

浙富控股 (002266.SZ)

聚焦“再生金属提取+千吨危废无害化”，资源属性推动价值重估

内战略转型“再生金属提取+前端危废无害化”一体化战略，再生金属收入、毛利占比已分别达**87%、88%**。公司起步于水轮发电机组与核电控制棒驱动机构，2020年公司通过资产重组战略转型至“再生金属资源回收+前端危废无害化”领域，凭借先进的金属冶炼提取工艺（获国家科技进步二等奖）以及前端“危废无害化”（178万吨运行+117万吨在建）卡位布局，逐步形成前后端一体化“再生金属+危废处置”业务布局；截止2020年，公司再生金属资源化利用实现收入73.6亿元，占总营收比例达87%；毛利总额约19.2亿元，占总毛利比例达88%；截止2020年公司拥有再生金属产能：阴极铜12.2万吨/年，再生金7.9吨/年，再生银170吨/年，再生镍3300吨/年，再生锌2.3万吨，再生锡7280吨，再生铅11667吨等。伴随江西自立工厂即将完成多金属综合利用技改项目，利用废锂电池正极、净化渣等为原料新增产能：**精制硫酸钴1.5万吨/年，精制硫酸镍1.5万吨/年，工业级碳酸锂790吨/年**；后续公司将进一步拓宽来料渠道，尤其废锂电池回收企业固废/危废，提升能源金属结构占比。

再生金属资源化回收或将改变危废处置行业格局。“双碳”政策背景下，再生金属作为“低碳金属资源”，或将成为未来重要产业方向。尤其能源金属领域资源端来料面临海外资源优势国家卡位瓶颈，“城市矿山”、再生金属赛道领域将成为我国金属资源“内循环”的重要途径，符合国家中长期发展战略。此外，新能源赛道废料属危险化学品，“危废无害化”作为后端资源来源成为卡位布局的重要准入政策壁垒，公司先发优势显著。

规模化处理&深度资源化综合利用构建强大护城河，公司具备成为危废行业龙头基因。1)公司再生金属&危废无害化产能处于同行业领先水平，后端再生金属资源化综合利用将反哺前端产能扩张，正循环效应助力公司在市场竞争中脱颖而出；2)工艺方面持续精进积累，新增硫酸钴、硫酸镍产线切入新能源回收企业固废/危废处置产业链；前端高温熔融工艺成功打通固态无机、有机废物无害化；后端多金属再生能力具备稀缺性价值；3)公司区位优势显著，前端运行及在建项目覆盖浙江、江西、江苏等产废大省，后端江西自立工厂可充分利用江西地区金属材料产业链优势，来料供应充足。

投资建议：公司已成为危险废物深度资源化龙头，未来产销规模有望持续提升。我们上调公司2021~2023年营收至137.3/169.8/199.2亿元（原预测125.4/153.0/176.4亿元），实现净利润21.8/25.4/30.0亿元（原预测20.5/24.4/27.4亿元），EPS为0.41/0.47/0.56元/股，对应当前价位下PE水平分别为14.4/12.4/10.5倍。对比同行业估值处于中性偏低水平，维持“买入”评级。

风险提示：金属价格波动风险；危废处置产能投产及爬产不及预期风险；疫情反复影响公司生产风险；危废转移政策风险；产能落地及投产不及预期风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,083	8,343	13,730	16,977	19,915
增长率 yoy (%)	-1.8	670.1	64.6	23.7	17.3
归母净利润(百万元)	161	1,362	2,180	2,539	3,003
增长率 yoy (%)	46.9	744.2	60.1	16.5	18.3
EPS 最新摊薄(元/股)	0.03	0.25	0.41	0.47	0.56
净资产收益率 (%)	3.9	17.9	22.3	20.9	19.9
P/E(倍)	194.7	23.1	14.4	12.4	10.5
P/B(倍)	9.4	4.1	3.2	2.6	2.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年8月6日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	环保工程及服务
8月6日收盘价(元)	5.85
总市值(百万元)	31,413.31
总股本(百万股)	5,369.80
其中自由流通股(%)	52.28
30日日均成交量(百万股)	29.75

股价走势



作者

分析师 杨心成

执业证书编号: S0680518020001

邮箱: yangxincheng@gszq.com

分析师 王琪

执业证书编号: S0680521030003

邮箱: wangqi3538@gszq.com

研究助理 刘思蒙

邮箱: liusimeng@gszq.com

相关研究

- 《浙富控股(002266.SZ): 业绩超预期, 危废龙头高速增长》2021-07-15
- 《浙富控股(002266.SZ): 业绩靓丽, 危废产能持续扩张》2021-04-29
- 《浙富控股(002266.SZ): 股权回购彰显信心, 危废龙头行稳致远》2021-01-19

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2286	8377	11118	14829	15907
现金	941	1581	4119	5093	6420
应收票据及应收账款	160	397	583	651	824
其他应收款	93	173	264	276	358
预付账款	14	332	237	467	359
存货	952	4638	4605	6976	6521
其他流动资产	126	1255	1309	1366	1425
非流动资产	5361	10339	12619	13748	14465
长期投资	1451	763	999	1193	1366
固定资产	689	1834	3702	4902	5809
无形资产	621	1371	1326	1280	1234
其他非流动资产	2600	6371	6592	6372	6056
资产总计	7647	18716	23737	28577	30372
流动负债	2755	8094	10822	13194	11914
短期借款	827	2930	4428	5943	3670
应付票据及应付账款	1047	2551	3483	4194	4808
其他流动负债	882	2613	2910	3057	3435
非流动负债	293	1708	1714	1317	1013
长期借款	209	1436	1442	1045	741
其他非流动负债	84	272	272	272	272
负债合计	3049	9803	12536	14510	12927
少数股东权益	1240	1212	1534	1941	2404
股本	1979	5370	5370	5370	5370
资本公积	155	17	17	17	17
留存收益	1175	2340	4467	6971	9917
归属母公司股东权益	3359	7701	9667	12125	15041
负债和股东权益	7647	18716	23737	28577	30372

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-57	-132	1115	1440	3182
净利润	181	1597	2503	2946	3466
折旧摊销	105	279	344	529	683
财务费用	61	143	275	189	197
投资损失	-369	-202	-348	-307	-285
营运资金变动	-68	-1951	-1186	-1917	-540
其他经营现金流	33	2	0	0	0
投资活动现金流	-33	-1550	-2277	-1351	-1116
资本支出	192	1435	2035	925	535
长期投资	175	-255	-236	-195	-173
其他投资现金流	334	-369	-478	-620	-753
筹资活动现金流	-248	976	-322	-380	-394
短期借款	-116	2103	320	250	170
长期借款	99	1227	6	-398	-303
普通股增加	0	3391	0	0	0
资本公积增加	-69	-138	0	0	0
其他筹资现金流	-161	-5606	-648	-233	-260
现金净增加额	-299	-747	1359	-291	3770

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1083	8343	13730	16977	19915
营业成本	878	6021	9957	12474	14538
营业税金及附加	11	78	132	162	191
营业费用	26	32	48	56	64
管理费用	165	330	535	654	765
研发费用	50	330	508	628	737
财务费用	61	143	275	189	197
资产减值损失	-34	10	0	0	0
其他收益	11	264	277	291	305
公允价值变动收益	-4	0	0	0	0
投资净收益	369	202	348	307	285
资产处置收益	29	6	0	0	0
营业利润	249	1857	2899	3412	4015
营业外收入	3	3	3	3	3
营业外支出	9	13	8	8	9
利润总额	243	1847	2894	3407	4008
所得税	61	250	391	461	542
净利润	181	1597	2503	2946	3466
少数股东损益	20	235	323	407	463
归属母公司净利润	161	1362	2180	2539	3003
EBITDA	383	2351	3423	4153	4840
EPS (元/股)	0.03	0.25	0.41	0.47	0.56

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	-1.8	670.1	64.6	23.7	17.3
营业利润 (%)	36.5	645.4	56.1	17.7	17.7
归属母公司净利润 (%)	46.9	744.2	60.1	16.5	18.3
获利能力					
毛利率 (%)	18.9	27.8	27.5	26.5	27.0
净利率 (%)	14.9	16.3	15.9	15.0	15.1
ROE (%)	3.9	17.9	22.3	20.9	19.9
ROIC (%)	4.5	14.1	16.6	16.0	18.0
偿债能力					
资产负债率 (%)	39.9	52.4	52.8	50.8	42.6
净负债比率 (%)	7.2	38.3	19.8	17.0	-8.5
流动比率	0.8	1.0	1.0	1.1	1.3
速动比率	0.5	0.3	0.5	0.5	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	4.5	29.9	28.0	27.5	27.0
应付账款周转率	0.8	3.3	3.3	3.3	3.2
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.03	0.25	0.41	0.47	0.56
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.01	-0.02	0.74	0.27	0.98
每股净资产 (最新摊薄)	0.63	1.43	1.80	2.26	2.80
估值比率					
P/E	194.7	23.1	14.4	12.4	10.5
P/B	9.4	4.1	3.2	2.6	2.1
EV/EBITDA	85.7	15.3	10.2	8.6	6.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 6 日收盘价

内容目录

一、再生金属龙头价值重估	5
1.1 资产重组入局再生金属资源回收领域，上市公司实现转型升级	5
1.2 公司股东结构及管理层稳定成熟，战略转型并做大做强“再生金属+危废处置一体化”业务	6
1.3 优质再生金属资产注入，公司未来发展可期	6
1.3 财务分析：清洁能源设备增长稳定，再生金属业务打开发展空间	9
二、再生金属资源化回收或将改变危废处置行业格局	11
2.1 再生金属：碳中和下危废资源化利用“新主线”	11
2.2 危废处置需求为公司提供巨量资源保障	12
2.2.1 政策高压保障危废处置需求持续增长	12
2.2.2 行业竞争格局分散，前后端一体化企业或将最终胜出	14
三、公司具备成为再生金属资源化&危废无害化龙头基因	15
3.1 上下游一体化布局提升公司盈利空间	15
3.2 厚积薄发的技术研发能力构筑专利护城河	17
3.2.1 前端：中联环保集团是危废处理高温熔融工艺的领跑者	19
3.2.2 后端：立足铜、金、银，卡位布局镍、钴、锂	20
3.3 区位优势：前端布局产废大省，保供后端再生金属原材料资源	23
四、“双碳”背景有望提升清洁能源景行业气度	24
4.1 核电：行业增速回暖，“华龙一号”从国内走向世界	24
4.2 水电：资源天花板决定行业增长空间	25
五、盈利预测	26
风险提示	28

图表目录

图表 1: 公司历经多年探索，逐步形成“清洁能源+大环保”发展格局	5
图表 2: 公司实控人为孙毅董事长，旗下子公司主要涉及水电、核电与再生金属业务	6
图表 3: 中联环保集团实现危险废物无害化处理&再生金属资源回收一体化产业布局	7
图表 4: 中联环保、净洋环保拥有+规划危废处理产能达 295 万吨	7
图表 5: 江西自立工厂拥有富集回收金属产能 17.1 万吨/年	8
图表 6: 公司与中联集团、中能环保签署对赌协议，约定今明两年扣非净利润合计不低于 19.2 亿元、21.3 亿元	8
图表 7: 公司近三年年营业快速增长	9
图表 8: 公司 2021 年 Q1 归母净利润同比增长 516%	9
图表 9: 2020 年资源化产品与危废处置服务合占总营收 88% (亿元)	9
图表 10: 2020 年资源化产品与危废处置服务合占总毛利 87% (亿元)	9
图表 11: 中联环保集团公司业绩呈稳健增长趋势	10
图表 12: 中能环保集团扣非净利润维持于 4 亿元左右	10
图表 13: 2020 年公司共销售铜 7.8 万吨，金 2.97 吨，银 91.5 吨，镍 2714 吨等金属	10
图表 14: 2016 起公司清洁能源设备制造毛利平稳	11
图表 15: 公司新接订单总金额自 2016 年达到峰值后未见显著增长	11
图表 16: 再生金属相比原生金属能耗及污染排放更低	11
图表 17: 我国有色金属储量较为匮乏	12
图表 18: 我国再生金属产量逐年提升 (万吨)	12
图表 19: 危险废物行业主要政策梳理	13
图表 20: 山东、江苏、浙江危险废物产生量位居全国前三 (万吨)	13

图表 21: 我国工业危险废物产生量十年 CAGR 达 17.7%.....	13
图表 22: 2019 年重点城市危险废物综合利用量同比增加 49.3% (万吨)	14
图表 23: 危废处理行业整体呈“散、小、弱”的竞争格局.....	14
图表 24: 规模型企业危废处理产能主要分布于产废大省.....	14
图表 25: 浙富控股通过前后端一体化布局, 营收毛利领先同行.....	15
图表 26: 浙富控股为废处置产能及营收位于同行业前列.....	15
图表 27: 江西自立工厂资源化物料内部供应比例逐年提升.....	16
图表 28: 中能环保内部供应铜合金产品品位高于外部供应商.....	16
图表 29: 浙富控股销售产品中, 金、银、镍、钴具备较高毛利率.....	16
图表 30: 浙富控股危废处理产能与金属回收产能处于同行业领先水平.....	16
图表 31: 浙富控股危废处置毛利率处于上升通道.....	17
图表 32: 浙富控股资源化回收毛利率处于同行业领先水平.....	17
图表 33: 中联环保集团布局危险废物“收集-贮存-无害化处理-再生金属”全产业链技术.....	18
图表 34: 高温熔融工艺为中联环保危废资源化及无害处理核心工艺.....	19
图表 35: 富氧侧吹熔融处理可回收铜、锡、铅、锌.....	19
图表 36: 危险废物无害化处理工艺对比.....	19
图表 37: 电解铜、金锭、银锭、钯和粗制硫酸镍生产工艺.....	20
图表 38: 硫酸钴、电解锌、电解锡生产工艺.....	21
图表 39: 江西自立基本实现了将危险废物“吃干榨净”.....	21
图表 40: 公司多金属综合回收能力在同行业处于领先水平.....	22
图表 41: 公司危废处理领域专利数量领先同行.....	22
图表 42: 中联环保集团通过前端、后端工艺多方位布局再生金属产业链核心技术.....	23
图表 43: 前端无害化处置产能保障江西自立工厂再生金属材料来源.....	24
图表 44: 2021 年核电装机容量回暖.....	25
图表 45: 我国核电发电量占比逐年提升.....	25
图表 46: 2 我国水电新增装机呈逐年下滑趋势.....	26
图表 47: 我国近一半的水力资源主要集中在十三大水电基地 (万千瓦).....	26
图表 48: 江西自立再生金属产能利用率.....	27
图表 49: 公司分业务盈利预测 (百万元).....	27
图表 49: 可比公司估值表.....	28

一、再生金属龙头价值重估

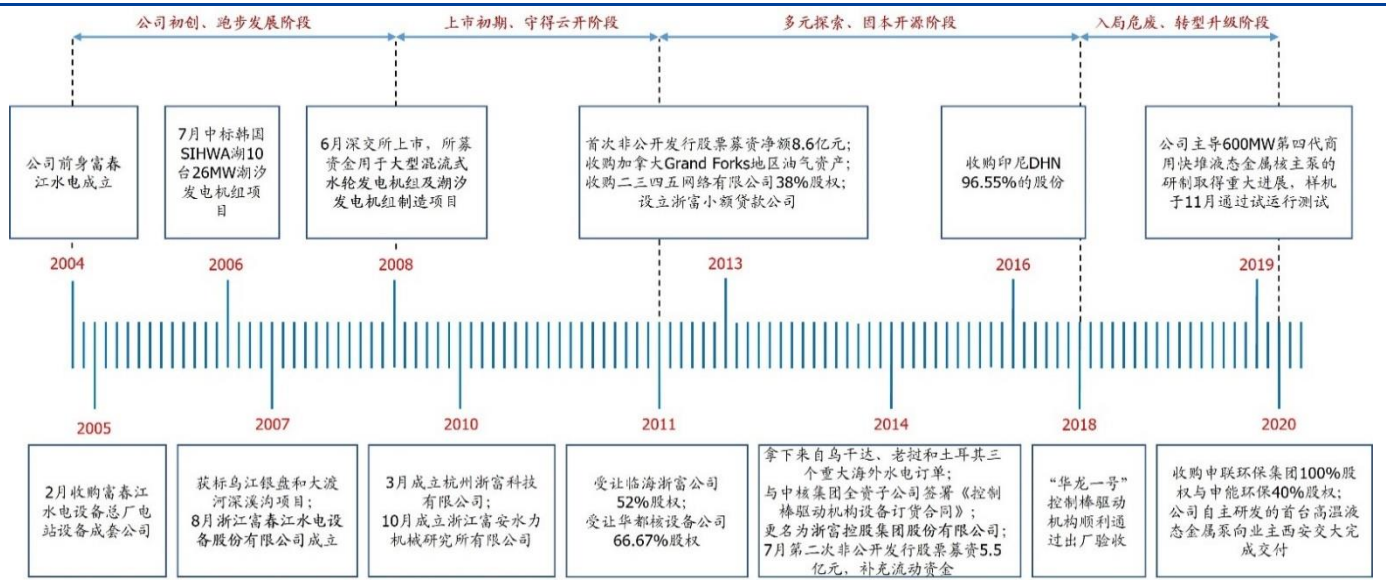
1.1 资产重组入局再生金属资源回收领域，上市公司实现转型升级

公司为国内水电&核电装备制造龙头，2020年入局再生金属资源回收领域。公司成立于2004年，以水轮发电机组制造起家，于2011年后开展多元化转型，先后迈入核电装备制造生产、互联网、油气开发等领域，成长为国内大型水轮发电机组与核电控制棒驱动机构产研龙头。水电领域，公司近年承制国内自主研发单机容量最大的轴流转桨式机组：广西大藤峡电站左岸3*200MW机组；核电领域，公司“华龙一号”控制棒驱动机构是当前核电市场上接受度最高的三代核电机型之一，并引领第四代商用快堆液态金属核主泵的研发与制造。互联网领域，先后于2013、2014年收购二三四五网络公司与梦响强音公司股权。

2020年公司通过资产重组入局再生金属领域，获得全新利润增长点，形成“清洁能源+大环保”公司发展格局。2020年公司通过发行股份及支付现金的方式收购申联环保集团100%股权与中能环保40%股权，成功迈入环保领域。为配合公司“清洁能源、大环保”发展战略，公司对既有业务进行“剪枝”，自2019年起累计出售二三四五公司股票5.7亿股，意向出售印度尼西亚巴丹图鲁水电站项目51%股权。受疫情影响，兰溪自立32万吨和泰兴申联77万吨新建项目的工期滞后，目前已顺利投产。收购申联环保集团为公司带来利润端显著改善，2020年实现归母净利润13.6亿元，同比增长189.6%。

回溯来看，公司共经历四个发展阶段：1) 2004-2007年：公司初创、跑步发展阶段；2) 2008-2010年：上市初期、守得云开阶段。3) 2011-2018年：多元探索、固本开源阶段；4) 2019年-至今：入局危废、转型升级阶段。

图表1：公司历经多年探索，逐步形成“清洁能源+大环保”发展格局



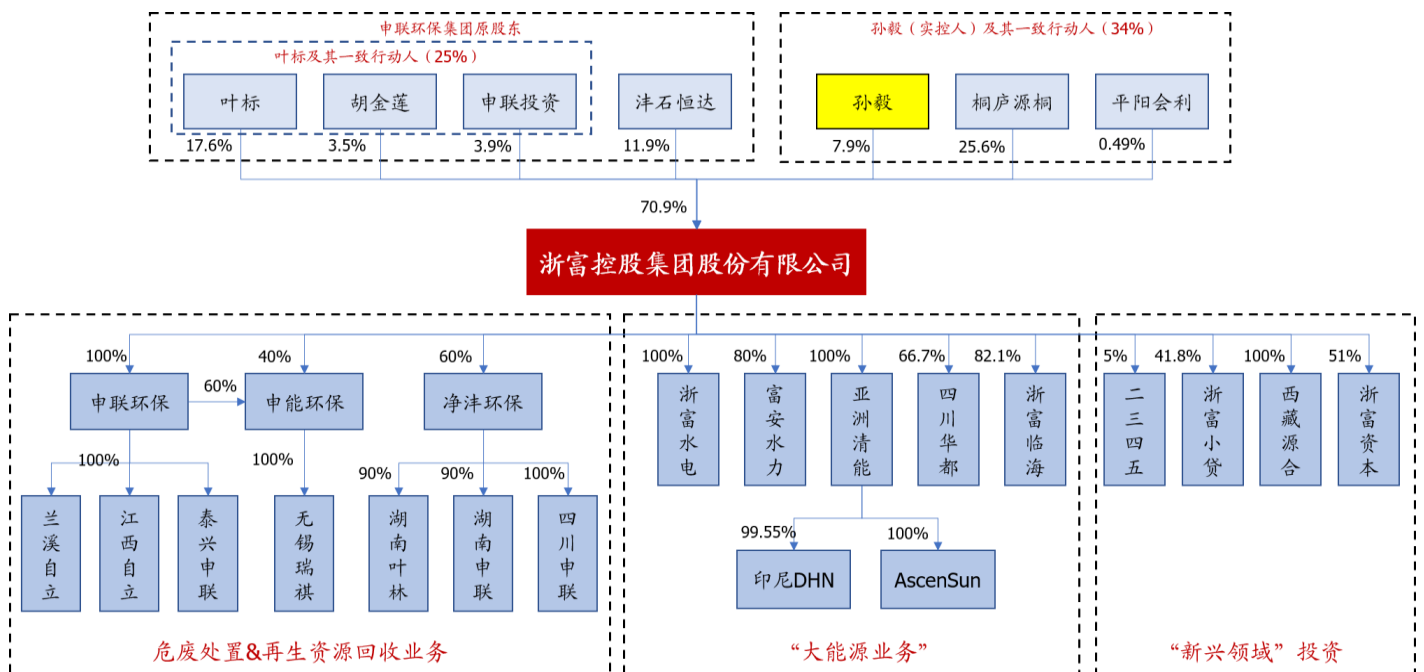
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.2 公司股东结构及管理层稳定成熟，战略转型并做大做强“+危废处置一体化”业务

公司实控人为孙毅董事长，资产重组引入叶标、胡金莲等中联集团原股东。为实现对中联环保集团与中能环保的收购，公司于2020年6月进行资产重组，通过发行股份与支付现金方式向桐庐源桐、叶标、中联投资、胡金莲、泮石恒达、泮能投资等中联环保原股东收购其持有股份。其中，桐庐源桐为上市公司实际控制人孙毅先生控制企业，本次交易前，桐庐源桐作为第一大股东持有中联环保集团40.57%股份。完成资产重组后，孙毅董事长仍为公司实控人，连同其一致行动人持有公司34%股权，叶标及其一致行动人拥有24.99%，泮石恒达拥有12.54%股权，合计拥有公司70.9%股权。

公司旗下子公司主要涉及水电、核电与再生金属业务。水电业务方面，公司水轮机组制造、销售业务由全资子公司浙富水电负责运营，富安水力公司主要进行机电研发业务。核电业务方面，主要由四川华都负责，公司持股66.7%，剩余股份由中国核动力研究设计院持有。再生金属业务方面，公司直接持有中联环保集团100%股权与中能环保40%股权，后者剩余股权由中联环保集团持有。此外，公司还拥有净泮环保60%股权。通过持有上述股权，公司拥有危废处理（178万吨/年）&再生资源回收（约17吨/年）前后端一体化处置技术与设施。

图表2：公司实控人为孙毅董事长，旗下子公司主要涉及水电、核电与再生金属业务



资料来源：Wind，国盛证券研究所

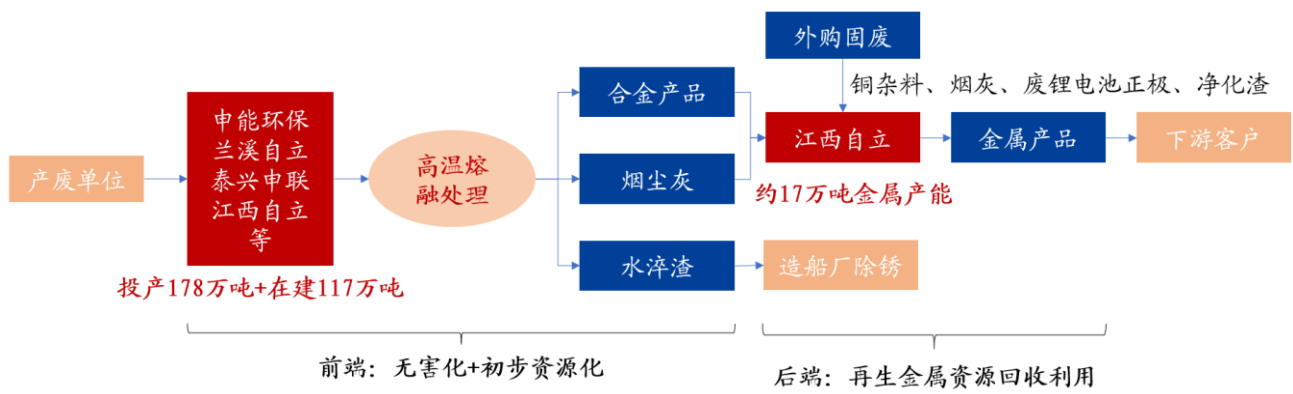
1.3 优质再生金属资产注入，公司未来发展可期

公司通过资产重组收购中联环保集团与净泮环保，入局再生金属资源回收领域。2019年3月公司公布重大资产重组预案，拟以3.81元/股发行33.9亿股收购中联环保集团100%股权，交易对价129.2亿元；以支付现金的方式向胡显春购买其持有的中能环保40%股权，交易对价15.8亿元。该重组事项于2020年6月完成，公司拥有中联环保集团100%股权，直接持有中能环保40%股权并通过中联环保集团间接持有中能环保60%股权。为避免同业竞争，公司以对价3720万元收购股东孙毅持有的净泮环保60%股权，该交易于2020年4月完成。至此，上市公司成功获得再生金属资源回收能力。

中联环保集团是危险废物无害化处理&再生金属资源回收利用龙头。中联环保集团拥有危险废物前端无害化&初步资源化与后端深度资源化一体化技术与设施布局，本质为再生金属回收厂商，前端各子公司合计拥有危险废物无害化&初步资源化处理能力 178 万吨/年，此外净洋环保规划建设产能 117 万吨/年；后端江西自立工厂拥有富集和回收铜、金、银、钨、锡、镍、铅、锌、锑等各类金属产能合计 17 万吨/年。根据公司公告，随着中联环保集团前端无害化产能逐步投产运营，江西自立的再生金属原材料平均内部供应比例从 2019 年的 26%逐步提升至 2024 年的 50%，原材料来源的稳定性稳步提升。

此外，江西自立工厂即将完成多金属综合利用技改项目，进一步拓宽来料渠道，尤其废锂电池回收企业固废/危废，提升能源金属结构占比。根据环评公告，技改后在原生产线上新增 15000t/a 精制硫酸镍、15000t/a 精制硫酸钴、790t/a 工业碳酸锂产能，以废锂电池正极、净化渣（外购及自产）和粗硫酸镍（外购及自产）等为原料，采用“浸出+萃取+蒸发浓缩”的工艺路线回收有价元素，处理规模达 52794t/a。

图表 3: 中联环保集团实现危险废物无害化处理&再生金属资源回收一体化产业布局



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 中联环保、净洋环保拥有+规划危废处理产能达 295 万吨

集团	子公司	产能 (万吨)	进度
申联环保	安徽杭富	8	投产
	江苏泰兴申联	77	投产
	江苏无锡瑞祺	3	投产
	浙江申能环保	35	投产
	浙江兰溪自立	32	投产
	江西自立	23	投产
	小计	178	
净洋环保	湖南申联	40	环评+土地证
	湖南叶林	17	环评+土地证
	辽宁大连申联	30	环评+土地证
	四川申联	30	开拓
	小计	117	
	合计	295	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 江西自立工厂拥有富集回收金属产能 17.1 万吨/年

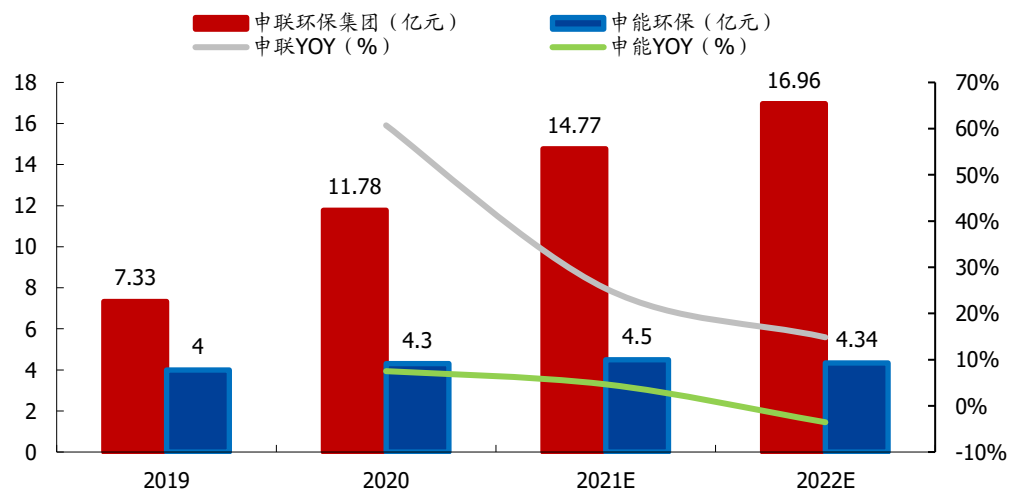
产品	产能 (金属吨/年)
阴极铜	122000
金	7.9
银	170
镍 (精制硫酸镍 22.0%)	3300
钴 (精制硫酸钴 20.5%)	3075
钨	4.65
锡	7280
锌	23000
铅	11667
工业级碳酸锂	790 (吨/年)
合计	171295

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

申联环保集团收入来源主要包括危废处理服务费及回收销售有价金属: (1) 通过与产废单位签订危废处理协议, 以协议约定的价格收取危废处理服务费; (2) 处理危废及一般固废过程中, 将有利价值的金属成分资源化回收形成产品并对外销售。2020 年公司危险废物处置及资源化产品实现营业收入 73.6 亿元, 其中销售资源化产品实现营业收入 70.7 亿元, 占比达 96%。此外公司通过套期保值业务, 进一步提高公司应对大宗商品价格波动风险的能力, 增强财务稳健性。

公司与申联环保集团、中能环保签署业绩对赌协议, 兜底未来两年公司危废业务。公司与申联环保集团公司原股东桐庐源桐公司、叶标、申联投资公司、胡金莲签订的《申联环保集团业绩承诺与补偿协议》, 约定申联环保集团今明两年扣非归母净利润不低于 14.77 与 16.96 亿元。若未能实现, 原股东将优先以所持公司股票进行补偿, 不足部分以现金补偿。公司与中能环保原股东胡显春签署《中能环保业绩承诺与补偿协议》, 约定中能环保今明两年扣非归母净利润不低于 4.5 与 4.34 亿元, 不足部分将以现金补偿。

图表 6: 公司与申联集团、中能环保签署对赌协议, 约定今明两年扣非净利润合计不低于 19.2 亿元、21.3 亿元

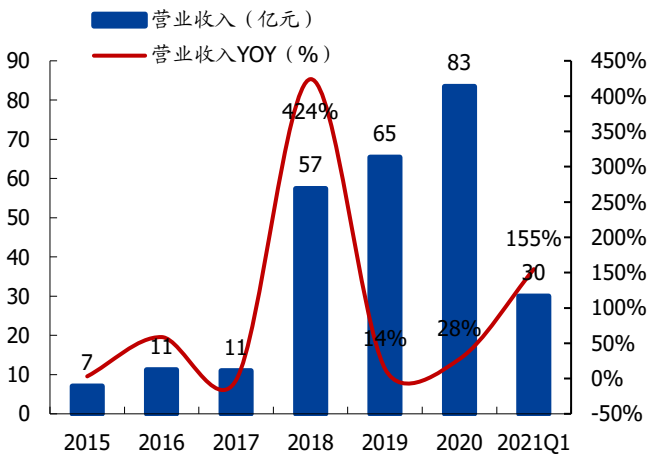


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.4 财务分析：清洁能源设备增长稳定，再生金属业务打开发展空间

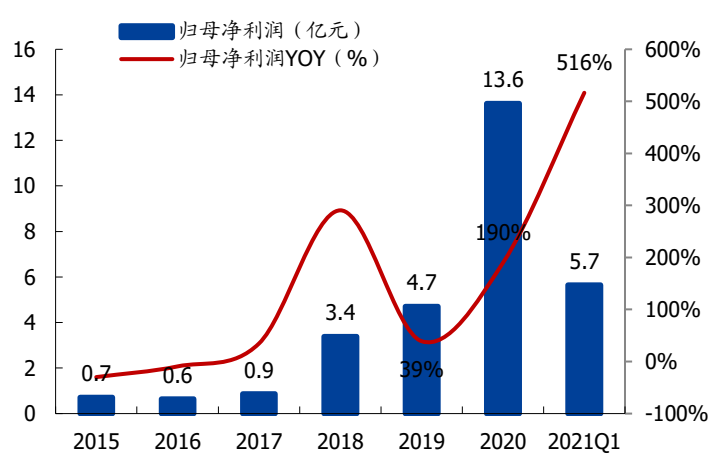
公司收购中联环保集团后，再生金属资源回收与危废处置业务成为公司主要收入来源。从总量来看，公司资产重组前，营收净利增长乏力，资产重组后，盈利能力得到显著改善，归母净利润同比增长189.6%。从营收结构来看，2020年，公司实现营业收入83.4亿元，同比增长27.6%，归母净利润13.6亿元，同比增长189.6%；其中再生金属资源化产品实现营业收入71亿元，占公司总营收比例达85%，危废处置服务营收2.87亿元，占比3%。原主营业务水电、核电装备制造业务营收9亿元，占比缩减至11%。石油采掘、互联网、特种电机业务业绩表现不佳，公司或将择机处置不良资产。2021年一季度，受益于再生金属资源化产品产能提升以及商品价格高涨，公司实现归母净利润5.7亿元。

图表7：公司近三年年营业快速增长



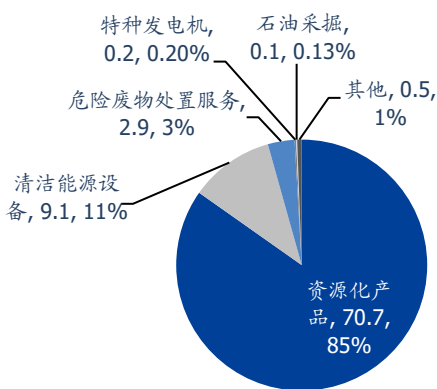
资料来源：公司公告，国盛证券研究所
注：2018年后合并中联环保集团

图表8：公司2021年Q1归母净利润同比增长516%



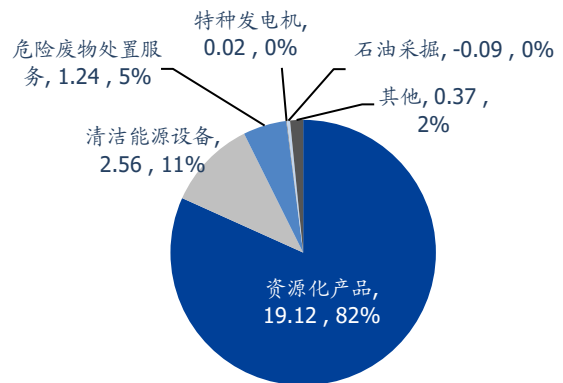
资料来源：公司公告，国盛证券研究所
注：2018年后合并中联环保集团

图表9：2020年资源化产品与危废处置服务合占总营收88% (亿元)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

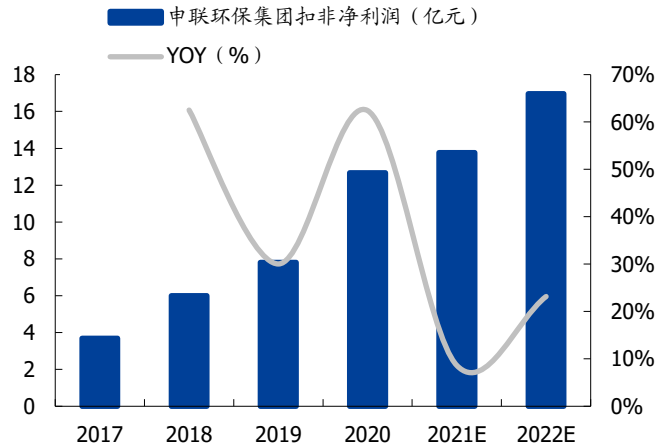
图表10：2020年资源化产品与危废处置服务合占总毛利87% (亿元)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

再生金属业务为公司注入全新增长点。公司于2020年收购中联环保、中能环保股权。从业绩表现来看，中联环保集团公司业绩呈稳健增长趋势，2020年实现扣非净利润12.7亿元，同比增速达62%；中能环保扣非净利润维持于4亿元左右的水平。中联环保集团盈利能力稳步提高主要来源于公司资源回收业务逐步放量，2020年公司共销售铜7.8万吨，金2.97吨，银91.5吨，镍2714吨等金属，产销率维持高位。

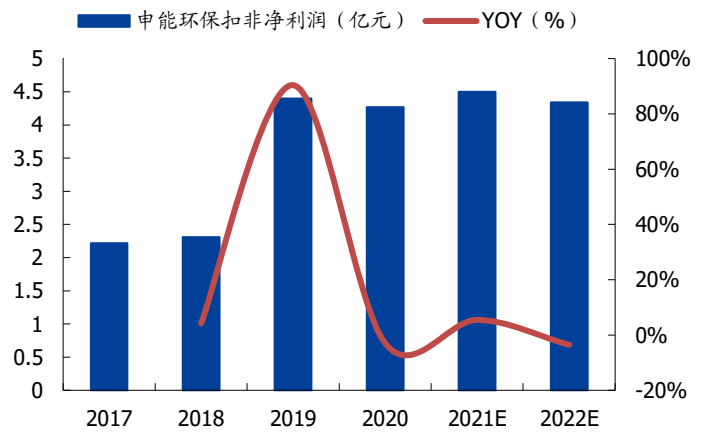
图表 11: 中联环保集团公司业绩呈稳健增长趋势



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

盈利预测基于中联环保集团业绩承诺

图表 12: 中能环保集团扣非净利润维持于 4 亿元左右



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

盈利预测基于中能环保业绩承诺

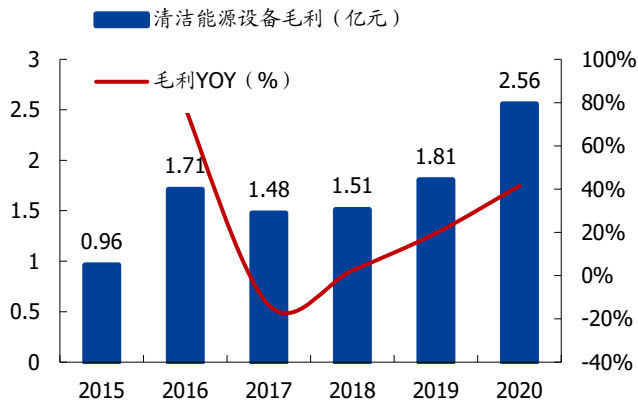
图表 13: 2020 年公司共销售铜 7.8 万吨, 金 2.97 吨, 银 91.5 吨, 镍 2714 吨

产品名称	单位	产量	销量	产销率
铜	吨	81,995	78,155	95.32%
金	克	3,134,038	2,975,664	94.95%
银	千克	92,219	91,470	99.19%
钼	克	2,013,917	1,977,911	98.21%
镍	吨	2,787	2,714	97.38%
锡	吨	8,175	8,037	98.31%
锌	吨	10,481	10,954	104.51%
铅	吨	7,000	6,935	99.07%
铂	克	162,297	162,297	100.00%
铋	吨	582	582	100.00%
铀	吨	125	125	100.00%
合计	吨	111,243	107,598	96.72%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

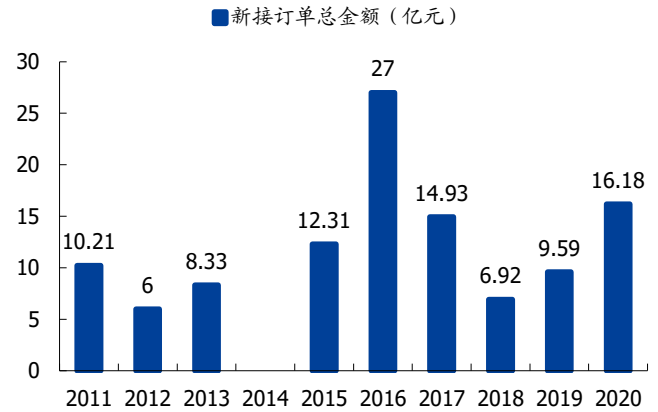
清洁能源设备业务逐渐回暖, 多元化发展增量有限。受制于国内水电装机增速持续下滑, 水电行业竞争格局持续恶化, 过去几年公司新接订单总金额自 2016 年达到峰值后逐渐回落, 对应利润端 2017 年出现回落, 受益于下游水电、核电装机回暖, 近三年利润逐渐提升, 2020 年毛利润达 2.56 亿元, 主要源自新接订单金额上涨, 2020 年较 2019 年同比增长 68.7%至 16.18 亿元。整体来看, 公司水电、核电业务产销平稳。

图表 14: 2016 起公司清洁能源设备制造毛利平稳



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 15: 公司新接订单总金额自 2016 年达到峰值后未见显著增长



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

二、再生金属资源化回收或将改变危废处置行业格局

2.1 再生金属: 碳中和下危废资源化利用“新主线”

再生金属产业对我国有色金属工业可持续发展以及节能环保、“双碳”目标具有重要支撑作用。在我国“双碳”政策背景下, 有色金属工业计划 2025 年实现碳达峰, 再生有色金属产业面临历史性机遇。再生金属在碳减排方面具有较大优势, 根据有色金属协会统计, 再生铜、铝、铅能耗仅为原生金属的 27.0%、3.8%、21.9%, 此外水耗、固废以及 SO₂ 排放量均有较大改善, 符合绿色循环经济发展需求, 因此发展再生金属产业是减少碳排放和环境污染的有效途径。

政策面国家大力支持再生金属资源综合利用产业发展。根据国家税务总局《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》, 对部分销售资源综合利用产品享受增值税即征即退 30%/70% 税收优惠政策, 部分产品按照 90% 计入应纳税所得额, 浙富控股旗下江西自立、中能环保、安徽杭富等子公司均位列该项税收优惠政策内。

图表 16: 再生金属相比原生金属能耗及污染排放更低

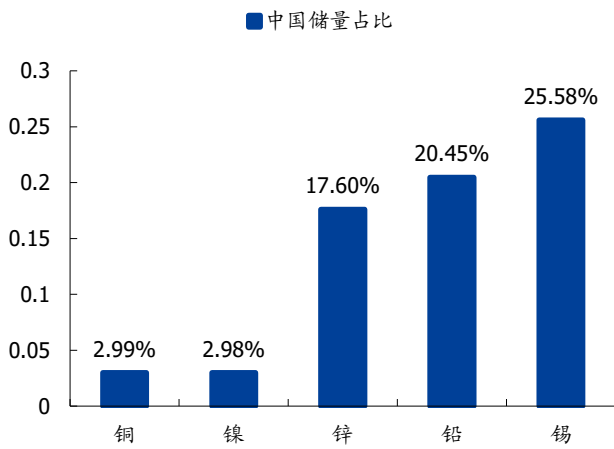
金属名称	能耗 (千克煤/吨)			水耗 (立方米/吨)			固废排放减少量 (吨)	SO ₂ 排放减少量 (吨)
	原生金属	再生金属	节能量	原生金属	再生金属	节能量		
铜	1444	390	27.0%	397	2	0.5%	380	0.137
铝	3916	150	3.8%	22.7	0.5	2.2%	20	-
铅	844	185	21.9%	235.5	0.5	0.2%	128	0.03
锌	1223	-	-	78	-	-	52	0.062

资料来源: 有色金属协会, 国盛证券研究所

再生金属产业为我国金属资源安全提供保障, 与国外相比仍具有较大发展空间。我国有色金属储量相对匮乏, 根据 USGS 统计, 我国铜、镍储量仅占全球储量不到 3%, 相较需求量存在巨大缺口。2020 年我国生产再生铜 325 万吨, 占精炼铜产量的 32%; 再生铝产量 740 万吨, 占铝产量的 20%; 再生铅 240 万吨, 占铅产量的 37%。据再生金属分会初步测算, 预计 2025 年我国再生金属产量将达到 2000 万吨, 其中再生铜 400 万吨、再生铝 1150 万吨、再生铅 300 万吨、再生锌 150 万吨。相较国外, 2020 年美国再生铜、

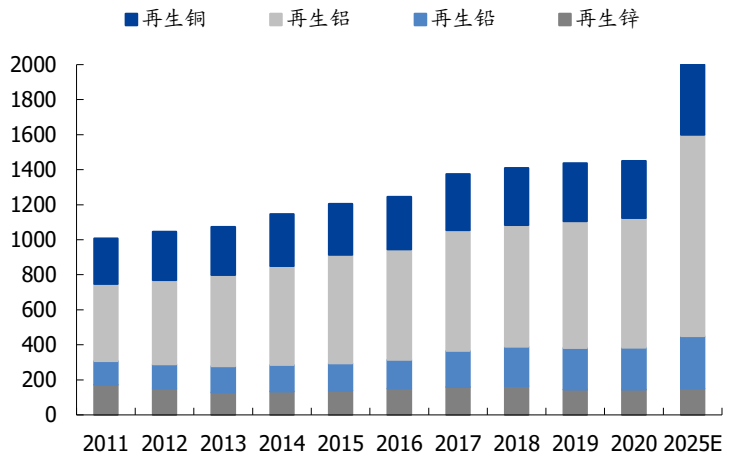
再生铝占铜、铝产量的比例分别超过了 50% 和 70%，美国的铅、日本的铝已经实现 100% 由再生金属原料供给。相比之下，我国再生有色金属产业仍有较大提升空间。

图表 17: 我国有色金属储量较为匮乏



资料来源: USGS, 国盛证券研究所

图表 18: 我国再生金属产量逐年提升 (万吨)



资料来源: 中国再生资源回收行业发展报告, 国盛证券研究所

2.2 危废处置需求为公司提供巨量资源保障

2.2.1 政策高压保障危废处置需求持续增长

政策是危废行业景气度的重要驱动力。尽管危废行业的需求来自产废企业，但政策仍是行业景气度的重要驱动力。随着国家对生态环境治理的日益重视，环保监管趋严成为常态，催生了市场对专业的危废处理服务的巨大的需求。我国已形成以《国家危险废物名录》为核心，覆盖从危废鉴别、转移、处置到资质、监管的危废治理政策和法规体系。

- ✓ **环保税倒逼危废处置需求增长:** 环保税于 2018 年 1 月开征，对包括固体危废排放在内的污染源排放征收环保税，相较此前的排污费法律效力更高且减排优惠更大，倒逼企业处理危废以降低成本，产废企业开始主动寻求与危废处理企业建立合作关系，并愿意支付较高的危废处理费。
- ✓ **监管体系日益趋严释放行业“隐藏”需求:** 2011 年起生态环境部要求将危废统计口径下限由 10kg/年下调至 1kg/年，当年危废统计产量同比增长 116.3%。2021 年发布了《强化危险废物监管和利用处置能力改革实施方案》，提出到 2022 年底，危险废物监管体制机制进一步完善；到 2025 年底，建立健全源头严防、过程严管、后果严惩的危险废物监管体系。

统计口径的偏差影响逐步消除。根据 2010 年《第一次全国污染源普查公告》，2007 年全国危废实际产量达 4574 万吨，远高于企业自主申报的 1079 万吨。第二次全国污染源普查从 2018 年全面展开，根据 2020 年 6 月发布的《第二次全国污染源普查公告》，2017 年，我国危险废物产生量为 6581 万吨，与企业自主申报的 6937 万吨较为一致，统计误差逐步消除后将更加真实反映危废处置真实需求。

- ✓ **危废转移政策定调处置产业分布格局:** 2020 年我国发布了《危险废物转移环境管理办法(修订草案)》，提出危险废物转移实行就近原则，危险废物利用以市场化为主。

上述因素将进一步推动行业发展，拥有规模化危废综合处理能力的企业将受益于需求释放，进一步提升行业地位。

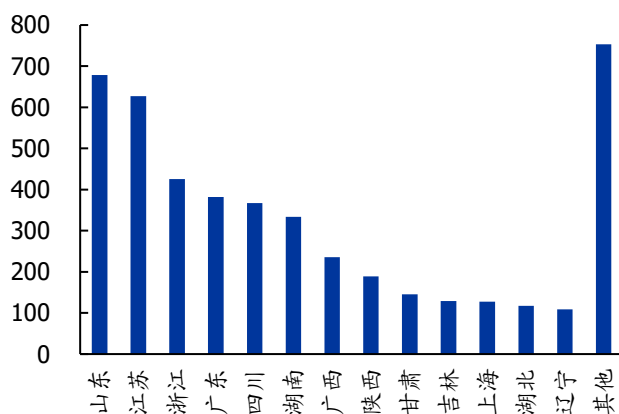
图表 19: 危险废物行业主要政策梳理

序号	政策名称	发布时间	相关内容
1	《强化危险废物监管和利用处置能力改革实施方案》	2021/5	到 2022 年底，危险废物监管体制机制进一步完善；到 2025 年底，建立健全源头严防、过程严管、后果严惩的危险废物监管体系
3	《国家危险废物名录(2021 版)》	2020/11	对于各个行业产生的危险废物进行了识别和归纳
4	《危险废物转移环境管理办法(修订草案)》	2020/10	危险废物转移实行就近原则，危险废物利用以市场化为主
9	《环境保护税法》	2016/12	对包括固体危废排放在内的污染源排放征收环保税，相较此前为排污费法律效力跟高且减排优惠更大
10	《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》	2015/6	对部分自产危废物销售实行增值税即征即退 30% 的政策

资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

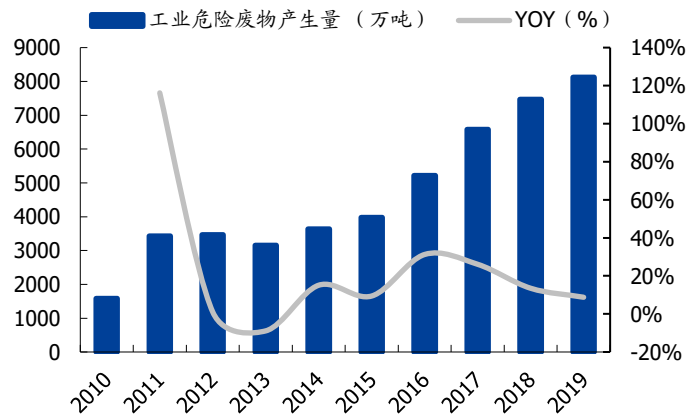
我国工业危险废物产生量主要分布于东部沿海地区，产生量与综合利用率呈逐年上升趋势，申联环保集团将持续受益于危废处置需求带来的巨量资源保障。根据生态环境部《环境统计年报》，我国工业危险废物主要产生于山东、江苏、浙江、广东等东部工业重省，2010-2019 年工业危险废物产生量由 1587 万吨增长至 8126 万吨，十年复合增长率达 17.7%。其中 2011 年出现较大增幅是因为统计口径下限由 10kg/年下调至 1kg/年。根据《全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，196 个大、中城市工业危险废物产生量达 4498.9 万吨。其中工业危险废物综合利用率占利用处置及贮存总量的 47.2%，处置量、贮存量分别占比 38.5%和 14.3%。2019 年综合利用率同比增加 49.3%，危险废物无害化处理及再生资源利用领域的增长潜力明显。

图表 20: 山东、江苏、浙江危险废物产生量位居全国前三(万吨)



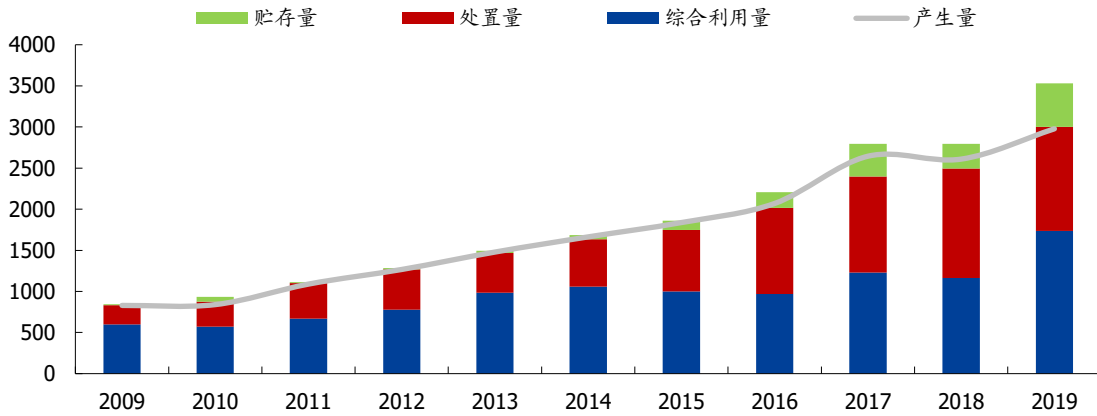
资料来源：《2020 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，国盛证券研究所

图表 21: 我国工业危险废物产生量十年 CAGR 达 17.7%



资料来源：《环境统计年报》，国盛证券研究所

图表 22: 2019 年重点城市危险废物综合利用量同比增加 49.3% (万吨)

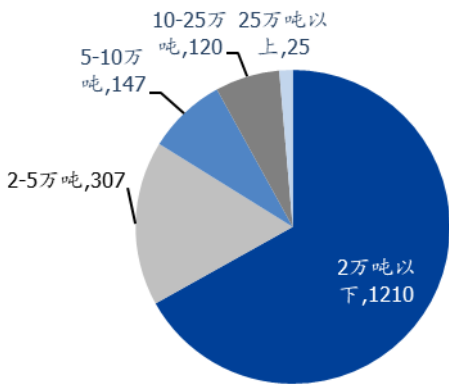


资料来源: 《2020 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》, 国盛证券研究所

2.2.2 行业竞争格局分散, 前后端一体化企业或将最终胜出

受限于运输壁垒, 危废处置企业大多分布于产废大省, 行业整体呈“散、小、弱”的竞争格局。从地域分布来看, 危险废物主要产生于我国工业较为发达的地区, 即东部沿海长江三角洲、珠江三角洲、长江沿岸和“陇海—兰新”三大工业带和辽中南、京津唐、沪宁杭和珠江三角洲等四大工业区。对运输的严格管理导致大部分危险废物均需在本地区或就近处理, 部分地区较难实现跨省、地区运输, 因此危废处理企业产能建设大多位于产废大省。此外, 根据前瞻产业研究院 2017 年统计数据, 我国 67% 的危废处理企业产能低于 2 万吨, 高于 25 万吨产能的企业占比仅 1%。

图表 23: 危废处理行业整体呈“散、小、弱”的竞争格局



资料来源: 前瞻研究院, 国盛证券研究所

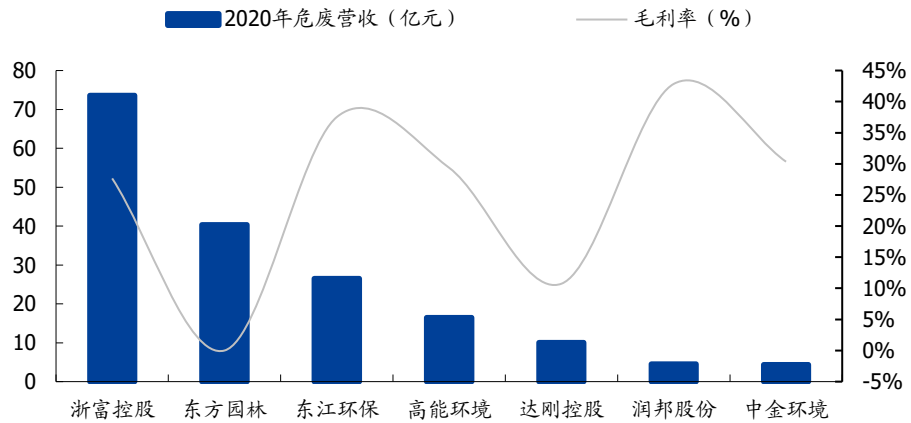
图表 24: 规模型企业危废处理产能主要分布于产废大省

企业	产能主要分布
浙富控股	浙江、江西、江苏
高能环境	甘肃、湖北、浙江
东方园林	江苏、浙江
东江环保	广东、福建、江苏、山东
达刚控股	湖南
中再资环	山东
润邦股份	湖北、江苏
中金环境	浙江

资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

具备前后端一体化的再生金属回收利用企业或将在长跑中胜出。再生金属资源化作为近年来新兴技术路线, 能够显著降低企业排碳量以及污染水平。一体化产生的协同效应还能有效降低成本, 扩大利润空间。对比同行业主要上市公司, 浙富控股由于其前端能够回收、富集十余种金属, 生产的中间品合金化合物产值较高, 后端销售电解铜、硫酸镍、电解锌等近 10 种金属产品。而同行公司极少能够生产 5 种以上金属, 反映到盈利端, 浙富控股营收毛利均处于同行业领先水平, 助力公司加速获取市场。

图表 25: 浙富控股通过前后端一体化布局, 营收毛利领先同行



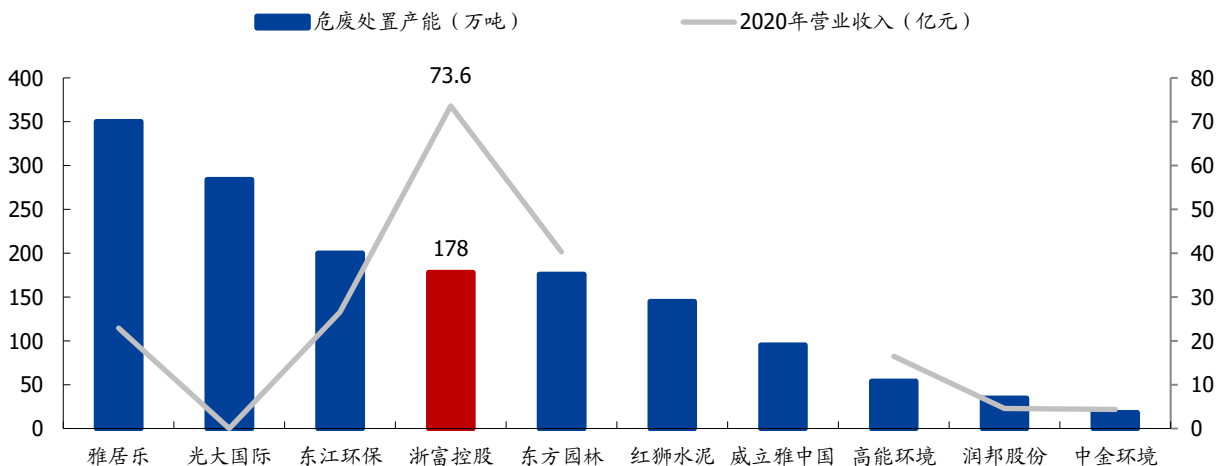
资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

三、公司具备成为再生金属资源化&危废无害化龙头基因

3.1 上下游一体化布局提升公司盈利空间

规模化处理&再生金属深度资源化利用构建强大护城河, 公司具备成为再生金属行业龙头潜质。中联环保集团拥有覆盖固态无机危险废物、固态有机危险废物和液态危险废物多品类的危废处理能力, 危废处理以及金属回收产能分别达 178 万吨和 17 万吨, 均处于同行业领先水平, 回收金属品类位列行业最多。2020 年公司危废资源化利用与处置业务实现营业收入 73.6 亿元, 位列同行业上市公司首位。

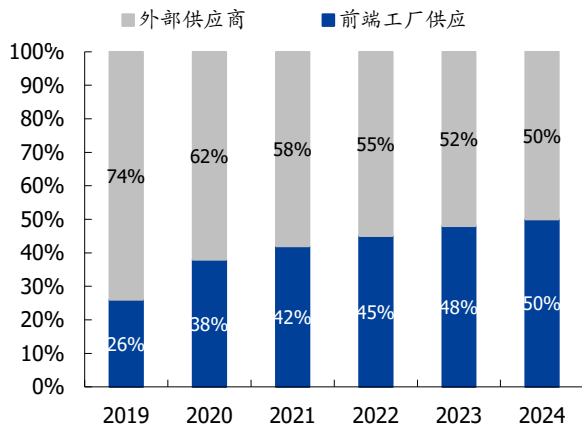
图表 26: 浙富控股为废处置产能及营收位于同行业前列



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

前端产能放量有利于后端再生金属来料内部供应比例提升, 强化再生金属资源化利用利润空间。江西自立工厂此前再生金属原材料较多来源于外采固废, 固废定价模式一般为金属的市价乘以一定的折扣系数; 若原材料为危废, 则在危废处置价格中扣除一定金属价值, 账面体现为不计价金属, 显著降低公司采购成本。根据公司公告, 随着中联环保集团前端危废无害化项目 (产出中间铜合金产品) 逐步投产运营, 江西自立的再生金属物料内部供应比例将由 2019 年 26% 提升至 2024 年 50%, 除提高来料稳定性外, 也将增强集团整体盈利能力。此外, 以申能环保为例, 其铜以外有价金属品位、多样性显著高于外部供应商。

图表 27: 江西自立工厂资源化物料内部供应比例逐年提升



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 28: 申能环保内部供应合金产品铜以外品位明显高于外部货源

品位	申能环保	贵溪凌云	丰城众合	江西耀腾
铜	68.07%	95.70%	91.32%	91.49%
金 (g/t)	39.12	5.75	0.98	6.19
银 (g/t)	1,092.14	89.55	705.34	780.61
钯 (g/t)	27.61	15.19	-	7.76
锡	7.87%	0.27%	0.55%	1.48%
镍	11.82%	0.92%	0.50%	0.78%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

后端多品类回收技术壁垒较高, 随着高附加值金属回收能力提升, 公司盈利能力有望进一步增强。行业中不同的资源化企业具备不同的金属回收能力, 且回收的不同金属毛利相差较大。例如, 电解铜工艺成熟, 进入门槛较低, 原材料采购价格较高, 因此其毛利很低; 锌、锡、镍因提取工艺较为复杂, 较少企业具备从危废及一般含金属固废中同时对它们实现高效富集、分离及回收的能力。江西自立通过持续精进研发, 将危险废物“吃干榨净”, 销售产品中, 金、银、镍、钴均具备较高价值, 相比同行业公司, 营业收入与毛利润均处于领先水平。

图表 29: 浙富控股销售产品中, 金、银、镍、钴具备较高毛利率

项目	2017	2018	2019H1
电解铜	2.66%	-0.27%	5.07%
金锭	7.53%	40.78%	58.07%
银锭	21.74%	34.32%	57.57%
钯	32.05%	78.82%	78.87%
电解锡	27.43%	53.96%	51.56%
电解锌	46.25%	50.54%	32.24%
粗制硫酸镍	42.26%	72.95%	72.04%
粗铅	85.27%	78.26%	76.88%
冰铜	4.07%	9.76%	12.36%
综合毛利	13.31%	22.88%	29.46%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 30: 浙富控股危废处理产能与金属回收产能处于同行业领先水平

企业	处理方式	金属回收产能 (万吨)	2020 年营收 (亿元)	2020 年毛利 (亿元)	综合回收金属品类
浙富控股	物化、高温熔融、综合利用	17	73.6	20.4	铜、金、银、钯、锡、镍、铅、锌、铋等
东江环保	焚烧、填埋、综合利用	7	26.5	10.0	主要为铜盐
达刚控股	资源化综合利用	4(不计入硫酸)	10.0	1.1	铋、铅、银、金等
中金环境	物化、焚烧、综合利用	-	4.3	1.3	铂、钯、铈、钕、铌等

资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

浙富控股危废处理以及资源化回收毛利率水平处于同行前列。需要指出，不同的工艺路线、物料来源、资源化产品类型和回收的金属种类等会影响资源化回收的毛利率水平，市场中不同的金属资源回收企业亦存在较大的差异，导致可比性有限。

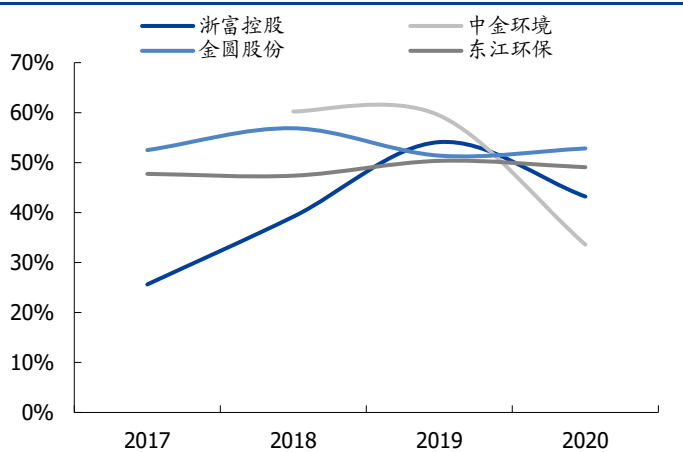
1) 危废处置业务: 2017-2019年浙富控股危废处置业务毛利率由25.6%上升至54.1%，主要系2017年干燥车间改造影响生产、危废处置价格逐年上升以及含铜等金属品位较低的危废处置数量增加所致，一般而言，危废中含金属的品位越高，收取的危废处置费相对越低，2020年毛利率降低至43.2%，主要系上半年疫情影响产废企业开工导致危废处置价格降低所致。

2) 再生金属回收业务: 降低了原材料成本，资源化产品的毛利率有所上升。中金环境毛利率虽然较高，但公司仅有少量湿法资源化回收产能，2020年营业收入仅达0.31亿元，与浙富控股不具备可比性。

3) 危废处置&资源化综合毛利率来看: 浙富控股综合毛利率处于上升通道，位于同行业领先水平，东江环保毛利率较高主要系危废处置业务营收毛利占比较大所致，且金属回收产品主要为铜盐，从营收与毛利润体量来看与浙富控股仍有较大差距。

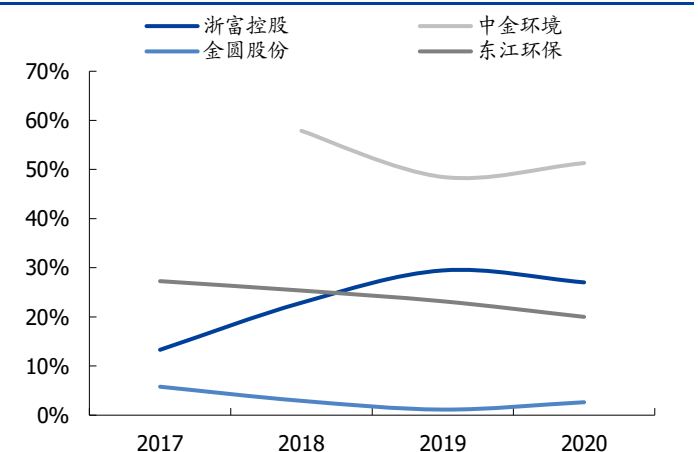
我们认为，从盈利模式来看，前端危废收集处置能力为公司提供资源保障，在此基础上，公司80%以上利润来自再生金属资源化产品销售，后端深度资源化综合利用将反哺前端产能扩张，正循环效应助力公司在市场竞争中脱颖而出。

图表 31: 浙富控股危废处置毛利率处于上升通道



资料来源: Wind, 国盛证券研究所
浙富控股 2019 年毛利率为上半年毛利率

图表 32: 浙富控股资源化回收毛利率处于同行业领先水平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所
浙富控股 2019 年毛利率为上半年毛利率

3.2 厚积薄发的技术研发能力构筑专利护城河

中联环保集团构筑了前后端一体化、综合收益最大化的产业布局和协同体系。中联环保集团全产业链回收工艺主要通过废物再生还原熔融、火法/湿法精炼、侧吹炉再提炼、合金电解等工序，实现多品类危险废物的无害化处理及深度资源化回收。公司以前端从事危废收集、贮存及无害化处理的申能环保、泰兴中联、兰溪自立、安徽杭富、无锡瑞祺等多家子公司为“翼”，以后端具备资源深加工能力的江西自立为“体”，形成“多翼一体”的横向发展与纵深延伸有机结合的发展战略，形成了独特的全产业链布局。

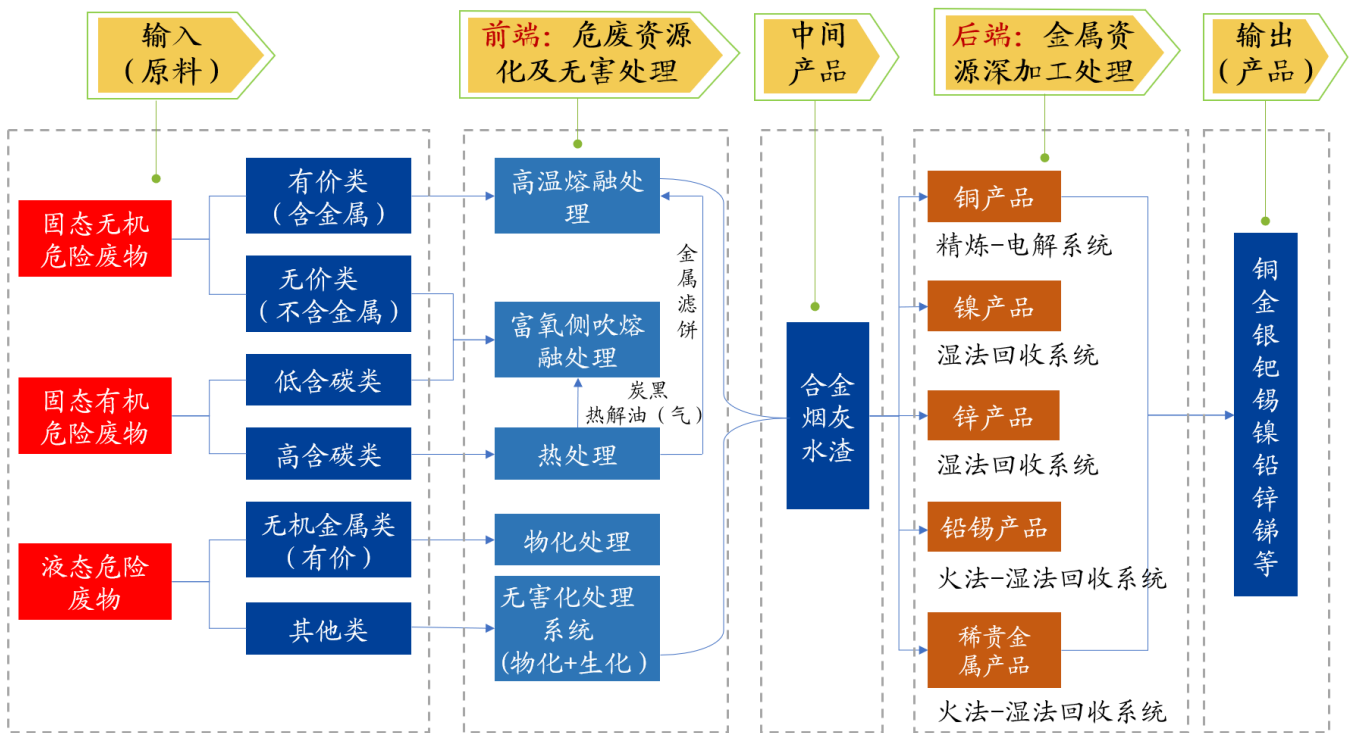
1) 前端: 泰兴中联、兰溪自立建成后，中联环保集团从单一的固态无机危废处置领域进入到固态有机危废处置、液态危废处置领域，危废处置类型从 11 大类扩展到 27 大类。针对不同类别的危险废物，中联环保集团采用高温熔融处理、富氧侧吹熔融处理、热

处理、物化+生化等不同技术和工艺进行无害化处理，从而降低处理成本，提高处理效率，提升金属回收率。有机危废、液态危废经蒸发浓缩、热解处理后的高热值浓缩液、可燃油、炭黑残渣可作为燃料与还原剂利用于此固危废高温熔融处置环节，进一步发挥各产线间的协同效应。

2) 后端，通过多金属定向分离技术，实现再生金属资源深度提炼加工。针对成分复杂的再生金属物料或者混合金属锭，通过“火法-湿法”综合嵌套使用的深度提炼加工技术，成功实现了大规模的产业化应用。该技术能进行深度提炼，回收多种金属，在实现“消除危害”的同时，提升了危废资源附加价值。

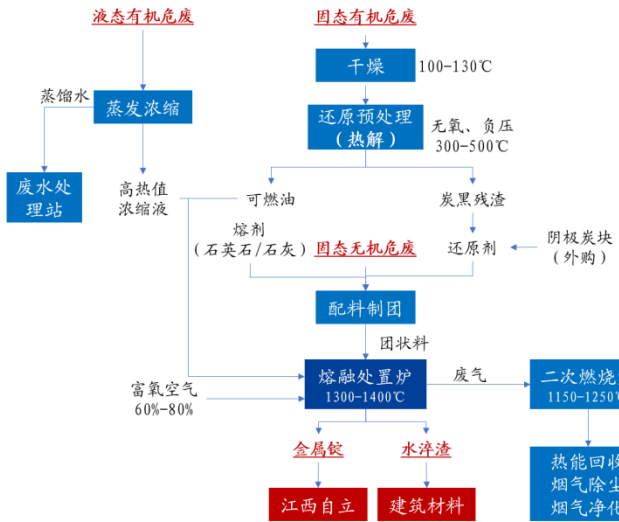
技术实施难点主要在于：
1) 原材料配伍方面：公司回收的各类危险废物含水率、重金属含量、氯含量等指标不尽相同，熔融处置前需进行合理配料，并合理分配重金属含量和氯含量高的废物，分批分时入炉进行熔融处置，保证熔融处置过程稳定及降低处置过程废气处理难度，同时能够提高产品的回收率，减少原料和燃料消耗。
2) 设备方面：危废成分比较复杂，通常具有强腐蚀性，熔融过程 1000℃ 以上高温对设备的耐热性能、材料、结构均有很高要求。
3) 环保方面：熔融环节产生的酸性气体、挥发性有机物、破碎粉尘、含氟废气、无机高盐废水、有机废水等均需系统化处理，公司采用 SNCR 脱硝+急冷+活性炭喷射+布袋除尘+湿法脱酸等防治措施保证多种污染物指标超低排放。

图表 33: 中联环保集团布局危险废物“收集-贮存-无害化处理-再生金属”全产业链技术



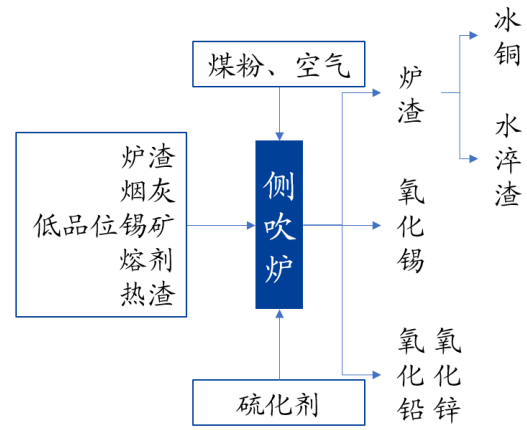
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 34: 高温熔融工艺为中联环保危废资源化及无害处理核心工艺



资料来源:《一种危险废物的熔融处置方法》, 国盛证券研究所

图表 35: 富氧侧吹熔融处理可回收铜、锡、铅、锌



资料来源:《一种利用底部侧吹炉回收铜、锡、铅、锌的工艺》, 国盛证券研究所

3.2.1 前端: 中联环保集团是危废处理高温熔融工艺的领跑者

中联环保集团是危废行业高温熔融工艺的领跑者, 高温熔融技术相较同行主流的填埋和焚烧技术主要优势有二: 1) 高温熔融技术产物实现一步无害化处理并实现金属元素高效富集, 产生的合金产品及水淬渣能够全部循环利用, 而焚烧之后的渣还是危废, 需要填埋处理, 目前国家规定危废只能进入刚性填埋场, 而刚性填埋场造价较高, 一立方造价 2500 元, 从而进一步增加处置成本。2) 公司固态无机高温熔融技术路线通过持续研发和工艺积累, 相比同行业公司处置成本更低, 处置效率更高, 有价金属回收率获得突破, 能源消耗降低近 40%。

图表 36: 危险废物无害化处理工艺对比

工艺名称	工艺介绍	优点	缺点
高温熔融处理	经高温熔融处理使内部金属元素先被氧化、随后被还原, 富集物从炉底部间断排出。上层流化态的熔融渣连续排出, 通过水淬急冷形成水渣	适应范围广、处置能力大、焚烧去除率高和烟气净化程度高, 产物可全部回收利用	配伍与工艺控制对经验要求高, 投资费用高
填埋法	是最终处置危险废物的一种方法, 将危险废物铺成一定厚度的薄层, 加以压实, 并覆盖土壤	投资成本低, 几乎不受废物的种类限制, 适合于处理大量的废物, 填埋后的土地可建造基础设施	土地审批难, 填埋物可能会产生易燃、易爆或毒性气体, 需加以控制和处理, 因地质灾害易造成重大渗漏风险
焚烧法	高温分解和深度氧化的综合过程, 通过焚烧使可燃性的危险废物氧化分解, 从而减少体积, 去除毒性, 回收能量及副产品	可快速大幅减少危险废物的体积; 此外可实现杀灭病原菌, 提供热能、电能的目的	产生大量的酸性气体和未完全燃烧的有机组分及炉渣, 可能会导致二次污染, 回转窑结焦严重; 投资及运行管理费高。
水泥固化法	水泥固化法是用污泥(危险固体废物和水的混合物)代替水加入水泥中, 使其凝结固化的方法	可分摊水泥制造成本, 固化体强度高、长期稳定性好; 规模化水泥企业可利用现有区位优势迅速扩张市场	危废浸出率较高, 油类、有机酸类、金属氧化物的固化体的增容比较高, 不能处理重金属含量高的废物
物理化学法	对废乳化液、废酸碱等通过物理化学方法进行处达到稳定无害状态	工艺简单、投资成本低	适用范围小, 部分产物仍需填埋处理

资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所

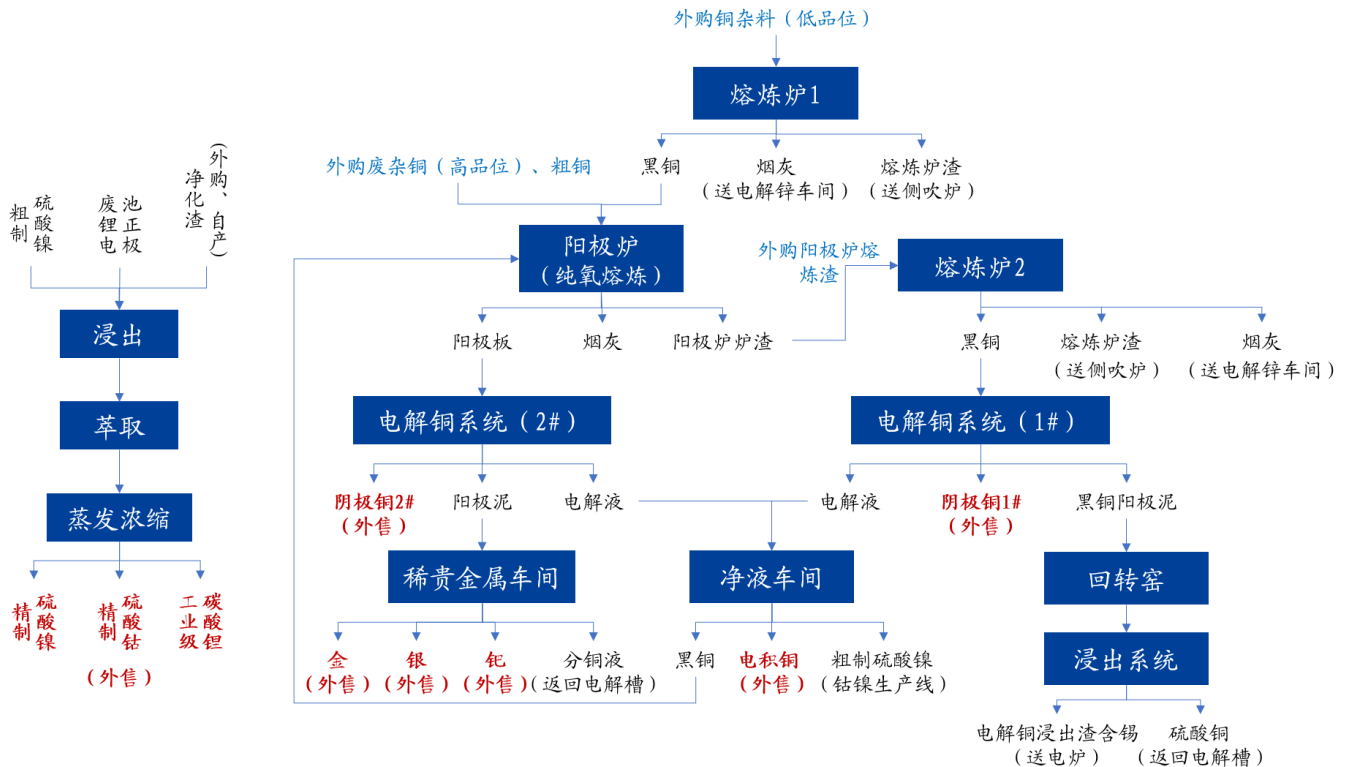
3.2.2 后端：立足铜、金、银，卡位布局镍、钴、锂

公司即将完成江西自立多金属综合利用技改项目，提高资源利用率、降低能耗的同时，新增了精制硫酸镍、精制硫酸钴、工业级碳酸锂生产能力。

- ✓ **进一步综合利用生产废渣：**原委外处置的自产铜浸出渣、置换渣、铁渣、分银渣共计 40747 吨/年，变更为自行综合利用（铜浸出渣和分银渣进电炉处置，铁渣进富氧侧吹炉、置换渣进锌电积生产线新增的置换渣处置工序），进一步回收有价金属。
- ✓ **提高阳极炉吨位：**原计划 6 座 100t 阳极炉，优化为 5 台 150t 阳极炉，采用纯氧熔炼工艺（提高生产效率，烟气排放量减少 50%，同时燃料相应减少 50%）削减污染排放量，达到节能减排的目的。
- ✓ **新增硫酸镍、硫酸钴、碳酸锂生产线：**以废锂电池正极、净化渣（外购及自产）和粗硫酸镍（外购及自产）等为原料，采用“浸出+萃取+蒸发浓缩”的工艺路线回收有价元素，处理规模 52794t/a。产品有精制硫酸钴（1.5 万 t/a）、精制硫酸镍（1.5 万 t/a）、工业碳酸锂（790t/a）、工业硫酸锰（5450t/a）等，其中精制硫酸镍产线系目前粗制硫酸镍产线的延长，物料来源与历史期保持一致，硫酸钴产线的原材料主要为外采废旧电池材料（3C 产品钴酸锂正极材料、NCM 三元正极材料、正极片、正极粉、边角料）和自产除钴渣。

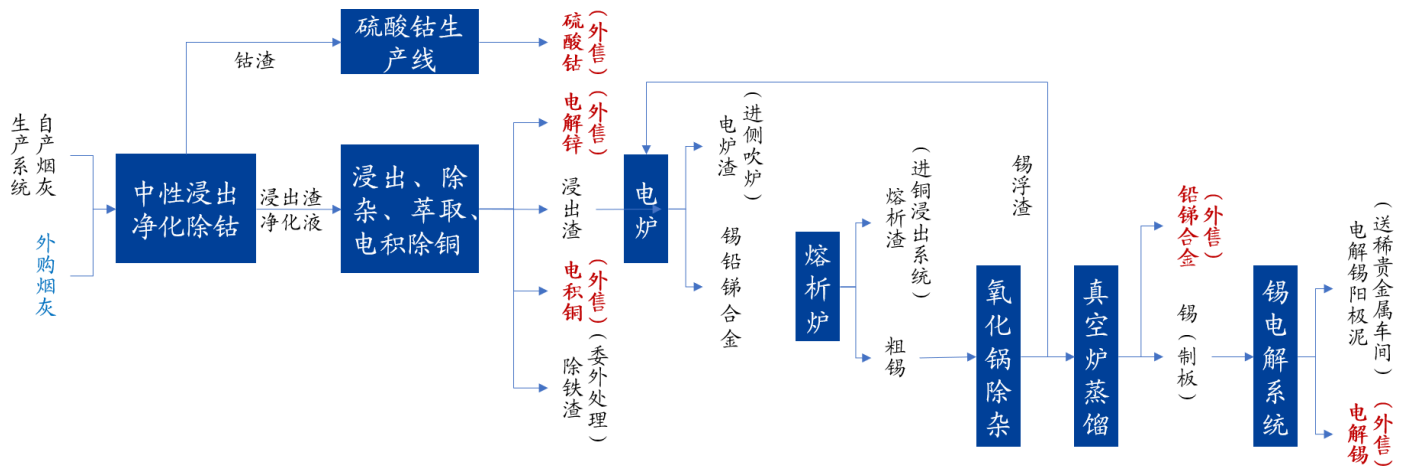
江西自立主要生产流程为：火法/湿法精炼环节，废杂铜、再生还原熔融环节产出的粗铜、铜合金等固体物料通过系列氧化、还原反应，进一步除去杂质，获得阳极板；该阳极板经整形、电解，产出电解铜和阳极泥，阳极泥被收集后可进一步回收金、银、钯等稀贵金属，电解液则可用于生产硫酸镍。再生还原熔融环节产出的烟尘经工艺处理后得到电解锌。

图表 37：电解铜、金、银、钯和粗制硫酸镍生产工艺



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 38: 硫酸钴、电解锌、电解锡生产工艺



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

江西自立核心竞争力在于持续精进研发不断提高回收资源品类, 长期摸索积累工艺技术 & 生产经验形成竞争壁垒。公司完成的“复杂锡合金真空蒸馏新技术及产业化应用”曾获得国家科学进步二等奖、“复杂多金属固废清洁高效资源化关键技术及产业化”江西省科学技术进步奖一等奖等殊荣。区别于传统矿石冶炼, 危废的无害化处理与资源化利用是典型的技术与经验并重、跨专业跨学科的行业, 对配伍及操作过程控制等多环节要求较高, 公司领先同行的主要优势在于持续的研发投入以及多年深耕的加持, 夯实公司竞争优势。

图表 39: 江西自立基本实现了将危险废物“吃干榨净”

固体废物	处置方式	提取元素
合金产品、烟尘灰、废渣	火法、湿法、电解	铜、镍、锌、铅、锡等
电解铜生产线阳极泥	阳极泥综合利用生产线	提取金、银、钯
熔炼炉等产生的烟尘灰	电解锌生产线利用浸出工艺	将锡、铅、铋富集于浸出渣
电解铜、锌的浸出渣	电炉熔炼	提取锡、铅、铋
其他废渣	侧吹炉	有价金属富集于烟尘灰
电炉、侧吹炉等产出的冰铜	转炉	深度提取有价金属
铁渣等利用价值小的废渣	含铜危废处置线	回收金属合金

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

原有危废资源化基础上, 公司卡位布局锂电回收业务, 再生金属领域业务布局具备一定的稀缺性。对比危废资源化利用行业主要上市公司, 江西自立再生金属产能以及金属品类均处于同行业前列, 再生铜、金、银均为同行业第一。此外, 公司完成技改后, 通过湿法回收正极材料制备硫酸镍、硫酸钴、碳酸锂, 业务布局进一步拓展, 反映出公司强大的技术竞争优势。

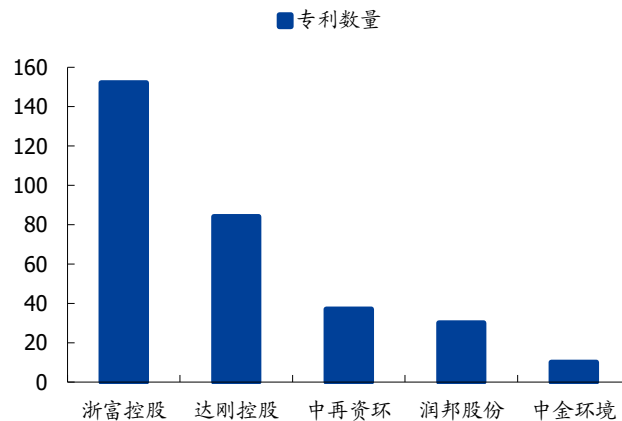
图表 40: 公司多金属综合回收能力在同行业处于领先水平

公司	子公司	地理位置	回收处置规模		再生金属产能		回收金属种类	工艺类型
			运行	规划	运行	规划		
浙富控股	中联环保集团	浙江、江苏、江西等	195万吨危废处置	117万吨危废	共17万吨/a: 包括阴极铜12.2万吨/a、金7.9t/a, 银170t/a, 硫酸镍1.5万吨/a, 硫酸钴1.5万吨/a, 碳酸锂790t/a	-	铜、金、银、钨、锡、镍、铅、锌、铋	前端高温熔融, 后端火法+湿法
格林美	格林美(荆门)、格林美(无锡)、格林美循环	湖北、江苏、江西	处理废弃物总量500万吨/a, 动力电池回收1万吨/a	处理废弃物总量1000万吨/a, 动力电池回收25万吨/a	-	-	钴、镍、铜、钨、金、银、钨、钼、锆、稀土等	湿法
赣锋锂业	赣锋循环	江西	锂电池及金属回收34000t/a	锂电池及金属回收34000t/a	-	-	锂、镍、钴、锰	湿法
华友钴业	华友循环、华友衢州、华友资源再生	浙江	-	6.5万吨废旧电池	-	-	钴、镍、锂	湿法
厦门钨业	海沧分公司	福建	-	-	四氧化三钴1350t/a、高纯硫酸镍3120t/a、粗品硫酸镍t/a、稀土硫酸复盐610t/a	-	镍、钴、锰	火法+湿法
	豪鹏科技	江西	回收电池490t/a	-	高纯硫酸镍2500t/a, 高纯硫酸钴500 t/a	-	镍、钴	
东江环保			200万吨	40万吨	7万吨	-	铜盐系列产品、镍盐系列产品、锡盐产品、有机溶剂、矿物油	碳化法生产碱式碳酸铜
高能环境	阳新鹏富、靖远宏达	湖北、甘肃	54万吨	-	-	45万吨综合利用	粗铜、冰铜、冰铅、粗铅、冰镍	烘干-熔炼-磨粉
达刚控股	众德环保、潼关富源	湖南	10万吨	-	精铋1300t/a, 硫酸5612t/a, 电铅38070t/a, 银铋200t/a, 金铋653kg/a	-	主要为铅、铋、金、银	火法、电化学法、富氧侧吹熔池熔炼技术
中金环境	金泰来	浙江	18万吨	-	铂族金属20 t/a	-	铂族金属(铂、钯、铑、钌、铱等)	前端高温熔融, 后端湿法提炼

资料来源: 各公司公告, 环评报告, 国盛证券研究所

强大的技术研发能力为公司构筑技术护城河, 公司危废资源化领域营业收入领先同行。对比危废处理领域主要上市公司, 浙富控股危废处理领域授权专利数量达 152 项, 其中实用新型专利 121 项, 发明专利 31 项, 遥遥领先同行业可比公司。强大研发能力加持下, 公司 2020 年公司危险废物处置及资源化产品领域实现营业收入 74.6 亿元, 在同行业上市公司中位居首位。

图表 41: 公司危废处理领域专利数量领先同行



资料来源: 佰腾网, 各公司公告, 国盛证券研究所

图表 42: 中联环保集团通过前端、后端工艺多方位布局再生金属产业链核心技术

	专利名称	授权号	专利权人	专利类型
前端	一种氧化锌烟尘多级逆流连续漂洗除氯的工艺及装置	ZL201510893538.4	江西自立	发明
	一种用底部侧吹炉回收铜、锌、锡、铅的工艺	ZL201210454606.3	江西自立	发明
	一种危险废物的熔融处置方法	ZL201810171392.6	中联环保	发明
	一种危险废物的资源再生方法	ZL201810171721.7	中联环保	发明
	一种新型熔炼炉	ZL202021565221.0	中能环保	实用新型
	一种熔炼炉用新型渣口铜水套	ZL201920317390.3	中能环保	实用新型
	一种含铜镍熔炼渣高压氧浸湿法处理生产阴极铜的工艺	ZL201210312135.2	江西自立	发明
后端	一种从冶炼烟灰中回收生产电解铜和电解锌的工艺	ZL201210311145.4	江西自立	发明
	一种回收铋中矿中铜、锌的湿法处理方法	ZL201910337857.5	江西自立	发明
	一种降低冶炼烟灰酸浸渣中锌铜含量的方法	ZL201210312151.1	江西自立	发明
	一种用于电解镍生产的萃取装置	ZL201721693362.9	江西自立	实用新型

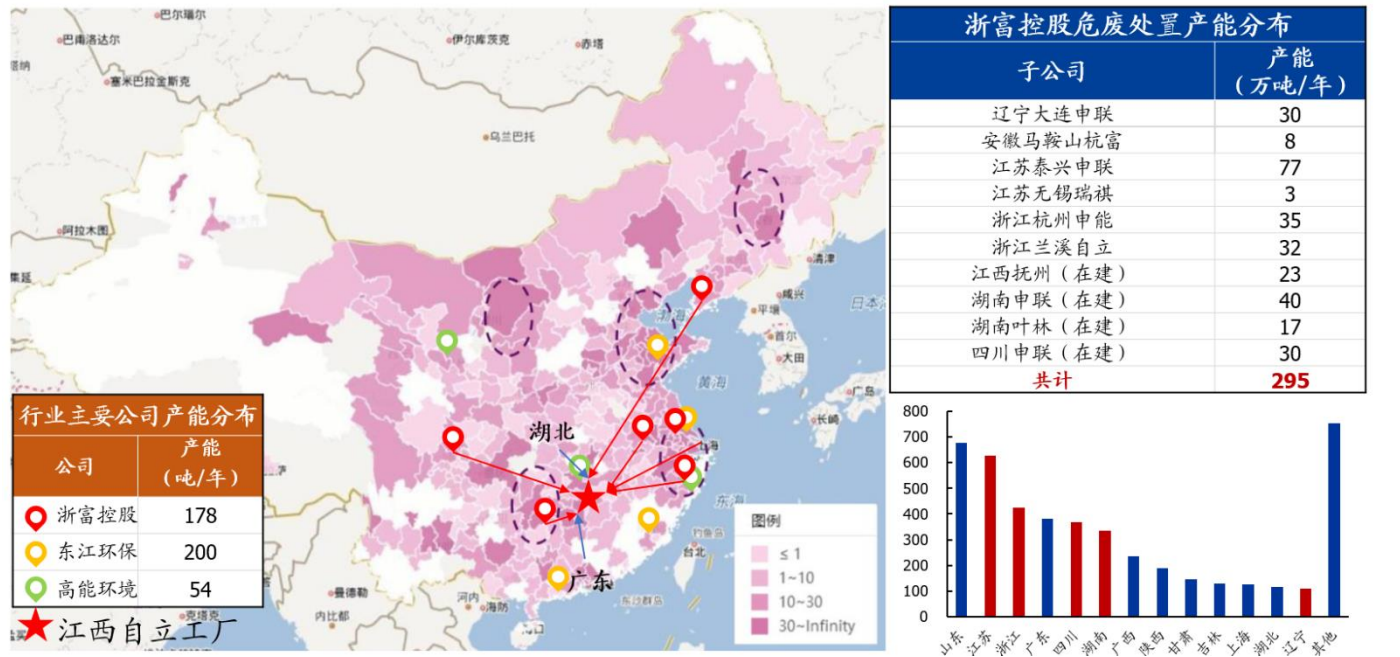
资料来源: 中国专利局, 国盛证券研究所

3.3 区位优势: 前端布局产废大省, 保供后端再生金属原材料资源

前端, 公司危废处置及回收产能基本位于我国危废生产大省, 进一步夯实再生金属前端原材料回收供应保障。受区域壁垒影响, 危险废物处理企业所在省份工业发展水平直接决定企业有效市场规模和产废单位的付费能力。目前中联环保集团以及净洋环保科运行及在建的项目覆盖浙江、江西、江苏、四川、湖南等多个省份。根据生态环境部发布的《2020年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》, 2019年江苏省、浙江省工业危废产生量分别位于全国第二、第三, 而危险废物持证单位收集和处置利用能力以及实际收集和处置利用量远低于危废产生量。在目前危废处理行业市场需求快速增长、处理能力存在较大缺口的背景下, 公司具有明显的区位优势。

后端, 江西自立工厂所在的江西省铜矿资源丰富, 铜储量居全国之首。江西省拥有多个大型有色金属产业基地, 并配备完善的配套设施, 由于良好的资源禀赋以及地方政府的政策支持, 形成了再生资源利用、有色金属再生产业的集群, 工厂生产的固废、危废均可作为江西自立工厂再生金属原材料。此外, 江西毗邻的广东、湖北均为产废大省, 根据公司公告, 江西自立工厂铜合金产品供应商一部分来自于上述两省。

图表 43: 前端无害化处置产能保障江西自立工厂再生金属材料来源



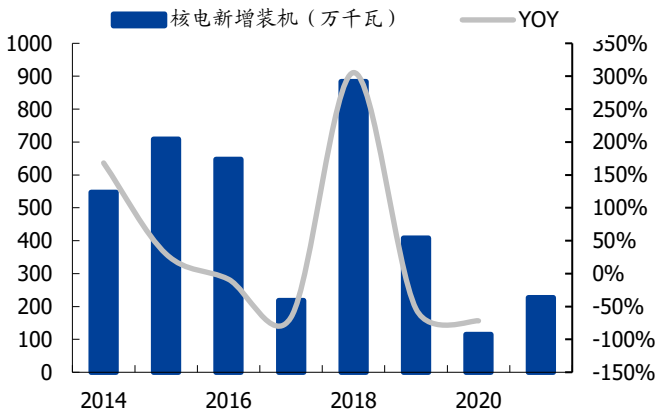
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

四、“双碳”背景有望提升清洁能源景气行业气度

4.1 核电: 行业增速回暖, “华龙一号”从国内走向世界

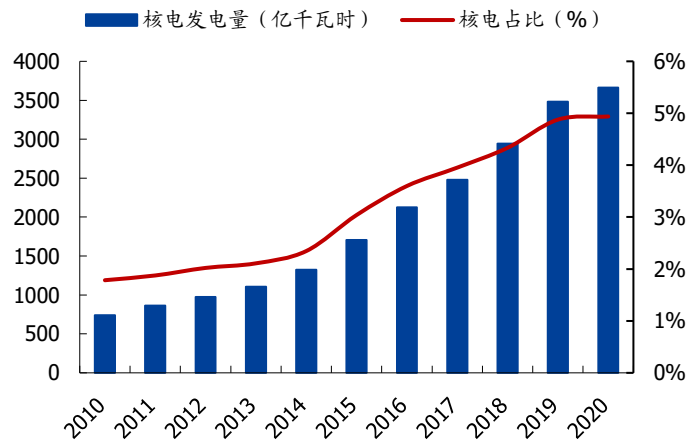
核电业务有望受益于电力供应结构向低碳转型。在“双碳”的目标要求下, 电力行业将加快清洁低碳供应结构转型进程, 实现碳减排目标。我国现有运行和在建核电机组 58 台, 机组数量已达到世界第三位。根据《“十四五”规划和 2035 远景目标纲要》, 至 2025 年, 我国核电运行装机容量达到 7000 万千瓦, 根据中国核能行业协会发布的《中国核能年度发展与展望(2020)》中的预测数据显示, 到 2025 年, 我国在运核电装机将达到 7000 万千瓦, 在建 3000 万千瓦; 到 2035 年, 在运和在建核电装机容量合计将达到 2 亿千瓦; 按当前我国核电装机为 5216 万千瓦来看, 核电建设有望按照每年 6 至 8 台机组稳步推进。2020 年上半年受疫情影响我国核电装机进程缓慢, 而 2020 年下半年至今, 新增核电装机容量达 339 万千瓦时, 预计 2021 年全年有望实现大幅提升。

图表 44: 2021 年核电装机容量回暖



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 45: 我国核电发电量占比逐年提升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

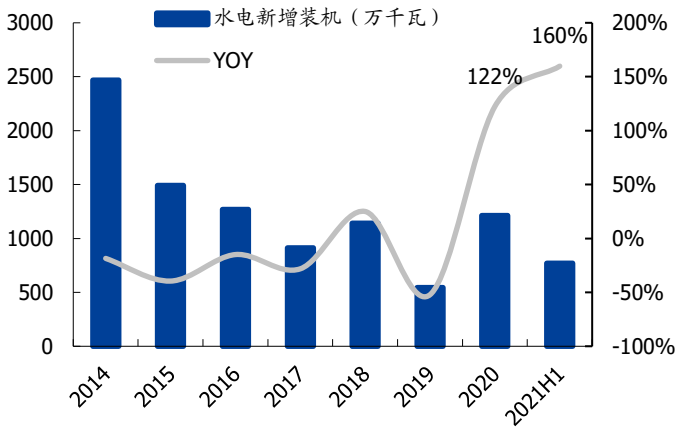
华都公司是国内控制棒驱动机构的领军者。经过十年的发展和积累，华都公司形成了年产 6 座百万千瓦级压水堆所需控制棒驱动机构的综合能力，是国内能够生产控制棒驱动机构适用堆型最多的公司。是我国拥有自主知识产权的“三代”核电技术“华龙一号”控制棒驱动机构的唯一供应商。2021 年 1 月，“华龙一号”示范工程全球首堆福清核电 5 号机组正式投入商业运行，实现我国核电发展的重大跨越；2021 年 3 月，“华龙一号”海外首堆——巴基斯坦卡拉奇 2 号机组首次并网成功。“华龙一号”是当前核电市场上接受度最高的三代核电机型之一，未来公司有望受益于国内建设以及海外出口业务的增长。此外，公司致力于第四代商用快堆液态金属核主泵的研发与制造，进一步夯实该领域赛道领先地位。

4.2 水电：资源天花板决定行业增长空间

我国水电新增装机呈逐年下滑趋势，水电行业天花板下未来新增装机有限。我国水电资源理论蕴藏量装机 6.94 亿千瓦，技术可开发装机 5.42 亿千瓦。其中，我国规划的“十三大”水电基地，总装机规模达到 2.75 亿千瓦。根据《中国可再生能源发展报告 2019》，目前规划确定的大型流域水电基地大部分已开发完成或进入收尾阶段，剩余实际可开发资源约 1.1~1.2 亿千瓦，随着水电开发程度进一步加深，目前水电开发难度持续走高，且整体开发周期较长。截至 2020 年底，我国水电装机容量 3.7 亿千瓦。“十三大”水电基地除了白鹤滩和乌东德之外，装机 500 万千瓦以上水电站增量近乎为零，优质大水电具有较强的稀缺性。

2020 年以来水电投产进程提速。2020 全年新增水电装机 1323 万千瓦，同比将近翻两倍。2021 年前六个月新增装机 769 万千瓦，同比抬升 160%，主要系三峡集团乌东德、白鹤滩项目以及雅砻江水电杨房沟项目密集投产所致。

图表 46: 2 我国水电新增装机呈逐年下滑趋势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 47: 我国近一半的水力资源主要集中在十三大水电基地 (万千瓦)



资料来源: 长江电力公告, 国盛证券研究所

五、盈利预测

营业收入

1) 再生金属业务: 根据公司《发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书(修订稿)》预测产能利用率, 2020年实际产能利用率大部分超预期兑现。公司产销率整体在95%以上, 营收增速与板块产销量增速基本一致。预计2021-2023年营业收入增速分别为69.73%/21.83%/14.58%。

2) 危废处置业务: 受疫情影响, 公司2020年兰溪自立、泰兴申联项目投产受到影响, 截止4月29日已建成投产, 根据公司爬产节奏, 预计2021-2023年危险废物处置量将同比增长71.90%/49.21%/21.11%, 营业收入同比增长170.05%/71.83%/56.81%。

3) 清洁能源设备: 水电端, 考虑我国水电行业天花板下未来新增装机有限, 核电端, 公司为“三代”核电技术“华龙一号”控制棒驱动机构的唯一供应商, 未来有望受益于国内外核电装机增长。预计2021-2023年营业收入同比增长3%/5%/5%。

4) 其他业务: 考虑公司逐步退出互联网业务, 聚焦“清洁能源、大环保”发展战略, 参考过去5年营业收入逐年下滑, 假设维持5000万元。

毛利率:

1) 再生金属业务: 2020年, 公司再生金属资源化业务毛利率为27.02%, 随着前端危废无害化+初步资源化(主要为合金产品“黑铜”)产能爬产, 江西自立合金产品原材料内部自给率进一步提升, 原材料成本有望逐步降低, 我们预计2021-2023年再生金属业务毛利率为40.0%/36.0%/36.0%。

2) 危废处置业务: 2020年受疫情影响生产, 危废处置费用降到冰点, 下半年以来随着国内产废工厂开工率逐渐回升, 危废处置需求回暖, 目前已回升至正常水平, 环保政策日益趋严下危废处置费用有望进一步提升, 中性假设处置费用维持正常水平下, 我们预计2021-2023年危废处置业务毛利率为39.79%/44.23%/45.26%。

3) 清洁能源设备和其他业务: 公司清洁能源设备近三年逐步提升, 新接订单量逐年提升, 未来有望受益于“华龙一号”国内外装机提速。谨慎假设未来毛利率维持25%。随

着公司聚焦主营，逐渐剥离亏损副业，假设未来毛利率维持15%。

图表 48: 江西自立再生金属产能利用率

金属	产能 (吨/年)	2020 年产 量 (吨)	2020 年产 能利用率	公司预测产能利用率			
				2020	2021	2022	2023
阴极铜	122000	81995	67%	44%	45%	45%	46%
金	7.9	3.1	40%	16%	17%	19%	20%
银	170	92.2	54%	27%	30%	33%	35%
镍	3300	2787	84%	87%	91%	94%	96%
钴	3075	0	0%	15%	18%	20%	21%
钨	4.65	2	43%	23%	26%	28%	29%
锡	7280	8175	112%	100%	100%	100%	100%
锌	23000	10481	46%	75%	78%	82%	84%
铅	11667	7000	60%	64%	66%	68%	70%
铂	-	0.2	-	-	-	-	-
铋	-	582.0	-	-	-	-	-
铊	-	125.0	-	-	-	-	-

资料来源: 2020 年年报, 《发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书(修订稿)》, 国盛证券研究所预测

图表 49: 公司分业务盈利预测(百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
再生金属						
营业收入	7073	11970	14584	16710	19846	23655
YOY%	-	69.2%	21.8%	14.6%	18.8%	19.2%
营业成本	5,161	8,756	10,836	12,365	14,686	17,486
营业毛利	1,912	3,214	3,748	4,345	5,160	6,169
毛利率	27.0%	26.9%	25.7%	26.0%	26.0%	26.1%
危废处置						
营业收入	287	774	1331	2087	2317	2546
YOY%	-	170.1%	71.8%	56.8%	11.0%	9.9%
营业成本	163	465	852	1,335	1,413	1,515
营业毛利	124	310	479	751	904	1,031
毛利率	43.2%	40.0%	36.0%	36.0%	39.0%	40.5%
清洁能源设备						
营业收入	907	935	981	1031	1082	1136
YOY%	-	3.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
营业成本	652	701	736	773	873	916
营业毛利	256	234	245	258	209	220
毛利率	28.2%	25.0%	25.0%	25.0%	19.4%	19.4%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

投资建议:

公司已成为危险废物深度资源化龙头，未来产销规模有望持续提升。我们上调公司2021~2023年营收至137.3/169.8/199.2亿元（原预测125.4/153.0/176.4亿元），实现净利润21.8/25.4/30.0亿元（原预测20.5/24.4/27.4亿元），EPS为0.41/0.47/0.56元/股，对应当前价位下PE水平分别为14.4/12.4/10.5倍。对比同行业估值处于中性偏低水平，维持“买入”评级。

图表 50: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	EPS				PE			
			2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
002672.SZ	东江环保	6.96	0.34	0.58	0.66	0.74	25.6	12.0	10.6	9.3
002483.SZ	润邦股份	5.47	0.27	0.4	0.48	0.58	20.8	13.7	11.3	9.4
600217.SH	中再资环	5.45	0.3	0.26	0.33	0.42	19.4	21.0	16.4	13.0
603588.SH	高能环境	14.37	0.68	0.69	0.87	1.09	20.6	20.9	16.4	13.2
	行业平均		0.40	0.48	0.59	0.71	21.6	16.9	13.7	11.2
002266.SZ	浙富控股	5.85	0.25	0.41	0.47	0.56	23.1	14.4	12.4	10.5

资料来源: Wind 一致预期, 国盛证券研究所预测 注: 股价为 20210806 收盘价

风险提示

- 1) 金属价格波动风险:** 公司危废及金属废料回收未全额套保，其价格受当期金属市场价格波动影响，因此当金属价格超预期波动时，公司业绩也将受波及。
- 2) 危废处置产能投产及爬产不及预期风险:** 公司当前核心发展产业为多类危废项目处置及金属再生项目，若产能为如期落地，则公司业绩存超预期变动可能。
- 3) 疫情反复影响公司生产风险:** 公司在原料回收及运输过程中需跨省份人员与物资调动，若国内疫情加重则可能导致公司原料运输及人员流动受阻。
- 4) 危废转移政策风险:** 当期国内政策鼓励危废处置并给予相应税收优惠，若政策修改变动则将影响公司净利润水平。
- 5) 产能落地及投产不及预期风险:** 公司现有部分产能仍处在建及待投产状态，后续存在投产不及预期风险，进而影响公司业绩。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com