

2015-5-19


公司报告(点评报告)


 评级 **无评级** **首次**
伟明环保 (603568)

区域垃圾发电翘楚，上市打开拓展之路

 建议询价区间: 10~12
 上市首日定价区间: 22.5~30


分析师: 童飞


 (8621)68751219

 tongfei1@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490515040002


分析师: 邓莹

 (8621)68751219

 dengying@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490512040001

联系人: 杨靖凤

 (8621)68751636

 yangjf@cjsc.com.cn

发行数据

总股本(万股)	40,800.00
发行数量(万股)	4,580.00
网下发行(万股)	
网上发行(万股)	1,370.00
保荐机构	
发行日期	2015-5-20
发行方式	网下询价,上网定价

报告要点
■ 发行情况

本次发行的股票全部为新股，公司股东不公开发售股份。本次公开发行新股的数量不超过 4,580 万股，不低于发行后总股本的 10%。

■ 伟明环保：区域垃圾焚烧发电领域的领先者

公司是我国规模最大的城市生活垃圾焚烧处理企业之一，现拥有 16 个垃圾焚烧发电项目，项目合计日处理垃圾约 1.25 万吨，装机容量近 240MW，在浙江省、江苏省等东部沿海地地位卓绝。

■ 未来趋势：“产业链纵向一体化”+“产业整合”+“多元化发展”

成功上市有助公司积累资本实力，推动公司加速产业拓展及布局：

- ① **纵向一体化提升业务价值**：公司目前主要以自有服务为主，未来将加快产品、技术、服务输出，并进一步拓展建造业务，实现纵向一体化发展；
- ② **产业整合提升公司资产规模**：目前垃圾焚烧已经从跑马圈地逐渐步入并购整合阶段，对于企业资本实力提出更高要求，成功上市将帮助公司抢占并购整合先机；
- ③ **多元化发展打开成长空间**：除垃圾焚烧外，未来公司将加强对于污泥、餐厨垃圾、农林废弃物及其他工业固废的布局，外延拓展将打开公司中长期成长空间。

■ 询价区间

考虑 IPO 摊薄，预计公司 2015~2017EPS 分别为 0.75、0.93、1.13，公司 2015 年业绩增速确定性高，并购及投资驱动弹性较大，给予公司 2015 年业绩 30x~40x 的估值，对应目标价：22.5~30。

主要财务指标

	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	667	767	920	1105
增长率(%)	26%	15%	20%	20%
归属母公司所有者净利润(百万元)	222.6	341.8	420.7	510.7
增长率(%)	30%	54%	23%	21%
每股收益(元)	0.491	0.753	0.927	1.125
净资产收益率(%)	22.8%	19.1%	19.6%	19.8%

伟明环保：城市垃圾焚烧发电领域的领先者

公司是以固体废弃物处理为主业的大型股份制企业，是伟明集团有限公司下属控股子公司，目前业务主要集中在生活垃圾处理项目的技术开发、设备制造销售、项目投资、项目建设、运行管理等领域，是国内领先的生活垃圾焚烧处理企业。公司相继投资、建设、运营浙江、江苏、河北和海南等省份 16 座垃圾焚烧发电项目，项目合计日处理垃圾约 1.25 万吨，装机容量近 240MW，项目年处理垃圾能力接近 460 万吨。目前，公司拥有 10 个 BOT 运营项目；1 个运营服务项目；1 个 BOT 在建项目；3 个 BOT 筹建项目。

公司主营业务收入包括垃圾焚烧发电项目运营的垃圾处置费和发电收入以及其他收入。

表 1：公司主营业务营业收入情况

项目	2014 年度		2013 年度		2012 年度	
	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)
项目运营收入	65,443.93	98.93	52,350.52	99.2	38,803.89	98.77
其中						
垃圾处置费	21,527.25	32.54	17,237.39	32.66	13,627.97	34.69
发电收入	43,916.67	66.39	35,113.13	66.53	25,175.91	64.08
其他收入	707.77	1.07	424.67	0.8	481.35	1.23
合计	66,151.69	100	52,775.19	100	39,285.24	100

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

浙江省和江苏省是我国垃圾焚烧处理应用最为广泛的省份，公司在上述重点省份占有相对较高的市场份额。

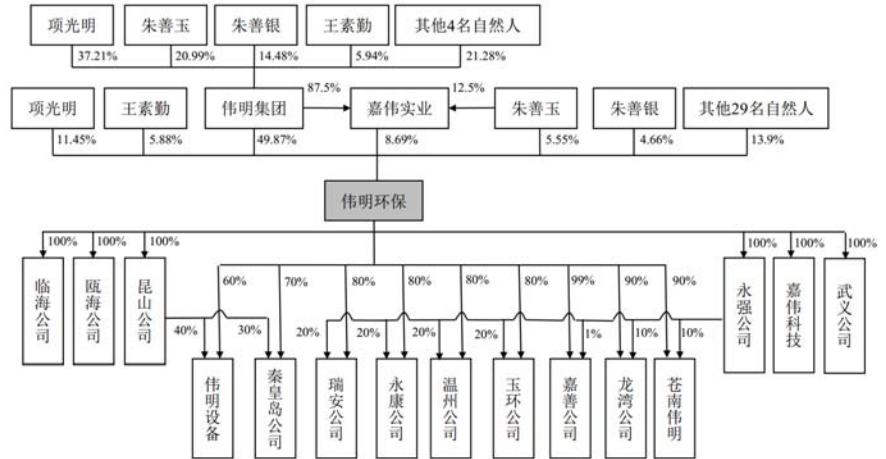
图 1：公司环保项目分布示意图



资料来源：招股意向书，长江证券研究部

截至招股意向书签署日，伟明集团及其控股子公司嘉伟实业为公司控股股东。伟明集团持有公司 49.87% 的股份，嘉伟实业持有公司 8.69% 的股份。公司实际控制人为项光明、王素勤、朱善玉和朱善银。

图 2：截至招股意向书签署日，公司股权结构



资料来源：招股意向书，长江证券研究部

表 2：本次发行前，公司前十大股东及自然人的持股情况

序号	股东名称	股数 (万股)	发行前持股比例 (%)	股权性质
1	伟明集团	20,348.40	49.87	法人股
2	项光明	4,672.80	11.45	自然人股
3	嘉伟实业	3,544.80	8.69	法人股
4	王素勤	2,400.00	5.88	自然人股
5	朱善玉	2,265.60	5.55	自然人股
6	朱善银	1,903.20	4.66	自然人股
7	章锦福	904.8	2.22	自然人股
8	朱达海	859.2	2.11	自然人股
9	章小建	631.2	1.55	自然人股
10	汪和平	418.8	1.03	自然人股
11	郑茜茜	408	1	自然人股
12	汪德苗	278.4	0.68	自然人股
合计		38,635.20	94.69	

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

多因素推动，行业迎来黄金发展期

我国城市生活垃圾焚烧发电行业将迎来黄金发展期，主要推动因素包括：①持续受益于政府产业支持政策；②我国城市生活垃圾“减量化、资源化、无害化”处理需求持续旺盛；③垃圾焚烧处理占比较低，存在广阔的增长空间。

垃圾焚烧发电属于国家鼓励的资源综合利用行业，为此有关部门颁布了一系列鼓励扶持本行业发展的重要政策性文件。

表 3：相关政策性文件

时间	文件名	颁布部门	主要相关内容
1999 年 1 月	《关于进一步支持可再生能源发展有关问题的通知》(计基础[1999]44 号)	国家计划委、科技部	对可再生能源发电项目在贷款安排、电力并网和定价等方面给予支持。
2002 年 6 月	《关于实行城市生活垃圾处理收费制度促进垃圾处理产业化的通知》(计价格[2002]872 号)	国家计划委、财政部、建设部、国家环境保护总局	实行生活垃圾处理收费制度，是适应社会主义市场经济体制的客观要求，促进垃圾处理体制改革，实行政事、政企分开，逐步实现垃圾处理产业化重要措施。各地要充分发挥市场配置资源的基础作用，拓宽投融资渠道，改善投资环境，鼓励国内外资金，包括私营企业资金投入垃圾处理设施的建设和运行，最终建立符合市场经济要求的垃圾处理运行机制，解决当前垃圾处理能力不足所造成的环境污染问题。
2002 年 9 月	《关于印发推进城市污水、垃圾处理产业化发展意见的通知》(计投资[2002]1591 号)	国家计划委、建设部、国家环境保护总局	要求各地区改革体制，创新机制，为垃圾处理产业化创造基础条件。新建的垃圾处理设施应创造条件，积极推向市场，引入竞争机制，通过招标选择投资者。鼓励社会投资主体采用 BOT 等特许经营方式投资或与政府授权的企业合资建设垃圾处理设施。要将城市垃圾处理经营权(包括垃圾的收集、分拣、储运、处理、利用和经营等)进行公开招标。鼓励符合条件的各类企业参与垃圾处理权的公平竞争。
2004 年 7 月	《国务院关于投资体制改革的决定》(国发[2004]20 号)	国务院	鼓励社会投资。放宽社会资本的投资领域，允许社会资本进入法律法规未禁入的基础设施、公用事业及其他行业和领域。
2005 年 7 月	《国务院关于加快发展循环经济的若干意见》(国发[2005]22 号)	国务院	努力实现经济、环境和社会效益统一，建设资源节约型和环境友好型社会。
2005 年 12 月	《国务院关于落实科学发展观加强环境保护的决定》(国发[2005]39 号)	国务院	积极发展环保产业，加快环保产业的国产化、标准化、现代化产业体系建设。加强政策扶持和市场监管，按照市场经济规律，打破地方和行业保护，促进公平竞争，鼓励社会资本参与环保产业的发展。重点发展具有自主知识产权的重要环保技术装备和基础装备，在立足自主研发的基础上，通过引进消化吸收，努力掌握环保核心技术和关键技术。培育一批拥有著名品牌、核心技术能力强、市场占有率高、能够提供较多就业机会的优势环保企业。加快发展环保服务业，推进环境咨询市场化，充分发挥行业协会等中介组织的作用。
2006 年 1 月	《可再生能源发电价格和费用分摊管理试行办法》(发改价格[2006]7 号)	国家发改委	垃圾焚烧发电属可再生能源项目，上网电价实行政府定价的，由国务院价格主管部门分地区制定标杆电价，2006 年及以后获得政府主管部门批准或核准建设的可再生能源发电项目的电价标准由各省(自治区、直辖市)2005 年脱硫燃煤机组标杆上网电价加补贴电价组成。补贴电价标准为每千瓦时 0.25 元。发电项目自投产之日起，15 年内享受补贴电价；运行满 15 年后，取消补贴电价。

时间	文件名	颁布部门	主要相关内容
2006年9月	《关于印发〈国家鼓励的资源综合利用认定管理办法〉的通知》(发改环资[2006]1864号)	国家发改委、财政部、国家税务总局	经认定的生产资源综合利用产品或采用资源综合利用工艺和技术的企业,按国家有关规定申请享受税收、运行等优惠政策。
2007年7月	《电网企业全额收购可再生能源电量监管办法》(电监会令第25号)	国家电力监管委员会	电网企业应当全额收购其电网覆盖范围内可再生能源并网发电项目的上网电量。电网企业应当严格按照国家核定的可再生能源发电上网电价、补贴标准和购售电合同,及时、足额结算电费和补贴。
2010年4月	《生活垃圾处理技术指南》(建城[2010]61号)	住建部、国家发改委、环保部	生活垃圾处理应以保障公共环境卫生和人体健康、防止环境污染为宗旨,遵循“减量化、资源化、无害化”原则。焚烧处理设施占地较省,稳定化迅速,减量效果明显,生活垃圾臭味控制相对容易,焚烧余热可以利用。焚烧处理技术较复杂,对运行操作人员素质和运行监管水平要求较高,建设投资和运行成本较高。对于土地资源紧张、生活垃圾热值满足要求的地区,可采用焚烧处理技术。采用焚烧处理技术,应严格按照国家和地方相关标准处理焚烧烟气,并妥善处置焚烧炉渣和飞灰。
2010年4月	《关于支持循环经济发展的投融资政策措施意见的通知》(发改环资[2010]801号)	国家发改委、中国人民银行、中国银行业监督管理委员会、中国证监会	积极支持资源循环利用企业上市融资。充分发挥资本市场在发展循环经济中的作用,鼓励、支持符合条件的资源循环利用企业申请境内外上市和再融资。在符合监管要求的前提下,鼓励企业将通过股票市场的募集资金积极投向循环经济项目。
2010年10月	《关于加强二恶英污染防治的指导意见》(环发[2010]123号)	环保部、外交部、国家发改委、科技部、工信部、财政部、住建部、商务部、国家质量监督检验检疫总局	加强新建、改建、扩建项目竣工环境保护验收中二恶英排放监测,确保按要求达标排放,从源头控制二恶英产生。推进高标准废弃物焚烧设施建设。主要工艺指标及污染因子应实施在线监测,并与当地环保部门联网,接受社会监督。所在地环保部门应对废弃物焚烧装置排放情况每二个月开展一次监督性监测,对二恶英的监督性监测应至少每年开展一次。
2011年2月	《产业结构调整指导目录(2011年本)(修正)》	国家发改委	“城镇垃圾及其他固体废弃物减量化、资源化、无害化处理和综合利用工程”属于鼓励类产业。
2011年4月	《国务院批转住房城乡建设部等部门关于进一步加强城市生活垃圾处理工作的通知》(国发[2011]9号)	国务院	加大公共财政对城市生活垃圾处理投入的同时,充分调动社会资金参与城市生活垃圾处理设施建设和运营的积极性。到2015年,城市生活垃圾无害化处理率达到80%以上,直辖市、省会城市和计划单列市生活垃圾全部实现无害化处理。因地制宜的选择先进适用的生活垃圾处理技术;加快生物质能源回收利用工作,提高生活垃圾焚烧发电和填埋气体发电的能源利用效率,到2015年生活垃圾资源化利用比例达到30%以上,直辖市、省会城市和计划单列市达到50%。城市生活垃圾处理设施和服务向小城镇和乡村延伸,城乡生活垃圾处理接近发达国家水平。
2011年8月	《国务院关于印发“十二五”节能减排综合性工作方案的通知》(国发[2011]26号)	国务院	促进垃圾资源化利用。健全城市生活垃圾分类回收制度,完善分类回收、密闭运输、集中处理体系。鼓励开展垃圾焚烧发电和供热、填埋气体发电、餐厨废弃物资源化利用。改革发电调度方式,电网企业要按照节能、经济的原则,优先调度水电、风电、太阳能发电、核电以及余热余压、煤层气、填埋气、煤矸石和垃圾等发电上网,优先安排节能、环保、高效火电机组发电上网。

时间	文件名	颁布部门	主要相关内容
2011年11月	《中国应对气候变化的政策与行动(2011)》白皮书	国务院新闻办公室	完善城市废弃物标准,实施生活垃圾处理收费制度,推广利用先进的垃圾焚烧技术,制定促进填埋气体回收利用的激励政策。积极开展碳捕集、利用和封存技术研究与示范。
2011年12月	《国家环境保护“十二五”规划》(国发[2011]42号)	国务院	提高生活垃圾处理水平。加快城镇生活垃圾处理设施建设,到2015年,全国城市生活垃圾无害化处理率达到80%,所有县具有生活垃圾无害化处理能力。鼓励垃圾厌氧制气、焚烧发电和供热、填埋气发电、餐厨废弃物资源化利用。支持符合条件的环保企业发行债券或改制上市,鼓励符合条件的环保上市公司实施再融资。探索发展环保设备设施的融资租赁业务。鼓励多渠道建立环保产业发展基金。引导各类创业投资企业、股权投资企业、社会捐赠资金和国际援助资金增加对环境保护领域的投入。
2011年12月	《国家发展改革委关于印发“十二五”资源综合利用指导意见和大宗固体废物综合利用实施方案的通知》(发改环资[2011]2919号)	国家发改委	推进垃圾分类,重点开展废弃包装物、餐厨垃圾、园林垃圾、粪便无害化处理和资源化利用,鼓励生活垃圾焚烧发电和填埋气体提纯制燃气或发电等多途径利用,鼓励利用水泥窑协同处置城市生活垃圾。
2012年3月	《国家发展改革委关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》(发改价格[2012]801号)	国家发改委	以生活垃圾为原料的垃圾焚烧发电项目,均先按其入厂垃圾处理量折算成上网电量进行结算,每吨生活垃圾折算上网电量暂定为280千瓦时,并执行全国统一垃圾发电标杆电价每千瓦时0.65元(含税,下同);其余上网电量执行当地同类燃煤发电机组上网电价。
2012年4月	《国务院关于印发“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划的通知》(国办发[2012]23号)	国务院办公厅	按照“减量化、资源化、无害化”的原则,因地制宜地选择先进适用的技术,有条件的地区应优先采用焚烧等资源化处理技术。到2015年,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%以上,其中东部地区达到48%以上。“十二五”期间,全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设总投资约2.636亿元。
2012年6月	《国务院关于印发“十二五”节能环保产业发展规划的通知》(国发[2012]19号)	国务院	明确“垃圾处理”为环保产业重点领域,鼓励研发渗滤液处理技术与装备,示范推广大型焚烧发电及烟气净化系统、中小型焚烧炉高效处理技术、大型填埋场沼气回收及发电技术和装备,大力推广生活垃圾预处理技术装备;改进垃圾处理收费方式;鼓励和引导民间投资和外资进入节能环保产业领域,支持民间资本进入污水、垃圾处理等市政公用事业建设;到2015年,环保服务业产值超过5,000亿元,城镇污水垃圾处理及电力行业烟气脱硫脱硝等领域专业化、社会化服务占全行业的比例大幅提高。
2012年12月	《国务院关于印发生物产业发展规划的通知》	国务院	因地制宜加快生物质发电产业发展。充分利用农林剩余物、沙生植物平茬物及灌木林、生活垃圾、蔗渣、畜禽粪便、有机污水等,因地制宜发展各类生物质发电技术,加快生物质发电关键设备的研发和产业化。结合新能源集成应用重大产业创新发展工程的实施,建设适应不同区域特点的生物质发电示范工程,加快制定适用于生物质发电的分布式发电并网标准,建立健全生物质发电原料收集体系、装备研发和产业化体系及生物质发电管理体系。

时间	文件名	颁布部门	主要相关内容
2013年8月	《国务院关于加快发展节能环保产业的意见》(国发[2013]30号)	国务院	节能环保产业产值年均增速在15%以上,到2015年,总产值达到4.5万亿元,成为国民经济新的支柱产业。探索城市垃圾处理新出路,实施协同资源化处理城市废弃物示范工程。到2015年,所有设市城市和县城具备生活垃圾无害化处理能力,城镇生活垃圾无害化处理能力达到87万吨/日以上,生活垃圾焚烧处理设施能力达到无害化处理总能力的35%以上。推动垃圾处理技术装备成套化,重点发展大型垃圾焚烧设施炉排及其传动系统、循环流化床预处理工艺技术、焚烧烟气净化技术和垃圾渗滤液处理技术等,重点推广300吨/日以上生活垃圾焚烧炉及烟气净化成套装备。
2013年9月	《国务院关于加强城市基础设施建设的意见》(国发[2013]36号)	国务院	以大中城市为重点,建设生活垃圾分类示范城市(区)和生活垃圾存量治理示范项目。加大处理设施建设力度,提升生活垃圾处理能力。提高城市生活垃圾处理减量化、资源化和无害化水平。到2015年,36个重点城市生活垃圾全部实现无害化处理,设市城市生活垃圾无害化处理率达到90%左右;到2017年,设市城市生活垃圾得到有效处理,确保垃圾处理设施规范运行,防止二次污染,摆脱“垃圾围城”困境。

资料来源:招股意向书,长江证券研究部

政府不断加大投资力度,出台了一系列产业优惠政策。

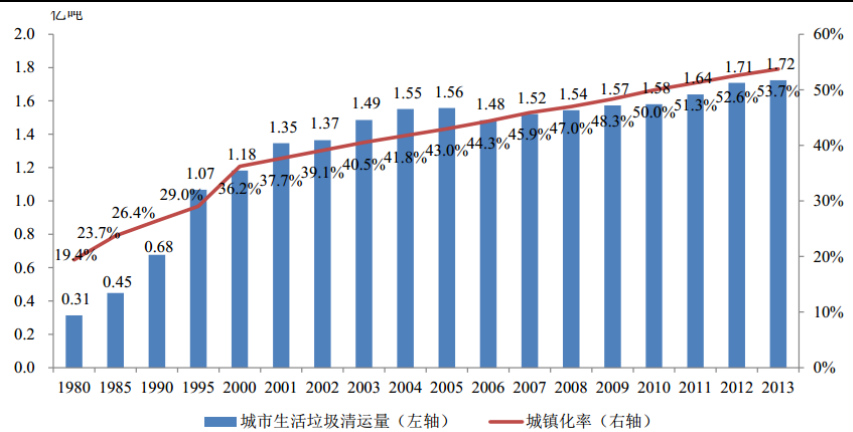
表 4: 相关产业优惠政策

项目	优惠内容
政府投资	我国政府不断加大环保投资力度。2003年我国环境污染治理投资总额为1,628亿元,2013年增长至9,517亿元,年均复合增长率为19.31%,其占GDP比重亦由2003年的1.20%提高至2013年的1.67%。
制度建设	政府提出按规定推行垃圾收费制度,促进垃圾处理产业化,实现垃圾处理良性循环,对垃圾处理实行特许经营,鼓励投资主体多元化,对产业化给予必要的政策扶持。
财税政策	国家规定以垃圾为燃料生产的电力或者热力、垃圾用量占发电燃料的比重不低于80%、并且生产排放达标的企业可认定为国家鼓励的资源综合利用企业,可以享受增值税即征即退的优惠政策;符合条件的公共垃圾处理所得,自项目取得第一笔生产经营收入所属纳税年度起,第一年至第三年免征企业所得税,第四年至第六年减半征收企业所得税。
电力销售	垃圾焚烧产生的上网电力由电力部门全额收购,电价标准由标杆上网电价加补贴电价组成,补贴电价标准为每千瓦时0.25元,补贴时间为15年。

资料来源:招股意向书,长江证券研究部

近年来,我国城镇化水平不断提高,城市生活垃圾持续增长。截至2013年末,我国城镇人口已达7.31亿人,城镇化率达53.7%,较1980年末的19.4%已有大幅提升。1980年至2013年,我国设市城市生活垃圾清运量增长了4倍以上,2013年已达1.72亿吨。根据城建院预测,2015年我国设市城市和县城生活垃圾清运量将达到2.68亿吨。

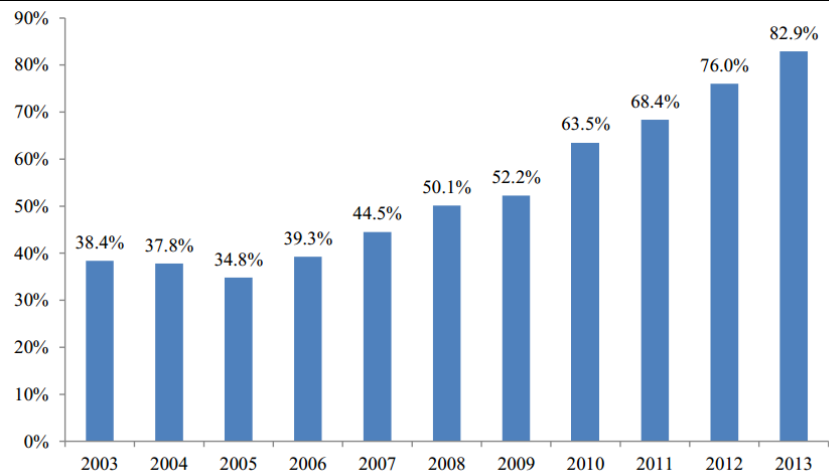
图 3: 1980-2013 我国城镇化进程及城市生活垃圾清运量变化



资料来源：招股意向书，长江证券研究部

大城市生活垃圾处理工作力度不断加大，我国城市生活垃圾无害化处理率从 2003 年的 38.4% 增长至 2013 年的 82.9%，垃圾无害化处理能力已显著提高，但与发达国家接近 100% 的无害化处理率相比，仍存在较大发展空间。根据《国家环境保护“十二五”规划》，“到 2015 年，全国城市生活垃圾无害化处理率达到 80%”，无害化处理率在“十二五”期间将继续保持快速增长速度。

图 4：2003-2013 我国城市生活垃圾无害化处理率



资料来源：招股意向书，长江证券研究部

我国城市生活垃圾焚烧处理行业参与者较多，市场较为分散。公司是我国规模最大的城市生活垃圾焚烧处理企业之一，拥有技术研究开发、关键设备制造、项目投资建设、项目运营管理等全产业链一体化优势。公司主要竞争对手主要是光大国际、绿色动力环保、瀚蓝环境、泰达股份、中国天楹和东江环保等。

表 5：最近三年行业内部分相关公司毛利率情况

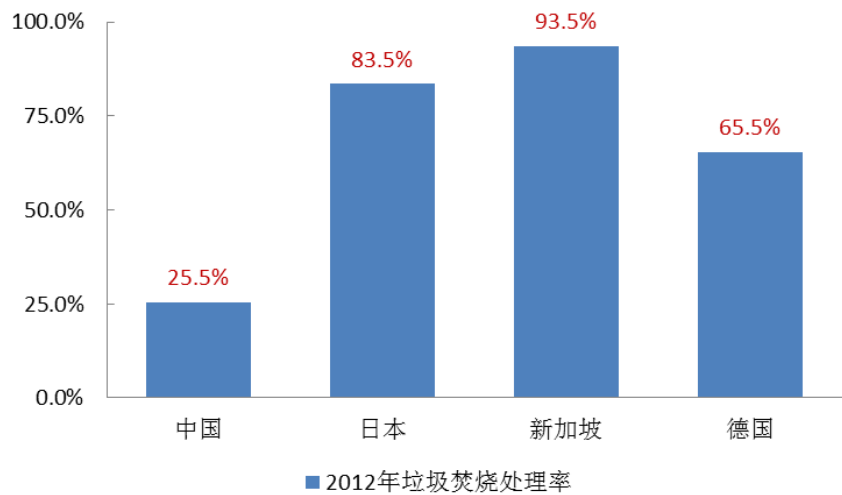
公司/分部名称	2014年度	2013年度	2012年度
伟明环保项目运营分部	69.07%	65.77%	64.31%
光大国际	46.71%	44.65%	49.38%
绿色动力环保	30.75%	48.48%	45.84%

瀚蓝环境固废处理分部	37.10%	38.32%	47.97%
泰达股份垃圾处理及发电分部	48.49%	42.32%	33.63%
中国天楹垃圾处置及焚烧发电分部	65.10%	62.54%	67.97%
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：招股意向书，长江证券研究部

垃圾焚烧已成为全球经济发达、土地资源紧缺国家的主流处理技术。目前，日本、新加坡、德国等人口密度较大的国家，垃圾处理方式以焚烧为主，填埋、堆肥为辅。中国垃圾焚烧处理占比较低，存在广阔的增长空间。

图 5: 2012 年各国垃圾焚烧处理率



资料来源：招股意向书，长江证券研究部

规模大，技术强，助公司把握发展机遇

伟明环保一直专注于城市生活垃圾焚烧发电业务，拥有《环境污染治理设施运营资质证书》（生活垃圾甲级）资质，是我国规模最大的城市生活垃圾焚烧处理企业之一。

公司现拥有 10 个 BOT 运营项目；1 个运营服务项目；1 个 BOT 在建项目；3 个 BOT 筹建项目。公司运营项目的垃圾设计处理能力为 8,260 吨/日，在建项目的垃圾设计处理能力为 600 吨/日，筹建项目的垃圾设计处理能力为 2,250 吨/日。上述项目全部投产后公司将拥有垃圾设计处理能力合计为 11,410 吨/日，发电装机总容量为 21.05 万千瓦。

表 6: 公司垃圾焚烧发电项目

序号	项目名称	项目状态	设计日处理垃圾能力（吨）	发电装机容量（千瓦）
1	东庄项目	BOT运营	385	4,500
2	临江项目一期	BOT运营	600	12,000
3	永强项目	BOT运营	600	12,000
4	昆山项目一期	BOT运营	1,000	18,000

5	昆山项目二期	BOT运营	1,050	18,000
6	临江项目二期	BOT运营	1,200	24,000
7	临海项目	BOT运营	700	12,000
8	玉环项目	BOT运营	700	15,000
9	永康项目	BOT运营	800	15,000
10	瑞安项目	BOT运营	1,000	21,000
11	琼海项目	运营服务注	225	3,000
运营项目小计			8,260	154,500
12	嘉善项目	BOT在建	600	12,000
在建项目小计			600	12,000
13	东阳项目	BOT筹建	700	12,000
14	秦皇岛项目	BOT筹建	650	12,000
15	永强项目二期	BOT筹建	1,200	25,000
筹建项目小计			2,550	49,000
总计			11,410	210,500

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

公司在浙江省、江苏省等东部沿海发达地区拥有较高市场份额，显著的规模优势有利于公司实现规模经济，降低研发成本和管理成本，进一步提升盈利水平。

表 7：公司已运营项目的市场份额情况

	2013年度	2012年度	2011年度
公司垃圾焚烧处理量（万吨）	259.12	202.52	160.3
全国垃圾焚烧处理量（万吨）	4,931.44	3,876.46	2,801.83
全国市场份额	5.25%	5.22%	5.72%

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

表 8：公司在浙江和江苏已运营项目的市场份额情况

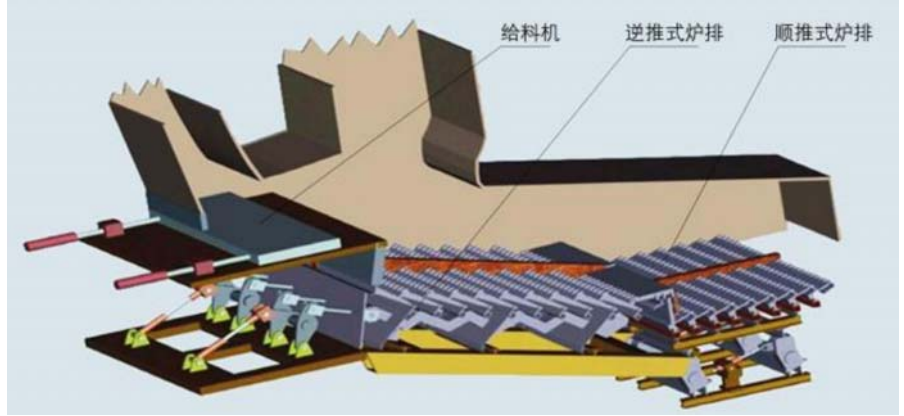
	2013年度	2012年度	2011年度
公司浙江省垃圾焚烧处理量（万吨）	184.58	132.43	99.62
浙江省垃圾焚烧处理量（万吨）	645.98	676.81	496.99
浙江省市场份额	28.57%	19.57%	20.04%
公司江苏省垃圾焚烧处理量（万吨）	66.94	63.98	54.6
江苏省垃圾焚烧处理量（万吨）	738.33	707.65	547.79
江苏省市场份额	9.07%	9.04%	9.97%

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

公司长久以来一直高度重视技术研发投入，拥有国际先进、国内领先的自主知识产权垃圾焚烧炉排炉及烟气净化技术，目前已申请获得“往复多列式炉排生活垃圾焚烧炉”、“多列式垃圾焚烧炉炉排的中间补偿机构”等 5 项发明专利，以及“烟气处理装置的喷吹机构”、“中和反应塔以及应用于该中和反应塔的喷雾器”等共 43 项实用新型专利；正在申请 5 项发明专利及 7 项实用新型专利。

公司的二段往复式多列生活垃圾焚烧炉由逆推炉排和顺推炉排组合而成。公司的二段往复式多列生活垃圾焚烧炉目前已形成 160 吨/日、225 吨/日、250 吨/日、350 吨/日、400 吨/日、600 吨/日等系列产品，该等产品的各项技术指标达到国内领先水平。

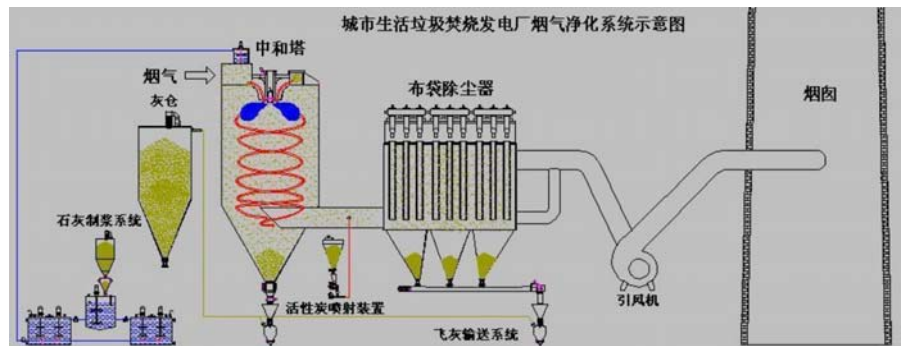
图 6：二段往复式多列生活垃圾焚烧炉示意图



资料来源：招股意向书，长江证券研究部

公司的垃圾焚烧烟气处理系统采用国际上成熟的“半干法中和反应塔+活性炭喷射装置+布袋除尘器”的工艺，技术达到国内领先水平。该系统处理后的烟气排放指标，如烟尘、一氧化碳、氮氧化物、二氧化硫、氯化氢、重金属及二噁英等含量均优于国家标准。

图 7：烟气处理系统示意图



资料来源：招股意向书，长江证券研究部

公司业务覆盖城市生活垃圾焚烧发电行业全产业链，包括核心技术研发、关键设备研制、项目投资、建设、运营等全产业链，具备一体化运作的独特优势。各业务环节之间形成可观的协同效应，有利于有效降低项目投资成本，提高运营效率，加强设备运营、维护和维修。

公司的管理团队具备丰富的行业知识、专业的技术实力和高效的管理能力。其中公司创始人、董事长、总裁项光明先生拥有十余年行业经验，是我国城市生活垃圾焚烧发电行业的领军人物，是建设部环境卫生工程技术研究中心专家委员会委员。公司副董事长、副总裁陈革先生拥有二十余年的热能工程行业研发经验，获得过环保部颁发的“环境保护科学技术三等奖”。

募集资金投向

公司此次公开发行不超过 4,580 万股人民币普通股 (A 股), 且占本次发行后总股本不低于 10%, 全部为公司公开发行新股。募集资金拟投资于 2 个生活垃圾发电 BOT 项目和垃圾焚烧发电研究开发中心项目, 其中生活垃圾发电 BOT 项目全部采用公司成熟的工艺流程和管理模式, 符合国家产业政策和环保的要求, 建成投运后, 公司城市生活垃圾处理运营业务规模将显著增加。研发中心的建设可使公司在国内外同行业中保持竞争优势, 提高企业核心竞争力。

表 9: 募集资金投向

序号	项目名称	投资总额 (万元)	使用募集资金 投资金额 (万元)	政府投资备案批文和环评审查批文	实施主体	建设期
1	瑞安生活垃圾焚烧发电项目	31,641.40	20,000.00	浙江省发改委《关于瑞安市垃圾焚烧发电厂项目初步设计的批复》(浙发改设计[2009]132号) 浙江省环保厅《关于瑞安市城市垃圾焚烧发电工程环境影响报告书审查意见的函》(浙环建[2009]36号)	瑞安公司	2年
2	永康生活垃圾焚烧发电项目	25,082.56	8,000.00	浙江省发改委《关于永康市垃圾焚烧发电厂项目初步设计的批复》(浙发改设计[2010]34号) 浙江省环保厅《关于永康市垃圾焚烧发电厂项目环境影响报告书审查意见的函》(浙环建[2009]104号)	永康公司	2年
3	垃圾焚烧发电技术研究开发中心项目	10,097.00	5,147.32	温州市经济和信息化委员会对于垃圾焚烧发电技术研究开发中心项目准予备案的《浙江省企业投资项目备案通知书》(温经贸投资备案[2012]1号) 温州市环境保护局《关于伟明环保垃圾焚烧发电技术研究开发中心项目环境影响报告表》(温环建[2012]009号) 温州市经济和信息化委员会对于垃圾焚烧发电技术研究开发中心项目准予延期的《浙江省企业投资项目备案通知书》(温经贸投资延期[2014]1号)	伟明环保	1.5年
4	偿还银行贷款	18,500.00	12,000.00		温州公司	
合计	-	85,320.96	45,147.32			

资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	667	767	920	1105	货币资金	209	399	364	422
营业成本	224	257	308	370	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	443	510	612	734	应收账款	191	222	267	322
%营业收入	66.5%	66.5%	66.5%	66.5%	存货	29	33	40	48
营业税金及附加	6	7	9	10	预付账款	2	2	2	3
%营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	其他流动资产	8	0	0	0
销售费用	8	9	11	13	流动资产合计	438	656	673	795
%营业收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	67	77	93	111	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	110	34	28	28	投资性房地产	4	4	4	4
%营业收入	16.5%	4.4%	3.0%	2.5%	固定资产合计	130	150	166	180
资产减值损失	2	0	1	1	无形资产	2159	2538	2899	3241
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	68	0	0	0
营业利润	250	383	470	570	其他非流动资产	12	12	12	12
%营业收入	37.5%	49.9%	51.1%	51.6%	资产总计	2810	3359	3754	4232
营业外收支	-3	-3	-3	-3	短期贷款	221	0	0	0
利润总额	248	380	468	568	应付款项	87	100	120	144
%营业收入	37.1%	49.5%	50.8%	51.4%	预收账款	2	2	2	3
所得税费用	25	38	47	57	应付职工薪酬	40	46	55	66
净利润	223	342	421	511	应交税费	19	28	35	42
归属于母公司所有者的净利润	222.6	341.8	420.7	510.7	其他流动负债	4	5	6	7
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	374	181	218	262
EPS (元/股)	0.49	0.75	0.93	1.13	长期借款	533	533	533	533
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	65	0	0	0
					其他非流动负债	860	860	860	860
					负债合计	1832	1574	1611	1655
					归属于母公司	978	1785	2142	2576
					少数股东权益	0	0	0	0
					股东权益	978	1785	2142	2576
					负债及股东权益	2810	3359	3754	4232
					基本指标				
						2014A	2015E	2016E	2017E
					EPS	0.491	0.753	0.927	1.125
					BVPS	2.40	4.37	4.72	5.68
					PE	22.97	14.96	12.16	10.02
					PEG	0.72	0.47	0.38	0.31
					PB	4.70	2.58	2.39	1.98
					EV/EBITDA	12.21	9.64	8.12	6.76
					ROE	22.8%	19.1%	19.6%	19.8%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(86755) 82792756	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8610) 66290412	limj@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看 好：	相对表现优于市场
中 性：	相对表现与市场持平
看 淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。