

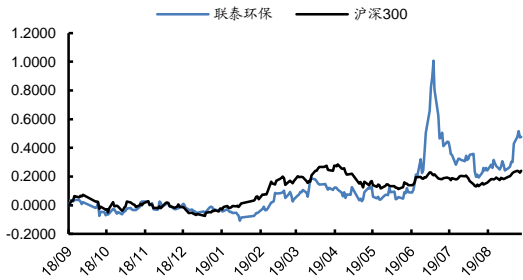
研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
证券分析师：赵越 S0350518110003
zhaoy01@ghzq.com.cn

经营稳健、现金流优异的区域性污水处理公司

——联泰环保（603797）动态研究

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
联泰环保	17.3	35.6	45.1
沪深 300	7.1	8.7	22.5

市场数据

	2019-09-12
当前价格（元）	13.30
52 周价格区间（元）	7.74 - 18.70
总市值（百万）	3972.39
流通市值（百万）	993.19
总股本（万股）	29867.60
流通股（万股）	7467.60
日均成交额（百万）	70.08
近一月换手（%）	394.56

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：

- **区域性污水处理公司，项目单体规模较大。**公司位于广东省汕头市，在广东、湖南等地运营多个城乡污水处理项目，截至 2019 年上半年末，公司已建成投产运营的项目总规模达到 105 万吨/日。大体量项目较多，其中长沙岳麓项目、汕头龙珠项目、邵阳洋溪桥项目污水处理规模分别为 45 万吨/日、26 万吨/日和 10 万吨/日，在区域内具备较明显的规模优势。
- **公司经营稳健。**公司于 2017 年 4 月在上交所上市，营业收入由 2016 年的 2.01 亿元提升至 2018 年的 2.51 亿元，其中 2017 年长沙岳麓项目改按照金融资产模式核算，确认的营业收入出现下滑。归母净利润保持稳健，2016-2018 年分别为 6349、6462 和 7353 万元。公司污水处理项目毛利率、净利率亦基本保持高位稳定，2019 年上半年分别达到 72.3%和 34.67%，主要得益于规模效应及精细化且高效的运营管理能力。2019 年上半年，长沙岳麓污水处理厂提标改造及扩建项目投产，公司整体污水处理量同比增长 32.47%，同时污水处理平均单价由 2018 年上半年的 0.83 元/立方米提升至 2019 年的 1.25 元/立方米，同比大幅提升 50.09%，带动营业收入大幅增长 98.84%。归母净利润同比翻倍增长，达到 0.78 亿元。
- **现金流优异。**公司作为污水处理运营公司，现金流表现优异，2016-2018 年经营活动净现金流量分别达到 1.71、2.34 和 2.97 亿元，显著超过净利润水平。2019 年上半年经营性净现金流 1.93 亿元，同比大幅增长 121.31%。收现比基本在 120%左右的水平，现金流优异，持续发展能力较强。
- **尝试业务延伸，在手项目支撑业绩增长。**在保持现有污水处理项目核心竞争优势的同时，公司还尝试延伸现有领域、拓展业务边界，在农村污水治理、城市黑臭水体治理等领域中标多个新项目，有望为公司贡献新的利润增长点。我们通过公司公告统计目前公司在手+储备的污水处理规模超过 70 万吨/日，有望支撑公司未来业绩的持续增长。
- **首次覆盖，给予公司“增持”评级：**我们看好公司在广东及湖南区域污水处理市场的领先优势地位，公司经营稳健、现金流优异，在手项目规模及拓展领域有望支撑公司业绩持续增长。我们预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.37、0.41 和 0.45 元/股，对应当前股价

PE 分别为 35.85、32.60 和 29.34 倍，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

- **风险提示：**污水处理价格下滑风险；债务过高风险；新业务领域的应收账款风险；项目投产进度不达预期风险。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	251	365	401	441
增长率(%)	36%	45%	10%	10%
归母净利润（百万元）	74	111	122	135
增长率(%)	14%	51%	10%	11%
摊薄每股收益（元）	0.34	0.37	0.41	0.45
ROE(%)	6.39%	8.82%	8.87%	9.01%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：联泰环保盈利预测表

证券代码:	603797.SH				股价:	13.30	投资评级:	增持	日期:	2019-09-12
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	6%	9%	9%	9%	EPS	0.34	0.37	0.41	0.45	
毛利率	58%	70%	68%	67%	BVPS	5.03	3.95	4.34	4.77	
期间费率	35%	38%	35%	33%	估值					
销售净利率	29%	30%	30%	31%	P/E	38.59	35.85	32.60	29.34	
成长能力					P/B	2.65	3.37	3.07	2.79	
收入增长率	36%	45%	10%	10%	P/S	11.28	10.89	9.90	9.00	
利润增长率	14%	51%	10%	11%						
营运能力					利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	
总资产周转率	0.07	0.09	0.10	0.10	营业收入	251	365	401	441	
应收账款周转率	3.81	3.81	3.81	3.81	营业成本	106	109	128	146	
存货周转率	25.35	25.35	25.35	25.35	营业税金及附加	8	11	12	13	
偿债能力					销售费用	0	0	0	0	
资产负债率	70%	68%	67%	65%	管理费用	25	33	34	38	
流动比	0.78	0.84	1.04	1.25	财务费用	56	95	96	97	
速动比	0.77	0.84	1.03	1.24	其他费用 / (-收入)	(0)	20	20	20	
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	营业利润	96	137	151	168	
现金及现金等价物	311	333	469	618	营业外净收支	(2)	5	5	5	
应收款项	66	96	105	116	利润总额	94	142	156	173	
存货净额	4	5	6	6	所得税费用	20	31	34	38	
其他流动资产	61	81	88	95	净利润	74	111	122	135	
流动资产合计	442	498	651	818	少数股东损益	0	0	0	0	
固定资产	9	58	101	138	归属于母公司净利润	74	111	122	135	
在建工程	1495	1545	1595	1645	现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	
无形资产及其他	1339	1315	1270	1226	经营活动现金流	206	130	190	203	
长期股权投资	24	24	24	24	净利润	74	111	122	135	
资产总计	3790	3920	4121	4332	少数股东权益	0	0	0	0	
短期借款	210	210	210	210	折旧摊销	58	46	51	55	
应付款项	178	202	235	266	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	75	(74)	(50)	(49)	
其他流动负债	178	178	178	178	投资活动现金流	(788)	(99)	(93)	(87)	
流动负债合计	567	590	624	655	资本支出	(129)	(99)	(93)	(87)	
长期借款及应付债券	1965	1965	2015	2065	长期投资	0	0	0	0	
其他长期负债	109	109	109	109	其他	(659)	0	0	0	
长期负债合计	2073	2073	2123	2173	筹资活动现金流	604	(5)	45	44	
负债合计	2640	2664	2747	2828	债务融资	1023	0	50	50	
股本	213	299	299	299	权益融资	77	0	0	0	
股东权益	1150	1257	1373	1503	其它	(496)	(5)	(5)	(6)	
负债和股东权益总计	3790	3920	4121	4332	现金净增加额	23	27	142	160	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【环保组介绍】

谭倩，9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。

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。

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。

【分析师承诺】

赵越、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】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户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、展示或以其他任何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。