

压滤机行业龙头，盈利水平稳步提升

景津环保(603279)

事件概述

2021 年 4 月 12 日，公司发布 2020 年年度报告，报告期内公司实现营业收入 33.29 亿元，比上年同期增长 0.56%，实现归属于上市公司股东的净利润 5.15 亿元，较上年同期增长 24.60%。

分析判断：

▶ 压滤机行业龙头，市占率超 40%。

公司是一家集过滤成套装备制造、过滤技术整体方案解决、工程总承包及运营于一体的综合服务商，连续 18 年全球压滤机产销第一，2015-2017 年公司市场占有率为 40.46%、39.97%、41.53%，稳定在 4 成左右水平，占有率非常的高。公司产品销量逐年攀升，给业绩增长夯实基础，公司近三年公司业绩逐步向好，2017-2019 年公司营业收入分别为 22.11 亿元、29.19 亿元、33.11 亿元，分别同比增长 43.14%、32.03%、13.44%，期间复合增长率约 22.38%。未来公司产销水平进一步提高，价格稳中有升，公司业绩将继续稳步增长。

▶ 经营情况逐年提升，现金流充沛财务数据向好。

公司主营收入采取预收款制度，所以公司现金流情况良好，近年来公司经营性现金流均为正，2020 经营性现金流为 6.11 亿元，较 2019 年同比增长 37.63%。近年来公司材料成本不断上升，但公司通过积极的市场运作，确保公司毛利率稳定，同时净利润稳中有升。2018-2020 年，公司毛利率分别为 30.18%、34.75%、32.00%，公司的净利率也从 2018 年的 8.38% 提升至 2020 年的 15.46%。此外，公司三项费用率在得到有效控制，稳定在一个舒适的水平线上，其中 2018-2020 年公司管理费用率分别为 6.07%、5.76%、6.15%；销售费用率分别为 11.77%、12.41%、5.17%。由于公司没有长期负债，公司财务费用基本上没有。

▶ 压滤机业务为公司营收主要贡献力，配件业务稳步增长且毛利率较高

公司把握市场节奏，经过多年的实践、研发以及通过引进国外先进技术，提升了公司压滤机的产品质量，使得公司压滤机在市场上有明显竞争力，压滤机营收和销量逐年新高，正成长为公司主营业务的主要贡献力，2020 年公司压滤机整机业务营收占总营收的比重为 81.13%，较 2019 年提升 0.72pct。滤板、滤布作为压滤机的配件，整体营收占比并不高，但也保持增长态势，其中滤板营收 2016-2019 年期间复合增长率 13.83%；同期滤布营收复合增长率 32.39%。2020 年由于滤板销售量下

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	30.80
最新收盘价：	22.93
股票代码：	603279
52 周最高价/最低价：	28.84/16.0
总市值(亿)	94.46
自由流通市值(亿)	43.64
自由流通股数(百万)	190.31



分析师：晏容

邮箱：yanrong@hx168.com.cn
SAC NO: S112051910004

分析师：刘菁

邮箱：liujing2@hx168.com.cn
SAC NO: S112051910001

研究助理：周志璐

邮箱：zhouzli1@hx168.com.cn

华西环保公用&机械联合覆盖

滑，导致滤板营收下滑，整体利润贡献占比有所下滑，但滤板业务毛利率较高，2020年毛利率为41.69%，远高于公司综合毛利率。虽然滤布2020年毛利率较2019年有所下滑，但公司整体配件业务的毛利率始终高于整体综合毛利率，且近年来配件业务毛利率呈现上行的趋势，日后随着业务体量的增大，对公司综合毛利率影响将持续增加。

投资建议

公司作为压滤机行业龙头企业，公司装备销量较为稳定，价格也稳中有升，2020年受疫情影响，公司上半年销售量不及预期，下半年在疫情恢复的情况下公司整体经营水平快速回升。公司未来在量价齐增的背景下，业绩有望稳步增长。我们预计公司2021-2023年营业收入分别为40.23亿元、47.54亿元、55.84亿元，分别同比增长20.8%、18.2%、17.5%；归母净利润分别为6.35亿元、7.59亿元、9.13亿元，分别同比增长23.3%、19.6%、20.3%，EPS分别为1.54、1.84、2.22元。结合三家可比公司21年估值水平，给予公司21年20倍估值，对应目标价30.80元，首次覆盖，给予“买入”评级（华西环保公用&机械联合覆盖）。

风险提示

- 1、市场竞争加剧，公司销量急剧下滑；
- 2、原材料价格快速上涨，成本增加明显；
- 3、下游行业发展不及预期，行业需求明显下滑。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,311	3,329	4,023	4,754	5,584
YoY (%)	13.4%	0.6%	20.8%	18.2%	17.5%
归母净利润(百万元)	413	515	635	759	913
YoY (%)	69.0%	24.6%	23.3%	19.6%	20.3%
毛利率 (%)	34.8%	32.0%	34.4%	34.4%	35.2%
每股收益(元)	1.00	1.25	1.54	1.84	2.22
ROE	15.5%	17.3%	17.6%	17.4%	17.3%
市盈率	22.87	18.35	14.88	12.44	10.35

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 压滤机行业龙头，盈利水平稳步提升	4
1.1. 压滤机行业龙头，技术创新带动成长	4
1.2. 经营水平稳步提升，公司财务数据持续向好.....	7
2. 盈利预测	12
3. 风险提示	13

图目录

图 1 公司发展历程	4
图 2 公司股权结构	5
图 3 单室进料空气穿流水洗滤饼压滤机	6
图 4 高压污泥压干机	6
图 5 景津智能砂石废水零排放处理系统	6
图 6 景津自动脱饼无人值守压滤机	6
图 7 公司 2015-2017 年市场占有率	7
图 8 国内压滤机销售统计额	7
图 9 公司营业收入情况	8
图 10 公司归母净利润情况	8
图 11 公司主营业务销售情况	8
图 12 公司主要原料价格情况	8
图 13 公司毛利率和净利率情况	9
图 14 公司三项费用率情况	9
图 15 公司现金流情况	9
图 16 公司资产负债率情况	9
图 17 公司主营业务结构	10
图 18 公司整机营收和销售情况	10
图 19 各主营业务毛利率情况	11
图 20 公司滤板和滤布营收和销售情况	11
图 21 公司产品产能利用率情况	11
图 22 公司产品产销比情况	11
图 23 公司压滤机整机价格走势	12
图 24 公司滤板价格走势	12
图 25 公司滤布价格走势	12

表目录

表 1 景津环保收入预测表（百万元）	13
表 2 景津环保及可比公司的 EPS 和 PE 情况	13

1. 压滤机行业龙头，盈利水平稳步提升

1.1. 压滤机行业龙头，技术创新带动成长

压滤机行业龙头，连续 18 年全球压滤机产销量第一。公司创立于 1988 年，一直从事压滤机研发、生产和销售业务，于 2014 年完成改制，更名为景津环保股份有限公司，2015 年在在中小企业股份转让系统新三板挂牌上市，并于 2019 年成功在上海证券交易所上市，股票代码 603279。历经 20 多年的发展，公司已经成为一家集过滤成套装备制造、过滤技术整体方案解决、工程总承包及运营于一体的综合服务商，连续 18 年全球压滤机产销量第一，产品远销 123 个国家和地区。公司注重技术创新和产品研发，取得授权有效专利 128 项，在最近三年推出新产品 380 项，是一家追求技术创新的行业领先企业。

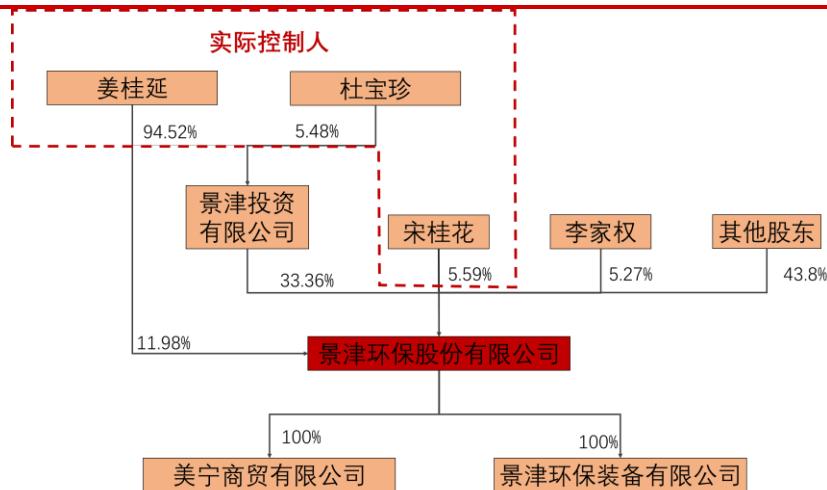
图 1 公司发展历程



资料来源：公司公告，华西证券研究所

股权结构稳定，实控人在压滤机行业拥有丰富从业经验。公司控股股东为景津投资有限公司，合计持有上市公司 33.36% 的股份。姜桂延和宋桂花夫妇为公司实际控制人，两人通过直接和间接方式合计持有公司股份 49.10%，股权稳定。公司董事长姜桂延为高级工程师，1988 年创办景县孙镇东风压滤机橡胶板框厂，任厂长，1994 年带领东风压滤机厂改组为河北景津压滤机有限公司，出任董事长一职，2004 年在德州经开区创办景津压滤机集团有限公司，并出任董事长兼总经理至今，在技术创新和设备应用有着丰富的经验，并于 2015 年开始享受国务院津贴，现为中国通用机械工业协会分离机械分会第七届理事会理事长。

图 2 公司股权结构



资料来源：公司公告，华西证券研究所

技术驱动成长，设备广泛应用多个行业。公司成立以来，始终将技术创新作为发展的灵魂，目前已经建有技术中心、固液分离实验室和博士后科研工作站。并承担国家火炬计划、水体污染与治理科技重大专项科研项目、国家重点新产品研发、固废资源化新产品项目。公司取得多项国际 PCT 和国内授权专利，推出新技术 600 多项，同时在玉米深加工、市政污泥工业污泥、煤泥无量化、化工节水、砂石骨料等领域取得了世界性的技术突破。公司自主研发的设备广泛在行业内具有领先地位，例如：景津智慧 II 型玉米深加工脱水系统，玉米蛋白含水率 40%，单台每小时处理绝干量 1.2 吨；智慧 II 型-2000 污泥深度脱水系统，滤饼含水率 55%以内，单台每小时处理绝干量 1.1 吨；热水解污泥滤饼含水率 40~50%，单台每小时处理绝干量 1.2 吨；景津智慧型煤泥无量化超高压-1600 深度脱水系统，滤饼含水率≤15%，单台每小时处理绝干量 9 吨；景津智慧型低温干化系统，单机处理量增加 45%，耗电量降低 55%；景津创新的智慧型砂石骨料处理系统，减少加药量 5-6 倍，污泥含水率 20%以内，细沙回收率提高 15%。自主装备已经广泛应用于环保、化工、食品、制药、冶金、选煤、矿山等行业，公司正依靠领先的技术优势，快速成长。

图3 单室进料空气穿流水洗滤饼压滤机



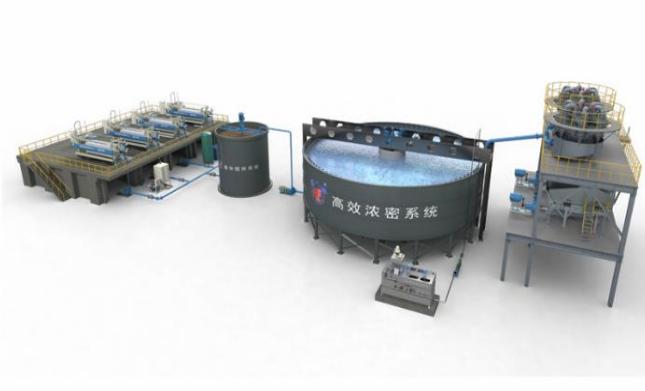
资料来源：公司官网，华西证券研究所

图4 高压污泥压干机



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图5 景津智能砂石废水零排放处理系统



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图6 景津自动脱饼无人值守压滤机



资料来源：公司官网，华西证券研究所

主营压滤机市场占有率高，高端市场集中度较高。国内压滤机生产企业众多，在压滤机产品应用相对成熟、过滤要求相对简单的洗煤、选矿、酿酒等行业，客户多以压滤机单机及配件为标的，所以产品价格成为主要的竞争手段；而污水污泥处理、新兴化工、制糖等压滤机新兴细分应用行业，过滤要求严格，技术门槛更高，主要参与的就是国内领先的几家企业、外资企业和国际品牌，市场集中度较高，竞争程度较低。景津作为国内高新技术企业的领军企业，压滤机的价格和技术均有优势，2015-2017年，国内压滤机行业销售规模约39.0亿元、38.5亿元和53.1亿元，根据公司2015-2017年主营业务收入来看，公司市场占有率为40.46%、39.97%、41.53%，稳定在4成左右水平，占有率非常的高。公司也凭借自身的技术优势和较高的性价比，逐步将自己的产品打通销售海外，在国际市场上形成一定竞争力。

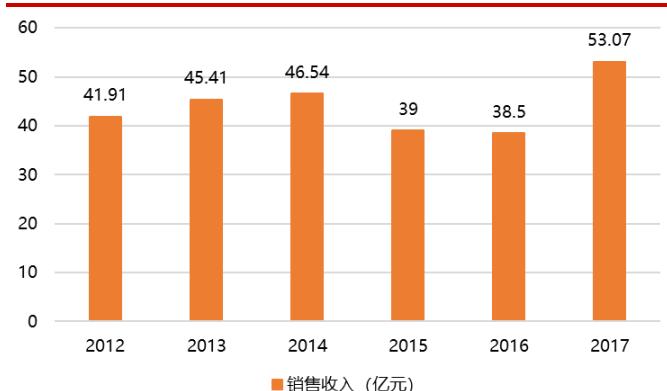
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 7 公司 2015-2017 年市场占有率



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图 8 国内压滤机销售统计额



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

1.2. 经营水平稳步提升，公司财务数据持续向好

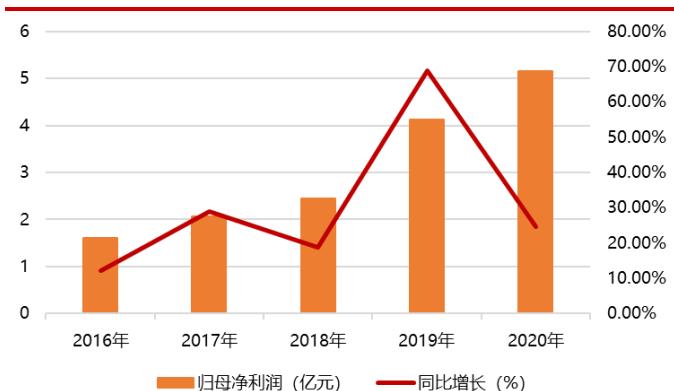
业绩稳步增长，利润受原料影响较大。公司近几年公司业绩逐步向好，其中 2017-2019 年公司营业收入分别为 22.11 亿元、29.19 亿元、33.11 亿元，分别同比增长 43.14%、32.03%、13.44%，期间复合增长率约 22.38%。业绩的稳健增长，主要得益于下游市场空间的释放，公司产量销量显著提升，其中 2016-2019 年压滤机整机销量、滤板销量、滤布销量复合增长率分别 24.71%、21.84%、29.22%。2020 年公司营收 33.29 亿元，同比增长 0.56%，增幅缩小，主要是受疫情影响，公司上半年销售工作受阻，全年压滤机机架销量同比去年下滑 0.91%，压滤机滤板销量同比去年下滑 1.8%。近几年，公司归母净利润也呈现稳步增长的态势，2017-2020 年期间复合增长率高达 35.69%。但期间利润增速波动较大和营收增速并未形成相同的步伐，比如 2018 年公司营收增速 32.03%，利润增速仅为 18.70%，主要原因还是原料成本的波动，影响了公司利润水平。2018 和 2019 年两年，公司材料成本占公司总成本比例分别为 82.75% 和 82.14%，所以原料价格的波动，会对公司利润增速形成影响。而公司的主要材料为聚丙烯和钢材，2016-2018 年，两者价格均呈现上升趋势，侧面给公司利润带来了负面影响。

图 9 公司营业收入情况



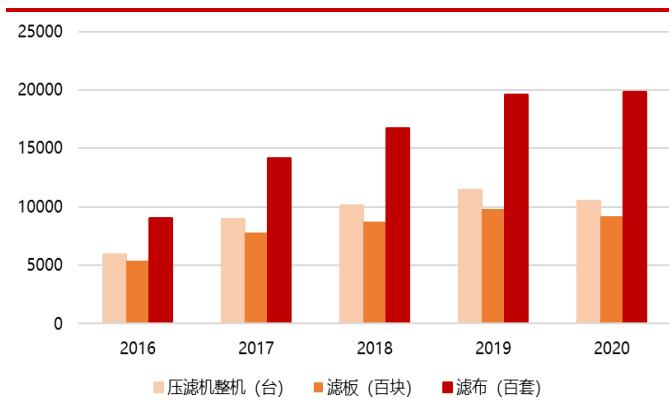
资料来源：Wind, 华西证券研究所

图 10 公司归母净利润情况



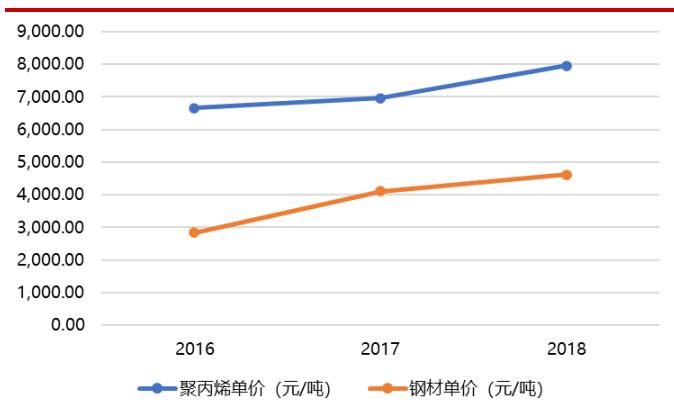
资料来源：Wind, 华西证券研究所

图 11 公司主营业务销售情况



资料来源：公司公告, 华西证券研究所

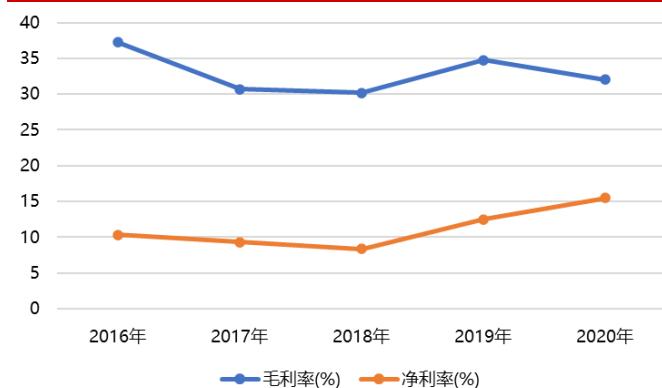
图 12 公司主要原料价格情况



资料来源：招股说明书, 华西证券研究所

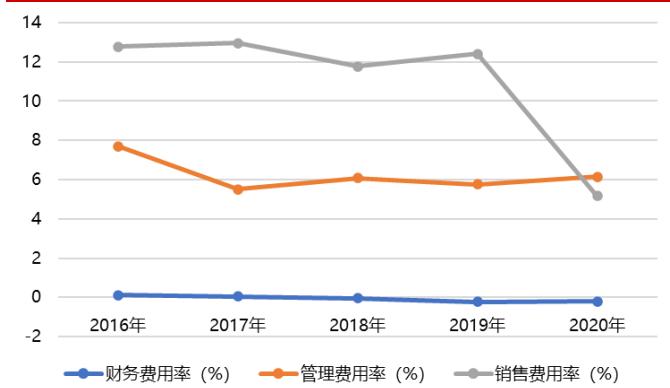
公司净利润稳中有升，三项费用率逐步优化。即使近年来公司材料成本不断上升，但公司通过积极的市场运作，确保公司毛利率不降，保持在稳定水平，同时净利润实现稳中有升。2018-2020年，公司毛利率分别为30.18%、34.75%、32.00%，公司的净利率也从2018年的8.38%提升至2020年的15.46%。此外，公司三项费用率逐步优化，其中2018-2020年公司管理费用率分别为6.07%、5.76%、6.15%；销售费用率分别为11.77%、12.41%、5.17%，在所有费用中占比最高，主要和公司主营业务是销售各类设备有关，而2020年公司销售费用率大幅下降，主要原因是：1) 本期执行新收入准则，将本年运输费10,733.84万元调整至营业成本核算。2) 受疫情影响，人员差旅、招待及售后服务减少导致；另外公司加强了对销售人员的管理和考核，精简了销售人员，严控费用支出。由于公司没有长期负债，公司财务费用基本上没有。

图 13 公司毛利率和净利率情况



资料来源：Wind, 华西证券研究所

图 14 公司三项费用率情况



资料来源：Wind, 华西证券研究所

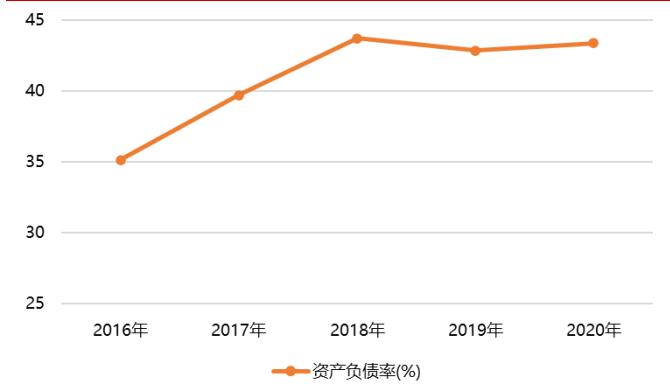
公司现金流充沛，资产负债率维持在较低水平。公司一直维持较好的经营水平，公司现金流较为充沛，近年来公司经营性现金流均为正值，其中 2018 和 2019 年两年公司经营性现金流分别为 3.29 和 4.44 亿元，2020 年经营性现金流为 6.11 亿元，较 2019 年同比增长 37.63%，主要系公司加强应收款管理，货款回收增加所致。随着公司快速的发展，公司销售规模的增长，导致投资支出增加，公司对资金的需求量逐步增大。公司负债率近年均维持在较低水平，2019 年为 42.86%，2020 年小幅升至 43.36%，较低的资产负债率增加了公司抵抗财务风险的能力，也有利于公司后续可持续发展。

图 15 公司现金流情况



资料来源：Wind, 华西证券研究所

图 16 公司资产负债率情况



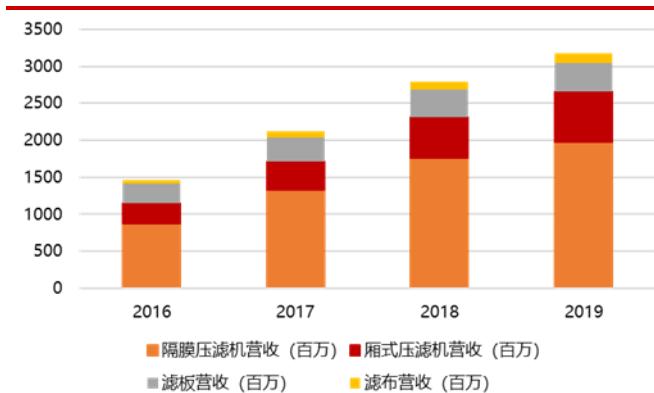
资料来源：Wind, 华西证券研究所

压滤机业务为公司营收主要贡献力量，隔膜压滤机占比最高。公司把握市场节奏，经过多年的实践、研发以及通过引进国外先进技术，提升了公司压滤机的产品质量，使得公司压滤机在市场上有明显竞争力，压滤机营收和销量逐年新高，正成长为公司

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

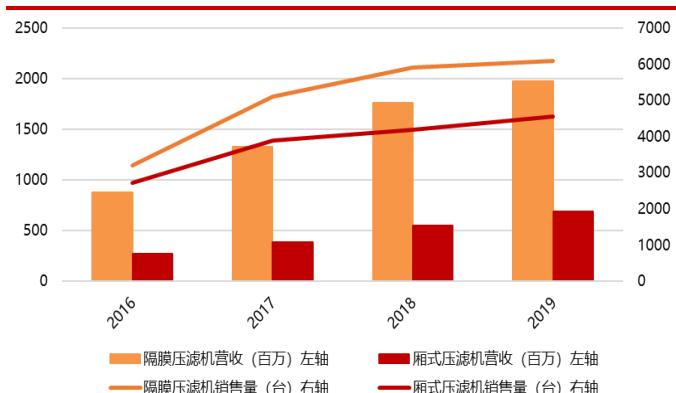
主营业务的主要贡献力量。2020 年公司压滤机整机业务营收占总营收的比重为 81.13%，较 2019 年提升 0.72pct。细分来看，公司隔膜压滤机收入及占比远高于厢式压滤机，主要原因还是隔膜压滤机效率高，技术先进，更受行业欢迎。2019 年，公司隔膜压滤机营业收入 19.74 亿元，占整机压滤机业务的比重为 74.14%，且最近几年均维持在七成以上；销量方面，公司隔膜压滤机销售量从 2016 年的 3207 台，快速增长至 2019 年的 6080 台，复合增长率 23.77%，虽然厢式压滤机也保持不错的增长速度，从 2016 年的 2713 台增至 2019 年的 4551 台，但复合增长率为 18.82%，低于隔膜压滤机增长水平。

图 17 公司主营业务结构



资料来源：Wind，华西证券研究所

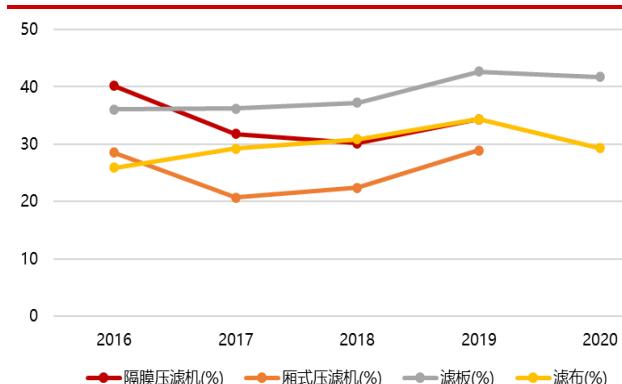
图 18 公司整机营收和销售情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

配套设备及配件业务稳步增长，该业务毛利率较高。滤板、滤布作为压滤机的配件，整体营收占比并不高，但也保持增长态势，其中滤板营收从 2016 年的 2.59 亿元，增至 2019 年 3.82 亿元，期间复合增长率 13.83%；同期滤布营收从 2016 年的 0.53 亿元增至 1.23 亿元，复合增长率 32.39%。2020 年由于滤板销售量下滑，导致滤板营收下滑，整体利润贡献占比有所下滑，但滤板业务毛利率较高，2020 年毛利率为 41.69%，远高于公司综合毛利率。虽然滤布 2020 年毛利率较 2019 年有所下滑，但公司整体配件业务的毛利率始终高于整体综合毛利率，且近年来配件业务毛利率呈现上行的趋势，日后随着业务体量的增大，对公司综合毛利率影响将持续增加。

图 19 各主营业务毛利率情况



资料来源：Wind, 华西证券研究所

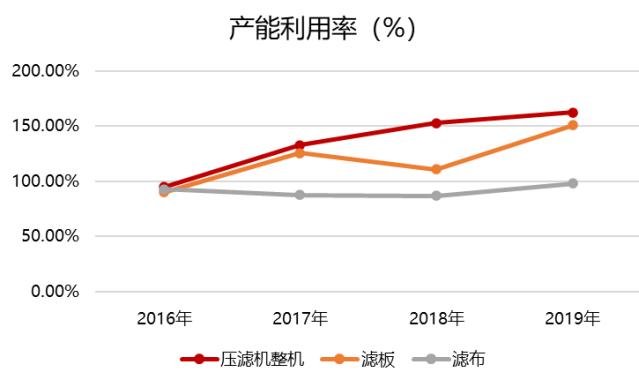
图 20 公司滤板和滤布营收和销售情况



资料来源：Wind, 华西证券研究所

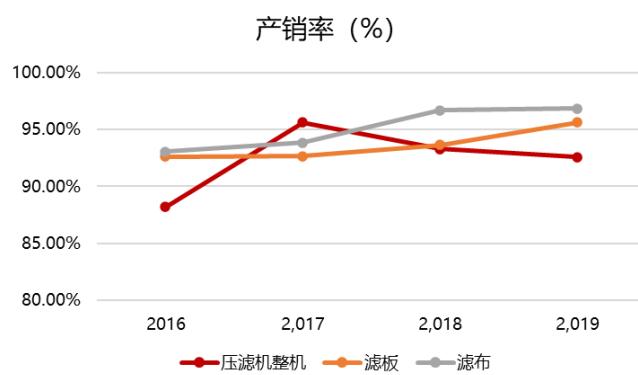
行业景气公司产品产销比较高，价格也稳步走高。近年来，行业发展迅速，产品需求较为旺盛，公司产能利用率维持在高位，2018 年公司压滤机产能利用率高达 152.84%、滤板产能利用率也超过 100%，即 11.85%，滤布产能利用率也高达 86.68%。公司产能利用率维持在高位，极大反应了市场需求的旺盛，从公司产销比上同样反应出来，近年来公司产品产销比均维持在 90%，2019 年压滤机整机、滤板、滤布产销比分别为 92.58%、95.62%、96.84%，维持在较高水平。公司产品除了产销水平保持较好以外，产品的价格也稳步增长。2018 年，公司压滤机整机价格达到 22.92 万元/台，较 2016 年增长 3.53 万元/台；同期滤板价格从 1371.13 元/块，增至 1694.37 元/块，滤布从 103.03 元/套增至 108.09 元/套。如果市场需求持续旺盛，公司产能实现扩张，公司产品有望实现量价齐升，进一步增加业绩。

图 21 公司产品产能利用率情况



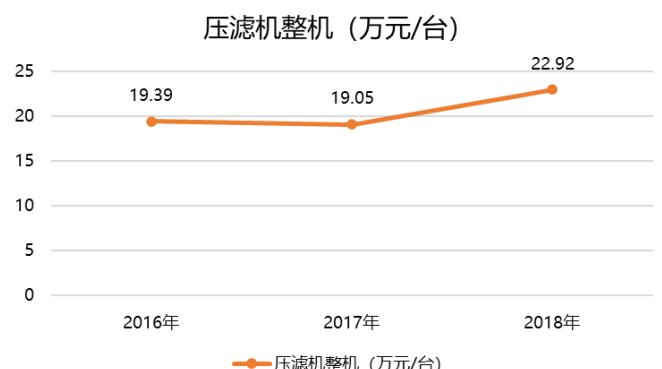
资料来源：招股说明书, 华西证券研究所

图 22 公司产品产销比情况



资料来源：招股说明书, 华西证券研究所

图 23 公司压滤机整机价格走势



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图 24 公司滤板价格走势



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图 25 公司滤布价格走势



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

2. 盈利预测

公司作为压滤机行业龙头企业，公司装备销量较为稳定，价格也稳中有升，2020年受疫情影响，公司上半年销售量不及预期，下半年在疫情恢复的情况下公司整体经营水平快速回升。公司未来在量价齐增的背景下，业绩有望稳步增长。我们预计公司2021-2023年营业收入分别为40.23亿元、47.54亿元、55.84亿元，分别同比增长20.8%、18.2%、17.5%；归母净利润分别为6.35亿元、7.59亿元、9.13亿元，分别同比增长23.3%、19.6%、20.3%，EPS分别为1.54、1.84、2.22元。结合三家可比公司21年估值水平，给予公司21年20倍估值，对应目标价30.80元，首次覆盖，给予“买入”评级（华西环保公用&机械联合覆盖）。

表 1 景津环保收入预测表（百万元）

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
整机业务					
营业收入	2662.17	2701.18	2891.33	3313.21	3746.23
营业成本	1784.93	1880.55	1976.70	2294.70	2592.17
配件业务					
营业收入	641.37	536.68	1,032.33	1,340.72	1,737.39
营业成本	368.85	330.93	573.75	735.92	938.44
其他业务					
	7.33	91.44	99.00	100.00	100.00
	6.45	52.58	88.00	89.00	89.00
营业总收入	3,310.86	3,329.30	4,022.66	4,753.93	5,583.62
营业成本	2,160.21	2,264.07	2,638.45	3,119.62	3,619.61

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 2 景津环保及可比公司的 EPS 和 PE 情况

序号	代码	证券简称	股价	EPS (元/股, 增薄)			市盈率 PE		
				20A (E)	21E	22E	TTM	21E	22E
	603279	景津环保	22.93	1.25	1.54	1.84	21.7	14.88	12.44
平均值									
1	000967	盈峰环境	8.13	0.42	0.51	0.62	19.9	16.04	13.17
2	300266	兴源环境	3.04	0.10	0.16	0.29	-128	18.86	10.32
3	603686	龙马环卫	17.00	1.06	1.27	1.53	16.0	14.09	11.71

资料来源：Wind，华西证券研究所

可比公司兴源环境估值均来自 Wind 一致性预测。

3. 风险提示

- 1、市场竞争加剧，公司销量急剧下滑；
- 2、原材料价格快速上涨，成本增加明显；
- 3、下游行业发展不及预期，行业需求明显下滑。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,329	4,023	4,754	5,584	净利润	515	635	759	913
YoY (%)	0.6%	20.8%	18.2%	17.5%	折旧和摊销	99	75	74	74
营业成本	2,264	2,638	3,120	3,620	营运资金变动	-7	517	-154	115
营业税金及附加	34	42	50	59	经营活动现金流	611	932	383	807
销售费用	172	488	531	623	资本开支	-103	-110	-128	-122
管理费用	143	146	161	202	投资	300	300	300	200
财务费用	-7	-13	-15	-17	投资活动现金流	206	190	172	78
资产减值损失	-15	285	285	285	股权募资	125	0	0	0
投资收益	-1	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
营业利润	644	799	952	1,149	筹资活动现金流	-124	0	0	0
营业外收支	8	9	9	9	现金净流量	691	1,122	556	885
利润总额	652	808	961	1,158	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	138	173	202	246	成长能力				
净利润	515	635	759	913	营业收入增长率	0.6%	20.8%	18.2%	17.5%
归属于母公司净利润	515	635	759	913	净利润增长率	24.6%	23.3%	19.6%	20.3%
YoY (%)	24.6%	23.3%	19.6%	20.3%	盈利能力				
每股收益	1.25	1.54	1.84	2.22	毛利率	32.0%	34.4%	34.4%	35.2%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利润率	15.5%	15.8%	16.0%	16.3%
货币资金	1,625	2,746	3,302	4,187	总资产收益率 ROA	9.8%	9.3%	9.6%	9.7%
预付款项	83	90	109	126	净资产收益率 ROE	17.3%	17.6%	17.4%	17.3%
存货	1,604	1,842	2,189	2,535	偿债能力				
其他流动资产	700	852	960	1,205	流动比率	1.79	1.76	1.89	1.97
流动资产合计	4,012	5,530	6,560	8,053	速动比率	1.02	1.13	1.22	1.31
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.73	0.87	0.95	1.02
固定资产	851	880	915	948	资产负债率	43.4%	46.9%	44.6%	43.9%
无形资产	205	222	240	257	经营效率				
非流动资产合计	1,235	1,265	1,314	1,357	总资产周转率	0.63	0.59	0.60	0.59
资产合计	5,247	6,796	7,874	9,410	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	1.25	1.54	1.84	2.22
应付账款及票据	274	323	380	442	每股净资产	7.21	8.75	10.60	12.81
其他流动负债	1,961	2,826	3,088	3,650	每股经营现金流	1.48	2.26	0.93	1.96
流动负债合计	2,235	3,149	3,469	4,092	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	40	40	40	40	PE	18.35	14.88	12.44	10.35
非流动负债合计	40	40	40	40	PB	2.55	2.62	2.16	1.79
负债合计	2,275	3,189	3,509	4,132					
股本	412	412	412	412					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	2,972	3,606	4,365	5,278					
负债和股东权益合计	5,247	6,796	7,874	9,410					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

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。2020年Wind金牌分析师电力及公用事业行业第三名，2020年同花顺iFind环保行业最受欢迎分析师。

周志璐：2020年4月加入华西证券，现为环保公用组研究助理，澳大利亚昆士兰大学会计学硕士。

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	投资评级	说明
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。