

2022年08月28日

丛麟科技 (688370.SH)

公司深度分析

证券研究报告

区域危废龙头扬帆起航,产能扩张成长可期 (更正报告)

■上海地区危废处理龙头, To B 业务模式保证充沛现金流: 公司主营危险废物无害化处置与资源化利用, 收入占比分别为 62.8% 与 37.2%。公司主要客户为工业企业与科研机构等产废单位, 盈利模式为危废处理服务费的收取与资源化产品销售收入。子公司上海天汉为上海地区危废处置领域绝对龙头。据招股书披露, 近年公司危废处理量稳步攀升, 2021 年达 14.8 万吨, 近两年增速分别为 12.3%、14.8%。从财务情况看, 公司营收从 2019 的 6.1 亿元稳步增长至 2021 年的 6.67 亿元; 近三年归母净利润分别为 2.22 亿元、2.31 亿元、1.89 亿元, 利润端波动主要由于近年危废行业产能扩张、竞争加剧导致整体毛利率下滑。此外, 公司以 To B 业务模式为主, 应收账款周转表现良好且拥有充沛的经营性现金流, 2021 年应收账款周转天数为 58.04 天, 经营性现金流净额达到净利润的 1.42 倍。

■危废行业有望步入整合期, 或将迎来触底反弹: 复盘我国危废行业发展历程, 自 2016 年危废放量后, 市场吸引了众多参与者, 危废经营许可证核准进程加速, 行业产能实现快速扩张。据生态环境部统计, 2019 年全国危废许可证数量高达 4195 份, 2016-2019 年复合增速为 24.1%, 2016-2020 年全国危废核准经营规模复合增速高达 27.3%。受制于危废处置需求增速放缓、供给端产能快速扩张, 危废处置市场竞争加剧。据生态环境部统计, 2020 年危废处理量仅占核准规模的 44.9%, 产能过剩情况显现, 行业整体处置价格由高位回落。参照美国危废市场发展历程, 我国危废行业目前所处的红海阶段为发展必由之路, 未来行业将逐步进入整合期, 危废企业盈利能力有望回升。

■危废行业区域性差异显著, 公司扎根上海具备区位优势: 受经济发展程度与产业优势影响, 不同地区危废产生量差异较大。危废处理供给端差异也较为明显, 例如, 山东危废资质审批相比其他省份更为宽松, 许可证数量从 2018 年到目前增长超过 4 倍, 核准产能规模达 2324.56 万吨/年, 增长超过 2.5 倍; 而上海危废处置市场参与者较少且增速较慢, 截至目前仅有 32 家公司获得了危废经营许可, 全市总危废核准处理规模为 112.94 万吨/年, 仅为山东的 1/20。公司主要项目位于上海, 具备有利区位优势, 一方面, 上海具备危废资质的企业数量较少、总产能较低, 市场竞争相对缓和, 公司处置单价及毛利率水平较高; 另一方面, 上海为高新技术企业与科研单位聚集地, 公司凭借技术优势与中芯国际、华虹半导体等多家高新企业建立了良好的合作关系。

投资评级 买入-A

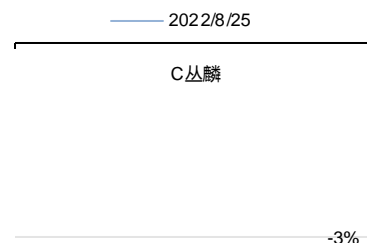
首次评级

6 个月目标价: 48.14 元
 股价 (2022-08-26) 42.64 元

交易数据

总市值 (百万元)	4,839.07
流通市值 (百万元)	1,077.48
总股本 (百万股)	106.40
流通股本 (百万股)	23.69
12 个月价格区间	42.64/45.48 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-23.77	-28.36	-15.59
绝对收益	-23.9	-23.9	-23.9

周喆

分析师

SAC 执业证书编号: S1450521060003
 zhouzhe@essence.com.cn
 021-35082029

朱心怡

报告联系人

zhuxy@essence.com.cn

相关报告

■危废“综合处理大卖场”模式优势显著，产能异地扩张进程加速：公司注重技术研发，拥有九大工艺与多项自主核心技术，使得处理效率更高、成本投入更少、资源化产品附加值更高。同时，公司拥有较强综合处理能力强，根据公司招股书披露，公司目前可处理 46 大类中的 42 大类危废。以上海天汉为例，上海目前仅有上海天汉一家可处理多达 32 大类危废，远高于规模排名第二的公司。一站式的危废处理服务使得客户更加省心，客户粘性较强。此外，上海天汉处置规模高达 23 万吨/年+废包装 18 万只/年，在上海市排名第一，在全国也处于领先地位，具备一定规模经济效益。近年公司以上海天汉为起点，大力推进异地产能扩张，目前在山东、江苏、山西三地均有项目布局，规模分别为 19.5 万吨/年、1.5 万吨/年、4.5 万吨/年，目前均已建成投产，预计将为公司今年业绩带来增量。同时，据招股书披露，公司四大募投项目合计拟新建产能 73.5 万吨/年+废包装容器 133 万只/年，进一步为公司业绩打开增长空间。

■投资建议：我们预计公司 2022 年-2024 年的收入分别为 8.74 亿元、11.05 亿元、15.30 亿元，增速分别为 31.1%、26.4%、38.5%，2022 年-2024 年的净利润分别为 2.25 亿元、2.52 亿元、3.11 亿元，增速分别为 19.0%、11.8%、23.5%，成长性突出；首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 48.14 元。

■风险提示：行业竞争加剧、规模扩张进展不及预期、产业政策变动。

更正内容：投资建议中投资评级改为买入-A 投资评级。

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	669.5	666.7	873.8	1,104.6	1,530.3
净利润	231.5	189.3	225.2	251.8	310.9
每股收益(元)	2.18	1.78	2.12	2.37	2.92
每股净资产(元)	9.68	11.57	13.93	16.29	19.22

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	20.9	25.6	21.5	19.2	15.6
市净率(倍)	4.7	3.9	3.3	2.8	2.4
净利润率	34.6%	28.4%	25.8%	22.8%	20.3%
净资产收益率	22.5%	15.4%	15.2%	14.5%	15.2%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	32.0%	19.8%	18.1%	17.8%	21.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 危废处理区域性龙头，现金流表现强劲	5
1.1. 深耕危废无害化与资源化，上海地区领头羊.....	5
1.2. 业绩受行业竞争影响略有波动，现金流表现强劲.....	6
2. 危废行业有望步入整合期，公司扎根上海具备较强区位优势	8
2.1. 复盘我国危废行业发展历程，市场竞争加剧有望步入整合期.....	8
2.2. 危废行业区域性差异显著，公司扎根上海具备区位优势.....	11
3. 危废“综合处理大卖场”模式优势显著，产能异地扩张进程加速	12
3.1. 独创“危废综合处理大卖场”模式，规模与技术优势明显.....	12
3.2. 复制上海经验，异地产能扩张进程加速.....	13
4. 投资建议	15
5. 风险提示	15

图表目录

图 1：公司 2021 年收入构成.....	5
图 2：公司主要盈利模式.....	5
图 3：公司近三年危废处理量与同比增速.....	5
图 4：公司股权结构.....	6
图 5：公司近三年营业收入与同比增速.....	6
图 6：公司近三年归母净利润与同比增速.....	6
图 7：公司近三年毛利率水平与同业可比.....	7
图 8：公司近三年净利率水平与同业可比.....	7
图 9：公司近三年经营性现金流情况.....	7
图 10：2021 年不同客户类别销售金额占比.....	7
图 11：公司近三年费用率情况.....	8
图 12：公司近三年资产负债率与同业可比.....	8
图 13：2005-2020 年我国工业危废产生量与同比增速.....	8
图 14：近十年我国危废核准经营规模与同比增速.....	9
图 15：近十二年我国危废经营许可证数量与同比增速.....	9
图 16：2005-2020 年我国工业危废综合利用处置量与同比增速.....	9
图 17：行业代表公司近四年无害化处置价格趋势（元/吨）.....	10
图 18：美国危废产生量与处置量（万吨）.....	10
图 19：2020 年各省份工业危险废物产生量（万吨）.....	11
图 20：2020 年各省份工业危险废物利用处置量（万吨）.....	11
图 21：截至 2018 年底与 2022 年 6 月危废经营许可证数量（份）.....	11
图 22：公司近三年研发费用与研发费用率情况.....	12
图 23：公司九大工艺.....	12
图 24：截至 2022 年 5 月我国危废资质单体规模分布情况.....	13
图 25：公司具备可循环的危废处置生态系统模式.....	13
图 26：公司项目地区分布情况.....	14

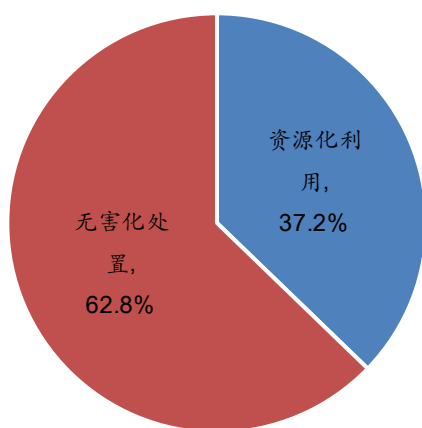
表 1: 公司核心自主研发技术.....	13
表 2: 公司已投产项目情况梳理.....	14
表 3: 公司募投项目情况.....	14

1. 危废处理区域性龙头，现金流表现强劲

1.1. 深耕危废无害化与资源化，上海地区领头羊

上海地区危废处理龙头，兼具无害化与资源化。公司成立于 2017 年，主营危险废物的无害化处置与资源化利用，根据招股书披露，2021 年无害化收入占比 62.8%，资源化收入占比 37.2%。无害化处置方面，公司通过物理、化学、生物特性方法将危废中的危险成分减少后进行焚烧或填埋；资源化利用方面，公司实现了包括有机溶剂、无机盐类、基础油、重金属和包装容器等在内的 20 多种资源化产品的循环利用，年销售量超 1.6 万吨。公司主要客户为工业企业与科研机构等产废单位，盈利模式主要为收取危废处理服务费与资源化产品销售收入。子公司上海天汉为上海地区危废处置领域绝对龙头，产能达 23 万吨/年+废包装容器 18 万只/年，在处理规模上遥遥领先于第二名。在上海项目基础上，公司积极拓展全国市场，先后在江苏、山东、山西布局危废处置基地。根据招股书披露，近年公司危废处理量稳步攀升，2021 年达 14.8 万吨，近两年增速分别为 12.3%、14.8%。

图 1：公司 2021 年收入构成



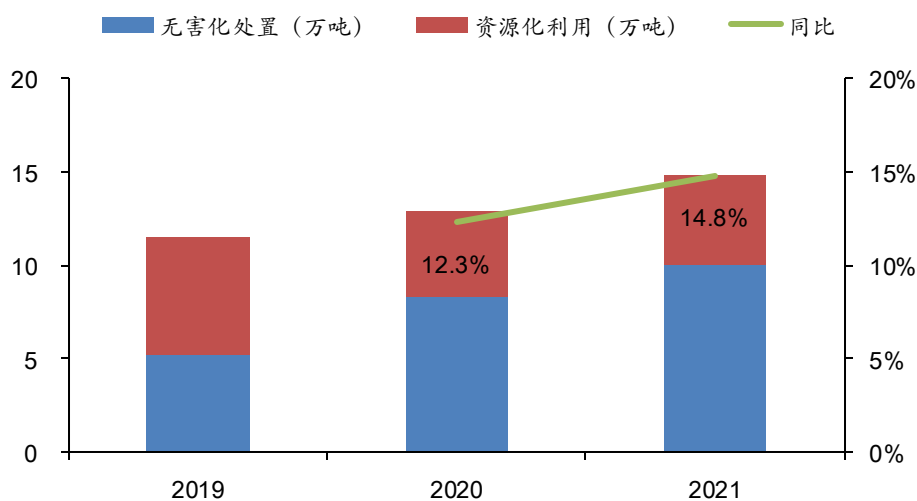
资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

图 2：公司主要盈利模式



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

图 3：公司近三年危废处理量与同比增速

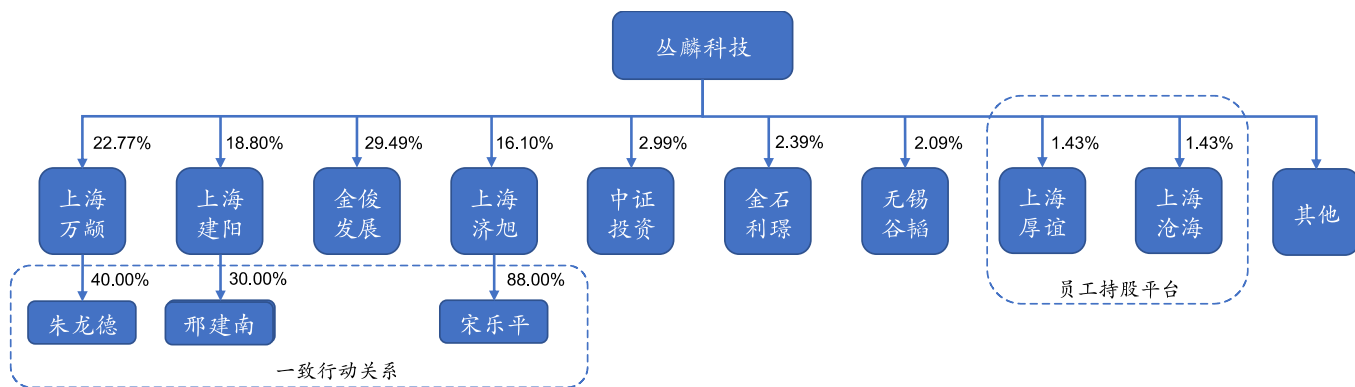


资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

宋乐平、朱龙德、邢建南为共同实际控制人，公司给予员工充分的股权激励。根据公司招股书披露，截至 2022 年 8 月 19 日，公司前四大股东为金俊发展、上海万颀、上海建阳和

上海济旭，分别持有公司 29.49%、22.77%、18.80%和 16.10%的股份；宋乐平、邢建南、朱龙德签订《一致行动协议》成为公司共同实际控制人，三人分别通过上海济旭、上海建阳、上海万颢间接持有公司 14.17%、5.64%、9.11%的股份，其中董事长宋乐平为环境工程博士，具备丰富环保科研与产业经验。此外，分别有 45 名与 40 名员工通过上海沧海与上海厚谊两大员工持股平台持有公司股份，公司给予员工充分的股权激励。

图 4：公司股权结构

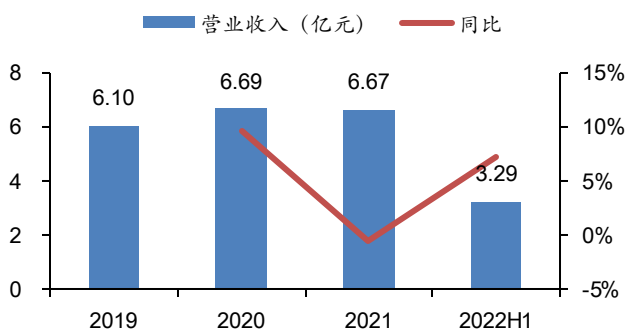


资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

1.2. 业绩受行业竞争影响略有波动，现金流表现强劲

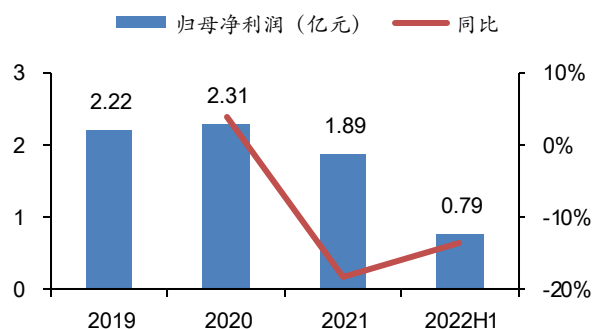
公司近三年收入稳中有增，行业竞争影响毛利率趋势。根据招股书披露，随着公司产能扩张下危废处理量上升，营业收入从 2019 年的 6.1 亿元稳步增长至 2021 年的 6.67 亿元，2022 年上半年公司实现营收 3.29 亿元，同比增长 7.3%。随着山西、山东、江苏项目贡献业绩，公司收入有望维持增长态势。近三年公司归母净利润分别为 2.22 亿元、2.31 亿元、1.89 亿元，利润端波动主要由于近年危废行业产能扩张、竞争加剧导致整体毛利率与净利率呈现下滑趋势。据招股书披露，公司近三年毛利率水平整体较高，分别为 55.63%、52.86%、48.97%，高于同业可比水平。未来在一些产能过剩、竞争激烈的省份，随着落后产能逐步出清，行业盈利水平有望回升到正常水平。

图 5：公司近三年营业收入与同比增速



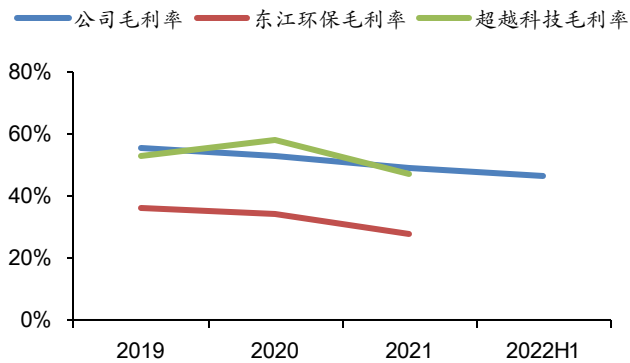
资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

图 6：公司近三年归母净利润与同比增速



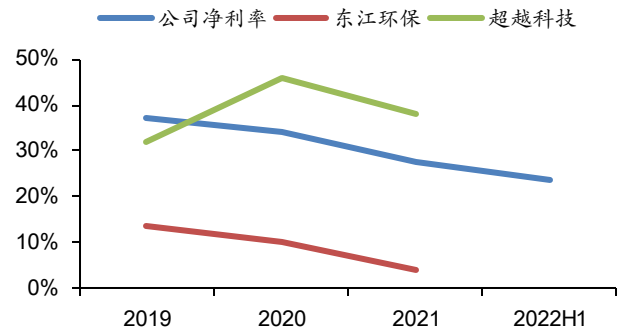
资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

图 7：公司近三年毛利率水平与同业可比



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

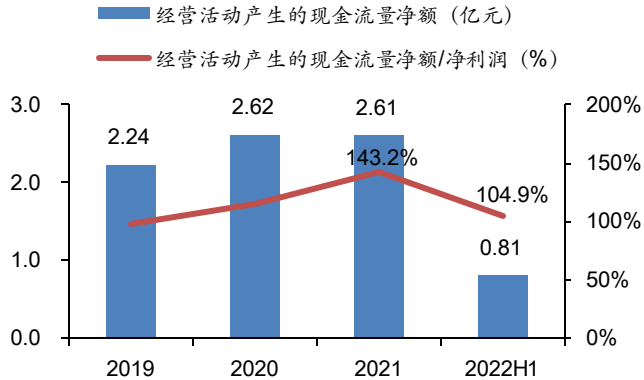
图 8：公司近三年净利率水平与同业可比



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

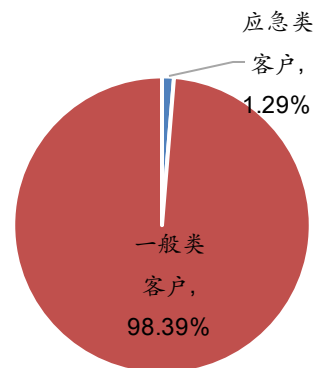
业务模式以 To B 为主，应收账款周转表现良好、经营性现金流充沛。公司下游客户主要分为一般类客户与应急类客户，一般客户为常规企业，应急类客户为政府单位。根据招股书统计，2021 年公司一般类客户占比高达 98.39%，常规产废企业贡献绝大部分收入。以 To B 为主的业务模式使得公司回款情况较好，近三年平均应收账款周转天数为 63.16 天，且呈现稳步下降态势，2021 年为 58.04 天。良好的回款情况为公司带来充沛的现金流，根据招股书数据，近两年公司经营性现金流量净额超 2.5 亿元，2021 年经营性现金流量净额达净利润的 1.42 倍，充沛的现金流为公司后续进一步产能扩张打下基础。

图 9：公司近三年经营性现金流情况



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

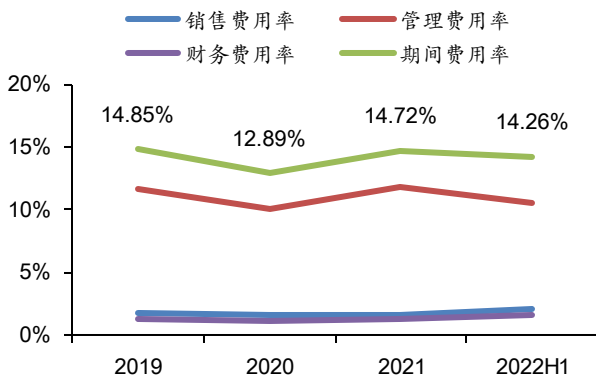
图 10：2021 年不同客户类别销售金额占比



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

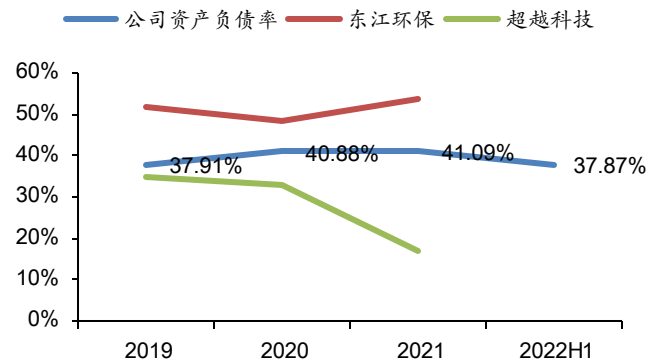
期间费用率与资产负债情况稳定。根据招股书数据，公司近年来销售费用率与财务费用率较低且保持稳定，2021 年分别为 1.64% 和 1.26%；管理费用率略有波动但始终维持在 12% 以下。此外，公司近年资产负债率维持在 40% 左右，符合行业整体水平。

图 11：公司近三年费用率情况



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

图 12：公司近三年资产负债率与同业可比



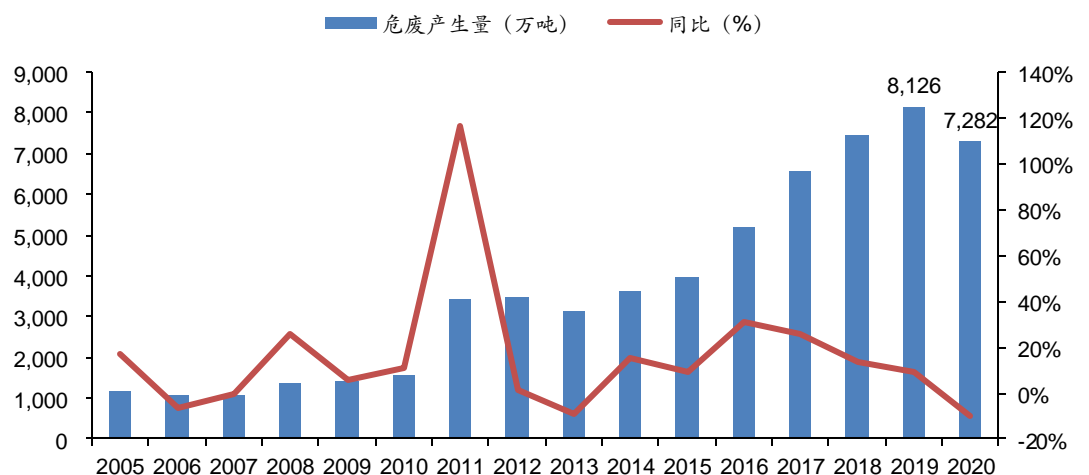
资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

2. 危废行业有望步入整合期，公司扎根上海具备较强区位优势

2.1. 复盘我国危废行业发展历程，市场竞争加剧有望步入整合期

危废处理需求历经高增阶段，现或已步入平稳期。我国危废处理行业需求端主要经历三大历史节点：1) 2013 年《关于办理环境污染刑事案件适用法律若干问题的解释》（“两高”司法解释）出台，明确非法排放、倾倒、处置危废三吨以上即可入刑，根据生态环境部统计，2014 年危废产生量达 3633.5 万吨，分别同比增长 15.1%；2) 2016 年随着《固体废物污染环境防治法》的修改和以及“两高”司法解释的进一步修订与完善，生态环境部会同公安部联合开展打击涉危险危废环境违法犯罪行为专项行动，危废整体监管进一步趋严，危废产生量同比增长 31.3%，达 5219.5 万吨，危废处理行业步入高速发展阶段，2015-2019 年复合增长率高达 19.6%；3) 2017 年起需求端整体增速放缓，2020 年危废产生量为 7281.8 万吨，同比下滑 10.4%，预计未来需求端将步入平稳期。2020 年受疫情影响，危废产生量同比下滑 10.4%。

图 13：2005-2020 年我国工业危废产生量与同比增速

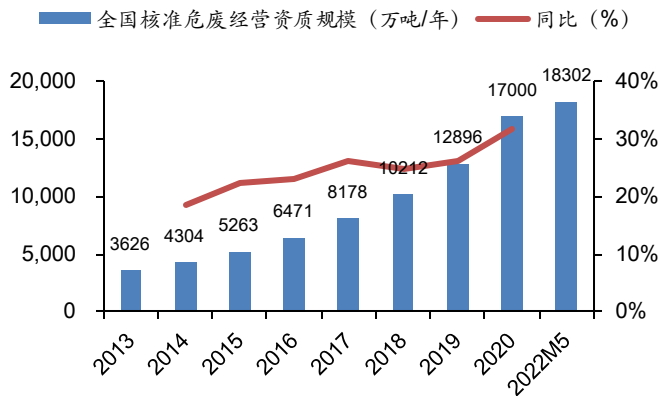


资料来源：生态环境部，安信证券研究中心

近年行业产能扩张迅速，竞争加剧影响危废处置价格。从供给端来看，自 2016 年“两高”司法解释修订带来危废放量后，市场吸引了众多参与者，例如地产板块龙头之一雅居乐大踏步进军危废处置行业，据雅居乐年报披露，2018 年其产能为 270 万吨/年，增速高达 74.2%。危废经营许可证核准进程加速，危废处置行业产能实现快速扩张。据生态环境部统

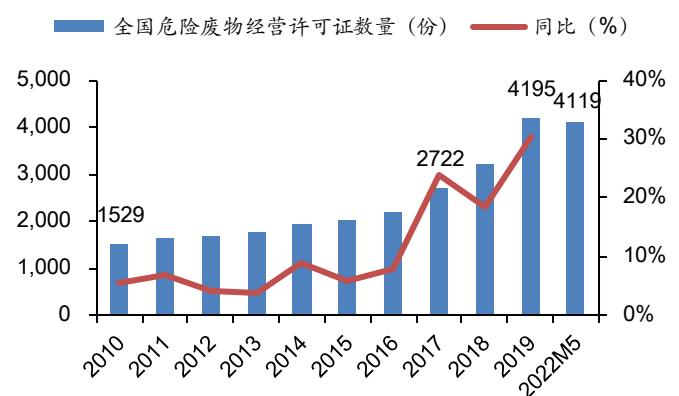
计，2019 年全国危废许可证数量高达 4195 份，2016-2019 年复合增速为 24.1%；全国危废核准经营规模从 2016 年的 0.65 亿吨/年增长至 2020 年的 1.7 亿吨/年，四年复合增速高达 27.3%。需求提升叠加产能扩张，2016 年后我国危废利用处置量步入高增期，根据生态环境部数据，2015-2019 年复合增速达 30.1%。

图 14：近十年我国危废核准经营规模与同比增速



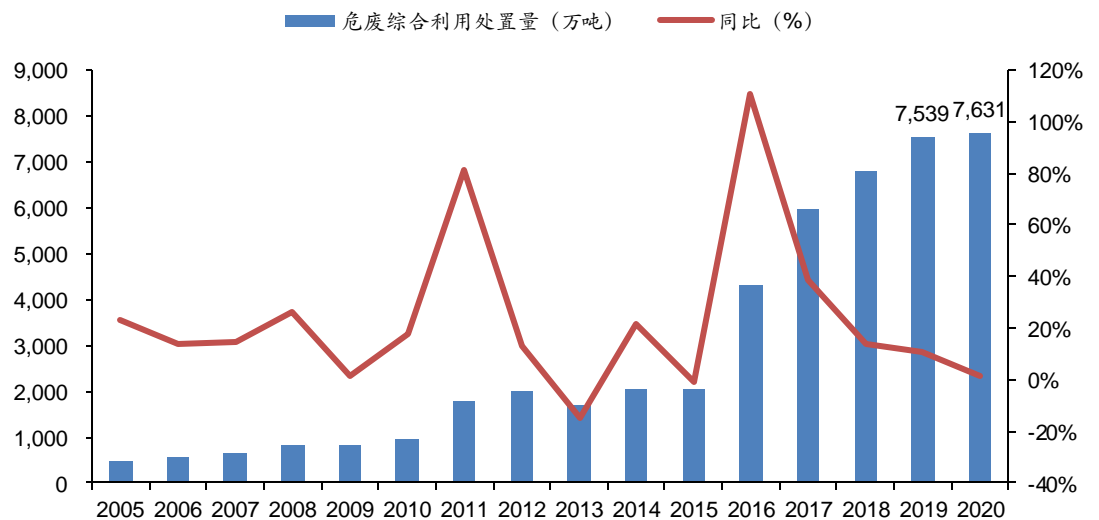
资料来源：生态环境部，危废技术网，安信证券研究中心

图 15：近十二年我国危废经营许可证数量与同比增速



资料来源：生态环境部，危废技术网，安信证券研究中心

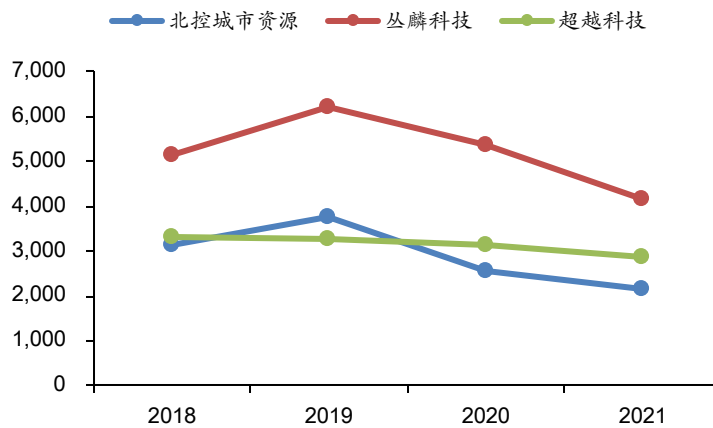
图 16：2005-2020 年我国工业危废综合利用处置量与同比增速



资料来源：生态环境部，安信证券研究中心

近年来受制于危废处置需求增速放缓、供给端产能快速扩张，危废处置市场竞争加剧。产能利用率出现下滑趋势，据生态环境部统计，2020 年危废处理量仅占核准经营产能的 44.9%，产能过剩情况显现。此外，激烈市场竞争下，行业整体处置价格由高位回落，收运成本也有所增加。以业内代表公司超越科技、丛麟科技、被控城市资源为例，近三年无害化处置单价均呈现明显下滑趋势。据东江环保年报披露，2021 年危废行业无害化处置价格平均跌幅超 20%，资源化收运折率平均上浮 5% 以上。危废处置行业竞争加剧影响企业盈利能力。

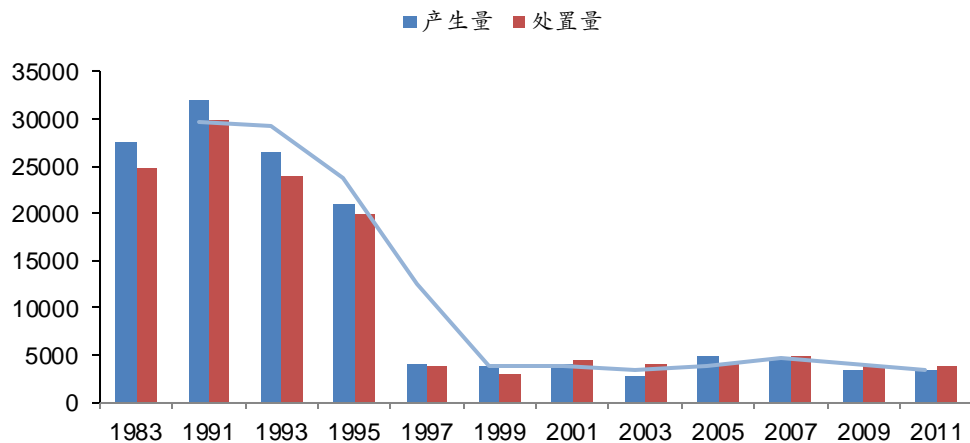
图 17: 行业代表公司近四年无害化处置价格趋势 (元/吨)



资料来源: 各公司公告, 安信证券研究中心

以美国为借鉴, 红海阶段或为必经之路, 我国危废处置行业的盈利能力有望迎来触底反弹。美国危废处置行业主要经历了三大发展阶段: 1) 1980-1990 年代《资源保护与回收法》等多个法案的出台推动了危废行业的产生与发展, 有资质、有废物处置经验的大型企业占据先机, 专业危废处置公司起步并迅速实现地理与业务扩张; 2) 1990-2000 年代, 危废企业发展遭遇红海, 1991 年美国共有近 4000 家危废处理公司, 竞争相当激烈, 产能过剩明显, 产业并购机会大增, 行业逐渐步入整合期; 3) 二十一世纪初至今, 美国危废产业来到一个更加成熟的黄金时期, 政府危废资质审批进程减缓, 市场规模趋于稳定, 几家危废企业通过并购, 市场集中度不断提升, 据公司招股书披露, 2017 年美国危废处理公司仅有 1000 家左右, 且 CR10 的市占率超 90%。

图 18: 美国危废产生量与处置量 (万吨)



资料来源: EPA, 安信证券研究中心

参照美国危废行业发展历程, 我国目前所处的红海阶段为行业发展必由之路, 未来将逐渐步入整合期, 企业盈利能力有望回升。目前我国危废处理行业呈现“散、小、弱”的特征, 据公司招股书披露, 行业龙头东江环保 2020 年的资质产能利用率仅为 40.54%, 市占率约 1%。一方面, 激烈的竞争与持续走低的处置价格将使得一部分规模较小的危废企业盈利能力下降甚至出现亏损进而退出市场; 另一方面, 我国政策持续发力, 推动行业整合进程, 例如 2019 年《关于提升危险废物环境监管能力、利用处置能力和环境风险防范能力的指导意见》出台, 鼓励危废龙头公司通过兼并重组等方式做大做强, 推行危废的专业化、规模化利用, 支持大型企业集团跨区域统筹布局, 集团内部共享危险废物利用处置设施。从数据上看,

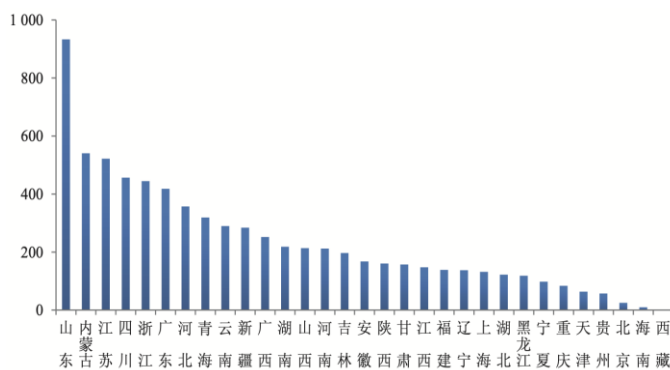
我国供给端增速放缓确有显现，根据危废技术网统计，截至 2022 年 5 月，我国危废经营许可证数量为 4119 份，较 2019 年底有所下降，危废核准经营规模增速也显著放缓。未来随着监管趋严、市场逐步出清、技术逐步成熟、龙头企业市占率提升，危废处理费有望回归正常水平，公司盈利能力有望回升，行业或将触底反弹。

2.2. 危废行业区域性差异显著，公司扎根上海具备区位优势

危废处置市场区域性差异显著。从危废处理需求来看，受经济发展程度与优势产业影响，不同地区危废产生量差异较大，根据生态环境部发布的《中国生态环境统计年报》，2020 年山东的危废产量最高，占全国危废产量的 12.8%，内蒙古、江苏、四川、浙江次之，占比分别为 7.4%、7.2%、6.3%、6.1%。

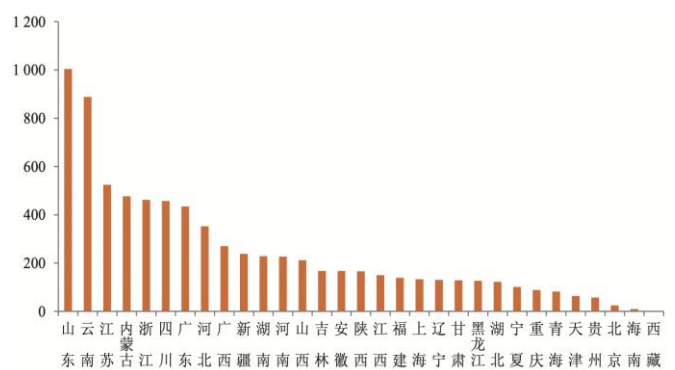
从危废处理产能来看，各地情况差异也较大。例如，浙江、山东等省份产能总体较大，其中山东危废审批相比其他省份更宽松、速度更快，许可证数量从 2018 年的 117 份快速增长至目前的 591 份，增长超 4 倍，核准产能规模从 2018 年的 642.59 万吨/年增长至目前的 2324.56 万吨/年，增长超 2.5 倍；而上海、山西等省份产能规模远小于山东，其中上海危废处置市场参与者较少且增速较慢，截至目前仅有 32 家公司获得了危废经营许可，全市总危废核准处理规模为 112.94 万吨/年，仅为山东的 1/20。因此，根据智通财经调研，目前山东、广东等地区产能过剩情况较为严重，今年危废焚烧处置费目前已跌至 2000-3000 元/吨，较 2017 年跌幅超 50%；而上海、山西等地处置费仍处于较高位。

图 19：2020 年各省份工业危险废物产生量（万吨）



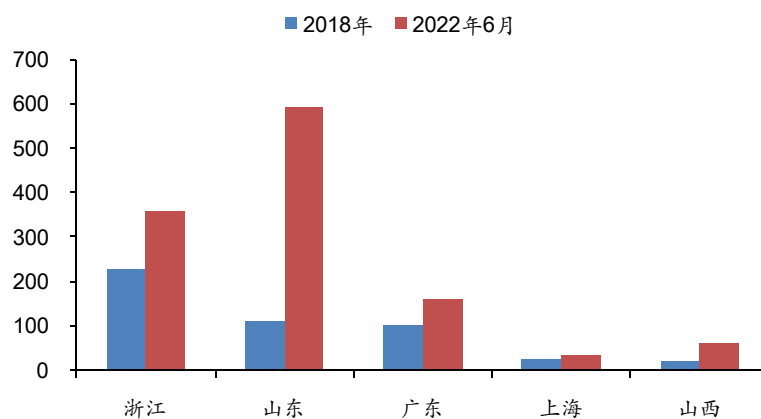
资料来源：《2020 年中国生态环境统计年报》，安信证券研究中心

图 20：2020 年各省份工业危险废物利用处置量（万吨）



资料来源：《2020 年中国生态环境统计年报》，安信证券研究中心

图 21：截至 2018 年底与 2022 年 6 月危废经营许可证数量（份）



资料来源：各省生态环境部官网，安信证券研究中心

公司主要项目位于上海，具备有利区位优势。丛麟科技以其子公司上海天汉起家，受益于上海所带来的区位优势。一方面，上海地区危废许可企业数量较少、总产能较低，市场竞争相对缓和，公司近年平均处置单价以及毛利率水平较高，据招股书披露，2021 年公司无害化与资源化平均处置单价分别为 4157 元/吨与 5192 元/吨，毛利率分别为 49.85%与 39.85%，均远高于其他地区市场平均情况。另一方面，上海地区为高新技术企业与科研单位聚集地，信息技术、高端装备、新材料、新能源、生物医药等企业与各大科研单位、高校均有较高的危废处理需求，公司凭借技术优势与中芯国际、华虹半导体、上海先进半导体、特斯拉（上海）、合全药业（药明康德）等多家知名企业建立了良好的合作关系。据招股书披露，目前公司累计服务客户超 6000 余家。

3. 危废“综合处理大卖场”模式优势显著，产能异地扩张进程加速

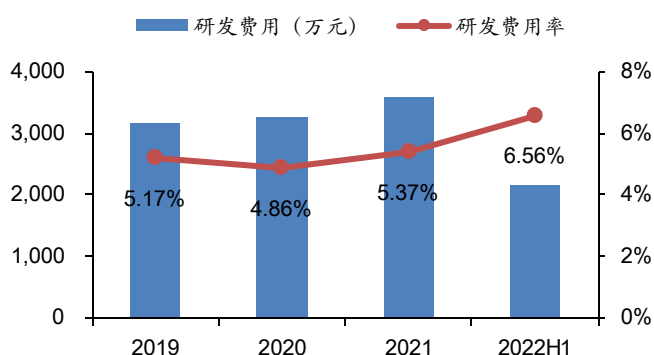
3.1. 独创“危废综合处理大卖场”模式，规模与技术优势明显

相比于其他危废处理企业，公司成为上海地区龙头主要有以下两点原因：

1) 公司具备技术优势，“一站式”危废处理独具吸引力。公司注重技术研发，据招股书披露，公司近年研发费用与研发费用率均不断增长，2021 年研发费用达 3578.11 万元，2022 年上半年研发费用率达 6.56%。高研发投入为公司带来技术优势，据招股书披露，截至目前，公司已获得专利 84 项，其中发明专利 9 项，实用新型专利 75 项，尚有 28 项发明专利在申请中，公司拥有九大工艺与多项自主核心技术，使得处理效率更高、成本投入更少、资源化产品附加值更高。例如，公司回转窑危废焚烧结焦防控及在线清灰清渣技术使得焚烧装置可连续运行 230 天以上，单次耐材寿命长达 18 个月。

一方面，公司凭借其九大工艺技术优势，具备较强的综合处理能力。根据公司招股书披露，公司目前可处理 46 大类中的 42 大类危废，以上海天汉为例，上海目前仅有上海天汉可同时处理多达 32 大类危险废物，覆盖上海可处理大类的 70%以上，远高于规模排名第二的公司（24 种）；此外上海天汉可资源化利用 25 大类危险废物，同样在上海占据领先地位。一站式的危废处理服务使得客户更加省心，不需要将不同品类的危废分别找公司处置，同时，公司依托其先进技术，可处理一些单价更高但种类较杂较难处置的危废，例如实验室危废等，因此公司和多家高新技术企业与科研单位建立起了良好的合作关系。据招股书披露，公司近三年危废处理率高达 106.47%、99.96%、96.82%。另一方面，公司凭借技术优势，资源化产品种类丰富。公司资源化产品涵盖新包装容器、十余类有机溶剂产品、无机盐类产品、基础油产品、金属类产品等，有利于公司资源化产品销售。

图 22：公司近三年研发费用与研发费用率情况



资料来源：公司招股书，萝卜投资，安信证券研究中心

图 23：公司九大工艺



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

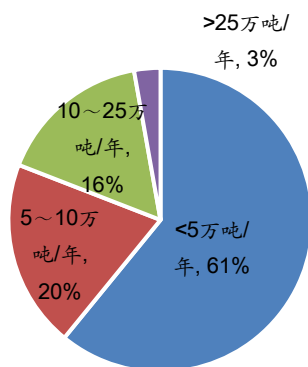
表 1：公司核心自主研发技术

处置类型	核心技术	公司技术特点与先进性
资源化利用	废有机溶剂资源化利用工艺技术	(1) 依托自主开发的废有机溶剂生产装置实验室模型测试系统、自主定制化关键装备、高效共沸剂等的应用，达到处理效率提升 30%以上，共沸剂使用量减少了 25%；(2) 通过自主含氮废有机溶剂实现高效资源化技术，可实现产品异味消除，并同步实现氮的资源化利用；(3) 通过与危废焚烧设施耦合净化废有机溶剂资源化过程二次污染技术实现二次污染净化效率均达 99.9%以上。
资源化利用	废包装容器再生回收工艺及关键技术装备	(1) 实现高风险类废包装容器的安全回收。与同行业相比，含砷类废包装容器回收成本降低 50%；(2) 提高成品废包装回收循环利用率 50%以上，克服二次污染问题，生产效率 80 只/小时，综合能耗不高于 5 千瓦/只，钢材表面损耗不高于 3%的工艺目标，同时减少 30%人工需求。
资源化利用	含铜废液深度净化循环再生工艺关键技术	(1) 技术适应能力强，实现了湿法冶金技术处理高含铜、强氧化的酸碱性废液行业突破；(2) 设备自动化程度高，实现全液相自动化萃取操作；(3) 萃取过程油液两相掺混时间 90s 即可满足萃取分相要求；2 次逆流萃取即可将氨铜络合溶液中液相铜离子浓度从 30g/L 降低至 500ppm 以下，操作人员配置要求每班不超过 3 人即可满足处理量超过 8,000 吨/年的生产能力；(4) 资源化产品达到电镀级硫酸铜及 99.9%的阴极铜质量水平，产品附加值大幅提升。
无害化处置	回转窑危废焚烧结焦防控及在线清灰清渣技术	(1) 实现焚烧系统超长周期运行、有效降低运行成本方；(2) 单线焚烧炉处置能力达到 180 吨/日，焚烧系统连续运行时间超过 230 天，耐材寿命达到 18 个月以上。根据目前业内已有报告危废焚烧炉连续运行时间为 130 天，目前公司焚烧炉连续运行时间超过此报告时间的 75%以上，耐材使用寿命也高于同地区其他危废焚烧炉耐材使用寿命至少 30%。
资源化利用	危废焚烧烟气低成本协同处理工艺技术	烟气处理成本低，实现了湿法烟气处理工艺废水“零排放”，与传统湿法烟气零排放工艺相比，成本优势显著；与同类型的零排放工艺相比，成本降低 75%左右。

资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

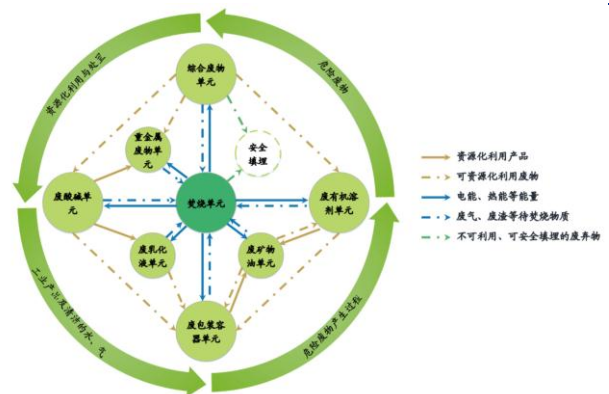
2) 公司具备规模经济效益。据招股书披露，目前上海天汉的处置规模高达 23 万吨/年+ 废包装 18 万只/年，在上海市排名第一，领先第二名公司 11 万吨/年。从全国范围内来看，公司规模依旧处于领先地位，根据危废技术网统计，截至 2022 年 5 月我国危废许可证核准处置能力超过 25 万吨/年的资质数仅占 3%，平均每份资质规模仅为 4.44 万吨/年，公司单体项目规模遥遥领先。公司凭借各技术工艺间的协同实现规模经济效益，例如，公司资源化利用所产生的臭气等废弃物将直接进入公司内部无害化处置流程；焚烧过程中产生的热能通过余热锅炉转化为蒸汽，为资源化利用提供热能以及为厂区提供给电能等。公司凭借其规模优势与多种工艺，实现危废处置良性循环系统，相较于规模较小、工艺较少的企业具备成本优势。

图 24：截至 2022 年 5 月我国危废资质单体规模分布情况



资料来源：危废技术网，安信证券研究中心

图 25：公司具备可循环的危废处置生态系统模式



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

3.2. 复制上海经验，异地产能扩张进程加速

异地扩张初现成效，短期业绩贡献确定性强。近年公司以上海天汉为起点，大力推进异地产能扩张，将上海经验与模式复制到全国。公司依托其山东环沃、蓬莱蓝天、盐城源顺、夏县众为子公司，目前在山东、江苏、山西三地均有项目布局，根据各子公司危废经营许可证公示，三地许可处理量分别为 19.5 万吨/年、1.5 万吨/年、4.5 万吨/年，目前均已建成达产，其中山东与山西项目于今年下半年开始贡献业绩，因此公司短期业绩增长确定性较强。

图 26：公司项目地区分布情况



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

表 2：公司已投产项目情况梳理

子公司名称	持有股份比例	所在地	产能（许可处理量）情况					合计（万吨/年）	
			无害化处置产能		资源化利用产能				
			焚烧（万吨/年）	填埋（万吨/年）	利用废油泥（万吨/年）	废乳化液类（万吨/年）	物理化学处置（万吨/年）		废包装容器再生（万只/年）
上海天汉	100%	上海	10				13	18	23
山东环沃	51%	山东	8		5	4	1	80	18.5
盐城源顺	80%	江苏	1.5						1.5
夏县众为	80%	山西	1.5	3					4.5
蓬莱蓝天	80%	山东		1					1
合计（万吨/年）			21	4	5	4	14	98	48.5

资料来源：公司招股书，各子公司危险废物经营许可证，安信证券研究中心

募投项目有望贡献中长期业绩增量。公司本次募集资金主要用于产能扩建与流动资金补充，据招股书披露，四大募投项目合计拟新建产能 73.5 万吨/年+废包装容器 133 万只/年，总投资 17.68 亿元，其中上海新建产能 27 万吨/年+废包装容器 40 万只/年，山东新建 37.5 万吨/年+废包装容器 80 万只/年，山西新建 9 万吨/年+废包装容器 3 万只/年；建设周期为 1-2 年，预计将于 2024 年前建成投产，进一步为公司业绩打开增长空间。

表 3：公司募投项目情况

项目名称	实施主体	计划总投资（亿元）	拟新建产能	项目建设周期（月）
上海临港地区工业废物资源化利用与处置示范基地再制造能力升级项目	上海天汉	5.16	27 万吨/年+废包装容器 40 万只/年	24
阳信县固体废物综合利用二期资源化项目	山东环沃	3.52	37.5 万吨/年+废包装容器 80 万只/年	21
运城工业废物综合利用处置项目	夏县众为	3.50	6 万吨/年（其中焚烧 3 万吨/年，固化+安全填埋 3 万吨/年）+废包装容器 3 万只/年	18
运城工业废物综合利用处置基地刚性填埋场项目	夏县众为	5.50	3 万吨/年	12
合计		17.68	73.5 万吨/年+废包装容器 133 万只/年	

资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

4. 投资建议

我们预计公司 2022 年-2024 年的收入分别为 8.74 亿元、11.05 亿元、15.30 亿元，增速分别为 31.1%、26.4%、38.5%，2022 年-2024 年的净利润分别为 2.25 亿元、2.52 亿元、3.11 亿元，增速分别为 19.0%、11.8%、23.5%，成长性突出；首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 48.14 元。

5. 风险提示

- 1) **行业竞争加剧。**危废行业竞争加剧将导致处置价格下滑，影响公司盈利能力。
- 2) **规模扩张进展不及预期。**公司未来发展依赖产能扩张进程，若未来募投项目产能爬坡不及预期，则影响公司业绩增速。
- 3) **产业政策变动。**危废处置行业与政策关联性强，今年国家陆续出台相关政策推动行业发展，未来环保产业政策方向若发生变动，可能影响公司业绩。

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034