

# 创业环保 (600874)

证券研究报告

2022年09月25日

## 国内环保先行者，纵横发展添活力

### 环保领域先行者，稳步前行

创业环保自重组后，以污水处理为切入点，逐渐发展成集投资、运营、管理、研发为一体的全产业链的水务投资运营公司；在由 E20 环境平台主办的“2021 水业战略论坛”上，连续第十六年获得了“中国水业十大影响力企业”的殊荣。2022 年 H1，公司实现营收 21.29 亿元，同比增加 11.84%；归母净利润 3.96 亿元，同比增加 30.17%。近年来，营收规模逐渐扩大，净利润稳步增加。公司采取基础业务+战略业务的方式拓展业务，以“立足天津，服务全国”为宗旨，积极开拓市场，未来发展值得期待。

### 政策驱动，污水处理市场蕴藏机会

污水处理的增量市场有限，但根据目前各项政策出台，国家环境治理要求升级，标准不断提高，污水处理技术也需同步升级，才能满足市场需求及达到标准。同时，如何污水资源化及再生利用是当下的关键。因此，以污水处理为核心相关的细分业务领域蕴藏机遇，相关市场仍存在较多机会。

深耕水处理多年，积累了丰富的运营管理污水处理厂的经验。目前，投产运行了污水处理厂 47 座，托管污水处理厂 20 座；创业环保有足够的基础实力及经验去继续做大与污水处理有关的细分领域，在自主研发的技术不断加持下，有望进一步布局完整的产业链，增强市场竞争力。

### 战略新业务+商业模式双管齐下

双碳+“十四五”的大背景下，是危废行业发展的重大历史机遇时期。而早在 2017 年创业环保布局危废业务，近年发展飞速，2021 年危废业务营收同比+185%，公司此块业务处于成长阶段。同时，2020 年开始试运行分布式光伏项目，在光伏行业景气度高企阶段，积极布局新业务，未来业绩有望迎来新的增长点。

在环保行业整体快速发展变革下，创业环保在商业模式也在紧跟国家政策脚步，积极尝试新的商业模式。公司开展了基础设施 REITs 申报，有望进一步盘活资产，由内而外的注入活力。

**盈利预测：**我们预计公司 2022-2024 年可实现营业收入 50.75、59.10 和 68.02 亿元，归母净利润分别为 8.70、10.19、12.07 亿元。给予公司 2023 年 PE11.2x，对应目标价 8.0 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**政策风险、技术风险、经营风险、战略业务运营情况不及预期风险、政府信用风险、疫情风险等。

### 投资评级

行业	环保/环境治理
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	6.57 元
目标价格	8.0 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,087.23
流通 A 股股本(百万股)	1,087.23
A 股总市值(百万元)	7,143.09
流通 A 股市值(百万元)	7,143.09
每股净资产(元)	5.12
资产负债率(%)	61.25
一年内最高/最低(元)	8.37/5.99

### 作者

郭丽丽 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520030001  
guolili@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,363.87	4,535.58	5,075.05	5,909.76	6,801.77
增长率(%)	17.97	34.83	11.89	16.45	15.09
EBITDA(百万元)	1,544.06	1,845.40	1,961.23	2,215.63	2,502.82
归属母公司净利润(百万元)	570.04	693.19	870.16	1,019.09	1,207.44
增长率(%)	12.41	21.60	25.53	17.12	18.48
EPS(元/股)	0.40	0.49	0.61	0.71	0.85
市盈率(P/E)	16.45	13.53	10.78	9.20	7.77
市净率(P/B)	1.42	1.32	1.21	1.11	1.01
市销率(P/S)	2.79	2.07	1.85	1.59	1.38
EV/EBITDA	9.00	7.02	5.67	4.39	3.46

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

1. 环保领域先行者，稳步前行	4
1.1. 业务领域拓展，服务范围扩大	4
1.2. 背靠天津市国资委，股权结构稳定	5
1.3. 盈利能力较稳定，稳健发展	5
2. 政策驱动，污水处理市场蕴藏新机会	7
2.1. 水处理细分政策频出，细分领域要求提高	7
2.2. 深耕多年，基础业务能力夯实	7
2.3. 研发+技术助力业务延伸	8
3. 战略新业务+商业新模式，双管齐下	9
3.1. 横向+纵向拓展业务	9
3.2. 积极探索商业模式，未来可期	10
4. 盈利预测	10
5. 风险提示	12

## 图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：2021 年各区域主营业务收入	4
图 3：“3+7+1”，产品优化，服务体系升级	5
图 4：背靠天津市国资委，公司股权结构稳定。(截至 2022H1)	5
图 5：营收规模逐渐扩大	5
图 6：归母净利润稳步提升	5
图 7：2017-2021 年主营业务收入占比逐渐抬升	6
图 8：主营业务细分领域增多，主营业务营收不断增加	6
图 9：经营性现金流比较充裕	6
图 10：应收账款周转天数持续减少	6
图 11：目前，我国污水处理能力水平显著提高	7
图 12：历年污水处理及其再生利用固定资产投资额	7
图 13：京津冀区域例子：津沽污水处理厂	8
图 14：华东区域例子：杭州七格污水处理厂	8
图 15：2021 水务业务处置规模	8
图 16：2021 年处置规模分类	8
图 17：科技成果转化取得相关成果	8
图 18：2017-2021 年，科技成果业务收入	8
图 19：危废处理行业市场规模（亿元）	9
图 20：创业环保近年来的危废处置营业收入	9

表 1: 创业环保业务 (单位: 万元) .....	10
表 2: 可比公司估值 .....	12

## 1. 环保领域先行者，稳步前行

创业环保前身系天津渤海化工股份有限公司，自 2001 年 1 月重组更名为天津创业环保股份有限公司。自重组后，公司逐渐发展成集投资、运营、管理、研发为一体的全产业链的水务投资运营公司。公司在由 E20 环境平台主办的“2021 水业战略论坛”上，连续第十六年获得“中国水业十大影响力企业”的殊荣；凭借不断地科技研发、人才团队建设以及项目经验的积累，已成为国内环保领域的先行者。

图 1：公司发展历程



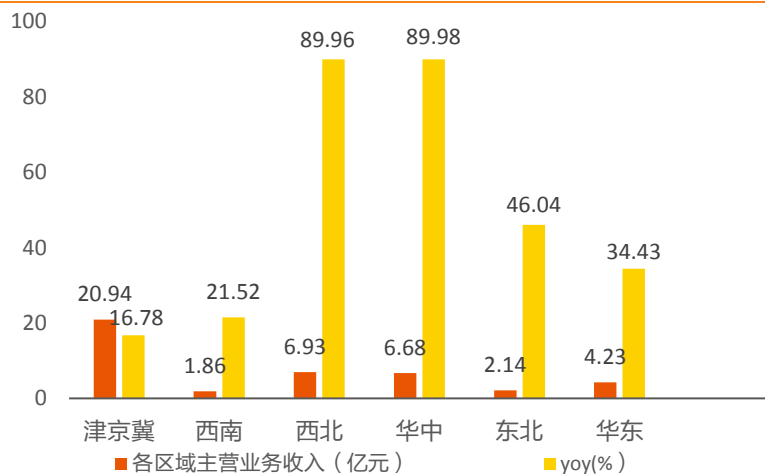
资料来源：wind，公司官网，天风证券研究所

### 1.1. 业务领域拓展，服务范围扩大

目前，主营业务=基础业务+战略新业务：基础业务主要涵盖污水处理、再生水等领域业务，战略新业务包括新能源供冷供热、污泥处置、科技成果转化等。污水处理、供水业务模式多以 BOT、TOT、PPP 模式为主，再生水业务则通过生产销售模式或提供再生水管道接驳工程进行服务。以“立足天津，服务全国”为宗旨，公司从 2005 年到 2007 年打开了湖北、云南等地的市场，从 2016 年到 2018 年进入了安徽、湖南等多地，服务范围不断扩大，公司规模逐渐壮大。

2021 年区域主营业务的收入以京津冀区域占比为主，但西北、华中区域的主营业务营收同比增加 90%，天津以外区域业务也在不断积极发展。公司业务不断拓展，主营业务细分领域增多，战略新业务营收占比逐步增加，与基础业务形成互补，利于优化整体业务结构。

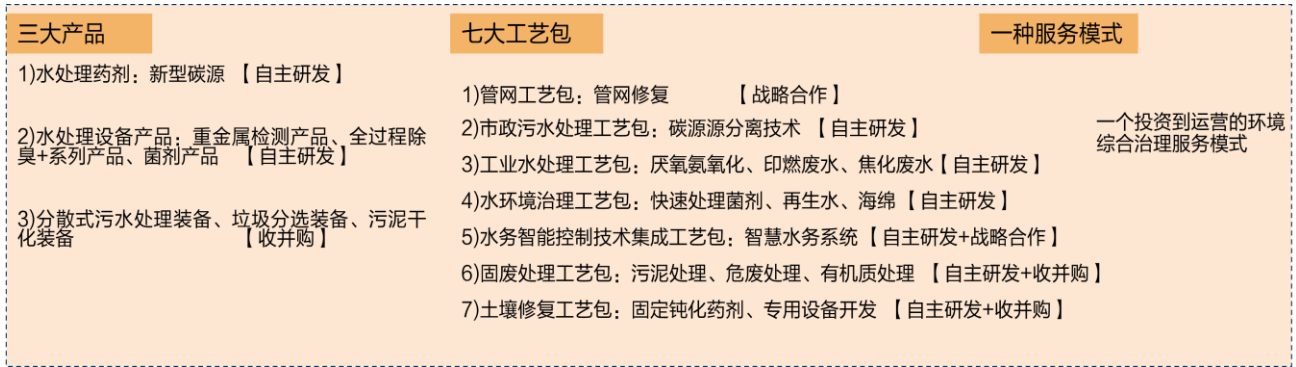
图 2：2021 年各区域主营业务收入



资料来源：2021 年度报告，天风证券研究所

**“3+7+1” 产品服务体系。**公司进一步优化产品服务体系，采取三大产品、七大工艺包和一个综合的服务模式，结合自有研发、收并购技术、资质类企业等方式。在未来不断实现技术创新，能够提升公司环保服务业务的经济附加值，市场竞争力有望得到进一步提升。

图 3：“3+7+1”，产品优化，服务体系升级



资料来源：E20 环境平台，天风证券研究所

### 1.2. 背靠天津市国资委，股权结构稳定

公司股权结构稳定，天津市国资委为实控人。截至 2021 年 12 月 31 日，公司下属子公司有分布在全国 15 个省市自治区，为便于对子公司管控，创业环保也在集团本部与子公司间建立了三大区域公司，治理结构的完善促进了公司整体不断发展。

图 4：背靠天津市国资委，公司股权结构稳定。(截至 2022H1)



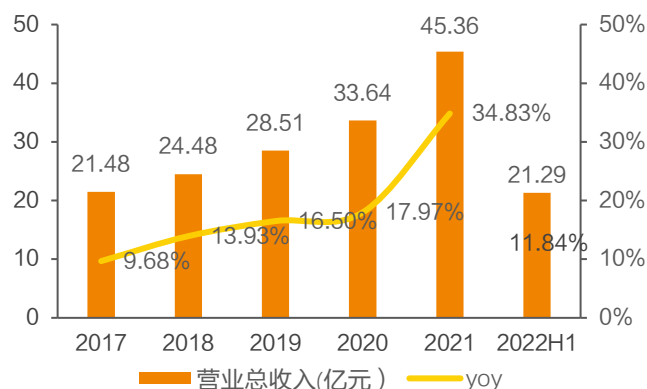
资料来源：wind，天风证券研究所

### 1.3. 盈利能力较稳定，稳健发展

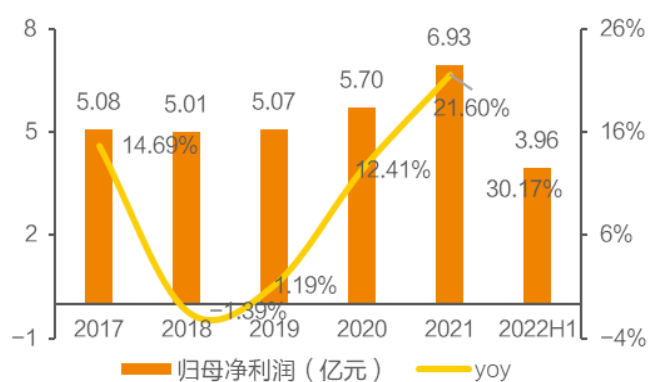
营收和归母净利润处于增长态势。2017-2021 年公司实现营业收入由 21.48 亿元增加至 45.36 亿元，CAGR=20.5%；归母净利润由 5.08 逐步提升至 6.93 亿元，CAGR=8%。2022 年上半年，公司聚焦业务成本的关键因素，比如在电费、药剂费等多措并举，提高管理效率，实现降本增效；2022 年 H1，公司实现营收 21.29 亿元，同比增加 11.84%；归母净利润 3.96 亿元，同比增加 30.17%。

图 5：营收规模逐渐扩大

图 6：归母净利润稳步提升



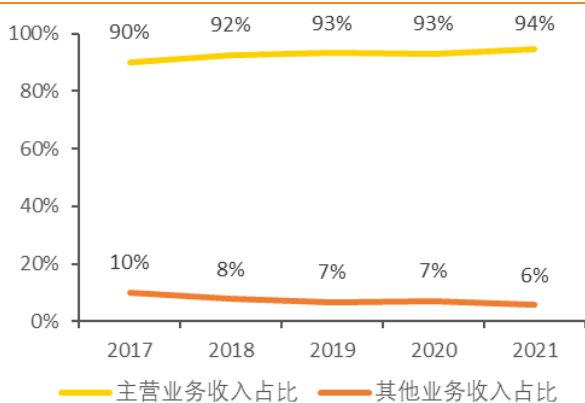
资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

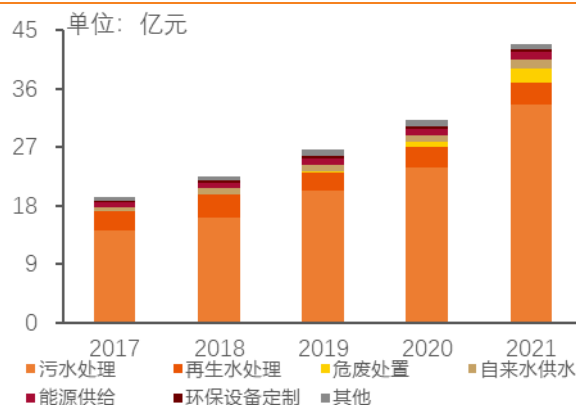
从营收结构看, 主营业务的营收为公司收入的主要来源。2017年至2021年, 主营业务的营收占比由90%提升至94%, 处于持续增长趋势。从业务细分板块看, 主营业务中占比最大为污水处理, 是公司收入和利润的主要来源; 但细分领域板块增多, 战略业务板块在主营业务中总占比逐渐增加, 公司的收入来源增加。

图 7: 2017-2021 年主营业务收入占比逐渐抬升



资料来源: wind, 天风证券研究所

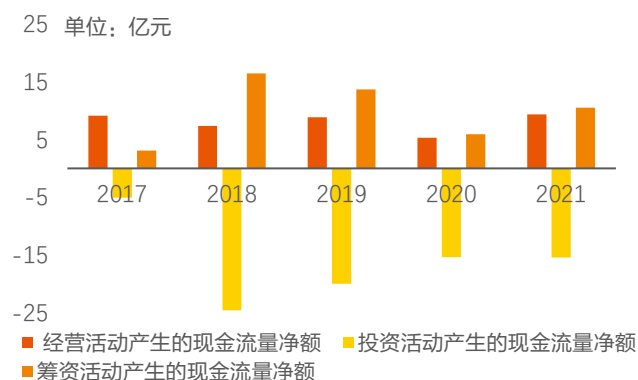
图 8: 主营业务细分领域增多, 主营业务营收不断增加



资料来源: wind, 天风证券研究所

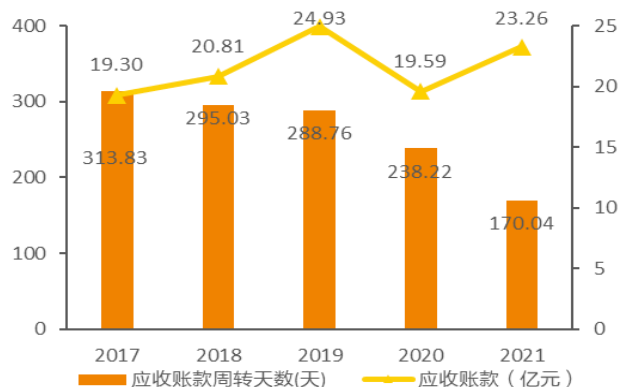
现金流情况较健康。公司2021年经营性现金流净值为9.37亿元, 同比增加76%。投资活动产生的现金流流出与去年基本持平, 主要系工程项目建设及危废项目并购。应收账款变化幅度在一定范围内, 而应收账款周转天数呈下降趋势, 公司营运能力较好。

图 9: 经营性现金流比较充裕



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 10: 应收账款周转天数持续减少



资料来源: wind, 天风证券研究所



## 2. 政策驱动，污水处理市场蕴藏新机会

### 2.1. 水处理细分政策频出，细分领域要求提高

**水污染治理政策支持充分，助力行业发展。**据 2022 年国家发改委等多部委出台了《关于加快推进城镇环境基础设施建设的指导意见》(以下称意见)，其中明确了新增污水处理能力 2000 万立方米/日，县城污水处理率达到 95%以上。除此之外，水治理有关政策暖风频吹，奠定了市场未来几年的发展的大基调。

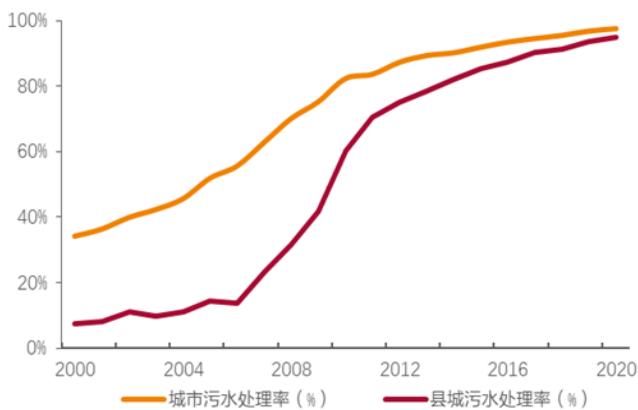
**污水处理能力整体上升空间有限，污水处理相关要求提高。**城市污水处理能力日益增强，2020 年城市污水处理率已达到约 98%；而县城污水处理能力也逐步提高，2020 年达到约 95%。因此，整体污水处理率的提升空间上限较有限，总体而言，污水处理的增量市场有限。但根据目前各项政策出台，国家环境治理要求升级，标准也在不断提高，污水处理也需要同步升级，提高技术能力，才能满足市场需求及达到标准。

细分领域机会蕴藏，污水处理及资源化利用是方向。《意见》也提及了到 2025 年新建、改建和扩建再生水生产能力不少于 1500 万 m<sup>3</sup>/日，城市污泥无害化处置率达到 90%等目标；环境基础设施的协同处置十分重要。因此，相关细分业务板块里蕴藏机会。

**-污泥处置为例**，据 E20 环境平台发布的数据显示，2018 年全国城镇污泥无害化处置比例仅为 40%。根据“十四五”规划，提及到 2025 年，全国城市污泥无害化处置比例达到 90%的目标，仍有较大的提升空间。

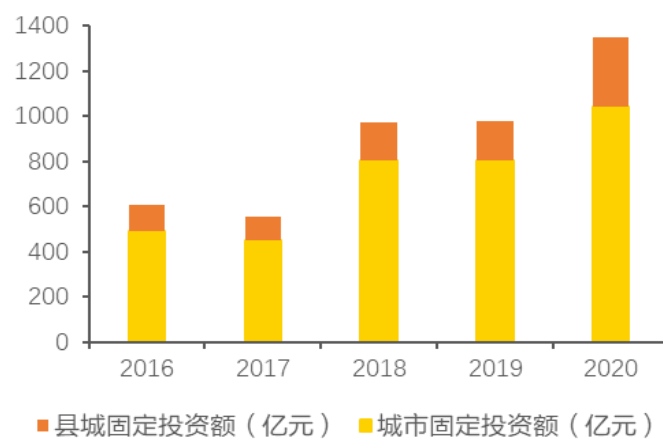
**-污水资源利用为例**，投资额逐步增加，其中县城污水处理及其再生利用的固定资产投资额由 2016 年 114.6 亿元逐渐提升至 2020 年的 306.2 亿元，复合增长率约为 28%，且城市污水处理及其再生利用固定资产投资额 2020 已达到 1043.4 亿元。国家政策及资金支撑充足，细分领域机会较多。

图 11：目前，我国污水处理能力水平显著提高



资料来源：住建部，天风证券研究所

图 12：历年污水处理及其再生利用固定资产投资额



资料来源：住建部，天风证券研究所

### 2.2. 深耕多年，基础业务能力夯实

**公司深耕水处理多年，积累了丰富的运营管理污水处理厂的经验。**目前投产运行了污水处理厂 47 座，托管污水处理厂 20 座。在全国各个区域都有着自己标志性的项目；因地制宜，每个项目所配有的工艺各不相同，多年累积的项目的经验不仅为公司开拓市场增强了竞争力，也有望进一步辅助新业务的开展。

图 13：京津冀区域例子：津沽污水处理厂



津沽污水处理厂  
主工艺：多级AO+高效沉淀+深床过滤  
+臭氧氧化+紫外消毒+全过程除臭  
日处理规模：65万立方米

资料来源：E20 环境平台，公司官网，天风证券研究所

图 14：华东区域例子：杭州七格污水处理厂



杭州七格污水处理厂  
主工艺：AAO脱氮除磷+深床滤池  
日处理规模：60万立方米

资料来源：公司官网，天风证券研究所

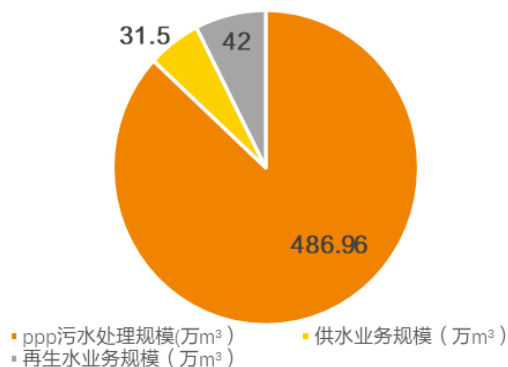
2021 年，公司权益类水务业务总规模约 560.46 万 m<sup>3</sup>/日，较 2020 年新增 8 万 m<sup>3</sup>/日，其中 ppp 模式污水处理规模占权益类业务水务总规模比例达到约 86.9%，仍为公司污水处理业务的主要细分板块。扎实的污水处理业务能力，有望助力公司在水务环保行业产业链延伸。

图 15：2021 水务业务处置规模

业务类别	业务情况
新增权益类污水处理	8 万 m <sup>3</sup> /日
新增再生水断点联通管网	65 公里
厂网一体化中的管网长度	1190km
委托运营模式污水处理规模	约 20.41 万 m <sup>3</sup>
再生水规模	6 万 m <sup>3</sup> /日

资料来源：2021 年年度报告，天风证券研究所

图 16：2021 年处置规模分类



资料来源：2021 年年度报告，天风证券研究所

### 2.3. 研发+技术助力业务延伸

**重视自主研发。** 2004 年以国家城市供排水研究中心实验基地为基础，成立了公司研发中心。于 2017 年，公司的控股子公司凯英公司被认定为科技型小巨人企业。2021 年，集团通过自主研发获得软件著作权 6 项，共拥有有效专利 131 项；同时，2021 年开展了 66 项集团级科技项目，投入 2400 万元。2017-2021 年，科技成果转化来的业务收入呈上升趋势。利用技术优势，转化成营业成果，助力延伸业务。

图 17：科技成果转化取得相关成果

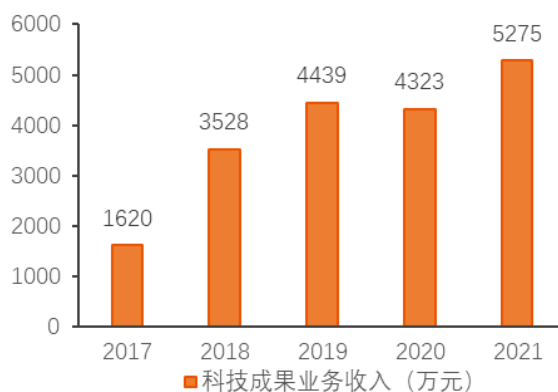
图 18：2017-2021 年，科技成果业务收入



### 科技成果转化

- 2021年：37个转化项目，实现合同1.36亿元
- 对乳品废水、畜禽粪污处理采用
  - 获得2个畜禽粪污处理项目，总额近0.3亿元
- CYYF全过程除臭技术
  - 签订13个项目合同
  - 技术覆盖全国约2/3区域

资料来源：2021年年度报告，天风证券研究所



资料来源：wind，天风证券研究所

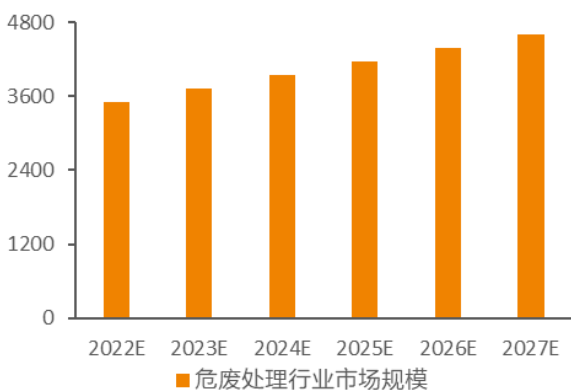
## 3. 战略新业务+商业新模式，双管齐下

### 3.1. 横向+纵向拓展业务

固废处置行业在我国起步较晚，“十四五”时期有望进入成熟阶段；在实现双碳目标过程中，固废和危废是重中之重。因此，当前背景下，是危废行业发展的重大历史机遇。据前瞻研究院预测，我国危废处理的市场2025年规模有望达到4161亿元，行业发展前景较好。

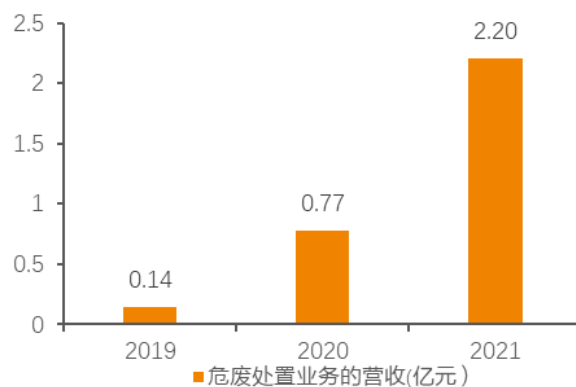
而早在2016年，创业环保开始布局危废处置业务；于2019年开始实现营收，2021年实现营收2.2亿元，同比增加185%，处于快速发展阶段。2021年，公司收购了高邮康博、江苏永辉两个危废项目，在危废处理领域实现了南北呼应的格局，此业务板块有望进一步发展。

图 19：危废处理行业市场规模（亿元）



资料来源：前瞻研究院，天风证券研究所

图 20：创业环保近年来的危废处置营业收入



资料来源：年度报告，天风证券研究所

截至2021年底，我国光伏发电并网装机容量3.06亿kW，连续7年稳居全球首位；其中分布式光伏达到1.075亿kW，突破1亿kW，约占全部光伏发电并网装机容量的三分之一。发改委、国家能源局印发的《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》，提及了我国以风电、光伏发电为代表的新能源发展成效显著，更好发挥新能源在能源保供增供方面的作用，助力扎实做好碳达峰、碳中和工作。整体来看，行业处于快速发展阶段，行业景气度高企。

纵向拓展业务，公司布局战略新业务。2020年公司已开始布局分布式光伏业务，截至2022年上半年，分布式光伏发电项目规划年度发电量292.16万度，主要分布在天津、大连，为

污水厂供电；战略业务与基础业务的协同发展，利于公司的可持续发展。公司整体战略规划契合相关政策导向，将继续深入拓展战略新业务。

### 3.2. 积极探索商业模式，未来可期

目前，水务环保行业正在经历商业模式转变，处于探索基础设施 REITs 阶段。REITs 利于盘活资产，提升基础设施资产估值，也助力企业“轻资产”运营模式转变。公司积极响应国家政策，2022 年 7 月公司开展了基础设施公募 REITs 申报。同时，公司成立了专业的运营分公司，不断积极探索建立“轻资产”业务模式的新平台。公司顺应政策之势，从业务上横纵拓展，从技术上迭代更新，从商业模式上积极探索，不断提升核心竞争力，未来整体发展有望更进一步。

## 4. 盈利预测

我们将公司的基础业务及战略业务分别进行了预测，分别为污水处理、再生水、自来水、危废处置、能源供给、技术转化（环保销售）及其他业务。

首先，我们认为，公司未来水处理板块仍然为核心业务，占创收的主要来源；且公司结合现有经验及运营能力，有望在未来市场中稳步发展。同时，在“十四五”时期，**危废处置及新能源相关行业的市场有望进一步释放**，我们认为公司相应的业务板块能够迅速发展，有望成为未来的业绩亮点。

表 1：创业环保业务（单位：万元）

项目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	285,145	336,387	453,558	507,505	590,976	680,177
yoy	16.50%	17.97%	34.83%	11.89%	16.45%	15.09%
营业成本	193,980	218,512	318,830	338,216	393,117	448,518
yoy	24.46%	12.65%	45.91%	6.08%	16.23%	14.09%
毛利	91,165	117,876	134,728	169,290	197,859	231,659
毛利率	31.97%	35.04%	29.70%	33.40%	33.50%	34.10%
<b>污水处理业务</b>						
收入	202,503	239,249	335,182	375,189	444,883	514,099
yoy	25%	18%	40%	12%	19%	16%
成本	138,728	155,408	235,300	247,625	293,623	336,735
yoy	33%	12%	51%	5%	19%	15%
毛利	63,775	83,841	99,882	127,564	151,260	177,364
毛利率	31%	35%	30%	34.0%	34.0%	34.5%
业务收入比例	71%	71%	74%	74%	75%	76%
<b>再生水处理业务</b>						
收入	28,381	31,711	33,704	37,121	41,447	50,719
yoy	-19%	12%	6%	10%	12%	22%
成本	21,137	22,652	20,926	24,574	27,355	33,221
yoy	-4%	7%	-8%	17%	11%	21%
毛利	7,244	9,059	12,778	12,547	14,092	17,498
毛利率	25.5%	28.6%	37.9%	34%	34%	35%
业务收入比例	10%	9%	7%	7%	7%	7%
<b>自来水业务</b>						
收入	10,537	9,930	14,972	16,496	18,970	21,815
yoy	13%	-6%	51%	10.2%	15%	15%
成本	7,652	8,075	11,525	12,454	14,265	16,362

yoy	23%	6%	43%	8%	15%	15%
毛利	2,885	1,855	3,447	4041.43	4704.55	5453.86
毛利率	27%	19%	23%	24.5%	24.8%	25.0%
业务收入比例	4%	3%	3%	3%	3%	3%
<b>能源供给业务</b>						
收入	10,138	10,061	10,235	18,423	19,344	20,311
yoy	11%	-1%	2%	80%	5%	5%
成本	7013	6710	6898	12,159	12,767	13,405
yoy	19%	-4%	3%	76%	5%	5%
毛利	3125	3351	3337	6,264	6,577	6,906
毛利率	31%	33%	33%	34.0%	34.0%	34%
业务收入比例	4%	3%	2%	4%	3%	3%
<b>危废处置业务</b>						
收入	1,410	7,738	22,038	18,733	20,606	22,666
yoy		449%	185%	-15%	10%	10%
成本	494	4,636	18,753	16,485	18,030	19,267
yoy		839%	305%	-12%	9%	7%
毛利	916	3,102	3,285	2,248	2,576	3,400
毛利率	65%	40%	15%	12%	13%	15%
业务收入比例	0%	2%	5%	4%	3%	3%
<b>环保设备定制</b>						
收入	4,439	4,323	5,275	6,594	8,242	10,303
yoy	26%	-3%	22%	25%	25%	25%
成本	1,937	1,483	3,900	3,627	4,451	5,563
yoy	5%	-23%	163%	-7%	23%	25%
毛利	2,502	2,840	1,375	2,967	3,791	4,739
毛利率	56%	66%	26%	45%	46%	46%
业务收入比例	2%	1%	1%	1%	1%	1%
<b>主营其他收入</b>						
收入	8,828	9,702	6,843	7,869	9,049	10,407
yoy	37%	10%	-29%	15%	15%	15%
成本	3018.1	3578.1	4570.9	3147.6	3574.5	4110.7
yoy	277%	19%	28%	-31%	14%	15%
毛利	5,810	6,123	2,272	4,721	5,475	6,296
毛利率	66%	63%	33%	60%	61%	61%
业务收入比例	3%	3%	2%	2%	2%	2%
<b>其他业务</b>						
收入	18,909	23,675	25,309	27,081	28,435	29,857
yoy	1%	25%	7%	7%	5%	5%
成本	14,001	15,970	16,957	18,144	19,051	19,855
yoy	-3%	14%	6%	7%	5%	4%
毛利	4,908	7,705	8,352	8,937	9,384	10,002
毛利率	26%	33%	33%	33%	33%	34%
业务收入比例	7%	7%	6%	5%	5%	4%

资料来源: wind, 天风证券研究所

注: 2021 年业务数据为预测值

目前，公司核心业务是水处理，有望继续受益于已有经验及客户基础，利于拓展与此相关的业务。此外，鉴于公司还处于成长阶段的危废处置、分布式光伏等业务及战略规划，我们选取了有多业务协同经营的环保公司，涉及水处理、自来水业务、垃圾处理、固废处置等业务的相关标的伟明环保、重庆水务、高能环境和圣元环保作为可比公司，我们给予公司 2023 年 PE11.2x，对应目标价 8.0 元，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

公司	代码	市值 (亿元)	PE				EPS			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
伟明环保	603568.SH	394.58	25.70	20.28	15.20	11.26	1.18	1.15	1.53	2.07
重庆水务	601158.SH	251.04	12.08	10.68	9.41	7.94	0.43	0.49	0.56	0.66
高能环境	603588.SH	163.45	22.51	16.90	13.06	10.55	0.68	0.63	0.82	1.02
圣元环保	300867.SZ	50.08	10.62	8.30	7.04	6.10	1.74	2.22	2.62	3.02
均值			17.73	14.04	11.18	8.96	1.01	1.12	1.38	1.69

资料来源：wind，天风证券研究所，注：可比公司取自万得一致预期，截至 2022 年 9 月 23 日

## 5. 风险提示

- 政策风险：**行业相关政策处于不断变化、改革之中，比如税收等政策的变化直接影响水价的调整，从而影响经营成本及毛利率，对是否持续向好盈利发展构成潜在风险。
- 技术风险：**公司所处行业为技术与知识密集型行业，市场竞争激烈，如果产品技术更新迭代未能及时跟上市场需求，那么从而会影响公司持续盈利能力。
- 运营管理风险：**随着国家环境治理要求不断升级，污水处理厂可能需要及时改造与适应新标准，若未及时适应，会影响公司持续经营；此外，污水处理后的污泥处置能否形成更为完善的商业模式，若未形成较好的协同效应，可能对公司的经营产生影响，从而导致盈利能力下降。
- 战略业务运营情况不及预期：**公司在拓展战略新业务，例如危废处置业务、分布式光伏业务等，若战略业务拓展不及预期或市场竞争愈加激烈，则可能对公司未来业绩增长带来不利影响。
- 政府信用风险：**污水处理服务费为公司现阶段主要来源，而污水处理费的资金主要来源于政府通过自来水销售收取的污水处理费专用账户，不足部分由地方财政给以补足；若政府财政收支与信用出现问题，将会导致公司出现现金流问题，从而影响正常运行。
- 疫情影响：**目前国内疫情反复，若后续持续反复发生，会导致工程项目延迟交付等、影响经营活动政策有序展开，从而影响公司经营。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,663.65	2,139.49	1,793.82	2,145.76	3,185.91
应收票据及应收账款	1,961.74	2,333.67	2,472.64	3,124.19	3,317.42
预付账款	26.22	20.83	29.08	48.46	25.16
存货	17.46	21.83	19.85	31.79	24.69
其他	126.39	321.30	229.27	183.49	249.30
<b>流动资产合计</b>	<b>3,795.46</b>	<b>4,837.13</b>	<b>4,544.66</b>	<b>5,533.69</b>	<b>6,802.47</b>
长期股权投资	195.00	195.00	195.00	195.00	195.00
固定资产	809.50	973.27	889.27	805.28	721.28
在建工程	9.86	29.66	29.66	29.66	29.66
无形资产	11,999.82	10,331.69	9,822.10	9,312.51	8,802.92
其他	1,993.34	4,698.54	4,698.54	4,698.54	4,698.54
<b>非流动资产合计</b>	<b>15,007.51</b>	<b>16,228.17</b>	<b>15,634.58</b>	<b>15,040.99</b>	<b>14,447.40</b>
<b>资产总计</b>	<b>18,802.97</b>	<b>21,065.29</b>	<b>20,179.24</b>	<b>20,574.69</b>	<b>21,249.88</b>
短期借款	0.00	145.85	100.00	150.00	100.00
应付票据及应付账款	294.97	429.52	339.02	572.11	467.43
其他	2,694.50	2,067.72	3,020.78	3,597.44	3,438.92
<b>流动负债合计</b>	<b>2,989.47</b>	<b>2,643.09</b>	<b>3,459.80</b>	<b>4,319.54</b>	<b>4,006.35</b>
长期借款	4,227.89	7,197.17	5,000.00	4,000.00	4,000.00
应付债券	1,098.85	250.00	674.42	462.21	568.32
其他	2,377.70	2,303.28	2,303.28	2,303.28	2,303.28
<b>非流动负债合计</b>	<b>7,704.45</b>	<b>9,750.45</b>	<b>7,977.71</b>	<b>6,765.50</b>	<b>6,871.60</b>
<b>负债合计</b>	<b>11,221.33</b>	<b>12,961.22</b>	<b>11,437.51</b>	<b>11,085.04</b>	<b>10,877.95</b>
少数股东权益	990.29	983.87	1,012.95	1,048.11	1,085.91
股本	1,427.23	1,427.23	1,427.23	1,427.23	1,427.23
资本公积	431.02	437.95	437.95	437.95	437.95
留存收益	4,733.10	5,255.02	5,863.61	6,576.36	7,420.84
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>7,581.64</b>	<b>8,104.07</b>	<b>8,741.73</b>	<b>9,489.65</b>	<b>10,371.93</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>18,802.97</b>	<b>21,065.29</b>	<b>20,179.24</b>	<b>20,574.69</b>	<b>21,249.88</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	606.14	719.01	870.16	1,019.09	1,207.44
折旧摊销	573.22	627.66	593.59	593.59	593.59
财务费用	261.54	308.77	134.04	154.96	176.58
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(2,710.50)	(3,207.40)	(84.82)	78.40	(369.60)
其它	1,802.04	2,488.77	41.57	50.28	54.05
<b>经营活动现金流</b>	<b>532.44</b>	<b>936.81</b>	<b>1,554.53</b>	<b>1,896.32</b>	<b>1,662.06</b>
资本支出	949.85	(377.01)	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(2,490.22)	(1,170.41)	148.32	0.00	0.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,540.37)</b>	<b>(1,547.42)</b>	<b>148.32</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
债权融资	827.21	1,510.46	(1,774.45)	(1,222.92)	(242.71)
股权融资	(171.27)	(201.45)	(274.07)	(321.46)	(379.21)
其他	(61.65)	(257.50)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>594.29</b>	<b>1,051.51</b>	<b>(2,048.52)</b>	<b>(1,544.38)</b>	<b>(621.92)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(413.64)</b>	<b>440.90</b>	<b>(345.67)</b>	<b>351.95</b>	<b>1,040.15</b>

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>3,363.87</b>	<b>4,535.58</b>	<b>5,075.05</b>	<b>5,909.76</b>	<b>6,801.77</b>
营业成本	2,185.12	3,188.30	3,382.15	3,931.17	4,485.18
营业税金及附加	48.77	44.70	68.32	74.49	81.44
销售费用	15.88	11.84	16.60	19.33	23.59
管理费用	178.08	224.83	273.47	305.70	351.85
研发费用	13.20	18.35	20.22	23.73	27.15
财务费用	239.10	116.69	134.04	154.96	176.58
资产/信用减值损失	(123.14)	(147.68)	(79.01)	(102.00)	(112.96)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	83.80	181.55	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>723.07</b>	<b>897.01</b>	<b>1,101.24</b>	<b>1,298.38</b>	<b>1,543.02</b>
营业外收入	1.81	1.17	3.08	2.13	2.05
营业外支出	6.69	2.12	4.36	4.44	4.40
<b>利润总额</b>	<b>718.18</b>	<b>896.06</b>	<b>1,099.96</b>	<b>1,296.07</b>	<b>1,540.67</b>
所得税	112.05	177.05	188.23	226.69	279.18
<b>净利润</b>	<b>606.14</b>	<b>719.01</b>	<b>911.73</b>	<b>1,069.38</b>	<b>1,261.49</b>
少数股东损益	36.10	25.82	41.57	50.28	54.05
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>570.04</b>	<b>693.19</b>	<b>870.16</b>	<b>1,019.09</b>	<b>1,207.44</b>
每股收益 (元)	0.40	0.49	0.61	0.71	0.85

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	17.97%	34.83%	11.89%	16.45%	15.09%
营业利润	14.47%	24.06%	22.77%	17.90%	18.84%
归属于母公司净利润	12.41%	21.60%	25.53%	17.12%	18.48%
<b>获利能力</b>					
毛利率	35.04%	29.70%	33.36%	33.48%	34.06%
净利率	16.95%	15.28%	17.15%	17.24%	17.75%
ROE	8.65%	9.74%	11.26%	12.07%	13.00%
ROIC	7.76%	7.51%	10.26%	12.66%	16.00%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	59.68%	61.53%	56.68%	53.88%	51.19%
净负债率	69.37%	79.10%	58.52%	38.95%	24.97%
流动比率	1.08	1.51	1.31	1.28	1.70
速动比率	1.07	1.50	1.31	1.27	1.69

营运能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
应收账款周转率	1.50	2.11	2.11	2.11	2.11
存货周转率	208.52	230.89	243.54	228.87	240.83
总资产周转率	0.18	0.23	0.25	0.29	0.33

每股指标 (元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股收益	0.40	0.49	0.61	0.71	0.85
每股经营现金流	0.37	0.66	1.09	1.33	1.16
每股净资产	4.62	4.99	5.42	5.91	6.51

估值比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率	16.45	13.53	10.78	9.20	7.77
市净率	1.42	1.32	1.21	1.11	1.01
EV/EBITDA	9.00	7.02	5.67	4.39	3.46
EV/EBIT	14.32	10.64	8.13	6.00	4.54

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com