

渡过至暗时刻，轻装上阵扬帆起航

投资要点

- **以泵业为基石，龙头地位稳固，转型构筑环境医院格局。**公司为国内不锈钢离心泵龙头企业，泵业设备业务2016-19年实现收入18.2亿元、23.4(+28.6%)亿元、27.1(+15.8%)、29.3亿元(+8.2%)，业绩增长良好，毛利率维持40%左右，产销率基本高于98%供不应求，在行业增速稳健下继续巩固龙头地位，中长期在智能制造及高端装备升级下，预计仍能维持约双位数增长。公司2015年转型布局环保领域，通过收购形成了以环评龙头中咨华宇为核心、以洛阳水利、华禹水利、中建华帆三大设计院为基础的生态环境医院布局，业务覆盖环境设计咨询、工程建设与治理业务。其中，轻资产、高盈利现金流良好的设计板块已进行整合，重点布局5大领域，未来择机将分拆上市，带来价值重估。
- **危废板块盈利优质成为核心业务驱动力，联合海外龙头布局铂贵金属回收。**2017年公司收购金泰莱切入危废领域，并购后显著增厚公司利润，成为主要盈利驱动力。2017-19年业绩对赌超额完成，毛利率维持60%左右高盈利水平，20年对赌2.35亿元在复工复产后预计照常完成。目前金泰莱拥有18万吨/年产能，新获批10万吨产能，业务覆盖浙江、上海等地，未来增量可期。此外，借助金泰莱的技术及渠道资源优势，2019年起公司与铂系金属全球龙头英美资源建立排他性合作，形成1.1万吨/年的催化剂处理能力，可开展20吨/年铂族贵金属回收业务，2019年试运行阶段形成6000万元年产值，未来增量业务可期。贵金属具有资源禀赋，稀缺性强，下游新能源车、医药等领域快速发展后需求将持续提升，若项目满产将明显提升规模效益及盈利能力，或再造一个金泰莱。
- **国资入股重塑格局，边际改善，资产优化整合可期。**2018年宏观剧烈变化下公司引入无锡市政为大股东及实际控制人，近期大股东持续增持提升股权比例。引入国资后公司融资能力及成本大幅改善，国民组合后大股东未来将重点支持。目前，无锡市政总资产规模410亿元，拥有水务、市政环卫、固废、设计院等多类资产并承诺解决同业竞争问题，公司未来格局有望重塑，长期发展可期。
- **盈利预测与投资建议。**预计2020-2022年EPS分别为0.27元、0.32元、0.38元，背靠国资公司有望打开新的空间，危废及贵金属回收业务有望驱动公司二次飞跃，2019年公司充分进行资产减值后预计20年为业绩拐点，给予公司2020年15倍估值，对应目标价4.05元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**政策风险，项目推进低于预期风险，毛利率下滑风险等。

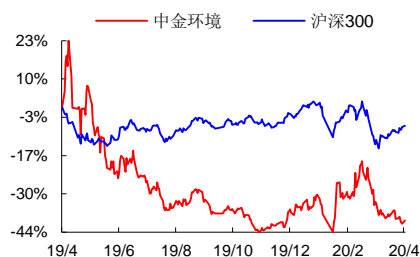
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4094.02	4503.81	5001.44	5562.03
增长率	-6.16%	10.01%	11.05%	11.21%
归属母公司净利润(百万元)	22.93	514.06	614.97	734.76
增长率	-94.67%	2142.09%	19.63%	19.48%
每股收益EPS(元)	0.01	0.27	0.32	0.38
净资产收益率ROE	0.79%	9.69%	10.41%	11.12%
PE	275	12	10	9
PB	1.28	1.15	1.04	0.92

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷
执业证号: S1250515090004
电话: 023-67610701
邮箱: wyting@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	19.23
流通A股(亿股)	17.52
52周内股价区间(元)	3.06-6.68
总市值(亿元)	63.09
总资产(亿元)	109.81
每股净资产(元)	2.67

相关研究

目 录

1 公司概况：泵业龙头，危废环保驱动新增长	1
1.1 渡过转型升级期，五大板块业务格局完善	1
1.2 国资入股实控人变更，轻装上阵扬帆起航	2
2 渡过战略转型阵痛期，业绩拐点将至	2
3 装备制造为基石，智能装备升级构筑持续竞争力	4
4 轻资产环评设计业务为辅，未来分拆上市价值重估可期	5
5 危废业务增量显著盈利优质，布局贵金属预期靓丽	9
6 污水污泥投运期成本较高，短期业绩承压	11
7 集团实力雄厚助力优化资金成本，后续整合可期	11
8 盈利预测与估值	12
8.1 盈利预测	12
8.2 相对估值	14
9 风险提示	14

图 目 录

图 1: 公司业务构成图	1
图 2: 公司营收情况 (单位: 亿元)	3
图 3: 公司归母净利润情况 (单位: 亿元)	3
图 4: 公司各业务毛利率情况	3
图 5: 公司期间费用率情况	3
图 6: 公司 2019 年年度主营业务结构情况	4
图 7: 公司 2019 年年度主营业务毛利情况	4
图 8: 公司通用设备制造业产销量情况 (单位: 台)	5
图 9: 公司通用设备制造业收入成本情况	5
图 10: 分类泵产品历年营收及增长率 (单位: 百万元; %)	5
图 11: 中咨华宇板块业务结构涉及的主要子公司	7
图 12: 环保咨询设计与治理板块业务营收构成 (单位: %)	8
图 13: 环保咨询设计与治理板块业务毛利构成 (单位: %)	8
图 14: 环保咨询设计与治理板块毛利率变动情况 (单位: %)	8
图 15: 金泰莱历年收入、利润情况 (单位: 百万元)	9
图 16: NYMEX 铂价格	10
图 17: NYMEX 钯价格	10

表 目 录

表 1: 公司前 10 大流通股股东 (截止到 2019 年年报)	2
表 2: 公司环保业发展情况	5
表 3: 中咨华宇、洛阳水利、华禹水利业绩对赌及实现情况 (单位: 万元)	6
表 4: 环评业务相关法规变动	7
表 5: 2017-2020 金泰莱业绩对赌及实现情况 (单位: 万元)	9
表 6: 固废行业主流公司毛利率比较	10
表 7: 贵研铂业贵金属再生资源材料收入、毛利率水平 (单位: 亿元; %)	10
表 8: 无锡市政、资产盈利规模 (单位: 亿元)	11
表 9: 公司发债券发行情况	12
表 10: 近期控股股东增持情况	12
表 11: 分业务收入及毛利率	13
表 12: 可比公司估值	14
附表: 财务预测与估值	15

1 公司概况：泵业龙头，危废环保驱动新增长

1.1 渡过转型升级期，五大板块业务格局完善

公司成立于1991年，2010年12月在深交所发行上市。公司起家为国内不锈钢离心泵，主要产品包括CDL/CDM系列立式不锈钢多级离心泵等多系列产品，为泵业龙头企业，产品广泛用于管道增压、工业用水、楼宇供水、暖通系统等领域。公司2015年起转型做环保业务，2015年11月收购金山环保切入污水污泥处理业务，2016年收购中咨华宇切入环境咨询、环境评估领域。2017年公司出售金山环保，同期非公开发行收购浙江金泰莱环保100%股权。

业务转型调整后，公司主要业务板块为通用设备制造、危废处置、勘察设计、环保咨询设计与工程、污水及污泥处理板块五大板块，致力于成为国际领先的环境综合服务商。

1) 通用设备制造板块：公司为国内不锈钢离心泵龙头企业，在行业增速稳健情况下继续巩固龙头地位，维持良好增长。

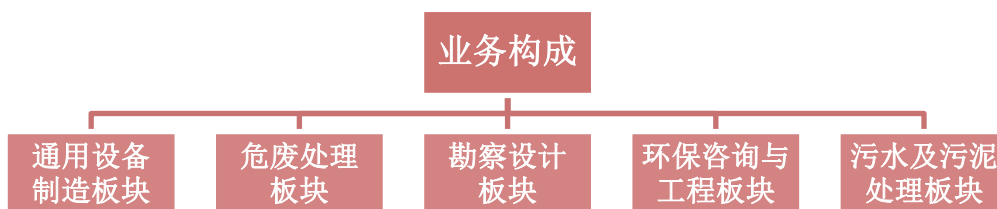
2) 危废处理板块：依托收购子公司浙江金泰莱环保科技有限公司开展危险废物处置与资源化利用业务，有能力接收和处理《国家危险废物名录》中的19个大类253个小类的危险废物，总处置能力为18万吨/年，其中废催化剂处置能力达到1.1万吨/年，成为公司主要业绩增量，在持续扩产提升产能扩大业务布局范围以外，与世界领先的铂族金属原矿生产商英美资源合作开展贵金属废催化剂资源利用项目，将业务扩展至贵金属回收、提炼、加工领域，打造含铂族金属循环产业链，长期前景可期。

3) 勘察设计板块：以洛阳水利、华禹水利等为主的设计资源正逐步整合，未来有望分拆上市。

4) 环保咨询与工程板块：公司以中咨华宇为核心以中咨华宇为核心形成了“环保咨询设计+环境治理”的布局。未来将谨慎承接优质项目。

5) 污水及污泥处理板块：公司污水及污泥处理板块涵盖了污水处理、污泥处理和蓝藻资源化处理等业务，目前污泥及蓝藻处理技术可实现污泥及蓝藻的减量化、资源化。

图1：公司业务构成图



数据来源：西南证券整理

1.2 国资入股实控人变更，轻装上阵扬帆起航

2018年12月公司原控股股东、实际控制人沈金浩先生将持有的1279万股（占公司总股本6.7%）转让无锡市市政产业公用集团有限公司，此外根据相关协议，通过表决权委托和一致行动的安排在公司股东大会表决权影响力扩大至公司总股本的28.78%，公司的控股股东变更为无锡市政，实际控制人变更为无锡市国资委。

无锡市政集团系国有独资公司，实力雄厚，且无锡市政集团现有业务尤其是环保、水务和市政板块业务与上市公司具有较强的关联度。国有资本的进入，将助力公司获得更高的发展平台，助力融资渠道和成本改善，迎接更多的发展机遇，打开发展空间。同时，集团承诺60个月内解决同业竞争问题。公司也公开表态会积极推进相关工作，遴选优质标的注入上市公司，未来资产整合可期。

截止2019年年报，公司总股本19.23亿股，公司控股股东是无锡市市政公用产业集团有限公司，持股比例19.54%，实际控制人为无锡市人民政府国有资产监督管理委员会。

表 1：公司前 10 大流通股股东（截止到 2019 年年报）

股东名称	持股比例 (%)	持股数量 (股)
无锡市市政公用产业集团有限公司	18.9708	364,892,112
宋志栋	4.1563	79,943,641
安吉同光投资管理合伙企业(有限合伙)	4.0784	78,444,968
沈凤祥	2.6728	51,409,517
沈洁泳	2.1303	40,974,912
沈金浩	1.9674	37,842,233
赵祥年	1.6797	32,307,888
全国社保基金一零七组合	1.5834	30,455,656
周美华	1.2622	24,277,496
中国证券金融股份有限公司	1.1695	22,494,827

数据来源：wind，西南证券整理

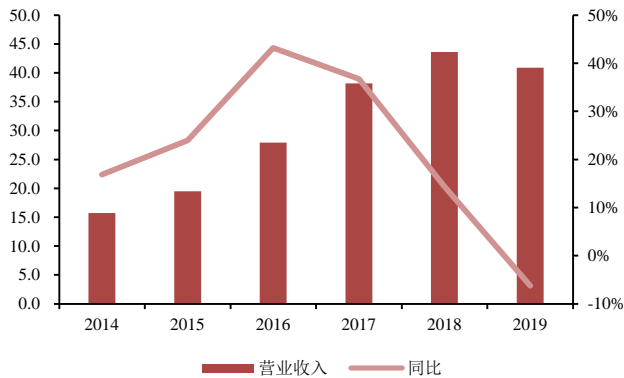
2 渡过战略转型阵痛期，业绩拐点将至

公司主要业绩情况：

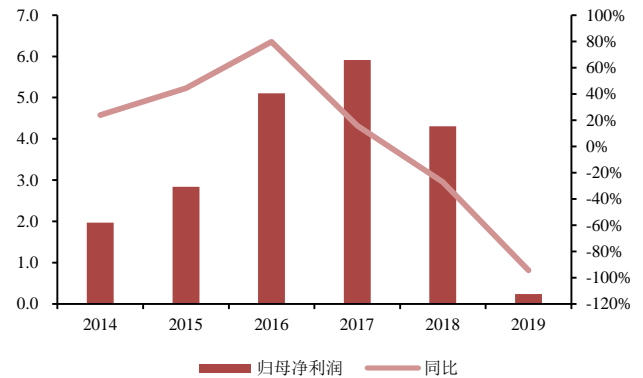
公司2016年-2019年实现营收27.9亿元、38.2亿元、43.6亿元和40.9亿元，同比变化43.2%、36.7%、14.4%和-6.2%。实现归母净利润5.1亿元、5.9亿元、4.3亿元和0.24亿元，同比变化79.7%、15.8%、-27.2%和-94.5%。公司2018年-2019年业绩有明显下滑，2018年受全球经济疲软、国内去杠杆及企业融资成本增加等影响，收入增速下降，计提0.98亿元资产减值及确认1200万元金山环保的股权投资损失后净利润下滑。2019年环保工程开工较晚、政策变化后环评资质改革加剧了市场竞争，环保工程咨询业务下降导致收入减少，公司计提商誉减值3.5亿元后净利润有较大下滑。在充分计提减值后，公司业绩有望触底回升，迎来拐点。

2020Q1受新型冠状病毒肺炎疫情影响，上下游供应商及客户复工推迟、人员及物流受阻等，导致公司一季度收入规模同比下降幅度较大，业绩出现亏损，公司一季度预告归母净

利润亏损 3500~4000 万元。由于一季度业绩占比较低，公司制造业产品需求虽有延期，预计随着复工复产将有望加快项目进度，冲回业绩。

图 2：公司营收情况（单位：亿元）


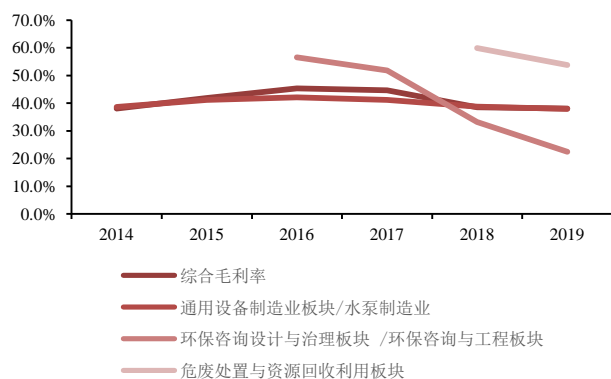
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司归母净利润情况（单位：亿元）


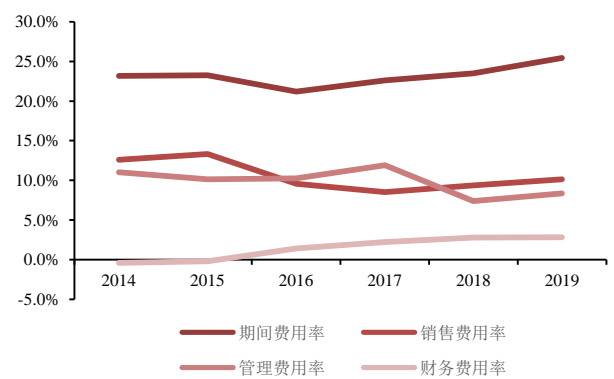
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司 2016 年-2019 年公司毛利率分别为 45.3%、44.7%、38.6%和 38.0%。其中，通用设备制造业板块盈利能力及占比较高，对公司盈利影响较大。2019 年年底公司业务板块有所调整，分拆环保咨询设计与治理板块为环保咨询与工程板块及勘察设计板块。制造、环保咨询设计与工程板块、污水及污泥处理板块、危废板块、勘察设计板块毛利率分别为 38.0%、22.4%、-88.0%、53.8%及 49.9%，高盈利的危废板块及勘察设计板块对公司整理盈利拉动起良好促进效果由于折旧和摊销成本显著增长导致污水污泥板块出现严重亏损，毛利率同比下降-383.1%。

从费用看，公司 2016 年-2019 年期间费用率分别为 21.2%、22.6%、23.5%、23.2%和 25.5%。公司的期间费用率呈现出增长态势，其中财务费用率有一定增长，2016-2019 财务费用率为 1.4%、2.2%、2.7%、2.8%，与公司民营企业项目增大融资成本增高有较大关系，随着国企入驻后，公司财务优化，融资成本降低，有望助力费用率优化。

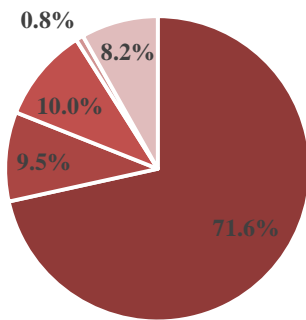
图 4：公司各业务毛利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理（注：污泥业务亏损后剔除，公司年底调整年报构成结构，设计及环评业务分拆后毛利结构有调整）

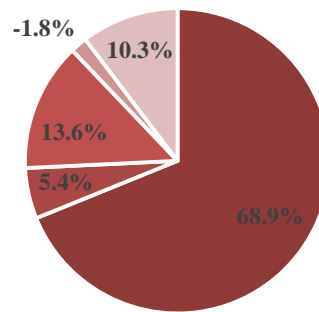
图 5：公司期间费用率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务结构：公司原有的四大板块中通用设备及环保咨询设计与治理板块收入占比较高，2018 年分别实现收入 27.1 亿元及 12.9 亿元，占比 62.1%及 30%，为公司主要收入及利润来源，收购金泰莱后公司新增危废处理业务，新增业务盈利质量较高且稳定。2019 年年底公司业务结构调整分拆后，形成 5 大板块，即通用设备制造业板块、勘察设计业务、环保咨询与工程板块、危废处置与资源回收利用板块、污水污泥板块，各板块分别实现营收 29.3 亿元、3.3 亿元、3.9 亿元、4.1 亿元及 3290 万元，占比约 71.6%、8.2%、9.5%、10%和 0.8%。污泥业务由于资产进入运营期后，折旧及摊销增长较多，尚处于亏损状态，对业绩有一定的影响。未来通用设备为公司稳健增长基石，危废（贵金属）及勘察设计业务将有望成为主要增量。

图 6：公司 2019 年年度主营业务结构情况


数据来源：Wind，西南证券整理

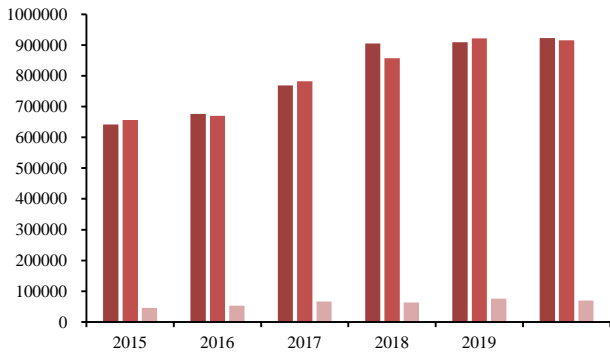
图 7：公司 2019 年年度主营业务毛利情况


数据来源：Wind，西南证券整理

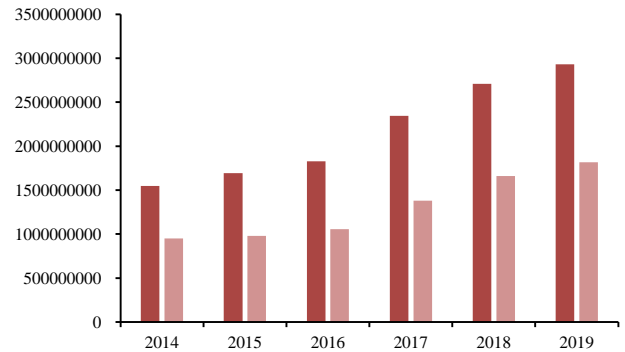
3 装备制造为基石，智能装备升级构筑持续竞争力

公司拥有二十多年不锈钢离心泵生产销售经验，在不锈冲压离心泵市场具有较强的品牌优势和技术优势，是目前国内不锈钢冲压焊接离心泵领域产量最大的专业生产商，产品的系列范围、产销总量、质量售后均排在同行业第一，主要产品系列包括 CDL 系列立式多级离心泵、CHL 系列卧式多级离心泵、TD 管道循环泵、成套供水设备、污水泵、管道泵、中开泵、消防泵、计量泵、油泵、深井泵等，产品广泛应用于净水处理、海水淡化、楼宇供水、消防系统、暖通系统、化工、医药及电子清洗等行业，同时公司在各泵类细分领域提前布局，推动供水设备及供水系统智能化解决方案、暖通泵、污水泵等多种产品的研发升级和市场开拓，结合公司现已覆盖全国的营销网络，实现泵类产业多元化发展，扩大公司在泵行业的市场份额，进一步夯实泵业的龙头地位。

2016-2019 年公司通用设备板块实现收入 18.3 亿元、23.4(+28.6%)亿元、27.1(+15.8%)亿元及 29.3 亿元 (+8.2%)，毛利率为 42.1%、41.2%及 38.7%及 38.0%，表现出持续良好增长能力及较高盈利，通用设备板块对公司毛利的贡献率均超过 60%，为公司主要业绩基石及最主要利润来源。

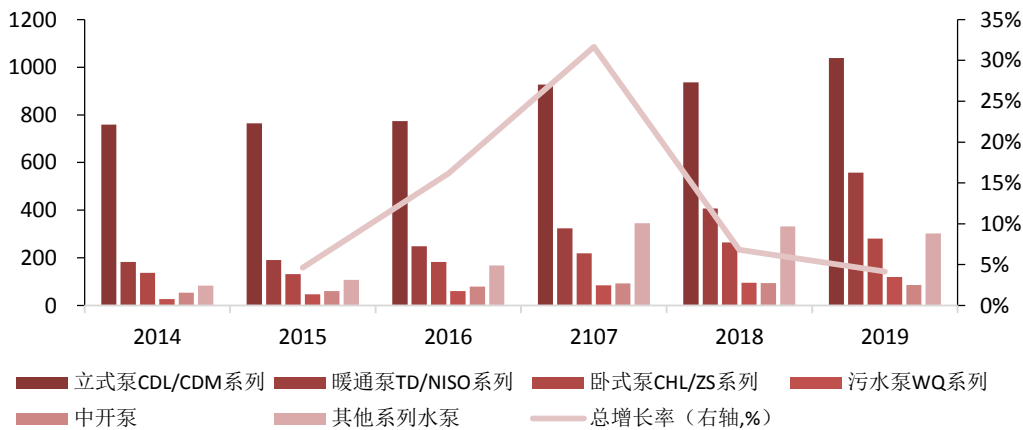
图 8: 公司通用设备制造业产销量情况 (单位: 台)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 9: 公司通用设备制造业收入成本情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2016-2019 年通用设备产量分别为 78.2 万台、85.7 万台、92.1 万台、91.6 万台, 销售总量分别为 76.9 万台、90.5 万台、90.9 万台、92.2 万台, 产销率水平高, 需求旺盛供不应求。

图 10: 分类泵产品历年营收及增长率 (单位: 百万元; %)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4 轻资产环评设计业务为辅, 未来分拆上市价值重估可期

公司自 2015 年起正式向环保行业转型, 通过近几年的外延并购及内生发展, 逐渐成为以咨询、设计为龙头, 以危废处理为重点, 环保设备和通用设备制造为基础的综合环保企业。

表 2: 公司环保业发展情况

时间	公司/项目	状态
2015 年	江苏金山环保科技股份有限公司	收购 100% 股权
2015 年	北京中咨华宇环保技术有限公司	收购 30% 股权
2016 年	北京中咨华宇环保技术有限公司	收购 70% 股权
2017 年	浙江金泰莱环保科技有限公司	收购 100% 股权
2018 年	江苏金山环保科技股份有限公司	出售 100% 股权

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司在 2015-2016 年收购中咨华宇 100% 股权，中咨华宇则是专业从事以环境影响评价为核心的环保技术咨询与运营管理服务公司，拥有环评甲级资质，处于全国环保治理行业领先地位，可进行环保咨询、环保设计及环保工程建设业务。

为扩大环保咨询、设计业务范围并实践 PPP 模式，中咨华宇收购主业同业的安徽通济、陕西绿馨、陕西科荣、陕西荣科、洛阳水利、国环建邦、河北磊源及华禹水利八家子公司。工程设计方面，公司聚焦水利、建筑、景观、市场和勘察测量五大方向，达到一流设计企业水平。中咨华宇与收购的安徽通济公司等八家子公司在技术人才资源上实行统一调配、互补交流，在业务模式上具有协同效益。

主要并购项目且做盈利预测及对赌的主要由中咨华宇、洛阳水利、华禹水利。其中，中咨华宇于 2016、2017、2018 会计年度实现的年度审核税后净利润应分别不低于人民币 8,500 万元、11,050 万元、13,260 万元。

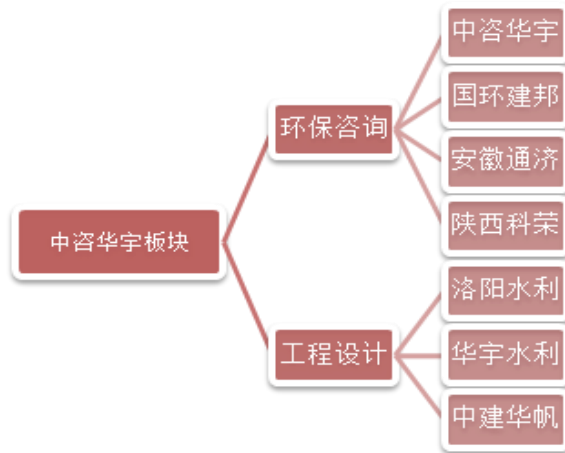
洛阳水利业绩承诺期为 2017-2019 年三个会计年度，承诺期三年累计净利润不低于 8,736 万元，其中 2017 年净利润不低于 2,400 万元，2018 年及 2019 年累计净利润不低于 6,336 万元。经审计 2018 年度实现净利润 3,253 万元，2018 年度承诺业绩达成率为 102.7%；2019 年度实现净利润 3518.9 万元，2019 年度承诺业绩达成率为 115.0%。

惠州华禹水利承诺，2017 年度经审计的税后经营性净利润不低于 2,800 万元，且 2017 年度至 2020 年度经审计的净利润年化增长率不低于 20%，四年累计净利润不低于 15,030 万元，2017 年度净利润不低于 2,800 万元、2018 年度净利润不低于 3,360 万元、2019 年度净利润不低于 4,032 万元、2020 年度净利润不低于 4,838 万元。经审计 2018 年度华禹水利实现净利润 3,992.3 万元，达成率为 118.8%，2019 年度华禹水利实现净利润 4003.3 万元，2020 年将是对赌期截止，参考前三年业绩，预计将能完成业绩承诺。

表 3：中咨华宇、洛阳水利、华禹水利业绩对赌及实现情况（单位：万元）

公司	项目名称	实际数	承诺数	当年完成情况
中咨华宇	2016 年度承诺利润	10140.3	8500.0	已完成
	2017 年度承诺利润	14235.6	11050.0	已完成
	2018 年度承诺利润	17596.9	13260.0	已完成
洛阳水利	2017 年度承诺利润	2719.4	2400.0	已完成
	2018 年度及 2019 年度承诺利润	2018、2019 年分别实现净利润 3253.2 万元、3518.9 万元	6336	已完成
惠州华禹水利	2017 年度承诺利润	3348.5	2800	已完成
	2018 年度承诺利润	3992.3	3360	已完成
	2019 年度承诺利润	4003.3	4032	——
	2020 年度承诺利润	——	4838	——

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：中咨华宇板块业务结构涉及的主要子公司


数据来源：公司官网，西南证券整理

公司环保咨询设计与治理板块以国内民营环评龙头企业中咨华宇作为资源导流入口，以洛阳水利、华禹水利、中建华帆三大设计院为基础，形成了环保咨询、工程设计、环境治理的全方位布局，专业从事环境影响评价、环境监理、环保技术咨询、环保工程、运营管理等业务，具备综合环境问题咨询与解决能力，能为客户提供咨询、设计、监理检测、施工等全套综合性服务。

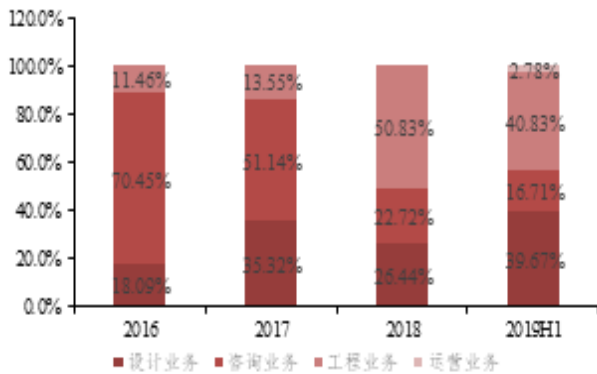
以环评咨询公司为前端导流，拉动后端设计、工程、运营、设备、投资共同增长的经营模式在 2016-2018 年表现出良好效应及战略成果。2016-2018 年环保咨询设计与治理板块实现营业收入 2.51 亿元、6.63 亿元 (+165%) 及 12.9 亿元 (+94%)，对应毛利率为 56.5%、51.8% 及 33.2%。2018 年由于环评资质改革取消了资质要求，准入门槛降低，使得公司在环评项目上竞争加剧，公司环保工程及设计板块的业绩受到明显影响，竞争激烈下利润水平下滑明显。2019 年上半年该板块实现营业收入 4.38 亿元，同比下降 40.0%，毛利率 37.8% 略有恢复，净利润 5,541 万元，同比下降 48.2%。

短期看，政策变化及竞争加剧对环评业务影响显著，但公司所承接项目较多，所积累工程项目将有望保住环评咨询设计与治理板块业务短期业绩，中长期看，若集团资源导入将为公司带来新增项目，带动环保业务触底回升。

表 4：环评业务相关法规变动

时间	部门	文件	内容
2016	全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国环境影响评价法》	修订《中华人民共和国环境影响评价法》，2016 年起实施
2017	国务院	《建设项目环境保护管理条例》	删除“从事建设项目环境影响评价工作的单位，必须取得国务院环境保护行政主管部门颁发的资格证书”以及对环评技术单位“吊销资格证书”的处罚规定
2018	全国人民代表大会委员会	《中华人民共和国环境影响评价法》	正式废除环评技术单位资质管理制度

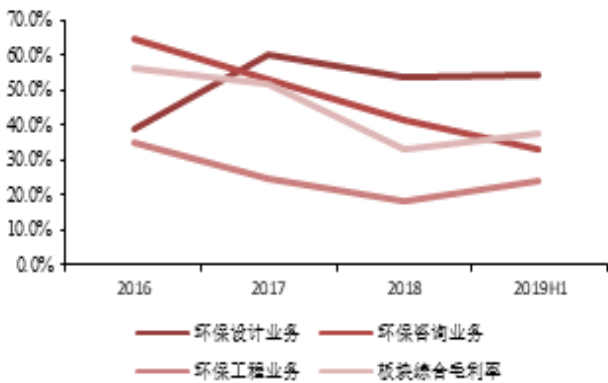
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12: 环保咨询设计与治理板块业务营收构成 (单位: %)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 13: 环保咨询设计与治理板块业务毛利构成 (单位: %)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 14: 环保咨询设计与治理板块毛利率变动情况 (单位: %)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2019 年年报中, 公司将环保咨询设计与治理板块业务分拆细化, 分拆为环保咨询与工程、勘察设计两大板块, 分拆报表后业务更为清晰, 分业务能力凸显, 公司发展重点及思路更明确。从业绩看, 勘察设计业务盈利优质, 2019 年实现营收 3.3 亿元 (-1.9%), 毛利率 50% (-3.8pp); 环保咨询与工程板块实现营收 3.9 亿元 (-59%), 毛利率 22.4% (-3.4pp)。

高盈利、轻资产的勘察设计业务将积极参与“黄河流域生态保护和高质量发展战略”、“粤港澳大湾区”、“雄安新区”等国家战略衍生出的相关项目, 未来增量可期。受到环评政策变化影响, 公司环保咨询板块业务业绩受到较大的影响, 未来将加强风险控制, 将主要精力放在优化、做好现有项目上, 谨慎筛选承接新项目。

2019 年 12 月公司公告, 拟新设南方中金勘测设计有限公司, 并逐步整合旗下设计资源, 以充分发挥公司设计板块规模化、集约化的突出优势, 重点提升设计团队科研实力, 激发技术潜力和技术价值, 满足上市公司高质量发展要求, 全面提升上市公司品牌和投资价值。

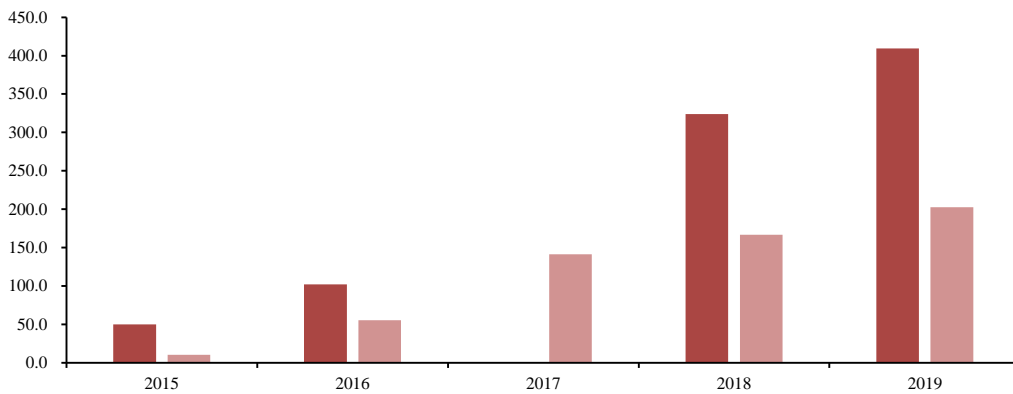
该公司成立后为公司全资子公司, 将积极推动其股份制化, 待条件满足时, 启动分拆上市相关工作。咨询设计业务属于良好现金流及轻资产业务, 公司目前拥有环评龙头优质资产、聚焦水利、建筑、景观、市场和勘察测量五大方向的优质设计资产及工程业务能力, 分拆上市后预计将能优化公司经营能力及提升估值。

5 危废业务增量显著盈利优质，布局贵金属预期靓丽

公司 2017 年收购浙江金泰莱 100% 股权，交易对价为 18.50 亿元，其中现金方式支付 7.49 亿，发行股份方式支付 11.01 亿元。金泰莱主营业务为危废处理，并购完成后业绩符合预期，前景喜人。

子公司金泰莱拥有行业领先的湿法提取、危废焚烧、尾渣焚烧、无害化利用等核心工艺技术，凭借其良好的区位优势，业务范围覆盖浙江、江苏、上海等周边省区及福建、广东等地，有能力接收和处理《国家危险废物名录》中的 19 个大类 253 个小类的危险废物，近几年来公司总处置能力持续扩充，年均增产约 6 万吨。目前为 18 万吨/年，公司在 18 万吨危废处理的基础上，2020 年又新申请 10 万吨的资质（约 30% 无害化+70% 资源化），后续产能将达 28 万吨，带动规模效应和盈利能力再上新台阶。

图 15：金泰莱历年收入、利润情况（单位：百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理，（注：2017 年收入缺失）

表 5：2017-2020 金泰莱业绩对赌及实现情况（单位：万元）

项目名称	实际数（扣非后净利润）	承诺数	当年完成情况
2017 年度承诺利润	14003.1	13500.0	已完成
2018 年度承诺利润	16555.4	17000.0	已完成
2019 年度承诺利润	20299.0	20000.0	已完成
2020 年度承诺利润	—	23500.0	—

数据来源：公司公告，西南证券整理

2018 年-2019 年公司处置各类危险废物 11.87 万吨、11.22 万吨。覆盖浙江及江苏、上海、安徽等周边省份及福建、广东，并逐渐辐射至湖南、北京等地，公司产能供不应求，疫情虽影响了处理进度，但实际上合同量有 25 万吨，需求旺盛，保持长期高景气度。

对比同行业固废处理企业，公司危废处理利润水平较高，主流工业废物处理公司毛利率水平在 45%-50% 左右，公司危废处理毛利率约 60%，维持高利润水平。

表 6: 固废行业主流公司毛利率比较

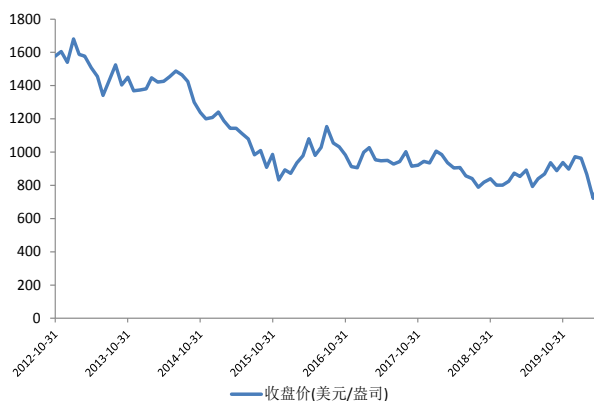
证券代码	公司简称	项目	2016 年度	2017 年度	2018 年度
002672.SZ	东江环保	工业废物处理处置服务	50.0%	47.7%	47.4%
300385.SZ	雪浪环境	工业废物处理	53.6%	50.2%	-
600323.SH	瀚蓝环境	固废处理	39.9%	40.1%	35.2%
	行业平均		47.80%	46.00%	41.30%
	金泰莱	危险废物处置服务	58.9%		60.23%(中金环境固废处置毛利率)

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

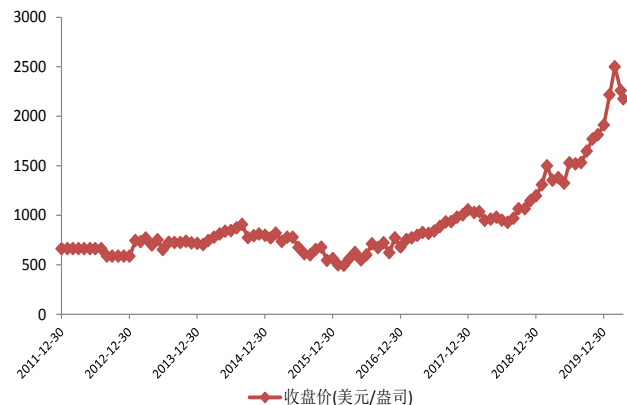
为提高危险废物(特别是含铂族金属废物)的综合回收处理水平, 2019 年公司投资 18,000 万元, 用于建设含铂族金属资源再生利用技改项目, 改建后在保持 18 万吨/年处置规模不变的基础上, 将废催化剂(含铂、钯、铑等铂族贵金属)处置能力调整至 1.1 万吨/年, 初步核定铂族金属生产能力达 20 吨/年。供应商方面, 金泰莱顺利进入了中石化、巴斯夫、富士康等企业的供应商体系, 为后续贵金属项目的推进奠定了良好的业务基础, 经过 2019 年度的试运行, 目前该业务已实现产值逾五千万。

铂族金属作为工业领域的“维他命”, 相关产品的市场空间非常广阔。尤其在新能源领域, 铂族金属是氢燃料电池的重要催化剂。但铂族金属具有稀缺性, 且分布极不均匀, 中国已探明铂族金属储量仅占全球储量的 0.5%, 国内铂族金属的供应 99% 以上依赖进口及二次回收。随着我国成为贵金属工业应用的第一大国, 以及氢能源燃料汽车、技术的迅速推广, 国内贵金属资源、尤其是铂族金属的需求将持续上升, 未来铂族金属市场空间巨大。

贵金属价格方面, 全球铂系一揽子价格的持续低迷, 近年全球铂供给量连续下降, 主要由于主产地南非产量下降, 若供应增长较低需求增长有利于价格边际改善。除了铂, 钯金属价格持续上行, 贵金属综合价值高, 若远期投产后, 结合新能源汽车发展, 含铂族金属废催化剂项目的实施预期将有良好市场空间。

图 16: NYMEX 铂价格


数据来源: wind, 西南证券整理

图 17: NYMEX 钯价格


数据来源: wind, 西南证券整理

表 7: 贵研铂业贵金属再生资源材料收入、毛利率水平 (单位: 亿元; %)

	2016	2017	2018
营业收入	14.0	19.0	26.2
毛利率	2.8%	5.4%	6.0%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

上市公司中做铂族金属回收再利用公司较少，仅贵研铂业具有可参考性，相关业务近年回收毛利率略有提升，公司拥有民营企业管控灵活性及效率优先性，预计相关业务利润水平将能做到更高。贵金属资源化利用项目若全部投产，按照铂价格 300 元/克单价测算，20 吨/年满产后将有望贡献合计 60 亿元，若参考 3%-5% 利润率，有望贡献 1.8 亿-3 亿净利润，远期空间规模可观。

此外，金泰莱还加速推进玻璃体高温熔融技术的产业化应用，项目建成后，将用此技术对危废处置产生的尾渣进行进一步处理，能彻底实现物料资源化、减量化、无害化，进一步降低尾渣处理成本，提升危废处置的经济效益。

6 污水污泥投运期成本较高，短期业绩承压

公司 2017 年出售金山环保 100% 股权，但保留了部分污水及污泥处理项目，经过一年的时间，着重梳理在手污泥、污水及蓝藻项目，目前该板块涵盖了环保设备制造、环保工程承包、污水处理、污泥处理和蓝藻资源化等业务，可实现污泥及蓝藻的减量化、资源化。

污水及污泥处理板块资产已进入运营期，但折旧及摊销成本较去年同期增长较多，目前该板块还未实现盈利。截止 2019 年公司在手的环保运营类子公司尚未盈利，短期有所承压，随着后续运营进入成熟阶段，这部分业务有望减亏扭亏，对公司业绩带来正向贡献。

短期预计 1-2 年内仍有业绩压力，拖累公司业绩。长期看集团若整合相关污水污泥资产，或将对公司业务调整，优化盈利，解决相关问题。

7 集团实力雄厚助力优化资金成本，后续整合可期

2018 年公司引进无锡市政为控股股东后，承诺 60 个月内解决同业竞争问题，公司也公开表态会积极推进相关工作，遴选优质标的注入上市公司。

无锡市政公用集团实力雄厚，是无锡市公用事业、市政基础设施的主要投资、经营主体，主营业务包括自来水供水及管网建设、污水处理、市政及照明工程、热电供应等业务，同时公司通过引入战略投资者涉足燃气供应行业，实力雄厚经营稳健。后续若相关资产整合入上市公司，未来想象空间巨大。

表 8：无锡市政、资产盈利规模（单位：亿元）

单位：亿元	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/9/30
总资产	288.3	279.0	294.9	410.4
总负债	196.5	147.9	162.4	227.5
营业收入	35.2	45.1	52.1	67.2
水务板块	21.1	20.6	24.6	19.0
工程及工程材料业务板块	10.7	13.6	18.3	35.1
热点业务板块	2.3	9.4	7.0	7.6
其他业务板块	1.1	1.5	2.2	5.5
净利润	2.0	2.3	2.1	4.0

数据来源：公司公告，西南证券整理

集团入驻后对公司融资规模扩大及融资成本改善有显著支持，2017 年公司发债利率为 6%，19 年发行债利率均约 4%，融资成本显著降低。20 年公司新发债规模 2 亿元，利率仅为 2.8%，低成本的项目融资为公司后续项目推进、财务费用率优化带来支持，助力公司项目开拓及落实，为公司维持良好现金流和持续发展奠定基础。

表 9：公司发债券发行情况

债券简称	起息日	到期日	剩余期限	发行规模(万元)	当前余额(万元)	票面利率(%)
19 南方中金 MTN002	2019-12-09	2024-12-09	2.65+2	50,000	50,000	4.10
19 南方中金 MTN001	2019-09-27	2022-09-27	2.45	50,000	50,000	4.15
20 南方中金 SCP001	2020-03-30	2020-12-25	0.69	20,000	20,000	2.80
19 南方中金 SCP001	2019-10-24	2020-07-20	0.27	40,000.00	40,000	3.64
17 中金环境 SCP001	2017-06-14	2018-03-11		50,000	0	5.95

数据来源：公司公告，西南证券整理

集团在 18 年获取公司实控权后持续增持公司，2020 年 1 月 13 日至 2020 年 1 月 16 日，无锡市政集团通过深圳证券交易所交易系统以集中竞价的方式增持中金环境合计 1087 万股，占上市公司总股本的 0.57%，成交均价在 3.55 元-3.77 元/股。控股股东增持公司彰显长期发展信心，公司价值重估可期。

表 10：近期控股股东增持情况

交易主体	交易日期	交易方式	成交价格(元/股)	成交数量(股)	占总股本比例 1	占总股本比例 2
无锡市政集团	2020/1/13	集中竞价买入	3.55	3,343,500	0.17%	0.18%
	2020/1/14		3.63	3,408,268	0.18%	0.18%
	2020/1/15		3.77	500,000	0.03%	0.03%
	2020/1/16		3.77	3,621,500	0.19%	0.19%

数据来源：公司公告，西南证券整理

2020 年 2 月 3 日，公司再次发布控股股东计划增持公司股份的公司，无锡市政计划自 2020 年 2 月 4 日起 6 个月内通过深圳证券交易所系统集中竞价的方式以不高于 5.5 元/股价格增持公司股份不低于 3000 万股，不超过 3787.4 万股。

控股股东增持及继续优化上市公司的产业结构，将促进公司健康发展，提升上市公司的盈利能力，为全体股东带来良好回报。目前股价在大股东增持价格区间，具有较好安全边际。

8 盈利预测与估值

8.1 盈利预测

公司业务正处于调整期，原有四大板块为主营业务，以 2019 年调整后 5 大业务构成板块进行假设。

假设 1：通用设备制造业板块为公司主体制造业板块，2019 年订单饱满增速达 8%，2020-2022 年考虑公司订单及下游行业供排水等领域稳健增长及公司历史增速，预计销量增速约 9%，毛利率水平维持较高 38% 水平。

假设 2: 环保咨询与工程板块, 结合公司目前在售订单规模及项目转化率, 预计 2020-2022 年收入增速 10%, 毛利率维持 2019 年水平预计 22%。

假设 3: 勘察设计板块, 2019 年年报后与环保咨询与工程板块分拆, 设计板块以洛阳水利等为核心近年来业绩较高完成业绩对赌, 目前拟整合进行分拆上市, 预计需要 1-2 年准备期, 参考设计公司业务增速及分拆考核要求, 预计 2020-2022 年业绩增速约 15%, 该板块盈利水平高, 参考历史均值 50% 毛利率

假设 4: 危废处置与资源回收利用板块为公司快速发展主要引擎, 2020 年金泰莱业绩对赌最后一年净利润 2.35 亿约定, 目前 18 万吨产能新批产能 10 万吨后, 预计对后续良性促进。此外, 贵金属资源化利用项目若全部投产, 按照 300 元/g 单价远期 20 吨/年满产后将有望贡献合计 60 亿元, 若参考 3%-5% 利润率, 有望贡献 1.8 亿-3 亿净利润, 远期空间规模可观。考虑试生产已有 6000 万产值, 预计 2020-2022 年项目贡献增速约 22%、22% 及 22%, 毛利率约 53%、52%、52%。

假设 5: 污水污泥业务投运期成本较高, 预计仍有一定亏损, 2022 年或有望实现盈亏平衡。

基于以上假设, 我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表:

表 11: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
通用设备制造业板块	收入	2,929.44	3,193.09	3,480.47	3,793.71
	增速	8.2%	9.00%	9.00%	9.00%
	毛利率	37.96%	38.00%	38.00%	38.00%
环保咨询与工程板块	收入	387.86	426.65	469.31	516.24
	增速	-69.9%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	22.43%	22.00%	22.00%	22.00%
危废处置 与资源回收利用板块	收入	409.55	499.65	609.57	743.68
	增速	26.4%	22.00%	22.00%	22.00%
	毛利率	53.75%	53.00%	52.00%	52.00%
污水污泥板块	收入	32.90	32.90	32.90	32.90
	增速	-22.2%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	-87.48%	-60.00%	-30.00%	1.00%
勘察设计板块	收入	334.28	384.42	442.09	508.40
	增速	-	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	49.94%	50.00%	50.00%	50.00%
合计	收入	4,094.02	4,503.81	5,001.44	5,562.03
	增速	-6.16%	10.01%	11.05%	11.21%
	毛利率	38.04%	38.00%	38.41%	38.90%

数据来源: Wind, 西南证券

8.2 相对估值

我们选取环保中的固废工程类的四家主流公司，2019 年平均 PE 为 21 倍，预计 2020 年平均 PE 为 17x。公司 2019 年充分计提减值准备，2020 年为业绩有望触底回升年迎来拐点对应估值 12x，低于行业平均估值；长期看，公司危废及贵金属业务驱动增长，大集团小公司具备整合预期，我们给予公司 2020 年 15 倍 PE，目标价 4.05 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 12：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)			PE		
			19E	20E	21E	19E	20E	21E
2672	东江环保	9.65	0.48	0.63	0.73	20	15	13
2034	旺能环境	16.20	1.01	1.24	1.47	16	13	11
600323	瀚蓝环境	20.55	1.19	1.38	1.67	17	15	12
603568	伟明环保	29.96	0.98	1.23	1.49	31	24	20
平均值						21	17	14

数据来源：Wind，西南证券整理

9 风险提示

政策风险，项目推进低于预期风险，毛利率下滑风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4094.02	4503.81	5001.44	5562.03	净利润	39.15	529.96	633.99	758.76
营业成本	2536.75	2792.19	3080.36	3398.51	折旧与摊销	149.46	178.75	188.01	197.96
营业税金及附加	33.88	36.03	40.01	44.50	财务费用	115.30	184.66	205.06	211.36
销售费用	414.73	418.85	450.13	489.46	资产减值损失	-353.55	80.00	80.00	80.00
管理费用	341.17	360.30	390.11	433.84	经营营运资本变动	121.81	331.42	16.08	-17.91
财务费用	115.30	184.66	205.06	211.36	其他	588.35	-74.52	-79.79	-79.27
资产减值损失	-353.55	80.00	80.00	80.00	经营活动现金流净额	660.52	1230.26	1043.35	1150.90
投资收益	-0.18	0.00	0.00	0.00	资本支出	-741.36	-300.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	-1.75	-0.87	-1.02	-1.09	其他	-4.96	-0.87	-1.02	-1.09
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-746.32	-300.87	-201.02	-201.09
营业利润	104.12	630.90	754.75	903.28	短期借款	-366.08	-770.82	0.00	0.00
其他非经营损益	-4.61	0.00	0.00	0.00	长期借款	-344.03	1400.00	0.00	0.00
利润总额	99.52	630.90	754.75	903.28	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	60.36	100.94	120.76	144.53	支付股利	0.00	-1.17	-13.08	-23.47
净利润	39.15	529.96	633.99	758.76	其他	1062.87	-290.88	-5.06	-211.36
少数股东损益	16.22	15.90	19.02	24.00	筹资活动现金流净额	352.76	337.13	-18.14	-234.82
归属母公司股东净利润	22.93	514.06	614.97	734.76	现金流量净额	268.68	1266.51	824.20	714.98
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1094.39	2360.90	3185.10	3900.08	成长能力				
应收和预付款项	1453.87	1529.92	1720.07	1914.51	销售收入增长率	-6.16%	10.01%	11.05%	11.21%
存货	697.11	737.05	823.83	906.21	营业利润增长率	-80.59%	505.92%	19.63%	19.68%
其他流动资产	507.06	234.49	275.69	312.44	净利润增长率	-91.26%	1253.63%	19.63%	19.68%
长期股权投资	17.16	17.16	17.16	17.16	EBITDA 增长率	-53.08%	169.54%	15.44%	14.36%
投资性房地产	27.70	27.70	27.70	27.70	获利能力				
固定资产和在建工程	1584.79	1805.43	1916.80	2018.22	毛利率	38.04%	38.00%	38.41%	38.90%
无形资产和开发支出	4666.47	4567.57	4468.67	4369.77	三费率	21.28%	21.40%	20.90%	20.40%
其他非流动资产	281.14	280.65	280.16	279.67	净利率	0.96%	11.77%	12.68%	13.64%
资产总计	10329.68	11560.86	12715.18	13745.77	ROE	0.79%	9.69%	10.41%	11.12%
短期借款	770.82	0.00	0.00	0.00	ROA	0.38%	4.58%	4.99%	5.52%
应付和预收款项	1742.77	1847.53	2096.70	2298.99	ROIC	1.38%	11.97%	14.25%	16.37%
长期借款	791.97	2191.97	2191.97	2191.97	EBITDA/销售收入	9.01%	22.08%	22.95%	23.60%
其他负债	2079.89	2052.15	2336.40	2429.40	营运能力				
负债合计	5385.45	6091.65	6625.06	6920.35	总资产周转率	0.41	0.41	0.41	0.42
股本	1923.44	1923.44	1923.44	1923.44	固定资产周转率	3.54	3.71	3.92	4.15
资本公积	749.76	749.76	749.76	749.76	应收账款周转率	3.03	3.23	3.36	3.31
留存收益	2247.44	2760.33	3362.22	4073.52	存货周转率	3.73	3.88	3.93	3.91
归属母公司股东权益	4825.37	5334.45	5936.34	6647.63	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	86.99%	—	—	—
少数股东权益	118.86	134.76	153.78	177.78	资本结构				
股东权益合计	4944.24	5469.21	6090.12	6825.41	资产负债率	52.14%	52.69%	52.10%	50.35%
负债和股东权益合计	10329.68	11560.86	12715.18	13745.77	带息债务/总负债	29.02%	35.98%	36.10%	34.56%
					流动比率	1.05	1.70	1.77	1.90
					速动比率	0.86	1.44	1.53	1.66
					股利支付率	0.00%	0.23%	2.13%	3.19%
					每股指标				
					每股收益	0.01	0.27	0.32	0.38
					每股净资产	2.57	2.84	3.17	3.55
					每股经营现金	0.34	0.64	0.54	0.60
					每股股利	0.00	0.00	0.01	0.01
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	368.89	994.30	1147.82	1312.60					
PE	275.16	12.27	10.26	8.59					
PB	1.28	1.15	1.04	0.92					
PS	1.54	1.40	1.26	1.13					
EV/EBITDA	18.23	6.02	4.67	3.54					
股息率	0.00%	0.02%	0.21%	0.37%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn