

力合科技 (300800.SZ)

水质监测龙头，第三方检测推动高增长

核心观点：

- **水质监测领域龙头，“设备+运营”双轮驱动高增长。**公司深耕环境监测市场二十年，水质监测设备 2019 年市占率已达 14.13%，并基于设备优势完成运营业务布局。双轮驱动下公司 2016 至 2020 年营业收入及归母净利润复合增速分别达 30% 和 49%，净利率稳定 30%+。展望后续，一方面“十四五”需求放量保障公司传统业务增长，另一方面第三方检测等模式开拓有望打开成长天花板，公司业绩增长潜力突出。
- **“十四五”采购周期正待开启，政策催化 450 亿第三方检测市场。**(1) 从传统监测设备及服务来看，生态环境部明确“十四五”国控水质点位扩容 80% 叠加存量设备更新置换，“十四五”需求依旧突出；(2) 《排污许可管理条例》3 月正式执行，固定污染源排放进入强监管时代。目前全国共有 120 万个污水固定排放源，仅 10% 安装在线监测设备，剩余排放源需委托监测机构开展监控，打开 450 亿元/年第三方水质检测市场。
- **坐拥深厚技术储备及资金优势，布局第三方检测市场优势显著。**根据 2021 年三季报及中环协披露，公司自主研发的“水质自动监测系统”获得 2021 年环境技术进步一等奖，率先实现 100 余项水质指标的自动监测，单条分析样品能力超 500 个，并在北京、武汉两地启动第三方检测业务尝试。截至 2021Q3 公司货币资金+交易性金融资产 13.2 亿元，资产负债率 13%。依托深厚的技术及充足的资金“弹药”储备，作为老牌监测龙头之一，率先启动第三方检测市场布局下优势显著。
- **盈利预测及投资建议：**依托“十四五”传统设备及第三方检测订单释放，公司有望重回高增长赛道，预计 2021 至 2023 年实现归母净利润 2.68、3.49 和 4.54 亿元，对应最新 PE 估值 21.6、16.6 和 12.7 倍。考虑公司龙头属性及未来业绩增速，给予公司 2022 年 25 倍 PE，对应合理价值 36.55 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**“十四五”订单不及预期，第三方检测市场开拓不及预期。

盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	734	774	921	1,169	1,488
增长率 (%)	19.7	5.4	18.9	26.9	27.3
EBITDA (百万元)	285	310	340	436	562
归母净利润 (百万元)	230	261	268	349	454
增长率 (%)	27.3	13.6	2.6	30.0	30.4
EPS (元/股)	2.87	1.63	1.12	1.46	1.91
市盈率 (P/E)	26.43	16.88	21.59	16.61	12.74
ROE (%)	13.7	13.9	12.0	13.5	15.0
EV/EBITDA	19.00	12.47	15.24	11.53	8.54

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

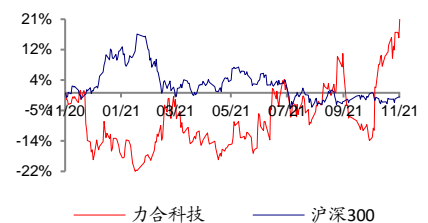
公司评级

公司评级	买入
当前价格	24.28 元
合理价值	36.55 元
报告日期	2021-11-25

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	238.40/144.80
总市值/流通市值 (百万元)	5788/3516
一年内最高/最低 (元)	32.77/17.93
30 日日均成交量/成交额 (百万)	4.8/115.5
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	16.23/31.14

相对市场表现



分析师：

郭鹏



SAC 执证号：S0260514030003



SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师：

许洁



SAC 执证号：S0260518080004



SFC CE No. BNU965



021-38003625



xujie@gf.com.cn

相关研究：

联系人：

陈龙 021-38003624

shchenlong@gf.com.cn

目录索引

一、水质监测领域龙头，设备+运营双轮驱动成长	5
（一）水质监测系统市场地位突出，设备+运营同步驱动	5
（二）股权激励绑定核心员工，营收增速考核彰显企业发展信心	6
（三）订单释放驱动业绩增长，充裕货币资金叠加低负债扩张可期	7
二、研发、订单驱动成长，开拓第三方检测新市场	10
（一）监测盈利模式为订单驱动型，下游客户以政府为主回款风险小	10
（二）研发优势打造护城河，产能提升助力订单成长	12
（三）拓展第三方检测服务市场，商业模式优化增厚盈利空间	14
三、十四五政策东风已至，第三方检测打开成长天花板	15
（一）十四五环境监测建设加速，事权上收与排污税催生板块持续受益	15
（二）环境监测设备市场整体空间达 457 亿，对应运维空间 136 亿/年	17
（三）新需求：政策启动水质强监管，第三方检测需求加速释放	19
四、水质监测龙头，第三方检测推动高增长	21
五、风险提示	23
（一）“十四五”订单获取不及预期	23
（二）第三方检测市场开拓不及预期	23

图表索引

图 1: 深耕环境监测设备领域, 水质监测市场地位突出	5
图 2: 公司现已形成环境监测系统+运营服务双驱动的主营业务模式	5
图 3: 2020 年公司环境监测系统业务收入 4.60 亿元	6
图 4: 公司环境监测系统和运营服务毛利率维持高位	6
图 5: 公司是国内水质监测系统市场龙头	6
图 6: 公司水质监测设备销量上升	6
图 7: 公司股权结构 (截至 2021 年 9 月 30 日)	7
图 8: 公司 2021Q1-3 营收增速回暖 (同比+11.3%)	8
图 9: 公司 2016-2020 年业绩保持复合增长率 49%	8
图 10: 2020 年公司期间费用率下降至 17.0%	8
图 11: 公司期间费用主要由管理费用构成	8
图 12: 公司毛利率水平保持在 45% 以上	8
图 13: 公司净现比情况	9
图 14: 公司现金收现比情况	9
图 15: 资产结构以货币资金为主	9
图 16: 负债结构以应付账款和预收款项为主	9
图 17: 2020 年资产负债率水平仅为 19%	10
图 18: 公司传统主要产品和服务可分为四大类	10
图 19: 水质在线监测系统结构	11
图 20: 污染源 (烟气烟尘) 在线监测系统结构	11
图 21: 公司主要通过招投标方式开展业务	11
图 22: 公司应收账款规模稳步增长	12
图 23: 截至 2020 年末, 公司应收账款账龄可控	12
图 24: 公司研发费用保持上升趋势	12
图 25: 研发人员占比连续三年增加	12
图 26: 公司专利及软件著作权数量	13
图 27: 主要产能及产能利用率	13
图 28: 主要产品平均售价	13
图 29: 依托研发优势启动商业模式变革, 开拓第三方检测服务市场	14
图 30: 《生态环境监测规划纲要 (2020-2035 年)》具体规划目标	16
图 31: 2011-2020 环境空气质量监测点位数变动	17
图 32: 2011-2020 地表水水质监测断面数变动	17
图 33: 地表水国控断面点位数十四五大幅增长	17
图 34: “十四五”监测河流和湖泊数大幅上升	17
图 35: 力合科技五年营收复合增速达 30.4%	21
图 36: 力合科技净利率水平处于行业领先地位	21
图 37: 力合科技 ROE 处于行业领先地位	21
图 38: IPO 优化力合科技资产负债率	21

表 1: 公司《2021 年限制性股票激励计划》内容	7
表 2: 股权激励计划各批次归属安排和考核目标	7
表 3: 应收账款前五大客户主要为政府部门及事业单位	12
表 4: 公司中标及使用力合科技设备的企业中标包件	13
表 5: 第三方检测服务商业模式与传统检测设备销售模式对比	15
表 6: 2015 以来生态环境监测行业重要政策	15
表 7: “十四五”期间环境质量监测设备销售市场空间达 168 亿, 末期运维市场达 52 亿/年	18
表 8: “十四五”期间设备销售市场空间达 289 亿, 末期运维市场达 84 亿/年	19
表 9: 《排污许可管理条例》开始实施, 固定排放源需启动监测服务	19
表 10: 第三方检测市场规模可达 450~600 亿元/年	20
表 11: 公司收入拆分及预测表 (2021E~2023E, 单位: 百万元)	22
表 12: 同行业公司盈利预测及估值表 (最新收盘价日期: 2021/11/24)	22

一、水质监测领域龙头，设备+运营双轮驱动成长

(一) 水质监测系统市场地位突出，设备+运营同步驱动

深耕环境监测设备领域，产品面向环境质量及污染源监测。公司成立于1997年5月，2002年1月开始进入环境监测设备领域，并于2019年成功上市。公司深耕环境监测技术近20年，在水质监测设备市场领域具有突出的竞争优势。目前公司是国内先进的环境监测仪器制造商以及监测系统和运营服务提供商，公司产品主要运用于两大方面：具有环境监测需求的政府部门及事业单位，以及受环保部门重点监管的污染源企业。

图 1：深耕环境监测设备领域，水质监测市场地位突出



数据来源：公司官网，招股说明书，广发证券发展研究中心

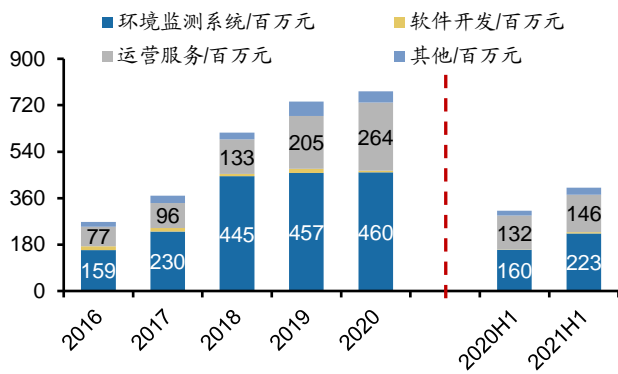
监测系统+运营服务同步驱动，毛利率维持高位。公司主营业务包括环境监测系统、运营服务、软件开发和其他主营业务，其中环境监测系统和运营服务近三年占总营收比都超过90%，是公司收入的主要驱动力。2020年环境监测系统业务实现营业收入4.60亿元（占总营收59.4%），毛利率达54.3%。运营服务业务2020年实现营业收入2.64亿元（占总营收34.1%），毛利率44.0%。

图 2：公司现已形成环境监测系统+运营服务双驱动的主营业务模式



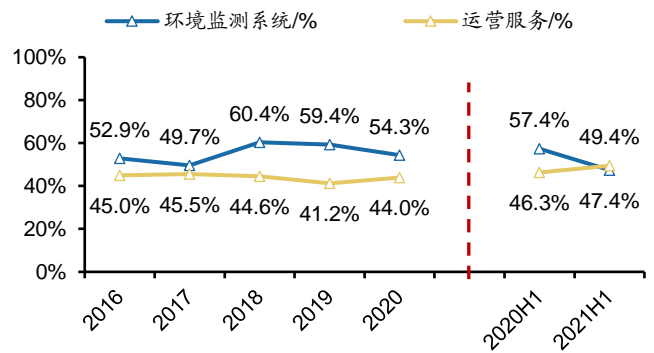
数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 3: 2020年公司环境监测系统业务收入4.60亿元



数据来源: 招股说明书, 定期报告, 广发证券发展研究中心

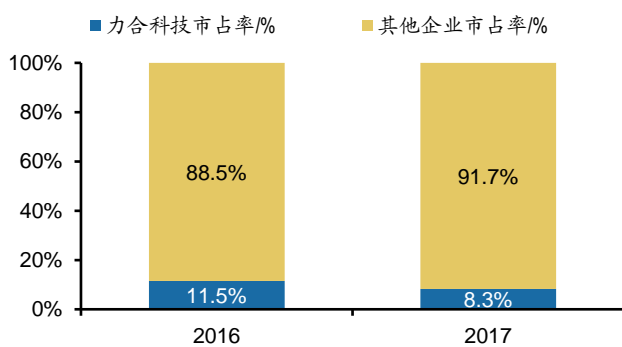
图 4: 公司环境监测系统和运营服务毛利率维持高位



数据来源: 招股说明书, 定期报告, 广发证券发展研究中心

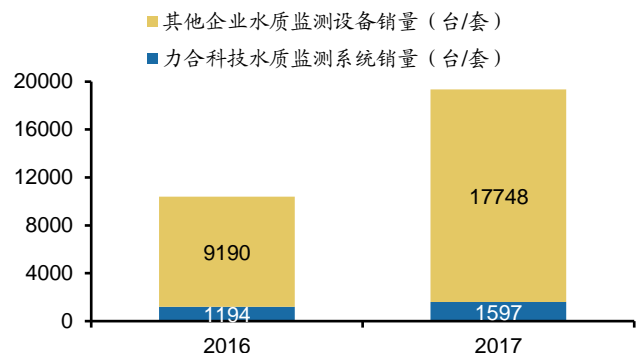
国内水质监测系统市场龙头, 行业竞争优势显著。公司环境监测业务以水质监测为主, 根据招股说明书披露: 根据中国环境监测总站对我国环境监测设备市场的统计, 以监测系统的销量计算, 2016、2017年公司在水质监测系统的市场占有率分别为11.50%/8.26%。同时, 公司依托先进的水质监测技术和多年经验积累, 在污染源在线监测设备领域也具有较强的技术优势。

图 5: 公司是国内水质监测系统市场龙头



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 6: 公司水质监测设备销量上升

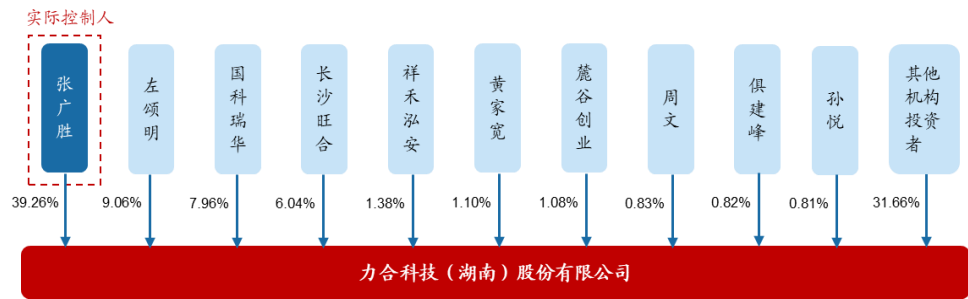


数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

(二) 股权激励绑定核心员工, 营收增速考核彰显企业发展信心

公司控股股东和实际控制人为张广胜先生, 截至9月末, 张广胜先生直接持有公司39.26%股份。公司董事长张广胜具备技术背景, 根据招股说明书披露, 张广胜毕业于中南大学地质勘查专业, 于1997年创办湖南力合科技发展有限公司, 历任公司董事长、总经理。现兼任中国环保产业协会常务理事和湖南省环保产业协会副会长, 并因“填埋场地下水污染系统防控与强化修复关键技术及应用”项目于2017年荣获国务院颁发的国家科学技术进步奖。

图 7: 公司股权结构 (截至2021年9月30日)



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

积极推进股权激励, 释放公司内生动力。公司于2021年9月24日审议通过限制性股权激励计划, 授予公司中层管理人员、核心技术(业务)人员和忠实员工(共计135人)限制性股票320万股, 占授予前股本总额的1.34%, 授予价格为11元/股。同时, 激励计划将2021和2022年设定为考核年, 以2020年营业收入7.74亿元为基数, 分别以营收增长率不低于15%和32%为考核目标, 分两年解除限售股。公司股权激励绑定核心员工利益, 有助于进一步完善治理结构, 激发员工内生动力。

表 1: 公司《2021 年限制性股票激励计划》内容

授予时间	类型	授予对象	授予价格	数量	占授予前总股本比例
2021 年 9 月 24 日	限制性股票	中层管理人员、核心技术(业务)人员、忠实员工(服 15 年以上) (共 135 人)	11 元/股	320 万股	1.34%

数据来源: 2021 年限制性股票激励计划, 广发证券发展研究中心

表 2: 股权激励计划各批次归属安排和考核目标

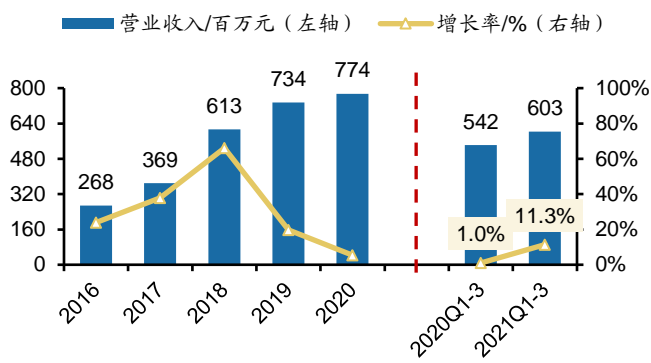
归属安排	归属年度	考核要求	归属比例
第一个归属期	2021	以 2020 年营业收入为基数, 2021 年营业收入增长率不低于 15%	50%
第二个归属期	2022	以 2020 年营业收入为基数, 2022 年营业收入增长率不低于 32%	50%

数据来源: 2021 年限制性股票激励计划, 广发证券发展研究中心

(三) 订单释放驱动业绩增长, 充裕货币资金叠加低负债扩张可期

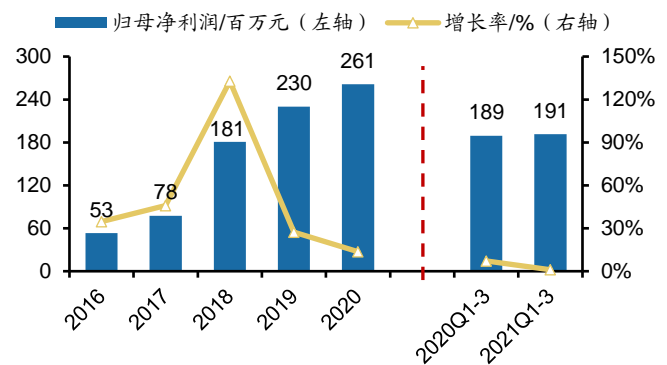
订单驱动业绩增长, 2016-2020年营收/业绩复合增速达30%/49%。受益于国家对生态环境治理力度不断加强, 环境监测市场需求持续旺盛, 2016-2020年公司营收和业绩复合增速分别达30%和49%。其中2018年中标2.82亿“国家地表水自动监测系统建设及运行维护项目”大幅增厚当期收入, 而监测行业订单释放规律又与五年一周期的考核节点挂钩, 预期伴随着十四五订单的释放, 公司有望恢复高速成长。2021年前三季度, 公司营收同比增长11.34%、归母净利润同比增长1.04%, 营收增速已经逐步回暖, 业绩增速较低主要系2021年新签订单毛利率下滑及疫情减免取消所致。

图 8: 公司 2021Q1-3 营收增速回暖 (同比+11.3%)



数据来源: 招股说明书, 定期报告, 广发证券发展研究中心

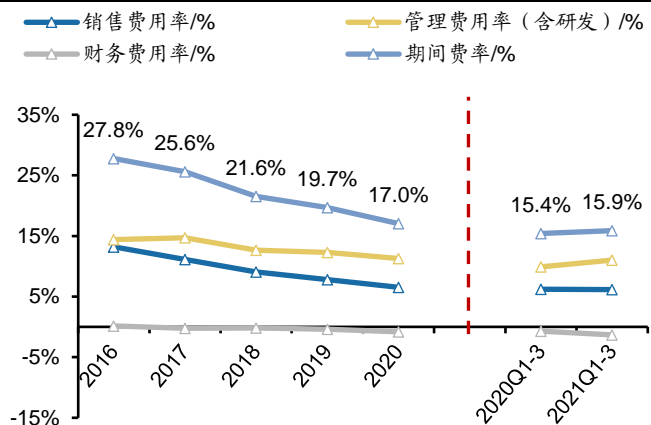
图 9: 公司 2016-2020 年业绩保持复合增长率 49%



数据来源: 招股说明书, 定期报告, 广发证券发展研究中心

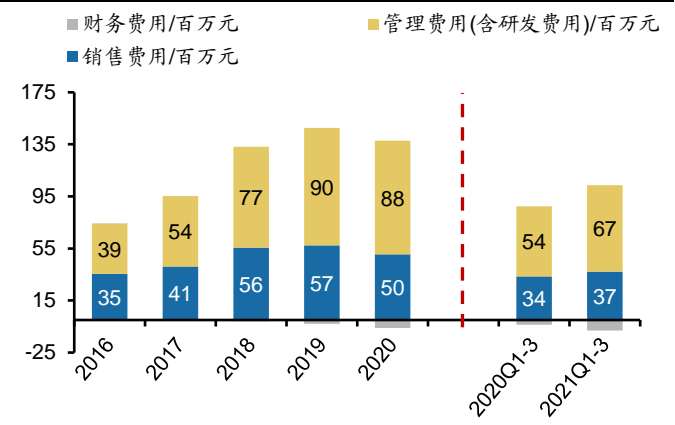
费用管控能力增强, 期间费用率维持下降态势。公司费用管控良好, 伴随着公司销售和管理模式逐渐成熟和财务收入持续增加, 以及销售规模不断扩大, 公司期间费用率持续下降, 2020年公司期间费用合计达1.31亿元, 期间费用率下降2.7个pct至17.0%。受益于期间费用率的下降, 公司净利率保持上升态势, 2020年公司净利率达33.7%。2021Q1-3受订单毛利率下滑、研发费用提升及税率减免取消所致, 公司利润率水平短期承压。

图 10: 2020 年公司期间费用率下降至 17.0%



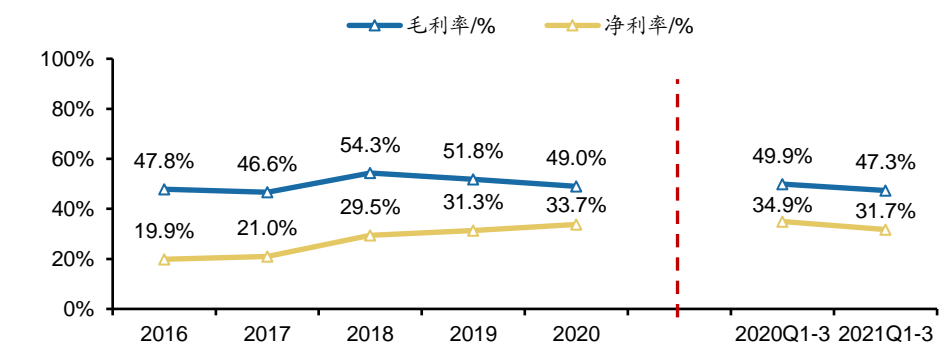
数据来源: 招股说明书, 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 11: 公司期间费用主要由管理费用构成



数据来源: 招股说明书, 定期报告, 广发证券发展研究中心

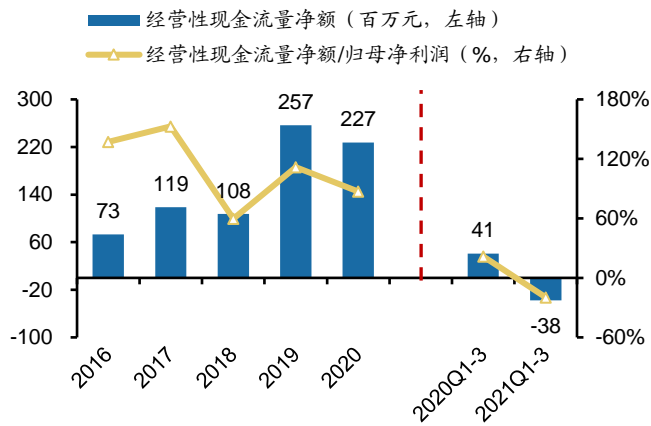
图 12: 公司毛利率水平保持在 45% 以上



数据来源: 招股说明书, 定期报告, 广发证券发展研究中心

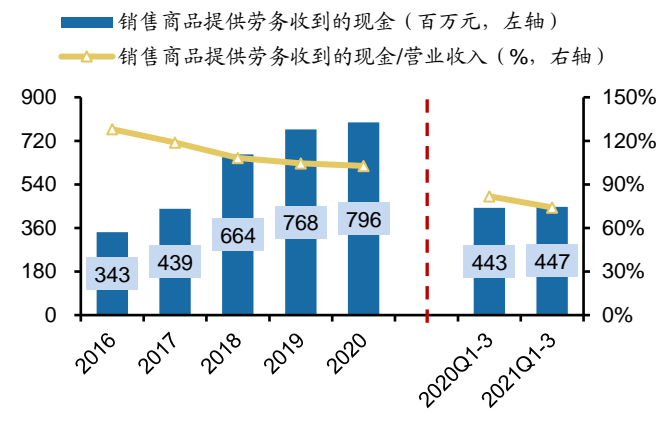
公司现金流状况良好,支撑项目能力深厚。公司近五年经营活动现金流净额质量优,总体呈现增长趋势,2019年受上一年项目回款因素所致,经营性现金流净额大幅上涨至2.57亿元,今年前三季度经营性现金流净额均为负主要系购买商品、劳务等现金增加所致,但订单造血能力强,且下半年回款集中,净现比总体稳定。此外,公司现金收现与营业收入匹配良好,销售商品提供劳务收到的现金持续增加,2020年达7.96亿元,现金收现比维持大于1水平。

图 13: 公司净现比情况



数据来源: 招股说明书, 定期报告, 广发证券发展研究中心

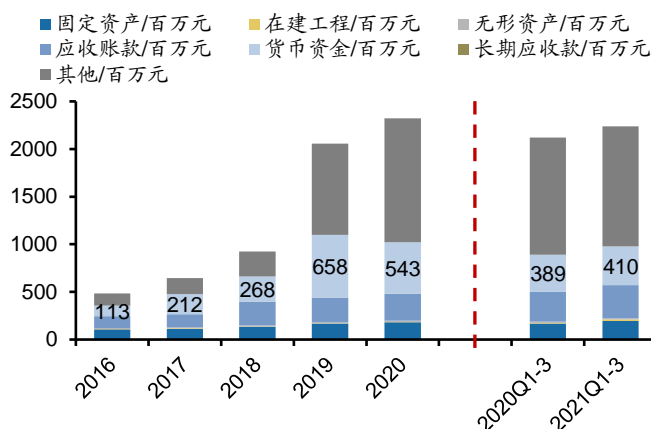
图 14: 公司现金收现比情况



数据来源: 招股说明书, 定期报告, 广发证券发展研究中心

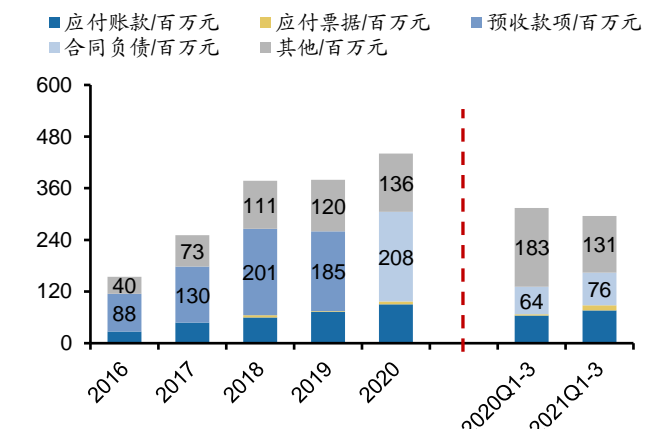
货币资金充裕保障后续扩张, IPO优化公司资产负债率水平。公司资产结构以货币资金为主, 2020年在手货币资金达5.43亿元, 占总资产的23.4%, 货币资金充裕有利保障公司后续产能扩张。负债结构以应付账款和预收款项为主, 同时, 公司维持短期/长期借款为零的状态, 彰显公司稳健的资金安排措施和高效的管理制度。受益于公司良好的负债结构以及IPO募集资金, 2019年公司资产负债率大幅下降, 截至2021年三季末, 公司资产负债率仅为13%。

图 15: 资产结构以货币资金为主



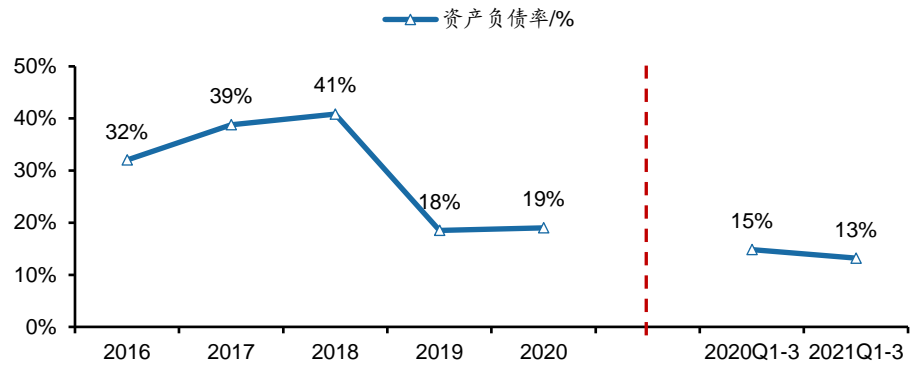
数据来源: 招股说明书, 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 16: 负债结构以应付账款和预收款项为主



数据来源: 招股说明书, 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 17: 2020年资产负债率水平仅为19%



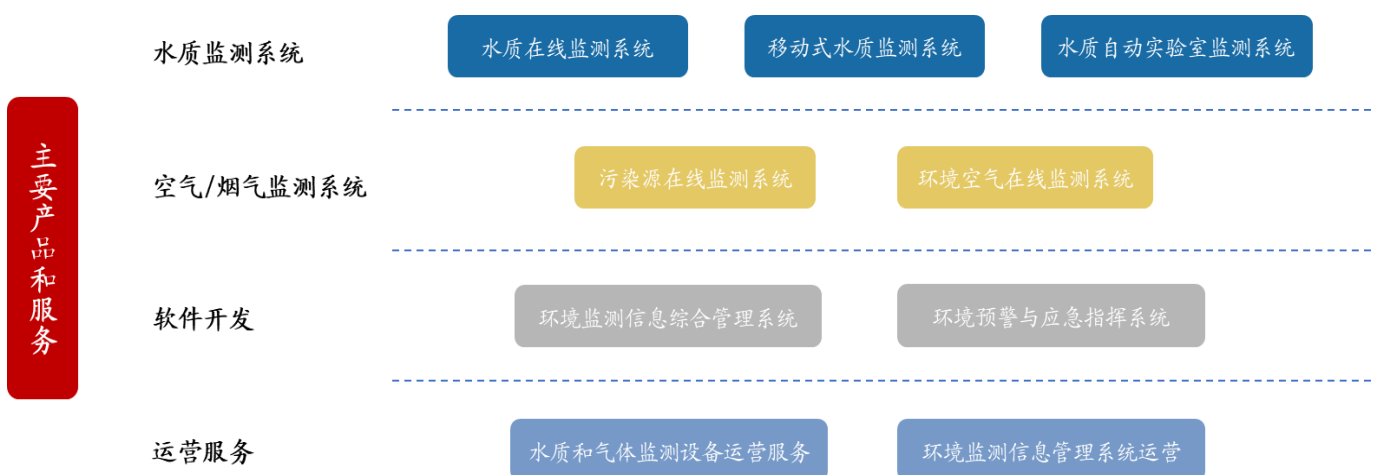
数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

二、研发、订单驱动成长, 开拓第三方检测新市场

(一) 监测盈利模式为订单驱动型, 下游客户以政府为主回款风险小

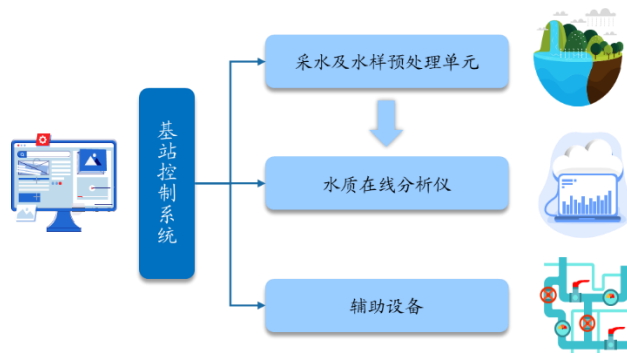
产品及服务覆盖范围广, 设备+运营多维巩固盈利点。公司主要产品和服务可以分为水质监测系统、空气/烟气监测系统、软件开发和运营服务。水质监测领域以水质在线监测系统为主, 由水质在线分析仪、系统控制基站、采水及水样预处理单元以及其他相应配套设备组成; 气体监测领域中, 公司自制的监测仪器可对大气/烟气中多种监测因子进行实时监控。公司环境监测业务除了销售监测仪器之外, 工程团队需在站点进行系统集成、安装调试。此外, 运营服务是指公司接受环保、水利和市政等部门或污染源企业的委托, 对环境在线监测系统进行专业化的维护和运营管理, 并在此过程中收取运营服务费。

图 18: 公司传统主要产品和服务可分为四大类



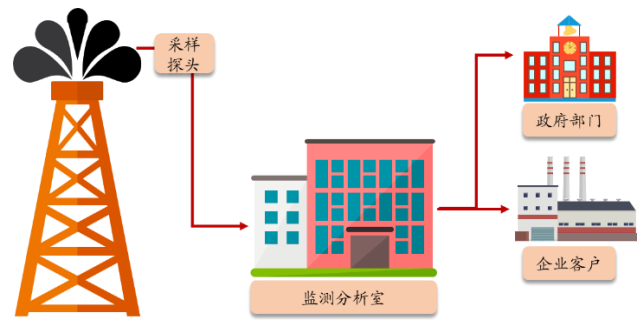
数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 19: 水质在线监测系统结构



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

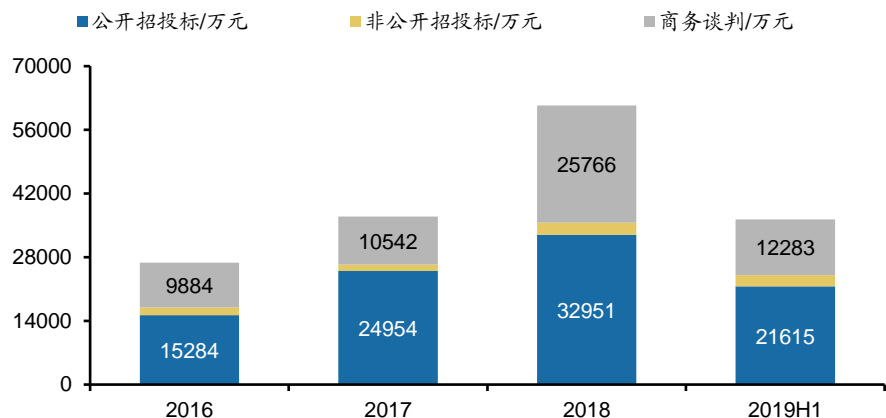
图 20: 污染源（烟气烟尘）在线监测系统结构



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

公司主要通过招投标和商务谈判方式获取业务，招投标比例约占60%。根据招股说明书披露，公司2019年上半年招投标项目业务收入为2.4亿元，占总营收的66.2%。公司通过招投标方式进行产品销售的客户主要是环保、市政和水利等政府部门或事业单位。另外，对于污染源企业客户，由于其环境监测设备采购安装后需接受当地环保部门的验收，因此公司一般需要通过当地环保部门组织的招标选型或资质审查后，再与污染源企业客户进行商务谈判并签订合同。

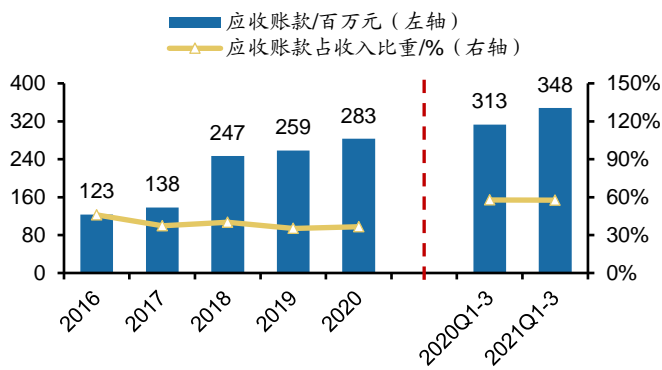
图 21: 公司主要通过招投标方式开展业务



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

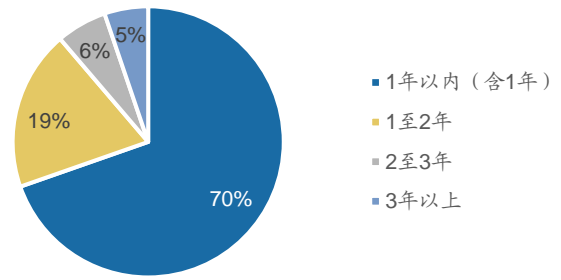
应收账款账龄以两年内为主，客户结构保障回款稳定。由于公司产品的销售方式和业务扩张，应收账款规模增大。环境监测设备需经过安装调试、验收和质保期等环节，产品销售合同周期较长，使部分合同款项回款周期亦较长。从账龄结构上看，公司应收账款账龄以两年内为主。根据招股说明书披露，公司应收账款前五大客户主要为政府部门及事业单位，客户信用级别较高，销售回款有保障。

图 22: 公司应收账款规模稳步增长



数据来源: 招股说明书, 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 23: 截至2020年末, 公司应收账款账龄可控



数据来源: 招股说明书, 定期报告, 广发证券发展研究中心

表 3: 应收账款前五大客户主要为政府部门及事业单位

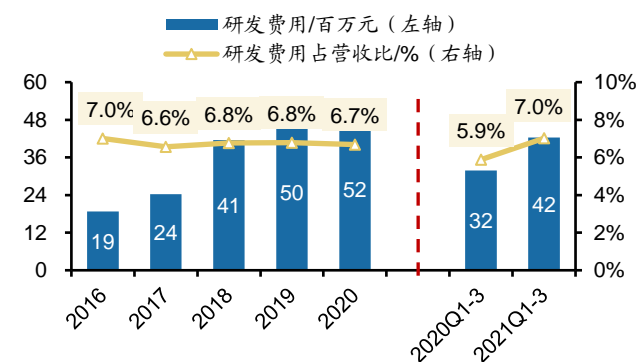
序号	2017	2018	2019H1
1	天津市滨海新区环保局	中国环境监测总站	中国环境监测总站
2	南京市建邺区信息中心	厦门隆力德环境技术开发有限公司	厦门隆力德环境技术开发有限公司
3	湖南湘江新区管理委员会	上海科泽智慧环境科技有限公司	上海科泽智慧环境科技有限公司
4	广州东进新区开发有限公司	长江水利委员会长江科学院	大理市生态文明建设委员会办公室
5	麻城市环境保护局	天津市滨海新区环保局	长江水利委员会长江科学院

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

(二) 研发优势打造护城河, 产能提升助力订单成长

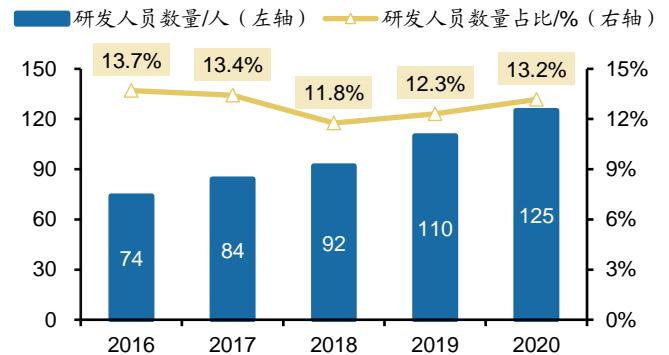
公司研发投入稳步增长, 水质监测技术研究成果丰硕。受益于公司完善的技术创新和人才培养机制, 公司研发投入不断增多, 近五年研发投入占营收比稳定在7%附近, 2020年研发费用达0.52亿元, 占总营业收入的6.69%。公司研发人员规模也不断扩张, 除2018年因公司规模扩张总员工人数大幅增长影响外, 研发人员占总员工比例连续三年保持增长, 2020年公司研发人员占比为13.2%。截至2021年6月底, 公司拥有专利共240项, 其中发明专利77项、实用新型149项和外观设计14项, 拥有软件著作权57项。此外, 公司不断重视技术科研建设, 积极参与国家级、省部级重大科研项目, 根据招股说明书披露, 公司作为承担单位参与的项目共有16项。

图 24: 公司研发费用保持上升趋势



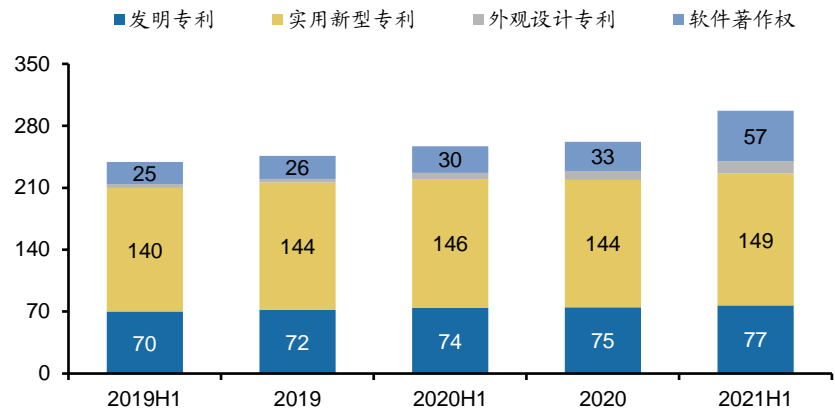
数据来源: 招股说明书, 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 25: 研发人员占比连续三年增加



数据来源: 招股说明书, 定期报告, 广发证券发展研究中心

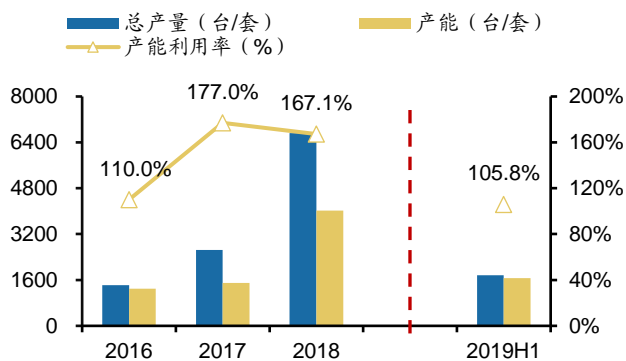
图 26: 公司专利及软件著作权数量



数据来源: 招股说明书, 定期报告, 广发证券发展研究中心

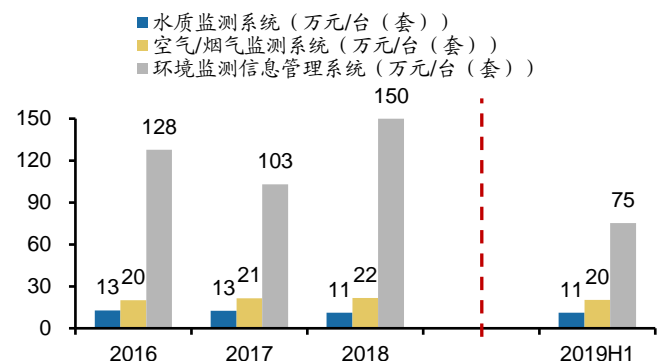
2017-2018年产能利用率均超150%, 订单放量增厚成长性。受益于订单量持续增加, 公司产能随之大幅提升, 2018年公司产能达4021台/套(同比+168.0%), 产能利用率为167.1%维持高位。公司生产环节主要是进行组装和测试, 对公司产能影响较大的是组装和测试员工的数量和工作效率。在订单需求较大时, 公司生产部可从技术服务部等部门借调部分员工协助生产进而实现产能扩充, 产能可与订单灵活匹配。

图 27: 主要产能及产能利用率



数据来源: 招股说明书, 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 28: 主要产品平均售价



数据来源: 招股说明书, 定期报告, 广发证券发展研究中心

2018年中标国家地表水大单, 彰显公司水质监测领域出众竞争力。公司在环境监测领域的持续深耕和研发投入赢得行业认可, 2018年5月, 公司成功中标中国环境监测总站“国家地表水自动系统建设及运行维护项目”下的第5包、第9包和第19包三个包件, 中标金额共计2.82亿元, 占总包中标金额的17.85%。此外, 公司通过了中国环境监测总站的技术测试, 被选择作为项目设备供应商, 为厦门隆力德、上海科泽和长江科学院提供设备采购, 合同金额为1.70亿元。本次项目公司直接及间接中标订单4.52亿元, 彰显公司竞争力。

表 4: 公司中标及使用力合科技设备的公司中标包件

包件	中标单位	中标金额/元	占比/%	电站类型
包件 3	厦门隆力德环境技术开发有限公司	108,293,160.00	6.85%	固定式电站
包件 5	力合科技(湖南)股份有限公司	103,333,400.00	6.54%	固定式电站

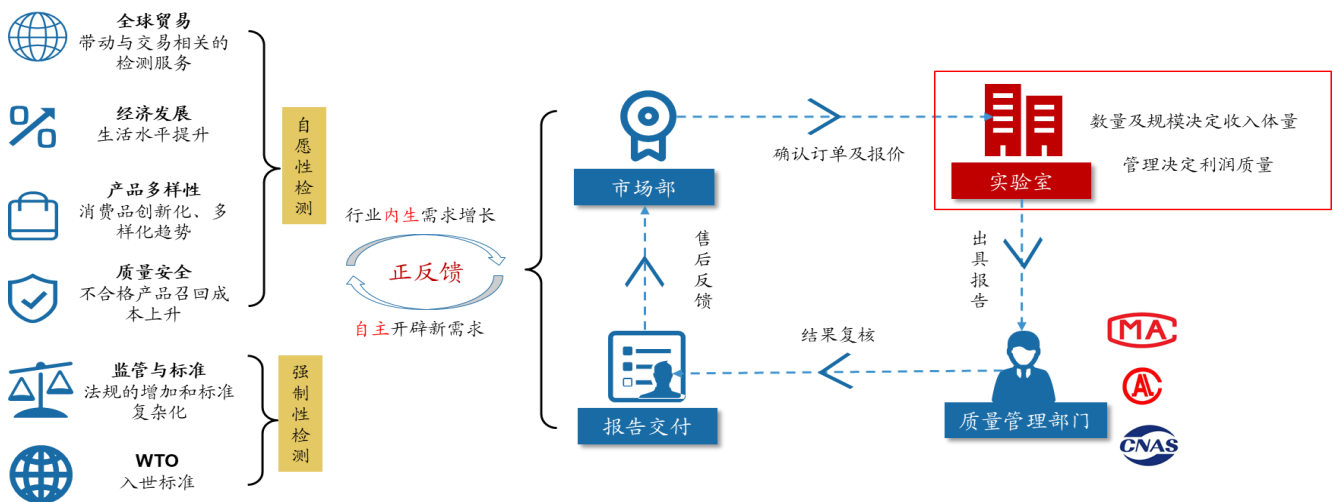
包件 6	上海科泽智慧环境科技有限公司	64,152,000.00	4.06%	固定式水站
包件 9	力合科技(湖南)股份有限公司	97,072,400.00	6.14%	固定式水站
包件 16	厦门隆力德环境技术开发有限公司	85,995,720.00	5.44%	固定式水站
包件 17	上海科泽智慧环境科技有限公司	79,526,800.00	5.03%	固定式水站
包件 19	力合科技(湖南)股份有限公司	81,859,200.00	5.18%	浮船式水站
包件 20	长江水利委员会长江科学院	71,115,000.00	4.50%	浮船式水站
合计	-	511,939,520.00	32.38%	-

数据来源：招股说明书，中国政府采购网，广发证券发展研究中心

(三) 拓展第三方检测服务市场，商业模式优化增厚盈利空间

依托研发优势启动商业模式变革，开拓第三方检测服务市场。根据2021年三季报披露，公司依托技术创新，在上一代检测模式的基础上，持续推进智能管控终端、无接触实验室智能水质检测成套装备的优化、定制工作，突破多项自动监测技术，率先实现100余项水质指标的自动监测，在北京、武汉两地子公司布设无接触实验室智能水质检测线，单条检测线日分析样品能力超过500个，由公司自主研发的水质自动监测系统也在2021年度环境技术进步奖评选中获评一等奖。依托本套智能水质检测系统，公司给政府、公司提供日常水质检测服务，并给予检测数量收费，打开第三方检测服务市场需求。

图 29: 依托研发优势启动商业模式变革，开拓第三方检测服务市场



数据来源：华测检测官网，Bureau Veritas 定期报告，谱尼测试招股说明书，广发证券发展研究中心

检测行业商业模式：实验室运营期产生充沛现金流反哺投资支出，抗周期性下盈利能力更加突出。与设备销售及服务商相比，检测企业对上下游议价能力强、具备高经营杠杆及规模效应，实验室在进入运营期后能够产生充沛的现金流回报（净现比在1.5以上），在此基础上叠加部分杠杆（行业杠杆率在30%以下）就可以满足企业高速扩张期的投资需求。此外，由于不同行业实验室之间可以共用部分自主研发生产的仪器设备，因此设备研发与实验室检测服务之间可发挥协同效应，实现整体效率最大化。以水质检测为例，根据《排污单位自行监测指南 总则》及各行业标准细则，政策强要求下重点排放企业需强制日频检测，其他企业根据标准要求每周、每月检测申报，相较于设备的采买需求更加具有抗周期性。

表 5: 第三方检测服务商业模式与传统检测设备销售模式对比

	设备销售	运营服务	第三方检测
客户	政府客户为主	政府客户为主	企业客户为主
周期性	明显采购周期	跟设备周期挂钩	抗周期性
回款	一至两年	月度/季度	月度/季度
管理核心	人员管理	人员管理	全自动化
发展类型	资本密集型	劳动密集型	技术密集型

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、十四五政策东风已至，第三方检测打开成长天花板

(一) 十四五环境监测建设加速，事权上收与排污税催生板块持续受益

环境监测建设不断提速，相应市场需求持续催生。2015年8月国务院发布《生态环境监测网络建设方案》，奠定了智慧监测加速发展的基调，强调完善监测网络布局和数据质量的提高。“十三五”时期环境监测建设不断加速，根据《生态环境监测规划纲要(2020-2035)》，到2019年，全国共建成城市空气质量自动监测站点5000余个、地表水监测断面1.1万个、土壤环境监测点位约8万个，以及辐射环境监测点位1500余个。环境质量监测方面，国控和省控点位扩容与原设备更新换代带来市场需求；污染源监测方面，环保税的开征有望催动企业端自动监测设备化率提高；垂改上收地方事权，加强监察力度和保障监测数据质量，加速监测板块受益。

表 6: 2015 以来生态环境监测行业重要政策

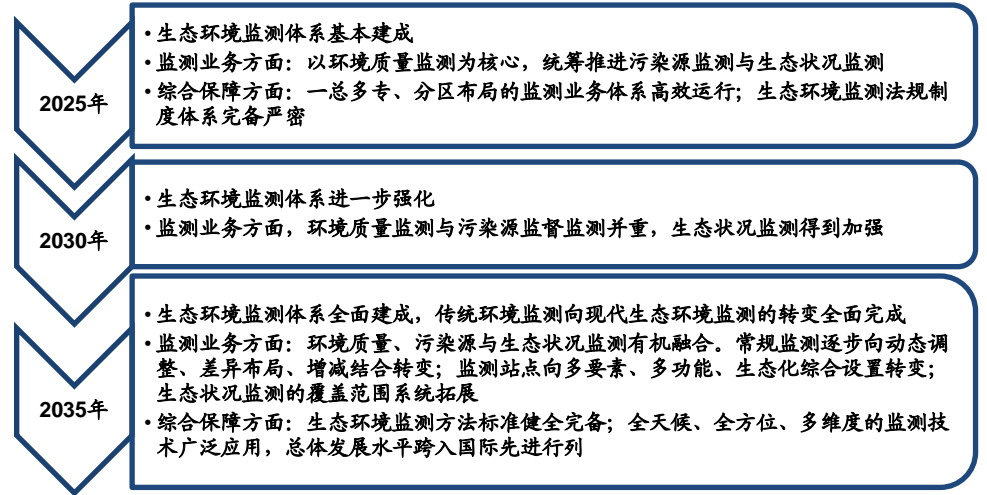
时间	相关部门	政策	主要内容
2015.8	国务院	《生态环境监测网络建设方案》	到 2020 年，全国生态环境监测网络基本实现环境质量、重点污染源、生态状况监测全覆盖，初步建成陆海统筹、天地一体、上下协同、信息共享的生态环境监测网络。
2015.8	生态环境部	《国家环境质量监测事权上收方案》	明确未来三年内环境质量国控点监测事权上收“三步走”，真正实现“国家考核、国家监测”。
2016.11	生态环境部	《“十三五”环境监测质量管理工作方案》	加快监测事权上收；明确各方职责；提高环境监测数据质量；引入第三方评估和质控手段；严厉打击数据造假行为。
2017.9	中办、国办	《关于深化环境监测改革提高环境监测数据质量的意见》	到 2020 年通过深化改革全面建立环境监测数据质量保障责任体系，健全环境监测质量管理制度，建立环境监测数据弄虚作假防范和惩治机制。
2018.8	生态环境部	《生态环境监测质量监督检查三年行动计划(2018-2020 年)》	到 2020 年，不断健全生态环境监测数据质量保障责任体系，严厉打击不当干预生态环境监测行为，有效遏制生态环境监测机构和排污单位数据弄虚作假问题，确保监测数据真实、准确、客观。
2019.3	生态环境部	《生活垃圾焚烧发电厂自动监测数据用于环境管理的规定(试行)(征求意见稿)》	垃圾焚烧厂运营维护单位应当按照法律法规标准规范安装使用自动监测设备，与生态环境部门的监控设备联网，保证监测设备正常运行，保存原始监测记录，并对自动监测数据的真实性和准确性负责。
2020.3	生态环境部	《关于推进生态环境监测体系与监测能力现代化的若干意见(征求意见稿)》	2025 年底前，联合建立天地一体的国家生态质量监测网络。鼓励开展排污单位用能监控与污染排放监测一体化试点，拓展污染源排放遥感监测。完善生态环境监测技术体系，鼓励重点区域省市建立生态环境监测创新示范基地。

2020.6 生态环境部 《生态环境监测规划纲要（2020-2035年）》

2020-2035年，生态环境监测将在全面深化环境质量和污染源监测的基础上，逐步向生态状况监测和环境风险预警拓展，构建生态环境状况综合评估体系。

数据来源：国务院，生态环境部，广发证券发展研究中心

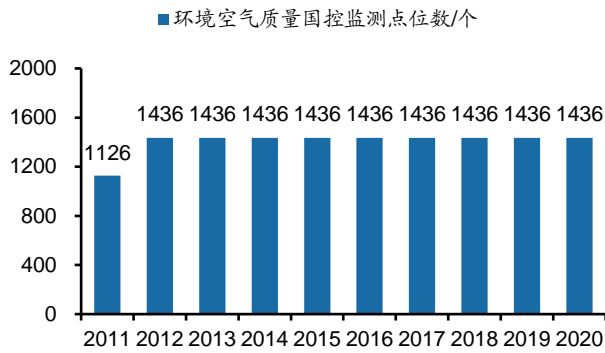
图 30: 《生态环境监测规划纲要（2020-2035年）》具体规划目标



数据来源：《生态环境监测规划纲要（2020-2035年）》，广发证券发展研究中心

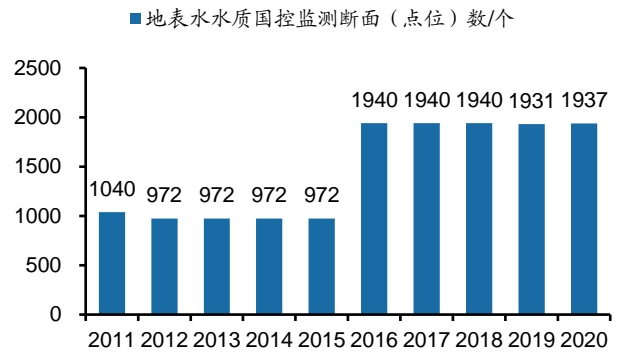
存量设备面临更新换代，“十四五”期间环境监测点位数持续扩容。根据《2019年中国生态环境统计年报》显示，全国环境空气监测点位8688个，地表水水质监测断面11310个，环境噪声监测点位79079个，开展污染源监督性监测的重点企业40272家；根据相关技术规范要求，环境质量监测设备的使用年限一般不超过8年，原各点位设备在“十四五”期间将陆续面临更新换代。此外，2020年生态环境部印发的《“十四五”国家空气、地表水环境质量检测网络设置方案》，大气点位在原有1436个基础上新增313个，撤销15个；水质点位在原有2050个基础上新增1642个，删除46个。再加上省控点位加密，相应的设备更新与点位扩容将有利于监测板块设备销售。

图 31: 2011-2020环境空气质量监测点位数变动



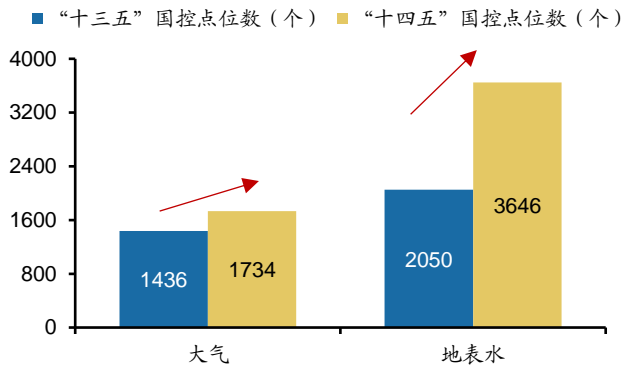
数据来源: 中国环境监测总站, 广发证券发展研究中心

图 32: 2011-2020地表水水质监测断面数变动



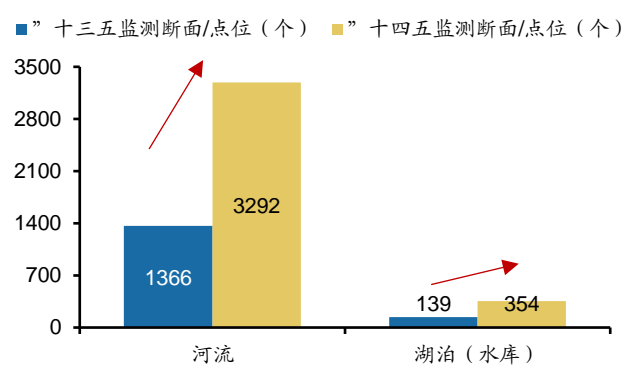
数据来源: 中国环境监测总站, 广发证券发展研究中心

图 33: 地表水国控断面点位数十四五大幅增长



数据来源: 《“十四五”国家空气、地表水环境质量检测网络设置方案》, 广发证券发展研究中心

图 34: “十四五”监测河流和湖泊数大幅上升



数据来源: 《“十四五”国家空气、地表水环境质量检测网络设置方案》, 广发证券发展研究中心

(二) 环境监测设备市场整体空间达 457 亿, 对应运维空间 136 亿/年

按照监测对象分类, 环境监测行业可以分为环境质量监测和污染源监测, 市场空间分设备销售与运营空间两类。基于分类对环境监测行业进行空间测算。根据测算结果, 我国“十四五”期间环境监测设备销售市场空间达456.57亿元, 对应运维市场规模为136.32亿/年。

环境质量监测空间测算核心假设:

(1) 环境质量监测点位数: 根据《“十四五”国家空气、地表水环境质量监测网络设置方案》, 大气点位在原有1436个基础上新增313个, 撤销15个; 水质点位在原有2050个基础上新增1642个, 删除46个。根据《2019年中国生态环境统计年报》: 全国环境空气监测点位8688个, 地表水水质监测断面11310个; 并且根据《生态环境监测规划纲要(2020-2035年)》里强调要从手工监测向自动监测方向转变, 未来自动监测类订单占比有望逐年提高。

(2) 平均价格假设: 参考国控招标文件和政府招标网信息, 假设环境质量监测点位的设备单价按150万元/国、省、市控点位(空气)、80万元/其他点位(空气)、70万元/国控点位(水质)、50万元/非国控点位(水质)估算;

(3) 环境质量设备更新率假设: 国控点招标工作于2018年完成, 根据招股说明书披露, 环境监测系统的使用寿命为5-8年, 考虑到地表水监测系统损耗率更高, 假设“十四五”期间大气环境质量监测点位更新率均为60%, 地表水水质监测点更新率均为80%;

(4) 单位点位年运维成本: 参考国控点招标文件显示的价格, 假设大气国、省、市控点位为25万元/个, 其他(乡镇)点位运营成本为15万元/个。地表水国、省、市控点位运营成本20万元/个, 其他(乡镇)点位为10万元/个。

表 7: “十四五”期间环境质量监测设备销售市场空间达 168 亿, 末期运维市场达 52 亿/年

环境监测	点位数 (个)	设备更换/上新率	单位投资额 (万元/个)	单位点位运维成本 (万元/个)	设备销售空间 (亿元)	运维空间 (亿元/年)
存量设备						
大气环境质量监测						
国控点位	1421	60%	150	25	12.79	3.55
省控	2400	60%	150	25	21.60	6.00
市控	3000	60%	150	25	27.00	7.50
其他(乡镇)	2000	60%	80	15	9.60	3.00
地表水水质监测						
国控点位	2004	80%	70	20	11.22	4.01
省控	5000	80%	70	20	28.00	10.00
市控	6000	80%	70	20	33.60	12.00
其他(乡镇)	2000	80%	50	10	8.00	2.00
新增设备						
大气环境质量监测						
国控点位	313		150	25	4.70	0.78
地表水水质监测						
国控点位	1642		70	20	11.49	3.28
监测设备销售/运维市场空间合计					168.00	52.13

数据来源: 《“十四五”国家空气、地表水环境质量检测网络设置方案》, 广发证券发展研究中心

污染源监测空间测算核心假设:

(1) 污染源监测数估算: 分为国家重点监控企业和非国家重点监控企业。根据统计局数据, 2019年规模以上工业企业数377815家, 重点监控企业数按10%估算; 根据《2019年中国生态环境统计年报》, 已实施自动监控的重点监控企业23818家, 开展污染源自动监控的企业共40272家;

(2) 污染源设备上新率假设: 考虑设备使用寿命为5-8年, 假设除尚未实施自动监控非国家重点监控的污染源上新率为15%外, 其他点位设备上新率为60%;

(3) 平均价格假设: 根据招股说明书披露的污染源设备采购单价约10万元/套进行估算, 假设每家国家重点监控企业配备5套、非国家重点监控企业配备3套; 运维费用: 国家重点和非国家重点监控企业分别按年均10万元/企业和8万/企业进行估算。

表 8: “十四五”期间设备销售市场空间达 289 亿, 末期运维市场达 84 亿/年

污染源监测	污染源企业类型	企业数 (个)	设备更换/上新率	单位投资额 (万元/企业)	单位点运维成本 (万元/个)	设备更换空间 (亿元)	运维空间 (亿元)
存量设备更换	已实施自动监控国家重点监控	23818	60%	50	10	71.45	23.82
	已实施自动监控非国家重点监控	16454	60%	30	8	29.62	13.16
	尚未实施自动监控国家重点监控	13964	60%	50	10	41.89	8.38
新增设备购买	尚未实施自动监控非国家重点监控	323579	15%	30	8	145.61	38.83
监测设备销售/运维市场空间合计						288.57	84.19

数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

(三) 新需求: 政策启动水质强监管, 第三方检测需求加速释放

2021年3月1日《排污许可管理条例》实施, 打开固定排放源第三方检测需求。条例明确要求, 排污单位应依规申请取得排污许可证; 未取得排污许可证的, 不得排放污染物。取得排污许可证的排污单位, 必须按照规范开展自行监测或可委托其他检测(监)测机构代其开展自行监测; 其中实行排污许可重点管理的排污单位, 应当依法安装、使用、维护污染物排放自动监测设备, 并与主管部门监控设备联网。一方面重点管理的排污单位安装在线监测设备匹配公司传统业务需求, 另一方面对于简化管理的排污单位而言, 采用轻资产、灵活方便的第三方检测服务更具有经济性, 相关需求加速释放。

表 9: 《排污许可管理条例》开始实施, 固定排放源需启动监测服务

主要内容	
总体目标	加强排污许可管理, 规范企业事业单位和其他生产经营者排污行为, 控制污染物排放, 保护和改善生态环境
第一章 总则	未取得排污许可证, 不得排放污染物
	排污许可分类管理
	根据污染物产生和排放量对环境的影响程度, 将排污单位分为排污许可重点管理和简化管理两类单位
获得排污许可证的条件	国务院生态环境主管部门负责全国排污许可的统一监督管理
	设区的市级以上地方人民政府生态环境主管部门负责本行政区域排污许可的监督管理
	依法取得建设项目环境影响报告书(表)批准文件, 或已办理环境影响登记表备案手续
第二章 申请与审批	污染物排放符合污染物排放标准要求, 重点污染物排放符合排污许可证申请与核发技术规范、环境影响报告书(表)批准文件、重点污染物排放总量控制要求; 其中, 排污单位生产经营场所位于未达到国家环境质量标准的重点区域、流域的, 还应当符合有关地方人民政府关于改善生态环境质量的特别要求;
	采用污染防治设施可以达到许可排放浓度要求或者符合污染防治可行技术
排污许可证期限	自行监测方案的监测点位、指标、频次等符合国家自行监测规范。
需重新申请取得排污许可证的情况	排污许可证有效期为 5 年, 期满需申请延期
	新建、改建、扩建排放污染物的项目
	生产经营场所、污染物排放口位置或者污染物排放方式、排放去向发生变化
	污染物排放口数量或者污染物排放种类、排放量、排放浓度增加

排污单位应当按照排污许可证规定和有关标准规范，依法开展自行监测，并保存原始监测记录。原始监测记录保存期限不得少于5年。

第三章 排污管理	自行监测/自动监测	实行排污许可重点管理的排污单位，应当依法安装、使用、维护污染物排放自动监测设备，并与生态环境主管部门的监控设备联网。
	定期记录/汇报	排污单位须建立环境管理台账记录制度，按照规定频次记录主要生产设施、污染防治设施运行情况以及污染物排放浓度、排放量。 排污单位应当按照排污许可证规定的内容、频次和时间要求，向审批部门提交排污许可证执行报告，如实报告污染物排放行为、排放浓度、排放量等。
第四章 监督检查	排污单位	排污单位应当配合生态环境主管部门监督检查，如实反映情况，并按照要求提供排污许可证、环境管理台账记录、排污许可证执行报告、自行监测数据等相关材料。 生态环境主管部门应当加强对排污许可的事中事后监管，将排污许可执法检查纳入生态环境执法年度计划，根据排污许可管理类别、排污单位信用记录和生态环境管理需要等因素，合理确定检查频次和检查方式。 生态环境主管部门可以通过全国排污许可证管理信息平台监控排污单位的污染物排放情况，发现排污单位的污染物排放浓度超过许可排放浓度的，应当要求排污单位提供相关材料进行核查，必要时组织开展现场监测。
	生态环境主管部门	生态环境主管部门根据行政执法过程中收集的监测数据，以及排污单位的 排污许可证、环境管理台账记录、排污许可证执行报告、自行监测数据 等相关材料，对排污单位在规定周期内的污染物排放量，以及排污单位污染防治设施运行和维护是否符合排污许可证规定进行核查。 生态环境主管部门依法通过 现场监测、排污单位污染物排放自动监测设备、全国排污许可证管理信息平台 获得的排污单位污染物排放数据，可以作为判定污染物排放浓度是否超过许可排放浓度的证据。

数据来源：国务院，广发证券发展研究中心

第三方水质检测空间广阔，对应市场规模可达450~600亿元/年。《生态环境监测规划纲要(2020-2035年)》提出，要研究建立以自动监测为主的地表水监测评价机制。大量原本依靠人工监测的点位，只要条件允许，都将转而使用自动监测。根据2020年6月发布的《第二次全国污染源普查公报》，截至2017年末我国目前拥有固定排放源358万个，其中各类水污染排口超过120万个，目前其中只有10%安装了在线监测设备。按照今年最新《排污许可管理条例》，剩余90%（约100万个）需自行监测或委托其他监测机构开展监控，目前第三方运维单价在150~200元/次左右，监测频率为日频，对应第三方检测年潜力需求可达450~600亿元/年。

表 10：第三方检测市场规模可达 450~600 亿元/年

第三方运维单价(元/次)	150~200
运营日数(日)	300
监测频率(次/日)	1
待安装排口数(万个)	100
第三方检测市场空间(亿元/年)	450-600

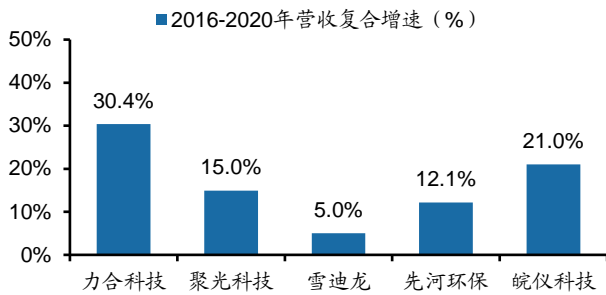
数据来源：《第二次全国污染源普查公报》，Wind，广发证券发展研究中心

备注：第三方检测市场空间=待安装排口数*第三方运维单价*运营日数/检测频率

公司已率先启动第三方检测市场布局，“高收益+低负债”下更具“破局”潜质。公司五年历史复合增速达30.4%，净利率水平逐年攀升，2020年上升至33.7%，盈利能力不断增厚；受IPO扩大资产影响ROE水平有所下降，但仍维持行业最优水平，同时公司资产负债率下降趋势明显，2020年仅为19.0%。高收益能力伴随着低负债

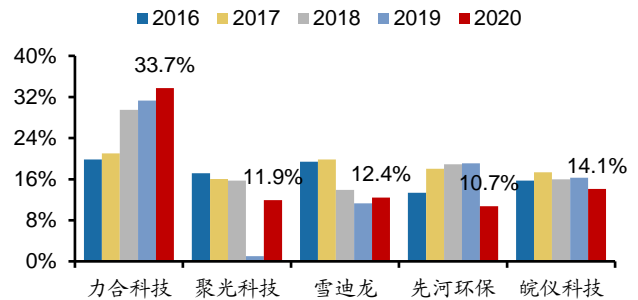
水平，截至2021Q3，公司货币资金+交易性金融资产达13.2亿元，“弹药”充足使公司更具“破局”潜质。

图 35: 力合科技五年营收复合增速达30.4%



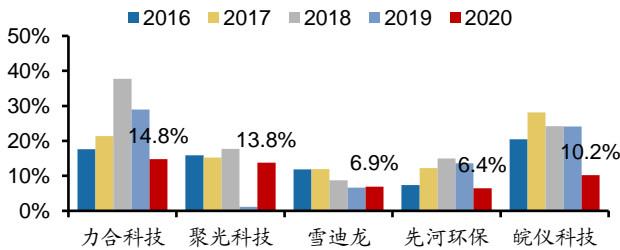
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 36: 力合科技净利率水平处于行业领先地位



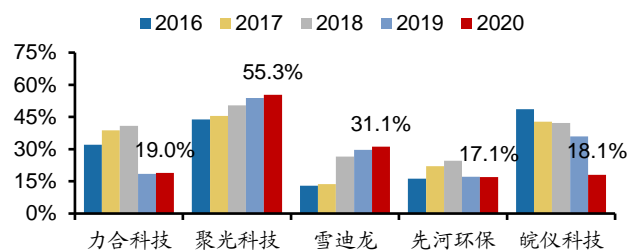
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 37: 力合科技ROE处于行业领先地位



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 38: IPO优化力合科技资产负债率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

四、水质监测龙头，第三方检测推动高增长

我们将公司业务分为环境监测系统、运营服务、软件开发和其他业务，并分别对其做出核心假设测算未来三年营收及成本规模：

环境监测系统：伴随十四五新轮监测设备采购需求的持续释放，我们预计公司仪器仪表产品销售量2021~2023年同比增速分别达20%、30%和30%，平均销售单价为10.00、10.20和10.40万元/台；预测2021~2023年毛利率为50.0%、50.5%和51.0%，2021~2023年环境监测系统营收同比增速分别为19.26%、32.60%和32.55%。

运营服务：预测伴随监测设备销量的铺开，配套的运营有望实现同比增长，预测运营服务2021至2023年营收增速为20%、20%和20%，毛利率水平为44%、44%和44%。

软件开发：预计2021~2023年营收增速分别为10%、10%、10%，根据历史毛利率，预测2021~2023年毛利率为50%、50%、50%。

其他业务：预计2021~2023年营收增速分别为10%、10%、10%，根据历史毛利率，预测2021~2023年毛利率为20%、20%、20%。

表 11: 公司收入拆分及预测表 (2021E~2023E, 单位: 百万元)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入合计	734.47	774.35	920.82	1168.65	1487.66
Yoy (%)	19.74%	5.43%	18.92%	26.91%	27.30%
营业成本合计	354.35	394.97	494.06	619.60	779.28
毛利率 (%)	51.75%	48.99%	46.35%	46.98%	47.62%
环境监测系统					
环境监测系统	457.20	460.15	548.76	727.66	964.50
Yoy (%)	2.64%	0.64%	19.26%	32.60%	32.55%
环境监测系统成本	185.79	210.09	274.38	360.19	472.61
环境监测系统毛利率	59.36%	54.34%	50.00%	50.50%	51.00%
运营服务					
运营服务	204.81	264.36	317.23	380.68	456.82
Yoy (%)	54.13%	29.08%	20.00%	20.00%	20.00%
运营服务成本	120.35	148.02	177.65	213.18	255.82
运营服务毛利率	41.24%	44.01%	44.00%	44.00%	44.00%
软件开发					
软件开发	16.13	5.55	6.11	6.72	7.39
Yoy (%)	79.36%	-65.57%	10.00%	10.00%	10.00%
软件开发毛利率	-	-	50.00%	50.00%	50.00%
其他业务					
其他业务	56.33	44.29	48.72	53.59	58.95
Yoy (%)	116.03%	-21.37%	10.00%	10.00%	10.00%
其他业务毛利率	-	-	20.00%	20.00%	20.00%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

盈利预测及投资建议: 依托“十四五”传统设备及第三方检测订单释放, 公司有望重回高增长赛道, 预计2021至2023年实现归母净利润2.68、3.49和4.54亿元, 对应最新PE估值21.6、16.6和12.7倍。考虑到同业公司聚光科技等受益新兴业务扩张, 估值水平波动较大不具备可比性。因此我们基于PEG给予公司估值, 预计公司2022和2023年业绩增速可达30%, 长期仍有望保持高增长, 给予公司2022年25倍PE, 对应合理价值36.55元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 12: 同业公司盈利预测及估值表 (最新收盘价日期: 2021/11/24)

代码	简称	市值/亿元	收盘价 元/股	归母净利润/亿元			PE/倍		
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
300203.SZ	聚光科技	123.18	27.22	4.89	1.51	3.66	10.79	81.75	33.65
300137.SZ	先河环保	38.45	7.05	1.34	2.42	2.89	27.07	15.89	13.30
002658.SZ	雪迪龙	53.43	8.48	1.50	1.65	1.79	24.70	32.38	29.85

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 备注: 同业公司来自 Wind 一致预期

五、风险提示

（一）“十四五”订单获取不及预期

2021年是“十四五”开局之年，对标2035年生态环境根本好转、美丽中国建设目标基本实现的远景目标，及2030年实现碳达峰，2060年实现碳中和的“双碳目标”，生态环境监测能力建设的必要性和紧迫性，催生环境监测设备与服务市场旺盛需求。但该市场需求具有明显的政策驱动特性，若未来国家环保产业政策发生重大变化，行业整体需求可能随之会发生波动，导致订单获取不及预期。

（二）第三方检测市场开拓不及预期

公司在原有业务模式基础上，依托研发优势启动商业模式变革，抓住《排污许可管理条例》政策实施这一契机，为政府、公司提供日常水质检测服务，打开了第三方检测服务的市场需求。但该检测服务方案仍处于市场探索和持续升级阶段，可能存在市场开拓不及预期的风险。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,839	2,095	2,360	2,778	3,329
货币资金	658	543	614	762	994
应收及预付	265	298	345	438	557
存货	182	173	217	272	342
其他流动资产	734	1,080	1,183	1,306	1,436
非流动资产	216	228	244	256	263
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	169	181	190	195	195
在建工程	2	3	4	6	7
无形资产	12	12	13	14	15
其他长期资产	33	31	36	41	46
资产总计	2,055	2,322	2,603	3,034	3,593
流动负债	341	387	322	404	508
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	260	97	114	143	180
其他流动负债	81	290	207	260	328
非流动负债	39	54	54	54	54
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	39	54	54	54	54
负债合计	380	441	375	458	562
股本	80	160	238	238	238
资本公积	971	891	891	891	891
留存收益	625	831	1,099	1,447	1,902
归属母公司股东权益	1,675	1,881	2,228	2,576	3,031
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	2,055	2,322	2,603	3,034	3,593

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	257	227	123	273	351
净利润	230	261	268	349	454
折旧摊销	23	34	33	37	41
营运资金变动	1	-45	-159	-89	-114
其它	2	-23	-18	-23	-30
投资活动现金流	-761	-301	-130	-125	-119
资本支出	-62	-41	-44	-44	-44
投资变动	-700	-290	-100	-100	-100
其他	0	31	13	18	25
筹资活动现金流	896	-43	78	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	941	0	78	0	0
其他	-45	-43	0	0	0
现金净增加额	391	-116	71	148	232
期初现金余额	250	641	543	614	762
期末现金余额	641	525	614	762	994

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	19.7%	5.4%	18.9%	26.9%	27.3%
营业利润增长	25.5%	16.1%	1.8%	30.0%	30.4%
归母净利润增长	27.3%	13.6%	2.6%	30.0%	30.4%
获利能力					
毛利率	51.8%	49.0%	46.3%	47.0%	47.6%
净利率	31.3%	33.7%	29.1%	29.8%	30.5%
ROE	13.7%	13.9%	12.0%	13.5%	15.0%
ROIC	13.5%	12.7%	11.9%	13.4%	14.9%
偿债能力					
资产负债率	18.5%	19.0%	14.4%	15.1%	15.6%
净负债比率	22.7%	23.4%	16.8%	17.8%	18.5%
流动比率	5.39	5.41	7.34	6.88	6.55
速动比率	4.84	4.84	6.50	6.04	5.71
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.33	0.35	0.39	0.41
应收账款周转率	2.84	2.74	2.81	2.81	2.81
存货周转率	4.04	4.47	4.25	4.30	4.35
每股指标 (元)					
每股收益	2.87	1.63	1.12	1.46	1.91
每股经营现金流	3	1	1	1	1
每股净资产	20.94	11.76	9.35	10.81	12.71
估值比率					
P/E	26.43	16.88	21.59	16.61	12.74
P/B	3.63	2.34	2.60	2.25	1.91
EV/EBITDA	19.00	12.47	15.24	11.53	8.54

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	734	774	921	1,169	1,488
营业成本	354	395	494	620	779
营业税金及附加	8	7	9	12	15
销售费用	57	50	60	76	97
管理费用	40	36	46	58	74
研发费用	50	52	69	85	106
财务费用	-3	-6	-3	-3	-4
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	29	18	23	30
营业利润	262	304	310	403	525
营业外收支	5	-2	0	0	0
利润总额	267	302	310	403	525
所得税	37	41	42	54	71
净利润	230	261	268	349	454
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	230	261	268	349	454
EBITDA	285	310	340	436	562
EPS (元)	2.87	1.63	1.12	1.46	1.91

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 许 浩：资深分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 张 淼：资深分析师，武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：高级分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 龙：研究助理，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。