

2023年03月16日

国泰环保（301203.SZ）

投资要点

- ◆ 下周一（3月20日）有一家创业板上市公司“国泰环保”询价。
- ◆ **国泰环保（301203）：**公司主营业务为污泥处理服务，并向成套设备销售和水环境生态修复领域延伸。公司2020-2022年分别实现营业收入4.56亿元/3.31亿元/3.76亿元，YOY依次为25.46%/-27.54%/13.86%；实现归母净利润1.84亿元/1.40亿元/1.49亿元，YOY依次为74.15%/-23.72%/5.84%。根据初步预测，2023年1-3月公司实现归母净利润为2,702.33万元至2,948.00万元，较上年度增长10%至20%。
- ② **投资亮点：**1、公司是国内专业从事污泥处理的领先企业之一，具备较强的技术实力和丰富的项目经验。公司成立于2001年，是国内较早从事污泥处理的企业之一。技术方面，公司自主研发的“污泥深度脱水技术”可在常温低压条件下将含水率80%左右湿污泥、含水率95-99%的浓缩污泥等多种含水率污泥进一步脱水至含水率45%左右（传统脱水技术仅将污泥含水率降至60%）；经认证，该技术水平已达国内领先。在产业化方面，公司是国内为数不多、具有大规模污泥处理能力的厂商；相关技术已成功应用于目前规模达到4000吨/日的临江项目、1600吨/日的七格项目和1000吨/日的绍兴项目，实现了该等项目超过十年的长期稳定运行，具有一定行业标杆效应。截至目前，公司运营了4个污水处理能力超过50万吨/日（境内共32个）、2个污水处理能力超过100万吨/日（境内共8个）对应的污泥处理项目，体现出较强的综合技术实力和产业化能力。2、公司具备多个项目建设和长期项目运营的能力，在新项目开拓方面具有较强的竞争优势。报告期内，公司已获取新增客户上海建工和台州市水务集团股份有限公司，分别对应上海白龙港项目和台州项目。目前，台州项目已签订合作协议但尚未开展业务，预计污泥处理规模达1500吨/日；而上海白龙港项目已开展填埋污泥处理服务业务。据公司招股书预测，在新旧项目均顺利开展的情况下，公司的年污泥处理总量有望达200至230万吨。
- ② **同行业上市公司对比：**选取兴蓉环境、复洁环保、绿威环保、鹏鹞环保、中电环保等污泥处理规模相对较大的公司为国泰环保的可比上市公司。从上述可比公司来看，2021年第四季度至2022年第三季度行业平均收入规模23.63亿元，可比PE-TTM为22.63X，销售毛利率为35.35%；相较而言，公司的营收规模低于同业平均水平，但销售毛利率处于同业的中高位区间。
- ◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

公司近3年收入和利润情况

会计年度	2019A	2020A	2021A
主营收入(百万元)	363.7	456.3	330.6
同比增长(%)	74.42	25.46	-27.54



新股覆盖研究

交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	60.00
流通股本（百万股）	
12个月价格区间	/

分析师 李蕙 SAC 执业证书编号：S0910519100001
 lihui1@huajinsc.cn

相关报告

日联科技-新股专题覆盖报告（日联科技）
-2023年第35期-总第232期 2023.3.14
未来电器-新股专题覆盖报告（未来电器）
-2023年第34期-总第231期 2023.3.9
泓淋电力-新股专题覆盖报告（泓淋电力）
-2023年第33期-总第230期 2023.3.1
宏源药业-新股专题覆盖报告（宏源药业）
-2023年第32期-总第229期 2023.2.28
涛涛车业-新股专题覆盖报告（涛涛车业）
-2023年第31期-总第228期 2023.2.28

营业利润(百万元)	126.0	213.7	162.0
同比增长(%)	158.53	69.65	-24.19
净利润(百万元)	105.8	184.2	140.5
同比增长(%)	138.57	74.15	-23.72
每股收益(元)	1.76	3.07	2.34

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、国泰环保	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	7
(四) 募投项目投入	7
(五) 同行业上市公司指标对比	8
(六) 风险提示	8

图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化	4
图 2: 公司归母净利润及增速变化	4
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4: 公司 ROE 变化	5
图 5: 2007-2021 年国家财政环境保护支出	5
图 6: 污泥处理行业的产业链体系	6
表 1: 公司 IPO 募投项目概况	7
表 2: 同行业上市公司指标对比	8

一、国泰环保

公司主营业务为污泥处理服务，并向成套设备销售和水环境生态修复领域延伸。其中，公司的污泥处理服务系接收城市、工业等污水处理厂产生的含水率 98%左右的浓缩污泥、含水率 80%左右的湿污泥等，通过投加专用调理改性药剂，改善污泥的脱水性能，然后在常温低压条件下脱除污泥中的大部分水分，使其含水率降低至 45%左右，实现污泥减量化，污泥中有机物与各类污染物得到进一步富集；脱水干泥后续通过清洁焚烧、水泥生产利用等多途径处置与资源化，可实现各类污泥的全过程闭环处置。

目前，公司自主研发的“多源污泥深度脱水与多元化处置利用系列技术”整体达到国内领先水平，其中城市生活污水、工业污水污泥深度脱水及其流化床焚烧协同技术达到国际先进水平；此外，还承担完成了“十一五”“水专项”子课题等多项国家和省部级重大科技项目，获得了 2021 年度浙江省“专精特新”中小企业、2021 年度浙江省科技型中小企业等多项荣誉。

(一) 基本财务状况

公司 2020-2022 年分别实现营业收入 4.56 亿元/3.31 亿元/3.76 亿元，YOY 依次为 25.46%/-27.54%/13.86%；实现归母净利润 1.84 亿元/1.40 亿元/1.49 亿元，YOY 依次为 74.15%/-23.72%/ 5.84%。

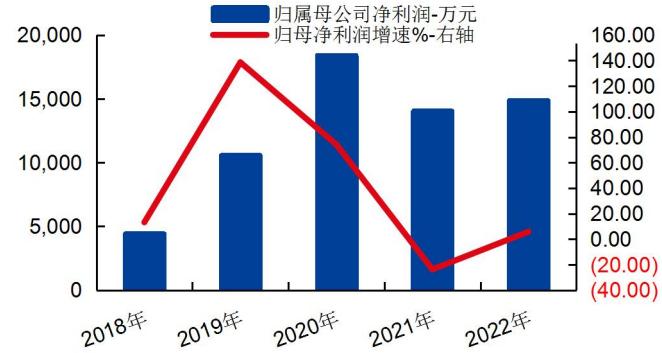
2021 年，公司主营业务收入按业务类型可分为三大板块，分别为污泥处理服务(2.87 亿元，87.35%)、成套设备销售 (0.12 亿元，3.77%)、水环境生态修复 (0.29 亿元，8.88%)。2019 年至 2022 年 1-9 月报告期间，污泥处理服务始终为公司的主要业务及收入来源，其销售收入占比维持在 70%以上；此外，水环境生态修复业务呈现出逐年增长的态势，销售占比由 2019 年的 4.38%提升到 2021 年的 8.88%。

图 1：公司收入规模及增速变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



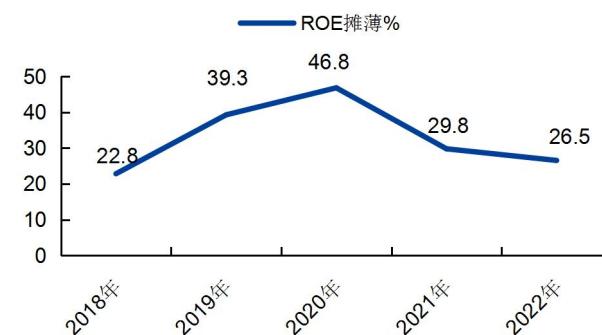
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



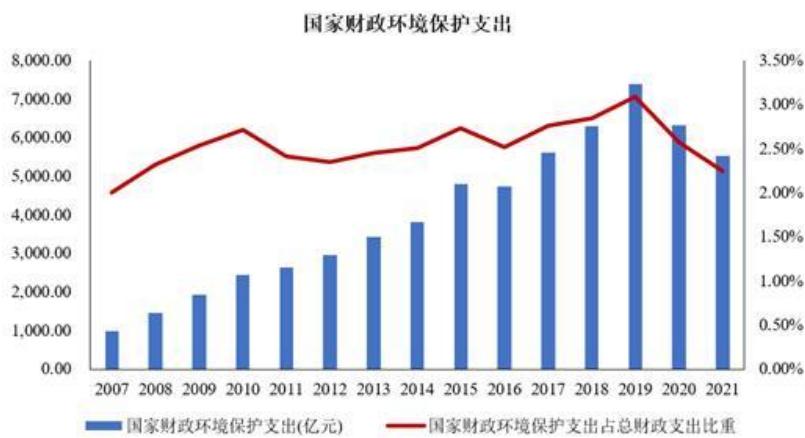
资料来源：wind，华金证券研究所

(二) 行业情况

公司主营业务为污泥处理服务，并向成套设备销售和水环境生态修复领域延伸；根据业务类型，公司污泥处理行业以及水环境生态修复行业。

随着绿色低碳循环发展的经济体系的推行，国家不断加大生态系统保护力度以及改革生态环境监管机制；根据国家统计局数据，我国 2007 年到 2021 年的环保支出基本呈上升态势，2019 年我国财政环境保护支出占国家财政支出的比例超过 3%，2020 年、2021 年受新冠肺炎疫情影响该比例有所下降。根据国家对污染防治的严格要求以及出台的系列产业政策，可以预见未来我国环保行业的市场规模仍有较大的提升空间。

图 5：2007-2021 年国家财政环境保护支出

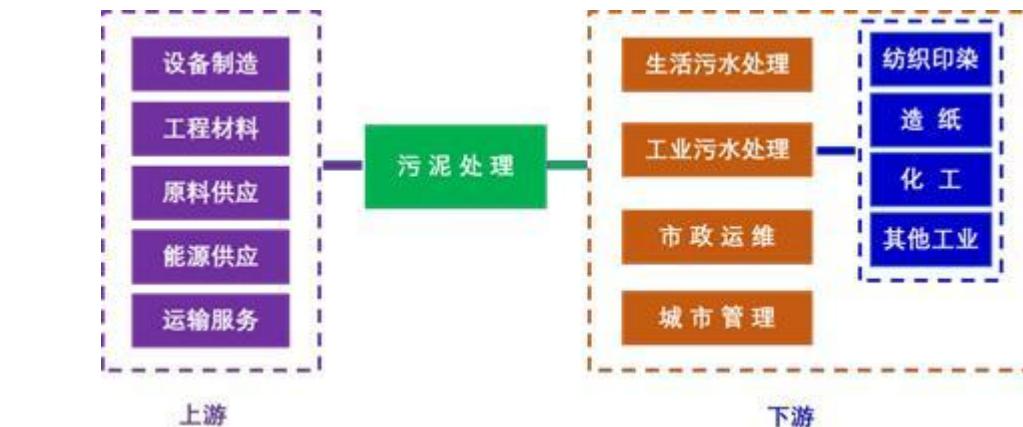


资料来源：国家统计局，华金证券研究所

1、污泥处理行业

公司所处行业为环境治理业中的污泥处理行业，上游主要包括污泥处理所需的设备制造、工程材料、原料供应、能源供应、运输服务等。下游客户根据污泥的来源主要包括生活污水处理单位、工业污水处理企业、市政运维部门、城市管理等部门等。随着环保要求的逐渐严格，各地对污泥处理处置的要求逐步提高，行业发展前景向好。

图 6：污泥处理行业的产业链体系



资料来源：公司招股书，华金证券研究所

然而从行业竞争格局来看，污泥处理行业集中度较低。根据住建部发布的《2020 年城乡建设统计年鉴》，2020 年全国城市、县城和乡污水处理厂共计 6,496 座。由于各省（市、区）的污水处理规划不同，在污水处理厂的数量和规模方面存在一定差异，但数量基本均超过 50 个，呈现较为分散的特征。由于污泥是污水处理的必然伴生物，污水处理厂的分散使得污泥分布也较为分散。为完成污泥无害化处置要求，各个地区均有一定数量的污泥处理企业，从而导致污泥处理行业内单个企业的业务范围通常具有一定的区域性且市场占有率普遍不高。

同时，受长期以来“重水轻泥”的影响，我国污泥处理行业起步相对较晚，目前仍处于成长阶段。多数涉足污泥处理的企业主营污水处理，而污泥处理仅是其为完善污水处理产业链的业务拓展，行业内仅有少数企业专门从事污泥处理。因此，当前我国从事污泥处理的企业生产经营管理能力和技术水平参差不齐，尚未出现行业标杆企业。

2、水环境生态修复行业

根据生态环境部发布的《2021 中国生态环境状况公报》，2021 年全国地表水监测的 3,632 个水质断面中，IV 类、V 类以及劣 V 类占比为 15.2%，部分区域仍存在黑臭水体。河流流域方面，监测的 3,117 个水质断面中，IV 类、V 类以及劣 V 类水质断面合计占比 13%，其中劣 V 类占比 0.9%。湖泊（水库）方面，在全国 210 个开展水质监测的重要湖泊（水库）中，IV 类、V 类以及劣 V 类合计占 27.1%，其中劣 V 类占比 5.2%。我国河流和湖泊的水质逐年改善，但部分地区仍存在水体污染问题。

水环境生态修复技术是改善水质以及对水体进行修复的一项重要技术，在河道治理过程中对该技术进行合理利用，一方面可以为水生生物创造良好的生存空间，另一方面还可以促进水生态系统的保护与建立，使水体自身的净化能力得到有效的恢复和提高，促进水环境的可持续发展。河流生态修复是指利用生态系统原理，采取各种方法修复受损伤的水体生态系统中的生物群体及结构，重建健康的水生生态系统，修复和强化水体生态系统的主要功能，并能使生态系统实现整体协调、自我维持、自我演替的良性循环。

我国在河道生态修复方面的研究起步较晚，经过多年的研究与实践，取得了一定的进步。当前我国常用的河道生态修复技术包括：水量生态修复技术、河流连通性修复技术、水质生态修复技术和水生生物修复技术。

从行业竞争来看，我国水环境生态修复行业在发展中呈现一定的区域性。通常而言，经济发展水平较高的地区对水环境保护的重视程度更高，有更为充裕的资金用于进行水环境治理与优化。随着我国经济向高质量增长转型，对生态文明建设的重视程度也在不断提高，在政策大力支持的背景下，未来我国对环保治理的投入规模将会进一步扩大，因而生态修复行业的市场规模也会进一步增大。

(三) 公司亮点

1、公司是国内专业从事污泥处理的领先企业之一，具备较强的技术实力和丰富的项目经验。公司成立于2001年，是国内较早从事污泥处理的企业之一。技术方面，公司自主研发的“污泥深度脱水技术”可在常温低压条件下将含水率80%左右湿污泥、含水率95-99%的浓缩污泥等多种含水率污泥进一步脱水至含水率45%左右（传统脱水技术仅将污泥含水率降至60%）；经认证，该技术水平已达国内领先。在产业化方面，公司是国内为数不多、具有大规模污泥处理能力的厂商；相关技术已成功应用于目前规模达到4000吨/日的临江项目、1600吨/日的七格项目和1000吨/日的绍兴项目，实现了该等项目超过十年的长期稳定运行，具有一定行业标杆效应。截至目前，公司运营了4个污水处理能力超过50万吨/日（境内共32个）、2个污水处理能力超过100万吨/日（境内共8个）对应的污泥处理项目，体现出较强的综合技术实力和产业化能力。

2、公司具备多个项目建设和长期项目运营的能力，在新项目开拓方面具有较强的竞争优势。报告期内，公司已获取新增客户上海建工和台州市水务集团股份有限公司，分别对应上海白龙港项目和台州项目。目前，台州项目已签订合作协议但尚未开展业务，预计污泥处理规模达1500吨/日；而上海白龙港项目已开展填埋污泥处理服务业务，预计污泥处理规模达34万吨。据公司招股书预测，在新旧项目均顺利开展的情况下，公司的年污泥处理总量有望达200至230万吨。

(四) 募投项目投入

公司本轮IPO募投资金拟投入2个项目。

- 1、成套设备制造基地项目：**本项目用于新建厂房、购置生产设备，建成成套设备制造基地；预计新增4条生产线，分别用于生产污泥调理脱水成套设备、污泥低温干化成套设备、恶臭废气净化成套设备和VOC处理成套设备。据推测，项目全部达产后，测算期内项目年均主营业务收入为34,550.00万元，年均净利润4,644.78万元。
- 2、研发中心项目：**本项目将主要围绕城乡混合污泥资源化、河道生态修复等领域新需求，紧跟污泥处理处置和水环境生态修复行业技术发展新趋势，加大专业领域研发投入力度。

表1：公司IPO募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建设期
1	成套设备制造基地项目	15,829.47	15,829.47	2年
2	研发中心项目	17,147.27	17,147.27	2年
	总计	32,976.74	32,976.74	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

(五) 同行业上市公司指标对比

2022 年度，公司实现营业收入 3.76 亿元，同比增长 13.86%；实现归属于母公司净利润 1.49 亿元，同比增长 5.84%。根据初步预测，公司预计 2023 年 1-3 月营业收入为 9,056.05 万元至 9,879.33 万元，较上年度增长 10% 至 20%；归属于母公司所有者的净利润为 2,702.33 万元至 2,948.00 万元，较上年度增长 10% 至 20%；扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润为 2,410.25 万元至 2,629.37 万元，较上年度增长 10% 至 20%。对于 2023 年第一季度的业绩增长，主要系公司的上海白龙港项目正常稳定运营，带动相关污泥处理服务收入的增长。

公司主营业务为污泥处理服务、成套设备销售以及水环境生态修复；目前尚无与公司主营业务完全一致或以污泥处理业务为最主要收入来源的 A 股上市公司，因此选取兴蓉环境、复洁环保、绿威环保、鹏鹞环保、中电环保等污泥处理规模相对较大的公司为国泰环保的可比上市公司。从上述可比公司来看，2021 年第四季度至 2022 年第三季度行业平均收入规模 23.63 亿元，可比 PE-TTM（算术平均）为 22.63X，销售毛利率为 35.35%；相较而言，公司的营收规模低于同业平均水平，但销售毛利率处于同业的中高位区间。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	收入-TTM (亿元)	收入增速 -TTM	归母净利 润-TTM (亿元)	净利润增 长率-TTM	销售毛利 率-TTM	ROE 摊 薄-TTM
000598.SZ	兴蓉环境	155.25	9.60	71.55	16.56%	16.33	9.52%	40.62%	11.23%
688335.SH	复洁环保	24.68	21.09	6.26	108.45%	1.00	64.36%	33.71	8.51%
300664.SZ	鹏鹞环保	44.48	14.07	20.87	-11.56%	3.16	-20.03%	31.38	7.84%
300172.SZ	中电环保	32.82	27.60	11.07	20.19%	1.19	-20.46%	21.96	6.63%
301109.SZ	军信股份	70.69	15.23	16.15	-7.41%	4.64	11.73%	55.17	9.56%
301175.SZ	中科环保	95.53	48.17	15.90	51.52%	1.98	49.08%	29.24	6.25%
301203.SZ	国泰环保	/	/	3.55	13.86%	1.49	5.84%	51.14%	26.52%

资料来源：Wind，华金证券研究所

备注：由于可比上市公司尚未披露 2022 年报，可比上市公司的收入-TTM、净利润-TTM 数据范围为 2021Q4-2022Q3；国泰环保的收入-TTM、净利润-TTM 数据为 2022 年全年数据。

(六) 风险提示

技术可能存在被仿制的风险、技术升级迭代的风险、新项目商业效益未达预期的风险、能耗双控政策对公司脱水干泥处置产生不利影响的风险、告知七格项目相关技术可能产生的影响、部分客户或项目的业绩成长性风险、无法持续获取新客户的风险、阶段性业绩波动风险、公司产品或服务被替代风险、原材料采购价格波动的风险等风险。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话： 021-20655588

网址： www.huajinsec.cn