

投资评级 优于大市 维持

## 国资入主新气象，多点开花高增长

### 股票数据

06月04日收盘价(元)	6.15
52周股价波动(元)	4.54-7.44
总股本/流通A股(百万股)	865/857
总市值/流通市值(百万元)	5320/5272

### 相关研究

《国资入主新起点，异地扩张高增长》  
2021.03.30

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.8	-2.5	14.0
相对涨幅(%)	-1.3	-4.8	14.0

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 吴杰

Tel: (021) 23154113

Email: wj10521@htsec.com

证书: S0850515120001

分析师: 戴元灿

Tel: (021) 23154146

Email: dyc10422@htsec.com

证书: S0850517070007

分析师: 傅逸帆

Tel: (021) 23154398

Email: fyf11758@htsec.com

证书: S0850519100001

分析师: 于鸿光

Tel: (021) 23219646

Email: yhg13617@htsec.com

证书: S0850521020001

### 投资要点:

- 主业工业园供热一体化服务，新迎江西国资入主。**
  - 1、主营业务:** 公司主营工业园区热电联产及固废(污泥、垃圾)处置，在浙江、江苏、江西和山东均有布局，2020年收购切入危废综合利用领域，2020营收同比+13%至47亿元，归母净利润同比-0.7%至3.0亿元，21Q1营收同比+12%至8.5亿元，归母净利润同比+391%至1.2亿元。
  - 2、国资入主:** 2020年11月原控股股东向水天集团转让19.94%股权，价格8.8元/股，总价15.6亿元，实控人变更为江西省南昌市国资委。2020年12月董事会全面年轻化，管理层7名非独立董事中，70后3名而85后有4名，新任董事长万娇现年仅32岁，新管理层年轻有朝气，总经理是原公司董事长，深耕园区热电联产多年，经验丰富。公司有望借助国资的资源和优势，促进江西区域业务发展。
- 2020布局的变化: 腾笼换鸟，多元布局。**
  - 1) 拆迁腾退，热电产能下降。** 为推进富阳高质量发展，2019-2020政府陆续对公司富阳基地进行拆迁腾退，根据公司债券评级报告，装机合计减少17.25万千瓦，供热能力减少1250吨/小时，减少盈利约1.3亿元，对应补偿款22.16亿元；
  - 2) 投资收益贡献。** 2020投资收益1.4亿元，联营企业三星热电贡献1.3亿元，而其已于2019年腾退，我们预计收益或来源于拆迁补偿；
  - 3) 原有基地持续增长。** 除富阳基地外，公司仍剩余多个热电联产基地，装机14万千瓦，供热能力1395吨/小时，2020随着管网改造及用户拓展，贡献利润增量约0.1亿元；
  - 4) 收购拓展多元布局。** 近年公司陆续收购中茂圣源(热电)、铂瑞能源(热电)、遂昌汇金(危废处置)，我们认为这些项目或陆续在21-23年贡献利润增量。
- 2021: 产能投产，多点开花。**
  - 1) 原有热电基地将迎产能利用率爬坡和新增产能双重红利，**我们预计21年供热产能增长360吨/小时，有望贡献利润增量0.8-0.9亿元；
  - 2) 日处理1500吨的垃圾焚烧厂有望2021年投产，**我们预计21-22年利润增量0.1亿元；
  - 3) 危废2020年底新增处理产能5万吨/年至6.7万吨/年，**考虑产能爬坡，我们预计有望贡献利润增量0.5亿元；
  - 4) 中茂圣源有望扭亏:** 所在园区主要承接和转移雄安新区优势企业，随着项目投产，产能利用率有望逐步提高，我们预计21年有望扭亏，相当于减亏0.6亿元；
  - 5) 铂瑞能源旗下多个热电联产项目有望在21-22年投产，**逐步贡献利润增量，我们预计21年整体盈亏平衡，22年贡献利润增量0.5-0.8亿元。
- 投资建议。** 我们预计21-23公司EPS分为0.52/0.70/0.90元。可比公司2021PE16倍，PB2.6倍。我们认为，21-22公司在建产能将迎投产潮，同时国资已入主，有更多优势拓展节能环保行业，因此给予公司21年16-20倍PE，合理价值区间8.32-10.40元，2021BPS5.28元，给予公司1.8-2.0倍PB，合理价值区间9.50-10.56元。综合考虑，合理价值区间为9.50-10.40元，维持“优于大市”评级。
- 风险提示: 热需求下降，业绩拓展不达预期，管理层激励45%存在不确定性。**

### 主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4116	4656	3896	4559	5199
(+/-)YoY(%)	36.4%	13.1%	-16.3%	17.0%	14.0%
净利润(百万元)	300	298	453	608	780
(+/-)YoY(%)	216.9%	-0.7%	51.9%	34.2%	28.3%
全面摊薄EPS(元)	0.35	0.34	0.52	0.70	0.90
毛利率(%)	17.8%	16.4%	26.7%	28.0%	28.7%
净资产收益率(%)	7.9%	7.8%	9.9%	11.1%	12.0%

资料来源: 公司年报(2019-2020), 海通证券研究所  
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 目 录

1. 迎江西国资入主，探索环保多元化.....	5
2. 现有业务构成 .....	6
2.1 热电联产的关停和新增.....	6
2.2 拆迁腾退，热电联产产能影响较大，但盈利影响不大.....	7
2.3 2020 收购业务的增长也将持续改善.....	10
3. 二噁英检测值得期待 .....	13
4. 额外收入测算 .....	14
5. 业务分拆与预测.....	14
6. 投资建议与估值.....	15
7. 风险提示 .....	16
财务报表分析和预测 .....	17

## 图目录

图 1	公司收入及同比增速.....	5
图 2	归母净利润及同比增速.....	5
图 3	公司毛利率与 ROE.....	6
图 4	公司控制权变更.....	6
图 5	2018-2020 公司供汽收入.....	7
图 6	2018-2020 公司供电收入.....	7
图 7	2018-2020 单位供热收入逐步上升.....	7
图 8	2018-2020 单位供电收入变化.....	7
图 9	固废及热电联产成本结构.....	9
图 10	热&电的毛利率与煤价反向变动.....	9
图 11	吨煤利润高位，存在扩张冲动.....	9
图 12	短期受制环保安监，煤炭产量增速下降.....	9
图 13	煤炭下游需求构成（2019 年）.....	10
图 14	新能源占比提升，替代火电.....	10

## 表目录

---

表 1	传统业务扩张.....	6
表 2	拆迁腾退资产.....	8
表 3	在建工程表.....	8
表 4	收购业务逐步投产.....	12
表 5	收购项目-在建工程表.....	13
表 6	盈利预测业务分拆.....	15
表 7	可比公司估值表.....	16

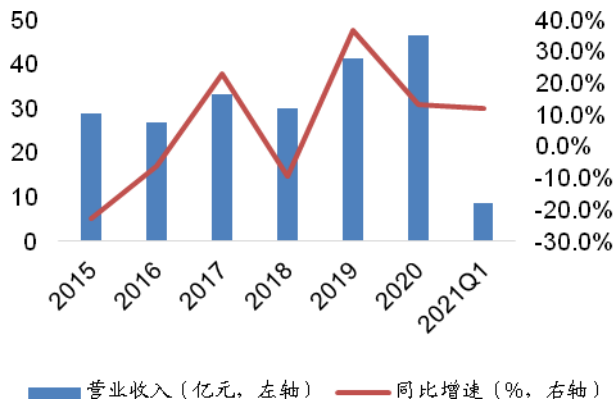
## 1. 迎江西国资入主，探索环保多元化

公司主营固废（污泥、垃圾）协同处置及工业园区热电联产，在浙江、江苏、江西和山东均有布局，2020年收购切入危废综合利用领域。

2020年7月，公司原控股股东浙江富春江通信集团有限公司（简称“通信集团”）与江西南昌水天投资集团有限公司（简称“水天集团”）签署股份转让协议，拟向水电集团转让1.77亿股，占公司总股本19.94%，2020年11月5日完成过户，转让价格8.8元/股，总价合计15.6亿元。此次交易后，通信集团持股从34.05%降至14.11%，水天集团持股升至19.94%，控股股东变更为水天集团，实际控制人变更为南昌市国资委。

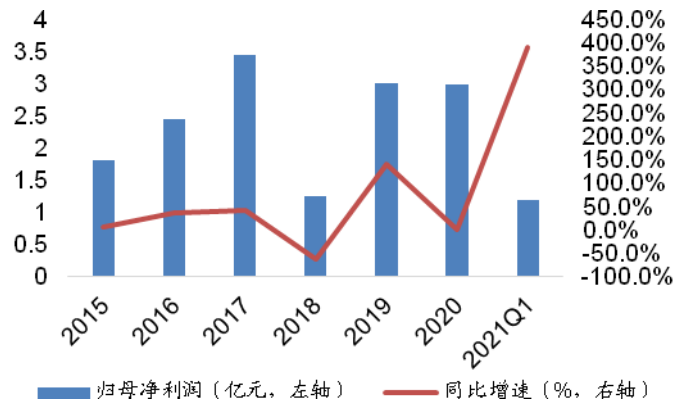
2020年，为推进富阳全面融入杭州，践行拥江发展战略，富阳区拟对公司厂区进行拆迁腾退，公司受影响的主要包括母公司厂区（含新材料公司）、清园热电。受拆迁影响，我们测算，公司2020年供热及固废处置的盈利较2019年有所下滑，但考虑有新业务拓展，最终公司2020年归母净利润达2.98亿元，与2019年基本持平。

图1 公司收入及同比增速



资料来源：wind，海通证券研究所

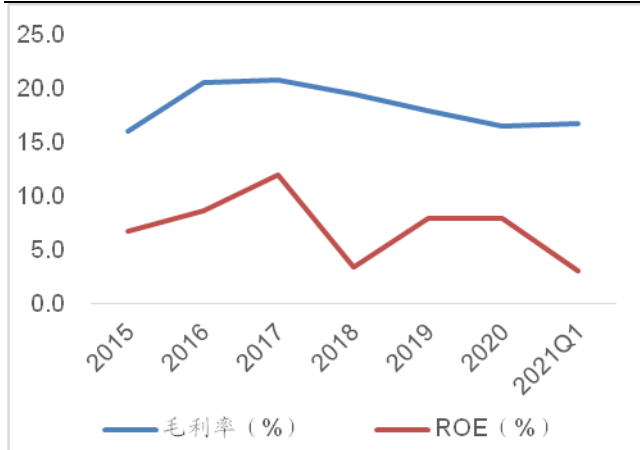
图2 归母净利润及同比增速



资料来源：wind，海通证券研究所

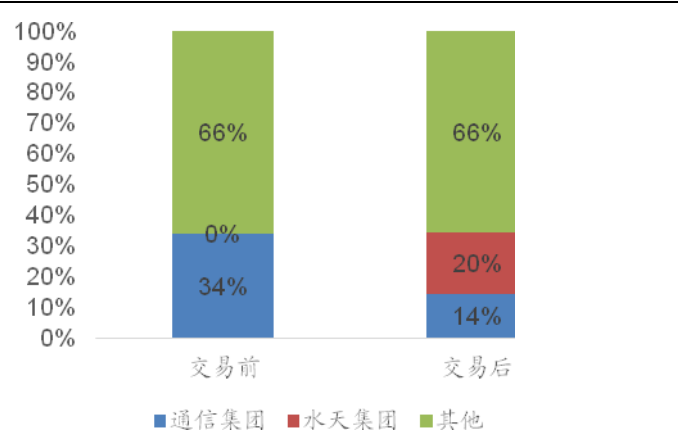
2020年12月，公司重组董事会，全面推进年轻化，管理层7名非独立董事中，70后3名，而85后共有4名，新任董事长万娇（1988年），新管理层年轻有朝气，冲劲足，总经理深耕园区热电联产多年，经验丰富。2020年引入江西国资，公司有望借助国有资本的资源优势和产业优势，抓住江西省产业升级和产业承接的契机，促进江西区域的业务发展，进一步扩大节能环保主营业务并继续进军危废领域。

图3 公司毛利率与 ROE



资料来源: wind, 海通证券研究所

图4 公司控制权变更 (2020 年 11 月)



资料来源: wind, 海通证券研究所

控股股东水天集团旗下拥有共青城中集水投环保产业投资合伙企业 36.17% 股权, 专注环保产业投资。

## 2. 现有业务构成

### 2.1 热电联产的关停和新增

公司拥有多个热电联产基地及固废处置项目。原本拥有装机容量 31.25 万千瓦, 供热 2645 吨/小时, 但随着 2019-2020 年富阳基地的母公司厂区及清园热电拆迁腾退后, 原有装机容量下降 17.25 万千瓦至 14 万千瓦, 供热能力下降 1250 吨/小时至 1395 吨/小时, 降幅较大, 但老机组本身盈利较低 (2020 年), 对未来业绩影响有限 (参见 2.2)。

我们按公司披露在建工程 (2020) 进度测算, 东港热电三期、常安能源二期及绿渚环境能源投产后可新增装机 13 万千瓦、供热能力 720 吨/小时, 垃圾处理 1500 吨/日, 届时公司有望达到 27 万千瓦 (权益 19.55 万千瓦) 和 2115 吨/小时 (权益 1718 吨/小时) 的供热能力。

表 1 传统业务扩张

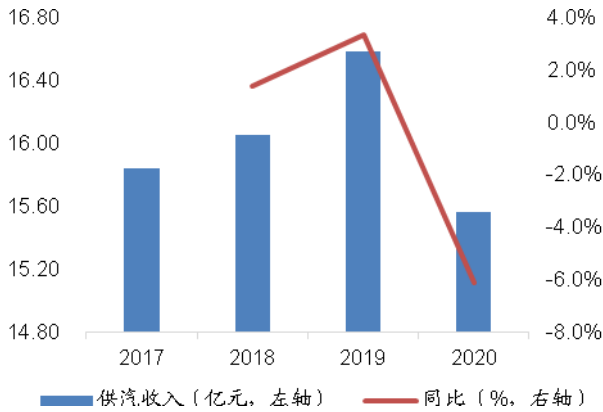
名称	地区	装机容量 万千瓦	权益比 例	供热能 力 吨/小时	2019 净利润 亿元	2020 净利润 亿元	2021E 净利润 亿元	2022E 净利润 亿元	2023E 净利润 亿元	2024E 净利润 亿元	2025E 净利润 亿元
东港热电	衢州经济技术 开发区	7.2	51%	450	0.98	1.03	1.03	1.03	1.03	1.03	1.03
新港热电	江苏常州新 北工业区化 工区	3.3	100%	520	0.45	0.41	0.83	0.91	0.91	0.91	0.91
江苏富春 江环保热 电	江苏溧阳中 关村科技产 业园	1.5	100%	200	0.34	0.40	0.47	0.47	0.47	0.47	0.47
常安能源	江苏南通海 安市常安纺 织科技园	2	100%	225	0.49	0.53	0.58	0.64	0.64	0.64	0.64
清园热电 母公司	杭州富阳 杭州富阳	6.4 10.85	60% 100%	400 850	0.11 1.14	-0.24 -0.1					
<b>在运小计</b>		<b>31.25</b>		<b>2645</b>	<b>3.51</b>	<b>2.02</b>	<b>2.91</b>	<b>3.05</b>	<b>3.05</b>	<b>3.05</b>	<b>3.05</b>
东港热电 三期	衢州经济技术 开发区	4	51%	360			0.5	0.63	0.78	0.98	0.98
常安能源 二期	江苏南通海 安市常安纺 织科技园	5	100%	360				0.2	0.51	0.81	1.02
绿渚环境 能源	杭州富阳	4	51%				0.11	0.30	0.38	0.38	0.38
<b>在建小计</b>		<b>13</b>		<b>720</b>			<b>0.61</b>	<b>1.13</b>	<b>1.67</b>	<b>2.17</b>	<b>2.37</b>

资料来源: wind, 富春环保各子公司官网, 债券评级报告, 2020 年报, 北极星环保网, 2019.9.5 与 2020.8.5 公司公告, 海通证券研究所

## 2.2 拆迁腾退, 热电联产产能影响较大, 但盈利影响不大

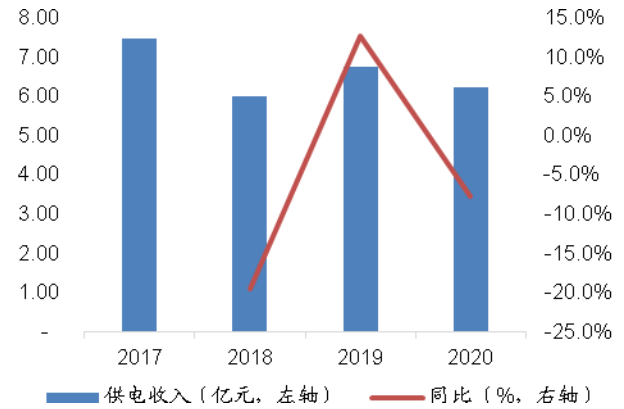
富阳是造纸之乡, 2017 年以来, 富阳以“两山理念”为主导, 推进地方高质量发展。三年多来, 富阳造纸产业从“去产能”到“去产业”, 新城累计关停造纸及关联企业等工业企业 1000 家, 其中造纸企业 111 家, 削减落后产能 805 万吨 (杭州政府网)。随着造纸产能缩减, 与之配套的热电厂出现产能过剩, 公司富阳基地热电厂的收入和利润逐年下滑, 清园热电营收从 2017 年的 4.6 亿元下滑至 2019 年的 2.8 亿元, 净利润则由 2017 年的 0.59 亿元下滑至 2019 年的 0.11 亿元。

图5 2017-2020 公司供汽收入



资料来源: wind, 海通证券研究所

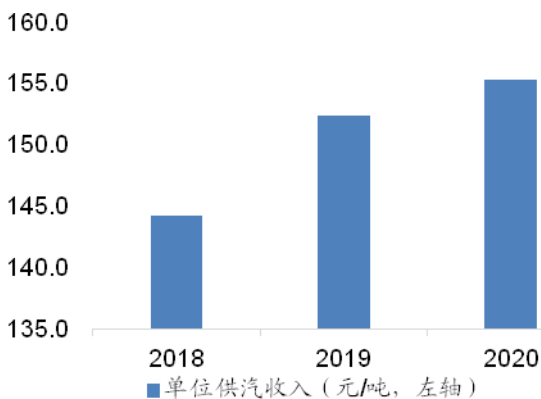
图6 2017-2020 公司供电收入



资料来源: wind, 海通证券研究所

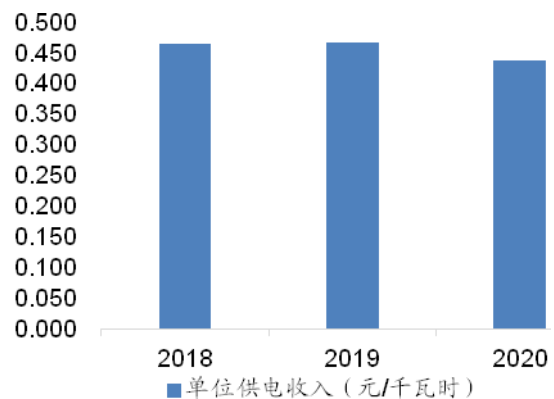
公司 2020 年供汽量同比下降 8%至 1002.2 万吨, 导致供汽收入同比-6.2%至 15.56 亿元, 全年供电量同比-1.8%至 14.1 亿千瓦时, 单位供电收入从 0.467 元/千瓦时降至 0.438 元/千瓦时, 导致供电收入同比-7.9%至 6.19 亿元。

图7 2018-2020 单位供汽收入逐步上升



资料来源: wind, 公司 2020 年报, 海通证券研究所

图8 2018-2020 单位供电收入变化



资料来源: wind, 公司 2020 年报, 海通证券研究所

2019 年-2021 年公司富阳基地一直有供热机组被关停 (杭州市富阳区江南造纸园区),

1) 清园热电 (6.4 万千瓦, 供热能力 400 吨/小时) 已于 2020 年 1 月停产, 2021 年 1 月 29 日签署《工业企业拆除补偿协议》, 补偿 6.01 亿元, 根据公司 2021 年 5 月 10 日公告, 截止 5 月 10 日, 累计已收到补偿款 5.41 亿元, 尚余 0.6 亿元未收到;



2) 母公司厂区 (10.85 万千瓦, 供热能力 850 吨/小时, 垃圾处理 800 吨/日) 已于 2021 年 1 月 30 日关停, 2021 年 3 月 22 日签署补偿协议, 合计补偿金额 16.15 亿元, 根据公司 2021 年 4 月 1 日公告, 截止 4 月 1 日, 公司已收到首笔拆迁款 4.83 亿元, 尚余 11.32 亿元未收到。

其中对 2020 和 2021 年盈利有影响的事件如下: 清园热电和母公司的搬迁导致公司 2021 年装机容量减少 17.25 万千瓦, 供热能力减少 1200 吨/小时, 另外新材料子公司也被要求搬迁, 合计减少盈利约 1.3 亿元, 对应补偿款 22.16 亿元。

表 2 拆迁腾退资产 (2019 年数据)

名称	持股比例	2019 年净利润 万元	净资产 万元	总资产 万元	补偿款 万元
清园热电	60%	1084	29289	71942	60133
新材料公司	100%	1030	8540	12979	10760
母公司	100%	10305	348491	550385	150728

资料来源: wind, 公司 2020 年报, 公司公告 2020.8.7 & 2020.12.29 & 2021.3.23 & 2021.5.1, 海通证券研究所  
备注: 母公司的净利润数据系根据公司年报中披露的母公司净利润扣除当期投资收益后的金额

业绩预测假设:

1) 在运项目, 不考虑煤价、气价的变化, 若有新增二期或三期投产, 则说明目前供热需求好, 假设现有产能利用率继续提升。

2) 在建项目, 根据 2020 年报在建进度及公司公告, 预计在 2021-2022 年陆续投产, 按照一定的比例假设产能利用率爬坡。

表 3 传统业务在建工程表

	总投资 万元	2020 年期初 万元	2020 年期末 万元	累计投入占预算比 例	工程进度	预计投产时间
东港热电三期扩建	24326	8112	5147	93%	80%	2021
绿诺能源公司富阳区循环经济产业园生活垃圾焚烧处置 PPP 项目	138724	46478	114914	83%	85%	2021
常安能源公司二期热电联产	50900	0	2485	9%	5%	2022

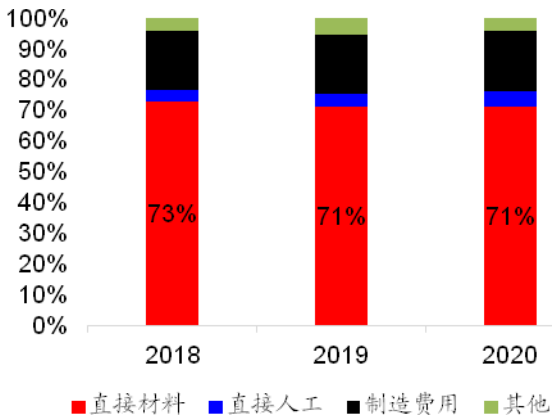
资料来源: 公司 2020 年报, 海通证券研究所, 备注部分及预计投产时间为海通假设

### 成本以燃煤为主

公司热电联产及固废处置业务, 主要成本为原材料 (燃煤), 占比生产成本约 70%。2019-2020, 热电的毛利率均受益煤价下降而逐年上升。根据公司债券评级报告书, 2016 年供汽量 952 万吨, 发电量 16.18 亿千瓦时, 共采购燃煤 198.5 万吨, 按 2016 年报披露的清洁热能与清洁电能的材料成本比例分配, 则供汽与发电分别消耗燃煤 60% 与 40%, 对应 119.1 万吨与 79.4 万吨, 可计算得出 2016 年单位供汽耗煤为 0.125 吨/(吨蒸汽), 单位发电耗煤为 0.491 千克/千瓦时。假设供热及发电的单位耗煤不变, 我们结合 2020 年供汽及发电量推算, 公司 2020 供汽耗煤为 125.4 万吨, 发电耗煤为 86.3 万吨, 合计 211.7 万吨。

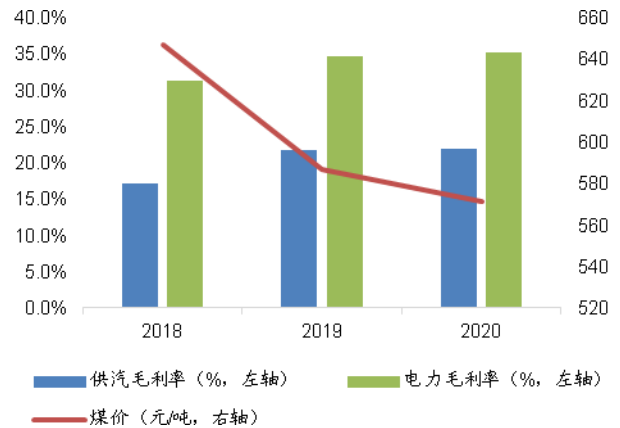


图9 固废及热电联产成本结构



资料来源: wind, 公司 2018/2019/2020 年报, 海通证券研究所

图10 热&amp;电的毛利率与煤价反向变动



资料来源: wind, 公司 2018/2019/2020 年报, 海通证券研究所

### 短期煤价上涨, 全年净利润或下降 0.28 亿元

2020Q4 以来煤价大幅上涨, 截止 5 月 23 日, 2021 年均价较 2020 年上涨 28.8% (164 元/吨) 至 734 元/吨, 全年均价若按 650 元/吨测算, 则相对 2020 年上涨 79 元/吨。我们认为, 由于供热业务拥有较好的煤热联动机制, 成本上涨可通过上调汽价消化, 而涨电价相对较难, 综合考虑产能腾退及新增, 我们测算公司 2021 年供热耗煤 116.6 万吨, 发电耗煤 62.2 万吨, 发电耗煤对应的煤价成本上涨约为 0.49 亿元, 扣除 13% 的增值税及 25% 的所得税, 或导致净利润下降 0.32 亿元。

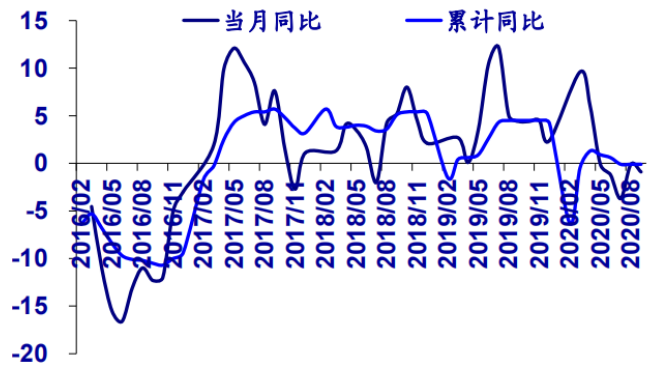
### 碳中和下, 煤炭供需偏松, 煤价长期下跌可期

图11 吨煤利润高位, 存在扩张冲动



资料来源: wind, 海通证券研究所

图12 短期受制环保安监, 煤炭产量增速下降 (单位: %)

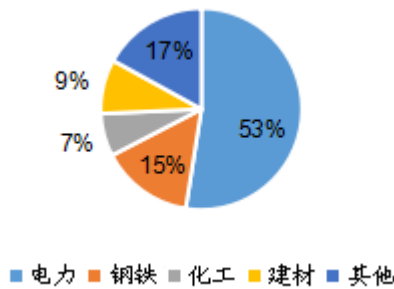


资料来源: wind, 海通证券研究所

2025 年电力行业碳达峰目标已经提出, 其中十四五火电装机目标 11 亿千瓦 (3 月 15 日出版的《学习时报》整版刊发了全球能源互联网发展合作组织主席、中国电力企业联合会理事长刘振亚的署名文章——《实现碳达峰碳中和的根本途径》), 相对截止 2021 年 3 月底的 10.9 亿千瓦几乎没有增长, 我们认为火电行业煤炭需求面临较大压力, 其次, 钢铁, 水泥都在要求碳减排和碳达峰, 我们认为, 随着我国人口结构的改变, 未来钢铁水泥对煤炭都会有减量的要求, 届时煤炭需求或面临整体需求绝对值下滑的风险。

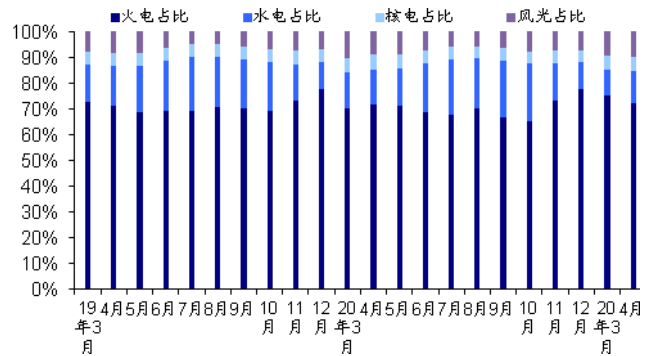
以 2022 年为例, 我们测算公司供汽耗煤 139.9 万吨, 发电耗煤 79.5 万吨, 煤价每下跌 50 元/吨, 则公司发电燃料成本可节省 0.40 亿元, 扣除增值税 (13%) 和所得税 (25%) 的影响, 或可增厚公司净利润 0.26 亿元。

图13 煤炭下游需求构成 (2019年)



资料来源: 煤炭人公众号, 海通证券研究所

图14 新能源占比提升, 替代火电



资料来源: wind, 海通证券研究所

我们认为, 尽管受腾退影响, 2021年供汽量仍会有一些下降, 但公司存量项目产能或将保持15-20%的产能爬坡, 叠加新增项目投产, 2022年起, 供汽量将超越2020年, 并保持增长趋势, 单位固定成本中的折旧摊销及财务费用均有望下降, 我们预计传统园区热电联产+固废处置21-23年有望贡献权益利润2.7/3.2/3.7亿元。

### 2.3 2020 收购业务的增长也将持续改善

2020年公司坚持外延扩张, 收购成熟项目遂昌汇金正式进入危废处置行业, 同时2019年收购的铂瑞能源业务持续增长, 我们认为, 未来热电联产产能及危废处理将逐渐达产, 贡献可观的业绩增量。

#### 危废及金属资源化-受益碳中和&大宗商品涨价

我们认为, 在碳中和的背景下, 深度资源化可提升金属的再生利用效率, 契合碳中和的思路。根据北极星固废网, 再生铜生产单位能耗仅为矿产铜的20%, 每利用1t废杂铜, 可少开采矿石130t, 少产生2t SO<sub>2</sub>, 节能87%, 每吨废铜相当于减排14t CO<sub>2</sub>。

**盈利模式:** 处理有色冶炼废物、含铜废物、含镉废物等, 生产、销售电解铜、电解锡、精锡、铅镉合金锭、黄镍等大宗商品, 行业内资源化原材料采购一般占比80%以上, 前端收购价格与后端金属价格基本同向波动, 行业吨净利率水平1000-5000元/吨。

**区位优势:** 遂昌汇金位于浙江(资产评估报告), 浙江危废利用处置量全国前列(环保部网站), 我们认为浙江省危废产能有序增长, 竞争格局较好, 危废价格有望保持平稳。

遂昌汇金拥有1.7万吨/年危废产能(表面处理废物、含铜/镉废物、有色金属冶炼废物), 年产3000吨精锡生产线, 旗下子公司汇金环保拥有5万吨/年危废产能(表面处理废物、含铜/镉废物、有色金属冶炼废物), 2020年11月5日取得危废许可, 10万吨/年一般固废处理产能。根据2020年报在建产能表, 汇金环保年处置15万吨含金属废物资源综合利用项目工程进度已达95%, 遂昌汇金2020年贡献净利润0.3亿元, 我们认为, 汇金环保应当于2021年初投产, 随着产能逐步爬坡, 危废及金属资源化板块2021-2023年有望贡献利润1.2/1.3/1.4亿元。

#### 中茂圣源-布局山东热电联产, 承接雄安新区产业转移

中茂圣源位于山东省德州市陵城区经济开发区(省级经济开发区), 随着雄安新区规划的落地, 雄安新区建设进入快车道, 雄安新区境内的加工制造企业面临产业转移和产能升级。2019年8月, 陵城雄安新区产业协作园区项目完成签约, 陵城雄安新区产业协作园围绕“做大支柱产业、发展持续产业、构造园区基地”的发展目标, 拟承接和转移雄安新区优势企业。中茂圣源作为陵城区唯一公用工业热源点将为园区企业发展做好相

关配套服务，同时雄安新区的产业转移会为中茂圣源的发展提供更大的契机。

中茂圣源占地 707 亩，自身拥有供热能力 150 蒸吨/小时的热电联产、污水综合处理和浆纸循环利用一体化项目，目前中茂圣源产业协同效应未得到充分发挥，产能未充分释放，具备新建、扩建项目的空间和基础。

2020 年，中茂圣源实现收入 2.2 亿元，亏损 0.64 亿元。根据在建工程表(2020 年)，中茂圣源旗下的“年产 10 万吨食品包装纸技术改造项目”及“年产 30 万立方蒸压加气混凝土砌块(板)项目”的工程进度分别为 10%及 80%，我们认为或有望在 2021-2022 年投产，我们预计，中茂圣源 2021 年或可实现盈亏平衡，2022-2023 年有望贡献净利润 0.15/0.18 亿元。

#### 铂瑞能源-拓展江西热电联产业务:

铂瑞能源主要业务领域为热电联产、集中供热、余热、余压、废热以及废物综合利用等(wind)，截止 2020 年末，已投产热电产能 3 万千瓦，供热能力 300 吨/小时，在建热电产能 16.4 万千瓦，供热能力 1590 吨/小时(详见表 4)。根据项目公司列表，主要项目位于江西、浙江、福建，我们预计 2021-2022 年将是项目集中投产期，2022-2024 年项目将进入产能爬坡期。

我们认为，从地理位置上看，江西或将成为东部高耗能产能转移的主要承接地之一，未来工业园区成长性或较好，燃煤热电联产作为重要的供热热源，相对燃气供热具有明显的成本优势，公司目前通过收购铂瑞能源已布局江西区域，在实控人(江西南昌国资委)的支持下，江西将成为未来公司的利润增长点。

#### 业绩预测假设:

1) 燃煤热电在运项目，不考虑煤价、汽价的变化，假设维持现有盈利水平不变。

2) 危废项目-遂昌汇金，1.7 万吨按 100%产能利用率计算，5 万吨产能 2020 年 11 月 5 日拿到许可，2021 年全年贡献，单吨净利按 0.22 万元/吨测算，10 万吨一般固废产能 2021 年投产，2022 年贡献增量，综合大宗涨价及产能爬坡，22-23 年净利润每年同比增长 10%，24-25 年保持稳定。

3) 中茂圣源-热电联产、污水处理、浆纸循环利用一体化，供热能力 150 吨/小时，2020 年亏损，公司原有热电联产平均年盈利 18 万元/(吨/小时)，根据 2020 年报在建产能表，我们认为，2021 年配套项目进入投产期，综合考虑配套项目投产和市场差异因素，2021 年或实现盈亏平衡，2022 年按 10 万元/(吨/小时)与供热能力 150 吨/小时进行估算，此后每年保持年均 20%增长。

4) 铂瑞能源(持股比例 85%)旗下共有 7 个燃煤热电项目，已投产的台州临港项目按公司热电项目平均年盈利 18 万元/(吨/小时)测算，其余未投产项目，江西省项目按 10 万元/(吨/小时)测算，浙江项目均按 20 万元/(吨/小时)测算，预计在 2021-2022 年陆续投产，投产前两年按照投产进度及产能利用率测算，稳定运营后保持年均 20%的内生增长。

5) 铂瑞能源(持股比例 85%)其余锅炉及 EPC 工程均假设盈亏平衡。

**表 4 收购业务逐步投产**

名称	地区	业务类型	权益比例	产能	2019 净利润 万元	2020 净利润 万元	2021E 净利润 万元	2022E 净利润 万元	2023E 净利润 万元	2024E 净利润 万元	2025E 净利润 万元
遂昌汇金 有色金属 有限公司	浙江 衢州	危废及金属资源化	80%	6.7 万吨/ 年			3742	14748	16223	16223	16223
中茂圣源	山东 德州	热电联产、污水治 理、浆纸循环利用 一体化	100%	150 吨/ 小时	-3335	-6390	0	1500	1800	2160	2592
台州临港 热电有限 公司	浙江 台州	燃煤热电	43%	300 吨/ 小时	579	1802	3000	3600	4320	5184	5184
铂瑞能源 (南昌) 有限公司	江西 南昌	燃煤热电	85%	480 吨/ 小时			720	2880	3456	4147	4977
铂瑞能源 (万载) 有限公司	江西 万载	燃煤热电	85%	180 吨/ 小时			300	1080	1296	1555	1866
铂瑞能源 (新干) 有限公司	江西 新干	燃煤热电	85%	390 吨/ 小时			740	2250	2700	3240	3888
铂瑞能源 (义乌) 有限公司	浙江 义乌	燃煤热电	84%	450 吨/ 小时				800	2700	3240	3888
诏安铂瑞 能源科技 有限公司	福建 诏安	燃煤热电	85%	90 吨/小 时				150	540	648	778
浙江华西 铂瑞重工 有限公司		锅炉	42.5%		-727	-843	0	0	0	0	0
<b>小计</b>				<b>1889 吨/ 小时</b>	<b>-3483</b>	<b>-1689</b>	<b>19508</b>	<b>28483</b>	<b>34657</b>	<b>38019</b>	<b>41017</b>

资料来源: wind, 公司公告 2019.9.30 & 2020.5.25 & 2019.8.16 & 2021.2.24、2020 年报、浙江省生态环境厅、铂瑞能源官网、江西环保厅文件、国际能源网等海通证券研究所

根据在建工程(2020 年报)进度估算,我们预计 21-23 年,收购资产有望贡献净利润 1.3/2.1/2.7 亿元。

**表 5 收购项目-在建工程表**

	总投资 万元	2020 年期初 万元	2020 年期末 万元	累计投入占预算比 例	工程进度	预计投产时间
年产 10 万吨食品 包装纸技术改造	41278	97	1859	8%	10%	2022
年产 30 万立方米 蒸压加气混凝土砌 块(板)项目	6000	15	3346	78%	80%	2021
遂昌汇金 15 万吨 年含金属废物资源 化综合利用项目	15500	0	5121	82%	95%	2021
铂瑞(义乌)工业 园区热电联产项目	28766	2715	4042	14%	15%	2022
铂瑞(新干)工业 园区热电联产项目	59000	6490	7671	90%	95%	2021
铂瑞能源(万载) 工业园区热电联产 项目	33500	12943	28123	43%	95%	2021
铂瑞(南昌)工业 园区热电联产项目	42000	2595	20914	65%	65%	2021 或 2022 年初
铂瑞(诏安)工业 园区热电联产项目	17345	502	515	2.97%	设计阶段	2022
铂瑞(会昌)工业 园区热电联产项目	5289	179	208	4%	设计阶段	待定

资料来源: 公司 2020 年报, 海通证券研究所, 预计投产时间均为海通假设

### 3. 二噁英检测值得期待

2020 年 12 月 23 日, 公司收到控股子公司浙江富春江环保科技研究有限公司(以下简称“研究院”)的通知, 由浙江大学主编, 研究院及其他企业联合编制的《生活垃圾焚烧烟气二噁英激光电离飞行时间质谱在线检测系统技术要求》(T/CAEPI 28-2020)团体标准于 2020 年 12 月 22 日获中国环境保护产业协会正式批准, 该标准将于 2021 年 01 月 01 日正式实施。

该团体标准首次规定了生活垃圾焚烧烟气二噁英激光电离飞行时间质谱在线检测系统的技术要求, 适用于生活垃圾焚烧烟气中二噁英毒性当量浓度的在线检测; 同时对于规范生活垃圾焚烧烟气二噁英激光电离飞行时间质谱在线检测系统的设计、装备水平及其工程应用将具有重要指导意义。

公司控股子公司研究院作为该团体标准的编制单位和二噁英在线检测系统的研发单位, 标准的发布实施将推动二噁英在线检测系统的生产与应用, 该系统的研发和使用填补了当前国内外尚无实用的二噁英在线检测技术与装备的空白, 公司的研发项目成果总体达到国际领先水平。

生态环境部发布的《生态环境监测规划纲要(2020-2035 年)》提到: 2020~2035 年, 生态环境监测将在全面深化环境质量和污染源监测的基础上, 逐步向生态状况监测和环境风险预警拓展, 构建生态环境状况综合评估体系, 明确了环境监测的在今后数年的主要目标和方向, 为相关政策持续推进奠定基础, 对于环境监测市场空间的稳步开拓提供了良好的支撑, 进一步提升企业监测市场参与度。根据公司 2020 年报援引中商产业研究院预测, 2020 年我国检测行业市场规模将达到 4145 亿元, 这其中环境检测行业市场规模将达到 878 亿元, 第三方检测市场规模将达到 1075 亿元。

我们认为, 垃圾焚烧已成为主流, 环保标准将进一步严格, 尽管标准的发布短期内不会对公司的生产经营产生重大影响, 但长远来看, 有望推动公司拓展环境检测新业务。



## 4. 额外收入测算

### 关停机组的发电计划指标交易

2021年3月26日,公司收到浙江省发改委下发的《省发展改革委关于下达2021年度小火电关停机组保留发电计划指标的通知》(简称“《通知》”),明确了统调关停机组和全厂关停地方公用电厂名单及保留的发电计划指标,公司及旗下清园生态关停总容量合计17.85万千瓦,核定2021年计划发电小时5000,2021年替代指标总量合计8.64亿千瓦时,公司的发电计划指标将保留三年,三年内发电计划指标可通过浙江电力交易中心进行竞价替代交易,经公司初步测算,预计2021年度公司及清园生态将分别获得约1亿/0.7亿元的发电计划指标交易收入(含税)。若扣除增值税(13%)及所得税(25%),同时考虑公司持有清园生态60%的股权,则发电计划指标交易将增厚净利润约0.93亿元。我们认为,在碳中和背景下,燃煤发电的发电计划指标较为稀缺,保守预计,3年内交易价格应当不会下跌,因此,我们预计2021-2023年发电计划指标交易将给公司带来净利润0.93亿元/年。

### 碳减排交易

作为推进碳达峰、碳中和目标实现的重要抓手,全国碳排放权交易市场将在2021年6月底前启动上线交易,交易所落户上海,登记系统则落户湖北。生态环境部首先将发电行业纳入全国碳排放交易市场,并印发了配套的配额分配方案和2225家重点排放单位名单。

工业园区燃煤热电联产机组通过集中供热取代工业园区分散供热,可形成碳减排,以福能股份为例,根据福能股份2020年报数据,2020年福能热电联产机组供热标煤约为110千克/吨,而其设计供热能力为1300吨/小时,对应每年可节约标煤59.15万吨,按每节约1千克标煤对应减排二氧化碳2.493千克测算,理论可减排二氧化碳147.5万吨,实际2020年福能股份供热681万吨,平均供热约777吨/小时,产能利用率约60%,相当于减排88.5万吨,对应吨供热减排0.13吨二氧化碳。公司2020年报显示,公司2020年供热量1002万吨,按0.13二氧化碳/吨供热量测算,公司年理论减排量为130万吨,若碳交易价格按20-30元/吨测算,可增加收入0.26-0.39亿元,扣除增值税(13%)及所得税(25%)后,可增厚利润0.17-0.25亿元。

## 5. 业务分拆与预测

### 基本假设:

1) 腾退影响, 2020年母公司厂区关停,影响2021年热电联产收入,但考虑2020-2022有新增产能投产,形成一定的对冲,因此我们预计2021-2023收入增速分别为-7%/+24%/+22%,毛利率随着产能利用率提升而逐步提升,分别为29.6%/30%/30.2%。

2) 固废处置,受母公司厂区关停影响,2021年产能下降,但2021年垃圾焚烧产能投产,形成接续增长,因此我们预计2021-2023收入增速-65%/+167%/25%,新投产的垃圾焚烧毛利率高于原固废处置,因此2021-2023毛利率分别为50%/50%/50%。

3) 冷轧钢卷随着母公司厂区关闭腾退(含新材料公司),停产,21年及以后不形成收入。

4) 煤炭收入逐步下降,预计2021-2023收入增速分别为-20%/-20%/-20%,毛利率维持2.6%。

5) EPC总包业务,2021小幅上涨,2022年后逐步收缩,2021-2023收入增速分别为+5%/-10%/-10%,毛利率维持21.1%。

6) 废旧金属资源化利用, 2020 收购并表, 2020 年底新增 5 万吨危废处置产能, 考虑产能爬坡, 因此 2021-2023 收入增速分别为 200%/15%/10%, 由于下游金属价格上涨, 毛利率逐步上升, 2020-2022 分别为 23%/23.5%/24%。

7) 其他业务, 2021 收入下滑, 2022-2023 收入维持不变, 毛利率维持为 46.9%。

表 6 盈利预测业务分析

		2020	2021E	2022E	2023E
热电联产	收入 (亿元)	21.75	20.31	25.28	30.72
	YOY (%)	-7%	-7%	24%	22%
	毛利率 (%)	25.7%	29.6%	30.0%	30.2%
固废处置	收入 (亿元)	1.27	0.45	1.2	1.5
	YOY (%)	-22%	-65%	167%	25%
	毛利率 (%)	11.8%	50.0%	50.0%	50.0%
冷轧钢卷	收入 (亿元)	10.29			
	YOY (%)	29%			
	毛利率 (%)	-1.1%			
煤炭	收入 (亿元)	3.42	2.74	2.19	1.75
	YOY (%)	24%	-20%	-20%	-20%
	毛利率 (%)	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
EPC 总包	收入 (亿元)	1.9	2.00	1.80	1.62
	YOY (%)	15%	5%	-10%	-10%
	毛利率 (%)	21.1%	21.1%	21.1%	21.1%
废旧金属资源化利用	收入 (亿元)	3.68	11.04	12.70	13.97
	YOY (%)		200%	15%	10%
	毛利率 (%)	17.4%	23.0%	23.5%	24.0%
其他	收入 (亿元)	4.25	2.43	2.43	2.43
	YOY (%)	10%	-43%	0%	0%
	毛利率 (%)	20.7%	46.9%	46.9%	46.9%
总计	营业总收入 (亿元)	46.56	38.96	45.59	51.99
总计	归母净利润 (亿元)	2.98	4.53	6.08	7.80

资料来源: wind, 海通证券研究所

## 6. 投资建议与估值

我们预计 21-23 公司 EPS 分为 0.52/0.70/0.90 元。可比公司 2021PE16 倍, PB2.6 倍。我们认为, 尽管搬迁腾退导致供热产能下降, 但 21-22 公司在建产能将迎投产和达产潮, 业绩增量可观, 加上国资入主, 未来可借助大股东资源及优势拓展新业务, 由于业绩增速或高于行业平均水平, 给予公司 21 年 16-20 倍 PE, 合理价值区间 8.32-10.40 元, 2021 BPS 5.28 元, 给予公司 1.8-2.0 倍 PB, 合理价值区间 9.50-10.56 元。综合考虑, 合理价值区间为 9.50-10.40 元, 维持“优于大市”评级。



表 7 可比公司估值表

	总市值 亿元	2020EPS 元	2021EPS 元	2022EPS 元	2020PE 倍	2021PE 倍	2022PE 倍	2021BPS 元	2021PB 倍
协鑫能科	136	0.59	0.75	0.92	17	14	11	4.99	2.0
伟明环保	285	1.00	1.29	1.58	23	18	14	5.41	4.2
旺能环境	72	1.25	1.54	1.88	14	11	9	13.17	1.3
高能环境	146	0.75	0.89	1.14	24	20	16	6.66	2.7
浙富控股	270	0.30	0.37	0.43	17	14	12	1.79	2.8
平均					19	16	12		2.6
富春环保	55	0.34	0.52	0.70	18	12	9	5.28	1.2

资料来源: wind, 海通证券研究所, 采用 wind 一致预期均值, 2021BPS 采用 wind 一致预期, 总市值截止 20210604, 富春环保为海通预测数据

## 7. 风险提示

热需求下降, 业绩拓展不达预期, 管理层激励 45% 存在不确定性。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>4656</b>	<b>3896</b>	<b>4559</b>	<b>5199</b>
每股收益	0.34	0.52	0.70	0.90	营业成本	3893	2854	3285	3709
每股净资产	4.40	5.28	6.31	7.50	毛利率%	16.4%	26.7%	28.0%	28.7%
每股经营现金流	0.43	1.03	1.31	1.46	营业税金及附加	21	17	20	23
每股股利	0.00	0.14	0.21	0.28	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	16	13	15	18
P/E	17.83	11.74	8.75	6.82	营业费用率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
P/B	1.40	1.16	0.97	0.82	管理费用	168	140	164	187
P/S	1.14	1.37	1.17	1.02	管理费用率%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
EV/EBITDA	10.74	8.13	6.28	4.84	EBIT	449	778	966	1138
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>2.3%</b>	<b>3.4%</b>	<b>4.5%</b>	财务费用	122	170	134	93
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	2.6%	4.4%	2.9%	1.8%
毛利率	16.4%	26.7%	28.0%	28.7%	资产减值损失	-5	0	0	0
净利润率	6.4%	11.6%	13.3%	15.0%	投资收益	144	47	55	94
净资产收益率	7.8%	9.9%	11.1%	12.0%	<b>营业利润</b>	<b>470</b>	<b>682</b>	<b>916</b>	<b>1175</b>
资产回报率	2.7%	4.2%	5.4%	6.6%	营业外收支	-21	0	0	0
投资回报率	4.1%	7.2%	8.6%	9.8%	<b>利润总额</b>	<b>449</b>	<b>682</b>	<b>916</b>	<b>1175</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	786	1028	1216	1388
营业收入增长率	13.1%	-16.3%	17.0%	14.0%	所得税	87	132	177	227
EBIT 增长率	-4.3%	73.5%	24.1%	17.8%	有效所得税率%	19.4%	19.4%	19.4%	19.4%
净利润增长率	-0.7%	51.9%	34.2%	28.3%	少数股东损益	64	97	131	168
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>298</b>	<b>453</b>	<b>608</b>	<b>780</b>
资产负债率	59.0%	49.5%	42.7%	34.9%					
流动比率	0.68	0.69	0.77	0.99	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
速动比率	0.39	0.36	0.40	0.52	货币资金	790	300	300	300
现金比率	0.16	0.08	0.08	0.10	应收账款及应收票据	344	288	337	384
<b>经营效率指标</b>					存货	486	356	410	463
应收帐款周转天数	26.97	26.97	26.97	26.97	其它流动资产	1854	1775	1819	1861
存货周转天数	45.52	45.52	45.52	45.52	流动资产合计	3473	2719	2865	3008
总资产周转率	0.42	0.36	0.40	0.44	长期股权投资	358	358	358	358
固定资产周转率	1.23	0.98	1.09	1.17	固定资产	3799	3983	4198	4432
					在建工程	1972	2172	2322	2422
					无形资产	467	467	467	467
					非流动资产合计	7649	8033	8398	8732
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>资产总计</b>	<b>11122</b>	<b>10752</b>	<b>11263</b>	<b>11740</b>
净利润	298	453	608	780	短期借款	2981	2154	1733	813
少数股东损益	64	97	131	168	应付票据及应付账款	1277	936	1077	1216
非现金支出	367	250	250	250	预收账款	0	132	155	177
非经营收益	-7	131	83	4	其它流动负债	829	729	774	818
营运资金变动	-353	-43	62	62	流动负债合计	5086	3952	3739	3024
<b>经营活动现金流</b>	<b>369</b>	<b>888</b>	<b>1135</b>	<b>1264</b>	长期借款	1157	1057	757	757
资产	-1251	-200	-150	-100	其它长期负债	316	316	316	316
投资	-569	0	0	0	非流动负债合计	1474	1374	1074	1074
其他	-126	47	55	94	<b>负债总计</b>	<b>6560</b>	<b>5325</b>	<b>4813</b>	<b>4098</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1946</b>	<b>-153</b>	<b>-95</b>	<b>-6</b>	实收资本	865	865	865	865
债权募资	4611	-927	-721	-920	归属于母公司所有者权益	3802	4569	5462	6486
股权募资	5	0	0	0	少数股东权益	760	857	988	1156
其他	-3384	-298	-318	-338	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>11122</b>	<b>10752</b>	<b>11263</b>	<b>11740</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>1232</b>	<b>-1225</b>	<b>-1039</b>	<b>-1258</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-347</b>	<b>-490</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 06 月 04 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

吴杰 公用事业；煤炭行业  
 戴元灿 公用事业；煤炭行业  
 傅逸帆 公用事业  
 于鸿光 公用事业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 涪陵电力,山煤国际,金能科技,开滦股份,京能电力,华电国际,韶能股份,国投电力,山西焦煤,兖州煤业,潞安环能,三峡水利,富春环保,深圳燃气,华能国际,盘江股份,平煤股份,中国神华,华宏科技,陕西煤业,淮北矿业,露天煤业,华能水电

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

## 海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

邓勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理  
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

### 宏观经济研究团队

宋潇 (021)23154483 sx11788@htsec.com  
梁中华 (021)23219820 lzh13508@htsec.com  
联系人  
应镓娴 (021)23219394 yjx12725@htsec.com  
侯欢 (021)23154658 hh13288@htsec.com  
李俊 (021)23154149 lj13766@htsec.com

### 金融工程研究团队

高道德 (021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿 (021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌 (021)23219395 zhengyb@htsec.com  
罗蕾 (021)23219984 ll9773@htsec.com  
余浩淼 (021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青 (021)23212230 ylq9619@htsec.com  
姚石 (021)23219443 ys10481@htsec.com  
张振岗 (021)23154386 zzg11641@htsec.com  
颜伟 (021)23219914 yw10384@htsec.com  
联系人  
孙丁茜 (021)23212067 sdq13207@htsec.com  
张耿宇 (021)23212231 zgy13303@htsec.com

### 金融产品研究团队

高道德 (021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷 (021)23219419 niyt@htsec.com  
唐洋运 (021)23219004 tangyy@htsec.com  
徐燕红 (021)23219326 xyh10763@htsec.com  
谈鑫 (021)23219686 tx10771@htsec.com  
庄梓恺 (021)23219370 zzk11560@htsec.com  
联系人  
谭实宏 (021)23219445 tsh12355@htsec.com  
吴其右 (021)23154167 wqy12576@htsec.com  
黄雨薇 (021)23219645 hyw13116@htsec.com  
张弛 (021)23219773 zc13338@htsec.com  
滕颖杰 (021)23219433 tyj13580@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜珺珊 (021)23154121 jps10296@htsec.com  
联系人  
王巧喆 (021)23154142 wqz12709@htsec.com  
张紫睿 (021)23154484 zzz13186@htsec.com  
孙丽萍 (021)23154124 slp13219@htsec.com  
王冠军 (021)23154116 wgj13735@htsec.com

### 策略研究团队

荀玉根 (021)23219658 xyg6052@htsec.com  
高上 (021)23154132 gs10373@htsec.com  
李影 (021)23154117 ly11082@htsec.com  
李姝醒 lsx11330@htsec.com  
曾知 (021)23219810 zz9612@htsec.com  
郑子勋 (021)23219733 zpx12149@htsec.com  
联系人  
吴信坤 (021)23154147 wxk12750@htsec.com  
杨锦 (021)23154504 yfj11758@htsec.com  
余培仪 (021)23219400 ypy13768@htsec.com

### 中小市值团队

钮宇鸣 (021)23219420 yniu@htsec.com  
孔维娜 (021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹练 (021)23154122 pyl10297@htsec.com  
相姜 (021)23219945 xj11211@htsec.com  
联系人  
王园沁 (021)23154123 wyq12745@htsec.com

### 政策研究团队

李明亮 (021)23219434 lml@htsec.com  
吴一萍 (021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱蕾 (021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣 (021)23219953 zhr8381@htsec.com  
王旭 (021)23219396 wx5937@htsec.com

### 石油化工行业

邓勇 (021)23219404 dengyong@htsec.com  
朱军军 (021)23154143 zjj10419@htsec.com  
胡歆 (021)23154505 hx11853@htsec.com  
张璇 (021)23219411 zx12361@htsec.com

### 医药行业

余文心 (0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑琴 (021)23219808 zq6670@htsec.com  
贺文斌 (010)68067998 hwb10850@htsec.com  
范国钦 (021)23154384 fgq12116@htsec.com  
联系人  
梁广楷 (010)56760096 lgk12371@htsec.com  
孟陆 (010)56760096 ml13172@htsec.com  
周航 (021)23219671 zh13348@htsec.com  
朱赵明 (021)23154120 zzm12569@htsec.com  
彭婷 (010)68067998 ppt13606@htsec.com

### 汽车行业

王猛 (021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜威 (0755)82900463 dw11213@htsec.com  
曹雅倩 (021)23154145 cyq12265@htsec.com  
联系人  
房乔华 (021)23219807 fqh12888@htsec.com  
郑蕾 (021)23963569 zl12742@htsec.com

### 公用事业

戴元灿 (021)23154146 dyc10422@htsec.com  
傅逸帆 (021)23154398 fuf11758@htsec.com  
于鸿光 (021)23219646 yhg13617@htsec.com  
吴杰 (021)23154113 wj10521@htsec.com

### 批发和零售贸易行业

李宏科 (021)23154125 lhk11523@htsec.com  
高瑜 (021)23219415 gy12362@htsec.com  
汪立亭 (021)23219399 wanglt@htsec.com  
康璐 (021)23212214 kl13778@htsec.com

### 互联网及传媒

郝艳辉 (010)58067906 hyh11052@htsec.com  
毛云聪 (010)58067907 myc11153@htsec.com  
陈星光 (021)23219104 cxg11774@htsec.com  
孙小雯 (021)23154120 sxw10268@htsec.com  
联系人  
康百川 (021)23212208 kbc13683@htsec.com

### 有色金属行业

施毅 (021)23219480 sy8486@htsec.com  
陈晓航 (021)23154392 cxh11840@htsec.com  
甘嘉尧 (021)23154394 gjy11909@htsec.com  
联系人  
郑景毅 (021)23154113 zpy13768@htsec.com  
余金花 (021)23219400 ypy13768@htsec.com

### 房地产行业

涂力磊 (021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢盐 (021)23219436 xiey@htsec.com  
金晶 (021)23154128 jj10777@htsec.com  
杨凡 (010)58067828 yf11127@htsec.com

## 电子行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com  
李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com  
刘 溢(021)23219748 ly12337@htsec.com  
联系人  
肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com  
文 灿 wc13799@htsec.com

## 煤炭行业

李 焱(010)58067998 lm10779@htsec.com  
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com  
吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com

## 电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com  
房 青(021)23219692 fangq@htsec.com  
曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com  
徐柏乔(021)23219171 xbc6583@htsec.com  
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com  
联系人  
姚望洲 ywz13822@htsec.com

## 基础化工行业

刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com  
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com  
张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com  
孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com  
李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com

## 计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com  
杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com  
于成龙(021)23154174 ycl12224@htsec.com  
黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com  
洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com  
联系人  
杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com

## 通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com  
余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com  
张峰青(021)23219383 zcq11650@htsec.com  
联系人  
杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com  
夏 凡 xf13728@htsec.com

## 非银行金融行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com  
李芳洲(021)23154127 lzf11585@htsec.com  
联系人  
任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com

## 交通运输行业

虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com  
罗月江(010)56760091 lry12399@htsec.com  
陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com

## 纺织服装行业

梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com  
盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com

## 建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com  
颜慧菁 yhj12866@htsec.com

## 机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com  
周 丹 zd12213@htsec.com  
吉 晟(021)23154653 js12801@htsec.com  
赵玥琳(021)23219814 zyw13208@htsec.com  
联系人  
赵靖博(021)23154119 zjb13572@htsec.com

## 钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com  
周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

## 建筑工程行业

张欣劼 zxj12156@htsec.com  
李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com

## 农林牧渔行业

丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com  
陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com  
刘丛丛(021)23219164 lcc13806@htsec.com  
联系人  
孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

## 食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com  
颜慧菁 yhj12866@htsec.com  
张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com  
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

## 军工行业

张恒晖 zhx10170@htsec.com  
张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com  
联系人  
刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com

## 银行行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
解巍巍 xww12276@htsec.com  
林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com  
联系人  
董栋梁(021)23219356 ddl13026@htsec.com

## 社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com  
联系人  
毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com

## 家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com  
李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com  
朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com  
刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

## 造纸轻工行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com  
郭庆龙 gq13820@htsec.com  
联系人  
柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com

## 研究所销售团队

## 深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
欧阳梦楚(0755)23617160  
oymc11039@htsec.com  
巩柏含 gbh11537@htsec.com  
滕雪竹 txz13189@htsec.com

## 上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com  
李唯佳(021)23219384 lijw@htsec.com  
黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com  
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com  
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com  
黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com  
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
马晓男 mxn11376@htsec.com  
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
张思宇 zsy11797@htsec.com  
王朝领 wcl11854@htsec.com  
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com  
李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

## 北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com  
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
郭金珪(010)58067851 gjj12727@htsec.com  
张钧博 zjb13446@htsec.com  
高 瑞 gr13547@htsec.com  
郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com  
董晓梅 dxm10457@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所  
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话：（021）23219000  
传真：（021）23219392  
网址：www.htsec.com