

评级：买入（维持）

市场价格：5.28 元

分析师：曾彪

执业证书编号：S0740522020001

Email: zengbiao@zts.com.cn

分析师：吴鹏

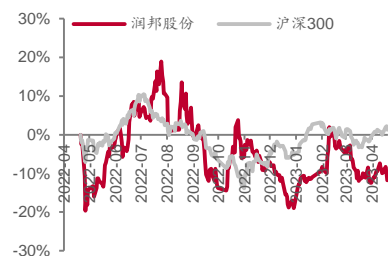
执业证书编号：S0740522040004

Email: wupeng@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	942
流通股本(百万股)	885
市价(元)	5.28
市值(百万元)	4,975
流通市值(百万元)	4,674

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,847	5,174	6,328	7,940	9,586
增长率 yoy%	6%	35%	22%	25%	21%
净利润(百万元)	349	53	353	437	516
增长率 yoy%	36%	-85%	565%	24%	18%
每股收益(元)	0.37	0.06	0.38	0.46	0.55
每股现金流量	0.35	1.93	-0.14	0.60	0.63
净资产收益率	8%	1%	8%	9%	10%
P/E	14.2	93.6	14.1	11.4	9.6
P/B	1.2	1.2	1.2	1.1	1.0

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄，对应当前股价选取 2023 年 4 月 20 日收盘价

投资要点

■ 高端装备板块：海风业务蓄势待发，物料搬运装备+船舶及配套装备并列前行

1、产能+码头双管齐下，海风业务进入发展快速道。

(1) 产能：截止 22 年底公司具备 30 万吨海上风电基础桩和导管架的产能规模。2023 年 2 月，润邦重机拟投资建设“通州湾装备制造基地项目”，有望进一步扩展公司产能布局，叠加广州工控入主预计也将协助公司规划并建设南方高端装备基地，扩张市场辐射范围，进一步打开两广、海南、东南亚等地市场空间。

(2) 码头：目前公司拥有两座自有码头—江苏太仓润禾码头和启东润邦海洋码头，其中太仓润禾码头为 5 万吨级公共型杂货码头，启东润邦海洋码头为海关监管 5 万吨级多功能码头。随着海风建设深远海化，海风设备对码头要求更高，而码头资源的稀缺性使得拥有码头的厂家更具竞争优势，市场地位进一步提高。

(3) 行业高景气催化公司业绩兑现：2022 年受疫情、抢装回落等多重因素影响，海风装机不及预期（吊装口径 5.16GW），随着上述因素缓解，并根据 2022 年海风招标（风机招标约 11.7GW）以及海风十四五规划加持，我们预计海风装机快速提高，带动海上风电桩基需求上升，公司订单充足，配合产能布局，贡献业绩增量。

2、物料搬运装备业务在手订单充沛，船舶及配套装备行业向上周期显现。

(1) 物料搬运装备业务：2022 年公司获阿联酋客户追加的 66 亿元散料设备合同订单，并陆续中标散料设备等多个物料搬运装备订单，随着订单逐步消化，预计贡献稳定营收。此外，2022 年 7 月公司收购卡尔玛 (Kalmar) 港口集装箱起重机业务，将进一步丰富高端装备业务的产品线，提升在全球港口机械市场的核心竞争力。

(2) 船舶及配套装备业务：2021 年始我国船舶制造业新接订单量暴增，达 6231 万载重吨，YOY+151%，而船舶订单与船舶配套设备订单之间存在时滞，公司船舶配及配套装备业务收入快速增长开始在 2022 年体现，22 年实现收入 4.6 亿元，YOY+679%。

■ 环保板块：计提商誉减值 4.8 亿元，轻装上阵行稳致远

受疫情持续的影响，上游产废量不足，叠加危废处理行业产能释放使得市场竞争加剧，毛利率出现一定程度下滑，导致子公司中油环保（从事危废医废处理业务）未能完成业绩承诺目标，2022 年计提商誉减值 4.8 亿，同时确认业绩补偿计入非经常性损益。随着计提商誉减值完成，公司轻装上阵，在环保板块将充分利用好现有产能进一步提高产能利用率。

■ 投资建议：我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 3.5/4.4/5.2 亿元，同比增长 565%/24%/18%，当前股价对应 PE 为 14/11/10 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示：海风装机不及预期；市场竞争加剧风险；订单消化不及预期；商誉减值风险等。

内容目录

深耕高端装备领域，装备+环保双驱动.....	- 3 -
海风基础头部企业，广州工控入主多维度赋能.....	- 3 -
业务板块清晰，海风装备收入贡献提升明显.....	- 4 -
业绩稳定增长，短期略有承压.....	- 6 -
高端装备板块：物料搬运+船舶配套砥砺前行，海风业务蓄势待发.....	- 7 -
物料搬运装备业务：GENMA-KOCH 共携手，订单充沛促增长.....	- 7 -
船舶及配套装备业务：行业上行周期显现，收入实现高弹性.....	- 8 -
海风装备业务：产能+码头双加持，海风放量迎机遇.....	- 9 -
环保板块：商誉减值落地，轻装上阵行稳致远.....	- 10 -
盈利预测与估值.....	- 12 -
关键假设.....	- 12 -
风险提示.....	- 14 -

图表目录

图表 1：公司历史沿革.....	- 3 -
图表 2：公司股权结构（截止 2022 年报）.....	- 3 -
图表 3：公司业务板块介绍.....	- 4 -
图表 4：公司分业务营收结构.....	- 5 -
图表 5：公司分业务毛利率.....	- 5 -
图表 6：公司营收及增速.....	- 6 -
图表 7：公司归母净利润及增速.....	- 6 -
图表 8：公司毛利率/净利率.....	- 7 -
图表 9：公司期间费用率.....	- 7 -
图表 10：物料搬运装备业务收入及增速.....	- 8 -
图表 11：2022 年至今公司获得的部分物料搬运装备订单.....	- 8 -
图表 12：2021 年中国船舶新接订单量 YOY+151%（单位：万载重吨）.....	- 9 -
图表 13：公司船舶及配套装备业务收入及增速.....	- 9 -
图表 14：公司海上风电项目交付业绩.....	- 10 -
图表 15：海洋工程装备及配套装备收入及增速.....	- 10 -
图表 16：中油环保业绩实现情况.....	- 11 -
图表 17：绿威环保业绩实现情况.....	- 11 -
图表 18：润邦股份业务拆分（单位：亿元）.....	- 12 -
图表 19：可比公司 2021-2024 盈利及估值对比（单位：亿元）.....	- 13 -

深耕高端装备领域，装备+环保双驱动

海风基础头部企业，广州工控入主多维度赋能

- 船舶配套装备起家，以点带线延伸多项领域促发展。**公司于 2003 年成立，主要生产船舶配套装备（舱口盖），后于 2007 年成立润邦重机涉足物料搬运装备领域，第二年全面推出自主创新品牌“杰马/GENMA”开拓中高端物料搬运市场。2010 年，公司在深交所成功上市。2011 年，公司成立润邦海洋，主要从事海洋工程装备业务。2016-2020 年期间公司陆续收购绿威环保、中油环保开展环保业务，促进公司战略转型升级、打造“高端装备+环保双轮驱动”的高效发展模式。2019 年公司收购德国知名工业品牌“柯赫/KOCH”，2022 年收购“卡尔玛/KALMA”旗下港口集装箱起重机业务，2023 年拟收购 FLSmidth 全球散料装卸搬运系统业务，丰富物料搬运装备业务产品线，加速国际化进程。至此，公司形成高端装备业务（包括物料搬运装备、海上风电装备、船舶配套装备等）和环保业务（危废/医废处理、污泥处理等）两大主线。

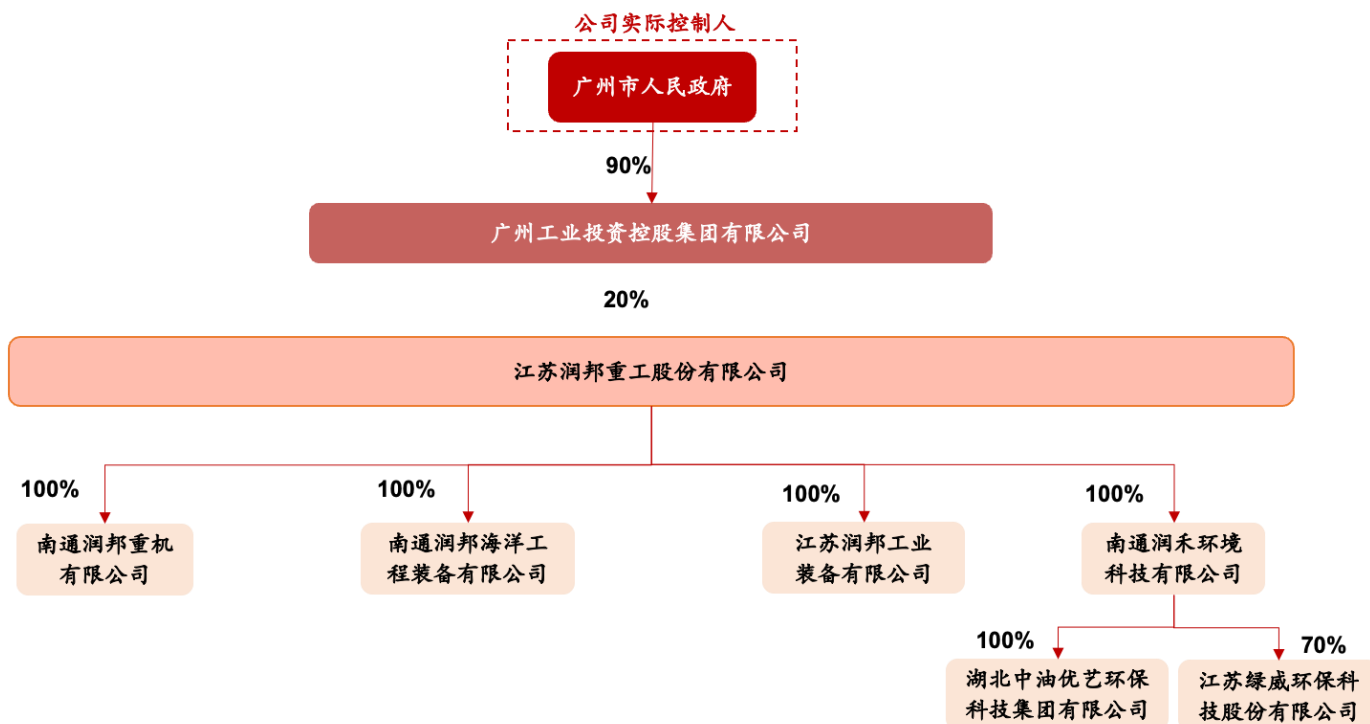
图表 1：公司历史沿革



来源：公司公告、中泰证券研究所

- 广州工控入主，全方位赋能公司发展。**2021 年 10 月，南通威望与广州工控签订《股份转让协议》，南通威望向广州工控协议转让其所持有的共计 188,457,747 股公司无限售流通股，交易完成后广州工控直接持有公司 20% 股权，公司实控人由吴建先生变更为广州市人民政府。2022 年 3 月，广州工控正式入主公司，将为公司提供包括市场、资金和资源等在内的全方位赋能支持，大力支持公司拓展粤港澳大湾区的海上风电装备、物料搬运装备以及环保业务的相关市场，提高公司整体竞争力。

图表 2：公司股权结构（截止 2022 年报）



来源：公司公告、中泰证券研究所

业务板块清晰，海风装备收入贡献提升明显

■ **公司业务聚焦于高端装备和环保两大板块。**

- **高端装备板块：**三大业务线，物料搬运装备业务为客户提供集装箱码头解决方案、散料系统解决方案、船厂/堆场/工厂解决方案、海洋工程解决方案；海上风电装备业务主要产品涵盖海上风电基础桩、导管架、海上风电安装作业平台等；船舶配套装备业务主要指舱口盖等产品，包括用于集装箱船的吊离式舱口盖、用于散货船及多用途船的折叠式舱口盖、侧滑式舱口盖。
- **环保板块：**子公司中油环保开展危废及医废处理处置业务，子公司绿威环保开展污泥处理处置业务。

图表 3：公司业务板块介绍

业务板块	具体业务	细分产品/服务	产品展示
高端装备板块	物料搬运装备	集装箱码头解决方案	
		散料系统解决方案	
		船厂/堆场/工厂解决方案	
		海洋工程解决方案	

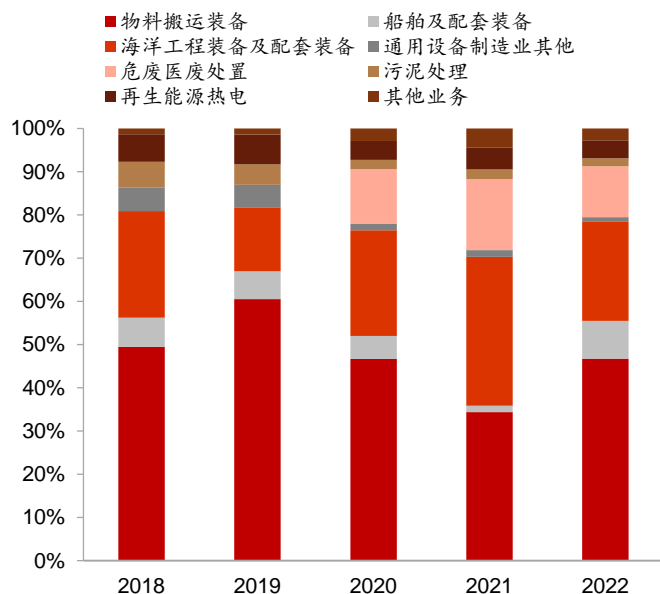
	海洋工程装备及 配套装备	海上风电基础桩/导管架	
		海上风电安装作业平台	
		海洋工程起重机	
	船舶配套装备	吊离式舱口盖	
		侧滑式舱口盖	
		折叠式舱口盖	
环保板块	危废及医废处理处置		
	污泥处理处置		

来源：公司公告、中泰证券研究所

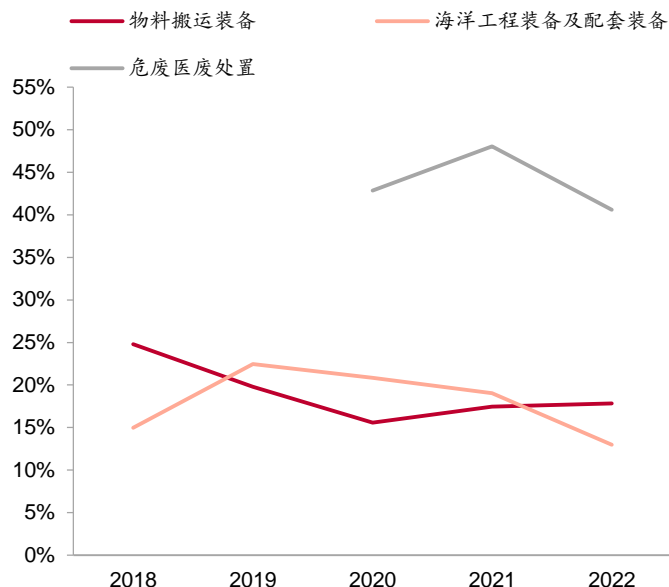
- 物料搬运装备业务贡献主要营收，海风业务贡献提升。**从营收结构看，物料搬运装备业务营收占比最高，在 35%-60% 左右区间，2022 年收入贡献占比为 47%。海风业务发展较快，占比提升明显，特别是到 2021 年收入占比提升至 34%，比肩物料搬运装备业务，但 2022 年受海风抢装潮退坡因素影响，海风装备业务占比回调至 23%。此外，环保板块，危废医废处置业务和污泥处理业务（含再生能源热电）2022 年收入占比分别为 12%/6%。
- 从毛利率角度看，危废医废处理处置业务毛利率水平相对较高，在 40%-50% 左右，但 2022 年受疫情、市场竞争等影响，出现较大下滑，为 40.6%。**2022 年，物料搬运装备毛利率 17.8%，相对稳定；海上风电装备毛利率 13.0%，YOY-6pct。

图表 4：公司分业务营收结构

图表 5：公司分业务毛利率



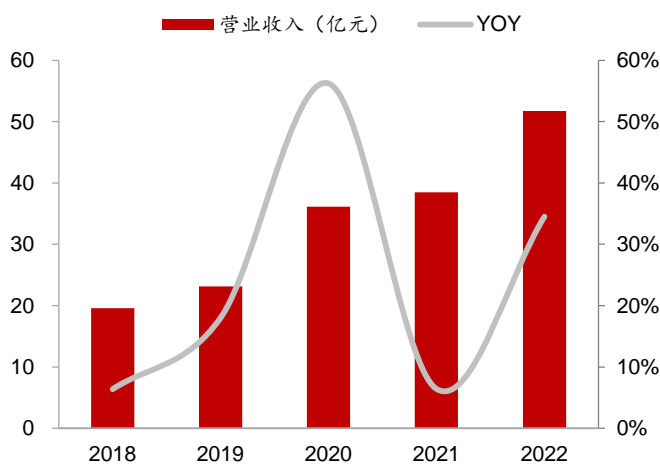
来源：公司公告、中泰证券研究所



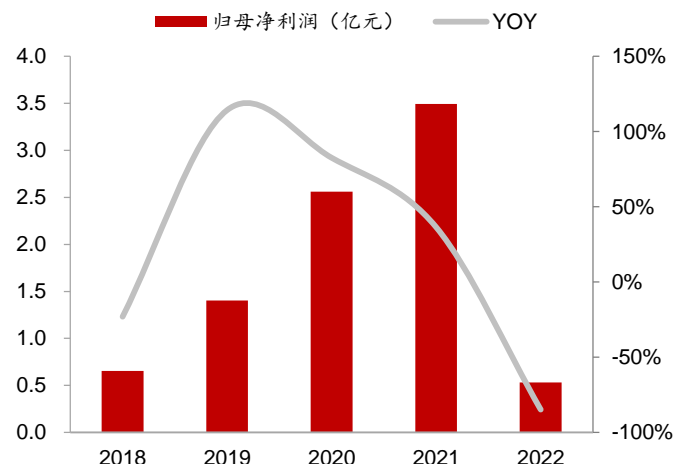
来源：公司公告、中泰证券研究所

业绩稳定增长，短期略有承压

- 营收稳定增长，业绩短期有所承压。**从营业收入看，2018-2022年5年间公司实现营收CAGR为38.2%，2022年实现营收51.7亿元，YOY+34.5%。从归母净利润看，受益于海风业务快速发展以及环保板块的并入，2018-2021年4年间实现归母净利润CAGR为74.8%，2022年实现归母净利润0.53亿元，YOY-84.8%，主要系1)经营端：海风、环保等业务回落使得产销规模下滑，以及产能利用率有所下降、市场竞争加大等使得毛利率下滑；2)非经营端：中油环保未达成业绩目标产生4.79亿元的商誉减值。

图表 6：公司营收及增速


来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 7：公司归母净利润及增速


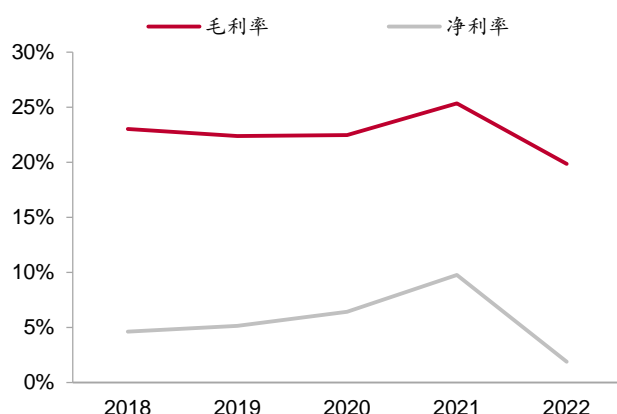
来源：公司公告、中泰证券研究所

- 毛利率前期相对稳定，后上升又回落，净利率趋势相对一致。**公司毛利

率在 2018-2020 年间相对稳定，在 22%-23% 左右，2021 年毛利率同比上升 3pct，主要系物料搬运装备业务以及危废医废处置业务毛利率分别提高了 1.9/5.2pct，2022 年实现毛利率 19.9%，YOY-5.5pct，主要系疫情持续等因素影响了高端装备（海洋板块）和环保业务的毛利率。净利率与毛利率趋势相对一致，但在 2018-2020 年增长趋势更明显，主要系期间费用率的下滑，以及 22 年下滑趋势也更明显，主要系非经常损益波动所致。

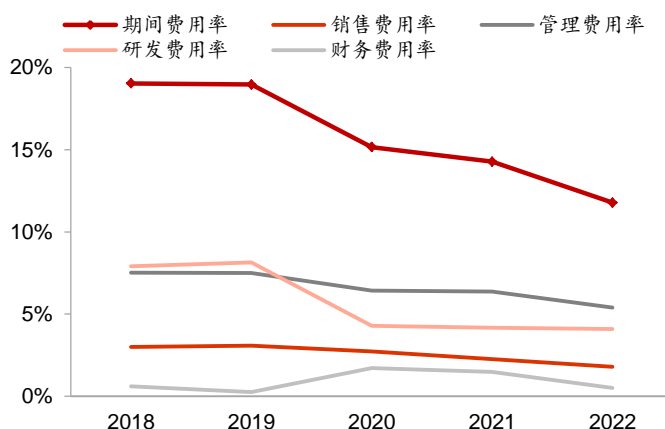
- **期间费用率不断下滑，费用把控能力提高。**由于会计准则变动（运费计入成本）以及收入规模快速提高，2020 年期间费用率同比下滑 4pct 为 15.2%。而后公司费用把控能力稳定，期间费用率下降至 22 年的 12%。

图表 8：公司毛利率/净利率



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 9：公司期间费用率



来源：公司公告、中泰证券研究所

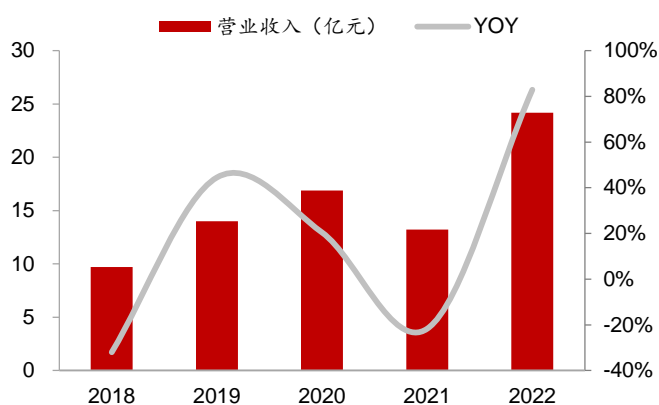
高端装备板块：物料搬运+船舶配套砥砺前行，海风业务蓄势待发

物料搬运装备业务：GENMA-KOCH 共携手，订单充沛促增长

- **多重品牌协同布局，全球化加速进行：**
 - **杰马/GENMA 品牌：**2008 年，公司推出物料搬运品牌“杰马/GENMA”，定位中高端物料搬运装备市场。GENMA 品牌涵盖五大产品线：船厂堆场\工厂解决方案、海洋工程起重解决方案、散料装卸及输送解决方案、废钢、木材、垃圾堆场及内河码头散料解决方案、集装箱装卸和搬运解决方案，主要产品为移动式港口起重机、移动式港口无尘料斗、气力式卸船机、埋刮板卸船等，满足了不同类型的港口、码头对物料搬运设备的需求，同时凸显了节能、环保、高效、操作简便等特点。
 - **柯赫/KOCH 品牌：**2019 年，润邦重机收购德国知名工业品牌“柯赫/KOCH”。KOCH 品牌侧重于为重质物料（煤/铁/铝土矿/铜矿等）提供搬运设备和一站式整体解决方案，主要应用于矿山、港口、堆场等领域，主要产品为堆料机、取料机、卸船机、输送机等。本次收购后，KOCH 与 GENMA 在物料装备领域充分发挥协同效应，一方面进一步拓展公司的散料搬运设备产品矩阵，另一方面 KOCH 与 GENMA 共享全球销售资源，协同作战，市场份额进一步提高。

- **收购卡尔玛/KALMAR 港机业务：**2022 年 7 月，润邦工业以 200 万欧元收购芬兰 CARGOTEC CORPORATION 旗下卡尔玛 (Kalmar) 港口集装箱起重机业务。KALMAR 立足港口集装箱起重机市场多年，尤其以其 RTG (即“轮胎式港口集装箱起重机”) 产品闻名于全球市场，收购完成将进一步提升公司在全球港口机械市场的核心竞争力，拓展全球港口集装箱起重机市场，提高公司的整体业务规模和盈利能力。
- **拟收购 FLSmidth 全球散料装卸搬运系统业务：**2023 年 3 月，公司控股子公司德国 Koch 与欧洲知名工业集团企业 FLSmidth 集团签署排他性《意向书》，拟收购 FLSmidth 集团全球散料装卸搬运系统业务及该业务的全球售后服务体系，持续扩大公司物料搬运装备版图。
- **订单规模庞大，逐步消化贡献稳定收入。**公司通过多年的国际市场开发，积累了丰富的国外客户资源，主要包括芬兰卡哥特科、丹麦艾法史密斯、法国法孚、美国国民油井、荷兰 GUSTOMSC、法国 Poma 等。订单频频推动公司物料装备业务产销规模不断扩大，2022 年公司实现物料搬运装备销售收入 24.2 亿元，YOY+82.9%。此外，德国 KOCH 公司积极跟进阿联酋项目，于 2021 年 7 月获得阿联酋气象局近 19 亿元的散料设备订单，并于 2022H1 再获阿联酋客户追加的近 66 亿元散料设备订单，截止 2022 年末物料装备业务在手订单超百亿。随着订单不断消化，将持续贡献稳定营收。

图表 10：物料搬运装备业务收入及增速



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 11：2022 年至今公司获得的部分物料搬运装备订单

订单项目	客户	时间
7套散料系统设备订单	阿联酋国家气象局	2022.1
1台海洋起重机	-	2022.1
6台自动化轮胎式集装箱起	宁波北仑第三集装箱码	2022.6
2台轮胎式集装箱起重机	东莞市虎门港驳船码头	2022.10
7台龙门吊自动化改造项目	宁波北仑涌和集装箱码头有限公司	2022.11
1台GENMA四连杆门座机	国内某钢管制造行业客	2022.11
2台GENMA装船机	海外老客户	2022.12
集装箱智能仓储项目	国内某仓储物流公司	2023.1
多台GENMA散料装备成套订单		2023.1
1台堆料机	奥地利钢铁冶炼企业	2023.3

来源：公司微信公众号、中泰证券研究所

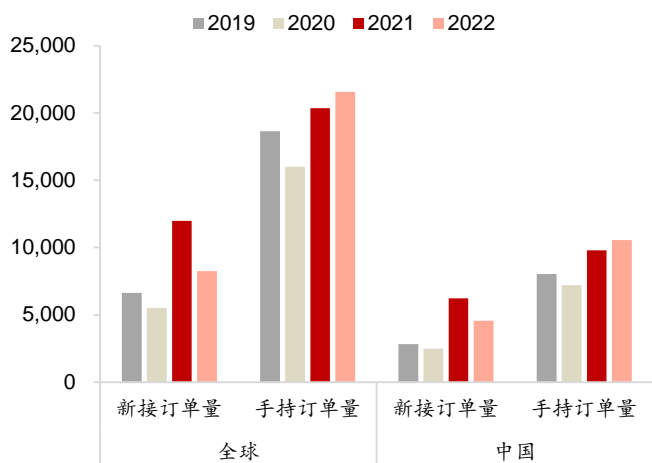
注：为不完全统计

船舶及配套装备业务：行业上行周期显现，收入实现高弹性

- **新船订单量大幅增长，船舶工业开启新周期。**随着疫情后海运贸易景气度上升，叠加老旧船型以及环保新规加速船舶更新需求，2021 年新接船舶订单大幅提升。据克拉克松研究，2021 年全球造船新接订单量 11985 万载重吨，YOY+117%，中国造船新接订单量达 6231 万载重吨（占比全球 52%），YOY+151%。船舶订单高增带动上游产业链需求释放。
- **船舶行业上游传导存在时滞，公司船舶及配套装备业务收入开始兑现。**

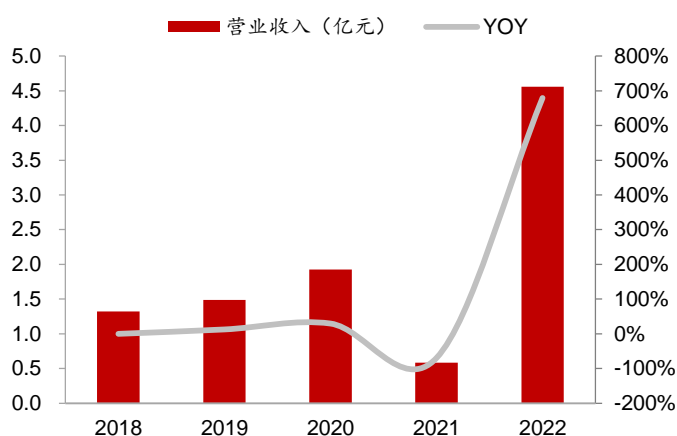
船舶建造时间较长，订单传导至上游船舶配套业务存在一定周期，2022年开始公司该板块业务实现业绩兑现，22年实现船舶及配套装备收入4.56亿元，YOY+679%。预计在船舶订单高增背景下，公司船舶及配套装备业务有望实现快速增长，提高公司盈利水平。

图表 12: 2021 年中国船舶新接订单量 YOY+151% (单位: 万载重吨)



来源: 中国船舶工业协会、英国克拉克松研究、中泰证券研究所

图表 13: 公司船舶及配套装备业务收入及增速



来源: 公司公告、中泰证券研究所

海风装备业务: 产能+码头双加持, 海风放量迎机遇

- “十四五”期间海上风电基地建设有序推进。**《“十四五”可再生能源发展规划》提出，积极推动近海海上风电规模化发展，开展深远海海上风电平价示范。加快推动海上风电集群化发展，重点建设山东半岛、长三角、闽南、粤东和北部湾五大海上风电基地，在广东、广西、福建、山东、江苏、浙江、上海等地推动一批百万千瓦级深远海上风电示范工程开工建设。此外，据我们统计，全国各省已发布的“十四五”海上风电规划总装机量近 60GW。
- 短期看，今年海风装机有望高增，带动上游产业链需求释放。**2022 年受疫情、军事、台风以及抢装潮回落等影响，海风建设有一定程度放缓，据 CWEA，2022 年海风新增装机为 5.2GW（吊装口径）。预计随着上述影响逐步缓解，叠加 22 年海风招标市场高景气（估计 22 年海风风机招标 11.7GW，不含框架招标），2023 年海风装机有望实现高增长，带动上游零部件厂家出货加速，桩基环节企业有望充分受益。
- 长期看，大型化+深远海化推动风电基础环节“抗通缩”属性明显。**未来随着风机大型化以及深远海化的不断发展，海上风电基础结构更加多元化，采用了塔筒、单桩、导管架、吸力筒等多种形式，在风电降本的大趋势下海上风电基础单位用量保持稳定甚至能有所提升，“抗通缩”属性加持推动桩基厂家受益明显。
- 产能布局加快，顺应海风放量。**截止 22 年底公司具备 30 万吨海上风电基础桩和导管架的产能规模。2023 年 2 月，润邦重工与江苏通州湾管委会签署《战略合作框架协议》，拟投资建设“通州湾装备制造基地项目”，本次合作有望进一步扩展公司产能布局，叠加广州工控入主预计也将协

助公司规划并建设南方高端装备基地，扩张市场辐射范围，进一步打开两广、海南、东南亚等地市场空间。

- **码头资源稀缺，“得码头者得天下”。**风机大型化+风场离岸化推动桩基更高更重，如果采用陆上运输势必造成成本抬升，且陆上有时甚至无法运输，因此选择海上运输是最佳选择。而码头资源本身具有稀缺性，那么拥有码头的企业将在市场销售中更具竞争力。此外，在重点地区获得码头资源并且积极落地产能，能够使得公司更具属地优势。目前，公司拥有两个自有码头：

(1) 江苏太仓润禾码头：公共型件杂货码头，拥有 1 个 5 万吨级泊位，长度 361 米，码头前水深 14.3 米，对外承接各种设备、钢结构、风塔等各类杂货件货物的装卸及仓储服务。

(2) 启东润邦海洋码头：开放式重载码头，拥有 2 万吨级出运泊位（可整机出运大型设备）、5 万吨级海工船舶舾装泊位和 3600 吨级材料泊位。

- **公司交付多项海上风电项目，海风业务进入快速发展道。**随着海风建设快速发展，公司凭借多年的技术积淀、客户资源以及产能码头优势等，陆续获取海上风电项目订单，恪守完美履约理念，及时交付海风项目。此外，公司于 2022 年 9 月首次中标国外海上风电项目订单并于 2023 年 3 月交付，为公司海风出海提前试水，打开全球市场突破口。2021 年公司实现海洋工程装备及配套收入 13.2 亿元，YOY+50.0%，2022 年实现收入 11.9 亿元，YOY-10.2%，主要系疫情以及 21 年同期抢装潮影响。预计随着 23 年海风装机需求回暖，公司业绩有望攀升。

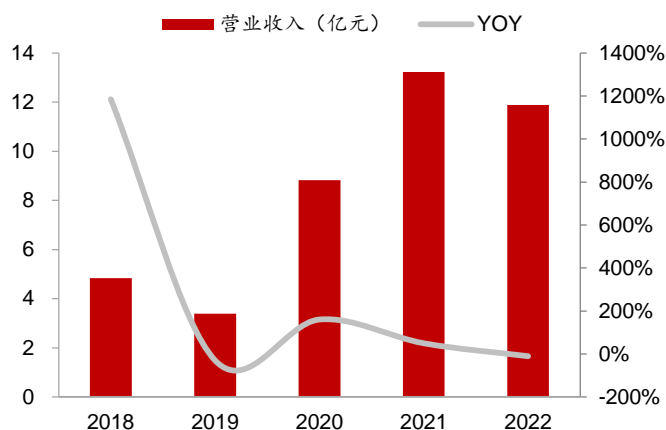
图表 14：公司海上风电项目交付业绩

交付项目	时间
日本客户首批海上风电单桩	2023Q1
天津港航1#、2#海上风电基础桩	2023Q1
广东青州海上风电项目2套沉桩导向架	2022H1
国电投揭阳神泉2号350MW海上风电项目首批基础桩	2022H1
华润苍南1号海上风电项目基础桩	2022H1
华能山东半岛南4号海风项目8套管桩	2021H2
华能苍南4号海风项目6根基础桩	2021H1
华能山东半岛南4号海风项目9套管桩	2021H1
华能启东H1-3海风项目13套管桩	2021H1
国能大丰H5#海风项目9套基础桩	2021H1

来源：公司公告、公司微信公众号、中泰证券研究所

注：不完全统计

图表 15：海洋工程装备及配套装备收入及增速



来源：公司公告、中泰证券研究所

环保板块：商誉减值落地，轻装上阵行稳致远

- 为促进公司发展多元化，公司涉足环保板块，目前主要形成危废医废处理、污泥处理等业务线：

- **中油环保：**

(1) 历程：中油环保主要从事危废及医废处理处置业务，专注工业危险废弃物及医疗废弃物减量化、无害化处置，为客户提供环保领域的一站式综合服务。2017 年、2018 年，公司控制的润浦环保分两次收购了中

油环保合计 26.64% 股权。2020 年公司完成发行股份购买中油环保 73.36% 股权事项，实现对中油环保的全资控股。

(2) 业务产能：截止 2022 年底，具备危废及医废处置能力超 33 万吨/年，其中危废焚烧 18.0485 万吨/年、综合处置 10.75 万吨/年、医废处置 4.3375 万吨/年)，产能规模居业内前列。

(3) 业绩表现：2018-2021 年中油环保分别实现扣除非经常损益后归属于母公司净利润 0.58/1.35/0.53/1.55 亿元。同时，根据 2022 年年报，危废处置行业受疫情影响产废量不足，且市场竞争不断加剧使得价格明显消化，导致中油环保整体经营业绩下滑明显，仅为 0.15 亿元，**计提相关商誉减值准备 4.79 亿元**，同时业绩承诺方王春山将以持有的上市公司股份及现金方式向公司补偿，补偿股份数量为 5582 万股，补偿现金 0.23 亿元，同时退回持股期间分红款 932.6 万元。随着商誉减值计提，公司轻装上阵，增强安全边际，在环保板块充分利用好现有产能，提高产能利用率。

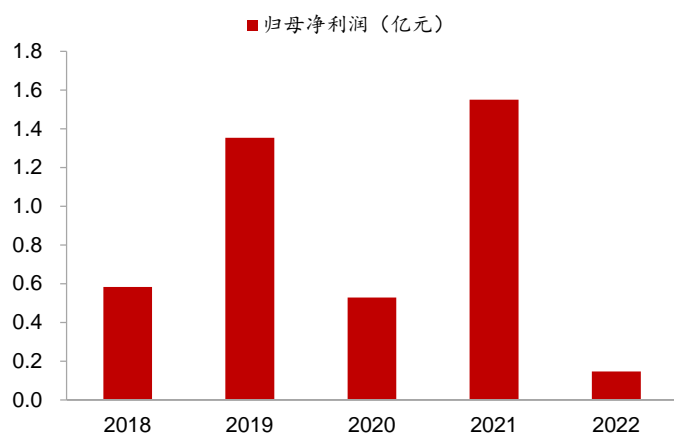
■ 绿威环保：

(1) 历程：绿威环保主要从事污泥处理处置业务，为市政污泥、一般工业污泥处理处置及资源化利用全产业链服务（包括污泥脱水、干化、焚烧及热电联产等），主要是以 BOO、BOT、特许经营、EPC+O 等模式开展业务，具备环保工程专业承包叁级资质。2016 年，公司持有绿威环保 55% 股权，2020 年初增持绿威环保至持股 70%。

(2) 业务产能：截止 2022 年底，污泥处置运营产能规模合计约为 120 万吨/年，污泥掺烧供蒸汽产能规模约为 140 万吨/年。

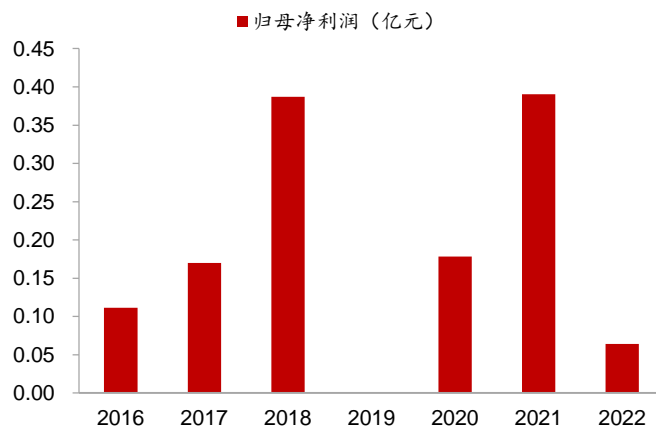
(3) 业绩表现：2022 年绿威实现营业收入 3.27 亿元，净利润 642.64 万元。

图表 16：中油环保业绩实现情况



来源：公司公告、公司微信公众号、中泰证券研究所

图表 17：绿威环保业绩实现情况



来源：公司公告、中泰证券研究所

盈利预测与估值

关键假设

- **物料搬运装备业务：**公司持续进行海外市场拓展，在手订单充沛（特别是大客户订单加持），随着订单不断消化，预计持续贡献营收。对此，我们假设 2023-2025 年该板块业务增速均为 25%，对应收入 30/38/47 亿元。
- **船舶配套装备业务：**2021 年中国船舶行业订单大幅增长，订单传导上游配套业务存在时滞，2022 年开始公司该板块业务营收增长开始显现，2022 年该板块业务收入同比增长 679%，后续预期进入平滑增长期。对此，我们假设 2023-2025 年该板块业务增速均为 25%，对应收入为 5.7/7.1/8.9 亿元。
- **海洋工程及配套装备业务：**受海上风电抢装潮回落、疫情、军事等因素影响，2022 年海风装机不及预期，进而影响上游零部件环节出货。2023 年及以后随着上述不利因素缓解，海风装机需求有望快速上升，带动公司海风装备产品出货。对此，我们假设 2023-2025 年此块业务收入为 15/22/26 亿元，对应增速为+29%/+40%/+20%。
- **危废医废处理业务：**2022 年该板块受疫情持续、市场竞争影响，产销规模有所下滑，同时产能利用率下降、价格下滑等拉低板块单位盈利。2023 年随着疫情影响缓解，释放更多产废量，板块业绩有所回暖。我们预计 2023-2025 年该板块业务增速均为 8%，对应收入为 6.6/7.1/7.7 亿元。
- **污泥处理+再生能源热电业务：**我们预计污泥处理+再生能源热电业务将保持稳定增长，2023-2025 年板块业务增速均为 8%。对应收入为 3.4/3.6/3.9 亿元。

图表 18：润邦股份业务拆分（单位：亿元）

		2022	2023E	2043E	2025E
物料搬运装备	收入	24.17	30.21	37.77	47.21
	YoY	82.9%	25.0%	25.0%	25.0%
	成本	19.86	24.77	30.97	38.71
	毛利率	17.8%	18.0%	18.0%	18.0%
海洋工程装备 与配套装备	收入	11.89	15.39	21.60	25.84
	YoY	-10.2%	29.5%	40.4%	19.6%
	成本	10.34	12.77	17.93	21.70
	毛利率	13.0%	17.0%	17.0%	16.0%
船舶配套装备	收入	4.56	5.70	7.12	8.90
	YoY	679.3%	25.0%	25.0%	25.0%
	成本	-	4.56	5.70	7.12
	毛利率	-	20.0%	20.0%	20.0%
通用设备制造业 其他	收入	0.53	0.59	0.65	0.71
	YoY	-11.8%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	-	0.47	0.52	0.57
	毛利率	-	20.0%	20.0%	20.0%

危废医废处置	收入	6.07	6.56	7.08	7.65
	YoY	-4.0%	8.0%	8.0%	8.0%
	成本	3.61	3.93	4.25	4.59
	毛利率	40.6%	40.0%	40.0%	40.0%
污泥处理	收入	0.97	1.05	1.13	1.22
	YoY	10.8%	8.0%	8.0%	8.0%
	成本	-	0.68	0.73	0.79
	毛利率	-	35.0%	35.0%	35.0%
可再生能源热电	收入	2.13	2.30	2.49	2.69
	YoY	9.7%	8.0%	8.0%	8.0%
	成本	-	1.38	1.49	1.61
	毛利率	-	40.0%	40.0%	40.0%
其他业务	收入	1.42	1.49	1.57	1.65
	YoY	-15.8%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	-	1.19	1.25	1.32
	毛利率	-	20.0%	20.0%	20.0%
合计	收入	51.74	63.28	79.40	95.86
	YoY	34.5%	22.3%	25.5%	20.7%
	成本	41.47	49.76	62.84	76.41
	毛利率	19.9%	21.4%	20.9%	20.3%

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 根据业务拆分及盈利预测模型，我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 63.3/79.4/95.9 亿元，同比增长 22%/26%/21%；2023-2025 年实现归母净利润 3.5/4.4/5.2 亿元，同比增长 565%/24%/18%，对应 PE 为 14/11/10 倍。考虑海风放量在即推动公司海上风电产品订单及出货高增，物料搬运装备业务持续赋能，叠加船舶配套装备业务处于上升期，公司业绩有望回升，维持“买入”评级。

图表 19：可比公司 2021-2024 盈利及估值对比（单位：亿元）

公司名称	归母净利润				归母净利润 yoy			2022-2024	预期 PE		
	2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	净利润 CAGR	2022E	2023E	2024E
海力风电	11.13	2.95	8.47	13.64	-73%	187%	61%	115%	53.69	18.73	11.63
恒润股份	4.42	0.95	4.06	6.80	-79%	329%	67%	168%	114.87	22.47	13.42
诺力股份	3.00	4.02	4.96	6.73	34%	23%	36%	29%	10.76	12.58	9.27
高能环境	7.26	8.37	11.33	14.44	15%	35%	27%	31%	17.57	12.97	10.18
平均值	6.45	4.07	7.21	10.40	-37%	77%	44%	60%	49.22	16.69	11.13
润邦股份	3.49	0.53	3.53	4.37	-85%	565%	24%	187%	93.60	14.08	11.38

来源：WIND、中泰证券研究所；同类公司盈利预测取自 WIND 一致预期；对应股价选取 2023 年 4 月 20 日收盘价；

注：除润邦、恒润、诺力以外其他公司 22 年报还未披露，因此仍选取 21-24 年作对比，润邦、恒润、诺力 22 年数据为公告披露

风险提示

- **海上风电发展不及预期。**海上风电平价时代到来，海上风电装机成本下降速度不及预期，叠加海上风电建安费降幅不大，使得海上风电装机规模不及预期，使得上游环节出货不及预期，各设备环节利润面临挤压。
- **市场竞争风险。**随着新技术、新产品的不断开发和运用，如果公司不能有效地强化产品研发和技术升级、提升自身的市场竞争优势，导致公司产品或服务不能很好地满足用户需求、市场竞争力薄弱，则有可能使得公司在日趋激烈的市场竞争环境中处于不利的地位，面临市场竞争风险。
- **商誉减值风险。**公司已根据相关规定对商誉进行了减值测试并计提了相关商誉减值，商誉减值风险得到了一定的释放。但鉴于中油环保 2022 年度经营业绩情况不佳，未完成业绩承诺，同时中油环保所处行业产能有所增加，市场竞争加剧，危废处置价格出现了较大幅度的下跌，使得中油环保的盈利能力受到不利影响，后续仍存在商誉减值的风险。
- **危险废物经营许可证到期后不能续期的风险。**对于即将到期的资质，中油环保将根据相关规定及时申请续期。但是仍存在相关资质到期后未能及时续期或者申请续期未获得通过的风险，这将会对中油环保生产经营造成不利影响。
- **研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后风险。**

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。