

海南商混龙头，环卫增利+进军邮轮

海南瑞泽(002596)首次覆盖

► 公司 IPO 时主业商混，三次定增并购依次介入水泥、园林、环卫，收入及利润主要由商混、水泥及环卫贡献。

公司于 2011 年 IPO，当时主业为商品混凝土，此后公司主要通过收购先后介入水泥、园林、环卫行业。公司于 2015 年定增并配套融资共计 4.8 亿元收购并增资金岗水泥 80% 股权，于 2015 年定增并配套融资共计 7 亿元用于收购并增资大兴园林 100% 股权，于 2018/2019 年定增并配套融资共计 11.73 亿元用于收购江西绿润及江门绿顺 100% 股权。

2019 年，公司四大板块混凝土、水泥、市政环卫、园林绿化的收入占比分别为 44%/23%/24%/8%，毛利润占比分别为 38%/22%/39%/0%，毛利率分别为 17%/19%/32%/1%。公司的收入及利润主要由商混、水泥及环卫贡献，其中商混和水泥贡献了较大的收入比例，但环卫的毛利率是所有板块中最高的。

► 公司布局邮轮旅游行业，预计将受益海南自贸港政策。

2020 年下半年，公司全资子公司瑞泽旅游投资 5000 万元设立瑞泽邮轮，瑞泽邮轮与中秦船舶共同出资设立宏洋邮轮，其中中秦船舶持有 70% 股权，瑞泽邮轮持有 30% 股权。宏洋邮轮已完成工商注册登记手续，并取得了海南省市场监督管理局颁发的《营业执照》。公司布局邮轮旅游行业，旨在充分利用海南自由贸易港政策优势、区位优势，深入挖掘有利商机。

► 融资政策改善，需求坚实，环保业务发展向好。

2019H2，国家发布资本金新规，明确专项债可以用作资本金；我们认为融资新政能够将融资主体由民营企业切换为地方政府，从而有利于环保项目融资及项目推进。公司 2016 年收购广东绿润（2018 年控股并表），切入环保生态行业，在行业整体需求依旧坚实、且融资环境改善背景下，我们认为公司环保生态业务将受益于行业生态改善，发展前景向好。

► 水泥、混凝土业务预计保持平稳。

由于海南自贸区及粤港澳大湾区建设推进，我们判断广东、海南两省未来 2-3 年水泥（及混凝土）需求仍将保持稳定增长，同时由于海南、广东两省水泥行业集中度较高，利于战略合作，我们认为两地水泥、混凝土行业仍将保持较高的景气度。公司在海南混凝土市场市占率达 35%，同时在广东肇庆拥有水泥生产线，其水泥、混凝土业务有望受益于广东、海南的高景气度而保持平稳。

► 不考虑商誉减值，我们预测公司 2020-22 年归母净利润分别为 0.51/1.45/1.60 亿元，同比分别+112%/+186%/+10%，首次覆盖，

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	6.16
股票代码：	002596
52 周最高价/最低价：	9.67/5.05
总市值(亿)	70.55
自由流通市值(亿)	62.40
自由流通股数(百万)	1,016.25



分析师：戚舒扬

邮箱：qisy@hx168.com.cn

SAC NO：S1120519070002

联系电话：

分析师：丁一洪

邮箱：dingyh@hx168.com.cn

SAC NO：S1120519070001

联系电话：0755-23948865

研究助理：郝暲

邮箱：yuliang@hx168.com.cn

分析师：洪奕昕

邮箱：hongyx1@hx168.com.cn

SAC NO：S1120519080004

联系电话：

建材&煤炭交运团队联合覆盖

给予“增持”评级。

我们假设 2020-22 年公司混凝土和水泥的销量同比分别为-10%/+3%/+3%，市政环卫收入同比分别为+10%/+20%/+5%（考虑到 2020 年 9 月公司中标的项目），实际所得税费率分别为 30%/15%/15%（考虑到在海南自由贸易港并实质性运营的鼓励类产业企业，减按 15%征收企业所得税，公司混凝土板块海南瑞泽双林建材有限公司等符合），不考虑可能的商誉减值等非经损益，预计 2020-22 年归母净利分别为 0.51/1.45/1.60 亿元，同比分别+112%/+186%/+10%，对应 EPS 分别为 0.04/0.13/0.14 元，以 2020 年 11 月 25 日收盘价 6.16 元为基准，PE 分别为 140/49/44 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

宏观经济系统性风险；商誉减值风险；应收账款坏账风险；邮轮项目进展不及预期；海南基建及投资增速不及预期；环卫及园林项目盈利和现金回收不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,121	2,577	2,370	2,576	2,679
YoY (%)	8.5%	-17.4%	-8.0%	8.7%	4.0%
归母净利润(百万元)	122	-412	51	145	160
YoY (%)	-30.7%	-437.3%	112.3%	185.8%	10.3%
毛利率 (%)	22.8%	19.8%	21.5%	21.8%	21.8%
每股收益 (元)	0.11	-0.36	0.04	0.13	0.14
ROE	4.0%	-13.2%	1.6%	4.4%	4.6%
市盈率	55.89	-16.57	139.75	48.89	44.32

资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 公司并购式发展，主业为商混水泥及环卫园林.....	5
1.1. 公司主业商混，三次定增并购依次介入水泥、园林、环卫.....	5
1.2. 公司收入及利润主要由商混、水泥及环卫贡献.....	6
1.3. 布局邮轮旅游行业，预计将受益海南自贸港政策.....	7
2. 环保行业生态改善，公司有望受益.....	7
2.1. 专项债可做资本金，融资主体切换提高可行性.....	7
2.2. 去杠杆，但没有去需求.....	9
2.3. 收购广东绿润股权，环境业务发展或向好.....	12
3. 水泥、混凝土业务或保持平稳发展.....	13
4. 盈利预测：首次覆盖给予“增持”评级.....	16
5. 风险因素.....	17
5.1. 宏观经济系统性风险.....	17
5.2. 商誉减值风险.....	17
5.3. 应收账款坏账风险.....	17
5.4. 邮轮项目进展不及预期.....	17
5.5. 海南基建及投资增速不及预期；.....	18
5.6. 环卫及园林项目盈利和现金回收不及预期。.....	18

图表目录

图 1 公司近年营业总收入（亿元）及增速.....	6
图 2 公司近年归母净利（亿元）及增速.....	6
图 3 近年公司各分部收入占比.....	6
图 4 近年公司各分部毛利润占比.....	6
图 5 公司近年毛利润（亿元）及增速.....	7
图 6 近年公司各分部毛利率.....	7
图 7 PPP 模式下园林公司运作流程.....	8
图 8 专项债新规下园林企业运作模式.....	9
图 9 资金情况总体良好，项目推进较为顺利.....	9
图 10 国家湿地公园数量稳定增长.....	10
图 11 每年通过验收湿地公园数量逐渐增长.....	10
图 12 我国森林面积及覆盖率.....	11
图 13 黑臭水体治理完成度（个数口径）.....	11
图 14 黑臭水体治理完成度（公里数口径）.....	11
图 15 广东自足率位列全国各省第三.....	13
图 16 2014 年至 2020 年广东新增垃圾焚烧产能位列全国第一.....	13
图 17 2015-2019 年公司混凝土&水泥销量.....	14
图 18 2015-2019 年公司混凝土&水泥吨价格.....	14
图 19 2015-2019 年公司混凝土&水泥吨成本.....	14
图 20 2015-2019 年公司混凝土&水泥吨毛利.....	14
图 21 广东/海南固定资产投资增速.....	15
图 22 广东/海南水泥产量增速.....	15
图 23 广东/海南水泥价格.....	16
图 24 广东省水泥熟料（产能口径）CR3 46.67%.....	16
图 25 海南省三家水泥熟料企业集中度高.....	16

表 1 公司上市以来的三次主要定增融资及对应收购标的（先后进入水泥、园林、环卫行业）.....	5
表 2 广东绿润 2018 年至今主要中标项目.....	12

表 3 可比公司估值..... 17

1. 公司并购式发展，主业为商混水泥及环卫园林

海南瑞泽新型建材股份有限公司（以下简称“海南瑞泽”或“公司”）是创建初期为单一商品混凝土生产与配送企业，后经过不断探索扩张，发展成为**商混、水泥、园林绿化、市政环卫**等产业链丰富的大型股份制集团企业。未来，公司将继续致力于打造“大基建”、“大生态”、“大旅游”共同发展的产业格局。

1.1. 公司主业商混，三次定增并购依次介入水泥、园林、环卫

公司于 2011 年 IPO，当时主业为商品混凝土，此后公司主要通过收购先后介入水泥、园林、环卫行业。公司于 2015 年定增并配套融资共计 4.8 亿元收购并增资**金岗水泥** 80%股权，于 2015 年定增并配套融资共计 7 亿元用于收购并增资**大兴园林** 100%股权，于 2018/2019 年定增并配套融资共计 11.73 亿元用于收购江西绿润及江门绿顺 100%股权（江西绿润和江门绿顺除持有**广东绿润**股权外，未经营其他实质业务，广东绿润主要从事市政环境卫生管理业务，公司 2016 年收购广东绿润 20%股权。2018 年并表）。

表 1 公司上市以来的三次主要定增融资及对应收购标的（先后进入水泥、园林、环卫行业）

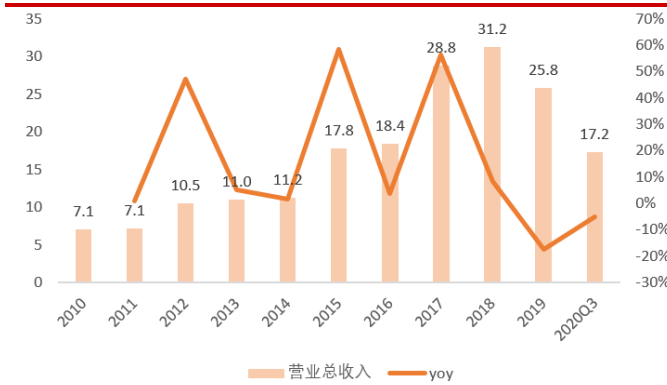
收购标的	时间	融资方式	发行价格 元	发行数量 万股	募集总额 亿元	募集净额 亿元	资金用途
江西绿润 100%股权 江门绿顺 100%股权	2019	配套融资	5.78	8356	4.83	4.82	收购江西绿润股权、江门绿顺项目应支付的交易现金对价，中介机构费用以及相关税费
	2018	定向增发	7.66	9013	6.90	6.90	收购江西绿润股权、江门绿顺股权，江西绿润 100%股权的交易对价为 8.63 亿元，其中 1.73 亿元以现金方式支付，其余以发行股份方式支付；江门绿顺 100.00%股权的交易对价为 4.97 亿元，全部以现金方式支付。
大兴园林 100%股权	2015	配套融资	20.11	1243	2.50	2.32	增资大兴园林，其中 1.2 亿元专项用于大兴园林恩平苗木基地建设项目，剩余用于补充大兴园林园林工程施工业务营运资金
	2015	定向增发	10.17	4425	4.50	4.50	购买大兴园林股权，公司以发行股份购买大兴园林 100%股权，股权对价为 4.5 亿元。
金岗水泥 80%股权	2015	配套融资	9.00	1332	1.20	1.07	支付定向增发发行费用以及对金岗水泥增资，增资后资金计划 0.5 亿元用于金岗水泥节能改造项目，其余用于补充金岗水泥流动资金
	2015	定向增发	9.10	3956	3.60	3.60	购买金岗水泥股权，公司以发行股份方式购买金岗水泥 80%的股权，股权对价为 3.6 亿元

资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

随着并购的进行，公司的营业收入整体呈上升趋势，并在并购落地的 2015 年及 2018 年有较高的增长。2019 年公司营业收入 25.8 亿元，同比-17%，2020 年上半年公司营业收入 17.2 亿元，同比-5%。

2019 年公司的收入下降主要受海南省内宏观经济调控、房地产销售限购等因素影响，2019 年海南省房地产开发投资同比下降 22%；房屋施工面积 9,222 万 m²，其中本年新开工面积 1,220 万 m²，同比下降 37%。2020 年上半年公司的收入主要受到疫情的影响，公司商品混凝土、园林绿化、水泥业务板块复工、复产推迟。

图1 公司近年营业总收入(亿元)及增速



资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图2 公司近年归母净利(亿元)及增速



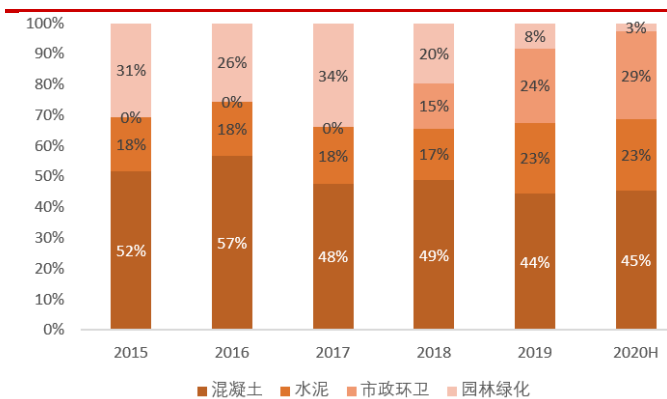
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

从公司的盈利情况来看, 2015年的并购、2017年供给侧改革及宏观经济景气使得公司的归母净利得到显著改善。2018年广东绿润的收购形成了12.6亿元商誉, 2019年, 由于广东绿润未达到业绩承诺, 计提商誉减值损失2.9亿元, 同时计提1.55亿元应收账款减值损失, 同时2019年商混水泥销量下降及成本上升, 导致公司出现了亏损。未来, 广东绿润仍存在计提商誉减值的风险。

1.2. 公司收入及利润主要由商混、水泥及环卫贡献

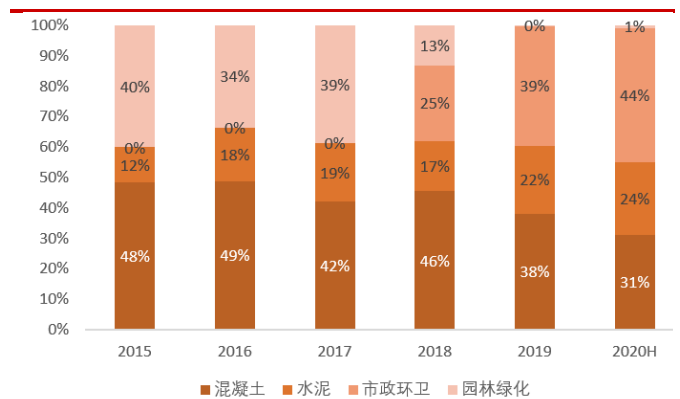
2019年, 公司四大板块混凝土、水泥、市政环卫、园林绿化的收入占比分别为44%/23%/24%/8%, 毛利润占比分别为38%/22%/39%/0%, 毛利率分别为17%/19%/32%/1%。公司的收入及利润主要由商混、水泥及环卫贡献, 其中商混和水泥贡献了较大的收入比例, 但环卫的毛利率是所有板块中最高的。

图3 近年公司各分部收入占比



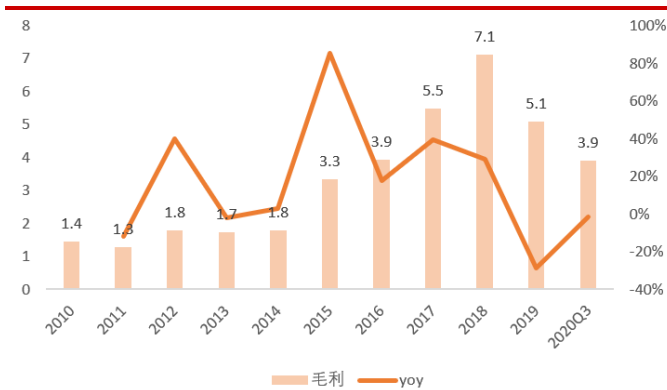
资料来源: 林业局, 智研咨询, 华西证券研究所

图4 近年公司各分部毛利润占比



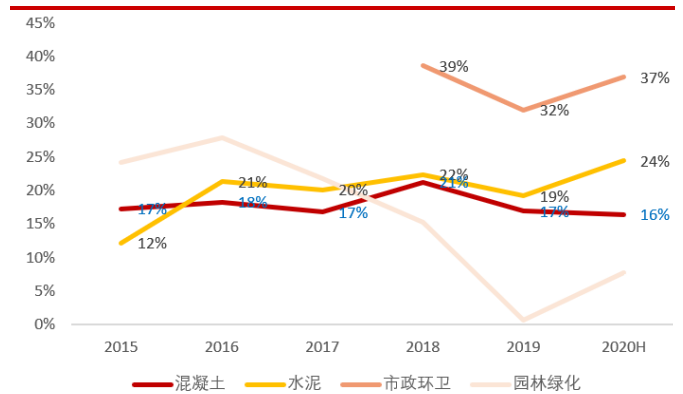
资料来源: 林业局, 智研咨询, 华西证券研究所

图5 公司近年毛利润（亿元）及增速



资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

图6 近年公司各分部毛利率



资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

1.3. 布局邮轮旅游行业，预计将受益海南自贸港政策

2020年8月10日，公司召开第四届董事会第四十三次会议，审议通过了《关于全资子公司海南瑞泽旅游控股有限公司（以下简称“瑞泽旅游”）拟投资设立全资子公司的议案》、《关于三亚瑞泽邮轮产业开发有限公司（以下简称“瑞泽邮轮”）拟与三亚中泰船舶服务有限公司（以下简称“中泰船舶”）共同出资设立公司的议案》，合作双方拟整合区域及产业优势，在海南省共同投资邮轮旅游综合项目。

截至2020年三季度末，瑞泽旅游投资5000万元设立的全资子公司瑞泽邮轮完成了工商注册登记手续，并取得了海南省市场监督管理局颁发的《营业执照》。瑞泽邮轮与中泰船舶共同出资设立的公司三沙宏洋邮轮发展有限公司（以下简称“宏洋邮轮”）完成了工商注册登记手续，并取得了海南省市场监督管理局颁发的《营业执照》，其中中泰船舶持有宏洋邮轮70%的股权；瑞泽邮轮持有宏洋邮轮30%的股权（出资1500万元）。

公司布局邮轮旅游行业，旨在充分利用海南自由贸易港政策优势、区位优势，深入挖掘有利商机，进一步拓宽公司业务范围，促进公司多元化发展，完善公司产业布局，以实现公司战略发展目标和提升公司的持续竞争力。

2. 环保行业生态改善，公司有望受益

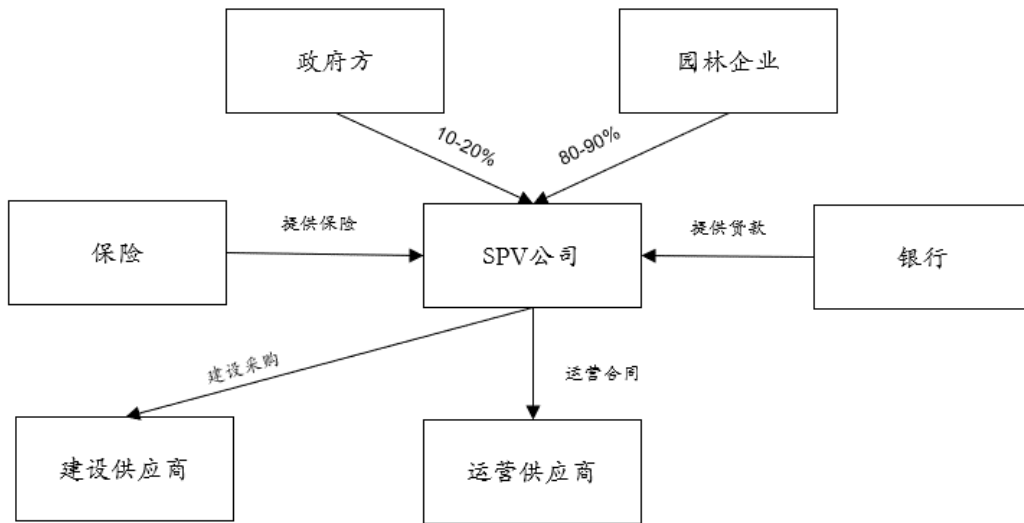
我们认为融资新规将改善环保、市政项目的融资，在整个环保行业需求仍然坚实的背景下，行业竞争生态有望改善，公司环保业务有望受益。

2.1. 专项债可做资本金，融资主体切换提高可行性

2019H2，国家出台资本金新规，规定专项债可以直接用作项目资本金，我们认为此规定对于园林类项目是意义重大的融资模式创新。

过往园林行业大量使用PPP模式作为项目商业模式，在此模式下，民营园林企业需要作为融资主体进行融资，而由于缺乏政府背书且园林项目运营阶段现金流不稳定，民营企业融资相对较为困难，且利率往往较高，既加大企业自身风险，也不利于项目推进。

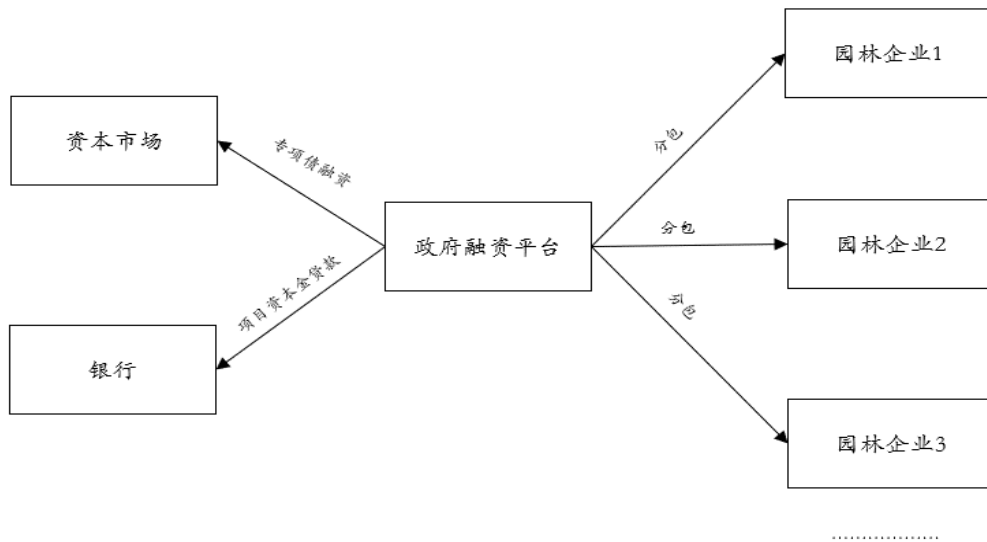
图 7 PPP 模式下园林公司运作流程



资料来源：《东方园林 PPP 模式运营的效应研究》，华西证券研究所

与之相反，资本新规下，由于专项债可以直接作为资本金，地方政府平台（如城投）可以直接发行专项债券进行融资，而此后将项目分包给民营园林企业，我们认为此类创新融资模式对于行业及民营园林企业而言是双赢：对于行业而言，地方政府平台通常有更广泛的融资渠道，更优惠的利率，因此能够更好地推进项目；而对于民营园林企业而言，由 PPP 向类 EPC 模式的转变，能够更好的提升自身现金流，降低杠杆和风险。

图 8 专项债新规下园林企业运作模式

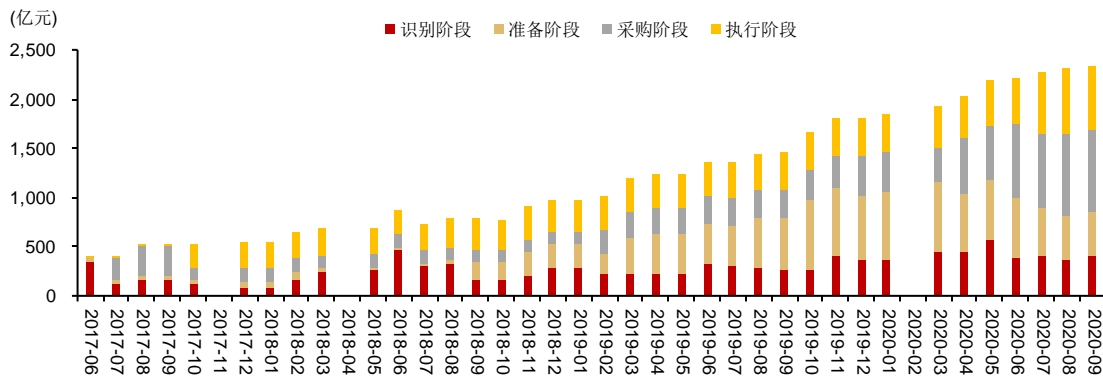


资料来源：华西证券研究所

2.2. 去杠杆，但没有去需求

我们认为 2018-2019 年，国家收紧 PPP 等调控政策更主要的是去杠杆，控制行业整体风险，在政策鼓励下，我们认为多数环保行业子板块需求仍将保持旺盛。以公司主要涉及的园林、生态环保类项目为例，截止到 2020 年 9 月，PPP 林业项目投资额 2339 亿元，相比 2018 年 7 月的阶段性低点提升 2 倍以上，同时执行阶段项目金额 655.22 亿元，占项目总投资比重 28.0%，相比于 2020 年初的低点提升 8 个百分点左右，体现行业需求旺盛，且资金情况总体良好，项目推进较为顺利，我们认为上述趋势仍将延续。

图 9 资金情况总体良好，项目推进较为顺利

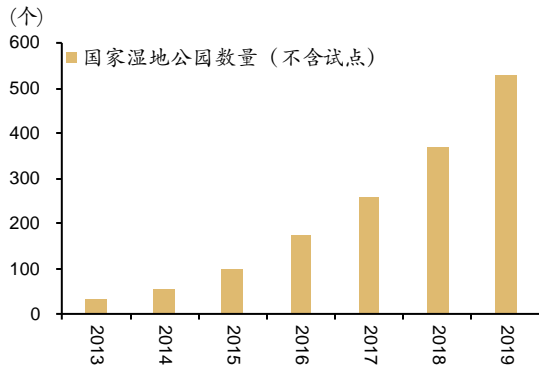


资料来源：Wind，华西证券研究所

2.2.1. 湿地修复支撑需求增长

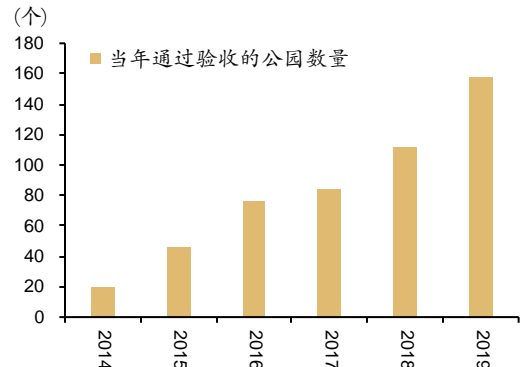
2016年11月，林业局发布《全国湿地保护工程“十三五”实施规划》，要求到2020年，全国湿地面积不低于8亿亩，湿地保护率达50%以上，恢复退化湿地14万公顷，新增湿地面积20万公顷。2018/2019年，我国分别通过验收国家级湿地公园112/158个（验收通常要4年），相比于2014-2017年有所加速，我们判断新建湿地公园仍将加速。假设我国每年建设湿地公园200个，单个公园造价5亿元，则每年湿地修复行业市场规模达1000亿元，能够较好的支撑园林行业发展。

图 10 国家湿地公园数量稳定增长



资料来源：林业局，智研咨询，华西证券研究所

图 11 每年通过验收湿地公园数量逐渐增长

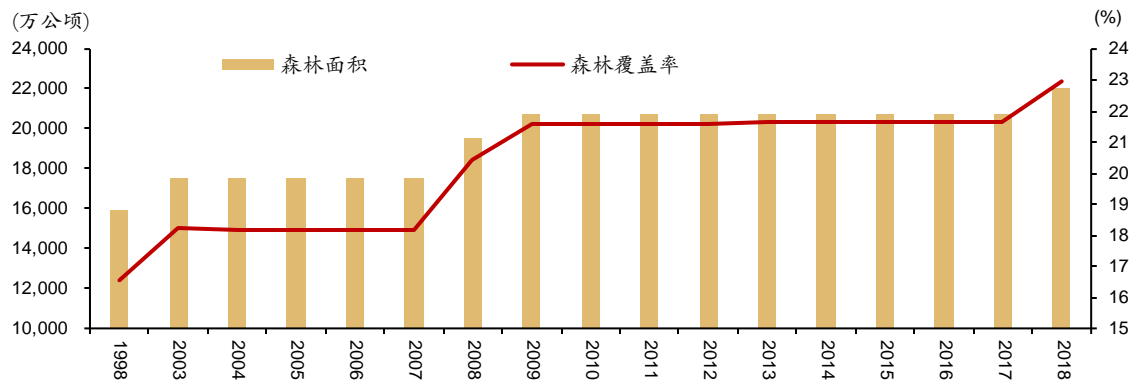


资料来源：林业局，智研咨询，华西证券研究所

2.2.2. 国储林市场或快速成长

截止到2018年底，我国森林资源面积2.2亿公顷，森林覆盖率22.96%，低于世界平均9个百分点左右。根据2018年4月国家林业局最新印发的《国家储备林建设规划（2018-2035年）》，林业局计划至2020年建设700万公顷国储林、至2035年建成2000万公顷国储林的目标，按照2019-2020年每年建设350万公顷，每万公顷建设投资2亿元估算，则2020年国储林市场空间700亿元，同时未来或保持较快速度增长。

图 12 我国森林面积及覆盖率

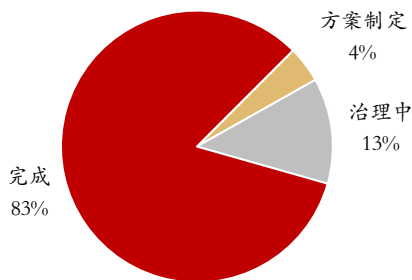


资料来源: Wind, 华西证券研究所

2.2.3. 黑臭水体治理仍将重点推进

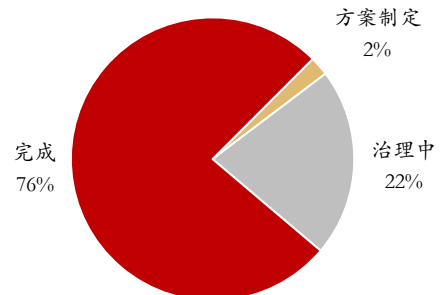
2018 年 10 月, 住建部及生态环境部发布《城市黑臭水体治理攻坚战实施方案》, 要求到 2020 年底, 建成区黑臭水体消灭率达到 90% 以上, 并鼓励京津冀、长三角、珠三角等重点地区建成区尽早全面消灭黑臭水体。根据中国水网数据, 截止到 2018 年底, 我国黑臭水体认定数 2100 个, 其中未完成治理个数 355 个, 占比 17% 左右, 而如果按照公里数计算, 仍有 24% 的黑臭水体需要治理。在行业 2018-2019 年受融资政策影响放缓背景下, 我们预计相关需求将在 2020 年加速释放。

图 13 黑臭水体治理完成度 (个数口径)



资料来源: 中国水网, 华西证券研究所

图 14 黑臭水体治理完成度 (公里数口径)



资料来源: 中国水网, 华西证券研究所

我们认为在城市建成区大部分黑臭水体 2020 年完成治理后, 黑臭水体治理市场空间仍将保持广阔。2019 年 7 月, 生态环境部、水利部、农业农村部联合发布《关于推进农村黑臭水体治理工作的指导意见》, 明确提出, 我国农村黑臭水体治理存在底数不清、分布面广、治理机制不完善、技术支撑力量薄弱等问题, 并要求 2020 年形成可推广模式的确立, 且在 2035 年前基本完成农村黑臭水体消灭。因此我们认为, 农村及非建成区黑臭水体治理将使得行业需求在未来 15 年内保持强劲。

2.3. 收购广东绿润股权，环境业务发展或向好

2016年5月，公司公告对价1.5亿元收购广东绿润环境管理有限公司（现更名为：广东绿润环境科技有限公司，后文简称“广东绿润”）10%股权（2018年实现控股并表），并承诺2016-2018广东绿润实现扣非净利润1.0/1.2/1.4亿元，而根据公司公告，2016-2018年，广东绿润实际完成利润1.02/1.25/1.42亿元，兑现业绩承诺，而我们认为除行业本身竞争生态改善外，其他三点因素或使得广东绿润未来发展前景进一步向好。

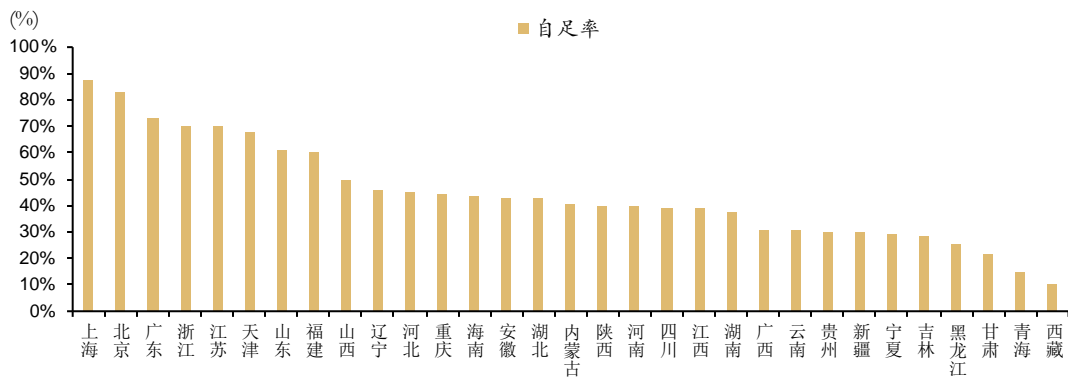
表 2 广东绿润 2018 年至今主要中标项目

时间	项目名称	金额 (亿元)
2020.9.24	龙标镇主干道环卫绿化及垃圾收运	0.36
2020.9.9	陈村镇绿化管养及道路保洁	0.40
2020.9.9	新会区主城区环卫一体化	15.65
2020.5	台山市台城城区街道清扫保洁及垃圾收集清运服务采购项目	3.69
2019.12	勒流街道河涌黑臭水体治理及综合整治工程目标段一、标段二	0.96
2019.12	斗门区全面推行河长制河道整治工程施工合同	2.7
2019.10	珠海市斗门区水务局井岸城区和新青片区排水管网清淤检测项目采购	0.62
2019.4	狮山镇官窑社会管理处官窑城区环卫保洁、绿化管养服务项目	0.55
2019.4	桂城街道夏教片区、三山片区城乡市政管理一体化服务采购项目	1.3
2018.4	顺德区垃圾焚烧飞灰运输处理服务	1.5
2018.3	鹤山市马山生活垃圾填埋场减量化 PPP 项目	4.93

资料来源：公司公告·华西证券研究所

首先，广东省政府财政实力较好，根据 Wind 数据，2019 年广东地方公共财政收入/支出 12651/17314 亿元，此口径下财政自足率 73%，位于全国各省前列，而良好的财政实力有助于项目推进、执行。

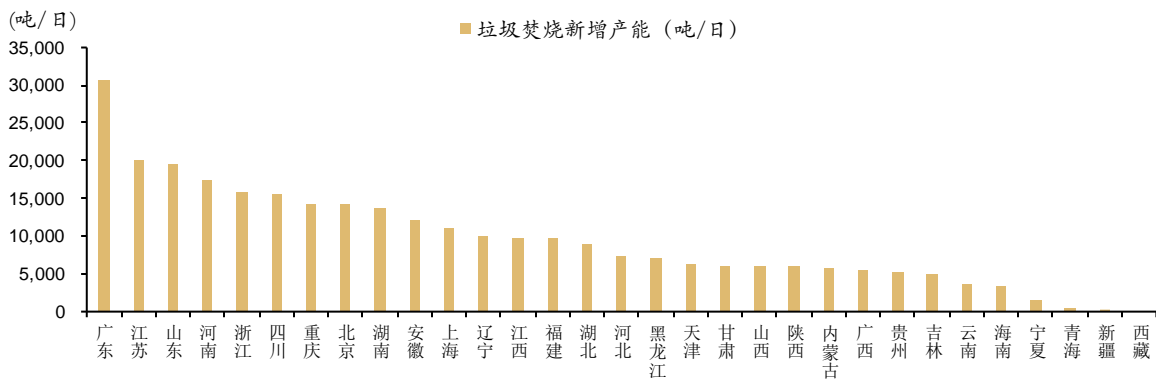
图 15 广东自足率位列全国各省第三



资料来源: Wind, 华西证券研究所

其次, 不同于市场“经济发达地区环保更加成熟, 发展空间相对较小”的观点, 我们认为广东省环保发展空间位于前列。以公司涉足的垃圾处理行业为例, 根据住建部《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划(征求意见稿)》, 广东省 2014 年垃圾焚烧处理能力 23235 吨/日, 2020 年目标 64715 吨/日, 对应年新增焚烧处理能力 6823 吨/日, 位列全国前列, 体现由于广东省经济发展水平较高, 人均产生垃圾较多, 其垃圾处理缺口反而更大。而即使达到上述目标, 广东省 2020 年垃圾焚烧处理率仅 53%左右, 离发达国家的差距仍然较大, 判断未来广东省生活、工业垃圾处理需求仍将保持较快速度增长。

图 16 2014 年至 2020 年广东新增垃圾焚烧产能位列全国第一



资料来源: 生态环境部, 华西证券研究所

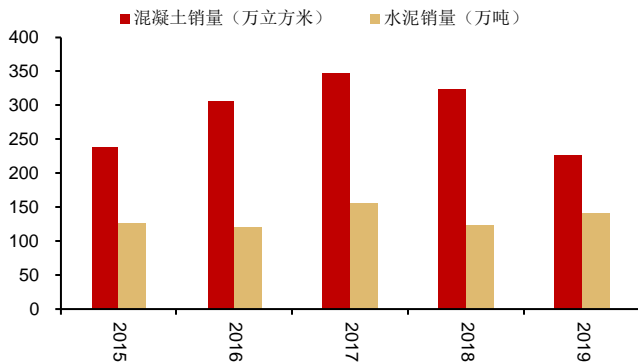
最后, 我们认为随着市场化率的提升, 公司所涉及环卫业务将保持良好成长。根据城乡建设统计年鉴数据, 我们估算目前全国环卫行业市场空间 2000-2500 亿元, 市场化率 55-60%左右, 与发达国家 80%左右的水平仍有差距, 未来发展前景向好。

3. 水泥、混凝土业务或保持平稳发展

根据公司 2019 年年报披露数据, 截止到 2019 年年底, 公司在海南省拥有 10 家商品混凝土搅拌站, 26 条生产线, 设计产能 780 万立方米, 海南混凝土市场占有率

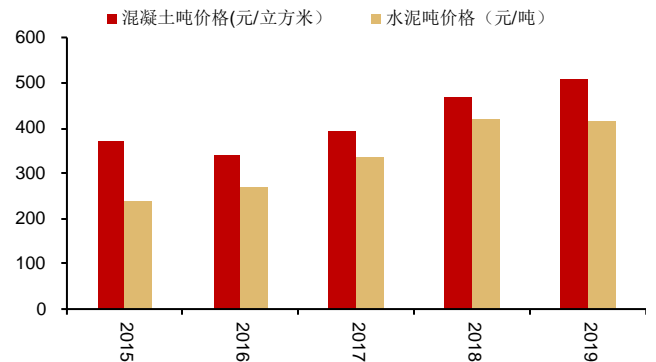
35%；公司同时拥有肇庆市金岗水泥有限公司，2019 年实现水泥销量 142.44 万吨。我们认为公司水泥、混凝土业务能够保持稳定发展。

图 17 2015-2019 年公司混凝土&水泥销量



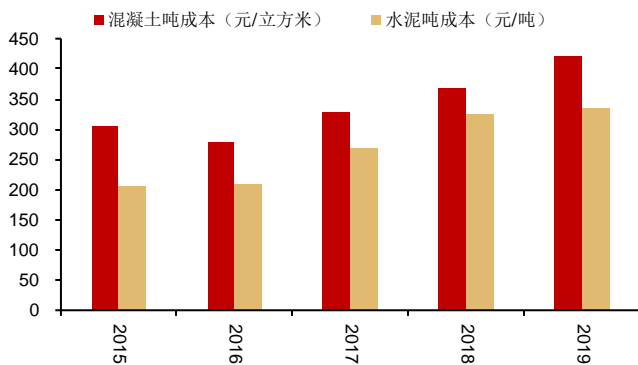
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 18 2015-2019 年公司混凝土&水泥吨价格



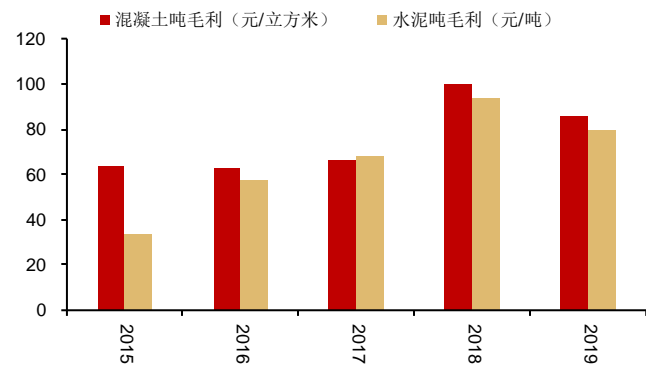
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 19 2015-2019 年公司混凝土&水泥吨成本



资料来源：公司年报，华西证券研究所

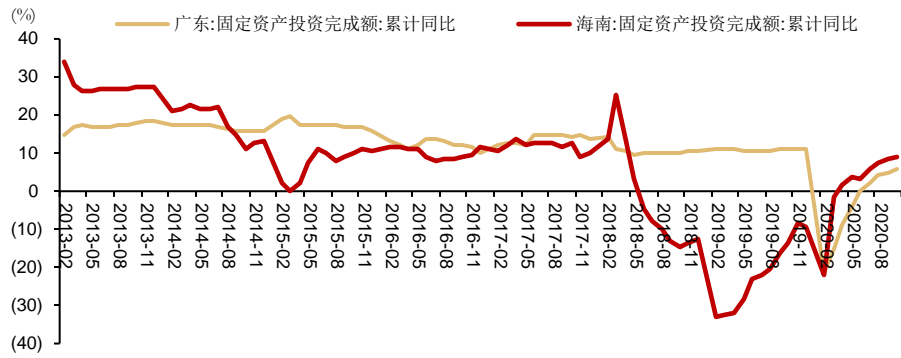
图 20 2015-2019 年公司混凝土&水泥吨毛利



资料来源：公司年报，华西证券研究所

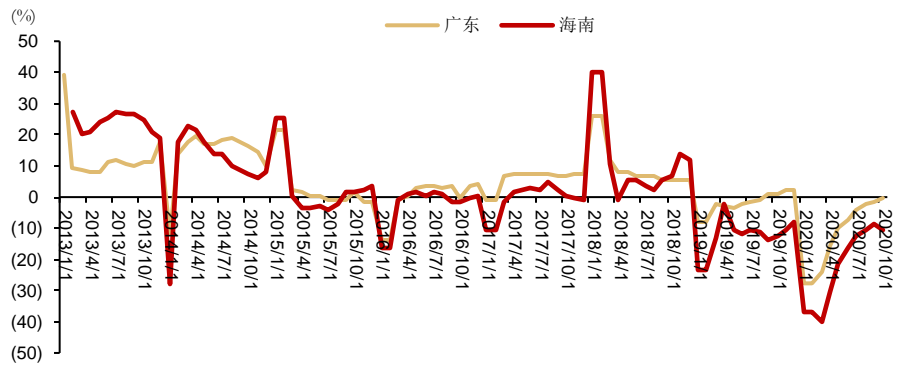
首先，我们认为公司水泥、混凝土业务所在区域需求将总体保持稳定增长。随着海南自贸区以及粤港澳大湾区的建设，海南省“五网”基础设施，广东省深中通道等大型项目集中开工，我们判断未来 2-3 年内，海南、广东的水泥、混凝土需求将保持良好；根据 Wind 数据，2020 年前 10 月，广东/海南固定资产投资增速 5.9%/8.8%，体现需求较为旺盛。

图 21 广东/海南固定资产投资增速



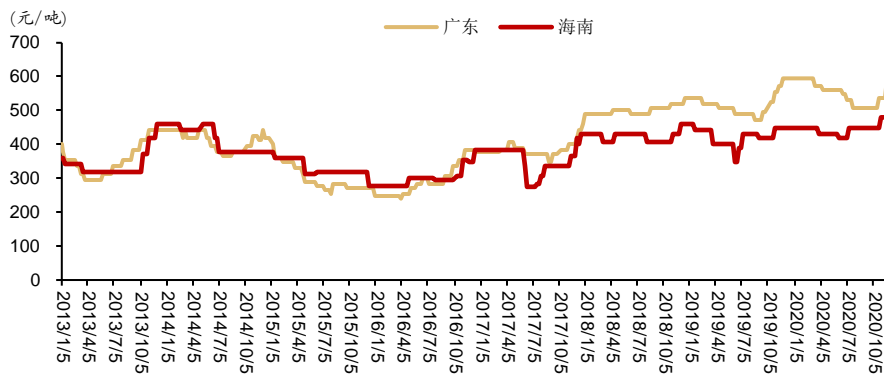
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 22 广东/海南水泥产量增速



资料来源：数字水泥，华西证券研究所

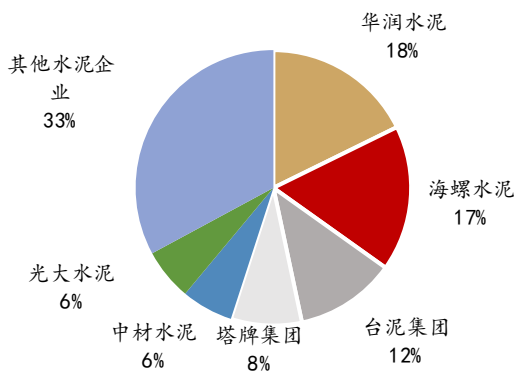
图 23 广东/海南水泥价格



资料来源：数字水泥，华西证券研究所

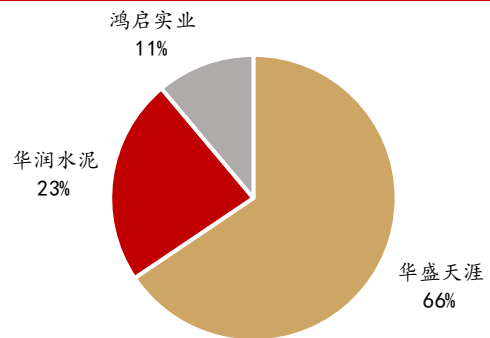
其次，海南、广东水泥市场集中度较高，有利于战略合作。根据中国水泥网数据，广东省水泥熟料（产能口径）CR3 46.67%，且头部企业海螺水泥、华润水泥 2016 年起已开始战略合作，而海南省一共仅 3 家水泥企业，最大企业华盛天涯市占率 66%。较高的集中度及良好的战略合作有利于价格、盈利的保持。

图 24 广东省水泥熟料（产能口径）CR3 46.67%



资料来源：中国水泥网，华西证券研究所

图 25 海南省三家水泥熟料企业集中度高



资料来源：中国水泥网，华西证券研究所

4. 盈利预测：首次覆盖给予“增持”评级

我们假设 2020-22 年公司混凝土和水泥的销量同比分别为-10%/+3%/+3%，市政环卫收入同比分别为+10%/+20%/+5%（考虑到 2020 年 9 月公司中标的项目），实际所得税费率分别为 30%/15%/15%（考虑到在海南自由贸易港并实质性运营的鼓励类产业企业，减按 15%征收企业所得税，公司混凝土板块海南瑞泽双林建材有限公司等符合），不考虑可能的商誉减值等非经损益，预计 2020-22 年归母净利润分别为 0.51/1.45/1.60 亿元，同比分别+112%/+186%/+10%，对应 EPS 分别为 0.04/0.13/0.14 元，以 2020 年 11 月 25 日收盘价 6.16 元为基准，PE 分别为 140/49/44 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

表 3 可比公司估值

证券代码	公司	股价 (元)	EPS (元/股)			PE			最新每股 净资产 (元/ 股)	PB
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E		
002596.SZ	海南瑞泽	6.16	0.04	0.13	0.14	-17	49	44	2.72	2.26
对标公司										
002163.SZ	海南发展	20.79	0.06	0.08	0.08	137	260	260	0.89	23.35
002320.SZ	海峡股份	9.72	0.22	0.16	0.18	60	61	54	2.68	3.62
300266.SZ	兴源环境	3.71	0.02	0.11	0.15	176	34	25	1.60	2.33
600585.SH	海螺水泥	55.56	6.34	6.7	6.95	9	8	8	28.59	1.94
对标公司平均						95	91	87		7.81

资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所 (海南瑞泽为华西证券盈利预测, 其他公司为 WIND 一致预期, 股价为 2020 年 11 月 25 日收盘价)

5. 风险因素

5.1. 宏观经济系统性风险

若宏观经济发生系统性风险, 或疫情仍反复, 公司的混凝土和水泥业务在量价上货仍将受到影响, 园林工程亦可能不达预期。

5.2. 商誉减值风险

公司 2018 年度因并购广东绿润、江西绿润、江门绿顺形成较大金额的商誉 (12.6 亿元)。根据相关规定, 公司需于每年年终进行商誉减值测试。2019 年, 由于广东绿润未达成业绩承诺, 公司计提相关商誉减值 2.9 亿元, 广东绿润、江西绿润、江门绿顺形成的商誉尚余约 10 亿元。

广东绿润 2017-20 年业绩承诺为扣非归母净利分别不低于 1.2/1.4/1.56/1.88 亿元, 2017-19 年实际完成 1.25/1.42/1.44 亿元, 2017/18 完成承诺, 2019 年未达承诺, 故计提商誉减值。2020 年上半年, 广东绿润净利润 0.75 亿元, 下半年广东绿润连续中标多个项目, 努力实现业绩承诺。但若广东绿润不能实现业绩承诺, 公司仍会面临计提大额商誉减值准备的风险。

5.3. 应收账款坏账风险

2019 年公司计提信用减值损失 1.7 亿元, 2020 年前三季度计提 0.77 亿元。受商品混凝土业务和园林绿化业务所处行业和业务模式的影响, 公司应收款项余额居高不下。目前, 商品混凝土业务施工周期长、结算周期长、园林绿化工程前期垫付资金压力大、下游客户包括政府、房地产企业付款审批流程长、工程进度款结算缓慢以及 PPP 项目应收款余额较大等仍是公司发展的痛点。未来, 若公司应收款项余额居高不下, 可能会给公司带来一定的营运资金周转压力。

5.4. 邮轮项目进展不及预期

若邮轮项目进展不及预期，可能影响市场对公司的估值。

5.5. 海南基建及投资增速不及预期；

海南的基建和投资增速若不及预期，可能会影响公司混凝土业务的开展。

5.6. 环卫及园林项目盈利和现金回收不及预期。

环卫是目前公司的主要盈利来源之一，园林项目有较多应收账款，若环卫项目和园林项目的盈利和现金回收不及预期，将会影响公司业绩。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,577	2,370	2,576	2,679	净利润	-411	51	144	159
YoY (%)	-17.4%	-8.0%	8.7%	4.0%	折旧和摊销	152	124	124	124
营业成本	2,068	1,862	2,015	2,096	营运资金变动	-101	110	-125	-61
营业税金及附加	21	19	21	21	经营活动现金流	235	437	322	402
销售费用	32	30	32	33	资本开支	-182	870	-130	-130
管理费用	207	191	207	216	投资	33	0	0	0
财务费用	125	102	115	109	投资活动现金流	-131	849	-154	-155
资产减值损失	-302	0	0	0	股权募资	471	-2	0	0
投资收益	-24	-22	-24	-25	债务募资	1,203	300	0	0
营业利润	-353	72	170	188	筹资活动现金流	53	171	-165	-167
营业外收支	-8	0	0	0	现金净流量	157	1,457	4	81
利润总额	-362	72	170	188					
所得税	49	22	25	28	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	-411	51	144	159	成长能力				
归属于母公司净利润	-412	51	145	160	营业收入增长率	-17.4%	-8.0%	8.7%	4.0%
YoY (%)	-437.3%	112.3%	185.8%	10.3%	净利润增长率	-437.3%	112.3%	185.8%	10.3%
每股收益	-0.36	0.04	0.13	0.14	盈利能力				
					毛利率	19.8%	21.5%	21.8%	21.8%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率	-16.0%	2.1%	5.6%	5.9%
货币资金	363	1,820	1,824	1,905	总资产收益率 ROA	-6.7%	0.8%	2.2%	2.3%
预付款项	15	14	15	15	净资产收益率 ROE	-13.2%	1.6%	4.4%	4.6%
存货	326	293	317	330	偿债能力				
其他流动资产	2,369	2,190	2,369	2,458	流动比率	1.55	2.72	2.72	2.76
流动资产合计	3,073	4,317	4,525	4,708	速动比率	1.34	2.48	2.48	2.52
长期股权投资	111	111	111	111	现金比率	0.18	1.15	1.10	1.12
固定资产	542	540	539	538	资产负债率	48.3%	49.5%	49.2%	48.4%
无形资产	424	427	429	431	经营效率				
非流动资产合计	3,088	2,089	2,091	2,092	总资产周转率	0.42	0.37	0.39	0.39
资产合计	6,161	6,407	6,615	6,800	每股指标 (元)				
短期借款	357	57	57	57	每股收益	-0.36	0.04	0.13	0.14
应付账款及票据	860	775	839	872	每股净资产	2.71	2.75	2.86	2.99
其他流动负债	770	753	767	775	每股经营现金流	0.20	0.38	0.28	0.35
流动负债合计	1,988	1,585	1,663	1,705	每股股利	0.00	0.00	0.01	0.01
长期借款	879	1,479	1,479	1,479	估值分析				
其他长期负债	109	109	109	109	PE	-16.57	139.75	48.89	44.32
非流动负债合计	988	1,588	1,588	1,588	PB	2.40	2.24	2.15	2.06
负债合计	2,976	3,173	3,252	3,293					
股本	1,151	1,149	1,149	1,149					
少数股东权益	73	73	72	72					
股东权益合计	3,185	3,234	3,364	3,507					
负债和股东权益合计	6,161	6,407	6,615	6,800					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

丁一洪：华西证券煤炭交运研究团队首席分析师，上海财经大学法律硕士，南开大学金融学学士。曾任国泰君安证券研究所煤炭行业首席分析师，国泰君安证券研究所交通运输行业研究员，中国建设银行海南省分行信贷客户经理。

郁暲：建筑和建材行业研究助理。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

洪奕昕：华西证券煤炭交运研究团队分析师，上海财经大学财务管理硕士。曾就职于申万宏源证券资产管理部、国泰君安证券研究所，任煤炭行业分析师。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。