

2020年04月23日

优质污水处理商，正迎快速成长

联泰环保(603797)

报告摘要

►老牌污水处理商，2019年底投运规模同比增长20%。截至2019年年底，公司已建成投产运营的污水处理项目总处理规模达108万吨/日，同比去年增长20%。公司在手运营项目无小于1万吨/日的污水处理厂，项目都极具规模效应，其中长沙岳麓项目污水处理规模为45万吨/日，汕头龙珠项目污水处理规模为26万吨/日，邵阳洋溪桥项目污水处理规模为10万吨/日，以上三个水厂合计处理规模占公司总处理规模的77%，规模效应良好。此外，长沙岳麓项目已启动三期扩建，扩建完成后该厂合计规模为60万吨/日；汕头龙珠水厂正面临迁建，迁建完成后变成汕头市新溪污水处理厂二期，与已投运的一期一起合计规模可达32万吨/日，未来公司将更加受益大型城市的巨型污水项目，摊到吨水上面的成本费用低，继续保持行业领先的毛利率。

►公司近年项目密集投产，看好公司未来成长。2018年随着汕头市澄海区莲下污水处理厂、汕头市澄海区东里污水处理厂和湖南城陵矶临港产业新区污水处理厂3个项目的陆续投产，公司污水运营规模同比增长15.38%，营收同比增长36.17%。2019年，公司投产项目速度进一步增加，分别有岳麓提标改造及扩建项目、新溪管网项目、常德项目等投产运营，公司污水运营规模同比增长20%，营收同比增长94.11%，公司累计实现污水处理结算水量35,967.96万立方米，同比增长15.46%。2020年一季度，受疫情影响，原定于2020年初投产的衡南县城污水等项目向后推迟，一季度公司实现营业收入1.36亿元，较上年度末增长35.57%，归属于上市公司股东的净利润为5014万元，较上年度末增长48.10%，增速受疫情影响虽有所放缓，但依然成果喜人，一个季度的净利润，基本上相当于上市前全年的净利润。根据年报，公司2020年计划全年实现污水处理量34000万吨，计划全年实现主营业务收入人民币6亿元，按此推算2020年计划营收增速达22.91%，假设公司毛利率及三期费用率维持不变的情况下，归母净利增速大概率可实现20-30%增长。

►运营项目竞相提标改造，未来两地水价将持续增长。

2019年公司毛利率大幅提升12.48pct至70.24%，主要原因在于随着岳麓提标改造及扩建项目的投产，45万吨/天的水厂执行地表准IV类水标准，湖南地区污水处理平均价格上涨了1.5倍，高标准排放项目带来了高毛利率。公司在湖南已投运项目中，还有3个项目目前执行二级排放标准，合计规模19万吨/

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：首次覆盖
目标价格：19.25
最新收盘价：11.21

股票代码：603797
52周最高价/最低价：18.08/9.38
总市值(亿)：35.83
自由流通市值(亿)：35.83
自由流通股数(百万)：3.20



分析师：晏溶

邮箱：yanrong@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519100004
联系电话：0755-8302 6989

相关研究

1. 行业点评|新增1万亿专项债5月底前发行完毕，环保基建将持续受益
2020.04.21
2. 周观点|新老基建并提背景下，看好环保基建未来发展
2020.04.20
3. 行业点评|专项债将再新增下达一批，环保基建全年增速可期
2020.04.01

日，当下已获主管部门批准改造升级至一级 A 排放标准，若这三个项目完成改造，则湖南省平均污水处理价格还将进一步提高。汕头市最大水厂迁建工作完成后，26 万吨/日龙珠水厂排放标准由二级标准提至一级 A，届时将提高公司广东区域污水处理平均水价。以上工作都完成后，公司在运营项目，全部达到国家一级 A 标准，届时公司综合平均水价将再生一个新台阶。

投资建议

公司以市政污水为核心主业，拥有大型项目运作经验优势，公司 2020 年将迎来项目密集投产期，公司整体运营规模将进一步扩大，业绩也将大幅提升。我们预计公司 2020-2022 年的收入分别为 6.95 亿元、10.25 亿元和 13.29 亿元，同比增速分别为 42.4%、47.5%、29.7%；归母净利分别为 2.46 亿元、3.60 亿元和 4.70 亿元，同比增速分别为 39.8%、46.1%、30.6%。对应 EPS 分别为 0.77/1.12/1.47 元/股，对应 PE 分别为 13/9/7 倍。参照三家同行业 A 股上市公司 2020 年平均 PE 为 18 倍，但 3 家公司 2020 年归母净利平均增速还不到 13%，而联泰环保 2020 年归母增速高达 39.8%。可以给予联泰环保略高于行业的平均估值。公司 2020 年 EPS 为 0.77，假设给予 25 倍估值，对应股价为 19.25 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1) 在建项目进展不及预期，受疫情影响项目建设工期延后；
- 2) 公司后续订单中标数量不及预期，后期增长力不足；
- 3) 环保政策不鼓励投资建设环保项目，项目融资困难，资金流短缺。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	251	488	695	1,025	1,329
YoY (%)	36.2%	94.1%	42.4%	47.5%	29.7%
归母净利润(百万元)	74	176	246	360	470
YoY (%)	13.8%	139.3%	39.8%	46.1%	30.6%
毛利率 (%)	57.8%	70.2%	65.0%	60.0%	60.0%
每股收益 (元)	0.23	0.55	0.77	1.12	1.47
ROE	6.9%	12.2%	14.6%	11.1%	12.6%
市盈率	44.30	18.51	13.24	9.06	6.94

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 优质污水处理商，已然起步腾飞增长	4
1.1. 老牌污水处理商，2019 年底投运规模同比增长 20%	4
1.2. 粤湘两地在运水厂竞相提标，公司水价还将进一步上涨	6
1.3. 公司项目密集投产，19 年毛利率大幅提升	8
2. 投资建议	10
3. 风险提示	11

图目录

图 1 公司粤湘区域污水运营规模	5
图 2 公司近年污水处理量增长及产能利用率情况	5
图 3 老厂区臭气问题常遭居民投诉（亟待拆迁）	6
图 4 新溪污水处理厂选址	6
图 5 公司近年业绩情况	9
图 6 公司近年归母净利润情况	9
图 7 公司近年毛利率和费用率情况	9
图 8 公司主要项目水价近年变化	9

表目录

表 1 公司投产项目情况	5
表 2 公司在建项目及中标项目	7
表 3 联泰环保收入预测表（百万元）	10
表 4 联泰环保及可比公司的 EPS 和 PE 情况	11

1. 优质污水处理商，已然起步腾飞增长

1.1. 老牌污水处理商，2019 年底投运规模同比增长 20%

老牌污水处理商，项目规模逐年稳步增长。联泰环保成立于 2006 年，总部位于汕头，是一家以污水处理为主营业务的公司，成立至今发展步伐稳健。汕头龙珠水质净化厂为公司涉足污水处理行业的第一个成熟项目，该项目于 1999 年 9 月建成投产，一期项目规模为 18 万吨/日。该项目自 2006 年开始市场化运作，由公司以 TOT&BOT 捆绑模式负责投资、收购、建设、运营和维护。2008 年公司完成一期技改扩容和二期 8 万吨扩建工程，目前项目执行国家二级排放标准，污水处理费收取标准较低。整体项目即将迁建至新厂区执行一级 A 排放标准，老厂区土地性质将变更住宅用地，同时也可因排放标准升级提高污水处理费收费标准。而长沙市联泰水质净化有限公司则成立于 2005 年，成立之初公司股权占比为 90%，主要负责长沙市岳麓污水处理厂（一期）项目的建设运营和管理工作。截至 2020 年一季度，公司所有项目均集中在广东和湖南两省，具有非常强的区域优势。2017 年，公司开始投资农村污水处理项目，并少量参与了城市黑臭水体综合整治及矿区生态修复类项目，扩大了公司业务范围。公司于 2017 年上市，并于 2019 年 1 月发行了 3.9 亿元的可转换公司债券。

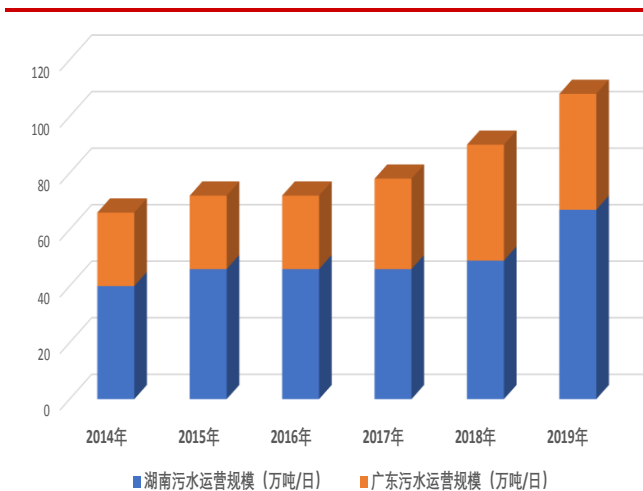
2019 年底污水投运规模达 108 万吨/日，三个项目处理规模占比达 77%。公司已成功运作了多个污水处理项目，截至 2019 年 12 月 31 日公司已建成投产运营的污水处理项目总处理规模达 108 万吨/日，同比增长 20%。公司在手运营项目如下表所示，无小于 1 万吨/日的污水处理厂，项目都极具规模效应，其中长沙岳麓项目污水处理规模为 45 万吨/日（包含岳麓污水处理厂提标改造及扩建工程的污水处理规模），汕头龙珠项目污水处理规模为 26 万吨/日，邵阳洋溪桥项目污水处理规模为 10 万吨/日，以上三个水厂合计处理规模占公司总处理规模的 77%，规模效应良好。此外，长沙岳麓项目已启动三期扩建，扩建完成后该厂合计规模为 60 万吨/日；汕头龙珠水厂正面临迁建，迁建完成后变成汕头市新溪污水处理厂二期，与已投运的一期一起合计规模可达 32 万吨/日，未来公司将更加受益大型城市的巨型污水项目，毛利率高，摊到吨水上面的成本费用低。

表 1 公司投产项目情况

序号	项目名称	投产时间	地区	规模 (万 m ³ /日)	项目模式	备注
1	汕头龙珠水质净化厂项目	1999年	广东省	26	BOT	一期18万吨于1999年9月建成投产；2008年，完成一期技改扩容和二期8万吨扩建工程，目前执行二级排放标准。该项目已启动整体搬迁至新溪污水处理厂二期，争取在2020年11月前完成迁建的目标
2	邵阳市洋溪桥污水处理厂项目	2009年	湖南省	10	TOT	拟提标改造
3	长沙市岳麓污水处理一期工程	2009年	湖南省	30	BOT	2019年已提标至地表准IV类水标准
4	邵阳市江北污水处理厂项目	2014年	湖南省	6	BOT	拟投资9191.67万元提标至国际一级A排放标准及湖南省二级标准
5	汕头市新溪污水处理厂	2017年	广东省	6	BOT	执行国家一级A标准
6	汕头市澄海区莲下污水处理厂	2018年	广东省	5	BOT	执行国家一级A标准
7	汕头市澄海区东里污水处理厂	2018年	广东省	4	BOT	执行国家一级A标准
8	湖南城陵矶临港产业新区污水处理厂项目	2018年	湖南省	3	BOT	拟投资7626万元进行提标至一级A标准，提标改造规模为3万吨/天
9	长沙市岳麓污水处理厂提标扩建项目	2019年	湖南省	15	BOT	执行地表准IV类水标准
10	常德高新技术产业开发区污水处理厂及配套建设工程	2019年	湖南省	2	BOT	执行国家一级A标准
11	嘉禾项目污水	2019年	湖南省	1	BOT	执行国家一级A标准
合计在运规模				108		

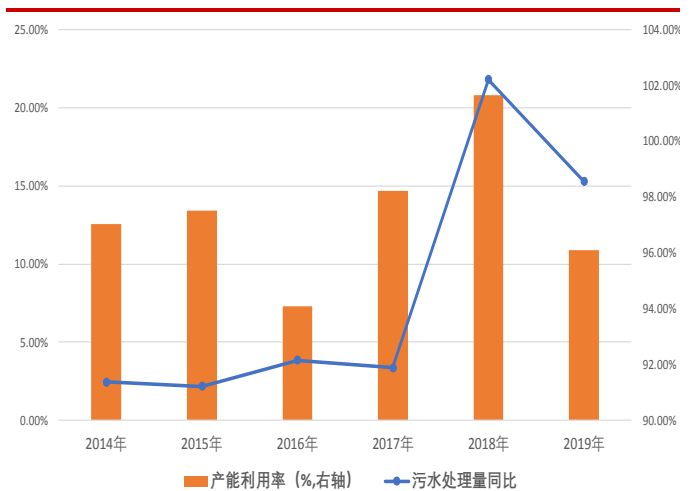
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 1 公司粤湘区域污水运营规模



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 公司近年污水处理量增长及产能利用率情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.2. 粤湘两地在运水厂竞相提标，公司水价还将进一步上涨

公司汕头最大水厂即将迁建，原厂区变更为住宅用地。汕头市龙珠水质净化厂一期工程于 1999 年建设投产，因城市发展速度过快，目前已地处汕头 CBD 中心区无扩建可能，另外水厂一直执行国家二级排放标准，周围居民投诉较多，亟待升级改造。2017 年，汕头市城市总体规划（2002-2020 年）（2017 年修订）正式发布，龙珠水质净化厂现址的用地性质由公共设施建设用地调整为居住用地，龙珠水质净化厂的迁建工作再次提上议事日程。2019 年 11 月 5 号，市委市政府召开“研究加快汕头龙珠水质净化厂项目迁建及提标改造、海滨路东延项目建设相关工作会议”，会议决定从服从城市总体规划、提升片区价值和提高投资效益出发，龙珠水质净化厂即刻启动整体搬迁，争取在 2020 年 11 月前完成迁建。汕头市新溪污水处理厂规划总规模 58 万 m³/d，现状一期工程设计规模 6 万 m³/d，本次迁建工程为二期，设计规模为 26 万 m³/d，执行一级 A 排放标准，未来视城市发展情况决定何时扩建三期工程。迁建工作完成后，26 万吨/日污水厂排放标准由二级标准提至一级 A，届时将提高公司广东区域污水处理平均水价。

图 3 老厂区臭气问题常遭居民投诉（亟待拆迁）



资料来源：项目可研报告，华西证券研究所

图 4 新溪污水处理厂选址



资料来源：项目可研报告，华西证券研究所

2018 年中央环保督察，练江水质差问题被点名批评，汕头打响水污染防治攻坚战。2018 年 6 月中央环保督察组展开“回头看”时，发现练江污染依旧，督察组建议汕头市领导住到练江旁边，直到水不黑不臭，新闻曝光后，汕头市政府面临巨大的舆论及政治压力。2019 年汕头市政府印发了《汕头市打好污染防治攻坚战三年行动计划（2018-2020 年）》的通知，其中一项重要措施就是加快练江流域污水处理厂及

配套管网建设。公司目前待建项目中，有 4 个位于汕头市，因汕头市前期水污染治理工作落后被严厉批评，当下是有非常足的动力加快推进污水处理项目建设进度，尽早打赢水污染攻坚战。

表 2 公司在建项目及中标项目

项目名称	地区	项目规模 (万 m ³ /日)	项目投资 (万元)	项目模式
潮南区农村分散村居生活污水处理 PPP 项目	广东省	1.25	44499.48	DBFOT
汕头市潮阳区全区生活污水处理设施捆绑 PPP 模式实施项目	广东省	6.2	80329.63	DBFOT
澄海区全区污水管网及污水处理设施建设 PPP 项目	广东省	1.5	277101.00	BOT
郴州市嘉禾县黑臭水体整治及配套设施建设 PPP 项目	湖南省	1	186900.00	DBFOT
汕头市西区污水处理厂及配套管网 PPP 项目	广东省	5	54384.00	BOT
长沙市岳麓污水处理厂三期扩容工程项目	湖南省	15	41480.10	BOT
汕头市新溪污水处理厂二期(龙珠迁建)工程	广东省	26	102131.00	BOT

资料来源：公司公告，华西证券研究所

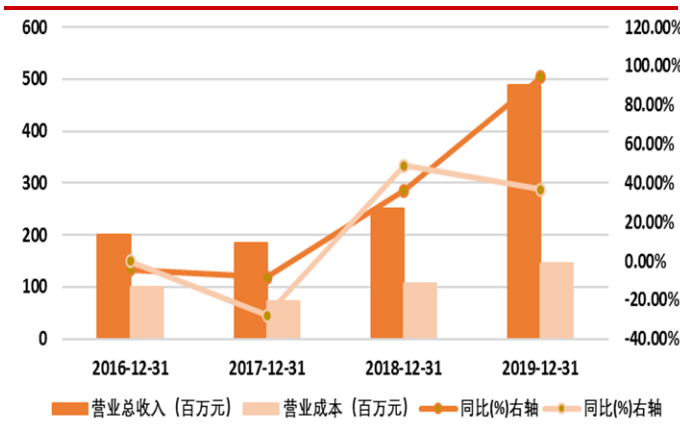
湖南水厂竞相提标，待完成后湖南区域污水处理平均价格将继续增长。2019 年 3 月岳麓污水处理厂二期扩建工程正式投入商业运行，该厂污水日处理能力从原来 30 万吨提升至 45 万吨，一跃成为长沙最大的污水处理厂，服务范围包括岳麓区、梅溪湖核心区、望城区南片等区域，服务面积约 108.59 平方公里，服务人口逾百万人，能消纳河西城区八成以上污水。排放水水质由原来一级 B 跨过一级 A，跃升到准四类水标准，对保护湘江长沙库区和龙王港的水环境具有重要意义。与此同时因扩建改后项目排放标准的提高，带动 2019 年湖南区域污水处理平均水价上升至 1.58 元/立方米，同比上涨近 1.5 倍。此外，长沙岳麓项目三期扩建已启动，扩建完成后该厂水规模将达 60 万吨/日，具有良好的规模效应。已投运项目中，还有 3 个位于湖南的项目目前执行二级排放标准，分别是邵阳市洋溪桥污水处理厂、邵阳市江北污水处理厂和湖南城陵矶临港产业新区污水处理厂，合计规模 19 万吨/日，当下已获主管部门批准改造升级至一级 A 排放标准，若这三个项目完成改造，则湖南省平均污水处理价格还将进一步提高。

1.3. 公司项目密集投产，19 年毛利率大幅提升

项目进入密集投产期，2020 年也将是个丰收年。2018-2020 年是公司项目投产的密集期，公司发展迅速，在 2017 年公司营收为 1.85 亿元，同比减少 8.29%，出现小幅下滑，而在 2018 年随着汕头市澄海区莲下污水处理厂、汕头市澄海区东里污水处理厂和湖南城陵矶临港产业新区污水处理厂 3 个项目的陆续投产，公司污水运营规模同比增长 15.38%，营业收入步入增长期，达到 2.51 亿元，同比增长 36.17%。2019 年，公司投产项目速度进一步增加，分别有岳麓提标改造及扩建项目、新溪管网项目、常德项目等投产运营，公司污水运营规模同比增长 20%，项目污水处理运营收入及按金融资产核算的利息回报收入较上年同期均有较大幅度增长。2019 年公司累计实现污水处理结算水量 35,967.96 万立方米，同比增长 15.46%；实现营业收入 48,815.02 万元，同比增长 94.11%；归属于上市公司股东的净利润 17,596.46 万元，同比增长 139.31%。2020 年一季度，受疫情影响，原定于 2020 年初投产的衡南县城污水等数个项目向后推迟，一季度公司实现营业收入 1.36 亿元，较上年度末增长 35.57%，归属于上市公司股东的净利润为 5014 万元，较上年度末增长 48.10%，增速受疫情影响虽有所放缓，但依然成果喜人，一个季度的净利润，基本上相当于上市前全年的净利润。根据年报，公司 2020 年计划全年实现污水处理量 34,000 万吨，计划全年实现主营业务收入人民币 60,000 万元，按此推算 2020 年计划营收增速达 22.91%，假设公司毛利率及三期费用率维持不变的情况下，归母净利增速大概率实现 20-30% 增长。

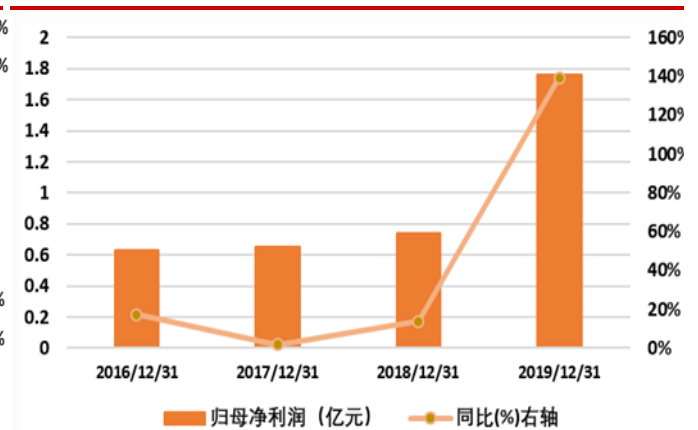
项目投建融资增加财务费用剧增，利息回报收入大增致毛利率上升。公司近几年扩展明显，财务费用率呈明显上升趋势。2019 年公司发生财务费用为 1.18 亿元，较上年同期增长 109.51%。主要原因是公司项目投建，需要大量资金，公司长贷+短贷规模同比增长 15%，导致财务费用增加明显；近年来公司管理费率呈下降趋势，得益于公司经营得当，管理费用增幅平稳。公司由于工程建设外包，不确认工程建设收入和利润，营收及利润完全来自于运营，因此公司毛利率一直保持在 50% 以上，而 2019 年更是大幅提升至 70.24%，较上年同期增加 12.48pct，主要原因在于随着岳麓提标改造及扩建项目的投产，45 万吨/天的水厂执行地表准 IV 类水标准，湖南地区污水处理平均价格上涨了 1.5 倍，高标准排放项目带来了高毛利率。后期广东及湖南地区都将相继实施提标改造，预计公司毛利率将维持在较好水平！

图 5 公司近年业绩情况



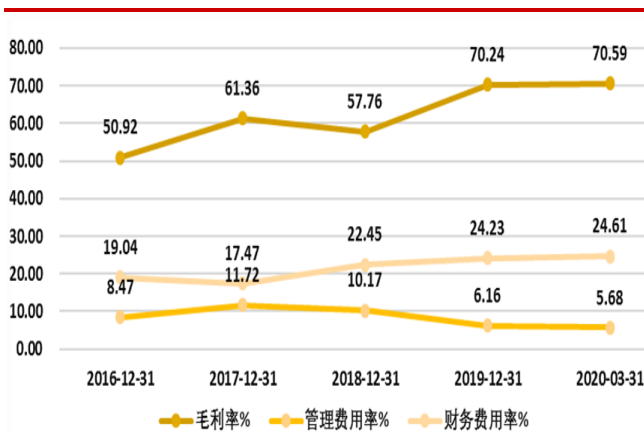
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6 公司近年归母净利润情况



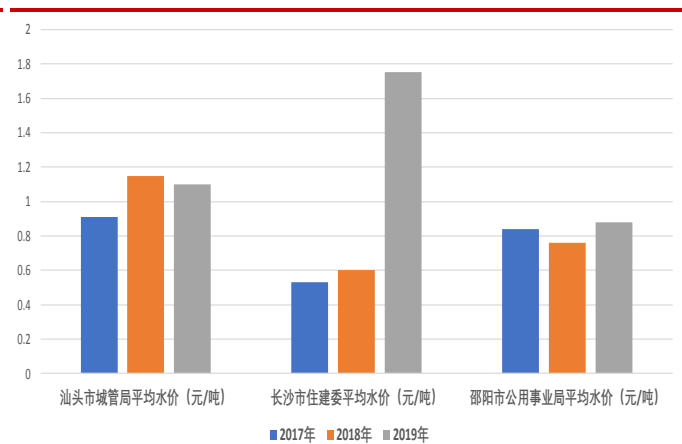
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 7 公司近年毛利率和费用率情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 8 公司主要项目水价近年变化



资料来源：公司公告，华西证券研究所

可转债发行成功，加快项目建设保障业绩增长。公司于 2017 年 9 月份披露了公开发行的可转换公司债券的预案，公司拟公开发行总额不超过人民币 39,000 万元（含 39,000 万元）可转换公司债券，募集资金净额全额投入长沙岳麓提标改造及扩建项目。2019 年 1 月 23 日，公司可转换公司债券成功发行；公司实际发行面值为人民币 100 元的可转换公司债券 390 万张，募集资金总额为人民币 39,000 万元。公司可转换公司债券的顺利发行，为岳麓项目提标改造及扩建补充了“粮草”，进一步保证募投项目的如期投运。

非公开发行股票，继续加速推进后续项目投产。2019年10月，公司发布非公开发行A股股票预案，拟非公开发行股票募集资金不超过人民币120,000.00万元，全部用于澄海区全区污水管网及污水处理设施建设PPP项目。澄海区项目的总投资约为277,101.00万元，项目内容主要包括总长约227公里的四大片区截污管道一期工程、6座污水提升泵站、1座污水处理厂一期工程和28座农村生活污水处理站。本项目建成达产后，预计财务内部收益率4.65%（税后），税后静态投资回收期为19.11年（含建设期）。本次发行有利于进一步提升公司的总资产和净资产规模、降低公司资产负债率，从而优化公司资本结构，增强公司的资金实力。同时巩固公司在区域的市场地位、提升市场影响力，进一步扩大公司的业务规模，从而增强公司未来的持续经营能力。

2. 投资建议

公司以市政污水为核心主业，拥有大型项目运作经验优势，公司2020年将迎来项目密集投产期，公司整体运营规模将进一步扩大，业绩也将大幅提升。我们预计公司2020-2022年的收入分别为6.95亿元、10.25亿元和13.29亿元，同比增速分别为42.4%、47.5%、29.7%；归母净利分别为2.46亿元、3.60亿元和4.70亿元，同比增速分别为39.8%、46.1%、30.6%。对应EPS分别为0.77/1.12/1.47元/股，对应PE分别为13/9/7倍。参照三家同行业A股上市公司2020年平均PE为18倍，但3家公司2020年归母净利平均增速还不到13%，而联泰环保2020年归母增速高达39.8%。可以给予联泰环保略高于行业的平均估值。公司2020年EPS为0.77，假设给予25倍估值，对应股价为19.25元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表3 联泰环保收入预测表（百万元）

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
污水处理						
营业收入	184.68	251.48	486.88	573.19	711.68	885.65
营业成本	71.35	106.23	144.16	200.62	284.68	354.26
其他						
营业收入			1.27	121.88	313.38	443.81
营业成本			1.13	42.66	125.35	177.52
营业总收入	184.68	251.48	488.15	695.07	1025.07	1329.47
营业成本	71.35	106.23	145.29	243.27	410.02	531.78

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 4 联泰环保及可比公司的 EPS 和 PE 情况

序号	代码	证券简称	股价	EPS (元/股, 摊薄)				市盈率 PE	
				19A	20E	21E	TTM	20E	21E
	603797SH	联泰环保	11.21	0.55	0.77	1.12	24.8	13.0	9.0
		平均值					21.6	18.36	15.01
1	300070.SZ	碧水源	9.82	0.44	0.53	0.67	22.3	18.53	14.66
2	300388.SZ	国祯环保	10.37	0.55	0.53	0.59	21.4	19.57	17.58
3	300388.SZ	中环环保	12.4	0.61	0.73	0.97	21.1	16.99	12.78

资料来源: Wind, 华西证券研究所

注: 上表中, 股价为 2020 年 4 月 23 日收盘价, 碧水源、国祯环保及中环环保的盈利预测为华西证券研究所的预测

3. 风险提示

- 1) 在建项目进展不及预期, 受疫情影响项目建设工期延后;
- 2) 公司后续订单中标数量不及预期, 后期增长力不足;
- 3) 环保政策不鼓励投资建设环保项目, 项目融资困难, 资金流短缺。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	488	695	1,025	1,329	净利润	176	251	371	494
YoY (%)	94.1%	42.4%	47.5%	29.7%	折旧和摊销	66	6	0	0
营业成本	145	243	410	532	营运资金变动	47	78	-18	-39
营业税金及附加	7	16	22	28	经营活动现金流	414	472	494	606
销售费用	0	0	10	27	资本开支	-1,152	-180	-150	-50
管理费用	29	56	79	100	投资	-21	-1,010	-1,010	-810
财务费用	118	137	146	158	投资活动现金流	-1,124	-1,190	-1,155	-853
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	20	1	120	0
投资收益	2	0	5	7	债务募资	1,206	500	-500	600
营业利润	212	313	457	609	筹资活动现金流	686	564	754	642
营业外收支	-2	0	0	0	现金净流量	-23	-154	93	395
利润总额	210	313	457	609	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	34	62	87	114	成长能力 (%)				
净利润	176	251	371	494	营业收入增长率	94.1%	42.4%	47.5%	29.7%
归属于母公司净利润	176	246	360	470	净利润增长率	139.3%	39.8%	46.1%	30.6%
YoY (%)	139.3%	39.8%	46.1%	30.6%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.55	0.77	1.12	1.47	毛利率	70.2%	65.0%	60.0%	60.0%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率	36.0%	36.1%	36.2%	37.2%
货币资金	288	133	226	621	总资产收益率 ROA	3.3%	3.7%	4.5%	5.0%
预付款项	3	5	9	11	净资产收益率 ROE	12.2%	14.6%	11.1%	12.6%
存货	5	10	17	22	偿债能力 (%)				
其他流动资产	229	362	480	596	流动比率	0.50	0.40	0.53	0.85
流动资产合计	525	510	732	1,250	速动比率	0.49	0.39	0.51	0.83
长期股权投资	26	36	46	56	现金比率	0.27	0.10	0.16	0.42
固定资产	10	24	24	24	资产负债率	71.1%	72.4%	57.4%	58.4%
无形资产	1,433	1,533	1,583	1,633	经营效率 (%)				
非流动资产合计	4,867	6,052	7,212	8,072	总资产周转率	0.09	0.11	0.13	0.14
资产合计	5,393	6,562	7,943	9,321	每股指标 (元)				
短期借款	100	100	100	100	每股收益	0.55	0.77	1.12	1.47
应付账款及票据	667	866	955	1,020	每股净资产	4.51	5.29	10.16	11.63
其他流动负债	292	310	332	351	每股经营现金流	1.30	1.48	1.54	1.90
流动负债合计	1,059	1,276	1,387	1,471	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	2,404	2,904	2,404	3,004	估值分析				
其他长期负债	371	571	771	971	PE	18.51	13.24	9.06	6.94
非流动负债合计	2,775	3,475	3,175	3,975	PB	2.49	1.93	1.00	0.88
负债合计	3,834	4,752	4,562	5,446					
股本	319	320	440	440					
少数股东权益	116	121	132	157					
股东权益合计	1,559	1,811	3,381	3,876					
负债和股东权益合计	5,393	6,562	7,943	9,321					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

晏溶：2019年加入华西证券，现任环保公用行业首席分析师。华南理工大学环境工程硕士毕业，中级工程师，曾就职于广东省环保厅直属单位，6年行业工作经验+1年买方工作经验+3年卖方经验。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。