

深耕主营业务，放眼多元成长

——天源环保年报、季报点评

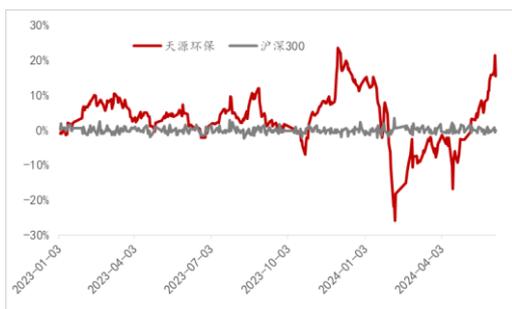
中山证券研究所

分析师：王曦

登记编号：S0290522090001

邮箱：wangxi@zsq.com

公司股价走势



相关研究报告

主要观点：

◎ 业绩符合预期，营收表现良好。2023年公司实现营收19.47亿元（同比+53.05%），归母净利润2.83亿元（同比+39.91%）。综合毛利率为29.48%，同比增长0.80个百分点。

◎ 应收账款周转率有所好转，预计公司将加强回款管理。Wind显示2024Q1公司应收账款为4.74亿元，主要原因为公司环保工程建造业务存在已完工未结算工程款以及政府账期较长导致。公司应收账款周转率从2022年的3.14提升到2023年的4.16。

◎ 环保主业稳步推进，在手订单高增。根据年报显示，2023年订单实现较大幅度增长，全年新增合同承揽44.57亿元，其中水环境治理类项目33个，合同金额24亿元。同时公司积极拓展环保能源业务，实现多元化战略。2023年公司环保能源在建项目10个，环保能源业务已成为公司第二增长极。

◎ 公司发力高端环保装备产品。根据2023年报显示，装备制造业务实现收入同比2022年增长2100.51%。同时公司持续加大科技研发投入，全年投入52,756,213.72元，同比研发投入增加21,453,482.29元。公司加大与国内知名高校合作，成立了校企联合中心和中试研发平台，并聘请了中国工程院院士和行业资深专家担任顾问，助力公司高质量发展。

风险提示：回款不及预期风险，新业务拓展不及预期风险，项目进展进度不及预期风险等。

目 录

1. 公司 2023 年营收利润双增长.....	4
2. 应收回款速度加快	4
3. 公司主营业务不断扩展.....	5
4. 研发与高端装备双轮驱动.....	6
5. 公司 ESG 评级具有竞争力.....	7
6. 风险提示	8

图表索引

图 1 2018-2024Q1 公司营业收入（亿元，%）	4
图 2 2018-2024Q1 公司归母净利润（百万元，%）	4
图 3 2018-2024Q1 天源环保应收账款（亿元，%）	5
图 4 2019-2024Q1 天源环保应收账款周转率（百万元，%）	5
图 5 天源环保多元化布局	6
图 6 2018-2023 天源环保业务拆分	6
图 7 公司 ESG 评级	7

(本报告共有图 7 张)

1. 公司 2023 年营收利润双增长

业绩符合预期，营收表现良好。2023 年公司实现营收 19.47 亿元（同比+53.05%），归母净利润 2.83 亿元（同比+39.91%），符合市场预期。梳理不同业务板块可见，废水综合治理主业稳健发展（营收同比+19.35%）的同时，可再生环保设备业务高速增长（营收同比+251.15%）。综合毛利率为 29.48%，同比增长 0.80 个百分点。公司 2018-2023 年营收和归母净利润持续高增，CAGR 分别为 49.18%和 50.32%。公司 2024Q1 营收同比-7.86%，与季节性波动相关，同期扣非后归母净利润同比增长 9.23%，显示经营水平进一步提升。

图 1 2018-2024Q1 公司营业收入（亿元，%）



资料来源：Wind，中山证券研究所

图 2 2018-2024Q1 公司归母净利润（百万元，%）

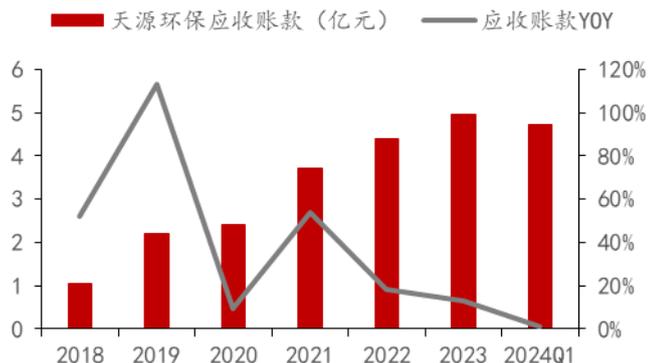


资料来源：Wind，中山证券研究所

2. 应收回款速度加快

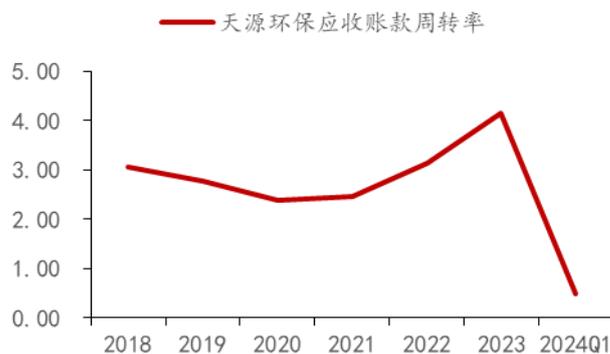
应收账款周转率有所好转，预计公司将加强回款管理。公司下游客户主要为各级政府和企业，对付款周期影响较大。Wind 显示 2024Q1 公司应收账款为 4.74 亿元，主要原因为公司环保工程建造业务存在已完工未结算工程款以及政府账期较长导致。公司应收账款增长与收入增长基本匹配，应收账款周转率从 2022 年的 3.14 提升到 2023 年的 4.16。目前各地政府相继出台隐形债务的防范措施，预计环保项目将进一步采用特许经营权加使用者付费的模式，环保细分领域的项目将逐步走向规范化和市场化。预计公司将持续加强回款管理，进一步提升应收账款周转率。

图 3 2018-2024Q1 天源环保应收账款（亿元，%）



资料来源：Wind，中山证券研究所

图 4 2019-2024Q1 天源环保应收账款周转率（百万元，%）



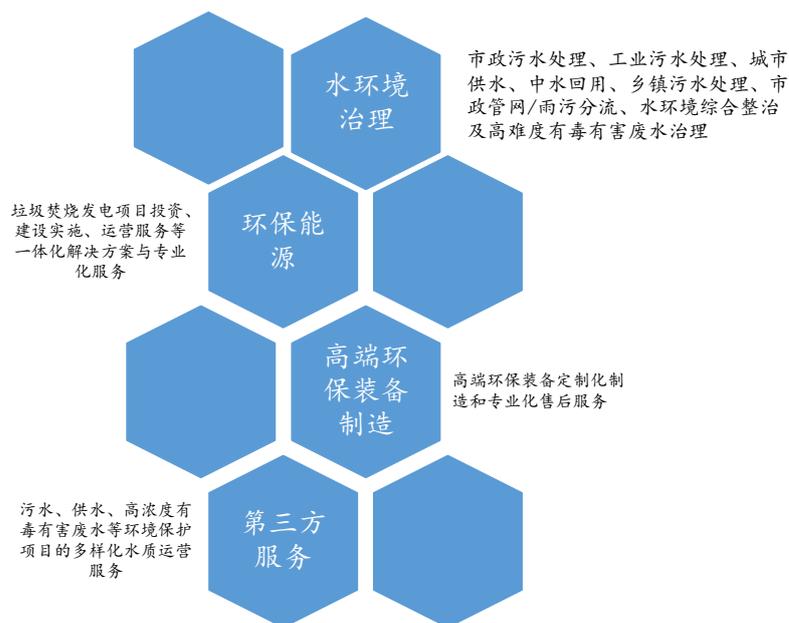
资料来源：Wind，中山证券研究所

3. 公司主营业务不断扩展

环保主业稳步推进，在手订单高增。公司深耕环保行业，主营业务为污废水综合治理，是国内早期专业从事污废水处理的企业之一，治理板块包括城乡污水处理、工业废水处理、城市供水、中水回用、高浓度有机废水等，其中以市政污水为主，工业园区废水等高难度污水为辅。根据年报显示，2023 年订单实现较大幅度增长，全年新增合同承揽 44.57 亿元，其中水环境治理类项目 33 个，合同金额 24 亿元。除污水治理外，公司积极响应从“重水轻泥”向“泥水并重”转变的政策方针，优化固废处置业务，持续加大对污泥科技研发的投入，明确围绕污泥处理、城乡环卫一体化、飞灰处置等方向进行业务布局，陆续承接了师宗生活垃圾城乡一体化转运及服务项目、赤水市污泥集中处理等项目，合同额累计 1.5 亿元，项目储备丰富，为公司后续提供了新的利润增长点。

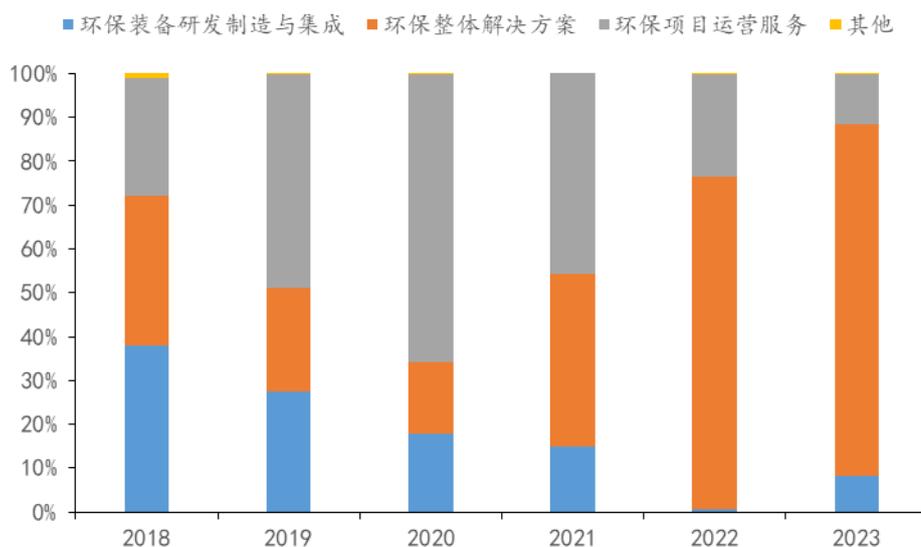
拓展环保能源业务，实现多元化战略。公司紧跟国家“双碳”战略，全面参与县域垃圾焚烧发电项目的投资建设，2023 年公司环保能源在建项目 10 个，环保能源业务已成为公司第二增长极。板块陆续新增 6 个垃圾焚烧发电项目，累计日处理垃圾达到 4500 吨，项目投产后，将会有利于改善公司后续收益。公司于 2023 年 10 月 9 日宣布拟成立广州南沙天源行至新能创投基金，用于开展光伏发电、风力发电、储能、氢能等新兴能源等领域业务；2023 年 8 月 28 日公告设立武汉天源能源有限公司，用于开展光伏、风电与储能业务。

图5 天源环保多元化布局



资料来源：Wind，中山证券研究所

图6 2018-2023 天源环保业务拆分



资料来源：Wind，中山证券研究所

4. 研发与高端装备双轮驱动

根据 2023 年报显示，公司致力于生产行业领先的高端环保装备产品，装备制造业务实现收入同比 2022 年增长 2100.51%。同时，2023 年全年投入了 5,645.53 万元，对装备制造生产线的技术改造与升级，实现了制造智能化、自动化生产，保障装备制造业务年产能达到 10 亿元的生产能力。

坚持科技创新发展，各项技术研发取得积极进展。2023 年公司持续加大科技研发投入，全年投入 52,756,213.72 元，同比研发投入增加 21,453,482.29 元。同时年报披露了公司加大与国内知名高校合作，成立了校企联合中心和中试研发平台，并聘请了中国工程院院士和行业资深专家担任顾问，助力公司高质量发展。2023 年公司获得省部级科学技术进步奖 2 项，新增授权专利 20 项，参与了国家、行业等 7 项标准的编制，6 项关键研发技术取得突破性进展，自主研发的低温高速旋流污泥干化技术成功实现工程应用。

5. 公司 ESG 评级具有竞争力

公司 ESG 评级中上。根据 wind 显示，公司 ESG 评级自 2022 年上调至 BBB 级并维持至今。在商业服务与用品综合得分排名 83/183 位，属于行业中上游水平。根据公司年报显示，公司对 ESG 积极投入，除了主业对环保的贡献以外，公司在员工薪资方面，深入推进职级薪酬体系改革，拓宽员工职业晋升通道，不断提高员工收入水平；在员工福利方面，持续加大员工投入，升级办公环境，改造员工宿舍、餐厅，为员工“衣食住行”提供良好保障；在供应商、客户权益保护方面，公司在经营管理过程中不断加强与各方的沟通与合作，充分尊重并保护供应商、客户的合法权益，建立良好的合作伙伴关系，实现各方共赢；在社会公益方面，公司积极参加“结对帮扶·爱心岷县”工程建设，向岷县慈善协会捐赠资金人民币 100 万元；公司与华中科技大学、湖北理工学院等多所院校开展校企合作，设立了天源环保奖学金和助学金等项目，资助品学兼优的学生及家庭贫困的学生继续深造，为社会培养更多的人才。公司把履行企业社会责任贯穿于企业经营和管理的各个环节，实现企业与社会和谐发展。

图 7 公司 ESG 评级



资料来源：Wind，中山证券研究所

请务必仔细阅读报告结尾处的风险提示及免责声明

6. 风险提示

回款不及预期风险，新业务拓展不及预期风险，项目进展进度不及预期风险等。

分析师介绍：

王曦：中山证券研究所行业分析师。

投资评级的说明

— 行业评级标准

报告列明的日期后3个月内，以行业股票指数相对同期市场基准指数（中证800指数）收益率的预期表现为标准，区分为以下四级：

强于大势：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在5%以上；

同步大势：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大势：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

— 公司评级标准

报告列明的发布日期后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：强于行业指数15%以上；

持有：强于行业指数5%~15%；

中性：相对于行业指数表现在-5%~5%之间；

卖出：弱于行业指数5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

要求披露

本报告由中山证券有限责任公司（简称“中山证券”或者“本公司”）研究所编制。中山证券有限责任公司是经监管部门批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

风险提示及免责声明：

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。本报告提及的证券、金融工具的价格、价值及收入均有可能下跌，以往的表现不应作为日后表现的暗示或担保。您有可能无法全额取回已投资的金额。
- ★ 本报告无意针对或者打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。
- ★ 本报告是机密的，仅供本公司的个人或者机构客户（简称客户）参考使用，不是或者不应当视为出售、购买或者认购证券或其他金融工具的要约或者要约邀请。本公司不因收件人收到本报告而视其为本公司的客户，如收件人并非本公司客户，请及时退回并删除。若本公司之外的机构发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，本公司及本公司雇员不为前述机构之客户因使用本报告或者报告载明的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。
- ★ 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，客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等都只是研究观点的简要沟通，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。
- ★ 本报告基于已公开的资料或信息撰写，但是本公司不保证该资料及信息的准确性、完整性，我公司将随时补充、更新和修订有关资料和信息，但是不保证及时公开发布。本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告列明的发布日期当日的判断，本公司可以在不发出通知的情况下做出更改。本报告所包含的分析基于各种假设和标准，不同的假设和标准、采用不同的观点或分析方法可能导致分析结果出现重大的不同。本公司的销售人员、交易人员或者其他专业人员、其他业务部门也可能给出不同或者相反的意见。
- ★ 本报告可能附带其他网站的地址或者超级链接，对于可能涉及的地址或超级链接，除本公司官方网站外，本公司不对其内容负责，客户需自行承担浏览这些网站的费用及风险。
- ★ 本公司或关联机构可能会持有本报告所提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能已经、正在或者争取向这些公司提供投资银行业务等各类服务。在法律许可的情况下，本公司的董事或者雇员可能担任本报告所提及公司的董事。撰写本报告的分析师的薪酬不是基于本公司个别投行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。因此，客户应当充分注意，本公司可能存在对报告客观性产生影响的利益冲突。
- ★ 在任何情况下，本报告中的信息或者所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，任何人不应将本报告作为做出投资决策的惟一因素。投资者应当自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不就本报告的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。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口头承诺均为无效。除法律强制性规定必须承担的责任外，本公司及雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。
- ★ 本报告版权归本公司所有，保留一切权利。除非另有规定外，本报告的所有材料的版权均属本公司所有。未经本公司事前书面授权，任何组织或个人不得以任何方式发送、转载、复制、修改本报告及其所包含的材料、内容。所有于本报告中使用的商标、服务标识及标识均为本公司所有。