

## 卓越鸿昌(未评级): 瞄准工业固废市场, 拥有领先技术的环保装备公司

——卓越鸿昌(832474)首次覆盖

### 核心观点

冯钦远 执业证书编号: S1100513040002  
研究员 8621-68416988-217  
fengqinyuan@cczq.com

陈中  
联系人 86755-25332272  
chenzhong@cczq.com

- ❖ **城镇化发展高速时期, 工业固废综合利用率有待提升。**“十三五”期间仍是我国城镇化保持高速发展时期, 工业固废产出量和综合利用量仍将持续增长, 工业固废综合利用市场空间广阔。目前我国的工业固废综合利用率仅为 62%左右, 距“十二五”期间制定的 72%的目标仍有较大提升空间。对工业固体废渣进行合理利用, 是循环经济理念的体现, 不仅能提高资源利用率, 也能形成良好的经济、社会、环境效益, 符合政策导向国家发展战略。
- ❖ **环保装备产业是环保产业的核心之一, 发展前景广阔。**环保产业是国家战略新兴产业之一, 环保装备产业是环保产业的核心之一。但目前环保装备产业规模较小, 且产业结构不合理, 缺乏一批拥有自主知识产权和核心竞争力、市场份额大、具有系统集成和工程承包能力的大企业集团, 目前产值 20 亿元以上的环保装备专营企业仅 2 家, 产业规模相对较小, 集中度偏低。环保装备产业的发展壮大, 是实现绿色发展战略, 提升环保产业竞争力的必由之路。
- ❖ **公司产品环保效应明显, 拥有多项国内领先技术。**公司是固体废物再利用领域的重要环保装备生厂商, 产品应用的环保效应明显, 符合行业发展方向和政策导向, 特别是环保型机电液一体化智能成型设备的环保效应显著。公司生产的砌块自动成型装备的成型速度、稳定性达到国内先进水平, 参与多个相关行业标准制定, 产品能与欧美、日本厂商竞争。公司自主研发的机电液光一体化全自动生产线的出口, 填补了该领域国产设备出口的空白。公司还拥有行业内为数不多的砌块自动成型装备研发的中试基地与省级企业技术中心。
- ❖ **开展 IMO 代工模式, 拓展环保工程市场。**公司 2016 年重点开展 IMO 代工模式, 以自有设备向客户提供制砖成型环保工程服务。该模式将带动大型设备的流动性, 增加装备制造收益, 同时带动旗下设备融资租赁业务的发展, 实现供需双方资源优势互补, 降低客户投资风险。公司预计该业务每年新增 30-50 条线, 为公司持续稳定高速发展奠定坚实基础。据公司测算, IMO 业务若保持同时 50 条生产线运行, 生产率达 60%, 年收入有望达到亿元级别。

川财证券研究所

成都  
高新区交子大道 177 号中海国际  
中心 B 座 17 楼, 610041  
总机: (028) 86583000  
传真: (028) 86583002

## 目录

工业固废市场前景广阔，环保装备产业待壮大 .....	4
工业固废综合利用率仍有较大提升空间 .....	4
环保装备产业有待壮大.....	5
卓越鸿昌：工业固废利用领域的优质智能装备公司 .....	6
环保智能型砌块成型装备的优质企业 .....	6
变废为宝：产品环保效应显著，符合国家战略.....	7
多项技术国内领先，产品具备国际竞争力 .....	8
力推 IMO 代工模式，开拓环保工程服务市场 .....	9
业绩和估值.....	10
风险提示 .....	10

## 图表目录

图表 1:	近年全国工业固体废物产量和综合利用量 .....	4
图表 2:	近年全国工业固体废物综合利用率 .....	5
图表 3:	砌块自动成型装备的上下游 .....	6
图表 4:	卓越鸿昌的主要产品概况 .....	7
图表 5:	环保型机电液一体化智能免托板成型设备 U18-15 的环保效应 .....	8
图表 6:	卓越鸿昌的核心技术概况 .....	8
图表 7:	卓越鸿昌近三年业绩概况 .....	10

## 工业固废市场前景广阔，环保装备产业待壮大

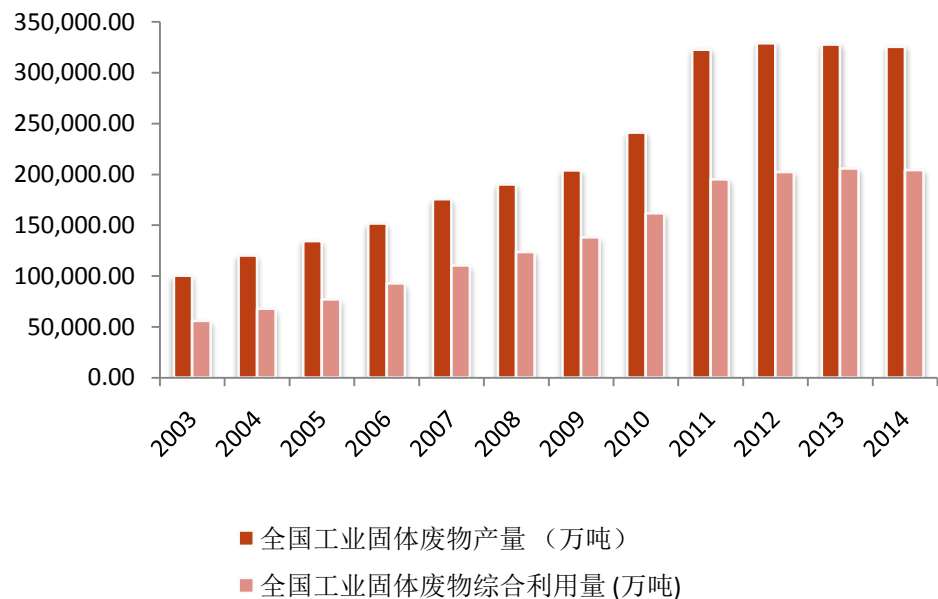
### 工业固废综合利用率仍有较大提升空间

城镇化发展高速时期，工业固废综合利用率有待提升。“十三五”期间仍是我国城镇化保持高速发展、全面建设小康社会的关键时期，合理利用固体废弃物、减少固体废弃物对环境造成的损害，组织实施建筑材料改革工程，寻找环保、节能、利废的新型建筑材料就显得极为重要和迫切。

工业固体废渣主要利用各种工业固体废料（煤矸石、粉煤灰、冶金工业尾矿）江河湖海淤泥、城市污水处理污泥、水净化处理淤泥、造纸工业淤泥、食品工业残渣等均可以作为生产烧结砖的原材料，有些还是建筑材料的主要原料来源。对工业固体废渣进行合理利用，符合循环经济和绿色发展的理念，能够提高资源利用率，产生良好的经济、社会、环境效益。

随着城镇化建设，我国近年来的工业固废产量超过 32 亿吨/年，工业固废的综合利用量约为每年 20 亿吨，工业固废综合利用率 60%-63%。根据《国家环境保护“十二五”规划》，2015 年工业固体废物综合利用率计划目标达到 72%。根据我国目前的工业固废综合利用量和综合利用率，可以预见，未来工业固废综合利用率仍有较大提升空间。

图表1：近年全国工业固体废物产量和综合利用量



资料来源：wind、川财证券研究所

**图表2: 近年全国工业固体废物综合利用率**

年份	工业固废综合利用率	工业固废产量(万吨)	工业固废综合利用量(万吨)
2011	60.48%	322,772	195,215
2012	61.53%	329,044	202,462
2013	62.84%	327,702	205,916
2014	62.75%	325,620	204,330

资料来源: wind、川财证券研究所

**固废行业仍处于发展初期,年市场规模有望达万亿。** 目前我国的固废处理投资占环保行业整体投入比重不足,仅为 15%左右;在发达国家,固废处理是环保领域投资和产值占比均超过 50%的最大子行业。据环保部规划院测算,预计“十三五”期间环保投入将增加到每年 2 万亿元左右,“十三五”期间社会环保总投资有望超过 17 万亿元。前瞻产业研究院测算认为,根据行业发展,未来几年固废市场规模将占环保投资总额的 30%左右(目前是 24%左右),“十三五”期间固废处理行业投资区间在 4.25-5.10 万亿之间,到 2020 年前,我国固废处理行业市场规模有望达到万亿元。

## 环保装备产业有待壮大

**作为环保产业的核心内容之一,环保装备产业有待壮大。** 节能环保产业是国家鼓励发展的战略性新兴产业之一,环保装备是环保技术的重要载体,是环境保护的重要发展基础,是环保产业的核心内容之一。

根据工信部的数据,我国现有环保装备产业规模较小,且产业结构不合理,集聚发展不够。缺乏一批拥有自主知识产权和核心竞争力、市场份额大、具有系统集成和工程承包能力的大企业集团,目前产值 20 亿元以上的环保装备专营企业仅有 2 家;众多中小企业专业化特色发展不突出,企业分布比较分散,生产社会化协作尚未形成规模。环保装备产业规模较小,集中度偏低。

发展壮大环保装备产业,也是实现绿色发展,建设美丽中国,提升环保产业总体竞争力等战略目标的必由之路。工信部和财政部 2012 年发布的《环保装备“十二五”发展规划》提出,支持和鼓励研发固体废物处理装备、资源综合利用装备等产品和新技术,环保装备是环境保护的重要物质技术基础,是实现污染物减排,建设资源节约型、环境友好型社会,确保环境安全的重要保障,是战略性新兴产业的重要内容之一,是推进产业优化升级的有力支撑。

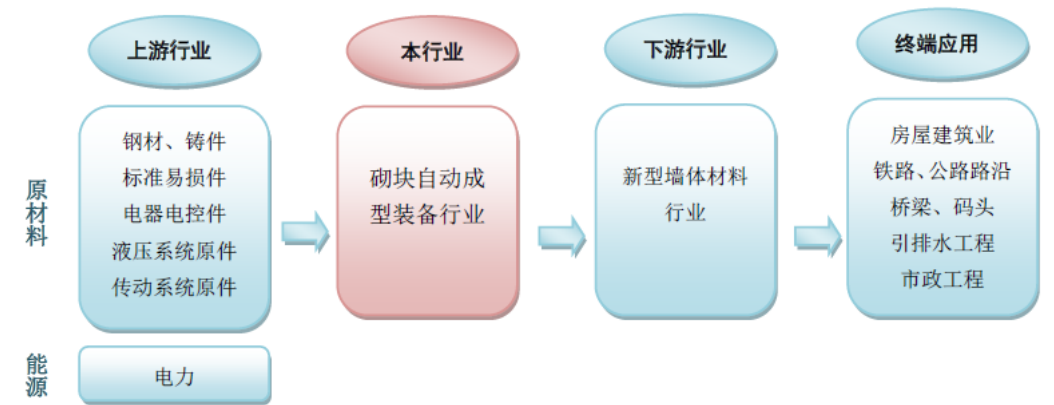
## 卓越鸿昌：工业固废利用领域的优质智能装备公司

### 环保智能型砌块成型装备的优质企业

公司主营业务为智能环保专用设备和配套设备的研发、生产和销售以及配件的供应，整体解决方案的设计和一体化服务，长期致力于推广环保、节能、提高各类固体废弃物综合再利用率的新型装备，是砌块成型装备行业内最早研制、生产环保智能成型装备的企业之一。

砌块自动成型装备行业处于产业链的中游，直接下游行业是新型墙体材料行业，新型墙体材料属于新型建筑材料的一类。产业链终端领域包括房屋建筑、铁路和公路路沿、桥梁、码头、引排水工程建设以及人行道路、广场、园林、水土保持、海绵城市等市政工程建设。

图表3：砌块自动成型装备的上下游



资料来源：卓越鸿昌公开转让说明书、川财证券研究所

根据国家发改委的《产业结构调整指导目录》，卓越鸿昌所处行业均属于鼓励类项目：机械类第 59 条“建筑垃圾处理 and 再利用工艺技术装备”；环境保护与资源节约综合利用类第 23 条“节能、节水、节材环保及资源综合利用等技术开发、应用及设备制造”及第 27 条“尾矿、废渣等资源综合利用”。

公司主要产品包括陶粒砖板块自动切割线、免托板机电液一体化成型设备、海格力斯机电液一体化成型设备、全自动机电液一体化成型设备、半自动机电液一体化成型设备、基本型机电液一体化成型设备和配套设备配件等，主要应用于混凝土砌块成型、沥青搅拌、破碎、楼板机、生活垃圾再生等领域。



图表4: 卓越鸿昌的主要产品概况

产品名称	产品图示	产品名称	产品图示
免托板机电液一体化成型设备		半自动机电液一体化成型设备	
海格力斯机电液一体化成型设备		基本型机电液一体化成型设备	
全自动机电液一体化成型设备		陶粒砖板块自动切割线	

资料来源: 卓越鸿昌公开转让说明书、川财证券研究所

## 变废为宝: 产品环保效应显著, 符合国家战略

公司生产的设备变废为宝, 合理利用工业固废, 形成建筑材料, 节能环保效应明显。工业固体废渣等均可以作为生产烧结砖的原材料, 有些还是建筑材料的主要原料来源, 对工业固体废渣进行合理利用, 能够提高资源利用率, 产生良好的经济、社会、环境效益, 符合国家政策导向, 特别是公司研发的环保型机电液一体化智能成型设备, 其环保效应显著。

根据中国建筑材料工业规划院测算, 采用传统方法建造 1 万平方米砖混结构房屋, 需要消耗 250 万块实心粘土砖, 但如果采用新型墙体材料替代, 可节地 5 亩, 节能 228 吨标准煤, 综合利用固体废弃物 1,500 吨, 减少二氧化碳和二氧化硫近 600 吨。

以卓越鸿昌生产的环保型机电液一体化智能成型设备 U18-15 免托板机型为例, 根据公司测算, 该产品可利用各种固体废弃物生产砌块, 年单班产能达 6000 万块标砖, 与传统实心粘土砖工艺相比, 每年每台可节约烧砖损耗耕地 43.4 亩, 减少固体废弃物堆放占地 43.4 亩, 合计节约土地资源 86.6 亩; 每年每台可减少能耗 0.812 万吨标准煤, 减少二氧化碳排放 2.128 万吨, 减少二氧化硫排放 127 吨; 每年可消纳固体废弃物 9-12 万吨。

图5: 环保型机电液一体化智能免托板成型设备 U18-15 的环保效应

节能环保指标 (每年每台)	节能环保效应 (与传统制砖设备相比)
年生产量	6000 万块标砖
节约耕地	43.4 亩
减少固体废弃物堆放占地	43.4 亩
减少能耗	0.812 万吨标准煤
减少二氧化碳排放	2.128 万吨
减少二氧化硫排放	127 吨
消纳固体废弃物	9-12 万吨

资料来源: 大连橡胶塑料机械股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案、卓越鸿昌产品资料、川财证券研究所

## 多项技术国内领先，产品具备国际竞争力

公司产品的多个核心要素达到国内先进水平。环保型砌块自动成型装备的核心要素包括：流畅的生产流程、较低的生产能耗、快速的生产速率、持久稳定的生产能力，以及结构稳定的砌块成品。公司主要针对产品的整机振频、振幅、振动加速度、减震装置、配料送料和搅拌装置等方面进行持续改进，同时研制用于使用各种固体废弃物进行砌块生产的新型模具、成型装置、砌块码垛装置等自主创新产品，形成多项国内领先的核心技术。

图6: 卓越鸿昌的核心技术概况

技术名称	技术来源	技术水平	成熟规模
海格力斯环保智能型系列砌块自动成型生产线生产技术	自主创新	国内领先	规模化应用阶段
砌块自动成型生产线配套设备及配件系统改进	自主创新	国内领先	规模化应用阶段
搅拌、配料系统改进	自主创新	国内领先	规模化应用阶段
免托板全自动砌块生产线	自主创新	国内领先填补国内空白	规模化应用阶段
固废制砖移动工厂	与中联重科联合开发	国内领先填补国内空白	首台套已完成

资料来源: 卓越鸿昌公开转让说明书、川财证券研究所

参与行业标准制定，产品可与欧美厂商竞争。公司目前拥有非外观专利 82 项（包括 18 项发明专利），获得过省部级科技成果 7 项，是“中国资源综合利用协会墙材革新工作委员会”的主任单位与国家标委员单位，参编了《小型砌块成型机》GB/T 8533-2008、《承重混凝土多孔砖》GB25779-2010、《混凝土多孔砖》行业标准 JC943-2004 等多项行业及国家标准。公司自主研发的机电液光一体化全自动生产线的出口，填补了该领域国产设备出口的空白。公司通过提升产品性能和整体解决方案的服务能力，使砌块自动成型装备的成型速度、稳定性达到国内先进水平，产品出口达 127 个国家和地区，并在国际市场上与欧美、日本厂商展开竞争。我国砌块成型机 2012 至 2013 年出口销售总额



约为 1.5 亿美元，其中卓越鸿昌占比约为 16%。

拥有行业内为数不多的**砌块自动成型装备研发试验基地——中试基地**。公司的中试基地建成当年即获专利达 14 项，中试基地的作用在于，可以根据客户提供的各种固体废弃物样本，测试、分析其成分，探讨其作为砌块原材料的可能性，并针对性的提出各种净化、配比方案，设计生产流程，研制新型模具，最后根据实际情况，因地制宜的持续改进环保型砌块自动成型装备，使之用于固体废弃物转化为建筑砌块的生产。

## 力推 IMO 代工模式，开拓环保工程服务市场

公司预计 IMO 代工模式将形成新的业绩增长点。根据公司规划，2016 年将大力发展新的商业模式——IMO 代工模式。IMO (Investment-Management-Operate) 代工模式是指，公司与客户之间为了公司利用自有设备向客户提供制砖成型环保工程服务，以劳务协议的形式，形成契约式合作关系，确保合作的顺利完成，最终使合作双方建立起“资源共享、风险共担、取长补短、互惠互利”的共同体。

1、IMO 代工模式由卓越鸿昌自带移动装备、技术与管理人员、在客户的现场将固废直接转换成各种建筑材料，交给客户进行销售。IMO 代工模式的主要客户群体包括：城市拆迁的固废处置企业，承接水利工程开挖与景观墙砌块的施工单位、垃圾发电后的废渣处置企业、路桥建设相关企业、海绵城市相关企业等。

2、公司认为，采取 IMO 代工模式，既可以将设备剩余产能最大化，又可以实现供需双方资源优势互补，还能切实降低客户投资风险，增加客户收入。解决市场上供需错配的问题，即低端产品供给过剩、中高端产品供给不足，间接促进了下游产业的整合与升级。

3、公司预计，IMO 代工模式促成设备剩余产能的横向互补和技术资金市场的纵向互补，带动公司装备的流动性及公司旗下控股公司的设备融资租赁业务，创造多赢产业闭环，将支持公司从高端智能装备制造向环保工程服务延伸。公司测算，租赁业务收益连续 3 年占设备标的总额的 15%-18%。

4、公司 2015 年末开始通过全资子公司尝试性运作 IMO 代工模式，经营范围由机械设备的销售逐步转向环保工程服务的提供。2016 年 2 月前已签约 11 条生产线，并有 16 条意向较为明确的目标客户。公司预计，IMO 若保持同时 50 条生产线运行，生产率达 60%，年现金收入流量将达到亿元级别，形成新的业绩增长点。

## 业绩和估值

公司具备良好的盈利能力和成长性，近三年的净利润增长率保持在 45% 以上，毛利率保持在 40% 以上。公司目前市值 4.1 亿元，2015 年净利润 5258 万，对应 2015 年 PE 为 7.9 倍。

公司曾于 2011 年申请在创业板首次公开发行（IPO），后由于卓越鸿昌与泉州市三联机械制造有限公司存在潜在同业竞争问题，卓越鸿昌主动向证监会申请终止 IPO 审查。2014 年，A 股公司大橡塑（600346）拟并购卓越鸿昌，后因未获大连国资委同意而终止。根据重组预案，卓越鸿昌资产价值拟采用收益法进行预估，预估值为 5.6 亿元，增值率为 301%。公司 2015 年 7 月正式挂牌全国中小企业股份转让系统。

图表7：卓越鸿昌近三年业绩概况

年份	2013 年	2014 年	2015 年
营业收入	1.78 亿元	2.01 亿元	2.26 亿元
净利润	2420 万元	3621 万元	5258 万元
毛利率	41.87%	42.26%	40.47%
净利润增长率	61.38%	46.68%	45.19%

资料来源：卓越鸿昌 2014 年年报、卓越鸿昌 2015 年年报、川财证券研究所

## 风险提示

- 1、行业下游新型墙体材料行业发展不及预期；
- 2、工业固废综合利用行业发展不及预期。