

2023年09月01日

飞南资源 (301500.SZ)

新股覆盖研究

投资要点

◆ 下周二（9月5日）有一家创业板上市公司“飞南资源”询价。

◆ **飞南资源 (301500)**: 公司主要从事有色金属类危险废物处置业务及再生资源回收利用业务。公司 2020-2022 年分别实现营业收入 48.28 亿元/78.99 亿元/87.67 亿元, YOY 依次为 12.80%/63.62%/10.98%, 三年营业收入的年复合增速 27.00%; 实现归母净利润 5.94 亿元/7.19 亿元/2.12 亿元, YOY 依次为 10.32%/21.09%/-70.48%。最新报告期, 2023H1 公司实现营业收入 38.94 亿元, 同比-11.32%, 归母净利润 1.21 亿元, 同比-29.27%。公司预计 2023 年 1-9 月归属于母公司所有者的净利润为 13,000 至 17,000 万元, 同比变动-36.39%至-16.81%。

① **投资亮点: 1、公司深耕广东市场, 危废处理资质规模居省内前二。**广东省是全国危废产生量较大的省份之一, 根据《2020 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》, 2019 年广东危废产生量居全国第四。公司深耕广东市场多年, 形成了较强的规模优势及收废网络优势; 目前广东省内危废许可资质规模分布较为分散, 截至 2022 年末广东省内 153 家危废企业中, 资质规模在 10 万吨以下的有 112 家, 而广东飞南处置资质达 45 万吨/年, 为省内仅有的两家核准规模超过 40 万吨企业之一, 多年来公司与深圳、广州、东莞等城市的金属电镀、电器电子加工等各类产废企业建立了长期合作关系, 形成了稳定的收废网络, 报告期内累计服务产废单位超过 1,000 家。**2、通过江西巴顿、广西飞南等多个生产基地的建设及广东名南等项目的规划布局, 公司实现横向资质规模扩张及纵向产业化能力延伸并行。**现阶段公司已实现了铜金属深度资源化, 可实现 HW17、HW22 等危废物的处理并产出电解铜。1) 已进入试生产阶段的江西巴顿在现有铜金属处置利用的基础上, 可实现对广东飞南、江西飞南产出的烟尘灰、铜锡泥、阳极泥等 HW48 危废的深加工、新增处置利用金、银、钨、锡、锌的能力, 进一步延长公司资源化产品产业链。2) 目前通过成熟运营的广东飞南、江西兴南形成了 61.5 万吨/年的危废处理能力, 在建项目江西巴顿环评规模为 19.56 万吨/年、广西飞南环评规模为 30 万吨/年、规划中的广东名南规模为 15 万吨/年, 预计未来三年随着上述基地的逐步建成, 公司处置规模将提升至 126.06 万吨/年。

② **同行业上市公司对比:** 选取业务与公司较为相近的格林美、东江环保、惠城环保、浩通科技为飞南资源的可比上市公司。从上述可比公司来看, 行业平均收入规模-TTM 为 86.91 亿元, 可比 PE-TTM(剔除负值/算术平均)为 48.65X, 销售毛利率为 16.15%; 相较而言, 公司的营收规模处于同业中上游, 销售毛利率低于行业平均水平。

◆ **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等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2020A	2021A	2022A
主营收入(百万元)	4,827.9	7,899.2	8,766.5
同比增长(%)	12.80	63.62	10.98

交易数据

总市值(百万元)	
流通市值(百万元)	
总股本(百万股)	360.00
流通股本(百万股)	
12 个月价格区间	/

分析师

李蕙

SAC 执业证书编号: S0910519100001
lihui1@huajinsec.com

相关报告

崇德科技-新股专题覆盖报告(崇德科技)-
2023 年第 183 期-总第 380 期 2023.8.31
盛科通信-华金证券-新股-盛科通信-新股专题覆盖报告(盛科通信)-2023 年第 182 期-
总第 379 期 2023.8.27
斯菱股份-华金证券-新股-斯菱股份-新股专题覆盖报告(斯菱股份)-2023 年第 181 期-
总第 378 期 2023.8.25
热威股份-新股专题覆盖报告(热威股份)-
2023 年第 180 期-总第 377 期 2023.8.23
福赛科技-新股专题覆盖报告(福赛科技)-
2023 年第 179 期-总第 376 期 2023.8.22



营业利润(百万元)	733.2	780.1	222.5
同比增长(%)	11.22	6.40	-71.48
净利润(百万元)	594.0	719.3	212.3
同比增长(%)	10.32	21.09	-70.48
每股收益(元)	1.65	2.00	0.59

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、飞南资源	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	9
(四) 募投项目投入	9
(五) 同行业上市公司指标对比	10
(六) 风险提示	10

图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化	4
图 2: 公司归母净利润及增速变化	4
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4: 公司 ROE 变化	5
图 5: 2013-2019 年全国危险废物市场规模情况 (万吨)	5
图 6: 2019 年各省大中城市工业危险废物产生量情况 (万吨)	6
图 7: 2013-2019 年全国大中城市危险废物核准及实际收集、利用处置量	6
图 8: 2019 年各省大、中城市危险废物经营许可证数量	7
图 9: 2013-2019 年全国大中城市危废核准及实际收集、利用处置量	7
图 10: 2011-2021 年广东省危废产生量 (万吨)	8
图 11: 2017 年广东省危险废物产出类别情况	8
图 12: 截至 2022 年末广东危废经营许可证规模分布	9
表 1: 公司 IPO 募投项目概况	10
表 2: 同行业上市公司指标对比	10

一、飞南资源

公司主要从事有色金属类危险废物处置业务及再生资源回收利用业务，是一家覆盖“危险废物收集、无害化处置、资源回收利用”的环保企业。

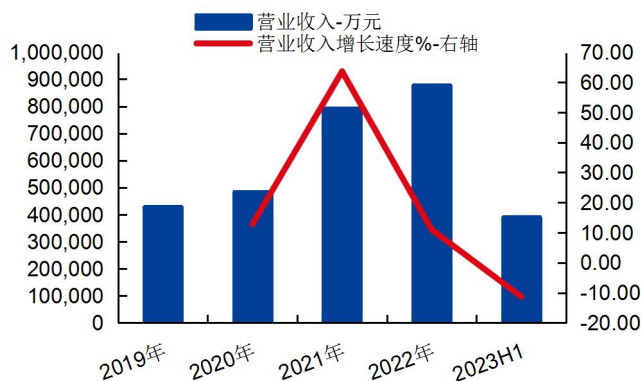
目前，公司主要处置利用含铜为主的有色金属类危险废物，拥有广东肇庆、江西上饶两大处置基地，证载处置能力达 61.5 万吨/年（其中江西飞南 6.5 万吨/年危险废物经营许可证正在办理续期换证中）。公司将传统的冶金工艺，运用于有色金属类危废处置利用业务，能够将不同批次金属品位低、杂质含量不同的危险废物，配合含铜物料，在成本可控的情况下，实现金属回收利用，产出含铜产品、含贵金属产品等。

（一）基本财务状况

公司 2020-2022 年分别实现营业收入 48.28 亿元/78.99 亿元/87.67 亿元，YOY 依次为 12.80%/63.62%/10.98%，三年营业收入的年复合增速 27.00%；实现归母净利润 5.94 亿元/7.19 亿元/2.12 亿元，YOY 依次为 10.32%/21.09%/-70.48%。最新报告期，2023H1 公司实现营业收入 38.94 亿元，同比-11.32%，归母净利润 1.21 亿元，同比-29.27%。

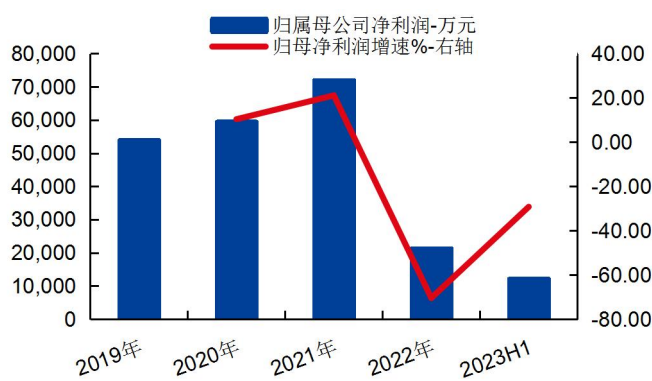
2022 年，公司主营业务收入按产品类型可分为两大板块，分别为危废处置费（1.38 亿元，1.57%）、资源化产品（86.20 亿元，98.43%）；报告期内，资源化产品一直为公司的核心收入来源。

图 1：公司收入规模及增速变化



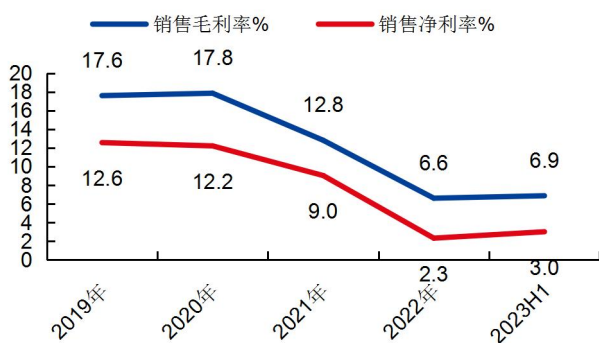
资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



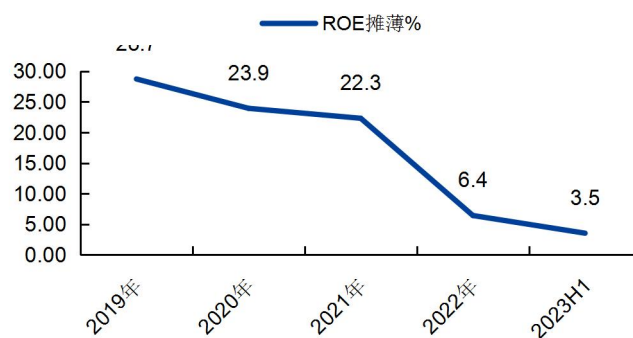
资料来源：wind，华金证券研究所

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



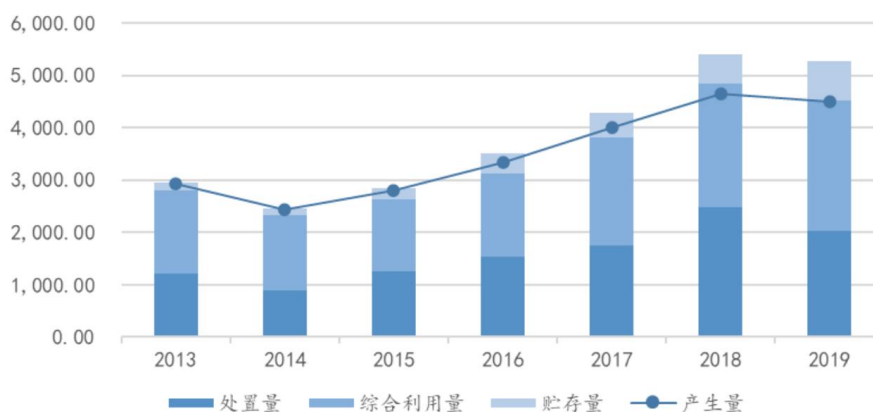
资料来源：wind，华金证券研究所

（二）行业情况

公司主要从事有色金属类危险废物处置业务及再生资源回收利用业务，属于危废处置利用行业。

2013 年《两高司法解释》的推出，推动了“隐性”危废的释放，直接导致我国危废产生量的迅速增长。2017 年我国危废产生量达 6,936 万吨，较 2013 年危废产生量 3,156 万吨实现翻倍增长，危废产生量年均复合增长率达到 21.75%，危废合法化处置成为趋势。

图 5：2013-2019 年全国危险废物市场规模情况（万吨）

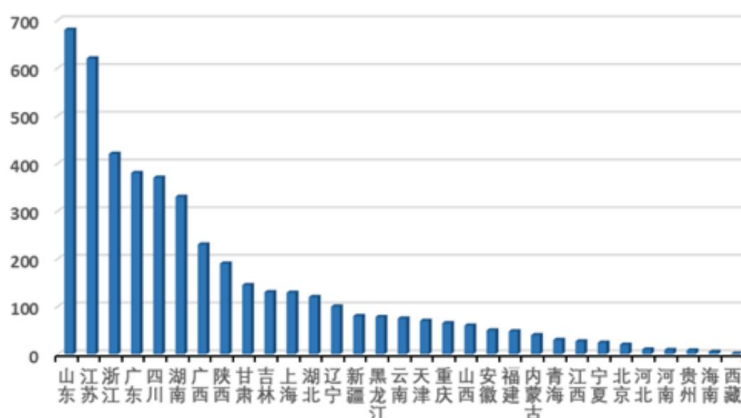


资料来源：2014 年至 2020 年《全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，华金证券研究所

注：2021 年、2022 年《全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》尚未公布

危废产生地域主要与该地区的工业总量和发展水平相关。根据《2020 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，2019 年，公司主要危废采购地区广东、江苏、浙江、江西工业危险废物产生量分别位居全国第四、第二、第三、第二十四，全国各省（区、市）大、中城市工业危险废物产生情况如下：

图 6：2019 年各省大中城市工业危险废物产生量情况（万吨）

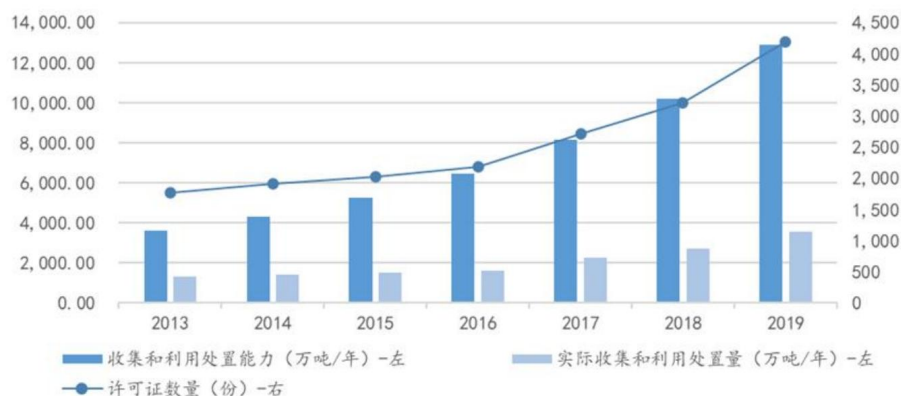


资料来源：《2020 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，华金证券研究所

我国重点产废行业区域集中分布特点较为明显。以公司所在地广东省为例，由于通信设备、计算机及其他电子设备制造业的集中，广东省产废量最大的两类危废分别为含铜废物（HW22）及表面处理废物（HW17），均为含金属资源的危废，处置利用方式以资源化利用为主。

随着 2013 年《两高司法解释》的出台，危废处置需求迅速增长的同时，处置产能也同步加速建设。总体来看，危废经营许可规模的增加速度与处置需求释放速度相当：2013 年至 2019 年，全国危废产量年均复合增速约 7%，危废许可经营规模年均复合增速也约为 15%。

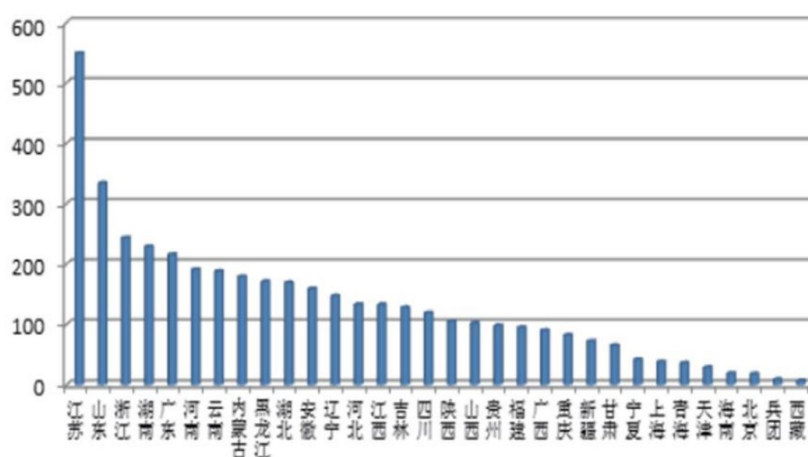
图 7：2013-2019 年全国大中城市危险废物核准及实际收集、利用处置量



资料来源：2014 年至 2020 年《全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，华金证券研究所

根据《2020 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，我国各省危废资质许可规模分布情况与各省产废量分布情况基本一致，其中，四大产废大省山东、江苏、浙江、湖南的许可资质数量也位于全国前四名；公司两大生产基地分别所处的广东、江西区域许可资质规模在全国各省排名中分别位于第五名及第十四名。

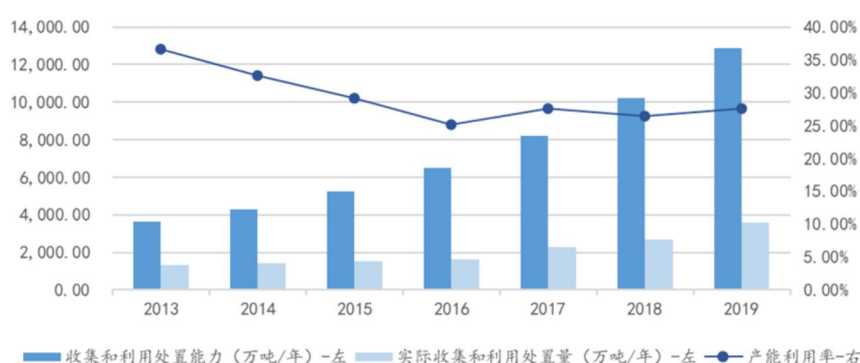
图 8：2019 年各省大、中城市危险废物经营许可证数量



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

我国危废处置行业存在产能利用率不足的现象。一方面，危废产出及处置能力区域或类别不匹配、处置企业经营能力有限等原因导致核准产能减量生产或被荒废；另一方面，部分新核准产能仍处于调试与爬坡阶段，导致我国目前危废处置产能利用率不足。近年来，我国危废处置利用的实际能力不及许可资质规模，我国危废经营许可资质的利用率不足 30%，具体如下：

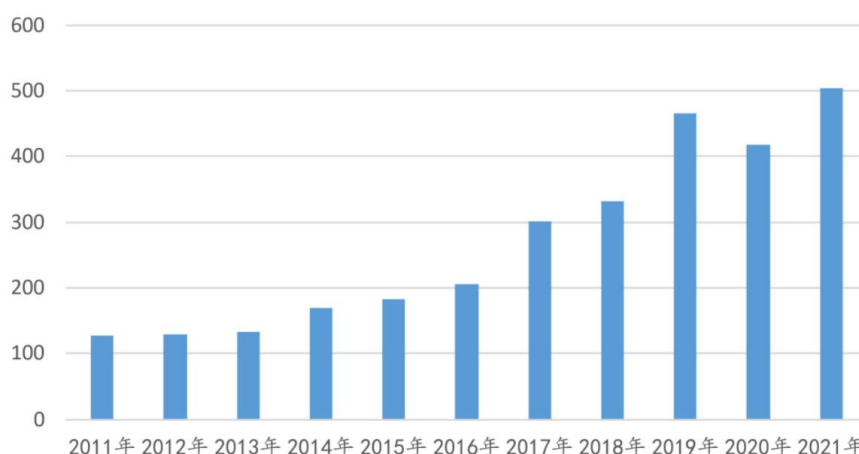
图 9：2013-2019 年全国大中城市危废核准及实际收集、利用处置量



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

公司深耕广东危废市场多年，90%以上的危废来源于广东省内各类产废企业。一方面，危险废物的产生量与当地工业发展水平息息相关。广东省为我国经济大省，地处珠三角经济区，计算机、通信和其他电子设备制造业、电气机械和器材制造业、汽车制造业、金属制品业等第二产业发达，且第二产业 GDP 逐年增长，带动危废产量的逐年上升。另一方面，日益趋严的环保政策也倒逼产废企业规范，危废合法处置需求增长。2011 年至 2021 年，广东省危险废物年产废量由 126.79 万吨/年增长至 504.24 万吨/年，复合增长率高达 14.80%，具体情况如下：

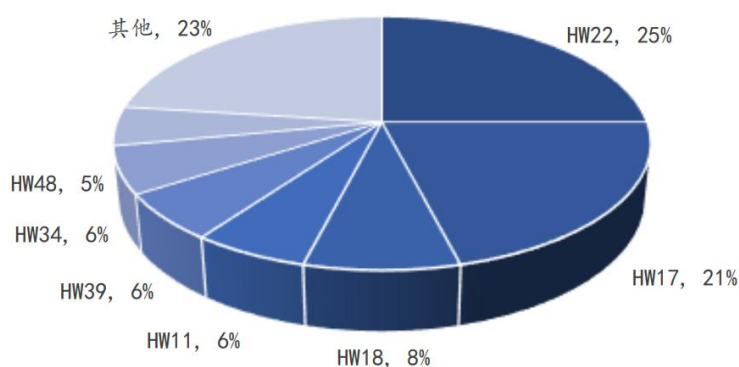
图 10：2011-2021 年广东省危废产生量（万吨）



资料来源：公司招股书、广东省生态环境统计公报、华金证券研究所

以珠三角地区为发展中心的广东省电子产业发达，服务线路板制造的电镀厂以及电子元器件加工厂数量多，因此产出危废以含有重金属危废为主。2017 年，广东省危废产出中 HW22（含铜废物）、HW17（表面处理废物）产量占全省危废产出的比例接近 50%。2017 年，广东省危险废物产出类别情况具体如下：

图 11：2017 年广东省危险废物产出类别情况

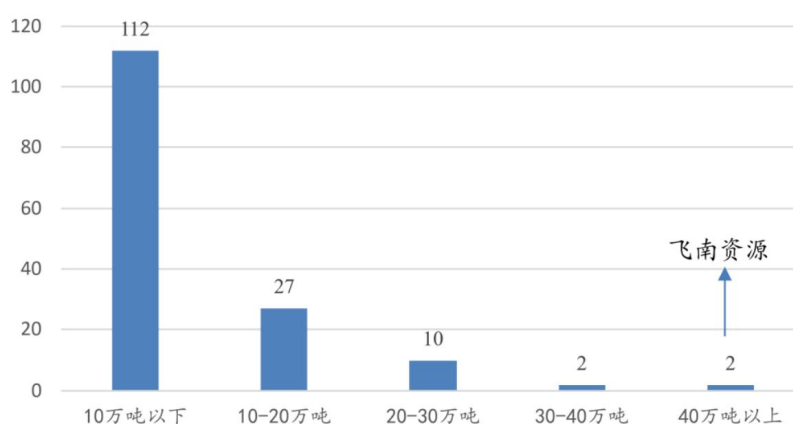


资料来源：公司招股书，华金证券研究所

注：HW18 为焚烧处置废物；HW39 为含酚废物；HW11 为精馏残渣；HW34 为废酸；HW48 为有色金属冶炼废物。

广东省危废许可资质规模处于全国领先地位，但呈现分散特点，大多数企业核准处置利用规模较低。根据广东省生态环境厅统计，截至 2022 年末，广东省已许可 153 家危废经营企业，合计处置资质达到 1,107.85 万吨/年，总体呈现“小而散”的特点：其中 22 家企业获核准规模小于 1 万吨/年，23 家企业核准规模位于 1 万吨/年至 2 万吨/年之间，核准规模超过 20 万吨的企业仅 14 家。截至 2022 年末，广东省危废处置企业经营许可证核准规模分布情况如下：

图 12：截至 2022 年末广东危废经营许可证规模分布



资料来源：广东省生态环境厅，华金证券研究所

（三）公司亮点

1、公司深耕广东市场，危废处理资质规模居省内前二。广东省是全国危废产生量较大的省份之一，根据《2020 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，2019 年广东危废产生量居全国第四。公司深耕广东市场多年，形成了较强的规模优势及收废网络优势；目前广东省内危废许可资质规模分布较为分散，截至 2022 年末广东省内 153 家危废企业中，资质规模在 10 万吨以下的有 112 家，而广东飞南处置资质达 45 万吨/年，为省内仅有的两家核准规模超过 40 万吨企业之一，多年来公司与深圳、广州、东莞等城市的金属电镀、电器电子加工等各类产废企业建立了长期合作关系，形成了稳定的收废网络，报告期内累计服务产废单位超过 1,000 家。

2、通过江西巴顿、广西飞南等多个生产基地的建设及广东名南等项目的规划布局，公司实现横向资质规模扩张及纵向产业化能力延伸并行。现阶段公司已实现了铜金属深度资源化，可实现 HW17、HW22 等危废物的处理并产出电解铜。1）已进入试生产阶段的江西巴顿在现有铜金属处置利用的基础上，可实现对广东飞南、江西飞南产出的烟尘灰、铜锡泥、阳极泥等 HW48 危废的深加工、新增处置利用金、银、钯、锡、锌的能力，进一步延长公司资源化产品产业链。2）目前通过成熟运营的广东飞南、江西兴南形成了 61.5 万吨/年的危废处理能力，在建项目江西巴顿环评规模为 19.56 万吨/年、广西飞南环评规模为 30 万吨/年、规划中的广东名南规模为 15 万吨/年，预计未来三年随着上述基地的逐步建成，公司处置规模将提升至 126.06 万吨/年。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 1 个项目及补充营运资金。

1、江西巴顿多金属回收利用项目：该项目位于江西弋阳工业园区，以含铜、锌、锡、铅等有色冶炼行业烟尘、炉渣以及废杂有色金属等危险废物及一般工业固体废物为主要原料，通过火法湿法相结合等工艺，分别回收铜、锌、锡、铅、金、银、钯等金属，危险废物年处理能力 19.56 万吨。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金 额(万元)	项目建设期
1	江西巴顿多金属回收利用项目	273,495.00	120,000.00	53 个月
2	补充营运资金	30,000.00	30,000.00	-
	总计	303,495.00	150,000.00	-

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

2022 年度，公司实现营业收入 87.67 亿元，同比增长 10.98%；实现归属于母公司净利润 2.12 亿元，同比下降 70.48%。公司预计 2023 年 1-9 月营业收入为 620,000 至 660,000 万元，同比变动-4.04%至 2.16%；归属于母公司所有者的净利润为 13,000 至 17,000 万元，同比变动-36.39%至-16.81%，预计扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润为 13,000 至 17,000 万元，同比变动-30.07%至-8.55%。

公司主营危险废物处置业务，同步实现危废无害化处置及再生资源回收利用，选取业务与公司较为相近的格林美、东江环保、惠城环保、浩通科技为飞南资源的可比上市公司。从上述可比公司来看，行业平均收入规模-TTM 为 86.91 亿元，可比 PE-TTM（剔除负值/算术平均）为 48.65X，销售毛利率为 16.15%；相较而言，公司的营收规模处于同业中上游，销售毛利率低于行业平均水平。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	收入-TTM(亿 元)	收入增速 -TTM	归母净利 润-TTM (亿元)	净利润增 长率-TTM	销售毛 利率 -TTM	ROE 摊薄 -TTM
002340.SZ	格林美	321.49	31.27	284.07	12.62%	10.28	-3.66%	13.17%	5.47%
002672.SZ	东江环保	63.00	-8.74	38.52	-12.32%	-7.21	-1136.99%	8.17%	-14.27%
300779.SZ	惠城环保	78.64	84.34	7.25	146.56%	0.93	5954.55%	30.44%	10.04%
301026.SZ	浩通科技	35.53	30.33	17.79	-36.85%	1.17	-25.58%	12.84%	8.39%
301500.SZ	飞南资源	/	/	82.70	-6.39%	1.62	-68.22%	5.24%	4.73%

资料来源：Wind（数据截至日期：2023 年 8 月 31 日），华金证券研究所

（六）风险提示

铜价下跌导致公司业绩下滑的风险、金属购销价差波动导致资源化产品盈利空间波动的风险、无法取得危险废物经营许可证的风险、在建项目实施导致经营业绩短期下滑的风险、公司经营业绩下滑的风险等风险。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

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

免责声明：

本报告仅供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。

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

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn