

中持股份 (603903) \公用事业

——面向中小城市的综合水务服务商

投资建议:

推荐
 首次覆盖

当前价格:

14.03元

投资要点:

➤ 面向中小城市,运营工程协同发展

公司是一家主要面向中小城市、工业园区及工业客户,以水务、污水及其伴生的污泥治理设施的投资运营、系统集成、受托管理、技术服务为核心的综合水务服务商,运营及工程业务协同发展。

➤ 污水处理市场仍有较好发展空间

“十三五”期间城镇污水处理投资1938亿元,相比“十二五”增长64.6%,后三年预计城市及县城年新增处理能力复合增长率分别为6.7%及36.7%。“十三五”农村污水建设市场有望释放1300亿元,污水处理仍有较好发展空间。

➤ 深耕核心区域,拓展新兴区域,工程订单持续增长,运营稳健

公司核心管理团队从事生态环境保护产业平均超过26年,公司目前拥有105项专利技术和14项软件著作权。18年收购南资环保60%股权,进一步提升了公司工业园区及工业污水处理业务的市场竞争力。同时上市以来,在深耕河北、河南、浙江等优势区域的同时,在上海、安徽、山西、陕西等区域加强异地拓展,19年8月预中标新疆项目,总投资6.82亿元,标志着公司在西北区域实现优质水资产业务突破。2019年1-9月,公司新签订的工程服务类合同总额为9.63亿元,比去年同期增加3.76亿元,增幅63.89%。截至目前投资及受托运营三十余座污水处理厂,设计运营能力超过每日100万立方米,在建/筹建运营项目日均设计处理规模超过20万吨,总投资额超过13亿元,超过目前已投资资产规模(约8亿元),未来运营发展空间广阔。

➤ 给予“推荐”评级

预计公司19-21年实现归母净利润分别为1.02亿元、1.33亿元、1.59亿元,对应EPS分别为0.71元、0.92元及1.10元,对应目前股价PE分别为20、15及13倍,低于可比公司估值,首次覆盖,给予“推荐”评级。

➤ 风险提示

毛利率下滑,市场推进速度不及预期,项目推进不及预期。政策性风险

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	145/104
流通A股市值(百万元)	1,456
每股净资产(元)	6.03
资产负债率(%)	63.13
一年内最高/最低(元)	26.90/12.28

一年内股价相对走势



冯瑞齐 分析师

执业证书编号: S0590518070003

电话: 0510-85611779

邮箱: fengrq@glsc.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	529.29	1034.04	1087.00	1474.00	1843.00
增长率(%)	29.37%	95.36%	5.12%	35.60%	25.03%
EBITDA(百万元)	99.44	175.97	214.33	286.81	374.13
净利润(百万元)	62.19	92.64	102.22	132.75	158.66
增长率(%)	33.03%	48.95%	10.34%	29.87%	19.52%
EPS(元/股)	0.43	0.64	0.71	0.92	1.10
市盈率(P/E)	32.62	21.90	19.85	15.28	12.79
市净率(P/B)	2.83	2.51	2.26	2.00	1.75
EV/EBITDA	15.30	12.05	10.33	9.25	8.60

数据来源:公司公告,国联证券研究所

正文目录

1.	面向中小城市的综合水务服务商.....	4
1.1.	面向中小城市，运营工程协同发展.....	4
1.2.	业绩实现较快增长.....	6
1.	污水处理市场仍有较大潜力.....	7
1.1.	“十三五”投资额空间较大，后三年污水处理投资有望加快.....	7
1.2.	千亿元村镇污水市场快速释放.....	9
2.	深耕核心区域拓展新兴区域，运营工程共发展.....	10
2.1.	核心管理团队经验丰富，公司注重技术研发和创新.....	10
2.2.	18年收购南资环保，进一步增强工业水市场竞争力.....	12
2.3.	深耕核心区域，积极拓展新兴区域，订单增长较快.....	14
2.4.	运营业绩稳健增长，在手项目充裕.....	16
3.	关键假设及盈利预测.....	18
3.1.	核心假设.....	18
3.2.	盈利预测及评级.....	19
4.	风险提示.....	20

图表目录

图表 1: 公司主要业务介绍.....	4
图表 2: 公司获得广泛的行业认可.....	4
图表 3: 实际控制人徐国栋控制公司 28.71% 股份.....	5
图表 4: 控股股东布局多个环保领域.....	5
图表 5: 公司近三年营收较快增长.....	6
图表 6: 公司近三年利润较快增长.....	6
图表 7: 公司盈利能力较为稳定.....	6
图表 8: 公司期间费用率相对稳定.....	6
图表 9: 公司近几年业务构成情况.....	7
图表 10: 公司 18 年营收构成以华北、华中为主.....	7
图表 11: 住建部“十二五”及“十三五”规划污水处理设施投资额 (亿元).....	7
图表 12: “十三五”后半段城市年新增污水处理能力复合增长率 6.7%.....	8
图表 13: “十三五”后半段县城年新增污水处理能力复合增长率 37.7%.....	8
图表 14: 行政村污水处理发展状况.....	9
图表 15: 公司核心管理团队具备丰富的环保行业经验.....	10
图表 16: 公司研发费用/营收比重 3% 左右.....	11
图表 17: 公司核心专有技术.....	11
图表 18: 公司拥有较齐全的经营资质.....	12
图表 19: 南资环保已为多家知名公司提供污水处理项目服务.....	13
图表 20: 南资环保近几年业绩保持较快增长.....	13
图表 21: 18 年以来公司公告中标的工程类项目.....	14
图表 22: 18 年以来公司公告中标的投资类项目.....	15
图表 23: 近几年工程类订单实现高速增长.....	16
图表 24: 公司运营中的主要项目.....	17
图表 25: 运营业务稳健，上市以来有加速态势.....	17
图表 26: 公司在建/筹建中的运营项目 (进度截至 19 年 6 月底).....	18
图表 27: 公司营收及毛利预测 (亿元).....	18
图表 28: 可比公司估值对比 (2019.11.04).....	19

图表 29：公司历史 PE (TTM) 变化.....	19
图表 30：财务预测摘要.....	21

1. 面向中小城市的综合水务服务商

1.1. 面向中小城市，运营工程协同发展

公司是一家主要面向中小城市、工业园区及工业客户，以水务、污水及其伴生的污泥治理设施的投资运营、系统集成、受托管理、技术服务为核心的综合水务服务商。

公司多年发展中逐步建立了运营服务、环境基础设施建造服务、环境综合治理服务、技术产品销售相结合的经营模式，既考虑了业绩快速增长和现金流快速回笼的短期目标，也为未来业绩持续稳定增长和现金流持续好转的中长期战略奠定基础。

图表 1：公司主要业务介绍

业务领域	业务介绍
城镇污水处理	通过投资运营、委托运营等不同形式，帮助客户实现城镇、农村污水处理设施的达标排放和稳定运行
工业园区及工业污水处理	为工业园区内企业在生产过程中产生的污水和废液提供服务，为工业企业在工业生产中排放各类工业废水提供的污水处理服务
污泥处理处置	通过污泥处理设施的建造、设备集成、项目管理，协助客户对污泥进行浓缩、调质、脱水、稳定、干化等处理，实现污泥减量化、稳定化、无害化等目标
综合环境治理	为客户提供区域环境改善、黑臭水体治理、流域水环境治理、地下水治理以及海绵城市等环境综合服务

来源：公司公告，国联证券研究所

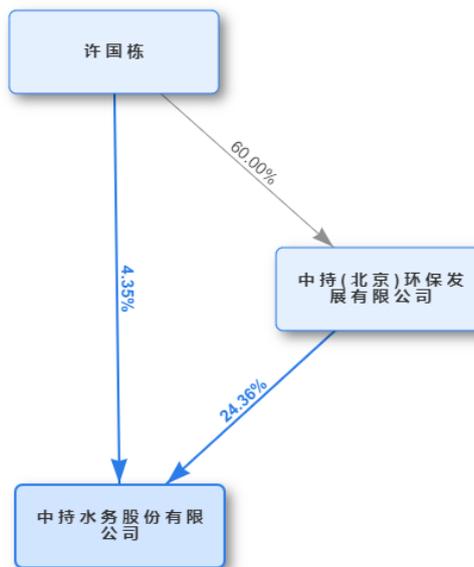
图表 2：公司获得广泛的行业认可

年份	荣誉	评选机构
2016	“环保优秀品牌企业”	中国环境报
2015	“2014 年中小城镇污水运营服务年度领跑企业”	中国水网
2014	“未来之星”2014 年度最具成长性的新兴企业	中国企业家
2014	“企业信用评价 AAA 级信用企业”	中国环境保护产业协会
2013	中持(北京)水务运营有限公司被评为“2012 年中国环境保护产业协会骨干企业”。	中国环保协会
2013	“2013 年中小城镇水环境服务年度标杆企业”	中国水网
2013	2013（第七届）中国创业投资价值榜“潜力企业 TOP20 强”	纵横联合国 CCTV 证券资讯频道 NBD 每日经济新闻
2012	“2012 年度中国水业“最具影响力服务企业”	中国水网
2012	2012 年度“水之星”“最具成长力水务企业奖”	中国水利学会、中国水博会组委会。
2011	“中国水业优秀服务机构”	中国水网

来源：公司官网，国联证券研究所

实际控制人为许国栋，实际控制公司 28.71%股份。公司控股股东为中持（北京）环保发展，持有公司 24.36%股份，控股股东除公司外，布局了多个水务之外的环保业务。实际控制人许国栋行业经验丰富，1992 年许国栋带领其团队成员创立北京建工金源环保发展有限公司，建工金源提出“交钥匙工程”建设服务理念，其后十余年间，建工金源一直是环保行业中最有影响力的企业之一，2008 年，许国栋及其团队创立中持环保。

图表 3：实际控制人徐国栋控制公司 28.71%股份



来源：Wind，国联证券研究所

图表 4：控股股东布局多个环保领域



来源：互联网资料，国联证券研究所

公司上市当年便推出限制性股权激励，向 34 名中层及高管人员授予 91.80 万股公司限制性股票，占激励计划草案公告时公司股本总额 10,243.80 万股的 0.90%，授予价格为 23.96 元/股，复权后为 16.98 元/股。股权激励有效地将股东利益、公司利益和员工利益结合在一起，使各方共同关注公司的长远发展。

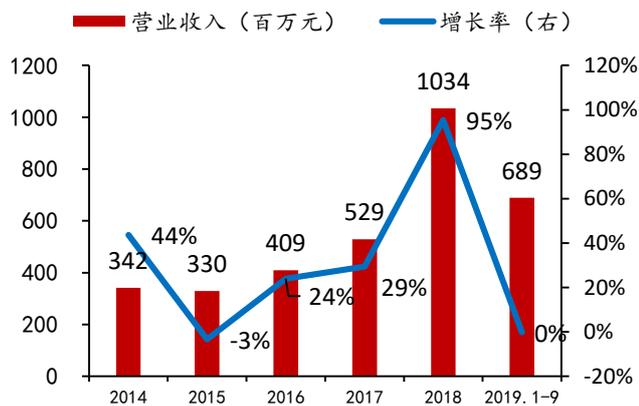
1.2. 业绩实现较快增长

公司近几年业绩实现较快增长，16-18 年营收增长率分别为 24%、29%及 95%，归母净利润增长率分别为 3%、33%及 49%，19 年由于公司主动放弃风险较大、收益较低的项目，前三季度收入及利润释放放缓。

公司盈利能力比较稳定，近几年毛利率有波动但整体位于 30%上下，19 年前三季度甚至达到 36.4%，净利率水平保持在 10%以上。费用率相对稳定。

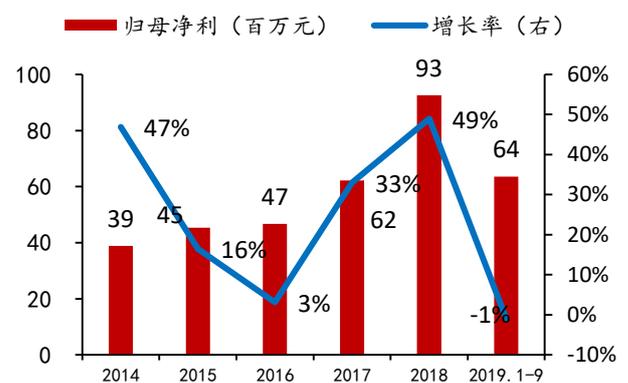
近几年运营业绩相对稳健，工程类业务明显提升。业务构成方面，公司 2018 年营收中 EPC 业务占比最大为 60%，运营业务占比为 22%，公司主要营收区域为华北及华中，营收占比分别为 51%、26%。

图表 5：公司近三年营收较快增长



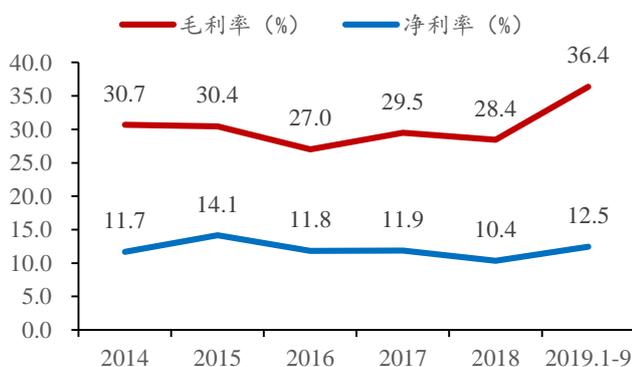
来源：Wind，国联证券研究所

图表 6：公司近三年利润较快增长



来源：Wind，国联证券研究所

图表 7：公司盈利能力较为稳定



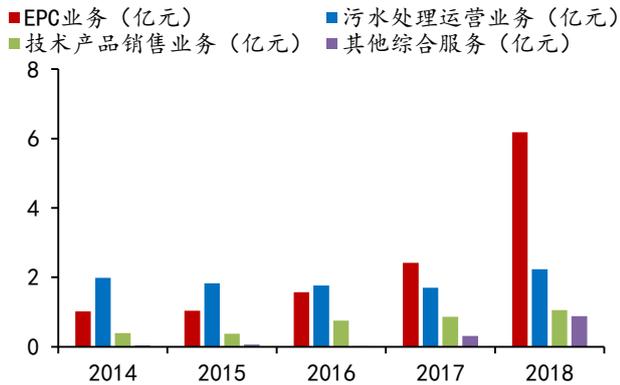
来源：Wind，国联证券研究所

图表 8：公司期间费用率相对稳定



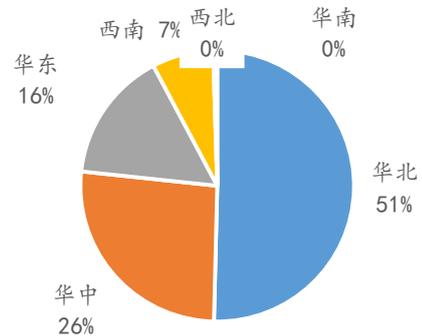
来源：Wind，国联证券研究所

图表9：公司近几年业务构成情况



来源：Wind，国联证券研究所

图表10：公司18年营收构成以华北、华中为主



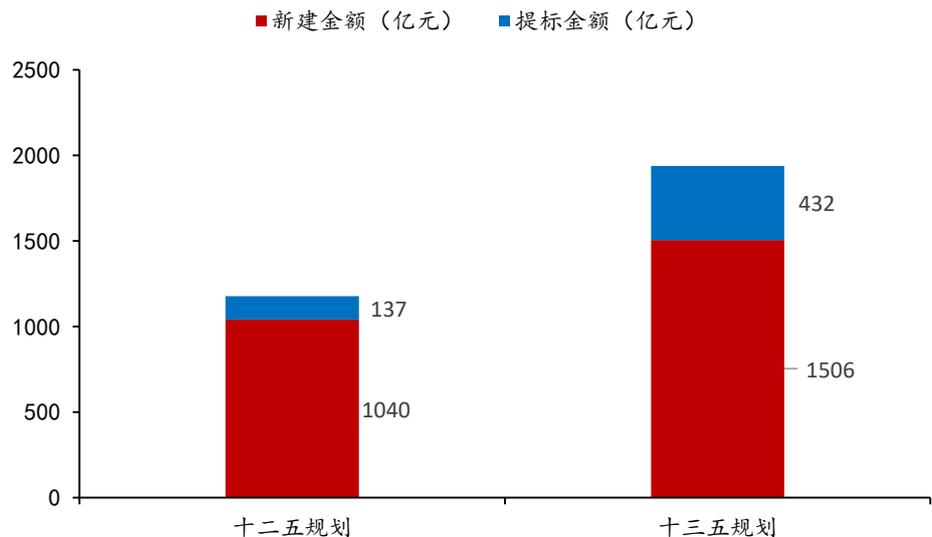
来源：Wind，国联证券研究所

2. 污水处理市场仍有较大潜力

2.1. “十三五”投资额空间较大，后三年污水处理投资有望加快

十三五城镇污水建设市场两千亿。根据住建部规划，“十三五”期间城镇污水新建设施及提标改造预计将分别投资 1505.96 及 431.89 亿元，而此前“十二五”规划分别为 1040 及 137 亿元，总的投资额增长 64.6%。

图表11：住建部“十二五”及“十三五”规划污水处理设施投资额（亿元）

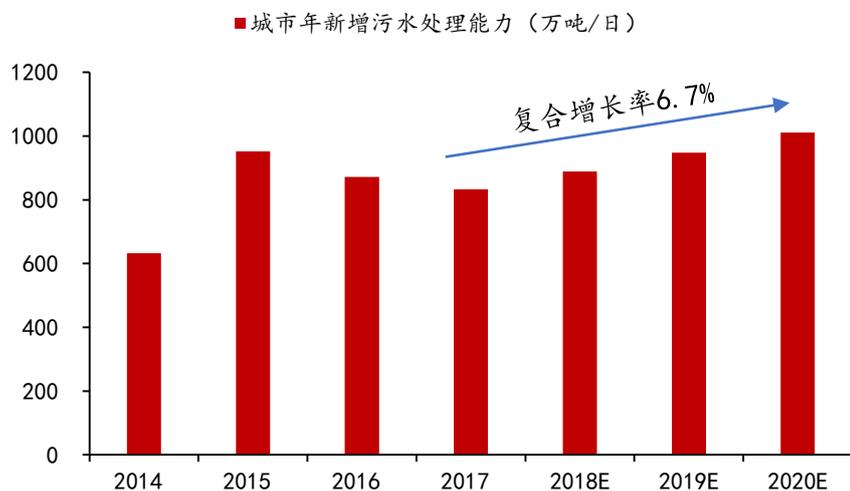


来源：住建部，发改委，国联证券研究所

“十三五”后半段城市年新增污水处理能力复合增长率 6.7%。根据“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划，“十三五”期间规划城市新增污水处理设施

2955.9 万立方米/日，根据住建部数据，截止到 2017 年底，全国设市城市污水处理厂处理能力为 16743 万立方米/日，距离 2020 年规模目前缺口在 2846 万立方米/日，预计“十三五”最后三年城市年新增污水处理能力复合增长率 6.7%。

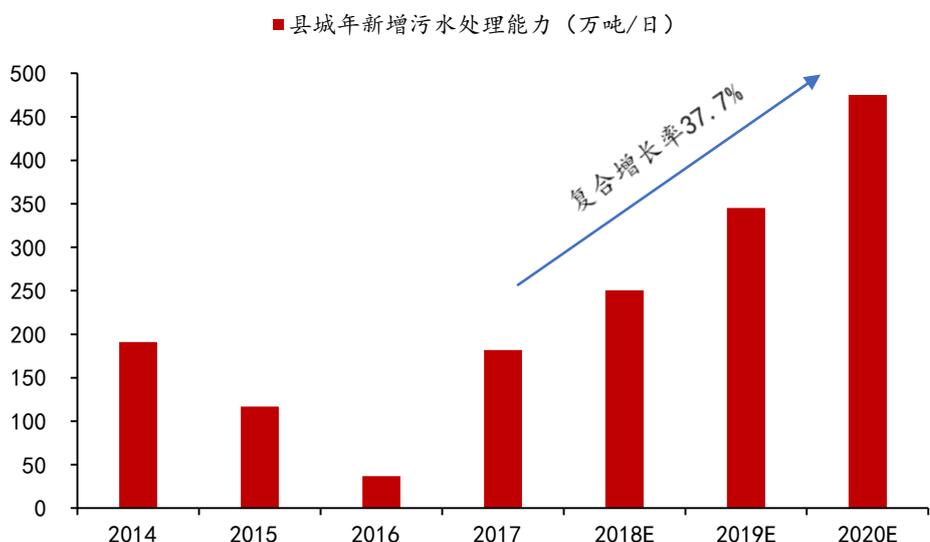
图表 12：“十三五”后半段城市年新增污水处理能力复合增长率 6.7%



来源：住建部，发改委，国联证券研究所整理

“十三五”后半段县城年新增污水处理能力复合增长率 37.7%。根据“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划”，“十三五”期间规划县城新增污水处理设施 1071 万立方米/日，根据住建部数据，截止到 2017 年底，全国县城污水处理厂处理能力为 3218 万立方米/日，距离 2020 年规模目前缺口在 1071 万立方米/日，预计“十三五”最后三年县城年新增污水处理能力复合增长率 37.7%。

图表 13：“十三五”后半段县城年新增污水处理能力复合增长率 37.7%



来源：住建部，发改委，国联证券研究所整理

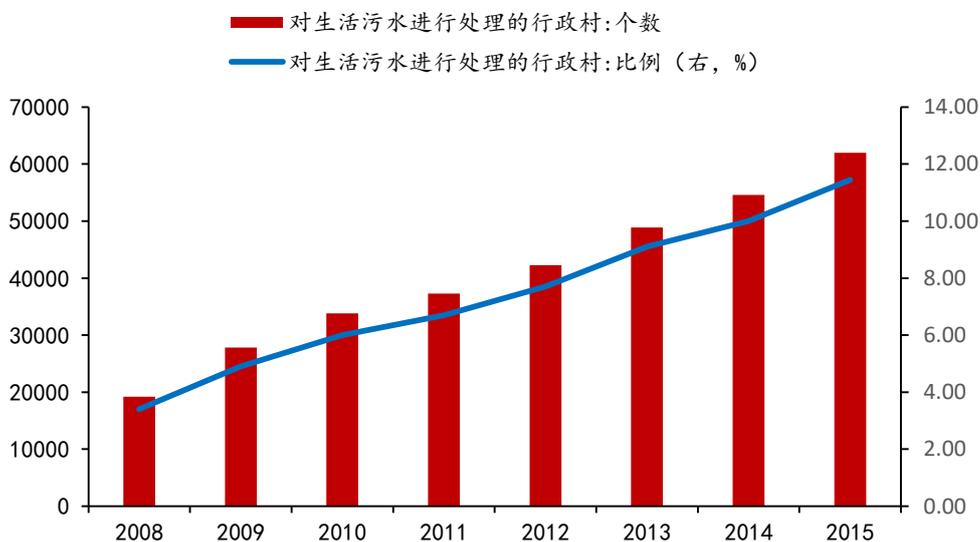
污水提标改造空间较大。当前国家对污水处理厂的排放标准逐步提高，越来越多的城市污水处理厂排放标准由原来的《城镇污水处理厂污染物排放标准》GB18918-2002 中的二级、一级 B 标准提升为一级 A 或者更高标准。为达到更高的排放标准，污水处理厂的提标改造迫在眉睫。根据“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划，“十三五”期间全国城镇规划提标改造 4220.1 万立方米/日。根据“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划，“十二五”期间全国城镇规划完成提标改造 2611 万立方米/日，而根据 E20 数据，实际完成改造规模仅为 254 万立方米/日。

2.2. 千亿元村镇污水市场快速释放

目前绝大多数行政村生活污水还没有进行处理。据住建部数据，截止到 2015 年底，全国对生活污水进行处理的行政村个数为 61995 个，占国内行政村比例为 11.44%。

市场空间海量。按照相关设计标准及参考梅安森等项目资料，假设每村生活污水设施新建投资金额为 100 万元，其中 80 万元为管网建设，20 万元为处理设备。按照全国 54 万个行政村，已进行 61995 个统计，则未来潜在建设空间在约 4780 亿元。

图表 14：行政村污水处理发展状况



来源：住建部，国联证券研究所

进行村镇污水治理是美丽乡村建设及流域治理的需要。目前中央在推动美丽乡村计划，从 2015 年开始，内涵从旅游扩展到人居环境等。目前美丽乡村首推人居环境。农村环保的定位从基础设施建设拓展到农村供给侧改革，由各级政府买单，形成了资金投入的趋势。同时 2015 年农村人口 60346 万人，城镇人口 77116 万人，农村生活污水大部分未经处理，预计 COD 贡献率大幅高于城镇生活污水。目前城市污水处理率已经超过 90%，但由于农村污水处理绝大多数还未经处理，为了满足流域水质的整体提升，农村污水必须得到有效解决以便从源头削减污染物。

规划提速，市场空间 1300 亿元。2015 年农村生活污水治理试点示范工作在全国梯次推开。采取城镇管网延伸，集中处理和分散处理等多种方式，加快农村生活污水治理和改厕。17 年 2 月份，环保部、财政部联合发布《全国农村环境综合整治“十三五”规划》，规划到 2020 年，新增完成环境综合整治的建制村 13 万个。按照上述估算方法，“十三五”期间农村污水处理设施建设空间在 1300 亿元左右。

3. 深耕核心区域拓展新兴区域，运营工程共发展

3.1. 核心管理团队经验丰富，公司注重技术研发和创新

公司核心管理团队成员从事生态环境保护产业平均超过 26 年，积累了丰富的服务和管理经验，对产业发展趋势和客户需求动向具有较深的理解和较强的洞悉能力，为公司持续创新服务模式、提升服务品质、应对中小城市污水处理领域的新挑战奠定了基础。

图表 15：公司核心管理团队成员具备丰富的环保行业经验

名称	现任公司职务	行业内主要履历
许国栋	董事长	北京市华晖环保总经理；北京建工金源环保总经理
邵凯	董事，总经理	教授级高工；北京晓清环保设计院院长；北京美华博大环境执行总经理；北京建工金源副总工
张翼飞	董事、副总	北京市华晖环保工程部经理；北京建工金源环保技术总监、副总
孙召强	副总	北京晓清环保主任；北京永新环保经理；北京建工金源环保经理
朱向东	副总	北京城市排水集团高碑店污水厂、酒仙桥污水厂厂长
王志立	副总	桑德环境工程总经理；中国环保产业有限公司总经理
喻正昕	副总	北京建工金源环保运营事业部经理；

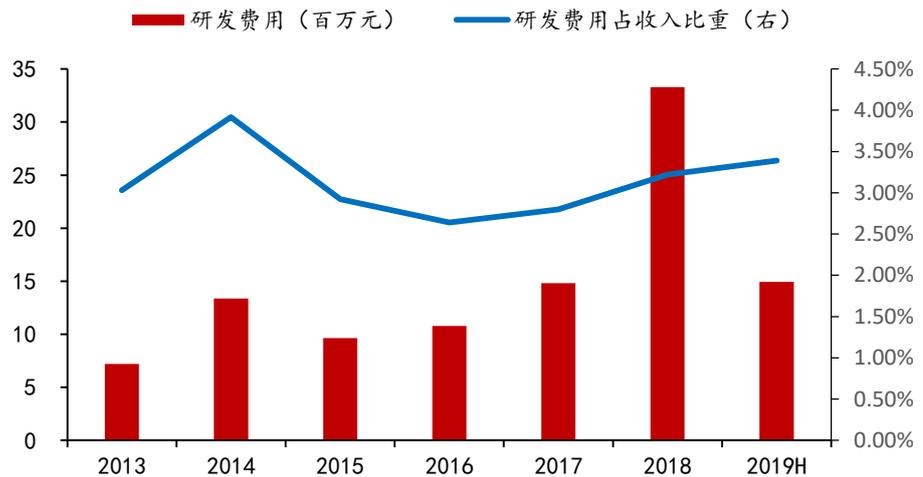
来源：招股书，国联证券研究所

公司注重技术研发和创新，追求技术领先。多年来公司研发费用占营收比为 3% 左右，属于行业较好水平。截至目前，公司及公司子公司拥有“反硝化深床滤池碳源智能精密投加系统”、“有机废弃物好氧发酵滚筒供气系统及方法”等 105 项专利技术和 14 项软件著作权，以及工业废水深度处理 Advanguard 技术、第二代改良型 BAF 技术、SG-MixerDrum®污泥碱性稳定干化处理技术、TSBP®市政污泥分级分相厌氧消化技术、SG-DACT®滚筒动态好氧高温发酵技术等专有技术，多项技术列入国家重点环境保护实用技术名录。除此之外，公司研发团队承担了国家 863 计划“污水处理全过程监控的智能传感器系统研制”课题、北京市科学技术委员会“上旋流新型厌氧反应器装备研发与工程应用”课题、国家“十二五”水专项“行业工业园区综合环境建设管理服务模式创新及工程示范”子课题等，公司技术创新优势得到广泛认可。

公司在先进技术应用、技术集成模式创新等方面亦走在行业前列。公司积极推行

城乡生态综合体模式，以污水处理概念厂为核心，将污水处理厂及其周边生态环境的建设进行统筹规划，以实现污水处理设施与环境建设协调发展的模式。公司已将该模式应用于睢县第三污水处理厂，并将进一步应用于宜兴城市污水资源概念厂项目。该模式将应用全球最新理念和最先进技术，实现污水处理厂从城市“负资产”向“正资产”的跨越，将污水厂变为资源厂，在多方面产生积极的示范和引领作用。

图表 16：公司研发费用/营收比重 3%左右



来源：住建部，国联证券研究所

图表 17：公司核心专有技术

序号	资质名称	成熟程度	业务范围
1	工业废水深度处理 Advanguard 技术	大量应用	广泛适用于石油化工、纺织印染、钢铁、煤化工等工业废水的深度处理中
2	第二代改良型 BAF 技术	大量应用	用于工业污水的深度处理和市政污水的提标改造
3	SG-MixerDrum® 污泥碱性稳定干化处理技术	大量应用	
4	市政污泥分级分相厌氧消化技术	推广应用	污泥处理技术，入选 2014 年国家重点环境保护实用技术名录（第一批）
5	SG-DACT® 滚筒动态好氧高温发酵技术	推广应用	

来源：公司公告，国联证券研究所

公司拥有较为齐全的经营资质，可以较好的满足公司在中小城市的业务需求。工程领域，具备市政公用工程施工总承包贰级资质及环保工程专业承包贰级资质，可分别承担 10 万吨/日及以下污水处理工程等及污染修复工程、生活垃圾处理处置工程中中型以下及其他小型环保工程的施工，运营领域，具备城镇集中式污水处理设施运营服

务一级及工业废水处理设施运营服务一级资质，可分别承担生活污水及工业废水处理设施的运行。

图表 18：公司拥有较齐全的经营资质

序号	资质名称	有效期	业务范围
1	环境服务认证证书 (城镇集中式污水处理设施运营服务一级)	2018年4月28日 -2021年4月28日	生活污水处理设施运行
2	中国环境服务认证证书(工业废水处理设施运营服务一级)	2019年2月12日 -2022年2月12日	工业废水处理设施运行
3	建筑业企业资质证书 (市政公用工程施工总承包贰级)	2016年2月3日- 2021年2月2日	可承担10万吨/日及以下污水处理工程等
4	建筑业企业资质证书 (环保工程专业承包贰级)	2016年2月3日- 2021年2月2日	可承担污染修复工程、生活垃圾处理处置工程中型以下及其他小型环保工程的施工
5	安全生产许可证	2016年8月8日- 2019年8月7日	建筑施工

来源：公司公告，住建部，国联证券研究所

3.2. 18年收购南资环保，进一步增强工业水市场竞争力

公司18年4月以现金2.52亿元收购南资环保的60%股权，进一步增强公司在工业园区及工业污水处理领域的技术实力。南资环保原股东承诺2018年度、2019年度承诺扣非归母净利润分别为3,300万元、3,800万元，两年合计不低于7,100万元。南资环保18年度实现扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润为4,110.40万元，超额完成2018年度业绩承诺。

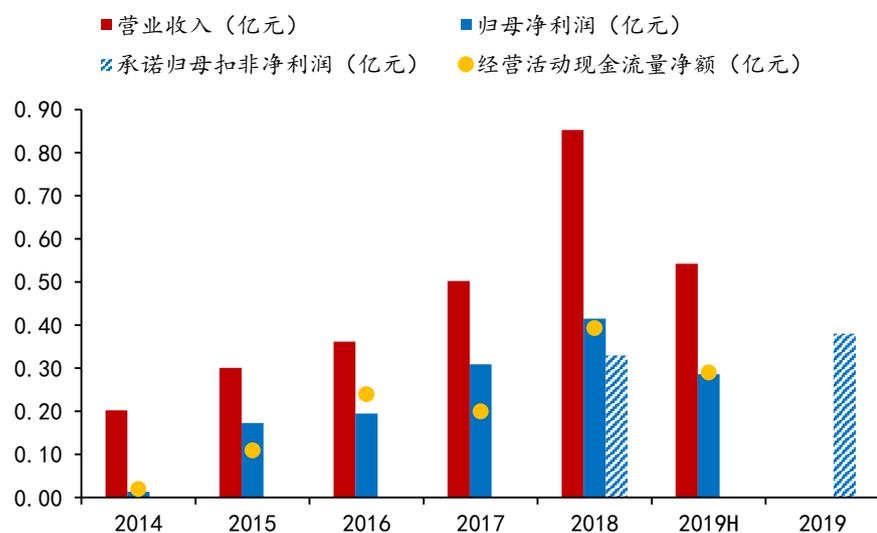
南资环保为新三板退市公司，主营工业废水处理，公司创始人、董事蔡天明现为南京农业大学资源与环境科学学院教授，陈立伟现为南京农业大学资源与环境科学学院副教授，在环境保护领域拥有丰富的研究和工程应用经验。依托于自身高新技术和不断创新能力，南资环保目前已为在农药化工、医药化工、溶剂类、光伏产业等多个行业的上市公司、知名企业等实施了几十项研发咨询、项目建设和设施运营等，为高端客户提供一揽子问题解决方案，全面解决客户水污染问题，在行业内取得了很好的声誉。

图表 19：南资环保已为多家知名公司提供污水处理项目服务

领域	公司名称	项目名称	规模 (吨/天)
农药	长青股份 (002391)	中闸厂区农药化工废水处理	4000
	长青股份 (002391)	南通有限公司农药化工废水处理项目	2000
	上海康鹏化学	威耳化工农药废水处理项目	800
	江苏丰山集团有限公司	海洋分公司农药废水处理扩容改造项目	3500
	南通天泽化工有限公司	化工废水处理项目	2700
	江都市宙龙集团公司	粮满仓农化公司废水处理项目	270
	新和成 (002001)	浙江新和成股份有限公司上虞分厂污水处理项目	3000
医药	京新药业 (002020)	上虞京新药业有限公司医药化工废水处理项目	1500
	京新药业 (002020)	广丰县京新药业有限公司 500 吨/年蕙诺沙星项目污水处理项目	400
	健友股份 (603707)	南京健友生物化学制药股份有限公司废水处理项目	-
	海翔药业 (002099)	浙江海翔药业股份有限公司川南厂区 1000 吨/天污水处理项目	1000
溶剂类	江苏华伦化工有限公司	一期和二期污水处理项目	500
	江都市大江化工厂	污水处理项目	270
光伏	赣榆县金山镇产业集聚区	硅片切割废砂浆回收废水集中式处理项目	2000

来源：南资环保官网，国联证券研究所

图表 20：南资环保近几年业绩保持较快增长



来源：Wind，国联证券研究所

过去五年南资环保业绩保持较快增长，且经营活动现金流良好，多年来基本与净利润水平相当。2018年，南资环保利用自身在有毒难降解工业废水处理领域、污泥减量无害化处理等领域的独特技术优势，超额完成业绩承诺，实现净利润 4,197.36 万元，比 2017 年增加 56.67%，毛利率达 66.40%；此外，通过发挥和公司的协同效应，南资环保在 2018 年度进一步扩展运营业务，有利于持续改善营收和利润结构。2019 年上半年南资环保继续实现稳健经营，上半年实现净利润 0.29 亿元，新增合同额 8,000 多万元。

3.3. 深耕核心区域，积极拓展新兴区域，订单增长较快

公司长期深耕中小城市客户，坚持和客户在一起，追求极致的客户体验。通过与客户直接的、高频的互动，客户对公司的感知不断强化。在获得单一业务之后，公司能够继续获得满足客户延伸需求的机会，而且增量业务的获得成本较低，利润空间更大。同时，公司注重区域经营，构建本地化业化的服务团队，通过项目的示范效应，带动区域范围内其他业务的获得。

图表 21：18 年以来公司公告中标的工程类项目

公告时间	项目名称	地区	金额(亿元)
2018.5	廊坊市安次区龙河（东张务闸-冀津断面）水环境综合治理工程项目	河北	0.63
2018.9	兴隆县建龙综合污水处理及回收利用工程项目设计、采购、施工总承包（EPC）二次	河北	0.58
2018.1	襄城县第二污水处理厂扩建项目	河南	0.80
2018.1	兴隆县建龙综合污水处理及回收利用工程项目	河北	0.65
2019.1	汤阴县农村“厕所革命”2018 年 78 个村建设工程施工采购运营总承包	河南	-
2019.1	MFA（奔驰前驱车型）生产辅助设施区二期-污水处理系统项目	北京	0.53
2019.3	廊坊市广阳区龙河及干渠水环境综合治理工程（龙河、九干渠）设计施工总承包	河北	0.86
2019.4	廊坊市安次区老龙河（北昌橡胶坝-东张务闸）水环境综合治理工程设计施工总承包	河北	1.24
2019.5	原阳县产业集聚区污水处理厂建设工程（EPC）项目	河南	-
2019.5	息县第三污水处理厂建设项目一标段（EPC 总承包）	河南	0.77
2019.9	2019 年廊坊市安次区农村生活污水治理工程项目 EPC 工程总承包	河北	0.72

来源：公司公告，国联证券研究所

公司成立至今，深耕经营思路取得了良好的效果。以公司运营项目最为集中的沧州市为例：2010年，公司开始为沧州市下辖县级市任丘市的城东污水处理厂提供托管运营业务，在运营过程中，公司为客户提供专业化服务，实现了污水处理设施的规范化运营。凭借该项目的示范效应，公司陆续取得了沧州市及其下辖县份的多个污水托管运营、投资改造项目。到2016年末，公司在沧州市污水处理运营项目的数量达到8项、总设计规模达到18.13万吨/日。除沧州市以外，公司在河北省其他地区，以及浙江省、河南省等地均实现了成功项目在周边地区的复制，围绕区域中心发展的策略收到良好效果。

在巩固河北、河南、浙江等优势区域的同时，在上海、安徽、山西、陕西等区域，培植成熟区域团队，优化区域和产业链布局，主要通过加强已有团队建设、吸收优秀人才及团队加入、寻求当地合作伙伴等方式。2019年8月预中标新疆项目，总投资6.82亿元，标志着公司在西北区域实现优质水资产业务突破，公司将以此项目为标杆，推动公司在西北区域各项业务的多元发展。

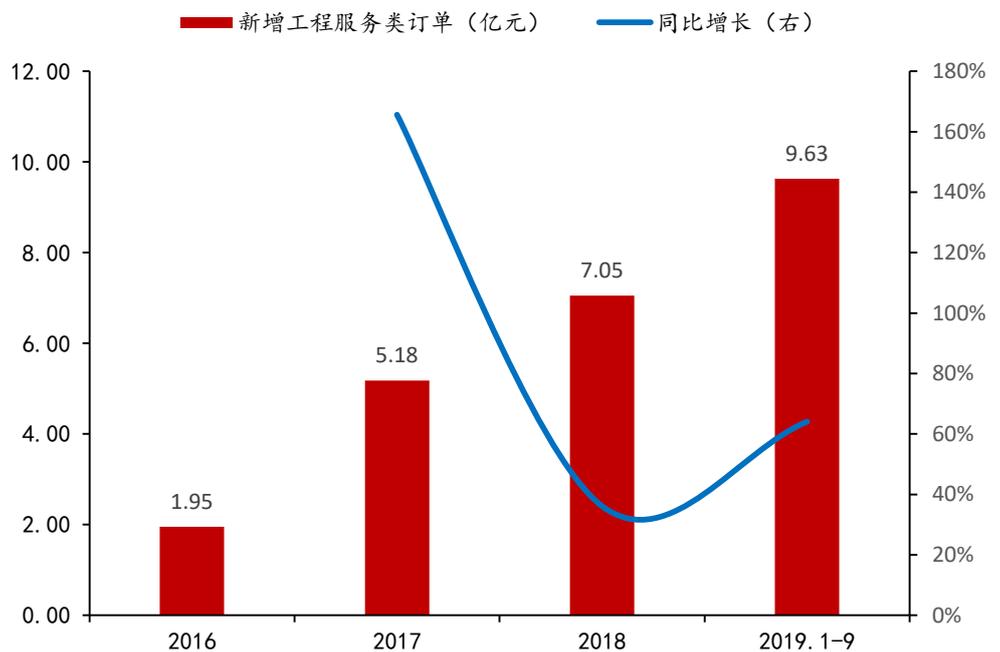
近几年公司工程订单快速增长，18年全年实现工程订单7.05亿元，同比增长36%，2019年1-9月，公司新签订的环境综合治理服务业务、环境基础设施建造服务业务和技术产品销售业务的合同总额为9.63亿元，比去年同期增加3.76亿元，增幅63.89%，同时投资类项目也加快拓展节奏，18、19年分别增加项目5.60亿元、7.88亿元。

图表 22：18 年以来公司公告中标的投资类项目

公告时间	项目名称	地区	项目公司权益比例	项目投资金额 (亿元)
2018.1	睢县水环境整体改善一期工程 PPP 项目	河南	30% (长投)	9.06
2018.1	宁晋县经济开发区 (西城工业园) 污水集中处理厂 PPP 项目	河北	90%	2.8
2018.2	清河经济开发区污水处理厂二期改扩建工程 PPP 项目	河北	95%	0.664
2018.2	任丘市雁翎污水处理厂及排水管网 PPP 项目	河北	100%	1.36
2018.2	肃宁县污水处理厂 TOT 项目	河北	100%	0.80
2019.8	乌鲁木齐市河东污水处理厂及再生水项目改扩建工程 PPP 项目	新疆	51%	6.82
2019.9	清河县碧蓝污水处理厂扩容工程 PPP 项目社会资本方采购	河北	-	1.07

来源：Wind，国联证券研究所

图表 23：近几年工程类订单实现高速增长



来源：公司公告，国联证券研究所

3.4. 运营业绩稳健增长，在手项目充裕

运营服务业务主要指采取投资运营或委托运营等方式，在特定或不特定期限及区域内为客户提供的环境治理服务，具体模式包括 BOT、ROT、TOT、OM 等。

截至 19 年 6 月底，公司已签订合同的运营类项目共 45 个，其中城镇污水处理运营项目 24 个，工业园区及工业污水处理运营项目 19 个，污泥处理处置运营项目 2 个。目前投资及受托运营三十余座污水处理厂，设计运营能力超过每日 100 万立方米，技术上覆盖了常规的污水处理工艺流程，涉及市政工程和石油、化工、汽车、印染、电镀以及皮革等多种工业行业，项目主要分布于河北、河南及浙江。

公司运营业务业绩保持相对稳健，上市后公司资金较为充裕，新增项目投运速度加快，业绩明显提速，18 年运营业务营收 2.23 亿元，同比增长 31%。

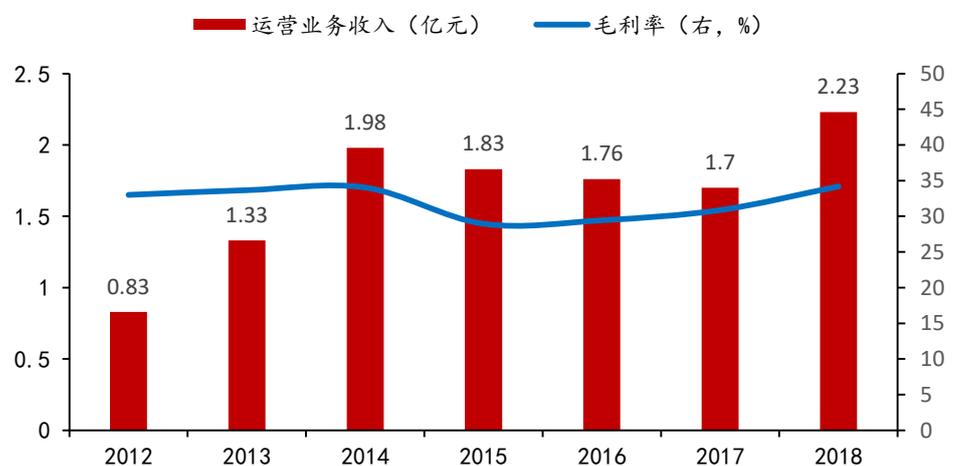
同时公司目前在建/筹建运营项目日均设计处理规模超过 20 万吨，总投资额超过 13 亿元，超过目前已投运资产规模（约 8 亿元），未来随着项目建成并投入运营后，将显著提升公司整体运营规模，有助于公司运营服务业务进一步发挥规模效应。

图表 24：公司运营中的主要项目

省份	项目名称	合同类型	签约时间	设计规模 (万吨/日)	投运年份
河南	沁阳市第三污水处理厂	BOT	2011.6	8	早期
浙江	常山鑫宏电镀有限公司电镀废水处理回用工程	BOT	2013.5	0.3	15
浙江	江山市第二污水处理厂一期工程	BOT	2013.5	6	15
河南	博爱县污水处理厂	ROT	2013.4	5	早期
河南	义马市第一污水处理厂	ROT	2013.5	5	早期
浙江	东阳市污水处理厂提标改造	ROT	2014.3	8.9	16
河北	清河县碧蓝污水处理厂	ROT	2015.3	2.2	16
河北	清河县洗绒洗毛集中区工业污水处理站	ROT	2015.3	0.6	16
河北	清河经济开发区污水处理厂	ROT	2015.3	2	16
河北	献县清源污水处理厂改扩建 (PPP) 项目	ROT	2016.6	4.5	18
河北	义马市第一污水处理厂二期项目	ROT	2016.9	5	17
河南	任丘市城东污水处理厂 PPP 项目	TOT	2017	5	17
河北	宁晋县经济开发区 (西城工业园) 污水集中处理 PPP 项目	PPP	2018	4	18
河北	肃宁县污水处理厂	TOT	2018	4	18

来源：公司公告，国联证券研究所

图表 25：运营业务稳健，上市以来有加速态势



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 26：公司在建/筹建中的运营项目（进度截至 19 年 6 月底）

省份	项目名称	项目总预算(万元)	项目进度
江苏	宜兴污水处理概念厂暨城市生态综合体项目	30,579	6.86%
河北	正定高新技术产业开发区污水处理厂（一期）PPP 项目	6,643	90.93%
河南	安阳广润产业园污水处理厂项目	3,950	69.69%
河北	清河经济开发区污水处理厂二期改扩建工程政府与社会资本合作（PPP）项目	5,958	3.60%
河北	任丘市雁翎污水处理厂及排水管网 PPP 项目-城南污水处理厂	5,165	30.95%
河北	清河县碧蓝污水处理厂扩容工程 PPP 项目社会资本方采购	10,723	19 新承接
新疆	乌鲁木齐市河东污水处理厂及再生水项目改扩建工程 PPP 项目	68,186	19 新承接
合计		131,204	

来源：公司公告，国联证券研究所

4. 关键假设及盈利预测

4.1. 核心假设

1、假定 20、21 年持续新增经营类项目

图表 27：公司营收及毛利预测（亿元）

		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
EPC 业务	收入	2.42	6.18	5.91	8.49	10.49
	增长率		155%	-4%	44%	24%
	毛利率（%）	23.61	22.59	22.59	22.59	22.59
污水处理运营	收入	1.7	2.23	3.12	3.60	4.66
	增长率		31%	40%	16%	29%
	毛利率（%）	30.87	34.18	37.44	37.99	39.56
技术产品销售	收入	0.86	1.05	1.00	1.44	1.78
	增长率		22%	-4%	44%	24%
	毛利率（%）	36.67	38.02	38.02	38.02	38.02
其他综合服务	收入	0.31	0.88	0.84	1.21	1.49
	增长率		184%	-4%	44%	24%
	毛利率（%）	47.59	43.47	43.47	43.47	43.47
合计	收入	5.29	10.34	10.87	14.74	18.43
	增长率		95%	5%	36%	25%
	毛利率（%）	29.47	28.43	29.89	29.57	30.07

来源：Wind，国联证券研究所

2.假设正定项目及安阳项目 19 年下半年投运，清河项目及任丘项目 20 年投运，乌鲁木齐项目 21 年投运，委托运营业务保持稳步增长

3、假定投资类业务及委托运营业务各自毛利率稳定，运营业务综合毛利率提升

4、假定公司年新增工程订单增长，19 年由于公司主动放弃风险较大、收益较低的项目，预计收入略微下滑，20 年、21 年重回增长轨道

5、假定技术产品销售及其他综合服务增长幅度同 EPC 业务。

6、假设工程类业务、技术产品销售及其他综合服务类业务毛利率稳定。

4.2. 盈利预测及评级

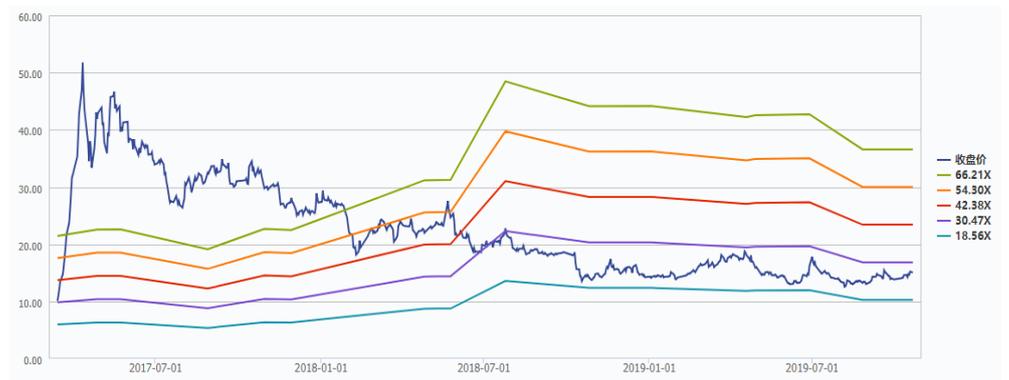
给予“推荐”评级。预计公司 19-21 年实现归母净利润分别为 1.02 亿元、1.33 亿元、1.59 亿元，对应 EPS 分别为 0.71 元、0.92 元及 1.10 元，对应目前股价 PE 分别为 20、15 及 13 倍，低于可比公司平均估值，且处于历史较低位置，考虑到公司增长潜力较大，未来在市政污水处理及工业废水市场发展空间广阔，首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表 28：可比公司估值对比 (2019.11.04)

证券代码	公司名称	当前股价 (元)	总市值 (亿元)	每股收益预测 (元)			动态市盈率		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
300692	中环环保	13.01	20.82	0.52	0.67	0.83	24.89	19.42	15.77
300631	久吾高科	17.22	18.18	0.59	0.75	0.83	28.98	22.82	20.74
603200	上海洗霸	21.42	21.70	1.04	1.28	1.55	20.67	16.68	13.83
300425	环能科技	4.59	31.03	0.20	0.20	0.22	23.51	22.49	21.11
	平均						24.85	19.64	16.78
603903	中持股份	14.03	20.29	0.71	0.92	1.10	19.85	15.28	12.79

来源：Wind，国联证券研究所（除公司外，可比公司选用 Wind 一致预测）

图表 29：公司历史 PE (TTM) 变化



来源：Wind，国联证券研究所

5. 风险提示

毛利率下滑风险。

市场推进速度不及预期。

项目推进不及预期。

政策性风险。

图表 30：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	157.30	238.63	163.05	221.10	276.45	营业收入	529.29	1034.0	1087.0	1474.0	1843.0
应收账款+票据	289.73	493.47	580.54	524.89	657.81	营业成本	373.31	740.00	762.10	1038.1	1288.8
预付账款	5.06	17.42	5.73	25.80	13.34	营业税金及附加	3.10	5.16	5.43	7.36	9.20
存货	218.77	155.75	229.95	295.46	356.82	营业费用	16.93	19.69	20.70	28.07	35.10
其他	36.06	44.56	44.56	44.56	44.56	管理费用	59.53	70.66	86.96	125.29	156.66
流动资产合计	706.92	949.84	1023.8	1111.82	1348.9	财务费用	7.71	36.73	44.07	55.49	91.09
长期股权投资	119.96	154.17	157.77	162.09	167.27	资产减值损失	10.36	22.03	15.00	18.00	21.60
固定资产	2.89	15.09	-1.33	-11.24	-25.25	公允价值变动收	0.00	-0.16	0.16	0.00	0.00
在建工程	45.56	127.13	137.13	137.13	137.13	投资净收益	1.89	3.04	3.60	4.32	5.18
无形资产	318.60	624.66	779.59	1195.7	1785.0	其他	12.92	-20.89	-24.02	-27.63	-31.77
其他非流动资产	150.88	531.33	529.63	527.94	527.94	营业利润	73.16	121.74	132.49	178.35	213.96
非流动资产合计	637.89	1452.3	1602.8	2011.6	2592.1	营业外净收益	2.13	1.58	2.00	2.00	2.00
资产总计	1344.8	2402.2	2626.6	3123.4	3941.1	利润总额	75.29	123.32	134.49	180.35	215.96
短期借款	96.70	391.10	238.29	317.46	399.40	所得税	12.35	16.26	19.61	26.40	31.62
应付账款+票据	162.20	389.60	506.99	436.77	517.90	净利润	62.94	107.05	114.88	153.94	184.34
其他	167.32	265.06	276.70	290.66	307.42	少数股东损益	0.74	14.42	15.47	20.73	24.82
流动负债合计	426.22	1045.7	1021.9	1044.8	1224.7	归属于母公司净	62.19	92.64	99.41	133.21	159.52
长期带息负债	50.80	297.19	437.19	767.19	1217.1	主要财务比率					
长期应付款	79.87	112.13	112.13	112.13	112.13		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
其他	60.99	74.61	79.01	83.84	105.14	成长能力					
非流动负债合计	191.66	483.92	628.32	963.16	1434.4	营业收入	29.37	95.36%	5.12%	35.60%	25.03%
负债合计	617.88	1529.6	1650.3	2008.0	2659.1	EBIT	31.44	85.17%	15.53%	30.08%	26.87%
少数股东权益	10.23	64.94	80.41	101.14	125.97	EBITDA	20.07	76.95%	21.80%	33.82%	30.44%
股本	103.34	103.34	103.34	103.34	103.34	归属于母公司净	3.14%	48.95%	10.34%	29.87%	19.52%
资本公积	410.78	419.37	419.37	419.37	419.37	获利能力					
留存收益	202.58	284.89	373.21	491.56	633.29	毛利率	29.47	28.44%	29.89%	29.57%	30.07%
股东权益合计	726.93	872.54	976.33	1115.41	1281.9	净利率	11.89	10.35%	10.87%	10.41%	9.95%
负债和股东权益总	1344.8	2402.2	2626.6	3123.4	3941.1	ROE	8.68%	11.47%	11.38%	13.06%	13.71%
						ROIC	12.77	16.47%	9.98%	11.59%	11.03%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债	45.95	63.68%	62.85%	64.41%	67.64%
净利润	61.01	104.11	109.42	147.92	177.46	流动比率	1.66	0.91	1.00	1.05	1.08
折旧摊销	17.57	24.36	38.18	57.48	83.08	速动比率	1.06	0.72	0.73	0.73	0.76
财务费用	11.36	31.81	36.67	47.49	73.09	营运能力					
存货减少	-157.92	72.66	-74.20	-65.51	-61.36	应收账款周转率	1.95	2.18	1.94	2.99	2.95
营运资金变动	-95.71	-222.80	53.65	-20.68	-22.57	存货周转率	1.71	4.75	3.31	3.51	3.61
其它	11.11	35.19	19.40	22.84	42.89	总资产周转率	0.39	0.43	0.41	0.47	0.46
经营活动现金流	-152.59	45.32	183.12	189.54	292.59	每股指标(元)					
资本支出	85.21	259.27	200.00	480.00	680.00	每股收益	0.43	0.64	0.71	0.92	1.10
长期投资	87.90	189.60	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	-1.06	0.31	1.30	1.32	2.04
其他	0.06	0.12	1.86	1.70	1.70	每股净资产	4.96	5.58	6.21	7.03	8.00
投资活动现金流	-173.05	-448.74	-198.14	-478.30	-678.30	估值比率					
债权融资	7.71	509.29	-12.80	409.16	531.94	市盈率	32.62	21.90	19.85	15.28	12.79
股权融资	257.92	28.48	0.00	0.00	0.00	市净率	2.83	2.51	2.26	2.00	1.75
其他	65.57	-44.77	-47.76	-62.35	-90.89	EV/EBITDA	15.30	12.05	10.33	9.25	8.60
筹资活动现金流	331.19	492.99	-60.56	346.81	441.06	EV/EBIT	18.59	13.99	12.64	11.64	11.13
现金净增加额	5.24	89.53	-75.58	58.05	55.35						

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-85603281

上海

国联证券股份有限公司研究所
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元
 电话：021-61649996

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	联系电话
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856
深圳	薛靖韬	18617045210