

2020 年 06 月 12 日

润邦股份 (002483.SZ)

布局危废蓝海，未来大有可为

■ **高端装备龙头，积极布局环保：**润邦股份成立于 2003 年 9 月，早期专业从事高端装备业务产品的设计研发、制造销售及服务。因装备行业受周期性影响显著，公司自 2015 年开始通过并购、参股、并购基金等在内的多种形式拓展环保业务，进军污泥处理处置与危废医废处理处置领域。公司提出“高端装备板块与环保板块双轮驱动”的战略方针后业绩回暖，盈利能力明显提高。2019 年公司实现收入 23.14 亿元，同比增长 18.02%。归母净利润 1.40 亿元，同比增长 114.26%。2019 年 ROE（加权）为 5.5%，同比提高 2.83pct，是近 5 年最高水平。

■ **收购危废龙头中油环保，打开危废新篇章：**公司 2020 年 3 月完成增发收购中油环保剩余股权，中油环保成为公司全资子公司。中油环保系危废处理行业的领军企业，具备区位、产能、工艺优势。作为危废龙头，公司已建成投产 5 个危废处置项目、7 个医废处置项目，具备危废医废处理能力 24.26 万吨/年，预计 2020 年还有 2 个新建项目投产运营，将新增危废处理能力 9.50 万吨/年，其危废产能正加速释放中。随着公司新项目的陆续投产以及产能利用率爬坡，公司危废板块业绩有望持续提升。

■ **危废无害化大有可为，行业整合大势所趋：**随着我国经济的发展与工业化水平的提高，近年来我国危险废物产生量呈现持续增长态势。一方面来自技术提高催生危废存量市场释放空间，另一方面来自每年由于各行业生产增长而产生的危险废弃物以及市场规范化发展的增量市场。而危废经过焚烧处理后，其体积可减量到处理前的 5%-10%，相比其他方法最大限度的实现了减量化。危废无害化市场空间广阔，整个行业处于小而散的状态，给头部企业提供了较多的并购机会。2020 年一季度末公司资产负债率 46.11%，货币资金 8.61 亿元。2019 年经营性现金流持续改善，健康的财务报表奠定扩张基础，后续危废项目并购+内生增长双驱动，产能有望进一步快速扩张。

■ **新一轮基建投资热潮启动，装备业务有望显著获益。**公司的高端装备主要在物料搬运装备、海上风电装备领域。公司在物料搬运装备领域已具有较强的技术和品牌优势，“杰马/GENMA”品牌起重机已逐步走向国际市场，其产品适用于不同类型的港口、码头对物料搬运设备的需求。全国新一轮项目投资开工热潮随着疫情缓解逐步启动，公司通用设备业务将受益于大规模的基建类投资。

■ **投资建议：**公司作为高端装备行业龙头，大力布局环保板块，未来重点发展危废领域，公司业绩有望快速增长。我们预计公司 2020 年-2022 年的 EPS 分别为 0.29、0.38、0.46，对应 PE 倍数分别为 15.6、11.7、9.8；首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 5.6 元。

■ **风险提示：**业务整合风险，项目推进进度不及预期，市场竞争加剧

公司深度分析

证券研究报告

起重运输设备

投资评级 **买入-A**

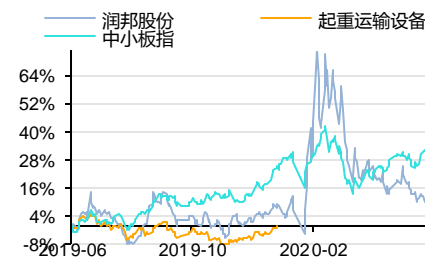
首次评级

6 个月目标价：**5.6 元**
 股价（2020-06-11）**4.46 元**

交易数据

总市值（百万元）	4,202.61
流通市值（百万元）	2,993.55
总股本（百万股）	942.29
流通股本（百万股）	671.20
12 个月价格区间	3.66/6.94 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.9	-28.85	-19.12
绝对收益	-4.9	-27.48	13.94

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080002
 shaoli@essence.com.cn
 021-35082107

马丁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520040001
 mading@essence.com.cn
 010-83321051

汪磊

报告联系人

wanglei4@essence.com.cn

相关报告

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	1,960.5	2,313.7	3,295.7	3,676.9	3,983.0
净利润	65.5	140.3	269.0	358.3	430.1
每股收益(元)	0.10	0.21	0.29	0.38	0.46
每股净资产(元)	2.68	2.78	3.24	3.46	3.73
盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	64.2	30.0	15.6	11.7	9.8
市净率(倍)	1.7	1.6	1.4	1.3	1.2
净利润率	3.3%	6.1%	8.2%	9.7%	10.8%
净资产收益率	2.6%	5.3%	8.8%	11.0%	12.2%
股息收益率	0.8%	1.1%	2.7%	3.6%	4.0%
ROIC	1.5%	2.7%	13.0%	11.6%	16.1%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

内容目录

1. 高端装备龙头，积极布局环保	5
1.1. 专注深耕高端装备，转型进军环保行业	5
1.2. 稳扎稳打，业绩拐点已至	6
1.3. 基建红利，装备业务有望起航	9
2. 布局环保，意在危废	10
2.1. 外延并购打造环保版图	10
2.2. 收购危废龙头中油环保，打开危废新篇章	11
2.3. 污泥处置市场有望提速，污泥耦合发电迎机遇	13
3. 危废无害化大有可为	15
3.1. 危废市场：存量增量双重需求	15
3.2. 危废无害化是最终归宿	17
3.3. 新冠肺炎带动医废需求	19
4. 投资建议	20
5. 风险提示	21

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司股权架构图（截止 2020 年一季报）	6
图 3：公司主要两大业务	6
图 4：2019 年收入分布图	7
图 5：公司近 5 年收入分布变化情况	7
图 6：营收及变化趋势	7
图 7：归母净利润及变化趋势	7
图 8：公司三费支出情况	8
图 9：期间费率和研发费率情况	8
图 10：资产和存货周转率提高	8
图 11：公司收现比持续上升	8
图 12：现金流变化情况	8
图 13：公司综合毛利率和净利率变化	9
图 14：ROE 变化情况	9
图 15：公司物料搬运解决方案相关装备	10
图 16：公司海洋工程解决方案相关装备	10
图 17：公司环保业务组织架构和股权结构	10
图 18：我国危废经营许可证数量情况（份）	11
图 19：我国危废处置能力（万吨）	11
图 20：收购中油环保历程图	11
图 21：中油环保收入分布情况（按业务结构，万元）	12
图 22：中油环保产能变化情况（吨/年）	12
图 23：中油环保 2018 年危废收入分布情况（按地域）	12
图 24：江苏、山东省占全国产废比例超过 1/3（2017 年）	12
图 25：中油环保实际业绩和业绩对赌情况（亿元）	13

图 26: 中油环保分布毛利率情况.....	13
图 27: 中油环保并表对母公司收入影响 (亿元)	13
图 28: 中油环保并表对母公司净利润影响 (亿元)	13
图 29: 污泥处置市场空间 (亿元)	14
图 30: 2017 年我国污泥处置方式.....	14
图 31: 全国危险废物产生量及增速 (万吨, %)	15
图 32: 医疗废物产生量及增速 (万吨, %)	15
图 33: 2015 年我国危险废物组成 (%)	16
图 34: 2015 年工业危险废物产生量行业分布 (%)	16
图 35: 2011 年来累计危废贮存量 (万吨, %)	16
图 36: 2017 年各省危险废物贮存量及贮存率 (万吨, %)	16
图 37: 危险废弃物处理处置流程.....	17
图 38: 危险废弃物的资源化利用 (回收再利用)	17
图 39: 我国危险废物资源化利用情况 (%)	17
图 40: 2017 年危险废弃物处理处置利用占比情况 (%)	17
图 41: 资源化利用与无害化处置变动情况 (%)	18
图 42: 综合利用产能及利用率 (万吨/年, %)	18
图 43: 危险废物处理处置技术路线.....	18
图 44: 危险废物处置焚烧工艺.....	19
图 45: 医废收入和产能变化.....	20
图 46: 医废处置单价变化.....	20
表 1: 中油环保产能情况.....	12
表 2: 中油环保处置工艺情况.....	12
表 3: 绿威环保核心技术介绍.....	14
表 4: 公司医废收费标准.....	20

1. 高端装备龙头，积极布局环保

1.1. 专注深耕高端装备，转型进军环保行业

江苏润邦重工股份有限公司（以下简称“润邦股份”）成立于2003年9月，早期专业从事高端装备业务产品的设计研发、制造销售及服务。2010年9月公司在深交所挂牌上市。2015年公司提出“高端装备板块与环保板块双轮驱动”的战略方针，在危废、医废处理处置和污泥处理处置等环保领域展开业务布局。2020年新冠肺炎疫情爆发以来，公司旗下中油环保为服务区内医疗废物的收集和处置工作做出了突出贡献，并尽其所能驰援武汉，受到国家生态环境部办公厅的书面通报表扬。

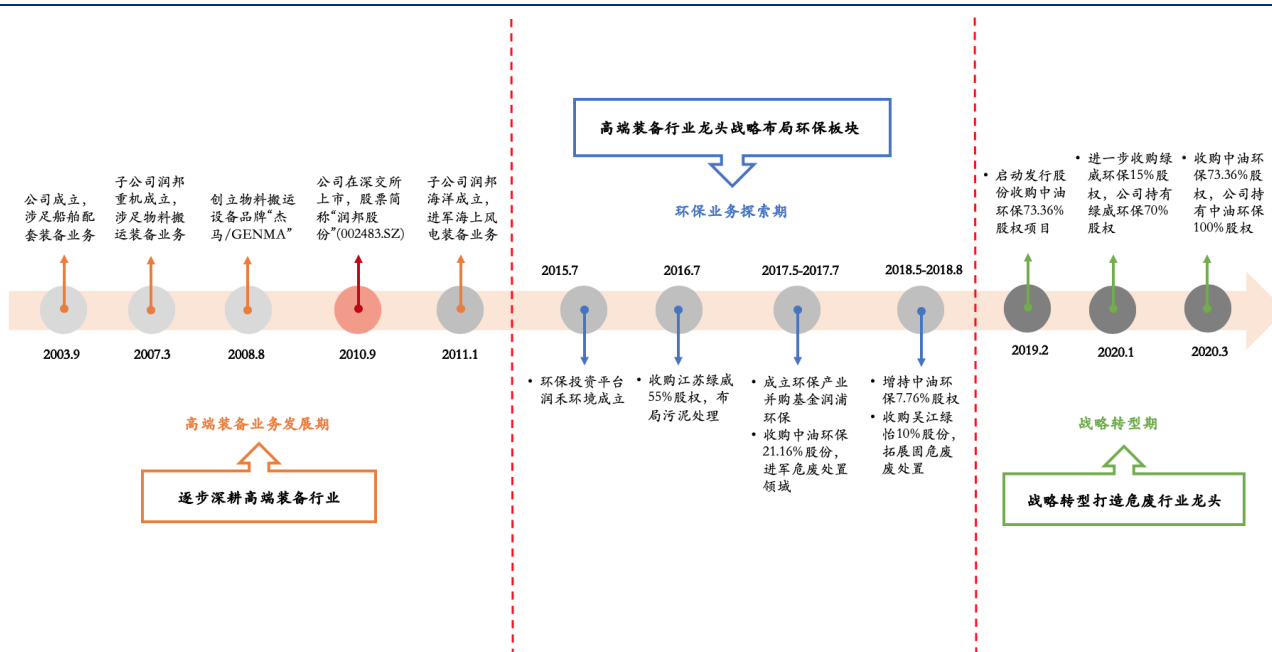
公司纵横行业近二十年，发展历程可被分为三个阶段：

高端装备业务发展期（2003-2015年）：公司通过深耕高端装备行业，推动品牌市场国际化进程，逐步成为行业龙头。其业务涵盖各类物料搬运装备、海上风电装备等高端装备，遍布东南亚、南美、欧洲、非洲、澳洲等海内外50多个国家和地区。

环保业务探索期（2015-2019年）：2015年以来公司提出“高端装备与环保板块双轮驱动”的高效发展模式，一方面，公司持续扩张高端装备业务；另一方面通过并购、参股、并购基金等在内的多种形式拓展环保业务，进军污泥处理处置与危废医废处理处置领域。

战略转型期（2019年至今）：为进一步优化产业布局、提高公司运营效率，公司加快业务转型升级，进一步聚焦主业。环保方面，公司完成增发收购中油环保剩余股权，中油环保成为旗下全资子公司。公司在不断推进品牌市场国际化的同时，持续扩张环保业务，力争打造危废处理处置龙头。

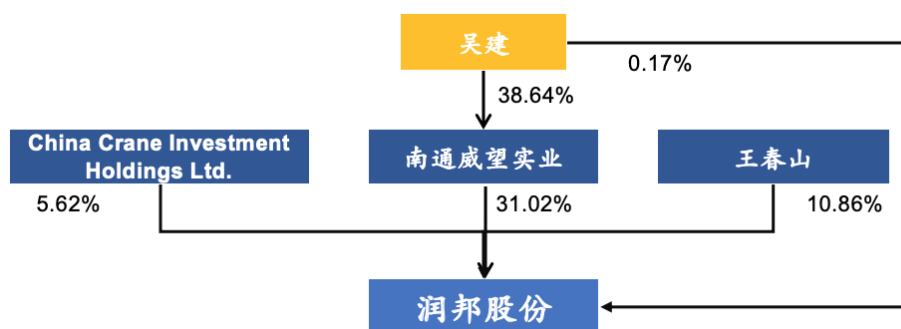
图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司实际控制人为吴建先生，其通过持有公司控股股东南通威望实业有限公司股权的方式，间接持有公司股份约12%。吴建先生为高级经济师，在高端装备行业经验丰富。2009年公司股份制改造设立润邦股份以来，吴建先生开始担任公司董事长兼总裁，同时兼任南通威望实业有限公司执行董事一职。公司因增发收购中油环保，原中油环保大股东王春山持有公司10.86%股份，系公司第二大股东。

图 2：公司股权架构图（截止 2020 年一季报）

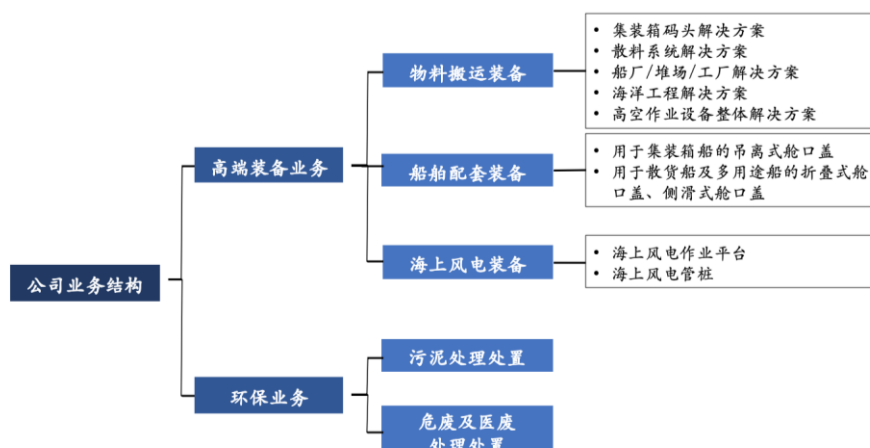


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 稳扎稳打，业绩拐点已至

公司从 2015 年逐步布局环保业务,2016 年收购绿威环保 55% 股权,切入污泥处置领域,2017 年投资设立润浦环保并购基金,随后陆续收购中油环保 26.64% 股权和绿怡固废 10% 股权,进军危废处置领域。2020 年 3 月,完成收购中油环保剩余 73.36% 股权,实现对中油环保的全资控股。公司目前主营高端装备和环保两大业务,高端装备业务主要实行按订单生产、以销定产的经营模式,环保业务则通过特许经营、EPC+O、托管运营、提供环保服务等模式。

图 3：公司主要两大业务



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

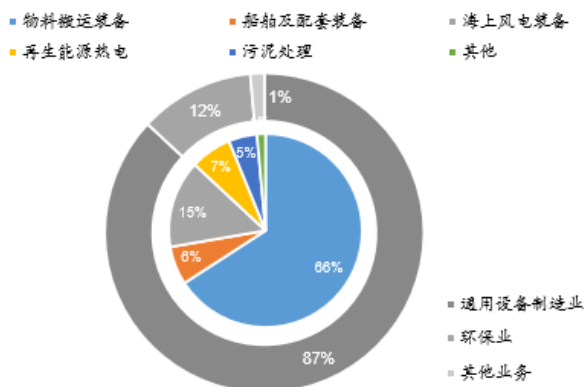
公司深耕高端装备领域多年,装备业务依旧是其主要收入来源。2019 年装备收入 20.1 亿元,同比增长 18.9%, 占总收入比例为 86.9%。装备行业受周期性影响显著, 业绩有所波动。

公司高端装备业务核心产品“杰马/GENMA”品牌物料搬运装备广泛应用于港口、码头、堆场、矿山、船厂、海上风电等领域,相关产品如移动式港口起重机、气力式卸船机等在全球范围内目前仅有为数不多的几家厂商可以提供。公司拥有的欧洲知名重质散料系统解决方案品牌“KOCH”,相关产品如堆料机、取料机、卸船机、输送机等运用于各类矿山、港口、堆场等场所的矿石、煤炭等重质散料的装卸和搬运。

同时,公司海上风电装备业务将受益于我国目前海上风电产业的快速发展。根据各沿海省份关于海上风电场的规划,到 2030 年海上风电规划装机目标有望达到 66.5GW。2020 年 6 月 2 日,公司所在地江苏省南通市当地政府发布了《南通市打造风电产业之都三年行动方案(2020~2022 年)的通知》,《通知》明确,着力建设海上风电装备制造、海上风电运维、海洋新兴产业三基地和风电科技研发、风电设备检测、风电智慧大数据三中心,将南通打造成为风电产业之都,形成千亿级风电产业集群。海上风电产业的蓬勃发展,将有力促进市场对

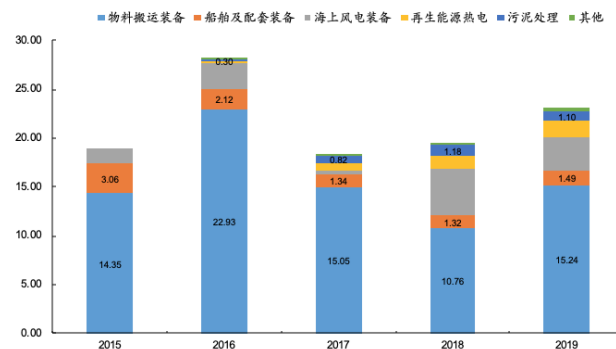
公司海上风电作业平台、海上风电管桩等海上风电装备产品的需求。作为国内首座适用于近海海域自升式风电安装作业平台的提供商，公司已为多家客户提供了多台套海上风电安装平台及海洋风电安装起重和提升装置整体解决方案，目前公司子公司润邦海洋具备了为市场每年提供 20 万吨海洋风电管桩的产能规模。

图 4：2019 年收入分布图



资料来源：wind，安信证券研究中心

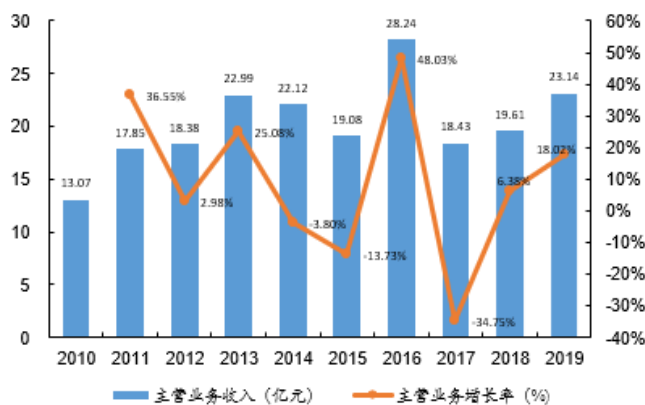
图 5：公司近 5 年收入分布变化情况



资料来源：wind，安信证券研究中心

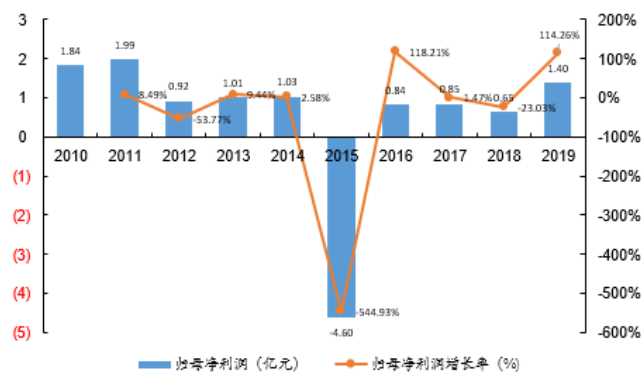
2017 年以后公司业绩逐渐回暖，呈稳定增长趋势。2019 年公司实现收入 23.14 亿元，同比增长 18.02%。归母净利润 1.40 亿元，同比增长 114.26%。另一方面，公司费用管控良好，期间费率呈现波动下降趋势，管理费用管控收效显著。2018 年公司期间费用率 11.1%，同比下降 8.6pct。公司对研发的支持力度较高，2019 年公司研发费用支出达到 1.88 亿元，同比增长 21.54%。目前公司旗下现拥有“高新技术企业”四家、省级“企业技术中心”三个、“江苏省民营科技企业”四家。

图 6：营收及变化趋势



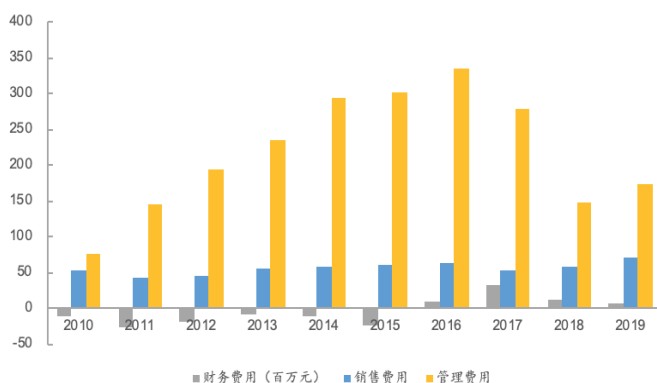
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 7：归母净利润及变化趋势



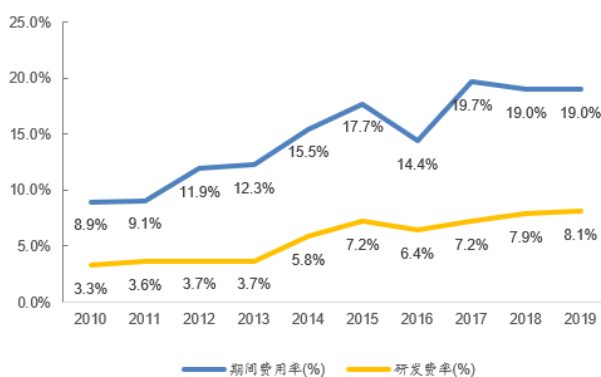
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 8：公司三费支出情况



资料来源：wind，安信证券研究中心

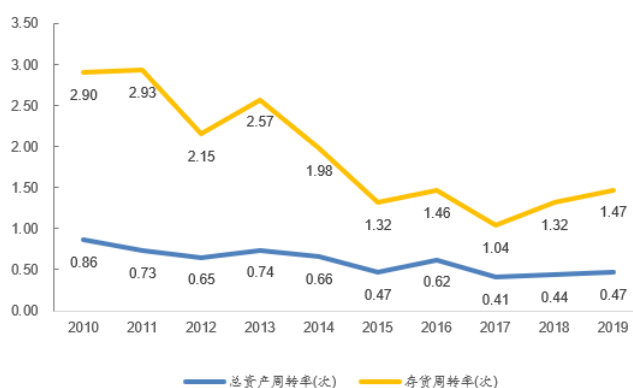
图 9：期间费率和研发费率情况



资料来源：wind，安信证券研究中心

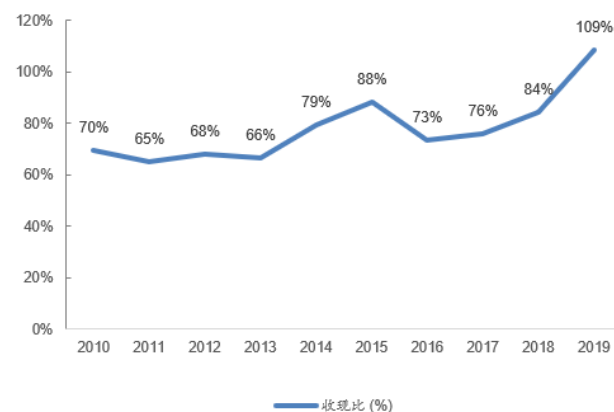
加强库存管理和回款，现金流持续向好。公司近几年加强库存管理，存货周转率有所好转，同时公司大力管控回款，收现比持续提高，2019 年收现比为 109%，同比提高 25pct。相对应的是公司现金流得到大大改善，2019 年经营净现金流为 3.4 亿，同比增长 876.45%。

图 10：资产和存货周转率提高



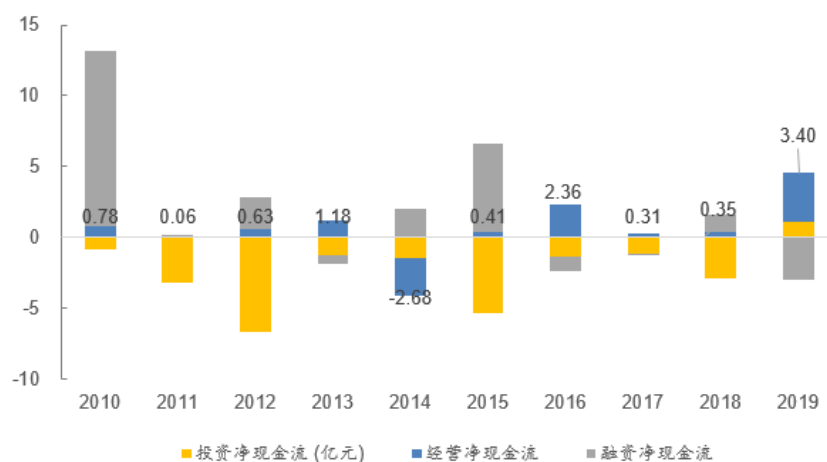
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 11：公司收现比持续上升



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 12：现金流变化情况

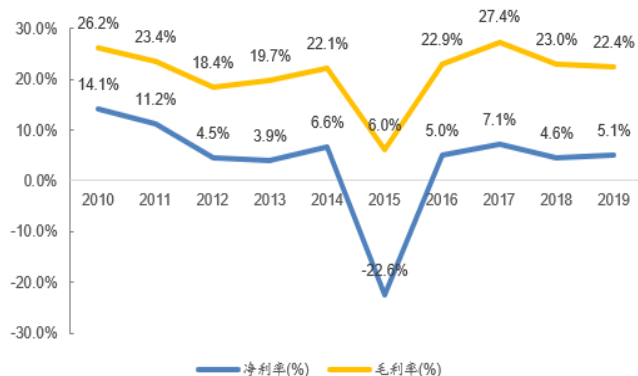


资料来源：wind，安信证券研究中心

两条腿走路，环保增厚利润。近五年来公司在有效控制成本、提升利润方面作了大量努力，毛利率保持稳健水准，基本维持在 20% 左右，2019 年综合毛利率为 22.4%。危废业务毛

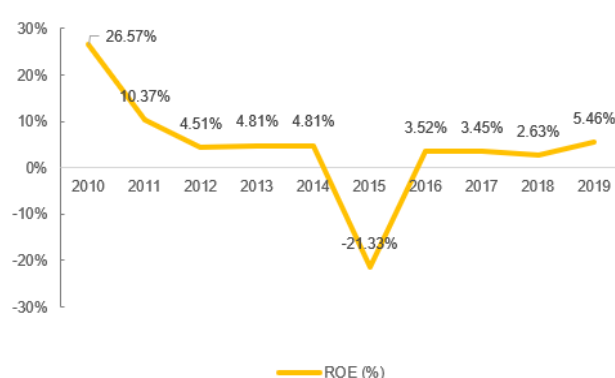
利率较高，并表中油环保以后公司综合毛利率有望进一步提升。从 ROE 角度来看，2019 年公司 ROE 为 5.46%，同比提高 2.83pct，是近 5 年最高水平。我们认为未来随着中油环保下各项危废项目投产及产能利用率的逐步攀升，将显著增厚公司利润，提高盈利能力。

图 13：公司综合毛利率和净利率变化



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 14：ROE 变化情况



资料来源：wind，安信证券研究中心

1.3. 基建红利，装备业务有望起航

公司的高端装备主要在物料搬运装备、海上风电装备领域。公司在物料搬运装备领域已具有较强的技术和品牌优势，拥有省级“特种起重装备工程技术研究中心”，物料搬运装备品牌“杰马/GENMA”商标被江苏省工商行政管理局认定为“江苏省著名商标”，“杰马/GENMA”品牌起重机已逐步走向国际市场，其产品适用于不同类型的港口、码头对物料搬运设备的需求。随着现代物流产业的快速发展，港口、码头的投资和建设的推进，物料搬运设备市场未来发展可期。

新一轮基建投资热潮启动，装备业务有望显著获益。包括北京、河北、山西、上海、黑龙江、江苏、福建、山东、河南、云南、四川、重庆、宁夏等省市自治区发布了 2020 年重点项目投资计划清单。全国新一轮项目投资开工热潮随着疫情缓解即将启动，而从已披露具体投资计划的地区来看，基建投资是各地投资计划中的重要组成部分，公司作为通用设备业务将受益于大规模的基建类投资。

除此之外，中国经济发展由粗放式向集约式转型的过程中，环保控制势在必行。部分东部沿海城市的环保及港务管理部门已高度重视这一问题，传统非连续式卸船设备工作过程中造成的粉尘污染等问题急需得到遏制。公司推出的“杰马”HSUS 系列新型环保气力式卸船机，正是顺应这一趋势而推出环保性能优良的设备，已在国内外多个码头、粮食化工等领域应用。在港口升级的大趋势下，该系列产品能更好地满足港口的智能自动化及绿色环保需求，提高公司在行业洗牌中的竞争力。海上风电装备方面，公司自主研发设计并建造的国内首座适用于近海海域自升式风电安装作业平台“华电 1001”号，是真正意义上的第一艘国产化自升式海上风电安装平台。公司具备 20 万吨海洋风电单桩构件的产能规模，随着各项政策和规划的出台刺激海上风电产业发展，将显著利好公司。

图 15：公司物料搬运解决方案相关装备



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 16：公司海洋工程解决方案相关装备



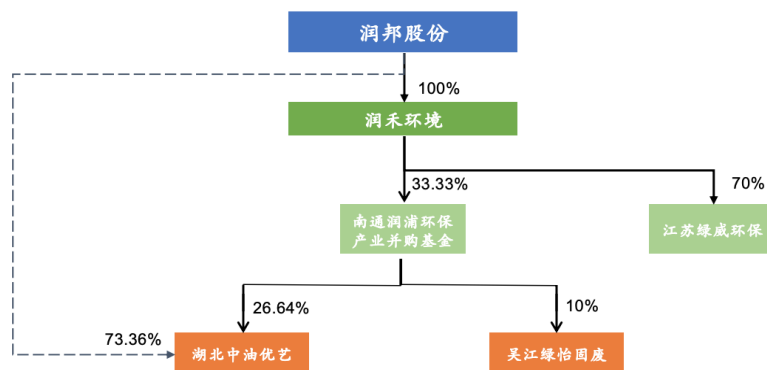
资料来源：公司官网，安信证券研究中心

2. 布局环保，意在危废

2.1. 外延并购打造环保版图

润邦股份自 2015 年起积极着手拓展环保板块业务，相继通过收购绿威环保，布局污泥处理板块；收购中油环保和绿怡固废，布局危废、医废处置业务。公司现有环保业务已覆盖江苏、山东、湖北、河北、辽宁、湖南、贵州等省份。其中，绿怡固废目前危废医废及一般固废产能 3.5 万吨/年（其中，年焚烧处置危险废物 2.85 万吨/年，医疗废物 0.05 万吨/年，干化污泥 0.1 万吨/年，一般固废 0.5 万吨/年）。

图 17：公司环保业务组织架构和股权结构

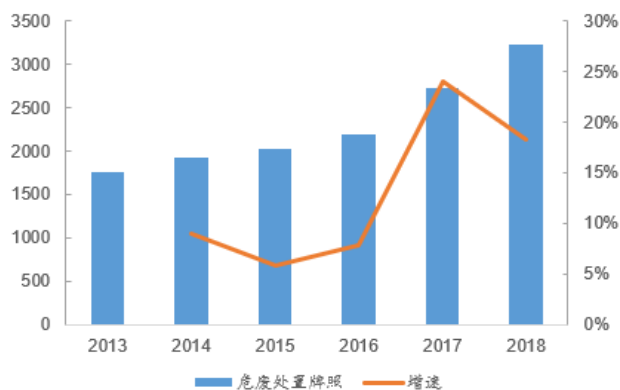


资料来源：wind，安信证券研究中心

危废行业小而散，为并购提供整合空间。危废行业由于行业特性，需要牌照才能进行处置，而牌照的获取时间较长，所以往往通过并购提高公司产能，从 2017 年起行业并购比较活跃。根据《2019 年大、中城市固体废物污染环境防治年报》，我国 2018 年危废牌照从 2772 增长至 3220 份，同比增长 16.2%，而处置能力从 8178 万吨增长至 10212 万吨，同比增长 24.9%。因此单位产能增长从 2.95 增长至 3.17 万吨/年，仅同比增长 7%，仍然还是较低水平，而根据前瞻研究院的数据，2018 年危废行业的前十的产能占比不到 8%，整个行业处于小而散的状态，那么给头部企业提供了较多的并购机会。

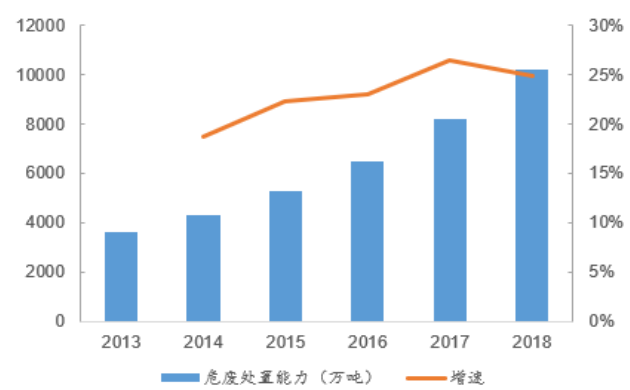
根据 2019 年报，公司资产负债率仅为 43.58%，2020 年一季度末公司资产负债率 46.11%，一季报货币资金 8.61 亿元。健康的财务报表奠定扩张基础，2019 年经营性现金流持续改善，后续危废项目并购+内生增长双驱动，产能有望进一步快速扩张。

图 18：我国危废经营许可证数量情况（份）



资料来源：《2019 年大、中城市固体废物污染环境防治年报》，安信证券研究中心

图 19：我国危废处置能力（万吨）

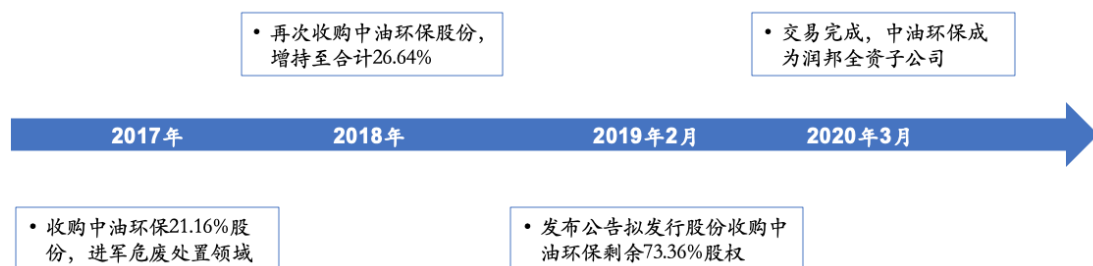


资料来源：《2019 年大、中城市固体废物污染环境防治年报》，安信证券研究中心

2.2. 收购危废龙头中油环保，打开危废新篇章

频频加码收购，欲成为危废处置龙头。公司于 2017 年成立润浦环保并购基金，分两次收购中油环保共计 26.64% 股权，布局危废领域。2019 年初公司发布公告拟发行股份收购中油环保剩余股权，交易于 2020 年 3 月完成，中油环保成为公司全资子公司。

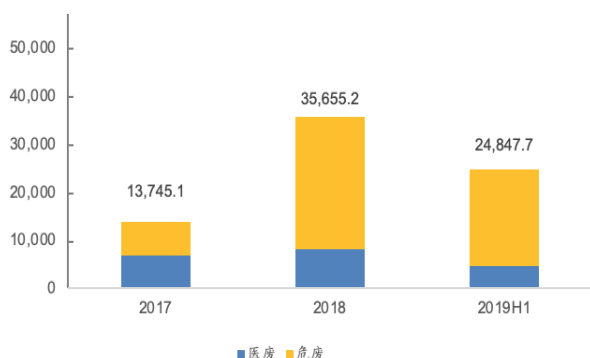
图 20：收购中油环保历程图



资料来源：wind，安信证券研究中心

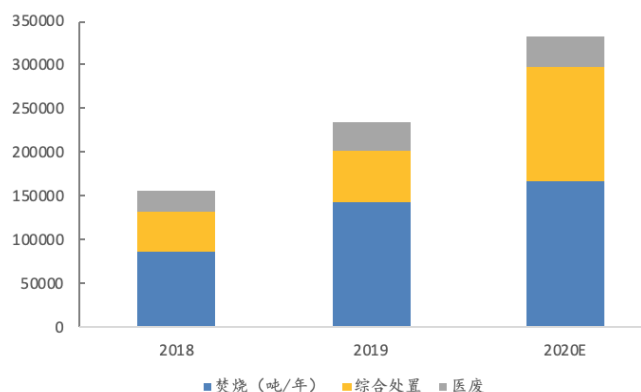
中油环保系危废处理龙头企业，具备区位、产能、工艺优势。中油环保主要业务为危废和医废两大类，获得核准经营的危废处置能力涵盖《国家危险废物名录》46 大类中的 26 类。在全国各地拥有全资及控股下属企业共 12 家，业务范围覆盖湖北、江苏、河北、山东、辽宁、湖南、贵州 7 个省份，而山东、江苏等省是我国化工行业分布的主要省份，危险废物产生量居于全国前列。公司已建成投产 5 个危废处置项目、7 个医废处置项目，具备危废医废处理能力 24.26 万吨/年（其中，危废焚烧 14.3 万吨、综合处置 6 万吨、医废 3.96 万吨），预计 2020 年还有 2 个新建项目投产运营，将新增危废处理能力 9.50 万吨/年（其中危废焚烧 2.5 万吨/年、综合处置 7 万吨/年）。根据环境部 2019 年 12 月出具的《2019 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》统计的数据，2018 年度全国采用焚烧方式处置危险废物 181 万吨。公司在危废领域具备一定的地域及产能优势。工艺方面，中油环保靠多年经验积累，具备较强的技术优势。在危废预处理方面，能够有效结合化验分析数据通过合理的配伍，使得焚烧物料的搭配更为科学合理；在处置工艺方面增加三燃室焚烧工艺，燃烧效率达 99.99% 以上，提高危废焚毁率，有效去除二噁英的产生，使焚烧更彻底。此外，中油环保形成了一、二级湿法脱酸喷淋系统及一、二级烟气深度净化装置等多种降低烟气排放的危废处置工艺体系，在危废焚烧处置领域拥有较大的技术优势。

图 21：中油环保收入分布情况（按业务结构，万元）



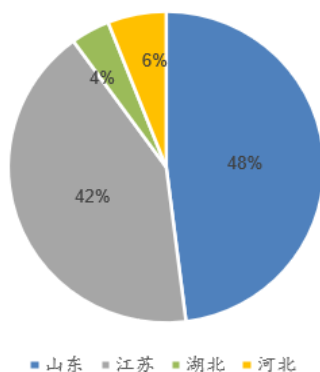
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 22：中油环保产能变化情况（吨/年）



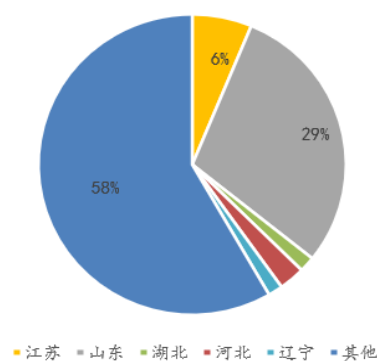
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 23：中油环保 2018 年危废收入分布情况（按地域）



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 24：江苏、山东省占全国产废比例超过 1/3 (2017 年)



资料来源：wind，安信证券研究中心

表 1：中油环保产能情况

公司名称	已投产处置能力 (吨/年)			在建处置能力 (吨/年)			合计处置能力 (不含规划)		
	焚烧	综合处置	医废	焚烧	综合处置	医废	焚烧	综合处置	医废
湖北中油	23,000	0	2,000	0	55,000	0	23,000	55,000	2,000
宿迁中油	20,000	0	6,270	0	0	0	20,000	0	6,270
南通润启	25,000	0	3,000	0	0	0	25,000	0	3,000
菏泽万清源	50,000	60,000	7,000	0	0	0	50,000	60,000	7,000
石家庄中油	24,860	0	0	0	0	0	24,860	0	0
抚顺中油 (预计 2020 年 6 月完成项目建设)	0	0	0	25,000	15,000	0	25,000	15,000	0
襄阳万清源	0	0	4,000	0	0	0	0	0	4,000
淮安中油	0	0	6,070	0	0	0	0	0	6,070
岳阳方向	0	0	7,200	0	0	0	0	0	7,200
安顺中油	0	0	4,015	0	0	0	0	0	4,015
合 计	142,860	60,000	39,555	25,000	70,000	0	167,860	130,000	39,555

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 2：中油环保处置工艺情况

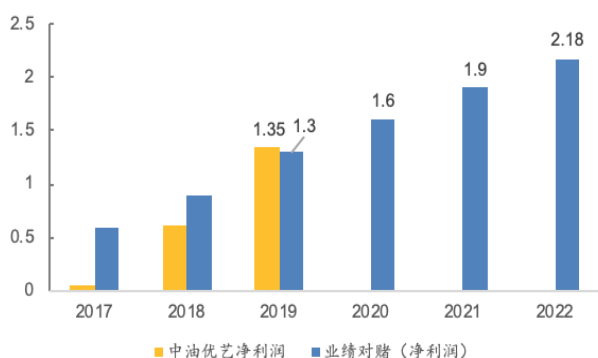
公司名称	处置工艺		
	焚烧	综合处置	医废
湖北中油	回转窑	物化	焚烧

宿迁中油	回转窑	-	高温蒸煮+微波消毒
南通润启	回转窑	-	微波消毒
菏泽万清源	回转窑	物化	焚烧
石家庄中油	回转窑	-	-
抚顺中油 (预计 2020 年 6 月完成项目建设)	回转窑	物化	-
襄阳万清源	-	-	高温蒸煮
淮安中油	-	-	高温蒸煮+微波消毒
岳阳方向	-	-	微波消毒
安顺中油	-	-	高温蒸煮+微波消毒

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

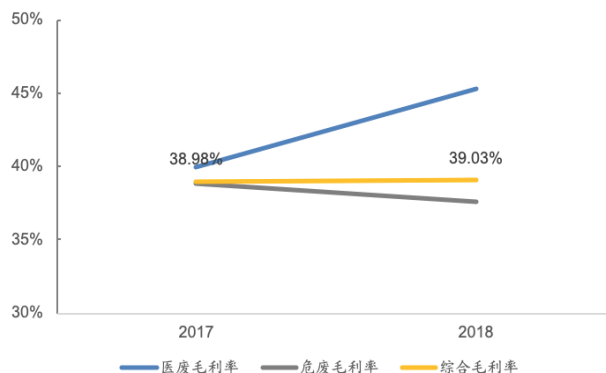
产能释放在即，业绩增厚有望。中油环保危险废弃物产能正加速释放中，预计 2020 年投产的项目有 2 个：中油环保本部在建综合处置 5.5 万吨/年，抚顺中油新增 2.5 万吨/年的焚烧处置规模及 1.5 万吨/年的综合处置规模。仅考虑抚顺项目，假设处置单价为 3,000 元/吨，当产能利用率超过 65%时就能贡献约 8,000 万元收入。而根据中油环保过往的盈利能力来看，危废医废的毛利率都超过 40%，我们认为 2020 年在建项目顺利投产后，将进一步增厚公司的利润。根据公司本次收购业绩承诺方出具的业绩承诺，2019-2022 年归母净利润不低于 1.3 亿元、1.6 亿元、1.9 亿元、2.18 亿元，其中 2019 年业绩承诺已经完成，根据公司目前已投运和在建项目规模，未来几年的业绩有望顺利实现。

图 25：中油环保实际业绩和业绩对赌情况（亿元）



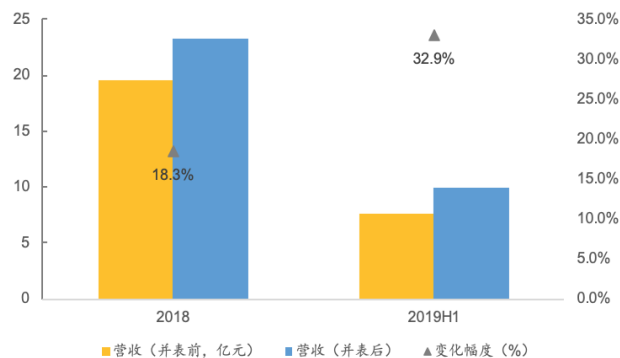
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 26：中油环保分布毛利率情况



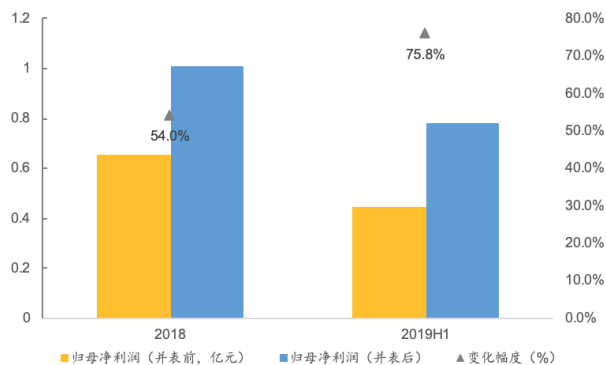
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 27：中油环保并表对母公司收入影响（亿元）



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 28：中油环保并表对母公司净利润影响（亿元）



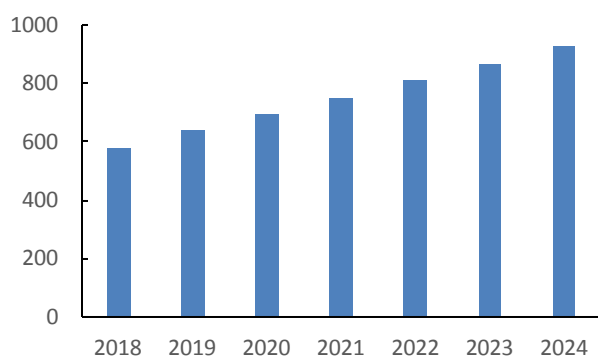
资料来源：wind，安信证券研究中心

2.3. 污泥处置市场有望提速，污泥耦合发电迎机遇

污泥处置投资空间大，资源化有望提速发展。污泥即污水处理后的产物，聚集了污水中

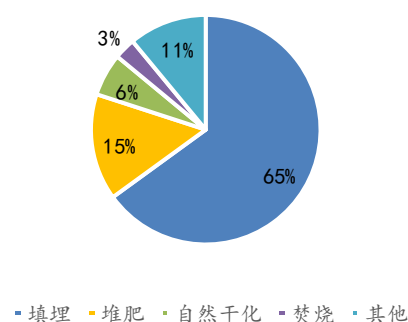
的有害物质(由各种细菌菌体、有机质与无机颗粒等组成,成分非常复杂),是一种特殊的非均质体。多年“重水轻泥”的污水治理策略把污泥处理处置问题推到风口浪尖。《“十三五”生态环境保护规划》将规划目标进一步提升,提出大力推进污泥稳定化、无害化和资源化处理处置,地级及以上城市污泥无害化处理处置率达到90%,京津冀区域达到95%。而根据《中国污泥处理处置市场分析报告(2016版)》显示,全国含水率80%的污泥妥善处理处置率仅在31%-36%之间,污泥处置行业还有较大的市场需求空间。根据前瞻产业研究院的数据,2024年的污泥处理市场规模将超过900亿元。我国目前主要的污泥处置方法有卫生填埋、土地利用、焚烧后建材利用等,其中卫生填埋依旧是最常用的方式。但是结合日本和欧洲等发达国家的污泥处理处置情况来看,污泥的无害化处理是未来的重点和发展趋势。

图 29: 污泥处置市场空间 (亿元)



资料来源: 前瞻研究院, 安信证券研究中心

图 30: 2017 年我国污泥处置方式



资料来源: 中国产业信息网, 安信证券研究中心

2017年11月27日,国家能源局、生态环境部联合印发了《关于开展燃煤耦合生物质发电技改试点项目建设的通知》,该文件指出,为构建清洁低碳、安全高效的能源体系,持续实施大气污染防治行动,将在全国范围内开展燃煤耦合生物质发电技改试点工作。经组织专家研究确定燃煤耦合生物质发电技改项目名单,本次试点项目共84个,其中燃煤耦合污泥试点项目共计29个。绿威环保利用污泥耦合发电技术优势联合全国多家电力公司申报燃煤耦合污泥发电技改试点项目,并成功获批多个试点项目。

绿威环保污泥处置产能规模大,多个项目投运。公司2016年收购绿威环保55%股权,布局污泥处置板块,2019年为了进一步强化公司对绿威环保的控制,公司收购其15%股权,目前公司持有绿威环保70%股权。绿威环保的污泥处置产能规模近100万吨/年,在江苏、上海、山东、河北、台湾等地建成和在建多个污泥集中处置项目。目前,绿威环保江门、石家庄和吴江三个项目在积极推进中。其中,江门和石家庄项目为燃煤耦合污泥试点项目。相关项目建成投产后,预计绿威环保污泥处置整体规模将大幅提升,进一步提升公司污泥处置市场的核心竞争力和盈利能力。

表 3: 绿威环保核心技术介绍

核心技术	技术特点
污泥深度调理脱水技术	1、污泥减量效果明显: 超过 50% 2、能耗低: 吨泥耗能不超过 15 度电 3、热值回收率高: 热值回收大于 80% 4、无害化调理: 干化后污泥 PH 值中性
污泥资源化焚烧技术	1、适合低热值燃料: 污泥热值 1000-1200 大卡即可单独燃烧 2、热效率高: 锅炉效率超过 70% 3、环保: 炉膛温度达 900 摄氏度 4、灰渣再利用

电站锅炉耦合发电技术

- 1、解决传统焚烧输送系统问题，原煤和污泥比例随时变量调节
- 2、温度高、干燥速率快、热烟气用量小
- 3、干燥、制粉、输送多功能一体化、污泥水分适应范围广
- 4、防止臭气、粉尘泄露

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3. 危废无害化大有可为

3.1. 危废市场：存量增量双重需求

随着我国经济的发展与工业化水平的提高，近年来我国危险废物产生量呈现持续增长态势。危险废物最初被认定为来自工业，随着工业化进程的加速，工业产生的有毒有害危险废物对环境和人体健康的影响日益显著。并且，社会经济的发展使得危险废物不再是工业生产的产物，其来源包括居民生活、商业机构、农业生产、医疗服务等。

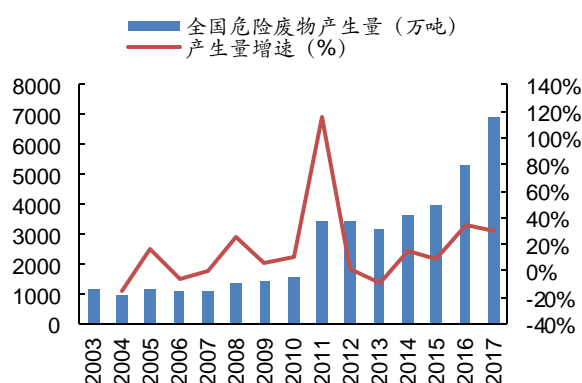
我国危险废弃物市场面临着增量和存量的双层叠加。因此，预计我国危险废弃物产生量在未来数年仍将持续增长，对危险废弃物处置的需求还将继续增长。

增量市场：危废产量持续增加

增量市场是指每年由于各行业生产增长而新产生的危险废弃物以及市场规范化发展而新增的危险废弃物的量。根据统计局数据，2017 我国产生的危险废物已达 6,936.89 万吨，2013-2017 年复合增长率达到 21.75%。根据生态环境部数据，2018 年我国 200 个大、中城市工业危险废物产生量达 4,643.0 万吨，同比增长 15.8%。另一方面，医疗废物持续增加，2018 年我国 200 个大、中城市医疗废物产生量 81.7 万吨，较 2013 年的 54.75 万吨增长了 49.22%，2013 至 2017 年均复合增长率达 6.90%。

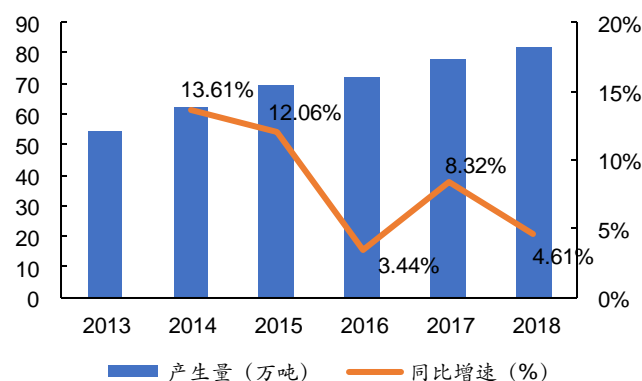
根据统计，我国危险废弃物产生量最大的为工业危险废弃物，占比约 70%，医疗危险废弃物和其他危险废弃物占比分别为 14%和 16%。按照危险废物大类区分，产生量由高到低依次为废碱、废酸、石棉废物、有色金属冶炼废物、无机氟化物废物、废矿物油，占当年全部危险废物产生量的 68%。按产出行业分，危险废物产生量由高到低一次为化学原料和化学制品制造业、有色金属冶炼和压延加工业、非金属采选业、造纸业和纸制品，合计占到 2015 年全国危险废产生量的 61.3%。其中有色金属冶炼和压延加工业、有色金属矿采选也危险废物合计达 856.73 万吨，占当年危险废物产生总量的 21.6%。

图 31：全国危险废物产生量及增速（万吨，%）



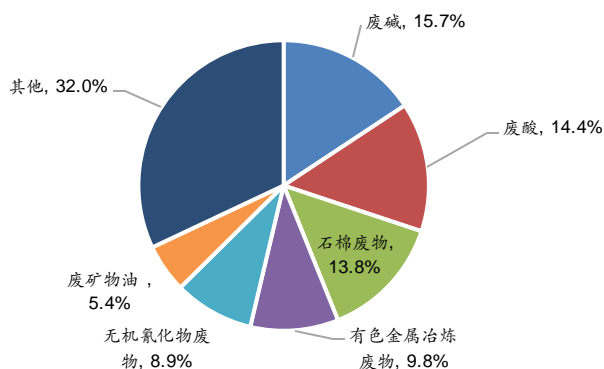
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 32：医疗废物产生量及增速（万吨，%）



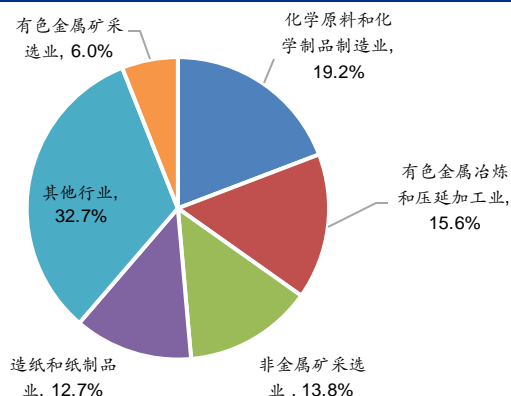
资料来源：生态环境部，安信证券研究中心

图 33：2015 年我国危险废物组成（%）



资料来源：生态环境部，安信证券研究中心

图 34：2015 年工业危险废物产生量行业分布（%）



资料来源：生态环境部，安信证券研究中心

存量市场：技术引领下危险废弃物的无害化

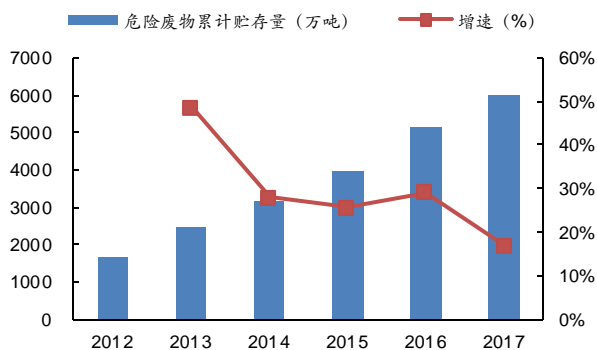
存量市场是指原先不具备相关无害化处置条件的情况下被贮存的危险废弃物，在技术得到发展后可以被无害化处置，从而产生的部分由贮存转为无害化处置的危险废弃物。

国家对危险废物的管控较为严格。理论上，危险废弃物的贮存不超过 1 年。危险废物贮存设施的运行与管理应严格按照《危险废物贮存污染控制标准》（GB18597-2001）要求执行。贮存危险废弃物需要采取符合国家环境保护标准，不得超过 1 年，到期后，需要申请。《关于进一步加强危险废物和医疗废物监管工作的意见》（环发〔2011〕19 号）也明确了产生危险废弃物的单位危险废弃物贮存时间不超过 1 年。

贮存危险废弃物累计量大，使得关注。超时贮存危险废弃物问题屡屡得不到解决，以江苏响水天嘉宜化工有限公司“3·21”特别重大爆炸事故调查报告为例，天嘉宜公司作为危险废物产生单位“长期违法贮存硝化废料超时贮存问题严重，最长贮存时间甚至超过 7 年。超时贮存危险废弃物没有明确的处罚标准，一旦超时贮存问题引发环境污染事故或者安全生产事故，则承担事故导致的法律责任。这可能使得产废单位以身犯险。

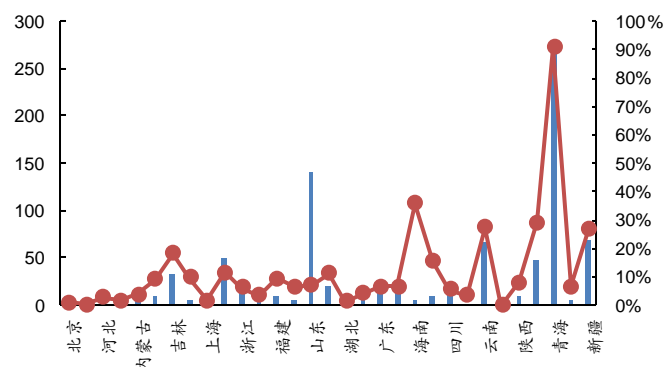
贮存危险废弃物可能超过亿吨，存量市场无害化空间超过 3,000 亿元。对于存量危险废弃物的简单估计就是将官方统计中各地每年的危险废弃物贮存量相加。预计到 2020 年贮存危险废弃物达到 10,619 万吨，按照每吨 3,000 元的处理费用计算，存量市场处理空间超过 3,000 亿元。从各省的情况看，贮存率较高的集中于危险废弃物处置设施不到位的侵害、海南，无害化处理率低，贮存率相对较高。

图 35：2011 年来累计危废贮存量（万吨，%）



资料来源：生态环境部，安信证券研究中心

图 36：2017 年各省危险废弃物贮存量及贮存率（万吨，%）



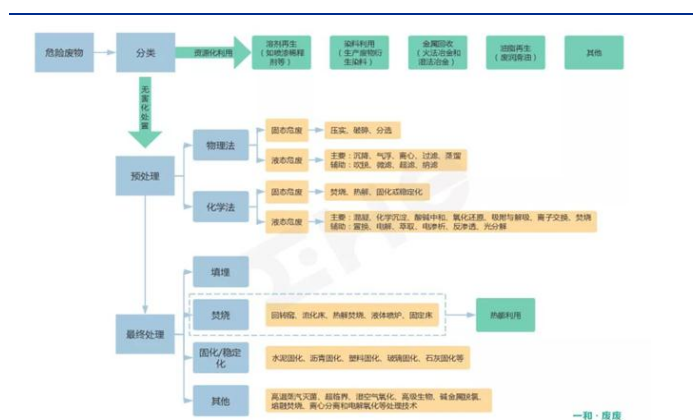
资料来源：生态环境部，安信证券研究中心

3.2. 危废无害化是最终归宿

在废物处理行业中最先发展起来的是资源化综合利用技术。资源化综合利用是比较成熟的商业模式,对于资源化利用价值较高的工业废物,危险废弃物企业一般采取付费收集模式,当废物运送至资源化生产厂区后,经过鉴别、预处理,以及后续的资源化利用工艺,生成资源化粗产品,根据市场需求进一步深加工出附加值更高的精细化产品。

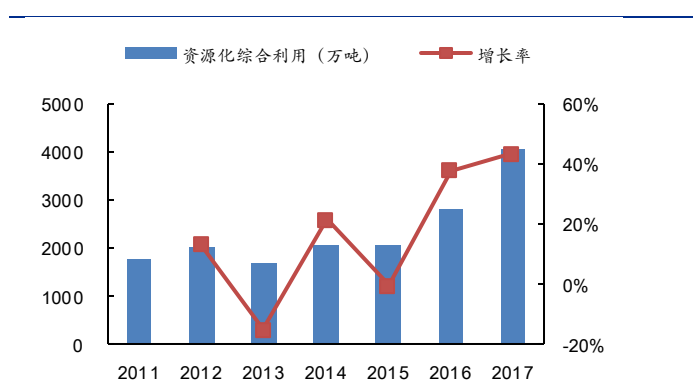
我国的资源化利用占比较高,基本符合固体废物污染控制的循环利用原则。根据国家统计局数据,2011至2017年我国采用资源化综合利用方式处置危险废弃物的比例长期保持在50%以上,2017年全国产生的7,465.65万吨危险废弃物中,资源化综合利用、无害化处置、贮存占比分别为54.16%、34.18%和11.66%。这反映出我国危险废弃物处置以资源化方式为主。根据生态环保部发布的《2018年大、中城市固体废物污染防治年报》,2017年,在全国大、中城市中采用填埋方式处置危险废弃物的比例为6.43%,专业焚烧和水泥窑焚烧分别为6.16%和3.19%,焚烧、填埋的处置方式相对应用较少。

图 37: 危险废弃物处理处置流程



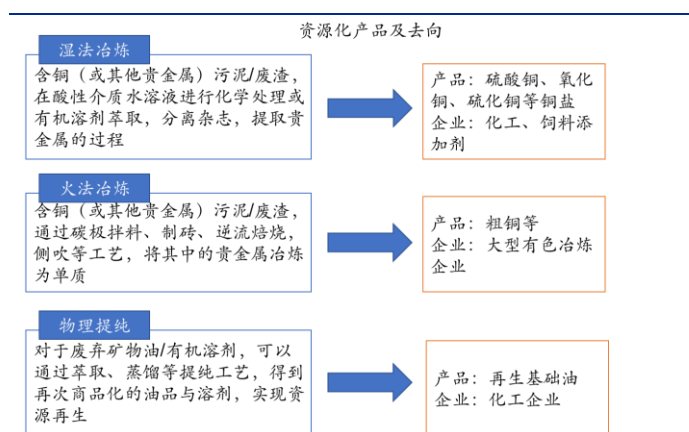
资料来源: 一和环境, 安信证券研究中心

图 39: 我国危险废弃物资源化利用情况 (%)



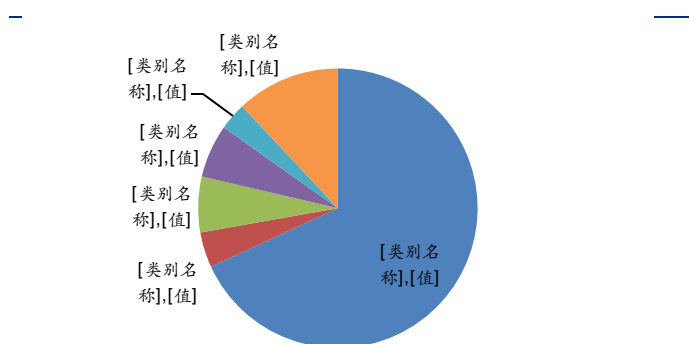
资料来源: 生态环境部, 安信证券研究中心

图 38: 危险废弃物的资源化利用 (回收再利用)



资料来源: 公开资料整理, 安信证券研究中心

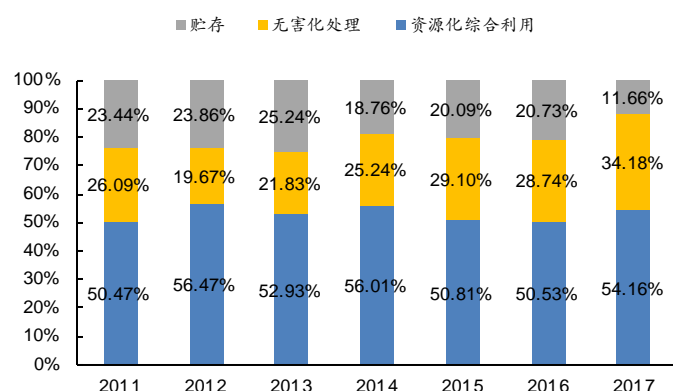
图 40: 2017 年危险废弃物处理处置利用占比情况 (%)



资料来源: 生态环境部, 安信证券研究中心

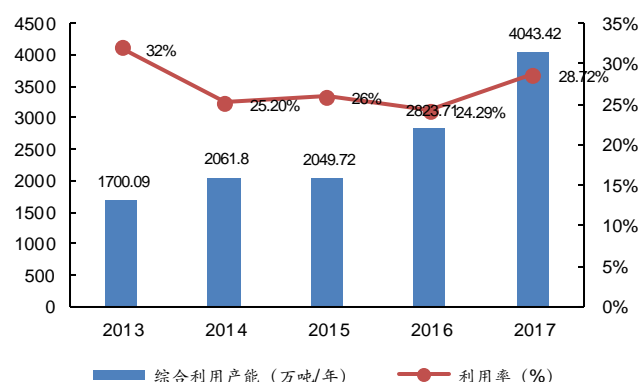
从企业类型看,危险废弃物企业较多是通过综合利用,综合经营许可证持证企业总量的占比75.81%。

图 41：资源化利用与无害化处置变动情况 (%)



资料来源：生态环境部，安信证券研究中心

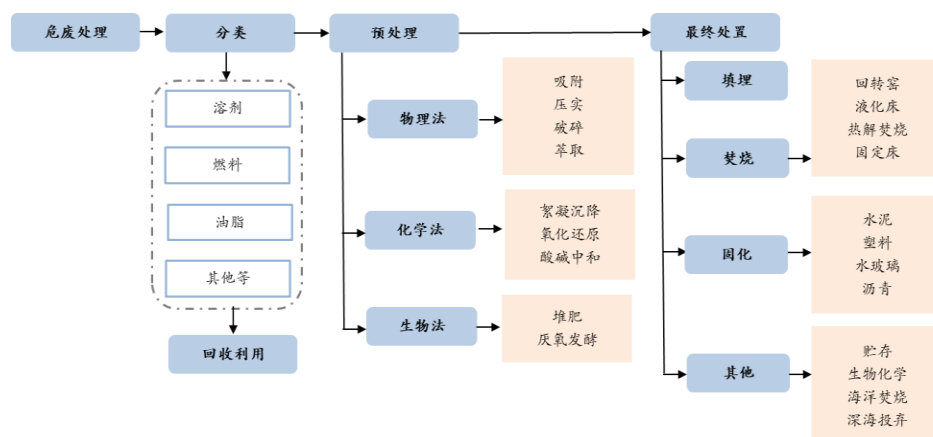
图 42：综合利用产能及利用率 (万吨/年, %)



资料来源：生态环境部，安信证券研究中心

危险废弃物无害化处理处置技术路线大致分为：分类、预处理、最终处置三个核心环节。预处理技术就是采用物理、化学处理、热处理、固化处理、生物处理方法等，将危险废物无害化的过程，旨在减少其容积、中和其酸性、固定或解除其毒性，稳定其化学性质等，同时还可回收其中可利用的成分。最终处置包括填埋、焚烧、固化以及其他。

图 43：危险废物处理处置技术路线

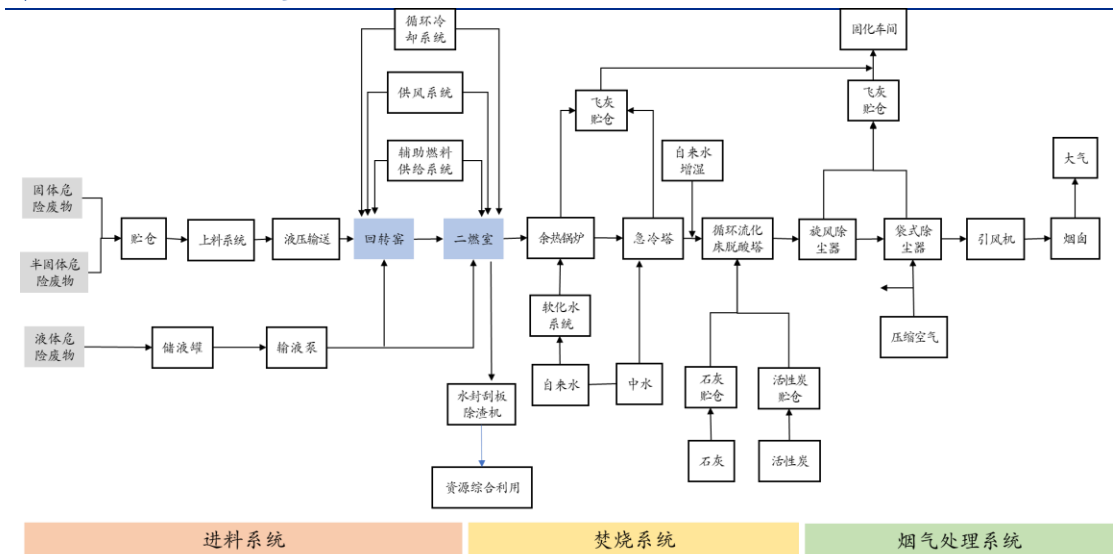


资料来源：前瞻产业研究院，安信证券研究中心

危废焚烧无害化程度高

危险物焚烧处置方法，无害化程度高，减容减量效果好。对于大部分可燃危险废物，经过焚烧处理后，其体积可减量到处理前的 5%-10%，相比其他方法最大限度的实现了减量化。并且高温焚烧过程可以将废弃物重点有害微生物、病毒等彻底杀灭，绝大多数有害化合物被分解为简单的无害物质主要是二氧化碳和水，使得易燃物质彻底氧化，达到稳定状态，固体残余物经过稳定化处理后采取安全填埋的处置方法可以基本消除二次污染的可能。

图 44：危险废物处置焚烧工艺



资料来源：《水泥窑协同处置固体废物》，安信证券研究中心

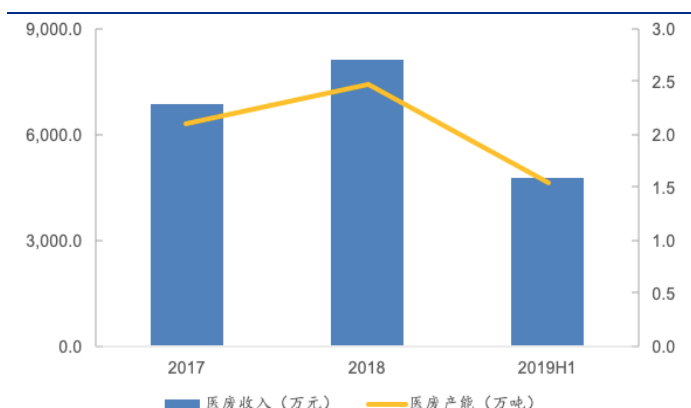
此外危险废物的处理处置方法还包括物化法、固化法。物化法主要是将液态危险废物经过处理后降低甚至解除其危害性，而固化法是通过无机凝硬性材料或化学稳定化药剂将危险废物转变成不溶性的稳定物质，固化法能降低危险废弃物的渗透性，并且能将其制成具有高应变能力的最终产品，从而使有害废物变成无害废物。

3.3. 新冠肺炎带动医废需求

疫情催生医废行业释能。随着今年新冠疫情的突然爆发，催生医废处置需求提升。生态环境部印发了《关于做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情医疗废物环境管理工作的通知》和《新型冠状病毒感染的肺炎疫情医疗废物应急处置与技术指南（试行）》等，各地通过资源调配、增加应急处理设施等保障医废日产日清。根据生态环境部的数据，截至2020年5月9日，全国医疗废物处置能力为6,119.3吨/天，相比疫情前增加了1,216.5吨/天，增长约25%。湖北省处置能力从疫情前的180.0吨/天提高到658.4吨/天，武汉市处置能力从疫情前的50.0吨/天提高到280.1吨/天。预计疫情结束后，医废的处置能力建设将持续加强。预计本次疫情过后，各级政府将更加重视医废处置行业的发展，行业景气度将保持高涨态势。

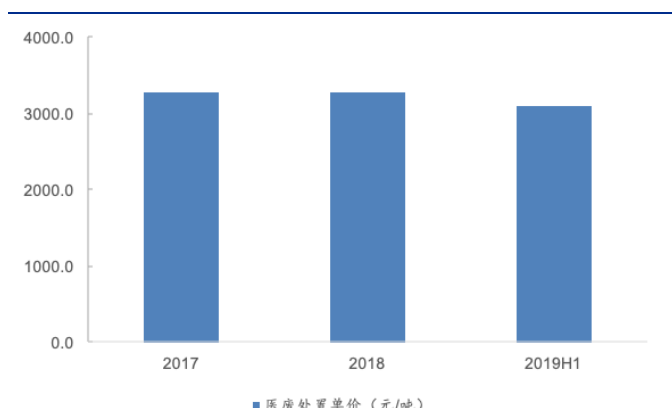
医废业务稳步提升，有望实现规模效益。公司在医废方面的定价模式主要是依据当地卫生部门和物价部门出台的医废处置床位费指导价格为基础价与医疗机构签署协议，因此医废处置业务的合同金额与医疗机构的规模相关而不是实际处理量。医废处置行业通常一个地级市仅有一张牌照，行业准入门槛高，因此医废处置企业往往在当地区域具有唯一性，客户的稳定性极强。考虑到医废处置的固定成本相对稳定，如果医疗机构床位数增加、医疗机构客户数增加，那么医废业务毛利率有望进一步得到提高，规模效应明显。

图 45：医废收入和产能变化



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 46：医废处置单价变化



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 4：公司医废收费标准

公司名称	收费标准
宿迁中油	1、有固定床位的医疗机构:基准收费标准 2 元/床/日，具体收费标准在综合病床使用率、折算系数后确定 2、无固定病床的医疗服务机构按其产生的废物重量每公斤 3—6 元标准收取，每月不低于 100 元
菏泽万清源	1、有固定床位的医疗机构:市级医院、菏泽医专附属医院、单县中心医院和各县人民医院每床每天 2.3 元，其他医院每床每天 2 元 2、无固定病床的门诊部、卫生诊所，医疗废物处置收费标准按营业面积大小分别计收取
淮安中油	1、有固定床位的医疗机构:2 元/床/日; 2、无固定病床的一级以上等医疗废物产生单位、按其产生的废物量每千克 5 元的标准收取 3、一级以下的医疗卫生机构按每月 100 元定额收取
岳阳方向	1、有固定床位的医疗机构:2.25 元/床/日 2、无固定病床的医疗机构按照日医疗废物产生量(kg)按月定额收费

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4. 投资建议

高端装备龙头，布局危废蓝海：公司提出“高端装备板块与环保板块双轮驱动”的战略方针后业绩回暖，盈利能力稳步提高。2019 年公司实现收入 23.12 亿元，同比增长 18.02%。归母净利润 1.41 亿元，同比增长 114.26%。2019 年 ROE 为 5.46%，同比提高 2.83pct，是近 5 年最高水平。

收购危废龙头中油环保，打开危废新篇章：公司 2020 年 3 月完成增发收购中油环保剩余股份，成为公司全资子公司。中油环保系危废处理行业的龙头企业，具备区位、产能、工艺优势。作为危废龙头，公司已建成投产 5 个危废处置项目、7 个医废处置项目，具备危废医废处理能力 24.26 万吨/年，预计 2020 年还有 2 个新建项目投产运营，将新增危废处理能力 9.50 万吨/年，其危废产能正加速释放中。随着产能的逐渐释放和稳定运营，有望增厚母公司利润。

危废无害化大有可为，行业整合大势所趋：随着我国经济的发展与工业化水平的提高，近年来我国危险废物产生量呈现持续增长态势。整个行业处于小而散的状态，给头部企业提供了较多的并购机会。2020 年一季度末公司资产负债率 46.11%，货币资金 8.61 亿元。2019 年经营性现金流持续改善，健康的财务报表奠定扩张基础，后续危废项目并购+内生增长双

驱动，产能有望进一步快速扩张。

新一轮基建投资热潮启动，装备业务有望显著获益。公司在物料搬运装备领域已具有较强的技术和品牌优势，“杰马/GENMA”品牌起重机已逐步走向国际市场。全国新一轮项目投资开工热潮随着疫情缓解逐步启动，公司通用设备业务将受益于大规模的基建类投资。

公司作为高端装备行业龙头，大力布局环保板块，未来重点发展危废领域，公司业绩有望快速增长。我们预计公司 2020 年-2022 年的 EPS 分别为 0.29、0.38、0.46，对应 PE 倍数分别为 15.6、11.7、9.8；首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 5.6 元。

5. 风险提示

（1）业务整合风险

公司积极利用资本市场，通过参股、并购重组等多种方式不断推进外延式发展，提升公司业务规模和盈利能力。但相关标的公司所从事的业务、经营模式、管理方法及专业技能要求等可能与公司存在着较大的不同，对相关标的公司的投后整合也对公司的管理水平提出了较高的要求。如果公司管理制度不完善，管理体系不能正常运作、效率低下，或者与投资标的 相关方管理协作缺乏配合，公司不能实施有效的并购后整合，将可能对公司开展业务和提高经营业绩产生不利影响。

（2）项目推进进度不及预期

公司部分产品订单单体价值量大，履约周期长，客户预付款比例较低，大部分款项需在产品交付时才能收回，如果未来客户信用、市场环境等因素发生变化，导致客户不按合同完全履约，或者因公司能力不足等因素导致项目推进不及预期，都将可能给公司业绩带来影响。

（3）市场竞争加剧

随着新技术、新产品的不断开发和运用，如果公司不能有效地强化产品研发和技术升级、提升自身的市场竞争优势，导致公司产品不能很好地满足用户需求、市场竞争力薄弱，则有可能使得公司在日趋激烈的市场竞争环境中处于不利的地位，面临市场竞争加剧的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,960.5	2,313.7	3,295.7	3,676.9	3,983.0	成长性					
减:营业成本	1,509.3	1,795.7	2,392.7	2,656.5	2,869.9	营业收入增长率	6.4%	18.0%	42.4%	11.6%	8.3%
营业税费	18.9	16.6	31.1	34.9	37.8	营业利润增长率	-70.4%	130.3%	274.9%	28.5%	13.5%
销售费用	58.8	71.1	102.2	115.8	123.8	净利润增长率	-23.0%	114.3%	91.7%	33.2%	20.0%
管理费用	147.4	173.6	330.3	368.5	399.2	EBITDA 增长率	10.7%	35.7%	23.9%	18.5%	10.2%
财务费用	12.0	5.9	23.7	14.7	13.6	EBIT 增长率	16.0%	59.1%	33.0%	24.5%	12.9%
资产减值损失	52.8	-16.9	30.0	30.0	20.0	NOPLAT 增长率	-70.8%	98.3%	277.9%	24.5%	12.9%
加:公允价值变动收益	-7.2	-19.0	-29.9	4.8	6.8	投资资本增长率	10.6%	-20.7%	38.5%	-18.4%	13.6%
投资和汇兑收益	20.3	42.1	15.0	15.0	15.0	净资产增长率	3.0%	1.9%	15.7%	6.9%	7.2%
营业利润	42.9	98.9	370.7	476.3	540.5	利润率					
加:营业外净收支	85.7	63.6	59.5	55.0	55.0	毛利率	23.0%	22.4%	27.4%	27.8%	27.9%
利润总额	128.6	162.5	430.2	531.3	595.5	营业利润率	2.2%	4.3%	11.2%	13.0%	13.6%
减:所得税	38.0	43.6	114.0	140.8	157.8	净利润率	3.3%	6.1%	8.2%	9.7%	10.8%
净利润	65.5	140.3	269.0	358.3	430.1	EBITDA/营业收入	15.9%	18.3%	15.9%	16.9%	17.1%
						EBIT/营业收入	9.5%	12.8%	12.0%	13.4%	13.9%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	212	178	114	92	75
货币资金	363.6	701.9	999.5	1,114.6	1,201.6	流动营业资本周转天数	149	104	97	111	101
交易性金融资产	3.3	50.5	20.4	24.7	31.9	流动资产周转天数	408	406	387	401	399
应收账款	384.2	579.6	641.1	753.6	794.8	应收账款周转天数	63	75	67	68	70
应收票据	72.0	106.2	132.1	151.7	149.1	存货周转天数	211	190	182	185	180
预付账款	70.5	144.1	135.1	158.4	173.2	总资产周转天数	817	769	632	604	579
存货	1,157.4	1,284.6	2,038.6	1,741.4	2,249.5	投资资本周转天数	494	394	291	276	244
其他流动资产	190.9	106.4	139.6	145.6	130.5	投资回报率					
可供出售金融资产	59.5	-	-	-	-	ROE	2.6%	5.3%	8.8%	11.0%	12.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.0%	2.2%	5.1%	6.4%	6.5%
长期股权投资	400.8	435.8	435.8	435.8	435.8	ROIC	1.5%	2.7%	13.0%	11.6%	16.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	1,187.7	1,102.4	991.9	881.3	770.8	销售费用率	3.0%	3.1%	3.1%	3.2%	3.1%
在建工程	25.6	40.6	60.6	80.6	100.6	管理费用率	7.5%	7.5%	10.0%	10.0%	10.0%
无形资产	456.4	415.0	396.8	378.6	360.4	财务费用率	0.6%	0.3%	0.7%	0.4%	0.3%
其他非流动资产	173.3	378.5	226.2	253.1	283.6	三费/营业收入	11.1%	10.8%	13.8%	13.6%	13.5%
资产总额	4,545.3	5,345.6	6,217.6	6,119.6	6,681.9	偿债能力					
短期债务	160.4	152.7	313.7	33.3	223.4	资产负债率	34.9%	43.6%	44.0%	39.3%	40.4%
应付账款	526.0	793.7	1,061.8	935.1	1,228.9	负债权益比	53.5%	77.2%	78.5%	64.6%	67.8%
应付票据	72.8	201.3	120.3	238.8	165.0	流动比率	1.92	1.51	1.97	1.93	1.96
其他流动负债	408.1	822.8	590.8	912.7	794.7	速动比率	0.93	0.86	0.99	1.11	1.03
长期借款	113.5	71.5	373.9	-	16.2	利息保障倍数	15.58	49.98	16.63	33.43	40.74
其他非流动负债	303.7	287.4	277.7	289.6	284.9	分红指标					
负债总额	1,584.5	2,329.4	2,738.1	2,409.5	2,713.1	DPS(元)	0.04	0.05	0.12	0.16	0.18
少数股东权益	439.3	393.9	441.1	473.3	480.8	分红比率	51.3%	33.6%	41.5%	42.1%	39.1%
股本	672.4	672.4	942.3	942.3	942.3	股息收益率	0.8%	1.1%	2.7%	3.6%	4.0%
留存收益	1,848.7	1,948.9	2,106.2	2,313.6	2,575.7						
股东权益	2,960.8	3,016.2	3,489.7	3,729.1	3,998.8						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	90.7	118.9	269.0	358.3	430.1	EPS(元)	0.10	0.21	0.29	0.38	0.46
加:折旧和摊销	129.6	128.5	128.7	128.7	128.7	BVPS(元)	2.68	2.78	3.24	3.46	3.73
资产减值准备	52.8	9.3	-	-	-	PE(X)	64.2	30.0	15.6	11.7	9.8
公允价值变动损失	7.2	19.0	-29.9	4.8	6.8	PB(X)	1.7	1.6	1.4	1.3	1.2
财务费用	23.3	19.9	23.7	14.7	13.6	P/FCF	-51.0	6.4	-39.8	15.1	13.9
投资损失	-20.3	-42.1	-15.0	-15.0	-15.0	P/S	2.1	1.8	1.3	1.1	1.1
少数股东损益	25.2	-21.4	47.2	32.2	7.5	EV/EBITDA	8.9	5.8	8.1	5.6	5.2
营运资金的变动	-234.6	-53.0	-801.8	441.1	-472.7	CAGR(%)	62.7%	54.4%	34.2%	62.7%	54.4%
经营活动产生现金流量	34.8	340.2	-378.2	964.8	99.1	PEG	1.0	0.6	0.5	0.2	0.2
投资活动产生现金流量	-284.1	112.7	81.6	-18.1	-25.1	ROIC/WACC	0.2	0.3	1.3	1.2	1.7
融资活动产生现金流量	130.9	-300.4	604.4	-822.7	24.0	REP	6.3	4.0	1.0	1.2	0.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

邵琳琳、马丁声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	姜东亚	北京区域销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	刘晓莹	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
深圳联系人	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034