

北清环能 (000803)

证券研究报告
2021年12月24日

“双碳”时代可再生能源领跑者，进军全球餐厨废油脂龙头！

1、北清环能：据优质核心资产，抓全球减碳机遇

自上市公司于2020年完成重大资产重组以来，业绩快速改善。目前，公司以全资子公司十方环能、控股子公司新城热力为主，开展以餐厨废弃物无害化处理与资源化利用、城市清洁供暖两大主营业务。公司是国内唯一以餐厨废弃物资源化利用为主业的上市公司，是国内有机固体废物投资运营细分领域领先企业。公司主业有望随全球向“碳中和”时代迈进，进入高速发展期。

2、餐厨废油脂业务：A股少有打通餐厨废油脂产业链公司，10年耕耘欲成UCO行业全球龙头

目前由全资子公司十方环能主要运营，主要产品为生物柴油原料油UCO(废弃食用油脂)。生物柴油在我国国内和国外的市场行情差距明显。截至2021年，USDA预测我国生物柴油总产量约在160万吨，其中：1)约120万吨出口。近年来，全球多个国家的能源使用结构悄然变化，生物燃料需求增加。其中欧盟是主要消费地区，UCO是其第二大生产原料，多因素导致其用量逐年上升、供不应求。2021年来我国出口UCO量达90万吨，同比增速约30%，出口价一度超过8000元/吨；2)仅约40万吨供自用。国内产业的发展主要受制于上游原料收集困难和下游推广力度不足。我国生物柴油供我国国内市场有望随“双碳”时代来临，因受益车用燃料领域、环保材料领域两条赛道改变，或重新步入高增长轨道。

我们认为，我国生物柴油需求量至少应有1000万吨的空间待补，若原料结构与目前相同，1.1单位的UCO生产1单位的生物柴油，则UCO的使用量也将大幅增长。2021年来，公司已与国际原油巨头卢克签下万吨级UCO销售订单；拿到UCO销往欧盟的“通行证”ISCC；并仍在提升产能。

3、城市清洁供暖业务：与北京通州政府签订供暖合同，分享城市副中心快速发展红利

控股子公司新城热力目前主要负责。公司管理面积约700万平米，全部位于北京城市副中心区域内，涉及70多个小区，5万余居民户及非居民单位。公司预计在未来3年内超过1000万平米，区域内规划总供热面积约为3500万平米，依托北京副中心的高速发展，未来供热面积将有较大增长潜力。

4、盈利预测&投资建议：我们预计2021-2023年，公司实现营收6.30/9.55/16.06亿元，归母净利润0.83/2.00/4.15亿元，对应EPS 0.34/0.82/1.71元/股。我们看好公司受益“双碳”时代可再生能源需求增加，公司产能持续扩张进军全球餐厨废油脂龙头，给予公司2022年36倍PE，目标价29.52元，首次覆盖给予“买入”评级。**风险提示：**餐厨项目进展不及预期；环保产业政策和地方补贴变化的风险；供暖收费价格、热源价格变动风险；供热经营权被调整或终止的风险；产能扩张不及预期；商誉减值风险；股价异动风险。

| 财务数据和估值 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|------------|----------|--------|--------|----------|
| 营业收入(百万元) | 23.53 | 346.88 | 630.12 | 954.80 | 1,606.16 |
| 增长率(%) | (95.21) | 1374.26 | 81.65 | 51.53 | 68.22 |
| EBITDA(百万元) | 101.46 | 72.24 | 158.91 | 295.57 | 551.91 |
| 净利润(百万元) | (192.70) | 45.13 | 83.17 | 199.97 | 415.49 |
| 增长率(%) | (2,467.39) | (123.42) | 84.27 | 140.45 | 107.77 |
| EPS(元/股) | (0.79) | 0.19 | 0.34 | 0.82 | 1.71 |
| 市盈率(P/E) | (29.78) | 127.13 | 68.99 | 28.69 | 13.81 |
| 市净率(P/B) | (51.80) | 9.59 | 4.33 | 3.76 | 2.96 |
| 市销率(P/S) | 243.85 | 16.54 | 9.11 | 6.01 | 3.57 |
| EV/EBITDA | 16.96 | 32.03 | 31.68 | 15.25 | 6.38 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|-------|-----------|
| 行业 | 电气设备/电源设备 |
| 6个月评级 | 买入(首次评级) |
| 当前价格 | 23.62元 |
| 目标价格 | 29.52元 |

基本数据

| | |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股) | 242.91 |
| 流通A股股本(百万股) | 147.64 |
| A股总市值(百万元) | 5,737.64 |
| 流通A股市值(百万元) | 3,487.35 |
| 每股净资产(元) | 5.04 |
| 资产负债率(%) | 49.34 |
| 一年内最高/最低(元) | 24.81/11.32 |

作者

吴立 分析师
SAC执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

戴飞 分析师
SAC执业证书编号：S1110520060004
daifei@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

| | |
|--|----|
| 1. 北清环能：据优质核心资产，抓全球减碳机遇..... | 4 |
| 2. 餐厨废油脂业务：十方环能 10 年成就国内龙头，全球市场开辟进行时 | 5 |
| 2.1. 全球生物柴油原料结构持续优化，UCO 在欧盟市场供不应求 | 7 |
| 2.2. 我国目前是欧盟 UCO 主要出口国，国内市场未来更有广阔前景 | 9 |
| 2.3. 子公司拥有千吨垃圾日处理能力，与国际原油巨头签有万吨级销售订单 | 11 |
| 2.4. 与上海石油交易中心签署 UCO 交易品种战略协议，市场影响力再提升..... | 12 |
| 2.5. 业务业绩自 2015 年后向好发展，盈利能力受益资源整合再增强 | 13 |
| 3. 城市清洁供暖业务：新城热力与北京通州政府签订供暖合同，分享城市副中心快速发展红利..... | 14 |
| 4. 盈利预测&估值分析&投资建议 | 16 |
| 5. 风险提示..... | 17 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1：上市公司历史沿革（核心资产变更历程） | 4 |
| 图 2：北清环能公司结构（截至 2021/12/23） | 4 |
| 图 3：上市公司营收&归母净利润&同比增速（亿元，%） | 5 |
| 图 4：上市公司毛利率&净利率（%） | 5 |
| 图 5：上市公司核心资产更换后，营收结构至 2021 年上半年已基本形成（亿元） | 5 |
| 图 6：十方环能公司结构..... | 6 |
| 图 7：餐厨垃圾处理业务“一横”多业态协同发展现状..... | 6 |
| 图 8：十方环能历史沿革..... | 6 |
| 图 9：生物柴油分类..... | 7 |
| 图 10：欧盟生物柴油市场供不应求（百万升） | 8 |
| 图 11：欧盟生物柴油中第二代产量渐增（百万升） | 8 |
| 图 12：UCO 产品示意图..... | 8 |
| 图 13：欧盟 2021 年生物柴油原料结构（预测值，%） | 9 |
| 图 14：欧盟历年生物柴油原料结构（千吨），UCO 用量不断增加 | 9 |
| 图 15：我国生物柴油总产量、自用量与出口量对比（百万升） | 9 |
| 图 16：我国生物柴油出口量逐年攀升，主要销往欧盟国家（百万升） | 9 |
| 图 17：中国生物柴油成品中 UCO 的使用情况（千吨） | 9 |
| 图 18：中国生物柴油成品及 UCO 原料出口情况（万吨） | 9 |
| 图 19：以北清环能为例，碳排放指标交易贯穿公司多个业务单元..... | 10 |
| 图 20：公司餐厨废弃物无害化处理&资源化利用投产、在建、收购项目 | 11 |
| 图 21：UCO 现货现已挂牌交易..... | 13 |
| 图 22：餐厨废油脂业务营收（亿元） | 13 |
| 图 23：餐厨废油脂业务毛利率（亿元，%） | 13 |

| | |
|--|----|
| 图 24: 上市公司核心资产营收&同比增速 (亿元, %) | 13 |
| 图 25: 上市公司核心资产归母净利润&同比增速 (亿元, %) | 13 |
| 图 26: 上市公司核心资产盈利能力 (%) | 14 |
| 图 27: 上市公司核心资产营收结构 (亿元) | 14 |
| 图 28: 新城热力发展历史 | 14 |
| 图 29: 新城热力经营模式示意图 | 15 |
| 图 30: 供热业务营收 (亿元) | 16 |
| 图 31: 供热业务净利润 (亿元) | 16 |
| 图 32: 供热业务产能 (万 GJ) & 产能利用率&毛利率 (% , 历史&预测值) | 16 |
| | |
| 表 1: 欧盟生物柴油需求受益政策强制要求而逐年提升使用比例 | 7 |
| 表 2: 盈利预测 (百万元) | 16 |
| 表 3: 估值分析 | 17 |

1. 北清环能：据优质核心资产，抓全球减碳机遇

上市公司北清环能集团股份有限公司（北清环能，000803.SZ）成立于 1988 年，后核心资产历经一系列变更，目前以全资子公司十方环能、控股子公司新城热力为主，开展以餐厨废弃物无害化处理与资源化利用、城市清洁供暖两大主营业务。自上市公司于 2020 年完成重大资产重组以来，业绩快速改善。目前，公司是目前国内唯一以餐厨废弃物资源化利用为主业的上市公司，是国内有机固体废弃物投资运营细分领域领先企业。公司主业有望随全球向“碳中和”时代迈进，进入高速发展期。

图 1：上市公司历史沿革（核心资产变更历程）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：北清环能公司结构（截至 2021/12/23）



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

从 2021 年 H1 及 Q3 业绩来看，上市公司业绩已呈现明显向好发展态势。截至 2021 年 Q3，上市公司实现总营收 3.38 亿元，同比增 233.72%；归母净利润 0.06 亿元，同比增 150.49%；分别已占到 2020 年全年营收的 97%和归母净利润的 13%。

盈利能力方面，自核心资产于 2020 年注入以来，毛利率较 2019 年提升 8.47pct、净利率提升 945.82pct。截至 2021 年 12 月，公司仍在对以十方环能、新城热力为主的核心资产结构进行优化。因此无论业绩和盈利能力，均仍存大幅改善可能性。

图 3：上市公司营收&归母净利润&同比增速（亿元，%）



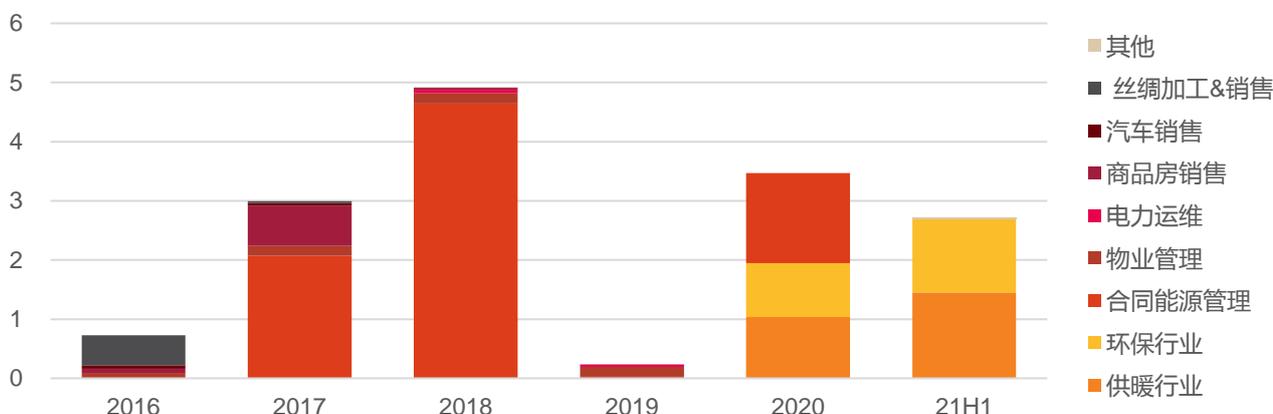
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：上市公司毛利率&净利率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：上市公司核心资产更换后，营收结构至 2021 年上半年已基本形成（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 餐厨废油脂业务：十方环能 10 年成就国内龙头，全球市场开辟进行时

从上市公司的主营构成来看，目前由全资子公司十方环能主要运营以【餐厨废弃物无害化处理与资源化利用】为主的环保业务。北控十方（山东）环保能源集团成立于 2005 年 10 月，前身为山东十方新能源有限公司，2015 年于新三板挂牌（十方环能，833795.NQ），主营沼气无害化处理与综合利用、餐厨废弃物无害化处理与资源化利用、高浓度有机废水处理三项业务。公司于 2020 年被上市公司收购，截至 2021 年半年报，上市公司持有十方环能股份 100%。

图 6：十方环能公司结构



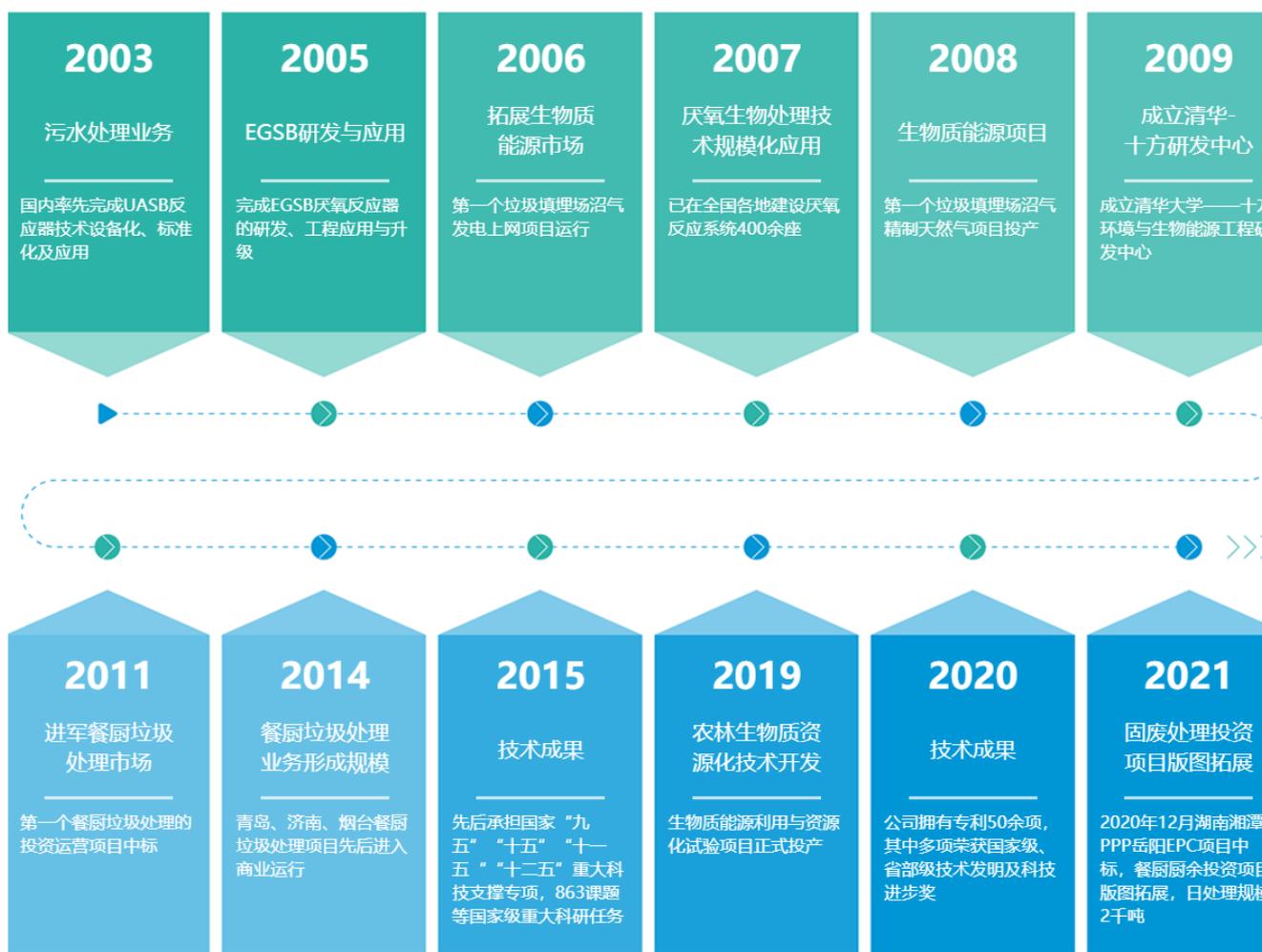
资料来源：Wind，上市公司 2021 半年报，天风证券研究所

图 7：餐厨垃圾处理业务“一横”多业态协同发展现状



资料来源：Wind，上市公司 2021 半年报，天风证券研究所

图 8：十方环能历史沿革



资料来源：十方环能官网，天风证券研究所

2.1. 全球生物柴油原料结构持续优化，UCO 在欧盟市场供不应求

为实现二氧化碳减排目标，近年来，全球多个国家的能源使用结构悄然变化。根据国家能源局石油天然气司、国务院发展研究中心资源与环境政策研究所、自然资源部油气资源战略研究中心 2021 年 8 月发布的《中国天然气发展报告（2021）》，欧盟、美国、日本、英国、加拿大、韩国和南非等国家或地区纷纷提高温室气体减排承诺行动目标，使用天然气替代燃煤发电，这导致其能源结构中天然气的消费量大幅增长。从 2020 年来不断创新高的价格走势上也反应出此种清洁能源的供不应求。

随天然气消费量增加的是对生物燃料的需求。不同于前者不可再生的化石能源属性，后者是可再生的清洁能源，近年来发展迅速，主要包括燃料乙醇和生物柴油。由于燃料乙醇当前主要原料仍以粮食为主，且非粮类原料（如纤维素乙醇等）工业化仍在推进，因此不同国家在生产能力上差别较大，生产端限制因素较多；而生物柴油的原料来源多样，同时得益于近 10 年来技术的进步和政策的推动，在全球市场需求量快速增长的背景下，其原料结构也在持续优化中。

图 9：生物柴油分类



资料来源：上海石油天然气交易中心公众号，北清环能公众号，天风证券研究所

目前生物柴油的产成品结构已从【以脂肪酸甲酯为代表组分的第一代生物柴油】向【以深度加氢生成脂肪烃为核心的第二代生物柴油】转化。这意味着，有更多种类的原料可用于生产生物柴油，尤其是非粮食来源的原料。第二代生物柴油也叫做可再生生物柴油（HDRD），与第一代相比，其结构和性能方面更接近石油基燃料，加工和使用都比甲酯类燃料方便，因此尤其受到石油炼制企业的欢迎。

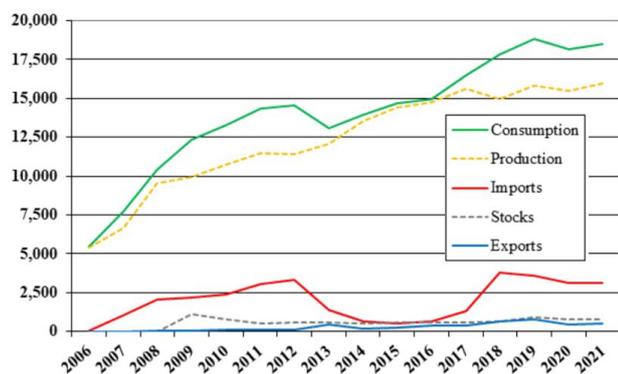
目前，欧盟是全球生物柴油的主要消费地区。政策方面，欧盟要求 2020 年生物燃料在交通领域掺混比例达到 10%，2030 年达到 14%，这使生物柴油总需求量受益政策强制要求而不断上升。根据 USDA 2021 年数据，预计 2021 年欧盟生物柴油总消费量在 186.60 亿升，同比增 2.56%，其中 161.11 亿升自产，其余来自进口。

表 1：欧盟生物柴油需求受益政策强制要求而逐年提升使用比例

| 年份 | 政策 | 生物燃料混掺率 | |
|------|--------------|---|----------------------------|
| | | 第一代 | 第二代 |
| 2012 | 欧盟委员会公报建议 | ≤5% | - |
| 2013 | 欧盟议会表决通过 | ≤6% | - |
| 2014 | 欧盟各国临时协议 | ≤7% | - |
| 2015 | 欧洲议会妥协性协定 | 2020 年≤7% | - |
| 2016 | 第二个《可再生能源指令》 | 2021 年≤7%；2030 年≤3.8% 2021-25 年，上限逐渐减 0.3pct 2026-30 年，逐年减 0.4pct | 2021 年≥1.5% 2030 年≥6.8% |

资料来源：北清环能公众号，天风证券研究所

图 10：欧盟生物柴油市场供不应求（百万升）



资料来源：USDA，天风证券研究所天风证券研究所

图 11：欧盟生物柴油中第二代产量渐增（百万升）



资料来源：USDA，天风证券研究所天风证券研究所

从欧盟的生产生物柴油的原料结构来看，UCO 是其中第二大原料。废弃食用油脂（Used Cooking Oil，简称 UCO）是由食用油和肉类在生产加工和使用消费过程中产生的不可食用的油脂构成，是生产生物柴油的主要原料，具体包括：餐厨废弃油脂、地沟油、泔水油、煎炸老油、抽油烟机凝析油等。UCO 是最具市场前景的生物质柴油原料之一，因其作为二次使用成为减碳明星产品被世界所公认。以 UCO 为原料经过过滤、脱胶、脱水、沉淀后可以：

- 通过化学反应后加工生产的**酯基柴油（UCOME，Biodiesel 的一种）**；
- 通过加氢反应后加工生产真正的烷烃~**烃基生物柴油（Hydrotreated Vegetable Oil，简称 HVO，目前也被称为 hydrogenation derived renewable diesel，简称 HDRD）**。

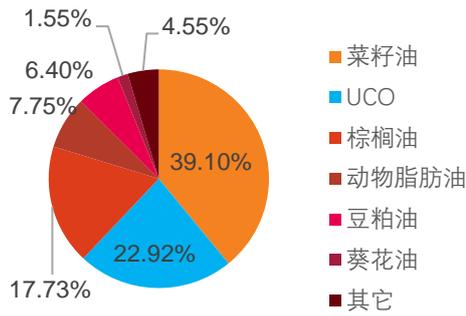
图 12：UCO 产品示意图



资料来源：北清环能公众号，天风证券研究所

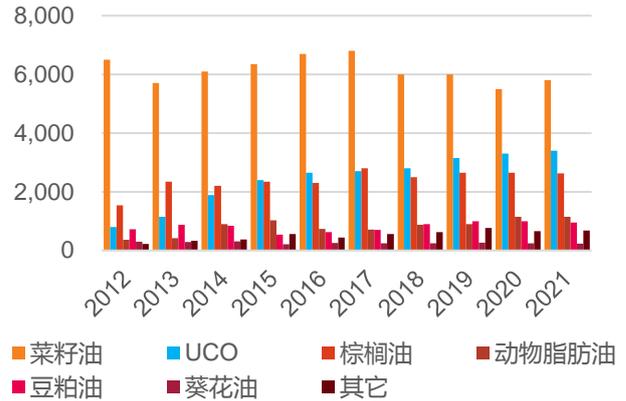
欧盟 UCO 用量逐年上升。根据 USDA 预测，欧盟生物柴油中第一大原料仍为菜籽油，但该原料整体在 2017 年达到高点后，目前已呈下行趋势；2021 年，UCO 的用量有望达到 340 万吨，2016-2021 年 CAGR 达 5.16%，高于欧盟生物柴油整体增速。叠加棕榈油、菜籽油等食用油在在可持续发展、间接地利用土地、农业问题等方面存在限制，以及《RED II》规定以 UCO 为原料生产的生物柴油享有更高补贴（相对于第一代生物柴油，以废弃地沟油为原料生产生物质能源，可双倍计算二氧化碳排放减排量），且用废弃油脂作为原料生产的第二代生物柴油有望比化石柴油减少 91%的碳排放，可见未来 UCO 产销量仍将进一步提升。

图 13：欧盟 2021 年生物柴油原料结构（预测值，%）



资料来源：USDA，天风证券研究所

图 14：欧盟历年生物柴油原料结构（千吨），UCO 用量不断增加



资料来源：USDA，天风证券研究所

2.2. 我国目前是欧盟 UCO 主要出口国，国内市场未来更有广阔前景

生物柴油在我国国内和国外的市场行情差距明显。我国生物柴油产业的发展主要受制于 1) 上游原料收集困难和 2) 下游推广力度不足：

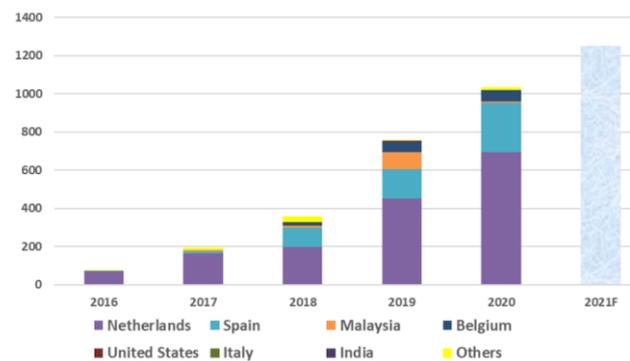
- 从供给端来看，在 2020 年前，我国生物柴油产量长期处于没有增长的情况，与国际市场（尤其是对减碳政策执行力度较大的欧盟国家）呈现出明显相反的趋势。根据中国石化石油化工科学研究院教授级高级工程师蔺建民 2018 年在北京清洁燃料行业协会生物柴油分会成立大会上的发言，我国生物柴油生产工艺早已处于世界前列，“中国用最差的原料(地沟油)可以生产世界上最好的生物柴油”。由此可见，限制我国生物柴油市场发展的不在于技术，而在于下游需求端的推进。

图 15：我国生物柴油总产量、自用量与出口量对比（百万升）



资料来源：USDA，天风证券研究所

图 16：我国生物柴油出口量逐年攀升，主要销往欧盟国家（百万升）

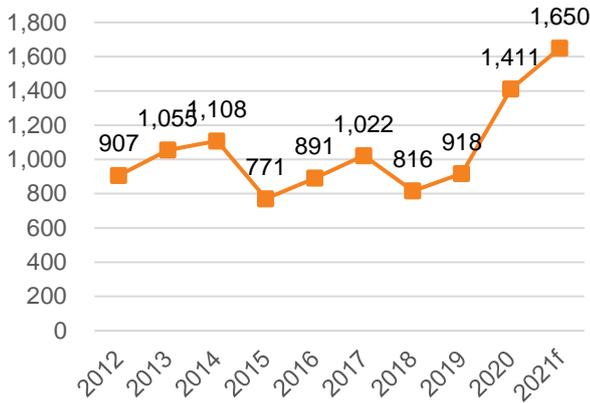


资料来源：USDA，天风证券研究所

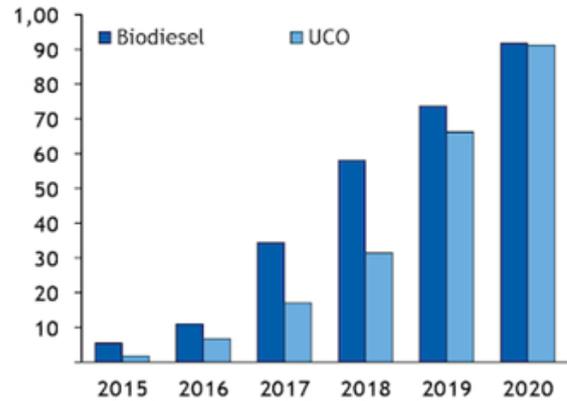
- 从需求端来看，对欧盟出口量的快速攀升给我国生物柴油产业带来新机会。自 2016 至 2021 年，我国生物柴油出口量自 0.76 亿升（≈7 万吨）上升至 12.5 亿升（≈120 万吨）。同时，由于欧盟政策强制、及自 2020 年持续至今的疫情影响，导致欧洲生物柴油生产商对 UCO 原料同样缺乏，因此我国 UCO 出口量近年来也在快速上升。根据 Argus 数据，2020 年我国 UCO 出口量约达 90 万吨，同比增速约 30%。至 2021 年下半年，由于持续缺乏，UCO 单吨售价可超 8000 元/吨。

图 17：中国生物柴油成品中 UCO 的使用情况（千吨）

图 18：中国生物柴油成品及 UCO 原料出口情况（万吨）



资料来源: USDA, 天风证券研究所



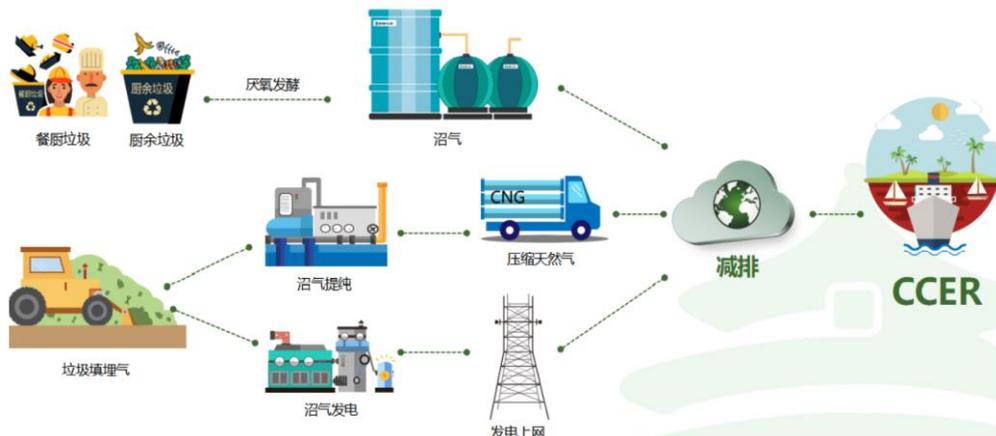
资料来源: Argus, 天风证券研究所

目前,我国生物柴油供自用的产量仅有 4.5 亿升 (≈40 万吨),我国国内市场有望随“双碳”时代来临,重新步入高增长轨道,或受益两条赛道改变:

- **车用燃料领域,生物柴油 B5-B10 添加标准的推广落地。**我国目前虽尚未强制要求在柴油中强制添加生物柴油,但仍从自身的产业实际出发,制定并颁布了《生物柴油调合燃料(B5)》(GB/T25199-2017)标准,明确 B5 生物柴油可直接作为车用燃料。根据规定的相应标准,生物柴油调合燃料(B5)是由 1%~5%(体积分数)生物柴油(BD100)和 95%~99%(体积分数)石油柴油的调合燃料,分为 B5 普通柴油、B5 车用柴油(V)和 B5 车用柴油(VI)。我们认为,若以燃料乙醇原 2020 年目标需求量 1300 万吨计算,由于我国截至 2020 年燃料乙醇产量仅 300 万吨,假设剩余需求全部由生物柴油满足,则我国生物柴油需求量至少应有 1000 万吨的空间待补,对应 25 倍空间;若原料结构与目前相同,1.1 单位的 UCO 生产 1 单位的生物柴油,则 UCO 的使用量也将大幅增长。
- **环保材料领域,环保型增塑剂替代传统材料登上舞台。**2020 年我国第一次明确提出了禁止限制塑料制品的具体要求和既定目标,并把塑料制品这一大类正式作为禁止、限制的主体。在此背景之下,塑料行业环保趋严、环保化大势所趋。生物柴油可以作为环氧类、聚酯类等环保型增塑剂的原料,下游产品可以在玩具、医药及医疗材料、食品包装、供水管道、家庭装饰材料等环保要求较高的领域替代 DOP 等邻苯类增塑剂,市场规模和市场份额将会不断上升。随着环保型增塑剂应用规模不断扩大,生物柴油的市场需求将会持续增加,发展前景较大。

从产业链来看,以北清环能为代表的 UCO 的供应商,其所在的全产业链各环节均符合“减碳”趋势要求,有望在“双碳”进程中率先分享时代红利。

图 19: 以北清环能为例,碳排放指标交易贯穿公司多个业务单元



资料来源:北清环能 2021 年半年报,天风证券研究所

2021年6月，北清环能下属公司潍坊市生活垃圾填埋场填埋气体回收利用发电项目已签署首笔碳排放指标交易，转让公司持有的核证自愿减排量（CCER）指标 36.10 万吨，该次 CCER 交易具有重要意义，是全国碳排放交易中心成立前的市场试水第一单，对于整个碳排放指标交易市场有一定的参考价值。

2021年9月30日，北清环能下属各项目公司分别与两家 CCER 领域专业咨询公司签订自愿减排项目技术咨询服务协议，拟将下属公司现有的 13 个项目在中国国内温室气体自愿减排机制下开发成为自愿减排项目，产生的核证自愿减排量参与国内温室气体自愿减排交易。

目前，公司现有的碳资产储备项目主要是垃圾填埋气项目和餐厨垃圾资源化利用项目，结合潍坊项目 CCER 项目备案指标，同时根据公司项目规模和服务时间推算，预计待开发的存量碳减排指标达数百万吨，随着新增餐厨业务的拓展，公司后续每年碳减排指标的增量也将非常可观。

2.3. 子公司拥有千吨垃圾日处理能力，与国际原油巨头签有万吨级销售订单

近 20 年深耕城乡有机废弃物的无害化处理及资源化高值利用领域，并入上市公司后进一步聚焦餐厨废弃物无害化处理与资源化利用业务。十方环能自成立之初便专注有机废弃物的处理和生物质能源的利用，后于 2011 年进军餐厨垃圾处理市场。2021 年 12 月，上市公司继续出售以垃圾填埋制气和垃圾埋气发电业务为主的全资子公司。截至 2021 年半年报数据：

- **生产端：公司通过处理餐厨垃圾和外购油脂，经加工后获得 UCO 等可再生产品。**公司已实现在国内十余个城市垃圾处理布局，投资建设运营了济南、青岛、烟台、太原、湘潭等地区多个大型城市餐厨垃圾处理和资源化利用项目，形成规模化发展格局。公司餐厨投运规模位居国内前茅。运营产能已达 1480 吨/日，尚未投运产能 350 吨/日，拟收购产能 500 吨/日，并且公司将通过招投标、收购等方式持续提升产能规模，后续餐厨业务成长性可观。公司自主开发了餐厨数字化收运系统，并构建了涵盖厌氧发酵、热解炭化、能源高值利用等全流程的核心技术工艺系统，在出渣率、提油率、产气率等方面达到了较高水平。

图 20：公司餐厨废弃物无害化处理&资源化利用投产、在建、收购项目

| 项目名称（在建及运营） | 垃圾处置能力（吨/日） | 项目性质 | 特许经营年限 | 项目状态 |
|----------------|-------------|------|--------|--|
| 济南市餐厨垃圾收运处理项目 | 480BOT | | 25运营 | 国家第三批试点城市示范项目，餐厨厨余垃圾协同处理 |
| 青岛市餐厨垃圾处理项目 | 300BOT | | 25运营 | 首批通过国家验收试点城市项目，率先采用预处理+全物料厌氧发酵工艺及沼气产品化应用 |
| 烟台市餐厨垃圾处理项目 | 200BOT | | 25运营 | 餐厨垃圾处理沼气和垃圾填埋气协同利用，实现热电联产+精致天然气，实现能源自给自足 |
| 太原市餐厨废弃物处理项目 | 500BOT | | 30运营 | 太原市6城区及4个开发区餐厨废弃物资源化利用和无害化处理 |
| 湘潭市餐厨垃圾资源化利用项目 | 350PPP | | 20在建 | 餐厨垃圾、厨余垃圾、废弃油脂、废渣综合处理 |
| 合计=1480+350 | =1830 | | | |

| 项目名称（拟收购） | 垃圾处置能力（吨/日） | 项目性质 | 特许经营年限 | 项目状态 |
|--------------|-------------|--------|--------|-----------------|
| 合肥市餐厨废弃物处理项目 | | 200BOT | | 25已签框架协议 |
| 兰州餐厨垃圾处理项目 | | 200BOT | | 30已签署战略合作协议锁定交易 |
| 大同餐厨废弃物处置项目 | | 100BOT | | 28已签署战略合作协议锁定交易 |

资料来源：公司 2021 年半年报，天风证券研究所

- **销售端：国际原油巨头 UCO 销售订单在手，已拿到销往欧盟的“通行证” ISCC。**公司子公司上海卢实于 2021 年 7 月与卢克公司签署《再生油脂销售框架协议》，卢克公司新加坡子公司 LITASCOSA 拟于 2021 年 8 月至 2022 年 8 月向上海卢实采购餐厨再生油脂产品，最初的试订单数量应为每月 3000 公吨，在所有程序顺利进行后，数量将从最少 4000 公吨增加到最多 8000 公吨，在两个月期间内均匀分配，每次装载最少 2000 公吨，最多 4000 公吨。LITASCO 集团于 2000 年在瑞士成立，是 PJSC LUKOIL(证券简称：LKOH.L)石油公司的独家国际营销和贸易公司。后者是世界上主要的原油和炼油产品贸易商之一，与包括世界各大石油公司在内的众多供应商和客户进行交易。公司负责 LUKOIL 的全球原油和石油产品供应、营销和贸易需求，业务范围涵盖美国、

欧洲、中东和亚洲；进一步地，2021年10月，公司通过欧盟国际可持续和碳认证（ISCC），这标志着公司销售的UCO拿到了销往欧盟各国的通行证。

有技术打好基础，更有特许经营构筑护城河建立经营壁垒。值得注意的是该业务的商业模式：公司一般采用BOT模式运营项目，在政府特许经营授权下，对城市餐厨废弃物进行统一收集和无害化处理，政府支付餐厨废弃物收运、处置费用。在无害化处理的同时，将餐厨废油脂提取加工成生物柴油或工业用油脂。这意味着在授权区域范围内，**公司属于特许经营独占性经营，无竞争存在。**同时，该模式也使公司具有原料有保障、收益长期稳定、经营长期稳定的优势。

2.4. 与上海石油交易中心签署UCO交易品种战略协议，市场影响力再提升

2021年12月8日，上海石油天然气交易中心与北清环能就关于共同推进在交易中心设立UCO交易品种工作签署战略合作协议。双方在交易价格、交易秩序、UCO品种的各项质量标准与行业整体发展规范达成共识，将共同协作，推进在交易中心创建全新的UCO交易品种。

➤ **上海石油天然气交易中心是在国家发展改革委、国家能源局直接指导下，由上海市人民政府批准设立的国家级能源交易平台。**2015年3月4日在上海自贸区注册成立，7月1日试运行，2016年11月26日正式运行。交易中心由十家股东单位组建：新华社、中国石油、中国石化、中国海油、申能集团、北京燃气、新奥能源、中国燃气、港华燃气、中国华能，注册资本金10亿元，类型为有限责任公司（国内合资）。2020年，上海石油天然气交易中心天然气双边交易量达到811.48亿立方米，保持亚洲最大天然气现货交易平台的地位。

本协议的签署响应“碳达峰、碳中和”国家战略，助力可再生能源发展和餐厨废油脂的再利用，有助于积极探索国内生物柴油市场化交易的创新模式，加快形成具有公信力和影响力的市场价格。**UCO具有全球公认的减碳价值，提升该领域的定价权和话语权，对于中国实现“双碳”目标具有战略意义。**

截至12月8日，公司已完成入会协议签署，成为交易中心的A类会员。双方将于12月13日推出国内首单工业级混合油（动、植物）现货挂牌交易，由公司作为挂牌交易卖出发起方，根据交易中心成品油现货挂牌交易细则进行线上交易。**本次交易是我国生物柴油领域开展线上公开交易的首次尝试，对于完善生物柴油的定价体系、促进绿色低碳产业发展、帮助政府和企业实现“双碳”目标具有重要战略意义。**

根据公司在UCO上线仪式上的发言，在“碳达峰碳中和”战略引领下，北清环能将与上海石油天然气交易中心共同努力，把上海石油天然气交易中心建成全球UCO的定价中心。**公司将以战略合作为契机，力争实现成为UCO行业全球龙头企业的美好愿景。**

图 21: UCO 现货现已挂牌交易

【SHPGX交易及数据指数发布】
(20211213)

原创 指数研发部 上海石油天然气交易中心
2021-12-13 18:35



(温馨提示: 横屏展示效果更佳哦!)

| 成交行情 | | | |
|------------------|--------|------|-----------|
| 成交类型 | 成交日期 | 成交均价 | 成交量 |
| PNG挂牌交易 | 12月13日 | - | 1.42亿方 |
| LNG挂牌交易 | 12月13日 | - | 31958.64吨 |
| 工业级混合油(动、植物)挂牌交易 | 12月13日 | - | 12000吨 |

注:
1、成交量为双边统计结果。

资料来源: 上海石油天然气交易中心公众号, 天风证券研究所

2.5. 业务业绩自 2015 年后向好发展, 盈利能力受益资源整合再增强

截至 21H1, 公司餐厨废油脂业务已实现营收 1.25 亿元, 较上年全年已增 38.56%。盈利能力来看, 该业务毛利率 44.66%, 较上年全年再增 4.07pct、较装入上市公司前增 17.60pct。

结合十方环能和上市公司发展来看, 双方资源结合发展已步入上升轨道, 且由于该业务全产业链受益全球“减碳”发展大趋势, 使公司未来值得期待。

图 22: 餐厨废油脂业务营收 (亿元)



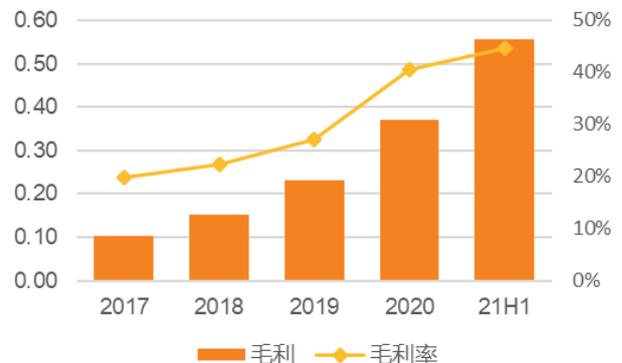
资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

图 24: 上市公司核心资产营收&同比增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

图 23: 餐厨废油脂业务毛利率 (亿元, %)



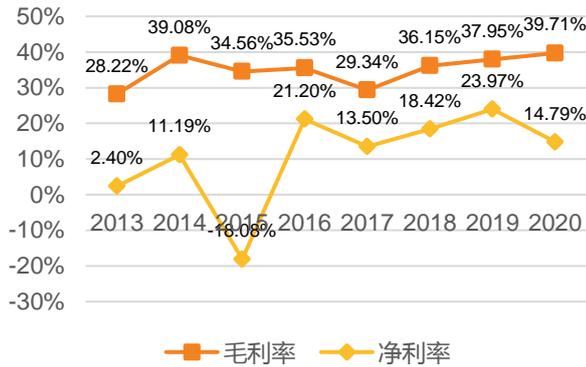
资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

图 25: 上市公司核心资产归母净利润&同比增速 (亿元, %)



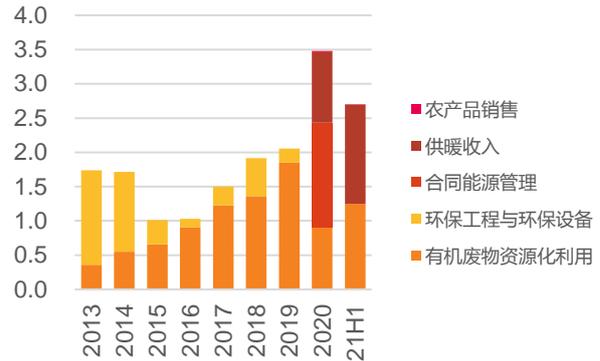
资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

图 26：上市公司核心资产盈利能力（%）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 27：上市公司核心资产营收结构（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

3. 城市清洁供暖业务：新城热力与北京通州政府签订供暖合同，分享城市副中心快速发展红利

控股子公司新城热力目前主要负责以【城市清洁供暖】为主的供热业务。北京新城热力有限公司成立于 2004 年 12 月，由北京国泰创业投资有限公司和北京通政国有资产经营公司共同出资设立。上市公司于 2020 年 11 月收购新城热力，截至 2021 年 12 月，持有后者股份 93%，另外 7%由北京通政国有资产经营公司继续持有。新城热力是集供热服务、供热项目投资运营、合同能源管理、供热技术咨询服务于一体的专业化城市能源服务企业，是北京市以热电联产作为热源的四家集中供热企业之一，也是享受北京市财政补贴的三家集中供热企业之一。

根据 2016 年国家发改委、能源局等 10 部委发布《北方地区冬季清洁取暖规划(2017-2021 年)》，发展清洁集中供暖、拆小上大、提高供热效率将是行业未来发展的主要趋势。

截至 2019-2020 供暖季末，公司运行 63 个热力站，70 个小区，5 万余户。截至 2021 年半年报，公司管理面积约 700 万平米，全部位于北京城市副中心区域内。公司预计在未来 3 年内超过 1000 万平米，区域内规划总供热面积约为 3500 万平米，依托北京副中心的高速发展，未来供热面积将有较大增长潜力。

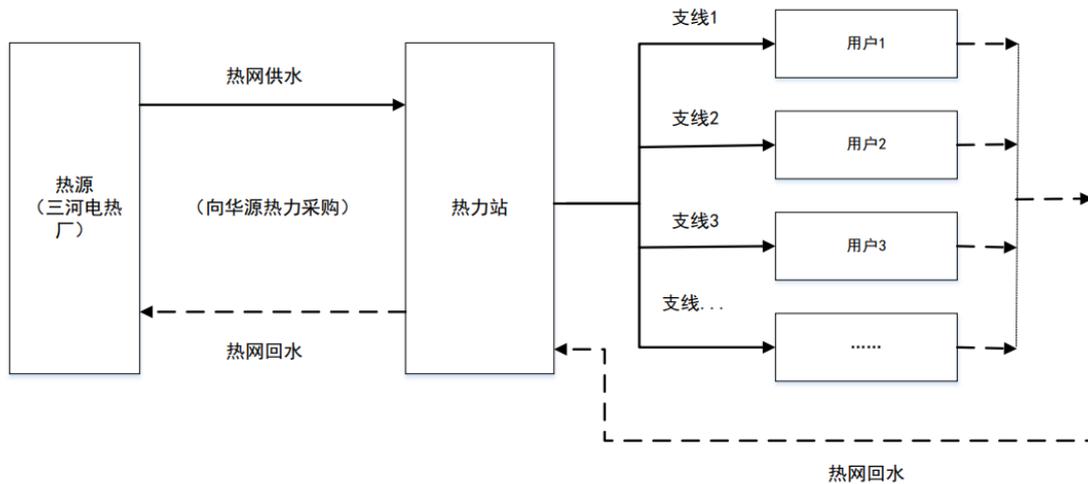
图 28：新城热力发展历史



资料来源：新城热力官网，公司公告，天风证券研究所

新城热力集中供热业务，主要流程包括：首先，公司向供应商（华源热力）采购产自三河热电厂热电联产的热源；其次，通过供热管网（一次管网）将热源输送到热力站，在热力站内通过换热器置换出符合供热需求的循环水，利用循环水泵，通过供热管网（二次管网）将热量送至用户。

图 29：新城热力经营模式示意图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

- **采购模式：**1) **能源，主要为热源，华源热力为供应商。**根据通州新城热电联产集中供暖项目相关批复和部署，公司与华源热力签署热源采购协议，采购价格由政府协调双方确定，公司根据协议约定与华源热力结算采购价款。此外，公司还涉及部分燃气及水、电采购，均按照一般市政资源采购的方式执行；2) **设备及原材料。**主要包括换热器、循环泵、阀门、仪器仪表等供热服务所需要的配件配料。
- **生产模式：**与通州政府签署协议，取得供热经营权，期限至 2037 年。基于与通州区城市管理委员会签署的《供热经营框架协议》，公司取得北京城市副中心部分区域的供热经营权，期限至 2037 年 8 月 15 日。公司主要利用供热管网将采购的来自三河热电厂的热源输送至终端用户，为用户提供供热服务，并向其收取取暖费。同时，公司利用已建设的供热管网，为居民小区、非居民用户等提供供热管网接入服务。
- **销售模式：**直接销售模式一在供暖季为居民及非居民单位提供供热服务。1) 针对经营权区域内的新增居民小区及非居民单位，公司直接向其销售供热管网接入服务；2) 针对区域外有需求的居民小区及非居民单位公司可根据具体需求向其销售燃气锅炉供热/供生活热水服务。
- **盈利模式：**主要通过热电联产集中供热和燃气锅炉供热项目，以及提供供热管线建设、运营及接入服务实现收入和利润。

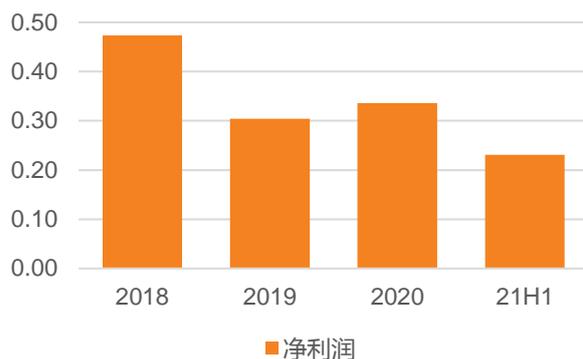
自资产注入完成后，业绩与盈利能力均已企稳向好。截至 2021 年半年报，公司供热业务实现营收 1.43 亿元，已较上年全年增 33.49%；净利润 0.23 亿元，达到上年全年的 68.73%。根据公司预测，假设采购价格为 70 元/GJ（含税），公司产量将随供热面积的增长而增长。截至 2021 年，公司产能利用率在 19.39%，预计 2024 年将达到 28.96%，再提将近 10pct。在总产能为 1097.71 万 GJ 不变的情况，公司供热收入也将随之增长，同时业务毛利率也将整体处于上升趋势。

图 30: 供热业务营收 (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

图 31: 供热业务净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

图 32: 供热业务产能 (万 GJ) & 产能利用率 & 毛利率 (% , 历史&预测值)



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

4. 盈利预测&估值分析&投资建议

核心假设:

- 公司继续整合各地餐厨垃圾资源, UCO 产能持续提升; 棕榈油等供给持续下降, 导致欧盟市场 UCO 供不应求, 公司订单充足;
- 新城热力按照公司预测管理面积持续提升;
- 其它有机废物资源化利用业务 (如埋气等) 资产持续经营。

表 2: 盈利预测 (百万元)

| (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|---------|----------|---------|---------|---------|
| 总营收 | 23.53 | 346.88 | 630.12 | 954.80 | 1606.16 |
| 营收 yoy | -95.21% | 1374.26% | 81.65% | 51.53% | 68.22% |
| 总成本 | 16.18 | 209.13 | 376.34 | 563.40 | 921.70 |
| 成本 yoy | -95.96% | 1192.66% | 79.95% | 49.71% | 63.60% |
| 总毛利 | 7.35 | 137.75 | 253.78 | 391.40 | 684.46 |
| 毛利率 | 31.24% | 39.71% | 40.27% | 40.99% | 42.61% |
| 有机废物资源化利用 | 营业收入 | 91.03 | 291.17 | 651.10 | 1265.47 |
| | yoy | | 219.85% | 123.62% | 94.36% |

| | | | | | |
|--------|---------------|--------|---------|---------|--------|
| | 营业成本 | 54.08 | 173.35 | 376.85 | 697.21 |
| | yoy | | 220.55% | 117.39% | 85.01% |
| | 毛利率 | 40.59% | 40.46% | 42.12% | 44.90% |
| 供暖收入 | 合计供热面积 (万平方米) | 624.05 | 706.55 | 776.05 | 918.55 |
| | 营业收入 | 125.22 | 198.95 | 203.70 | 240.69 |
| | yoy | | 58.89% | 2.38% | 18.16% |
| | 营业成本 | 78.34 | 122.99 | 126.56 | 164.49 |
| | yoy | | 57.01% | 2.90% | 29.97% |
| | 毛利率 | 37.44% | 38.18% | 37.87% | 31.66% |
| 其它业务合计 | 营业收入 | | 140.00 | 100.00 | 100.00 |

资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

估值分析: 北清环能目前主营从固废处理到生物柴油原料油的生产、以及城市清洁能源业务。我们采用分部估值法, 选择以固废处理为主业的伟明环保、瀚蓝环境、三峰环境, 以及以生物柴油成品油生产为主业的卓越新能、嘉澳环保作为对标公司; 清洁能源供热为主业的迪森股份、瑞纳智能进行对比。

由于: 1) **业务稀缺**。北清环能是 A 股中唯一同时打通餐厨废油产业链的公司, 即包括餐厨有机垃圾处理的业务, 也能生产生物柴油原料油, 同时下游销售渠道畅通的公司; 2) **公司持续开拓餐厨废油资源、市场空间大**; 3) **“双碳”实践领先**。公司在上海石油天然气交易中心创建了全新的 UCO 交易品种, 在生物柴油产业中形成了较高的影响力; 并且公司已签署过碳排放指标交易, **综合上述原因, 我们给予公司有机废物资源化利用业务 40 倍, 给予城市清洁供暖业务 28 倍, 目标总市值 72.23 亿元, 对应 2022 年 36 倍 PE。**

表 3: 估值分析

| 对应市值 (亿元) | 对应业务 给予估值 | 2022E 平均 PE | 具体业务 | 证券代码 | 证券简称 | 公司主营 | Wind 一致预测 PE | | |
|--------------|---------------------|---|--------|-----------|------|------------------|--------------|-------|--|
| | | | | | | | 21E | 22E | |
| 56.05 | 有机废物资源 化利用 40 | 15 | 餐厨垃圾处 | 603568.SH | 伟明环保 | 固废处理 | 29.26 | 23.39 | |
| | | | 理环节 | 600323.SH | 瀚蓝环境 | 固废处理 | 13.59 | 11.15 | |
| | | | | 601827.SH | 三峰环境 | 固废处理 | 12.32 | 11.72 | |
| | | 15 | UCO 产销 | 688196.SH | 卓越新能 | 生物柴油成品油 | 20.08 | 15.14 | |
| | | | 环节 | 603822.SH | 嘉澳环保 | 生物柴油成品油 | 30.83 | 14.67 | |
| | 10 | A 股中唯一同时打通餐厨废油全产业链布局, 以及在“双碳”方面领先的实践带来的溢价 | | | | | | | |
| 16.18 | 城市清洁供暖 28 | 28 | 供热&能源 | 300335.SZ | 迪森股份 | 新型清洁能源提供热能 | 28.22 | 27.88 | |
| | | | 管理 | 301129.SZ | 瑞纳智能 | 供热节能产品研产&方案设计与实施 | 38.71 | 27.38 | |
| 目标总市值 (亿元) | | 对应 PE | | | | | | | |
| 72.23 | | 36 | | | | | | | |

资料来源: Wind, 天风证券研究所

投资建议: 我们预计 2021-2023 年, 公司实现营收 6.30/ 9.55/ 16.06 亿元, 归母净利润 0.83/ 2.00/ 4.15 亿元, 对应 EPS 0.34/ 0.82/ 1.71 元/股。我们看好公司受益“双碳”时代可再生能源需求增加, 公司产能持续扩张进军全球餐厨废油脂龙头, 给予公司 2022 年 36 倍 PE, 目标价 29.52 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

5. 风险提示

- 餐厨项目进展不及预期的风险。**公司未来主要业绩增量将由餐厨废油脂产能不断释放来贡献。若目前在手项目建设、投产、运营等任何阶段不及预期, 将对公司业绩造成影响。
- 环保产业政策和地方补贴变化的风险。**近年来, 随着我国城镇化水平提高、城乡居民

基数增长，环保产业日益受到重视。环保行业得到国家相关部门和地方政府的大力支持。除政策推动外，地方政府在垃圾处置及资源利用方面给予了一定的财政补贴。但如果未来行业政策或者地方补贴发生变化，则会给公司的未来经营产生不利影响。

3. **供暖收费价格、热源价格变动风险。**新城热力属于城市供热行业，经营活动受国家产业政策的影响较大。由于供暖收费标准直接影响到企业和居民的切身利益，政府对供暖价格实行政策性调控，公司本身不具备定价权。如果政府调整供暖价格，将对公司的生产经营和盈利能力产生影响。新城热力的热源主要来自工业余热，按实际使用热量结算，该热量结算价格一般参考政府指导定价。如果未来热源价格产生波动，将会对新城热力的生产经营和盈利能力产生影响。
4. **供热经营权被调整或终止的风险。**2007年8月，北京市通州区人民政府授权通州区市政管理委员会与新城热力签署了《供热经营框架协议》，由新城热力利用三河热电厂热电联产热源向北京城市副中心（原通州新城）部分区域供热并负责供热设施的建设、运营、维护工作。该供热经营有效期限为三十年，自2007年8月16日至2037年8月15日。尽管新城热力均按照协议约定向北京城市副中心的城镇居民及非居民单位提供稳定的供暖服务及配套管网设施建设运营服务，但未来不排除因为包括但不限于宏观政策变动、重大责任事故等事件及其他不可抗力因素，导致调整甚至终止新城热力享有的上述供热经营权的情形。如出现该等情形，将对公司持续经营和盈利能力造成不利影响。
5. **产能扩张不及预期。**公司自2020年后业绩增长主力为餐厨产业链的布局推进和UCO产能的释放，若产能扩张未按计划进行，则或将影响公司业绩。
6. **商誉减值风险。**公司对新城热力的收购是非同一控制下的企业合并，根据《企业会计准则》，购买方对合并成本大于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值部分的差额，应当确认为商誉。该等商誉不作摊销处理，但需要在未来每年年末进行减值测试。本次交易完成后，上市公司将确认部分商誉，若标的资产未来经营情况未达预期，则相关商誉存在减值风险，从而对上市公司未来经营业绩产生不利影响。
7. **股价异动风险。**公司近半年曾出现股价异动。

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|-----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 货币资金 | 39.35 | 85.98 | 820.13 | 1,400.11 | 2,457.01 | 营业收入 | 23.53 | 346.88 | 630.12 | 954.80 | 1,606.16 |
| 应收票据及应收账款 | 10.64 | 150.78 | 139.77 | 300.50 | 440.12 | 营业成本 | 16.18 | 209.14 | 376.34 | 563.40 | 921.70 |
| 预付账款 | 7.19 | 17.66 | 26.25 | 36.35 | 70.13 | 营业税金及附加 | 3.28 | 3.04 | 5.36 | 7.64 | 12.85 |
| 存货 | 15.25 | 9.79 | 34.12 | 28.48 | 78.28 | 营业费用 | 5.15 | 5.38 | 5.48 | 5.73 | 8.03 |
| 其他 | 96.74 | 46.92 | 194.28 | 139.48 | 409.65 | 管理费用 | 48.16 | 79.41 | 97.04 | 99.78 | 128.49 |
| 流动资产合计 | 169.16 | 311.14 | 1,214.55 | 1,904.92 | 3,455.21 | 研发费用 | 0.79 | 2.20 | 9.45 | 9.55 | 12.85 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.88 | 0.88 | 0.88 | 0.88 | 财务费用 | 20.21 | 9.74 | 36.21 | 33.94 | 33.93 |
| 固定资产 | 1.47 | 362.47 | 406.96 | 461.67 | 509.53 | 资产减值损失 | (141.85) | (1.20) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 在建工程 | 23.33 | 57.27 | 70.36 | 90.22 | 84.13 | 公允价值变动收益 | (133.40) | 0.01 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 2.91 | 396.28 | 375.35 | 354.41 | 333.47 | 投资净收益 | 129.07 | 0.42 | (0.90) | 0.50 | 0.50 |
| 其他 | 188.91 | 687.52 | 649.03 | 640.67 | 632.30 | 其他 | 338.85 | (1.32) | 1.80 | (1.00) | (1.00) |
| 非流动资产合计 | 216.61 | 1,504.42 | 1,502.57 | 1,547.84 | 1,560.31 | 营业利润 | (262.93) | 40.06 | 99.34 | 235.26 | 488.81 |
| 资产总计 | 385.77 | 1,815.56 | 2,717.12 | 3,452.76 | 5,015.52 | 营业外收入 | 13.28 | 30.93 | 0.50 | 0.50 | 0.50 |
| 短期借款 | 151.20 | 38.40 | 100.00 | 140.00 | 150.00 | 营业外支出 | 15.71 | 3.53 | 2.00 | 0.50 | 0.50 |
| 应付票据及应付账款 | 139.05 | 239.52 | 439.98 | 577.27 | 1,088.33 | 利润总额 | (265.36) | 67.45 | 97.84 | 235.26 | 488.81 |
| 其他 | 162.76 | 597.79 | 572.69 | 927.47 | 1,503.68 | 所得税 | (46.30) | 16.16 | 14.68 | 35.29 | 73.32 |
| 流动负债合计 | 453.01 | 875.71 | 1,112.68 | 1,644.74 | 2,742.01 | 净利润 | (219.06) | 51.29 | 83.17 | 199.97 | 415.49 |
| 长期借款 | 10.00 | 50.00 | 246.40 | 250.00 | 300.00 | 少数股东损益 | (26.37) | 6.16 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 归属于母公司净利润 | (192.70) | 45.13 | 83.17 | 199.97 | 415.49 |
| 其他 | 32.69 | 248.40 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股收益(元) | (0.79) | 0.19 | 0.34 | 0.82 | 1.71 |
| 非流动负债合计 | 42.69 | 298.40 | 246.40 | 250.00 | 300.00 | | | | | | |
| 负债合计 | 495.71 | 1,174.11 | 1,359.08 | 1,894.74 | 3,042.01 | 主要财务比率 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 少数股东权益 | 0.84 | 43.03 | 33.48 | 33.48 | 33.48 | 成长能力 | | | | | |
| 股本 | 127.73 | 191.09 | 242.91 | 242.91 | 242.91 | 营业收入 | -95.21% | 1374.26% | 81.65% | 51.53% | 68.22% |
| 资本公积 | 20.04 | 664.36 | 1,193.84 | 1,193.84 | 1,193.84 | 营业利润 | 304.49% | -115.23% | 148.00% | 136.82% | 107.77% |
| 留存收益 | (238.50) | 469.01 | 1,081.65 | 1,281.63 | 1,697.11 | 归属于母公司净利润 | -2467.39% | -123.42% | 84.27% | 140.45% | 107.77% |
| 其他 | (20.04) | (726.04) | (1,193.84) | (1,193.84) | (1,193.84) | 获利能力 | | | | | |
| 股东权益合计 | (109.93) | 641.45 | 1,358.05 | 1,558.02 | 1,973.51 | 毛利率 | 31.24% | 39.71% | 40.27% | 40.99% | 42.61% |
| 负债和股东权益总计 | 385.77 | 1,815.56 | 2,717.12 | 3,452.76 | 5,015.52 | 净利率 | -818.97% | 13.01% | 13.20% | 20.94% | 25.87% |
| | | | | | | ROE | 173.97% | 7.54% | 6.28% | 13.12% | 21.42% |
| | | | | | | ROIC | -547.29% | -22.67% | 32.59% | 36.79% | 151.09% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 128.50% | 64.67% | 50.02% | 54.88% | 60.65% |
| | | | | | | 净负债率 | -119.94% | 5.14% | -33.41% | -63.54% | -100.50% |
| | | | | | | 流动比率 | 0.37 | 0.36 | 1.09 | 1.16 | 1.26 |
| | | | | | | 速动比率 | 0.34 | 0.34 | 1.06 | 1.14 | 1.23 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 0.12 | 4.30 | 4.34 | 4.34 | 4.34 |
| | | | | | | 存货周转率 | 0.35 | 27.71 | 28.70 | 30.50 | 30.09 |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.03 | 0.32 | 0.28 | 0.31 | 0.38 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | -0.79 | 0.19 | 0.34 | 0.82 | 1.71 |
| | | | | | | 每股经营现金流 | 0.19 | -0.41 | -0.20 | 2.67 | 4.43 |
| | | | | | | 每股净资产 | -0.46 | 2.46 | 5.45 | 6.28 | 7.99 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | -29.78 | 127.13 | 68.99 | 28.69 | 13.81 |
| | | | | | | 市净率 | -51.80 | 9.59 | 4.33 | 3.76 | 2.96 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 16.96 | 32.03 | 31.68 | 15.25 | 6.38 |
| | | | | | | EV/EBIT | 19.49 | 44.89 | 37.14 | 16.74 | 6.74 |

| 现金流量表(百万元) | | | | | |
|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 净利润 | (219.06) | 51.29 | 83.17 | 199.97 | 415.49 |
| 折旧摊销 | 13.61 | 24.88 | 23.36 | 26.36 | 29.17 |
| 财务费用 | 14.09 | 14.24 | 36.21 | 33.94 | 33.93 |
| 投资损失 | (129.07) | (0.42) | 0.90 | (0.50) | (0.50) |
| 营运资金变动 | (134.00) | 109.11 | (193.26) | 389.86 | 598.85 |
| 其它 | 499.73 | (298.70) | 0.00 | (0.00) | (0.00) |
| 经营活动现金流 | 45.31 | (99.60) | (49.63) | 649.64 | 1,076.94 |
| 资本支出 | (211.77) | 960.84 | 308.40 | 80.00 | 50.00 |
| 长期投资 | (3.32) | 0.88 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 217.22 | (1,018.72) | (369.30) | (159.50) | (99.50) |
| 投资活动现金流 | 2.12 | (57.00) | (60.90) | (79.50) | (49.50) |
| 债权融资 | 171.20 | 118.95 | 366.40 | 410.18 | 473.58 |
| 股权融资 | (24.37) | 637.46 | 607.98 | (32.74) | (32.73) |
| 其他 | (262.96) | (563.87) | (129.70) | (367.60) | (411.38) |
| 筹资活动现金流 | (116.12) | 192.54 | 844.68 | 9.84 | 29.46 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | (68.69) | 35.94 | 734.15 | 579.98 | 1,056.90 |

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|--|--|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |