

公司研究

机械设备/专用设备/环保机械

中创环保（300056）

——危废环保助力，滤料龙头卸下包袱再上征程

主要观点：

◆**股权结构稳定，剥离亏损业务，经营情况大幅改善。**1) 上海中创入主公司，股权稳定。目前上海中创持有公司 19.96% 的股权。公司第二大股东丘国强与上海中创签署了《表决权委托协议》，上海中创目前持有公司 29.93% 的表决权。同时丘国强已经与中创尊汇（上海中创为中创尊汇的全资控股子公司）签署《股份转让协议》，股份过户手续正在办理之中。2) **剥离亏损业务，公司业绩大幅好转。**2019 年公司以资产置换的方式剥离了厦门珀挺，置入了江西祥盛，进入危废处理行业，同时清空了北京洛卡股权。2020 年度公司营业收入 18.24 亿元，同比增长 23.63%，净利润 2093.59 万元实现扭亏为盈。2021Q1 公司在剥离了贸易板块情况下实现营业收入 2.93 亿元，同比增长 3.03%，实现净利润 1220.76 万元。

◆**滤料行业龙头，工业滤料营收毛利率稳定，依托技术积累开拓民用市场。**高温烟气处理行业，公司凭借技术和品牌优势在电力行业稳居国内前两名，非电领域稳居前五名。2017-2020 年公司滤料板块分别实现收入 2.97、3.18、3.59、3.00 亿元，毛利率水平为 26.21%、29.51%、29.94%、29.15%，毛利率水平高出 A 股同业上市公司 4-5Pct。传统滤料行业当前进入行业瓶颈，竞争激烈，公司依托技术积累研发出空气净化和水处理产品。新冠疫情背景下，公司瞄准市场痛点，开发可高温红外消毒的大型空气净化产品，能够实现 99.99% 的广谱消毒效率，同时滤材能够重复使用，相比于市面产品可以大幅减少后期成本。水净化领域公司完成了生活污水、工业污水、农村污水、排海口处理四个应用场景的技术储备。公司的空气净化产品未来有望实现快速增长。

◆**危废处理持续扩产，2021 年有望实现营收、毛利双升。**目前公司子公司江西祥盛环保的危废处置核准规模为 5 万吨/年。中创瑞平水泥窑协同处置固体废物建设项目已经获得环评批复，目前正在建设之中，预计 2021 年建成，建成后含危废处理产能 6 万吨/年。江西耐华贵金属综合利用项目处于建设之中，预计今年四季度投产，投产后包含贵金属危废处理产能 3000 吨/年。中创

主要数据(截至6月16日收盘):

当前股价	6.16 元
投资评级	增持
评级变动	首次
总股本	3.85 亿股
流通股本	3.85 亿股

长城国瑞证券研究所

分析师：

黄文忠

huangwenzhong@gwgsc.com

执业证书编号：S0200514120002

联系电话：0592-5162118

地址：厦门市思明区莲前西路 2 号莲富大厦 17 楼

长城国瑞证券有限公司



固渭陕西渭南市华州区工业废弃物资源化利用与处理处置项目处于项目规划阶段，一期建设规模为 10 万吨/年。到 2021 年末公司拥有的危废处置实际产能将达到 11.3 万吨/年。受疫情和换证影响，江西祥盛 2020 年危废处理量 14647.21 吨，同比下降 62%，2021 年公司危废处理业务回归正常，目前在手危废处理订单 40350 吨。同时 2020 年公司危废处理业务毛利率 14.74%，远低于同业水平，以江西祥盛 2016-2019 年的经验看，毛利率水平在 25%-30%，随着公司经营恢复正常，2021 年毛利率有望修复。

◆**环卫一体化板块采取错位竞争策略，布局上游环卫设备。**公司将环卫一体化板块作为未来增长的核心版图。目前在手订单总价 10494 万元，年服务金额 3498 万元。公司采取错位竞争策略，瞄准二线及以下城市环卫一体化市场。同时投资旬阳宝通，涉足上游环卫车辆、环卫设备的生产制造，实现上下游协同，有利于公司降低成本，提高营运效率。

投资建议：

我们预计公司 2021-2023 年的净利润分别为 0.80/1.59/1.87 亿元，EPS 分别为 0.21/0.41/0.49 元，当前股价对应 P/E 分别为 30/15/13 倍。目前环保工程及服务行业 P/E (TTM，剔除负值) 中位数为 20 倍，考虑到公司的危废处理产能将会在 2021-2022 陆续释放；环卫一体化业务将进一步拓展；国内疫情已经基本控制，滤料板块业务将会迎来修复，未来收入保持稳定；空气净化产品在技术上的诸多优势，未来会给公司提供新的动力；可给予一定的溢价。我们首次覆盖给予其“增持”投资评级。

风险提示：

未决诉讼赔偿风险；应收账款回收风险；同业竞争风险；业务拓展不及预期；原材料供应及价格变动风险。

主要财务数据及预测

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,824.39	1,594.98	2,718.62	3,238.05
增长率(%)	23.63	-12.57	70.45	19.11
净利润(百万元)	20.94	79.94	159.01	187.40
增长率(%)	204.03	281.82	98.92	17.86
EPS(元/股)	0.05	0.21	0.41	0.49
市盈率(P/E)	113.42	29.71	14.93	12.67
市净率(P/B)	2.45	2.20	1.91	1.66

数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所



目 录

1 高温滤料龙头，整理行囊再出发.....	6
1.1 高温滤料龙头，逐步转型为综合性环保服务商.....	6
1.2 第一阶段：依托技术和产品优势，营收和毛利快速增长.....	7
1.3 第二阶段：战略转型期，经营模式改变叠加公司治理问题使得公司业绩承压.....	9
1.4 第三阶段：卸下包袱再出发，公司治理恢复正常，剥离亏损业务，业绩超预期增长..	11
2 滤料市场竞争加剧，公司依托技术积累开拓民用市场.....	14
2.1 滤料市场：电力行业滤料市场趋于饱和，市场规模增长主要由非电行业驱动.....	14
2.2 行业集中度低，竞争激烈，公司凭借多年深耕稳居电力行业头部.....	17
2.3 依托工业除尘滤料领域的技术积累，积极向民用领域水过滤、空气净化进行延伸.....	19
3 危废处置市场空间广阔，公司危废处理产能持续扩张.....	21
3.1 危废处理缺口较大，行业格局分散.....	21
3.2 扩张危废处置产能，毛利率具有提升空间.....	22
4 环卫市场空间广阔，公司订单实现突破.....	23
4.1 环卫市场空间广阔，轻资产运营模式现金流稳定.....	23
4.2 环卫订单实现突破，重点发力二线及以下城市.....	24
5 盈利预测.....	26



图目录

图 1: 公司目前涉及的业务领域.....	6
图 2: 2016-2020 公司的主营业务构成.....	6
图 3: 中创环保发展历程.....	7
图 4: 公司滤料销售收入与毛利率.....	8
图 5: 公司 2006-2014 年研发支出.....	8
图 6: 公司 2006-2014 年净利润.....	8
图 7: 滤料收入占营业收入比重.....	9
图 8: 公司 2006-2014 年 ROE.....	9
图 9: 2015-2019 年公司现金流情况.....	9
图 10: 2015-2019 年公司主营业务收入结构.....	9
图 11: 2015-2019 年费用情况.....	10
图 12: 2016 年公司股权结构.....	10
图 13: 2015-2019 年净利润.....	10
图 14: 2015-2019 年公司应收账款.....	10
图 15: 2015-2018 厦门珀艇营收和净利润.....	11
图 16: 2015-2018 北京洛卡营收和净利润.....	11
图 17: 目前公司股权结构.....	12
图 18: 袋式除尘示意图.....	14
图 19: 公司滤袋产品.....	14
图 20: 滤料行业产业链.....	14
图 21: 滤料行业市场规模市场.....	16
图 22: 2019 年电力行业滤料市场份额.....	17
图 23: 2019 年非电行业滤料市场份额.....	17
图 24: A 股可比上市公司滤料板块收入.....	19
图 25: A 股可比上市公司滤料板块毛利率.....	19
图 26: 公司空气净化产品.....	20
图 27: 我国危险废物结构比例.....	21
图 28: 2016-2019 我国危废产生量和综合处置量.....	21
图 29: 2006-2019 危险废物许可证数.....	22
图 30: 2015-2020 环卫市场中标金额.....	24
图 31: 环卫上市公司经营现金流流入/营业收入.....	24
图 32: 旬阳宝通股权结构.....	25



表目录

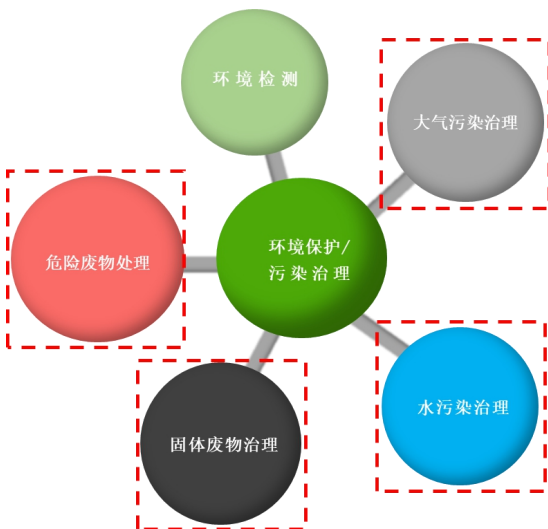
表 1: 2019-2020 公司剥离处置子公司.....	12
表 2: 2019-2020 公司取得子公司.....	13
表 3: 第二期员工持股计划业绩考核要求.....	13
表 4: 2019-2021 年各地政府环保政策.....	15
表 5: 公司近五年参与制订的国家/行业标准.....	18
表 6: 公司水处理技术特点.....	20
表 7: 危险废物分类.....	21
表 8: 江西祥盛危废处理量预测.....	23
表 9: A 股可比上市公司危废处置收入及毛利率.....	23
表 10: 公司在手环卫订单.....	24
表 11: 盈利预测 (单位: 百万元)	26

1 高温滤料龙头，整理行囊再出发

1.1 高温滤料龙头，逐步转型为综合性环保服务商

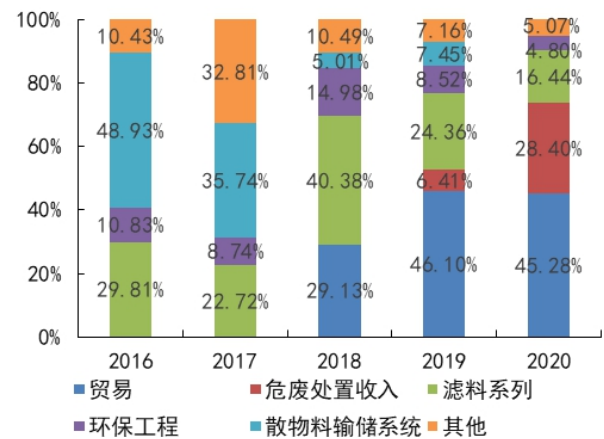
公司成立于2001年，于2010年在创业板上市，是国内最早上市的高温袋式过滤除尘企业。公司通过创新驱动发展，成为我国高性能滤料的领跑者，通过研发形成了从常规纤维滤料到超细、异型等特种纤维滤料的系列产品。主要产品包括聚四氟乙烯针刺毡（PTFE）、聚苯硫醚针刺毡（PPS）、聚酰亚胺针刺毡（PI）和偏芳族聚酰胺针刺毡（MX）等。在国内高性能高温滤料市场份额中排名第三，国内企业第一名。目前，公司通过滤料行业的优势地位和技术积累，加大研发力度，将工业用高温滤料拓展至民用空气净化，污水处理等领域，相关产品已经推向市场。公司近年来通过收购、设立子公司的方式拓展危废固废处置、城乡环卫一体化服务等新的业务增长点。目前公司实现了集大气污染治理、危险废物处理、固体废物治理、水污染治理、城乡环卫一体化于一体的综合性环保服务提供商。

图 1：公司目前涉及的业务领域



数据来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

图 2：2016-2020 公司的主营业务构成



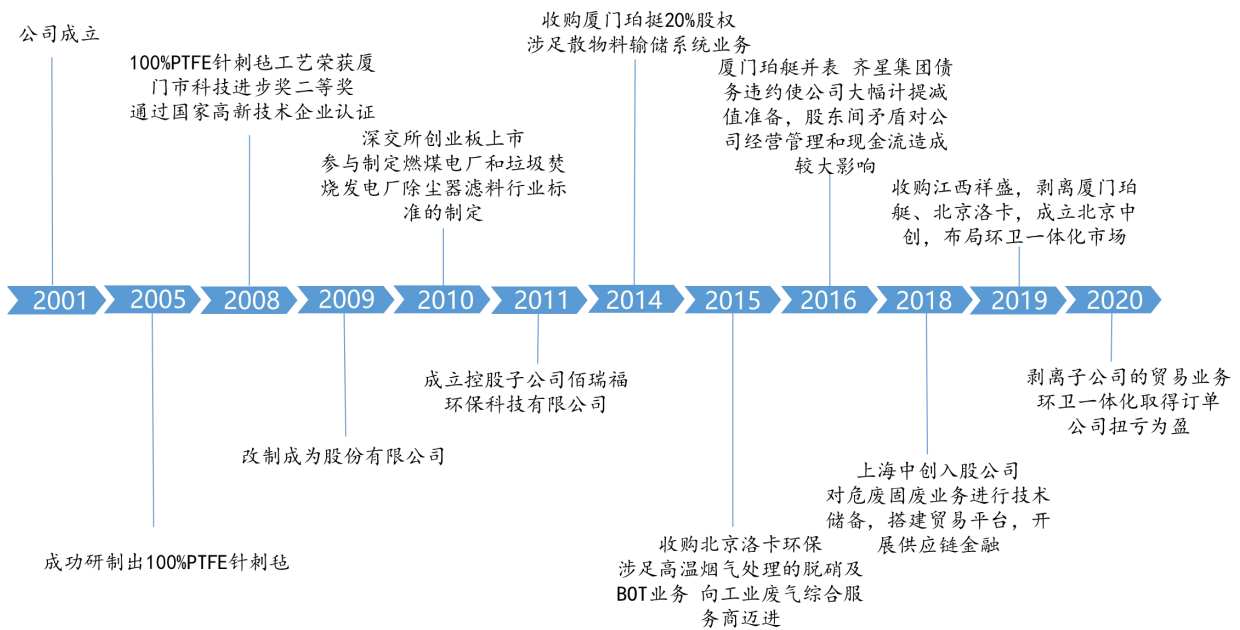
数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

通过对公司发展历程进行梳理，我们将公司的发展分为三个阶段：**第一阶段为快速发展期（2001-2014）**，凭借技术和产品优势，以及公司对滤料市场的深耕，公司快速成为国内高温滤料市场行业龙头。**第二阶段为战略转型期（2015-2019）**，此阶段由于高温滤料行业的竞争加剧，滤料业务增速放缓，公司通过资产收购布局散物料运输以及烟气脱硝等业务，以谋求新的增长



点。在转型初期公司获得了较快的营收和净利润增速，但随后公司的股权分散使得内控制度出现重大问题，对公司的经营产生较大影响，新业务开始出现亏损。**第三阶段为卸下包袱再出发（2020-至今）**，随着中创入主公司，稳定管理结构，使得公司的经营步入正轨。公司开始剥离亏损的业务板块，布局危废、固废处理及环卫一体化业务，同时依托在滤料行业的技术优势向民用水净化和空气净化延伸，向综合环保服务商迈进。我们认为危废、固废处理和环卫一体化市场空间广阔，将为公司的振翅飞翔提供充足的动力，同时在滤料民用板块的布局也将为公司提供新的增长点。

图 3：中创环保发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，长城国瑞证券研究所

1.2 第一阶段：依托技术和产品优势，营收和毛利快速增长

依托先发优势，进行技术和产品创新，成为国内滤料企业龙头。公司在成立之初主要代理国外品牌滤料，积累了客户资源和工程应用经验。2003年公司通过自主研发和校企合作等形式进行高性能高温滤料产品的研究开发，多项技术弥补了国内空白，推出了“普耐”品牌滤料，成为国内火力发电行业高性能高温滤料市场份额第三名，国内滤料企业第一名，此阶段公司不断加大研发投入，2006-2014年研发支出的CAGR为134.83%。技术创新和产品优势推动公司的营业收入快速增长，2006-2014年，公司的滤料销售收入CAGR为135.98%，同时公司滤料业务的毛利率也从2006年的15.32%上升至2014年的33.71%。公司的净利润也随之快速增长，CAGR为153%。2012年净利润的大幅下降在于公司在2011年向银行借款开始建设300万平方米高性能

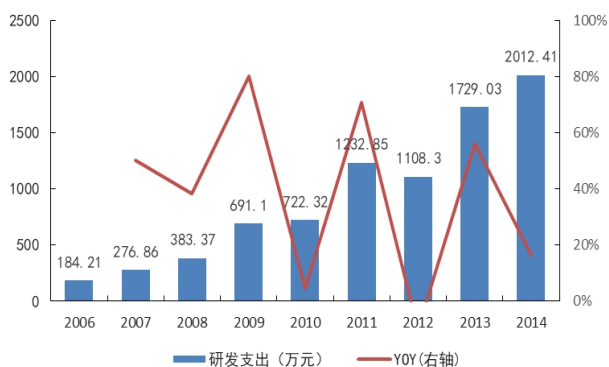
能微孔滤料产线，财务费用在 2012 年确认以及股权激励取消导致的管理费用大幅增加。在此阶段，滤料收入占公司营业收入一直保持在 90%以上的水平，公司在滤料市场的蓝海获得较快的增长，并未开辟新的赛道。

图 4：公司滤料销售收入与毛利率



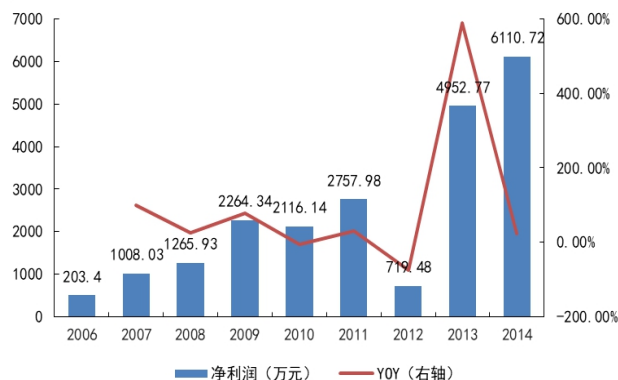
资料来源：公司公告，公司官网，长城国瑞证券研究所

图 5：公司 2006-2014 年研发支出



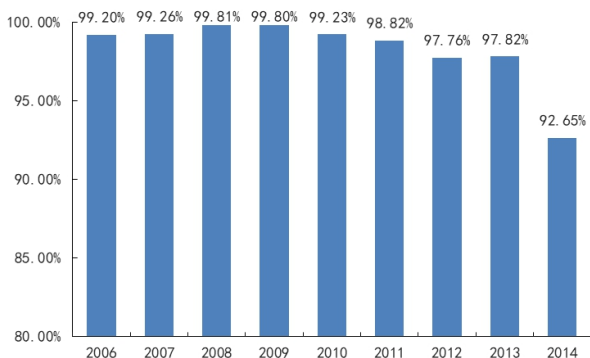
资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

图 6：公司 2006-2014 年净利润



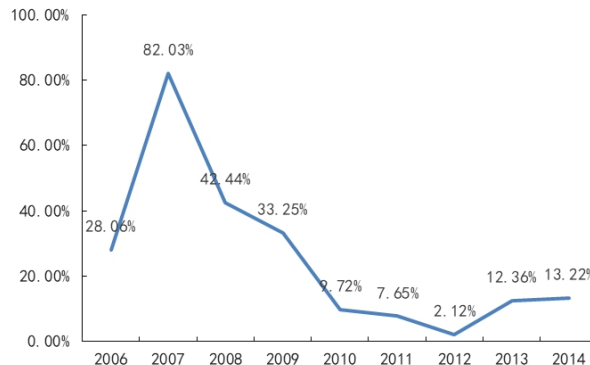
资料来源：Wind、长城国瑞证券研究所

图 7：滤料收入占营业收入比重



资料来源：Wind、长城国瑞证券研究所

图 8：公司 2006-2014 年 ROE



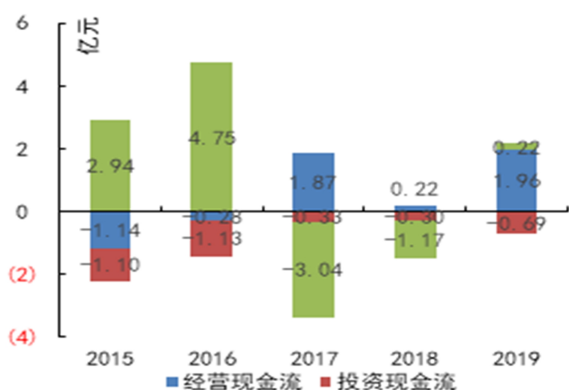
资料来源：Wind、长城国瑞证券研究所

1.3 第二阶段：战略转型期，经营模式改变叠加公司治理问题使得公司业绩承压

随着高温滤料行业的竞争加剧，公司在滤料业务的营业收入和毛利率出现下降，公司开始通过外延并购的方式寻找新的增长点，营业结构出现较大的改变。

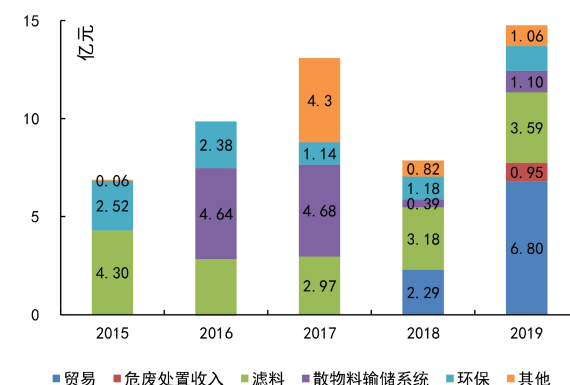
业务模式改变，公司经营现金流恶化，三费快速增长。2015 年公司收购北京洛卡环保，开始由高温烟气除尘向烟气脱硝和环保工程 BOT 业务延伸，滤料的营业收入占比开始下降。不同于滤料的研发、生产、销售的业务模式，BOT 业务项目前期对于资金的需求较大，收入在合同期限内分期确认，因此对公司现金流的运用和项目风险控制提出较高的要求。2016 年公司收购厦门珀挺进入散物料输储业务领域。厦门珀挺的业务分布主要集中于海外，同时珀挺的业务模式为 BT，需要前期投入资金进行项目建设，并随项目建设进度分阶段结算，公司经营现金流出现净流出。为此公司的进行了较多的筹资活动，使得公司的财务费用快速增长，新的业务使得公司的销售费用和管理费用也快速增长，2016 年的期间费用增长率达到峰值的 69.35%。

图 9：2015-2019 年公司现金流情况



资料来源：Wind、长城国瑞证券研究所

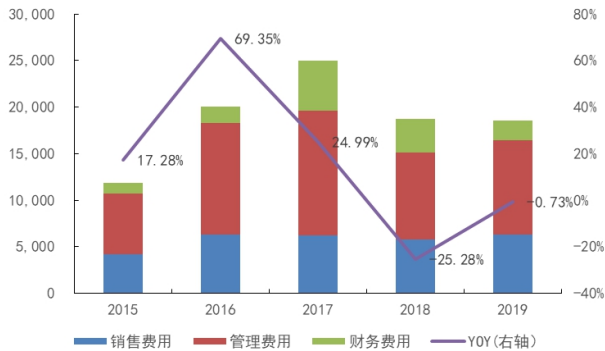
图 10：2015-2019 年公司主营业务收入结构



资料来源：Wind、长城国瑞证券研究所

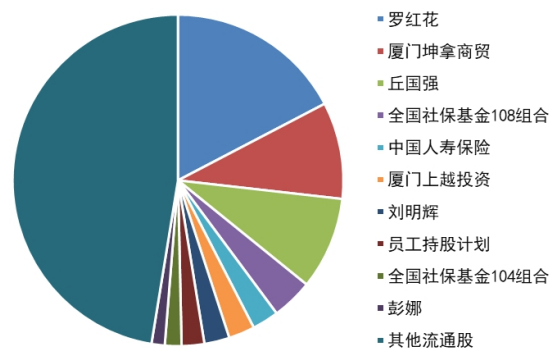


图 11：2015-2019 年费用情况



资料来源：Wind、长城国瑞证券研究所

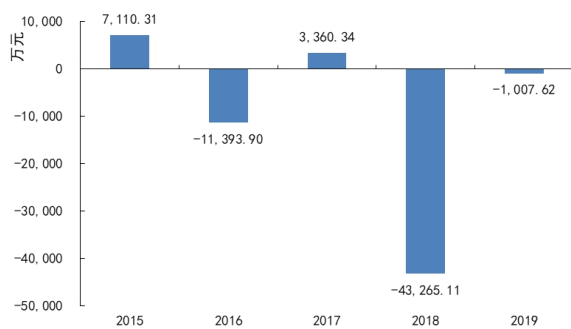
图 12：2016 年公司股权结构



资料来源：Wind、长城国瑞证券研究所

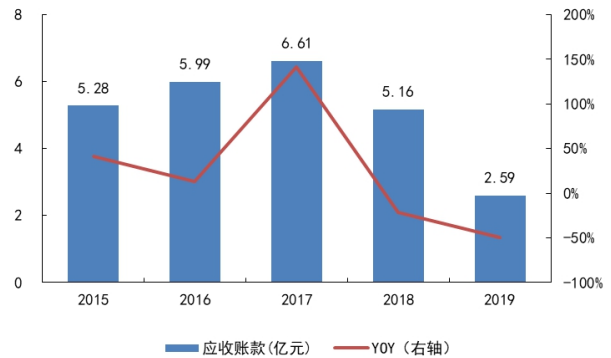
股权相对分散使得公司治理和内控制度出现较大问题，大股东控制权之争严重影响公司业绩。公司 2016-2017 年出现了频繁的高管人事变动，对公司的银行授信产生了较大的影响，筹资现金流连续两年为负，新业务输血来源受阻。受此影响，2018 年公司的营业收入同比下降了 39.92%，多年出现亏损，应收账款也出现较大的增幅。收购的两家子公司厦门珀挺和北京洛卡也出现亏损。因此，我们认为一个稳定股权结构和管理层对公司的发展至关重要。

图 13：2015-2019 年净利润



资料来源：Wind、长城国瑞证券研究所

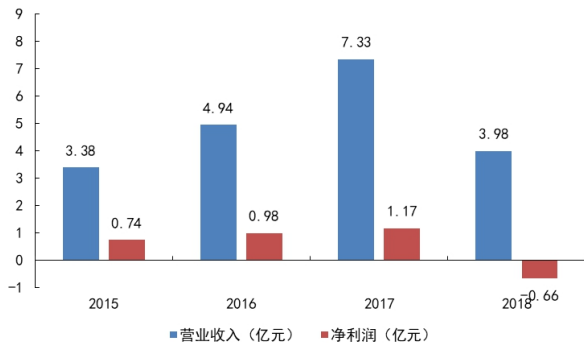
图 14：2015-2019 年公司应收账款



资料来源：Wind、长城国瑞证券研究所

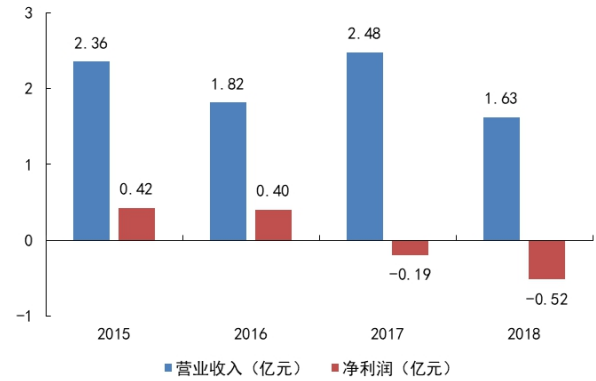


图 15：2015-2018 厦门珀艇营收和净利润



资料来源：Wind、长城国瑞证券研究所

图 16：2015-2018 北京洛卡营收和净利润

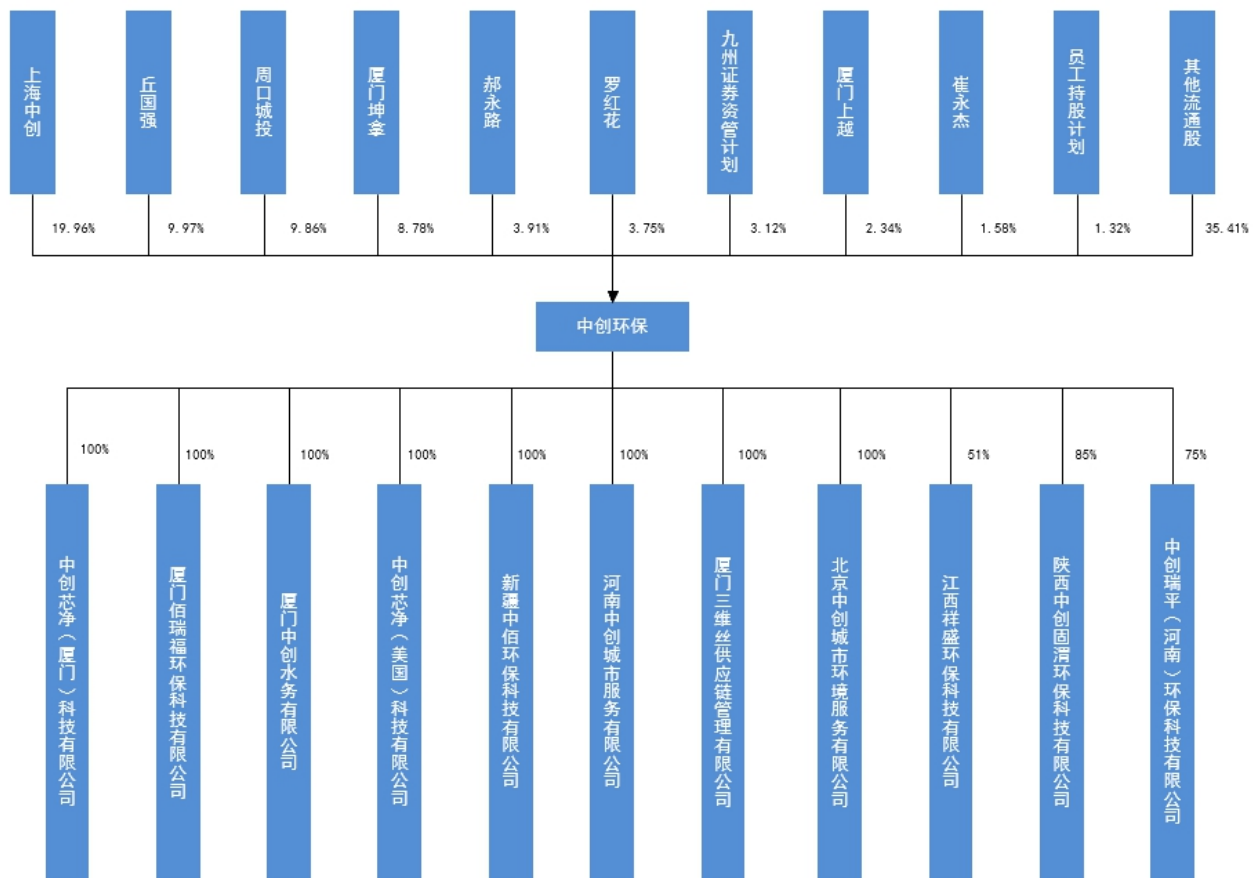


资料来源：Wind、长城国瑞证券研究所

1.4 第三阶段：卸下包袱再出发，公司治理恢复正常，剥离亏损业务，业绩超预期增长

中创入主，公司股权结构稳定，公司治理重新步入正轨。2018 年上海中创入股公司，并逐渐成为第一大股东，目前上海中创持有公司 19.96% 的股权。同时公司第二大股东丘国强于 2018 年 5 月 14 日与上海中创签署了《表决权委托协议》，将其持有的公司股份表决权委托给上海中创。目前，丘国强已经与中创尊汇（上海中创为中创尊汇的全资控股子公司）签署《股份转让协议》，将自己持有的全部公司股份转让给中创尊汇，股份过户手续正在办理之中。本次交易结束后，上海中创将持有公司 29.93% 的股权。根据公开消息，目前持有 9.86% 股权的第三大股东周口城投是上海中创引入的战略投资者，和上海中创在公司战略上保持高度一致。

图 17：目前公司股权结构



资料来源：Wind、长城国瑞证券研究所

剥离亏损的业务板块，聚焦滤料、危废固废处理、环卫一体化业务，业绩超预期增长。2019-2020 公司对下属子公司进行了重大的调整。首先剥离了亏损的子公司厦门珀挺、北京洛卡；其次处置了与主营业务无关的子公司，剔除了贸易板块和生物质发热业务，对业务进行聚焦；最后，通过收购和设立的方式拓展危废、固废处理和环卫一体化的业务规模。2020 年度公司营业收入 18.24 亿元，同比增长 23.63%，净利润 2093.59 万元，扭亏为盈。2021Q1 公司在剥离了贸易板块之后实现营业收入 2.93 亿元，同比增长 3.03%，实现净利润 1220.76 万元。

表 1：2019-2020 公司剥离处置子公司

公司名称	处理方式	处置时间	处置原因
珀挺机械工业(厦门)有限公司	置换剥离	2019	剥离亏损业务
北京洛卡环保技术有限公司	股权转让	2019	剥离亏损业务
文安县众鑫生物质供热有限公司	股权转让	2020	剥离与主营无关的业务
中创环保(新疆)科技有限公司	控制权转移	2020	剥离贸易业务



中油三维石化（大连）有限公司	母公司中创环保（新疆）被转让	2020	剥离贸易业务
----------------	----------------	------	--------

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

表 2：2019-2020 公司取得子公司

公司名称	处理方式	处置时间	持有股权比例	取得/设立动机
江西祥盛环保科技有限公司	置换取得	2019	51%	增加盈利，进入危废处置领域
陕西中创固渭环保科技有限公司	投资设立	2020	85%	开拓危固废业务领域
中创瑞平（河南）环保科技有限公司	股权受让	2019	75%	开拓危固废业务领域
江西进取环保科技有限公司	股权受让	2020	26%	开拓固废处理业务
衡水顺安城市环境服务有限公司	投资设立	2020	100%	新增环卫运营项目，扩大环卫服务板块
旬阳中创绿色城市环境服务有限公司	投资设立	2020	100%	新增环卫运营项目，扩大环卫服务板块
中创芯净（厦门）科技有限公司	投资设立	2020	100%	拓宽公司业务，公司正式进入空净行业

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

员工持股计划绑定核心骨干，反映公司未来发展速度。2020 年 10 月公司实施第二期员工持股计划，参加对象包括：1) 公司高级管理人员；2) 公司总部总监、副总监级管理人员及公司全资子公司的高级管理人员；3) 公司、公司全资子公司的核心骨干员工；4) 经公司董事会认定有重要贡献的其他员工。本次员工持股计划的业绩设置三个解锁期，业绩考核上要求在 2021、2022、2023 年三年的业绩每年增长 20% 以上或者净利润分别达到 1 亿、1.5 亿和 2 亿。员工持股计划一定程度上反应公司对于未来三年的经营情况有较好的预期，有利于改善公司治理水平，健全公司长期、有效的激励约束机制，提高职工的凝聚力和公司竞争力，促进公司长期、持续、健康发展。

表 3：第二期员工持股计划业绩考核要求

解锁期	业绩考核要求
第一个解锁期	2021 年业绩比 2020 年增长 20% 或者 2021 年净利润 1 亿以上
第二个解锁期	2022 年业绩比 2021 年增长 20% 或者 2022 年净利润 1.5 亿以上
第三个解锁期	2023 年业绩比 2022 年增长 20% 或者 2023 年净利润 2 亿以上

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

2 滤料市场竞争加剧，公司依托技术积累开拓民用市场

2.1 滤料市场：电力行业滤料市场趋于饱和，市场规模增长主要由非电行业驱动

滤料是工业烟气袋式除尘设备的核心组件，工作原理是当含尘气体通过滤袋时，依靠滤袋作为过滤介质，通过筛分、惯性、黏附、扩散和静电等作用对粉尘进行捕集，粉尘被阻留在滤袋的表面，洁净气体则通过滤袋纤维间的缝隙排走，从而达到分离含尘气体粉尘的目的。主要应用于电力、钢铁、水泥、垃圾焚烧等行业的烟气除尘。根据工作环境分为高温滤料和常温滤料。高温滤料应用于高温烟气领域，工作环境温度在 130℃ 以上，须有长期稳定保持耐高温、耐腐蚀的性能。同时由于不同行业的特点，高温滤料所适用的工作环境差异较大，生产厂商需要满足不同工况的需求。这使得高温滤料行业具有一定技术壁垒。

图 18：袋式除尘示意图

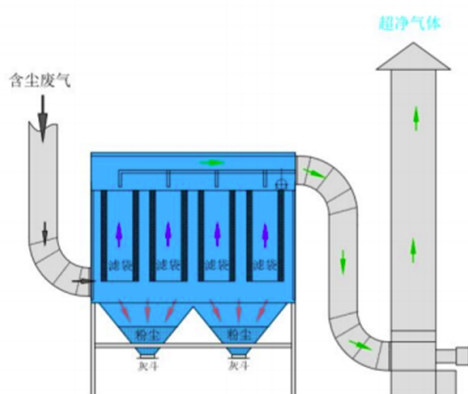


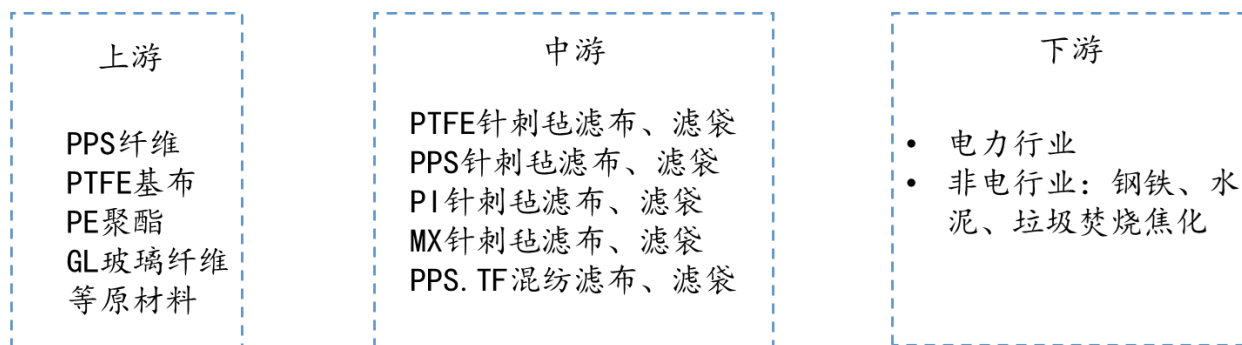
图 19：公司滤袋产品



资料来源：公开资料整理、长城国瑞证券研究所

资料来源：招股说明书、长城国瑞证券研究所

图 20：滤料行业产业链



资料来源：招股说明书、长城国瑞证券研究所

电力行业新增需求见顶。火电厂排放的烟尘是我国的主要大气污染源，控制火电厂烟尘排



放是保护生态环境的重要措施之一，因此火电厂一直是高温除尘滤料的主要下游需求之一。2015年环境保护部、国家发展和改革委员会、国家能源局印发的《全面实施燃煤电厂超低排放和节能改造工作方案》，要求到2020年，全国所有具备改造条件的燃煤电厂力争实现超低排放（即在基准氧含量6%条件下，烟尘、SO₂、NO_x排放浓度分别不高于10mg/m³、35mg/m³、50mg/m³）。据国家生态环境部统计，国家持续推进燃煤电厂超低排放改造，截至2019年末全国达到超低排放限制的煤电机组约8.9亿千瓦，占全国煤电总装机容量的86.3%，电力行业的超低排放改造已经基本完成。同时根据国家能源局发布的2019年全国电力工业统计数据显示，火电发电设备容量为119,055万千瓦，较2018年增长4.1%，新增火电装机容量4,092万千瓦。电力行业增量需求见顶，存量更换需求来自于已完成超低排放改造的设备后续更换。

政策驱动非电行业带来增量市场需求。1) **钢铁行业：**2019年生态环境部发布《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》，钢铁现有企业以及在用锅炉，执行二氧化硫、氮氧化物、颗粒物和挥发性有机物特别排放限值，推动现有钢铁企业超低排放改造。意见要求到2020年底前，重点区域钢铁企业超低排放改造取得明显进展，力争60%左右产能完成改造，有序推进其他地区钢铁企业超低排放改造工作；到2025年底前，重点区域钢铁企业超低排放改造基本完成，全国力争80%以上产能完成改造。2) **水泥行业：**2013年12月环境保护部会同国家质检总局发布了《水泥工业大气污染物排放标准》（GB4915—2013），在此基础上各省近年又出台了各省级标准。据中国水泥协会信息研究中心初步统计，2019年全国新点火水泥熟料生产线共有16条，新点火熟料设计产能2372万吨/年。截止到2019年底，全国新型干法水泥生产线累计1624条，设计熟料产能维持在18.2亿吨，实际年熟料产能依旧超过20亿吨，超低排放改造空间巨大。3) **垃圾焚烧行业：**2014年5月发布的《生活垃圾焚烧污染控制标准（GB18485-2014）》明确要求，生活垃圾焚烧炉排放烟气中颗粒物限值为30mg/m³（1小时均值）和20mg/m³（24小时均值）。垃圾焚烧烟气治理难度大，工况复杂，面对严格的排放指标，垃圾焚烧发电主动通过增加烟气治理设备，以达到排放限值，未来超低排放改造市场巨大。

表4：2019-2021年各地政府环保政策

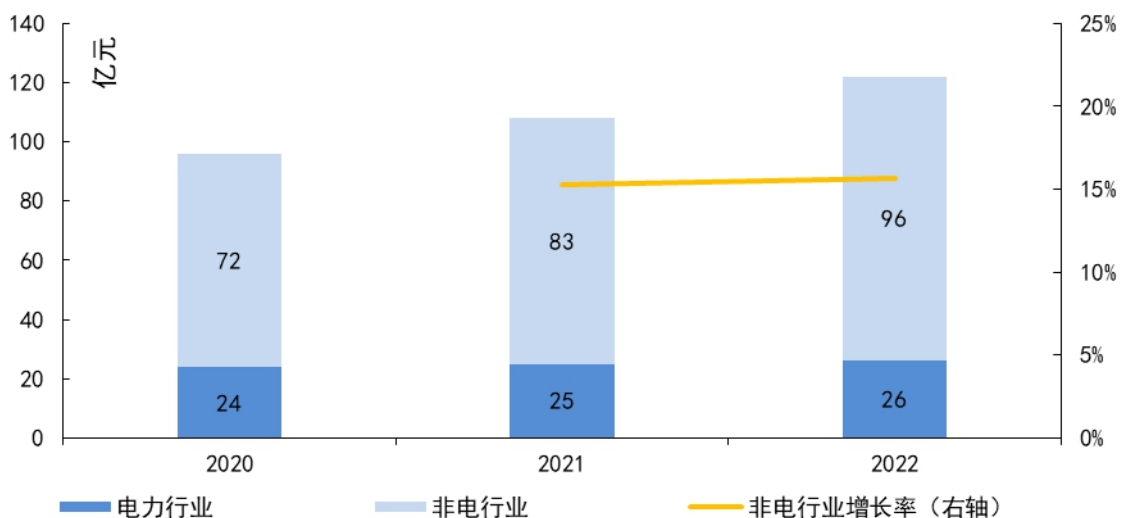
序号	政策名称	发布时间	主要内容
1	《宁夏回族自治区水泥行业烟气超低排放改造实施方案》	2021.02.23	要求宁夏全区所有水泥企业均纳入超低排放改造范围，力争用两年时间，在2022年底全部完成改造并投入运行；停产水泥企业在实施烟气超低排放改造后投入生产。



2	《浙江省水泥行业超低排放改造实施方案》	2020. 11. 12	到 2022 年底前，浙江省水泥企业完成无组织排放控制和大宗物料产品清洁运输改造，有组织排放控制达到阶段性超低排放水平；到 2025 年 6 月底前，全面完成超低排放改造。
3	《河南省水泥行业超低排放改造实施方案（征求意见稿）》	2020. 06. 01	新建企业自本标准实施之日起，现有企业自 2021 年 1 月 1 日起，执行规定的大气污染物排放限值。颗粒物、二氧化硫、氮氧化物、氟化物、汞及其化合物排放浓度小时均值分别不高于 10、35、100、3、0.05mg/m ³ 。
4	《安徽省水泥工业大气污染物排放标准》	2020. 03. 23	安徽省内水泥企业有组织排放的颗粒物、二氧化硫和氮氧化物排放限值分别为 10mg/m ³ 、50mg/m ³ 、100mg/m ³ ，为目前执行的国家《水泥工业大气污染物排放标准》（GB4915-2013）特别排放限值的 50%、50%、31.2%。
5	《海南省生活垃圾焚烧污染控制标准》	2020. 01. 03	2023 年 12 月 31 日前，现有生活垃圾焚烧炉排放烟气中污染物浓度执行 GB18485-2014 中规定的限值；自 2024 年 1 月 1 日起，所有生活垃圾焚烧炉排放烟气中污染物浓度中颗粒物、氮氧化物、二氧化硫不得超过 10mg/m ³ 、150mg/m ³ 、30mg/m ³ （1 小时均值）。
6	《工业炉窑大气污染综合治理方案（环大气〔2019〕56 号）》	2019. 07. 01	工业炉窑装备和污染治理水平明显提高，实现工业行业二氧化硫、氮氧化物、颗粒物等污染物排放进一步下降，促进钢铁、建材等重点行业二氧化碳排放总量得到有效控制，推动环境空气质量持续改善和产业高质量发展。
7	《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见（环大气〔2019〕35 号）》	2019. 04. 28	到 2020 年底前，重点区域钢铁企业超低排放改造取得明显进展，力争 60% 左右产能完成改造，有序推进其他地区钢铁企业超低排放改造工作；到 2025 年底前，重点区域钢铁企业超低排放改造基本完成，全国力争 80% 以上产能完成改造。

资料来源：政府网站，长城国瑞证券研究所

图 21：滤料行业市场规模市场

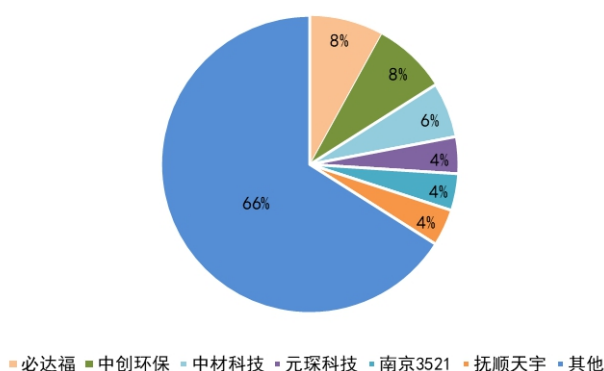


资料来源：中国环境保护产业协会袋式除尘委员会、长城国瑞证券研究所

2.2 行业集中度低，竞争激烈，公司凭借多年深耕稳居电力行业头部

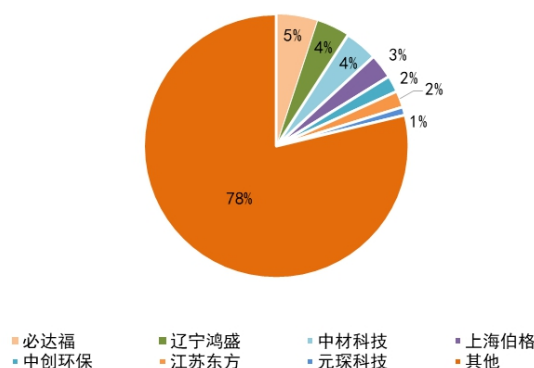
除尘滤料市场较为分散，行业集中度低，竞争激烈。根据中国环境保护产业协会袋式除尘委员会的统计国内从事袋式除尘行业的注册企业近 170 家，分布在全国 26 个省（直辖市），其中科研、高校和主机企业近 50 家，纤维和滤料 100 余家，配件和测试仪器共 10 余家。电力行业 CR5 为 30%，有 66% 的市场被中小厂商所占据。非电行业的竞争格局更加分散，78% 的份额被其他中小厂商占据，CR5 为 16%。

图 22：2019 年电力行业滤料市场份额



资料来源：袋式除尘委员会、长城国瑞证券研究所

图 23：2019 年非电行业滤料市场份额



资料来源：袋式除尘委员会、长城国瑞证券研究所

公司凭借技术优势和多年深耕在电力行业处于龙头地位。作为国内最早一批从事高温滤料研发、生产的企业公司在技术研发和品牌培养上形成了较高的壁垒。首先，袋式除尘器用户在袋式除尘器工程招标时，一般都会将滤袋单列一项进行技术招标，技术门槛要求较高。其次，袋式除尘器滤料生产商已取得的工程业绩是高温滤料用户选择滤料提供商的一个重要标准，因此品牌知名度对于公司业绩也有较大影响。目前，公司累计拥有有效专利权 135 项、软件著作权 8 项、注册商标 53 项。近年来公司参与了 1 项国家标准的起草，主持参与了十余项行业标准的起草。凭借着技术与品牌的积累公司在电力行业的市场份额稳居行业前两名。同时公司在非电领域保持着行业前五名的地位，由于非电行业除尘滤料相关的行业标准并不完善，导致市场竞争更加激烈，目前公司主持起草《水泥工业烟尘治理袋式除尘器用滤料》行业标准的制定，未来市场份额有望进一步提升。



表 5：公司近五年参与制订的国家/行业标准

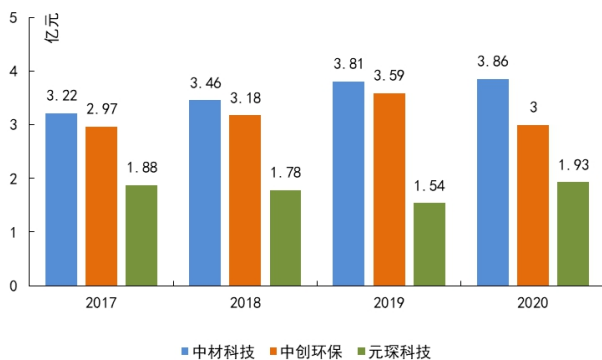
序号	政策名称	发布时间	参与程度	主要内容
1	《袋式除尘器用滤袋运行维护技术规范》	2020.12	主持起草	JB/T14089-2020。本标准是我国第一个全面涉及袋式除尘器用滤袋运行维护方面的技术标准，适用于电力、水泥、钢铁以及垃圾焚烧等行业袋式除尘器用滤袋的运行维护。
2	《除尘器过滤元件工况模拟过滤性能评价技术规范》	2020.12	主持起草	JB/T14085-2020。本标准规定滤筒/滤袋在工况条件下进行性能模拟测试评价的技术规范，适用于滤筒/滤袋的整体过滤性能的评价。
3	《袋式除尘器用滤料孔径特征的测定方法》	2020.04	主持起草	JB/T13836-2020。本标准的制定为袋式除尘器用滤料孔径的测定提供一种可行的标准方法，为袋式除尘行业新技术开发提供了必要的配套标准方法。
4	《袋式除尘器用滤料耐磨性能测定方法》	2020.04	主持起草	JB/T13837-2020。本标准的制定可为袋式除尘器用滤料耐磨性能的测定提供一种可行的标准方法，为袋式除尘行业新技术开发提供必要的配套标准方法。
5	《燃煤电厂锅炉尾气治理袋式除尘器用滤料》	征求意见阶段	标准修订	近年来，燃煤电厂锅炉尾气颗粒物的排放限值由 50mg/Nm ³ →30mg/Nm ³ （特别限值 20mg/Nm ³ →10mg/Nm ³ ）不断趋严，本标准的修订实施能进一步满足环保超低排放政策对燃煤电厂袋式除尘器用滤料的技术要求，解决标龄老化问题。
6	《工业用过滤布粉尘过滤性能测试方法》	2019.08	参与起草	GB/T 38019-2019。本标准规定了工业用过滤布粉尘过滤性能的测试方法，适用于工业气固分离用可清灰过滤布。
7	《除尘器过滤元件工况模拟过滤性能评价技术规范》	2018.08	主持起草	JB/T13559-2018。本标准制定袋式除尘器滤料高温拉伸性能测试方法，能有效模拟滤料的实际工况温度，真实地反映出滤料的使用性能，可为滤料开发过程中耐高温性能的评价、同时对发展超高温滤料提供强有力的技术支持。
8	《水泥工业烟尘治理袋式除尘器用滤料》	2018.04	主持起草	JB/T13416-2018。本标准规定了水泥工业烟尘治理袋式除尘器用滤料的产品类别、工艺选择、适用条件、技术要求、检验方法、检验规则、包装、标志、运输及贮存，可有效规范本行业的滤料选择和使用质量，引导和加强滤料生产企业的技术进步。
9	《燃煤锅炉烟气过滤用聚四氟乙烯类材料》	2017.11	参与起草	FZ/T64066-2017。本标准规定了燃煤锅炉用聚四氟乙烯(简称 PTFE)类材料，包括 PTFE 纤维、基布、微孔薄膜及滤料的有关技术要求，可为袋式除尘滤料及原材料生产单位的生产管理、质量控制、产品开发、检验检测提供指导，同时能够促进企业技术提升，规范行业竞争。
10	《火电厂袋式除尘	2018.07	主持起草	DL/T1829-2018。本标准通过制定火电厂袋式除尘

	器荧光粉检漏技术规范》			器荧光粉检漏技术规范，指导袋式除尘器用户或制造厂家根据工况和排放要求，进行荧光粉的选型，并规定了荧光粉检漏的条件和技术要求等。
11	《火力发电厂袋式除尘器用滤料技术要求》	2016.12	主持起草	DL/T1619-2016。本标准规定了火力发电厂袋式除尘器用滤袋的分类、设计要求、制作要求、检验方法、检验规则及包装、标志、贮存和运输等内容。

资料来源：公司年报，长城国瑞证券研究所

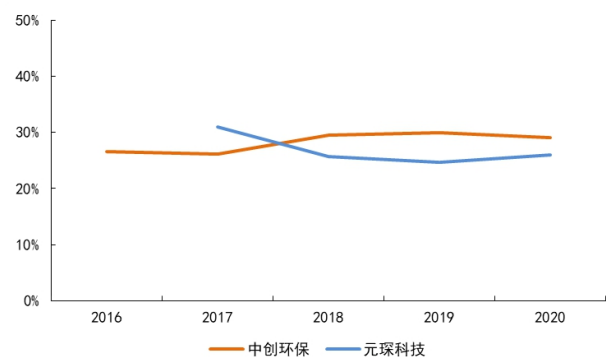
滤料板块收入稳定，毛利率水平高于同业上市公司。2017-2020 年公司滤料板块分别实现收入 2.97、3.18、3.59、3.00 亿元，毛利率水平为 26.21%、29.51%、29.94%、29.15%。毛利率水平相较于元琛科技高出 4%-5%的水平。

图 24：A 股可比上市公司滤料板块收入



资料来源：Wind、长城国瑞证券研究所

图 25：A 股可比上市公司滤料板块毛利率



资料来源：Wind、长城国瑞证券研究所

2.3 依托工业除尘滤料领域的技术积累，积极向民用领域水过滤、空气净化进行延伸

完成技术储备，相关产品逐步推向市场。最新研发专利硬挺覆膜滤料获得国家科学技术二等奖，该专利通过对硬挺滤料产品的参数变动，可以应用于造纸业、水处理设备、空气净化处理设备等非工业烟气的行业过滤领域。目前公司主要布局水处理设备和商用空气净化设备。

1) 水处理：公司布局了适用于不同工作环境的四个系列水处理设备，FTBR 河道截污自动一体化装备、MTBR 工业污水自动一体化设备、UASO 无泵微动力农村污水自动一体化设备及三维立体生态湿地技术。目前 FTBR 自动一体化装备中标厦门市马巷镇陈新村生活污水应急治理服务项目。

2) 空气净化：公司针对新冠肺炎疫情下公共场所空气净化杀菌消毒的需求，依托在高温滤料领域的积累，研发出采用耐高温滤筒与高温杀菌组件结合的空气净化器产品。能够在保证在高温红外消毒环境下，过滤材料物理化学稳定性，同时采用硬挺覆膜滤料的过滤器可重复使用，相比传统净化器可以大大节省后期维护成本。目前公司空气净化产品已经有江苏银行上海分行总部、乌鲁木齐市文化中心、北京万丰大厦等多个应用案例。公司在民用空气净化领域的创新，

有望成为取代空气滤材的革命性产品。2020 年年报公司在空气净化器的营业收入为 23.65 万元，目前正处于市场布局阶段，我们看好公司未来在空气净化领域的成长性。

表 6：公司水处理技术特点

序号	系列名称	工作特点	工作场景
1	FTBR 自动一体化设备	适用于低浓度大流量河道截污，可有效消除黑臭水体。	生活污水治理
2	MTBR 自动一体化设备	采用高阶氧化技术复合超滤技术，应用于高浓度难降解有机废水。	工业污水
3	UASO 自动一体化设备	能在实现达标排放的基础上尽最大可能减少碳排放，耗能低。	农村污水处理
4	三维立体生态湿地技术	以三维多孔丝状填料为载体，立体架设，丰富湿地微生物环境，实现高效的湿地生物涵养。	排海口治理

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图 26：公司空气净化产品



等离子消毒机



高温红外消毒灭菌基站



柜式新风系统



迪希威空气消毒机: G-1500

资料来源：公司官网，长城国瑞证券研究所

3 危废处置市场空间广阔，公司危废处理产能持续扩张

3.1 危废处理缺口较大，行业格局分散

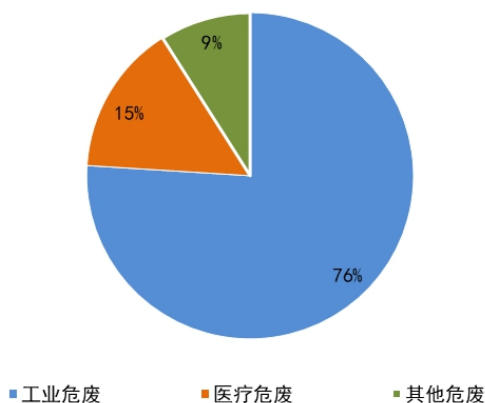
危废处理发展空间巨大。2016年《国家危险废物名录》对危险废物分为三大类：工业危险废物、医疗危险废物、其他废物。三大类中以工业危险废物为主，占据总量的76%。根据生态环境部公布的《全国生态环境统计公报》，2019年我国产生工业危险废物8126万吨，综合处置利用量7539.3万吨，缺口达586.3万吨。考虑到国内企业的瞒报、漏报行为，我国的危废产生量可能会更多。2019年我国产生工业固体废物44.1亿吨，危险废物占固体废物的比重仅为1.8%，远低于发达国家5%以上的水平。因此未来我国危废处理发展空间巨大。

表 7：危险废物分类

工业废物	有机类	废矿物油、废有机溶剂、有机树脂类废物、有机磷/氰化物、含酚/醚废物
	其他无机类	氟、氟化物、石棉制品废弃物等
	残渣类	精馏残渣、焚烧处置残渣、染料涂料废物、爆炸性废物
	金属类	含铬、铍铜、锌、镉、汞、镍、钴、钨、钼、铜、锡、磷、汞、例行铅废物
	废酸废碱	废酸液和废碱液
医疗废物	医疗卫生、制药类	医疗废物、生物制药、兽用制药、化学制药废弃物
其他废物	生活垃圾、农药类	非药品、杀虫剂、消毒剂、废油漆、农药等

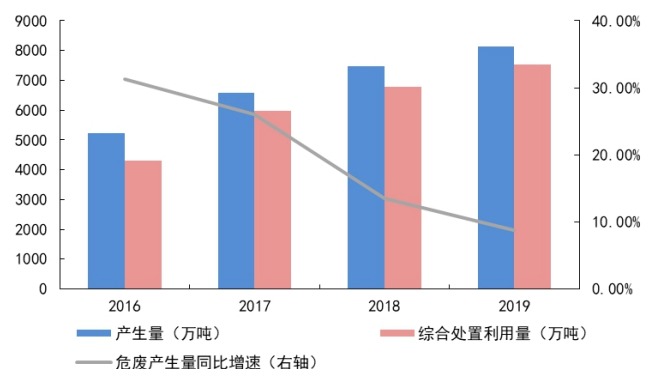
资料来源：国家危险废物名录，长城国瑞证券研究所

图 27：我国危险废物结构比例



资料来源：生态环境部、长城国瑞证券研究所

图 28：2016-2019 我国危废产生量和综合处置量

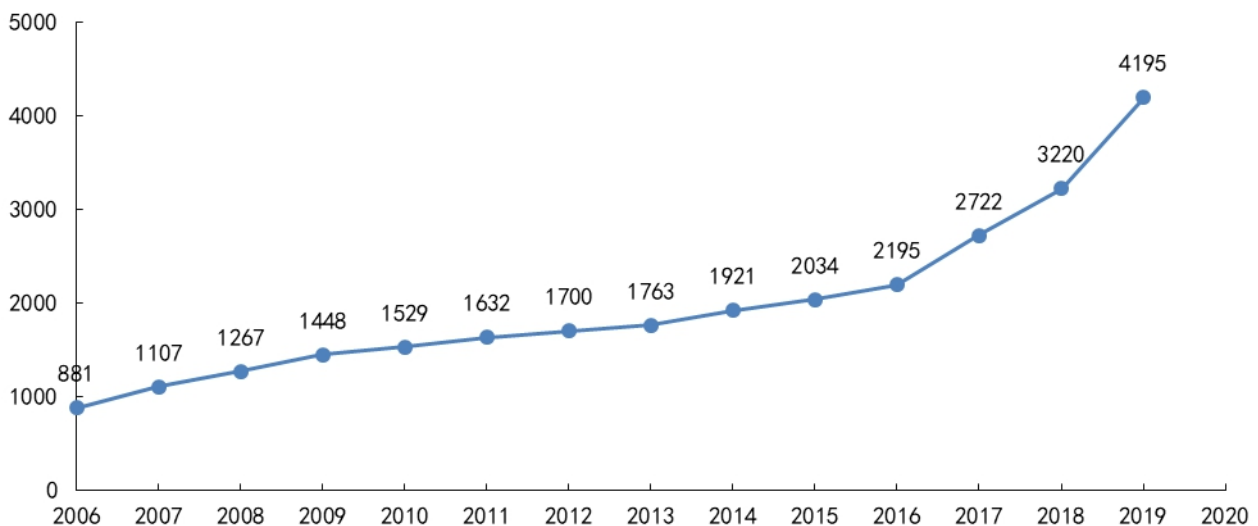


资料来源：生态环境部、长城国瑞证券研究所



行业格局分散，危废处理企业具有较强的地域性。截至 2019 年全国危险废物许可证共计 4195 张，同比增长 30.27%。《固体废物污染环境防治法》规定危险废物跨省范围转移需由省级生态环境主管部门批准，省内跨市转移的需要由所在地市级环保部门批准，因此危险废物处置具有较强的地域性。这也决定了整个行业的竞争格局相对分散，同样使得不同省份间的供需存在结构性差异，部分省份的危废处置产能存在较大缺口，如：江苏、山东、内蒙古、浙江等。危险废品种类较多，我国大部分企业危废处置资质单一，规模较小，导致危废处理的产能利用率不高，因此危废处置资质齐全，拥有较大危废处置产能的企业有望在竞争中逐步提高市场占有率。

图 29：2006-2019 危险废物许可证数



资料来源：全国大、中城市固体废物污染环境防治年报，长城国瑞证券研究所

3.2 扩张危废处置产能，毛利率具有提升空间

危废产能扩张，产能利用率提高，收入提升空间较大。目前公司子公司江西祥盛环保的危废处置核准规模为 5 万吨/年，可按照不超过核准规模 20% 的水平处置危险废物。中创瑞平水泥窑协同处置固体废物建设项目已经获得环评批复，目前正在建设之中，预计 2021 年建成，建成后含危废处理产能 6 万吨/年。江西耐华贵金属综合利用项目处于建设之中，预计今年四季度投产，投产后包含贵金属危废处理产能 3000 吨/年。中创固渭陕西渭南市华州区工业废弃物资源化利用与处理处置项目处于项目规划阶段，一期建设规模为 10 万吨/年。到 2021 年末公司拥有危废处置实际产能将达到 11.3 万吨/年。



2020 年受疫情影响，上游危废处置不足，同时祥盛危废经营许可证到期（5 月 8 日到期，9 月 22 日完成更换）导致换证期间内无法开展经营，严重影响了祥盛的营业收入和产能利用率。2020 年祥盛处理危废 14647.21 吨，相较于 2019 年 38636.79 吨下降了 62%。目前，2021 年祥盛危废处置在手订单 40350 吨。随着中创瑞平项目 2021 年完工，预计公司危废处理板块的营业收入将会有更大提升。

表 8：江西祥盛危废处理量预测

项目	2021	2022	2023	2024	2025
收费危废（吨）	18000	21780	25600	25600	25600
不收费危废（吨）	25000	26620	31240	31240	31240
合计	43000	48400	56800	56800	56800

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

毛利率水平有望快速提升。通过比较 A 股其他上市公司，危废处置的毛利率在 43% 左右。而中创环保的危废处置毛利率 2020 年为 14.74%，明显低于行业水平。目前公司的危废处置业务主要由子公司江西祥盛完成，江西祥盛的危废处置业务主要分为两方面：收费处置危险废品和从收取的危险废品中提取贵金属销售。前者毛利率高，后者毛利率低。2020 年公司毛利率显著低于行业水平的原因在于收取的危废量有限，采取外购氧化锌的方式提炼，导致营业成本上升。根据以往经验，江西祥盛的的毛利率在 25%-30% 左右的水平，2021 年度公司危废处理毛利有望恢复正常，进而带动公司净利润的增长。

表 9：A 股可比上市公司危废处置收入及毛利率

	浙富控股	润邦股份	龙净环保	中创环保
危废处理收入(亿元)	2.87	4.55	0.63	5.18
毛利率(%)	43.20	42.85	44.56	14.74

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

4 环卫市场空间广阔，公司订单实现突破

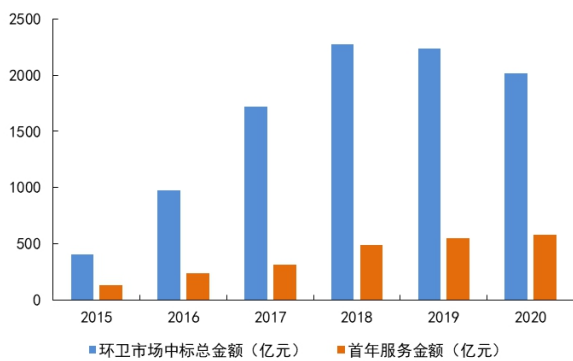
4.1 环卫市场空间广阔，轻资产运营模式现金流稳定

收益环卫市场化，环卫行业发展空间广阔。我国的环卫服务行业经历了三个主要阶段：第一阶段，政府行政主导性阶段（2000 年以前），市政环卫工作由政府主导，由事业单位环卫部门进行监管和实施；第二阶段，市场化试点阶段（2000-2012），部分发达城市政府部门对环卫



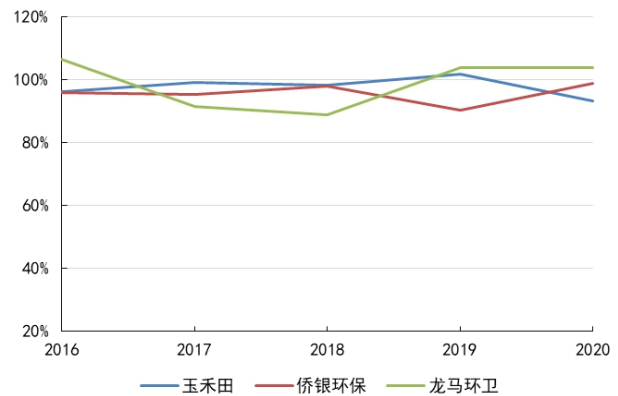
服务进行市场化采购；第三阶段，市场化推广阶段（2013 至今），十八大提出深化改革推广政府购买服务，环卫服务市场化如火如荼。受益于政策导向，我国环卫市场化规模迅速增长，2020 年全国环卫市场中标总金额 2012.58 亿元，首年服务金额 576.63 亿元。目前我国一线城市环卫市场化比例较高，增长空间不大，二三线城市将会是未来市场的主要增长点。总体上，我国环卫市场化比例不足 50%，按照发达国家 80%的水平，我国环卫市场化仍有较大增长空间。

图 30：2015-2020 环卫市场中标金额



资料来源：环境保护产业协会、长城国瑞证券研究所

图 31：环卫上市公司经营现金流流入/营业收入



资料来源：Wind、长城国瑞证券研究所

轻资产运营模式，现金流稳定。目前政府部门主要通过公开招投标的方式采购环卫服务，项目运营时间普遍为 3-5 年。环卫服务以委托-运营模式为主，采用轻资产模式，投资周期短，资产周转快，现金流稳定。前期投资主要为环卫设备的采购，如环卫车辆采购等。政府会对环卫服务进行验收，并根据结果分期支付，支付周期为 3 个月左右。用流入经营现金流/营业收入可以反映出经营的健康程度，可以看到 A 股 3 家从事环卫服务上市公司的该指标均在 100%左右。

4.2 环卫订单实现突破，重点发力二线及以下城市

2020 年公司将城乡环卫一体化作为公司重点培育的板块，相继成立衡水顺安和旬阳中创开拓城市环卫业务。目前公司在手订单三个：衡水市环卫服务项目、旬阳县城乡环卫一体化服务和石家庄市井陉矿区环卫服务市场化运营项目，项目净利润接近 30%。

表 10：公司在手环卫订单

项目名称	年服务金额	合同年限	合同总价
衡水市环卫服务项目	352 万	3 年	1056 万
旬阳县城乡环卫一体化服务	458 万	3 年	1374 万



石家庄市井陘矿区环卫服务市场化	2688 万	3 年	8064 万
合计	3498 万		10494 万

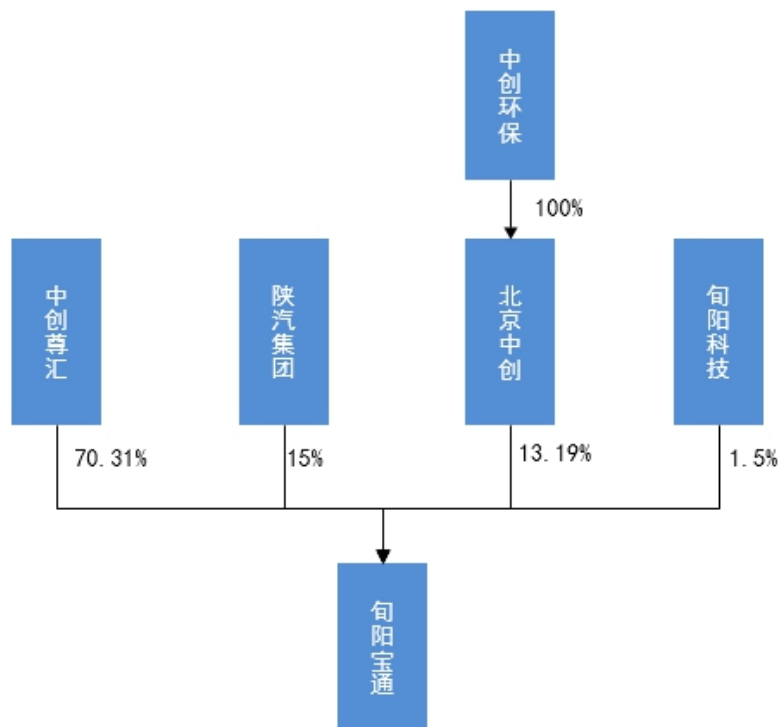
资料来源：中国政府采购网，长城国瑞证券研究所

目前来看公司在手环卫订单数目较少，单笔合同金额较小。但是公司在环卫一体化方面的布局有两点值得我们注意：

第一，环卫板块采取错位竞争策略。公司成立的环卫板块子公司及订单均在二线及以下城市。目前一线城市的环卫市场化趋近饱和，且行业龙头企业竞争力较强；而二线以下城市环卫市场化程度不高，市场空间较大。公司采取错位竞争策略，避免与龙头企业竞争，同时能够通过自身上市公司地位在与小公司的竞争中获得优势。

第二，公司同时涉足环卫设备公司的投资。公司参与投资了陕西汽车集团旬阳宝通专用车部件有限公司，持股比例 13.19%。旬阳宝通主营业务为专用车、汽车零部件及环保设备的研发、生产、销售，其第一大股东中创尊汇是公司的间接控制人，中创环保总经理徐秀丽担任同时担任旬阳宝通的总经理。环卫一体化的前期投资主要集中在环卫车辆和环卫设备的购买，公司与旬阳宝通均属于同一控制人旗下的子公司，这可为上市公司的环卫一体化业务降低成本，提高运营效率。

图 32：旬阳宝通股权结构



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



5 盈利预测

表 11: 盈利预测 (单位: 百万元)

资产负债表	2020	2021E	2022E	2023E	利润表	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	247.46	677.33	368.76	973.19	营业收入	1,824.39	1,594.98	2,718.62	3,238.05
应收账款	326.43	222.80	711.85	399.58	营业成本	1,620.93	1,283.78	2,143.09	2,542.55
预付账款	38.46	99.90	131.07	142.95	营业税金及附加	8.47	4.94	8.43	10.04
存货	315.73	81.14	581.38	204.62	营业费用	38.95	45.78	78.02	92.93
其他	97.03	103.12	109.83	106.22	管理费用	67.07	132.70	226.19	269.41
流动资产合计	1,025.12	1,184.28	1,902.89	1,826.55	财务费用	17.87	15.15	25.83	30.76
长期股权投资	39.86	39.86	39.86	39.86	资产减值损失	-60.03	-15.00	-15.00	-15.00
固定资产	219.95	163.45	106.92	50.29	公允价值变动收益	1.65	10.00	10.00	10.00
在建工程	3.29	3.78	4.07	4.24	投资净收益	5.17	10.00	10.00	10.00
无形资产	23.89	54.79	83.25	109.28	其他	118.69	3.09	27.81	39.24
其他	307.69	307.16	306.63	306.10	营业利润	5.61	104.54	204.25	248.12
非流动资产合计	594.68	569.03	540.73	509.77	营业外收入	56.15	56.15	56.15	56.15
资产总计	1,619.80	1,753.31	2,443.62	2,336.32	营业外支出	14.72	14.72	14.72	14.72
短期借款	169.21	0.00	282.04	0.00	利润总额	47.04	145.97	245.68	289.55
应付账款	152.32	129.35	340.85	216.99	所得税	8.01	24.85	41.83	49.29
其他	115.75	314.04	270.07	365.30	净利润	39.03	121.12	203.86	240.26
流动负债合计	437.28	443.39	892.96	582.29	少数股东损益	18.10	41.18	44.85	52.86
长期借款	24.36	0.00	36.88	0.00	归属于母公司净利润	20.94	79.94	159.01	187.40
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	27.26	27.26	27.26	27.26	主要财务比率	2020	2021E	2022E	2023E
非流动负债合计	51.62	27.26	64.14	27.26	成长能力				
负债合计	488.90	470.65	957.10	609.55	营业收入	23.63%	-12.57%	70.45%	19.11%
少数股东权益	160.07	201.25	246.10	298.95	营业利润	-139.21%	1762.33%	95.39%	21.48%
股本	385.49	385.49	385.49	385.49	归属于母公司净利润	204.03%	281.82%	98.92%	17.86%
资本公积	944.36	944.36	944.36	944.36	获利能力				
留存收益	615.99	695.92	854.93	1,042.33	毛利率	11.15%	19.51%	21.17%	21.48%
其他	-975.00	-944.36	-944.36	-944.36	净利率	1.15%	5.01%	5.85%	5.79%
股东权益合计	1,130.91	1,282.66	1,486.52	1,726.78	ROE	2.16%	7.39%	12.82%	13.12%
负债和股东权益总计	1,619.80	1,753.31	2,443.62	2,336.32	ROIC	1.79%	9.59%	32.04%	16.21%
					偿债能力				
现金流量表	2020	2021E	2022E	2023E	资产负债率	30.18%	26.84%	39.17%	26.09%
经营活动现金流	-166.15	614.70	-563.66	992.11	流动比率	2.34	2.67	2.13	3.14
资本支出	-176.24	38.00	38.00	38.00	速动比率	1.62	2.49	1.48	2.79
长期投资	39.86	0.00	0.00	0.00	营运能力				
其他	70.11	-88.22	-76.00	-76.00	应收账款周转率	5.80	5.81	5.82	5.83
投资活动现金流	-66.27	-50.22	-38.00	-38.00	存货周转率	7.28	8.04	8.21	8.24
债权融资	214.69	64.58	383.49	64.58	总资产周转率	1.04	0.95	1.30	1.35
股权融资	-16.30	15.49	-25.83	-30.76					
其他	-39.70	-214.69	-64.58	-383.49	每股指标 (元)	2020	2021E	2022E	2023E
筹资活动现金流	158.69	-134.62	293.09	-349.68	每股收益	0.05	0.21	0.41	0.49
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	-0.43	1.59	-1.46	2.57
现金净增加额	-73.73	429.87	-308.57	604.43	每股净资产	2.52	2.81	3.22	3.70

资料来源: Wind、长城国瑞证券研究所



股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现 20%以上；

增持：相对强于市场表现 10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现 10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。