

建议: 建议申购

伟明环保 (603568)

2015年05月14日

建议申购区间: 29.21 - 34.08 元

起步于垃圾焚烧运营 迈向综合固废处置平台

发行价格及数量

发行价格	11.27 元
网下发行数量	3210 万股
网上发行数量	1370 万股

股本结构

总股本 (百万股)	408
流通 A 股 (百万股)	0
B 股/H 股 (百万股)	0/0

重要日期

网下申购日	2015-5-19
网上申购日	2015-5-20
预计上市日期	

分析师: 邓勇

Tel: (021)23219404

Email: dengyong@htsec.com

证书: S0850511010010

联系人: 韩佳蕊

Tel: (021)23212259

Email: hjr9753@htsec.com

联系人: 张一弛

Tel: (021)23219402

Email: zyc9637@htsec.com

公司专注于城市生活垃圾焚烧发电业务, 拥有突出的项目运营业绩, 以及领先的焚烧炉排炉、烟气处理系统等关键设备的自主研制能力。未来有望打通垃圾焚烧产业链, 并拓展为固废处置平台。

- 深耕江浙垃圾焚烧处置市场。**公司专注于生活垃圾焚烧的技术研发与运营领域, 2014 年营业收入规模 6.67 亿元, 过去四年复合增速为 34%。公司目前运营项目的设计日处理垃圾能力为 8260 吨/日, 在建项目的设计日处理垃圾能力为 600 吨/日, 筹建项目的设计日处理垃圾能力为 2550 吨/日。BOT 运营项目均位于江浙两省。
- 运营效率行业领先。**2014 年, 公司现有项目垃圾处置产能利用率在 91%~149% 之间, 焚烧发电部分产能利用率在 62.55%~ 100.07% 之间, 运营业务毛利率水平 69.07%, 皆处于行业领先水平, 且管理与销售费用控制能力较强, 预计募投资金到位后将降低公司财务费用。
- 有志打造综合固废处置平台。**公司注重业务的横纵双向拓展。纵向上, 向垃圾焚烧处理装备、技术及服务输出和建设业务延伸并拓展业务规模, 争取在未来三至五年内, 日处理垃圾能力突破 2 万吨。横向上, 公司将紧密跟踪研发其他固废处理技术, 重点在污泥干化处理、厨余垃圾处理、农林废弃物处理、特定工业固废处理领域进行创新与突破, 并建立样板示范工程, 丰富公司固废处理业务服务线。
- 生活垃圾焚烧行业或进入整合期。**垃圾焚烧处置行业经历了过去三年的快速增长后, 有望未来 1-2 年迎来行业整合, 向更具系统性、精细化和专业化的方向发展。收运-处置一体化、市场集中度提升和技术与规模优势溢价效应显现将是行业整合的具体特点, 规模化与专业化的垃圾焚烧运营商并具有固废一体化整合能力的企业将是市场最后的赢家。
- 盈利预测。**综合考虑伟明环保扎实的运营经验积累与发展愿景, 我们预计公司 2015-2017 年营收规模分别为 8.93 亿元、11.19 亿元和 13.70 亿元, 归属净利分别为 3.97 亿元、5.16 亿元和 6.30 亿元, 对应首次发行后总股本的 EPS 分别为 0.97 元/股、1.27 元/股、1.54 元/股。参考 A 股生活垃圾处置类上市公司的平均估值水平, 并考虑公司有可能涉足工业危废领域带来更高估值溢价, 给予 2015 年 30-35 倍 PE, 对应目标价 29.21~34.08 元/股。
- 风险提示。**(1) 公司业务较为集中的江浙地区, 公司未来能否顺利完成跨区域拓展, 并斩获同等经营效率水平的项目存在不确定性。(2) 公司目前尚不具备垃圾焚烧建造资质, 未来能否顺利切入垃圾焚烧建造领域存在不确定性。(3) 我们的盈利预测基于公司能够在五年内平均的完成日运营能力达到 2 万吨的目标, 这一假设的实现存在不确定性。(4) 大盘系统性风险。

目 录

投资要点.....	4
1. 专业垃圾焚烧运营商 有望拓展为固废处置平台	5
1.1 股权结构：家族企业.....	5
1.2 主营业务：深耕江浙垃圾焚烧处置市场.....	5
1.3 未来业务拓展方向	7
2. 垃圾焚烧行业现状与趋势.....	7
2.1 垃圾焚烧：解决中国巨量生活垃圾的必由之路	7
2.2 垃圾焚烧行业趋势：规模化与专业化企业有望脱颖而出	8
3. 伟明环保财务数据分析	9
3.1 毛利率：显著高于行业平均水平	9
3.2 费用率：显著高于行业平均水平	10
3.3 经营杠杆较高，有息负债水平合理.....	10
3. 募投资金投向与未来发展战略.....	11
4. 盈利预测	11
5. 风险提示	12
财务报表分析和预测	13

图目录

图 1	IPO 之前伟明环保股权结构	5
图 2	2011-2014 伟明环保营收与毛利率	6
图 3	伟明环保垃圾焚烧项目分部	7
图 4	2012 年全国各省垃圾无害化率和各种处置工艺	8
图 5	三种垃圾无害化处理能力（2004-2012）	8
图 6	三种垃圾无害化处理量（2004-2012，万吨）	8

表目录

表 1	伟明环保在手项目信息汇总	6
表 2	伟明环保过去三年毛利率水平与同业企业比较	10
表 3	伟明环保费用率水平与 A 股同类公司比较	10
表 4	伟明环保费用率水平与 A 股同类公司比较（亿元）	11
表 5	募投资金投向	11

投资要点

公司专注于城市生活垃圾焚烧发电业务，拥有突出的项目运营业绩，以及领先的焚烧炉排炉、烟气处理系统等关键设备的自主研发能力。未来有望打通垃圾焚烧产业链，并拓展为固废处置平台。

估值分析

综合考虑伟明环保扎实的运营经验积累与发展愿景，我们基于以下假设对公司未来三年业绩进行预测：

（1）公司现有项目垃圾处置产能利用率在 91%~149%之间，焚烧发电部分产能利用率在 62.55%~ 100.07%之间，公司现有部分项目的产能利用率水平仍有进一步提升的空间，且各项目均可在 1-2 年内达到垃圾处置产能利用率 100%，焚烧发电产能利用率 85%的水平。

（2）公司在招股意向书中提出，计划在未来三至五年内，在国内市场上设计日处理垃圾能力突破 2 万吨，假设这一目标可在未来五年内匀速完成。

我们预计公司 2015-2017 年营收规模分别为 8.93 亿元、11.19 亿元和 13.70 亿元，归属净利分别为 3.97 亿元、5.16 亿元和 6.30 亿元，对应首次发行后总股本的 EPS 分别为 0.97 元/股、1.27 元/股、1.54 元/股。

参考 A 股生活垃圾处置类上市公司的平均估值水平，并考虑公司有可能涉足工业危废领域带来更高估值溢价，给予 2015 年 30-35 倍 PE，对应目标价 29.21~34.08 元/股。

支持我们投资建议的几项关键性因素

- 中国生活垃圾焚烧行业有望迎来市场整合，伟明环保作为规模化与专业化的垃圾焚烧运营商并具有固废一体化整合能力的企业，有望在行业整合过程中受益。
- 公司注重业务的横纵双向拓展，相应提升业绩弹性。纵向上，向垃圾焚烧处理装备、技术及服务输出和建设业务延伸并拓展业务规模，争取在未来三至五年内，日处理垃圾能力突破 2 万吨。横向上，公司将紧密跟踪研发其他固废处理技术，重点在污泥干化处理、厨余垃圾处理、农林废弃物处理、特定工业固废处理领域进行创新与突破，并建立样板示范工程，丰富公司固废处理业务服务线。

1. 专业垃圾焚烧运营商 有望拓展为固废处置平台

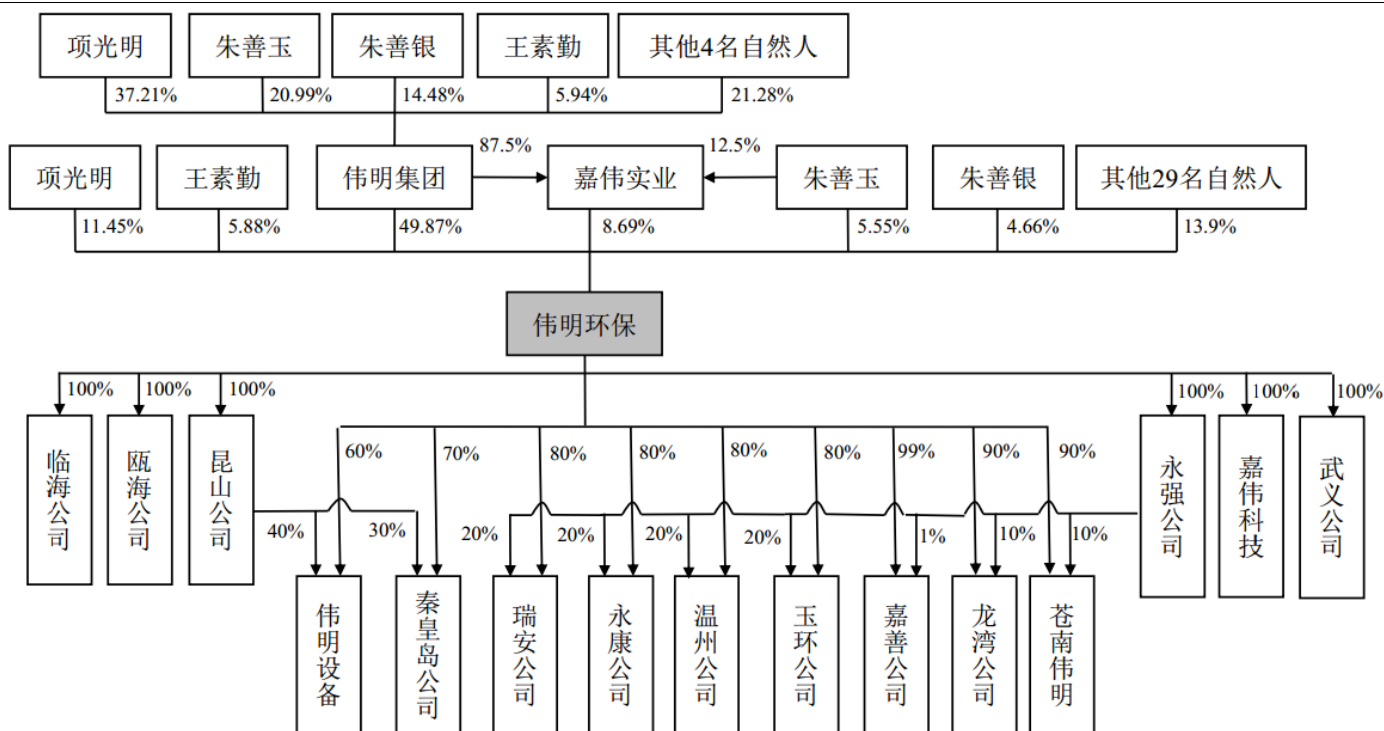
伟明环保专注于城市生活垃圾焚烧发电业务，拥有突出的项目投资、建设和运营业绩，以及领先的焚烧炉排炉、烟气处理系统等关键设备的自主研制能力，具有《环境污染治理设施运营资质证书》（生活垃圾甲级）资质，是我国规模最大的全产业链一体化城市生活垃圾焚烧发电服务商之一。

1.1 股权结构：家族企业

首次发行上市之前，项光明、王素勤、朱善玉、朱善银直接并间接控制公司 86.11% 的股份，为公司的实际控制人，首次发行后合计持股比例降低至 78.22%。其中项光明先生和王素勤女士为夫妻关系，朱善玉和朱善银先生系兄弟关系，其与项光明先生均系舅舅和外甥关系，属于典型的家族企业。

伟明环保下辖共 15 个控股公司，其中伟明设备公司专注于垃圾焚烧相关环保设备的研发、制造与销售，嘉伟科技公司专注于垃圾处理厂渗滤液处理站建设与运营中的技术咨询与服务，其他公司多为项目公司，负责在手垃圾焚烧项目的筹建与运营。

图1 IPO之前伟明环保股权结构

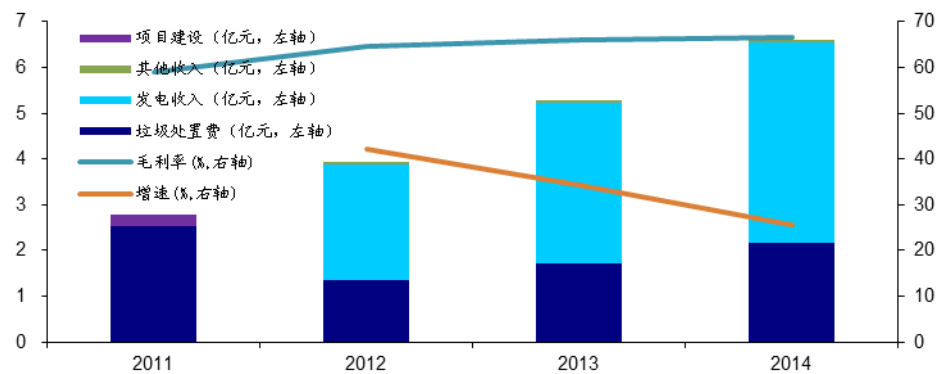


资料来源：招股意向书，海通证券研究所

1.2 主营业务：深耕江浙垃圾焚烧处置市场

公司专注于生活垃圾焚烧的技术研发与运营领域，2014 年营业收入规模 6.67 亿元，过去四年复合增速为 34%。公司已运营、在建及筹建共 15 个垃圾焚烧发电项目，其中最新获得的项目为 2014 年 11 月 24 日与温州市住房和城乡建设委员会签署的永强项目二期。此外，公司于 2013 年 6 月 8 日中标的苍南丽湾项目与 2014 年 7 月 8 日签署协议的武义项目正在洽谈过程中。

图2 2011-2014 伟明环保营收与毛利率



资料来源：伟明环保招股意向书，海通证券研究所
注：未披露 2011 年收入中发电收入与处置收入的占比

公司目前运营项目的设计日处理垃圾能力为 8260 吨/日，在建项目的设计日处理垃圾能力为 600 吨/日，筹建项目的设计日处理垃圾能力为 2550 吨/日，上述项目全部投产后公司将拥有设计日处理垃圾能力合计为 11410 吨/日，发电装机总容量为 21.05 万千瓦。现有项目垃圾处置产能利用率在 91%~149%之间，焚烧发电部分产能利用率在 62.55%~ 100.07%之间。

表 1 伟明环保在手项目信息汇总

项目名称	项目状态	设计处理能力	发电装机容量	合同签订日	特许经营权到期日	垃圾处置费	2014 垃圾处置产能利用率	2014 焚烧发电产能利用率
		(吨/日)	(千瓦)			(元/吨)		
1 东庄项目	BOT 运营	385	4500	2001/6/14	2026/6/13	一期 32.14 二期 75.43	91%	82%
2 临江项目一期	BOT 运营	600	12000	2001/10/12	2031/10/11	73.8	98%	63%
3 永强项目	BOT 运营	600	12000	2002/11/18	2041/11/23	65	149%	100%
4 昆山项目一期	BOT 运营	1000	18000	2004/11/11	2035/8/9	73	96%	76%
5 昆山项目二期	BOT 运营	1050	18000	2008/6/13	2035/8/9	73	94%	81%
6 临江项目二期	BOT 运营	1200	24000	2009/1/21	2036/1/20	73.8	88%	74%
7 临海项目	BOT 运营	700	12000	2007/10/12	2041/12/29	47.5	106%	86%
8 玉环项目	BOT 运营	700	15000	2010/5/4	2041/4/15	82	113%	66%
9 永康项目	BOT 运营	800	15000	2006/7/12	2037/9/30	78	109%	75%
10 瑞安项目	BOT 运营	1000	21000	2005/12/31	2036/6/7	73.8	116%	78%
11 琼海项目	运营服务	225	3000			90	101%	0%
运营项目小计		8260	154500					
12 嘉善项目	BOT 在建	600	12000	2012/11/20		77		
在建项目小计		600	12000					
13 东阳项目	BOT 筹建	700	12000	2006/9/11		70		
14 秦皇岛项目	BOT 筹建	650	12000	2008/11/7		85		
15 永强项目二期	BOT 筹建	1200	25000	2014/11/24	2041/11/23	117.2		
筹建项目小计		2550	49000					
总计		11410	215500					

资料来源：伟明环保招股意向书，海通证券研究所

公司目前已 BOT 形式运营的 10 个项目均集中在浙江和江苏地区，2013 年公司在浙江与江苏两省的垃圾处理量分别为 184.58 万吨和 66.94 万吨，分别占两省整体垃圾焚烧处置总量的 28.57%和 9.07%。

图3 伟明环保垃圾焚烧项目分部



资料来源：伟明环保招股意向书，海通证券研究所

1.3 未来业务拓展方向

（一）加快市场拓展，完善业务布局

通过投资新建、项目收购以及项目建设和运营服务等多种方式，迅速扩大公司垃圾焚烧发电项目的运营规模，获取更多具有较高盈利水平的 BOT 项目以不断丰富项目储备。公司计划在未来三至五年内，在国内市场上设计日处理垃圾能力突破 2 万吨，并建立以东部沿海地区为主、辐射中西部重点城市的业务布局；在国际市场上实现突破，实现国内优秀固废处理技术的输出。

（二）固废焚烧处置的纵深一体化

公司在焚烧法固废处置的技术开发与运营管理方面具有扎实的储备，未来将以此为基础开展外延式扩张，纵横双向拓展固废处置业务。

纵向上，公司未来一方面将进一步加大 BOT 项目拓展力度；另一反面，借助更加通畅的融资通道，向垃圾焚烧处理装备、技术及服务输出和建设业务延伸。

横向上，公司将紧密跟踪研发其他固废处理技术，重点在污泥干化处理、厨余垃圾处理、农林废弃物处理、特定工业固废处理领域进行创新与突破，并建立样板示范工程，丰富公司固废处理业务服务线。

2. 垃圾焚烧行业现状与趋势

2.1 垃圾焚烧：解决中国巨量生活垃圾的必由之路

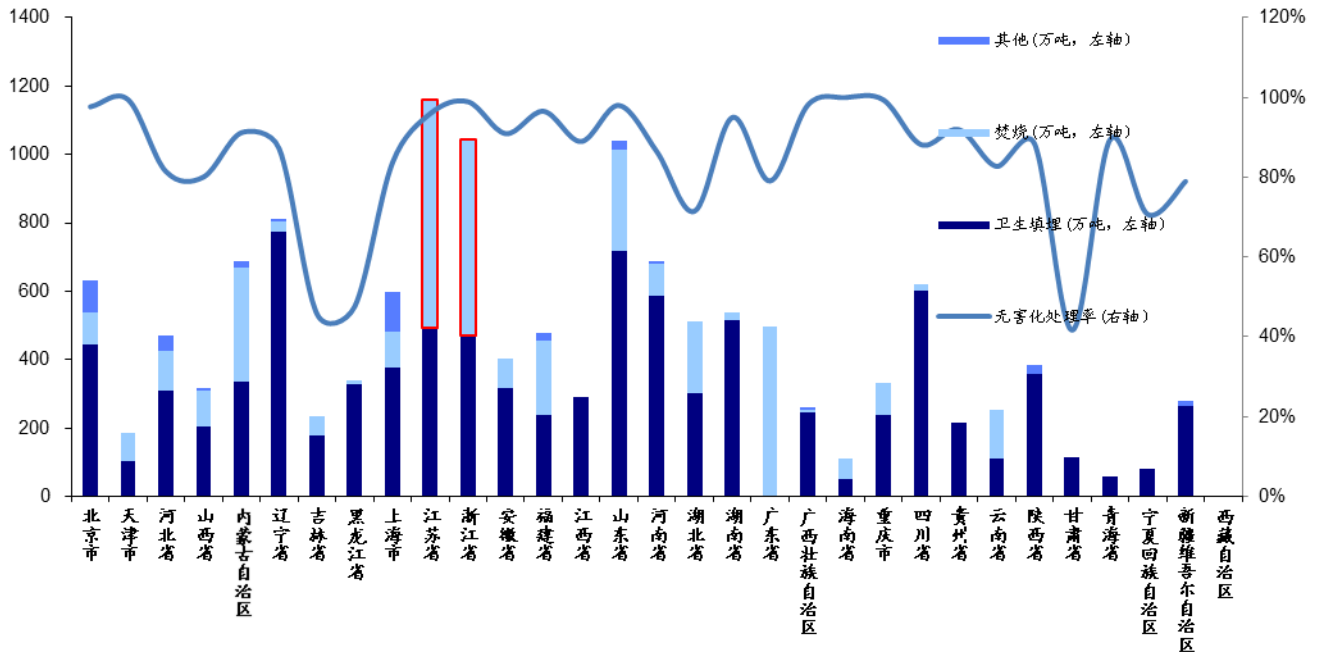
国内与日俱增的垃圾产生量与愈发稀缺的土地资源决定了，尽管面对此起彼伏的邻避运动，垃圾焚烧处置的主流发展方向已不可扭转。十二五期间是垃圾焚烧行业的黄金活跃期，东部发达地区纷纷兴建日处理能力千吨以上的垃圾焚烧厂，焚烧在无害化处置中的占比大幅增长。根据《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，“十二五”生活垃圾处理设施建设投资 1730 亿元，同比增长 142%，到 2015 年，城市生活垃圾无害化处理率达到 90% 以上，全国城镇生活垃圾焚烧处理设施能力达到无害化处理总能力的 35%，其中东部地区达到 48% 以上。

截至 2012 年，中国生活垃圾清运量达到 1.7 亿吨，无害化处理率 84.8%，其中焚

烧处理量占无害化处理总量的 25%，较之 2004 年 6% 的水平增长 19pct。且随着垃圾焚烧技术的逐步完善，民众抵触情绪有所缓解，这一比例有望进一步提高。鉴于 2013-2014 两年全国掀起了垃圾焚烧厂建设热潮，到 2015 年底焚烧处置能力达到整体生活垃圾处理能力的 35% 将是大概率事件，这一比例还将在十三五期间有所上升。由此对应 2016-2020 年均焚烧垃圾处理量将至少达到 0.84 亿吨。

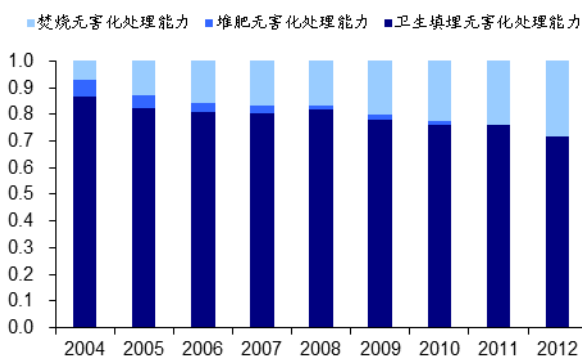
其中东南沿海等经济发达地区，如江苏、浙江和广东等地，受限于人口密度逐年攀升，垃圾焚烧处理能力快速增长，走在全国前列，垃圾焚烧处置方式占比较高。

图4 2012年全国各省垃圾无害化率和各种处置工艺



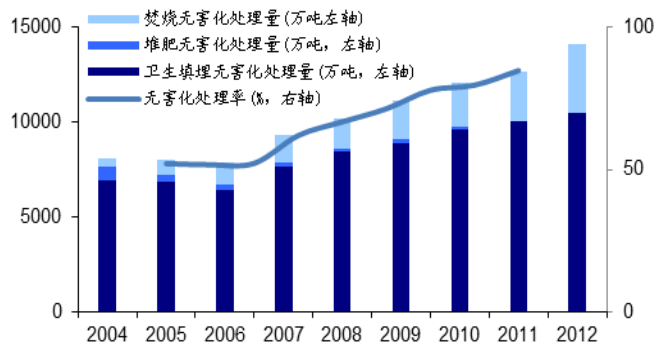
资料来源：中国环境统计年鉴，海通证券研究所

图5 三种垃圾无害化处理能力（2004-2012）



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

图6 三种垃圾无害化处理量（2004-2012，万吨）



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

2.2 垃圾焚烧行业趋势：规模化与专业化企业有望脱颖而出

市政固废处置类企业多以 BOT 模式承接项目，即与政府签订特许经营合同，自筹

资金建设垃圾焚烧发电厂，并获得 20-30 年不等的特许经营期，运营中通过垃圾焚烧发电上网电量的补贴电费和政府的垃圾处置结算价两项运营收入，弥补巨额建设成本并获得合理收益。

过去三年中，全国各地的垃圾焚烧厂如雨后春笋一般迅速出现，市场在摸着石头过河中热情高涨，而经过几年的跑马圈地，仓促启动的市场开始暴露出种种问题，对于固废产业的发展方向，需要有更冷静的思考和更长远的布局。我们预计，未来 1-2 年，生活垃圾处置行业的发展方向将更具系统性、精细化和专业化。

（1）收运-处置一体化。目前，垃圾焚烧厂被动接受环卫部门收运的生活垃圾，部分地区存在对接不畅造成垃圾清运量无法达到设计规模，或含水率过高造成设备运行故障等问题，因此，未来固废处置行业的发展趋势是，将收运体系与无害化处置整合一体，由环保企业打包托管的方式运作。具有与地方政府合作经验的企业优先受益。

（2）市场集中度将有所提高，专业的市政环保公司或通过收购已建成的垃圾处置资产进行外延式扩张。新建市场已越过快速增长期，新项目相关公司新签订单多集中于三四线城市或县城，项目规模缩小。并且，BOT 模式占用企业现金流，初期市场参与者中出现战略投资者套现离场需求，开始出售焚烧厂资产。

（3）技术实力或成为行业洗牌的关键因素。早期市场参与者良莠不齐，造成部分项目建成后无法满足环保标准连续运行，或技术实力落后导致检修成本高企。具备专业实力并深耕垃圾焚烧处置的企业，提升技术水平和积累工艺运行经验方面的优势将发挥显著的规模效益，通过降低能耗物耗、保持设备的最佳运行状况等实现超越行业平均水平的盈利能力。

与之对应的，未来市政固废处置板块中，规模化与专业化的垃圾焚烧运营商并具有固废一体化整合能力的企业将是市场最后的赢家。

3. 伟明环保财务数据分析

3.1 毛利率：显著高于行业平均水平

目前垃圾焚烧厂的主流运营模式为 BOT（Build-Operate-Transfer）模式，其中，在建筑环节（Build）自主完成建筑业务的情况下，会计处理中将项目的建造收入确认为主营业务收入，计入利润。由于上市公司融资渠道较为通畅，这一方式为 A 股可比公司中的主要形式。而伟明环保将建筑业务外包，建造环节无法确认利润，收入中只包含运营服务。

外包建筑业务对利润的影响主要包括（1）降低主营业务收入，对于单个垃圾焚烧 BOT 项目，自主建筑将使得收入规模快速膨胀，而外包则放弃了该部分利润。（2）毛利率水平升高，由于土建业务本身毛利率水平较低，确认收入后将拉低企业的综合毛利率。

通过表 2 可发现，伟明环保的运营毛利率水平显著高于同行业平均水平，一方面部分同业公司自主完成建筑业务，拉低综合毛利率；另一方面，通过与部分企业的运营分部毛利率比较可发现，伟明环保自身的运营效率水平处于行业领先水平，表现出显著的技术优势。

表 2 伟明环保过去三年毛利率水平与同业企业比较

公司/分部名称	2014 年度	2013 年度	2012 年度
1 伟明环保项目运营分部	69.07%	65.77%	64.31%
2 光大国际	46.71%	44.65%	49.38%
3 绿色动力环保	30.75%	48.48%	45.84%
4 瀚蓝环境固废处理分部	37.10%	38.32%	47.97%
5 泰达股份垃圾处理及发电分部	48.49%	42.32%	33.63%
6 分部中国天楹垃圾处置及焚烧发电	65.10%	62.54%	67.97%
7 东江环保工业废物及市政固废处理分部	35.35%	30.48%	37.40%
平均值	47.51%	47.51%	49.50%

资料来源：伟明环保招股意向书，海通证券研究所

3.2 费用率：显著高于行业平均水平

2012-2014 年伟明环保的三项费用率水平分别达到 34.21%、31.69%和 27.76%。显著高于同行业其他 A 股公司，主要由于其财务费用逐年攀升，侵蚀利润。2012-2014 年，销售费用、管理费用和财务费用的复合增速分别为 22%、16%和 17%，显著低于营收 30%的复合增速水平，显示出公司较强的费用控制能力。

我们认为，随着募投资金到位，公司的资金压力将显著下降，财务费用水平也将相应下降，而拓展多元固废处置技术与业务可能会带来管理费用与销售费用攀升。

表 3 伟明环保费用率水平与 A 股同类公司比较

可比公司	销售费用 (亿元)	销售费用率 (%)	管理费用 (亿元)	管理费用率 (%)	财务费用 (亿元)	财务费用率 (%)	三项费用率 (%)
中国天楹	0.01	0.10	0.50	9.06	0.40	7.21	16.37
瀚蓝环境	0.72	2.94	1.20	4.93	0.95	3.90	11.77
盛运环保	0.55	4.52	1.84	15.20	1.69	13.93	33.65
伟明环保	0.08	1.20	0.67	10.06	1.10	16.49	27.76

资料来源：伟明环保招股意向书，海通证券研究所

3.3 经营杠杆较高，有息负债水平合理，现金流状况较好

伟明环保 2012-2014 年末的合并口径资产负债率分别为 73.05%、70.76%和 65.19%。通过拆分负债项，我们发现 2012-2014 年伟明环保的预计负债分别为 5.31 亿元、6.78 亿元和 7.71 亿元，对应的是本公司为使有关基础设施保持一定的服务能力或在移交给合同授予方之前保持一定的使用状态，预计将发生的支出，并非实际的有息负债。我们计算公司 2012-2014 年的有息负债率分别为 27%、21%和 20%，处于合理水平。

2012-2014 年，公司垫资杠杆率（垫资/营收）分别为 3.55、3.69 和 3.43 倍，这是垃圾焚烧 BOT 运营模式的固有属性决定的，由于生活垃圾焚烧 BOT 项目的建设成本由运营企业承担，直接计入无形资产，不产生实际的现金流入，因此公司未来在大力拓展垃圾焚烧项目中，将面临的现金压力较重。

2012-2014 年，公司经营性现金流入分别为 4.77 亿元、6.08 亿元和 7.38 亿元，占当期营收规模的 121%、121%和 128%，现金回流状况保持高度健康状态，主要由于公司收入主要来自政府支付垃圾处理费与电网支付上网电费，下游客户的偿付信誉较好。

表 4 伟明环保费用率水平与 A 股同类公司比较（亿元）

	经营现金流入	经营现金流量净额	应收账款	存货	其他应收款	应付账款	其他应付款	预付账款	无形资产	垫资水平	垫资/营收
2014 年	7.38	4.01	1.67	0.29	0.24	0.87	0.03	0.02	21.59	22.90	3.43
2013 年	6.08	3.87	1.34	0.21	0.06	1.33	0.03	0.03	19.30	19.57	3.69
2012 年	4.77	2.18	1.25	0.35	0.09	1.94	0.02	0.05	14.26	14.05	3.55
2011 年	2.92	1.36	1.52	0.47	0.08	1.42	0.05	0.03	9.66	10.30	3.70
复合增速	36.22%	43.49%	3.19%	-14.81%	42.30%	-15.13%	-13.03%	-22.17%	30.72%	30.54%	

资料来源：伟明环保招股意向书，海通证券研究所

3. 募投资金投向与未来发展战略

伟明环保首次公开发行新股 4580 万股，占发行后总股本的 10.09%，募集资金净值 4.51 亿元。募投资金主要用于在手垃圾焚烧项目的筹建、研发中心的建设与偿还银行贷款。目前募投瑞安与永康项目已进入运营阶段，公司将用募集资金置换已投入的自筹资金，并用于后续剩余项目投入。

表 5 募投资金投向

序号	项目名称	计划投资总额（万元）	募集资金投入额（万元）
1	瑞安生活垃圾焚烧发电项目	31641	20000
2	永康生活垃圾焚烧发电项目	25083	8000
3	垃圾焚烧发电技术研究开发中心项目	10097	5147
4	偿还银行贷款	18500	12000
合计		85321	45147
发行费用概算（万元）			6469
发行新股数量（万股）			4580
发行价格（元/股）			11.27

资料来源：伟明环保招股意向书，海通证券研究所

4. 盈利预测

综合考虑伟明环保扎实的运营经验积累与发展愿景，我们基于以下假设对公司未来三年业绩进行预测：

（1）公司现有项目垃圾处置产能利用率在 91%~149%之间，焚烧发电部分产能利用率在 62.55%~100.07%之间，公司现有部分项目的产能利用率水平仍有进一步提升的空间，且各项目均可在 1-2 年内达到垃圾处置产能利用率 100%，焚烧发电产能利用率 85%的水平。

（2）公司在招股意向书中提出，计划在未来三至五年内，在国内市场上设计日处理垃圾能力突破 2 万吨，假设这一目标可在未来五年内匀速完成。

我们预计公司 2015-2017 年营收规模分别为 8.93 亿元、11.19 亿元和 13.70 亿元，归属净利分别为 3.97 亿元、5.16 亿元和 6.30 亿元，对应首次发行后总股本的 EPS 分别为 0.97 元/股、1.27 元/股、1.54 元/股。

参考 A 股生活垃圾处置类上市公司的平均估值水平，并考虑公司有可能涉足工业危废领域带来更高估值溢价，给予 2015 年 30-35 倍 PE，对应目标价 29.21~34.08 元/股。

表 6 可比上市公司估值水平

代码	简称	主营业务	市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE (2015E)
					2013	2014E	2015E	
600323.SH	瀚蓝环境	水务+生活垃圾处置	145.44	18.98	0.40	0.49	0.53	35.80
300090.SZ	盛运环保	生活垃圾处置	133.64	25.24	0.65	0.54	0.95	26.61
000826.SZ	桑德环境	生活垃圾处置	360.50	42.60	0.91	0.96	1.30	32.84
000035.SZ	中国天楹	生活垃圾处置	117.23	18.93	5.99	0.35	0.46	41.13
平均								34.09
002672.SZ	东江环保	工业危废处置	182.25	58.27	0.92	0.74	1.08	53.89

资料来源：wind，海通证券研究所，盈利预测来自 wind 一致预期，市值与收盘价数据来自 2015-5-13 收盘数据

5. 风险提示

(1) 公司业务较为集中的江浙地区，其垃圾焚烧处置率高于全国平均水平，且由于当地经济发展水平较高，垃圾负荷水平有保障。公司未来能否在对外扩张中斩获同等经营效率水平的项目存在不确定性。

(2) 公司目前尚不具备垃圾焚烧建造资质，未来能否顺利切入垃圾焚烧建造领域存在不确定性。

(3) 我们乐观预期公司能够在五年内平均的完成日运营能力达到 2 万吨的目标，这一假设的实现存在不确定性

(4) 大盘系统性风险

财务报表分析和预测

主要财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标 (元)				
每股收益	0.55	0.97	1.27	1.54
每股净资产	2.40	3.94	4.93	6.12
每股经营现金流	0.98	1.40	1.53	1.84
每股股利	0.000	0.100	0.150	0.200
价值评估 (倍)				
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
P/S	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	1.17	-0.50	-0.90	-1.22
股息率 (%)	—	—	—	—
盈利能力指标 (%)				
毛利率	66.49%	66.96%	66.97%	66.96%
净利润率	33.37%	44.47%	46.13%	46.02%
净资产收益率	22.76%	22.23%	23.10%	22.71%
资产回报率	7.92%	10.40%	11.90%	12.42%
投资回报率	20.55%	27.56%	32.85%	37.60%
盈利增长 (%)				
营业收入增长率	25.73%	33.94%	25.28%	22.37%
EBIT 增长率	30.56%	32.64%	25.88%	22.45%
净利润增长率	30.21%	78.47%	29.96%	22.05%

偿债能力指标	2014	2015E	2016E	2017E
资产负债率	65.2%	53.2%	48.5%	45.3%
流动比率	1.17	2.36	2.98	3.43
速动比率	1.09	2.27	2.89	3.33
现金比率	0.94	4.76	8.77	12.01
经营效率指标 (%)				
应收帐款周转天数	82.24	92.19	88.38	88.63
存货周转天数	40.85	57.12	51.66	51.68
总资产周转率	24.3%	26.9%	26.3%	27.0%
固定资产周转率	21.07	28.20	34.61	43.68

现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	222.61	397.31	516.35	630.23
折旧摊销	104.79	118.78	140.43	159.06
营运资金变动	-69.98	83.47	0.41	-5.20
经营活动现金流	401.06	635.22	695.00	834.98
固定资产投资	0.00	-6.48	-5.71	-4.78
无形资产投资	0.00	-431.26	-474.39	-521.82
资本支出	106.62	203.07	231.62	286.43
投资活动现金流	-92.32	-203.07	-231.62	-286.43
债务变化	-108.84	0.00	-10.00	100.00
股票发行	0.00	457.21	0.00	0.00
融资活动现金流	-228.18	411.69	-101.42	-25.92
现金净流量	80.56	843.84	361.95	522.62
公司自由现金流	340.12	414.42	435.63	516.08
股权自由现金流	237.05	344.08	367.04	539.63

利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	667.02	893.40	1119.23	1369.62
营业成本	223.53	295.21	369.65	452.52
毛利率%	66.49%	66.96%	66.97%	66.96%
营业税金及附加	6.19	9.03	11.16	13.56
营业税金率%	0.93%	1.01%	1.00%	0.99%
营业费用	8.03	12.01	14.91	18.01
营业费用率%	1.20%	1.34%	1.33%	1.31%
管理费用	67.09	96.73	118.79	145.08
管理费用率%	10.06%	10.83%	10.61%	10.59%
EBIT	362.18	480.41	604.72	740.46
财务费用	110.02	43.43	28.51	35.48
财务费用率%	16.49%	4.86%	2.55%	2.59%
资产减值损失	2.03	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	250.13	436.98	576.21	704.98
营业外收支	-2.58	9.85	8.24	6.97
利润总额	247.56	446.83	584.45	711.95
EBITDA	466.98	599.19	745.15	899.52
所得税	24.94	49.53	68.09	81.72
有效所得税率%	10.08%	11.08%	11.65%	11.48%
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司所有者净利润	222.61	397.31	516.35	630.23
扣除非经常性损益净利润	224.930	388.545	509.077	624.060

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	208.99	1052.83	1414.79	1937.40
应收款项	166.55	225.64	271.02	332.56
存货	28.84	46.20	52.32	64.07
其它流动资产	7.92	7.92	7.92	7.92
流动资产合计	438.28	1354.39	1772.48	2374.95
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	30.96	37.43	43.15	47.93
在建工程	95.42	-127.32	0.00	-233.35
无形资产	2158.80	2476.31	2816.09	3185.48
非流动资产合计	2371.80	2465.94	2933.30	3067.65
资产总计	2810.08	3820.33	4705.79	5442.59
短期借款	60.00	60.00	0.00	0.00
应付账款	87.05	220.92	254.83	306.00
预收账款	1.79	1.88	2.60	3.16
其它流动负债	1.41	1.41	1.41	1.41
流动负债合计	373.80	574.91	594.15	691.48
长期借款	532.86	532.86	582.86	682.86
其它长期负债	925.29	925.29	925.29	925.29
非流动负债合计	1458.15	1458.15	1508.15	1608.15
负债总计	1831.95	2033.06	2102.30	2299.63
实收资本	408.00	453.80	453.80	453.80
普通股股东权益	978.13	1787.27	2235.55	2775.03
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和所有者权益合计	2810.08	3820.33	4337.85	5074.66

资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

邓勇 石油化工行业

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： 湘潭电化,上海电力,东华能源,上海石化,洲际油气,广汇能源,中能股份,万邦达,卫星石化,中国石化,雪迪龙,燃控科技,龙净环保,派思股份,高能环境,博世科,首创股份,中国石油,国电清新,广州发展,碧水源,雪峰科技,环能科技,金正大,齐翔腾达,中海油服,华鲁恒升,浙能电力

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%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。