

2018年08月25日

金圆股份 (000546.SZ)

“走轻资产的路，实现重资产的收益”，选准赛道，水泥窑协同处置危废龙头起航

■区域水泥龙头转型危废处置，谋求长期竞争力：公司为青海区域水泥龙头。尽管供给侧改革使得水泥行业先进产能的盈利能力显著改善，但从长期来看，随着基建、房地产开发高峰的退却，水泥行业将不可避免地进入成熟期。因此，公司在夯实区域水泥龙头地位的同时，依托在水泥行业的积淀，积极向水泥窑协同处置危废领域拓展，同时还更进一步切入传统危废处置领域。

■精准选择赛道，“走轻资产的路，实现重资产的收益”：环保行业中，轻资产模式企业通常以污染治理技术、设备、工程为主业，在业绩上具备短期快速提升的能力；重资产模式企业通常以污染治理设施投资运营为主业，具备稳健发展的特性。金圆股份在转型危废过程中，精准选择“水泥窑协同处置危废”的赛道。水泥窑协同处置危废项目仅需对水泥窑进行改造，投资规模小，投资回收期短，具备轻资产模式的高成长性，而同时又可获取长期稳定的运营收益，具备重资产模式的稳定性。水泥窑协同处置危废的轻资产特性也正是为何金圆股份在危废处置这样一个重资产行业能够呈现出极大的业绩弹性的根本原因。

■跑马圈地硕果累累，步步为营全线推进：根据中国水泥研究院研究结果显示，全国符合协同处置条件的水泥熟料生产线约150条，自2015年起，水泥窑协同处置经历了跑马圈地的阶段，金圆股份在这一阶段中硕果累累，目前已获潜在水泥窑协同处置项目21条，合计危废产能205.3万吨。未来几年，公司将步步为营、全线推进潜在项目，因而进入项目落地和业绩的兑现期，一旦这些储备项目顺利推进，公司业绩有望实现快速增长。

■从水泥窑协同处置向传统危废延伸，剑指危废行业龙头：金圆股份致力于成为水泥窑协同处理危废龙头的同时也积极向传统危废领域拓展，以跻身危废处置环保产业领域第一方阵为目标，剑指危废行业龙头。2017年，公司完成江西新金叶58%股权的并购，新金叶具备资源化利用23.60万吨/年的危废处理资质，固废危废资源化综合利用业务成为公司收入的主要来源。

■投资建议：我们预测2018-2020年，公司EPS分别为0.74元、1.15元和1.91元，对应PE分别为14.7X、9.4X和5.7X，给予增持-A评级，6个月目标价12元。

■风险提示：危废项目建设推进不及预期，融资收紧。

公司深度分析

证券研究报告

综合

投资评级 **增持-A**
维持评级

6个月目标价：**12元**
股价(2018-08-24) **10.85元**

交易数据

总市值(百万元)	7,753.89
流通市值(百万元)	7,172.11
总股本(百万股)	714.64
流通股本(百万股)	661.02
12个月价格区间	10.85/19.13元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-13.41	-4.22	6.59
绝对收益	-23.59	-24.29	-16.19

邵琳琳

分析师

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

周喆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518040006
zhouzhe@essence.com.cn
021-35082029

方向

报告联系人

fangxiang2@essence.com.cn
021-35082718

马丁

报告联系人

mading@essence.com.cn
010-83321051

相关报告

金圆股份：业绩符合预期，
静待水泥窑协同处置项目
逐步落地/邵琳琳 2018-08-07

摘要(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	2,164.1	5,073.4	9,890.6	11,008.2	12,495.2
净利润	305.5	350.8	527.4	822.7	1,363.9
每股收益(元)	0.43	0.49	0.74	1.15	1.91
每股净资产(元)	3.03	4.75	5.19	5.79	7.12

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	25.4	22.1	14.7	9.4	5.7
市净率(倍)	3.6	2.3	2.1	1.9	1.5
净利润率	14.1%	6.9%	5.3%	7.5%	10.9%
净资产收益率	14.1%	10.3%	14.2%	19.9%	26.8%
股息收益率	3.8%	0.5%	2.4%	5.1%	5.5%
ROIC	13.3%	16.0%	15.5%	20.2%	34.2%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

内容目录

1. 区域水泥龙头转型危废处置，谋求长期竞争力	5
1.1. 转型危废处置蓝图清晰	5
1.2. 传统水泥业务走向成熟期，危废处置成新增长点	6
1.2.1. 供给侧改革快速推进，水泥行业回暖	6
1.2.2. 布局危废处置，打造水泥危废“双轮齐驱”	6
2. 危废处理供不应求，行业景气度持续向上	7
2.1. 危废具有隐蔽性，实际处置需求旺盛	7
2.2. 行业进入壁垒高，危废企业供给稀缺	8
2.3. 政策+监管双驱动，危废处理迎发展良机	9
2.4. 市场格局分散，地区差异明显，行业布局正处关键时点	10
3. 精准选择赛道，“走轻资产的路，实现重资产的收益”	12
3.1. 水泥窑协同处置为危废处置重要技术路线之一	12
3.2. 水泥窑协同处置具备轻资产特性	13
4. 跑马圈地硕果累累，步步为营全线推进	14
4.1. 水泥窑协同处置危废发展历程	14
4.2. 适合水泥窑协同的生产线有限，跑马圈地硕果累累	15
5. 从水泥窑协同处置向传统危废延伸，剑指危废行业龙头	16
5.1. 依托格尔木熟料生产线，水泥窑协同处置危废顺利起航	16
5.2. 并购江西新金叶，外延切入传统危险废物治理行业	17
5.3. 开发灌南金圆、江苏金圆，初步实现“一省一中心”	18
5.4. 内生外延双线推进，在手危废处置规模加速扩张	18
6. 投资建议	20
7. 风险提示	20

图表目录

图 1：金圆股份股权结构	5
图 2：2017 年分产品营业收入结构	6
图 3：2017 年分地区营业收入结构	6
图 4：全国水泥价格指数	6
图 5：水泥和商砼历年毛利率	7
图 6：2015 年分地区毛利率	7
图 7：工业危险废物产生量（万吨）	8
图 8：各国危废固废比	8
图 9：危废经营许可证发放情况	8
图 10：危废处理流程	9
图 11：2016 年中国危废企业实际处理规模和许可处理规模	11
图 12：2016 年全国各省份危废产生量（万吨）	11
图 13：2016 年全国各省份危废核准经营规模（万吨）	11
图 14：各省份危险废物经营资质缺口	12
图 15：水泥窑处置危废工艺技术路线	12
图 16：水泥窑协同处置危险废物常见投料点	13

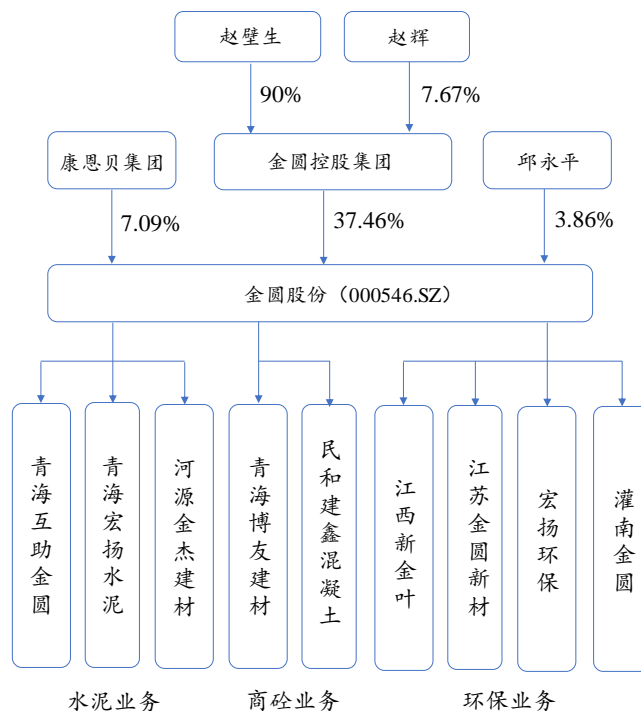
图 17: 我国水泥窑协同处置危险废物种类.....	15
图 18: 青海省工业危废历年综合利用、处置和产生量 (万吨)	17
图 19: 江苏省危险废物产量 (万吨)	18
图 20: 在手危废项目覆盖 15 个省份.....	20
表 1: “清废行动 2018”问题清单.....	10
表 2: 部分危废相关挂牌督办问题列示.....	10
表 3: 江苏省危险废物经营许可证颁发情况.....	11
表 4: 水泥窑协同处置工业危废具有的优点.....	13
表 5: 海螺创业水泥窑协同处置项目毛利率.....	14
表 6: 截至 2018 年 2 月我国具有水泥窑协同处置资质企业明细.....	15
表 7: 公司青海地区水泥生产线.....	17
表 8: 2017 年起公司危废相关并购案.....	19
表 9: 金圆股份水泥窑协同处置危废项目明细.....	19

1. 区域水泥龙头转型危废处置，谋求长期竞争力

1.1. 转型危废处置蓝图清晰

公司前身青海互助金圆水泥有限公司成立于 2008 年，2014 年通过借壳光华控股登陆资本市场。截至 2018 年一季度，公司的第一大股东为金圆控股集团，第二大股东为康恩贝集团，第三大股东为邱永平，依次分别持有公司 37.46%、7.09%和 3.86%的股权。其中，金圆控股集团由赵壁生和赵辉父子控股，分别持有金圆控股集团 90%和 7.67%的股权，为金圆股份的实际控制人。

图 1：金圆股份股权结构



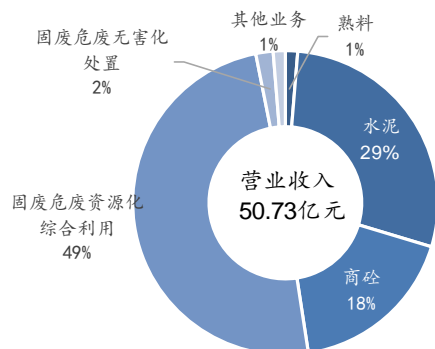
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

公司本是一家主要从事水泥、商品混凝土生产的企业，旗下拥有青海互助金圆、宏扬水泥和广东河源金杰等水泥生产子公司，是青海地区区域水泥龙头。据青海省经信委 2017 年公布的水泥行业产能清单，互助金圆和宏扬水泥在青海省共计拥有 1.02 万吨/年的非落后产能，占全省水泥产能的 23.02%。

2017 年 7 月，经证监会核准，公司向金圆控股集团等 6 名特定对象非公开发行 1.19 亿股股份，募集资金金额 12.12 亿元。公司使用募集资金收购新金叶 58% 股权，并投资“含铜污泥及金属表面处理污泥综合利用项目（一期）”、“3 万吨/年危险固废处置项目”、“水泥窑协同处置工业废弃物项目”的建设。通过本次非公开发行，公司业务板块大调整，正式宣告进军环保危废行业。

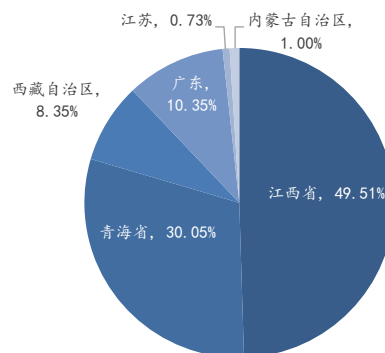
2017 年，公司实现营业收入 50.73 亿元，同比增长 134.43%；实现归母净利润 3.51 亿元，同比增长 14.84%。从细分业务板块来看，江西新金叶具备资源化利用 23.60 万吨/年的危废处理资质，并购新金叶后，固废危废资源化综合利用业务成为公司收入的主要来源。2017 年 8 月至 12 月期间，江西新金叶实现营业收入 25.12 亿元，贡献率高达 49.30%。格尔木宏扬的水泥窑协同处置工业废弃物项目于 2017 年三季度投产，2017 年实现营业收入 4056.85 万，未来将进一步加大对公司无害化业务的贡献。水泥和商砼产品分别占营业收入的 28.37% 和 17.91%，两业务合计占比 46.28%，公司顺利转型，已基本形成建材、环保的双主业格局。从地域分布来看，江西、青海和广东分别贡献 49.51%、30.05%和 10.35%的营业收入。

图 2：2017 年分产品营业收入结构



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 3：2017 年分地区营业收入结构



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

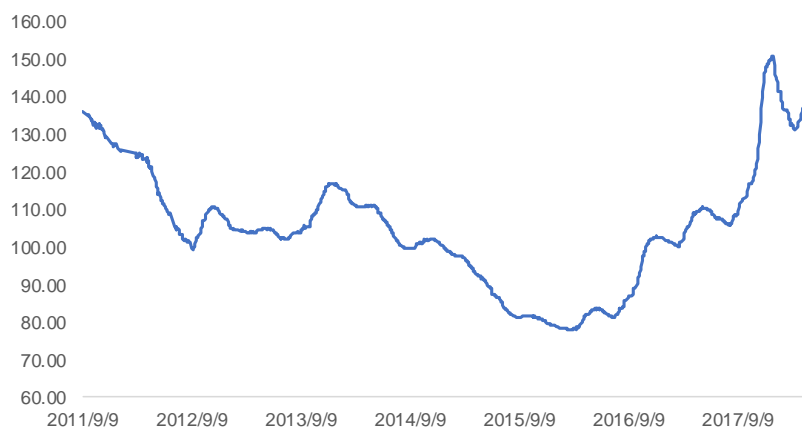
1.2. 传统水泥业务走向成熟期，危废处置成新增长点

1.2.1. 供给侧改革快速推进，水泥行业回暖

2016 年 5 月 5 日，国家下发《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》，要求通过严禁新增产能、淘汰落后产能、推进联合重组和推行错峰生产的方式压减过剩产能，加快转型升级。随着供给侧改革的推进，水泥落后产能在一定程度上得到抑制，全国各地水泥价格持续上涨，多数水泥企业经营业绩得到显著改善。

据中国水泥网数据，2016 年年初时，全国水泥价格指数为 79 点，到 2018 年 4 月底则达到了 137.24 点，累计增长 58.24 个百分点。2017 年，水泥行业实现收入 9149 亿元，同比增长 17.89%，利润总额达 877 亿元，同比增长 94.41%，利润总额位居历史第二，仅次于 2011 年的历史最高点。

图 4：全国水泥价格指数



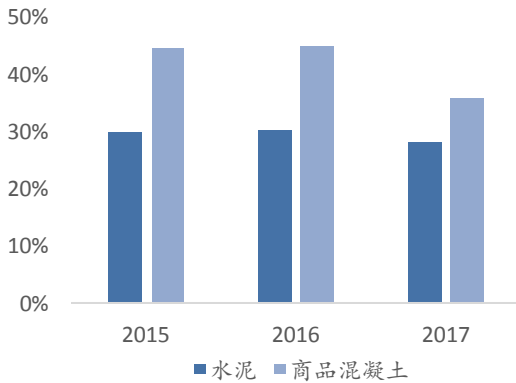
资料来源：Wind，中国水泥网，安信证券研究中心

1.2.2. 布局危废处置，打造水泥危废“双轮齐驱”

尽管水泥行业供给侧改革使得行业内先进产能的盈利能力得到显著的改善，但从长期来看，随着经济增速换挡回落、经济结构转型、基建、房地产开发高峰的退却，水泥行业将不可避免地要进入成熟期。为此，公司管理层从战略角度出发，在夯实建材主业的同时，积极探索公司发展新的增长点。

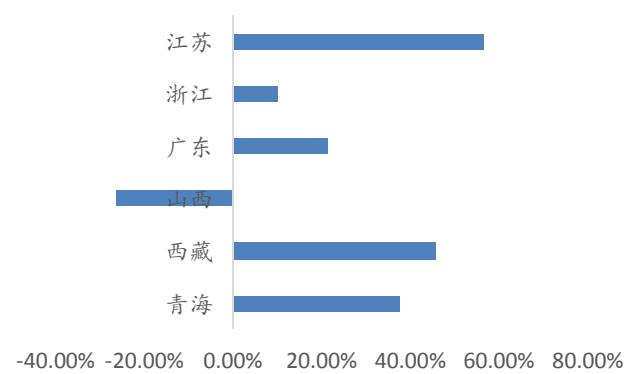
在传统建材领域，公司 2015 年出售了地处山西的太原金圆和朔州金圆，注销金华金圆，退出综合实力较弱的山西、浙江市场，将阵线收缩到实力较强的青海、西藏和广东三地，集中资源着力强化区域优势。同时，公司看好商砼未来发展前景以及商砼产品的高毛利率，通过纵向收购或自建整合产业链上下游的骨料和商砼企业，巩固公司在青海及周边地区的竞争优势，提升水泥板块的整体盈利能力。

图 5：水泥和商砼历年毛利率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 6：2015 年分地区毛利率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

另一方面，公司乘着危废行业东风，利用自身多年深耕水泥行业积累的优势，迅速开拓水泥窑协同处置危废业务。通过内生和外延两种方式，公司将业务进一步延伸至传统危废处置领域，在全国范围内开展水泥窑协同处置和危废资源化、无害化项目的建设布局，以跻身危废处置环保产业领域第一方阵为目标，剑指危废行业龙头。

公司在《金圆水泥股份有限公司环保产业规划(纲要)》中提出了“1625”行动计划，将力争到 2020 年完成环保产业投资超过 100 亿元；拥有全资及控股公司 60 家；环保产业项目布局覆盖省份超过 20 个；危险废物处置总规模达到 500 万吨。

2. 危废处理供不应求，行业景气度持续向上

2.1. 危废具有隐蔽性，实际处置需求旺盛

危险废物，简称危废，根据 2016 年版《国家危险废物名录》定义，危废为具有腐蚀性、毒性、易燃性、反应性、感染性等一种或几种危险特性的或者不排除具有危废特性，可能对环境或者人体健康造成有害影响的固体废物（包括液态废物）。据国家统计局，2016 年我国产生工业危险废物 5347.3 万吨。其中，危废综合利用量 2823.71 万吨，处置量 1605.8 万吨，贮存量 1158.26 万吨。2001 年至 2016 年，全国工业危废产量 CAGR 为 12.19%。

我国危废产量统计数据共经历过三次大幅提升，1) 2011 年，国家工业危废申报口径从一年产生 10 千克纳入统计改为 1 千克，统计数据由 2010 年的 1586 万吨猛增至 3431 万吨；2) 2013 年，国家“两高”司法解释出台，非法排放、倾倒、处置危废三吨以上即可入刑，危废产量在 2014 年提升 500 万吨；3) 2016 年，中央开展环保督查行动，深入排查产废单位的环境安全和监管隐患，危废产生量同比增长 34.49%。

总体来说，三次数量上的大幅上升主要受环境监管政策影响，背后是危险废物的隐蔽和滞后特性，以及产废企业的瞒报、少报现象，由于涉及企业数量众多，统计难度大，行业真实危废产量仍是未可数。

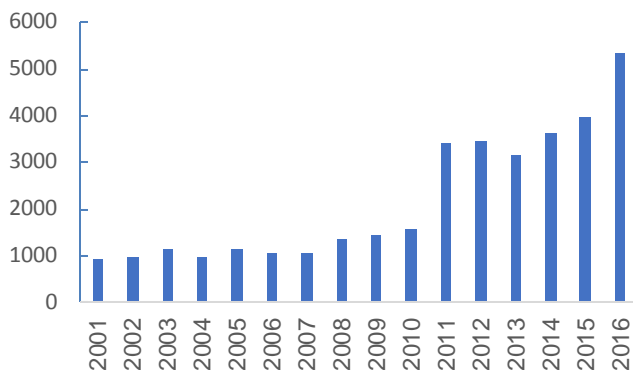
业内通常采用两种方法估计危废产量：

1) 比较普查公报数据与统计年鉴数据。根据原环保部、统计局和农业部 2010 年发布的《第一次全国污染源普查公报》，2007 年我国危废产量 4573.69 万吨，是统计年鉴公布数据的 4.33 倍。从 2007 年普查产量出发，考虑 2011 年统计口径的变化，我们利用统计年鉴数

据具备的连续性估算产量复合增长率,发现 2007 年包含 10 千克以下产废企业后的统计数据应为 2051.34 万吨,由此估测 2017 年危废真实产量约 1.21 亿吨。

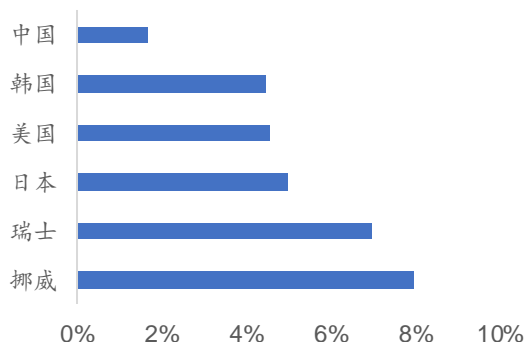
2) 比较危废产量占工业固废产量的比重。据 2017 年统计年鉴数据,2016 年我国工业固体废物产生量 31.46 亿吨,危废固废占比仅 1.70%。而美国环保署资料显示,2009-2013 年美国固废年产量约 7.5 亿吨,危废产量在 3500 万吨左右,挪威、瑞士、韩国占比分别为 8%、7%、4.5%。考虑到部分未纳入统计口径,若保守估计中国危废固废占比为 3%,则 2016 年危废真实产量为 9436.72 万吨,由此推算 2017 年危废产量可达 1.03 亿吨。

图 7: 工业危险废物产生量 (万吨)



资料来源: 国家统计局年鉴

图 8: 各国危废固废比



资料来源: 产业信息网

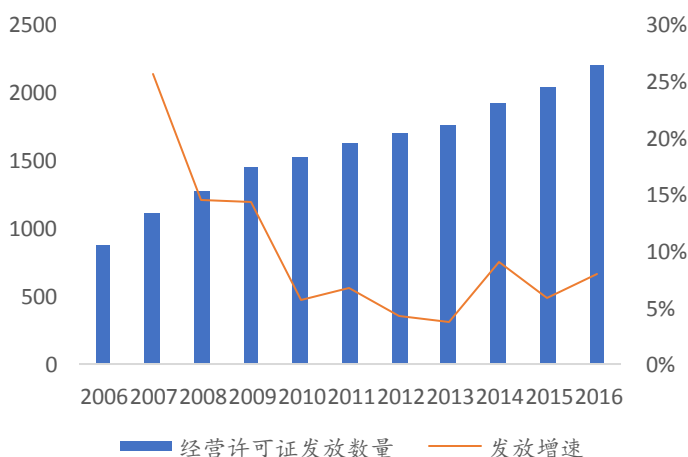
2.2. 行业进入壁垒高, 危废企业供给稀缺

传统危废处置行业拥有较高的行业壁垒, 主要包括: 资质壁垒、资金壁垒、技术壁垒。

在资质壁垒方面, 据 2017 年 12 月原环保部发布的《危险废物经营许可证管理办法 (修订草案) (征求意见稿)》, 从事危险废物收集、贮存、利用、处置经营活动的单位, 须领取危险废物经营许可证, 其中包括危险废物综合经营许可证、危险废物利用经营许可证和危险废物收集经营许可证。

2010 年, 危废经营许可证发放增速从 2009 年的 14.29% 大幅下滑至 5.59%, 此后, 发放增速一直徘徊在 5% 左右。为此, 自 2013 年以来, 原环保部将危废经营许可证审批下放到了省级和县级环保部门, 旨在加快许可证下发速度。但危废经营许可证从审批到获得资质并投入生产运营仍需等待较长时间, 且一些处理规模较小的危废处置装置不再发放资质, 焚烧、填埋等无害化处置装置的选址受土地资源限制, 危废行业整体准入门槛高。

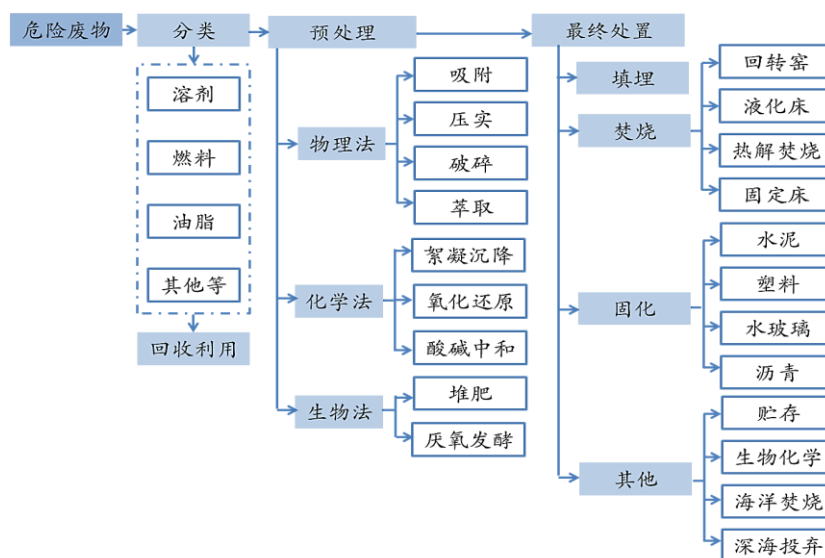
图 9: 危废经营许可证发放情况



资料来源: 全国大、中城市固体废物污染环境防治年报

在资金壁垒方面，危废处理项目通常在初期需要大量的固定资产投资，与土地价格、危废处置规模有关。据智研咨询数据显示，总容量为 30 万吨的填埋处置设施通常需要约 1 亿元的投资规模，10 万吨的危废焚烧处置设施投资需要超过 4 亿元的投资规模。

图 10：危废处理流程



资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

在技术壁垒方面，危险废物处理处置技术路线大致分为分类、预处理、最终处置等三个核心环节。危废预处理主要包括物理法、化学法、生物法等核心技术。危废最终处置技术有填埋、焚烧、固化、贮存、海洋焚烧、深海投弃等。2001 年出台的《危险废物污染防治技术政策》、2012 年出台的《危险废物收集、贮存、运输技术规范》以及各项污染防治标准规范都具体对贮存设施、焚烧处置、安全填埋处置、特殊危险废物污染防治以及危险废物处理处置相关的技术和设备做出规定。

经过资质、资金、技术三道壁垒的重重筛选，一大批企业被排出门外，所剩企业零星可点。据环境保护部固废中心，2015 年全国共调查统计危险废物集中处理（置）厂（场）866 座，比 2014 年仅增加 7 座，全年处置危险废物共 509.8 万吨，市场对危废处置设施的建设表现出迫切且强烈的需求。

2.3. 政策+监管双驱动，危废处理迎发展良机

近年来国家环境政策频出。一方面，环境监管趋严，倒逼产废企业规范危废处置，扩大市场需求。2013 年 6 月两高发布的《关于办理环境污染刑事案件适用于若干问题的解释》将“非法排放、倾倒危废三吨以上的”行为判定为刑法中严重的污染环境罪。《国家危险废物名录（2016 版）》新增 117 种危险废物，原分类调整为 46 大类别 479 种，与两高司法解释接轨，对危险废物实施精细化管理。2016-2017 年间，中央开展环保督查行动，对产废企业中存在的危废环境违法犯罪行为严厉打击，短短两年时间基本实现全国覆盖。而排查行动仍未止步，2018 年 5 月 9 日，生态环境部启动“清废行动 2018”，对长江经济带 11 个省（市）、1400 多个固体废物堆存点位的固体废物倾倒情况进行现场核查督导，并在 5 月 22 日将这一行动扩展至全国范围，定位上升至“政治站位”高度，规模之大，力度之大，都充分表明政府对危废非法倾倒行为的零容忍态度。

表 1：“清废行动 2018”问题清单

省份	问题数量	问题所涉领域	问题数量
上海	35	建筑垃圾	339
江苏	187	一般工业固废	253
浙江	17	生活垃圾	164
安徽	88	危险废物	58
江西	336	以建筑垃圾和生活垃圾为主的混合类	345
湖北	386	砂石、渣土等其他类	149
湖南	69		
重庆	33		
四川	60		
贵州	65		
云南	32		

资料来源：生态环境部

表 2：部分危废相关挂牌督办问题列示

省份	地市	存在问题
湖南	株洲	湖南株洲茶陵县虎踞镇银湖村湘东皮革厂厂区内，露天堆放含铬污泥 80 吨，无“三防”措施；收集池中尚存有含铬废水 500 立方米
贵州	遵义	贵州省遵义市务川县大坪街道三坑村，在原国营汞矿 1020 洞东面已闭库的渣场上方，存在一处堆存量约为 300 吨的废弃冶炼汞矿废渣。该汞矿渣呈微红色，废渣从 1020 洞口处山坡顶端顺沿至下方渣场，呈斜方梯型状堆存，共 4 堆。经下雨和地表径流冲刷，汞废渣及其渗液会沿着山坡流入山底（又名老虎沟）的朱砂溪中，汇入洪渡河和乌江，进而流入长江，对水体水质带来安全隐患
江苏	扬州	仪征市中国石化仪征化纤有限责任公司芳纶实验车间内存放有约 200 桶聚合废渣，重约 6 吨，属危险废物，未按照国家环保法律法规要求存放危险废物
湖北	荆门	东宝区阳光一路南侧荆化石膏矿旧址内发现一处危险废物非法倾倒点（距离竹皮河直线距离约 500 米），约 30 吨油泥及含油抹布等危险废物露天堆放
湖南	常德	武陵区火车站北侧、X043 道东侧空地。澧县王家厂镇双庆村澧县嘉峰锌业有限公司现场检查时，发现该公司将污水处理环节产生的污泥等危险废物与生产原料（碱片、氧化锌）存放在同一场所；厂区内护坡回填物疑似含有中浸工艺环节产生的铅泥
湖北	潜江	潜江经济开发区章华北路，潜江方圆钛白有限公司总量约 1000 吨工业固废和危险废物混合堆放，包括包装袋、废弃油桶、石棉等

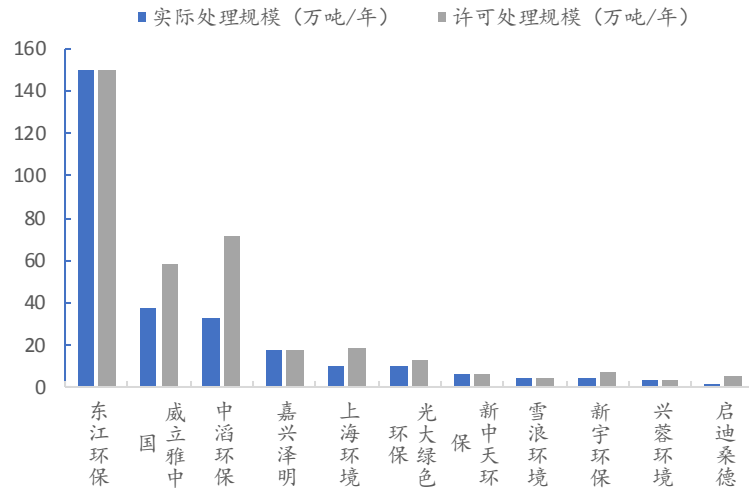
资料来源：生态环境部

2.4. 市场格局分散，地区差异明显，行业布局正处关键时点

据 E20 环境平台发布的“2016 年度中国危废企业实际处理规模”榜单，东江环保年实际处理规模和核准处理规模均排危废企业第一，紧随其后的有威立雅中国、中滔环保、嘉兴泽明环境、上海环境等。榜单中前十企业 2016 年合计实际处理 277.1 万吨危险废物，占原环保部公布的全国资质企业实际处理总规模（1629 万吨）的 17%，然而仔细观察前十企业，我们可发现，核准规模 20 万吨/年以上的仅东江环保、威立雅中国和中滔环保三家，行业内大部分企业处理规模并不高。

以颁发经营许可证最多的江苏省为例，江苏省环保厅 2018 年 1 月最新许可证颁发信息显示，核准规模 20 万吨/年以上企业仅 5 家，占比 1.31%，许可规模 5 万吨/年以下企业有 308 家，占比 80.84%。危废处置许可经营规模也并不能代表企业的真实处置量，因为很多危废处置企业没有危废填埋厂或者焚烧设施，只能对危废进行一定的预处理，从而造成危废处置能力远低于许可规模。由此可见，我国危废处置企业整体呈现规模小、资质少、处置能力弱等特点，进一步加剧了危废处置供给的稀缺。

图 11: 2016 年中国危废企业实际处理规模和许可处理规模



资料来源: E20 数据中心

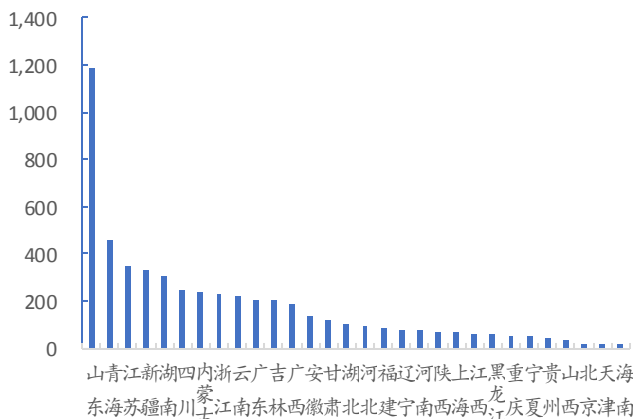
2017 年, 危废相关并购 23 起, 参与者涵盖传统危废处置企业、环保行业内的业务拓展者和其他非环保行业的外来者, 而其中超过 10 亿元的收购案仅 2 起, 15 起并购交易金额在 3 亿元以下, 超过六成, 这一方面表明“小而美”的优质标的备受青睐, 另一方面也从侧面印证当前行业“小而散”的竞争格局。

表 3: 江苏省危险废物经营许可证颁发情况

危废许可处理规模 (万吨/年)	许可证颁发数量	占比
5 以下	308	80.84%
5-10 (含 5)	43	11.29%
10-20 (含 10)	25	6.56%
20 及以上	5	1.31%
合计	381	100%

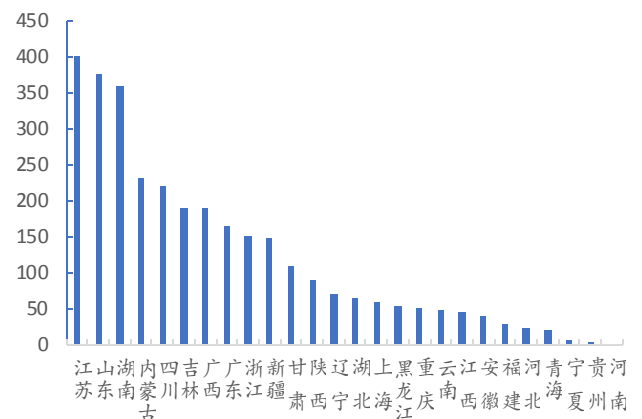
资料来源: 江苏省环保厅, 安信证券研究中心

图 12: 2016 年全国各省份危废产生量 (万吨)



资料来源: 国家统计局

图 13: 2016 年全国各省份危废核准经营规模 (万吨)

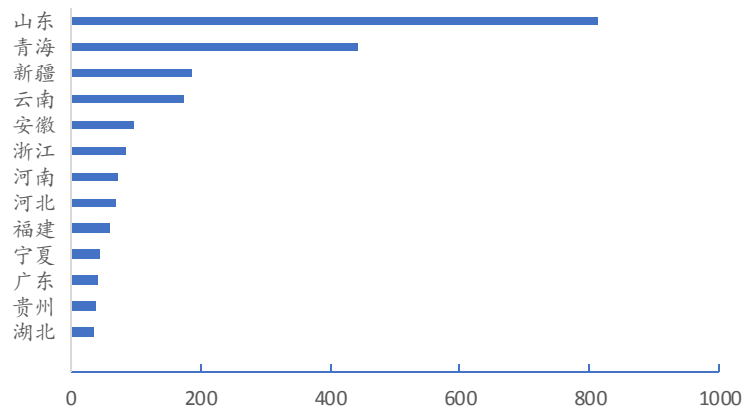


资料来源: 全国大、中城市固体废物污染环境防治公报

从危废产业地域分布来看，危废处置产业发展具有一定的地域性特征。据我们统计发现，目前全国各省份危险废物经营许可证量与排放量之间错配明显，资质、产能、需求不相适应。若跨省转移，需申请相应的危险废物运输许可，填写转移联单，经相关部门审批，整个流程复杂费时。产能错配导致难以有效化解危险废物的环境污染风险。

据国家统计局数据，2016年工业危废产生量最大的省份为山东省，排放量高达1188.28万吨/年，而山东省企业核准经营规模约375万吨/年，存在813万吨左右/年的缺口。产废量第二的青海年度危险废物产生量462.95万吨/年，核准规模仅20万吨左右/年。新疆、云南、安徽等省份紧随其后，资质缺口均在100万吨/年以上。

图 14：各省份危险废物经营资质缺口



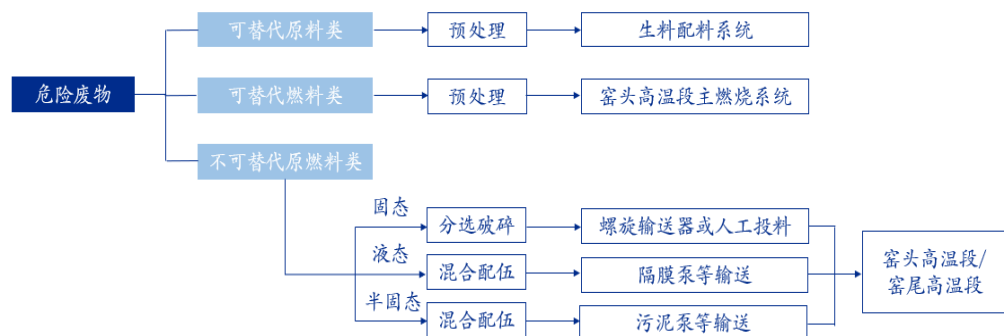
资料来源：安信证券研究中心

3. 精准选择赛道，“走轻资产的路，实现重资产的收益”

3.1. 水泥窑协同处置为危废处置重要技术路线之一

水泥窑协同处置是指在水泥生产过程中，将满足或经过预处理后满足入窑要求的固体废物投入水泥窑，在进行水泥熟料生产的同时实现对固体废物的无害化处置过程。

图 15：水泥窑处置危废工艺技术路线



资料来源：《水泥窑协同处置危险废物管理和技术进展研究》，安信证券研究中心

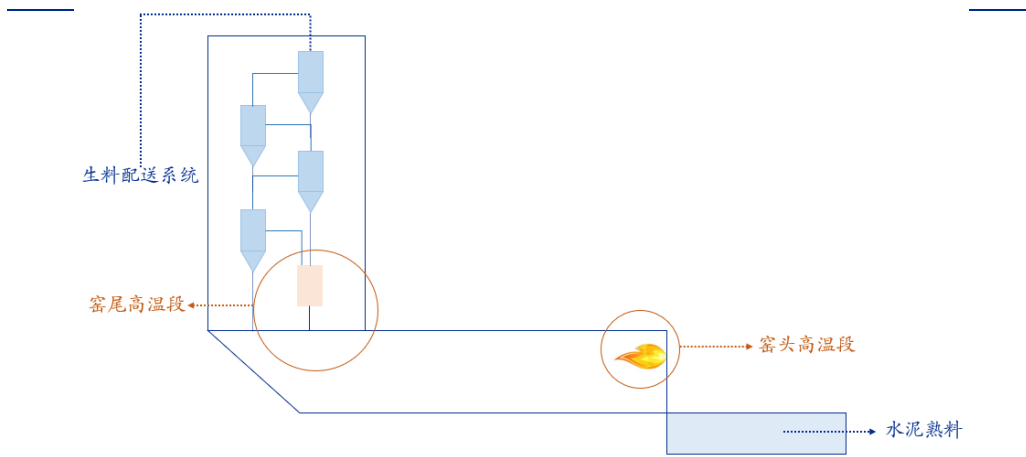
危废进入水泥窑之前需进行预处理，一般根据危废性质进行分类处理。热值高且稳定的危废作为水泥窑替代燃料；符合水泥原料成分且含量较高的作为可替代原料。对于不能作为替代燃料或原料的固态危废一般进行破碎分选，采用螺旋输送机或人工投料的方式入窑处理；半固态、液态危废主要在混合配伍后采用污泥泵、隔膜泵等直接泵送入水泥窑。

水泥窑协同处置投加位置包括窑头高温段、窑尾高温段或者生料配料系统，主要根据危

废的特性、进料装置的要求以及投加口的工况特点来确定。窑头高温段适合含水率低的液态物质及含高氯、高毒、难降解有机物质等危废；窑尾高温段适合含水率高、大块状等危废；生料配料系统对危废的要求相对较高，只能投加不含有机和挥发、半挥发性重金属的固态危废。

水泥窑协同处置危废的技术优势明显，包括处置温度高、焚烧空间大、停留时间长、处置规模大；同时，还可避免专业焚烧炉燃烧废气、废渣产生的二次污染问题；使废物中的重金属在高温下得到固化并稳定留存于熟料矿物中；危废可替代部分水泥生产所需的原料，实现资源再利用。

图 16：水泥窑协同处置危险废物常见投料点



资料来源：《水泥窑协同处置危险废物管理与技术进展研究》、安信证券研究中心

表 4：水泥窑协同处置工业危废具有的优点

处置温度高	水泥窑内物料烧成温度一般在 1450℃ 左右，而普通专用焚烧炉的最高温度为 1100℃ 左右。在焚烧温度较高的水泥回转窑中，危险废物中有机物的有害成分焚毁率可达 99.99% 以上，即使难以分解的稳定有机物也能完全分解
焚烧空间大	水泥窑的旋转筒体直径一般在 3.0~5.0 米、长度在 45~100 米，远高于普通专用焚烧炉。由此可见，水泥窑的焚烧空间大，不仅可以接受处理大量的危险废物，而且可以保持均匀、连续、稳定的焚烧环境。
停留时间长	水泥窑筒体长、斜度小、旋转速度低，危险废物在窑中高温下停留时间长，一般危险废物从窑尾到窑头总停留时间大于 30 分钟，气体停留时间大于 6 秒，焚烧彻底且有效地遏制了二噁英的产生
处置规模大	水泥窑具有较高的运转率，国内一般水泥企业的年运转率为 90% 左右。因此，水泥窑协同处置危险废物的规模大，从替代原料的角度考虑也有较大的提升空间

资料来源：《水泥窑协同处置危险废物管理与技术进展研究》、安信证券研究中心

3.2. 水泥窑协同处置具备轻资产特性

金圆股份借助其在水泥行业多年的沉淀和积累，首先选择通过“水泥窑协同处置危废”进入危废行业。而正是这样一种选择，促成了公司具备短期业绩快速提升的可能性，也同时具备长期业绩的稳定性。究其根本，这是因为水泥窑协同处置危废的投资回报率高的特性使其在危废处置这样一个重资产行业中具备“轻资产”运营的特性。

轻资产运营战略是指企业只进行少量的硬资产投资，通过输出管理、技术和品牌获取利润的商业模式。在环保行业中，轻资产模式企业通常以污染治理技术、设备、工程为主业。在其细分领域行业景气度向上周期中，轻资产模式企业易通过获取大量订单，在短期内实现业绩的快速增长，从而具备短期业绩快速提升的能力。而重资产模式企业通常以投资、建设、运营污染处置设施为主业，譬如污水处理厂、垃圾焚烧发电厂等。这一类企业在污染处置设施投入运营后，在很长的运营期内可以获得稳定收益。其业绩增长主要依赖污染处置设施产能利用率提升以及新产能的投放，因此对投资的依赖性较强，业绩通常呈现稳定增长的

趋势。

水泥窑协同处置危废项目的投资成本显著低于新建传统的危废焚烧项目，原因在于水泥窑协同处置危废项目无需建设专业焚烧炉，而专业焚烧炉在危废处置项目中的投资占比通常达 70% 以上。据测算，建设年危废处理量 1 万吨的专业焚烧炉需花费 4000 万元，而相同处理能力的水泥窑协同处置设备仅为其 1/4-1/5。水泥窑协同处置不需要天然气和汽油作燃料，能够减少变动成本，没有飞灰残渣的生成，减少了填埋成本，因此，水泥窑协同处置危废的运营成本也更低，水泥窑协同处置危废单位处置成本为 2000-2500 元/吨，对比专业焚烧炉为 3000-3500 元/吨。

根据海螺创业已经建成投运的陕西富平（10 万吨/年）和陕西乾县（6.36 万吨/年）两个水泥窑协同处置危废项目的运营数据来看，水泥窑协同处置危废具有极高的毛利率。2016 年和 2017 年，海螺创业水泥窑协同处置固废危废毛利率分别高达 77.4% 和 75.1%，考虑到其中混合处置固废，则可以推测若全部处置危废则毛利率将更高。

表 5：海螺创业水泥窑协同处置项目毛利率

	2016	2017
固废危废处置量（万吨）	7	10.9
收入（万元）	6200	11364
毛利（万元）	4800	8528
毛利率	77.4%	75.1%

资料来源：海螺创业年报，安信证券研究中心

水泥窑协同处置危废盈利能力强的特征使得企业可以用少量投资获取高额的回报，我们认为这种高回报的背后蕴含的是水泥行业的资源和水泥窑协同处置危废的技术积累，因而具备轻资产特性，使得公司的业绩存在短期快速提升的可能性。同时，水泥窑协同处置危废也是一种稳定运营资产，使得公司的业绩也兼具“重资产”模式的稳定性。

4. 跑马圈地硕果累累，步步为营全线推进

4.1. 水泥窑协同处置危废发展历程

我国水泥窑协同处置危废起步于 20 世纪 90 年代，由上海万安水泥厂首创，1995 年北京水泥厂建成第一条水泥窑处置危废示范生产线。在 1995-2014 的 20 年间，我国仅有 16 家水泥企业取得危废处置经营许可证，年处置危险废物 52.6 万吨。

根据协同处置规模、运行状况和废物处置种类划分，除北京水泥、华新水泥（武穴）和河北金隅红树林等 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外，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，协同处置危废燃料替代率更是接近于零，远低于欧美等发达国家水平。

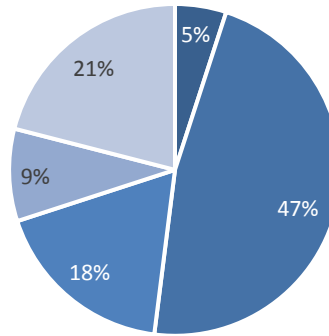
我国水泥企业发展缓慢主要是因为过去水泥需求旺盛，水泥企业效益好，进入协同处置的内动力不足；协同处置技术尚不成熟；缺乏相关政策措施支持和标准规范引导，水泥企业跨界经营存在一定风险和不确定性。

随着 2013 年“两高”司法解释对危废入刑的规定出台，以及国家对环保的重视程度迅速提升，水泥窑协同处置危废也随之进入快速发展期。国家对于水泥窑协同处置的扶持明显，15 年 5 月工信部、环保部等六部委联合发布《关于开展水泥窑协同处置生活垃圾试点工作的通知》。2016 年上半年公示 8 项水泥窑协同处置固体废物试点示范项目名单；环保部 16 年 12 月发布《水泥窑协同处置固体废物污染防治技术政策》，从源头控制、清洁生产、末端治理、二次污染防治以及鼓励研发新技术等方面提供技术性的指导，引导水泥窑协同处置发展。2017 年，国家颁布《水泥窑协同处置危险废物经营许可证审查指南（试行）》，在技术人员、危险废物运输、厂区、水泥窑、储存、预处理、厂内输送、投加、协同处置危险废物的类别

和规模等 13 个方面做出评审，据此确定资质认证名额。相关政策的陆续出台也为水泥窑协同处置的快速发展奠定基础。

图 17：我国水泥窑协同处置危险废物种类

■ 焚烧飞灰 ■ 含氟废渣 ■ 铬渣 ■ 电镀污泥 ■ 其他危险废物



资料来源：我国水泥窑协同处置现状剖析和发展建议、安信证券研究中心

4.2. 适合水泥窑协同的生产线有限，跑马圈地硕果累累

水泥窑协同处置危废需满足一定条件，协同处置危废需要水泥窑持续开工生产；项目建设必须与城市规划相符，不能靠近居民区、水源地；窑型 2000t/d 以上才可以处置危废，因此适合水泥窑协同处置危废的水泥生产线数量有限。根据中国水泥研究院研究结果显示，目前全国水泥干法生产线 1769 条，预计可供改造的水泥生产线约 150 条，按每条 7 万吨/年的平均处置规模计算，水泥窑协同处置潜在产能约 1000 万吨/年。

表 6：截至 2018 年 2 月我国具有水泥窑协同处置资质企业明细

省	企业名称	许可证	经营规模 (万吨)
浙江	湖州南方水泥有限公司	浙危废经第 201 号	4
浙江	浙江红狮环保科技有限公司	浙危废经第 142 号	13
浙江	宁波科环新型建材股份有限公司	浙危废经第 28 号	10
浙江	富阳胥口南方水泥有限公司	浙危废经第 207 号	18
浙江	富山山亚南方水泥有限公司	浙危废经第 207 号	
浙江	杭州富阳南方水泥有限公司	浙危废经第 133 号	8
浙江	安吉南方水泥有限公司	浙危废经第 261 号	6
北京	北京金隅红树林环保技术有限公司	D11000018	10
北京	北京市琉璃河水泥有限公司	D11000019	1
福建	三明金牛水泥有限公司	F04030054	1
福建	大田红狮环保科技有限公司	F04250053	3
福建	福建春驰集团新丰水泥有限公司	F08020059	5
陕西	西安蓝田尧柏水泥有限公司	HW6101220001	9
陕西	宝鸡众喜凤凰山水泥有限公司	HW6103230001	4
陕西	乾县海螺水泥有限责任公司	HW6104240001	10
陕西	礼泉海螺水泥有限责任公司	HW6104250007	20
陕西	尧柏特种水泥集团有限公司蒲城分公司	HW6105260001	11
陕西	陕西实丰水泥有限公司	HW6105280001	7
陕西	陕西富平水泥有限公司	HW6105280002	9
陕西	西安尧柏环保科技工程有限公司	HW6105280003	10

辽宁	大连东泰产业废弃物处理有限公司	LN2102130024	8
河北	承德金隅水泥有限公司	冀危许 201707 号	3
河北	曲阳金隅水泥有限公司	冀危许 201701 号	3
河北	逐鹿金隅水泥有限公司	冀危许 201506 号	2
河北	宣化金隅水泥有限公司	冀危许 201609 号	1
吉林	吉林亚泰水泥有限公司	2201120066	2
吉林	冀东水泥永吉有限责任公司	2202210102	6
山西	广灵金隅水泥有限公司	HW1402230029	3
山西	陵川金隅水泥有限公司	HW1405240031	3
山西	威顿水泥集团有限责任公司	HW1408250039	3
河南	河南锦荣水泥有限公司	豫环许可危废字 04 号	12
河南	天瑞集团汝州水泥有限公司	豫环许可危废字 85 号	15
云南	会泽滇北工贸有限公司	Y5303260066	5
云南	云南壮山实业股份有限公司	Y5326010082	4
广西	武鸣红狮环保科技有限公司	GXNN2017005	10
内蒙	巴彦淖尔静脉产业园工薪技术环保有限公司	1508230059	5
江苏	溧阳中材环保有限公司	JS048100I546	1
重庆	重庆华新地维水泥有限公司	渝环办 (2017) 134 号	1
重庆	丰都县东方新希望重庆水泥有限公司	渝环办 (2017) 103 号	1
青海	格尔木弘扬环保科技有限公司	6328010018	10
安徽	芜湖海创海创环保科技有限公司	340222002	6
江西	江西省九江市星子县水泥厂	赣环危废证字 022 号	1
江西	江西新金叶实业有限公司	赣环危废证字 039 号	24
合计			277

资料来源：中国水泥网、中国水泥研究院

在有限的市场中，跑马圈地尤为关键。根据中国水泥网统计，截止 2018 年 2 月 12 日，具有水泥窑协同处置危废经营许可证的水泥企业有 42 家，核准处置规模 277 万吨。从涉及的水泥窑协同处置危废企业来看，半数以上为民营企业，国企占 40%。从参与方式来看，其中 2/3 为自建模式，1/3 的企业与第三方合作。水泥窑协同处置危废逐渐进入一个高速发展期，目前环评和在建的项目达 357 万吨，是现有核准经营能力的两倍，未来两年全部投产后形成 526 万吨/年的能力。

在这一轮水泥窑协同处置危废的跑马圈地过程中，红狮、海创、冀东金隅等企业储备项目较多，而金圆股份同样斩获颇丰。据公司公告数据整理，公司在手水泥窑协同处置危废项目共 21 个，合计危险废物产能 205.3 万吨。其中格尔木宏扬项目已经建成投产，三明南方、徐州鸿誉项目正在建设中，另有多个项目正在积极推进当中。

5. 从水泥窑协同处置向传统危废延伸，剑指危废行业龙头

5.1. 依托格尔木熟料生产线，水泥窑协同处置危废顺利起航

公司作为青海区域的水泥龙头，在推进水泥窑协同处置危废方面具备天然优势。公司 4 条水泥生产线中有 3 条位于青海，其中，宏扬水泥旗下在梅西州格尔木拥有一条日产 4000 吨熟料新型干法水泥生产线。

2016 年，青海的危废处置利用率仅为 8.30%，市场空间广阔。按国家统计局数据，2016 年青海省共产生 462.05 万吨工业危废，其中综合利用量仅 32.65 万吨，处置量仅 5.69 万吨。根据《青海省固体废物污染防治“十三五”规划（征求意见稿）》的预测，2020 年青海省工业危废产量将达到 700.13 万吨，2016-2020 年产量复合年增速达 10.95%，处置能力缺口将进一步扩大。官方统计口径之外，还存在巨大的处置利用能力需求。与青海省危险废物产量

规模不相适应的是其危险废物处置能力严重不足。截至 2016 年底，全省共核发危险废物经营许可证 16 份，核准经营规模仅 54.82 万吨/年，资质缺口位居全国首位，而全省实际利用及处置规模更是不足 15 万吨/年。

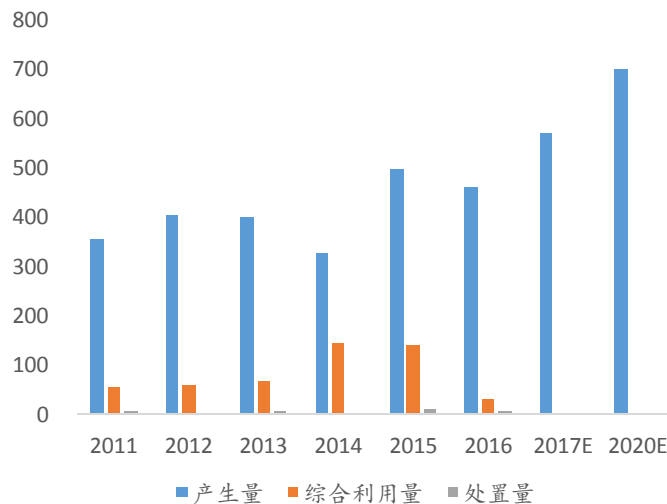
在核准危废经营规模难以扩张的情况下，要想短期补齐巨大的危废处置能力缺口，就得充分利用体量巨大的水泥窑协同处置能力。

表 7：公司青海地区水泥生产线

序号	子公司名称	生产线及产能	地点
1	青海互助金圆	3200t/d	海东
2	青海互助金圆	3000t/d	海东
3	青海宏扬水泥	4000t/d	格尔木

资料来源：青海省经信委，安信证券研究中心

图 18：青海省工业危废历年综合利用、处置和产生量（万吨）



资料来源：《青海省固体废物污染防治“十三五”规划》（征求意见稿），中国统计年鉴

格尔木宏扬环保公司成立于 2015 年，着力推进水泥窑协同处置工业废弃物项目。据《2015 年青海省环境状况公报》，格尔木市所在的海西州 2015 年危险废物产生量高 456.7 万吨，占青海全省危险废物总产量的 91.49%，危废处置原材料来源充足，盈利空间巨大。目前，公司处置范围涵盖 38 大类（占 2016 年新版国家危废名录 46 大类危废种类的 80% 以上），426 小类危险废物。通过对现有 4000t/d 熟料产线进行改造，公司危废处置核准规模已达 10 万吨/年，是青海省规模最大、处置资质最齐全的危废无害化项目。

经过 1 年左右建设期，格尔木项目已于 2017 年 7 月顺利投产运营，2017 年累计实现营业收入 4056.85 万元，净利润 976.28 万元，净利率达 24.07%，公司成功进入水泥窑协同处置危废领域。

5.2. 并购江西新金叶，外延切入传统危险废物治理行业

在外延并购方面，公司通过非公开发行股票收购成熟企业江西新金叶 58% 的股权，快速进入固废治理行业，加快了双主业发展战略的进程。

江西新金叶成立于 2007 年，原来主要经营再生金属资源化回收与销售业务。由于再生金属资源回收门槛低、价格透明度高，导致议价空间小、利润薄，公司在 2015 年开始将业务重点向危废处置倾斜。目前公司可经营 7 种危险废物，核准规模 23.6 万吨/年，为江西省单证核准经营规模最大的企业。

经过多年的积累，新金叶已经具有较深的行业积淀。目前，新金叶已掌握有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、生产废水资源化回收及回用技术等多项行业内核心技术，并与江西理工大学、中科院过程工程研究所、中南大学在内的高校及科研院所开展产学研合，为技术储备提供保障。

根据收购业绩中的业绩承诺，新金叶在 2016 年度、2017 年度和 2018 年度的累计净利润不低于 3.233 亿元人民币，即每年平均实现约 1.08 亿元的净利润。2017 年 8-12 月间，江西新金叶实现营业收入 25.12 亿元，净利润 1.16 亿元，超额完成 2017 年度承诺业绩。

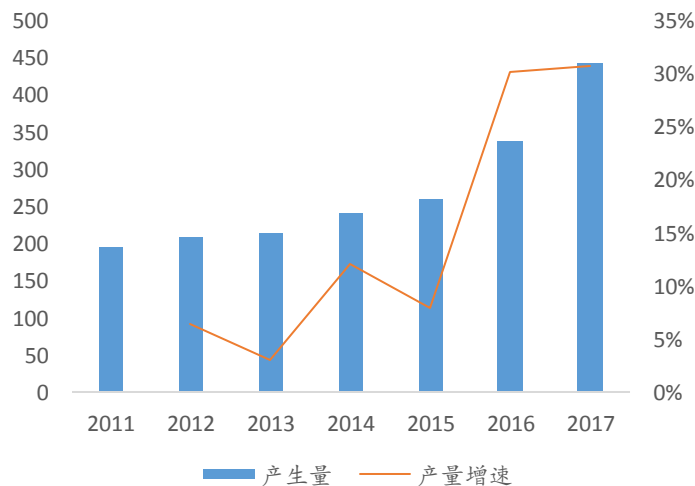
5.3. 开发灌南金圆、江苏金圆，初步实现“一省一中心”

灌南金圆成立于 2016 年，旨在执行“3 万吨/年危险固废处置项目”，该项目采用“回转窑+余热利用装置+烟气净化系统”的工艺焚烧危险废物，配置 70t/d、35t/d 回转窑各一套，属于传统危废焚烧项目。2017 年底，灌南金圆完成项目建设并顺利验收，2017 年累计实现营业收入 863.40 万元，净利润 462.50 万元，净利率高达 53.57%。

江苏金圆成立于 2015 年，主要是为了执行“含铜污泥及金属表面处理污泥综合利用项目”，该项目主要处置含铜污泥及金属表面污泥，一期项目可年处置危险废物 7.8 万吨，回收铜制品 6951 吨。

灌南金圆和江苏金圆两项目均位于产废大省江苏，结合已取得环评批复、正待建设的徐州鸿誉水泥窑协同处置危废项目，江苏省基本实现了公司“一省一中心”的布局，即在省份内形成水泥窑协同处置、资源化综合利用项目和综合处置中心较为完整的产业布局。未来，公司将以江苏省项目建设为模板，在全国范围内开展以省为单位的“三化并举”战略布局。

图 19：江苏省危险废物产量（万吨）



资料来源：江苏省环境状况公报，安信证券研究中心

5.4. 内生外延双线推进，在手危废处置规模加速扩张

2017 年以来，公司加快并购节奏，9 起并购总金额 3.77 亿元。从 2018 年年初至今，公司已收购埤源环保 51%、祥城环保 50%、东园深蓝 65%和天汇隆源 60%的公司股份。此外，公司与中建材等第三方公司的合作项目推进顺利，与南方水泥合作的共 8 个项目中，三明南方已拿到环评批复并顺利开工，抚州和桂林南方已取得政府备案。

截至 2018 年 5 月，公司持有的建成、在建和待建危废处置产线共计 27 条，其中，水泥窑协同处置项目 21 个，综合处置项目和资源综合利用项目各 3 个，潜在危废处置产能 269.7 万吨/年，产业布局涵盖 15 个省份。

表 8：2017 年起公司危废相关并购案

首次披露日	交易标的	股权转让比例	交易价格（万）
2017/8/31	富强金属	31%	6200
2017/11/8	众思润禾	40%	1200
2017/11/8	天源达	51%	1045.5
2017/12/21	青海博友	20%	3000
2017/12/21	灌南金圆	6.25%	2812.5
2018/1/23	埠源环保	51%	12730
2018/2/10	祥城环保	50%	3000
2018/3/1	东园深蓝	65%	7670
2018/5/3	天汇隆源	60%	0.0001

资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 9：金圆股份水泥窑协同处置危废项目明细

危废处置类型	项目公司	省份	危废产能（万吨/年）	持股比例	建设类型	项目进展
水泥窑协同处置	格尔木宏扬	青海	10	91.58%	自批自建	已投产
	三明南方	福建	10	100.00%	项目合作	规划建设中
	徐州鸿誉	江苏	10	26.01%	项目合作	申请危废许可证
	天汇隆源	辽宁	10	60.00%	项目合作	已取得环评批复
	四川天源达	四川	10	51.00%	项目合作	已取得环评批复
	邵阳为百	湖南	10	90.00%	项目合作	已取得环评批复
	安康金圆	陕西	5	100.00%	项目合作	通过专家评审会
	河源金圆	广东	7.6	56.00%	自批自建	通过专家评审会
	抚州南方	江西	10	100.00%	项目合作	等待召开专家评审会
	桂林南方	广西	10	100.00%	项目合作	等待召开专家评审会
	互助金圆	青海	10	100.00%	自批自建	已立项
	库伦旗金圆	内蒙古	5	100.00%	项目合作	通过专家评审会
	海城华瑞	辽宁	3	75.00%	项目合作	项目备案
	埠源环保	重庆	12.7	51.00%	项目合作	2.7 万吨完成股权变更 10 万吨环评报批中
	众思润禾	重庆	27	40.00%	项目合作	项目备案
	常德南方	湖南	10	100.00%	项目合作	成立项目公司
	吉安南方	江西	10	100.00%	项目合作	成立项目公司
	宜春南方	江西	10	100.00%	项目合作	成立项目公司
	江山南方	浙江	10	100.00%	项目合作	成立项目公司
	新街南方	江苏	10	100.00%	项目合作	成立项目公司
竹溪金圆	湖北	5	100.00%	项目合作	成立项目公司	
综合处置	灌南金圆	江苏	3	100.00%	自批自建	已投产
	济宁祥城	山东	7	50.00%	项目合作	已取得环评批复
	潜江东园	湖北	8	100.00%	项目合作	已取得环评批复
资源综合利用	金圆新材	江苏	7.8	51.00%	自批自建	建设中
	林西富强	内蒙古	15	20.00%	项目合作	申请危废许可证
	江西新金叶	江西	23.6	58.00%		已投产

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 20: 在手危废项目覆盖 15 个省份



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

6. 投资建议

经过近年来的布局，金圆股份转型危废的蓝图已经逐渐清晰，在水泥窑协同处置危废项目的跑马圈地过程中硕果累累，积累了大量潜在项目资源。由于水泥窑协同处置危废项目具有“轻资产”的特性，投资回报率极高，一旦项目逐步落地，公司业绩将具有非常大的弹性，并且危废项目为运营类项目，长期来看，公司业绩也将具备很强的稳定性。当前时间点看，公司的布局使得未来业绩“攻守兼备”，具有极高的投资性价比。

公司 EPS 分别为 0.74 元、1.15 元和 1.91 元，对应 PE 分别为 14.7X、9.4X 和 5.7X，给予增持-A 评级，6 个月目标价 12 元。

7. 风险提示

危废项目建设推进不及预期，融资收紧。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,164.1	5,073.4	9,890.6	11,008.2	12,495.2	成长性					
减:营业成本	1,364.3	4,131.5	8,446.1	9,200.6	9,948.5	营业收入增长率	16.0%	134.4%	95.0%	11.3%	13.5%
营业税费	13.4	32.1	61.0	68.6	78.0	营业利润增长率	21.9%	23.3%	57.1%	55.6%	68.7%
销售费用	160.1	144.2	201.9	202.7	230.1	净利润增长率	15.6%	14.8%	50.3%	56.0%	65.8%
管理费用	113.1	161.7	236.1	240.8	273.3	EBITDA 增长率	15.8%	17.1%	48.5%	32.1%	45.8%
财务费用	97.6	145.6	191.8	145.9	44.5	EBIT 增长率	22.6%	14.2%	70.2%	39.2%	53.1%
资产减值损失	36.8	31.3	26.3	21.3	16.3	NOPLAT 增长率	16.8%	33.3%	51.1%	39.2%	53.1%
加:公允价值变动收益	2.5	20.4	-1.4	-1.7	1.6	投资资本增长率	10.7%	56.2%	6.9%	-9.6%	9.7%
投资和汇兑收益	0.1	-46.0	13.0	23.0	33.0	净资产增长率	16.6%	66.0%	10.6%	13.2%	24.3%
营业利润	381.5	470.5	738.9	1,149.5	1,939.1	利润率					
加:营业外净收支	36.4	23.9	33.2	31.2	29.4	毛利率	37.0%	18.6%	14.6%	16.4%	20.4%
利润总额	417.9	494.3	772.1	1,180.7	1,968.5	营业利润率	17.6%	9.3%	7.5%	10.4%	15.5%
减:所得税	90.0	92.4	144.3	220.7	367.9	净利润率	14.1%	6.9%	5.3%	7.5%	10.9%
净利润	305.5	350.8	527.4	822.7	1,363.9	EBITDA/营业收入	30.2%	15.1%	11.5%	13.6%	17.5%
						EBIT/营业收入	22.1%	10.8%	9.4%	11.8%	15.9%
资产负债表						运营效率					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	437	219	119	100	83
货币资金	406.0	609.0	1,186.9	880.7	999.6	流动营业资本周转天数	38	39	37	37	38
交易性金融资产	-	-	3.8	1.3	1.7	流动资产周转天数	274	181	159	159	149
应收账款	1,053.8	1,050.0	2,501.8	1,451.3	3,035.8	应收账款周转天数	162	75	65	65	65
应收票据	7.3	28.7	41.6	36.7	52.1	存货周转天数	37	56	50	49	47
预付账款	36.0	137.8	217.4	169.5	248.9	总资产周转天数	790	465	326	300	268
存货	245.1	1,332.1	1,423.0	1,578.2	1,666.9	投资资本周转天数	495	284	184	163	143
其他流动资产	109.7	93.5	105.4	102.8	100.6	投资回报率					
可供出售金融资产	10.7	51.0	30.0	30.6	37.2	ROE	14.1%	10.3%	14.2%	19.9%	26.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.4%	5.0%	6.3%	11.4%	15.8%
长期股权投资	37.2	37.5	37.5	37.5	37.5	ROIC	13.3%	16.0%	15.5%	20.2%	34.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	2,826.7	3,351.4	3,164.2	2,977.0	2,789.8	销售费用率	7.4%	2.8%	2.0%	1.8%	1.8%
在建工程	98.0	347.3	347.3	347.3	347.3	管理费用率	5.2%	3.2%	2.4%	2.2%	2.2%
无形资产	122.4	270.5	250.8	231.1	211.4	财务费用率	4.5%	2.9%	1.9%	1.3%	0.4%
其他非流动资产	167.3	681.8	590.4	597.8	601.4	三费/营业收入	17.1%	8.9%	6.4%	5.4%	4.4%
资产总额	5,120.0	7,990.5	9,900.1	8,441.8	10,130.2	偿债能力					
短期债务	704.3	1,063.9	1,569.3	770.5	166.4	资产负债率	54.5%	51.6%	56.8%	42.7%	40.6%
应付账款	653.4	1,134.4	2,051.3	1,419.0	2,333.4	负债权益比	119.7%	106.7%	131.5%	74.4%	68.4%
应付票据	50.0	451.2	573.4	542.7	664.1	流动比率	0.95	1.03	1.15	1.28	1.61
其他流动负债	557.3	518.2	564.9	553.6	635.9	速动比率	0.82	0.61	0.85	0.80	1.17
长期借款	507.5	597.8	595.5	-	-	利息保障倍数	4.91	3.76	4.85	8.88	44.60
其他非流动负债	317.5	358.5	269.8	315.3	314.5	分红指标					
负债总额	2,790.0	4,124.0	5,624.2	3,601.1	4,114.3	DPS(元)	0.42	0.05	0.26	0.55	0.60
少数股东权益	162.8	469.3	564.6	699.6	931.1	分红比率	97.4%	10.2%	35.9%	47.8%	31.3%
股本	595.2	714.6	714.6	714.6	714.6	股息收益率	3.8%	0.5%	2.4%	5.1%	5.5%
留存收益	1,574.8	2,679.4	2,996.6	3,426.4	4,370.2						
股东权益	2,330.0	3,866.6	4,275.8	4,840.7	6,015.9						

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2016	2017	2018E	2019E	2020E	
净利润	327.8	401.9	527.4	822.7	1,363.9	EPS(元)	0.43	0.49	0.74	1.15	1.91
加:折旧和摊销	183.3	229.2	206.9	206.9	206.9	BVPS(元)	3.03	4.75	5.19	5.79	7.12
资产减值准备	36.8	31.3	-	-	-	PE(X)	25.4	22.1	14.7	9.4	5.7
公允价值变动损失	-2.5	-20.4	-1.4	-1.7	1.6	PB(X)	3.6	2.3	2.1	1.9	1.5
财务费用	98.3	145.7	191.8	145.9	44.5	P/FCF	40.2	-9.4	13.2	-180.6	24.4
投资损失	-0.1	46.0	-13.0	-23.0	-33.0	P/S	3.6	1.5	0.8	0.7	0.6
少数股东损益	22.3	51.1	100.4	137.3	236.7	EV/EBITDA	11.8	18.6	8.1	5.5	3.6
营运资金的变动	-253.3	-792.9	-458.4	293.5	-671.5	CAGR(%)	43.1%	58.5%	29.3%	43.1%	58.5%
经营活动产生现金流量	-24.1	293.9	553.7	1,581.7	1,149.1	PEG	0.6	0.4	0.5	0.2	0.1
投资活动产生现金流量	-238.5	-1,163.4	26.4	27.5	25.5	ROIC/WACC	1.3	1.6	1.6	2.0	3.4
融资活动产生现金流量	487.2	891.8	-2.2	-1,915.4	-1,055.6	REP	1.8	1.8	1.1	0.9	0.4

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、周喆声明，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。

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	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@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