

2020年04月30日

公司研究

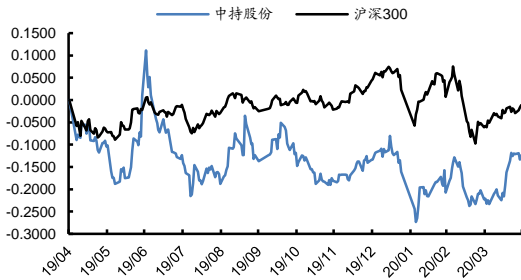
评级：增持（维持）

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

## 经营状况有所改善，订单充足业绩稳增长有保障 ——中持股份（603903）年报及一季报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
中持股份	21.6	12.6	-4.5
沪深300	4.9	-3.4	-1.2

市场数据 2020-04-30

当前价格（元）	15.15
52周价格区间（元）	10.91 - 22.73
总市值（百万）	2189.66
流通市值（百万）	2184.83
总股本（万股）	14453.21
流通股（万股）	14421.29
日均成交额（百万）	34.91
近一月换手（%）	46.98

相关报告

《中持股份（603903）三季报点评：业绩符合预期，经营状况不断改善》——2019-10-31

《中持股份（603903）2019半年报点评：寒冬中稳步运营，蓄势中完善布局》——2019-08-25

《中持股份（603903）2018年报点评：业绩大增48.95%，有望成长为细分领域龙头》——2019-04-22

《中持股份（603903）事件点评：中标水环境综合治理项目，定位中小城市另辟蹊径》——2019-02-28

合规声明

事件：

公司近期公告：1) 2019 年报，报告期内公司实现营收 13.36 亿元，同比增长 29.28%，实现归属净利润 1.11 亿元，同比增长 19.94%，实现扣非后的归属净利润 1.03 亿元，同比增长 13.43%；2) 2020 一季报，实现营收 1.84 亿元，同比增长 21.53%，实现归属净利润 2305.44 万元，同比增长 149.54%，实现扣非后的归属净利润 2294.23 万元，同比增长 148.75%。对此，我们点评如下：

投资要点：

### ■ 2019 业绩增长 19.94%符合预期，经营状况有所改善

2019 年公司实现营收 13.36 亿元，同比增长 29.28%，实现归属净利润 1.11 亿元，同比增长 19.94%，实现扣非后的归属净利润 1.03 亿元，同比增长 13.43%，符合市场预期。分业务来看：运营业务实现营收 3.63 亿元（+63.18%），毛利率 41.78%，同比增加 7.60pct；环保基础设施建造服务实现营收 6.06 亿元（-2.01%），毛利率 22.80%，同比增加 0.21pct；技术产品销售实现营收 1.58 亿元（+49.93%），毛利率 35.94%，同比减少 2.08pct；环境综合治理服务实现营收 2.10 亿元（+138.44%），毛利率 29.74%，同比减少 13.73pct。公司的综合毛利率为 30.60%，同比提高 2.16pct；应收账款 4.78 亿元，占总资产的比重 16.33%，比去年同期的 19.14%，减少 2.81pct。经营活动现金流净额为 2.66 亿元，同比大增 620.69%，现金流大幅改善主要是因为精选优质项目以及加强应收账款的管理所致。

### ■ 技术产品大幅增长，运营业务稳增长，毛利率提升带动 Q1 业绩大增

一季度公司通过加强与政府沟通，运营业务未受影响，实现营收 8160.39 万元，同比增长 5.46%。环境技术产品实现销售大幅增长，为利润增长做出了突出贡献，环境基础设施建造和综合环境治理服务虽然受到了一定影响，但由于公司加强了对项目的筛选和对在建项目的管理，使得一季度毛利率高达 45.66%，同比提高 10.34pct。运营、环境基础设施建造和综合环境治理服务业务的稳定增长，叠加高毛利率技术产品的显著销售提升，带动公司一季度净利润大增 149.54%。

### ■ 积极储备技术+扩大区域布局蓄势待发，订单充足业务增长有保障

在行业寒冬中，公司一方面在精选项目，慎重投资，另一方面也在积极进行技术储备和区域布局，为未来发展蓄势。公司掌握“反硝化深

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%。

床滤池碳源智能精密投加系统”、“污泥碱性稳定干化处理”等技术，积极推行城乡生态综合体模式、新承担十三五水专项“京津冀地下水污染特征识别与系统防治研究”课题等，不断夯实和提高技术。公司秉承区域化经营的原则，目前已经构建了河北、河南、安徽、西北等区域服务机构，进行全国布局，并且逐步开始收获：2019 年以来公司相继签订了奔驰项目（5330 万元）、汤阴县农厕（金额未定）项目、廊坊广阳项目（8905 万元）、廊坊老龙河项目（1.24 亿元），乌鲁木齐项目（6.82 亿元）、清河县碧蓝污水厂 PPP 项目（1.07 亿元）、廊坊安次区农村污水 EPC 项目（0.72 亿元）等，2019 年底在手非运营类订单超过 13 亿元，同比大增 92.62%，2020Q1 新签订单 1.08 亿元，充足的在手订单为公司未来的业绩增长提供了保障。

- **盈利预测和投资评级：维持公司“增持”评级。**由于公司严格把控项目及进度，风格相对谨慎，结合公司最新的年报情况，我们小幅下调公司的盈利预测，预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.98、1.20、1.50 元，对应当前股价 PE 分别为 16、13、10 倍，目前估值水平与上篇报告基本持平，因此维持公司“增持”评级。
- **风险提示：**项目拓展及执行不及预期的风险、应收账款大幅增加的风险、利率上行风险、股东减持的风险、宏观经济下行风险。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	1337	1657	1996	2352
增长率(%)	29%	24%	20%	18%
净利润（百万元）	111	142	173	218
增长率(%)	20%	27%	23%	26%
摊薄每股收益（元）	0.77	0.98	1.20	1.50
ROE(%)	10.74%	11.71%	12.19%	12.89%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 中持股份盈利预测表

证券代码:	603903.SH				股价:	15.15		投资评级:	增持		日期:	2020-04-30	
财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	每股指标与估值	2019	2020E	2021E	2022E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	11%	12%	12%	13%	EPS	0.77	0.98	1.20	1.50				
毛利率	31%	29%	29%	29%	BVPS	6.20	7.08	8.16	9.51				
期间费率	16%	15%	14%	14%	<b>估值</b>								
销售净利率	8%	9%	9%	9%	P/E	19.77	15.52	12.67	10.08				
<b>成长能力</b>					P/B	2.44	2.14	1.86	1.59				
收入增长率	29%	24%	20%	18%	P/S	1.64	1.33	1.10	0.93				
利润增长率	20%	27%	23%	26%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>				
总资产周转率	0.46	0.48	0.49	0.51	营业收入	1337	1657	1996	2352				
应收账款周转率	2.61	3.04	3.32	3.65	营业成本	928	1182	1421	1672				
存货周转率	3.56	5.21	5.21	5.62	营业税金及附加	10	13	16	19				
<b>偿债能力</b>					销售费用	30	36	44	52				
资产负债率	65%	65%	65%	63%	管理费用	109	134	160	186				
流动比	0.96	1.01	1.08	1.11	财务费用	59	60	69	68				
速动比	0.77	0.87	0.94	0.97	其他费用/(-收入)	20	(12)	(17)	(17)				
					<b>营业利润</b>	<b>172</b>	<b>219</b>	<b>269</b>	<b>338</b>				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	营业外净收支	0	0	0	0				
现金及现金等价物	426	740	1042	1275	<b>利润总额</b>	<b>172</b>	<b>219</b>	<b>269</b>	<b>338</b>				
应收款项	511	545	601	644	所得税费用	24	31	38	47				
存货净额	261	229	276	301	<b>净利润</b>	<b>148</b>	<b>189</b>	<b>231</b>	<b>291</b>				
其他流动资产	100	115	137	160	少数股东损益	37	47	58	73				
<b>流动资产合计</b>	<b>1298</b>	<b>1622</b>	<b>2049</b>	<b>2373</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>111</b>	<b>142</b>	<b>173</b>	<b>218</b>				
固定资产	36	37	38	39									
在建工程	127	177	225	245	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>				
无形资产及其他	751	901	1013	1168	经营活动现金流	266	370	348	468				
长期股权投资	90	100	110	120	净利润	148	189	231	291				
<b>资产总计</b>	<b>2924</b>	<b>3459</b>	<b>4058</b>	<b>4569</b>	少数股东权益	37	47	58	73				
短期借款	489	639	789	889	折旧摊销	41	41	49	54				
应付款项	538	622	748	880	公允价值变动	0	0	0	0				
预收帐款	19	45	55	64	营运资金变动	40	(127)	(260)	(234)				
其他流动负债	302	302	302	302	<b>投资活动现金流</b>	<b>(237)</b>	<b>(61)</b>	<b>(59)</b>	<b>(31)</b>				
<b>流动负债合计</b>	<b>1348</b>	<b>1608</b>	<b>1894</b>	<b>2136</b>	资本支出	(20)	(51)	(49)	(21)				
长期借款及应付债券	365	465	565	565	长期投资	65	(10)	(10)	(10)				
其他长期负债	177	177	177	177	其他	(282)	0	0	0				
<b>长期负债合计</b>	<b>542</b>	<b>642</b>	<b>742</b>	<b>742</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>286</b>	<b>236</b>	<b>233</b>	<b>78</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1890</b>	<b>2250</b>	<b>2636</b>	<b>2878</b>	债务融资	166	250	250	100				
股本	145	145	145	145	权益融资	15	0	0	0				
股东权益	1034	1209	1423	1691	其它	105	(14)	(17)	(22)				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2924</b>	<b>3459</b>	<b>4058</b>	<b>4569</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>314</b>	<b>545</b>	<b>521</b>	<b>515</b>				

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。