

浙富控股 (002266.SZ)

危废新龙头，全产业链布局铸优势

资产重组助力转型，危废全产业链龙头未来可期。浙富通过收购中联集团、中能环保介入危废处理领域，形成危废全产业链布局，从前端的“收集-贮藏-无害化综合处理”到后端的多金属深加工资源综合回收均有覆盖，对净利润2019-2022年为8.9、13.5、16.6、18.7亿元（作价145亿元），对应2020年PE10.7X。标的资产产能近两年集中释放投产，预计产能将由2019年底的61.0万吨/年提升至177.8万吨/年，处置危废类型范围从11大类扩展到27大类，经营地域明显扩张，未来可期。

危废处理供需不匹配，行业迎高景气。过去由于监管的缺失，加上处理成本偏高，危废倾倒、漏报现象较普遍，行业需求得不到释放，但随着监管趋严，行业真实需求慢慢体现。我们估算2017年全国危废实际产生量接近1.2亿吨（统计量仅一半），且考虑到供给与需求的区域错配，实际危废处理比例可能仅25%左右，产能缺口极大，危废处置能力供不应求。在环保督查趋严的背景下，行业需求不断显性化，危废行业望迎来高景气，浙富作为危废处理龙头企业，受益明显。

公司技术领先、回收能力强，区位优势明显。中联环保集团的工艺技术、装备全国领先，其高温熔融处置工艺在2015年被认定为国际先进水平，是国内多金属危险废物综合利用企业中的综合回收金属元素最多、富集率、回收率最高的企业之一，开发了“多金属定向分离技术”、“火法-湿法”综合嵌套使用的深度提炼加工技术。此外，公司危废产能所在区域浙江、江苏、江西等区域均是危废产量大省，区位优势明显，有望依靠更高的回收率、更低的成本不断抢占市场份额。

基建发力，水电、核电业务望迎机遇。公司传统主营水电、核电设备，其中子公司华都核设备近几年增速稳定，未来受益于核电重启望持续贡献增长。此外，公司水电设备在“大基建”催化下，有望扭亏为盈，迎来新机遇。

投资建议：公司重组完成后形成全产业链布局的危废龙头企业，技术领先、小金属富集回收能力强，且产能布局的区位优势明显，近两年产能集中释放，在环保督查趋严的背景下，未来发展值得期待。预计2020-2022年归母净利润分别为15.7/19.2/23.1亿元，EPS分别为0.29/0.36/0.43元。对应PE分别为13.7X/11.2X/9.3X。此外，公司传统主业在基建发力背景下，望迎来新机遇，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：1、宏观经济下行影响原材料供给；2、投产进度不达预期；3、危废转移政策变动风险

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,104	1,083	11,505	13,127	14,426
增长率 yoy (%)	0.7	-1.8	961.9	14.1	9.9
归母净利润(百万元)	110	161	1,568	1,924	2,312
增长率 yoy (%)	26.9	46.9	872.0	22.7	20.2
EPS 最新摊薄(元/股)	0.06	0.08	0.29	0.36	0.43
净资产收益率 (%)	3.0	3.9	25.7	24.1	22.5
P/E(倍)	195.5	133.1	13.7	11.2	9.3
P/B(倍)	6.6	6.4	4.4	3.2	2.4

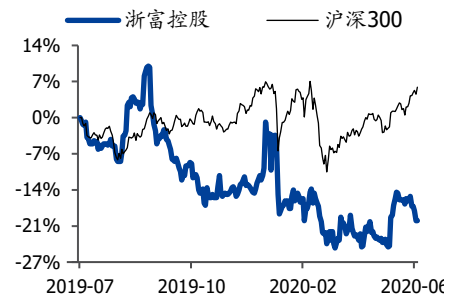
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (首次)

股票信息

行业	电源设备
最新收盘价	3.87
总市值(百万元)	20,781.11
总股本(百万股)	5,369.80
其中自由流通股(%)	30.50
30日日均成交量(百万股)	11.02

股价走势



作者

分析师 杨心成

执业证书编号: S0680518020001

邮箱: yangxincheng@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,028	2,286	10,410	11,237	11,481
现金	1,270	941	6,119	6,982	7,673
应收账款	312	154	996	1,024	1,381
其他应收款	132	93	0	0	0
预付账款	41	14	567	96	633
存货	1,023	952	2,279	2,957	1,308
其他流动资产	251	132	449	179	486
非流动资产	5,381	5,361	6,845	8,050	9,110
长期投资	2,262	1,451	1,103	766	425
固定资产	679	689	1,257	1,924	2,406
无形资产	630	621	1,122	1,457	1,774
其他非流动资产	1,810	2,600	3,363	3,902	4,504
资产总计	8,409	7,647	17,256	19,286	20,591
流动负债	3,772	2,755	9,534	8,893	7,168
短期借款	943	827	4,286	3,429	2,071
应付账款	598	530	1,344	750	1,510
其他流动负债	2,232	1,399	3,904	4,713	3,588
非流动负债	191	293	1,532	2,290	3,008
长期借款	110	209	1,447	2,206	2,924
其他非流动负债	81	84	84	84	84
负债合计	3,963	3,049	11,065	11,182	10,176
少数股东权益	1,205	1,240	1,264	1,293	1,329
股本	1,979	1,979	5,370	5,370	5,370
资本公积	225	155	-3,236	-3,236	-3,236
留存收益	1,007	1,175	2,482	4,148	6,199
归属母公司股东权益	3,241	3,359	4,927	6,811	9,086
负债和股东权益	8,409	7,647	17,256	19,286	20,591

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	15	-57	1,815	2,047	2,267
净利润	133	181	1,592	1,954	2,347
折旧摊销	106	105	169	267	368
财务费用	93	61	226	268	219
投资损失	-218	-369	-402	-414	-409
营运资金变动	79	-68	230	-28	-259
其他经营现金流	-178	33	0	0	0
投资活动现金流	64	-33	-1,251	-1,057	-1,020
资本支出	605	192	1,249	1,140	901
长期投资	261	175	348	354	341
其他投资现金流	930	334	346	437	223
筹资活动现金流	45	-248	1,154	730	802
短期借款	414	-116	0	0	0
长期借款	-665	99	1,238	758	718
普通股增加	0	0	3,391	0	0
资本公积增加	17	-69	-3,391	0	0
其他筹资现金流	278	-161	-84	-28	84
现金净增加额	226	-299	1,719	1,720	2,049

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,104	1,083	11,505	13,127	14,426
营业成本	949	878	9,368	10,471	11,302
营业税金及附加	19	11	35	39	43
营业费用	46	26	115	131	144
管理费用	156	165	288	328	361
财务费用	93	61	226	268	219
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	402	414	409
营业利润	183	249	1,877	2,303	2,766
营业外收入	6	3	1	1	1
营业外支出	2	9	5	6	5
利润总额	187	243	1,873	2,298	2,762
所得税	54	61	281	345	414
净利润	133	181	1,592	1,954	2,347
少数股东损益	23	20	24	29	35
归属母公司净利润	110	161	1,568	1,924	2,312
EBITDA	320	383	2,118	2,663	3,162
EPS (元/股)	0.06	0.08	0.29	0.36	0.43

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	0.7	-1.8	961.9	14.1	9.9
营业利润 (%)	19.5	36.5	653.5	22.7	20.1
归属母公司净利润 (%)	26.9	46.9	872.0	22.7	20.2
获利能力					
毛利率 (%)	14.0	18.9	18.6	20.2	21.7
净利率 (%)	10.0	14.9	13.6	14.7	16.0
ROE (%)	3.0	3.9	25.7	24.1	22.5
ROIC (%)	3.2	4.5	15.0	15.5	15.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	47.1	39.9	64.1	58.0	49.4
净负债比率 (%)	3.7	6.8	-0.4	-8.7	-16.3
流动比率	0.8	0.8	1.1	1.3	1.6
速动比率	0.5	0.5	0.9	0.9	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.14	0.13	0.92	0.72	0.72
应收账款周转率	4.2	4.6	20.0	13.0	12.0
应付账款周转率	1.5	1.6	10.0	10.0	10.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.06	0.08	0.29	0.36	0.43
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.13	-0.04	0.34	0.38	0.42
每股净资产 (最新摊薄)	0.60	0.63	0.92	1.27	1.69
估值比率					
P/E	195.5	133.1	13.7	11.2	9.3
P/B	6.6	6.4	4.4	3.2	2.4
EV/EBITDA	71.5	59.8	10.7	8.3	6.6

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1、转型危废龙头，未来业绩值得期待	5
1.1 浙富控股历史沿革	5
1.2 股权结构进一步集中	6
1.3 收购危废资产，未来发展可期	6
1.4 多个项目亟待投产，公司危废潜在产能大	10
2、危废处置行业景气度高，公司竞争优势凸显	14
2.1 政策监督加码，危废处置行业供不应求	14
2.2 危废处置服务仍有缺口，供需矛盾依然存在	15
2.3 危废处置行业格局分散，进入壁垒高	16
2.4 标的公司五大竞争优势凸显	17
3、公司技术先进，区位优势明显	18
3.1 全产业链加工，工艺技术行业领先	18
3.2 立足浙江、江西、江苏、湖南、辽宁，公司所处区位优势明显	22
4、受益基建发力、核电重启，传统水电、核电业务迎机遇	23
5、盈利预测	25
6、风险提示	27

图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 浙富控股主要业务结构	5
图表 3: 公司近五年营收构成及增速 (亿元)	6
图表 4: 公司近五年归母净利润及增速 (亿元)	6
图表 5: 公司股权结构及主要参股公司 (资产重组后, 截至 2020 年 6 月)	6
图表 6: 危废资产收购交易方案	7
图表 7: 资产重组前后公司总股本变化	7
图表 8: 中联环保集团 2017-2019H1 主要财务数据 (万元)	8
图表 9: 中能环保 2017-2019H1 主要财务数据 (万元)	8
图表 10: 中联环保集团 2019-2022 年对赌业绩 (万元)	9
图表 11: 中能环保 2019-2022 年对赌业绩 (万元)	9
图表 12: 上市公司收购危废资产的市盈率对比	9
图表 13: 中联环保集团扣非归母净利润及同比增长率	10
图表 14: 中能环保扣非归母净利润及同比增长率	10
图表 15: 公司与标的公司近三年扣非归母净利润对比 (亿元)	10
图表 16: 公司与标的公司近三年毛利率对比 (%)	10
图表 17: 中联环保集团股权结构	11
图表 18: 中联环保集团主要子公司危废处理能力	11
图表 19: 2017-2018H1 危废处理业务产能利用情况	12
图表 20: 主要金属产品、含金属化合物产销率情况良好	12
图表 21: 主要金属产品、含金属化合物销售金额构成 (万元)	13
图表 22: 主要金属产品、含金属化合物销售单价稳定	13
图表 23: 项目投产规划	13
图表 24: 产能释放前后危废处置能力变化	14

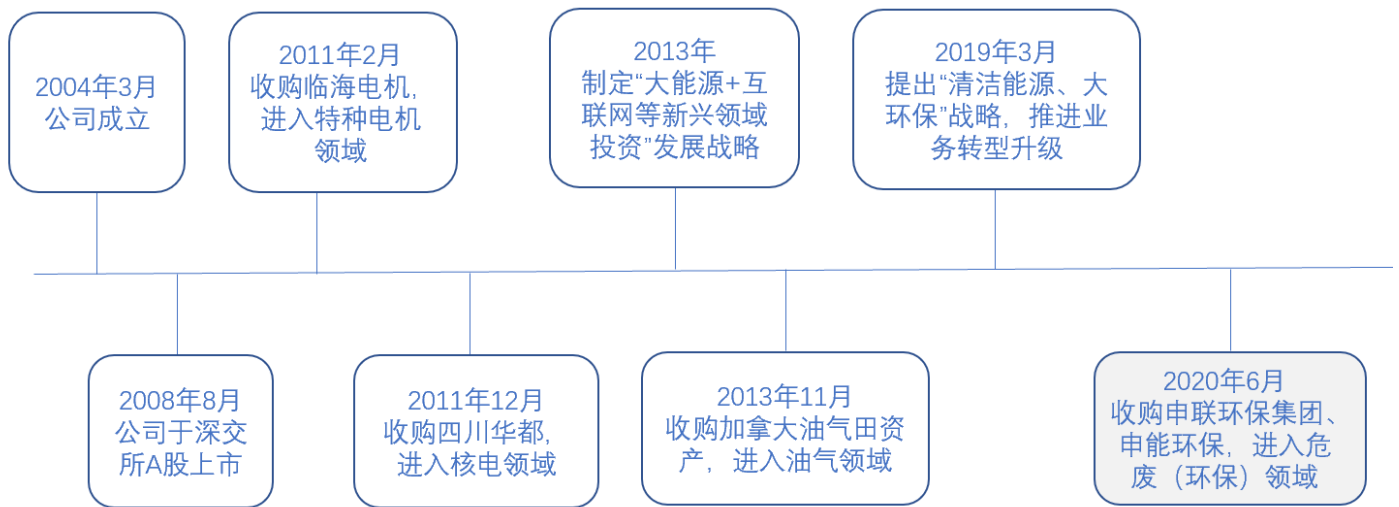
图表 25: 净洋环保下属公司拟建危废处置产能及项目进度.....	14
图表 26: 危废主要相关法律法规及政策梳理.....	15
图表 27: 2011-2017 我国危废产生与处置情况 (万吨)	16
图表 28: 危废行业产业链构成.....	18
图表 29: 危废"收集-贮存-无害化处理-资源深加工"全产业链技术路线图	19
图表 30: 高温熔融处理工艺流程图	20
图表 31: 电解铜生产工艺流程图	20
图表 32: 危废高温熔融处置技术与传统处理技术特性对比.....	21
图表 33: 2018 年各省 (区、市) 工业危险废物产生情况 (万吨)	22
图表 34: 核电业务 2015-2019 营业收入与净利润变化情况(万元, %).....	24
图表 35: 公司 2015-2019 年投资收益及占比 (亿元, %)	25
图表 36: 互联网、传媒、金融等新兴领域投资项目	25
图表 37: 营收预测拆分 (单位: 亿元)	26
图表 38: 毛利率预测拆分 (单位: %)	26
图表 39: 可比公司归母净利润增速、PE 估值比较.....	27

1、转型危废龙头，未来业绩值得期待

1.1 浙富控股历史沿革

水电设备研制起家，2020年起拓展危废处置+多金属资源综合回收业务。公司成立于2004年3月，以水电设备研制起家，2008年8月深交所A股上市，2011年收购“四川华都”和“临海电机”，拓展核电设备和特种电机领域，2013年制定“大能源+互联网等新兴领域投资”发展战略并践行至今，2020年6月，收购申联环保集团100%股权、直接收购中能环保40%股权并通过申联环保集团间接收购中能环保60%股权，进入危废领域。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司主要业务结构为“大能源+大环保”，在传统主营的水电、核电设备以外，通过收购申联环保集团、中能环保，转型为环保危废龙头。

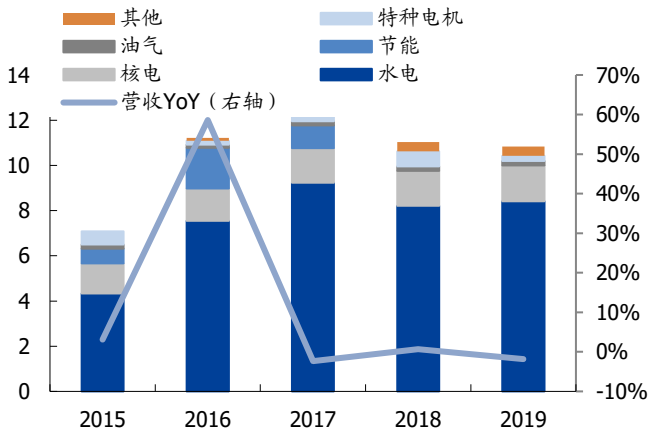
图表2：浙富控股主要业务结构

“大能源”业务结构：	水电设备	核电设备	特种电机	油气开发
新兴领域投资布局：	2345 网络控股	桐庐小贷	灿星文化	浙富资本
“大环保”业务结构：	危废处置	多金属资源综合回收		

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

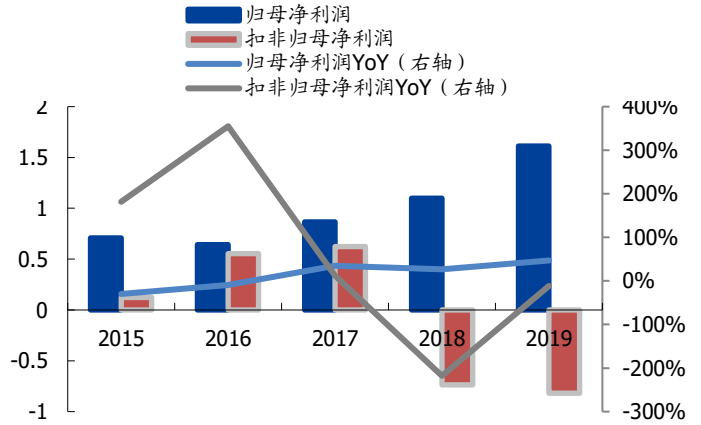
公司2016年以来利润不佳。由于国内水电装机增速持续下滑，水电行业竞争格局持续恶化，过去几年公司营收较为平稳，但受红海市场价格战持续加剧影响，利润下滑幅度较大。

图表3: 公司近五年营收构成及增速(亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表4: 公司近五年归母净利润及增速(亿元)

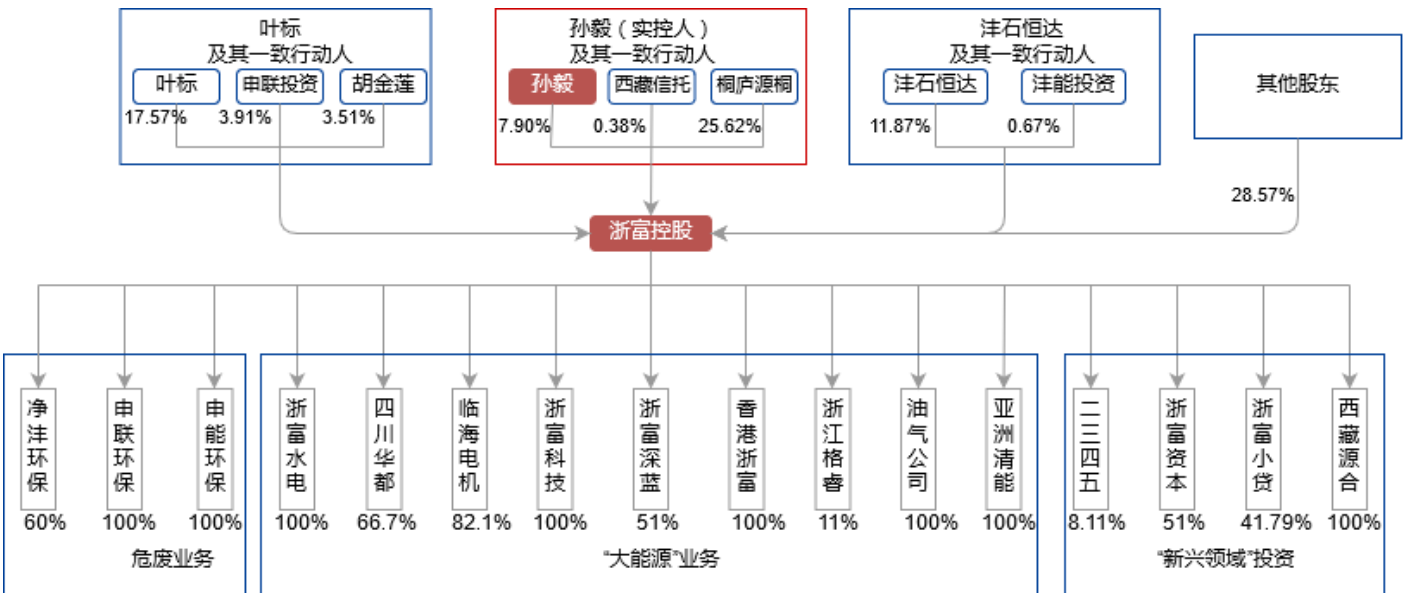


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.2 股权结构进一步集中

股权结构进一步集中。收购中联环保集团、中能环保交易完成后, 孙毅及其一致行动人合计持有上市公司 33.9% 股份, 叶标及其一致行动人合计持有 24.99% 股份, 泮石恒达及其一致行动人持有 12.5% 股份, 股权结构进一步集中, 孙毅仍为公司实际控制人。

图表5: 公司股权结构及主要参股公司(资产重组后, 截至2020年6月)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.3 收购危废资产, 未来发展可期

公司收购中联环保集团、中能环保, 转型危废领域。2019年3月公司公布重大资产重组预案, 其中拟3.81元/股发行33.9亿股的方式收购中联环保集团100%股权, 交易对

价 129.2 亿元；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，交易对价为 15.8 亿元。标的资产对价合计为 145.0 亿元，收购完成后，上市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。标的资产已于 2020 年 6 月 2 日过户，交易完成。

同一控制下资产注入，体现运营管理平顺性。交易对方中的桐庐源桐为上市公司实控人孙毅控制的企业，孙毅在桐庐源桐股权占比 90%，资产重组前即通过桐庐源桐间接持有申联环保集团 40.6% 股权，属于同一控制下的资产注入，体现运营管理的平顺性。**标的公司可借助上市公司拥有更好的资金实力和融资能力，申联环保集团的产能扩张和战略布局能力将得以进一步提升。**

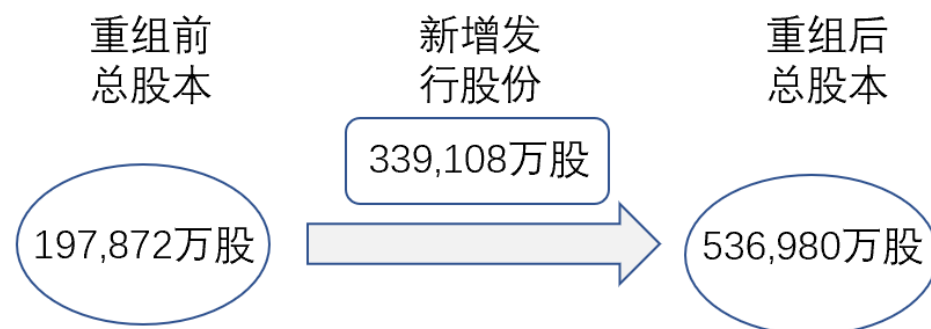
图表 6: 危废资产收购交易方案

交易对方	持有申联环保集团股权比例	总对价 (万元)	现金对价 (万元)	股份对价 (万元)	发行股份数量 (万股)
桐庐源桐	40.6%	524,129	-	524,129	137,567
叶标	27.8%	359,540	-	359,540	94,367
申联投资	6.2%	79,898	-	79,898	20,971
胡金莲	5.6%	71,908	-	71,908	18,873
泮石恒达	18.8%	242,889	-	242,889	63,750
泮能投资	1.1%	13,636	-	13,636	3,579

交易对方	持有申能环保股权比例	总对价 (万元)	现金对价 (万元)	股份对价 (万元)	发行股份数量 (万股)
胡显春	40%	158,360	158,360	-	-
合计		1,450,360	158,360	1,292,000	339,108

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 7: 资产重组前后公司总股本变化



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

申联环保集团、申能环保财务状况良好。申联环保集团 2019H1 资产负债率 40.4%，经营活动产生的现金净流量优异，且过去几年随着江西自立等子公司的产能逐步提升，业绩提升明显。申能环保 2017-2018 年业绩较为稳定，2019 年危废产能由 14.6 万吨提升至 35 万吨，未来业绩也有望大幅提升。

图表 8: 中联环保集团 2017-2019H1 主要财务数据 (万元)

中联环保集团	2017	2018	2019H1
总资产	546,067.79	582,311.08	656,862.18
总负债	267,580.87	227,230.80	265,542.91
所有者权益	278,486.92	355,080.27	391,319.27
归母所有者权益	250,299.59	318,324.79	353,586.98
营业收入	449,466.18	464,062.26	247,958.79
营业利润	45,398.34	83,753.23	65,473.29
净利润	38,580.68	68,593.35	54,921.29
归母净利润	36,935.90	60,025.20	45,944.48
经营活动产生的现金净流量	47,298.36	131,903.34	54,939.20
投资活动产生的现金净流量	-190,830.75	-64,084.83	-33,952.97
筹资活动产生的现金净流量	149,482.78	-53,565.43	-694.35

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

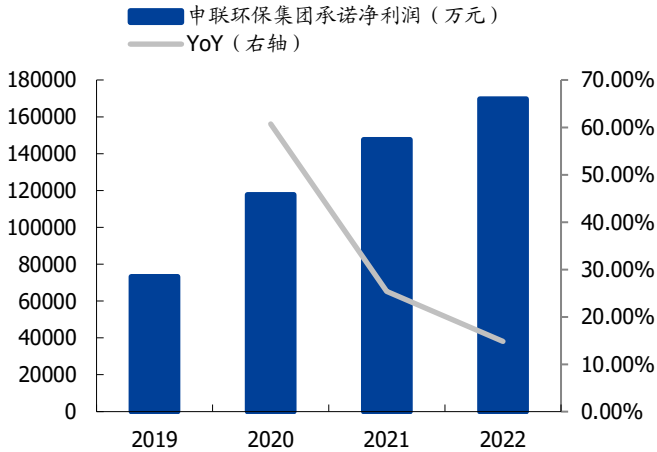
图表 9: 中能环保 2017-2019H1 主要财务数据 (万元)

中能环保	2017	2018	2019H1
总资产	119,077.24	154,999.67	137,752.63
总负债	56,208.40	69,036.71	50,203.46
所有者权益	62,868.84	85,962.96	87,549.17
归母所有者权益	62,868.84	85,962.96	87,549.17
营业收入	92,880.96	109,975.32	62,629.34
营业利润	29,536.10	30,564.85	27,060.29
净利润	22,175.33	23,094.12	21,586.21
归母净利润	22,175.33	23,094.12	21,586.21
经营活动产生的现金净流量	26,315.59	25,544.16	42,562.29
投资活动产生的现金净流量	-11,274.85	-16,199.68	-23,904.79
筹资活动产生的现金净流量	-1,475.91	3,995.14	-39,800.58

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

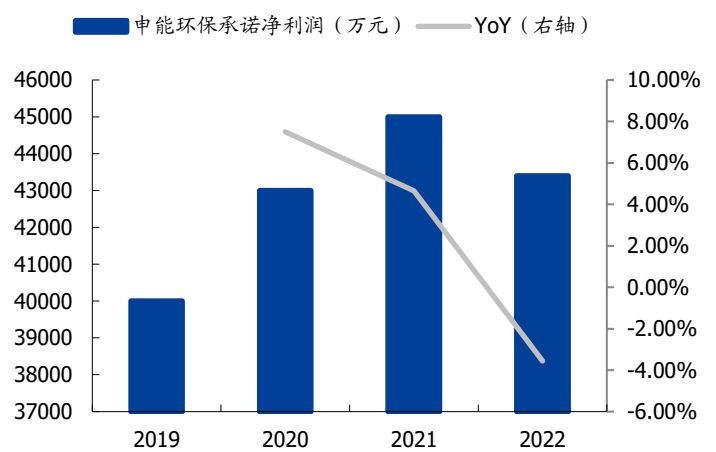
交易作价合理。根据业绩对赌, 中联环保集团 2019-2022 年归母净利润分别不低于 7.3、11.8、14.8、17.0 亿元, 而中能环保 2019-2022 年扣非归母净利润分别不低于 4.0、4.3、4.5、4.3 亿元。目前已完成 2019 年度业绩承诺, 其中中联环保集团 2019 年度扣非归母净利润 7.8 亿元, 中能环保 2019 年度扣非归母净利润 4.4 亿元。与其他上市公司收购危废资产的对赌 PE 平均值相比, 浙富控股收购中联环保集团、中能环保的平均业绩承诺净利润对应动态 PE 在合理范围内, 分别为 10.2X、9.2X, 且低于 2017 年、2018 年股权转让和增资对应的估值倍数, 交易作价合理。

图表 10: 申联环保集团 2019-2022 年对赌业绩 (万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 中能环保 2019-2022 年对赌业绩 (万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 12: 上市公司收购危废资产的市盈率对比

上市公司	收购标的	交易作价 (亿元)	标的公司主营业务范围	静态市盈率	平均业绩承诺净利润对 应动态市盈率
浙富控股	申联环保集团	129.2	危废无害化处置	26.34	10.17
	中能环保 (40%)	15.8	多金属资源综合回收	17.21	9.24
中再资环	山东环科	6.80	危废无害化处置	15.01	11.09
达刚路机	众德环保	11.16	固废和废弃资源综合回收利用	24.75	9.56
润邦股份	中油优艺	13.50	危废、医废减量化、无害化处置	22.86	8.54
高能环境	宏达环保	4.30	有色金属废物综合回收利用	17.47	8.6
中金环境	金泰莱	18.50	危废处置及再生资源回收利用	33.10	10
平均值				22.64	9.56

资料来源: 北极星环保, 国盛证券研究所

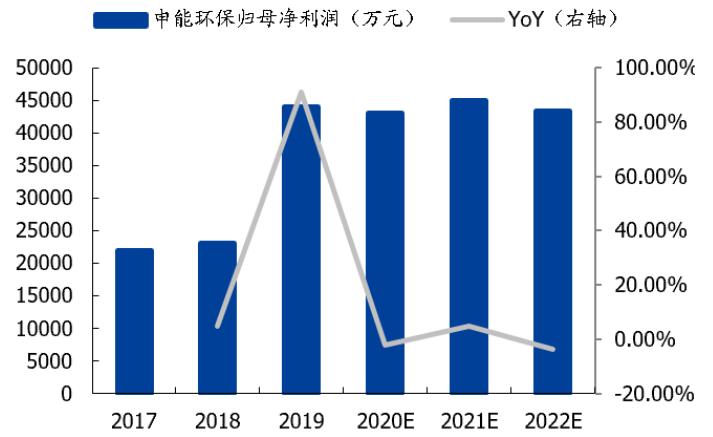
收购申联环保、中能环保望大幅提升上市公司业绩。申联环保集团 2017-2019 年扣非归母净利润分别为 3.7/6.0/7.8 亿元, 中能环保 2017-2019 年扣非归母净利润分别为 2.2/2.3/4.4 亿元, 远高于公司近年扣非归母净利润均值。此外, 申联环保 2017-2019H 毛利率分别为 13.5%/23.3%/30.5%, 中能环保 2017-2019H 毛利率分别为 34.7%/32.8%/46.8%, 毛利率升高主要原因: ①危废处置市场单价提升; ②危废处置量增加使含铜量较高的含金属固废投入量减少, 降低了原材料成本, 资源化产品的毛利率有所上升。

图表 13: 申联环保集团扣非归母净利润及同比增长率



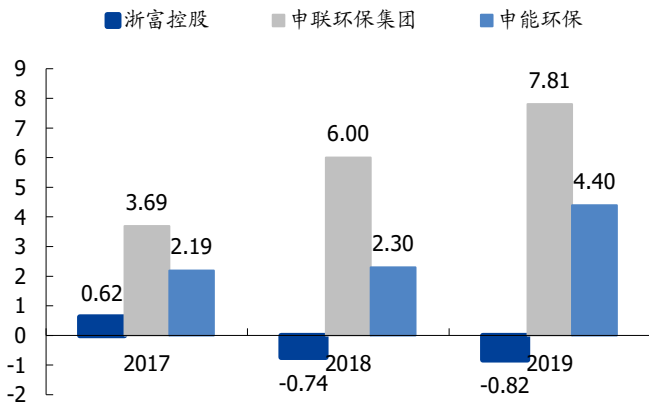
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 14: 中能环保扣非归母净利润及同比增长率



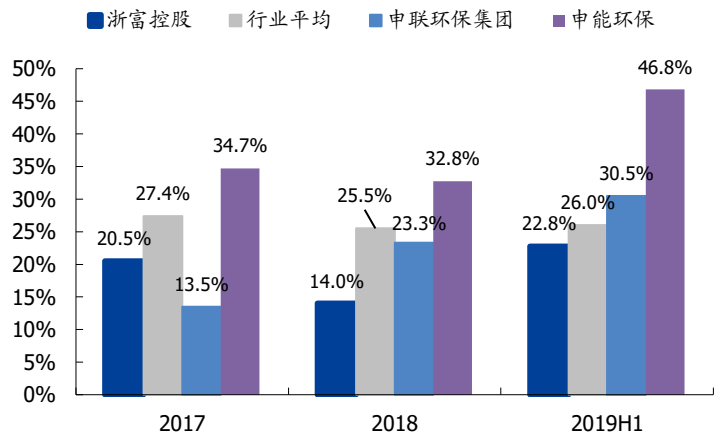
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 15: 公司与标的公司近三年扣非归母净利润对比 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 16: 公司与标的公司近三年毛利率对比 (%)

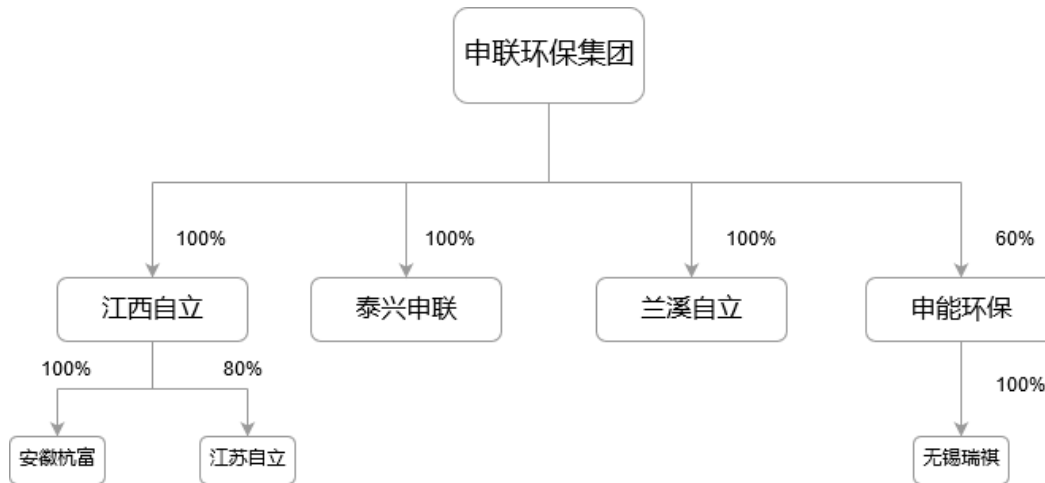


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.4 多个项目亟待投产, 公司危废潜在产能大

申联环保集团产能丰富, 产业链齐全。申联集团除拥有中能环保 60% 股权外, 下属公司还包括江西自立、泰兴申联、兰溪自立等, 加上净津环保下属的湖南申联、湖南叶林、辽宁申联, 产能布局浙江、江西、江苏、湖南、辽宁等区域。有别于市场传统的危废处理模式, 申联环保集团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 (正在取证)、兰溪自立 (已取证)、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“多翼一体”的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。

图表 17: 申联环保集团股权结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

已投运项目仍在产能爬坡中。公司目前已经投运的危废产能包括申能环保 35 万吨/年、江西自立 22.9 万吨/年、无锡瑞琪 2.9 万吨/年、安徽杭富 6 万吨/年, 但目前这些产能尚处于爬坡期。

- ✓ 申能环保 2017、2018 产能利用率分别为 90.3%/92.1%，但 2019 年 2 月完成由 14.6 万吨到 35 万吨的扩产, 故影响其 2019 年上半年产能利用率。截至目前, 其单月产能利用率已达 90%，期待其后续达产带来的业绩;
- ✓ 江西自立处理 15.8 万吨/年含铜危废的生产线 2019 年 12 月试运行, 盈利能力尚未充分体现。但江西自立更为重要是其资源深加工的能力, 待泰兴申联、兰溪自立危废项目投产后, 江西自立向前端企业采购资源化产品的内部供应平均比例将由 26% 提升至 50%，预计小金属回收量将逐渐增加。
- ✓ 安徽杭富系江西自立于 2016 年底收购取得, 其原有工艺存在改良空间, 目前正扩建厂房并拟实施技改, 危废处理能力由于设备、工艺约束未得到释放。

图表 18: 申联环保集团主要子公司危废处理能力

	申能环保	江西自立	无锡瑞琪	安徽杭富
证载处理能力	35 万吨/年	22.93 万吨/年	2.9 万吨/年	6 万吨/年
可处理危废 物名录	HW17 (表面处理废物)	HW17 (表面处理废物)	HW22 (预处理含铜废物)	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)	HW22 (含铜废物)
	HW22 (含铜废物)	HW23 (含锌废物)	HW17 (表面处理废物)	HW46 (含镍废物)
	HW48 (有色金属冶炼废物)	HW31 (含铅废物)	HW32 (无机氟化物废物)	HW48 (有色金属冶炼废物)
	HW49 (其他废物)	HW46 (含镍废物)	HW33 (无氟氟化物废物)	HW49 (其他废物)
	HW50 (废催化剂)	HW48 (有色金属冶炼废物)	HW46 (含镍废物)	HW50 (废催化剂, 含铜、镍)

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 19: 2017-2018H1 危废处理业务产能利用情况

公司名称	项目	2019H1	2018	2017
申能环保	证载危废处理能力	350,000.00	146,000.00	146,000.00
	实际处理量	90,920.16	134,430.37	131,839.35
江西自立	证载危废处理能力	176,590.00	176,590.00	176,590.00
	实际处理量	20,427.96	26,727.25	9,144.18
安徽杭富	证载危废处理能力	60,000.00	60,000.00	60,000.00
	实际处理量	6,820.37	17,429.19	8,138.00
无锡瑞琪	证载危废处理能力	30,000.00	30,000.00	30,000.00
	实际处理量	7,800.80	17,964.40	20,647.20

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

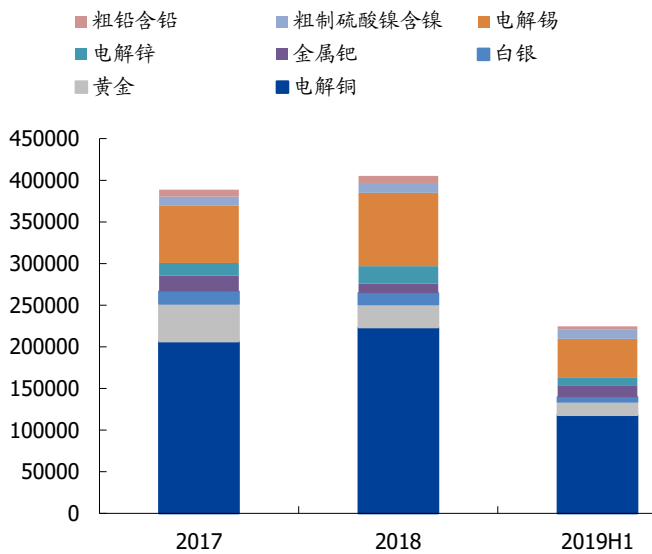
中联集团回收金属率高。中联环保集团从危险废物及含金属一般固体废物中综合回收铜、金、银、钨、锡、镍、铅、锌、锑等多种金属, 金属产品的产量主要由所收集危险废物及含金属一般固体废物中的金属含量和处置量决定。**公司金属回收率高, 且单价稳定。**

图表 20: 主要金属产品、含金属化合物产销率情况良好

产品名称	单位	2019年1-6月			2018年			2017年		
		产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
电解铜	吨	26,962.91	28,073.02	104%	53,077.36	51,613.23	97%	48,953.85	49,349.96	101%
黄金	千克	553.22	553.22	100%	1,008.19	1,008.19	100%	1,651.08	1,651.08	100%
白银	千克	19,984.81	17,477.13	87%	43,736.71	43,736.71	100%	44,679.53	44,679.53	100%
金属钨	千克	473.61	474.00	100%	524.46	522.00	100%	990.00	990.00	100%
电解锌	吨	5,153.20	4,757.99	92%	10,759.62	10,652.89	99%	7,514.61	7,681.55	102%
电解锡	吨	3,736.84	3,682.17	99%	7,051.94	7,097.51	101%	5,705.87	5,681.54	100%
粗制硫酸镍含镍	吨	1,283.83	1,810.06	141%	2,245.70	1,721.45	77%	1,761.37	1,744.19	99%
粗铅含铅	吨	3,001.80	2,600.81	87%	5,842.19	5,536.62	95%	6,040.11	5,890.86	98%

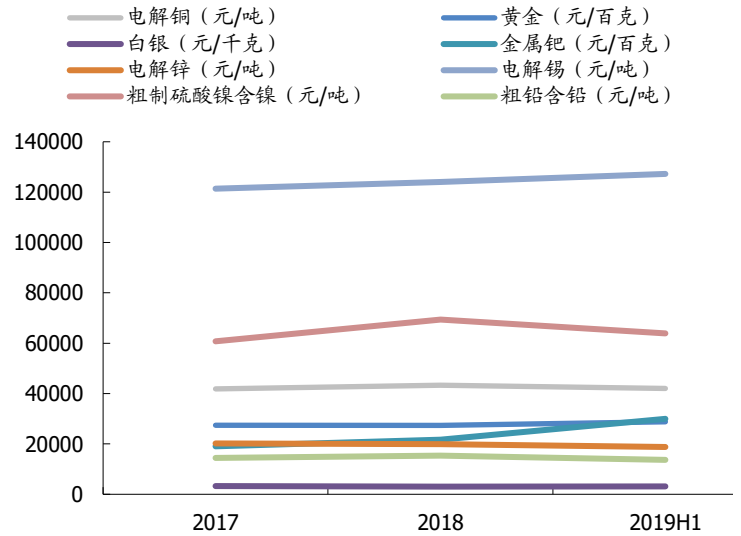
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 21: 主要金属产品、含金属化合物销售金额构成 (万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 22: 主要金属产品、含金属化合物销售单价稳定



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

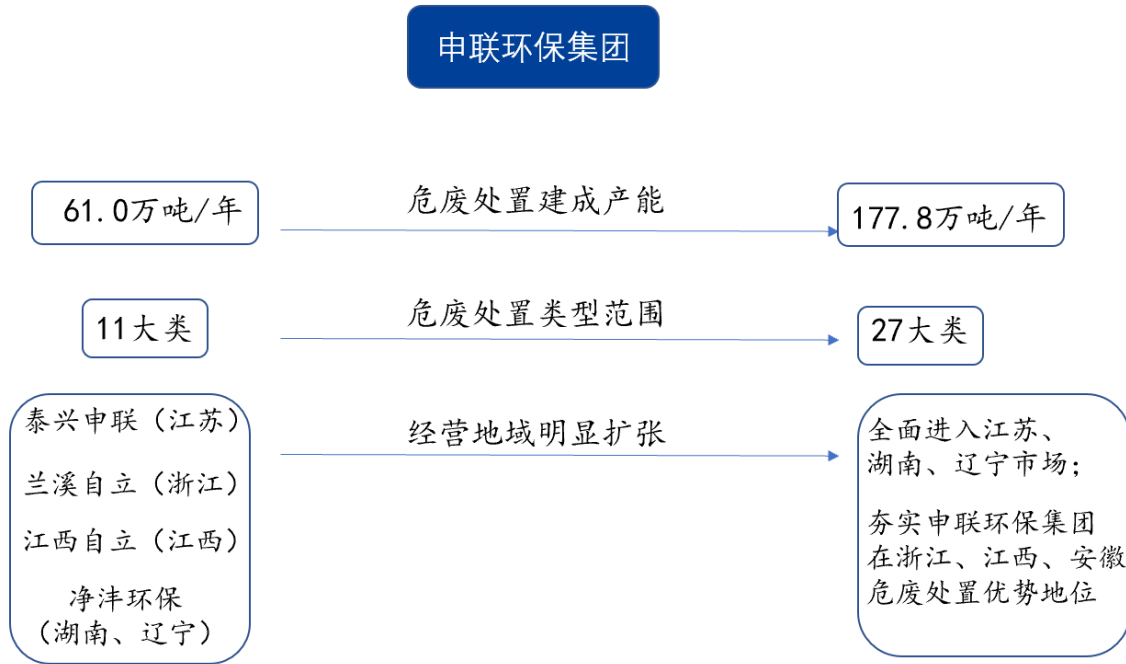
潜在产能丰富, 多个项目待投产。除上述已投运项目外, 申联集团下属的泰兴无机、有机项目均在取证阶段, 兰溪项目已取证, 其中泰兴申联项目建成后将具备年处理 40 万吨无机固体废弃物、20 万吨有机危险废物和 17 万吨工业废液的处理能力; 兰溪自立项目建成后将具备年处理 12 万吨无机危险废物及 20 万吨有机危险废物的处理能力。**全部投产后, 申联环保集团 1、产能提升明显, 从 2019 年底的 61.0 万吨/年提升到 2020 年的 177.8 万吨/年; 2、处置种类扩充, 危废类型范围从 11 大类扩展到 27 大类; 3、区域扩张, 从浙江为主, 扩充至江苏、江西等地。**

图表 23: 项目投产规划

公司	规模 (万吨/年)	项目	投产时间
泰兴申联	40	无机固体危险废物处置 (已建完, 处于取证阶段)	预计 2020 年正式投产
	20	有机危险废物处置 (已建完, 处于取证阶段)	
	17	工业废液处置 (在建)	
合计	危废处置: 77	-	
兰溪自立	12	无机危险废物处置 (已取证)	
	20	有机危险废物处置 (已取证)	
合计	危废处置: 32 资源回收利用: 10	-	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 24: 产能释放前后危废处置能力变化



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

- ✓ **收购净津环保 60%股权，拟建项目产能大。** 为避免公司发行股份及支付现金购买资产完成后可能形成的同业竞争的情形，公司于2020年4月以自有资金人民币3720万元向公司控股股东及实控人孙毅购买其持有的净津环保60%的股权，其下属的湖南申联、湖南叶林、辽宁申联均在筹建危废处置项目。

图表 25: 净津环保下属公司拟建危废处置产能及项目进度

净津环保 下属公司	规模 (万吨/年)	拟建项目	涉及种类	进度 (截止目前)
	20	固体废物环再生综合利用	11 大类 127 种	
湖南申联	10	工业废液再生综合利用	5 大类 46 种	已取得土地使用权证、项目立项核准及环评批复
	10	冰铜渣综合利用		
合计	危废处置：40	-		
	15	各类有机危废综合利用	15 大类	
湖南叶林	2	饱和活性炭	活性炭（再生）1.5 万吨、炭黑 1.4 万吨/年、重油 1.5 万吨/年	已取得土地使用权证、项目核准及环评批复
合计	危废处置：15 饱和活性炭：2	-		
辽宁申联	30	危险废弃物综合利用	11 大类	已取得土地使用权证

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2、危废处置行业景气度高，公司竞争优势凸显

2.1 政策监督加码，危废处置行业供不应求

受政策影响,危废处置单价呈上升趋势。随着新环保法的出台以及两高司法解释的发布,特别是“非法处置危废入刑”等政策的严格执行及环保督察的强有力推进,工业危险废物无害化处理服务的需求量大幅增加,产废企业开始主动寻求与标的公司建立合作关系,使得处置单价呈现上涨趋势,2017年、2018年、2019年1-6月中能环保的平均处置单价分别为798元、1012元、1161元,截至2019年6月30日中能环保结存危险废物的平均处置单价已经上升至1420元/吨。随着危废处置新建项目的投产,危险废物采购量、处置量大幅增加,新增采购的危险废物的金属含量呈现下降趋势,危险废物的定价模式使中能环保在危废金属含量下降时可以通过提高处置费维持盈利能力,故预计未来处置费仍有上升的空间。

图表 26: 危废主要相关法律法规及政策梳理

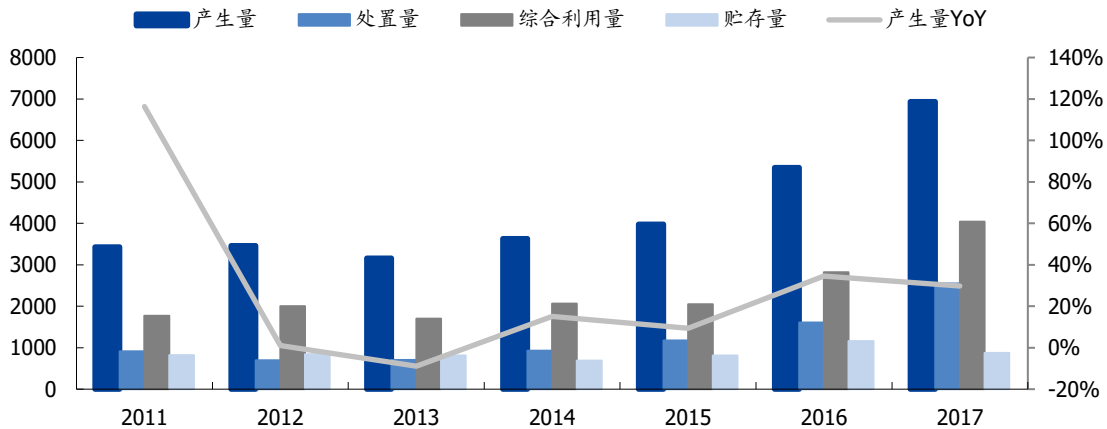
时间	所处阶段	相关政策文件
1995		《中华人民共和国固体废物污染防治法》
1998		第一版《国家危险废物名录》
2004	萌芽期	《全国危险废物和医疗废物处置设施建设规划》
2004		《危险废物经营许可证管理办法》
2008		第二版《国家危险废物名录》
2011		《关于进一步加强危险废物和医疗废物监管工作的意见》
2012	导入期	《“十二五”危险废物污染防治规划》
2013		两高《关于办理环境污染刑事案件适用法律若干问题的解释》
2016		第三版《国家危险废物名录》
2017		各省危废处置设施“十三五”建设规划
2017		《“十三五”全国危险废物规范化管理督查考核工作方案》
2017	成长期	《建设项目危险废物环境影响评价指南》
2018		“清废行动”
2019		《全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》
2020		《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》

资料来源: 生态环境部等官网, 国盛证券研究所

2.2 危废处置服务仍有缺口, 供需矛盾依然存在

监管趋严, 危废处置需求不断提升。根据《中国统计年鉴 2012-2019》数据, 2011-2017年全国危废产生量由3431万吨增长至6937万吨, 年均复合增长率12.5%。由于《环境状况公报》和《中国统计年鉴》的数据均为企业自主上报的危废产生量, 部门企业为逃避高额危废处理费用, 存在瞒报的现象, 其中2011年危废产生量同比增长116.3%, 主要原因是2011年起生态环境部要求将危废统计口径下限由10kg/年调整为1kg/年; 2016年危废产生量同比增加34%, 主要原因是2016年中央环保督察开展, 监管力度增强, 使得监管外的危废得到有效处置。我们认为2019年的污染源普查和新一轮环保督察都将带动行业规范化发展, 使得危废处置需求不断显性化。

图表 27: 2011-2017 我国危废产生与处置情况 (万吨)



资料来源: 中国统计年鉴 2012-2019, 国盛证券研究所

全国危废 2017 年实际产生量或 1.2 亿吨。2010 年《第一次全国污染源普查公告》显示, 2007 年全国危废产量为 4574 万吨, 远大于统计年鉴上企业自主申报的 1079 万吨, 假设实际危废产量增速略低于中国统计年鉴口径的增速, 为 10%, 据此估算得 2017 年全国危废实际产生量为 11864 万吨。根据《2019 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》数据, 2018 年全国危险废物(含医疗废物)经营单位核准收集和利用处置能力为 10212 万吨/年(含收集能力 1201 万吨/年), 即使产能得到全部利用, 距离 11864 万吨实际产量仍存在较大缺口。

供给端错配, 实际危废处理比例仅 25% 左右。《固体废物污染环境防治法执法检查报告》显示, 2016 年全国各省区持危废经营许可证的单位设计处置能力为 6471 万吨, 但实际经营规模只有 1629 万吨, 实际危废企业处置比例仅 25%, 根据《2019 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》数据, 2018 年实际处置比例为 26%。主要原因包括①供需种类不匹配现象较为严重。由于危废种类繁多, 共分为 46 大类 479 种, 88% 的危废处置企业仅能处理 5 种以下危废种类。②由于环评和建设期长等因素, 许多危废企业拥有牌照却无实际处置能力。③区域错配, 由于危废运输的特殊性, 一般采用就近处理的方式, 导致有些产能的区域分布错配。将 2018 年危废处置产能按照 25% 计算, 实际可利用危废产能仅为 2553 万吨/年, 是实际产量的 21.5%, 产能缺口极大, 危废处置能力供不应求。

2.3 危废处置行业格局分散, 进入壁垒高

危废处置市场集中度低, 小企业众多。我国危废市场参与者众多, 但整体规模和生产能力较小, 大部分企业的技术、资金、研发能力较弱, 处置资质单一, 竞争格局呈现“低、小、散”的特征。根据前瞻产业研究院 2017 年 7 月的统计数据, 我国危废处理企业产能低于 2 万吨、2-5 万吨、5-10 万吨、10-25 万吨和 25 万吨以上的企业数量分别为 1210 家、307 家、147 家、120 家和 25 家, 67% 的企业危废处理产能低于 2 万吨。另外, 行业市场集中度较低, 根据 E20 环境平台统计数据, 危废处理能力前十企业处理能力占比仅为 7.2%, 行业集中度低, 主要原因是危废处置地域范围和资金、技术的限制。

危废处置、资源再生利用行业进入壁垒高:

①**资质壁垒:** 根据《危险废物经营许可证管理办法》的要求, 在我国境内从事危废收集、贮存、处置经营活动的单位, 须具有《固体危险废物经营许可证》、《排放污染物许可证》

等相应资质和许可证书，取得危险废物处理许可证的公司方可提供危险废物处理服务。截至2018年底，我国取得危险废物经营许可证的企业共3220家，相较于其他行业，许可证较为稀缺，行业准入门槛高。与此同时，完整的危废项目建设投运流程，需要经历选址、立项备案、环评批复、试运行、资质申请、环保竣工验收等多个阶段，小型项目需2年以上，大型项目则用时更长。

②技术壁垒：危废处理及资源再生利用行业结合了物理、化学和生物等多学科的技术，属技术复合型行业，技术门槛相对较高。首先，较为先进的装备和较高的技术水平是部分危险废物的处理所必需的。其次，行业内企业需要经过多年的技术积累和探索方能形成一套高效、节能且环保达标的危险废物处理技术体系。再次，由于危险废物具有腐蚀性等特性，对其处置需更加谨慎，避免安全事故，防范二次污染。最后，从危废和一般固废中综合回收多种金属在技术上具有一定的复杂性，且金属的综合回收效率需要达到一定的水平才具有经济价值，这使得企业必须具备相应的工艺和技术。

③资金壁垒：危险废物处理项目投资规模大、建设周期长，属资金密集型业务，企业需具备较强劲的资金实力。危废处理项目根据处置工艺不同需要不同关键生产设备，设备价格较高，整体投入较大。同时产废企业倾向与规模较大、资质齐全和运营规范的危废处理企业进行合作，再次，危废和一般固废资源化的原材料包括具有综合回收利用价值的金属冶炼废渣、电镀废弃物等，其中稀贵金属经济价值较大，为保证正常回收利用，企业一般需要储备充足的原材料，占用一定的资金成本。

④原材料采购壁垒：危废及一般固废的处置及资源化利用的原材料主要包括危险废物和一般固体废物，影响处置业务经营的关键因素是与产废单位建立长期稳定的合作关系和保持具有市场竞争力的处置费单价，以获取产废单位足量供给的原材料。影响资源化利用业务经营的关键因素是获取供给充足、有价元素含量高且价格低廉的原材料。现有企业经过多年积累，已经建立起完善的采购网络，具备稳定和多渠道的原材料来源，而新进入企业需要开拓原材料采购途径。

2.4 标的公司五大竞争优势凸显

①覆盖全产业链的危废综合处理优势：中联环保集团及其下属企业在危废无害化处理及再生资源回收利用行业经过十五年的深耕细作，建立了危险废物“收集—贮存—无害化处理—资源深加工”的全产业链设施，拥有覆盖全产业链的危废综合处理能力。危废原料处理范围广、再生资源的综合利用率高、回收的金属品种多、集约化程度高等。

②危废处置产能将显著提升，凸显规模效应：随着在建的危废处理项目、工业废弃物资源综合利用项目投产后，标的公司将形成覆盖固态无机危险废物、固态有机危险废物和液态危险废物多品类的危废处理能力，预计整体年处置产能将达到177.8万吨，规模优势和协同处置能力将进一步凸显。

③危废处置类型将显著扩大，释放协同效应：（1）处置危废种类将从11大类扩展到27大类，中联环保集团创造性地摸索出无机危废、有机危废和液态危废协同处置技术，进一步提升危废处置的整体经济效益，发挥各产线间的协同效应。（2）江西自立向中能环保采购的铜合金产品金属品位较高，单吨毛利空间大，是多金属回收的优质原料，中能环保的铜合金产品与江西自立的工艺契合度较高。（3）内部供应比例的上升，有利于提高江西自立原材料来源的稳定性，防止极端情况下物料供应短缺。

④公司区位优势明显：目前标的公司建成投产的项目覆盖浙江、江西、江苏等多个省份，江苏省、浙江省危废产生量分别位于全国第二、第四，而危险废物持证单位收集和處理利用能力以及实际收集和處理利用量远低于危废产生量。在目前危废处理行业市场需求快速增长、处理能力存在较大缺口的背景下，标的公司项目与当地紧缺的危废处置品种

相对应，具有明显的区位优势。

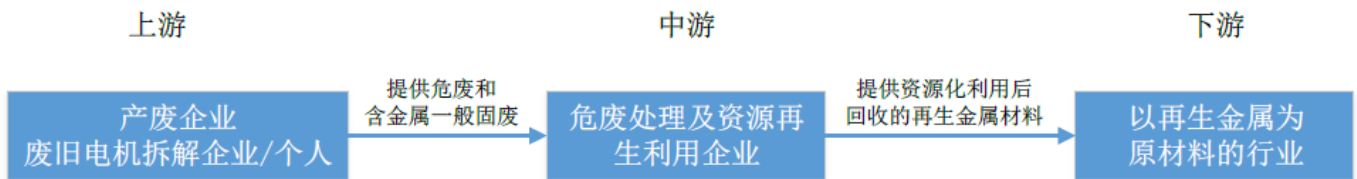
⑤**管理团队经验丰富，技术领先行业。**申联环保集团核心经营管理团队及核心技术团队深耕危废处理行业多年，拥有丰富的专业知识，并对行业有着深刻的理解。公司的高温熔融处理工艺被认定为国际先进水平，江西自立被认定为高新技术企业，共拥有 111 项专利，曾获国务院国家科学技术进步二等奖、江西省人民政府颁发的江西省科学技术进步奖一等奖。

3、公司技术先进，区位优势明显

3.1 全产业链加工，工艺技术行业领先

申联环保集团是拥有危险废物“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，主营业务是危险废物无害化处理及再生资源回收利用。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、兰溪自立、安徽杭富、无锡瑞祺等，通过物理、化学等手段对上游产废企业产生的危险废物及其他固废进行无害化处理；后端：具备资源深加工能力的江西自立，是全产业链布局及闭环构建的重要环节，在处理过程中，富集和回收铜、金、银、钨、锡、镍、铅、锌、锑等各类金属资源。

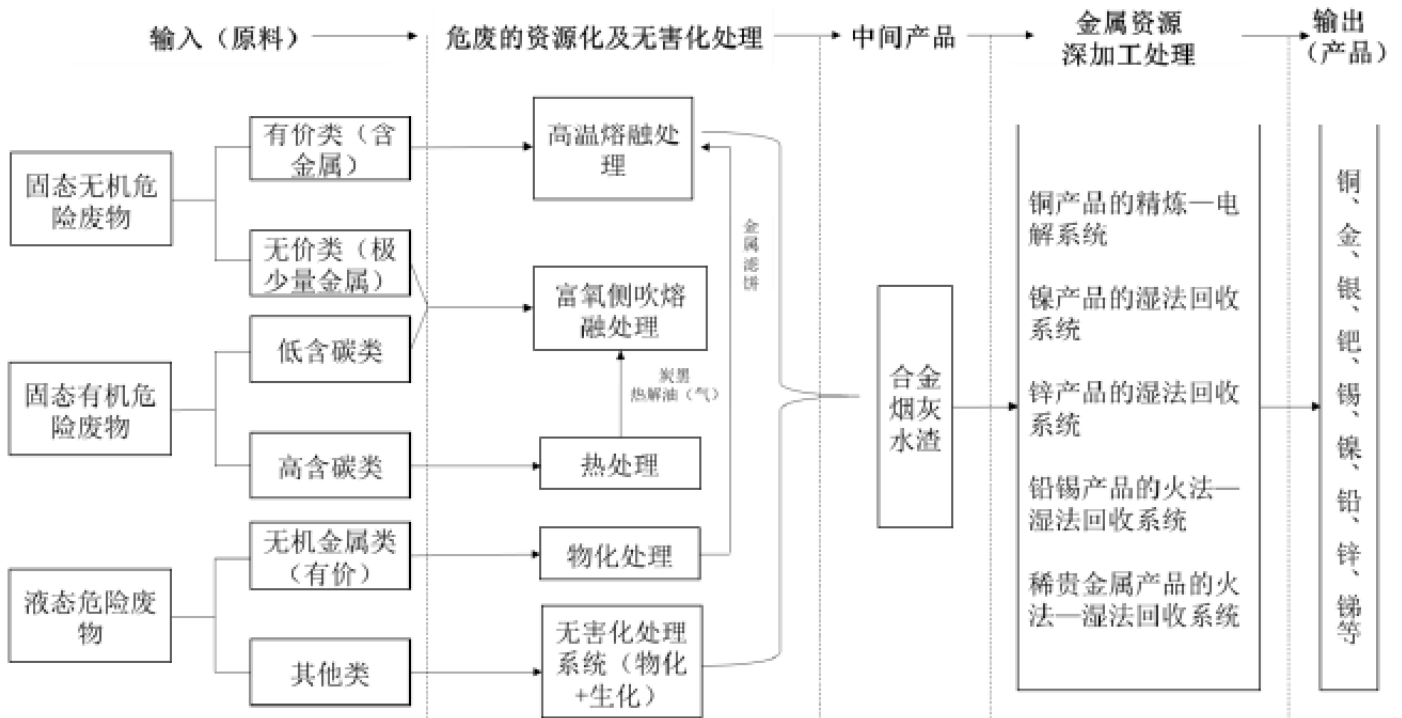
图表 28: 危废行业产业链构成



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

申联环保集团主要盈利模式：①为产废企业提供危险废物处理服务并收取危废处理费用；②在危险废物和含金属一般固体废物的处理过程中，实现可资源化回收金属的富集和生产，并通过销售金属产品实现盈利。其中销售金属产品为盈利的最主要来源。

图表 29: 危废“收集-贮存-无害化处理-资源深加工”全产业链技术路线图

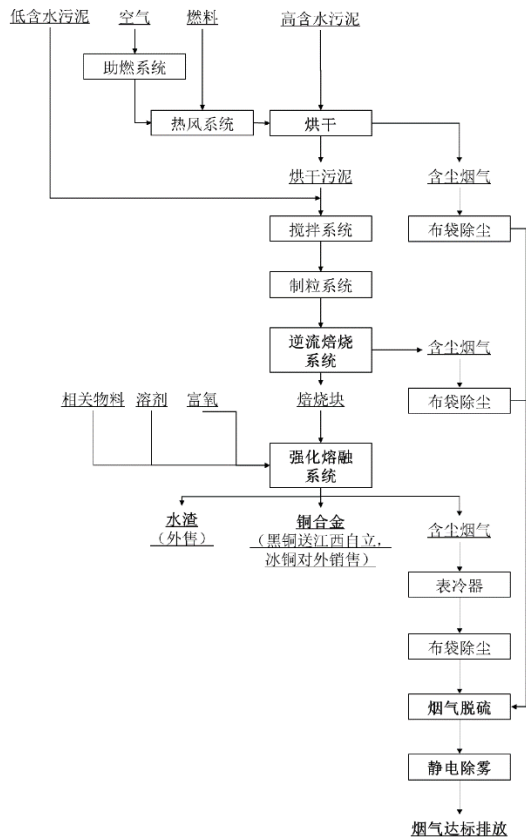


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

中联环保集团采用行业领先的工艺技术和先进装备。实现了危险废物的无害化处理及资源高效回收,“量体裁衣”,针对不同类别的危险废物,采用不同技术和工艺进行无害化处理并实现资源化利用。截至 2019 年 6 月底,江西自立(中联环保集团下属公司)共拥有 111 项专利。作为危险废物无害化处理和资源化的行业龙头之一,中能环保的高温熔融处置在 2015 年被认定为国际先进水平。

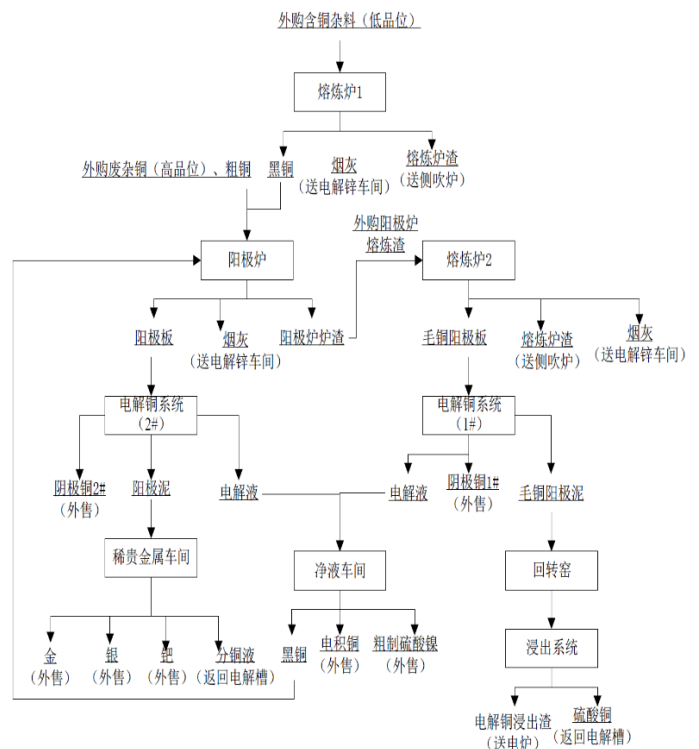
- ✓ 对于固体无机危险废物, 中联环保集团主要采用高温熔融处理工艺, 完成无害化处理的同时, 同步完成多种金属资源的富集和回收, 主要回收铜、金、银、钡、锡、镍、铅、锌、镉等金属。
- ✓ 对于固体有机危险废物, 中联环保集团(由泰兴、兰溪项目进行处理)主要采用热解处理及富氧侧吹熔融处理方式实现无害化, 得到无害化产品炉渣和粗金属锭(可送至江西自立作深度资源化处理)。
- ✓ 对于液态危险废物, 中联环保集团(由在建项目建成后进行处理)主要采用物理、化学及生化处理工艺进行无害化处理。
- ✓ 再生金属资源深度提炼加工技术。主要通过废物再生还原熔融、火法/湿法精炼、侧吹炉再提炼、合金电解等工序, 实现多品类危险废物的无害化处理及深度资源化回收。

图表 30: 高温熔融处理工艺流程图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 31: 电解铜生产工艺流程图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

前端处理: 中能环保是国内多金属危险废物综合利用企业中的综合回收金属元素最多、富集率、回收率最高的企业之一。行业内大部分企业能回收利用废物中富含的铜元素，部分企业拥有回收和利用多金属的能力，且主要集中于回收和利用铜、金、银、钯几类元素，只有 12% 的企业拥有回收利用 5 种以上金属的能力。中能环保凭借其自主研发的高温熔融处理技术等核心技术，可以使得金属回收率、富集率达到最高，故中能环保在采购时，将优先选取金属种类较多的危险废物，使采购每吨危废产生的收益能够最大化。

后端深加工: 江西自立的多金属深度回收能力获得了高度认可，领先行业。江西自立作为主要完成单位之一参与完成的“复杂锡合金真空蒸馏新技术及产业化应用”于 2015 年获国务院国家科学技术进步二等奖；“复杂多金属固废清洁高效资源化关键技术及产业化”于 2017 年获得江西省人民政府颁发的江西省科学技术进步奖一等奖。同行业的危废处置企业普遍产业链较短，大部分尚未进行后端深度资源化的产业布局，将产出的合金产品销售给江西自立进行多金属综合利用。同时，江西自立的多金属综合回收能力在行业中具有一定的稀缺性和行业地位，比如浙江省内不存在与江西自立回收金属种类、规模相当的金属资源化企业。

图表 32: 危废高温熔融处置技术与传统处理技术特性对比

方法对比	高温熔融处置	资源化处置	焚烧	填埋	物化	水泥窑协同处置
基础技术	高含水率的危险固废先经烘干，并制取焙烧料，在加入高温熔融系统的同时配入适量一般固废以提升金属富集效率，最终得到铜合金块与水渣	将具有资源化再利用价值的废物通过萃取、电解除等方法制成产品回收利用	焚烧法在高温分解和深度氧化的综合过程，使可燃性的危险废物氧化分解，达到减少容积，去除毒性的目的	对经过前处理（如脱水、中和、堆肥、固化和稳定化）的废物控制，减少和消除危险废物的危害	利用物理、化学方法将危险威武固定或包封在密实的惰性固体基材中，使其稳定化	将危废投入水泥窑，在进行水泥熟料生产的同时实现对危废的无害化处置
盈利模式	无害化（前端）+资源化（后端）	销售资源化产品		向产废企业收取危废无害化处置费		
毛利率	50%以上	30%	40-50%	50%	30-40%	-
成本构成	运输费、原料费、折旧费、人工费	90%以上为购置废品成本，剩余为人工与制造费用		运输费、原料费、折旧费、人工费		与水泥生产分摊成本，可分为采集成本、处置成本、环境治理成本，不同财务核算方法差异较大
优点	适应范围广，处置能力大，焚烧去除率高，烟气净化程度高有价金属回收率获得突破，处置成本更低，处置效率更高，能耗降低近40%，主要性能指标均优于国际水平	资源循环利用	大幅减量化，节省土地，提供热能	危废最终处理方式，工艺简单，处理成本低廉，处理量大，能超负荷运行	工艺、设备相对简单，材料与运行费用较低	燃烧过程充分，可减少二噁英等污染物排放，已建水泥窑改造，投资规模、处置成本低
缺点	属于危废处置技术前沿领域，需要更高的生产工艺研发投入	收集、出售资源品的价格受周期影响较大，技术工艺粗糙，利润率低	投资额大，回收期长，运营费用高，尾气中二噁英等排放，焚烧飞回还需填埋，灵璧效应较大	使用大量宝贵土地资源，在经济发达地域土地成本高，垃圾渗滤液污染环境	使用种类少，还需进行二次处置	门槛高，需要满足选址、水泥生产要求、环保要求等（如重金属指标）

资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

公司高温熔融处理技术的独特优势：申联环保集团的高温熔融技术领先同行业公司，其高温熔融处置固态无机危废成熟、已取得良好的产业化效果，2015年被认定为国际先进水平，并在国内率先实现高温熔融技术处置有机危废的产业化应用并取得专利，创造性地摸索出无机危废、有机危废和液态危废协同处置技术，申能环保凭借其自主研发的高温熔融处理技术等核心技术，成为国内多金属危险废物综合利用企业中的综合回收金属元素最多、富集率、回收率最高的企业之一。经济效益高，处置成本低，有利于提升申联环保集团的盈利能力，形成较高的竞争壁垒、更强的盈利能力、以及更高的议价权。

✓ 相较于传统的填埋和水泥窑协同处置具有“吃干榨净”的优势，最大程度地进行资

资源化利用，有效降低危废处理的综合成本。

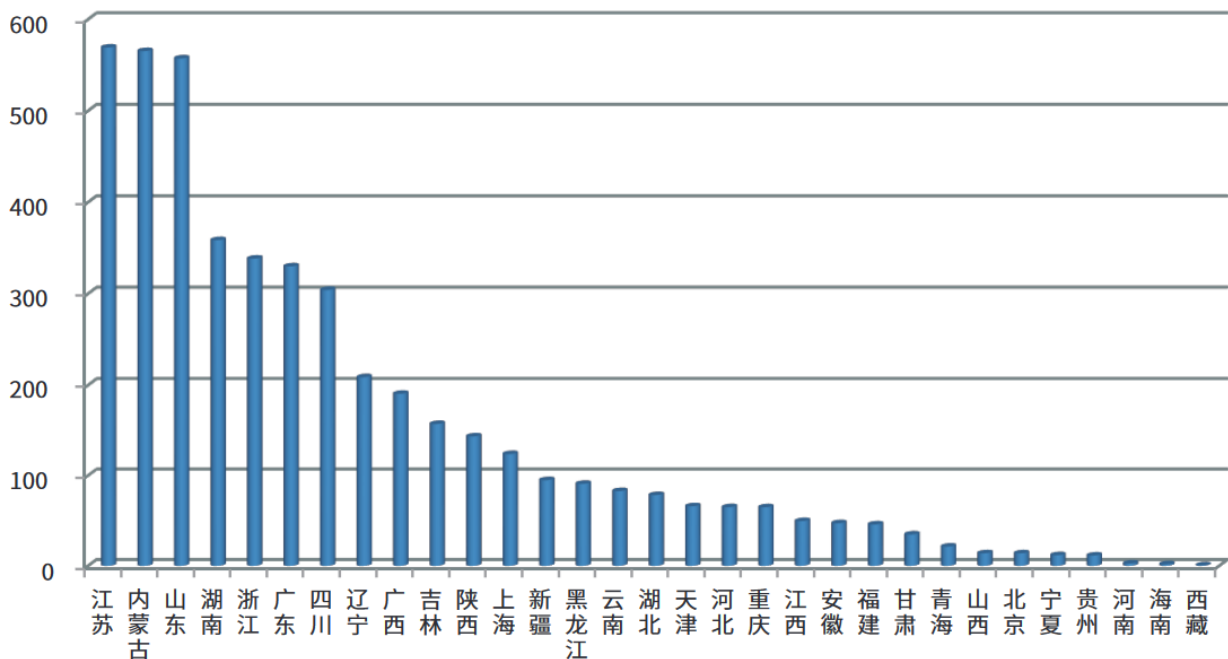
- ✓ 高温熔融技术具备**适应范围广、处置能力大、焚烧去除率高和烟气净化程度高等特点**。
- ✓ 能在危废无害化处理的同时，实现**对低金属含量危险废物中的金属元素的高效富集及回收、对水渣的建材化利用等**。
- ✓ 与传统焚烧工艺相比，危废焚烧厂产生的焚烧底渣仍属于危废，还需进行进一步处理，而申联环保集团能够进行无害化处理和**资源化利用**，真正实现“变废为宝”。仅**12%的企业具备回收利用5种以上金属的能力**，多数企业主要回收利用铜、金、银、钯几类元素，标的公司在此基础上，可进一步回收利用锡、镍、铅、锌、锑等金属及化合物。
- ✓ 经过长期探索和不断技术积累，申联环保集团有效降低了**高温熔融工艺的处置成本，能耗降低近40%，减少了渣相中玻璃化的金属含量，提高了危险废物中金属的回收效率**，目前技术工艺处于行业领先水平。
- ✓ 使用该技术处置电镀污泥，**有价金属回收率高，同时解决了电镀污泥还原熔炼时熔渣粘稠、易结瘤、炉料难下行、炉龄短且频繁死炉等问题**。

“火法—湿法”综合嵌套使用的再生金属资源深度提炼加工技术：针对成分复杂的再生金属物料或者混合金属锭，江西自立开发了多金属定向分离技术，通过多年实践探索，总结出一套“火法—湿法”综合嵌套使用的深度提炼加工技术，并成功实现了大规模的产业化应用。对于成分复杂的含金属物料或者金属锭，该技术能进行深度提炼，回收多种金属，“消除危害”的同时“变废为宝”。江西自立多金属综合利用产业示范项目被国家工信部评为“国家资源再生利用重大示范工程”，相关技术获得国家科技进步二等奖、江西省科技进步一等奖等多项殊荣。

3.2 立足浙江、江西、江苏、湖南、辽宁，公司所处区位优势明显

区位优势明显。申联环保集团下属的泰兴申联地处江苏，中能环保和兰溪自立地处浙江，江西自立可覆盖江西和广东市场，净洋环保下属的湖南申联、湖南叶林地处湖南，辽宁申联递出辽宁，其中江苏、浙江、湖南的产废量居全国前五，广东、辽宁的产废量全国前十，区位优势明显。

图表 33: 2018 年各省（区、市）工业危险废物产生情况（万吨）



资料来源：生态环境部，国盛证券研究所

浙江地区的产废量居全国第四，种类错配痛点待解决。浙江作为民营经济最发达的省份之一，产业结构以电池生产、环保、电镀、基础化工为主，危废产量逐年增长，目前浙江及周边地区危废处置处于供不应求的状态。根据《中国统计年鉴 2019》，浙江省 2017 年危废产生量 342 万吨，同比增长 46.8%，根据《浙江省危险废物利用处置设施建设规划修编(2019-2022 年)》，预计 2019/2020/2022 年危废产量分别为 480/510/555 万吨。虽然证载产能 793 万吨/年，但考虑到实际产废量高于统计口径，以及《浙江省危险废物利用处置设施建设规划修编(2019-2022 年)》提到浙江省“处置能力仍存在缺口，主要表现在区域不平衡、种类不匹配”、“由于处置单位违法被关停、故障检修等突发情况，技术水平参差不齐、运行负荷低等实际情况，设计能力与实际利用处置能力存在一定差距，处置能力与产生量 1:1 匹配客观上无法满足危险废物实际处置需要”，表明对处置能力的需求超过危废实际产量，目前尚存在产能缺口。

- ✓ **申能、兰溪项目解决当地危废痛点。**浙江省的表面处理污泥、焚烧飞灰、油泥、废盐等危废种类的处置能力较为缺乏，而申能环保和兰溪自立处置范围内的 HW17 表面处理废物主要处置表面处理污泥；HW18 焚烧处置残渣主要处置焚烧飞灰；HW04 农药废物、HW11 精馏残渣主要处置废盐；HW08 废矿物油与含矿物油废物主要处置油泥。由上可见，申能环保和兰溪自立的无机危废处置产线能在表面处理污泥、焚烧飞灰上补充浙江省的处置能力，兰溪自立的有机危废处置产线能在废盐上补充浙江省的处置能力，可高效对接上述市场的危废。
- ✓ **体量全省领先，优势大。**从核准的证载产能上看，申能环保是浙江省单体处置规模最大的危废处置企业，综合实力较强，规模优势和技术优势明显。申能环保的技术优势、地缘优势及规模优势在未来年度仍能为其带来一定的议价能力。

江苏省危废产量全国第二，泰兴申联望有效对接市场需求。根据《中国统计年鉴 2019》，2017 年江苏省危废产生量 436 万吨，同比增长 24.1%，考虑到企业瞒报情况，结合 2017 年第一次污染普查数据与当年官方危废统计口径对比，估算 2017 年江苏省实际危废产生量为 890 万吨。根据江苏省生态环境厅数据，截至 2019 年 3 月江苏省共核准危废总产能 1203 万吨/年，证载产能全国第一，但有效产能不足，根据《2018 年江苏省生态环境状况公报》，处置类有效产能占总处置类证载产能的比例约为 45%。且江苏省产能配置失衡，大量危废（2017 年跨省移出 100.8 万吨）移出处置，危废移出的主要品种为铅蓄电池相关危废、含铜污泥、表面处理污泥等，而泰兴申联未来的产线及产能恰好可覆盖江苏省跨省移出的含铜污泥、表面处理污泥等危废处置需求。

江西省有色金属资源禀赋优越，利于江西自立的深度加工回收。江西省铜矿资源丰富，铜储量居全国之首，拥有多个大型有色金属产业基地，并配备完善的配套设施。有色金属工业企业生产的产品/半成品或者生产过程中产生的含金属废渣或烟尘灰是江西自立的重要原材料来源，江西自立除向申能环保采购铜合金产品、烟尘灰之外，也从外部供应商采购铜合金产品、冶炼废渣、含金属废料、烟尘灰等原材料。作为申联环保集团业务体系的重要一环，在江西设立资源深加工基地江西自立是申联环保集团打通危废无害化和深度资源化，构建前后端一体化、综合收益最大化的产业布局和协同体系的重要部署。

4、受益基建发力、核电重启，传统水电、核电业务迎机遇

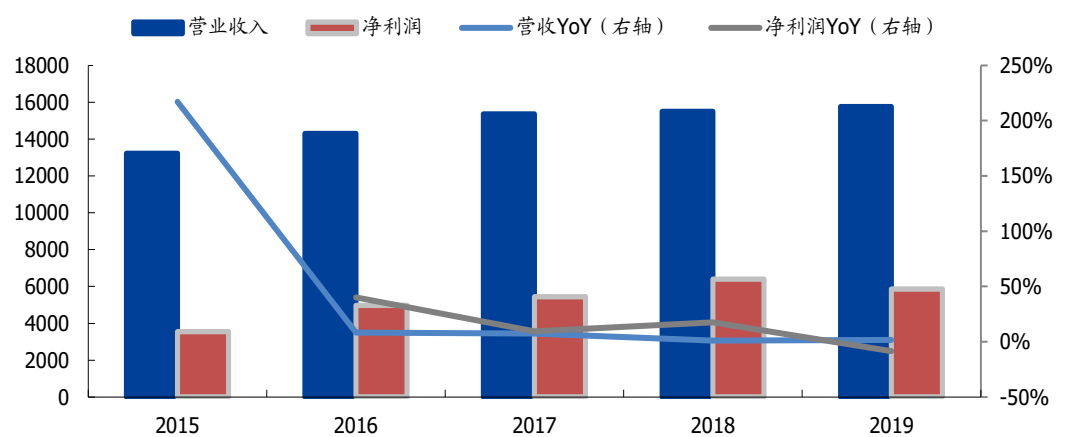
公司是国内最大民营水电设备企业，基建发力带来发展新机遇。公司水电设备业务起家，随着国家“一带一路”战略规划的逐步推进，公司加大了海外水电业务的开拓力度，尤其是东南亚水电市场，同时积极探索水电业务新模式，通过投资水电站项目带动水电设

备出口。近年来通过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入合作，提升了公司在行业内的技术领先性。过去几年因为国内水电装机增速持续下滑、行业竞争格局持续恶化等原因，公司水电设备业务表现不佳，但今年以来基建发力，公司水电设备订单良好，望迎来发展新机遇。

公司望受益于核电重启。华都公司 2015 年发展较快，主要是 2015 年为中国“核电重启元年”。去年举行的中国核能可持续发展论坛上，生态环境部副部长、国家核安全局局长刘华表示，中国将在确保安全的前提下继续发展核电。华都近几年增长平稳，未来望充分受益核电重启。

- ✓ 公司子公司华都公司是目前国家着力推行并且随着“一带一路”走出国门、拥有自主知识产权的“三代”核电技术“华龙一号”控制棒驱动机构的唯一供应商。
- ✓ 在合作单位的通力协助下，由浙富控股主导 **600MW 第四代商用快堆液态金属核主泵的研制取得重大进展**，浙富水电公司承制的全球体型最大、中国首台 600MW 第四代商用快堆液态金属核主泵工程样机于 2019 年 11 月 24 日在其整机试验台上通过试运行测试，各项指标符合预期。**第四代核电是未来核电的发展方向**，快中子反应堆已成为第四代核电站的首选堆型，代表了第四代核能系统的发展方向，将有效解决核燃料供给问题，具有更好的经济性，安全性高，形成核燃料闭式循环，提高铀资源利用率，对促进我国核能可持续发展和经济建设具有重要意义。中国首台 600MW 第四代商用快堆液态金属核主泵工程样机试运行成功，标志着我国在第四代核电商用快堆核心部件研制取得重大突破，也凸显了浙富控股不断创新的技术研发能力和世界一流的制造能力。
- ✓ 华都公司于 2020 年 6 月中标示范快堆 LOT566A - 1 号机组、2 号机组的一体化扩散型氦计项目设备。合计中标总金额约 **1.90 亿元**，其中 1 号机组设备已签署合同。

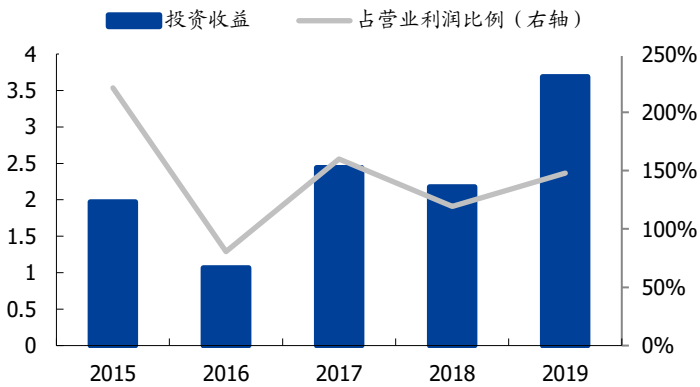
图表 34: 核电业务 2015-2019 营业收入与净利润变化情况(万元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

除水电、核电设备外，公司过去几年积极推动业务转型，投资二三四五、灿星文化等互联网、传媒、金融新兴领域公司，投资收益良好，未来有望持续贡献利润。

图表 35: 公司 2015-2019 年投资收益及占比 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 36: 互联网、传媒、金融等新兴领域投资项目



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5、盈利预测

投资建议:

公司重组完成后形成全产业链布局的危废龙头企业,技术领先、小金属富集回收能力强,且产能布局的区位优势明显,近两年产能集中释放,在环保督查趋严的背景下,未来发展值得期待。预计 2020-2022 年归母净利润分别为 15.7/19.2/23.1 亿元, EPS 分别为 0.29/0.36/0.43 元。对应 PE 分别为 13.7X/11.2X/9.3X。此外,公司传统主业在基建发力背景下,望迎来新机遇,首次覆盖,给予“推荐”评级。

核心假设:

- (1) **营收预测:** 2020-2022 年,我们预计总收入分别为 115.1/131.3/144.3 亿元。其中清洁能源设备 2020-2022 年营收保持 2.0% 的增长率,其他主营业务 2020-2022 年营收保持在 4000 万元;申能环保危废处置业务 2020/2021/2022 年营收同比增长 11.1%/12.5%/11.1%。申能环保资源化产品业务同比增长 -6.5%/1.7%/2.5%;江西自立 2021/2022 年营收同比增长 10.0%/10.0%;兰溪自立营收同比增长 79.4%/23.4%;泰兴申联营收同比增长 53.2%/28.7%;申联环保本部营收同比增长 5.0%/3.0%。
- (2) **毛利率:** 清洁能源设备 2020/2021/2022 年毛利率维持在 18.5% 水平;申能环保危废处置业务毛利率分别为 54.0%/53.9%/53.8%,申能环保资源化产品毛利率分别为 37.4%/38.0%/39.0%;江西自立毛利率分别为 20.0%/22.0%/24.0%;兰溪自立毛利率维持在 20.8% 水平;泰兴申联毛利率分别为 40.6%/42.5%/42.8%;申联本部毛利率保持在 1.5% 水平,其他主营业务毛利率保持在 70.0% 水平。

图表 37: 营收预测拆分 (单位: 亿元)

	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	10.8	115.1	131.3	144.3
	-1.8%	961.9%	14.1%	9.9%
清洁能源设备	10.0	10.2	10.4	10.6
	2.4%	2.0%	2.0%	2.0%
中能环保-危废处置	2.4	2.6	3.0	3.3
	98.7%	11.1%	12.5%	11.1%
中能环保-资源化产品	9.4	8.7	8.9	9.1
	-14.9%	-6.5%	1.7%	2.5%
江西自立		49.9	54.9	60.4
			10.0%	10.0%
兰溪自立	-	7.1	12.8	15.8
			79.4%	23.4%
泰兴中联	-	6.4	9.8	12.6
			53.2%	28.7%
中联本部		29.6	31.1	32.0
			5.0%	3.0%
其他主营业务	0.4	0.4	0.4	0.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 38: 毛利率预测拆分 (单位: %)

	2019	2020E	2021E	2022E
综合毛利率	18.95	18.58	20.24	21.66
清洁能源设备	18.08	18.50	18.50	18.50
中能环保-危废处置	56.35	53.98	53.94	53.82
中能环保-资源化产品	44.97	37.40	38.01	39.03
江西自立	16.98	20.00	22.00	24.00
兰溪自立	-	20.84	20.84	20.84
泰兴中联	-	40.64	42.46	42.79
中联本部		1.50	1.50	1.50
其他主营业务	67.01	70.00	70.00	70.00

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

相较于可比公司, 浙富控股估值具有一定优势。与近年收购危废处置资产上市公司相比, 选取 A 股危废处置龙头东江环保, 及与标的公司业务模式及发展阶段类似的润邦股份、金圆股份、中再资环、高能环境作为可比公司进行比较, 2020-2022 年行业平均 PE 估值分别为 13.9X/11.6X/9.9X, 浙富控股 PE 分别为 13.7X/11.2X/9.3X, 相较之下, 浙富控股估值具有一定优势。

图表 39: 可比公司归母净利润增速、PE 估值比较

公司简称	归母净利润增速				PE			
	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
浙富控股	46.9%	872.0%	22.7%	20.2%	50.5	13.7	11.2	9.3
东江环保	3.9%	24.4%	21.9%	19.9%	18.7	15.8	13.2	11.4
润邦股份	114.3%	98.7%	20.4%	17.1%	20.3	15.3	12.7	10.9
金圆股份	34.3%	68.7%	17.1%	17.0%	14.3	8.7	7.4	6.3
中再资环	27.1%	26.3%	12.9%	12.7%	17.7	13.1	11.6	10.3
高能环境	26.9%	29.5%	23.2%	19.1%	15.5	16.7	13.6	11.4
行业平均	42.2%	186.6%	19.7%	17.7%	22.8	13.9	11.6	9.9

资料来源: Wind 一致预测, 国盛证券研究所

6、风险提示

1.宏观经济下行影响原材料供给: 宏观经济处于下行周期时, 工业企业开工率下降, 工业危险废物的产生量会减少。可能会影响标的公司的原料供给情况及市场议价能力, 进而导致标的公司的经营业绩出现波动甚至下滑的风险。

2.投产进度不达预期: 目前市场上对危废处置服务供不应求, 新增产能是提升业绩的有效手段之一。项目从取得用地审批、立项核准或备案、环评批复等各项审批核准, 至建设完成、投产运行的时间周期较长, 投产进度不达预期可能会导致业绩增长放缓。

3.危废转移政策变动风险: 若标的公司危废处置项目所在地省份或者所收集的危废来源地省份出台关于危废跨省转移的相关限制性规定或者增加审批程序或审批难度, 将对公司危废来源和生产稳定性产生不利影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com