

# 水泥及商砼业务盈利将企稳回升，危废业务进入产能密集投放期

## ——金圆股份(000546.SZ)首次覆盖报告

## 首次覆盖报告

<b>邱懿峰(分析师)</b>	<b>黄红卫(联系人)</b>	<b>赵腾辉(联系人)</b>
010-69004648	010-69004537	010-83561349
qiuyifeng@xsdzq.cn	huanghongwei@xsdzq.cn	zhaotenghui@xsdzq.cn
证书编号: S0280517080002	证书编号: S0280118010010	证书编号: S0280118020015

### ● 金圆水泥业务聚焦青藏地区，深刻受益西藏水泥旺盛需求：

2018年后煤炭去产能的“进程及力度”将有所放缓，预计煤炭价格将企稳或有所回落，水泥生产中的煤价及电价有望稳中趋降。金圆股份的格尔木水泥生产线销售半径可覆盖西藏地区。西藏城镇化率低，战略地位显著，基建需求旺盛，金圆股份深刻受益西藏水泥旺盛需求。

### ● 危废行业景气度高，水泥窑协同处置危废优势显著：

危废行业景气度高，水泥窑协同处置产能投放周期短（环评批复后建设周期仅8-9个月），产能扩充快，易在行业跑马圈地中获胜，预计水泥窑协同处置危废的潜在产能在1250万吨/年。水泥窑协同处置建设及运营成本远低于传统危废处置项目，即使危废行业竞争格局恶化，水泥窑凭借突出的成本优势，亦将在行业洗牌中获胜。

### ● 金圆股份的危废业务竞争优势强，2018年后进入快速产能释放期：

金圆股份民企高效灵活的激励机制，将抢占水泥窑协同处置市场份额。此外，金圆股份同时布局“水泥窑协同处置、资源综合利用、一体化综合处置”，危废业务之间协同效应明显，改善成本效益。金圆股份较早布局水泥窑协同处置，先发优势及运营优势明显。目前，金圆股份在手的危废项目共计22个，在手危废产能合计219.67万吨/年。2018年后，公司危废业务将进入快速产能投放周期，业绩有望高速增长。

### ● 未来三年复合增速49%，首次覆盖给予“推荐”评级：

我们预计公司2018-2020年净利润分别为5.89、8.20、10.53亿元，对应EPS分别为0.82、1.15和1.47元。当前股价对应2018-2020年PE分别为16.7、12.0和9.3倍。公司通过多次资本运作布局高盈利的水泥窑协同处置危废项目，危废项目进展较快，后续将进入产能密集投放期及业绩高速增长期，首次覆盖给予“推荐”评级。

● **风险提示：**水泥及商砼业务销售不及预期风险；水泥及商砼盈利能力继续下滑风险；危废项目进展不及预期风险。

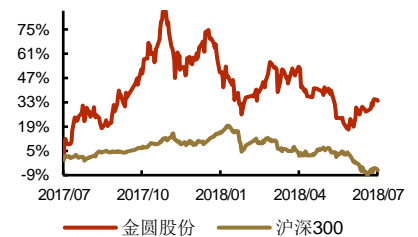
### 财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2164	5,073	8,358	9,636	11,366
增长率(%)	16.0	134.4	64.7	15.3	17.9
净利润(百万元)	305.5	351	589	820	1,053
增长率(%)	15.6	14.8	67.9	39.2	28.4
毛利率(%)	37.0	18.6	17.1	20.8	24.3
净利率(%)	14.1	6.9	7.0	8.5	9.3
ROE(%)	14.1	10.4	14.4	17.3	21.4
EPS(摊薄/元)	0.43	0.49	0.82	1.15	1.47
P/E(倍)	32.14	28.0	16.7	12.0	9.3
P/B(倍)	4.53	2.9	2.5	2.1	1.8

## 推荐(首次评级)

市场数据	时间 2018.07.17
收盘价(元):	13.74
一年最低/最高(元):	10.15/19.5
总股本(亿股):	7.15
总市值(亿元):	98.19
流通股本(亿股):	5.73
流通市值(亿元):	78.71
近3月换手率:	25.91%

## 股价一年走势



## 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	19.45	-4.69	30.37
绝对	11.35	-12.68	24.52

## 相关报告

## 投资要件

### 关键假设

1.金圆股份水泥业务比较稳定，但考虑到青海及西藏地区对水泥需求旺盛，公司水泥及水泥制品销量还有一定增长空间；随着商砼成本压力向下游传导，商砼业务毛利率有望回升。

2.已建成危废项目：对于已建成的危废项目，2018年根据募投项目的年均营业收入及净利润(或者类似项目)进行业绩预测。对于江西新金叶项目，假设2018-2020年的每年营收均与2017年相同(为51.05亿元)。

3.已拿到环评批复的危废项目：由于水泥窑协同处置拿到环评后建设期在8-9个月，假设拿到环评批复项目在2018年有2个月并表，2019年起全年并表；而拿到环评批复的资源化、无害化业务，假设在2019年开始并表(全年并表)。

4.已立项未拿到环评的项目：对于已立项未拿到环评的项目，假设在2020年开始并表(全年并表)。

5.规划中的未立项危废项目：假设在2020年后并表。

### 我们区别于市场的观点

1. 水泥全部成本构成中，煤价及电价占比超过60%，市场担忧煤炭去产能造成煤炭、电力价格上涨，影响水泥行业盈利。我们分析国家煤炭去产能政策目标后，认为2018年后煤炭去产能的“进程及力度”将有所放缓。加之国内能源消费结构中，天然气等清洁能源的消费占比快速提升，预计煤炭价格将企稳或有所回落，水泥生产中的煤价及电价有望稳中趋降。

2. 全国范围而言，水泥行业整体产能过剩，市场担忧金圆股份水泥业务盈利能力存在下滑风险。我们认为，水泥生产销售均存在明显区域性，金圆股份的格尔木水泥生产线销售半径可覆盖西藏地区。西藏城镇化率低，战略地位显著，基建需求旺盛，金圆股份深刻受益西藏水泥旺盛需求。

3. 2017年，商砼业务的砂石骨料及矿粉价格大幅上扬，金圆股份商砼业务净利润大幅下滑，市场担忧金圆股份商砼业务盈利继续下滑。我们认为，金圆股份的商砼业务方毛利已处于近三年低点，且商砼业务成本向下游传导存在一定时滞(并非传导不通畅)，2018年，商砼业务方毛利有望企稳回升。

4. 危废行业景气度较高，环保企业争相涌入危废领域，大幅扩充危废产能，市场担忧后续危废行业竞争格局恶化风险。实际上，我们统计水泥窑协同处置危废的潜在产能在1250万吨/年，相比每年1亿吨危废潜在产量而言，对危废行业竞争格局影响有限。其次，水泥窑协同处置产能投放周期短(环评批复后建设周期仅8-9个月)，而传统危废处置项目产能投放周期长达3-5年，加之危废存在明显区域性，一定地域的水泥窑协同处置产能率先投放，必将抑制“后续的其他危废产能”投放。最后，水泥窑协同处置建设及运营成本远低于传统危废处置项目，即使危废行业竞争格局恶化，水泥窑凭借突出的成本优势，亦将在行业洗牌中获胜。

5. 市场对金圆股份开展水泥窑协同处置的优势挖掘不够。我们认为，水泥窑协同处置亦存在快鱼吃慢鱼效应，金圆股份民企高效灵活的激励机制，保障快速跑马圈地以抢占市场份额。此外，金圆股份同时布局“水泥窑协同处置、资源综合利用、一体化综合处置”，危废业务之间协同效应明显，改善成本效益。最后，金圆

股份较早布局水泥窑协同处置，先发优势及运营优势明显。

### 股价上涨的催化因素

公司股价上涨的动力主要来源于业绩高速增长从而消化估值。目前，我们统计金圆股份在手的危废项目共计 22 个，在手危废产能合计 219.67 万吨/年。危废项目进展较快，2018 年后，公司危废业务进入快速产能投放期，将显著增厚公司业绩。

### 估值与投资建议

我们预计公司2018-2020年净利润分别为5.89、8.20、10.53亿元，对应EPS分别为0.82、1.15和1.47元。当前股价对应2018-2020年PE分别为16.7、12.0和9.3倍。公司通过多次资本运作布局高盈利的水泥窑协同处置危废项目，危废项目进展较快，后续将进入产能密集投放期及业绩高速增长期，首次覆盖给予“推荐”评级。

### 投资风险

水泥及商砼业务销售不及预期风险；水泥及商砼盈利能力继续下滑风险；危废项目进展不及预期风险。

## 目 录

1、 公司概况： 建材及环保双轮驱动， 业绩高速增长可期.....	7
1.1、 公司简介： 民企灵活高效， 开启二次创业.....	7
1.2、 业务概要： 建材及环保双轮驱动， 协同效应明显.....	9
1.3、 业绩概况： 盈利能力较强， 危废业绩占比将持续提升.....	9
2、 建材业务： 青藏地区水泥需求持续旺盛， 建材业务盈利稳中向好.....	10
2.1、 水泥行业产业链.....	10
2.2、 水泥行业产能过剩， 但青藏地区受水泥去产能政策影响较小.....	12
2.3、 金圆水泥业务聚焦青海地区， 水泥吨毛利持续走高.....	15
2.4、 西藏城镇化率低， 基建需求旺盛， 金圆股份深刻受益西藏水泥旺盛需求：.....	19
2.5、 拓展商砼业务， 商砼成本压力有望向下游传导.....	22
3、 环保业务： 水泥窑协同处置项目前景较好， 金圆股份将在跑马圈地中胜出.....	23
3.1、 危废产能严重供不应求， 短期内产能不易扩张.....	23
3.2、 水泥窑协同处置危废优势显著， 市场前景较高.....	25
3.3、 豁免错峰生产及改善水泥业盈利， 水泥窑协同处置项目快速发展.....	29
3.4、 金圆股份致力于跻身国内危废处置第一梯队.....	30
3.5、 屡次资本运作强化危废项目储备， 危废项目进展较快.....	32
3.6、 金圆股份水泥窑协同处置优势突出， 将于跑马圈地中获胜.....	38
4、 核心假设.....	39
5、 投资建议.....	41
6、 风险揭示.....	41
附： 财务预测摘要.....	42

## 图表目录

图 1： 金圆股份的发展历程.....	7
图 2： 2018 年 Q1 末， 金圆股份的控股结构图.....	7
图 3： 金圆股份的技术优势显著.....	8
图 4： 金圆股份的三大业务布局.....	9
图 5： 2013-2018 年第一季度， 金圆股份的营收及净利润.....	10
图 6： 2013-2018 年第一季度， 金圆股份的盈利能力.....	10
图 7： 2017 年， 金圆股份各个业务的营收占比（%）.....	10
图 8： 2017 年， 金圆股份各个业务的毛利占比（%）.....	10
图 9： 水泥行业产业链图.....	11
图 10： 水泥行业的生产成本构成（%）.....	11
图 11： 青海省平均销售电价情况（元/千千瓦时）.....	11
图 12： 中国动力煤价格指数走势（元/吨）.....	12
图 13： 中国水泥行业的下游需求占比（%）.....	12
图 14： 全社会固定资产投资完成额与水泥产量增速.....	12
图 15： 中国房地产开发投资完成额及增速（%）.....	12
图 16： 中国基础设施建设投资完成额及增速（%）.....	12
图 17： 2017 年中国水泥熟料产能的省份分布.....	13
图 18： 水泥行业去产能行动计划（2018~2020）中各省份的去产能目标.....	14
图 19： 2017 年， 中国水泥企业产能前 20 强.....	15
图 20： 金圆股份水泥行业营收及毛利情况.....	16

图 21: 金圆股份水泥生产量及销售情况.....	16
图 22: 金圆股份水泥业务的毛利率情况.....	16
图 23: 金圆股份水泥业务的吨成本及吨毛利.....	16
图 24: 金圆股份熟料业务的营收及毛利情况.....	17
图 25: 金圆股份熟料业务的毛利率情况.....	17
图 26: 2017 年, 金圆水泥占青海省水泥熟料产能的 28%.....	18
图 27: 2017 年, 金圆水泥占广东水泥熟料产能的 1.51%.....	18
图 28: 目前, 五条进藏铁路中, 仅青藏铁路建成通车, 川藏铁路预计在 2021 年才建成.....	19
图 29: 32.5 级散装复合水泥价格 (元/吨).....	20
图 30: 42.5 级袋装普通水泥价格 (元/吨).....	20
图 31: 西藏、青海省的水泥年产能情况.....	20
图 32: 西藏自治区、青海省的城市人口比重情况 (%).....	20
图 33: 2018 年, 各省政府固定资产投资预期目标增速.....	20
图 34: 青海省的固定资产投资完成额增速.....	21
图 35: 西藏自治区的固定资产投资完成额增速.....	21
图 36: 青海省固定资产投资的开工、新施工项目数量.....	21
图 37: 西藏自治区固定资产投资的开工、新施工项目数量.....	21
图 38: 金圆股份商砼业务营收及毛利情况.....	22
图 39: 金圆股份商砼销售量情况 (生产量同).....	22
图 40: 金圆股份商砼业务的毛利率情况.....	22
图 41: 金圆股份商砼业务的方成本及方毛利.....	22
图 42: 2006-2015 年, 中国工业危废产生量.....	23
图 43: 2006-2015 年, 中国实际工业危废产量预测.....	23
图 44: 各国危废占固废的比例.....	24
图 45: 中国危废固废的历史比值情况.....	24
图 46: 13-16 年危废的核准经营规模.....	25
图 47: 06-16 年危险废物实际经营规模情况.....	25
图 48: 危险废物的处置工艺图.....	25
图 49: 水泥窑协同处置危险废物的工艺流程图.....	26
图 50: 中国水泥熟料设计总产能情况.....	28
图 51: 中国水泥熟料生产线总数 (条).....	28
图 52: 金圆股份危险废物业务的发展规划.....	30
图 53: 金圆股份危废业务谋划全国战略布局.....	31
图 54: 金圆股份打造“五业共进”产业体系.....	31
图 55: 金圆股份建立“四位一体”推进机制.....	32
图 56: 金圆股份打造三大支撑平台.....	32
图 57: 2017 年江苏省危险废物产生量达 442 万吨, 增速达 30.65%.....	33
图 58: 2015 年, 苏州、无锡、常州的危险废物合计产量占江西省的 61%.....	33
图 59: 格尔木宏扬水泥有限公司的水泥窑协同处置产能占危废产能的 12%.....	34
图 60: 水泥窑协同处置项目的经营模式.....	38
表 1: 《水泥行业去产能行动计划 (2018~2020)》中的各年任务分解情况.....	14
表 2: 金圆股份的水泥熟料产能情况.....	17
表 3: 青海省水泥行业产能清单情况 (2016 年).....	18
表 4: 适用于水泥窑协同处置的危废种类.....	26
表 5: 海螺创业水泥窑协同处置技术的优势.....	27
表 6: 2014 年前后, 国家相继出台多项政策, 鼓励水泥窑协同处置项目的发展.....	29

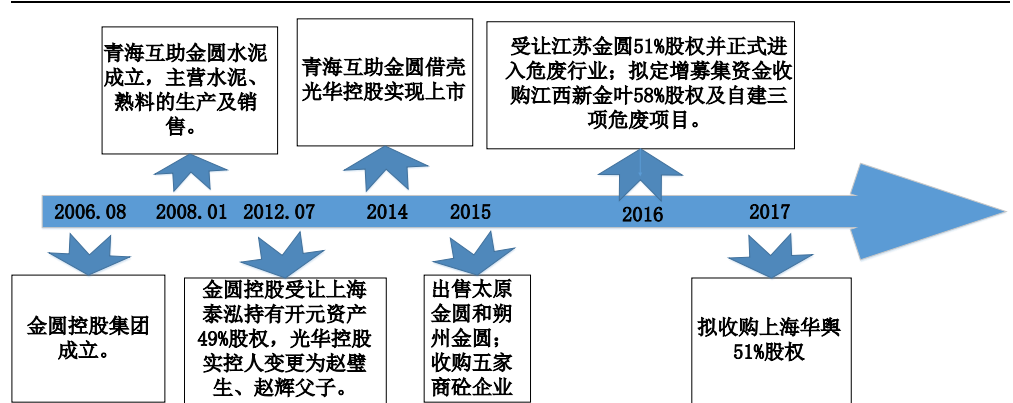
表 7: 北方 15 省市的水泥行业错峰生产时间规定 .....	30
表 8: 金圆股份的三大危（固）废环保产业发展途径及目标 .....	32
表 9: 金圆股份的非公开发行募集资金投向情况 .....	33
表 10: 金圆股份的可转换公司债券募集资金投向情况 .....	35
表 11: 金圆股份的危险废物项目产能及进展情况统计（截至 2018.7.12 日） .....	36
表 12: 2018-2020 年，金圆股份的危险废物业务的业绩情况预测 .....	39
表 13: 2018-2020 年，金圆股份的各项业务业绩情况预测 .....	40

## 1、公司概况：建材及环保双轮驱动，业绩高速增长可期

### 1.1、公司简介：民企灵活高效，开启二次创业

**青海省水泥龙头企业：**金圆水泥股份有限公司（000546.SZ）在2014年12月重组上市，原主业为水泥熟料生产，是青海省水泥龙头企业。2015年出售太原金圆及朔州金圆，剥离盈利不佳的部分水泥资产，并收购商砼企业向下游延伸水泥产业链。2016年，公司受让江苏金圆51%股权正式布局危废行业，启动二次创业。2017年定增募集12.1亿资金收购江西新金叶58%股权并自行建造三项危废项目，经过系列资本运作及战略调整，目前，金圆股份已经发展成为以水泥生产为主，集水泥窑协同处置工业固废产业、新型环保建材产业为一体的大型上市企业。

图1：金圆股份的发展历程

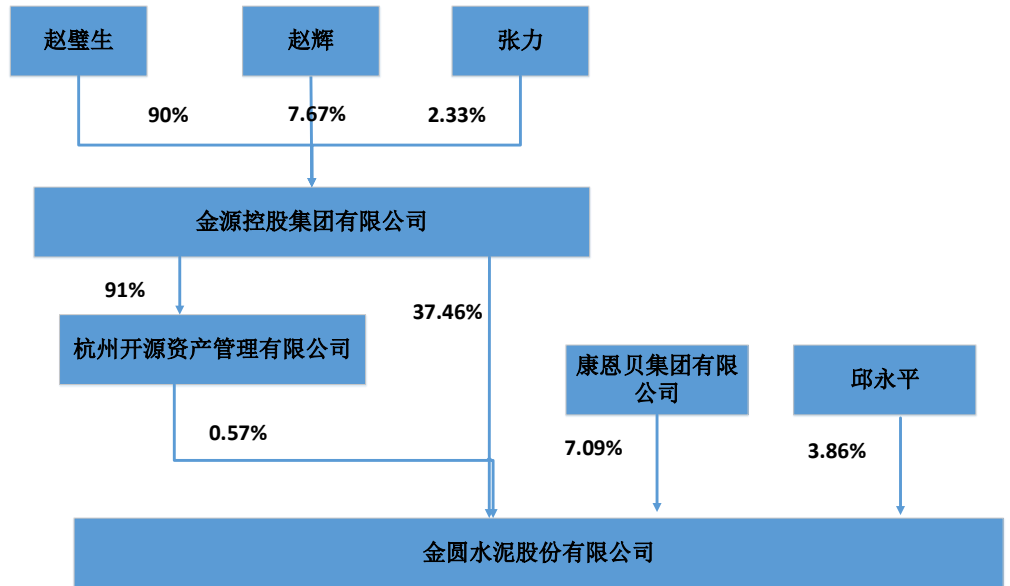


资料来源：金圆股份公司公告，新时代证券研究所

**民企灵活高效，危废跑马圈地中占据优势：**公司实际控制人为赵璧生及赵辉父子，二人通过金圆控股集团及杭州开源资产管理合计持有金圆水泥股份有限公司的38.03%股权。赵氏父子在深耕水泥行业多年，人脉资源积淀深厚，有利于水泥窑协同处置的合作项目开拓。而金圆股份的民企高效灵活的激励机制及体制，在危废行业跑马圈地进程中占据优势。

2018年7月10日，金圆股份公告，公司第二大股东康贝恩集团有限公司将终止原减持2.8%股份的减持计划（实际减持比例仅为0.03%），在2018年11月28日前不再减持公司股票，二级市场对康恩贝集团减持股份的担忧消退。

图2：2018年Q1末，金圆股份的控股结构图



资料来源：2017 年报及 2018 年一季报（2018 年 Q1 末，康恩贝集团持股比例为 7.09%，但截至 2018 年 7 月 13 日，康恩贝集团持股比例为 7.06%），新时代证券研究所

**水泥技术实力较强，技术优势有望延伸至水泥窑协同处置危废领域：**金圆股份的建材业务技术及质量优势显著，水泥窑危废业务的关键技术与建材业务关系密切：

- ✓ **建材业务技术及质量优势显著：**互助金圆及其子公司是国内最早投入新型干法水泥工艺生产与研究的企业之一，工艺技术先进，所有生产线均配备了余热发电系统，自动化程度高，能效达到行业先进水平。互助金圆水泥产品在品质与管理方面拥有 ISO 质量管理体系、环境管理体系等较全面的资质认证。
- ✓ **危废与水泥业务协同效应强：**金圆股份的水泥窑协同处置固体废弃物关键技术与公司现有业务密切相关，公司作为大型水泥企业在关键技术方面有着较丰富的积累。**金圆股份水泥技术实力较强，技术优势有望延伸至水泥窑协同处置危废领域。**公司旗下新金叶是江西省规模最大、处置资质最全的固体危险废物资源化综合利用企业之一，其生产的“向跃牌电解铜”被江西省质量技术监督局授予为“江西省名牌产品”。

图3：金圆股份的技术优势显著



资料来源：金圆股份公司官网，新时代证券研究所



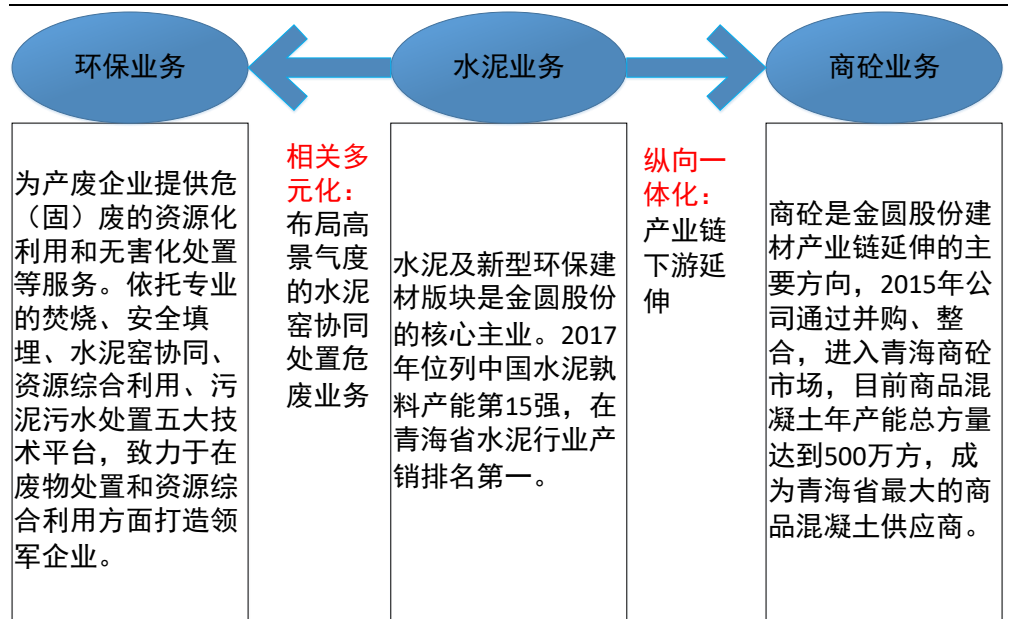
## 1.2、业务概要：建材及环保双轮驱动，协同效应明显

**建材及环保双轮驱动，协同效应明显：**金圆股份拥有建材和环保两大产业，建材产业主要从事水泥熟料、水泥产品的生产与销售，以及商品混凝土的生产与销售。环保产业以危（固）废处置为核心，主要涉及资源化利用和无害化处置等方面。

- ✓ **建材产业：**水泥及新型环保建材版块是金圆股份的核心主业。2017 年位列中国水泥孰料产能第 15 强，在青海省水泥行业产销排名第一。
- ✓ **商砼板块：**商砼是金圆股份建材产业链延伸的主要方向，2015 年公司通过并购、整合，进入青海商砼市场，目前商品混凝土年产能总方量达到 500 万方，成为青海省最大的商品混凝土供应商。此外，公司将在青海省、广东省区域规划新建或整合高端商品混凝土企业。
- ✓ **环保板块：**主要为产废企业提供危（固）废的资源化利用和无害化处置等服务。依托专业的焚烧、安全填埋、水泥窑协同、资源综合利用、污泥污水处理五大技术平台，致力于在废物处置和资源综合利用方面打造领军企业。

商砼业务为水泥产业链的下游延伸，有利于公司把控终端客户，增强市场敏感性。金圆股份环保业务以水泥窑协同处置危废为主，与公司水泥生产业务协同性较高。布局危废业务将开拓新的利润来源，增强公司盈利能力及抗风险能力。

图4：金圆股份的三大业务布局



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

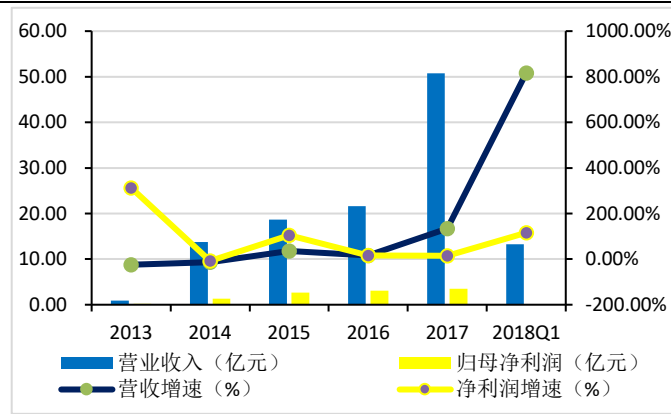
## 1.3、业绩概况：盈利能力较强，危废业绩占比将持续提升

**业绩增速较快，盈利能力较强：**2017 年，金圆股份实现营业收入 50.73 亿元（同比+134.43%），实现归母净利润 3.51 亿元（同比+14.84%）。2018 年第一季度，金圆股份实现营业收入 13.28 亿元（同比+816.98%），实现归母净利润 0.06 亿元（同比+115.23%）。2013 年-2017 年，金圆股份 ROE 稳定在 12.87%-15.20%，盈利能力较强。

2018 年 7 月 12 日，金圆股份发布《2018 年半年度业绩预告》：公司预计 2018

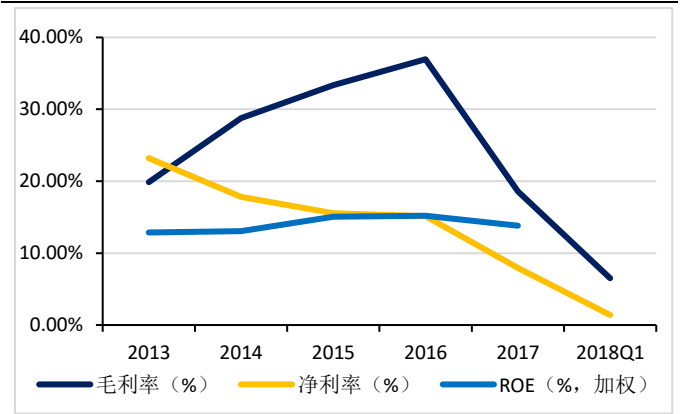
年上半年实现归母净利润 1.63 亿元-1.78 亿元（同比增长 100.95%-119.45%），业绩维持较快增长，主要系同比新增工业固（危）废资源化综合利用和无害化处置业务效益，其次受益于广东区域水泥产品销售价格及销量同比上涨所致。

图5：2013-2018 年第一季度，金圆股份的营收及净利润



资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

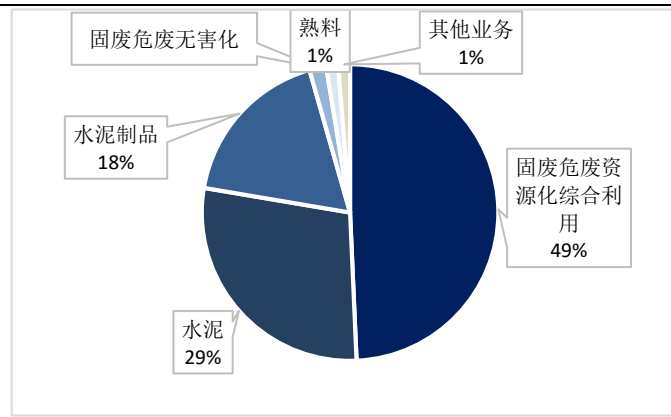
图6：2013-2018 年第一季度，金圆股份的盈利能力



资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

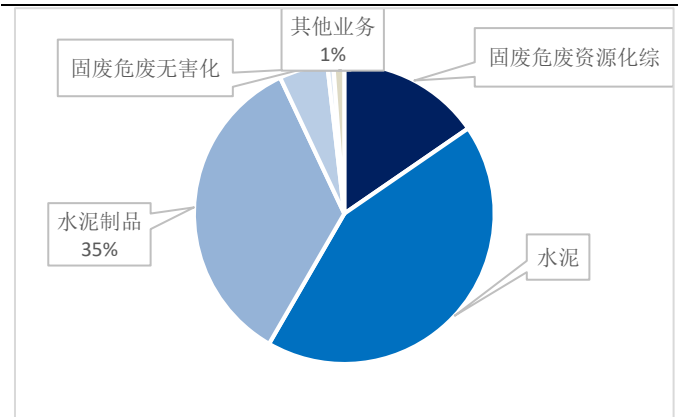
**危废毛利润占比有望持续提高：** 营收结构而言，2017 年金圆股份的固废危废资源化综合利用营收为 25.01 亿（占比 49.30%）、水泥营收为 14.39 亿（占比 28.37%）、水泥制品营收为 9.09 亿（占比 17.92%）、固废危废无害化处置营收为 0.93 亿（占比 1.83%）、熟料营收为 0.66 亿（占比 1.30%）、其他业务营收为 0.65 亿（占比 1.28%）。毛利结构而言，固废危废资源化综合利用毛利为 1.45 亿（占比 15.41%）、水泥毛利为 4.04 亿（占比 42.93%）、水泥制品毛利为 3.26 亿（占比 34.64%）、固废危废无害化处置毛利为 0.49 亿（占比 5.21%）、熟料毛利为 0.06 亿（占比 0.64%）、其他业务毛利为 0.11 亿（占比 1.17%）。目前，水泥相关业务仍是金圆股份毛利润最主要来源（占比合计达 78.21%），未来随着金圆股份的危废项目投产，危废业务毛利润占比将快速提升。

图7：2017 年，金圆股份各个业务的营收占比（%）



资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

图8：2017 年，金圆股份各个业务的毛利占比（%）



资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

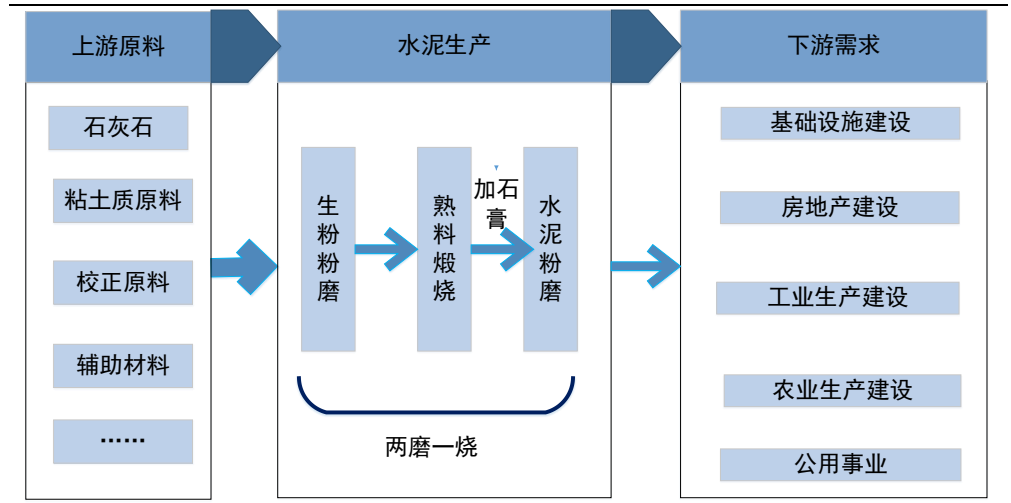
## 2、建材业务：青藏地区水泥需求持续旺盛，建材业务盈利稳中向好

### 2.1、水泥行业产业链

水泥生产以石灰石和粘土为主要原料，经破碎、配料、磨细制成生料，然后喂入水泥窑中煅烧成熟料，再将熟料加适量石膏（有时还掺加混合材料或外加剂）磨

细而成。整个水泥生产过程，可分生料制备、熟料煅烧和水泥制成等三个工序（两磨一烧）。

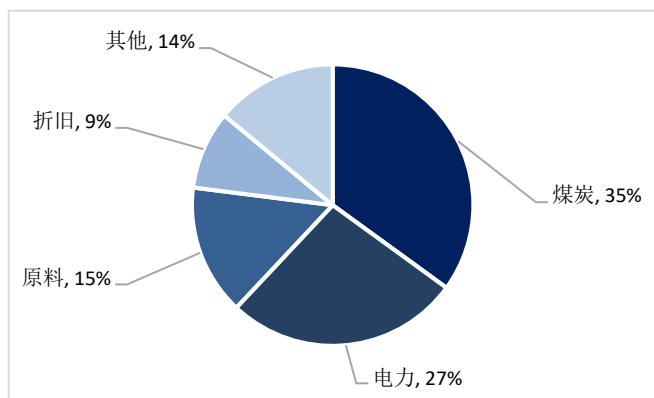
图9：水泥行业产业链图



资料来源：Wind 资讯（建材行业中心），新时代证券研究所

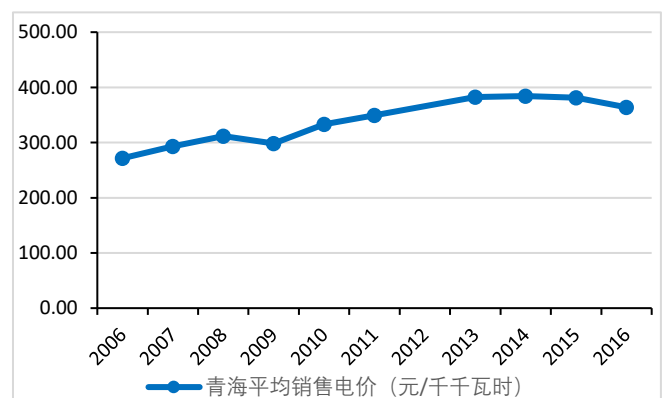
**供给侧改革推进，煤价及电价上升较快：**水泥全部成本构成中：煤占比 35%、电力占比 27%、原材料(石灰石、黏土、耐火材料等)占 15%、折旧及其他占 23%。原材料及折旧等占比较低且价格变动小。因此，水泥成本影响最大项目为煤价和电价。2016 年以来，随着煤炭行业去产能推进，动力煤价格开始大幅上扬。同时，煤电连同背景下，青海地区平均销售电价也有所上扬。随后煤价及电价一直高位徘徊，增加水泥生产成本。

图10：水泥行业的生产成本构成（%）



资料来源：Wind 资讯（建材行业中心），新时代证券研究所

图11：青海省平均销售电价情况（元/千千瓦时）



资料来源：Wind 资讯（国家能源局），新时代证券研究所

**煤炭去产能“进程及力度”有望放缓，水泥生产中的煤价及电价有望稳中趋降：**根据 2016 年 2 月《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见（国发〔2016〕7 号）》，从 2016 年开始，用 3 至 5 年的时间，再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右。根据《中能网》，2016-2017 年累计化解过剩煤炭产能约 5.4 亿吨，基本实现 7 号文目标。2018 年 4 月国家发改委等六部委印发《关于做好 2018 年重点领域化解过剩产能工作的通知》：力争 2018 年煤炭行业化解过剩产能 1.5 亿吨左右，确保 8 亿吨左右煤炭去产能目标实现三年“大头落地”。如果 2018 年实现 1.5 亿吨目标，则三年化解过剩产能约 7 亿吨，距离“十三五”规划 8 亿吨去产能目标仅差约 1 亿吨。随着去产能目标接近，预计 2018 年后煤炭去产能的“进程及力度”将有所放缓。加之国内能源消费结构中，天然气等清洁能源的消费占比快速提升，预计煤炭价格将企稳或有所回落，水泥生产中的煤价及电价有望稳中趋降。

图12: 中国动力煤价格指数走势(元/吨)

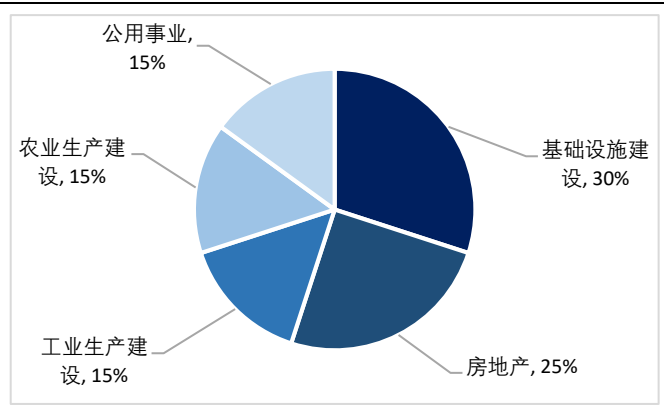


资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

## 2.2、水泥行业产能过剩, 但青藏地区受水泥去产能政策影响较小

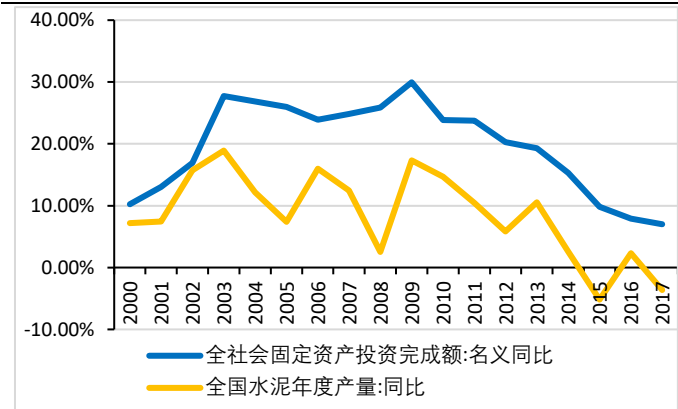
“基建及房地产”历年增速波动更大, 基本决定了水泥市场需求状况: 水泥属于典型的投资拉动型的行业, 就中国水泥消费需求结构而言, 水泥需求与固定资产投资密切相关: 基础设施建设和房地产为其主要需求领域, 分别占到水泥市场需求30%、25%。其他, 工业、农业生产建设、公共事业约各占水泥市场需求的15%。由于水泥消费结构中, 基础设施建设及房地产占比高达55%, 且“基建及房地产”经常作为国家经济宏观调控的手段(经济低迷时刺激, 经济过热时抑制)。相比“工业、农业、公用事业”而言, “基建及房地产”历年增速波动更大, 基本决定了水泥市场需求状况, 全社会固定资产投资完成额增速与水泥产量增速一致性较高。

图13: 中国水泥行业的下游需求占比(%)



资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

图14: 全社会固定资产投资完成额与水泥产量增速

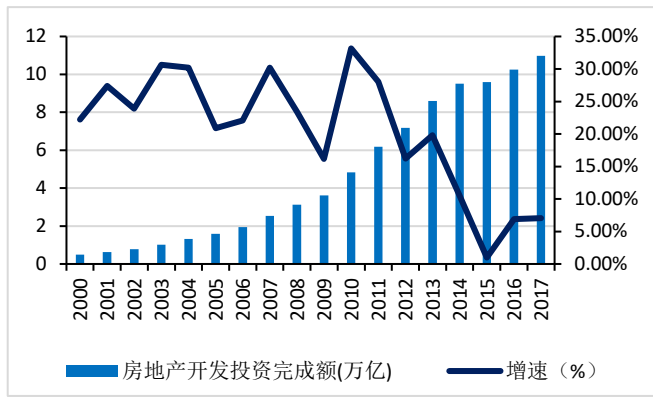


资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

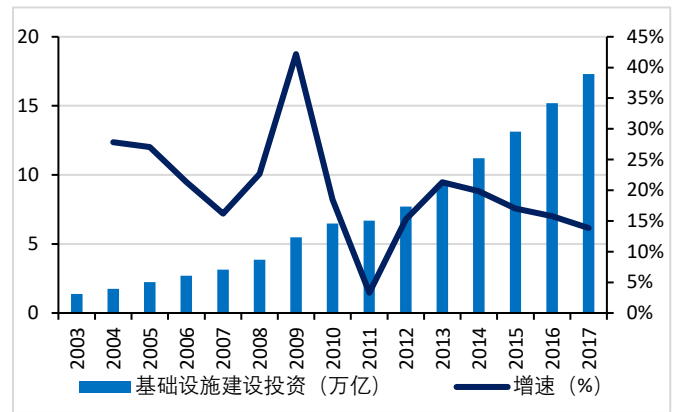
城镇化势头放缓, 房地产及基建投资增速回落, 水泥行业面临产能过剩: 2017年中国城镇化率为58.52%, 但城镇化放缓势头已显。2017年, 中国房地产开发投资完成额为10.98万亿(同比+7.04%), 中国基础设施建设投资完成额为17.30万亿(同比+13.86%), 较2000-2010年增速已经大幅降低。2017年中国人均国民收入约8790美元, 位处中等收入区间, 进一步向高收入国家迈进, 亟需由“投资、出口拉动型经济体系”转向“消费驱动型经济体系”。因此中国未来房地产及基建投资很难回到过去的高增速, 水泥行业面临产能过剩。

图15: 中国房地产开发投资完成额及增速(%)

图16: 中国基础设施建设投资完成额及增速(%)



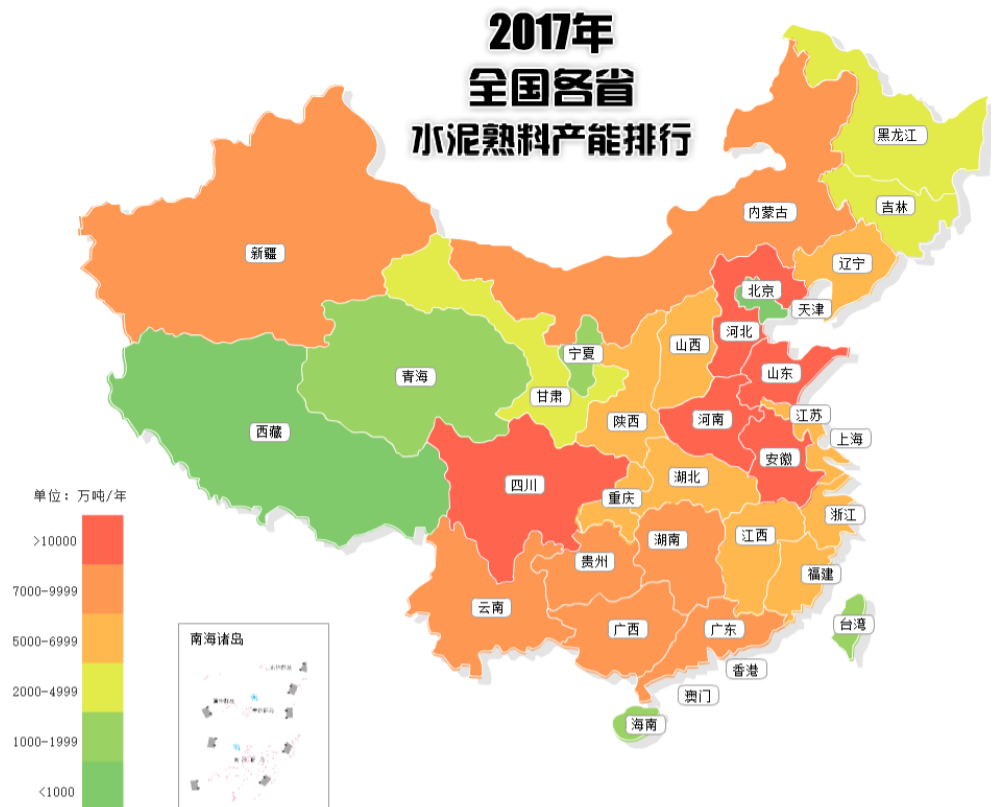
资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

**水泥行业集中度低、产能利用率低, 需进一步去产能:** 根据中国水泥协会, 2017年6月底, 中国水泥企业共3465家。全国实际熟料产能20.2亿吨, 水泥产能38.30亿吨。2016年全国熟料产量13.76亿吨, 熟料产能实际利用率68%; 水泥产量24.03亿吨, 水泥产能利用率62.74%。2016年前10大水泥企业熟料产业集中度57%, 水泥产业集中度41%。水泥行业需进一步去产能, 且产业集中度仍有待提高。

图17: 2017年中国水泥熟料产能的省份分布



资料来源: 中国水泥协会, 新时代证券研究所

**青藏地区受水泥去产能政策影响较小, 金圆股份深刻受益:** 2017年12月, 中国水泥协会发布《水泥行业去产能行动计划(2018~2020)》, 提出三年内, 压减熟料产能39270万吨, 关闭水泥粉磨站企业540家, 使全国熟料产能平均利用率达到80%, 水泥产能平均利用率达到70%。并提升水泥行业集中度, 前10家大企业集团的全 国熟料产能集中度达到70%以上, 水泥产能集中度达到60%。力争10个省区内前2家大企业熟料产能集中度达到65%。

**表1: 《水泥行业去产能行动计划(2018~2020)》中的各年任务分解情况**

标题	产能目标	行业集中度目标	水泥窑协同处置目标
2018年	全国范围内完成压减熟料产能13580万吨, 关闭水泥粉磨站企业210家	---	---
2019年	全国范围内压减熟料产能11640万吨, 关闭水泥粉磨站企业150家。	前10家大企业集团在全国的熟料产能集中度达到62%以上, 水泥产能集中度达到50%以上。在5个省区内, 前2家大企业实际控制熟料产能达到65%	在全国100万以上人口规模、具有水泥窑的城市有50%开展水泥窑协同处置
2020年	全国范围内压减熟料产能14050万吨, 压减水泥粉磨站企业180家	前10家大企业集团在全国的熟料产能集中度达到70%, 水泥产能集中度达到60%。在10个省区内, 前2家大企业实际控制熟料产能达到65%。	---

资料来源: 中国水泥协会, 新时代证券研究所

水泥去产能计划(2018~2020)中, 三年内去产能目标居前的省份分别为: 内蒙古(3800万吨)、新疆(3800万吨)、河北省(3700万吨)、山西省(3600万吨), 主要集中在京津冀周边地区。而青海省仅在2020年有150万吨的去产能目标(折合为4109t/d), 西藏自治区无去产能目标。基建需求旺盛的西藏自治区及青海省, 受水泥行业去产能的影响不大, 青藏高原中的区域水泥生产企业(金圆股份)将深刻受益。

**图18: 水泥行业去产能行动计划(2018~2020)中各省份的去产能目标**

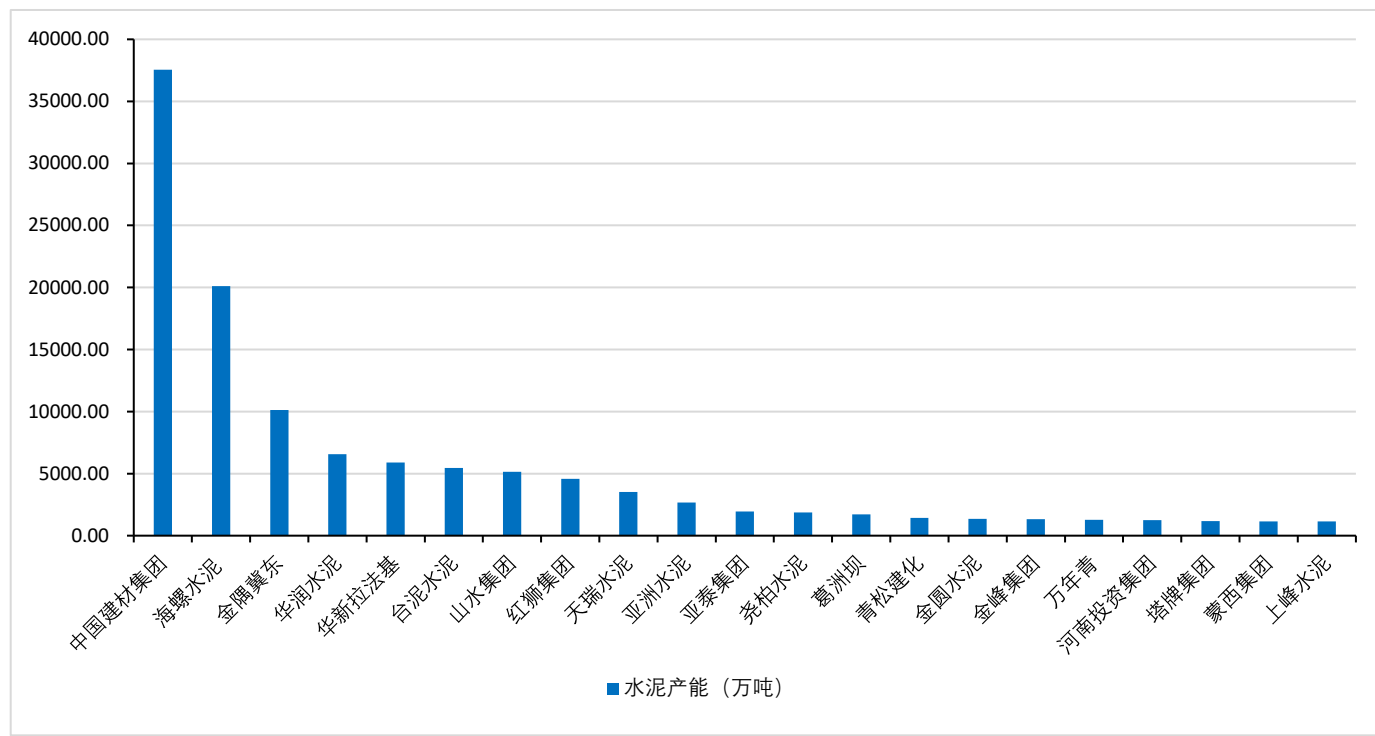
年度 省区	年度				节能 量折 标煤	减排粉 尘颗粒 物	减排 二氧化 化硫	减排 氮氧 化物
	2018	2019	2020	合计				
北京市	0	0	0	0	0	0	0	0
天津市	0	0	0	0	0	0	0	0
河北省	1295	1,110	1,295	3,700	415.4	0.898	0.457	3.371
山西省	1260	1,080	1,260	3,600	404.2	0.868	0.435	3.280
内蒙古	1330	1,140	1,330	3,800	427.6	0.918	0.458	3.462
辽宁省	805	690	805	2,300	258.6	0.555	0.273	2.095
吉林省	315	270	315	900	101.8	0.218	0.116	0.820
黑龙江	385	330	385	1,100	125.2	0.275	0.130	1.002
上海市	0	0	0	0	0	0	0	0
江苏省	235	201	235	670	75.0	0.165	0.080	0.611
浙江省	256	219	256	730	81.8	0.176	0.086	0.665
安徽省	245	210	245	700	78.4	0.169	0.083	0.638
福建省	0	0	100	100	11.2	0.024	0.013	0.091
江西省	105	90	105	300	33.6	0.072	0.036	0.273
山东省	490	420	490	1,400	156.8	0.337	0.178	1.275
河南省	735	630	735	2,100	235.2	0.526	0.248	1.913
湖北省	300	200	100	600	62.2	0.145	0.072	0.547
湖南省	350	300	350	1,000	112	0.241	0.128	0.911
广东省	445	381	445	1,270	142.3	0.306	0.155	1.157
广西区	221	189	221	630	70.6	0.152	0.078	0.574
海南省	0	0	0	0	0	0	0	0
重庆市	250	150	220	620	71.4	0.149	0.078	0.565
四川省	875	750	875	2,500	280.0	0.613	0.351	2.278
贵州省	665	570	665	1,900	213.8	0.468	0.234	1.731
云南省	770	660	770	2,200	247.4	0.535	0.231	2.004
西藏区	0	0	0	0	0	0	0	0
陕西省	630	540	630	1,800	201.6	0.434	0.213	1.640
甘肃省	210	180	210	600	69.2	0.145	0.071	0.547
青海省	0	0	150	150	18.8	0.047	0.018	0.137
宁夏区	280	240	280	800	89.6	0.195	0.095	0.729
新疆区	1330	1,140	1,330	3,800	427.6	0.926	0.449	3.462
全国	13,580	11,640	14,050	39,270	4411.3	9.6	4.8	35.8

资料来源：中国水泥协会，新时代证券研究所

### 2.3、金圆水泥业务聚焦青海地区，水泥吨毛利持续走高

金圆股份在青海省水泥行业产销排名第一：水泥及新型环保建材版块是金圆股份的核心主业。2017年，公司被中国建筑材料企业管理协会评为“中国建材企业100强”。经中国水泥网评定，2017年位列中国水泥熟料产能第15强，在青海省水泥行业产销排名第一。

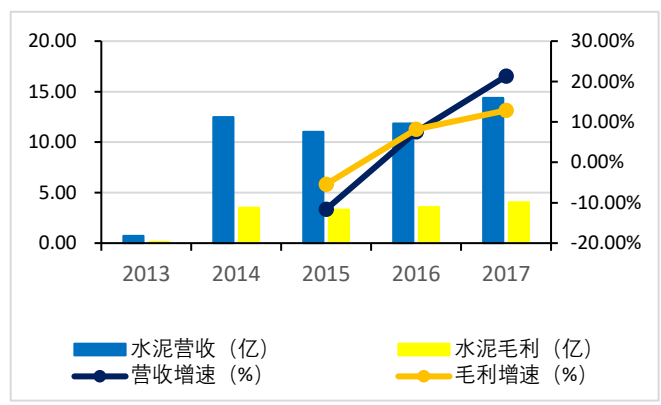
图19：2017年，中国水泥企业产能前20强



资料来源：中国水泥网（数据链接：<http://www.cement.com/zhuanqi/2017paihang/#area02>），新时代证券研究所

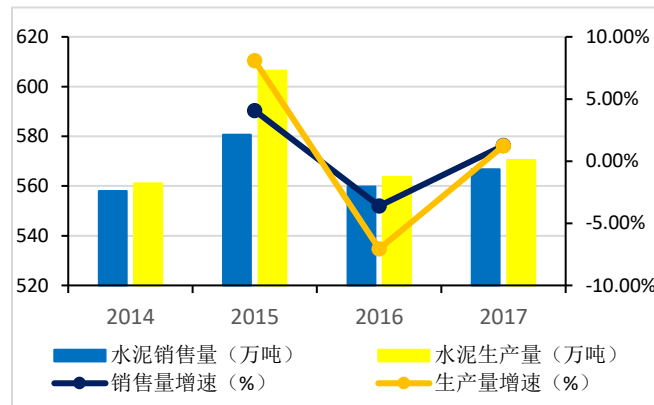
**金圆股份水泥的吨毛利持续走高：**2017年，金圆股份实现水泥销售量566.74万吨（同比+1.25%），实现水泥生产量570.52万吨（+1.23%）。受多地区大气污染治理、环保督察、矿山治理、煤炭以及错峰运输导致成本上升等因素影响，水泥价格在恢复后继续上涨。2017年，公司水泥业务实现营收14.39亿元（同比+21.33%），实现毛利润4.04亿元（同比+12.85%），实现净利润2.99亿元（同比+22.21%）。

图20：金圆股份水泥行业营收及毛利情况



资料来源：历年公司年报，新时代证券研究所

图21：金圆股份水泥生产量及销售情况



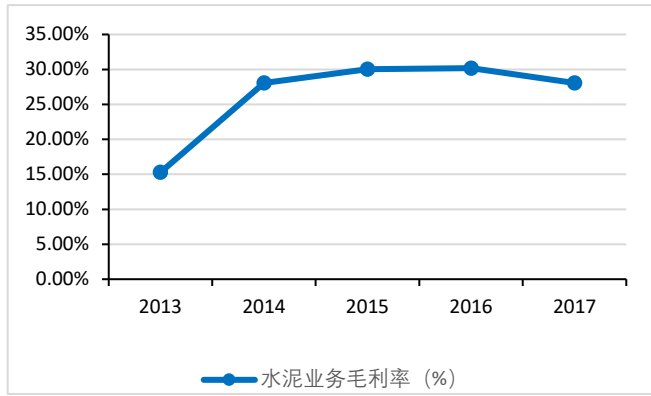
资料来源：历年公司年报，新时代证券研究所

近年来，金圆股份水泥毛利率整体维持较高水平，2017年水泥业务毛利率为28.08%，略有下滑，主要系成本上扬较快所致。但这并不意味着水泥盈利能力减弱，我们以水泥销售量计算的金圆股份2015-2017年的水泥业务吨毛利分别为57.00、63.96、71.28元/吨，每吨水泥所创造的毛利润稳步提升，盈利能力进一步强化。

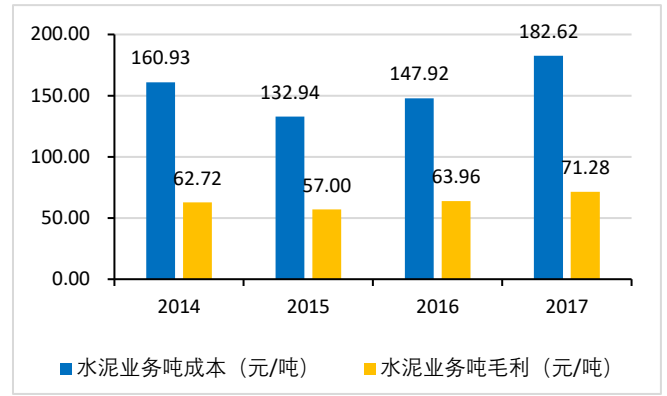
图22：金圆股份水泥业务的毛利率情况

图23：金圆股份水泥业务的吨成本及吨毛利



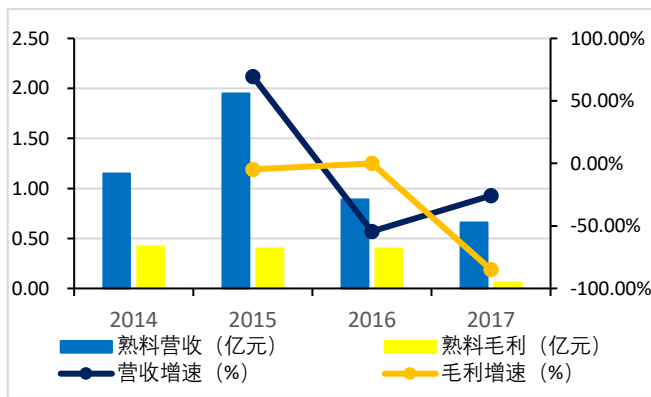


资料来源：历年公司年报，新时代证券研究所



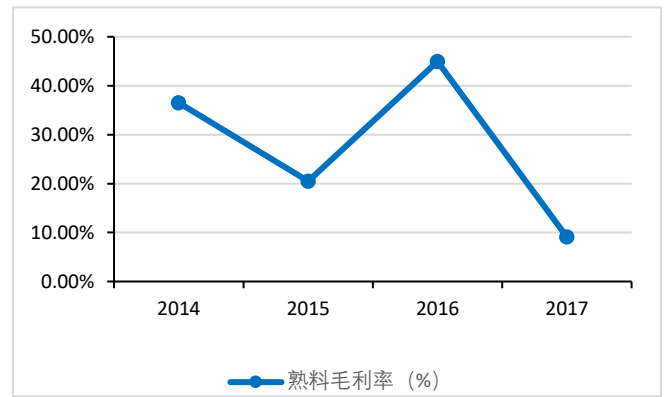
资料来源：历年公司年报，新时代证券研究所

图24：金圆股份熟料业务的营收及毛利情况



资料来源：历年公司年报，新时代证券研究所

图25：金圆股份熟料业务的毛利率情况



资料来源：历年公司年报，新时代证券研究所

**金圆股份水泥线聚焦于青海地区，在青海省水泥产能占比高达 28%：**随着中国水泥整体产能过剩及行业进入低迷期，2015 年 8 月，金圆股份公告转让太原金圆和朔州金圆等山西 2 条生产线。而浙江金圆两条生产线亦处于停产状态。目前，金圆股份实际运营 4 条熟料生产线，熟料产能合计为 589 万吨 / 年（其中青海 3 条三条线产能合计 434 万吨/年、广东 1 条生产线产能为 155 万吨/年）。

表2：金圆股份的水泥熟料产能情况

产能所在省份	企业名称	建设地址	日产能 (吨/天)	年产能 (万吨/年)
青海省	青海宏扬水泥有限责任公司	海西蒙古藏族自治州	5000	155
	青海互助金圆水泥有限公司	西宁市	5000	155
	青海互助金圆水泥有限公司	西宁市	4000	124
广东省	广东河源市金杰环保建材有限公司	河源市	5000	155
在产产能合计			19000	589
山西 (剥离)	朔州金圆水泥有限公司	朔州市	4000	124
	太原金圆水泥有限公司	太原市	4000	124
浙江 (停产)	浙江金圆水泥有限公司	金华市	2500	77.5
	浙江金圆水泥有限公司	金华市	2500	77.5
剥离及停产产能合计			13000	403

资料来源：中国水泥网（2017 年度中国水泥熟料产能榜单，链接地址：<http://www.ccement.com/zhuanti/2017paihang/>），新时代证券研究所

青海省共有 10 家水泥集团( 下属 13 家水泥企业)。根据中国水泥网, 2017 年, 青海省熟料水泥产能共计 1553.1 万吨, 产能居前的企业集团分别为金圆水泥( 434 万吨/年、占比 28%)、祁连山集团( 310 万吨/年、占比 20%)、盐湖海纳化工( 220.1 万吨/年、占比 14%)、海西化工( 155 万吨/年、占比 10%)、金鼎水泥( 155 万吨/年、占比 10%), 金圆水泥在青海地区产能排名第一, 且单条生产线的产能较大, 规模效应突出, 龙头地位显著。

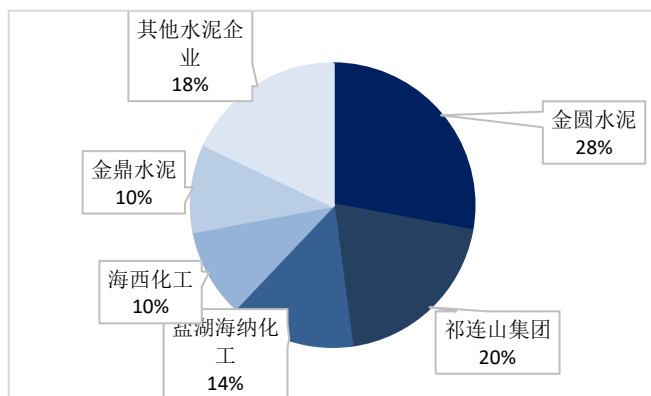
**表3: 青海省水泥行业产能清单情况( 2016 年)**

水泥集团	子公司	生产线及产能 (t/d)
盐湖集团水泥公司	大通分公司	2000
		1000
	湟中甘河分公司	4600
祁连山集团		2500
	青海祁连山水泥有限公司	2500
	民和祁连山有限公司	2000
青海互助金圆水泥集团	青海互助金圆有限公司	3200
		3000
	青海宏扬水泥责任有限公司	4000
青海金鼎水泥有限公司		2500
		2500
青海海西化工建材股份有限公司		2500
		2500
青海省新型建材工贸有限责任公司		2000
共和县祁连山金河水泥有限责任公司		2000
青海乐都华夏水泥有限公司		2 × φ 5.6 × 8.8m
青海泰宁水泥有限公司		2000
青海江河源水泥有限公司		1000

资料来源: 青海省经信委, 新时代证券研究所

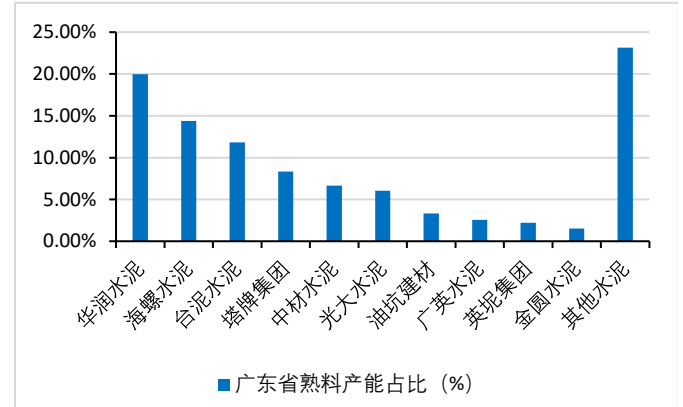
2017 年, 广东省水泥熟料产能合计 10238.85 万吨/年, 产能总量远超青海省。金圆股份在广东省水泥熟料产能为 155 万吨( 占比为 1.51%)。

**图26: 2017年,金圆水泥占青海省水泥熟料产能的28%**



资料来源: 中国水泥网( 2017 年度全国各省水泥熟料产能榜单, 链接地址: <http://www.ccement.com/zhuanli/2017paihang/#area06> ), 新时代证券研究所

**图27: 2017年,金圆水泥占广东水泥熟料产能的1.51%**



资料来源: 中国水泥网( 2017 年度全国各省水泥熟料产能榜单, 链接地址: <http://www.ccement.com/zhuanli/2017paihang/#area06> ), 新时代证券研究所

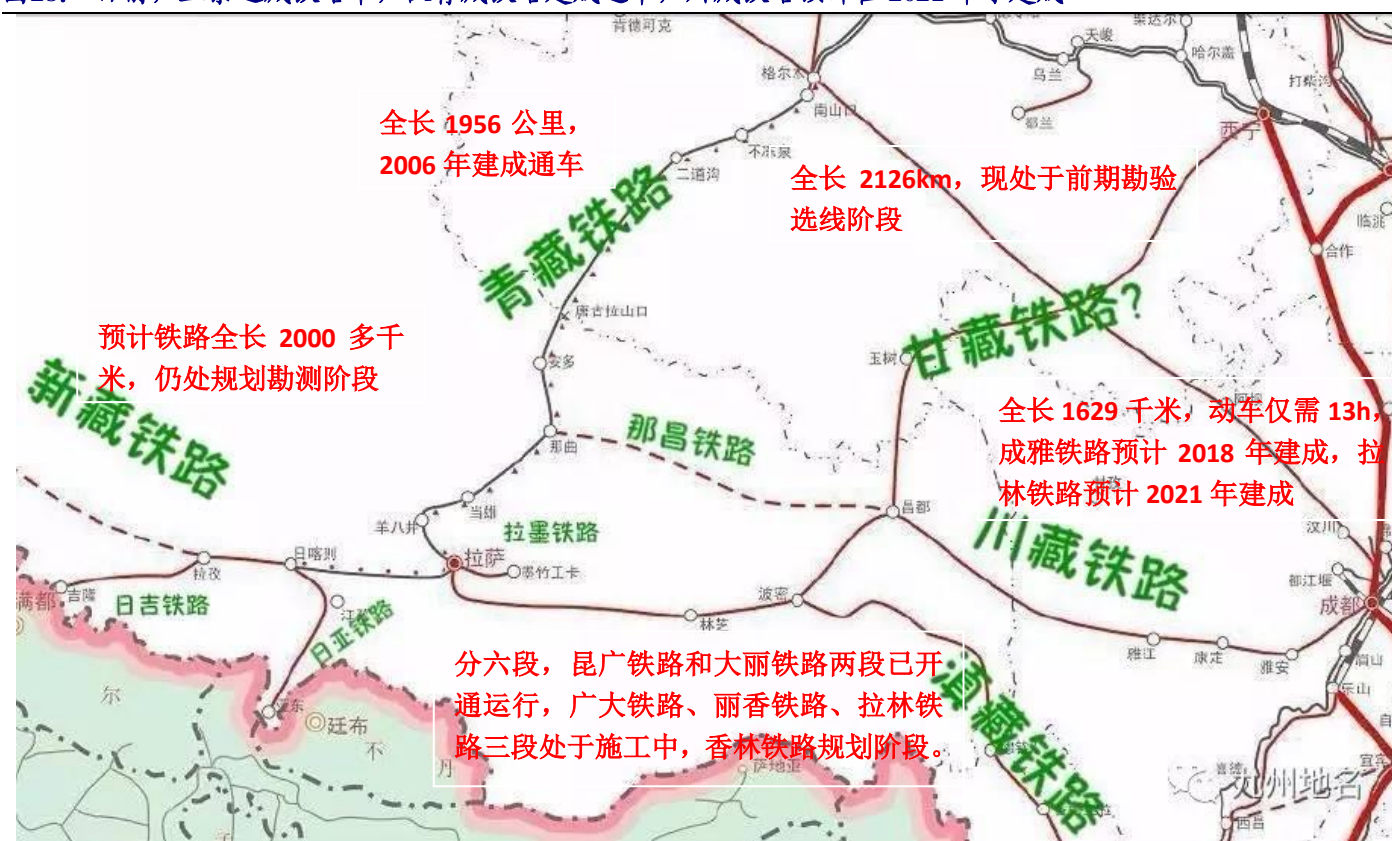
## 2.4、西藏城镇化率低，基建需求旺盛，金圆股份深刻受益西藏水泥旺盛需求：

### 需求：

水泥生产销售区域性明显，金圆股份格尔木生产线可较好覆盖西藏地区需求：水泥受运输条件制约，生产具有明显的区域性，水泥销售存在一个合理销售半径。因此，水泥行业产能过剩为区域性产能过剩，并不会影响其他地区水泥的生产销售。水泥销售半径主要取决于运输成本，运输成本又决定于运输方式和运输效率。一般，水泥出厂价在每吨 200-300 元，运输成本在 100 元/吨内比较合理，据此估计的水泥销售半径为：1) 公路运输成最高，销售半径为 200 公里；2) 铁路运输成本次之，销售半径为 500 公里；3) 水路或者海运效率最高，可达 1500 公里以上。

目前，五条进藏铁路中，仅青藏铁路已经建成通车，其他最快的川藏铁路预计在 2021 年才建成。目前，金圆股份青海西宁 2 条线的产能为 279 万吨/年，从青藏铁路西宁站至拉萨站全长 1956 公里（预计运输费用在 350-400 元/吨），格尔木 1 条水泥线产能为 155 万吨/年，从青藏铁路格尔木站至拉萨站全长 1142 公里（预计运输费用在 200-230 元/吨）。虽然金圆股份 2 条水泥线位于青海西宁，1 条位于青海格尔木，对比青海及西藏省水泥价差后发现，金圆水泥的格尔木生产线销售半径可较好覆盖西藏地区水泥需求。

图28：目前，五条进藏铁路中，仅青藏铁路建成通车，川藏铁路预计在 2021 年才建成



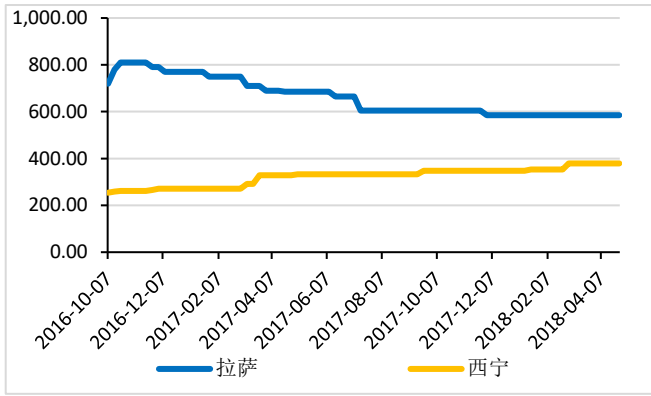
资料来源：九州地名微信公众号，新时代证券研究所

**西藏地区水泥产能不足，水泥价格高企：**金圆水泥需求面而言，虽然近年来青海省固定资产投资完成额增速快速下滑至 10% 左右，但西藏省仍维持较快的固定资产投资完成额增速（在 25% 以上）。西藏地区对水泥需求旺盛，而西藏地区本地水泥产能严重不足，使得西藏地区水泥价格高企，明显高于青海省。

2018 年 4 月，拉萨地区 32.5 级散装复合水泥价格为 585 元/吨，西宁地区则为 379 元/吨（相差 206 元/吨）。拉萨地区 42.5 级袋装普通水泥价格为 700 元/吨，西

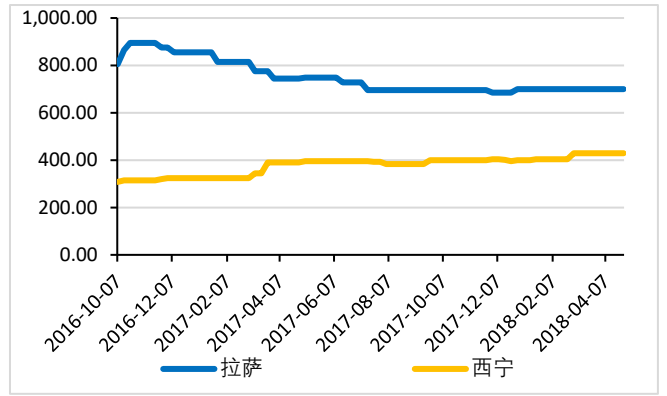
宁地区则为 429 元/吨(相差 271 元/吨)。青海省格尔木、西宁的水泥价格较为接近，而格尔木到拉萨水泥运费在 200-230 元/吨之间，低于两地的水泥市场价格差，因此金圆股份的格尔木水泥生产线可较好程度满足西藏地区对水泥的需求，深刻受益于“西藏地区固定资产投资的高增速”。

图29: 32.5 级散装复合水泥价格 (元/吨)



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

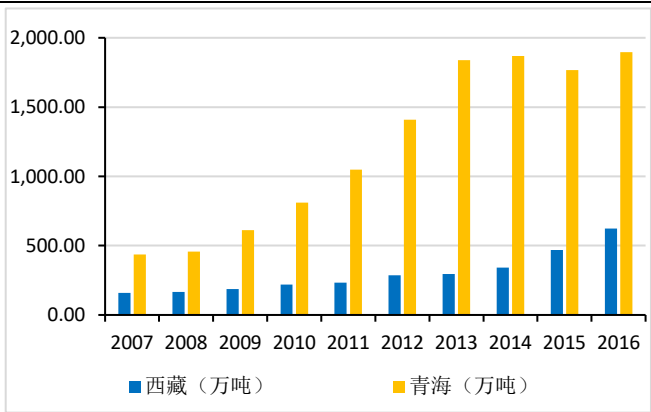
图30: 42.5 级袋装普通水泥价格 (元/吨)



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

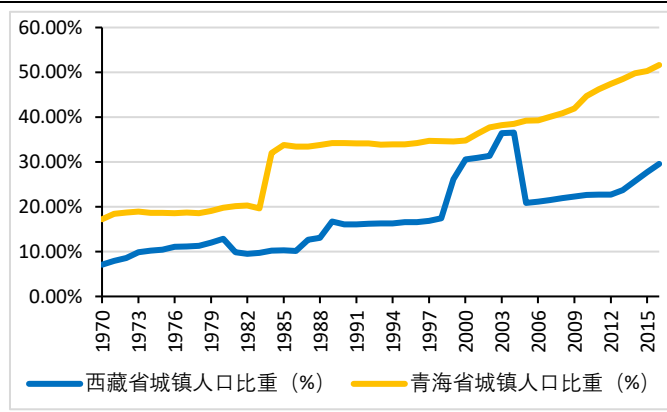
**西藏地区城镇化率低, 基建需求旺盛, 金圆股份深刻受益于西藏省水泥旺盛需求:**  
西藏地区城镇化率水平低, 2015 年城镇人口比重仅为 27.74%, 远低于同年全国城镇化率 (56.1%), 加之位处世界最高高原, 战略地位突出, 但基础设施薄弱, 建设投资巨大。

图31: 西藏、青海省的水泥年产能情况



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

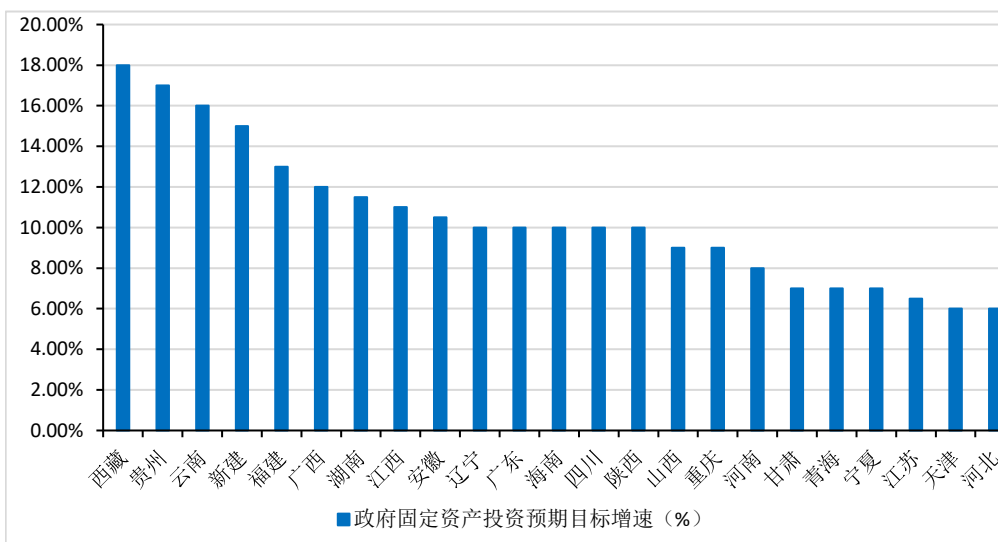
图32: 西藏省、青海省的城市人口比重情况 (%)



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

近年来, 国内经济积极寻求由“投资、出口”拉动转向“消费”驱动, 固定资产投资增速放缓势头明显。但西藏地区仍维持较快的固定资产投资增速。2018 年, 西藏自治区固定资产投资预期目标增速高达 18%, 居全国首位。2018 年, 青海省固定资产投资目标增速为 7%, 但西藏地区旺盛的基建投资需求必将对金圆股份水泥销量形成支撑。

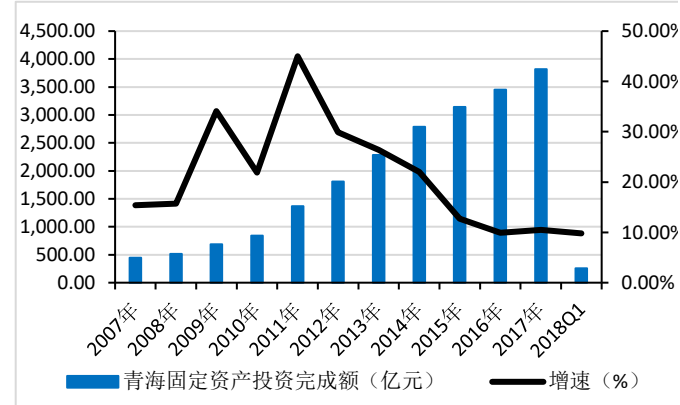
图33: 2018 年, 各省政府固定资产投资预期目标增速



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

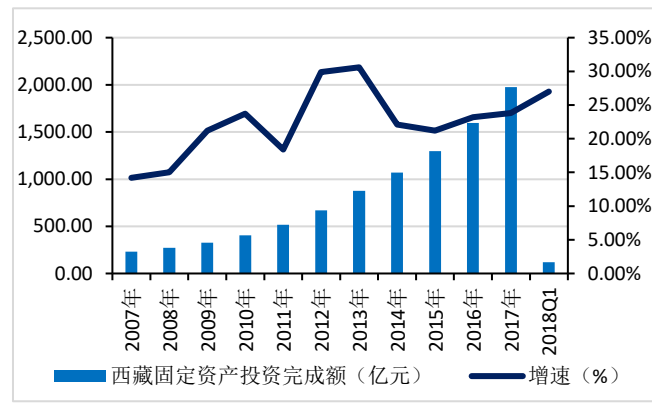
**西藏地区固定资产投资高增速有望维持:** 固定资产投资完成额增速而言, 在 2009-2012 年建设高峰后, 青海省固定资产投资增速明显下滑, 而西藏地区仍维持较高的建设增速: 2016-2018 年第一季度, 青海省增速在约 10%, 西藏自治区增速在约 25% (2018 年第一季度高达 27%)。未来, 四条进藏铁路陆续进入建设高峰期, 西藏地区固定资产投资高增速有望维持。

图34: 青海省的固定资产投资完成额增速



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

图35: 西藏省的固定资产投资完成额增速



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

2017 年, 青海省固定资产投资的开工项目数量为 4002 个 (同比+8.34%)、新施工项目数量为 6230 个 (同比+14.42%)。2017 年, 西藏自治区固定资产投资的开工项目数量为 3826 个 (同比+20.96%)、新施工项目数量为 5646 个 (同比+32.72%)。

图36: 青海省固定资产投资的开工、新施工项目数量

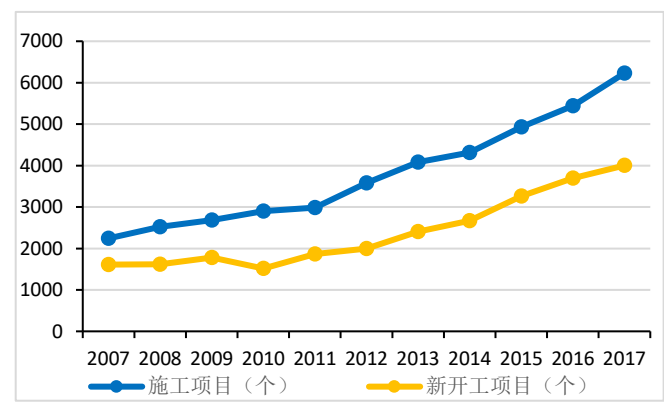
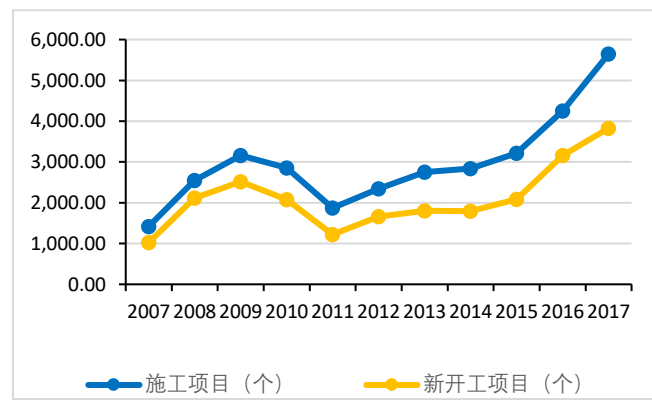


图37: 西藏省固定资产投资的开工、新施工项目数量



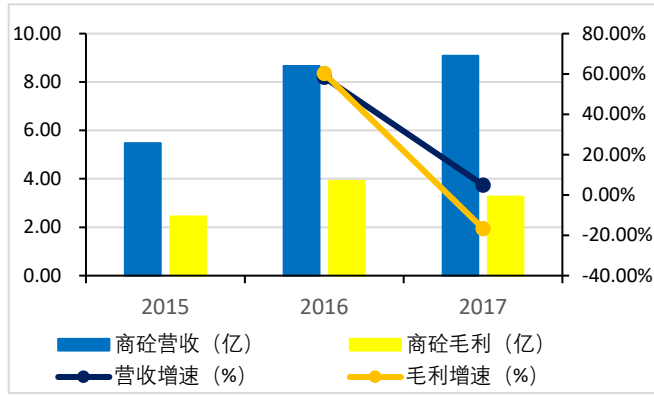
资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

## 2.5、拓展商砼业务，商砼成本压力有望向下游传导

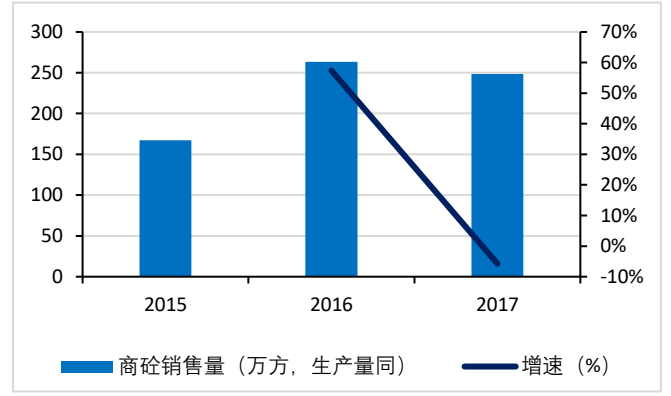
**拓展商砼板块，增强终端销售能力：**2015 年，公司通过旗下互助金圆出资 1.376 亿元收购青海博友及民和建鑫，向水泥产业链下游商砼业务延伸，强化对终端客户的控制能力。目前，已成为青海省最大的商品混凝土供应商，市场占有率持续提升。2017 年，金圆股份的商砼业务实现销售量 248.28 万方（同比-5.73%），实现营业收入 9.09 亿元（同比+4.97%），实现毛利润 9.09 亿元（同比+4.97%）。

图38：金圆股份商砼业务营收及毛利情况



资料来源：历年公司年报，新时代证券研究所

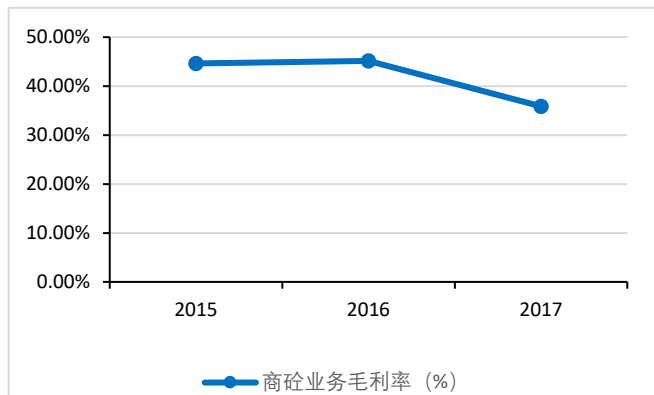
图39：金圆股份商砼销售量情况（生产量同）



资料来源：历年公司年报，新时代证券研究所

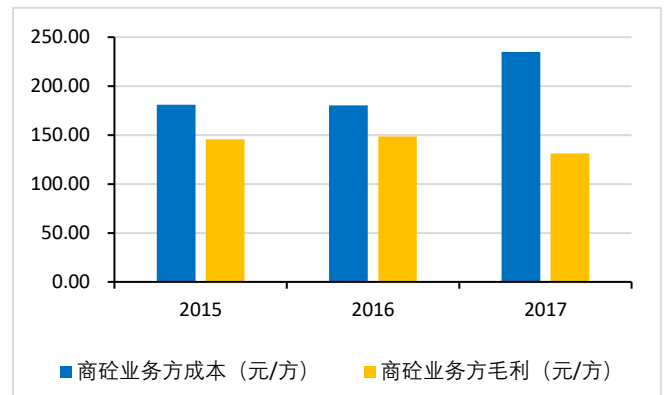
**商砼业务成本压力有望向下游传导，盈利能力有望企稳回升：**商品混凝土的主要原料为砂石骨料及矿粉等。由于环保监管日趋严格，许多环保未达标的中小型砂石厂关停，大型砂石厂正在建设中，公司砂石骨料的供货源减少，价格大幅上涨。由于商砼业务成本上升幅度远超价格上升幅度，2017 年，商砼业务整体盈利能力下降，毛利率为 35.86%（比 2016 年下降 9.29 个百分点），实现净利润 3,449.03 万元（同比-75.81%）。商砼业务的方毛利也从 2016 年的 148.46 元/方降低至 2017 年的 131.30 元/方，已经处于近三年低点，且商砼业务成本向下游传导存在一定时滞（并非传导不畅通）。2018 年，随着商砼成本压力向下游客户传导，商砼业务方毛利有望企稳回升。

图40：金圆股份商砼业务的毛利率情况



资料来源：历年公司年报，新时代证券研究所

图41：金圆股份商砼业务的方成本及方毛利



资料来源：历年公司年报，新时代证券研究所

### 3、环保业务：水泥窑协同处置项目前景较好，金圆股份将在跑马圈地中胜出

随着危废非法排放入刑法以及中央环保督察大力推进，危废逐步纳入正规处置渠道。由于危废产能投放周期较长（传统无害化产能投放在3-5年），危废行业产能紧俏，严重供不应求，行业景气程度高。金圆股份的水泥窑协同处置危废项目，示范效应显著，产能投放周期较短，建设及运营成本较“传统危废处置项目”更具优势，并通过多种合作方式与水泥企业协作，快速跑马圈地，扩展危废业务版图，危废业务将成为驱动公司业绩的重要力量。

#### 3.1、危废产能严重供不应求，短期内产能不易扩张

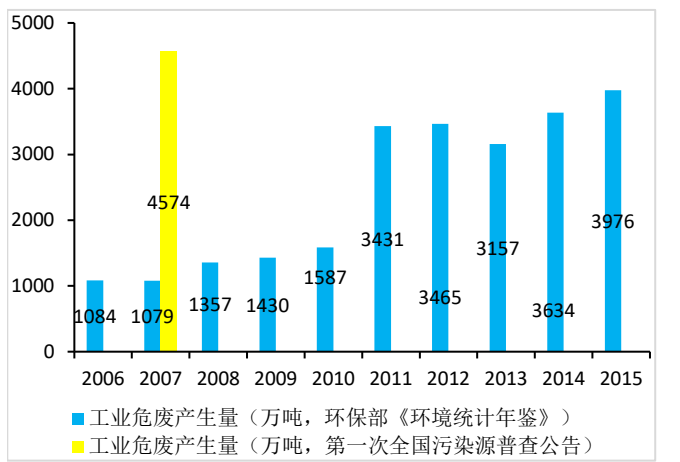
**危废监管将越来越严，危废处理成为环保绝对刚需领域。**危废（危险废物）是指具有腐蚀性、毒性、易燃性、反应性或者感染性或可能对环境或人体健康造成有害影响，需要按照危险废物进行管理的固体废物和液态废物。危废严重危害环境安全、人体健康，并制约可持续发展，一直是世界各国固体废物管理的重点和难点。近年来，由于各地危废污染事件频发，随着中央环保督查推进及非法排放危废入刑法，危废逐步纳入正规处理渠道进行处置，由于危废产能严重供不应求，且短期内产能不易扩张，危废行业表现出高景气度。

根据《中国环境统计年鉴》，2015年中国工业危废为3976.1万吨，但实际危废数量存在严重低估。

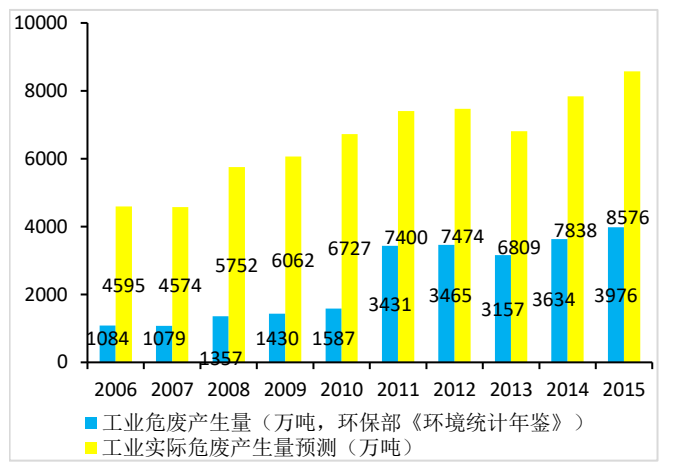
- ✓ 根据2007年环保部的《中国环境统计年鉴》，全国危险废物产生量1079万吨。但根据国务院《第一次全国污染源普查公报》，2007年，中国工业源中危险废物产生量4573.69万吨，《污染源普查公报》统计的危废产生量为《环境统计年鉴》产生量的4.24倍，统计差异巨大。由于环境统计年鉴统计时，部分中小企业和社会源产生的危险废物未包括在内，受调查企业易出现少报、瞒报情形，因此《第一次全国污染源普查公报》调查范围更广，**更接近真实情形。**
- ✓ 2007年，《污染源普查公报》统计的危废产生量为《环境统计年鉴》产生量的4.24倍。但《2011年环境统计年鉴》将危废统计口径从10千克以上调整至1千克以上，由此带来2011年统计的危废数量激增。我们假设，2011年危废产量实际增速为2006-2010年危废产量的年复合增速，将《污染源普查公报》于《环境统计年鉴》的危废产生量比例调整为2.16，并假设以后年份该比例维持不变。据此估测2015年中国实际工业危废产量为8576万吨。

图42：2006-2015年，中国工业危废产生量

图43：2006-2015年，中国实际工业危废产量预测



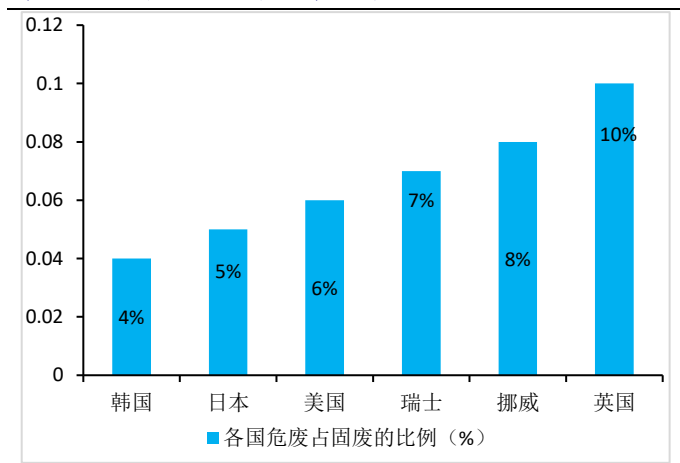
资料来源：2006-2015 年环境统计年报（环保部）、国务院《第一次全国污染源普查公报》，新时代证券研究所



资料来源：2015 年环境统计年报（环保部）及新时代证券环保组内部预测，新时代证券研究所

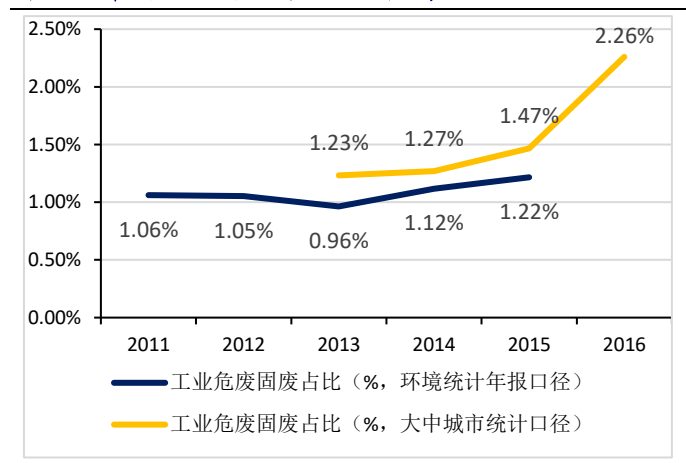
**根据中国危废固废比例，2015 年中国工业危废产量 8497.71 万吨：**2007 年《环境统计年报》统计的全国工业固体废物产生量 17.6 亿吨，但根据《第一次全国污染源普查公报》，2007 年工业固体废物产生量 38.52 亿吨，工业源中危险废物产生量 4573.69 万吨。若假设“工业危废占工业废物总量比例”、“《污染源普查公报》与《环境统计年报》的工业废物总量的比例”均稳定，根据 2015 年《环境统计年报》的全国一般工业固体废物产生量 32.7 亿吨，据此测算的 2015 年中国实际工业危废产量为 8497.71 万吨。

图44：各国危废占固废的比例



资料来源：北极星环保网（丁敏），新时代证券研究所

图45：中国危废固废的历史比值情况



资料来源：历年环境统计年报（环保部），新时代证券研究所

危废处理行业存在较高的技术、经验、资质、资金壁垒，短期产能不易扩张：

- ✓ **技术壁垒：**危废种类高达 46 大类 479 种，且处理工艺繁杂，每种危废的最佳处理工艺不一。危废处理不当，将造成严重环境污染，技术壁垒较高。
- ✓ **行业经验：**对于不同种类、组分及含量的危废，经常需要根据实际需要，来调整危废处理工艺，需要积累较多的行业经验。
- ✓ **资金实力：**危废处理为资金密集型行业，项目具有投资规模大、设备价格高、建设周期长等特点。新进企业需具备较强的资金实力以满足较大的资本性和成本性支出。目前，填埋和焚烧处置的万吨投资普遍在 6000-8000 万元，建立一个 5 万吨的填埋或者焚烧厂，所需投资高达 3-4 亿元，并非一般企业所能承受，从而限制了危废产能扩张。

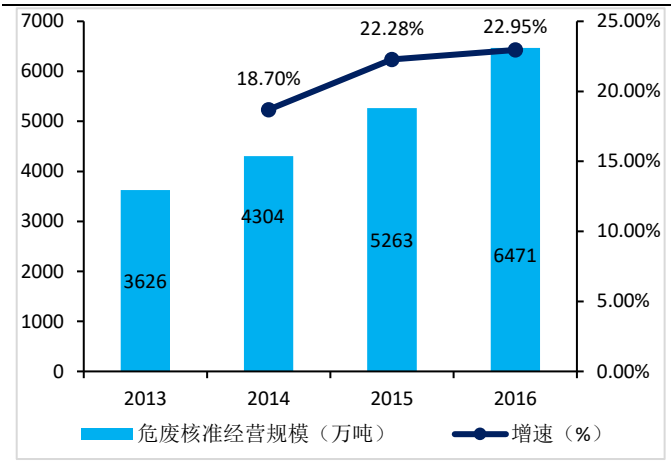


- ✓ **资质壁垒**：从事废物处理业务前需经政府部门的严格审批，只有拥有丰富的行业运营经验、良好环保和生产设施条件、先进技术支持雄厚的资金实力，同时符合国家危废“减量化、无害化、资源化”原则企业，才可能取得废物处理的行政许可资格。

根据《危险废物经营许可证管理办法》规定，在我国境内从事危险废物收集、贮存、处置经营活动的单位，应领取危险废物经营许可证。危废经营许可证从审批到获得资质并投产运营等待时长至少三年以上（4-5年较为常见），危废处理产能较难扩大。

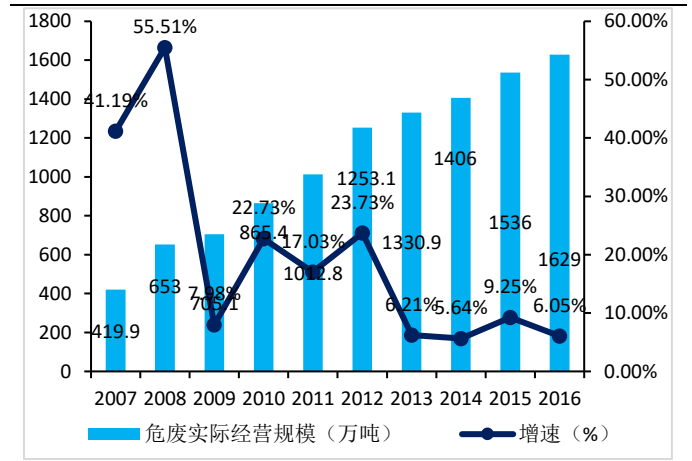
**危废实际处理产能远低于危废核准产能**：由于无害化处置产能欠缺、终处理能力欠缺、特定危废处理能力不足、危废处理产能的区域不协调，将导致经营实际经营规模远低于核准经营规模。根据《全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，2016年中国危废核准经营规模为6471万吨/年，而2016实际危废处置规模为1629万吨/年，危废实际经营规模仅为核准经营规模的25.17%。

图46：13-16年危废的核准经营规模



资料来源：《全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，新时代证券研究所

图47：06-16年危险废物实际经营规模情况

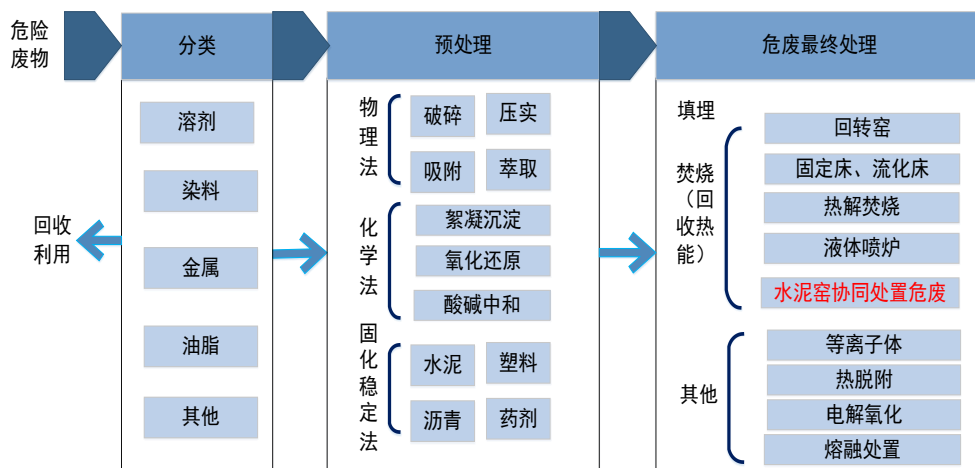


资料来源：《全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，新时代证券研究所

### 3.2、水泥窑协同处置危废优势显著，市场前景较高

危废处理工艺可分为：分类、预处理、终处理等步骤。其中，预处理工艺又分为化学法、物理法、固化稳定法；终处理工艺又分为填埋、焚烧（含水泥窑协同处置工艺）、其他方法（贮存、海洋焚烧、深海投弃）。不考虑水泥窑协同处理时，无害化中，焚烧占54%和填埋占46%。但近年来，水泥窑协同处置工艺发展势头强劲。

图48：危险废物的处置工艺图



资料来源：知乎（学习私募股权投资，丁敏），新时代证券研究所

“水泥窑协同处置危险废物”指将满足或经预处理后满足入窑（磨）要求的危险废物投入水泥窑或水泥磨，在进行熟料或水泥生产的同时，实现对危险废物的无害化处置的过程。

图49：水泥窑协同处置危险废物的工艺流程图



资料来源：水泥窑协同处置废弃物技术交流大会（天津水泥设计研究院专家李海龙报道《水泥窑协同处置废弃物处置技术及案例》，2017年6月19日-6月21日，杭州），新时代证券研究所

**水泥窑协同处置危废工艺优势较为显著：**水泥窑协同处置技术具有使用范围广、焚烧完全、建设周期短、建设及运营成本低等系列优势，在危废跑马圈地过程中，将快速扩张资质产能。在未来危废行业盈利能力下滑时，水泥窑协同处置项目还将获取相对于传统危废处置项目的成本优势，在行业洗牌中获胜。

- ✓ **适用范围相对较广：**目前，水泥窑内碱性环境天然适宜处置危废，可有效避免酸性物质和重金属挥发，适用范围相对较广。

表4：适用于水泥窑协同处置的危废种类

序号	分类	具体品种
1	工业废液	废酸、废有机溶剂、废矿物油等
2	固态/半固态废物	无机氟化物、表面处理废物、医药废物、精馏残渣等

序号	分类	具体品种
3	含有持久性有机污	灭蚁灵、滴滴涕、呋喃、二恶英、异狄氏剂、艾氏剂、氯丹、狄染物的废物
4	飞灰	生活垃圾、危废等焚烧飞灰
5	无机固态废料	不含有机物的污泥、垃圾焚烧残渣等

资料来源：金圆股份公司公告，新时代证券研究所

- ✓ **处理温度高，危险废物分解完全：**水泥窑内气体温度可达到 1800℃ 以上，物料温度可达 1450℃、燃烧温度在 1300℃ 以上，主要有机物的有害成分焚毁率可达 99.999% 以上，即使二噁英也能完全分解。
- ✓ **焚烧空间大，工况条件稳定：**4000t/d 的水泥窑的常见规格为  $\phi 4.5m \times 66m$ ，窑体远大于专业焚烧炉体积，可产生均匀稳定的焚烧气氛，工况条件稳定，燃烧效率高。
- ✓ **焚烧停留时间长：**可控制焚烧时间在 5s 左右，并控制氧气过剩量大于 3%，且在 1100℃ 高温段停留时间可超过 20Min，从而彻底分解危废物质（尤其是二噁英、呋喃等），避免产生二次污染。
- ✓ **处理规模大，规模效应突出：**处置规模占投料规模的 5% 左右。以 4000t/d 的水泥窑为例，危废年处置量可达 7.3 万吨/年（ $4000 \times 5\% \times 365/10000$ ）。
- ✓ **碱性工况及气氛：**碱性工况及硅酸盐条件下，废物中的重金属通过高温煅烧，与水泥熟料形成混合结晶体固化。而碱性气氛中，可吸收危废中的氯元素。
- ✓ **无需新征土地，简化流程：**经济发达地区的一二线城市，土地紧张，危废处置不易获得相应土地审批，且存在居民邻避效应。水泥窑协同处置直接利用水泥窑装置，一般不需要新征土地，避免了繁琐的土地审批流程。且选址压力较小，环评周期较传统无害化项目要短。
- ✓ **建设时间及爬坡周期短：**传统危废无害化处置的新建项目一般需要 2-3 年建设期，改扩建项目建设期也至少在 1 年以上，产能爬坡期长达 1-2 年。而水泥窑协同处置的整体改造周期在 8-9 个月，爬坡周期较短，产能投放速度快，易在危废跑马圈地中获胜。
- ✓ **建设成本及运营成本低：**水泥窑协同处置危废的新建或改扩建传统危废焚烧炉设施的平均投资一般为 0.3-1.6 万元/吨处置产能。水泥窑协同处理的投资/运营成本低，仅为传统危废工艺 1/3 和 1/2，盈利优势较为显著，毛利率可在 70% 以上。

以海螺创业自主研发的利用水泥窑协同处置工业固废危废技术为例，其具有“工艺先进，自动化程度高、充分降解二噁英、固化重金属、污水零排放、建厂选址无特殊要求、无异味扩散”等优势。

**表5：海螺创业水泥窑协同处置技术的优势**

技术优势	表现
------	----

**技术优势 表现**

工艺先进，自动化程度高 生产环节由中央控制系统（中控室）集中控制，系统运行稳定，自动化程度高。

充分降解二噁英 利用水泥窑特有的高温、碱性环境有效处理焚烧过程中产生的二噁英，排放指标优于欧盟发达国家水准。

固化重金属 利用水泥窑协同处置时，焚烧后产生的炉渣及飞灰可作为水泥原料，实现无害化处理。废物中的重金属通过高温煅烧，与水泥熟料形成混合结晶体固化；炉排炉垃圾焚烧后的炉渣可作生产建筑材料，飞灰可利用水泥窑无害化处理。

污水零排放 当利用水泥窑协同处置工业固废危废及城市生活垃圾时，污水过滤后喷射到气化炉内进行高温氧化处理，完全分解有机成分，实现零排放；炉排炉垃圾焚烧发电，垃圾渗滤液通过处理后用作冷却水，浓缩液入炉烧净，工厂水系统真正做到了循环利用。

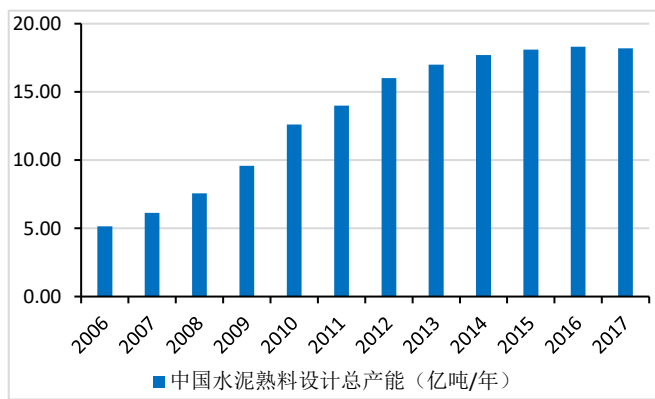
建厂选址无特殊要求 1) 利用水泥窑协同处理生活垃圾：距离市区约 50 公里左右，规模为 2000t/d 以上水泥厂，占地面积 10-15 亩，一般不需要新征土地。2) 利用水泥窑协同处置工业固废危废：一般工业发达，年处理达 6 万吨以上，运输距离 200 公里内可覆盖，占地面积 10-15 亩，一般不需要新征土地。

无异味扩散 厂房和储存库/垃圾坑采用全密封结构，库内产生的臭气被抽入到气化炉/炉排炉内焚烧，使厂房和储存库处于负压状态，避免了异味扩散。项目厂房经常有当地学校组织学生参观，成为环境整治教育基地。

资料来源：海螺创业公司官网，新时代证券研究所

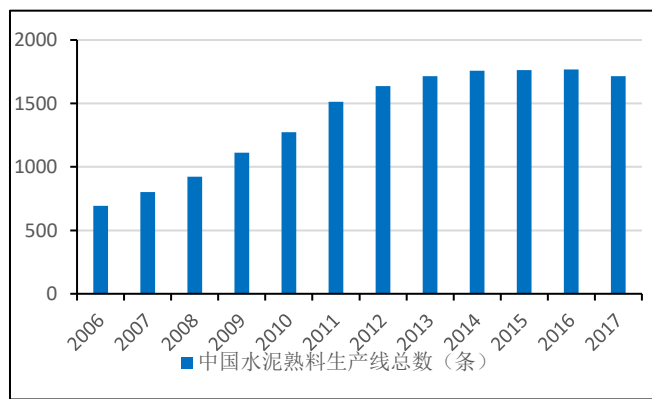
**2017 年 9 月，水泥窑协同处置危废投产能力达 179 万吨：**2017 年，中国水泥熟料生产线总数为 1715 条（较上年降低 54 条），中国水泥熟料设计总产能 18.20 亿吨/年（较上年降低 0.1 亿吨/年）。根据中国水泥研究院，截止 2017 年 9 月，水泥窑协同处置危废投产能力达 179 万吨。其中，具有水泥窑协同处置危废资质的企业 30 家，分布在 16 个省市，核准经营能力 151.5 万吨，占全部企业核准能力的 2.3% 左右，平均处置能力 5 万吨/家。目前投产的项目涉及 31 条生产线，占全部生产线的 1.7%，4000t/d 及以上占 60%，占全国的 2.6%。

图50: 中国水泥熟料设计总产能情况



资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

图51: 中国水泥熟料生产线总数 (条)



资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

**水泥窑协同处置危废的潜在市场规模将达 312.5 亿元：**根据 2016 年 12 月的《水泥窑协同处置固体废物污染防治技术政策》要求：在本技术政策发布之后新建、改建或扩建处置危险废物的水泥企业，应选择单线设计熟料生产规模 4000 吨/日及以上水泥窑。根据 2017 年 5 月的《水泥窑协同处置危险废物经营许可证审查指南(试行)》，协同处置危险废物的水泥窑应为设计熟料生产规模不小于 2000 吨/天的新型干法水泥窑。实际审批过程中，建设水泥窑协同处置的新型干法水泥窑基准门槛为 2000 吨/天，4000 吨/天为建议性技术政策，2000-4000 吨/天的水泥窑能否投运权利交由地方决定。

根据中国水泥研究院数据，2017 年 9 月底，中国 4000t/d 以上的生产线有 740

条。扣除掉已经或准备上协同处置生活垃圾、污泥、污染土的生产线及跨区域水泥企业集团的生产线（采用自建模式）后，中国水泥研究院根据地理位置条件对剩下生产线筛选，约 120 条水泥生产线具备水泥窑协同处置的改造条件。以平均 6 万吨/条建设计算，120 条生产线可增加处置能力 720 万吨。加上中国水泥研究院统计的“现有及前期准备中的产能” 530 万吨，水泥窑协同处置危废能力或将超过 1250 万吨（占据 19% 的危废处理市场）。水泥窑协同处置发展较快，但潜在产能仅在 1250 万吨/年，相比每年 1 亿吨危废潜在产量而言，并不至于造成竞争格局恶化。以危废处理收入 2500 元/吨计，水泥窑协同处置危废的潜在市场规模将达 312.5 亿元。

### 3.3、豁免错峰生产及改善水泥业盈利，水泥窑协同处置项目快速发展

**水泥行业盈利下滑，国家水泥窑协同处置支持政策逐步明朗，水泥窑协同处置迎来快速发展：**国外，水泥窑协同处置已经发展 30 余年，可有效处置生活垃圾及危险废物。但 2014 年以前，协同处置国内水泥窑协同处置发展缓慢，主要原因有：1) 城镇化快速推进，房地产及基建需求催生旺盛水泥需求，水泥行业盈利能力强，缺乏进军危废业务的动力；2) 危废行业监管程度高，但监管层面对水泥窑协同处置的政策走向不明，企业盲目布局危废业务，面临较高政策变动风险。

近年来，随着下游房地产及基建需求减弱，水泥行业产能过剩，但行业盈利能力整体不佳（虽然水泥生产运输的区域性，导致个别企业的水泥盈利能力仍较强）。2014 年 5 月出台《关于促进生产过程协同资源化处理城市及产业废弃物工作的意见》，明确推进利用现有水泥窑协同处理危险废物、污水处理厂污泥、垃圾焚烧飞灰等，利用现有水泥窑协同处理生活垃圾的项目开展试点。2015 年 5 月又出台《关于开展水泥窑协同处置生活垃圾试点工作的通知》，选取已建成的水泥窑协同处置项目开展试点，试点及评估工作期限为 2 年。**2014 年后，国家对水泥窑协同处置的支持性政策逐步明朗，水泥企业为寻求新的利润来源，争相布局景气度较高的危废行业。**

表6: 2014 年前后，国家相继出台多项政策，鼓励水泥窑协同处置项目的发展

发布时间	发布部门	省份	错峰生产时间
2013 年 12 月	原环保部	《水泥窑协同处置固体废物环境保护技术规范（HJ 662-2013）》	规定利用水泥窑协同处置固体废物的设施选择、设备建设和改造、操作运行及污染控制等方面的环境保护技术要求。
2013 年 12 月	原环保部	《水泥窑协同处置固体废物污染控制标准》(GB 30485-2013)	规定了协同处置固体废物水泥窑的设施技术要求、入窑废物特性要求、运行技术要求、污染物排放限值、生产的水泥产品污染物控制要求、监测和监督管理要求
2014 年 5 月	发改委、原环保部等六部委	《关于促进生产过程协同资源化处理城市及产业废弃物工作的意见》（发改环资〔2014〕884 号）	在水泥、电力、钢铁等行业培育一批协同处理废弃物的示范企业，在有废弃物处理需求的城市建成 60 个左右协同资源化处理废弃物示范项目： <b>1) 水泥行业。</b> 推进利用现有水泥窑协同处理危险废物、污水处理厂污泥、垃圾焚烧飞灰等，利用现有水泥窑协同处理生活垃圾的项目开展试点。加强示范引导和试点研究，加大支持投入，消除市场和制度瓶颈，扩大可利用废弃物范围，制定有针对性的污染控制标准，规范环境安全保障措施。 <b>2) 电力行业。</b> 推进现有火电厂协同资源化处理污水处理厂污泥，开发应用污泥干化、储运和电站锅炉煤炭与干化污泥或垃圾衍生燃料高效环保混烧等的成套技术和工艺，鼓励电力企业加大资源化利用污泥的升级改造力度。 <b>3) 钢铁行业。</b> 推进钢铁企业消纳渣渣等危险废物，突破这类废物消纳利用的技术途径，规范环境安全措施。
			应参照北方地区做法，并结合当地实际情况，在春节期间、酷暑伏天和雨季开展错峰生产。

发布时间	发布部门	省份	错峰生产时间
2015年5月	发改委、原环保部等六部委	《关于开展水泥窑协同处置生活垃圾试点工作的通知》	选取已建成的水泥窑协同处置项目开展试点，并对其运行情况进行评估。承担试点项目的水泥窑生产线须是符合水泥行业准入条件和国家投资管理政策的新型干法水泥熟料生产线。试点及评估工作期限为2年
2016年1月	发改委	《关于国家出台具体政策支持利用水泥窑，协同处置生活垃圾项目的建议》（第5416号）的回复	水泥窑协同处置生活垃圾补贴不能简单比照垃圾焚烧发电的发电量但可以通过工业电价优惠等政策予以补贴。
2017年5月	原环保部	《水泥窑协同处置危险废物经营许可证审查指南（试行）》	

资料来源：环境保护部，新时代证券研究所

**水泥窑协同处置危废可不进行错峰生产，水泥企业积极性较高：**鉴于水泥产能过剩及环境污染形势严峻，为有效压减过剩熟料产能，同时避免水泥熟料生产排放与取暖锅炉排放叠加，减轻采暖期大气污染，2016年5月，国务院办公厅出台《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》（国办发34号），要求将“推进错峰生产”作为压减产能过剩的重要手段加以实施。2016年10月25日，国家工信部、国家环保部下发《关于进一步做好水泥错峰生产的通知》，对北方15省市在2016年至2020年期间水泥错峰生产提出具体要求，5年错峰生产工作常态化。《通知》还明确：承担居民供暖、协同处置城市生活垃圾及有毒有害废弃物等任务的生产线原则上可以不进行错峰生产，但要适当降低水泥生产负荷。水泥窑协同处置危废，除了可增加水泥行业利润来源外，还可避开水泥行业错峰生产压力，从而增加春冬季的水泥产销量，对水泥企业吸引力较大。

表7：北方15省市的水泥行业错峰生产时间规定

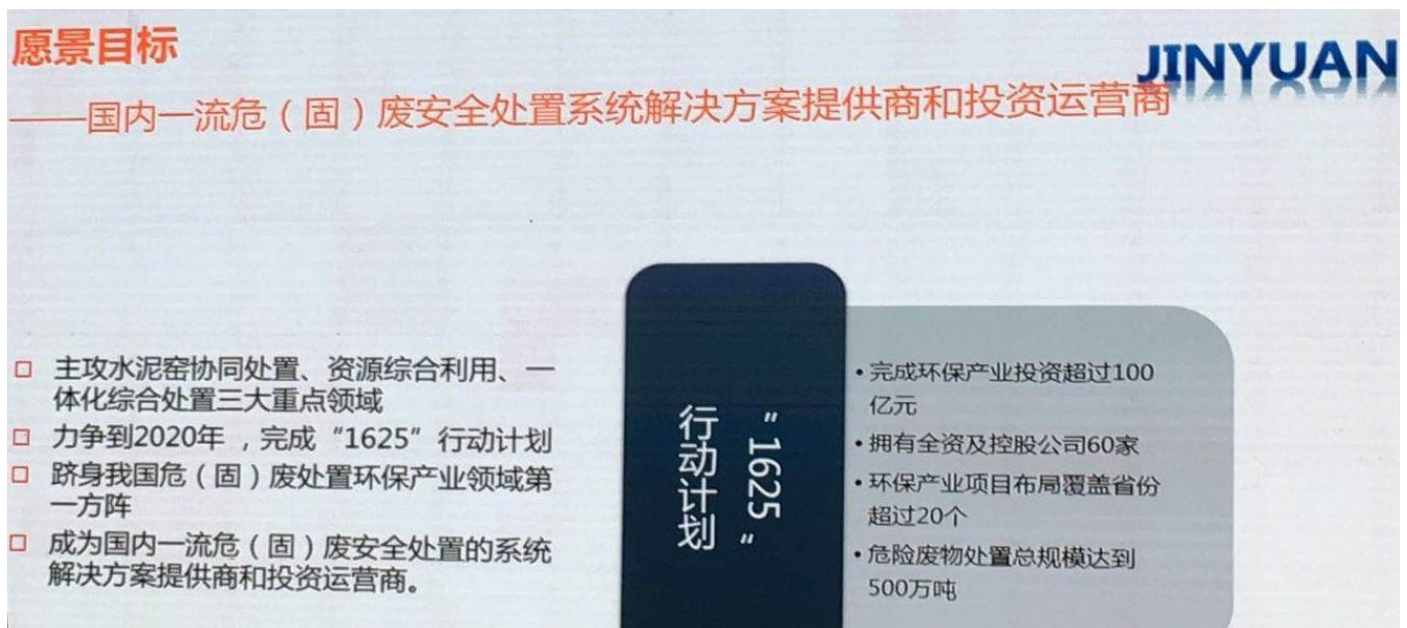
省份	错峰生产时间
辽宁、吉林、黑龙江、新疆	自11月1日至次年3月底；
北京、天津、河北、山西、内蒙古、山东、河南	自11月15日至次年3月15日；
陕西、甘肃、青海、宁夏	自12月1日至次年3月10日。
除15个省（自治区、直辖市）之外的其他地区	应参照北方地区做法，并结合当地实际情况，在春节期间、酷暑伏天和雨季开展错峰生产。

资料来源：工业和信息化部 环境保护部关于进一步做好水泥错峰生产的通知工信部联原〔2016〕351号，新时代证券研究所

### 3.4、金圆股份致力于跻身国内危废处置第一梯队

**金圆股份致力于成为国内一流危（固）废安全处置的系统解决方案提供商和投资运营商：**根据金圆股份的环保产业规划（纲要）：**金圆股份力争到2020年，完成“1625”行动计划：**1) 力争完成环保产业投资超过100亿元；2) 拥有全资及控股公司60家；3) 环保产业项目布局覆盖省份超过20个；4) 危险废物处置总规模达到500万吨。届时，金圆股份将实现跻身我国危（固）废处置环保产业领域第一方阵的战略目标，成为国内一流危（固）废安全处置的系统解决方案提供商和投资运营商。

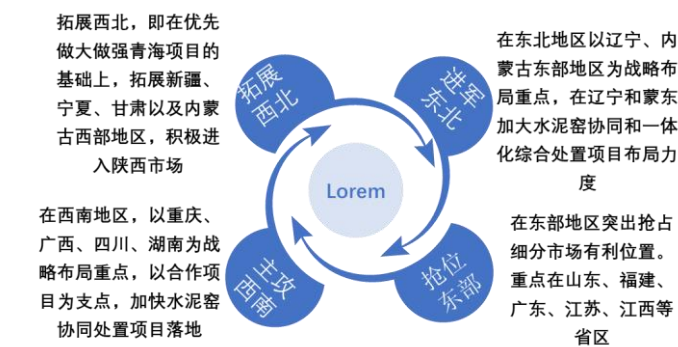
图52：金圆股份危险废物业务的发展规划



资料来源：金圆股份公司公告，新时代证券研究所

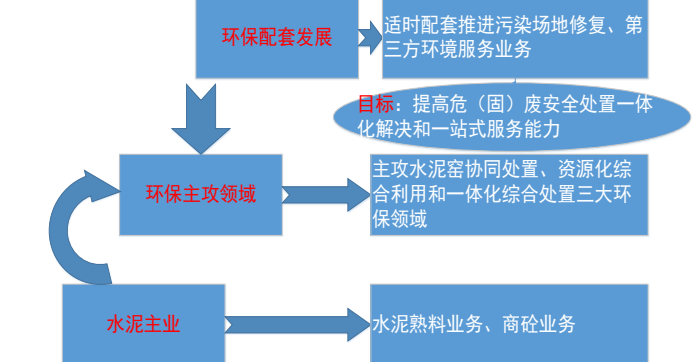
**战略层面，打造“五业共进”产业体系，推动危废全国布局：**金圆股份大力培育发展环保战略性新兴产业，按照“抢位东部、进军东北、主攻西南、拓展西北”的总体思路，以省为单位，谋划水泥窑协同处置和资源化综合利用项目的全国布局。公司打造“五业共进”产业体系：主攻水泥窑协同处置、资源综合利用、一体化综合处置等三大危(固)废环保产业重点领域，适时配套推进污染场地修复、第三方环境服务业务。

图53：金圆股份危废业务谋划全国战略布局



资料来源：金圆股份公司公告，新时代证券研究所

图54：金圆股份打造“五业共进”产业体系



资料来源：金圆股份公司公告，新时代证券研究所

“水泥窑协同处置、资源综合利用、一体化综合处置”协同效应明显，**共同发展将显著提高金圆股份危废业务的竞争优势：**

- ✓ **水泥窑协同处置：**可解决专业焚烧处置规模小、成本高，焚烧产生飞灰和炉渣需二次处置等难点问题，快速增加处置种类，扩大处置规模。
- ✓ **资源化综合利用：**可将提炼回收后的废渣提供给水泥窑协同处置项目。
- ✓ **一体化综合处置：**其中，1) 专业焚烧可实现对水泥窑无法协同处置或处置不经济的含高盐份、高氯等工业危废、医疗垃圾和生活垃圾的减量化处置；2) 安全填埋可对无法利用水泥窑协同处置的危废，如工业危废和专业焚烧炉产生飞灰等进行无害化处置；3) 生化处置采用对环境影响低、残留物少的生化技术对餐厨垃圾等进行处置。

表8: 金圆股份的三大危(固)废环保产业发展途径及目标

三大危(固)废环保产业	内容	优势	途径	目标
三大危(固)废环保产业	利用新型干法水泥窑线, 采取焙烧、分步浸出、萃取、净化、电解、精馏等先进工艺, 回收提炼稀贵金属及油品等, 通过收取处置费和出售资源化产品获取盈利	水泥窑取危废预处理、入窑高温焚烧解决专业焚烧处置规模小、成本高, 焚烧产生协同处烧等协同处置技术, 对多种飞灰和炉渣需二次处置等难点问题, 快速增加处置危险废物、异位修复土壤、处置种类, 扩大处置规模	内外同步推进, 内部以金圆股份体系内在建的水泥窑协同处置项目为“种子”作示范, 外部广泛开展股权和技术合作	到2020年力争布局不少于30个水泥窑协同处置项目。
	专业焚烧可实现对水泥窑无法协同处置或采用专业焚烧、安全填埋和一体化生化处置等技术, 通过配套垃圾和生活垃圾的减量化处置; 安全填埋可对综合处和资源共建共享, 实现对餐厨垃圾、医疗垃圾、生活垃圾等综合处置	专业焚烧可实现对水泥窑无法协同处置或采用专业焚烧、安全填埋和一体化生化处置等技术, 通过配套垃圾和生活垃圾的减量化处置; 安全填埋可对综合处和资源共建共享, 实现对餐厨垃圾、医疗垃圾、生活垃圾等综合处置	以灌南金圆建设和运营为重点, 消化吸收“专业焚烧+安全填埋”处置技术, 通过PPP项目或有项目的合作, 择机建设或收购专业焚烧、安全填埋、危废预处理中心等具半市场化、半垄断特性的处置设施	到2020年力争布局不少于10家一体化综合处置环保产业项目落地
	资源化综合利用	资源化综合利用	依托江西新金叶资源化技术和运营经验, 通过江苏金圆和林西富强项目建设、运行管理积累经验和技术合作方式复制项目	到2020年力争布局不少于10个资源综合利用环保产业项目。

资料来源: 金圆股份公司公告, 新时代证券研究所

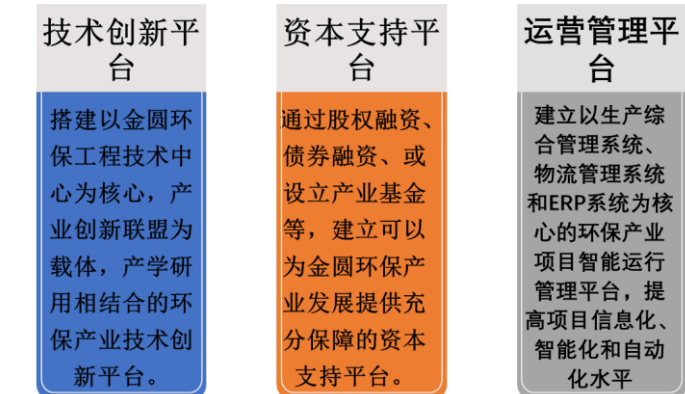
**执行层面, 打造三大支撑平台, 并建立“四位一体”推进机制:** 金圆股份在环保产业项目的规划、建设、运营过程中, 全面建立产业链衔接紧密、整体推进效率高的“集成创新、合伙合作、市场统筹、智能管控”四位一体的环保推进机制。金圆股份打造技术创新平台、资本支持平台、运营管理平台等三大支撑平台, 以保障和支撑金圆股份环保主业的发展。

图55: 金圆股份建立“四位一体”推进机制



资料来源: 金圆股份公司公告, 新时代证券研究所

图56: 金圆股份打造三大支撑平台



资料来源: 金圆股份公司公告, 新时代证券研究所

### 3.5、 屡次资本运作强化危废项目储备, 危废项目进展较快

**定增募集 12.12 亿以强化危废项目储备:** 2016 年 4 月, 金圆股份收购关联方江苏金圆新材 51% 股权, 进军危废产业。2017 年 8 月, 金圆股份完成非公开发行业



目，以 10.15 元/股价格发行 1.19 亿股，共募集资金总额 12.12 亿元。募集资金主要投向：金圆股份收购江西新金叶实业有限公司 58% 股权（6.19 亿元）、江苏金圆的含铜污泥及金属表面处理污泥综合利用项目（一期、1.49 亿元）、灌南金圆的 3 万吨/年危险固废处置项目（1.94 亿元）、宏扬环保的水泥窑协同处置工业废弃物项目（1.2 亿元）。

**表9：金圆股份的非公开发行募集资金投向情况**

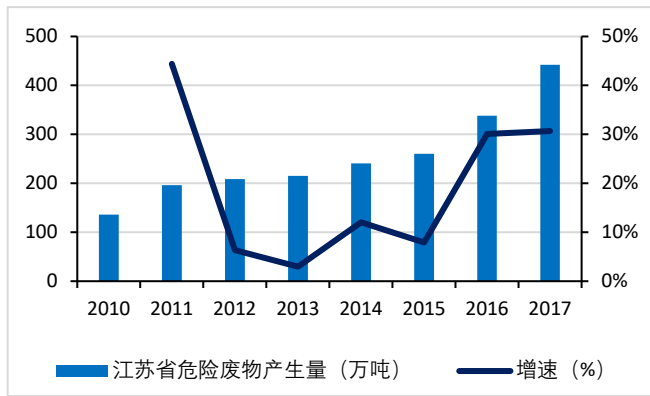
序号	项目名称	实施主体	投资总额(万元)	拟使用募集资金金额(万元)
1	收购江西新金叶实业有限公司 58% 股权	金圆股份	61,990.40	61,900
2	含铜污泥及金属表面处理污泥综合利用项目（一期）	江苏金圆	30,000	14,900
3	3 万吨/年危险固废处置项目	灌南金圆	25,000	19,400
4	水泥窑协同处置工业废弃物项目	宏扬环保	15,000	12,000
5	偿还银行贷款	金圆股份及子公司	13,000	13,000
合计			144,990.40	121,200.00

资料来源：金圆股份公司公告，新时代证券研究所

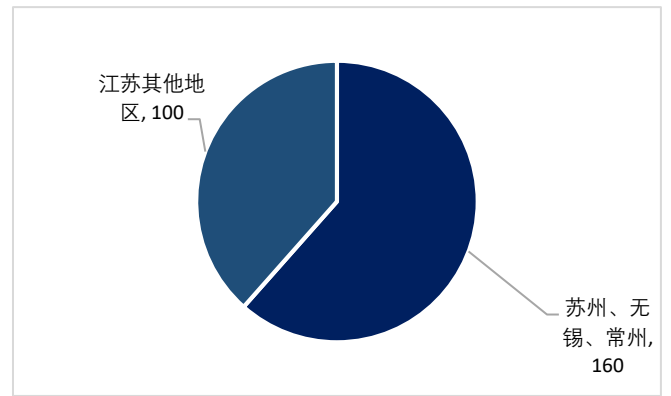
- ✓ **江西新金叶**：新金叶主要从事固体废物无害化处置及资源化利用，主营业务包括含金属危险废物无害化处置及再生金属资源化回收与销售业务。新金叶掌握固体废物处置及资源综合利用领域的多项核心技术，如含铜二次资源综合回收技术、含铜危险废物资源化回收与无害化处理技术、多金属综合回收技术、生产废水资源化回收及回用技术等。**工业危险废物处置领域，新金叶已经具备 7 种危险废物的处置资质，年处置规模可达到 23.60 万吨，是江西省规模最大、处置资质最全的固体危险废物资源化综合利用企业之一。**2016 年之前，新金叶危险废物处置量较少，未达到其核准的危险废物处置量上限。环保高压下，产废企业的违法排放成本增高，市场上固体废物处置需求急剧上升。2017 年，募投项目之一江西新金叶 8-12 月实现营业收入 25.12 亿元，净利润 1.16 亿元。叶礼平等五位江西新金叶股东承诺：2016-2018 年新金叶累计净利润不低于 32,330 万元。
- ✓ **江苏金圆**：含铜污泥及金属表面处理污泥综合利用项目（一期）拟建设危险废物综合利用生产线，采用烧结、熔炼等工艺流程实现危险废物的综合化利用。一期项目年处置危险废物 7.8 万吨，回收铜制品 6,951 吨的生产能力。该项目位于盐城市，盐城市化工和冶金工业较为发达，2015 年盐城市全市危险废物产生量达 10.08 万吨（同比+330%）。此外，盐城市靠近苏州、无锡、常州，2015 年度上述三市危险废物合计产量达 160 万吨（占江苏省危废总产量 61%），可提供充足的原材料，保障项目稳定盈利。项目运营期为 11 年，第二年可实现 80% 收入，第三年可完全达产。运营期内预计年均实现销售收入为 21,016.82 万元，年均税后净利润为 4107 万元，税后内部收益率为 15.75%。

**图57：2017 年江苏省危险废物产生量达 442 万吨，增速达 30.65%**

**图58：2015 年，苏州、无锡、常州的危险废物合计产量占江西省的 61%**



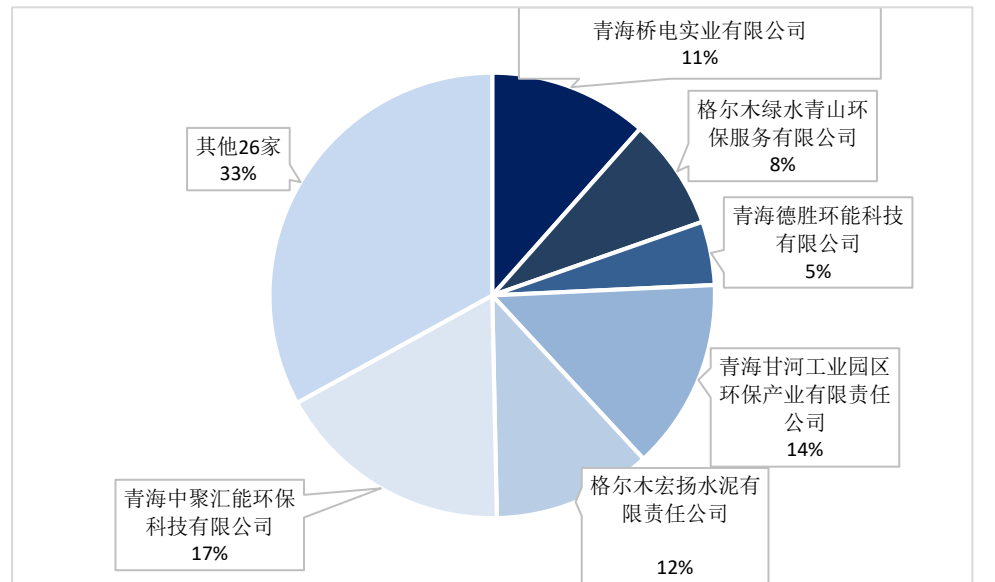
资料来源：2010年-2017年江苏省环境状况公报，新时代证券研究所



资料来源：金圆股份公司公告（非公开发行A股股票预案），新时代证券研究所

- ✓ **灌南金圆：**“3万吨/年危险固废处置项目”采用连续运行的“回转窑焚烧炉+二次高温焚烧”技术新建危险废物焚烧处置装置，建成后，年危险废物处置能力达3万吨。2015年连云港市危险废物产量已达7.35万吨，该区域危废大多可以焚烧方式进行减量化和无害化处置。2016年2月底，连云港市合计核准焚烧处置能力仅2万吨，处置能力严重不足。该项目运营期为11年，建设后运营期内预计年均实现销售收入为11,094.15万元，年均税后净利润为2,867.27万元，税后内部收益率为10.00%。目前，灌南金圆的“3万吨/年危险固废处置项目”已完成项目建设并顺利验收，并于2017年11月试运行。**2017年，灌南金圆累计实现营业收入863.40万元，净利润462.50万元。**
  
- ✓ **格尔木宏扬：**建设水泥窑协同处置项目的危废产能达10万吨。根据《2015年青海省环境状况公报》，2015年青海省危险废物产生量已达499.2万吨，格尔木市所在的海西州2015年危险废物产生量高达456.7万吨（占青海全省危险废物总产量的91.49%）。截止2018年4月8日，我们统计青海省现有危险废物经营许可证持证单位共28家，共核准危废处理产能86.58万吨/年。其中格尔木宏扬水泥危废处理产能10万吨/年（产能占比11.55%），格尔木宏扬危废处理种类高达32大类。格尔木宏扬项目运营期10年，运营期内预计年均实现销售收入为15,042.74万元，年均税后净利润为5,000.49万元，税后内部收益率为20.64%。**格尔木宏扬已于2017年三季度投产，2017年累计实现营业收入4056.85万元，净利润976.28万元。同时，该项目还荣获全国水泥窑协同处置示范工程。**

图59：格尔木宏扬水泥有限公司的水泥窑协同处置产能占危废产能的12%



资料来源：青海省环保厅（对于部分半年的核准产能数据，已年化处理），新时代证券研究所

**拟募集不超过 12.1 亿元可转换债券并投向危废项目：**2018 年 5 月，金圆股份公告拟公开发行不超过 12.1 亿元的 6 年期可转换公司债券，募集资金主要投向：1）河源综合利用工业废弃物项目（0.67 亿）；2）邵阳 10 万吨/年工业固废综合利用项目（0.80 亿）；3）安康利用现有水泥窑协同处置 5 万吨/年工业废弃物资源综合利用项目（0.67 亿）；4）三明利用水泥窑协同处置固体废物一期工程（1.08 亿）；5）抚州利用水泥窑协同处置固废资源综合利用建设项目（0.91 亿）；6）辽阳 20 万吨/年城镇污泥、10 万吨工业危险废物预处理中心水泥窑协同一体化处理处置项目（0.60 亿）；7）济宁生物产业园危废处置中心项目（2.38 亿）；8）潜江年处置 8 万吨工业废物资源化循环利用项目（1.41 亿）；9）补充流动资金（3.6 亿）。

**表10：金圆股份的可转换公司债券募集资金投向情况**

序号	项目名称	总投资额（万 拟以募集资金投	
		元）	入金额（万元）
1	河源综合利用工业废弃物项目	9,000.00	6,683.90
2	邵阳 10 万吨/年工业固废综合利用项目	9,922.35	7,971.43
3	安康利用现有水泥窑协同处置 5 万吨/年工业废弃物资源综合利用项目	9,400.00	6,735.11
4	三明利用水泥窑协同处置固体废物一期工程	12,965.00	10,752.87
5	抚州利用水泥窑协同处置固废资源综合利用建设项目	11,096.00	9,096.98
6	辽阳 20 万吨/年城镇污泥、10 万吨工业危险废物预处理中心水泥窑协同一体化处理处置项目	12,865.50	5,793.96
7	济宁生物产业园危废处置中心项目	30,937.78	23,871.81
8	潜江年处置 8 万吨工业废物资源化循环利用项目	21,991.95	14,093.94
9	补充流动资金	36,000.00	36,000.00
合计			121,000.00

资料来源：金圆股份公司公告，新时代证券研究所

此外，2017 年 8 月，公司还拟发行的绿色公司债券规模为不超过 8 亿元，用于绿色产业项目建设、运营、收购，为绿色产业项目补充流动资金或偿还绿色产业项目贷款中的一种或多种。公司危废项目对项目资金要求较高，我们预计公司发行的绿色债券大概率将用于高盈利能力的危废项目。

**金圆在手危废产能合计 219.67 万吨/年，落地速度较快：**截止 2018 年 7 月 12

日，我们统计金圆股份在手的危废项目共计 22 个，在手危废产能合计 219.67 万吨/年。其中，水泥窑协同处置项目 14 个，产能合计 113.27 万吨/年；资源化产能项目 4 个，产能合计 61.4 万吨/年；除水泥窑协同处置外的无害化产能项目 4 个，产能合计 45 万吨/年。项目进展来看：

- ✓ **金圆股份已建成危废项目主要有：**水泥窑协同处置的格尔木宏扬项目（10 万吨/年）、重庆埠源环保（2.67 万吨/年）；危废资源化的江苏金圆新材料项目（7.8 万吨/年污泥项目）、江西新金叶项目（23.6 万吨/年的污泥项目）、林西县富强项目（15 万吨/年）、青海德胜环能（一期已建成）；危废焚烧项目中的灌南金圆环保（3 万吨/年）。
- ✓ **金圆股份已取得环评批复在建的项目为：**徐州鸿誉环境（10 万吨/年水泥窑处置）、三明南方金圆环保（10 万吨/年水泥窑处置）；此外，天汇隆源环保（10 万吨水泥窑协同处置）、四川天源达环保（10 万吨水泥窑协同处置）、邵阳金圆为百环保（10 万吨水泥窑协同处置）、潜江东园深蓝环保（8 万吨/年资源化产能）、济宁祥城环保（7 万吨/年无害化产能）已经通过环评。环评为危废项目的最关键环节，以水泥窑协同处置项目为例，取得环评批复后，可在 8-9 月内完成项目建设。

**表11：金圆股份的危险废物项目产能及进展情况统计（截至 2018 年 7 月 12 日）**

省份	持股比例 (%)	项目	危废年处置能力(万吨/年)	项目类型	建设类型	项目进展
<b>水泥窑小计</b>			<b>113.27</b>			
青海	80%	格尔木宏扬环保科技有限公司	10	水泥窑协同处置		已建成投产
青海	100%	互助金圆环保科技有限公司	10	水泥窑协同处置	自批自建	已获得海东市工业和信息化委员会的项目备案，环评报告编制中
江苏	51%	徐州鸿誉环境科技有限公司	10	水泥窑协同处置工业废物	项目合作	已取得徐州市贾汪区环境保护局环评批复，可开工建设
重庆	51%	重庆埠源环保科技有限公司	2.67	水泥窑协同处置工业废物项目	项目合作	正常运营（已经完成股权转让），另有 10 万吨/年新建项目在等待审批阶段
福建	100%	三明南方金圆环保科技有限公司	10	水泥窑协同处置		已获得三明市环境保护局环评批复，可开工建设
广东	70% (子公司河源金杰持有)	河源金圆环保科技有限公司	7.6	水泥窑协同处置	自批自建	已通过《环境影响报告书》专家评审会
江西	100%	抚州南方金圆环保科技有限公司	10	水泥窑协同处置	项目合作	等待召开《环境影响报告书》专家评审会
广西	51%	桂林南方金圆环保科技有限公司	10	水泥窑协同处置	项目合作	等待召开《环境影响报告书》专家评审会

省份	持股比例 (%)	项目	危废年处置能力(万吨/年)	项目类型	建设类型	项目进展
内蒙古	100%	库伦旗金圆东蒙环保科技有限公司	5	水泥窑协同处置	项目合作	已通过《环境影响报告书》专家评审会
湖南	90%	邵阳金圆为百环保科技有限公司	10	水泥窑协同处置工业固体废物	项目合作	已获环评批复,可开工建设
辽宁		海城华瑞金圆环保科技有限公司	3	水泥窑协同处置		已获得海城市发展改革局的项目备案,进行环评报批
陕西	51%	安康金圆旋龙环保科技有限公司	5	水泥窑协同处置工业废弃物	项目合作	已通过《环境影响报告书》专家评审会
辽宁	60%	天汇隆源环保工程有限公司	10	水泥窑协同处置危废(预处理)	项目合作	已取得环评批复,可开工建设
四川	51%	四川天源达环保科技有限公司	10	水泥窑协同处置危废	项目合作	已取得环评批复,可开工建设
<b>资源化小计</b>			<b>61.4</b>			
江苏	51%	江苏金圆新材料科技有限公司	7.8	资源综合利用(污泥)	自批自建	已建成,2017年底试运行
江西	58%	江西新金叶实业有限公司	23.6	资源综合利用(污泥)		正常运行
内蒙古	20%	林西县富强金属有限公司	15	资源化利用	项目合作	已建成,试运行(正在申请正式危废许可证)
青海	51% (格尔木宏扬持股)	青海德胜环能	15	资源化利用		一期已建成
<b>无害化小计</b>			<b>45</b>			
重庆	40%	重庆众思润禾环保科技有限公司	27	无害化处置	项目合作	目前众思润禾获得重庆市发展和改革委员会的投资项目备案,环评报批
山东	50%	济宁祥城环保有限公司	7	项目规模为焚烧3万吨/年,物化2万吨/年,填埋2万吨/年	项目合作	目前该项目已取得济宁市环境保护局下发的《环境影响报告书的批复》
湖北	65%	潜江东园深蓝环保科技有限公司	8	资源化利用(一期4万吨)	项目合作	本项目已取得潜江市环境保护局《潜江市环境保护局关于潜江东园深蓝环保科技有限公司年处置8万吨工业废物资源化循环利用项目环境影响报告书的批复》(潜环评审函[2017]144号)。

省份	持股		危废年处			项目进展
	比例 (%)	项目	置能力(万吨/年)	项目类型	建设类型	
江苏	80%	灌南金圆环保科技有限公司	3	专业焚烧	自批自建	已建成, 2017年11月试运行
<b>项目合计</b>			<b>219.67</b>			

资料来源: 金圆股份公司公告, 新时代证券研究所

### 3.6、金圆股份水泥窑协同处置优势突出, 将于跑马圈地中获胜

危废行业景气程度高, 成为环保企业竞争焦点, 企业争相布局, 快速跑马圈地以扩展危废业务。由于水泥窑协同处置及危废行业存在明显区域性, 行业存在快鱼吃慢鱼效应, 金圆股份民企高效灵活的激励机制, 保障快速跑马圈地。此外, 金圆股份同时布局“水泥窑协同处置、资源综合利用、一体化综合处置”, 危废业务之间协同效应明显, 改善成本效益。最后, 金圆股份较早布局水泥窑协同处置, 先发优势及运营优势明显。

- ✓ **水泥窑协同处置及危废行业存在区域性, 金圆股份先发优势明显:** 水泥生产销售及危废处置均存在明显的区域性, 加之危废产能投放难度大、周期长, 因此, 危废处置行业也存在区域垄断性, 危废企业争相跑马圈地, 行业正处于“快鱼吃慢鱼”的阶段。2016年起, 金圆股份快速布局危废行业, 目前在手的危废项目共计 22 个, 在手危废产能合计 219.67 万吨/年, 先发优势明显。金圆股份的格尔木宏扬水泥窑协同处置项目, 示范意义明显, 具备模式化复制的基础。
- ✓ **民企高效灵活的激励机制, 保障快速跑马圈地:** 水泥窑协同处置跑马圈地过程中, 民营企业的市场敏锐性及激励机制, 相较国有企业更佳。金圆股份实际控制人为赵璧生及赵辉父子, 二人在深耕水泥行业多年, 人脉资源积淀深厚, 便于外延扩张水泥窑协同处置项目。由于民企激励机制及合作机制更加灵活, 可灵活采取“分散联合、分散独立、集中”等经营模式, 更能综合考虑并协调“联盟各方的利益”, 外地扩张势头强劲。此外, 水泥窑协同处置最关键因素在于“危废运营人才”, “民企高效灵活的激励机制”更有利于高质量危废人才的加盟。

图60: 水泥窑协同处置项目的经营模式



资料来源：原环保部（水泥窑协同处置危险废物经营许可证审查指南），新时代证券研究所

- ✓ **具备一站式服务及资源化利用能力，有效提升水泥窑项目优势：**金圆股份同时布局“水泥窑协同处置、资源综合利用、一体化综合处置”，危废业务之间协同效应明显。水泥窑建设周期短、成本效应显著；**资源化综合利用**提炼回收后的废渣提供给水泥窑协同处置项目。**一体化综合处置中的“专业焚烧、安全填埋”**可作为无法利用水泥窑协同处置的危废的有益补充。
- ✓ **运营优势突出：**“水泥窑协同处置危废”对运营经验要求较高（如配料方式、投放方式）等，这需要长期的运营经验积累，以及核心技术人员加盟。金圆股份较早布局水泥窑协同处置，运营优势突出。

#### 4、核心假设

我们在统计金圆股份在手的危废项目产能情况基础上，根据“已建成项目、已拿到环评批复的项目、已立项未拿到环评的项目、规划中的未立项项目”等四个类别对其作出盈利假设：

- ✓ **已建成项目：**对于已建成的危废项目，2018年根据募投项目的年均营业收入及净利润（或者类似项目）进行业绩预测。对于江西新金叶项目，假设2018-2020年的每年营收均与2017年相同（为51.05亿元）。
- ✓ **已拿到环评批复的项目：**由于水泥窑协同处置拿到环评后建设期在8-9个月，假设拿到环评批复项目在2018年有2个月并表，2019年起全年并表；而拿到环评批复的资源化、无害化业务，假设在2019年开始并表（全年并表）。
- ✓ **已立项未拿到环评的项目：**对于已立项未拿到环评的项目，假设在2020年开始并表（全年并表）。
- ✓ **规划中的未立项项目：**假设在2020年后并表。

表12：2018-2020年，金圆股份的危废业务的业绩情况预测

项目	危废项目类别	持股比例 (%)	产能 (万吨/年)	投产日期 (或预计)	2018年E营收 (亿元)	2019年E营收 (亿元)	2020年E营收 (亿元)	2018年E归母净利润 (亿元)	2019年E归母净利润 (亿元)	2020年E归母净利润 (亿元)
<b>已建成项目</b>										
格尔木宏扬项目	水泥窑协同处置	80%	10	2017年三季度	1.50	1.50	1.50	0.40	0.40	0.40
重庆埠源环保	水泥窑协同处置	51%	2.67							
江苏金圆新材料项目	资源化利用 (污泥)	51%	7.8	2017年底	1.68	2.10	2.10	0.17	0.21	0.21
江西新金叶项目	资源化利用 (污泥)	58%	23.6	正常运行	51.05	51.05	51.05	0.72	0.72	0.72
林西县富强项目	资源化利用	20%	15					0.16	0.16	0.16
青海德胜环能一期项目	资源化利用	40.80%	15					0.32	0.32	0.32
灌南金圆环保项目	危废焚烧	80%	3		1.11	1.11	1.11	0.23	0.23	0.23
小计			87.07		55.35	55.77	55.77	2.00	2.04	2.04
<b>已拿到环评的项目</b>										
徐州鸿誉环境	水泥窑协同处置	51%	10		0.25	1.50	1.50	0.04	0.26	0.26

项目	危废项目类别	持股比 例 (%)	产能 (万 吨/年)	投产日 期 (或预 计)	2018 年 E 营 收 (亿元)	2019 年 E 营 收 (亿元)	2020 年 E 营 收 (亿元)	2018 年 E 归 母净利 (亿元)	2019 年 E 归 母净利 (亿元)	2020 年 E 归 母净利 (亿元)
三明南方金圆环保	水泥窑协同处置	100%	10		0.25	1.50	1.50	0.08	0.50	0.50
天汇隆源环保工程有限 公司	水泥窑协同处置	60%	10		0.25	1.50	1.50	0.05	0.30	0.30
四川天源达环保科技有 限公司	水泥窑协同处置	51%	10		0.25	1.50	1.50	0.04	0.26	0.26
邵阳金圆为百环保科技 有限公司	水泥窑协同处置	91%	10		0.25	1.50	1.50	0.08	0.46	0.46
潜江东园深蓝环保	无害化	65%	8			2.16	2.16		0.27	0.27
济宁祥城环保项目	无害化	50%	7			1.75	1.75		0.33	0.33
小计			65		1.25	11.43	11.43	0.29	2.37	2.37
已立项未拿到环评的项 目										
水泥窑			50.6				7.61			1.29
资源化			0							
无害化			27				7.28			1.32
小计			77.6				14.89			2.61
战略规划中未立项项目										
水泥窑										
资源化										
无害化										
小计			270.33							
合计			500		56.60	67.19	82.08	2.29	4.41	7.02

资料来源：金圆股份公司公告，新时代证券研究所

金圆股份水泥业务比较稳定，但考虑到青海及西藏地区对水泥需求旺盛，公司水泥及水泥制品销量还有一定增长空间；随着商砼成本压力向下游传导，商砼业务毛利率有望回升。

表13：2018-2020年，金圆股份的各项业务业绩情况预测

分业务	分类别	2017A	2018E	2019E	2020E
固废危废资源化综合利 用	营收 (亿元)	25.01	52.73	55.31	55.31
	增速 (%)	0.00%	110.84%	4.88%	0.00%
	毛利率 (%)	5.79%	6.79%	7.79%	7.79%
水泥	营收 (亿元)	14.39	15.83	17.41	19.15
	增速 (%)	21.33%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率 (%)	28.08%	30.08%	30.08%	30.08%
水泥制品	营收 (亿元)	9.09	9.54	10.02	10.52
	增速 (%)	4.97%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率 (%)	35.89%	38.39%	40.89%	40.89%
固废危废无害化处置收 入	营收 (亿元)	0.93	3.87	11.89	26.77
	增速 (%)	0.00%	315.83%	207.33%	125.26%
	毛利率 (%)	52.50%	51.50%	50.50%	47.50%
熟料	营收 (亿元)	0.66	0.68	0.70	0.72
	增速 (%)	-25.84%	3.00%	3.00%	3.00%



分业务	分类别	2017A	2018E	2019E	2020E
	毛利率 (%)	9.23%	12.73%	16.23%	19.73%
其他业务 (包括其他主营业务)	营收 (亿元)	0.23	0.23	0.23	0.23
	增速 (%)	155.56%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率 (%)	47.83%	47.83%	47.83%	47.83%
合计	营收 (亿元)	50.31	82.88	95.56	112.71
	增速 (%)	134.00%	64.74%	15.29%	17.95%
	毛利率 (%)	18.70%	17.13%	20.79%	24.26%

资料来源：金圆股份公司公告及新时代证券环保组内部测算数据，新时代证券研究所

## 5、投资建议

我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 5.89、8.20、10.53 亿元，对应 EPS 分别为 0.82、1.15 和 1.47 元。当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别为 16.7、12.0 和 9.3 倍。公司通过多次资本运作布局高盈利的水泥窑协同处置危废项目，危废项目进展较快，后续将进入产能密集投放期及业绩高速增长期，首次覆盖给予“推荐”评级。

## 6、风险提示

水泥及商砼业务销售不及预期风险；水泥及商砼盈利能力继续下滑风险；危废项目进展不及预期风险。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	1858	3251	6353	6207	8361	<b>营业收入</b>	<b>2164</b>	<b>5073</b>	<b>8358</b>	<b>9636</b>	<b>11366</b>
现金	406	609	2353	2713	3199	营业成本	1364	4132	6927	7632	8608
应收账款	988	1003	2276	1504	2955	营业税金及附加	13	32	40	46	55
其他应收款	66	47	140	76	178	营业费用	160	144	154	177	209
预付账款	36	138	148	182	208	管理费用	113	162	183	211	249
存货	<b>245</b>	<b>1332</b>	<b>1312</b>	<b>1602</b>	<b>1685</b>	财务费用	98	146	275	438	507
其他流动资产	117	122	124	131	136	资产减值损失	37	31	52	59	70
<b>非流动资产</b>	3262	4740	8394	9730	11280	公允价值变动收益	3	20	20	20	20
长期投资	37	38	39	38	39	投资净收益	0	-46	15	8	11
固定资产	2827	3351	7123	8496	10037	<b>营业利润</b>	<b>381</b>	<b>470</b>	<b>764</b>	<b>1100</b>	<b>1698</b>
无形资产	122	271	308	353	381	营业外收入	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>40</b>
其他非流动资产	<b>276</b>	<b>1080</b>	<b>925</b>	<b>844</b>	<b>823</b>	营业外支出	4	16	10	13	11
<b>资产总计</b>	<b>5120</b>	<b>7991</b>	<b>14748</b>	<b>15937</b>	<b>19641</b>	<b>利润总额</b>	<b>418</b>	<b>494</b>	<b>794</b>	<b>1127</b>	<b>1727</b>
<b>流动负债</b>	1965	3168	9141	9576	12068	所得税	<b>90</b>	<b>92</b>	<b>148</b>	<b>211</b>	<b>323</b>
短期借款	704	1064	6372	7086	8657	<b>净利润</b>	<b>328</b>	<b>402</b>	<b>645</b>	<b>916</b>	<b>1404</b>
应付账款	594	907	1610	1163	1965	少数股东损益	<b>22</b>	<b>51</b>	<b>56</b>	<b>96</b>	<b>351</b>
其他流动负债	<b>666</b>	<b>1197</b>	<b>1159</b>	<b>1326</b>	<b>1447</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>306</b>	<b>351</b>	<b>589</b>	<b>820</b>	<b>1053</b>
<b>非流动负债</b>	825	956	1131	1067	998	EBITDA	<b>665</b>	<b>809</b>	<b>1317</b>	<b>1971</b>	<b>2737</b>
长期借款	508	598	773	709	639	EPS (元)	0.43	0.49	0.82	1.15	1.47
其他非流动负债	<b>317</b>	<b>359</b>	<b>359</b>	<b>359</b>	<b>359</b>						
<b>负债合计</b>	<b>2790</b>	<b>4124</b>	<b>10272</b>	<b>10643</b>	<b>13066</b>	主要财务比率					
少数股东权益	163	469	525	622	973	<b>成长能力</b>					
股本	595	715	715	715	715	营业收入(%)	16.0	134.4	64.7	15.3	17.9
资本公积	617	1669	1669	1669	1669	营业利润(%)	21.9	23.3	62.3	44.1	54.4
留存收益	958	1011	1590	2414	3675	归属于母公司净利润(%)	15.6	14.8	67.9	39.2	28.4
归属母公司股东权益	2167	3397	3951	4673	5603	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>5120</b>	<b>7991</b>	<b>14748</b>	<b>15937</b>	<b>19641</b>	毛利率(%)	37.0	18.6	17.1	20.8	24.3
						净利率(%)	14.1	6.9	7.0	8.5	9.3
						ROE(%)	14.1	10.4	14.4	17.3	21.4
						ROIC(%)	9.9	8.3	7.0	9.3	11.2
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	54.5	51.6	69.6	66.8	66.5
						净负债比率(%)	40.0	33.8	111.4	100.3	96.7
						流动比率	0.9	1.0	0.7	0.6	0.7
						速动比率	0.8	0.6	0.6	0.5	0.6
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.5	0.8	0.7	0.6	0.6
						应收账款周转率	2.9	5.1	5.1	5.1	5.1
						应付账款周转率	2.1	5.5	5.5	5.5	5.5
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.43	0.49	0.82	1.15	1.47
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	0.46	0.80	2.81	2.37
						每股净资产(最新摊薄)	3.03	4.75	5.53	6.54	7.84
						<b>估值比率</b>					
						P/E	32.14	27.99	16.67	11.97	9.32
						P/B	4.53	2.89	2.49	2.10	1.75
						EV/EBITDA	16.87	14.7	11.9	8.2	6.4

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	-24	294	570	2008	1695
净利润	328	402	645	916	1404
折旧摊销	183	229	319	487	600
财务费用	98	146	275	438	507
投资损失	-0	46	-15	-8	-11
营运资金变动	-661	-539	-634	195	-785
其他经营现金流	28	10	-20	-20	-20
<b>投资活动现金流</b>	-239	-1163	-3939	-1794	-2118
资本支出	<b>570</b>	<b>676</b>	<b>3654</b>	<b>1336</b>	<b>1549</b>
长期投资	6	-23	-1	-0	-0
其他投资现金流	338	-511	-286	-458	-569
<b>筹资活动现金流</b>	487	892	-195	-568	-660
短期借款	<b>-35</b>	<b>360</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
长期借款	163	90	175	-64	(69)
普通股增加	-3	119	0	0	0
资本公积增加	3	1051	0	0	0
其他筹资现金流	<b>359</b>	<b>-729</b>	<b>-370</b>	<b>-504</b>	<b>-591</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>225</b>	<b>22</b>	<b>-3564</b>	<b>-355</b>	<b>-1083</b>

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

## 分析师介绍

**邱懿峰**，美国德克萨斯大学金融学硕士，南开大学国贸系本科，2015年就职于银河证券研究部，拥有两年以上行业研究经验，2017年加入新时代证券，现任环保行业首席分析师

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

## 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。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕筱琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	<b>史月琳 销售经理</b>
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>