

金圆股份 (000546)

公司研究/动态报告

转型高景气危废处理，双驱协同发展前景向好

——金圆股份动态报告

动态研究报告/环保行业

2017年5月31日

报告摘要:

- **传统水泥企业转型高景气危废处理，“双轮驱动”协同效应显著。**公司2014年底借壳光华控股上市，置入青海互助金圆资产，目前熟料产能614万吨，全国排名35名左右，2016年在青海省市占率约34%，为青海地区水泥产能市占率最高的企业。2016年公司受让控股股东所持有的江苏金圆51%股权，切入危废处理业务，江苏金圆新材10万吨含铜污泥的综合利用项目目前已获得环保部门的环评批复。

利用水泥窑协同处置危险废物，具有燃烧充分遗留污染小、成本低、消纳量大等优势，有望逐步成为城市固体废物处置重要手段之一；水泥企业也能减少能耗降低成本，两者具有良好的协同效应，经济效益和社会效益显著。

危废处理是具有较高景气度的环保产业，公司水泥产能辐射的西藏经济发展迅速，水泥需求旺盛。看好“环保+水泥”的双驱模式下，公司将进入快速发展期。

- **募投项目可贡献利润1.47亿，青海危废市场处理能力严重不足。**公司拟以不低于8.65元/股的价格发行不超过1.40亿股股票，募集资金不超过12.12亿元，用于并购江西新金叶等危废、工业固废处置项目，目前增发预案已获证监会审核通过，募投项目达产后可贡献归属公司股东净利1.47亿元，业绩增厚显著。

截止2015年全国已核准的危废牌照总计约5263万吨，而危险废物产生量为8175吨，供需缺口依然存在，行业处于高景气度阶段。2015年青海省危险废物产生量499.2万吨，约有50%近250万吨危险废物没有配套的综合利用或集中处置设施进行安全处置，产能缺口较大。公司此次募投水泥窑协同处置危废项目位于海西州，该地区2015年危废产量占青海全省产量的91.49%，地理优势明显，公司有望借水泥窑协同处置危废项目试水后扩展青海危废市场。

- **水泥业务内外兼修，受益西藏高速发展。**青海省内，未来公司将进一步寻求行业并购机会，主要从横向兼并收购水泥企业，纵向收购或建设上下游骨料、商砼企业，通过扩大熟料生产规模、完善上下游产业链等方面来进一步巩固公司在青海及周边地区的竞争优势，提升水泥业务板块的整体盈利能力。

“十三五”西藏计划投资5431亿元人民币进行公路交通基础设施建设，力争通车里程达11万公里；将新建铁路里程约2000公里，铁路建设总投资1600亿元。公司中长期将受益西藏基建需求的提升。未来公司将积极把握“一带一路”的国家战略机遇，实施海外并购，拓展海外水泥市场，培育公司新的业务和利润增长点。

- **风险提示：**水泥价格出现大幅波动，公司环保项目进度不达预期。

- **盈利预测与投资建议：**预计公司2017-19年净利4.15、4.83、5.36亿元，按照增发股本上限计算，每股收益分别为0.56、0.66、0.73元，对应PE18、16、14倍。看好公司危固废处理、水泥协同发展前景，给予“强烈推荐”评级。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	2,164	5,692	6,318	6,855
增长率（%）	16.0%	163.0%	11.0%	8.5%
归属母公司股东净利润（百万元）	306	415	483	536
增长率（%）	15.6%	35.7%	16.5%	10.8%
每股收益（元）	0.51	0.56	0.66	0.73
PE（现价）	20	18	16	14.0
PB	2.8	2.0	1.8	1.6

资料来源：公司公告，民生证券研究院

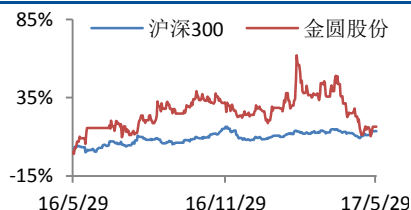
强烈推荐 首次评级

合理估值： 13~15 元

交易数据 2017-5-26

收盘价（元）	10.62
近 12 个月最高/最低	14.78/9.04
总股本（百万股）	595.24
流通股本（百万股）	274.73
流通股比例（%）	46.15
总市值（亿元）	63.21
流通市值（亿元）	29.18

该股与沪深 300 走势比较



分析师：陶贻功

执业证号： S0100513070009

电话： (010)8512 7892

邮箱： taoyigong@mszq.com

相关研究

目录

一、转型环保,“双轮驱动”助力西部建设.....	3
(一) 传统水泥企业转型进入高景气度的危废处置领域	3
(二) 积极应对供给侧改革,协同效应与区位优势明显	3
二、增发切入高景气的危废处理行业.....	5
(一) 募投项目年贡献利润达 1.47 亿,短期显著增厚公司业绩	5
(二) 青海市场处理能力严重不足,工业危险废物贮存量较大	5
三、水泥业务内外兼修,受益西藏高速发展.....	10
(一) 青海省内寻求产业链并购,向下游商品混凝土延伸	10
(二) 省外开拓西藏市场,把握“一带一路”寻求海外并购.....	10
四、公司估值与盈利分析	11
插图目录	13
表格目录	13

一、转型环保,“双轮驱动”助力西部建设

(一) 传统水泥企业转型进入高景气度的危废处置领域

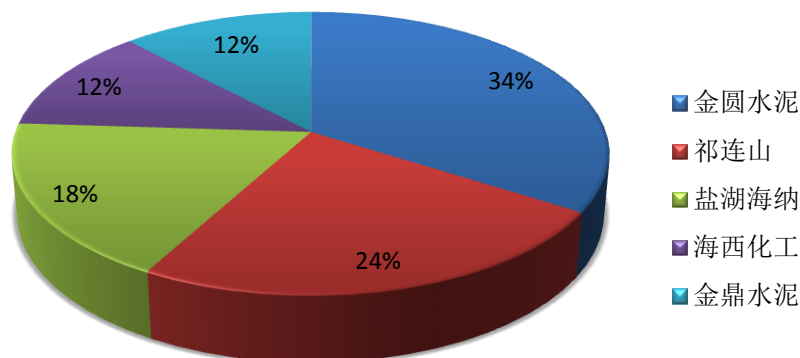
公司 2014 年底借壳光华控股上市,通过增发(5.76 元/股)置入青海互助金圆资产,目前熟料产能 614 万吨,全国排名 35 名左右,2016 年在青海省市占率约 34%,为青海地区水泥市占率第一的企业。

表 1: 公司水泥熟料产能分布: 合计 614 万吨/年

公司	地区	产能/万吨
互助金圆	青海西宁市互助县	264
弘扬水泥	青海格尔木市	170
金杰环保建材	广东河源市	180
合计		614

资料来源: 公司公告, 中国水泥网, 民生证券研究院

图 1: 公司青海地区产能 434 万吨, 占区域产能的 34%



资料来源: 中国水泥网, 民生证券研究院

公司 2016 年 4 月 30 日公告以 255 万元受让控股股东所持有的江苏金圆新材料科技有限公司 51% 股权, 切入危废处理业务。江苏金圆新材位于大丰市大丰港经济技术开发区, 10 万吨含铜污泥的综合利用项目目前已获得环保部门的环评批复。

危固废处理是具有较高景气度的环保产业, 公司水泥产能辐射的西藏近年经济发展迅速, 水泥需求旺盛。看好“环保+水泥”的双轮驱动模式下, 公司将进入快速发展期。

(二) 积极应对供给侧改革, 协同效应与区位优势明显

根据国家统计局最新数据 2016 年 1-12 月, 累计水泥产量为 24.03 亿吨, 同比增长 2.5%, 约占世界水泥产量的 50% 左右。每年需要消耗约 25 亿吨原材料、2.2 亿吨煤, 2400 亿度电, 并排放 13.8 亿吨 CO₂ 和大量粉尘、NO_x 和 SO₂。随着中国经济发展进入新常态, 经济增长放

缓，2016 年水泥需求开始出现下行走势，水泥行业去产能较为缓慢。预计全国水泥产能利用率不足 70%，产能过剩矛盾依然很突出。另外行业在供给侧改革和国企改革的双重推动下，行业兼并重组逐步加快，截止到 2016 年我国前十大集团企业熟料产能占比从 2015 年的 54% 提升至 57%。

国办发〔2016〕34 号文件《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》中提出“十三五”末，前十大水泥熟料集中度达到 60% 左右，9 月份中国水泥协会提交了关于水泥企业产能互换的政策建议中，省区内前 2~3 家大企业的水泥市场集中度达 70% 以上、省区内的地级或片区市场前 2 家市场集中度达 80% 以上。金圆股份作为青海地区水泥市占率第一的企业，未来为应对供给侧改革有进一步提高自身市占率的需求，同时转型水泥窑协同处置危险废物，与主业协同发展，也是提高自身竞争能力，积极应对供给侧改革的优选路径。

比起传统危险废物处置，水泥窑协同处置焚烧彻底，污染小，没有新生危险废物。水泥窑特有的结构和焚烧工艺可以彻底分解各种难降解的有机物，各类重金属也可以稳定的烧结到熟料中，同时在减少焚烧污染方面特别是遏制二噁英的产生有得天独厚的优势，节约了珍贵的土地资源，同时也为企业带来了可观的经济效益，相比传统焚烧炉处置成本可降低 20%-40%。

公司所在的青海地区，2015 年危险废物产生量为 499.2 万吨，当年全省持证单位危险废物核准经营总规模为 19 万吨，每年约有 50% 近 250 万吨危险废物没有配套的综合利用或集中处置设施进行安全处置。公司此次募投水泥窑协同处置危废项目位于海西州，该地区 2015 年危废产量占青海全省产量的 91.49%，地理优势明显，公司有望借水泥窑协同处置危废项目试水后扩展青海危废市场。

二、增发切入高景气的危废处理行业

(一) 募投项目年贡献利润达 1.47 亿，短期显著增厚公司业绩

公司拟以不低于 8.65 元/股的价格发行不超过 1.40 亿股股票，募集资金不超过 12.12 亿元，募集资金用于并购江西新金叶等危废项目。目前非公开增发预案于 2017 年 2 月 22 日获得证监会发审委审核通过，未来随着募集资金的到位，公司环保业务将进入快速放量期。

表 2：公司募投项目概况（单位：万元）

序号	项目名称	实施主体	投资总额	拟投募集资金
1	收购江西新金叶实业有限公司 58% 股权	金圆股份	61,990.40	61,900
2	含铜污泥及金属表面处理污泥综合利用项目（一期）	江苏金圆	30,000	14,900
3	3 万吨/年危险固废处置项目	灌南金圆	25,000	19,400
4	水泥窑协同处置危险废物项目	宏扬环保	15,000	12,000
5	偿还银行贷款	金圆股份及子公司	13,000	13,000
合 计			144,990.40	121,200.00

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 3：公司募投项目盈利能力测算

项目	公司权益	处置能力 万吨	项目投资 亿元	建设年限	营收 亿元/年	净利 亿元/年	归属公司净利 亿元/年	运营期 年
新金叶并购	58%	23.6	6.20	——	——	1.08	0.63	——
江苏金圆含铜污泥（一期）	51%	7.8	3.00	1	2.10	0.41	0.21	11
灌南金圆危废处置项目	80%	3	2.50	1+1	1.11	0.29	0.23	11
宏扬环保水泥窑协同处置 工废项目	80%	10	1.50	1	1.50	0.50	0.40	10
合 计						2.28	1.47	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

(二) 青海市场处理能力严重不足，工业危险废物贮存量大

1、竞争格局高度分散，供需缺口依然存在

根据弗若斯特沙利文的资料，十二五期间中国危险废物处理设施的数目由 2011 年的 644 个增加至 2015 年的 953 个，复合年增长率为 10.3%。2015 年，前 10 大公司仅占总设计能力的 6.8%，行业竞争格局高度分散。随着两高《关于办理环境污染刑事案件适用法律若干问题的解释》和新环保法的实施，在倒逼产废企业规范化处理危险废物的同时，也对危废处理企业技术管理水平提出了更高的要求，有些中小型危废处理企业无力满足新的监管要求走上了被收购之路。

根据环保部的统计数据，2001 年危险废物产量 952 万吨，到 2014 年已经增长到 3633.50 万吨，年均增长率 10.04%。2015 年全国工业危险废物产生量 3976.1 万吨，由于目前的申报登记制度仅包括重点企业，大量中小规模企业未纳入统计范围，全国危险废物实际产生量超过上述统计值。此外，由于部分项目暂未通过环保竣工验收亦未纳入到申报登记范围，所以我国

实际的工业危险废物产生量是超过公报统计量的。2015 年全国一般工业固体废物产生量 32.7 亿吨, 根据全国危险废物处置设施和污染源普查数据中工业危险废物与工业固体废物的比例可以推断, 我国工业危险废物占工业固体废物总量的 2.5% 左右, 由此可以计算我国 2015 年危险废物产生量为 8175 万吨。截止 2015 年全国已核准的危废牌照总计约 5263 万吨, 供需缺口依然存在。

2、工业危废贮存量大, 危险废物集中利用和处置能力闲置现象严重

目前我国危险废物的处理途径主要有 2 个: 一是有危险废物经营许可证的工业企业, 不但处理自身产生的危险废物, 也可以接收其他无资质的企业送来危险废物; 另一个是危险废物集中处理厂。工业危险废物处理量, 大约 50% 被有资质的工业企业承担, 另外的 50% 由危险废物集中处理厂处理。有危险废物经营许可证的工业企业主要集中在综合利用方面, 危险废物集中处理厂侧重点在处理处置方面。

近年我国每年产生危险废物并纳入环境统计调查范围的工业企业约 4 万家, 这些企业每年产生危险废物 3000 多万吨, 综合利用工业危险废物 2000 万吨左右, 处置工业危险废物 1000 万吨左右, 贮存工业危险废物 800 万吨左右, 每年产生的危险废物基本不外排。工业企业会对往年贮存的危险废物进行综合利用或处置, 但总量有限, 仅“十二五”期间, 工业危险废物的累积贮存量即达 4000 万吨左右(每年按 800 万吨贮存量估算)。另外, 所谓的“贮存”实际上大多为露天堆存, 与排放类似。如果加上“十二五”之前的历史贮存量, 则数量更为巨大。大量的危险废物长期堆存或无序排放, 成为巨大的潜在环境风险点, 危害当地群众身体健康和周边环境。

表 4: 全国工业废物产生及处理情况 (万吨)

年份	产生量	综合利用量 (利用往年储存量)	处置量 (利用往年储存量)	贮存量
2011	3431.2	1773.1 (59.2)	916.5 (23.1)	823.7
2012	3465.2	2004.6 (39.9)	698.2 (44.7)	846.9
2013	3156.9	1700.1 (44.1)	701.2 (11.2)	810.9
2014	3633.5	2061.8 (24.5)	929.0 (23.4)	690.6
2015	3976.1	2049.7 (24.4)	1174.0 (33.4)	810.3

资料来源: 环保部环境公报, 民生证券研究院

危险废物集中处理厂对危险废物的处理方式, 除了综合利用外, 主要为填埋和焚烧, 填埋量相对较少, 约占总处理量的 1/4, 焚烧量占总处理量的 1/2 左右, 按现有危险废物集中处理厂的设计填埋或焚烧能力来算, 现在实际的填埋量和焚烧量明显偏低, 处于“吃不饱”的局面, 而另一方面工业企业每年约 800 多万吨危险废物被贮存堆置, 两者之间存在明显矛盾。但未来随着危废监管和技术支撑体系的完善, 相信这一矛盾将得到有效缓解。

表 5：工业危险废物集中处理厂处理危险废物情况（万吨）

年份	工业危险废物处置量（万吨）	填埋量		焚烧		其他处置方式（万吨）	综合利用量（万吨）
		年实际填埋量（万吨）	设计填埋能力（吨/天）	年实际焚烧量（万吨）	设计焚烧能力（吨/天）		
2011	183.7	47.5	—	85.5	—	50.7	72.3
2012	218.5	56.9	—	86.3	—	75.3	101.2
2013	195.0	59.0	6214	100.1	6042	35.9	87.5
2014	349.5	79.2	6552	117.5	7563	152.8	129.3
2015	414.3	72.7	8672	122.9	6863	218.7	171.2

资料来源：《我国工业危险废物的来源、处理及监管对策与建议》，民生证券研究院

3、处理能力地区分配不均，青海市场危废处理能力严重不足

《2016 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》显示 2015 年工业危险废物产生量排在前三位的省份为山东、湖南和江苏，而实际经营处理规模前三名依次是江苏省、山东省和广东省。我国的危险废物产生量与处理能力分布不均，危险废物利用和处置能力区域不平衡、结构不合理现象比较突出。位于中国东部及中国西北部的工业化地区占危险废物产生量的一大部份，而经济发达地区如华东及华南占危险废物处理能力的一大部份。就 2015 年废物处置量而言，华东地区危险废物项目所占市场份额最大，达 38.7%。

跨地区转移处置危险废物理论上虽可行，但流程复杂，审批周期长，如果跨省转移，需要移出地和接收地各级环保部门审批同意，从移出地到接受地需要经历县、市、省等 6 个层级的审批，一般历时长达半年之久。此外一般省份都不愿意接收外地危险废物转移进入本省进行处置，这就使缺乏危险废物处理设施的地区具备危险废物处理行业的增长机会。

2015 年青海省危险废物产生企业 82 家（其中既是产生又是经营单位的 4 家），危险废物经营企 10 家，全年危险废物产生量 499.2 万吨。其中石棉废物的产生量达 348.5 万吨，约占全省危险废物总产量的 69.8%。从统计数据来看，目前全省危险废物产生单位内部综合利用能力约占全年产生总量的 23.4%，全省危险废物经营单位处理、处置能力仅占危险废物年产量的 3.75 %（2015 年青海省危险废物产生量最大的祁连纤维材料有限公司处于停产状态，且统计数据尚未覆盖汽车维修点、水电站、机场、各大科研院所及单位实验室等产废单位），据此若祁连纤维材料有限公司继续停产或彻底停业，除金矿采选企业含无机氯化物的尾矿基本按照《危险废物填埋污染控制标准》建设外，全省每年约有 50% 近 250 万吨危险废物没有配套的综合利用或集中处置设施进行安全处置，产能缺口较大，处置能力严重不足。

表 6：2012 至 2015 年青海省危险废物产生单位信息统计表（万吨）

年份	产生量	综合利用量 (利用往年储存量)	处置量 (利用往年储存量)	贮存量
2012	404.34	61.30 (4.60)	0.12 (0.00)	347.51
2013	399.85	69.66 (2.95)	8.10 (0.00)	325.04
2014	325.68	146.03 (2.03)	5.00 (0.13)	176.81
2015	499.18	116.9 (0.023)	0.2 (0.03)	232.1

资料来源：《青海省固体废物污染防治“十三五”规划》，民生证券研究院

表 7: 2012 至 2015 年青海省危险废物经营单位信息统计表 (吨)

项目		2012	2013	2014	2015
经营单位数量 (家)		7	7	6	10
危险废物核	利用	91575	53045	61830	117000
准经营规模	处置	50000	3000	1500	68600
(吨/年)	总规模	141575	56045	63330	186930
危险废物实	利用	10909.16	24349.17	36241.88	24169.97
际经营规模	处置	353799	0	0	1853.70
(吨/年)	总规模	364708.16	24349.17	36241.88	28450.92

资料来源:《青海省固体废物污染防治“十三五”规划》, 民生证券研究院

4、发达国家水泥窑协同处置危废技术应用广泛, 在我国同样具备推广优势

由于新型干法回转窑内温度在 1450 度左右, 物料总停留时间 25~30 分钟, 气体在高于 1000℃ 的停留时间大于 10 秒, 焚烧停留时间长, 危险废物在水泥窑中能达到较好的无害化处置效果。只要协同处置企业在配备预处理和高效的布袋除尘器等配套设施的前提下, 按照相关标准进行科学操作和管理, 控制废物中有害元素的投加速率, 绝大多数情况下协同处置危险废物的水泥窑可以达到相关法规及标准要求。

早在 1989 年, 美国利用水泥窑协同处置了 100 多万吨工业危险废物, 是当年焚烧炉焚烧处理危险废物的 4 倍, 1994 年美国 111 家水泥厂中有 37 家获得了使用工业危险废物作为替代燃料烧制水泥的许可证, 处理了全美国近 60% 的危险废物。在 2000 年的欧洲, 约有 250 多个水泥厂开展了使用危险废物替代燃料的业务, 处置了约 100 多万吨的危险废物。

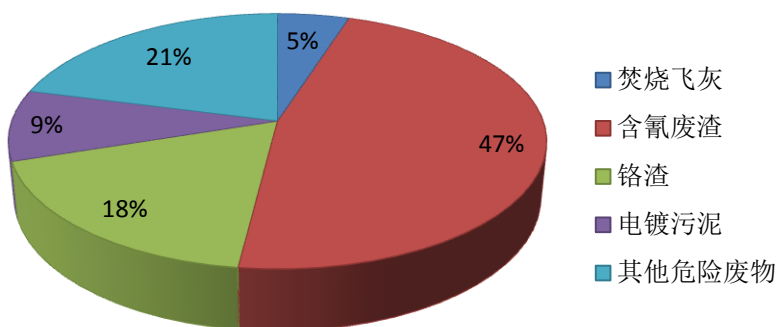
我国水泥窑协同处置危险废物始于 2000 年左右, 由于前期我国水泥市场需求旺盛, 水泥生产企业效益好, 水泥窑协同处置危险废物经济效益不明显。加之缺乏相关政策措施支持和标准规范引导, 水泥企业跨界经营存在一定风险和不确定性, 缺乏协同处置危险废物的内在动力, 我国水泥窑协同处置危险废物发展一直比较缓慢。

截至 2014 年底, 我国共有 16 家水泥企业取得危险废物处置经营许可证, 年处置危险废物 52.6 万吨, 占全国危险废物处置总量的 13.3%。根据协同处置规模、运行状况和废物处置种类划分, 有 3~4 家企业具有国家危险废物名录中 10~30 种废物处置资质及连续运行协同处置能力, 其他企业只对单一废物协同处置, 如黄金冶炼废渣、电镀污泥、飞灰等废物。其中, 生活垃圾焚烧飞灰水泥窑协同处置企业有 4 家, 年处置量为 3 万吨, 协同处置量约占飞灰总量的 1.2%。水泥窑协同处置危废自国家推广实施以来, 虽取得了不错的成绩, 但总体产能占比与发达国家相比仍处于比较低的水平。

对于水泥企业而言, 利用现有水泥窑协同处置固体废弃物投资金额小, 既能够带来可观的固体废弃物处置费收入, 又能减少对石灰石、煤等天然资源的消耗降低水泥生产成本, 具有良好的社会效益与经济效益, 是重要的发展机遇与利润增长点。特别是在未来水泥需求量长远趋势下滑, 水泥行业整体产能过剩实施供给侧改革的情况下, 协同处置危废带来的经济效益将比之前更具吸引力。公司作为青海省水泥市占率第一的企业, 以水泥窑协同处置危险废物为切入点, 有望进一步延伸至协同处置生活垃圾、市政污水污泥等领域, 与主业形成具有良好的协同

效应。

图 2：我国危险废物水泥窑协同处置的主要种类组成（2014 年统计情况）



资料来源：《我国水泥窑协同处置现状剖析和发展建议》，民生证券研究院

三、水泥业务内外兼修，受益西藏高速发展

(一) 青海省内寻求产业链并购，向下游商品混凝土延伸

2016 年 9 月中国水泥协会提交的关于水泥企业产能互换的政策建议中，指出省区内前 2~3 家大企业的水泥市场集中度达 70% 以上。公司目前在青海地区水泥产能排名第一，未来公司将进一步寻求青海地区行业并购机会，主要从横向兼并收购水泥企业，纵向收购或建设上下游骨料、商砼企业，通过扩大熟料生产规模、完善上下游产业链等方面来进一步巩固公司在青海及周边地区的竞争优势，提升水泥业务板块的整体盈利能力。

2015 年公司通过收购 5 家商砼公司向下游延伸至商品混凝土行业，2016 年公司再次收购 5 家商砼公司资产及 1 家商砼公司股权，同时公司果断出售太原金圆和朔州金圆两家水泥企业，甩掉亏损包袱，实现区域和产业链战略部署的全面调整。

2017 年公司将规模导向转至利润导向，发挥水泥、商砼上下游业务的协同效应，巩固和提升公司在青海地区的市场占有率和盈利能力。2016 年公司商品混凝土销量 263 万方增长 57%，是公司水泥业务的重要业绩增长点之一。

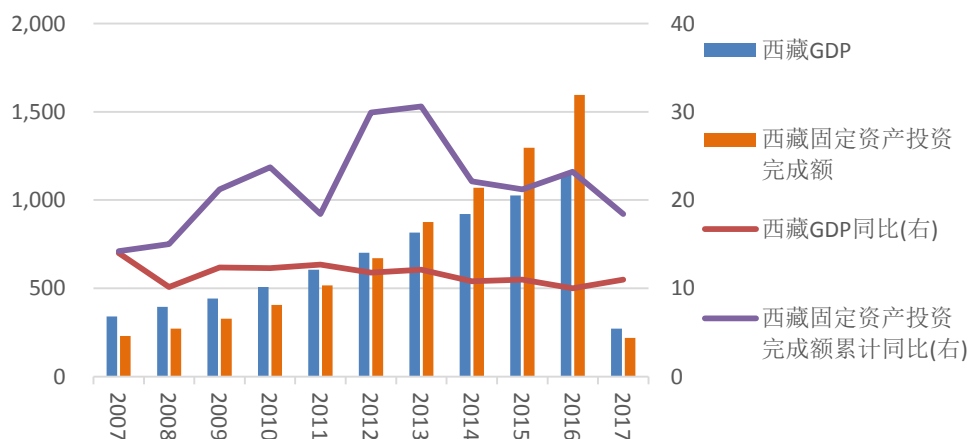
(二) 省外开拓西藏市场，把握“一带一路”寻求海外并购

近年西藏经济建设加快，水泥需求不断增加。“十三五”时期西藏计划投资 5431 亿元人民币进行公路交通基础设施建设，力争通车里程达 11 万公里。西藏将新建铁路里程约 2000 公里，铁路建设总投资 1600 亿元。公司中长期将受益西藏基建需求的提升。

公司全资子公司青海宏扬距离西藏近，区位优势明显，通过加大对西藏地区的市场开发力度，提升了公司整体盈利能力。2016 年公司西藏地区营收达 4.2 亿，同比增长 64%；毛利率高达 51%，也显著高于青海的 39%。

未来公司将积极把握“一带一路”的国家战略机遇，以香港子公司作为投资平台，实施海外并购，拓展海外水泥市场，审慎寻找投资、合作项目，培育公司新的业务和利润增长点。

图 3：西藏近年 GDP/增速及固定资产投资完成额/增速（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

四、公司估值与盈利分析

假设增发收购顺利完成，新金叶 17 年实现并表，我们预计 17-19 年公司净利润为 4.15、4.83 和 5.36 亿，按照增发股本上限计算，每股收益分别为 0.56、0.66、0.73 元，对应 PE18、16、14 倍。看好公司危固废处理、水泥协同发展前景，给予“强烈推荐”评级。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	2,164	5,692	6,318	6,855
营业成本	1,364	4,393	4,876	5,266
营业税金及附加	13	33	38	41
销售费用	160	421	467	507
管理费用	113	290	316	339
EBIT	513	554	620	701
财务费用	98	29	7	4
资产减值损失	37	0	0	0
投资收益	0	16	24	13
营业利润	381	541	637	710
营业外收支	36	0	0	0
利润总额	418	579	674	747
所得税	90	125	145	161
净利润	328	454	529	586
归属于母公司净利润	306	415	483	536
EBITDA	697	761	856	961

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	406	2634	2899	3326
应收账款及票据	995	1289	1607	1789
预付款项	36	95	107	119
存货	245	830	907	965
其他流动资产	110	110	110	110
流动资产合计	1858	5514	6280	7005
长期股权投资	37	37	37	37
固定资产	2827	3366	3709	4126
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	3262	3574	3633	3745
资产合计	5120	9087	9913	10749
短期借款	704	704	704	704
应付账款及票据	644	2196	2510	2687
其他流动负债	276	276	276	276
流动负债合计	1965	4267	4563	4813
长期借款	508	508	508	508
其他长期负债	317	317	317	317
非流动负债合计	825	825	825	825
负债合计	2790	5092	5388	5638
股本	595	735	735	735
少数股东权益	163	202	248	299
股东权益合计	2330	3996	4525	5111
负债和股东权益合计	5120	9087	9913	10749

资料来源：公司公告，民生证券研究院

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	16.0%	163.0%	11.0%	8.5%
EBIT 增长率	25.4%	8.0%	12.0%	13.0%
净利润增长率	15.6%	35.7%	16.5%	10.8%
盈利能力				
毛利率	37.0%	22.8%	22.8%	23.2%
净利率	14.1%	7.3%	7.6%	7.8%
总资产收益率 ROA	6.0%	4.6%	4.9%	5.0%
净资产收益率 ROE	14.1%	10.9%	11.3%	11.1%
偿债能力				
流动比率	0.9	1.3	1.4	1.5
速动比率	0.8	1.1	1.2	1.3
现金比率	0.2	0.6	0.6	0.7
资产负债率	0.5	0.6	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	126.5	81.7	91.9	94.3
存货周转天数	59.7	68.2	67.3	66.3
总资产周转率	0.5	0.8	0.7	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	0.5	0.6	0.7	0.7
每股净资产	3.6	5.2	5.8	6.5
每股经营现金流	(0.0)	2.1	0.7	1.1
每股股利	0.5	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	19.9	18.1	15.5	14.0
PB	2.8	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	10.1	6.3	5.3	4.2
股息收益率	4.9%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	328	454	529	586
折旧和摊销	220	207	235	260
营运资金变动	(657)	874	(205)	(47)
经营活动现金流	(24)	1,514	531	781
资本开支	570	481	258	334
投资	144	0	0	0
投资活动现金流	(239)	(465)	(234)	(320)
股权募资	34	1,212	0	0
债务募资	425	0	0	0
筹资活动现金流	487	1,179	(33)	(33)
现金净流量	225	2,228	264	428

插图目录

图 1: 公司青海地区产能 434 万吨, 占区域产能的 34%	3
图 2: 我国危险废物水泥窑协同处置的主要种类组成 (2014 年统计情况)	9
图 3: 西藏近年 GDP/增速及固定资产投资完成额/增速 (单位: 亿元)	10

表格目录

表 1: 公司水泥熟料产能分布: 合计 614 万吨/年	3
表 2: 公司募投项目概况 (单位: 万元)	5
表 3: 公司募投项目盈利能力测算	5
表 4: 全国工业废物产生及处理情况 (万吨)	6
表 5: 工业危险废物集中处理厂处理危险废物情况 (万吨)	7
表 6: 2012 至 2015 年青海省危险废物产生单位信息统计表 (万吨)	7
表 7: 2012 至 2015 年青海省危险废物经营单位信息统计表 (吨)	8
公司财务报表数据预测汇总	12

分析师简介

陶贻功：毕业于中国矿业大学（北京），本科专业化学工程与工艺，研究生专业矿物加工工程（煤化工）。2011年7月加入民生证券至今。一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2011年7月加入民生证券研究院。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员。2015年“天眼”采掘行业最佳选股分析师第二名；2016年“慧眼”环保行业第二名。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。