

浙富控股 (002266.SZ)

前后端一体的商业模式提升盈利能力，期待规模扩张

公司评级	买入
当前价格	4.77 元
合理价值	6.84 元
报告日期	2020-11-25

核心观点:

- **公司通过并购进入危废领域。**公司 2004 年成立，主营水电设备，2020 年 6 月，公司向实际控制人收购危废处置资产(申联环保和申能环保)，交易对价 145 亿元，对应 2019-2022 年的业绩承诺合计 8.9/13.5/16.57/18.70 亿元。公司三季报预计 2020 年归母净利润 11.45-13.09 亿元，主要是危废资产并表所致。
- **技术优势和前后端一体化的商业模式使得公司危废资产具备较强盈利能力。**申联环保跟其他的危废公司相比，最大的特点是前后端一体化实现深度资源化。公司稀贵金属回收品种更多，曾获国家科技进步二等奖。2018 年，申能环保净利率超越阳新鹏富等同行；江西自立净利率和 ROE 水平也超过同行新金叶。
- **进入规模快速扩张期。**公司前端处置项目申能环保产能 2019 年提升至 35 万吨，根据公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书(修订稿)，危废处置产能将由 2019 年的 51 万吨提升至 2020 年底的 178 万吨。
- **高盈利模式进入规模扩张期，给予“买入”评级。**预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 12.6/18.4/20.7 亿元。公司凭借技术优势和前后端一体化的商业模式，进行危废深度资源化，盈利能力高于同行，公司在申能固废、江西自立项目上表现出较强盈利能力。目前公司处于规模快速扩张期，预计 2020 年底产能将扩张至 178 万吨，有望实现盈利高增长。参照可比公司，给予公司 2021 年 20 倍 PE，对应合理价值 6.84 元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示。**项目投产进度低于预期的风险；项目产能利用率低于预期的风险；金属价格波动的风险；存货跌价损失风险。

盈利预测:

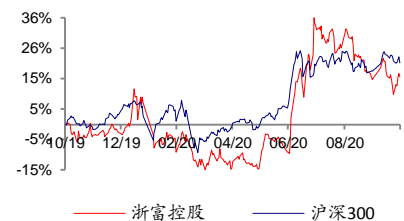
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,104	1,083	7,577	9,329	9,892
增长率(%)	0.7	-1.8	599.3	23.1	6.0
EBITDA(百万元)	-19	58	1,222	1,837	2,094
归母净利润(百万元)	110	161	1,259	1,837	2,074
增长率(%)	26.9	46.9	680.3	45.9	12.9
EPS(元/股)	0.06	0.08	0.23	0.34	0.39
市盈率(P/E)	73.32	50.53	20.35	13.95	12.35
ROE(%)	3.4	4.8	16.0	18.9	17.6
EV/EBITDA	-	147.00	21.94	13.47	10.68

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	5369.8/1637.5
总市值/流通市值(百万元)	26526/8089
一年内最高/最低(元)	5.78/3.62
30 日日均成交量/成交额(百万)	13.7/68.59
近 3 个月/6 个月涨跌幅(%)	-12.41/29.66

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:

邱长伟



SAC 执证号: S0260517080016

SFC CE No. BOE192



021-38003627



qiuchangwei@gf.com.cn

相关研究:

目录索引

一、通过并购转型危废处置公司	4
(一) 收购实控人资产，转型危废	4
二、独有的前后端一体化，利润率高于同行	6
(一) 危废资源化前后端一体化布局，实现深度资源化	6
(二) 技术优势明显，利润率高于同行	11
(三) 公司进入产能快速扩张期	13
三、传统制造业板块盈利有望改善	15
(一) 传统设备制造板块盈利有望改善	15
四、技术优势和前后端一体的商业模式使得公司危废资产具备较强盈利能力，期待规模扩张	19
五、风险提示	21

图表索引

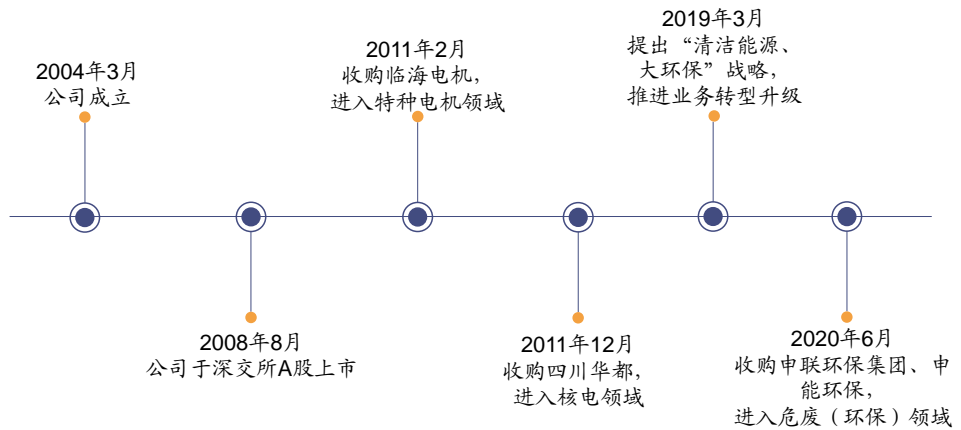
图 1: 公司发展历程	4
图 2: 资产交易完成前股权结构	5
图 3: 资产交易后公司股权结构	5
图 4: 公司收入情况	6
图 5: 公司利润情况	6
图 6: 中联环保前后端一体化的布局	7
图 7: 中联环保在产业链中的位置	8
图 8: 中联环保原材料和产品	8
图 9: 可比公司净利率	13
图 10: 可比公司 ROE (摊薄)	13
图 11: 前端产能扩张后, 江西自立原材料内供比例提升	14
图 12: 中联危废产能分布图	15
图 13: 公司收入构成 (百万元)	16
图 14: 公司分业务毛利率	16
图 15: 公司扣非归母净利润	16
图 16: 水电行业投资建设	19
图 17: 核电行业投资建设	19
表 1: 公司 2015-2019 年投资收益占利润总额比例较大 (亿元)	6
表 2: 中能环保个人供应商占比情况	9
表 3: 中能环保产品情况 (吨)	9
表 4: 中能环保毛利分析 (万元)	9
表 5: 江西自立毛利构成 (万元)	10
表 6: 中能环保黑铜产量占比更高且逐步提升 (吨)	12
表 7: 中能环保的铜合金稀贵金属的品位更高、铜品位更低 (2018 年)	12
表 8: 中联环保产能情况	13
表 9: 中联环保业绩预测及构成情况 (亿元)	14
表 10: 公司设备及能源板块经营情况	17
表 11: 参控股公司净利润情况 (万元)	18
表 12: 公司盈利预测	19
表 13: 可比公司估值表	21

一、通过并购转型危废处置公司

（一）收购实控人资产，转型危废

转型危废处置公司。公司2004年成立，主营水电设备（水轮发电机组），2008年上市；2011年收购四川华都，主营核电设备（核反应堆控制棒驱动机构）；2020年6月，公司收购中联环保集团、中能环保，进入危废（环保）领域。

图1：公司发展历程

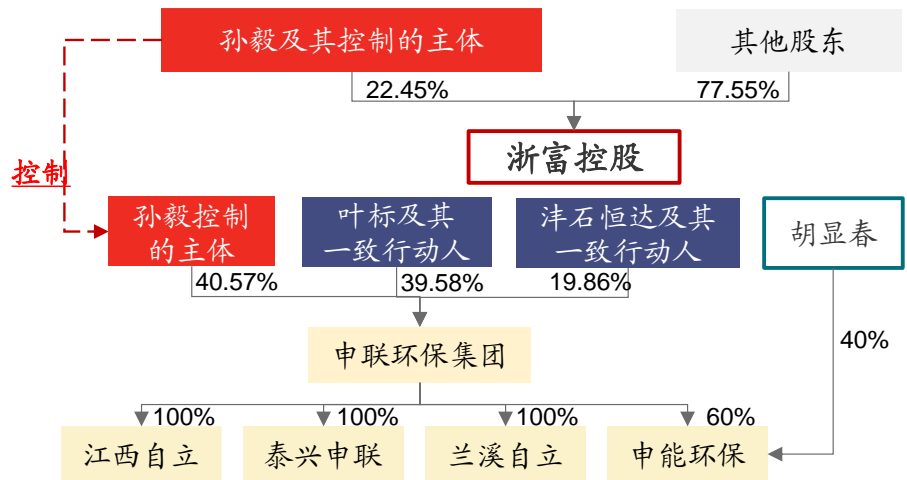


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

实际控制人将上市公司体外危废资产注入上市公司。公司发行股份向桐庐源桐（浙富控股实际控制人孙毅持股90%）等6名交易对方购买其持有的中联环保集团100%股权并向胡显春支付现金购买其持有的中能环保40%股权，对价分别为129.2亿元和15.84亿元，合计145.04亿元。标的资产于2020年6月完成过户，交易完成后，上市公司直接持有中联环保集团100%股权、中能环保40%股权，并通过中联环保集团间接持有中能环保60%股权。中联环保和中能固废2019-2022年业绩承诺分别是7.33/11.78/14.77/16.96亿元和4.0/4.3/4.5/4.34亿元，标的资产业绩承诺合计8.9/13.5/16.57/18.70亿元。收购完成后，公司实际控制人持有上市公司33.89%的股权。

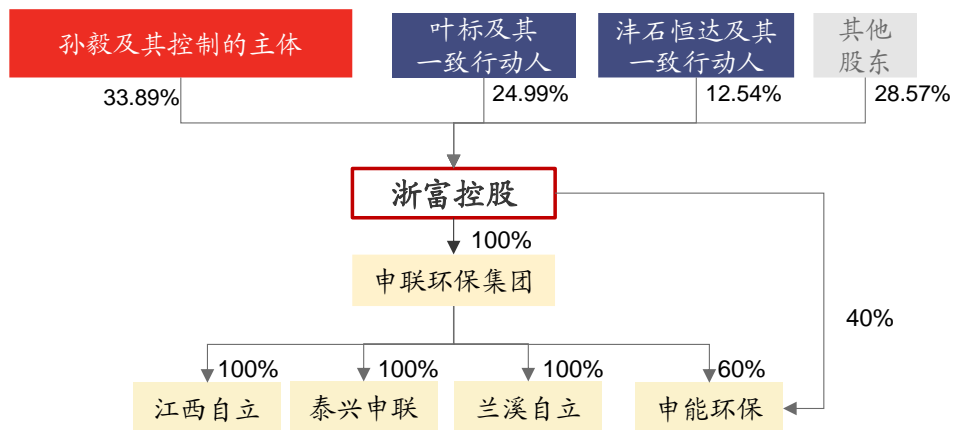
危废资产系实际控制人2017年收购取得。2017年6月，孙毅控制的桐庐源桐以货币方式认缴中联环保集团2.05亿元新增注册资本，占注册资本比例25.625%，随后叶标（中联环保集团的原实际控制人）将其持有的15.375%的股权转让给桐庐源桐，对价6.15亿元，对应中联环保集团估值40亿元，转让完成后桐庐源桐对中联环保集团的持股比例提升至41%。中能环保原实际控制人为胡显春&胡亦春，2015年将其60%的股份转让给东方园林，对价14.64亿元，对应中能环保估值24.4亿元；2017年4月，中联环保从东方园林手中受让中能环保60%股权，对价15.115亿元，对应中能环保估值25.19亿元，成为其控股股东。

图2: 资产交易完成前股权结构



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图3: 资产交易后公司股权结构



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2015-2019年, 公司利润主要是靠投资收益, 主业基本维持盈亏平衡附近。2020年并购危废资产后, 盈利实现大幅提升。2020年前三季度, 公司收入56.27亿元, 同比增长21.47%; 归母净利润7.87亿元, 同比增长128.41%, 主要是公司收购的危废资产并表贡献业绩所致。

图4: 公司收入情况

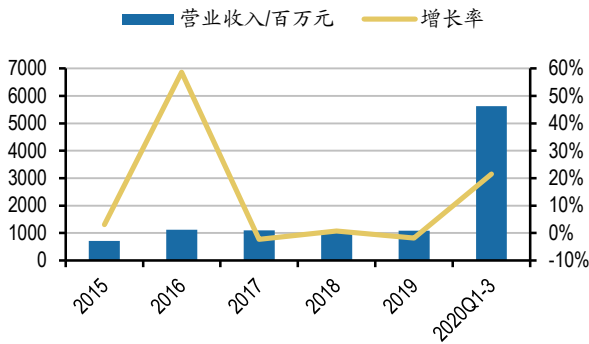
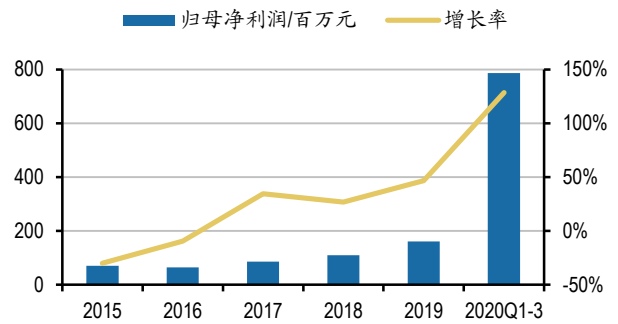


图5: 公司利润情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表1: 公司2015-2019年投资收益占利润总额比例较大(亿元)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q1-3
归母净利润	0.709	0.643	0.865	1.098	1.613	7.868
利润总额	0.995	1.376	1.468	1.872	2.429	12.476
投资收益	1.971	1.066	2.442	2.179	3.686	1.631
利润总额-投资收益	-0.976	0.31	-0.974	-0.307	-1.257	10.845

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、独有的前后端一体化，利润率高于同行

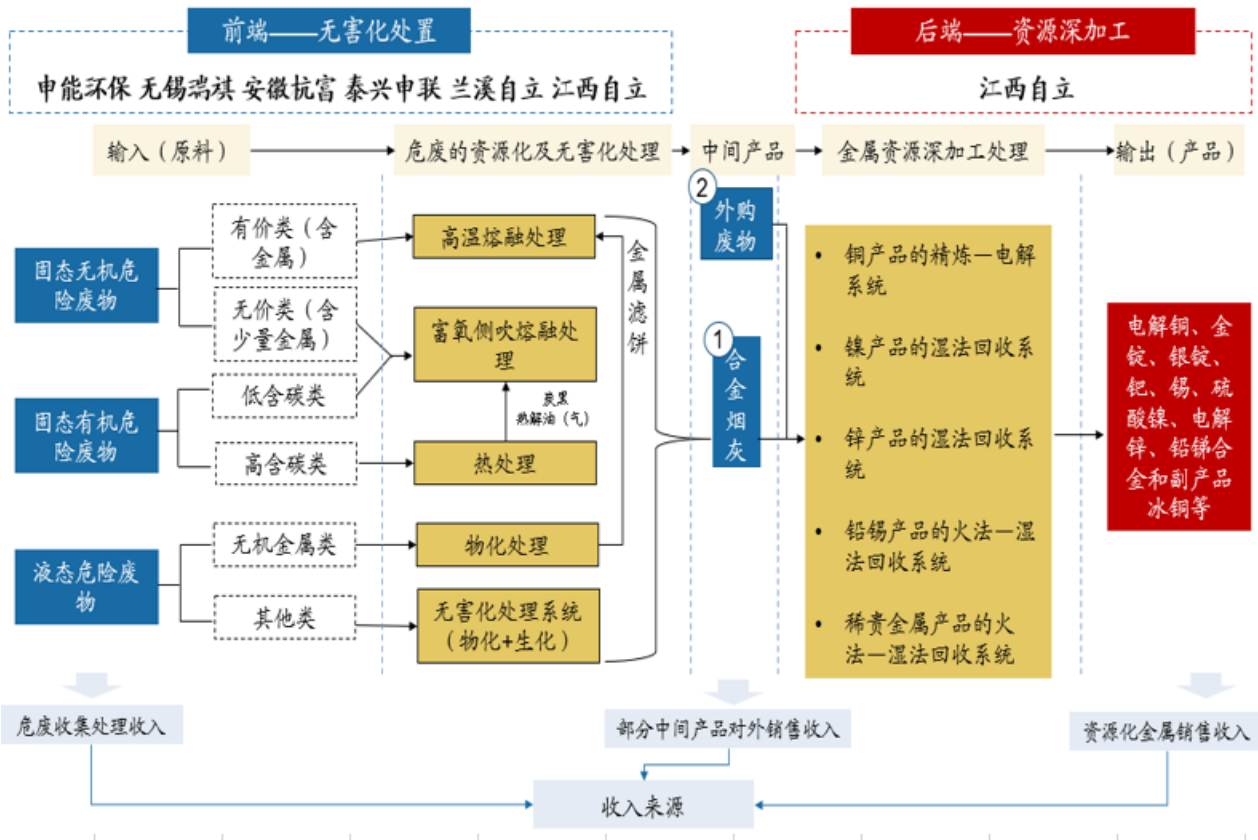
(一) 危废资源化前后端一体化布局，实现深度资源化

申联环保跟其他的危废公司相比，最大的特点是前后端一体化的布局，实现深度资源化。

前端: 前端危废工厂采用高温熔融技术，解决工业污泥、焚烧残渣、飞灰、废盐等市场痛点，单体规模大，规模效应显著；在无害化同时将金属元素富集于合金产品中，实现初步资源化。在申联环保的体系内，负责前端处理的主要是申能环保，以及兰溪自立、泰兴申联等。

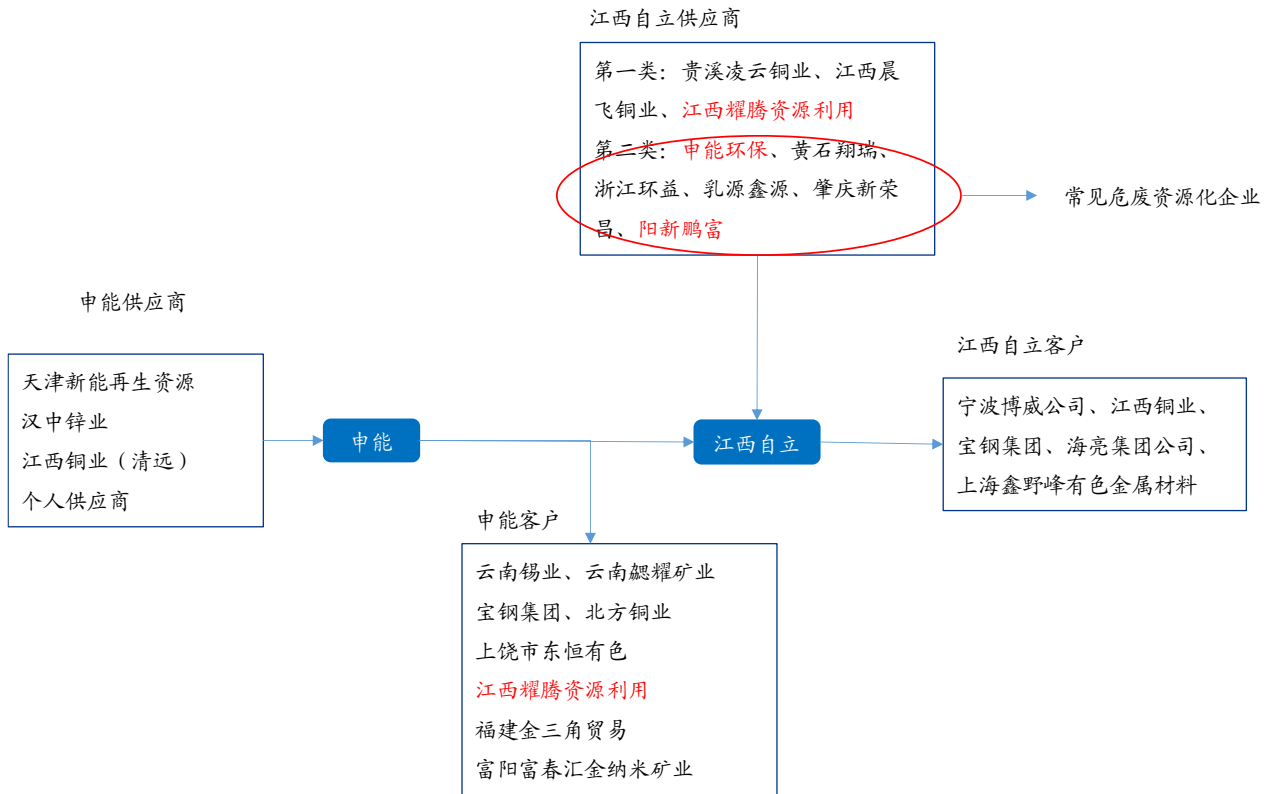
后端: 后端资源化工厂多金属深度回收能力获得了高度认可，在金属资源化领域多次获得科技进步重量级奖项，含国家科技进步二等奖；在产业界也获得了高度认可，行业内大量从事危废初级资源化的企业均将其合金产品、烟尘灰等初级资源化产品销售给江西自立进一步回收。申联环保体系内负责后端处理的主要是江西自立。

图6: 申联环保前后端一体化的布局



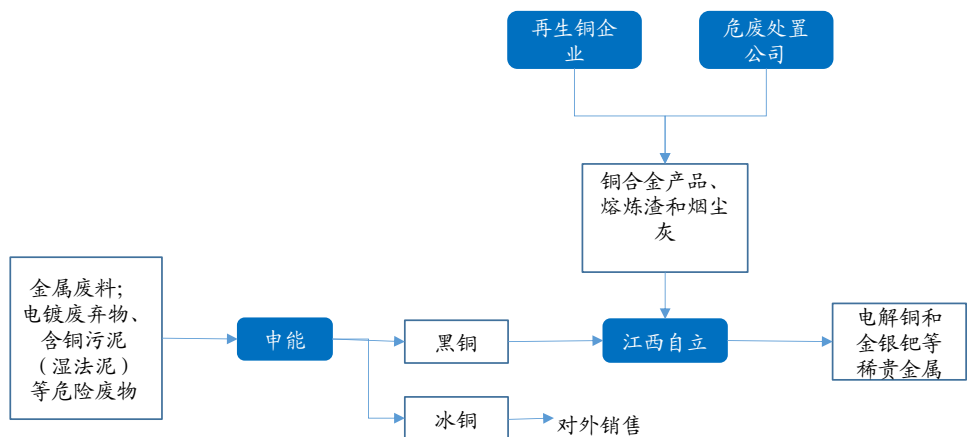
数据来源: 公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书 (修订稿), 广发证券发展研究中心

图7: 申联环保在产业链中的位置



数据来源: 公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书 (修订稿), 广发证券发展研究中心

图8: 申联环保原材料和产品



数据来源: 公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书 (修订稿), 广发证券发展研究中心

申能环保供应商主要是含金属危废。申能环保主要是处理含有金属的危废和一般固废，原材料主要是金属废料、电镀废弃物、电解废弃物、含铜污泥（湿法泥）等危险废物。申能环保的供应商中，个人供应商的采购金额占比约50%左右。

个人供应商模式符合行业惯例。针对废旧电机等类型的物料，由于废旧电机拆解物的物料来源较为分散，需要熟悉当地情况的废旧物资收购人对各区域进行覆盖，从而完成废旧电机的第一道收集。废旧电机完成收集后，通常需要进行拆解以提升其价值，而该环节为劳动密集型，较大程度地依赖手工拆解，通常体现为作坊式的协作模式。针对含金属废料等类型的物料，其工业来源主要为有色金属冶炼企业的废渣、生产型企业的边角料、报废零部件等，单个产废企业废料产出量较小，个人供应商群体长期在原料产地开展业务，对原料产地的分布、原料特点比较了解。此外，从众德环保、阳新鹏富也披露了其个体供应商的情况，个人供应商的模式符合行业惯例。

表2：申能环保个人供应商占比情况

年份	个人采购总额（万元）	采购占比（%）
2019年1-6月	14,399.35	51.83
2018年	35,152.08	52.42
2017年	39,482.62	57.32

数据来源：公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书（修订稿），广发证券发展研究中心

申能环保的产品主要是黑铜和冰铜，黑铜金属含量品位较高，可以满足终端铜精炼企业的生产需求，直接用于生产电解铜；冰铜是生产电解铜的中间产品，金属含量品位一般较低，无法满足终端铜精炼企业对铜等各金属品位的要求，其下游客户主要是商贸公司，通过采购不同品位冰铜产品进行混料加工以满足下游铜精炼企业的品位要求。

表3：申能环保产品情况（吨）

产品类型	2019年1-6月	2018年	2017年
黑铜	5,908.94	12,725.53	9,755.10
冰铜	3,970.55	10,378.60	13,424.68
合计	9,879.49	23,104.13	23,179.78
黑铜占比	60%	55%	42%

数据来源：公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书（修订稿），广发证券发展研究中心

申能环保的盈利来源：目前申能环保主要的盈利来自资源化产品的销售，但是随着国家对危废监管趋严，部分含有稀贵金属的污泥等定义为危废，由申能环保向供应商付费转变为供应商向申能环保付费，公司危废处置费收入占比逐年提升。

表4：申能环保毛利分析（万元）

项目	2019年1-6月	2018年度	2017年度
毛利			
危废处置费	5,811	4,862	2,935

资源化产品	23,525	31,164	29,319
合计	29,336	36,026	32,254
毛利占比			
危废处置费	20%	14%	9%
资源化产品	80%	87%	91%
毛利率			
危废处置费	56.35%	40.65%	27.40%
资源化产品	44.97%	31.80%	35.68%
综合毛利率	46.85%	32.76%	34.73%

数据来源：公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书（修订稿），广发证券发展研究中心

江西自立将铜合金进行深度资源化提取

江西自立主要的原材料是铜合金，江西自立的铜合金供应商主要由两种类型组成，一种类型为处置一般固废生产再生铜的企业，通过收集废杂铜、含铜废料等原料冶炼铜合金产品并销售给具有产业链更长、具备进一步回收利用能力的企业。江西自立第一类典型供应商如贵溪凌云铜业有限公司、江西晨飞铜业有限公司、江西耀腾资源利用有限公司等。另一种类型为以处置含铜废物、含镍废物、表面处理废物、有色金属冶炼废物等危险废物为主的危废无害化和资源化利用企业，第二类典型供应商除申能环保外，主要有黄石翔瑞环保实业有限公司、浙江环益资源利用有限公司、乳源瑶族自治县鑫源环保金属科技有限公司和肇庆市新荣昌环保股份有限公司、阳新鹏富等。

江西自立的产品主要是从铜合金中提取的金、银、钯、锡、镍等金属。江西自立的毛利90%以上来自资源化产品，其中毛利占比较高的品种主要有电解锌、电解锡、金属钯、硫酸镍等。

表5：江西自立毛利构成（万元）

项目	2019年1-6月	2018年	2017年
毛利			
危废处置费	5,600	4,882	1,595
资源化产品	69,944	103,293	58,705
合计	75,545	108,175	60,300
资源化产品毛利占比	93%	95%	97%
毛利率			
危废处置费	54.10%	39.17%	25.62%
资源化产品	29.46%	22.88%	13.31%
综合毛利率	30.49%	23.31%	13.49%
分品类毛利			
电解铜	402	-45	413
黄金	1,413	2,653	3,883

白银	1,628	3,686	4,142
金属钯	4,111	3,414	6,261
电解锌	22,048	40,373	31,438
电解锡	4,247	9,898	7,173
粗制硫酸镍含镍	4,131	4,728	3,965
粗铅含铅	2,733	6,677	7,268
资源化产品毛利占比			
电解铜	1%	0%	1%
黄金	2%	3%	7%
白银	2%	4%	7%
金属钯	6%	3%	11%
电解锌	32%	39%	54%
电解锡	6%	10%	12%
粗制硫酸镍含镍	6%	5%	7%
粗铅含铅	4%	6%	12%

数据来源：公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书（修订稿），广发证券发展研究中心

（二）技术优势明显，利润率高于同行

江西自立的技术优势：

- **回收金属多。**江西自立可实现对铜、金、银、钯、镍、锌、铅、锡等多种金属元素的规模化回收，是国内极少数可从同一种物料中将上述多种金属回收的企业；
- **物料接受范围更广，技术工艺要求高。**大量再生金属企业回收其主要金属后，弃渣中还有有价金属元素，比如将阳极泥、烟灰浸出渣销售给江西自立，江西自立可进一步回收同行业公司弃渣中的锡、金、银、钯。
- **再生锡技术获国家科技进步奖，工艺技术及市场份额处于龙头地位。**江西自立复杂锡合金真空蒸馏新技术及产业化应用获国家科技进步二等奖，拥有从复杂低品位物料中回收金属锡的先进工艺；江西自立再生锡产能在产业链中具有稀缺性，行业内公司普遍没有回收锡单质金属的能力；申联环保集团再生锡拥有全国超10%的市场份额。

申能环保的技术优势：

申能环保的技术优势在于，和其他危废处置企业相比，公司的黑铜产品中铜含量更低、稀贵金属含量更高，且申能环保通过技术提升，黑铜占比近几年持续提升。申能环保的核心专利技术包括：自主设计了逆流法焙烧多金属危险固废技术和装备，使得处理量效率由原来的10t/h提高到40t/h，脱除入炉物料原有的35%结晶水，实现60%的节能；自主设计了富氧侧吹冶炼工艺流程，由原有的高铁渣型转变为高硅高钙低铁渣型，其铜含量由原来的1.2%-1.5%降低到0.7%以下，提高多金属总回收率。

表6: 申能环保黑铜产量占比更高且逐步提升(吨)

公司	产品	2019年1-6月	2018年	2017年
申能环保	黑铜+冰铜产量	9,879.49	23,104.13	23,179.78
阳新鹏富	黑铜+冰铜产量	16,033.51	19,258.27	14,618.38
申能环保	黑铜产量	5,908.94	12,725.53	9,755.10
阳新鹏富	黑铜产量	341.95	516.95	0
申能环保	黑铜产量占比	60%	55%	42%
阳新鹏富	黑铜产量占比	2%	3%	0%

数据来源: 公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书(修订稿), 广发证券发展研究中心

表7: 申能环保的铜合金稀贵金属的品位更高、铜品位更低(2018年)

项目	申能环保	江西耀腾	贵溪凌云	江西晨飞
单价(万元/t)	5.14	4.52	4.67	4.29
铜品位	75.44%	89.52%	96.24%	95.40%
金品位(g/t)	27.83	11.91	7.58	2.49
银品位(g/t)	830.47	616.43	196.76	510.6
钼品位(g/t)	22.58	12.74	24.16	0.66
锡品位	7.55%	1.73%	0.37%	0.23%
镍品位	7.44%	1.18%	0.94%	1.25%

数据来源: 公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书(修订稿), 广发证券发展研究中心

从净利率角度对比, 申能环保净利率约20%-30%, 和阳新鹏富、靖远宏达、德众环保等同行相比(净利率不足20%), 净利率和ROE均处于同行较高水平。江西自立跟新金叶对比, 净利率和ROE水平分别为10%左右和30%-40%, 也超过同样做稀贵金属回收的新金叶(净利率和ROE分别为5%和25%左右)。

图9: 可比公司净利率

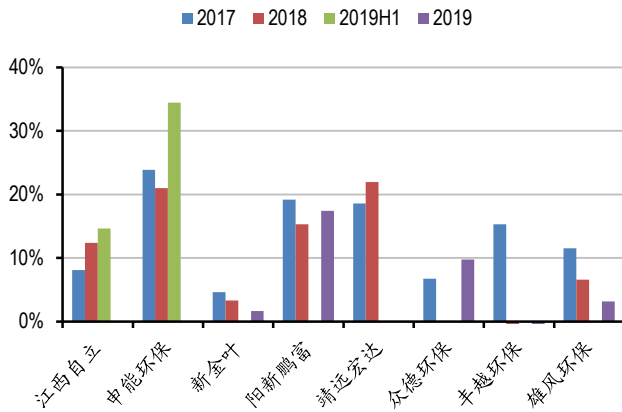
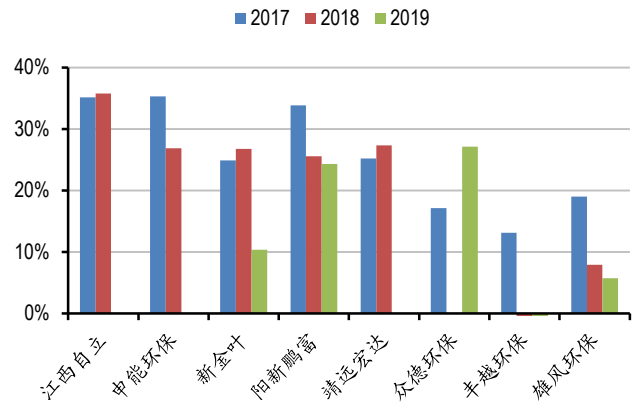


图10: 可比公司ROE (摊薄)



数据来源: 各上市公司年报, 广发证券发展研究中心

注: 丰越环保 2018 年和 2019 年净利率分别为 -57% 和 -21%, 图中未显示。

数据来源: 各上市公司年报, 广发证券发展研究中心

注: 丰越环保 2018 年和 2019 年 ROE 分别为 -272% 和 -1152%, 图中未显示。

(三) 公司进入产能快速扩张期

业绩快速增长主要是产能扩张驱动。申联环保和申能固废2019-2022年业绩承诺分别是7.33/11.78/14.77/16.96亿元和4.0/4.3/4.5/4.34亿元。申联环保预测业绩快速增长的背后是产能的迅速扩张。其中,申能环保的产能2015年从6万吨提升至14.6万吨,2019年2月提升至35万吨;新建兰溪自立和泰兴申联项目,新增109万吨产能。此外,通过并购获得无锡瑞祺和安徽杭州富合计8.9万吨危废产能。

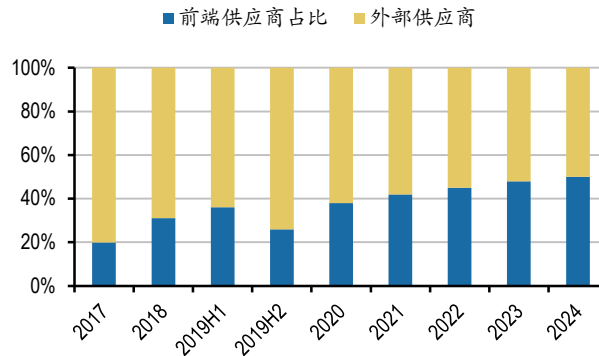
表8: 申联环保产能情况

项目	地点	产能(万吨)	无机危废产能(万吨)	有机危废产能(万吨)	液态危废产能(万吨)	投产日期/进度
申能环保	浙江	35				2019年2月
泰兴申联	江苏	77	40	20	17	预计2020年底
兰溪自立	浙江	32	22	10		2020年10月
无锡瑞祺	江苏	2.9				
安徽杭富	安徽	8				6万吨技改后8万吨,技改中
江西自立	江西	23	17.659			
小计		178				
辽宁申联	辽宁	30				获得环评批复
湖南申联	湖南	40				获得环评批复、开始建设
湖南叶林	湖南	17				获得环评批复、开始建设
四川申联	四川	30				
总计		294.9				

数据来源: 公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书(修订稿), 广发证券发展研究中心

前端产能扩张，内供比例提升。由于申能环保的铜合金产品比其他同行更加优质（铜品位更低、稀贵金属品位更高），因此提升申联集团体系内部供应占比是提升盈利的重要手段，随着泰兴申联、兰溪自立等前端处置产能的投放，江西自立原材料内供比例将实现较大提升。

图11：前端产能扩张后，江西自立原材料内供比例提升



数据来源：公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书（修订稿），广发证券发展研究中心

根据申联环保的业绩测算：

申联集团2022年利润是2018年3倍，大部分来自前端危废处置能力的扩张。

江西自立2022年利润相比2018年提升43%，主要是内供比例提升、稀贵金属产量提升；

申能环保2022年利润相比2018年提升81%，主要是产能从14.6万吨扩张至35万吨；泰兴和兰溪2022年利润合计7.68亿元，是申能利润的1.8倍，两者无机物产能62万吨，是申能的1.8倍；此外有机物处置产能合计47万吨。

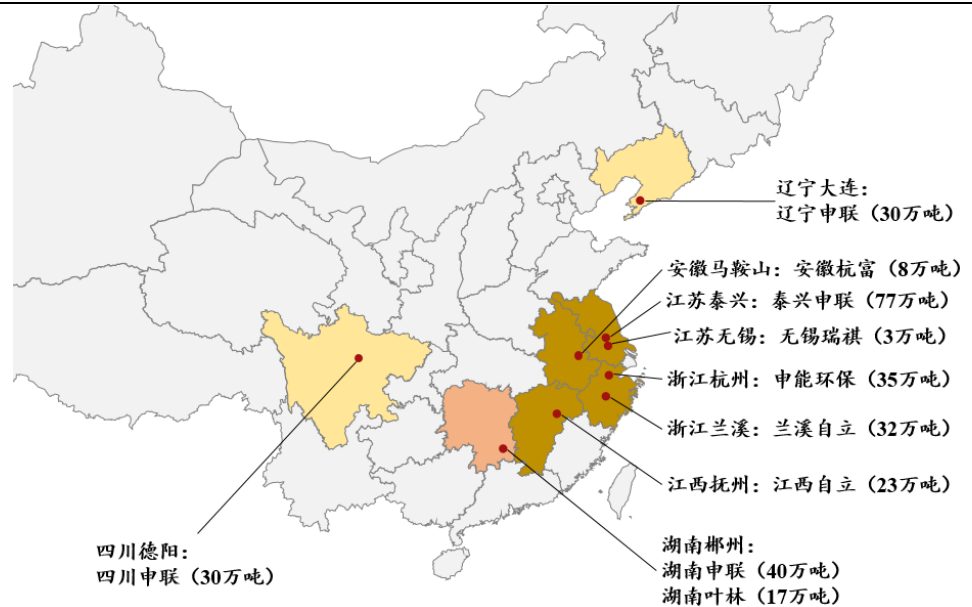
表9：申联环保业绩预测及构成情况（亿元）

	2017年	2018年	2019年 1-6月	2019年	2020年	2021年	2022年
申联环保集团净利润	3.69	6.00	4.59		14.25	17.35	19.44
申能环保	2.22	2.31	2.16		4.21	4.45	4.18
江西自立	3.42	5.14	3.29		6.85	7.16	7.33
泰兴申联					1.95	3.47	4.92
兰溪自立					1.20	2.17	2.76
申联环保集团非经常性 损益（江西自立）					0.79	0.82	0.84
申联环保集团扣非后净 利润					13.46	16.53	18.60
申能环保扣非后净利润				4.40	4.21	4.45	4.18
申联环保集团扣非归母 后净利润				7.81	11.78	14.75	16.93

中能环保利润承诺				4.00	4.30	4.50	4.34
中联环保利润承诺				7.33	11.78	14.77	16.96

数据来源：公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书（修订稿），广发证券发展研究中心

图12：中联危废产能分布图



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

三、传统制造业板块盈利有望改善

（一）传统设备制造板块盈利有望改善

并购中联集团及中能环保的危废资产之前，公司的主要业务是水电设备、核电设备、油气采掘等。从扣非净利润的角度，公司主业外加投资收益和集团费用等，基本处于盈亏平衡附近。伴随着核电设备行业需求提升、公司处置非核心资产，这部分业务总体盈利有望改善。

图13: 公司收入构成 (百万元)

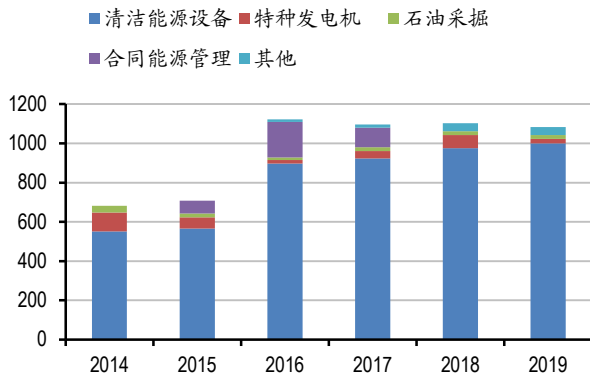
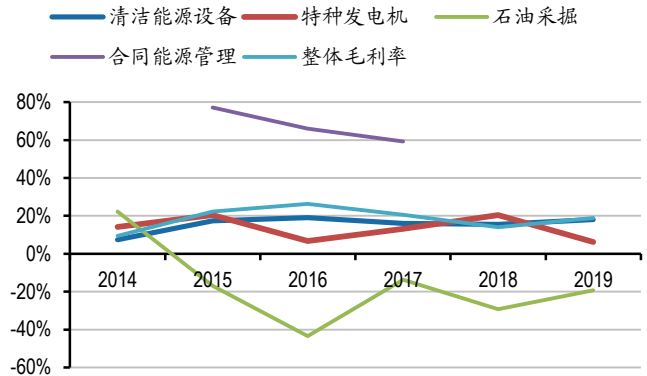


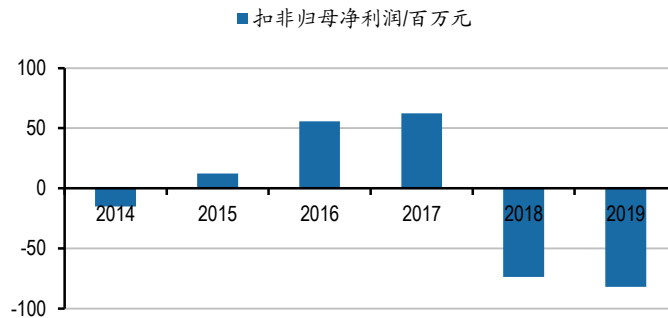
图14: 公司分业务毛利率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图15: 公司扣非归母净利润



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

核电: 华都公司拥有发明专利的ML-B型三代压水堆核电控制棒驱动机构, 是目前唯一通过三代标准的抗震试验和满足60年使用寿命的“华龙一号”核电技术。该产品在热态极限寿命试验中创造了1512万步的世界最高运行记录。

水电: 浙富水电公司及其下属子公司, 主要从事大中型成套水轮发电机组的研发、设计、制造与服务, 当前产品主要涵盖贯流式水轮发电机组、轴流式水轮发电机组和混流式水轮发电机组三大机型。通过股权收购, 与拥有雄厚技术力量和丰富经验的RAINPOWER HOLDING AS公司在设计、制造、项目、市场开拓等方面进行深度合作。此次合作, 将对国内冲击式水轮机技术的进步起到极大的促进和提升。

为推行公司“大环保”发展战略, 聚焦危险废物无害化处理及循环经济资源再生业务, 公司决定择机将持有的境外能源投资类项目进行逐一出售。2020年11月2日召开了董事会会议, 决定出售全资子公司亚洲清洁能源投资集团有限公司持有的全资子公司 Asia Ecoenergy Development A PTE Ltd.和控股子公司 Asia Ecoenergy Development B PTE Ltd.的股权。公司通过AED A 和AED B间接持有印度尼西亚巴

丹图鲁水电站项目51%股权（该水电站目前在建）。

石油采掘：2013年，公司以1200万加元收购了ZARGON企业和ASHTON公司在加拿大Grand Forks地区的在运油气田资产。

其他股权投资：

二三四五：2013年公司和实际控制人孙毅合计出资7.6亿元收购二三四五股权38%的股权，二三四五重组2014年上市后公司持有其16.46%的股权，截至2020年10月30日，公司持股比例降至5.7%。

小贷公司：2013年公司出资6000万设立浙富小额贷款公司，本公司持有其30%股权。截至2019年底，公司持有其41.79%的股权。

灿星文化：2014年，公司出资8.4亿元收购璀璨星河持有的梦响强音40%的股权，其获独家授权开展业务的影视节目包括“中国好声音”、“中国好歌曲”等。2015年，公司分两次出售梦响强音40%股权，通过全资子公司西藏源合以3亿元投资入股灿星文化（灿星文化主要从事电视节目制作业务，是包括“中国好声音”、“中国好歌曲”、“出彩中国人”等电视节目的制作方）6.0698%的股权。

表10：公司设备及能源板块经营情况

	单位	2015	2016	2017	2018	2019
水电设备	千瓦	823,700	887,000	932,000	1,160,131	1,179,660
同比			7.7%	5.1%	24.5%	1.7%
特种发电机组	千瓦	98,243	69,939	141,380	188,881	84,689
同比			-28.8%	102.1%	33.6%	-55.2%
石油天然气	桶	91,959	77,279	78,995	78,844	71,768
同比			-16.0%	2.2%	-0.2%	-9.0%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表11: 参控股公司净利润情况 (万元)

	2019 年持股 比例	2015	2016	2017	2018	2019
浙江富春江水电设备有限公司	100%	-6870.50	-1162.55	-6699.41	-1575.30	-6318.52
杭州浙富中小水电设备有限公司	0%	-197.26	-339.78			
浙江富安水利机械研究所有限公司	0%	211.36	178.49	309.01	164.87	
杭州浙富水利水电工程有限公司	0%	-542.23	275.64			
亚洲清洁能源投资集团有限公司	100%	-1556.67	-2525.07	-1336.14	-4087.61	-3559.33
杭州浙富科技有限公司	100%	-258.14	-238.16	-570.38	13792.38	337.12
四川华都核设备制造有限公司	66.67%	3552.21	4972.85	5436.20	6394.63	5857.79
浙江临海浙富电机有限公司	88.96%	-773.72	-1634.74	-2428.40	567.27	-1652.15
AscenSunOilandGasLtd	100%	-715.27	-822.54	-641.93	-1673.99	-1220.84
浙江格睿能源动力科技有限公司	11.00%	4294.77	9790.07	5184.74		
浙江浙富资本管理有限公司	51.00%	-62.54	163.82	92.30	146.13	632.09
西藏源合投资管理有限公司	100.00%	-4.97	-20.40	3677.13	1625.52	4855.41
PT.DHARMAHYDRONUSANTARA	96.55%		-45.43	114.26	60.77	-16.41
上海二三四五网络控股集团股份有限公司	11.41%	41767.41	63483.18	95330.89	137218.12	75912.03
杭州市桐庐县浙富小额贷款股份有限公司	41.79%	2686.14	4102.33	3564.86	3514.16	3342.39

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

水电行业: “十三五”期间, 全国规划新增开工水电规模6000万千瓦, 截至2019年底, 常规水电已新增开工月3400万千瓦, 仅完成规划目标的56%。“十三五”期间, 抽蓄开工建设6000万千瓦, 截至2019年底, 已开工规模3063万千瓦, 仅完成规划目标的51%。“十四五”期间, 我国将继续推进金沙江叶巴滩、拉哇、乌东德、白鹤滩、雅砻江两河口、大渡河双江口等水电站的建设, 但随着我国水电建设逐步转向综合条件更加复杂的西部, 水电新增装机将维持相对较低增速。

核电行业: 中国核能行业协会6月16日发布的《中国核能发展报告(2020)》显示, 预计今年年底, 我国在运核电机组达到51台(不含台湾地区), 总装机容量5200万千瓦, 在建核电机组17台以上, 装机容量1900万千瓦以上; 到2025年, 在运核电装机达到7000万千瓦, 在建3000万千瓦; 到2035年, 在运和在建核电装机容量合计将达到2亿千瓦。以此测算, 十四五期间, 核电装机复合增速将达到6.1%, 步入高增长区间。

图16: 水电行业投资建设

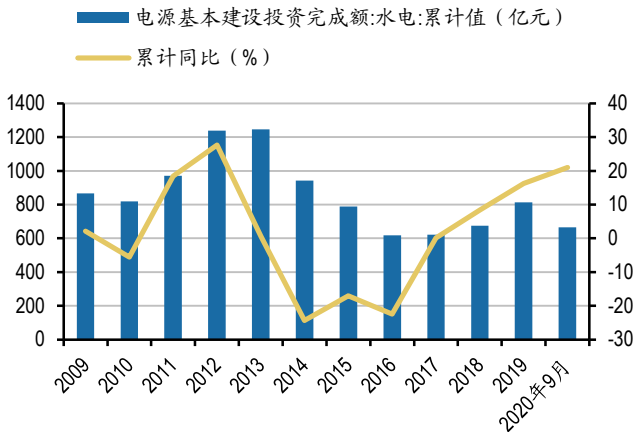
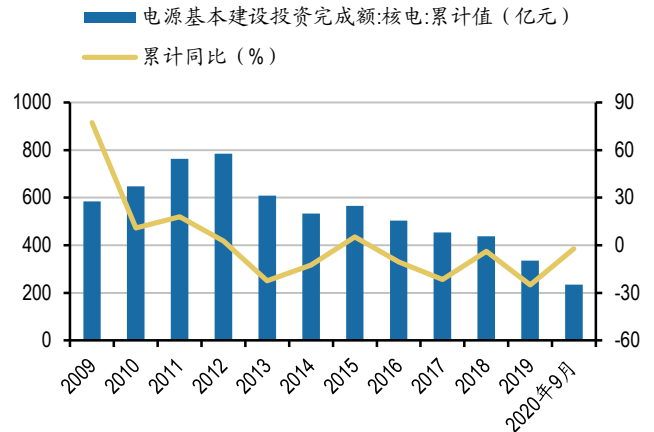


图17: 核电行业投资建设



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

四、技术优势和前后端一体的商业模式使得公司危废资产具备较强盈利能力，期待规模扩张

核心假设:

- 1.公司前端处置产能泰兴申联项目和兰溪自立项目分别于2020年四季度投产，产能利用率稳步提升;
- 2.公司前端处置产能申能固废项目2019年2月投产，假设2020年产能利用率达到80%附近，2021-2022年产能利用率小幅提升;
- 3.公司后端处置产能江西自立等项目2020-2022年产能利用率小幅提升;
- 4.公司危废业务各板块毛利率维持相对稳定;
- 5.公司清洁能源装备、特种发电机、能源开采等业务规模和盈利水平维持相对稳定。

表12: 公司盈利预测 (亿元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
公司总体						
收入	10.96	11.04	10.84	75.77	93.29	98.92
成本	8.71	9.49	8.78	57.58	67.56	70.65
毛利	2.25	1.55	2.05	18.19	25.73	28.27
毛利率	20.51%	14.02%	18.94%	24.01%	27.58%	28.58%
危废板块合计						
收入				65.86	83.38	89.01
成本				49.17	59.15	62.23
毛利				16.69	24.23	26.78

毛利率				25.3%	29.1%	30.1%
前端危废处置费						
收入				4.82	11.25	13.71
成本				2.27	5.29	6.44
毛利				2.56	5.96	7.27
毛利率				53%	53%	53%
前端资源化产品						
收入				13.70	23.29	25.14
成本				8.63	14.44	15.33
毛利				5.07	8.85	9.80
毛利率				37%	38%	39%
江西自立资源化产品						
收入				46.16	47.39	48.56
成本				37.62	38.62	39.57
毛利				8.54	8.77	8.98
毛利率				19%	19%	19%
江西自立处置费						
收入				1.17	1.45	1.61
成本				0.64	0.80	0.88
毛利				0.53	0.65	0.72
毛利率				45%	45%	45%
清洁能源设备						
收入	9.23	9.76	10.00	9.50	9.50	9.50
成本	7.75	8.25	8.19	7.98	7.98	7.98
毛利	1.48	1.51	1.81	1.52	1.52	1.52
毛利率	15.99%	15.48%	18.08%	16%	16%	16%
特种发电机						
收入	0.38	0.66	0.23	0.23	0.23	0.23
成本	0.33	0.53	0.21	0.22	0.22	0.22
毛利	0.05	0.14	0.01	0.01	0.01	0.01
毛利率	13.16%	20.33%	6.11%	6.11%	6.11%	6.11%
石油采掘						
收入	0.19	0.20	0.21	0.18	0.18	0.18
成本	0.22	0.25	0.25	0.22	0.22	0.22
毛利	-0.03	-0.06	-0.04	-0.04	-0.04	-0.04
毛利率	-13.76%	-29.44%	-19.51%	-20%	-20%	-20%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

预计公司2020-2022年归母净利润分别为12.6/18.4/20.7亿元。公司凭借技术优势和前后端一体化的商业模式，进行危废深度资源化，盈利能力高于同行，公司在中能固废、江西自立项目上表现出较强盈利能力。目前公司处于规模快速扩张期，根据公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书（修订稿），危废产能将由2019年的51万吨提升至2020年底的178万吨，且还有117万吨危废固废产能已获得环评批

复，公司将进入规模快速扩张期，有望实现盈利高增长。参照可比公司，考虑到公司高于行业的盈利水平，给予公司2021年20倍PE，对应合理价值6.84元/股，给予“买入”评级。

表13: 可比公司估值表

	市值 (亿元)	PE			归母净利润(亿元)				归母净利润增速		
		2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
浙富控股	256	20.35	13.95	12.35	1.61	12.59	18.37	20.74	680%	46%	13%
东江环保	73	17.62	12.27	10.37	4.24	4.14	5.94	7.04	-2%	44%	18%
高能环境	115	21.11	16.93	14.01	4.12	5.44	6.79	8.20	32%	25%	21%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 浙富控股盈利预测来自广发预测, 其余公司盈利预测来自 wind 一致预测

五、风险提示

项目投产进度低于预期的风险; 项目产能利用率低于预期的风险; 金属价格波动的风险; 存货跌价损失风险; 危废处置价格下降的风险。

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,028	2,286	7,518	9,468	12,122
货币资金	1,270	941	2,737	3,798	6,174
应收及预付	364	174	849	1,022	1,077
存货	1,023	952	3,155	3,702	3,871
其他流动资产	373	219	777	946	1,000
非流动资产	5,381	5,361	10,416	10,194	9,921
长期股权投资	2,262	1,451	651	651	651
固定资产	635	651	2,112	3,434	3,706
在建工程	1,128	1,262	3,500	2,000	1,500
无形资产	630	621	1,577	1,533	1,488
其他长期资产	726	1,376	2,576	2,576	2,576
资产总计	8,409	7,647	17,935	19,662	22,043
流动负债	3,772	2,755	7,002	7,859	8,131
短期借款	943	827	2,000	2,000	2,000
应付及预收	1,575	1,131	2,366	2,776	2,903
其他流动负债	1,255	798	2,636	3,083	3,227
非流动负债	191	293	1,793	793	793
长期借款	110	209	1,709	709	709
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	81	84	84	84	84
负债合计	3,963	3,049	8,796	8,653	8,924
股本	1,979	1,979	5,370	5,370	5,370
资本公积	225	155	20	20	20
留存收益	1,007	1,175	2,434	4,270	6,344
归属母公司股东权益	3,241	3,359	7,873	9,710	11,784
少数股东权益	1,205	1,240	1,266	1,299	1,335
负债和股东权益	8,409	7,647	17,935	19,662	22,043

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,104	1,083	7,577	9,329	9,892
营业成本	949	878	5,758	6,756	7,065
营业税金及附加	19	11	106	128	125
销售费用	46	26	30	37	40
管理费用	156	165	303	373	396
研发费用	59	50	341	420	445
财务费用	93	61	134	132	112
资产减值损失	44	-34	0	0	0
公允价值变动收益	1	-4	0	0	0
投资净收益	218	369	242	233	247
营业利润	183	249	1,511	2,200	2,482
营业外收支	5	-6	0	0	0
利润总额	187	243	1,511	2,200	2,482
所得税	54	61	227	330	372
净利润	133	181	1,285	1,870	2,110
少数股东损益	23	20	26	34	36
归属母公司净利润	110	161	1,259	1,837	2,074
EBITDA	-19	58	1,222	1,837	2,094
EPS (元)	0.06	0.08	0.23	0.34	0.39

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	15	-57	849	1,889	2,182
净利润	133	181	1,285	1,870	2,110
折旧摊销	106	105	183	223	273
营运资金变动	72	-77	-443	-32	-7
其它	-297	-266	-176	-172	-194
投资活动现金流	64	-33	-4,840	327	346
资本支出	-170	-126	-5,902	93	99
投资变动	261	175	820	0	0
其他	-28	-82	242	233	247
筹资活动现金流	45	-248	5,787	-1,154	-152
银行借款	1,457	1,340	2,673	-1,000	0
股权融资	239	0	3,391	0	0
其他	-1,652	-1,587	-278	-154	-152
现金净增加额	226	-299	1,796	1,061	2,376
期初现金余额	718	943	941	2,737	3,798
期末现金余额	943	644	2,737	3,798	6,174

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	0.7%	-1.8%	599.3%	23.1%	6.0%
营业利润增长	19.5%	36.5%	506.7%	45.6%	12.8%
归母净利润增长	26.9%	46.9%	680.3%	45.9%	12.9%
获利能力					
毛利率	14.0%	18.9%	24.0%	27.6%	28.6%
净利率	12.0%	16.7%	17.0%	20.0%	21.3%
ROE	3.4%	4.8%	16.0%	18.9%	17.6%
ROIC	-1.5%	-0.6%	6.8%	9.8%	9.6%
偿债能力					
资产负债率	47.1%	39.9%	49.0%	44.0%	40.5%
净负债比率	89.1%	66.3%	96.2%	78.6%	68.0%
流动比率	0.80	0.83	1.07	1.20	1.49
速动比率	0.50	0.48	0.48	0.58	0.86
营运能力					
总资产周转率	0.13	0.14	0.42	0.47	0.45
应收账款周转率	3.54	7.01	18.25	18.25	18.25
存货周转率	1.08	1.14	2.40	2.52	2.56
每股指标 (元)					
每股收益	0.06	0.08	0.23	0.34	0.39
每股经营现金流	0.01	-0.03	0.16	0.35	0.41
每股净资产	1.64	1.70	1.47	1.81	2.19
估值比率					
P/E	73.32	50.53	20.35	13.95	12.35
P/B	2.49	2.43	3.25	2.64	2.17
EV/EBITDA	-	147.00	21.94	13.47	10.68

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。
- 邱长伟：资深分析师，北京大学汇丰商学院金融硕士，厦门大学自动化系学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 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：高级分析师，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：研究助理，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。

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	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
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。