单独收集。而垃圾分类制度加快了收运体系建设，要求生活垃圾中的湿垃圾分开收运、分开处理，带来新的湿垃圾处置需求。根据《上海市十五届人大三次会议专题审议》，2020 年全市干垃圾末端处理量控制在 1.68 万吨/日以下，湿垃圾分类处理量达到 9000 吨/日以上。假设人口数量与垃圾产生量呈正相关，同样是根据上海市三年行动计划的湿垃圾分类处理量的要求，按照人口比例将垃圾分类处理量推广至 46 个重点城市及全国 251 个地级市（扣除 46 个重点城市）。我们预计到 2020 年，46 个重点城市湿垃圾分类处理量为 11.66 万吨/日，其中新增湿垃圾处理量为 2 万吨/日，到 2025 年，全国 251 个地级市湿垃圾分类处理量为 40.24 万吨/日，其中新增湿垃圾处理量为 6.92 万吨/日。根据统计调研部分湿垃圾资源化处理项目可知，湿垃圾处理平均单位投资额约为 80 万元/吨，通过统计部分餐厨垃圾处理运营项目可知，餐厨垃圾平均处理服务费约为 250 元/吨。由此我们预计至 2025 年，全国 251 个地级市餐厨垃圾处理市场投资规模达 550 亿元，全国地级及以上城市湿垃圾处理市场总投资额为近 700 亿元，运营处理市场规模近 470 亿元/年。

表 13：垃圾分类对全国地级市餐厨垃圾处理市场空间测算

	2019	2020E	2020-2025E
干垃圾末端处理量（吨/日）	17731	16800	
上海垃圾后端处理			
湿垃圾分类处理量（吨/日）	7453	9000	
可回收物资源化回收利用量（吨/日）	4049	6000	
干垃圾焚烧处置能力（吨/日）		22800	

人口 (万人)	湿垃圾处理能力 (吨/日)	10000	
	2019 年上海市区总人口	2428	
	2019 年 46 个重点城市市区总人口	31443	
	2019 年全国 251 个地级市市区总人口	108562	
湿垃圾处理处置市场空间	湿垃圾分类处理量 (万吨/日)	11.66	40.24
	其中: 新增处理量 (万吨/日)	2.00	6.92
	湿垃圾单位投资额 (万元/吨)	80	
	市场投资规模 (亿元)	160.27	553.36
	单位运营费用 (元/吨)	235	
	运营市场空间 (亿元/年)	106.35	473.55

资料来源: 上海市政府, 国家统计局, 安信证券研究中心

4. 投资建议

订单高增长夯实全年业绩基础, 短期受疫情影响。公司作为垃圾渗滤液处理的龙头企业, 从事滤液处理十余年, 已承接两百项渗滤液处理工程, 拥有成熟的 MBR、厌氧、超滤、纳滤、反渗透等渗滤液处理核心技术。根据 2019 年报, 全年新增合同 37.14 亿元, 其中新中标垃圾渗滤液处理工程及运营项目 18.52 亿元、餐厨厨余垃圾等城市固废处理项目 7.66 亿元, 杭能环境新签沼气及生物质天然气工程项目 2.90 亿元, 汉风科技新增电机节能、黄磷尾气回收等工业节能环保订单 6.54 亿元, 都乐制冷新签油气回收及 VOCs 处理设备销售合同 1.51 亿元, 为业绩提供了有力保障。2020 年 Q1 由于疫情影响, 行业上、下游单位复工复产时间延迟, 公司日常经营和项目建设在一季度均受影响, 目前已经逐渐恢复正常, 全年业绩影响基本可控。

加大央企战略合作, 未来深度合作可期。公司自 2013 年来切入固废处理、厨余垃圾处理等业务, 打造有机废弃物综合处理一体化。公司于 3 月 31 日公告于国投等组成的联合体预中标上海市闵行区马桥再生资源化利用项目, 该项目和国投合作, 资金端优势明显, 另一方面项目规模大年限长, 总投资 5.8 亿元, 收益可观。除此之外, 公司与中交上海航道局结成战略合作伙伴, 目标在长三角及长江中上游地区大力发展餐厨厨余垃圾及渗滤液处理项目。

现金流逐渐好转, 可转债助力业绩增长。公司近年加强了对各项业务的回款指标考核, 现金流得到大幅改善。2019 年度, 公司实现现金回款合计 25.45 亿元, 较去年同期增长 60.33%, 经营活动产生的现金流量净额为 1.95 亿元。2019 年 ROE 8.44%, 同比增加 2.11pct。此外公司积极发行可转债, 9 亿可转债的募集资金主要投向渗滤液处理和废物资源化利用项目, 同时产业研究院建设项目、环保智能云平台建设项目、营销服务网络及展示中心建设项目三个项目将进一步提高公司的研发、管理、销售能力, 为公司的长期发展与持续经营提供有力保障与支撑。可转债大大补充了公司的运营资本和项目实施能力, 看好全年公司业绩和盈利能力均实现稳步提升。

公司作为城乡有机废物处理龙头, 成长性较好, 市场空间可期, 给予买入-A 投资评级。我们预计公司 2020 年-2022 年的 EPS 分别为 0.51 元、0.66 元、0.85 元, 对应 PE 15.0x、11.7x、9.1x。六个月目标价 10.2 元。

5. 风险提示

(1) 业务整合风险

公司因为战略发展与业务布局需要, 积极开展对外投资并购, 这使得公司在获得新业务和新市场的同时, 也会增加相应的财务风险, 同时也对公司的财务管理和风险控制提出了更高的要求。若并购子公司企业经营及盈利状况不达预期, 则会影响上市公司的盈利增长, 并购中产生的商誉也将面临计提减值的压力。

(2) 项目推进进度不及预期

如果未来客户信用、市场环境等因素发生变化, 导致客户不按合同完全履约, 或者因公

司能力不足等因素导致项目推进不及预期，都将可能给公司业绩带来影响。

（3）应收账款余额较高的风险

作为环保工程类公司，随着公司确认收入项目数量增多，应收账款的余额规模逐渐增长，虽然公司的客户大部分为政府或者大型环保投资企业，一般具有良好的信用，且公司目前应收账款的账龄较短，但由于公司目前应收账款余额较大，如果未来发生无法及时收回的情况，公司将面临流动资金短缺和坏账损失的风险。

（4）市场竞争加剧

随着新技术、新产品的不断开发和运用，如果公司不能有效地强化产品研发和技术升级、提升自身的市场竞争优势，导致公司产品不能很好地满足用户需求、市场竞争力薄弱，则有可能使得公司在日趋激烈的市场竞争环境中处于不利的地位，面临市场竞争加剧的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,064.8	2,730.6	3,258.4	4,193.3	5,182.8	成长性					
减:营业成本	1,392.6	1,897.5	2,249.2	2,894.0	3,570.4	营业收入增长率	45.6%	32.2%	19.3%	28.7%	23.6%
营业税费	17.4	18.3	22.8	33.5	41.5	营业利润增长率	51.4%	29.4%	30.4%	28.8%	27.7%
销售费用	104.6	115.4	162.9	201.3	259.1	净利润增长率	67.5%	36.3%	27.2%	28.2%	28.6%
管理费用	131.7	166.8	199.1	272.6	347.2	EBITDA 增长率	53.7%	61.7%	12.2%	22.1%	17.9%
研发费用	67.2	90.1	107.5	138.3	170.9	EBIT 增长率	54.7%	56.1%	11.9%	26.2%	21.3%
财务费用	36.5	50.1	44.9	44.4	14.5	NOPLAT 增长率	56.7%	30.3%	25.5%	25.9%	21.3%
资产减值损失	61.2	-24.5	-	-	-	投资资本增长率	2.8%	18.3%	8.1%	8.6%	-13.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	-0.5%	7.7%	7.9%	9.8%	11.1%
投资和汇兑收益	8.6	-0.7	5.0	5.0	5.0						
营业利润	282.7	365.9	477.1	614.3	784.2	利润率					
加:营业外净收支	0.7	2.7	3.0	2.1	2.6	毛利率	32.6%	30.5%	31.0%	31.0%	31.1%
利润总额	283.4	368.6	480.1	616.4	786.8	营业利润率	13.7%	13.4%	14.6%	14.6%	15.1%
减:所得税	36.4	47.3	61.6	80.1	102.3	净利润率	11.3%	11.6%	12.4%	12.3%	12.8%
净利润	232.4	316.7	402.9	516.5	664.4	EBITDA/营业收入	19.9%	24.4%	22.9%	21.8%	20.8%
						EBIT/营业收入	14.5%	17.1%	16.0%	15.7%	15.4%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	87	80	70	48	31
货币资金	1,102.7	819.0	260.7	335.5	698.6	流动营业资本周转天数	201	143	166	174	140
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	639	538	486	445	420
应收帐款	1,176.2	1,469.5	1,945.4	2,324.9	2,282.0	应收帐款周转天数	187	174	189	183	160
应收票据	88.0	91.7	125.5	151.8	191.3	存货周转天数	189	184	182	186	179
预付帐款	124.6	173.1	176.8	259.9	295.5	总资产周转天数	1,164	1,010	894	750	659
存货	1,179.8	1,608.8	1,689.9	2,640.6	2,516.6	投资资本周转天数	687	574	543	457	360
其他流动资产	137.6	192.4	253.6	194.5	213.5						
可供出售金融资产	20.4	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	6.4%	8.1%	9.6%	11.2%	13.0%
长期股权投资	101.7	169.8	169.8	169.8	169.8	ROA	3.4%	4.0%	5.2%	5.7%	7.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	7.2%	9.1%	9.6%	11.2%	12.5%
固定资产	558.9	657.8	612.9	512.8	371.7	费用率					
在建工程	311.6	422.9	303.0	233.1	184.2	销售费用率	5.1%	4.2%	5.0%	4.8%	5.0%
无形资产	1,295.4	1,412.0	1,461.5	1,507.6	1,550.4	管理费用率	6.4%	6.1%	6.1%	6.5%	6.7%
其他非流动资产	1,115.8	1,087.7	1,071.1	1,082.4	1,076.0	研发费用率	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
资产总额	7,212.7	8,104.7	8,070.4	9,413.1	9,549.7	财务费用率	1.8%	1.8%	1.4%	1.1%	0.3%
短期债务	533.0	585.4	871.3	976.6	-	四费/营业收入	16.5%	15.5%	15.8%	15.7%	15.3%
应付帐款	1,035.2	1,217.2	1,559.0	1,994.2	2,409.2	偿债能力					
应付票据	262.2	380.7	369.0	498.1	592.9	资产负债率	48.4%	50.5%	46.4%	49.6%	44.8%
其他流动负债	551.2	1,104.6	712.2	983.3	1,051.6	负债权益比	93.7%	102.1%	86.6%	98.3%	81.1%
长期借款	920.0	585.3	-	-	-	流动比率	1.60	1.32	1.27	1.33	1.53

现金流量表						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	247.0	321.3	402.9	516.5	664.4	EPS(元)	0.30	0.40	0.51	0.66	0.85
加:折旧和摊销	113.6	200.9	225.2	253.9	277.2	BVPS(元)	4.62	4.97	5.35	5.87	6.51
资产减值准备	61.2	51.2	-	-	-	PE(X)	26.1	19.1	15.0	11.7	9.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.7	1.6	1.4	1.3	1.2
财务费用	51.7	71.6	44.9	44.4	14.5	P/FCF	13.6	-21.2	-12.2	31.8	12.3
投资损失	-7.4	0.7	-5.0	-5.0	-5.0	P/S	2.9	2.2	1.9	1.4	1.2
少数股东损益	14.6	4.6	15.5	19.8	20.2	EV/EBITDA	10.6	9.3	9.3	7.7	5.4
营运资金的变动	226.1	-371.5	-483.3	-573.6	596.1	CAGR(%)	29.5%	28.7%	42.6%	29.5%	28.7%
经营活动产生现金流量	246.1	195.5	200.3	255.9	1,567.4	PEG	0.9	0.7	0.4	0.4	0.3
投资活动产生现金流量	-252.8	-530.7	-94.7	-135.0	-121.7	ROIC/WACC	0.7	0.9	1.0	1.2	1.3
融资活动产生现金流量	-169.4	169.0	-663.9	-46.1	-1,082.5	REP	1.5	1.4	1.4	1.1	0.9

资料来源：Wind 资讯、安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

邵琳琳、马丁声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	姜东亚	北京区域销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
深圳联系人	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034