



2022年06月17日

策略类●证券研究报告

## 新股专题覆盖：中科环保（2022年第62期）

（新股专题覆盖报告旨在针对本周询价上市公司进行简单的研究梳理）

### 投资要点

- ◆ 下周三（6月22日）有一家创业板上市公司中科环保询价。
- ◆ **中科环保（301175）：**公司围绕生活类垃圾处理业务形成以垃圾处理服务收入、供电收入及供热收入为主的盈利模式。截至本招股意向书签署日，公司已签署生活垃圾焚烧发电项目特许经营协议共计10个，经许可垃圾处理能力共计13,750吨/日，已投运项目处理能力7,750吨/日。公司2019-2021年分别实现营业收入6.04亿元/6.86亿元/15.10亿元，YOY依次为13.08%/13.61%/119.93%，三年营业收入的年复合增速41.37%；实现归母净利润0.96亿元/1.33亿元/1.72亿元，YOY依次为45.86%/38.08%/29.67%，三年归母净利润的年复合增速37.71%。最新报告期，2022Q1公司实现营业收入3.06亿元，同比下降10.04%；实现归母净利润0.49亿元，同比增长10.37%。根据公司初步预测，预计2022H1公司净利润同比变动10.97%至21.53%。
- **投资亮点：**1、中科院为公司的实际控制人，依托中科院多年科技资源和成果产业化的先进经验，公司有望持续向好。公司控股股东中科集团是中国科学院“一院两制”办院方针指导下设立的高科技企业集团；目前，中科集团在新材料、环保、光通讯及基金投资等领域拥有十余家具有相当规模的高科技企业。同时，作为中国科学院以科技创新为引领的环保产业平台，公司将充分利用中国科学院丰富的科技资源实现产研协同发展及广泛资源的有效整合，发挥中国科学院各科研院所的内部协同效应。2、公司为继续夯实自身实力，积极围绕“自主研发、院所合作、引进创新”建立并完善科技创新机制。公司不仅自主开展先进焚烧技术与装备、污染物超低排放控制技术与装备、智能技术工程化应用等研发工作，还与中国科学院成都生物研究所、中国科学院生态环境研究中心等科研机构及高校建立技术交流与合作关系。此外，公司与丹麦伟伦公司进行中外技术合作，获得VølundSystemsTM炉排炉焚烧技术授权，并依托该技术顺利完成慈溪等项目循环流化床焚烧发电工艺向炉排炉焚烧发电工艺的升级改造。
- **同行业上市公司对比：**中科环保可比上市公司包括绿色动力、三峰环境、中国天楹、上海环境等。从可比公司情况来看，平均收入规模为73.15亿元，平均PE-TTM为15.20X，平均毛利率为28.64%。相较而言，公司的收入规模明显低于可比上市公司平均水平，毛利率则与可比公司平均水平基本持平。
- ◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差、具体上市公司风险在正文内容中展示等。

## 新股专题报告

分析师

李蕙

SAC执业证书编号：S0910519100001

lihuil@huajinse.cn

## 内容目录

一、中科环保 .....	3
(一) 基本财务状况.....	3
(二) 行业情况.....	4
(三) 公司亮点.....	5
(四) 募投项目投入.....	6
(五) 同行业上市公司指标对比.....	6
(六) 风险提示.....	7

## 图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化 .....	3
图 2: 公司归母净利润及增速变化 .....	3
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化 .....	4
图 4: 公司 ROE 变化 .....	4
图 5: 2004-2020 年生活垃圾清运量(万吨).....	4
图 6: 2004-2020 年生活垃圾无害化处理方式变化趋势.....	5
图 7: 2006 年至 2020 年我国城市生活垃圾焚烧产能投放情况.....	5
表 1: 公司本次 IPO 募投项目投入 .....	6
表 2: 同行业上市公司指标对比 .....	7

## 一、中科环保

中科环保围绕生活类垃圾处理业务形成以垃圾处理服务收入、供电收入及供热收入为主的盈利模式。公司创新建立了以生活垃圾焚烧发电项目为主体，协同处置餐厨废弃物、污泥、医疗废物等多种废弃物的循环经济产业园模式；实践了废弃物焚烧处理并提供工业企业供热的热能高效利用模式，在完成废弃物处理的同时，提供了工业热源基础设施服务；较早实现了循环流化床工艺焚烧发电厂在不停产情况下改扩建为炉排炉工艺的工程示范。

截至本招股意向书签署日，公司已签署生活垃圾焚烧发电项目特许经营协议共计 10 个，覆盖浙江、四川、山西、广西、辽宁、云南等省，经许可垃圾处理能力共计 13,750 吨/日，已投运项目处理能力 7,750 吨/日。

### (一) 基本财务状况

公司 2019-2021 年分别实现营业收入 6.04 亿元/6.86 亿元/15.10 亿元，YOY 依次为 13.08%/13.61%/119.93%，三年营业收入的年复合增速 41.37%；实现归母净利润 0.96 亿元/1.33 亿元/1.72 亿元，YOY 依次为 45.86%/38.08%/29.67%，三年归母净利润的年复合增速 37.71%。最新报告期，2022Q1 公司实现营业收入 3.06 亿元，同比下降 10.04%；实现归母净利润 0.49 亿元，同比增长 10.37%。

2021 年，公司主营业务收入按产品类型分为四大板块，包括生活类垃圾处理业务（7.45 亿元，49.77%）、危废处理处置业务（0.12 亿元，0.78%）、环保装备销售及技术服务（0.60 亿元，4.04%）以及项目建造业务（6.80 亿元，45.42%）。2019 至 2020 年间，生活类垃圾处理业务为公司主要的营收来源，其销售占比维持在 90%以上；2021 年，生活类垃圾处理业务等营业收入占比大幅下降，主要系公司根据《企业会计准则解释第 14 号》确认为相关项目建造业务收入所致。

图 1：公司收入规模及增速变化

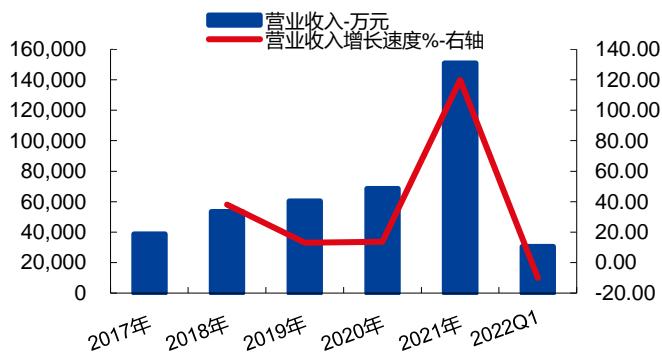
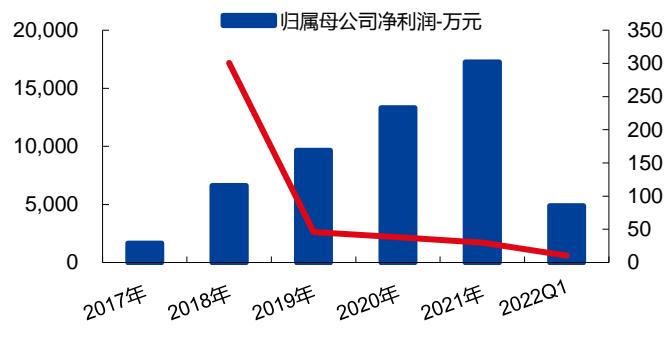


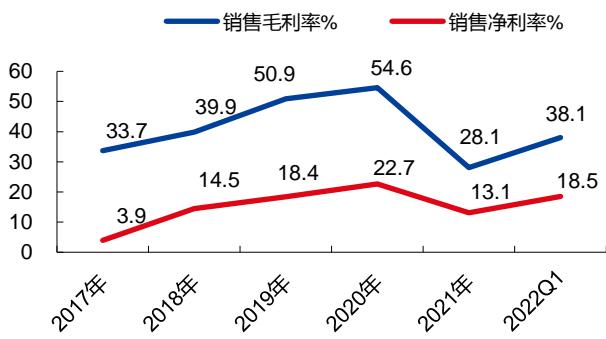
图 2：公司归母净利润及增速变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

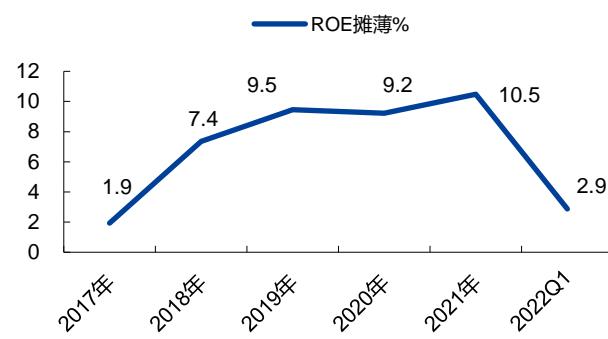
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



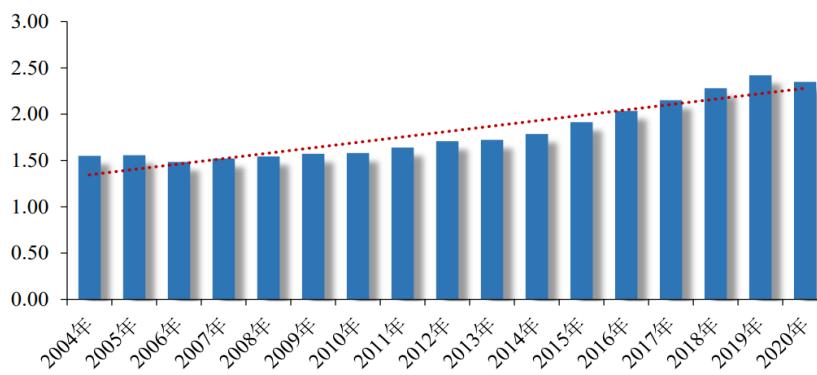
资料来源: Wind, 华金证券研究所

## (二) 行业情况

公司专业提供废弃物处理处置综合服务，根据业务类型，公司归属于“生态环境保护产业”。“生态环境保护产业”作为国家鼓励类产业，对我国发展循环经济、改善环境质量及实现可持续发展的战略目标具有重大意义。

随着我国城镇化进程有序推进，城市生活垃圾清运规模日益增加，带动生活垃圾总体处理需求持续旺盛。截至 2020 年，我国城镇人口从 2000 年 4.59 亿人增长到 9.02 亿人，人口城镇化率从 2000 年 36.22% 增长到 63.89%。与城镇人口数量逐年增长、经济稳步发展相伴的是日益增加的城市生活垃圾处理需求。2004-2020 年，我国城市生活垃圾清运规模从 1.55 亿吨增长至 2.35 亿吨。

图 5：2004-2020 年生活垃圾清运量(万吨)

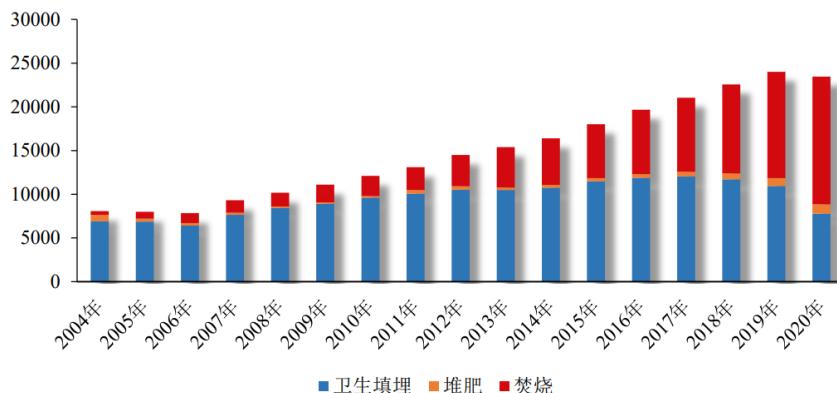


资料来源: 国家统计局, 华金证券研究所

政策重点鼓励生活垃圾无害化处理，其中焚烧处理模式优势明显且占比迅速提升。符合我国生活垃圾特点的无害化处理技术，主要为卫生填埋、堆肥和焚烧三种方式；同时，鉴于生活垃圾处理过程中普遍存在垃圾填埋场设计达标率偏低以致渗沥液、有害气体对周边环境污染严重或堆肥处理分选效率低、肥料质量差、市场销路不佳等问题，焚烧方式逐步得到国家重视，成为最

符合“减量化”、“无害化”和“资源化”要求的生活垃圾处理技术。目前，焚烧方式在我国生活垃圾处理总量的占比实现逐年快速提升，特别是在城市生活垃圾无害化处理领域占比显著增长。

图 6：2004-2020 年生活垃圾无害化处理方式变化趋势



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

自 2007 年以来，我国生活垃圾焚烧发电项目建设持续推进，产能实现快速释放。以城市生活垃圾处理项目为例，截至 2020 年，我国城市生活垃圾焚烧无害化处理厂数量由 2007 年仅 66 座增长至 463 座，年复合增长率达 16.17%；城市生活垃圾焚烧处理能力由 2007 年的 4.47 万吨/日增长至 56.78 万吨/日，年复合增长率达 21.59%。鉴于我国城镇化进程进入有序推进阶段，且城市生活垃圾处理相关政策逐步健全、技术趋于成熟，因此城市生活垃圾焚烧发电项目投资规模将在长期发展过程中保持平稳增长，以匹配城市生活垃圾处理需求。

图 7：2006 年至 2020 年我国城市生活垃圾焚烧产能投放情况



资料来源：国家统计局，《城乡建设统计年鉴》，华金证券研究所

### (三) 公司亮点

1、中科院为公司的实际控制人，依托中科院多年科技资源和成果产业化的先进经验，公司有望持续向好。公司控股股东中科集团是中国科学院“一院两制”办院方针指导下设立的高科技企业集团。历经 20 多年发展，中科集团在新材料、环保、光通讯及基金投资等领域拥有十余家具有相当规模的高科技企业，实现了自身的稳健发展。同时，公司作为中国科学院以科技创新为

引领的环保产业平台，将充分利用中国科学院丰富的科技资源实现产研协同发展及广泛资源的有效整合，发挥中国科学院各科研院所的内部协同效应，为我国环境保护领域提供多元化服务。

**2、公司为继续夯实自身实力，积极围绕“自主研发、院所合作、引进创新”建立并完善科技创新机制。**公司不仅自主开展先进焚烧技术与装备、污染物超低排放控制技术与装备、智能技术工程化应用等研发工作，还与中国科学院成都生物研究所、中国科学院生态环境研究中心等科研机构及高校建立技术交流与合作关系，积累了大量技术经验。此外，公司与丹麦伟伦公司进行中外技术合作，获得 VølundSystemsTM 炉排炉焚烧技术授权，并根据中国生活垃圾特点创新优化设计，实现国际技术国产化创新，成功用于国内生活垃圾焚烧发电项目；公司依托该技术顺利完成慈溪等项目循环流化床焚烧发电工艺向炉排炉焚烧发电工艺的升级改造并实现该技术的市场化推广，有效提升相关生活垃圾焚烧发电项目自动化水平。

#### (四) 募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 3 个项目和补充流动资金。

**1、晋城市城市生活垃圾焚烧发电项目：**设计日处理垃圾量为 800 吨，建设 2 台日处理量 400 吨的机械炉排垃圾焚烧炉，配套 1 台额定出力 15MW 的凝汽式汽轮机（空冷）及 1 台额定出力为 15MW 的发电机，烟气净化系统采用“SNCR 脱硝+半干法脱酸+干法脱酸+活性炭喷射吸附+布袋除尘”的组合烟气净化工艺，预计运营年限为 30 年。

**2、政府与社会资本合作模式建设绵阳市第二生活垃圾焚烧发电项目：**包括三台项目(一期)，即新建日生活垃圾处理量 1,000 吨的生活垃圾焚烧线及配套及 1\*25MW 汽轮机+1\*25MW 发电机，配套烟气净化、垃圾渗沥液处理系统等；垃圾收运系统，即新建覆盖 63 个乡镇的 11 个垃圾压缩中转站点。

**3、海城市生活垃圾焚烧发电项目：**工程规划日处理垃圾能力为 800 吨，建设规模为 2 条额定处理能力为 400t/d 机械炉排焚烧线及烟气净化系统，配套 2 套中温次高压余热锅炉及 1 套中温次高压 15MW 凝汽式汽轮机+18MW 发电机。

表 1：公司本次 IPO 募投项目投入

序号	项目名称	总投资额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建设期
1	晋城市城市生活垃圾焚烧发电项目	51,660.48	34,000.00	30 个月
2	政府与社会资本合作模式建设绵阳市第二生活垃圾焚烧发电项目	62,410.95	25,000.00	24 个月
3	海城市生活垃圾焚烧发电项目	43,004.49	35,000.00	18 个月
4	补充流动资金	25,000.00	25,000.00	-
	合计	182,075.92	119,000.00	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

#### (五) 同行业上市公司指标对比

2021 年度，公司实现营业收入 15.10 亿元，同比增长 119.93%；实现归属于母公司净利润 1.72 亿元，同比增长 29.67%。根据公司初步预测，2022 年 1-6 月预计实现营业收入为 68,000

万元至 75,000 万元，较去年同期变动 1.01%至 11.40%；预计实现归属于母公司所有者的净利润为 10,500 万元至 11,500 万元，较去年同期变动 10.97%至 21.53%；预计实现扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润为 10,300 万元至 11,300 万元，较去年同期变动 11.83%至 22.68%。其中，对于上半年公司出现的业绩增长，主要系公司三台项目（一期）、防城港项目（二期）及晋城项目先后建成投产、生活垃圾焚烧发电业务产能进一步释放，利润进一步增加。

中科环保持续深耕生活垃圾焚烧发电业务，从业务的相似性来看，公司的可比上市公司包括绿色动力、三峰环境、中国天楹、上海环境等。从可比公司情况来看，平均收入规模为 73.15 亿元，平均 PE-TTM（剔除负值/算数平均）为 15.20X，平均毛利率为 28.64%。相较而言，公司的收入规模明显低于可比上市公司平均水平，毛利率则与可比公司平均水平基本持平。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2021 年收入 (亿元)	2021 年 收入增速	2021 年归 母净利润 (万元)	2021 年净利 润增长率	2021 年销 售毛利率	2021 年 ROE 摊薄
601330.SH	绿色动力	105.34	15.14	50.57	122.03%	69,778.59	38.62%	34.24%	10.69%
601827.SH	三峰环境	118.15	11.74	58.74	19.16%	123,834.83	71.78%	31.71%	14.06%
000035.SZ	中国天楹	131.49	20.26	205.93	-5.83%	72,898.48	11.54%	14.13%	6.67%
601200.SH	上海环境	112.63	17.78	71.02	57.41%	68,651.14	9.77%	23.66%	6.97%
300867.SZ	圣元环保	57.04	13.52	22.96	122.08%	47,153.98	55.27%	31.18%	14.65%
002034.SZ	旺能环境	85.43	12.75	29.68	74.75%	64,800.90	24.10%	36.92%	12.05%
301175.SZ	中科环保	/	/	15.10	119.93%	17,249.70	29.67%	28.07%	10.48%

资料来源：Wind，华金证券研究所

## （六）风险提示

核心技术无法及时更新迭代的风险、技术授权到期及不具排他性的风险、垃圾处理服务费无法及时调整的风险、生活垃圾进厂量及热值变化引起的盈利能力波动风险、业务拓展不及预期的风险、环保政策趋严的风险、社会公众对公司主营业务所属行业持负面看法的风险、餐厨废弃物及污泥处理项目可行性缺口补助不及预期的风险、库存商品无法满足验收条件的风险、应收账款不能全额回收的风险等风险。

## 分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经我国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsc.cn](http://www.huajinsc.cn)