

## 环保平台引入长期合作方，轨交业务进入爆发期 ——众合科技跟踪报告

买入|维持

### 报告要点:

#### ● 环保业务整合并分阶段引入战投，部分现金回笼更利于公司发展

公司业务分为轨道交通及节能环保两个板块。为优化产业结构，公司把涉及环保业务的子公司（包括苏州科环、海拓环境、达康环境等）统一整合为环保平台——众合环境，并引入上海申能能创为战投，在2019-2021年分三个阶段收购众合环境90%的股权。双方于2019年12月26日达成第一阶段协议：上海申能能创拟以4.608亿元收购众合环境40%的股权（众合环境总作价11.52亿元）。公司环保业务有望获得申能的资源支持，同时上市公司也获得资金回笼，缓解资金压力，有利于公司实现长期可持续发展。

#### ● 自研信号比例攀升带动毛利率提升

公司自主研发的BiTRACON型CBTC信号系统同时具备DTO/UTO无人驾驶和互联互通功能，同时适用于地铁、现代有轨电车、单轨/空轨和市域铁路等多种制式。公司早期与安萨尔多合作，毛利率在20%-25%之间，而自研产品毛利率在40%以上。从2016年公司首次在重庆4号线应用自研产品以来，公司自研信号订单金额占比不断提高，截至目前今年自研信号系统中标金额超过13.92亿元、同比增长166.16%，占今年新增中标金额约63.85%，将带动公司轨道交通信号系统毛利率逐步攀升。

#### ● 轨交信号系统在手订单充足，业绩释放弹性大

公司2015年~2019年信号系统新签订单复合增速40%以上，目前信号系统在手订单40亿元左右。截至目前，公司2019年信号系统累计中标正线项目21.80亿元，较上年同期增长256.26%。按照轨道交通信号系统订单周期3年左右推算，预计2019~2021年公司信号系统进入收入确认高速增长期。由于轨道交通信号系统前期投入较大，且每年投入大量研发费用和财务费用，因而轨交板块的固定费用占比较高，根据我们测算，轨交信号系统收入盈亏平衡点约为10亿元，当收入迈过盈亏平衡点，业绩弹性巨大。

#### ● 盈利预测与投资建议

预计公司2019-2021年将实现营收分别为24.68亿元、28.50亿元、32.49亿元，实现归属母公司股东净利润分别为1.21亿元、1.86亿元、2.74亿元，对应当前的PE分别为30、20和13倍。考虑到公司在手订单充足、轨交业务进入业绩确认加速阶段，给予公司“买入”的投资评级。

#### ● 风险提示

城市轨道交通项目招投标进展不及预期；应收账款等资产减值风险；环保业务整合不及预期。

### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2086	2089	2468	2850	3249
收入同比(%)	73	0	18	15	14
归母净利润(百万元)	60	27	121	186	274
归母净利润同比(%)	155	-55	350	53	47
ROE(%)	2.6	1.2	4.9	7.0	9.4
每股收益(元)	0.11	0.05	0.22	0.34	0.50
市盈率(P/E)	61.03	136.04	30.26	19.73	13.42

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

当前价/目标价: 6.68元/8.5元

目标期限: 6个月

### 基本数据

52周最高/最低价(元): 8.84 / 5.54

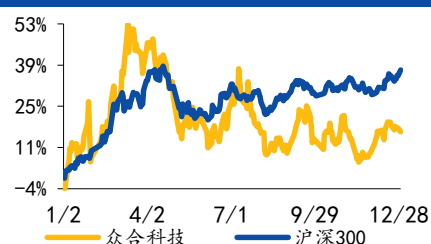
A股流通股(百万股): 453.23

A股总股本(百万股): 549.56

流通市值(百万元): 3027.56

总市值(百万元): 3671.09

### 过去一年股价走势



资料来源: Wind

### 相关研究报告

### 报告作者

分析师 满在朋

执业证书编号 S0020519070001

电话 021-51097188-1851

邮箱 manzaipeng@gyzq.com.cn

联系人 秦亚男

电话 021-51097188-1956

邮箱 qinyanan@gyzq.com.cn

## 目 录

1.环保业务整合并分阶段引入战投 .....	3
1.1 环保业务引入战投，现金回笼利于长期发展 .....	3
1.2 环保业务整合方案 .....	4
1.3 上海申能能创情况 .....	5
2.城轨建设维持高速发展，CBTC 行业规模不断扩大 .....	6
2.1 城市轨道交通建设维持高景气 .....	6
2.2 预计未来 3 年 CBTC 新增需求超 400 亿，复合增速 11% .....	7
2.3 12 家企业同台竞争，头部企业优势显著 .....	7
3.自研信号系统毛利率翻倍，业绩即将进入爆发期 .....	8
3.1 公司轨交信号系统订单大幅增长 .....	8
3.2 公司自研信号比例攀升，带动盈利提升 .....	9
3.3 公司轨交业务产品放量趋势明显，业绩释放弹性大 .....	10
4.盈利预测与投资建议 .....	11
5.风险提示 .....	11

## 图表目录

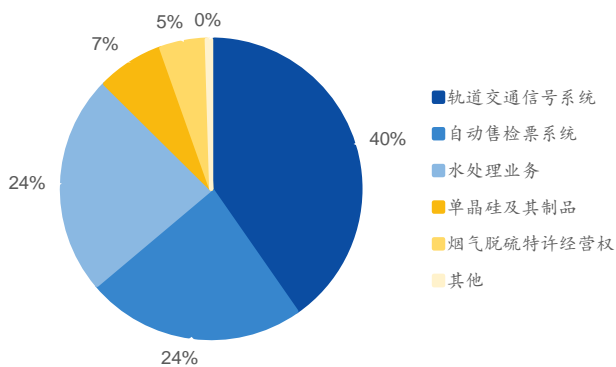
图 1：2019H1 公司主营构成 .....	3
图 2：历年公司主要产品毛利率（%） .....	3
图 3：公司轨道交通业务主要合作伙伴 .....	4
图 4：公司转让环保平台进程规划 .....	4
图 5：公司环保产业平台众合环境的资产情况 .....	5
图 6：上海申能能创股东及实际控制人情况 .....	5
图 7：城轨运营、在建里程稳步增长 .....	6
图 8：地铁为城市轨道交通主要制式 .....	6
图 9：2019 年公司信号系统订单总金额大幅增长 .....	9
图 10：截至 2019 年 Q3 末公司预收账款同比+10.4% .....	9
图 11：公司信号系统自研占比不断提升 .....	10
表 1：2018 年 8 月份以来发改委审批通过的城轨建设规划 .....	6
表 2：规划未来 3 年新增里程超 4000 公里，CBTC 总需求达 419.33 亿元 .....	7
表 3：2016 年-2018 年企业中标率动态发展 .....	8
表 4：2009 年以来公司轨道交通信号系统业务的主要订单（不完全统计） .....	8

## 1. 环保业务整合并分阶段引入战投

### 1.1 环保业务引入战投，现金回笼利于长期发展

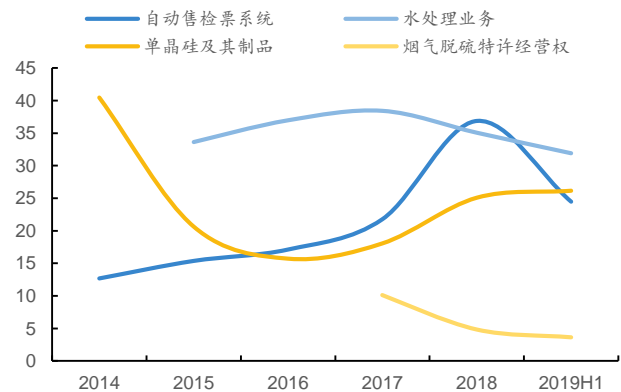
目前公司主营业务可分为轨道交通和节能环保两大板块，形成“智慧交通+节能环保”双轮驱动战略。公司在2003年开始涉足环保行业，并于2006年进军轨交行业。轨道交通板块又可细分为信号系统、自动售检及清分系统（AFC）、机电系统集成、智能高铁、互联网+等业务；节能环保板块可细分为水处理、智慧照明、新材料、大气治理等业务。2019上半年公司轨道交通业务占比63.9%，环保业务占23.5%。

图 1：2019H1 公司主营构成



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 2：历年公司产品毛利率 (%)



资料来源：Wind，国元证券研究中心

环保业务整合并分阶段引入战投，加速现金回笼。2019年9月12日，公司公告拟新设产业战略平台公司——浙江众合达康环境有限公司（以下简称“众合环境”），对水处理等环保类业务体系进行整合，并引入上海申能能创能源发展有限公司（以下简称“上海申能能创”）作为产业合作方，在2019-2021年分阶段转让众合环境不超过90%的股权及其权益。本次引入产业发展合作方，有助于通过产业资源的整合提升现有环保业务的盈利能力，同时优化上市公司资产与产业结构，提升上市公司母公司的资金实力和公司价值，助力公司的可持续发展。

在轨道交通领域，公司为中国领先的，以自研信号系统为核心的轨道交通整体解决方案提供商。公司轨道交通信号系统已覆盖国内14个城市的30条线，其中，公司自研信号系统已覆盖国内10个城市的11条线，且正在以每年70%-80%的速度快速替代进口信号系统。

图 3：公司轨道交通业务主要合作伙伴

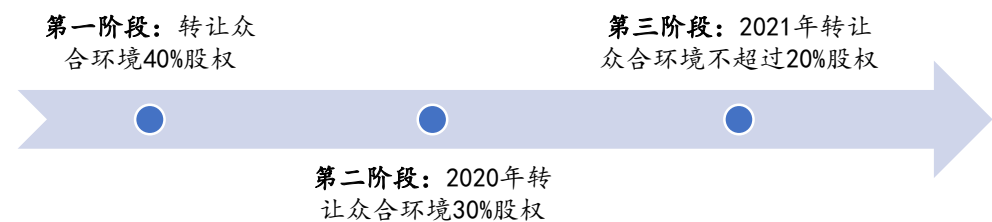


资料来源：公司官网，国元证券研究中心

### 1.2 环保业务整合方案

双方约定分阶段收购众合环境不超过 90% 股权。2019 年 9 月 12 日，公司与上海申能能创签订了《关于环保业务合作框架协议》。根据《框架协议》，上海申能能创将以全现金方式分三阶段收购公司持有的众合环境不超过 90% 股权。（1）第一阶段：上海申能能创收购众合环境 40% 的股权、成为其重要战略性股东。（2）第二阶段：上海申能能创在 2020 年继续收购众合环境 30% 股权或放弃第二阶段收购/全部收购（包括第一阶段收购或后续阶段收购）的自主选择权。（3）第三阶段：如第二阶段完成，公司有权要求上海申能能创在 2021 年继续收购众合环境不超过 20%（含）的股权。

图 4：公司转让环保平台进程规划

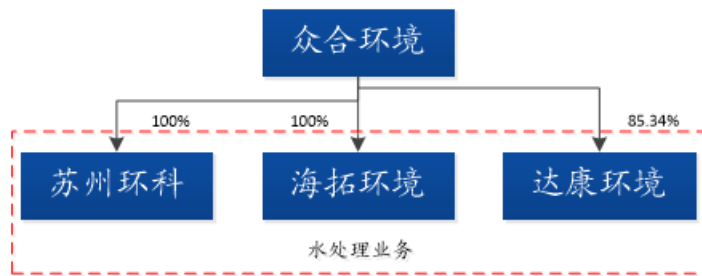


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2019 年 12 月 26 日，双方签订第一阶段股权转让协议：以 2019 年 9 月 30 日为评估基准日，浙江众合达康环境有限公司归属于母公司净资产的账面价值为 11.52 亿元，根据账面价值，双方一致同意，本次股权转让的交易价格为 4.608 亿元。

众合环境系公司环保产业平台公司，公司把环保板块水处理业务的子公司股权以内部划转的方式转至平台公司名下，其资产包括浙江海拓环境技术有限公司（以下简称“海拓环境”）100%股权及其权益、苏州科环环保科技有限公司（以下简称“苏州科环”）100%股权及其权益、杭州达康环境工程有限公司（以下简称“达康环境”）85.34%股权及其权益。

图 5：公司环保产业平台众合环境的资产情况

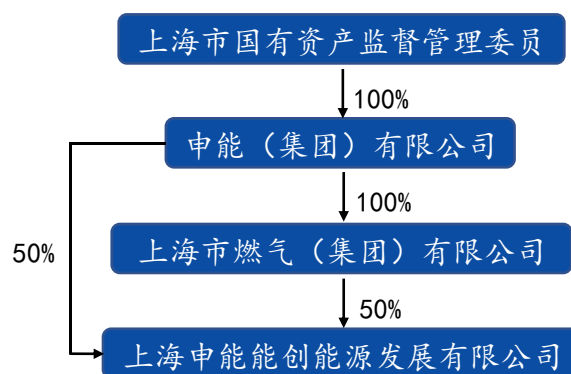


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

### 1.3 上海申能能创情况

上海申能能创是申能（集团）有限公司（以下简称“申能集团”）下属子公司。申能集团目前拥有申能股份有限公司(SH600642)、上海燃气集团、东方证券(SH600958)等十余家二级全资和控股子企业，业务范围涉及燃气、电力、新能源、城市基础设施、金融等产业，基本形成“电气并举、产融结合”的产业发展格局。截至 2018 年底，公司总资产约 1566 亿元，年营业收入约 422 亿元，连续十七年位列中国企业 500 强。近年来，申能集团大力推动能源产业链拓展，先后涉足节能环保、能源贸易、新能源创投基金等新业务领域。

图 6：上海申能能创股东及实际控制人情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心



## 2.城轨建设维持高速发展，CBTC 行业规模不断扩大

### 2.1 城市轨道交通建设维持高景气

城轨建设规模持续扩张，批复提速。2018年7月，国务院发布“52号文”，发改委对城市轨道交通审批随之重启，随后发改委密集批复了苏州、重庆、长春等城市轨道交通建设规划，城市轨道交通建设进入“加速期”。此外，11月13日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，下调基建项目最低资本金比例5个百分点，资本金放宽或对基建投资形成进一步支持。

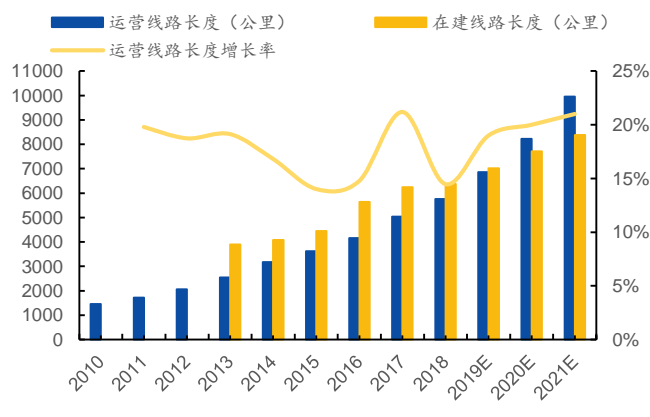
表 1：2018 年 8 月份以来发改委审批通过的城轨建设规划

时间	项目	投资额 (亿元)	新建里程 (公里)
2018 年 8 月	苏州市城市轨道交通第三期建设规划 (2018~2023 年)	933	137
2018 年 11 月	关于调整济南市城市轨道交通第一期建设规划 (2015~2019 年)	29	1
2018 年 11 月	重庆市城市轨道交通第三期建设规划 (2018~2023 年)	456	71
2018 年 11 月	调整杭州市城市轨道交通第三期建设规划 (2017~2022 年)	560	68
2018 年 11 月	长春市城市轨道交通第三期建设规划 (2019~2024 年)	711	116
2018 年 12 月	上海市城市轨道交通第三期建设规划 (2018~2023 年)	2983	286
2018 年 12 月	武汉市城市轨道交通第四期建设规划 (2019~2024 年)	1469	198
2018 年 12 月	调整沈阳市第三期城市轨道交通建设规划 (2016~2022 年)	700	104
2019 年 3 月	郑州市城市轨道交通第三期建设规划 (2019~2024 年)	1139	160
2019 年 6 月	成都市轨道交通第四期建设规划 (2019~2024 年)	1318	177
2019 年 7 月	西安市城市轨道交通第三期建设规划调整方案 (2019~2024 年)	969	150
2019 年 12 月	关于调整北京市城市轨道交通第二期建设规划 (2015 年~2021 年)	700.8	33.3

资料来源：发改委，国元证券研究中心

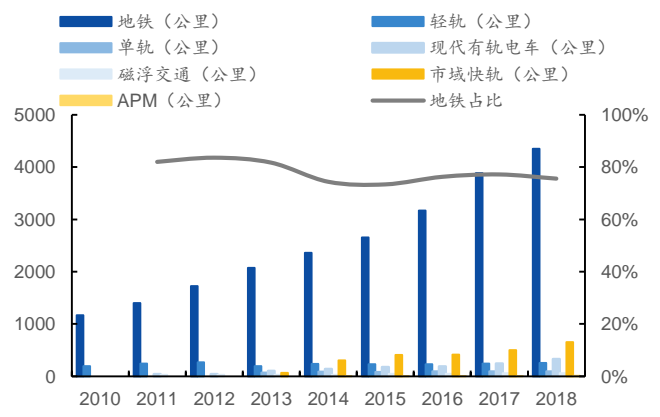
城市轨道交通运营里程、在建里程稳步提升。2010年-2018年，我国运营城轨长度的年均复合增速高达19%。2017年出现激增，新增运营城轨长度868.89公里，运营城轨长度同比增长21.19%。截止2018年底，运营线路中地铁占总里程的77.20%。

图 7：城轨运营、在建里程稳步增长



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 8：地铁为城市轨道交通主要制式



资料来源：Wind，国元证券研究中心

## 2.2 预计未来 3 年 CBTC 新增需求超 400 亿，复合增速 11%

未来 3 年新增里程超 4000 公里。2018 年，城市轨道交通在建里程为 6367.5 公里。根据中国城市轨道交通协会发布的《城市轨道交通 2018 年度统计和分析报告》，截至 2018 年末，全国各个城市规划建设的城市轨道交通线路长度合计 7,611.0 公里。2019 年到 2021 年，我国运营城轨新增里程数将达到 1094.6 公里、1371.1 公里、1727.6 公里，复合增速有望保持 20% 左右增长速度。

**CBTC 新增需求达 419.33 亿元、复合增速超过 30%。** CBTC 是当前主流的城轨信号，具有发车间隔小、安全可靠性更高等优势，国内处于对基于通信的列车控制系统（CBTC）技术进行改进的研究摸索阶段。CBTC 技术同时也是可持续发展的、更前沿的列车运行控制技术，是互联互通列车运行控制系统（I-CBTC 系统）、全自动运行系统（FAO 系统）、车车通信的城市轨道交通信号系统（VBTC）等新一代技术的基础。目前信号系统的单公里造价大约为 800-1200 万元/公里，按照不同项目的定制需求实际的单公里造价有所差异。按照单公里造价中位值 1000 万元/公里计算，2019 年-2021 年，CBTC 总需求量将达到 419.33 亿元、复合增速超过 30%。

表 2：规划未来 3 年新增里程超 4000 公里，CBTC 总需求达 419.33 亿元

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
运营线路长度（公里）	3173	3618	4153	5033	5761	6856	8227	9954
YOY	16.82%	14.02%	14.78%	21.19%	14.48%	19%	20%	21%
新建线路市场空间								
新增线路长度（公里）	427	445	534.8	879.9	728.7	1094.6	1371.1	1727.6
YOY	8.13%	4.22%	20.18%	64.53%	-17%	50.21%	25.26%	26.00%
投资额（万/公里）	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
投资总额（亿）	42.7	44.5	53.48	87.99	72.87	109.46	137.11	172.76

资料来源：Wind，国元证券研究中心

**非 CBTC 线路里程合计为 565.05 公里，线路升级改造需求约 90 亿元。**城市轨道交通信号系统的改造周期一般在 15 年左右，国内的城市轨道交通信号系统已经历了近 20 年的发展，早期地铁线路主要采用基于轨道电路系统的准移动闭塞信号系统，根据《中国城市轨道交通发展报告》，截至 2018 年年底，国内采用准移动闭塞线路合计 565.05 公里，平均运营时长 11.71 年，目前开始产生更新改造需求。若采用 CBTC 系统方案对既有线路进行升级的价格约为 1400-1800 万元/公里，以中位值造价考虑，则既有线路升级改造市场的市场容量为 90.41 亿元。

## 2.3 12 家企业同台竞争，头部企业优势显著

**12 家企业具备城轨信号系统总承包能力，2016 年到 2018 年头部企业中标率情况小幅变化。**国内共有十二家企业具有城市轨道交通信号系统总承包的能力，分别为交控科技、卡斯柯、电气泰雷兹、通号国铁、众合科技、华铁技术、恩瑞特、中车时代电气、富欣智控、和利时、交大微联和新誉庞巴迪。

**众合科技 2016~2018 年累计中标率位居行业前三，仅次于中国通号和交控科技。**

从 2016 年到 2018 年发展趋势上看，中国通号凭借合资公司卡斯柯以及全资子公司通号国铁的国内外技术中标率稳居第一。交控科技依靠学校科研单位背景的支持，大力发展自主技术，中标率逐步提升。电气泰雷兹作为中外合资企业，CBTC 产品近年来占据较为稳定的份额，中标线路主要集中在华东地区。众合科技 2016 到 2018 年中标率分别为 11.76%、20.69%、3.85%，中标线路主要集中在华东、西南地区，根据其优势区域的开标情况，中标率存在年度之间的波动，从三年合计数来看，中标率 12.5%，仅次于中国通号和交控科技。

**表 3：2016 年-2018 年企业中标率动态发展**

年度	2018 年	2017 年	2016 年	16~18 年合计
全国公开招标正线线路（条）	26	29	17	72
交控科技				
中标线路（条）	8	7	1	16
中标率	30.77%	24.14%	5.88%	22.22%
卡斯柯				
中标线路（条）	6	10	5	21
中标率	23.08%	34.48%	29.41%	29.17%
通号国铁				
中标线路（条）	3	2	1	6
中标率	11.54%	6.90%	5.88%	8.33%
恩瑞特				
中标线路（条）	3	1	2	6
中标率	11.54%	3.45%	11.76%	8.33%
电气泰雷兹				
中标线路（条）	2	2	4	8
中标率	7.69%	6.90%	23.53%	11.11%
众合科技				
<b>中标线路（条）</b>	<b>1</b>	<b>6</b>	<b>2</b>	<b>9</b>
<b>中标率</b>	<b>3.85%</b>	<b>20.69%</b>	<b>11.76%</b>	<b>12.50%</b>
中车时代电气				
中标线路（条）	1	1	0	2
中标率	3.85%	3.45%	0.00%	2.78%
新誉鹿巴迪				
中标线路（条）	1	0	1	2
中标率	3.85%	0.00%	5.88%	2.78%
华铁技术				
中标线路（条）	1	0	0	1
中标率	3.85%	0.00%	0.00%	1.39%
富欣智控				
中标线路（条）	0	0	1	1
中标率	0.00%	0.00%	5.88%	1.39%

资料来源：交控科技招股说明书，国元证券研究中心

### 3. 自研信号系统毛利率翻倍，业绩即将进入爆发期

#### 3.1 公司轨交信号系统订单大幅增长

公司轨道交通信号系统订单和预收款项大幅增长。截止 2019 年 12 月 2 号，公司 2019 年信号系统累计中标正线项目 21.80 亿元，较上年同期增长 256.26%。截至 2019 年三季度末，公司预收账款 2.66 亿元，同比增长 10.4%，也侧面反映了公司订单的高速增长。

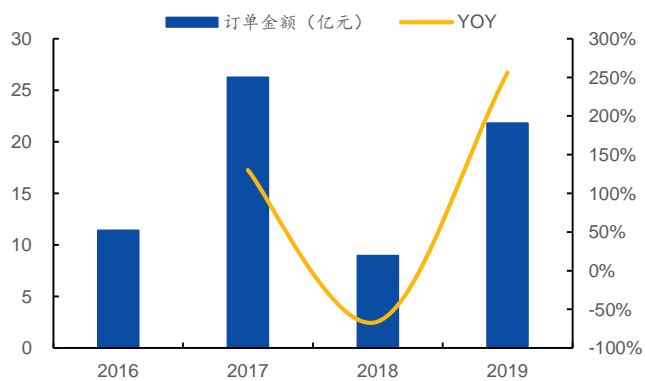


表 4：2009 年以来公司轨道交通信号系统业务的主要订单（不完全统计）

合同签署时间	合同金额	合同内容	是否自研
2019 年 12 月	2.83	绍兴市城市轨道交通 1 号线工程信号系统集成采购项目	合作开发
2019 年 8 月	4.00	重庆轨道交通 2 号线较场口至新山村段运营设备大修和更新改造工程	自研
2019 年 6 月	3.60	西安市地铁 6 号线工程信号系统集成采购招标项目	自研
2019 年 4 月	3.68	杭州地铁 7 号线工程信号系统招标项目	自研
2019 年 4 月	2.84	杭州地铁 9 号线一期工程信号系统招标项目	合作开发
2019 年 1 月	2.65	宁波市轨道交通 5 号线一期工程信号系统	自研
2018 年 4 月	5.23	金华-义乌-东阳市域线信号系统	自研
2018 年 2 月	1.86	杭州至绍兴城际铁路工程信号系统	合作开发
2017 年 12 月	4.60	杭州地铁 5 号线工程信号系统	自研
2017 年 11 月	1.94	杭州至绍兴城际铁路工程信号系统	
2017 年 11 月	2.87	成都地铁 10 号线二期工程信号系统	
2017 年 9 月	4.99	杭州地铁 6 号线工程及杭州至富阳城际铁路工程所需信号系统	自研
2017 年 4 月	2.97	大连市金州至普兰店湾新区城际铁路工程信号系统购销合同	
2016 年 12 月	1.72	重庆轨道交通四号线一期信号系统工程项目	自研
2015 年 6 月	1.40	尼日利亚阿布贾城铁项目站后设备采购合同	自研
2014 年 8 月	1.27	成都地铁 1、2 号线增车租赁项目车载信号系统采购合同项目	合作开发
2014 年 6 月	2.93	温州市域铁路 S1 线一期工程信号系统采购项目	合作开发
2014 年 4 月	2.16	杭州地铁 4 号线一期工程信号系统项目采购合同	合作开发
2013 年 7 月	3.30	大连地铁 1、2 号线一期工程信号系统总承包项目	合作开发
2013 年 7 月	1.10	沈阳至铁岭城际铁路工程（松山路~道义）信号系统采购项目	合作开发
2013 年 4 月	1.06	成都地铁 1 号线南延线信号系统集成采购及施工总承包项目	合作开发
2010 年 4 月	1.41	深圳市地铁龙岗线工程 3256 标段信号系统西延段补充合同	合作开发
2009 年 11 月	4.35	浙江浙大网新集团有限公司中标信号系统	合作开发

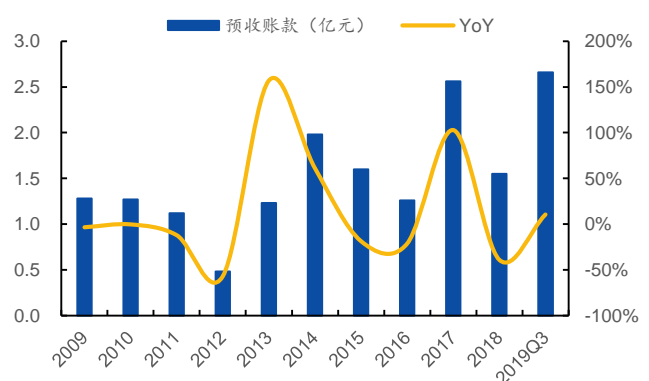
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 9：2019 年公司信号系统订单总金额大幅增长



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 10：截至 2019 年 Q3 末公司预收账款同比+10.4%

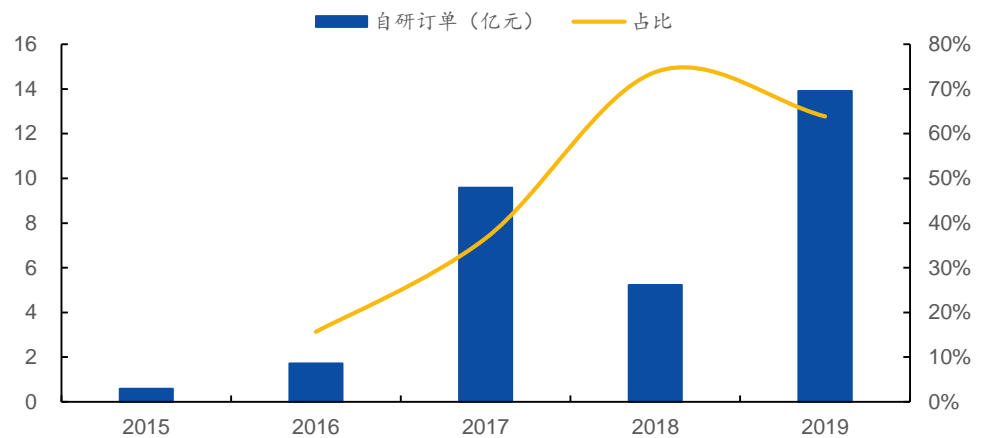


资料来源：Wind，国元证券研究中心

### 3.2 公司自研信号比例攀升，带动盈利提升

**自研信号比例攀升、快速实现进口替代。**公司自主研发的 BiTRACON 型 CBTC 信号系统同时具备 DTO/UTO 无人驾驶和互联互通功能，同时适用于地铁、现代有轨电车、单轨/空轨和市域铁路等多种制式。从 2016 年公司首次在重庆 4 号线应用自研产品以来，公司自研信号订单金额占比不断提高。2019 年 1 月，公司首次采用自主研发的全自动无人驾驶 (DTO) 技术，中标宁波轨道交通 5 号线一期。6 月底，公司在杭州第一条采用自主研发信号系统开通的正线地铁线路——杭州地铁 5 号线首通段开通运营，代表公司的相关技术已经成熟，并再次得到市场和行业的认可。截至 2019 年 12 月 2 日，公司全年国产自研信号系统中标 13.92 亿元，较上年同期增长 166.16%，占今年新增中标金额的 63.85%，是国产自研信号系统快速替代进口信号系统的表现。

图 11：公司信号系统自研占比不断提升



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

**自研信号系统毛利率预计可翻倍，将进一步打开利润空间。**公司信号系统早期与安萨尔多合作，由于依赖于外方的核心技术和产品，毛利率在 20%-25% 之间，盈利能力一般。而公司自研信号系统不需要让渡一部分利益给外方从而压缩了成本，毛利率可达到 40%-50%。根据我们的估算，当自研信号系统占公司所有信号系统订单的一半时，公司信号系统业务整体毛利率可提升至 33%；当占比为八成时，整体毛利率可达 40%；如果公司用自研信号完全替代中外合作产品，则整体毛利率可超过 45%。随着自研系统在订单总量中的比例增加，公司信号系统业务的整体毛利率将进一步攀升，提高产品竞争力和盈利能力。

### 3.3 公司轨交业务产品放量趋势明显，业绩释放弹性大

**信号系统产品收入放量迈过盈亏平衡点，业绩有望大幅提升。**公司 2015 年~2019 年信号系统新签订单复合增速 40% 以上，目前信号系统在手订单 40 亿元左右。按照轨道交通信号系统订单周期 3 年左右推算，预计 2019~2021 年公司信号系统进

入收入确认高速增长期。由于轨道交通信号系统前期投入较大，且每年投入大量研发费用和财务费用，因而轨交板块的固定费用占比较高，根据我们测算，轨交信号系统收入盈亏平衡点约为 10 亿元，当收入迈过盈亏平衡点，业绩弹性巨大。

公司轨交业务将为公司带来现金流净额大幅提升、板块盈利能力增强和毛利率提升等多方正面影响，而且已逐步打开市场，同时，部分线路已经开通运营且获得业主认可，为将来中标新订单和持续发展打下了扎实的基础。

## 4. 盈利预测与投资建议

预计公司 2019-2021 年将实现营收分别为 24.68 亿元、28.50 亿元、32.49 亿元，实现归属母公司股东净利润分别为 1.21 亿元、1.86 亿元、2.74 亿元，对应当前的 PE 分别为 30、20 和 13 倍。考虑到公司在手订单充足、轨交业务进入业绩确认加速阶段，给予公司“买入”的投资评级。

## 5. 风险提示

- (1) 城市轨道交通项目招投标进展不及预期；
- (2) 应收账款等资产减值风险；
- (3) 环保业务整合不及预期。

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	2930	3050	3528	3908	4374
现金	879	911	987	1083	1170
应收账款	1370	1449	1690	1967	2255
其他应收款	158	74	161	162	183
预付账款	102	84	220	180	200
存货	296	427	346	379	411
其他流动资产	125	104	124	138	155
<b>非流动资产</b>	3086	3416	3541	3475	3378
长期投资	170	305	309	309	309
固定资产	345	333	384	472	526
无形资产	1023	968	913	827	718
其他非流动资产	1548	1810	1935	1867	1824
<b>资产总计</b>	6016	6466	7069	7384	7751
<b>流动负债</b>	2999	3381	3855	3971	4054
短期借款	1214	1469	1704	1674	1533
应付账款	951	1127	1216	1375	1544
其他流动负债	834	785	935	921	976
<b>非流动负债</b>	617	646	639	644	643
长期借款	558	454	454	454	454
其他非流动负债	59	192	185	190	189
<b>负债合计</b>	3616	4027	4494	4615	4697
少数股东权益	96	97	107	117	127
股本	393	550	550	550	550
资本公积	2031	1880	1880	1880	1880
留存收益	-91	-64	57	244	518
归属母公司股东权益	2304	2342	2468	2652	2928
<b>负债和股东权益</b>	6016	6466	7069	7384	7751

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	46	155	175	333	401
净利润	122	26	131	196	284
折旧摊销	139	177	164	175	184
财务费用	99	111	98	102	98
投资损失	-17	-6	-47	-8	-9
营运资金变动	-376	-235	-190	-163	-185
其他经营现金流	78	82	19	30	30
<b>投资活动现金流</b>	-120	-365	-243	-103	-78
资本支出	113	302	170	50	50
长期投资	41	187	4	0	0
其他投资现金流	34	124	-68	-53	-28
<b>筹资活动现金流</b>	359	175	144	-134	-237
短期借款	11	256	235	-30	-141
长期借款	366	-104	0	0	0
普通股增加	73	157	0	0	0
资本公积增加	1057	-151	0	0	0
其他筹资现金流	-1148	17	-90	-105	-95
<b>现金净增加额</b>	270	-24	76	96	87

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	2086	2089	2468	2850	3249
营业成本	1479	1466	1701	1909	2126
营业税金及附加	20	21	25	29	33
营业费用	57	60	69	81	91
管理费用	122	157	220	241	279
研发费用	123	150	164	181	199
财务费用	99	111	98	102	98
资产减值损失	60	113	85	98	112
公允价值变动收益	-7	0	0	0	0
投资净收益	17	6	47	8	9
<b>营业利润</b>	156	34	170	235	337
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	1	2	0	0	0
<b>利润总额</b>	155	34	171	236	338
所得税	33	8	39	40	54
<b>净利润</b>	122	26	131	196	284
少数股东损益	62	-1	10	10	10
<b>归属母公司净利润</b>	60	27	121	186	274
EBITDA	394	322	431	512	618
EPS (元)	0.15	0.05	0.22	0.34	0.50

主要财务比率					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	73.0	0.1	18.1	15.5	14.0
营业利润 (%)	184.5	-77.9	392.9	38.7	43.1
归属母公司净利润 (%)	155.3	-55.1	349.5	53.4	47.0
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	29.1	29.8	31.1	33.0	34.6
净利率 (%)	2.9	1.3	4.9	6.5	8.4
ROE (%)	2.6	1.2	4.9	7.0	9.4
ROIC (%)	6.3	3.5	5.9	7.8	10.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	60.1	62.3	63.6	62.5	60.6
净负债比率 (%)	52.99	53.60	53.25	51.21	47.31
流动比率	0.98	0.90	0.92	0.98	1.08
速动比率	0.87	0.77	0.82	0.89	0.97
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.42	0.33	0.36	0.39	0.43
应收账款周转率	2	1	1	1	1
应付账款周转率	1.80	1.41	1.45	1.47	1.46
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.11	0.05	0.22	0.34	0.50
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.08	0.28	0.32	0.61	0.73
每股净资产 (最新摊薄)	4.19	4.26	4.49	4.82	5.32
<b>估值比率</b>					
P/E	61.03	136.04	30.26	19.73	13.42
P/B	1.59	1.57	1.49	1.39	1.25
EV/EBITDA	12	14	11	9	7

## 投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

### 分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

### 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

### 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

### 国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188