

润邦股份(002483.SZ)增持 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 4.82 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	9.42
已上市流通 A 股(亿股)	6.71
总市值(亿元)	45.42
年内股价最高最低(元)	5.44/4.37
沪深 300 指数	4506
中小板综	12030

拓展危废处理，双轮驱动打造价值新高地

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,961	2,314	2,897	3,351	3,663
营业收入增长率	6.38%	18.02%	25.22%	15.67%	9.30%
归母净利(百万元)	81	150	253	312	362
归母净利增长率	-23.20%	84.20%	68.79%	23.20%	15.96%
摊薄每股收益(元)	0.121	0.223	0.269	0.331	0.384
每股经营性现金流净额	0.05	0.52	0.44	0.37	0.45
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.23%	5.72%	6.58%	7.50%	8.00%
P/E	30.15	19.01	17.94	14.56	12.56
P/B	0.97	1.09	1.18	1.09	1.01

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **战略转型双主业，2019 年业绩增长 114.26%。**公司主营业务为集物料搬运装备、船舶配套装备和海洋工程装备为一体的高端装备业务，2016 年开始，公司环保业务开始贡献营收且快速增长，公司成功转型双主业驱动。受益于高端装备业务同比增长，公司经营性活动产生的现金流逐渐改善。据 2019 年业绩快报，公司实现归母净利 1.40 亿元，同比大幅增长 114.26%。
- **以国际市场为导向，高端装备业务景气度回升。**高端装备业务中，公司物料搬运装备营收占比在 60%-85%间波动，且公司在物料搬运装备领域已具有较强的技术和品牌优势，拥有省级“特种起重装备工程研究中心”。此外公司积极布局国际高端装备市场，拓展一带一路加大国际网络布局，打造国际化品牌 KOCH 和 GENMA，公司陆续获得新订单。受益于国内风电行业“抢装潮”，海上风电产业的快速发展，有望带动形成总规模达到万亿元的海洋高端装备制造产业链，公司具备每年提供 10 万吨海洋风电单桩构件的产能规模，有望借助政策的东风，不断获得订单并贡献营收。
- **增发收购危废龙头中油环保，战略拓展危废行业。**公司于 2020 年 3 月以 3.67 元/股的价格发行股票 2.7 亿股购买危废龙头中油环保剩余 73.36%股权，至此公司 100%控股中油环保，中油承诺 2019-2022 年的归母净利分别不低于 1.3/1.6/1.9/2.18 亿元。2019 年中油环保全年实现 1.36 亿元归母净利润，成功完成首年业绩对赌。新冠病毒疫情爆发后，医废处置需求明显提升，中油环保在手医废处置产能 34255 吨/年，另有医废处置在建项目 5300 吨/年，我们认为公司将率先受益于行业景气度提升。

投资建议

- 我们预测公司 2020~2022 年实现归母净利 2.53、3.12 和 3.62 亿元，EPS0.27、0.33 和 0.38 元，对应现股价（2020 年 7 月 24 日收盘价 4.82 元）PE 分别为 18、15 和 13 倍。根据可比公司整体估值法和分部估值法，公司 2020、2021 年 PE 值略高于行业平均，考虑到公司环保业务的快速增长且医废处置业务正处于疫情催化，给予 2020 年 20 倍 PE 估值，对应股价 5.4 元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险

- 订单合同履约风险，高端装备行业景气度下降风险、股权质押率较高风险等

牛波

 分析师 SAC 执业编号: S1130520060001
niubo@gjzq.com.cn

内容目录

一、战略转型双主业，2019 年业绩增长 114.26%.....	4
1.1 环保与高端装备双轮驱动，控股股东稳定.....	4
1.2 全年业绩翻倍高增，现金流状况大幅好转.....	5
二、以国际市场为导向，高端装备业务景气度回升.....	6
2.1 国际布局进展顺利，海外业绩逐步释放.....	6
2.2 风电设备政策陆续出台，高端装备行业景气度回升.....	7
三、增发收购中油环保，战略拓展危废行业.....	8
3.1 相关政策陆续出台，危废行业迸发式增长.....	8
3.2 增发收购危废龙头，业绩稳步提升.....	11
3.3 疫情推动医废处置市场释放，公司迎来二次腾飞.....	12
四、盈利预测与投资建议.....	16
4.1 盈利预测.....	16
4.2 投资建议及估值.....	16
五、风险提示.....	17

图表目录

图表 1：润邦股份前五大股东（2020 年 03 月 31 日）.....	4
图表 2：2019 各业务营收及占比（亿元）.....	4
图表 3：公司分产品营收构成（亿元）.....	5
图表 4：公司分行业营收构成（亿元）.....	5
图表 5：高端装备制造业销售额有所回升.....	5
图表 6：环保业营业占比稳步提升.....	5
图表 7：2010-2019 年营业收入.....	6
图表 8：2019 年归母净利大幅回升.....	6
图表 9：期间费用整体稳定.....	6
图表 10：19 年收现比大幅增加.....	6
图表 11：2014 年~2019 年高端装备业分产品营收占比.....	7
图表 12：2019 年高端装备业分产品营收占比.....	7
图表 13：润邦股份高端装备业务海外孙公司.....	7
图表 14：2010~2019 年高端装备业务分产品毛利率.....	8
图表 15：公司 2015~2019 年高端装备业务毛利率一览.....	8
图表 16：危废政策陆续出台.....	9
图表 17：危废产量逐年稳步增加.....	9
图表 18：危废产量前六大省份.....	10
图表 19：危废产量区域占比.....	10
图表 20：危废处理市场扩容.....	10

图表 21: 危废处理量不断攀升.....	10
图表 22: 危废实际处理量不断攀升.....	10
图表 23: 危废市场规模不断扩大.....	10
图表 24: 危废处置利用率不断提升.....	11
图表 25: 处置产能缺口仍然存在.....	11
图表 26: 中油环保业绩逐步提升.....	12
图表 27: 中油环保毛利率和净利率不断上行.....	12
图表 28: 中油环保产能情况.....	12
图表 29: 2014-2018 年医废产生量逐年增长.....	13
图表 30: 2014-2018 年医废产生量前十城市.....	13
图表 31: 2010-2018 年门诊部诊疗人次稳步增长.....	13
图表 32: 2014-2018 年卫生机构床位数稳步增长.....	13
图表 33: 2010-2018 年门诊部和住院部医废产生量提升.....	14
图表 34: 2010-2018 年医废产生量测算.....	14
图表 35: 2011-2018 医废经营许可证数量情况逐年增长.....	14
图表 36: 2014-2018 年医废处置量逐年增长.....	14
图表 37: 医废处理相关政策陆续出台.....	15
图表 38: 2017-2019H 中油环保客户情况.....	15
图表 39: 2017-2019H 中油环保医废贡献收入增长.....	15
图表 40: 公司业务拆分及预测.....	16
图表 41: 可比公司估值对比.....	17

一、战略转型双主业，2019 年业绩增长 114.26%

1.1 环保与高端装备双轮驱动，控股股东稳定

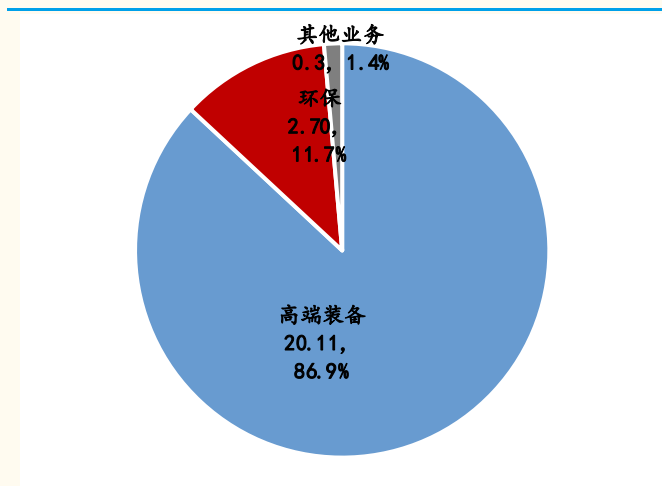
- **高端装备+环保双轮驱动，大股东南通威望持股比例为 43.47%。**公司成立于 2003 年 9 月，位于江苏省南通经济技术开发区，2010 年 9 月深交所上市。公司以国际市场为导向，致力于打造高端装备板块与环保板块双轮驱动的高效发展模式。公司控股东南通威望实业有限公司，目前持有公司 43.47% 的股份，实际控制人为吴建，现为公司董事长兼总裁，通过南通威望实业间接和直接方式共持有合计公司 43.71% 股份。

图表 1：润邦股份前五大股东（2020 年 03 月 31 日）

股东名称	持股数量 (万股)	占比(%)
南通威望实业有限公司	29230	43.47
王春山	10233	10.86
CHINA CRANE INVESTMENT HOLDINGS LIMITED	5292	5.62
宁波市舜耕投资管理合伙企业	4208	4.47
兴富投资管理有限公司	2869	3.04

来源：公司公告，国金证券研究所

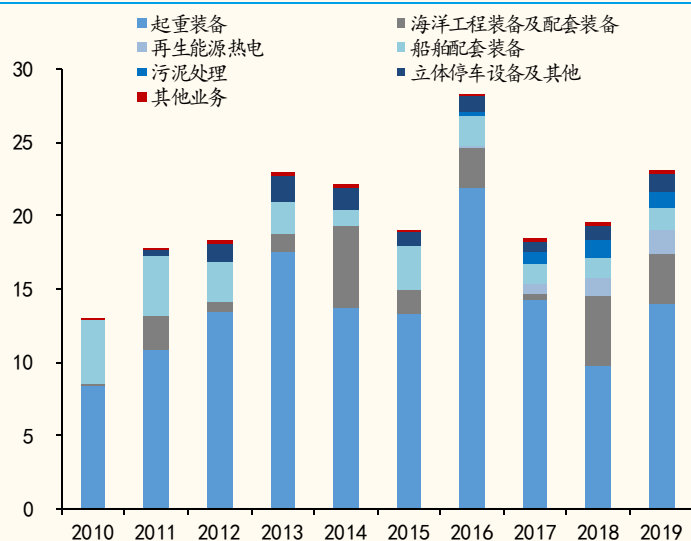
图表 2：2019 各业务营收及占比（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

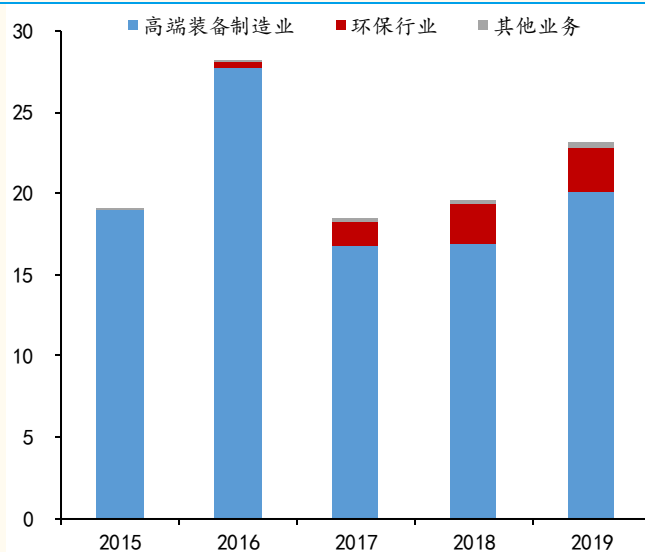
- **原主业为高端装备，增速回暖至 18.89%。**公司主营业务为集物料搬运装备、船舶配套装备和海洋工程装备为一体的高端装备业务，2019 年年实现营收 20.11 亿元，占比 87% 与 2018 年基本持平，同比增加 18.89%。其中，物料搬运装备和海洋工程装备分别实现营收 14.01 亿元和 3.39 亿元，在高端装备业务中占比之和高达 87%。公司原主业大幅增长原因除了加强管控带来效益外，还有订单驱动因素：1) 子公司润邦海洋大力推进风电产业，成功签约一艘 600t 自升式海上风电大部件更换运维平台，同时承建的三峡阳江 300MW、珠海金湾 300MW 和华能射阳南区 H1300MW、华能灌云 200MW 项目等 12 套海上风电单桩基础陆续成功交付，海上风电单桩月产量突破 10000 吨；2) 子公司润邦重机也获得多个产品订单，主要有中东两台 50t 单臂架门座式起重机、天津一台 1000t 造船门机等。

图表 3：公司分产品营收构成（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

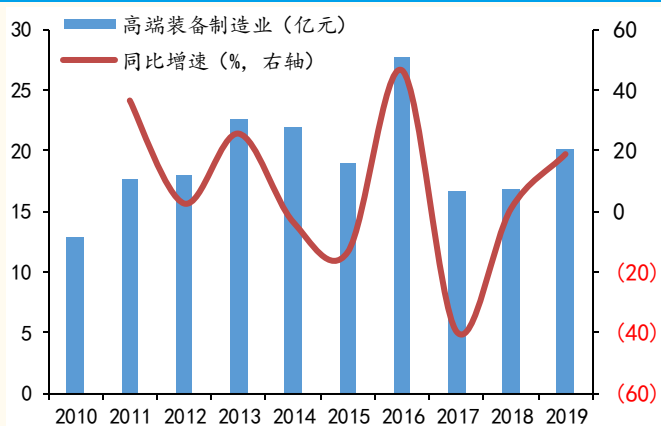
图表 4：公司分行业营收构成（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

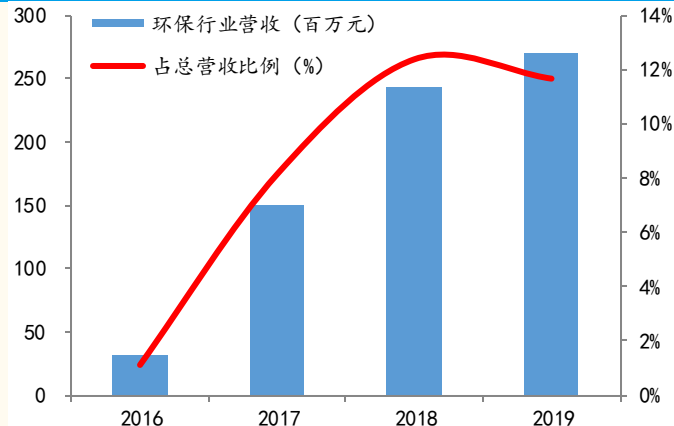
- **战略转型，环保业务实现增长。**近些年来，公司在环保产业细分领域积极开展业务布局，在危废处理领域，成功投资中油环保和吴江绿怡实现危废和医废处理处置领域的业务布局。2019 年全年，环保业务实现营业收入 2.70 亿，同比增长 11.22%，营收占比由 12.37%微降至 11.66%，基本保持稳定。

图表 5：高端装备制造业销售额有所回升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：环保业营收占比稳步提升

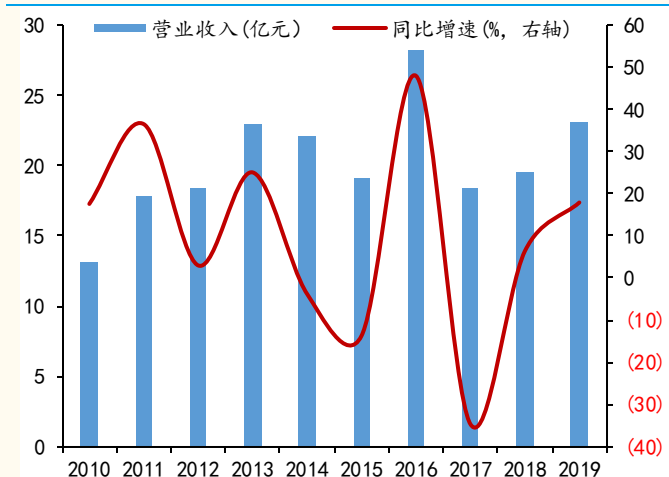


来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 全年业绩翻倍高增，现金流状况大幅好转

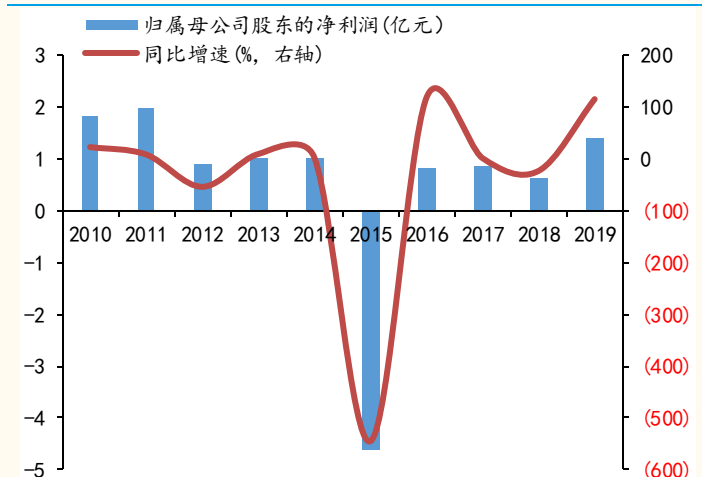
- **整体业绩大幅回升，同比增长 114.26%。**2019 年公司整体实现营业收入 23.14 亿元，归母净利润 1.40 亿元，扣非归母净利润 0.85 亿元，同比分别增长 18.02%、114.26%和 643.07%。高端装备业务同比增长，由此实现 23.12 亿元营业收入，相比上年的 19.61 亿元增长 17.93 个 pct。2019 年归母净利润高达 1.41 亿元，实现大幅回升，同比上升 115.45%。

图表 7：2010-2019 年营业收入



来源：公司公告，国金证券研究所

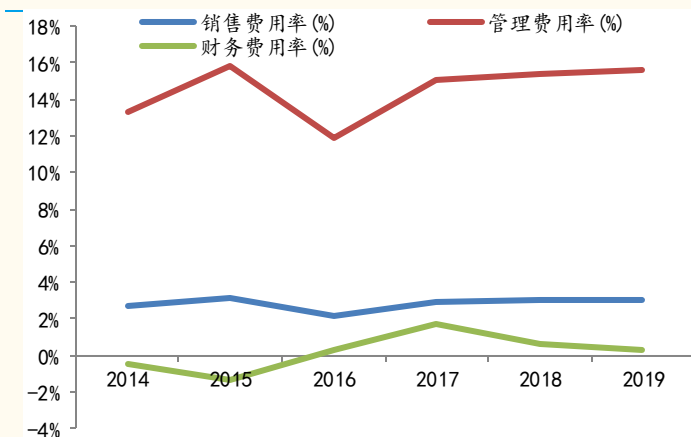
图表 8：2019 年归母净利大幅回升



来源：公司公告，国金证券研究所

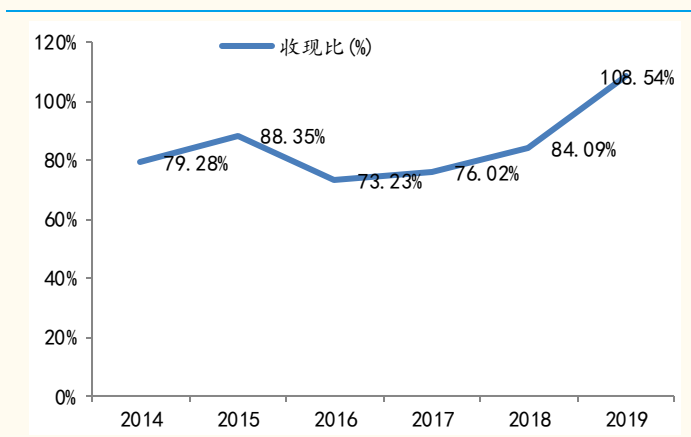
- **期间费用整体稳定，现金流大幅改善。**公司 2014~2019 年财务、销售和管理费用整体稳定，平均分别约为 0.2%、3%、15%，彰显公司卓越的管理能力。同时，全年收现比明显增加，较去年增加 24pct 至 108.54%。公司自 2016 年出现一次性回落后开始持续好转，一方面得益于公司业务的改善另一方面得益于销售回收款增加。

图表 9：期间费用整体稳定



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：19 年收现比大幅增加



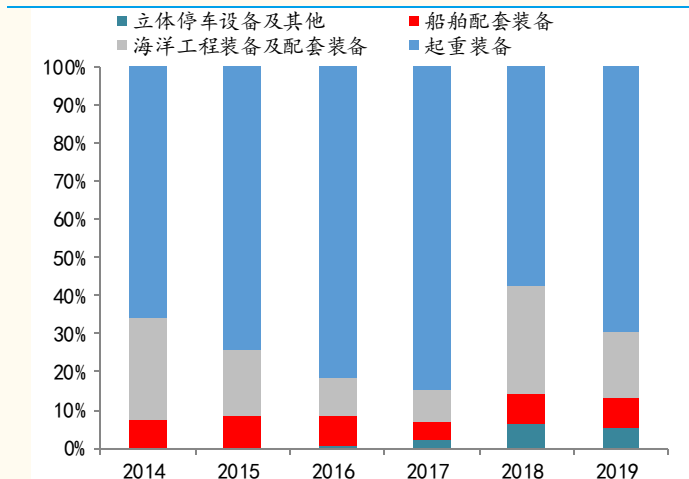
来源：公司公告，国金证券研究所

二、以国际市场为导向，高端装备业务景气度回升

2.1 国际布局进展顺利，海外业绩逐步释放

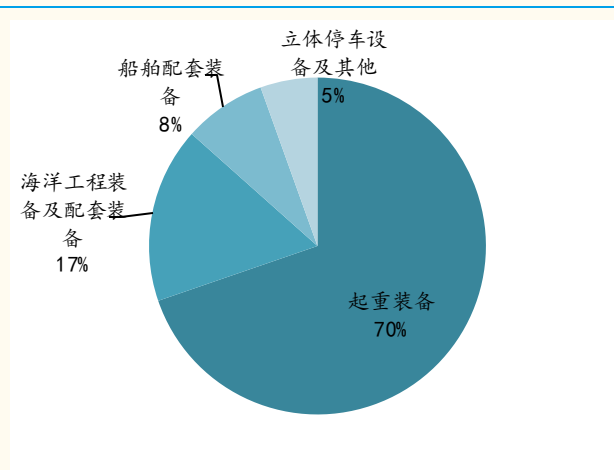
- **物料搬运装备为主要业务布局，极具技术和品牌优势。**在高端装备业务中，2010 年至 2019 年物料搬运装备营收占比在 60%-87%间波动，为公司主营业务。经过多年的积累，公司在物料搬运装备领域已具有较强的技术和品牌优势，拥有省级“特种起重装备工程技术研究中心”，拥有 200 余人的技术研发团队，GENMA 移动式港口起重机、1000T 绕桩式海洋风电安装起重机等产品被认定为“江苏省首台（套）重大装备产品”，“杰马海上风电工程起重装备关键技术及产业化”获江苏省科学技术二等奖。受江苏省科学技术厅委托承担“智能型多功能移动式港口起重机研发及产业化”项目，并于 2019 年年底通过了项目验收。

图表 11：2014 年~2019 年高端装备业分产品营收占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12：2019 年高端装备业分产品营收占比



来源：公司公告，国金证券研究所

- **布局国际物料搬运装备市场，打造国际化品牌 KOCH 和 GENMA。**通过多年经营，公司产品和服务已遍布海内外，在国际市场上已覆盖 50 多个国家和地区。公司物料搬运装备业务定位于中高端市场，“杰马/GENMA”品牌起重机已逐步走向国际市场，在印度、德国和哥伦比亚等国都有业务布局。公司“KOCH”品牌重质散料系统解决方案，随着现代物流业发展，散料设备市场未来发展前景值得期待。

图表 13：润邦股份高端装备业务海外孙公司

全资子公司	海外参控股孙公司	国家
南通润邦重机	GENMA 印度有限公司	印度
	KOCH Solutions 科赫有限公司	德国
	GENMA HOLDING GMBH	德国
	GENMA 哥伦比亚公司	哥伦比亚
润邦卡哥特科	Runfin Technology Oy	芬兰
润邦重工（香港）	HRG MARITIME SERVICE LIMITED	香港
	HRG OFFSHORE SERVICE LIMITED	香港

来源：公司公告等，国金证券研究所

- **加大营销力度，高端装备业务稳中有进。**高端装备业务主要实行按订单生产、以销定产的经营模式。子公司润邦重机于 2019 年获得了多个涉及门座式起重机、造船门座机、散料装卸等产品的订单，将在后期释放业绩和推动业绩增长。

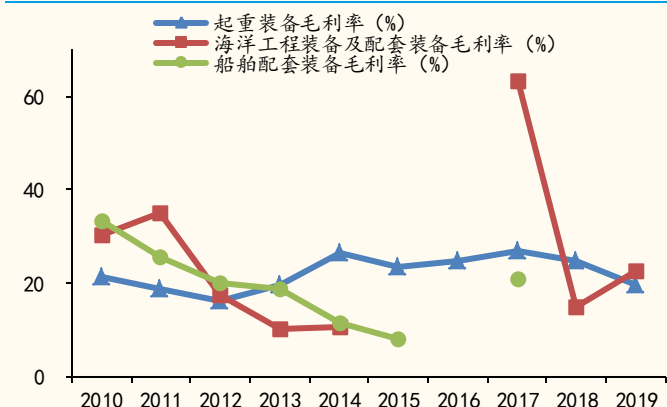
2.2 风电设备政策陆续出台，高端装备行业景气度回升

- **海上风电政策利好不断，有望带来大量海工装备订单。**2019 年《海上风力发电场设计标准》正式出版发行，这将有力促进我国海上风电规划化和标准化发展。同时国家发改委发布的《关于完善风电上网电价政策的通知》，

对于 2018 年底前已核准海上风电项目必须在 2021 年底之前建成并网方可拿到 0.85 元/千瓦时的上网电价，将引起我国海上风电建设的“抢装潮”。海上风电产业的发展，有望带动形成总规模达到万亿元的海洋高端装备制造产业链，公司具备每年提供 10 万吨海洋风电单桩构件的产能规模，有望借助政策的东风，不断获得订单。

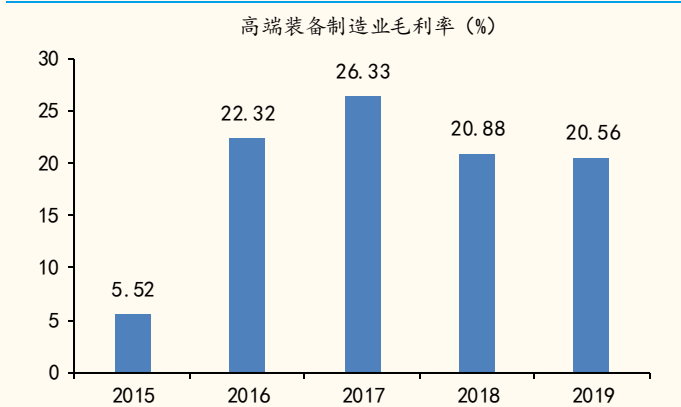
- **高端装备业务毛利率稳定，物料搬运和船舶配套占比超九成。**公司的高端装备业务，2016-2019 年因受船舶、海工等行业影响，景气度下降致使毛利率有所下滑。之后公司大力加强研发生产智能化产品、拓展一带一路加大国际网络布局等，高端装备业务开始触底反弹。2019 年全年公司高端装备毛利率为 20.56%，同比微降 0.32pct，其中物料搬运、船舶配套毛利贡献占比高端装备的 76.21%和 16.23%。

图表 14：2010~2019 年高端装备业务分产品毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所注：缺失部分数据年报未披露

图表 15：公司 2015~2019 年高端装备业务毛利率一览



来源：公司公告，国金证券研究所

三、增发收购中油环保，战略拓展危废行业

3.1 相关政策陆续出台，危废行业迸发式增长

- **大量政策出台，管理不断趋严。**危废行业的发展与政策高度相关，近年来新的危废相关政策出台和完善，进一步倒逼着危废产生企业规范化处置危废产品，从而扩大了市场需求，促进了行业的发展和壮大。新版国家危险废物名录的出台、危废处置标准的提高都将使处置企业更规范运作，行业有望迎来高速的发展时期。

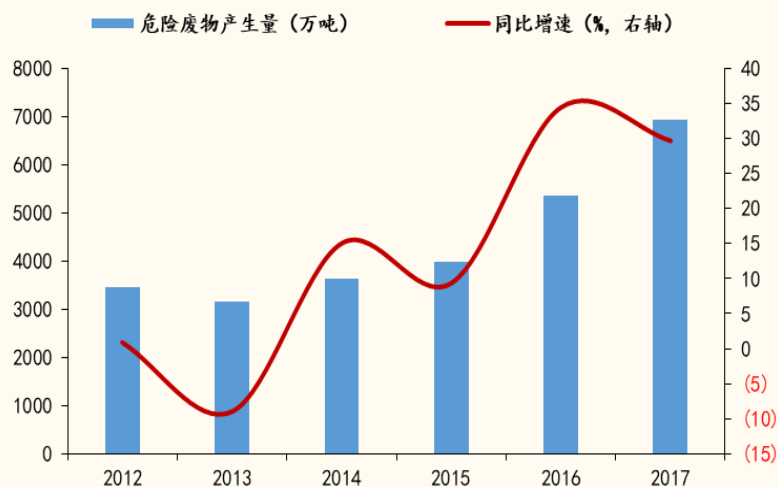
图表 16：危废政策陆续出台

年份	部门	政策
1996	全国人大常委会	《固体废物污染环境防治法》
1998	发改委	第一版《国家危险废物名录》
2001	环保部	《危险废物污染防治技术政策》
2002	环保部	《危险废物污染控制标准》
2003	国务院	《医疗废物管理条例》
2004	环保部	《危险废物经营许可证管理办法》
2008	发改委	《国家危险废物名录》（2008 年版）
2012	环保部、发改委	《“十二五”危险废物污染防治规划》
2013	最高人民法院、最高人民检察院	《关于办理环境污染刑事案件适用于若干问题的解释》
2014	人代会	修订《中华人民共和国环境保护法》
2016	发改委	《国家危险废物名录》（2016 年版）
2017	环保部	《“十三五”全国危险废物规范化管理督查考核工作方案》
2018	生态环境部	《中华人民共和国固体废物污染环境防治法（修订草案）》
2019	生态环境部	《关于征求《国家危险废物名录（修订稿）》

来源：生态环境部等，国金证券研究所

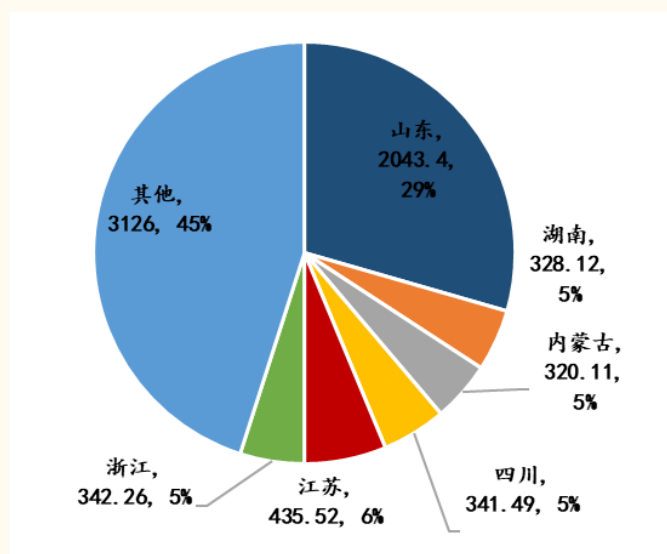
- **危废产量持续增长，区域性分布不均。**根据国家统计局《中国统计年鉴（2018 年）》，2017 年危废产量为 6936.9 万吨，2012 至 2017 年危废产量年复合增长率为 14.89%。山东、江苏和湖南作为我国化工行业分布的主要省份，2015 年至 2017 年危险废物产生量稳居于全国前三。2017 年山东、江苏和湖南三个省份危废产生量合计 2807.04 万吨，占当年全国危废产生量的比重为 40.47%。同时，三个省所在的华东、华中、华北区域为危废产量密集区，2017 年合计占全国危废产量的 65%。

图表 17：危废产量逐年稳步增加



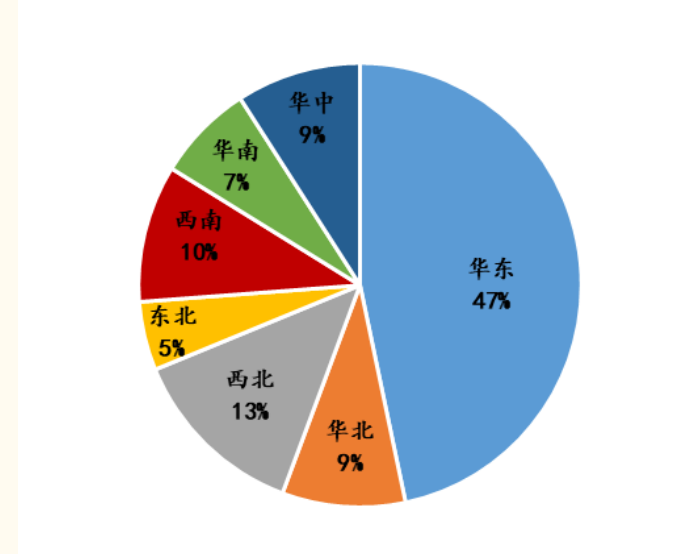
来源：中国统计年鉴，国金证券研究所

图表 18：危废产量前六大省份



来源：中国统计年鉴，国金证券研究所

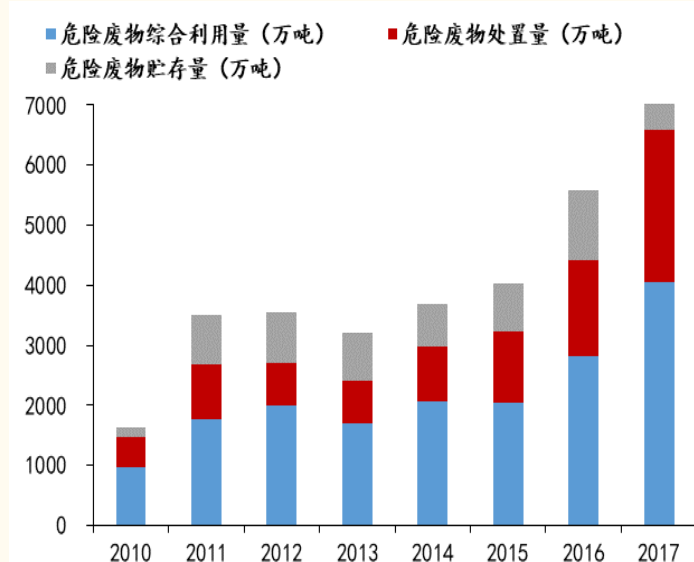
图表 19：危废产量区域占比



来源：中国统计年鉴，国金证券研究所

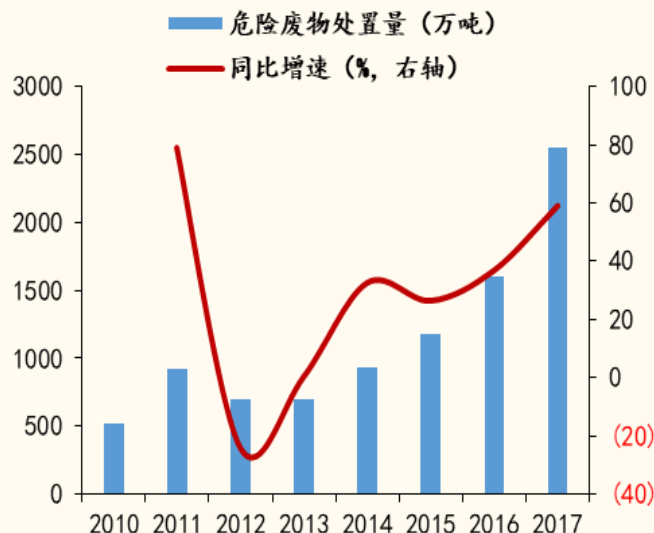
- 清废行动与环保督察打响，危废处理市场进一步扩容。2015 年实施的《新环保法》更是首次在立法层面确立了“保护环境是国家的基本国策”，无疑也会对环保行业的市场需求有重大的刺激作用，扩大危废处置的市场规模。2018 年的清废行动和 2019 年第二轮中央生态环保督察促进危废处理市场进一步扩容。2017 年危废综合利用量、处置量和贮存量分别为 4043、2552 和 871 万吨，实现同比增速 43.20%、58.90%和-24.78%，可见危废的综合利用量和处置量均保持了较高的增长速度。2015 年至 2017 年，全国工业危废处置量复合年均增长率高达 47.43%。根据危废处理行业处置均价 (4000 元/吨)测算，2017 年我国，中国危废处理行业市场规模在 1020.6 亿元左右，同比增速 58.90%。

图表 20：危废处理市场扩容



来源：中国统计年鉴，国金证券研究所

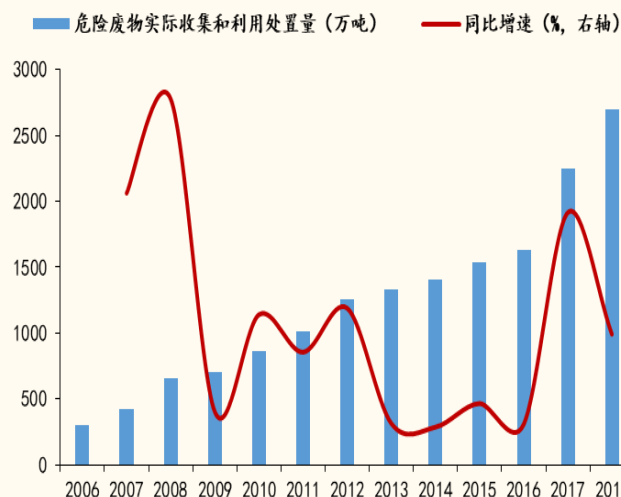
图表 21：危废处理量不断攀升



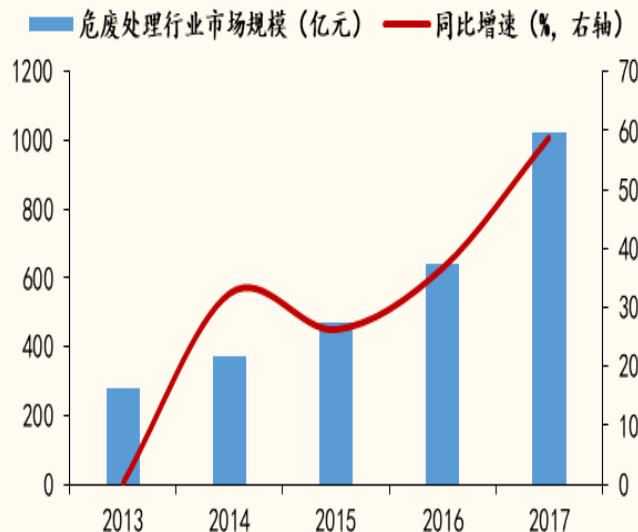
来源：中国统计年鉴，国金证券研究所

图表 22：危废实际处理量不断攀升

图表 23：危废市场规模不断扩大



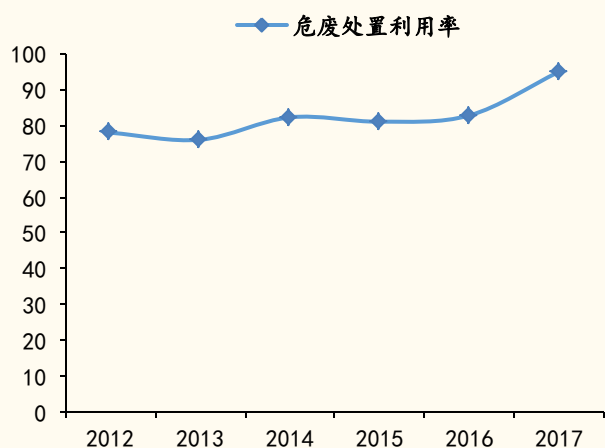
来源：全国大、中城市固体废物污染环境防治年报，国金证券研究所



来源：中国统计年鉴，国金证券研究所

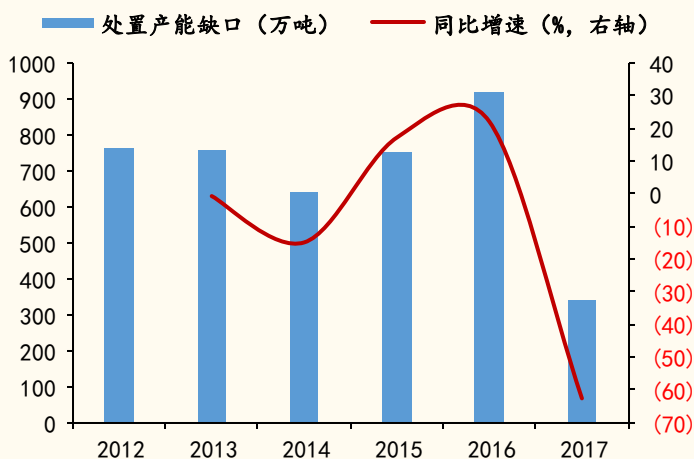
- **产能规模不足，供需缺口明显。**根据《中国统计年鉴》，2017 年危废处置利用率高达 95.07%，相比 2012 年的 78% 增长了 17.07 个点，可见危废处置产能不断扩大。但同时，2017 年危废处置产能缺口 341.9 万吨，说明供需缺口依旧明显。《江苏省环境基础设施三年建设方案（2018—2020 年）》中提出了危险废物利用处置目标：到 2020 年，各设区市和重点地区危险废物处置能力与产生种类、数量基本匹配，处置设施布局趋于合理，处置能力不足问题得到有效缓解，全省基本建立起较为完善的危险废物处置体系。其中，工业危险废物集中处置能力较 2017 年新增 85 万吨，年总处置能力达到 180 万吨以上。

图表 24：危废处置利用率不断提升



来源：中国统计年鉴，国金证券研究所

图表 25：处置产能缺口仍然存在



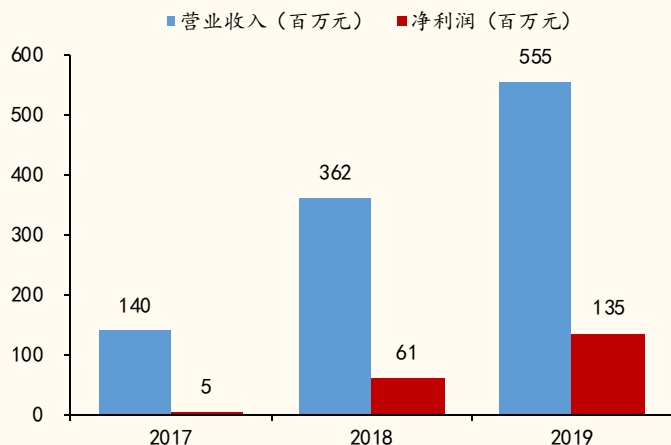
来源：中国统计年鉴，国金证券研究所

3.2 增发收购危废龙头，业绩稳步提升

- **收购中油环保，业绩逐步提升。**公司以 3.67 元/股的价格向王春山、宁波舜耕等 9 名交易对象发行股票 2.7 亿股购买其合计持有的中油环保 73.36% 股权，交易对价 9.90 亿元，此前公司通过润浦环保持有中油环保 26.64% 股权，此次交易完成后，公司将合计持有中油环保 100% 股权，并表时间

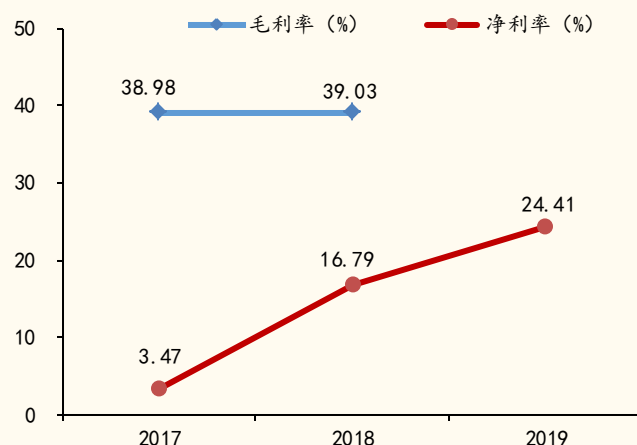
2020 年 3 月。同时，中油环保承诺 2019-2022 年的归母净利分别不低于 1.3/1.6/1.9/2.18 亿元。2019 年全年，中油环保实现约 5.55 亿元营收和 1.36 亿元归母净利，完成当年对赌目标，业绩稳中向好。

图表 26：中油环保业绩逐步提升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 27：中油环保毛利率和净利率不断上行



来源：公司公告，国金证券研究所

- **深耕行业 20 年，竞争优势明显。**中油环保团队深耕行业 20 年，经验丰富，专注于从事危废和医废处置等。目前拥有有机废剂、医废等 26 大类危废处理资质。中油环保基础扎实、实控人及团队行业经验丰富；技术工艺成熟可靠，有五个焚烧处置点和七个医废处置点投入正常生产；区域布局合理、处置效率逐年提升，为国内危废龙头企业。
- **项目区域优势明显，公司医废产能丰富。**公司地域布局非常具有战略性，主要集中在危废主产地区（江苏、山东、湖北、河北等）。公司已投产的焚烧、综合处置和医废处置能力分别为 14.29、6 和 3.43 万吨/年，在建的焚烧、综合处置和医废处置能力分别 2.5、7 和 0.53 万吨/年，合计焚烧、综合处置和医废处置能力分别 16.79、13 和 3.96 万吨/年，有望持续提升。

图表 28：中油环保产能情况

公司名称	已投产处置能力 (吨/年)			在建处置能力 (吨/年)			合计处置能力 (不含规划)		
	焚烧	综合处置	医废	焚烧	综合处置	医废	焚烧	综合处置	医废
湖北中油	23000	0	0	0	55000	2000	23000	55000	2000
宿迁中油	20000	0	2970	0	0	3300	20000	0	6270
南通润启	25000	0	3000	0	0	0	25000	0	3000
菏泽万清源	50000	60000	7000	0	0	0	50000	60000	7000
石家庄中油	24860	0	0	0	0	0	24860	0	0
抚顺中油	0	0	0	25000	15000	0	25000	15000	0
襄阳万清源	0	0	4000	0	0	0	0	0	4000
淮安中油	0	0	6070	0	0	0	0	0	6070
岳阳方向	0	0	7200	0	0	0	0	0	7200
安顺中油	0	0	4015	0	0	0	0	0	4015
合计	142860	60000	34255	25000	70000	5300	167860	130000	39555

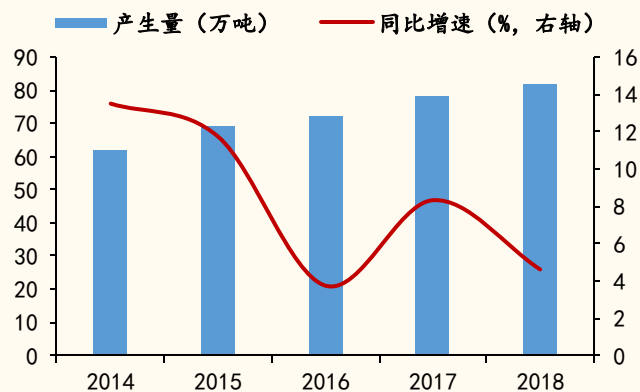
来源：公司公告，国金证券研究所

3.3 疫情推动医废处置市场释放，公司迎来二次腾飞

- **全国医疗废物产生量不断增长，上海市 CAGR 达 9.46%。**《全国大、中城

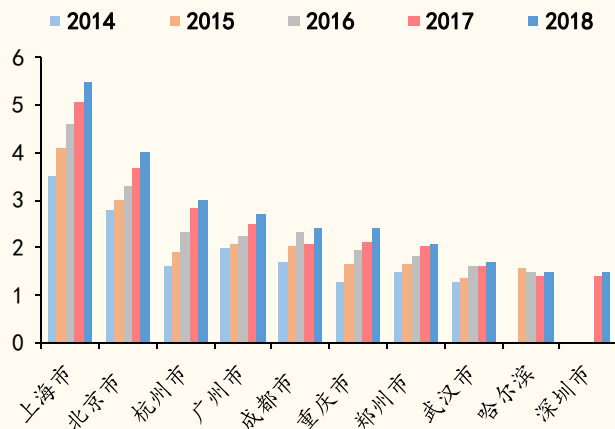
市固体废物污染环境防治年报》，2018 年全国大、中城市医废产生量为 81.7 万吨，2014-2018 年 CAGR 高达 7.06%。多年来医废产生量排名前十的城市以经济发达城市（如北上广深）和人口密集城市（如郑州、武汉）为主，其中上海市 2014-2018 年 CAGR 高达 9.46%。

图表 29：2014-2018 年医废产生量逐年增长



来源：全国大、中城市固体废物污染环境防治年报，国金证券研究所

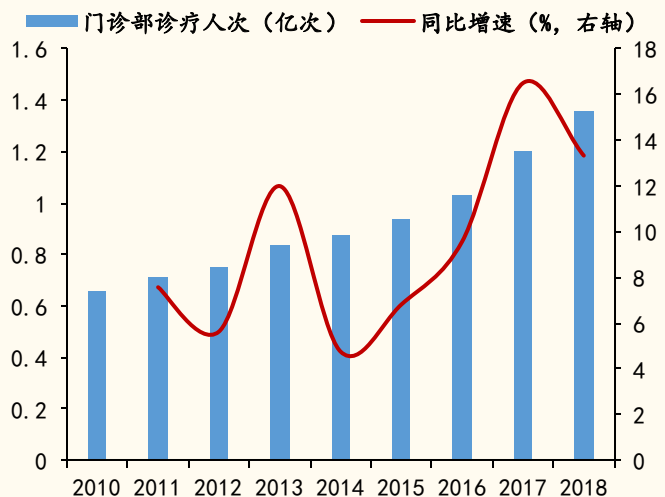
图表 30：2014-2018 年医废产生量前十城市



来源：全国大、中城市固体废物污染环境防治年报，国金证券研究所

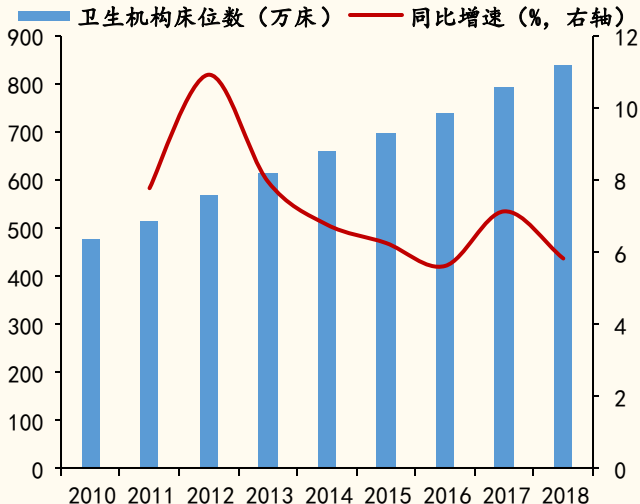
■ 2018 年医废潜在产量约 215 万吨，近 8 年 CAGR 高达 7.29%。《2010 中国卫生事业发展统计公报》透露住院部和门诊部医废产生量分别为 0.7kg/(床·日)和 0.03kg/(人·次)。根据 2018 年我国 840.4 万张床位和 1.36 亿次门诊诊疗人数测算出我国住院部和门诊部分别产生医废 214.7 万吨和 0.41 万吨，2018 年医废潜在产量约 215 万吨，2010-2018 年 CAGR 高达 7.29%。

图表 31：2010-2018 年门诊部诊疗人次稳步增长



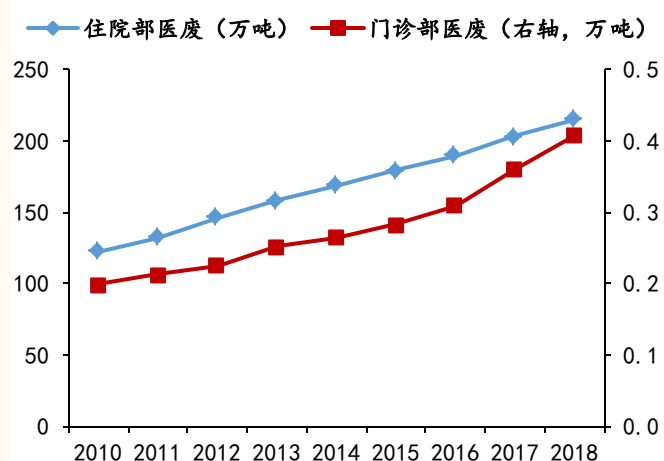
来源：国家卫计委，国金证券研究所

图表 32：2014-2018 年卫生机构床位数稳步增长



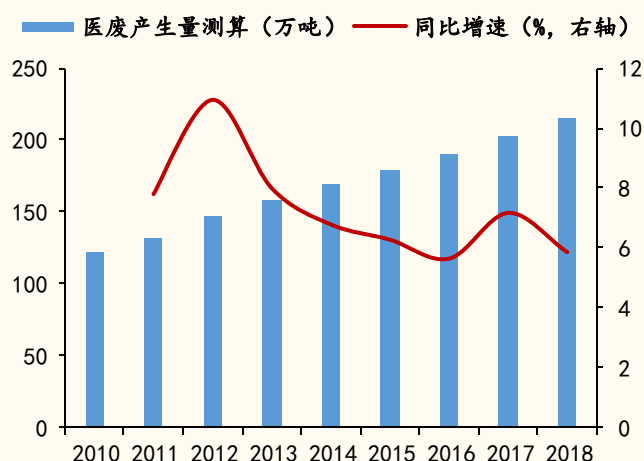
来源：国家卫计委，国金证券研究所

图表 33：2010-2018 年门诊部和住院部医废产生量提升



来源：国家卫计委，国金证券研究所

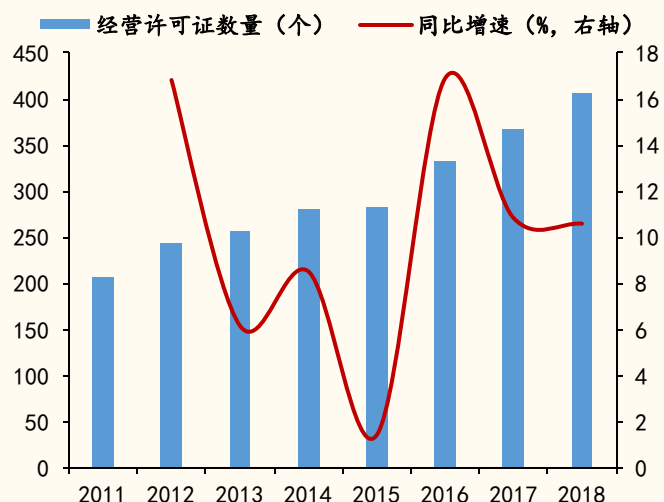
图表 34：2010-2018 年医废产生量测算



来源：国金证券研究所

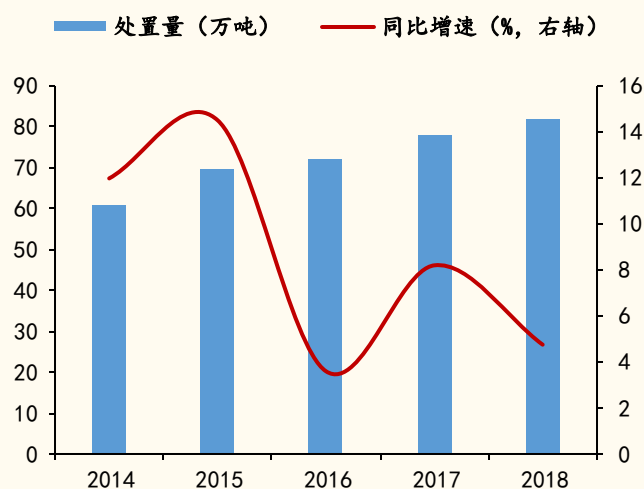
- 医废经营许可规模扩大，医废处置量随之增长。2018 年全国共 407 份危废经营许可证用于处置医疗废物，其中贵州、四川、河南颁发医废最多，分别达到 26、26、25 份。2018 年全国大、中城市医废处置量为 81.6 万吨，同比增速为 4.75%。近年医废处置能力不断增强，2014-2018 年医废处置量 CAGR 高达 7.68%。

图表 35：2011-2018 医废经营许可证数量情况逐年增长



来源：全国大、中城市固体废物污染环境防治年报，国金证券研究所

图表 36：2014-2018 年医废处置量逐年增长



来源：全国大、中城市固体废物污染环境防治年报，国金证券研究所

- 医废市场空间大，处置能力建设急需加强。根据环规院统计，湖北省除随州和宜兴外的 11 个地级市均有一家从事医疗废物集中收集和处置的企业，全省医疗废物处置设施设计能力为 180 吨/天左右。湖北省内武汉、孝感和黄冈市 2019 年的负荷率分别为 96%、85%和 86%。疫情发生后湖北各地级市都存在不同程度的处理能力不足的问题，医废处置能力建设仍急需加强。
- 疫情推动医废处理规范化，行业景气度提升。新冠病毒疫情爆发后，医废的处置需求明显提升，生态环境部引发了《新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控医疗废物应急处置管理与技术指南（试行）》，各省市先后发布省级医废处理处置条例，通过资源调配、增加应急处理设施等保障医废日产日清。

随着医废政策逐步完善，行业景气度持续提升。

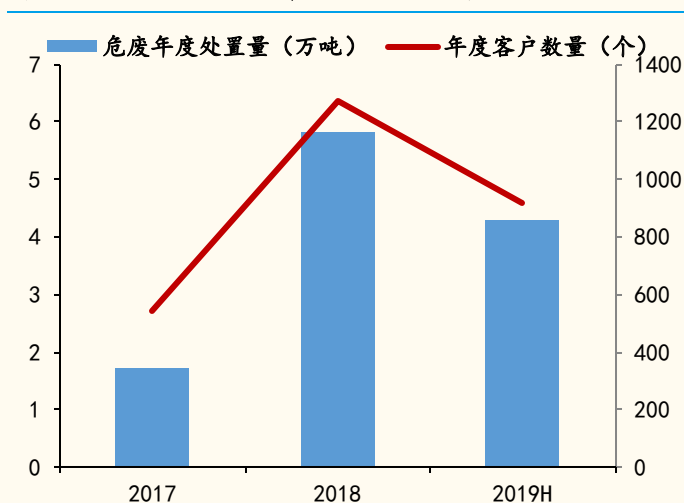
图表 37：医废处理相关政策陆续出台

发布时间	发布部门	政策名称
2020 年 1 月 23 日	湖南省政府	《关于做好新型冠状病毒感染肺炎疫情医疗废物环境管控工作的通知》
2020 年 1 月 28 日	生态环境部	《新型冠状病毒感染的肺炎疫情医疗废物应急处置管理与技术指南（试行）
2020 年 2 月 4 日	广东省政府	《新型冠状病毒感染的肺炎疫情医疗废物收集处置指南》
2020 年 2 月 4 日	浙江省政府	《关于明确新型冠状病毒感染的肺炎疫情医疗废物环境管理各环节工作要求的通知》
2020 年 2 月 5 日	四川省政府	《新型冠状病毒感染的肺炎疫情医疗废物应急处置污染防治技术指南（试行）》
2020 年 2 月 5 日	烟台市政府	《新型冠状病毒感染的肺炎疫情医疗废物收集处置应急预案》
2020 年 2 月 18 日	山东省政府	《山东省人民代表大会常务委员会关于依法加强新型冠状病毒肺炎疫情防控工作的决定》
2020 年 2 月 19 日	上海市政府	《新冠肺炎疫情期间医疗废物现场处置工作知识手册》

来源：生态环境部等，国金证券研究所

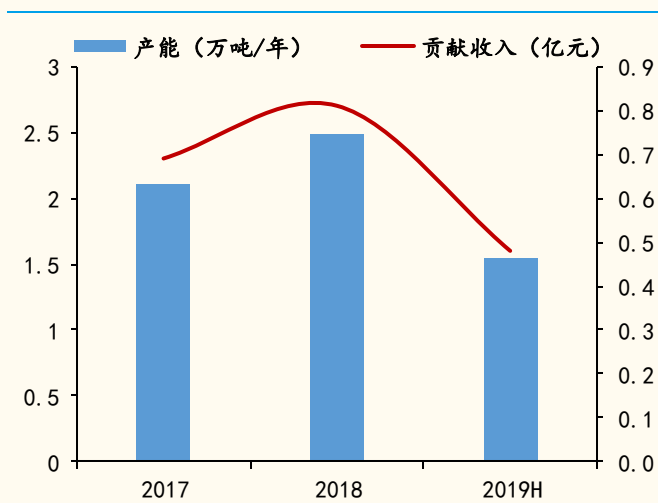
- **公司抽调人员和车辆驰援武汉，缓解武汉医废转运压力。**疫情期间，中油环保选派了先后四批次 40 辆医疗废物转运车和 74 名业务骨干，协助武汉开展医废应急收集和转运，完成武汉及周边重疫区的医废收集转运任务。另外，根据湖北省疫情防控指挥部统一调度，中油环保抽派人员和车辆驰援武汉，受到生态环境部表扬。
- **客户合同续签率高，公司危废贡献收入呈增长趋势。**中油环保丰富的环保经验和完善危废处置服务收到客户认可，2018 年年度客户数相比上年增长 133.21%，2019 年上半年客户数高达 917 户。中油环保产能不断提升，带动医废处理的业务收入稳步增长，2019H 业务收入达到 4776.08 万元，医废收入占比为 19.22%。

图表 38：2017-2019H 中油环保客户情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 39：2017-2019H 中油环保医废贡献收入增长



来源：公司公告，国金证券研究所

- **医废处理市场有望释放，中油环保率先受益。**中油环保通过以焚烧为核心

的工艺对危险废物进行科学处置以及通过高温蒸煮、微波处理等方式对医疗废物进行无害化处置，从而达到减量化、稳定化、无害化的效果。中油环保在手医废处理产能 34255 吨/年，另有医废处理在建项目 5300 吨/年，在疫情催化下我们认为将率先受益于行业景气度提升。

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

- **高端装备行业：**2019 年以来公司物料搬运装备、海洋风电装备业务持续景气，获得大量订单，预计 2020~2022 年营收分别为 2115.77、2239.42、2381.52 百万元，整体增速在 5.29%、5.84%和 6.35%，该业务毛利率与 2019 年持平并保持稳定在 22.5%左右
- **环保行业：**2020 年中油环保从 3 月份开始并表剩余 73%股权，再加之环保行业受益于市场政策趋严等利好因素，我们根据业绩对赌和公司产能及其产能利用情况综合预测，预计 2020~2022 年营收分别为 885.80、1054.10 和 1212.21 百万元，同比分别增长 495.31%、19%和 15%，根据中油环保历史经营情况和公司其他环保业务经营情况，给予毛利率 30%
- 综上，我们预计 2020~2022 年公司整体将实现营业收入 30.50、33.51 和 36.63 亿元，同比分别增长 31.81%、9.89%和 9.30%，对应毛利率 25.40%、25.82%和 26.14%，EPS 为 0.27、0.33 和 0.38 元，归母净利润 2.53、3.12 和 3.62 亿元，同比增长 68.29%、23.20%和 15.96%

图表 40：公司业务拆分及预测

分行业	科目	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
高端装备制造	营收（百万元）	2776.95	1676.26	1691.82	1932.51	2115.77	2239.42	2381.52
	毛利率（%）	22.32%	26.33%	20.88%	22.50%	22.50%	22.50%	22.50%
	营收增速（%）	46.50%	-39.64%	0.93%	14.23%	9.48%	5.84%	6.35%
节能环保行业	营收（百万元）	31.51	149.97	242.48	339.47	885.80	1054.10	1212.21
	毛利率（%）	43.61%	35.80%	33.41%	37.00%	30.00%	30.00%	30.00%
	营收增速（%）	/	376.01%	61.69%	40.00%	160.93%	19.00%	15.00%
其它业务	营收（百万元）	15.98	16.72	26.20	40.00	48.00	57.60	69.12
	毛利率（%）	89.91%	57.87%	64.65%	72.11%	70.60%	70.60%	70.60%
	营收增速（%）	27.64%	4.63%	56.70%	52.67%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	总营收（百万元）	2824.44	1842.95	1960.50	2313.69	3049.57	3351.12	3662.85
	毛利率（%）	22.94%	27.39%	23.01%	25.47%	25.40%	25.82%	26.14%
	营收增速（%）	48.03%	-34.75%	6.38%	18.02%	31.81%	9.89%	9.30%

来源：公司公告，国金证券研究所

4.2 投资建议及估值

- 我们采用可比公司相对市盈率法对公司进行整体估值和分部估值作比较，选取 WIND 有盈利预测且业务与公司相近的公司做对比。其中东江环保专营危废处置，浙富控股主营水电设备生产和危废处置，中金环境主营不锈钢泵生产和危险废物处置、法兰泰克和华东重机主营机械重工。1) 整体估值方面，2020~2022 年行业平均 PE 为 17、14 和 12 倍，润邦股份略高于行业平均水平；2) 分部估值方面，东江环保是 A 股唯一纯正的专营危废处置上市公司，可将其估值部分作为公司危废部分估值的参考，法兰泰克和华东重机的平均值未来三年为 18、15 和 12 倍，可作为公司机械部分估值参考。2020~2022 年公司环保部分毛利占比分别为 34%、37%和 38%，按照分部估

值法，合理估值应为 18、15 和 12 倍，公司估值亦略高于行业平均水平。考虑到公司医疗废物处置业务正处于疫情事件催化期间，以及公司未来业绩增速较为可观，我们认为可以给予公司适当溢价，2020 年目标相对 PE20X，对应目标股价为 5.4 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 41：可比公司估值对比

序号	股票代码	股票名称	股价 (元)	EPS (万得一致预测均值) (元)			PE		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
1	002672	东江环保	9.88	0.58	0.69	0.81	17.10	14.29	12.26
2	002266	浙富控股	5.04	0.30	0.35	0.42	16.94	14.22	11.99
3	300145	中金环境	3.5	0.26	0.30	0.35	13.50	11.77	10.06
4	603966	法兰泰克	12.99	0.62	0.78	0.96	20.93	16.57	13.54
5	002685	华东重机	6.75	0.42	0.54	0.71	16.01	12.45	9.54
中位数							16.94	14.22	11.99
平均数							16.90	13.86	11.48
6	002483	润邦股份	4.82	0.27	0.33	0.38	17.94	14.56	12.56

来源：公司公告，国金证券研究所注

五、风险提示

- **订单合同履约风险：**受到新冠疫情影响，目前全国各地工厂复工进度不一，正常生产经营受到较大影响，公司的订单交付预计将受到一定影响。
- **汇率波动风险：**公司有较多海外订单，订单金额按照外币标价，由于外汇市场波动加大，公司存在较大汇率市场波动风险。
- **高端装备行业景气度下降风险：**公司营收结构中，高端装备营收占比较大，新冠疫情爆发背景下全球宏观经济形势不确定性大，公司主营业务景气度有下降，进而订单减少风险。
- **股票质押率较高风险。**公司目前股权质押率较高，控股股东质押比例占其持有的股份数为 57%，而二股东王春山质押率为 81.38%。二股东在参与定增后即立即将全部股份质押，原因是为了增强对公司 2020 年 3 月 13 日向王春山等人增发股份购买其持有的湖北中油优艺环保科技有限公司 73.36% 标的股权事件的业绩承诺补偿事件的保障措施，交易对方王春山于 2019 年 12 月底出具《承诺函》，并承诺：以增发获得的全部股权质押给上市公司作为业绩承诺补偿保障措施，并将分四期解除质押。因 2019 年业绩对赌完成，王春山于 2020 年 5 月 14 日解除 1905.36 万股，剩余 8327.51 万股仍在质押状态中，占比 81.38%，质押比例较高。若后期股价下跌较多，或有导致公司质押股份强制平仓风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	1,843	1,961	2,314	2,897	3,351	3,663
增长率		6.4%	18.0%	25.2%	15.7%	9.3%
主营业务成本	-1,338	-1,509	-1,796	-2,162	-2,487	-2,707
% 销售收入	72.6%	77.0%	77.6%	74.6%	74.2%	73.9%
毛利	505	451	518	735	864	956
% 销售收入	27.4%	23.0%	22.4%	25.4%	25.8%	26.1%
营业税金及附加	-21	-19	-17	-19	-21	-22
% 销售收入	1.2%	1.0%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%
销售费用	-54	-59	-71	-81	-90	-95
% 销售收入	2.9%	3.0%	3.1%	2.8%	2.7%	2.6%
管理费用	-277	-147	-174	-214	-245	-264
% 销售收入	15.0%	7.5%	7.5%	7.4%	7.3%	7.2%
研发费用	0	-155	-188	-203	-235	-256
% 销售收入	0.0%	7.9%	8.1%	7.0%	7.0%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	152	71	68	218	273	319
% 销售收入	8.3%	3.6%	3.0%	7.5%	8.1%	8.7%
财务费用	-31	-12	-6	1	11	26
% 销售收入	1.7%	0.6%	0.3%	0.0%	-0.3%	-0.7%
资产减值损失	-22	-53	-9	-7	-1	-1
公允价值变动收益	22	-7	-19	0	0	0
投资收益	8	20	42	10	10	10
% 税前利润	4.8%	15.8%	25.9%	3.5%	2.8%	2.4%
营业利润	145	43	99	244	316	377
营业利润率	7.9%	2.2%	4.3%	8.4%	9.4%	10.3%
营业外收支	29	86	64	40	40	40
税前利润	174	129	162	284	356	417
利润率	9.5%	6.6%	7.0%	9.8%	10.6%	11.4%
所得税	-22	-22	-34	-51	-64	-75
所得税率	12.8%	17.1%	20.9%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	152	107	129	233	292	342
少数股东损益	46	25	-21	-20	-20	-20
归属于母公司的净利润	106	81	150	253	312	362
净利率	5.8%	4.2%	6.5%	8.7%	9.3%	9.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	131	91	119	233	292	342
少数股东损益	46	25	-21	-20	-20	-20
非现金支出	144	182	145	120	142	148
非经营收益	12	-1	6	-28	-47	-53
营运资金变动	-255	-237	77	93	-40	-12
经营活动现金净流	31	35	348	418	347	425
资本开支	-89	-80	-46	-1,742	50	40
投资	-44	-156	139	-13	0	0
其他	17	-48	20	10	10	10
投资活动现金净流	-116	-284	113	-1,746	60	50
股权募资	0	3	1	969	0	0
债权募资	-87	113	-91	324	-33	80
其他	58	29	-197	-13	-6	-1
筹资活动现金净流	-28	144	-287	1,248	101	91
现金净流量	-113	-105	174	166	536	635

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	473	364	702	655	1,022	1,576
应收款项	393	457	700	788	865	936
存货	1,137	1,157	1,285	1,473	1,695	1,845
其他流动资产	202	264	287	233	253	266
流动资产	2,204	2,242	2,973	3,149	3,835	4,622
% 总资产	50.6%	49.3%	55.6%	43.9%	49.7%	55.3%
长期投资	307	464	643	643	643	643
固定资产	1,224	1,213	1,143	1,958	1,836	1,716
% 总资产	28.1%	26.7%	21.4%	27.3%	23.8%	20.5%
无形资产	611	591	542	1,431	1,406	1,382
非流动资产	2,153	2,303	2,372	4,032	3,885	3,741
% 总资产	49.4%	50.7%	44.4%	56.1%	50.3%	44.7%
资产总计	4,358	4,545	5,346	7,181	7,720	8,363
短期借款	99	221	198	173	140	140
应付款项	945	826	1,676	1,882	2,170	2,365
其他流动负债	84	120	97	197	186	210
流动负债	1,128	1,167	1,970	2,252	2,496	2,715
长期贷款	113	113	71	121	21	1
其他长期负债	242	304	287	589	693	795
负债	1,482	1,584	2,329	2,963	3,210	3,512
普通股股东权益	2,466	2,521	2,622	3,844	4,156	4,518
其中：股本	672	672	672	942	942	942
未分配利润	147	178	258	511	823	1,185
少数股东权益	409	439	394	374	354	334
负债股东权益合计	4,358	4,545	5,346	7,181	7,720	8,363

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.158	0.121	0.223	0.269	0.331	0.384
每股净资产	3.668	3.750	3.900	4.080	4.411	4.794
每股经营现金净流	0.047	0.052	0.517	0.444	0.368	0.451
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	4.30%	3.23%	5.72%	6.58%	7.50%	8.00%
总资产收益率	2.43%	1.79%	2.81%	3.53%	4.04%	4.32%
投入资本收益率	4.29%	1.79%	1.64%	3.96%	4.79%	5.23%
增长率						
主营业务收入增长率	-34.75%	6.38%	18.02%	25.22%	15.67%	9.30%
EBIT 增长率	-32.93%	-53.18%	-4.01%	218.72%	25.36%	16.68%
净利润增长率	-2.26%	-23.20%	84.20%	68.79%	23.20%	15.96%
总资产增长率	-6.54%	4.31%	17.61%	34.33%	7.51%	8.34%
资产管理能力						
应收账款周转天数	56.0	48.1	51.9	60.0	55.0	54.0
存货周转天数	350.1	277.4	248.2	250.0	250.0	250.0
应付账款周转天数	169.9	115.5	123.6	140.0	140.0	140.0
固定资产周转天数	222.5	221.1	173.9	208.8	195.5	167.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-9.32%	-1.10%	-16.01%	-9.74%	-20.20%	-30.61%
EBIT 利息保障倍数	4.9	6.0	11.5	-50.2	-18.9	-11.9
资产负债率	34.02%	34.86%	43.58%	42.33%	43.31%	43.47%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	1
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.50

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7GH