

“一体多翼”，新危废龙头冉冉升起

——浙富控股 (002266.SZ) 首次覆盖报告

公司动态

◆ **“清洁能源+大环保”战略初成，未来发展值得期待。**浙富控股通过多年在水电设备的研发制造成为国内最大的民营水电设备制造企业。随后，公司利用其在水电设备制造领域的技术优势和民营企业高效灵活的经营模式，先后通过六次较大规模的投资并购先后切入**特种电机制造、核电设备制造、互联网等新兴投资、油气开发、节能、危废处置等六大领域**。未来公司将在践行“大能源+互联网等新兴领域投资”发展战略的基础上，持续拓展业务范围，同时布局“绿色产业”，稳步推进公司业务的转型升级，推进“清洁能源、大环保”发展战略的重要实践。

◆ **业务版图扩张完成，新危废龙头冉冉升起。**公司通过收购申联环保集团、中能环保介入危废处置领域（另完成净沔环保 60% 的股权收购）并实现了全产业链覆盖，在收购价格较为公允的同时，业绩承诺协议（20-22 年扣非归母净利润不低于 13.50/16.49/18.68 亿元）亦可保障公司业绩实现稳健增长；此外，申联环保在工业废弃物熔融处置、热解处置、资源循环利用等领域拥有近 100 项核心技术和专利，叠加其采用的**“一体多翼”发展模式有效降低了危废处理的综合成本，提升了整体收益；未来，无害化产能的陆续落地亦将进一步丰富公司危废产能的全面布局。**

◆ **首次覆盖给予“买入”评级。**（1）公司传统业务景气度回升，且现金流表现优异，一方面可以为公司业绩提供支撑，另一方面也将为公司未来危废项目的建设提供有力的现金保障；（2）公司完成申联环保集团、中能环保及净沔环保的收购后，危废处置全产业链布局已成，盈利水平行业领先；（3）公司危废产能陆续投产后将进一步扩充公司的危废处置规模和范围（2020 年危废处置投产产能有望达 175 万吨/年，另有净沔环保的 87 万吨/年产能规划中），未来发展值得期待，**且业绩承诺也有望保障公司的业绩维持稳健增长。**预计公司 20-22 年归母净利润分别为 15.78/18.17/21.71 亿元，对应 20-22 年 EPS 分别为 0.29/0.34/0.40 元，当前股价对应 20-22 年 PE 为 15/13/11 倍。综合考虑公司现金流表现优异、盈利水平出色、以及未来业绩将稳健增长等三方面因素，可以给予一定的估值溢价，首次覆盖给予**“买入”**评级。

◆ **风险提示：**市场竞争加剧致使盈利能力承压；新冠疫情影响公司在建工程推进及产能利用率提升；商誉较高未来存在减值可能。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,104	1,083	9,162	10,263	11,178
营业收入增长率	0.70%	-1.83%	745.63%	12.02%	8.92%
净利润（百万元）	110	161	1,578	1,817	2,171
净利润增长率	26.94%	46.87%	878.18%	15.14%	19.47%
EPS（元）	0.06	0.08	0.29	0.34	0.40
ROE（归属母公司）（摊薄）	3.39%	4.80%	18.95%	17.91%	17.63%
P/E	79	53	15	13	11
P/B	2.7	2.6	2.8	2.3	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 7 月 3 日

买入（首次）

当前价：4.36 元

分析师

殷中枢（执业证书编号：S0930518040004）

010-58452063

yinzs@ebsec.com

郝睿（执业证书编号：S0930520050001）

021-52523827

haorui@ebsec.com

市场数据

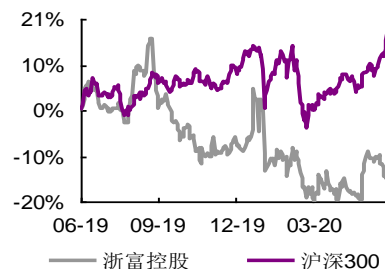
总股本(亿股)：53.70

总市值(亿元)：234.12

一年最低/最高(元)：3.58/5.58

近 3 月换手率：14.16%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.23	-0.87	-21.72
绝对	8.72	18.15	-8.21

资料来源：Wind

目 录

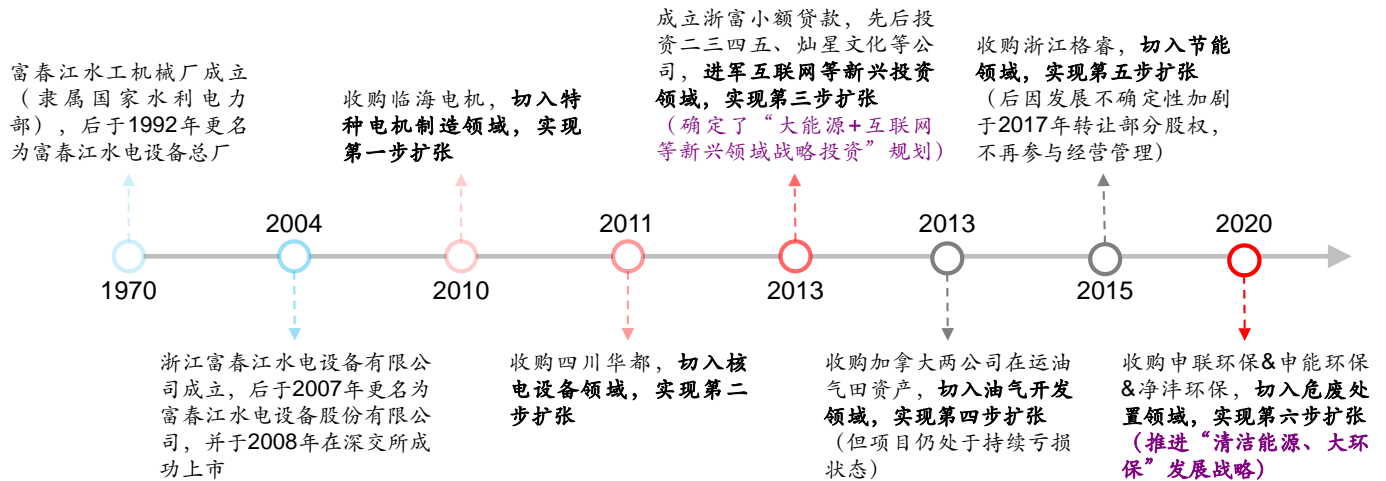
1、 浙富控股——“清洁能源+大环保”战略初成	3
1.1、 水电设备起家，持续并购实现战略版图扩张	3
1.2、 传统主业发展承压，在手现金充裕	4
2、 业务版图扩张完成，新危废龙头冉冉升起	7
2.1、 收购申联、申能、净津环保，切入危废领域	7
2.2、 申联、申能环保业绩承诺可保证高增长	9
2.3、 “一体多翼”提升资源化盈利，无害化产能将落地	10
3、 盈利预测	14
3.1、 关键假设	14
3.2、 盈利预测	15
4、 估值与股价催化剂	16
4.1、 估值	16
4.2、 股价驱动因素	16
5、 首次覆盖，给予“买入”评级	17
6、 风险分析	17

1、浙富控股——“清洁能源+大环保”战略初成

1.1、水电设备起家，持续并购实现战略版图扩张

浙富控股集团股份有限公司前身为 1970 年成立的富春江水工机械厂，经过多年在水电设备的研发和制造，公司逐步成长为国内最大的民营水电设备制造企业并于 2008 年在深交所成功上市。上市后，公司利用其在水电设备制造领域的技术优势和民营企业高效灵活的经营模式，先后通过六次较大规模的投资并购先后切入特种电机制造、核电设备制造、互联网等新兴投资、油气开发、节能、危废处置等六大领域（虽然油气开发和节能领域的扩张受到宏观经济等影响难言成功），未来公司将在践行“大能源+互联网等新兴领域投资”发展战略的基础上，持续拓展业务范围，同时布局“绿色产业”，稳步推进公司业务的转型升级，**推进“清洁能源、大环保”发展战略的重要实践，而大环保发展的重要载体便是危废处置业务。**

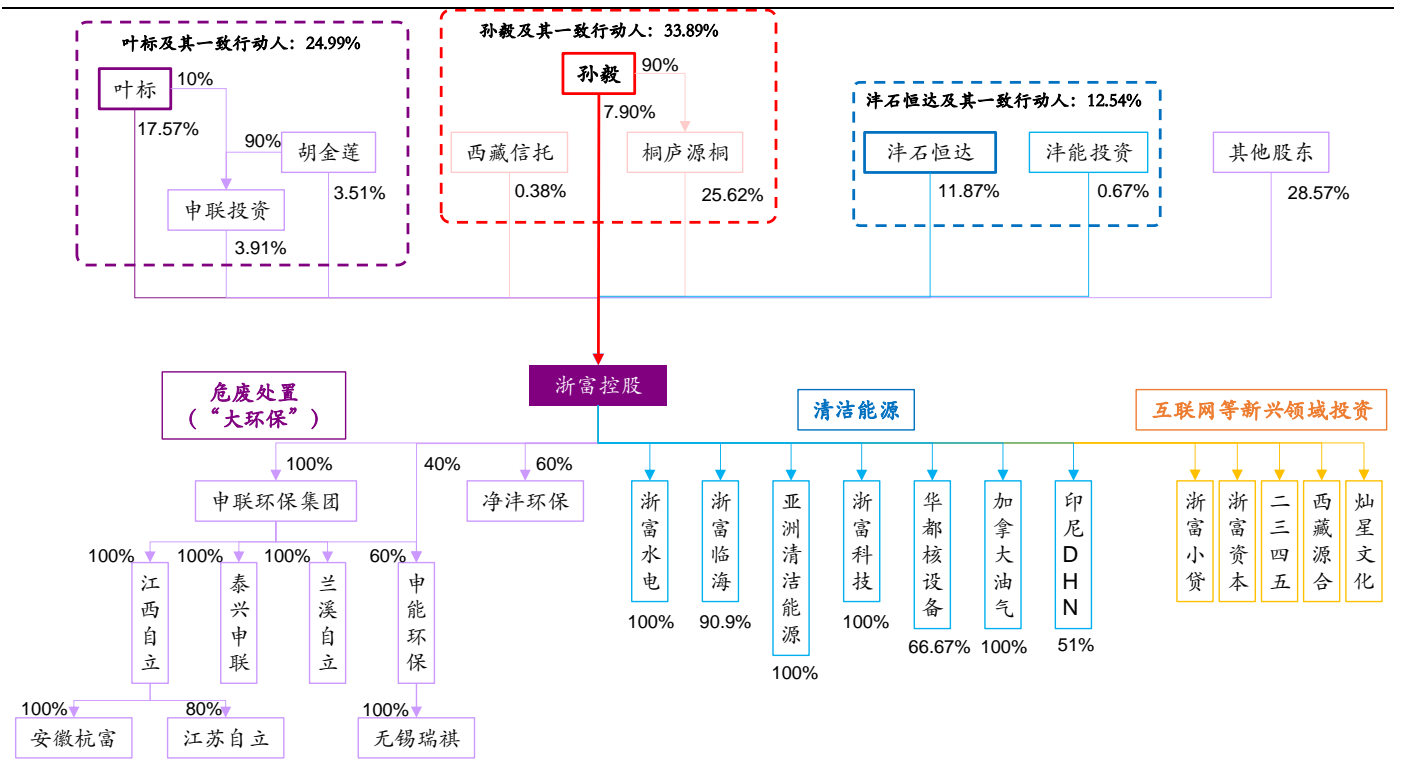
图 1：公司通过并购 6 次扩大经营业务版图



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

2020年6月2日公司完成中联环保集团100%股权及中能环保60%股权收购后，在保障公司实控人未发生变动（仍为孙毅，且孙毅及其一致行动人持股比例从22.45%进一步增加至33.89%）、确保公司已有业务稳健经营的同时，已基本形成危废处置+清洁能源为主，互联网等新兴领域投资为辅的经营结构；而在危废处置板块成功并入公司业务版图后，公司近期的工作重点将放在全力推进各在建危废项目顺利投运并稳健运营，在完成业绩承诺的同时为公司贡献显著的业绩和现金流增量。

图 2：公司股权结构及重要控股/参股公司情况（最新一次并购完成后）

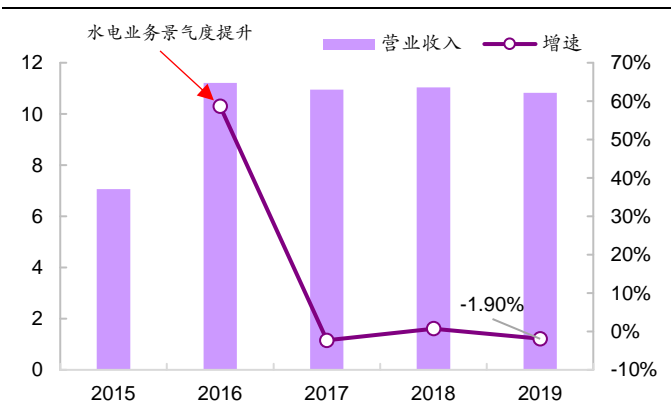


资料来源：Wind，光大证券研究所整理，截至 2020 年 6 月

1.2、传统主业发展承压，在手现金充裕

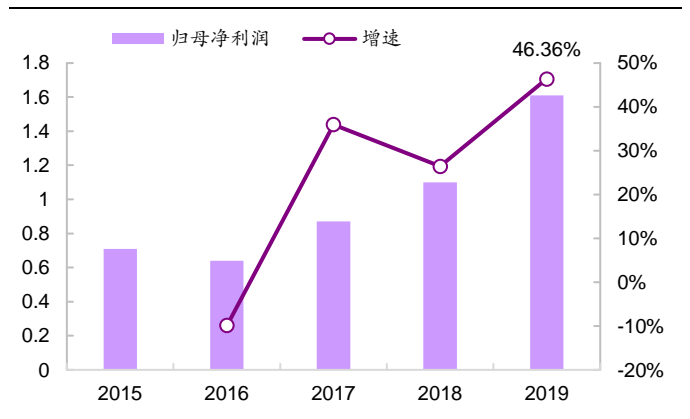
公司近 3 年营业收入走势较为平稳，2019 年在清洁能源设备和石油采掘业务微增的情况下，特种发电机组业务受到中美贸易摩擦影响外销业务订单急剧减少，2019 年营业收入同比减少 65.59%，致 2019 年总营业收入同比减少 1.83 个 pct 至 10.83 亿元；而受益于公司新兴领域投资业务的优异表现，公司近 3 年归母净利润保持着较高的增速（3 年 CAGR 达 36%），较好地保障了公司业绩的快速增长，也为公司切入危废处置领域奠定了坚实的基础。

图 3：公司 15-19 年营业收入情况



资料来源：Wind，左轴：亿元

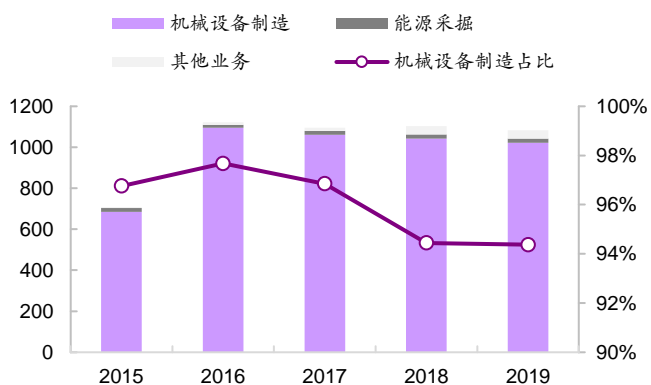
图 4：公司 15-19 年归母净利润情况



资料来源：Wind，左轴：亿元

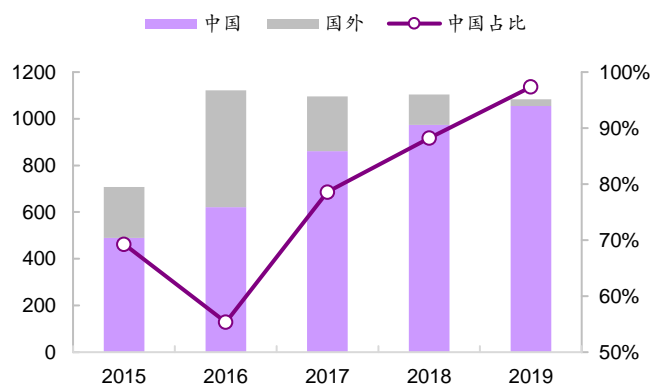
分项业务中，机械设备制造业务（清洁能源设备+特种发电机）始终是公司营业收入的支柱，发展承压致该板块营业收入稳中有降，但是2015-19年收入占比则始终维持在94%以上；能源采掘业务虽每年可贡献约2000万左右的收入，但是受油价持续下跌等因素的影响，该板块始终未能贡献利润（2015~19年毛利始终保持在-250万以下）。在2019年中美贸易摩擦持续的背景下，公司境外业务的开展受到较大阻力，主要境外资产（亚洲清洁能源公司/AscenSun 油气公司/印尼DHN公司）均未能实现盈利（2019年净利润分别为-3559/-1220/-16万元），国外的收入占比进一步降低至2.65%；未来随着危废处置业务纳入公司收入范围，国外收入的占比将进一步降低。

图 5：公司 15-19 年分项业务营业收入情况



资料来源：Wind，左轴：百万元

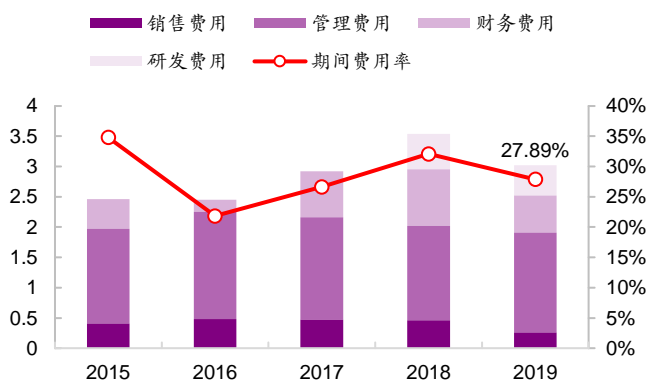
图 6：公司 15-19 年国内/国外营业收入情况



资料来源：Wind，左轴：百万元

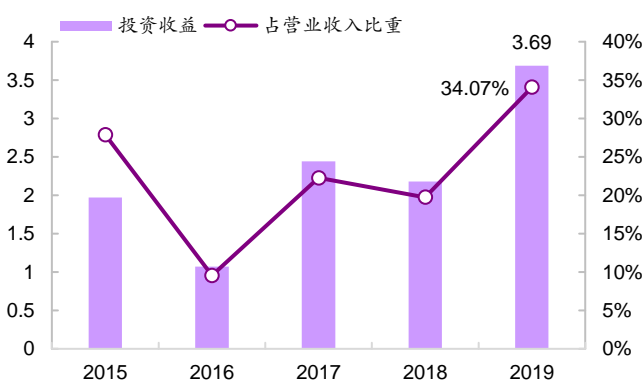
公司 2015-19 年期间费用情况较为稳定，2019 年同比减少 4.18 个 pct 至 27.89%；公司优秀的新兴领域投资决策也带来了出色的收益回报，2019 年投资收益达 3.69 亿元，创新高的同时占营业收入的比重也进一步提升至 34.07%，未来仍将持续给公司的业绩带来有力保障。

图 7：公司 15-19 年期间费用情况



资料来源：Wind，左轴：亿元

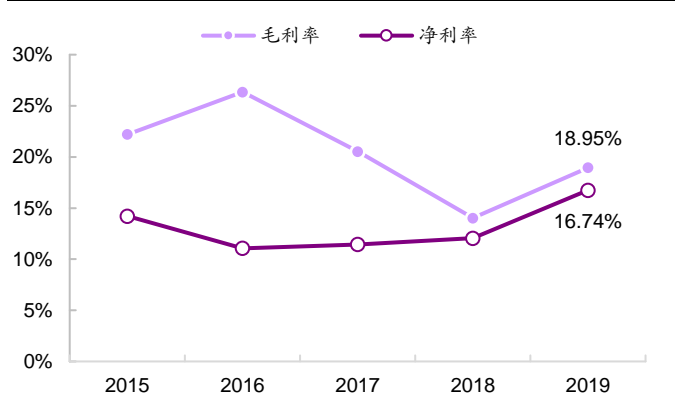
图 8：公司 15-19 年投资收益情况



资料来源：Wind，左轴：亿元

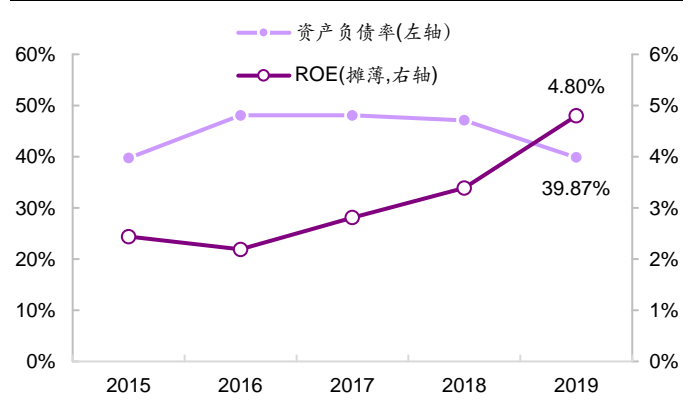
公司毛利率受水电制造行业竞争加剧影响持续走低，2019 年毛利率回升系油价提升带来的能源采掘业务回暖所致；公司净利率则在投资收益持续走高的情况下保持微增态势。公司 15~19 年较好地控制其负债水平，资产负债率维持在 50% 以下，ROE（摊薄）则保持稳健增长态势，19 年同比+1.41 个 pct 至 4.80%。

图 9：公司 15-19 年毛利率&净利率情况



资料来源：Wind

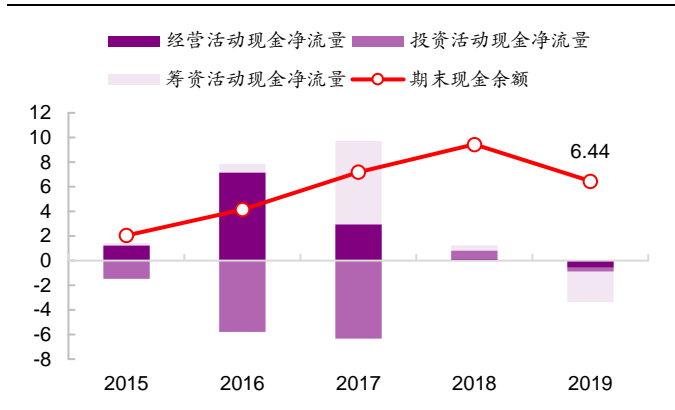
图 10：公司 15-19 年资产负债率及 ROE（摊薄）情况



资料来源：Wind

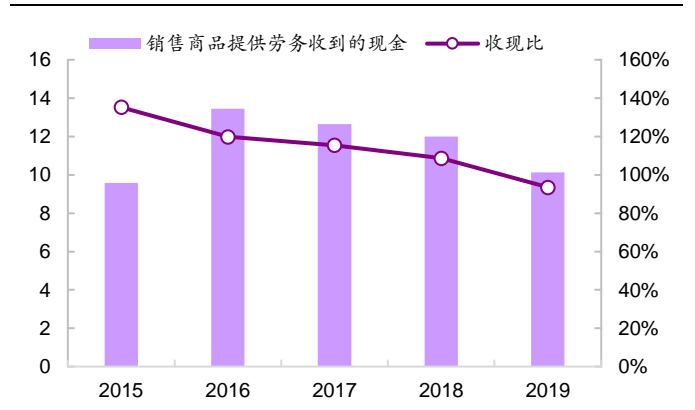
公司设备制造及销售的商业模式有着较为良好的现金流表现，2015-19 年收现比始终维持在 100% 左右；在此基础上，公司在手现金也保持稳健增长态势（2019 年有所减少主要系预付胡显春中能环保股权受让款等因素所致），可较好地保障未来在手危废项目的顺利投运。

图 11：公司 15-19 年现金流情况



资料来源：Wind，单位：亿元

图 12：公司 15-19 年收现比情况



资料来源：Wind，左轴：亿元

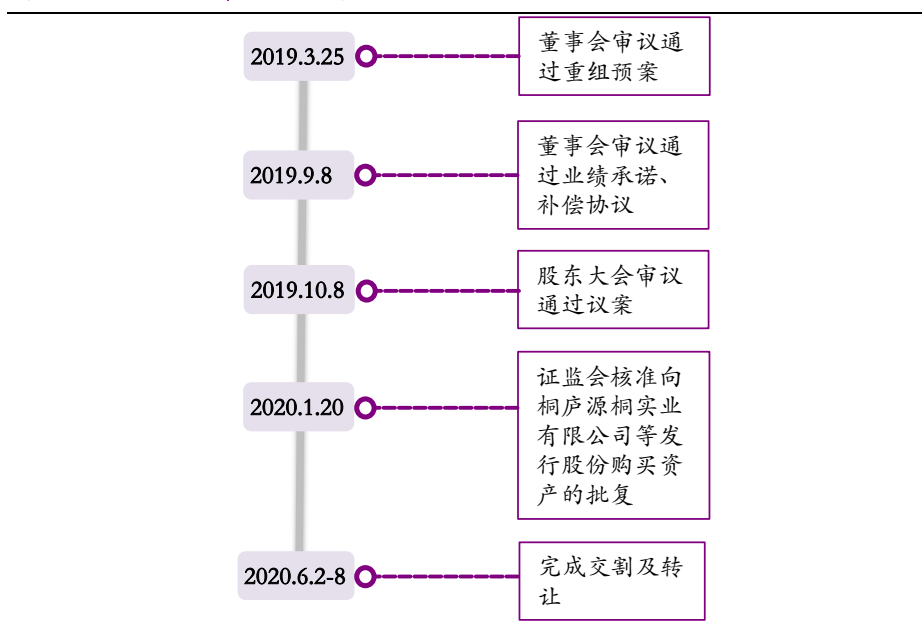
2、业务版图扩张完成，新危废龙头冉冉升起

2.1、收购申联、申能、净洋环保，切入危废领域

(一) 收购申联环保、申能环保

公司以（1）发行股份的方式向桐庐源桐、叶标、申联投资、胡金莲、泮石恒达、泮能投资等 6 名交易对方购买其持有的申联环保集团 100% 股权，（2）以支付现金的方式向胡显春购买其持有的申能环保 40% 股权。

图 13：本次收购审批、交易时间轴



资料来源：公司公告

本次交易完成后，公司将直接持有申联环保集团 100% 股权、直接持有申能环保 40% 股权并通过申联环保集团间接持有申能环保 60% 股权，本次新增股份的发行价格为 3.81 元/股，新增股份数量为 33.91 亿股，总交易合计为 145.036 亿元。

- (1) 申联环保集团 100% 股权的交易对价为 129.2 亿元；
- (2) 申能环保 40% 股权的交易对价为 15.836 亿元。

表 1：公司向交易对方发行股份具体数量

交易对方	股份对价 (亿元)	发行股份数量 (亿股)	锁定期及说明
桐庐源桐	52.41	13.75	36 个月, 或完成业绩承诺或补偿协议, 对交易完成后 6 个月股价也有要求
叶标	35.95	9.44	12 个月, 后分三期解锁, 与 2019-2021 年业绩相关
中联投资	7.99	2.10	
胡金莲	7.19	1.89	
泮石恒达	24.29	6.37	12 个月
泮能投资	1.36	0.35	
合计	129.2	33.91	

资料来源：公司公告

值得注意的是：桐庐源桐（实控人孙毅）作为股份交易对价相对最高的一方，其解禁要求除了需要完成业绩承诺外，在交易完成后 6 个月内，若连续 20 个交易日收盘价低于发行价，或本次交易完成后 6 个月期末收盘价低于发行价，锁定期自动延长 6 个月。

此外，叶标、胡金莲及中联投资的 12 月后的解禁条件：

- (1) 完成 2019、2020 年业绩承诺，可解禁全部股份的 37%；
- (2) 完成 2019-2021 年业绩承诺，可解禁全部股份的 66%-减上期解锁数-业绩补偿数；
- (3) 完成 2022 年减值测试及其他全部补偿义务，剩余股权可自由转让。

表 2：交易前后前十大股东明细

序号	交易前 (2020.5.29)			交易后 (2020.6.8)		
	股东名称	持股数量 (亿股)	持股比例	股东名称	持股数量 (亿股)	持股比例
1	孙毅	4.24	21.43%	桐庐源桐	13.76	25.63%
2	朱建星	0.42	2.11%	叶标	9.44	17.57%
3	陈国平	0.39	1.96%	泮石恒达	6.38	11.87%
4	彭建义	0.33	1.66%	孙毅	4.24	7.90%
5	中央汇金	0.27	1.34%	中联投资	2.09	3.91%
6	王炜	0.26	1.31%	胡金莲	1.89	3.51%
7	西藏信托-智昂 6 号集合资金信托计划	0.20	1.03%	朱建星	0.42	0.78%
8	应保良	0.18	0.88%	陈国平	0.39	0.72%
9	周苏静	0.15	0.76%	泮能投资	0.36	0.67%
10	余永清	0.13	0.68%	彭建义	0.33	0.61%
	合计	6.56	33.16%	合计	39.28	73.16%

资料来源：公司公告；注：同一颜色（紫、橙、蓝）为一致行动人

交易后，孙毅（上市公司实控人）及其一致行动人持股比例由 **22.45%** 提升至 **33.89%**；叶标（申联环保董事长）及其一致行动人持股比例 **24.99%**；洋石恒达及其一致行动人持股比例为 12.54%。孙毅是上市公司实控人；叶标与胡金莲是夫妻关系、叶标是危废领域的技术专家、胡显春为胡金莲之兄；洋石恒达经股权穿透后，二三四五董事长陈于冰也是股东之一，说明孙毅与陈于冰保持长期良好的合作关系、上海洋石实控洋能投资；三方合作未来值得期待。

（二）收购净洋环保

2020年4月3日，公司召开董事会，审议通过了《关于收购浙江净洋环保科技有限公司股权暨关联交易的议案》，同意公司以自有资金人民币3,719.71万元向上市公司控股股东及**实际控制人孙毅购买其持有的浙江净洋环保科技有限公司60%的股权。**

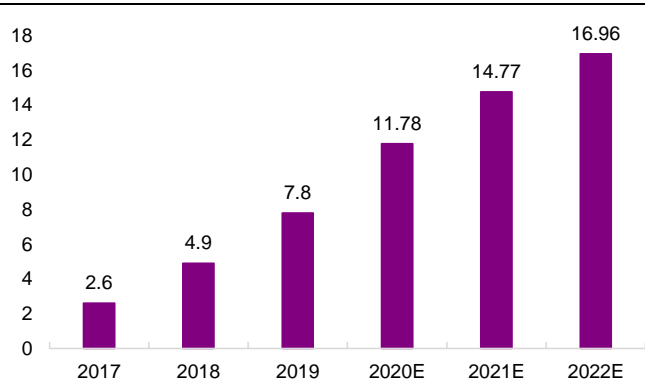
2020年4月7日，公司收购净洋环保60%的股权完成过户。

2.2、申联、中能环保业绩承诺可保证高增长

（1）公司与申联环保集团之股东桐庐源桐、叶标、申联投资、胡金莲签署的《申联环保集团业绩承诺与补偿协议》；2019-2022年扣非归母净利润不低于7.33、11.78、14.77及16.96亿元，如果任一会计年度末，业绩不达预期，先以其在本次交易中获得的上市公司发行的股份进行补偿；不足部分，由其以现金补偿。

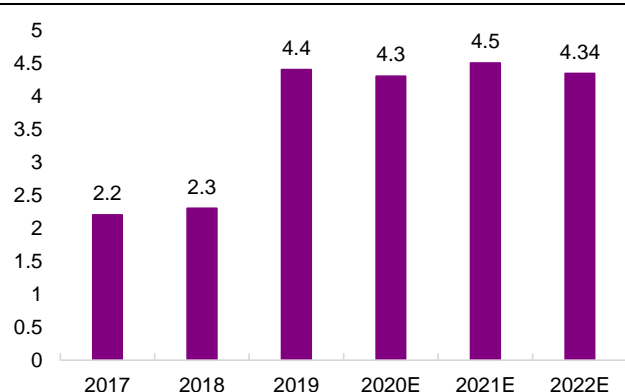
（2）公司与胡显春、申联投资、叶标、胡金莲签署的《中能环保业绩承诺与补偿协议》；2019-2022年扣非归母净利润不低于4、4.3、4.5、4.34亿元，任一会计年度末，业绩若不达预期，胡显春以其在本次交易中获得的现金进行补偿。

图 14：申联环保扣非归母净利润



资料来源：公司公告；单位：亿元；2020-2022 为业绩承诺数

图 15：中能环保扣非归母净利润



资料来源：公司公告；单位：亿元；2020-2022 为业绩承诺数

值得注意的是：2020年6月16日公司发布公告，上述两家公司已完成2019年业绩承诺，且完成率在106.49%与109.93%。中联环保2019年度经审计的扣非归母净利润为7.8亿元，超过承诺数4,758.07万元，实际实现业绩承诺的106.49%；中能环保2019年经审计的扣非归母净利润为4.40亿元，超过承诺数3,973.87万元，实际实现业绩承诺的109.93%。

基于中联环保、中能环保的业绩承诺，收购价格也较为公允。

表3：可比一级市场危废标的的交易估值情况

上市公司	收购标的	静态 PE	动态 PE	平均业绩承诺动态 PE
中再资环	山东环科	15.01	15.45	11.09
达刚路机	众德环保	24.75	11.16	9.56
润邦股份	中油优艺	22.86	10.52	8.54
高能环境	宏达环保	17.47	10.75	8.60
中金环境	金泰莱	33.10	13.70	10.00
平均值		22.64	12.32	9.56
浙富控股	中联环保	26.34	17.63	10.17
浙富控股	中能环保	17.21	9.90	9.24

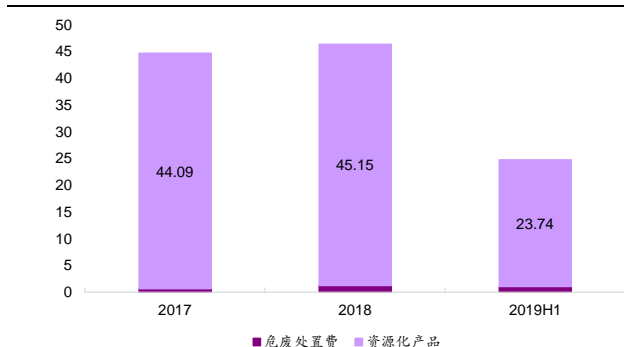
资料来源：公司公告；注：静态市盈率=标的资产交易价格/评估基准日的资产最近一年扣非归母净利润；动态市盈率=标的资产交易价格/利润承诺第一年净利润；平均业绩承诺净利润对应动态市盈率=标的公司交易价格/业绩承诺期平均净利润

(3) 净洋环保及其控股子公司尚未实际经营，其生产项目均处于早期筹备建设状态。除下属湖南中联环保科技有限公司再生综合利用项目、湖南叶林环保科技有限公司综合利用有机类危险废物生产项目已取得环评批复外，净洋环保及其控股子公司不存在其他已取得批复的拟建设项目；也不存在业绩承诺。

2.3、“一体多翼”提升资源化盈利，无害化产能将落地

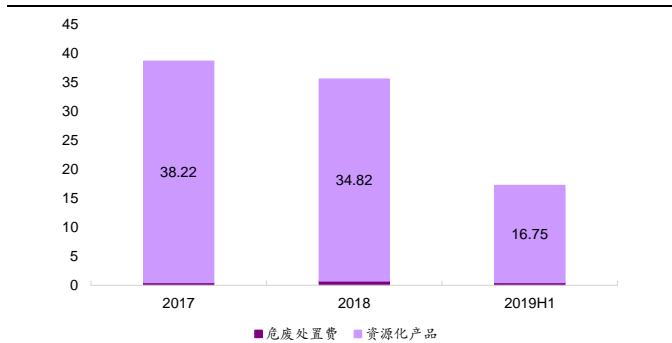
(一) 中联环保（包含其控股公司中能环保）：主营危险废物无害化处理及再生资源回收利用。拥有危险废物“收集-贮存-无害化处理-资源深加工”全产业链设施的大型环保集团。从分部业务来看，以资源化为主。

图 16：中联环保分部业务营业收入



资料来源：公司公告，单位：亿元

图 17：中联环保分部业务成本

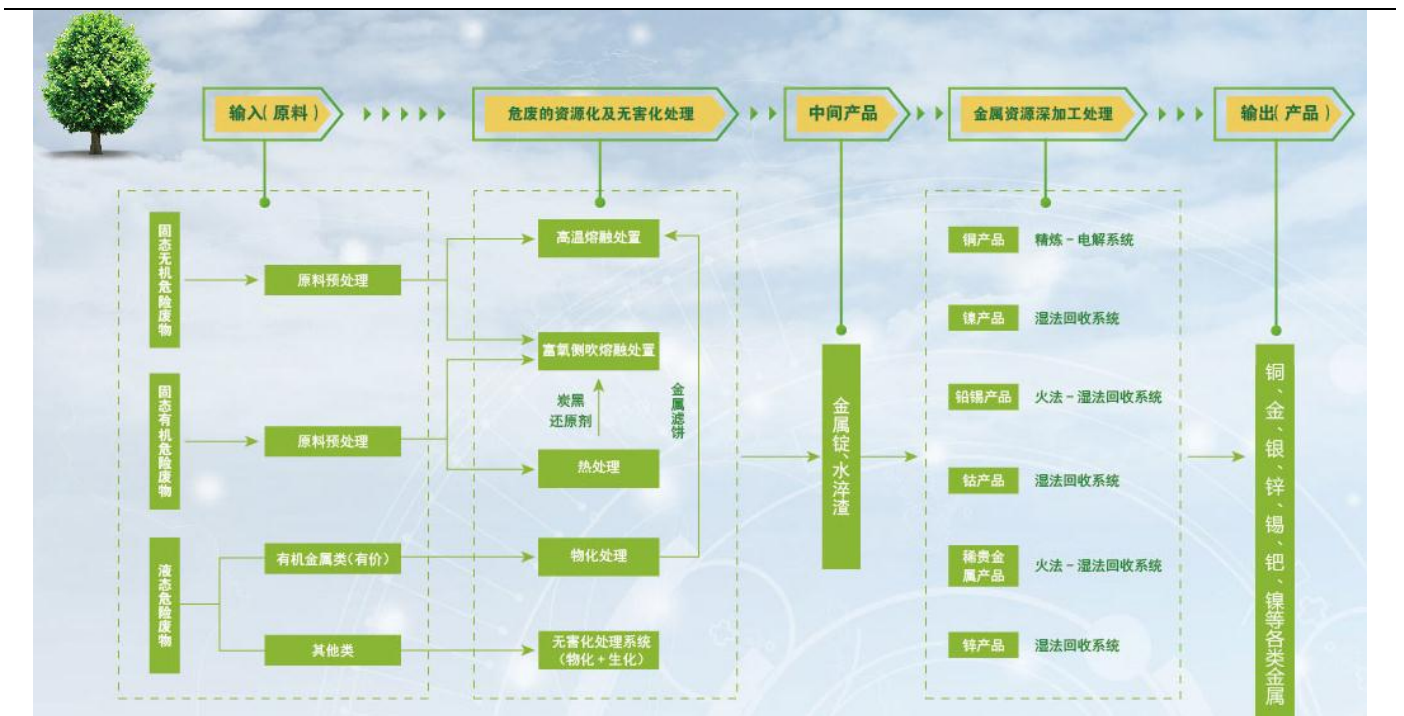


资料来源：公司公告，单位：亿元

申联环保的主营业务收入主要来源为华东、西南及华南地区，其中，华东地区主要包括浙江、江苏、上海等产危废大省/市，危废处置需求较为刚性。申联环保集团的资源化产品主要销往上海、浙江、江西、福建、广东、云南等地。

公司的特色：“一体多翼”——如图 18，以前端从事危废收集、贮存及无害化处理的申能环保、泰兴申联（在建）、兰溪自立（在建）、安徽杭富、无锡瑞祺等多家公司为“翼”，以后端具备资源深加工能力的江西自立为“体”，形成横向发展与纵深延伸有机结合的发展战略，形成了独特的全产业链布局。

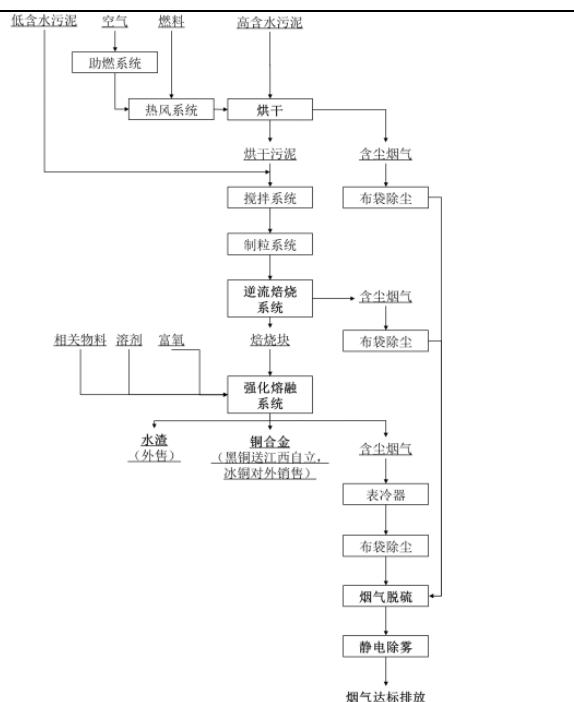
图 18：公司的商业模式——“一体多翼”



资料来源：公司官网

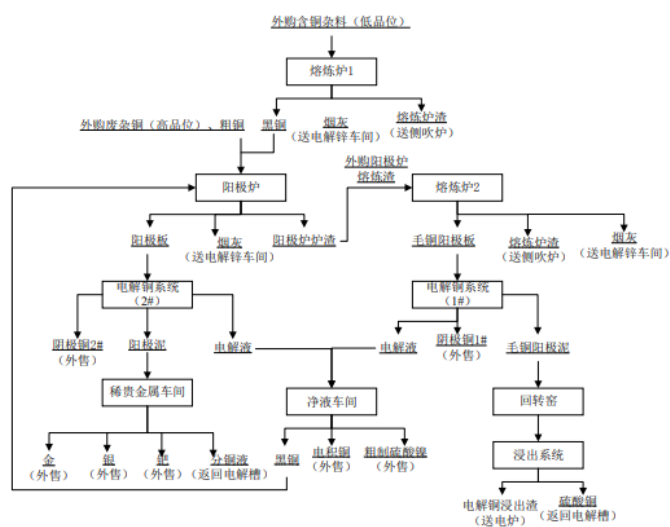
核心技术：申联环保在工业废弃物熔融处置、热解处置、资源循环利用等领域拥有近 100 项核心技术和专利。承担和参与了《多金属危废物资源综合利用清洁生产评价指标体系》、《含铜污泥处置方法》、《电镀污泥处理处置分类》、《含铬电镀污泥处理处置方法》、《液晶面板制造液稀释废液回收再利用方法》、《电镀污泥减量化处置方法》、《有色行业危险废物回收利用处理通则》等国家标准的制定和编写。荣获中国有色金属工业科学技术一等奖和国家科学技术进步二等奖等多个重大奖项。

图 19：高温熔融处理工艺流程



资料来源：公司公告

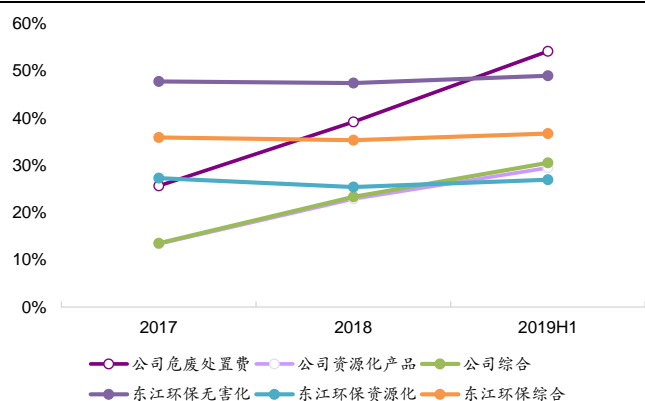
图 20：电解铜、金铈、银铈、钯和粗制硫酸镍生产工艺



资料来源：公司公告

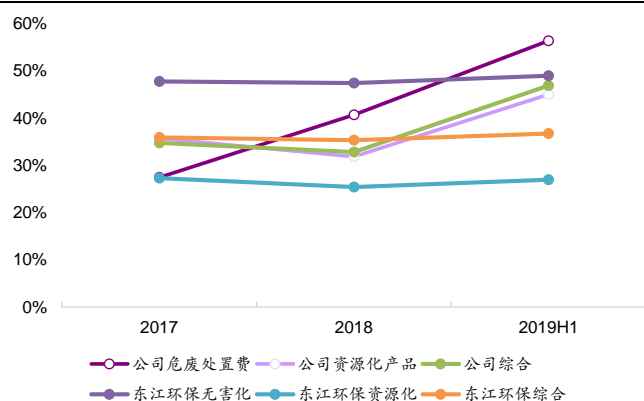
2017 年、2018 年和 2019 年 1-6 月，申联环保集团主营业务综合毛利率分别为 13.49%、23.31%和 30.49%；分部业务毛利率如图 21，2017-2018 年“清废行动”及产能不足使得危废价格到达高点；而整体毛利率波动与区域危废供需及大宗商品价格密切相关，未来走势仍需进一步观察。

图 21：申联环保分部业务毛利率



资料来源：公司公告

图 22：申能环保分部业务毛利率



资料来源：公司公告

所以，我们要进一步分析申联环保当前核心能力和优势：申联环保采用一体化、规模化发展模式，有效降低了危废处理的综合成本，提升了整体收益；申联环保的核心优势在于危废资源化的盈利能力；从可比公司毛利率就能得到体现。

表 4: 2017-2019H1 危废业务证载处理能力与实际处理量

公司名称	名录品类	有效期	科目	2017	2018	2019H1	2019H2
中能环保	HW17 (表面处理废物)、HW18 (焚烧处置残渣)、HW22 (含铜废物)、HW48 (有色金属冶炼废物)、HW49 (其他废物) 以及 HW50 (废催化剂) 等六大类	2018.12.24-2019.12.23	证载处理能力	14.6	14.6	35	35
			实际处理量	13.18	13.44	9.09	
江西自立	HW17 (表面处理废物)、HW22 (含铜废物)、HW23 (含锌废物)、HW31 (含铅废物)、HW46 (含镍废物)、HW48 (有色金属冶炼废物) 等六大类	2018.11.19-2023.11.18	证载处理能力	17.659	17.659	17.659	17.66
			实际处理量	0.91	2.67	2.04	
安徽杭富	HW17 表面处理废物、HW22 含铜废物、HW46 含镍废物、HW48 有色金属冶炼废物、HW49 其他废物、HW50 废催化剂 (含铜、镍)	2019.8-2019.12	证载处理能力	6	6	6	6
			实际处理量	0.81	1.74	0.68	
无锡瑞琪	预处理含铜废物 (HW22)、有色金属冶炼废物 (HW48)、表面处理废物 (HW17)、无机氟化物废物 (HW32)、无机氟化物废物 (HW33)、含镍废物 (HW46)	2017.2.31-2020.3.30	证载处理能力	3	3	3	2.9
			实际处理量	2.06	1.80	0.78	
证载处理能力合计				41.26	42.26	61.66	61.56

资料来源: 公司公告; 注: 假设到期危废经营许可证顺利续期; 单位: 万吨/年

截至 2019 年底, 申联环保危废业务证载处理能力为 61.56 万吨, 公司目前在建项目也较多, 所以未来公司将提升自身在无害化处置的能力, 并逐步形成其竞争力; 综合毛利率也会提升。

(1) **泰兴申联:** 年处理 40 万吨无机固体废弃物、20 万吨有机危险废物和 17 万吨工业废液的处理能力; 共 77 万吨/年, 拟 2020 年达产;

(2) **兰溪自立:** 年处理 12 万吨无机危险废物、20 万吨有机危险废物的处理能力; 共 32 万吨/年; 拟 2020 年达产。另有资源化利用生产 20 万吨/年再生铜 (一期为 10 万吨) 项目;

(3) **安徽杭富:** 10 吨/年工业废物 (含危险废物) 资源化利用及无害化处置项目;

(4) **江西自立:** 多金属资源回收技改项目。

表 5: 公司未来危废产能规划情况

公司	2019	2020E	2021E	2022E
中能环保	35	35	35	35
江西自立	17.66	22.93	22.93	22.93
泰兴申联 (无害化为主)		77	77	77
兰溪自立 (无害化为主)		32	32	32
无锡瑞琪	2.9	2.9	2.9	2.9
安徽杭富	6	6	6	8
总计	61.56	175.83	175.83	177.83

资料来源: 公司公告; 单位: 万吨

（二）净洋环保

目前，项目依然处于筹建阶段，距离产能实际落地尚需时日，可持续跟踪。未来也将进一步拓展公司无害化处置能力。

表 6：净洋环保拟建危废项目产能及进度

净洋环保	产能规模 (万吨/年)		种类	进度
湖南中联	固体废弃物综合利用	20	11 大类 127 种	已取得土地使用权证、项目核准及环评批复
	工业废液综合利用	10	5 大类 46 种	
	冰铜渣综合利用	10		
湖南叶林	有机危废综合利用	15	15 大类	已取得土地使用权证、项目核准及环评批复
	饱和活性炭	2		
辽宁中联	危险废弃物综合利用	30	11 大类	已取得土地使用权证
合计		87		

资料来源：公司公告

3、盈利预测

3.1、关键假设

公司的营业收入分为三部分，原有业务（包括机械设备制造及能源采掘）、危废业务（本次收购后并入上市公司体内）及其他收入。

原有业务关键假设：

1. 公司机械设备制造业务包括清洁能源设备制造（核电+水电）以及特种发电机制造，其中：核电重启有望推动公司核电设备制造业务重回景气周期，水电业务仍将在新签订单的支持下保持稳中微增态势，但是未来三年中美贸易摩擦仍存不确定性，审慎起见假设特种发电机业务维持 2019 年的收入体量。综合分析假设 2020-22 年公司机械设备制造业务营业收入的增速维持在 3%，毛利率维持在 18%。
2. 公司能源采掘业务为 2013 年收购的加拿大油气田项目，17-19 年均贡献约 2000 万元的营业收入；但是受到油价波动影响，该项业务常年呈亏损态势，在 2020 年油价大幅下跌的背景下该项业务仍难扭亏。我们预计能源采掘业务 2020-22 年营业收入稳定在 2000 万元，但是毛利率水平则受油价下跌影响，20-22 年分别为-30%/-20%/-20%。

危废业务关键假设：

1. 公司危废业务板块收入来自两个部分，分别是处置前端的危废处置费收入，和处置末端的资源化产品销售收入。
2. 对于危废处置费收入，假设公司已投运的中能环保、江西自立、安徽杭富、无锡瑞祺（无锡瑞祺危废处置许可证于 2019 年到期，假设该项目许可续期顺利）等项目在 20-22 年产能均保持稳定，产能利用率较 2019 年均实现一定程度的提升，处置价格亦保持稳定；而对于 2020 年将要投产的泰兴中联（包括无机危废、有机危废和液态危废处置三个部分）、兰溪自立（包括无

机危废和有机危废处置两个部分)项目在2020年顺利投产并贡献部分业绩,产能利用率在21-22年保持稳健上升态势,资源化业务(无机危废处置)处置单价保持稳定,而无害化业务(有机危废和液态危废处置)的处置单价则呈下降态势。

3. 对于资源化产品销售收入,假设安徽杭富和无锡瑞祺均不贡献资源化产品销售收入,而对于申能环保、江西自立、泰兴中联、兰溪自立等四个项目,其末端资源化产品产量(铜、黄金、锌等)将随着危废处置产量的提升而稳步提升,各金属的售价假设与2019年持平。

4. 假设危废处置费收入的毛利率水平维持在50%,资源化产品销售收入的毛利率水平则随着规模效应呈现上升态势,20-22年分别为24.3%/25.7%/26.6%。

其他业务关键假设:

1. 假设公司其他业务营业收入稳定在4000万元,毛利率水平稳定在50%。

3.2、盈利预测

根据上述假设,我们预计公司2020-22年营业收入分别为91.62/102.63/111.78亿元,归母净利润分别为15.78/18.17/21.71亿元(假设申联环保集团和申能环保均可完成各自的业绩承诺),对应2020-22年EPS分别为0.29/0.34/0.40元。

表7: 浙富控股营业收入盈利预测表

项目	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1104	1083	9162	10263	11178
YOY%		-1.83%	745.63%	12.02%	8.92%
机械设备制造	1042	1022	1053	1085	1117
能源采掘	20	21	20	20	20
危废处置费收入			1238	1406	1582
资源化产品销售			6811	7712	8418
其他	42	40	40	40	40
营业成本(百万元)	949	878	6681	7368	7925
机械设备制造	878	840	864	889	916
能源采掘	25	24	26	24	24
危废处置费收入			617	701	790
资源化产品销售			5155	5733	6175
其他	46	13	20	20	20
毛利率(%)	14.02%	18.95%	27.1%	28.2%	29.10%
机械设备制造	15.79%	17.81%	18.00%	18.00%	18.00%
能源采掘	-29.23%	-19.30%	-30.00%	-20.00%	-20.00%
危废处置费收入			50.16%	50.13%	50.10%
资源化产品销售			24.31%	25.67%	26.64%
其他	-9.89%	67.00%	50%	50%	50%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

4、估值与股价催化剂

4.1、估值

公司完成中联环保集团及中能环保的收购以后，其主要收入来源已变更为危废处置业务，因此公司历史估值已不可比，我们采用相对估值法。考虑到公司通过收并购介入危废处置业务，我们选取 A 股危废处置公司东江环保、高能环境、润邦股份作为可比公司。可比公司当前股价对应 2020 年 PE 均值为 16 倍。

表 8：A 股可比公司的 PE 比较

公司名称	收盘价 (元)	EPS(元)				PE (X)				CAGR (19-22)	PEG (2020)	市值 (亿元)
	2020/7/3	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E			
东江环保	9.28	0.48	0.58	0.69	0.81	19	16	13	11	19.06%	0.84	72.65
高能环境	12.35	0.61	0.71	0.87	1.04	20	17	14	12	19.46%	0.89	93.18
润邦股份	4.63	0.21	0.29	0.34	0.38	22	16	14	12	21.86%	0.73	43.63
平均值						21	16	14	12	20%	0.82	
浙富控股	4.36	0.08	0.29	0.34	0.40	53	15	13	11	137.38%	0.11	234.12

资料来源：浙富控股为光大证券研究所预测，其余为 Wind 及 Wind 一致预期数据

根据我们的盈利预测,公司 2020-22 年归母净利润分别为 15.78/18.17/21.71 亿元,当前股价对应 20-22 年 PE 为 15/13/11 倍。我们认为从下列三方面因素考虑,公司可以享受一定的估值溢价:(1)公司传统业务景气度回升,且现金流表现优异,一方面可以为公司业绩提供一定支撑,另一方面也将为公司未来危废项目的建设提供有力的现金保障;(2)公司完成中联环保集团、中能环保及净洋环保的收购后,危废处置全产业链布局已成,其一体化、规模化的发展模式有效降低了危废处理的综合成本并提升了整体收益,盈利水平行业领先;(3)公司危废产能陆续投产后将进一步扩大公司的危废处置规模和范围(2020 年危废处置投产产能有望达 175 万吨/年,另有净洋环保的 87 万吨/年产能规划中),且拟投产项目均处于危废景气省份且具有产能领先优势,未来发展值得期待,且业绩承诺也有望保障公司的业绩维持稳健增长。因此综合考虑我们认为可以给予公司一定的估值溢价。

4.2、股价驱动因素

- 1. 公司在建项目推进超预期:**由于公司在建和筹建项目均处于危废景气度较高的省份,项目投产后有望快速提升产能利用率,2020 年下半年公司在建项目加速推进致使更多项目投产有助于公司 2020 年及未来业绩超预期。
- 2. 公司投产危废项目产能利用率超预期:**受疫情影响,公司上半年危废业务承压;下半年若能加大收料力度,存量危废项目收入亦有望超预期增长。

5、首次覆盖，给予“买入”评级

(1) 公司传统业务景气度回升，且现金流表现优异，一方面可以为公司业绩提供一定支撑，另一方面也将为公司未来危废项目的建设提供有力的现金保障；(2) 公司完成中联环保集团、中能环保及净沚环保的收购后，危废处置全产业链布局已成，其一体化、规模化的发展模式有效降低了危废处理的综合成本并提升了整体收益，盈利水平行业领先；(3) 公司危废产能陆续投产后将进一步扩大公司的危废处置规模和范围（2020年危废处置投产产能有望达175万吨/年，另有净沚环保的87万吨/年产能规划中），未来发展值得期待，且业绩承诺也有望保障公司的业绩维持稳健增长。预计公司20-22年归母净利润分别为15.78/18.17/21.71亿元，对应20-22年EPS分别为0.29/0.34/0.40元，当前股价对应20-22年PE为15/13/11倍。综合考虑公司现金流表现优异、盈利水平出色、以及未来业绩将稳健增长等三方面因素，首次覆盖给予“买入”评级。

6、风险分析

- 1. 市场竞争风险：**危废市场竞争日趋激烈，公司新签订单在未来存在不确定性，且盈利能力可能承压。
- 2. 新冠疫情带来的业务推进风险：**公司危废业务投产不及预期将影响处理量，处理价格未来存在不确定性。
- 3. 商誉风险：**本次收购完成后将进一步增加公司商誉规模，未来存在因被收购公司经营不及预期而商誉减值的可能。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,104	1,083	9,162	10,263	11,178
营业成本	949	878	6,681	7,368	7,925
折旧和摊销	98	98	143	190	227
税金及附加	19	11	37	41	45
销售费用	46	26	73	82	89
管理费用	156	165	412	462	503
研发费用	59	50	366	411	447
财务费用	93	61	203	329	286
投资收益	218	369	400	500	600
营业利润	183	249	1,881	2,168	2,590
利润总额	187	243	1,886	2,173	2,595
所得税	54	61	283	326	389
净利润	133	181	1,603	1,847	2,206
少数股东损益	23	20	25	30	35
归属母公司净利润	110	161	1,578	1,817	2,171
EPS(按最新股本计)	0.06	0.08	0.29	0.34	0.40

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	15	-57	-620	1,599	1,886
净利润	110	161	1,578	1,817	2,171
折旧摊销	98	98	143	190	227
净营运资金增加	-644	276	8,633	1,148	964
其他	451	-592	-10,974	-1,556	-1,475
投资活动产生现金流	64	-33	-364	-20	80
净资本支出	-170	-126	-1,020	-520	-520
长期投资变化	2,262	1,451	0	0	0
其他资产变化	-2,029	-1,358	656	500	600
融资活动现金流	45	-248	7,373	-698	-1,234
股本变化	0	0	3,391	0	0
债务净变化	-201	-177	4,185	-369	-948
无息负债变化	438	-737	809	180	133
净现金流	226	-299	6,389	881	732

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	14.0%	18.9%	27.1%	28.2%	29.1%
EBITDA 率	-4.8%	9.5%	19.9%	21.4%	22.4%
EBIT 率	-14.4%	-0.1%	18.4%	19.5%	20.4%
税前净利润率	17.0%	22.4%	20.6%	21.2%	23.2%
归母净利润率	10.0%	14.9%	17.2%	17.7%	19.4%
ROA	1.6%	2.4%	9.1%	9.6%	10.7%
ROE (摊薄)	3.4%	4.8%	18.9%	17.9%	17.6%
经营性 ROIC	-4.2%	0.0%	11.1%	11.9%	12.4%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	47%	40%	46%	41%	34%
流动比率	0.80	0.83	1.49	1.70	2.07
速动比率	0.53	0.48	1.06	1.22	1.49
归母权益/有息债务	2.26	2.67	1.53	2.00	2.99
有形资产/有息债务	5.26	5.43	3.09	3.64	4.82

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	8,409	7,647	17,635	19,293	20,683
货币资金	1,270	941	7,330	8,210	8,942
交易性金融资产	1	107	0	0	0
应收账款	312	154	412	462	503
应收票据	11	6	0	0	0
其他应收款(合计)	132	93	366	411	447
存货	1,023	952	3,321	3,664	3,943
其他流动资产	168	17	17	17	17
流动资产合计	3,028	2,286	11,547	12,875	13,971
其他权益工具	0	627	627	627	627
长期股权投资	2,262	1,451	1,451	1,451	1,451
固定资产	635	651	1,505	1,982	2,382
在建工程	1,128	1,262	1,246	1,085	964
无形资产	630	621	610	599	588
商誉	149	139	139	139	139
其他非流动资产	4	317	317	317	317
非流动资产合计	5,381	5,361	6,089	6,418	6,712
总负债	3,963	3,049	8,043	7,853	7,037
短期借款	943	827	5,011	4,642	3,693
应付账款	598	530	869	958	1,030
应付票据	595	517	668	737	793
预收账款	382	84	137	154	168
其他流动负债	-7	-7	1	1	1
流动负债合计	3,772	2,755	7,749	7,560	6,744
长期借款	110	209	209	209	209
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	23	21	21	21	21
非流动负债合计	191	293	293	293	293
股东权益	4,446	4,599	9,593	11,440	13,646
股本	1,979	1,979	5,370	5,370	5,370
公积金	370	321	479	660	877
未分配利润	861	1,009	2,430	4,065	6,019
归属母公司权益	3,241	3,359	8,328	10,145	12,315
少数股东权益	1,205	1,240	1,265	1,295	1,330

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	4.20%	2.39%	0.80%	0.80%	0.80%
管理费用率	14.16%	15.24%	4.50%	4.50%	4.50%
财务费用率	8.41%	5.58%	2.21%	3.21%	2.56%
研发费用率	5.30%	4.64%	4.00%	4.00%	4.00%
所得税率	29%	25%	15%	15%	15%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.01	-0.03	-0.12	0.30	0.35
每股净资产	1.64	1.70	1.55	1.89	2.29
每股销售收入	0.56	0.55	1.71	1.91	2.08

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	79	53	15	13	11
PB	2.7	2.6	2.8	2.3	1.9
EV/EBITDA	-154.5	110.5	16.4	13.5	11.5
股息率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)创建于 1996 年, 系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼