

公司研究

产能持续扩张，大宗商品价格高位保障公司 21 年业绩高增

——浙富控股（002266.SZ）2020 年年报及 2021 年一季报点评

要点

事件：公司发布 2020 年年报，2020 年实现营业收入 83.43 亿元，同比增长 27.60%（公司 2020 年 6 月完成同一控制下的重大资产重组，同比为调整后数据，下同），实现归母净利润 13.62 亿元，同比增长 189.64%；公司同时发布 2021 年一季报，2021Q1 实现营业收入 29.98 亿元，同比增长 154.96%，实现归母净利润 5.65 亿元，同比增长 516.48%，超出业绩预增公告上限（5.46 亿元）。**申联集团&申能环保完成 20 年业绩承诺，2021Q1 大宗商品价格上涨给公司带来显著利润贡献。**2020 年 6 月，公司完成了对申联环保集团和申能环保的收购工作，虽然疫情影响下公司在建项目工期有所滞后，但投运项目稳健运营使得公司业绩快速增长，保障申联环保集团和申能环保超额完成了 2020 年的业绩承诺。分板块来看，并表后公司主要收入贡献变更为危废业务，2020 年该板块实现营业收入 73.60 亿元，同比增长 35%，其中主要的贡献来源于资源化产品销售（全年实现金属销售量 10.76 万吨，实现营业收入 70.73 亿元）；板块毛利率小幅下降 0.39 个 pct 至 27.66%。**传统主业机械设备制造实现营业收入 9.24 亿元，同比减少 9.61%，毛利率同比提升 10.08 个 pct 至 27.89%；**2020 年公司共新签清洁能源装备订单 16 亿元（其中水电 11.68 亿元，核电 4.5 亿元），有望保障设备销售业务 21 年收入重回增长轨道。2021Q1 公司收入和利润实现高增，一方面系兰溪自立（32 万吨）和泰兴申联（77 万吨）投产后产能逐步释放，另一方面系大宗商品价格快速上涨，公司资源化业务量价齐升所致。

危废业务持续扩张，全产业链布局背景下产能&技术行业领先。公司已建成危废资源化产能 178 万吨/年，另有 3 个项目共 87 万吨/年产能通过环评稳步推进建设中（包括湖南申联 30 万吨/年，湖南叶林 17 万吨/年，辽宁申联 30 万吨/年），同时积极开拓四川申联 30 万吨/年项目。公司危废资源化产能行业领先，技术端则在工业废弃物熔融处置、热解处置、资源循环利用等领域拥有超过 100 项核心技术和专利，叠加其采用的**全产业链布局发展模式有效降低了危废处理的综合成本，提升了整体收益。**未来公司在建/开拓项目的逐步落地和技术实力的持续提升将保障公司业绩维持快速增长。

维持“买入”评级：根据公司产能投产进度及大宗商品价格情况，上调公司 21/22 年盈利预测，引入 23 年盈利预测，预计公司 21-23 年归母净利润为 20.89/24.28/27.46 亿元（上调 15%/上调 12%/新增），21-23 年对应 EPS 为 0.39/0.45/0.51 元，当前股价对应 21-23 年 PE 为 14/12/11 倍。公司危废处置全产业链布局完成后盈利水平行业领先，大宗商品价格处于高位保障公司 21 年业绩高增，在建产能陆续投产为后续业绩增长提供有力保障，**维持“买入”评级。**

风险提示：市场竞争加剧致使盈利能力承压；在建项目投产进度低于预期；大宗商品价格下跌幅度超出预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,083	8,343	12,747	14,302	15,781
营业收入增长率	-1.83%	670.07%	52.78%	12.19%	10.35%
净利润（百万元）	161	1,362	2,089	2,428	2,746
净利润增长率	46.87%	744.24%	53.39%	16.23%	13.10%
EPS（元）	0.08	0.25	0.39	0.45	0.51
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.80%	17.68%	21.34%	19.87%	18.35%
P/E	66	21	14	12	11
P/B	3.2	3.8	3.0	2.4	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-28

注：公司 2020 年完成同一控制下的重大资产重组和增发工作，股本从 2019 年的 19.8 亿股提升至 2020 年的 53.7 亿股

买入（维持）

当前价：5.41 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsec.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsec.com

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

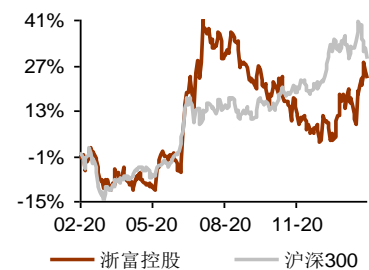
021-52523828

huangshuaibin@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	53.70
总市值(亿元):	290.51
一年最低/最高(元):	3.61/6.23
近 3 月换手率:	33.25%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.42	14.02	44.12
绝对	-4.59	14.85	44.95

资料来源：Wind

相关研报

在建项目顺利投产，关注产能爬坡进度——浙富控股（002266.SZ）2020 年半年度报告点评（2020-09-01）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,083	8,343	12,747	14,302	15,781
营业成本	878	6,021	9,138	10,128	11,082
折旧和摊销	98	271	320	417	504
税金及附加	11	78	127	143	158
销售费用	26	32	51	57	63
管理费用	165	330	382	501	615
研发费用	50	330	510	572	710
财务费用	61	143	287	244	160
投资收益	369	202	200	200	200
营业利润	249	1,857	2,806	3,205	3,579
利润总额	243	1,847	2,811	3,210	3,584
所得税	61	250	422	481	538
净利润	181	1,597	2,389	2,728	3,046
少数股东损益	20	235	300	300	300
归属母公司净利润	161	1,362	2,089	2,428	2,746
EPS(元)	0.08	0.25	0.39	0.45	0.51

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-57	-132	1,438	2,815	3,235
净利润	161	1,362	2,089	2,428	2,746
折旧摊销	98	271	320	417	504
净营运资金增加	288	3,242	2,231	685	571
其他	-604	-5,008	-3,202	-714	-586
投资活动产生现金流	-33	-1,550	-442	-820	-820
净资本支出	-126	-1,396	-1,020	-1,020	-1,020
长期投资变化	1,451	763	0	0	0
其他资产变化	-1,358	-917	578	200	200
融资活动现金流	-248	976	-27	-1,684	-409
股本变化	0	3,391	0	0	0
债务净变化	-177	3,629	259	-1,440	-249
无息负债变化	-737	3,124	294	419	487
净现金流	-299	-747	968	311	2,007

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	18.9%	27.8%	28.3%	29.2%	29.8%
EBITDA 率	9.5%	25.0%	25.5%	25.7%	25.7%
EBIT 率	-0.1%	21.6%	23.0%	22.8%	22.5%
税前净利润率	22.4%	22.1%	22.0%	22.4%	22.7%
归母净利润率	14.9%	16.3%	16.4%	17.0%	17.4%
ROA	2.4%	8.5%	11.0%	11.7%	11.4%
ROE (摊薄)	4.8%	17.7%	21.3%	19.9%	18.4%
经营性 ROIC	0.0%	13.7%	17.4%	17.7%	18.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	40%	52%	48%	40%	36%
流动比率	0.83	1.03	1.33	1.80	2.31
速动比率	0.48	0.46	0.60	0.81	1.18
归母权益/有息债务	2.67	1.58	1.90	3.30	4.33
有形资产/有息债务	5.43	3.26	3.68	5.58	6.95

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	7,647	18,716	21,659	23,365	26,650
货币资金	941	1,581	2,549	2,860	4,867
交易性金融资产	107	174	0	0	0
应收帐款	154	397	561	629	694
应收票据	6	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	93	173	255	286	316
存货	952	4,638	5,920	6,563	7,183
其他流动资产	17	424	424	424	424
流动资产合计	2,286	8,377	10,823	11,926	14,695
其他权益工具	627	627	627	627	627
长期股权投资	1,451	763	763	763	763
固定资产	651	1,805	3,303	4,515	5,497
在建工程	1,262	3,895	3,147	2,585	2,164
无形资产	621	1,371	1,322	1,276	1,231
商誉	139	1,282	1,282	1,282	1,282
其他非流动资产	317	33	33	33	33
非流动资产合计	5,361	10,339	10,836	11,439	11,955
总负债	3,049	9,803	10,356	9,335	9,573
短期借款	827	2,930	2,689	749	0
应付账款	530	1,426	1,828	2,026	2,216
应付票据	517	1,125	1,371	1,519	1,662
预收账款	84	7	13	14	16
其他流动负债	0	117	121	121	121
流动负债合计	2,755	8,094	8,156	6,634	6,373
长期借款	209	1,436	1,936	2,436	2,936
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	14	106	106	106	106
非流动负债合计	293	1,708	2,201	2,701	3,201
股东权益	4,599	8,913	11,302	14,030	17,077
股本	1,979	5,370	5,370	5,370	5,370
公积金	321	44	253	495	770
未分配利润	1,009	2,313	4,193	6,379	8,850
归属母公司权益	3,359	7,701	9,791	12,219	14,965
少数股东权益	1,240	1,212	1,512	1,812	2,112

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.39%	0.38%	0.40%	0.40%	0.40%
管理费用率	15.24%	3.96%	3.00%	3.50%	3.90%
财务费用率	5.58%	1.71%	2.25%	1.71%	1.01%
研发费用率	4.64%	3.96%	4.00%	4.00%	4.50%
所得税率	25%	14%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-0.03	-0.02	0.27	0.52	0.60
每股净资产	1.70	1.43	1.82	2.28	2.79
每股销售收入	0.55	1.55	2.37	2.66	2.94

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	66	21	14	12	11
PB	3.2	3.8	3.0	2.4	1.9
EV/EBITDA	125.3	17.0	11.2	9.7	8.5
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE