



2016年12月20日

## 买入(首次评级)

当前价: 11.36 元  
目标价: 15.60 元

## 电力环保研究组

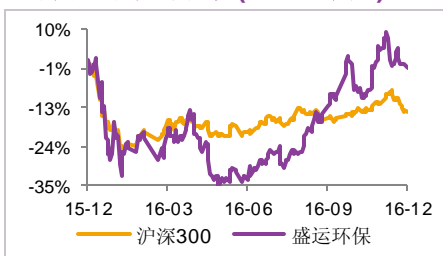
分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001  
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 邓晖

电话: 18810806632  
邮箱: denghui@lxsec.com

## 股价相对市场表现(近12个月)



资料来源: 聚源

## 盈利预测

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	1640	2100	3122	4902
(+/-)	35.5%	28.0%	48.6%	57.0%
净利润	740	400	822	1414
(+/-)	209%	-46%	106%	72%
EPS(元)	0.56	0.30	0.62	1.07
P/E	20.27	37.52	18.26	10.61

资料来源: 联讯证券研究院

## 相关研究

## 盛运环保(300090.SZ)

## 500T 炉排炉技术突破, 激励目标有望实现

## 投资要点

## ◇ 专注垃圾焚烧领域, 打造垃圾焚烧全产业链

公司收购北京中科通用, 重组剥离输送机械业务, 形成了垃圾焚烧发电全产业链运营优势。通过剥离丰汇租赁及输送机械业务、定增、发行债券合计筹资超过 38 亿元现金, 为并购重组投资提供了有力的资金支持。三季度累计营收 11.7 亿元, 同比上升 9.8%, 扭转了上半年剥离输送机械导致的下滑; 归母净利润同比上升 2.22%; EPS 同比下降 57%, 主要是定增稀释、垃圾焚烧尚未完成扩张计划影响。

## ◇ 新订单投资额有望增加 180%, 50 亿大单拓展订单上限

11 月末, 公司垃圾焚烧发电运营项目 8 个, 在建项目 13 个, 拟建项目 44 个, 运营及在手垃圾焚烧发电项目产能超过 4.8 万吨/日。2013 年并购中科通用, 转型垃圾发电业务, 2012-2015 年订单投资额复合增速 63%, 2016 年截至 11 月新增 PPP 项目投资额 181 亿元, 较 2015 年全年增长 165%, 全年增速有望超过 180%。新增 PPP 订单项目对公司环保工程、焚烧炉设备、发电运营均有显著带动作用, 一般业绩表现滞后期为 1-1.5 年。公司与内蒙昆区签订 50 亿大单 (15 年营收 3 倍) 对拓展资源树立品牌具有里程碑意义。

## ◇ 实现 500T 炉排炉技术突破, 中科环保积淀流化床技术 20 年

20 日, 公司公告试制成功完全自主知识产权的 500 吨/日大型生活垃圾机械焚烧系统, 是目前国内自行开发研制的、具有完全自主知识产权的、最大规格的炉排炉, 填补了国内设计和制造的空白。500T 炉排炉有利于大幅度降低公司大型垃圾焚烧相关设备采购、运营成本, 扩大大型垃圾焚烧设备市场占有率。垃圾焚烧 PPP 项目 2017 年仍在跑马圈地, 预计公司垃圾焚烧设备收入和毛利率大幅增加。同时, 子公司中科通用在垃圾焚烧发电设备研发设计、工程安装及服务领域是国内细分行业龙头, 从事循环流化床燃烧技术研究已 20 余年, 具备扎实技术基础。

## ◇ 控股安贝尔环保公司, 培育危废增长点

5 月, 公司与安贝尔合成革公司签订框架协议, 拟收购安贝尔环保 51% 股权, 进军危废领域。约定 6 个月内收购 10%, 后续按盛运环保安排完成收购。安贝尔环保将承接母公司 DMF 液体和气体回收装置、整套 DMF 废水回收处理装置和污水处理系统, 以及安徽省环保厅《危险废物经营许可证》, 准予收集、贮存、利用废有机溶剂, 年经营规模 10 万吨。安贝尔环保 16/17/18 年的业绩承诺为净利润 1000、3000、3000 万元。完成收购后, 安贝尔环保将成为公司进军危废领域的重要支撑点和突破点。



#### ◇ 公司产业并购基金规模业内龙头，资本运作不断

公司 1 年半合计设立 200 亿并购基金，首期 110 亿，虽然专注于垃圾焚烧发电的细分领域，但参与并购基金达到 200 亿元，以最大规模的并购基金专注于一个固废细分行业，公司在细分行业的护城河有望进一步加固。2013 至今资本运作不断，完成了收购北京中科通用能源环保有限责任公司、收购安徽盛运建筑安装工程有限公司、重组剥离输送机械业务、出售丰汇租赁 22.5% 股权、拟收购安贝尔环保 51% 股权（危废），打造了垃圾焚烧发电业务全产业链，并培育危废、生物质发电增长点。

#### ◇ 年初定增 22 亿元，16 年 4 亿目标激励效果明显

2015 年来，公司通过剥离丰汇租赁及输送机械业务、定增、发行债券等多渠道合计筹资超过 38 亿元现金，为并购重组投资提供了有力的资金支持，对于在技术成熟资金密集的垃圾焚烧发电行业占据先手、提高 PPP 中标资质，具有重要战略意义。股权激励 16/17/18 年的业绩考核目标分别为 4 亿/5 亿/6 亿元。若未能达到预期则取消当年股票期权激励。股权激励范围涉及董事、高管及核心技术/业务人员 120 人，占公司总人数的 7%，能够有效增加公司核心团队的稳定性，为公司业绩发展奠定人才基础。

#### ◇ 盈利预测及投资建议

三季度收入覆盖剥离输送机械影响后，四季度增速有望提升到 28%，其中焚烧炉收入增长 150%；国内首创 500 吨/日炉排炉技术将显著提升 17 年焚烧炉业绩。预计 16/17/18 年，公司归母净利润分别为 4.0 亿元、8.2 亿元、14.1 亿元，EPS 分别为 0.30 元、0.62 元、1.07 元，对应 PE 为 38、18、11 倍。参考可比公司 2017 年的预计平均估值水平，第一目标价位 15.6 元，给予“买入”评级！

#### ◇ 风险提示

PPP 政策重大变化；公司资金链风险；危废业务拓展风险



## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计 16/17/18 年, 公司归母净利润分别为 4.0 亿元、8.2 亿元、14.1 亿元, EPS 分别为 0.30 元、0.62 元、1.07 元, 对应 PE 为 38、18、11 倍。参考可比公司 2017 年的预计平均估值水平, 第一目标价位 15.6 元, 给予“买入”评级!

### 关键假设点

(1) 三季度公司实现营收 11.7 亿元, 同比上升 9.8%, 扭转了上半年剥离输送机械导致的下滑, 覆盖剥离输送机械影响后, 四季度有望同比增速进一步提升到 28%。焚烧炉设备收入有望增长 150%, 工程及设备收入预计增长 55%, 垃圾焚烧运营收入增长 20%。

(2) 2017 年垃圾焚烧炉的毛利率将由 50%提升到 65%, 垃圾焚烧炉销售收入有望保持 100%增速。

### 有别于大众的认识

(1) 公司试制成功完全自主知识产权的 500 吨/日炉排炉, 填补了国内制造空白, 将大幅降低成本、提高市场份额。预计 2017 年垃圾焚烧炉的毛利率将由 50%提升到 65%。垃圾焚烧炉销售收入有望保持 100%增速。

(2) 股权激励 16/17/18 年的业绩考核目标分别为 4 亿/5 亿/6 亿元, 若未能达到预期则取消当年股票期权激励。根据三季度业绩表现及四季度增长趋势, 结合股权激励临界点的推动作用, 预计公司全年业绩将超预期完成 4 亿元目标。

(3) 危废领域将是公司下一个业务突破点, 安贝尔危废业务收购预计 2017 年并表, 是下一个超预期潜力点。

(4) 流化床技术是未来垃圾焚烧应用的重要方向, 对于污染程度较高、污染排放控制较严格、容易引起矛盾的垃圾焚烧发电项目, 流化床技术凭借其超低的污染物排放水平获得环保部推荐。子公司北京中科环保研究已 20 余年, 掌握大量专利技术, 未来发展空间广阔。

### 股价表现的催化剂

- (1) 年报业绩完成扣非归母净利润 4 亿元目标。
- (2) 危废业务并表。
- (3) 拿下首个危废 PPP 订单。
- (4) 拿下超过 20 亿元 PPP 大单。
- (5) 公司流化床/炉排炉处理能力再突破。

### 核心假设风险

PPP 政策重大变化; 公司资金链风险; 危废业务拓展风险



## 目 录

一、专注垃圾焚烧领域，打造垃圾焚烧全产业链.....	7
(一) 专注垃圾焚烧领域，掌握核心技术及资质.....	7
(二) 垃圾焚烧发电全产业链.....	7
(三) 三季度扭转收入下滑趋势，四季度增速有望大增.....	8
二、新订单投资额有望增加 180%，50 亿大单拓展订单上限.....	9
(一) PPP 项目快速增加，未来储备充足.....	9
(二) PPP 盈利模式成熟，法律保障程度提高.....	10
(三) 垃圾焚烧比例快速提高，市场空间 1700 亿.....	11
(四) 新订单投资额有望超过 180%.....	12
(五) 50 亿大单拓展订单上限，具有里程碑意义.....	14
三、实现 500T 炉排炉技术突破，中科环保积淀流化床技术 20 年.....	15
(一) 炉排炉技术占据主流，流化床技术清洁环保.....	15
(二) 中科环保流化床研究 20 年，技术积淀深厚.....	17
(三) 公司研发投入比例高，专注垃圾焚烧技术.....	17
(四) 实现 500T/日炉排炉技术突破，填补国内大型焚烧设备空白.....	18
(五) 加大 800T 炉排炉研发，符合政策提标方向.....	18
四、控股安贝尔环保公司，培育危废增长点.....	19
(一) 危废行业壁垒高，保证高盈利水平.....	19
(二) 危废处置能力缺口仍大，十三五运营市场规模 4200 亿.....	20
(三) 控股安贝尔环保公司，培育危废增长点.....	21
五、公司产业并购基金规模业内龙头，资本运作不断.....	22
(一) 公司产业并购基金规模业内第一，外延并购潜力巨大.....	22
(二) 资本运作不断，意在垃圾焚烧、危废产业链.....	22
六、年初定增 22 亿元，16 年 4 亿目标激励效果明显.....	24
(一) 年初定增 22 亿元，应对订单大增.....	24
(二) 股权激励增加团队凝聚力，16 年 4 亿目标激励效果明显.....	25
七、盈利预测及投资建议.....	25
八、风险提示.....	26



## 图表目录

图表 1: 盛运环保发展转型历程 .....	7
图表 2: 盛运环保垃圾发电产业链 .....	8
图表 3: 2016 年三季度业绩表现 .....	8
图表 4: 公司收入结构 .....	9
图表 5: 公司毛利结构 .....	9
图表 6: 公司分业务毛利率 .....	9
图表 7: 公司利润情况 .....	9
图表 8: 财政部三批 PPP 示范项目 .....	10
图表 9: 发改委三批 PPP 示范项目 .....	10
图表 10: 2016 各阶段项目投资额月度变化 (万亿元) .....	10
图表 11: PPP 项目盈利模式 .....	11
图表 12: 中国生活垃圾处理厂数量与焚烧设计能力 .....	12
图表 13: 中国生活垃圾处理方式分布 .....	12
图表 14: 中国城市生活垃圾清运量趋势 .....	12
图表 15: 中国与发达国家城市化水平对比 (%) .....	12
图表 16: 公司拿单能力持续增强 .....	13
图表 17: 公司新增垃圾焚烧项目情况 .....	13
图表 18: 公司垃圾焚烧项目产能分布 .....	13
图表 19: 工程、设备、运营收入与订单投资额相关性高 (百万元) .....	14
图表 20: 公司项目建设运营情况 .....	14
图表 21: 公司订单集中于垃圾焚烧发电 (吨/日) .....	14
图表 22: 包头市昆都仑区 50 亿大单项目构成 .....	15
图表 23: 主流垃圾焚烧技术 .....	16
图表 24: 炉排炉与流化床参数对比 .....	16
图表 25: 典型城市生活垃圾焚烧发电工艺流程 .....	17
图表 26: 公司研发投入对比行业水平 (2013 转型后) .....	18
图表 27: 危废行业壁垒高 .....	19
图表 28: 各年工业危废利用处置情况 (万吨) .....	20
图表 29: 2015 年工业危废利用处置结构 .....	20
图表 30: 2006-2015 年危险废物实际经营规模(万吨) .....	21
图表 31: 2015 各省工业危废产生情况 (万吨) .....	21
图表 32: 公司产业并购基金情况 .....	22
图表 33: 固废行业产业并购基金运用情况 .....	22
图表 34: 盛运环保重组转型历程 .....	24
图表 35: 公司多渠道筹资 38 亿元现金专注垃圾焚烧发电 .....	24
图表 36: 股权激励业绩考核目标及行权比例 .....	25



图表 37: 公司盈利预测 .....	25
图表 38: 可比公司估值对比 .....	26
附录: 公司财务预测表 .....	27



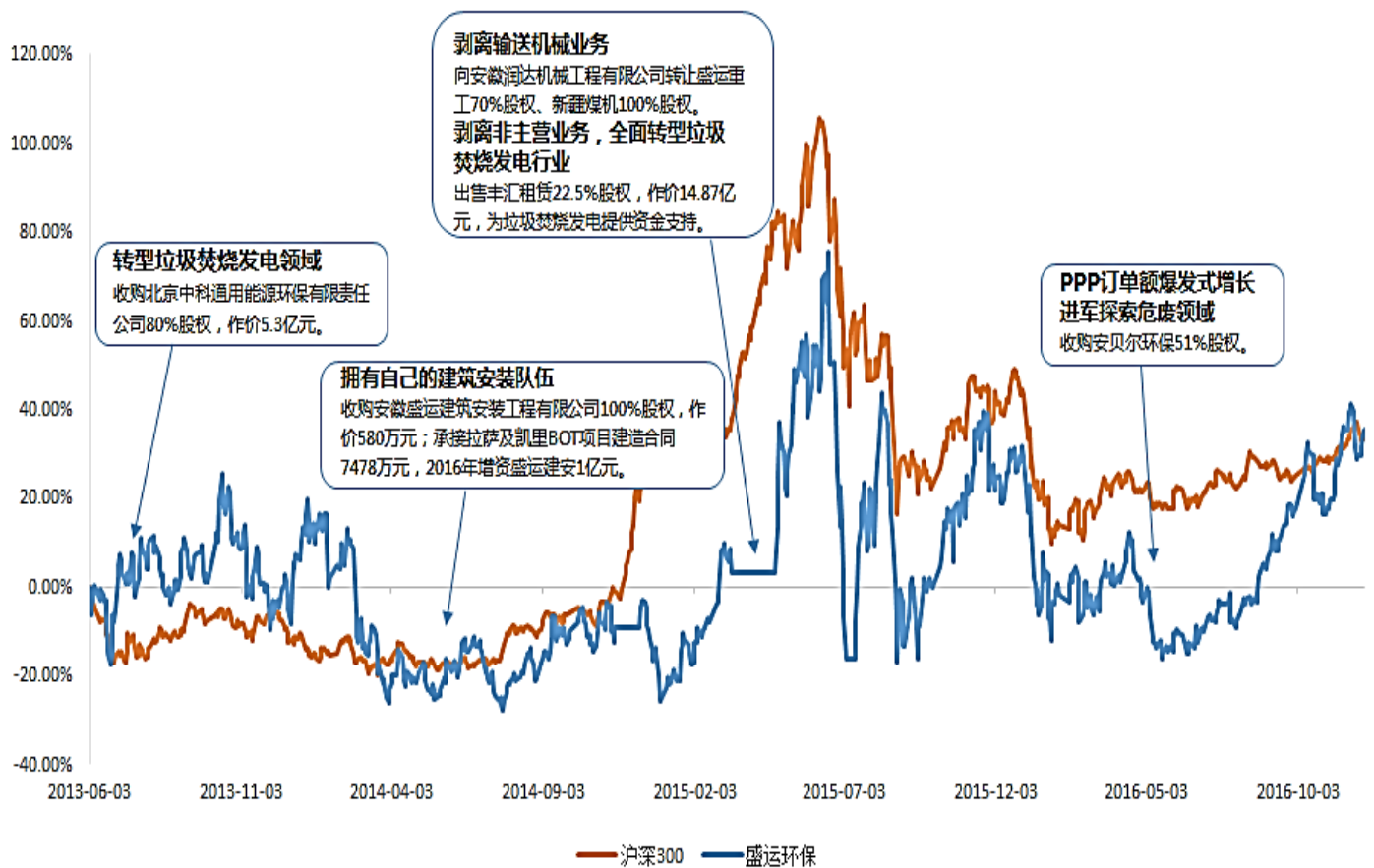
## 一、专注垃圾焚烧领域，打造垃圾焚烧全产业链

### （一）专注垃圾焚烧领域，掌握核心技术及资质

公司主营垃圾焚烧发电运营、工程、设备及输送机械制造，具备垃圾焚烧发电全产业链运营优势。大力开发餐厨垃圾处理、污泥干化焚烧、医废危废处置工程、生物质热电联用等相关业务。目前已具备环境污染治理总承包甲级资质、环境污染治理设施运营甲级资质、建筑工程施工资质。

公司前身为安徽省桐城市输送机械制造有限公司，主营输送机械制造。2013年，公司收购北京中科通用能源环保有限责任公司80%股份，转型垃圾焚烧发电领域。2015年，公司重组剥离输送机械业务。上半年，公司垃圾发电运营收入占比9%，焚烧炉业务26%，其他环保设备占比25%，环保工程占比27%。

图表1：盛运环保发展转型历程



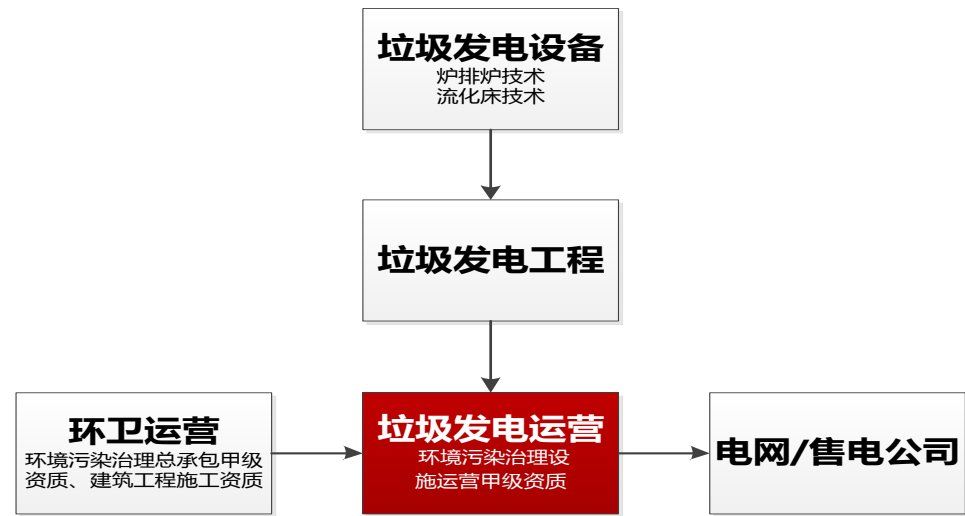
资料来源：联讯证券

### （二）垃圾焚烧发电全产业链

通过一系列并购重组投资，公司形成了垃圾焚烧发电项目总体设计、环保设备制造、施工建设总承包、项目投资运营管理全产业链一体化运作的业务模式，逐步具备了垃圾焚烧发电设备制造到投资建设运营等全产业链的核心竞争优势。公司通过剥离丰汇租赁及输送机械业务、定增、发行债券合计筹资超过38亿元现金，为并购重组投资提供了有力的资金支持。



图表2： 盛运环保垃圾发电产业链



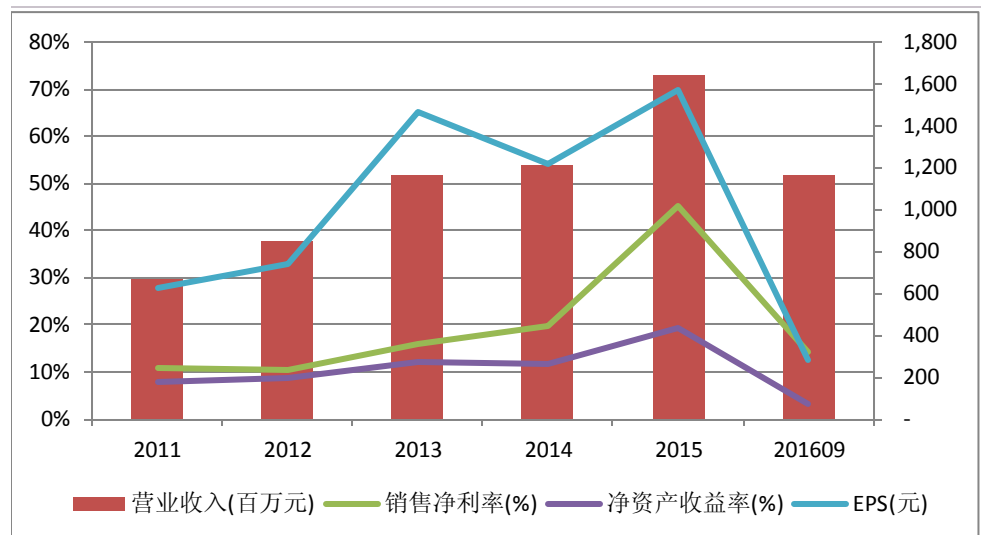
资料来源：联讯证券

### （三）三季度扭转收入下滑趋势，四季度增速有望大增

2016年三季度，公司实现营收 11.7 亿元，同比上升 9.8%，扭转了上半年剥离输送机械导致下滑；实现归母净利润 1.65 亿元，同比上升 2.22%；EPS 0.13 元，同比下降 57%，主要由于年初定增完成后稀释每股收益，垃圾焚烧项目尚未完成扩张计划影响。

2015 年由于处置丰汇租赁有限公司股权，产生投资收益 7.6 亿元。营业收入同比增长 36%，剔除投资收益后扣非净利润-0.26 亿元，由于处置丰汇租赁导致所得税同比大增 1.4 亿元。2015 年剔除投资收益、所得税影响后，税前利润同比基本持平。因此，公司盈利能力基本面基本持平，所得税因素对 2016 年利润不构成影响。

图表3： 2016 年三季度业绩表现



资料来源：WIND，联讯证券

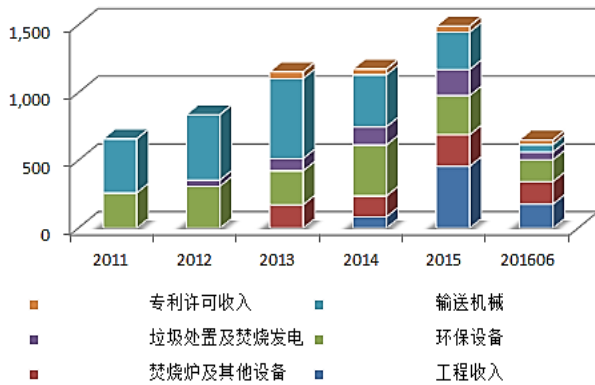
分业务看，2016 年上半年输送机械收入同比降低 67%，主要由于剥离低利润输送机械业务影响；焚烧炉收入同比增加 93%，垃圾处置及焚烧发电收入同比降低 41%，工程收入同比降低 7%，环保设备收入基本持平，主要由于 PPP 项目执行进度影响，随着





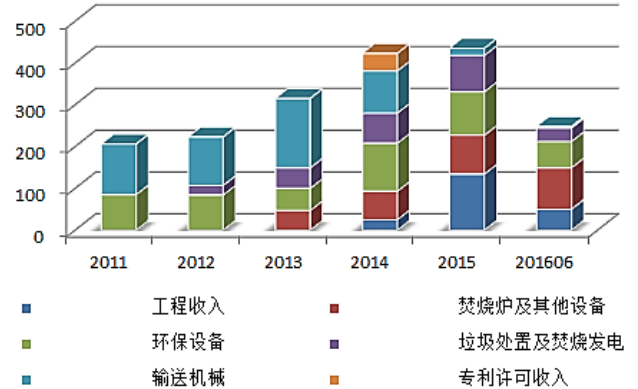
PPP 项目落地数量的逐步增加，公司三季度已扭转下滑趋势，符合我们预期。

图表4： 公司收入结构



资料来源：WIND，联讯证券

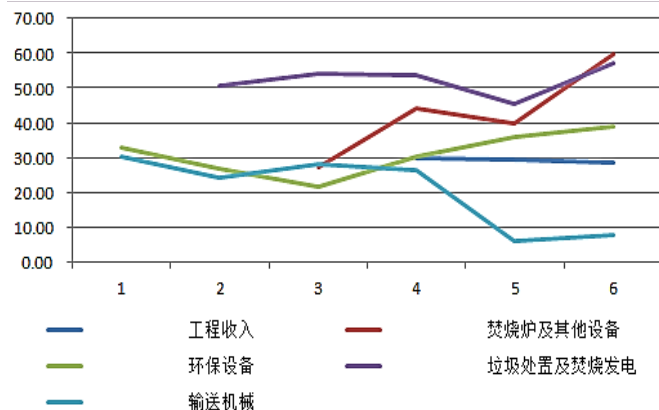
图表5： 公司毛利结构



资料来源：WIND，联讯证券

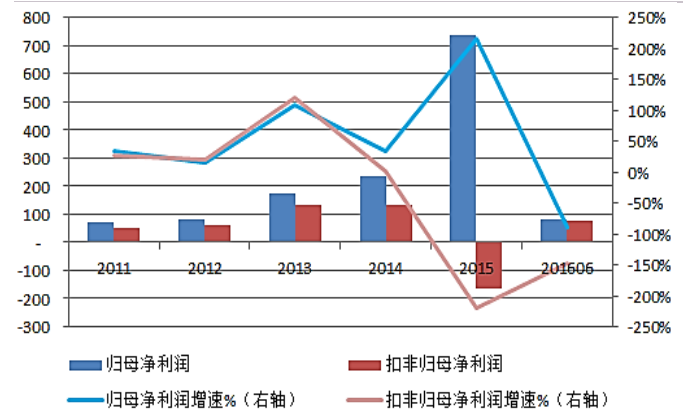
分业务利润率看，半年报焚烧炉设备及垃圾发电运营毛利率最高，接近 60%；其他环保设备毛利率接近 40%。输送机械由于下游客户需求减少影响从 2014 年的 30% 下滑到 8%。公司逐步剥离运输机械业务有利于集中资源专注发展垃圾焚烧发电业务。

图表6： 公司分业务毛利率



资料来源：WIND，联讯证券

图表7： 公司利润情况



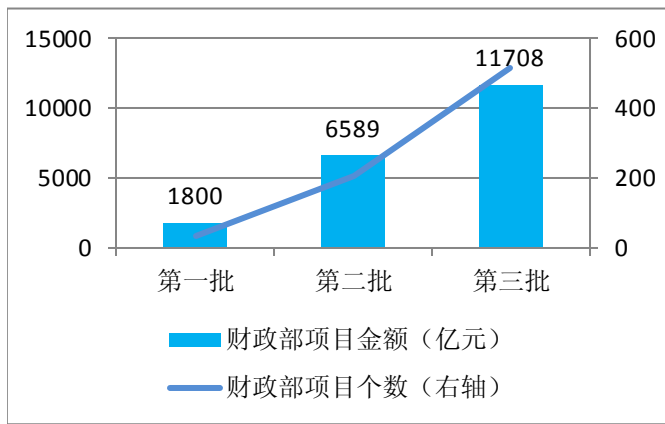
资料来源：WIND，联讯证券

## 二、新订单投资额有望增加 180%，50 亿大单拓展订单上限

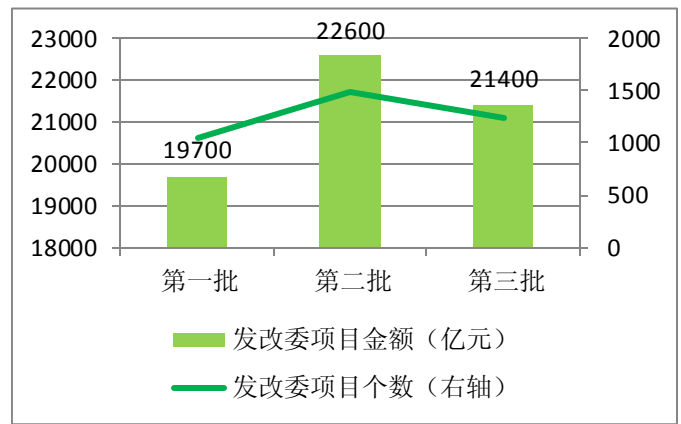
### (一) PPP 项目快速增加，未来储备充足

PPP 政策的加速推进，降低企业资金回收风险，提升了企业项目融资能力，为公司未来长期回报提供了保障。PPP 项目不仅是针对具体项目的政策拉动，更意味着地方政府建设项目纳入 PPP 模式管理，大幅降低企业竞争的区域壁垒，提升项目融资能力，降低企业资金回收风险，对于环保行业构成长期利好。

发改委和财政部 1-3 批 PPP 项目个数 4516 个，项目投资额合计约 8.4 万亿元。财政部 3 批 PPP 项目约 2 万亿要求在 2017 年 9 月前落实采购，发改委 3 批 PPP 项目约 6.4 万亿预计也将在 2017 年完成采购。工程高峰期预计在采购后 1.5-3 年，稳定收益期预计平均持续 20 年，将为环保行业上市公司迅速带来工程和设备收入的提升，并在后期提供持续稳定的运营现金流收入。


**图表8： 财政部三批 PPP 示范项目**


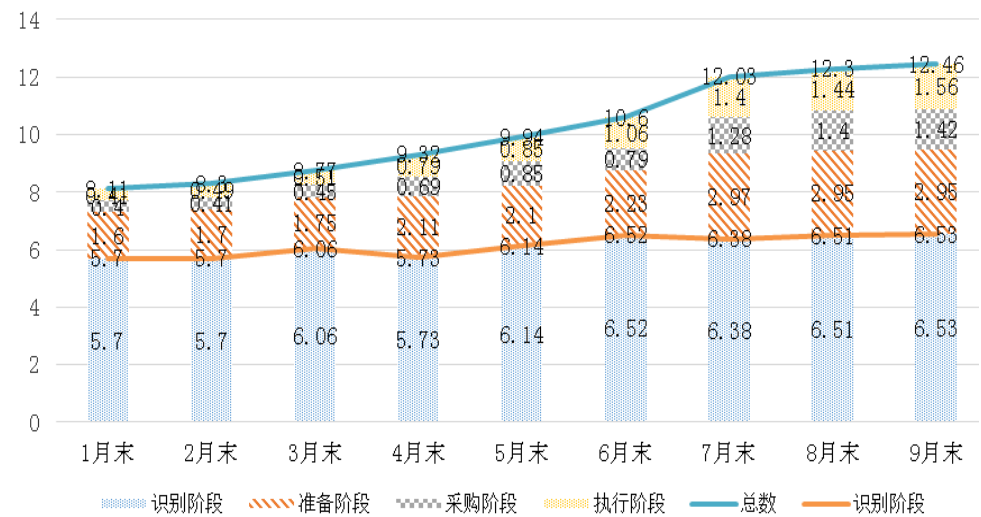
资料来源：财政部，联讯证券

**图表9： 发改委三批 PPP 示范项目**


资料来源：发改委，联讯证券

根据财政部 PPP 中心最新季报，2016 年 9 月，财政部 PPP 项目库已储备项目数量 10471 个，已储备项目金额 12.5 万亿元，是目前财政部已公布三批 PPP 示范项目的 6.3 倍，后续 PPP 项目来源充足。其中以进入执行阶段项目 946 个，总投资额 1.56 万亿元，落地率 26%。按此落地速度考虑，预计当前入库 PPP 项目投资建设业绩释放期超过 5 年，运营管理业绩释放期超过 25 年。

截止 2016 年 9 月，财政部 PPP 项目库中环保相关项目投资额约 4226 亿元，发改委三批 PPP 项目投资额约 4884 亿元，合计约 9100 亿元，是环保行业 69 家上市公司 2015 年收入 1378 亿元的 6.6 倍，有力支撑环保行业中长期发展。

**图表10： 2016 各阶段项目投资额月度变化 (万亿元)**


资料来源：财政部，联讯证券

## (二) PPP 盈利模式成熟，法律保障程度提高

PPP 项目的盈利模式主要包括使用者付费、政府付费、可行性缺口补助。一是使用者付费模式。通常用于可经营系数较高、财务效益良好、直接向最终用户提供服务的基础设施和公用事业项目，如市政供水、城市管道燃气、高速公路等。二是政府付费模式。通常用于不直接向最终用户提供服务的终端型基础设施和公用事业项目，如市政污水处



理、垃圾焚烧发电、水源净化，或者市政道路等不具备收益性的项目。三是可行性缺口补助 VGF (Viability Gap Fund) 模式。即政府对运营商实施补贴，通常用于可经营性系数较低、财务效益欠佳、直接向最终用户提供服务但收费无法覆盖投资和运营回报的项目，如医院、学校、文化及体育场馆、保障房等。

项目的设计、建造、财务和运营维护等商业风险由社会资本承担，而法律、政策和最低需求等风险由政府承担，不可抗力等风险由政府和社会资本合理共担。

公司目前订单项目大部分为 PPP 项目，由于垃圾焚烧发电的公用事业属性，主要盈利来源于设备销售收入、工程收入、政府运营补贴，少量来源于垃圾发电上网收入。

**12 月，最高人民法院发布《关于充分发挥审判职能作用切实加强产权司法保护的若干意见》保障 PPP 合同履行。**意见明确对 PPP 活动引发的纠纷，要认真审查协议不能履行的原因和违约责任，切实维护行政相对人的合法权益；**对政府违反承诺，特别是仅因政府换届、领导人员更替等原因违约毁约的，要坚决依法支持行政相对人的合理诉求；对确因国家利益、公共利益或者其他法定事由改变政府承诺的，要依法判令补偿财产损失，有力保障了 PPP 投资方的合法权益和现金流，增强 PPP 模式信心。**

图表11： PPP 项目盈利模式

收入类型	收入来源	适用范围	应用举例
使用者付费	使用者	可经营系数较高、财务效益良好、直接向最终用户提供服务的基础设施和公用事业项目	市政供水、城市管道燃气、高速公路等
政府付费	政府	不直接向最终用户提供服务的终端型基础设施和公用事业项目	市政污水处理、垃圾焚烧发电、水源净化，或者市政道路等不具备收益性的项目
可行性缺口补助	政府	可经营性系数较低、财务效益欠佳、直接向最终用户提供服务但收费无法覆盖投资和运营回报的项目	医院、学校、文化及体育场馆、保障房等

资料来源：公开资料整理，联讯证券

### (三) 垃圾焚烧比例快速提高，市场空间 1700 亿

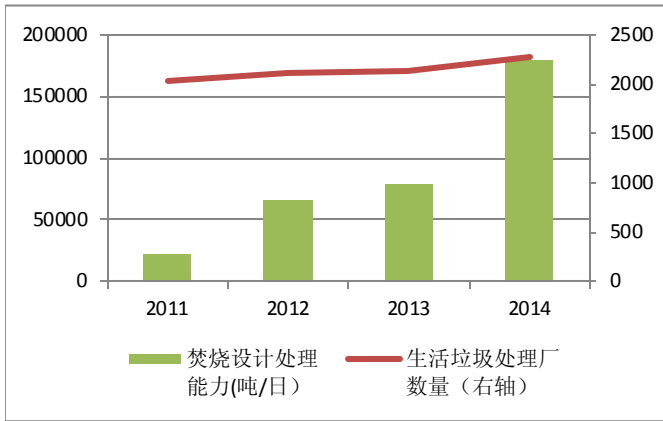
固体废弃物处置方式主要包括填埋、焚烧、堆肥等物理化学生物方法。随着城市化进程的加快，土地资源的稀缺，垃圾焚烧处置方式越来越受到城市管理者的重视。

垃圾焚烧是将城市垃圾进行高温热处理，在 800-1000 摄氏度的焚烧炉膛内，垃圾中的可燃成分与空气中的氧进行剧烈的化学反应，放出热量，转化为高温的燃烧气和量少而性质稳定的固体残渣。燃烧气可以作为热能回收利用，性能稳定的残渣可以直接填埋。焚烧法能以最快速度实现垃圾无害化、稳定化、减量化、资源化的最终处理目标。

2014 年，全国共有生活垃圾处理厂（场）2277 座，较 2013 年增加 142 座，年运行费用为 119.8 亿元。全年共处理生活垃圾 2.42 亿吨，其中采用填埋方式处置的生活垃圾共 1.82 亿吨，采用堆肥方式处置的共 0.03 亿吨，采用焚烧方式处置的共 0.56 亿吨。

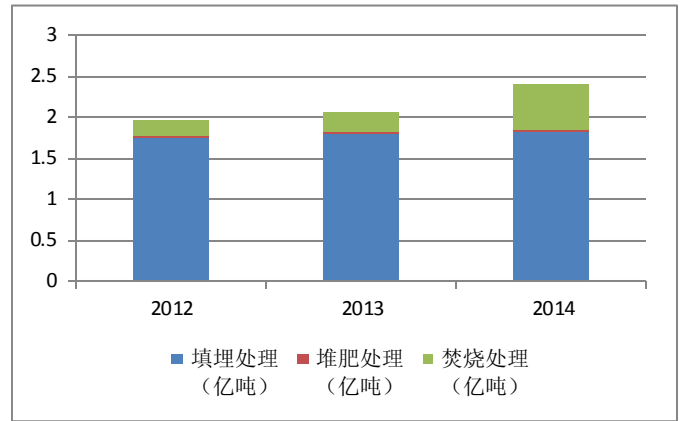


图表12: 中国生活垃圾处理厂数量与焚烧设计能力



资料来源: 环保部, 联讯证券

图表13: 中国生活垃圾处理方式分布



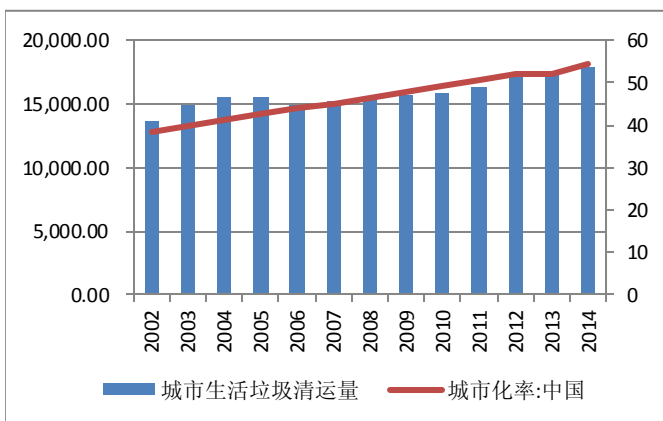
资料来源: 环保部, 联讯证券

“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划(征求意见稿)提出,到2020年,生活垃圾焚烧处理能力占无害化处理能力的比例达到50%,直辖市、计划单列市和省会城市(建成区)生活垃圾无害化处理率达到100%;其他设市城市生活垃圾无害化处理率达到95%以上(新疆、西藏除外)。不鼓励建设处理规模小于300吨/日的焚烧设施。

2014年中国城市化率仅为54%,2010年到2014年增加5个百分点,较美英德日等发达国家的80%以上还有较大差距,预计十三五期间仍能保持稳定的城市化速率。2002年到2014年城市生活垃圾清运量与城市化率高度正相关。

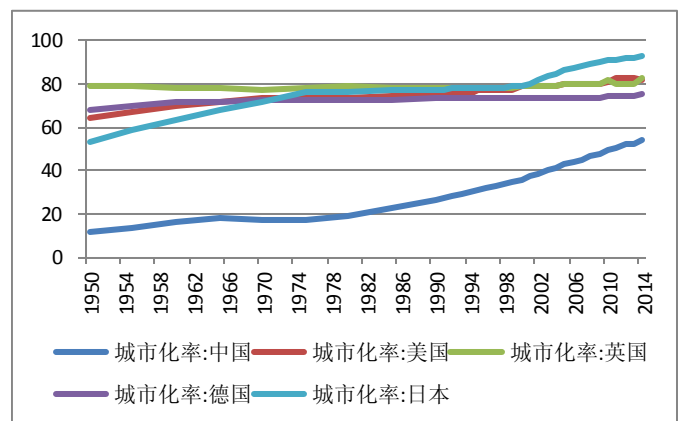
按2020年生活垃圾焚烧占无害化比例50%、城市生活垃圾无害化处理率达到95%、十三五期间仍能保持稳定的城市化速率考虑,预计到2020年生活垃圾处理量达到3.31亿吨,垃圾焚烧量将达到1.66亿吨(复合增速20%),较2014年新增1.10亿吨,按50元/吨·日的产能投资额、年等效利用小时7500小时考虑,需新增投资1752亿元,成长空间广阔。

图表14: 中国城市生活垃圾清运量趋势



资料来源: WIND, 联讯证券

图表15: 中国与发达国家城市化水平对比(%)



资料来源: WIND, 联讯证券

(四) 新订单投资额有望超过180%

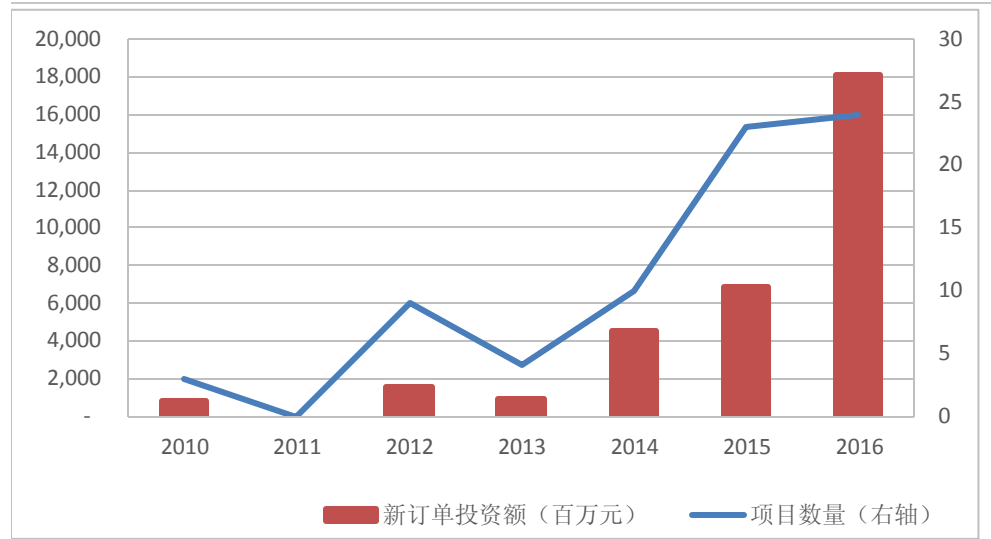
根据重要订单项目整理统计,截止2016年11月末,公司垃圾焚烧发电运营项目8



个，在建项目 13 个，拟建项目 44 个，运营及在手垃圾焚烧发电项目产能超过 4.8 万吨/日。

2013 年并购中科通用，公司转型垃圾发电业务，逐步剥离输送机械业务和非主业，集中发展战略使公司拿单能力持续增强，2012-2015 年订单投资额复合增速 63%，2016 年截至 11 月新增 PPP 项目投资额 181 亿元，较 2015 年全年增长 165%，全年增速有望超过 180%，为公司业绩持续高速增长奠定基础。

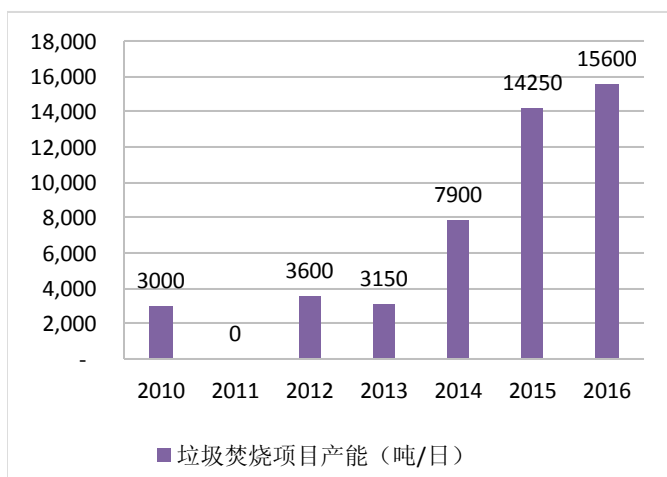
图表 16: 公司拿单能力持续增强



资料来源: 公司公告, 联讯证券

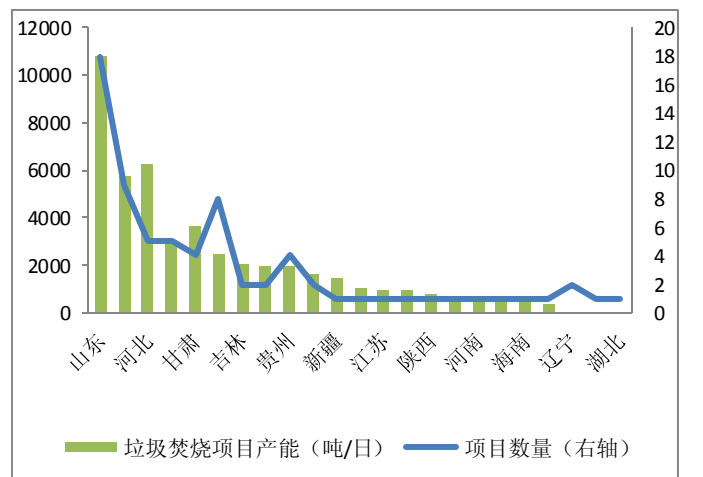
公司垃圾焚烧项目持续增长，2013 年并购中科通用以来，运营及在手垃圾焚烧项目产能从 0.98 万吨/日迅速增长到 2015 年的 3.19 万吨/日，复合增速 80%。随着财政部和发改委 PPP 项目的加速推进，2016 年 11 月累计新增垃圾焚烧订单产能即超过 2015 全年 9%，预计全年新订单产能同比增加 20%以上可期。

图表 17: 公司新增垃圾焚烧项目情况



资料来源: 公司公告整理, 联讯证券

图表 18: 公司垃圾焚烧项目产能分布



资料来源: 公司公告整理, 联讯证券

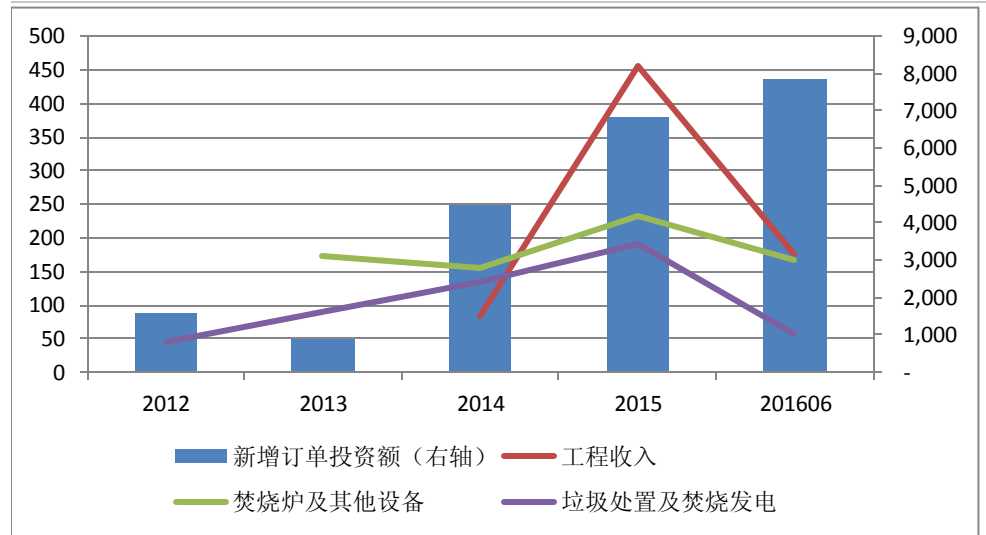
公司运营及在手项目中，垃圾焚烧发电项目处理能力 4.8 万吨/日，生物质发电项目处理能力 1.52 万吨/日。从订单项目布局可以看到，公司十三五期间将坚持现有战略，专注于快速发展的垃圾焚烧发电行业，深化炉排炉和流化床核心技术，同时拓展技术相



通的生物质发电领域。

公司新增 PPP 订单项目对公司环保工程、焚烧炉设备、发电运营均有显著带动作用，一般业绩表现滞后期为 1-1.5 年。2016 年的 PPP 订单大幅增长将为 2017-2018 年业绩高速增长奠定坚实的基础。

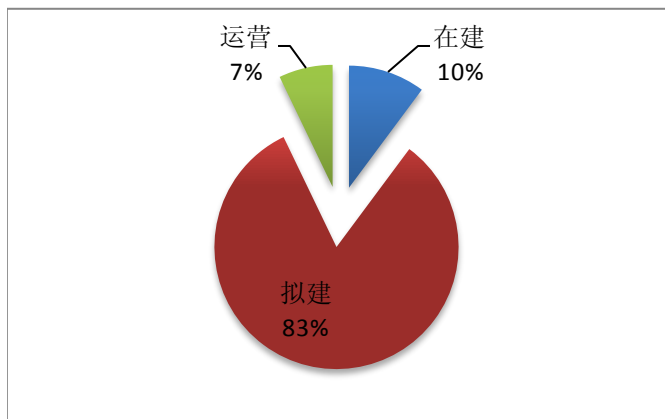
图表 19: 工程、设备、运营收入与订单投资额相关性高 (百万元)



资料来源: WIND, 联讯证券

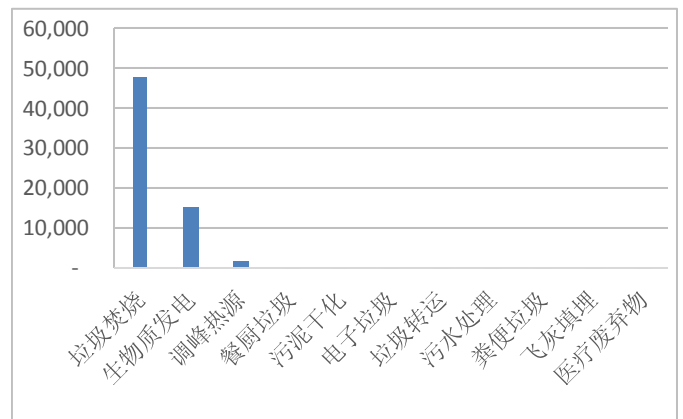
公司拟建项目 44 个,投资额超过 271 亿元,占比约 83%。拟建项目 110 亿元(41%)均为 2015 年及以前年度签订协议,2017 年业绩释放潜力巨大。

图表 20: 公司项目建设运营情况



资料来源: 公司公告整理, 联讯证券

图表 21: 公司订单集中于垃圾焚烧发电 (吨/日)



资料来源: 公司公告整理, 联讯证券

### (五) 50 亿大单拓展订单上限, 具有里程碑意义

8 月 26 日, 公司与内蒙古包头市昆都仑区人民政府签订 50 亿元大单, 承接昆都仑区金属深加工园区基础设施及环保产业化项目, 投资额是公司 2015 年营业收入的 3 倍。项目建设运营采取 PPP、BOT+EPC 模式。具体项目包括: 生态环保循环经济产业园项目(城市固废治理、水务治理、大气环境治理、城乡环卫一体化、智慧环卫城市)等工程项目(公司独立投资建设), 以及城市城区改造扩建和工业经济园区改造扩建及棚户区改造建设等城市基础设施配套工程建设项目(公司与中建集团基础设施勘察设计建设集



团联合投资建设)。

本次 PPP 项目是公司转型环保领域以来承接的最大综合性 PPP 项目，将有效促进公司拓展垃圾焚烧发电以外的环保业务（包括生物质发电、餐厨垃圾处理、污泥干化焚烧、电子废弃物处理、医疗废弃物处理等）、掌握与接触其他细分行业资源。完成包头市昆都仑区 50 亿元大单对于公司树立品牌形象、提高投标资质、拓展核心业务具有里程碑意义。

图表22： 包头市昆都仑区 50 亿大单项目构成

事件	金额
包头金属深加工园区各功能区基础设施及棚户区改造等项目	30
包头金属深加工园区创业科技园标准厂房及内部基础设施	8.7
包头金属深加工园区集电商平台、交易、销售、信息交流等功能于一体的智慧园区	2
以政府购买环卫运营服务模式为已签约的生活垃圾焚烧发电项目提供保障	5
新建环保材料厂、设备厂及环保产业项目等	4.3
合计	50

资料来源：包头市政府，联讯证券

### 三、实现 500T 炉排炉技术突破，中科环保积淀流化床技术 20 年

#### （一）炉排炉技术占据主流，流化床技术清洁环保

目前国际主流垃圾焚烧技术包括炉排炉、流化床、热解炉技术。

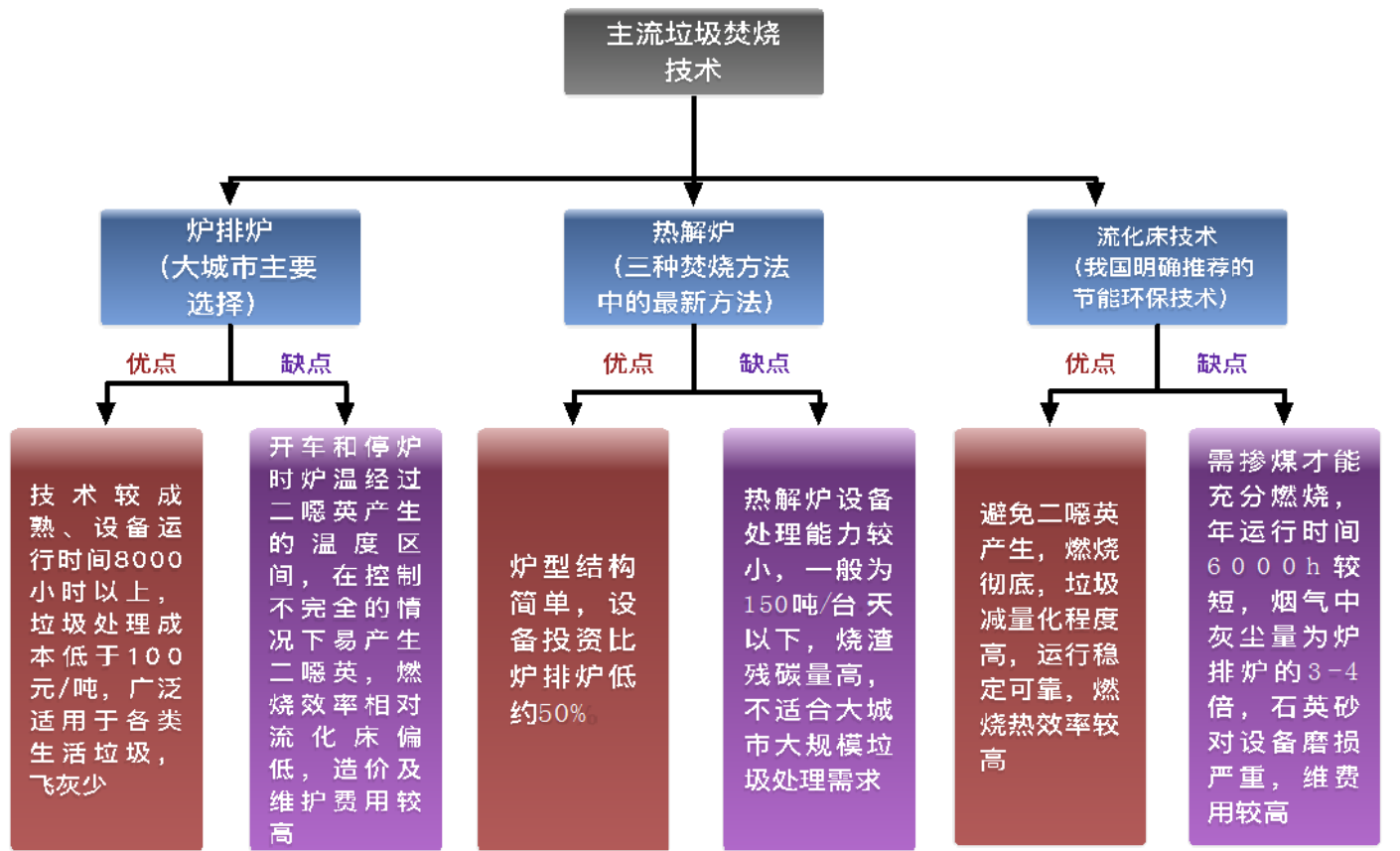
**炉排炉：**大城市主要选择，与发达国家一致。原理是机械炉排搅拌焚烧。炉排可分为平推式、斜推式、逆推式、滚筒式。处理能力可达 1200 吨/台·天，是目前处理能力最大的焚烧炉型。优点：技术较成熟、设备运行时间 8000 小时以上，垃圾处理成本低于 100 元/吨，广泛适用于各类生活垃圾，飞灰少。缺点：开车和停炉时炉温经过二噁英产生的温度区间（360-820 摄氏度），在控制不完全的情况下易产生二噁英，燃烧效率相对流化床偏低，造价及维护费用较高。

**流化床：**是我国明确推荐的节能环保技术。流化床的设备处理能力为 100-500 吨/台·天。优点：避免二噁英产生，燃烧彻底，垃圾减量化程度高，运行稳定可靠，燃烧热效率较高。缺点：需掺煤才能充分燃烧，年运行时间 6000h 左右，垃圾处理成本 150 元/吨左右，年运行时间 6000h 较短，烟气中灰尘量为炉排炉的 3-4 倍，石英砂对设备磨损严重，维护费用较高。原理是炉膛内铺有大量的砂或炉渣，将其加热到 600 摄氏度以上，并在炉底鼓入 200 摄氏度以上的热风，向炉内投入经分类、破碎等预处理的垃圾，掺入煤粉（国家规定掺煤比例低于 20%）同热砂一起翻腾燃烧，由于砂砾处于沸腾状态所以炉内传热传质良好，垃圾燃烧迅速。燃尽的垃圾落到炉底，不可燃物和砂砾一起排除后分离，砂砾再通过提升设备送回到炉中循环使用。

**热解炉：**原理是隔绝空气条件下，垃圾中有机质分解，热烟气采用 NaOH 碱液净化的技术，是三种焚烧方法中的最新方法。炉型结构简单，设备投资比炉排炉低约 50%，但热解炉设备处理能力较小，一般为 150 吨/台·天以下，烧渣残碳量高，不适合大城市大规模垃圾处理需求。



图表23: 主流垃圾焚烧技术



资料来源: 联讯证券

图表24: 炉排炉与流化床参数对比

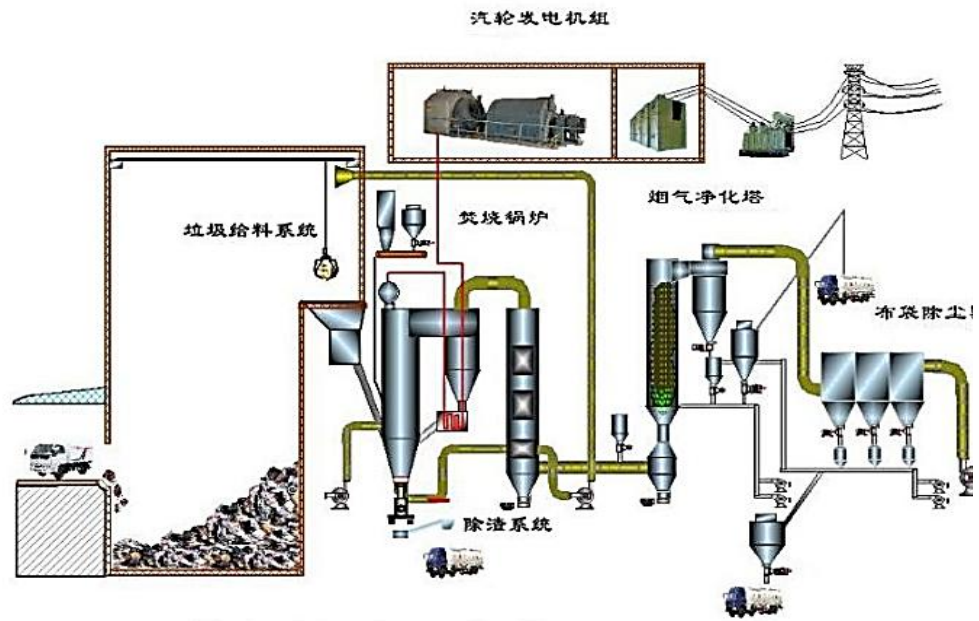
类型	项目	单位	机械炉排炉	流化床
经济性	处理能力投资-进口	万元/吨日	80	
	处理能力投资-国产	万元/吨日	45	32.5
	<b>装机投资</b>	<b>万元/KW</b>	<b>2.81</b>	<b>1.5</b>
	<b>每吨补贴</b>	<b>元</b>	<b>150</b>	<b>60</b>
	适用千克热值	大卡	1200	800
	<b>单炉最大处理量</b>	<b>吨/天</b>	<b>1200</b>	<b>500</b>
环保性	平均浓度	ng TEQ/m3	0.75	0.35
	国标 1.0 达标率	%	85%	73.10%
	参与环保性统计数量	台	26	20

资料来源:《绿化参考和科技信息与动态》，联讯证券





图表25： 典型城市生活垃圾焚烧发电工艺流程



资料来源：公司公告，联讯证券

### （二）中科环保流化床研究 20 年，技术积淀深厚

2013 年，公司收购北京中科通用能源环保有限责任公司 80% 股份，转型垃圾焚烧发电领域。中科通用在垃圾焚烧发电设备研发设计、工程安装及服务领域是国内细分行业龙头，从事循环流化床燃烧技术研究已 20 余年。

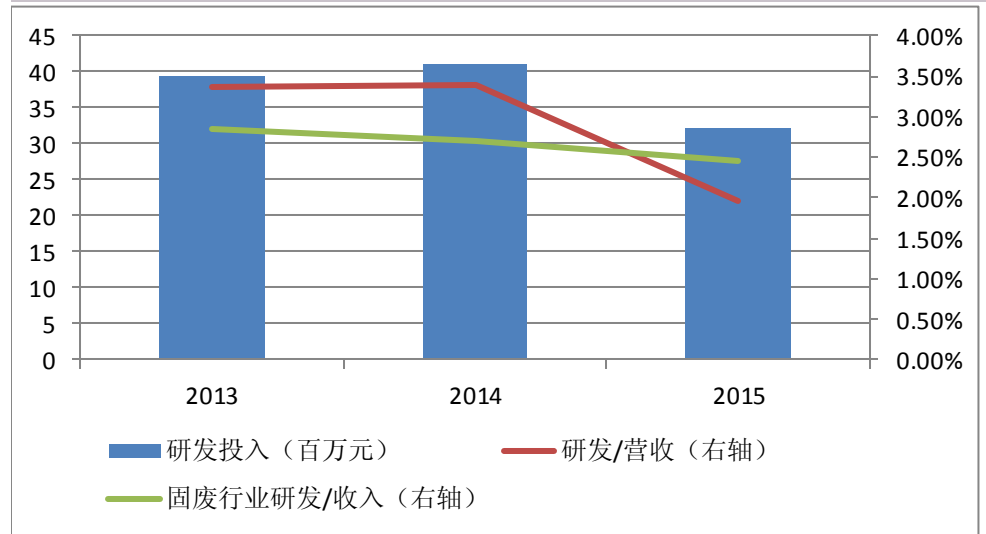
被并购前中科通用由于自有资本不足，主要盈利模式为设立参股项目公司，对参股公司实现垃圾焚烧设备销售和专利技术服务收入。盛运环保并购中科通用后，公司开始大量承接垃圾焚烧电厂 BOT 项目，从设备与技术服务商向垃圾发电产业链运营商转变。

### （三）公司研发投入比例高，专注垃圾焚烧技术

公司研发投入比例持续高于固废行业平均水平，保障了公司炉排炉、流化床设备及工艺的不断改进，炉排炉处理能力从 250T 提高到 400T，正在加大 500T/800T 炉排炉的研发。2015 年研发投入虽然有所下降，但在相对于多板块出击企业，公司专注垃圾焚烧领域的研发投入仍处于较高水平。



图表26： 公司研发投入对比行业水平（2013转型后）



资料来源：WIND，联讯证券

#### （四）实现 500T/日炉排炉技术突破，填补国内大型焚烧设备空白

20日，公司公告试制成功完全自主知识产权的500吨/日大型生活垃圾机械焚烧系统。该系统是针对国内生活垃圾低热值、高含水量、难以烧透等特点而研究开发的，是目前国内自行开发研制的、具有完全自主知识产权的、最大规格的生活垃圾焚烧系统，填补了国内生活垃圾焚烧行业大型焚烧装备设计和制造的空白。

“SY500吨垃圾焚烧系统”每天可焚烧处理500吨生活垃圾，各项技术指标达到《生活垃圾焚烧处理工程技术规范》标准；配用S的Y500尾气净化处理系统，尾气完全满足《生活垃圾焚烧污染控制标准》的排放要求，达到欧盟2000标准；该系统对焚烧炉运行时的垃圾量、时间、温度、风量采用自动燃烧控制（ACC）技术，保证炉内的焚烧气体在850~1050℃以上高温停留2秒以上；采用卧式余热锅炉以及先进的材料和技术，保证焚烧设备的超负荷能力强，不结焦、不积灰，满足长期稳定运行，保证年运行时间≥8000小时；SY500出渣机完全解决了易磨损、易腐蚀问题，真正达到长寿命的要求。

500吨/日大型生活垃圾机械焚烧系统有利于大幅度降低公司大型垃圾焚烧相关设备采购、运营等生产成本，扩大公司大型垃圾焚烧设备市场的占有率，同时也预示着本公司已具备大型生活垃圾焚烧处理设备的研发、制造能力。垃圾焚烧PPP项目2017年仍在跑马圈地，预计公司垃圾焚烧设备收入和毛利率大幅增加。

#### （五）加大 800T 炉排炉研发，符合政策提标方向

公司在新技术和新市场上开发力度很大，成功研制了250T、350T、400T、500T炉排炉等新型环保设备。正在加大对炉排炉（处理量较大800T）的研发，以及对土壤修复、水处理技术的研发。

“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划（征求意见稿）不鼓励建设处理规模小于300吨/日的焚烧设施，因此，处理量更大、效率更高的大型炉排炉在后续竞争中将占据优势地位，公司对于800T炉排炉的研发方向具有前瞻性。



## 四、控股安贝尔环保公司，培育危废增长点

### （一）危废行业壁垒高，保证高盈利水平

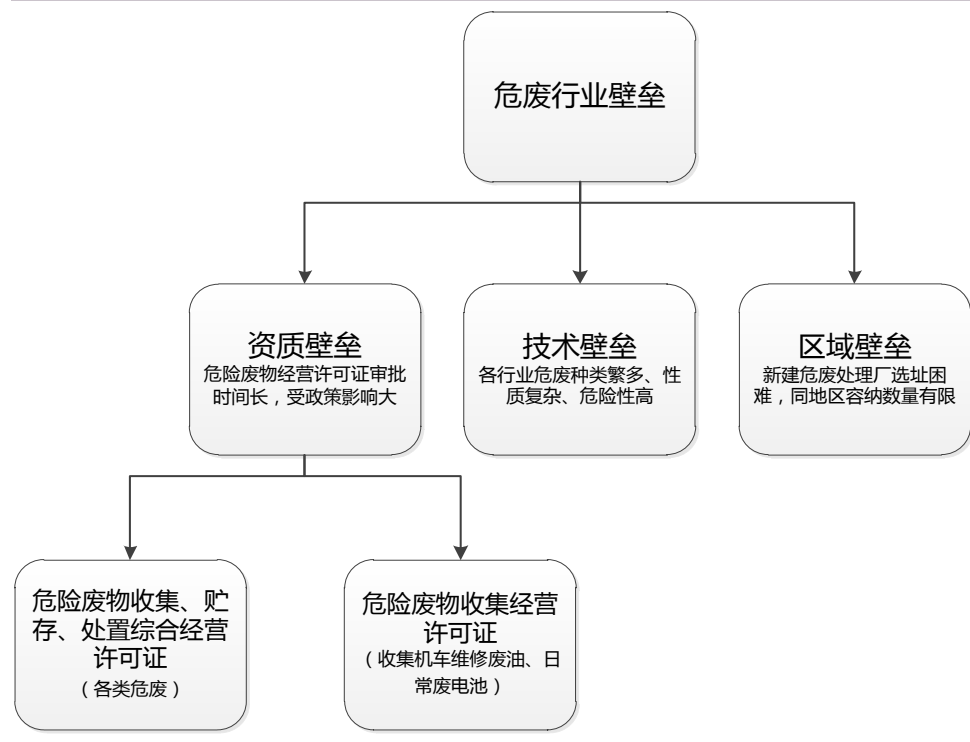
危险废物是具有腐蚀性、毒性、易燃性、反应性或者感染性等一种或者几种危险特性的，可能对环境或者人体健康造成有害影响的固体或液体废物。目前危废处置方法主要是回收利用、焚烧、安全处置。

危废处置行业属于环保细分行业，受政策法规及执行力度影响大。世界各国中，环保法规越早越全、执法越严格的国家，危废处理行业越发达，拥有更多在国际市场占优势的技术。我国危废政策法规及执行相对落后，在两高司法解释和新环保法颁布后迎来行业的蓬勃发展。

目前危废处理项目主要通过 PPP 模式建设运营。危废行业毛利率水平远高于环保行业其他板块，主要由于资质壁垒、技术壁垒、区域壁垒，同时这些壁垒的存在也导致危废企业扩张优先选择并购方式。

资质壁垒主要为危险废物经营许可证，分为危险废物收集、贮存、处置综合经营许可证（各类危废）和危险废物收集经营许可证（收集机车维修废油、日常废电池），除了医废和危废以外的许可证都要求由省环保厅核发，受政策影响大，审批时间长（尤其是无害化处理）。技术壁垒主要是各行业危废种类繁多、性质复杂、危险性高，处理不当极易造成二次污染、人身伤害、财产损失，对于物理、化学、生物技术路线及应用要求充足技术和经验积累。区域壁垒主要由于新建危废处理厂的选址困难，容易引起周边群众抗议，同一地区对危废处理厂容纳数量有限。

图表27：危废行业壁垒高



资料来源：联讯证券

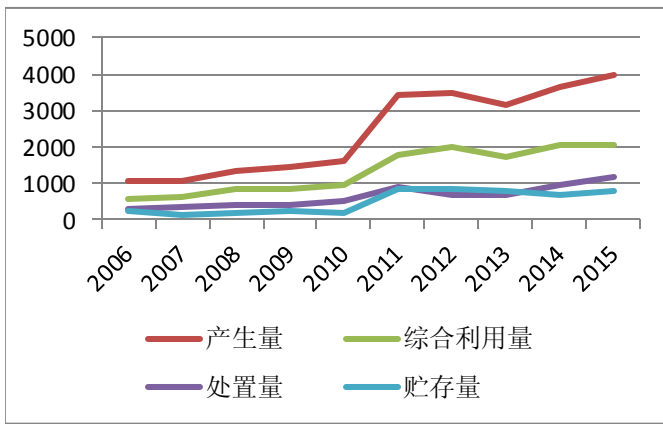


## （二）危废处置能力缺口仍大，十三五运营市场规模 4200 亿

2015 年全国共产生危险废物 3976.1 万吨，利用危险废物 2049.7 万吨（51%），处置危险废物 1174.0 万吨（29%），贮存量 810.3 万吨（20%）。

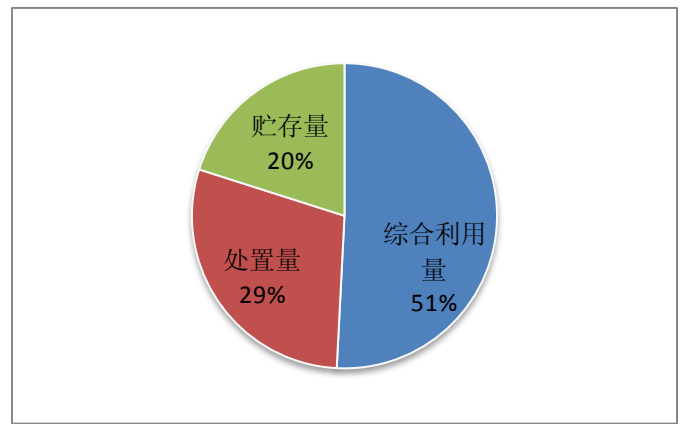
根据环保部、统计局、农业部《第一次全国污染源普查公报》，2007 年工业危废产生量 4574 万吨，是年鉴统计量的 4.2 倍。虽然 2011 年工业危废申报口径从 10 千克/年降低到 1 千克/年导致统计量跃升到 3431 万吨，4 年后仍有较大差距，因此实际产量预计大大高于年鉴统计数据。参考发达国家经验，危废产量约为固废产量的 3%，预计 2015 年实际危废产量约为 7000 万吨。预计十三五期间由于工业发展及大力强化监管，漏报瞒报危废基本消除，危废产量增速复合增长率 15%，2020 年增加到 14080 万吨。按危废处置价格 3000 元/吨考虑，预计到 2020 年危废处理运营市场规模达到约 4200 亿元。

图表28： 各年工业危废利用处置情况（万吨）



资料来源：环保部，联讯证券

图表29： 2015 年工业危废利用处置结构

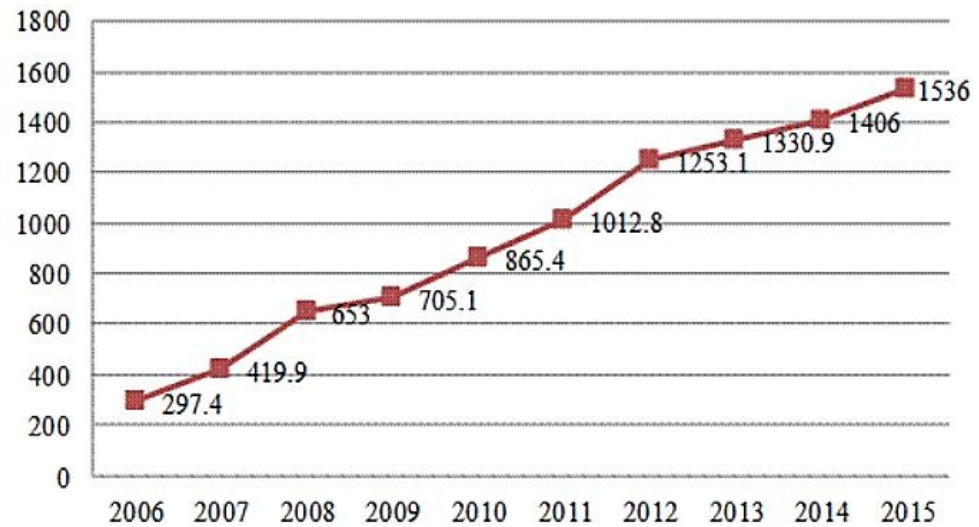


资料来源：环保部，联讯证券

截止 2015 年，全国危险废物经营单位核准经营规模达到 5263 万吨/年，其中，核准利用规模为 4155.1 万吨/年，核准处置规模为 982.4 万吨/年。从实际利用处置情况来看，2015 年危险废物实际经营规模为 1536 万吨，其中，实际利用量为 1096.8 万吨，实际处置量为 426.0 万吨。回收利用核准规模比是无害化处置的 4.2 倍，回收利用核准规模的实际利用率为 26%，无害化处置核准规模的实际利用率为 43%。虽然核准规模远超危废产量，但我们认为由于部分小企业产能利用率不足、核准规模的行业和地区匹配差异导致危废处置仍有缺口。



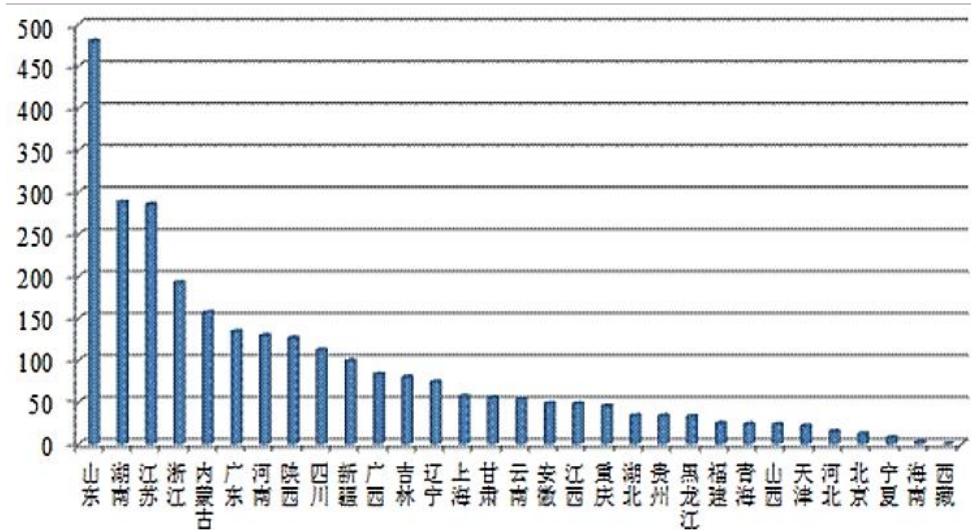
图表30: 2006-2015 年危险废物实际经营规模(万吨)



资料来源: 环保部, 联讯证券

工业危险废物产生量排在前三位的省是山东、湖南、江苏，主要集中在东部工业发达地区。

图表31: 2015 各省工业危废产生情况(万吨)



资料来源: 环保部, 联讯证券

### (三) 控股安贝尔环保公司, 培育危废增长点

2016年5月, 公司与安贝尔合成革公司签订框架协议, 拟收购安贝尔环保51%股权, 进军危废领域。签订框架协议6个月内, 安贝尔合成革公司以1000万元转让安贝尔环保10%股权, 并在盛运环保认为条件成熟时转让安贝尔环保控股权, 同时安贝尔合成革公司保留20%股份, 共担风险。

安贝尔环保将承接母公司DMF液体回收及气体回收装置, 以及整套DMF废水回收处理装置和污水处理系统等环保设备, 此DMF废液回收处理能力为每小时18吨, 年处理能力达到15万吨, 同时承接安徽省环保厅《危险废物经营许可证》, 准予收集、贮存、利用废有机溶剂, 年经营规模10万吨。安贝尔环保16/17/18年的业绩承诺为净利润1000、



**3000、3000 万元。**完成收购后，安贝尔环保将成为公司进军危废领域的重要支撑点和突破点。

## 五、公司产业并购基金规模业内龙头，资本运作不断

### （一）公司产业并购基金规模业内第一，外延并购潜力巨大

公司 1 年半合计设立 **200 亿** 并购基金，首期 **110 亿**，专注于投资垃圾焚烧发电相关产业，在垃圾焚烧发电行业中可谓大手笔，为上市公司后续并购和扩张提供了充足的项目来源和联合投资资金。200 亿产业并购基金在公司现有行业经验的基础上充分利用德阳长盛、国开金泰、华融控股、长城国泰的专业投资团队和融资渠道，为公司未来发展储备更多并购标的，更好地抓住市场发展机遇，完善公司产业链，进一步提高公司在环保领域的业务开拓能力和核心竞争力。

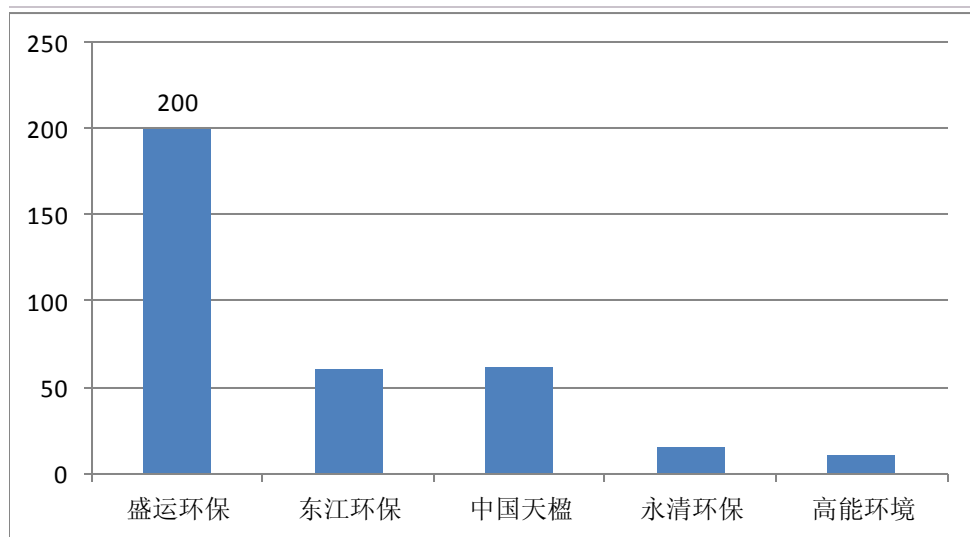
图表32： 公司产业并购基金情况

时间	并购基金普通合伙人	普通合伙人背景	并购基金数额（亿元）	首期数额（亿元）
2016. 11	长城国泰	私募股权投资基金	100	50
2016. 01	德阳长盛	长城国融、四川德阳国资公司	20	20
2015. 12	国开金泰	国开金融、国开总行	50	20
2015. 05	华融控股	华融国际（香港）	30	20
合计			200	110

资料来源：公司公告，联讯证券

根据最新数据，公司在固废行业运用并购基金的企业中，虽然专注于垃圾焚烧发电的细分领域，但参与并购基金达到 **200 亿元**，位居行业第一。以最大规模的并购基金专注于一个固废细分行业，公司在细分行业的护城河有望进一步加固。

图表33： 固废行业产业并购基金运用情况



资料来源：公司资料，联讯证券

### （二）资本运作不断，意在垃圾焚烧、危废产业链

**2016 年 5 月**，公司与安贝尔环保母公司签订框架协议，拟收购安贝尔环保 **51% 股**



权，进军危废领域。安贝尔环保将承接母公司 DMF 液体回收及气体回收装置，以及整套 DMF 废水回收处理装置和污水处理系统等环保设备，此 DMF 废液回收处理能力为每小时 18 吨，年处理能力达到 15 万吨，同时承接安徽省环保厅《危险废物经营许可证》，准予收集、贮存、利用废有机溶剂，年经营规模 10 万吨。完成收购后，安贝尔环保将成为公司进军危废领域的重要支撑点。

**2015 年 4 月，公司重组剥离输送机械业务，全面转型垃圾焚烧发电业务。**公司向安徽润达机械工程有限公司转让盛运重工 70% 股权（盛运股份、盛运科技注入后）、新疆煤机 100% 股权，作价 3.42 亿元，剥离输送机械业务。为便于标的资产的交割，盛运股份、盛运科技已将整合资产通过增资的方式转移至盛运重工并由盛运重工拥有、控制和经营。开晓胜作为盛运股份的控股股东，为帮助盛运股份剥离盈利能力较差的输送机械业务资产，同意为润达机械提供本次交易的首笔交易对价提供融资支持 1.74 亿元(51%)。

**2015 年 4 月，公司出售丰汇租赁 22.5% 股权，作价 14.87 亿元，贡献投资收益约 7.6 亿元。**公司获得 8735 万股金洲慈航股份及 4.46 亿元现金。出售丰汇租赁进一步调整了公司投资布局、改善了公司投资结构，公司表示出售此部分股权所得资金将全部用于公司垃圾焚烧发电项目，为垃圾焚烧发电项目提供有力资金支持。

**2014 年，公司 580 万元收购桐城市粮食建筑安装工程有限公司（更名为安徽盛运建筑安装工程有限公司）100% 股权，投资额不大，但标志着公司拥有了自己的建筑安装队伍，**同年承接拉萨及凯里 BOT 项目建造合同 7478 万元，即实现下半年并表净利润 1869 万元。2015 年公司注入资产后净资产达到 1.3 亿元，实现净利润 1.05 亿元，占年利润的 14%。**2016 年上半年，公司对盛运建安大幅增资，注册资本从 2010 万元增加到 1 亿元，投资额从 580 万元增加到 10580 万元，对于充分运用公司总包资质拓展建筑安装工程业务具有重要意义。**

**2013 年 7 月，公司收购北京中科通用能源环保有限责任公司 80% 股权，作价 5.3 亿元，大力转型垃圾焚烧发电领域。**2014 年 8 月，公司完成中科通用 100% 股权全资控股，体现了公司坚定发展垃圾焚烧发电的决心和信心。通过收购中科通用，公司整合了中科通用 20 余年循环流化床锅炉燃烧技术及垃圾焚烧发电全流程解决方案，为公司转型垃圾焚烧发电领域奠定了技术及人才基础。



图表34： 盛运环保重组转型历程



资料来源：公司资料，联讯证券

## 六、年初定增 22 亿元，16 年 4 亿目标激励效果明显

2015 年来，公司通过剥离丰汇租赁及输送机械业务、定增、发行债券等多渠道合计筹资超过 38 亿元现金，为并购重组投资提供了有力的资金支持。

图表35： 公司多渠道筹资 38 亿元现金专注垃圾焚烧发电

序号	项目	筹资金额（亿元）	备注
1	剥离输送机械业务	3.4	
2	剥离丰汇租赁	4.5	另含 8735 万股金洲慈航股票
3	定增	21.7	
4	发行债券	8.6	3 季报债券融资余额
5	合计	38.2	

资料来源：联讯证券

### （一）年初定增 22 亿元，应对订单大增

年初公司完成定增 21.7 亿元（占 15 年股东权益的 36.7%），增发 2.6 亿股，价格 8.3 元/股，限售期 3 年，用于偿还公司借款和补充流动资金，参与定增的均为机构投资者。本次定增适应公司大规模投资垃圾焚烧发电项目的需要，对于在技术成熟资金密集的垃圾焚烧发电行业占据先手、提高 PPP 中标资质，具有重要战略意义。





## (二) 股权激励增加团队凝聚力，16年4亿目标激励效果明显

5月20日，公司公告首次股权激励事宜。拟授予120名激励对象2,613万份股票期权，首期股票期权的授予日为2016年5月19日，行权价格为10.23元。行权价格低于当前股价，但年报披露后1年内行权30%并分3年完成，制度设计能够有效避免管理层短期行为，保障公司长期快速发展。

股权激励16/17/18年的业绩考核目标分别为4亿/5亿/6亿元。若未能达到预期则取消当年股票期权激励。股权激励范围涉及董事、高管及核心技术/业务人员120人，占公司总人数的7%，能够有效增加公司核心团队的稳定性，为公司业绩发展奠定人才基础。

图表36：股权激励业绩考核目标及行权比例

业绩考核期	业绩考核目标（扣非归母净利润）	行权期	可行权数量占获授期权数量比例
2016年	4亿元		
2017年	5亿元	2017年5月	30%
2018年	6亿元	2018年5月	30%
		2019年5月	40%

资料来源：公司公告整理，联讯证券

## 七、盈利预测及投资建议

三季度公司实现营收11.7亿元，同比上升9.8%，扭转了上半年剥离输送机械导致的下滑，覆盖剥离输送机械影响后，四季度有望同比增速进一步提升到28%。其中，焚烧炉设备收入有望增长150%，工程及设备收入预计增长55%，垃圾焚烧运营收入增长20%。

公司试制成功完全自主知识产权的500吨/日炉排炉，填补了国内制造空白，将大幅降低成本、提高市场份额。预计2017年垃圾焚烧炉的毛利率将由50%提升到65%，垃圾焚烧炉销售收入有望保持100%增速。

图表37：公司盈利预测

报告期	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,210	1,640	2,100	3,122	4,902
增速(%)	3%	36%	28%	49%	57%
营业成本	761	1,144	1,282	1,659	2,452
毛利率(%)	37%	30%	39%	47%	50%
工程收入					
收入	83	457	708	921	1,197
成本	58	323	498	648	843
毛利率(%)	30%	29%	30%	30%	30%
环保设备					
收入	340	289	448	582	757
成本	256	185	296	384	500
毛利率(%)	25%	36%	34%	34%	34%
垃圾处置及焚烧发电					
收入	134	192	230	346	518



报告期	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成本	62	105	113	173	266
毛利率(%)	54%	45%	51%	50%	49%
<b>输送机械</b>					
收入	384	276	83	50	30
成本	283	259	78	47	28
毛利率(%)	26%	6%	6%	6%	6%
<b>专利许可收入</b>					
收入	42	44	48	58	70
成本			-	-	-
毛利率(%)	100%	100%	100%	100%	100%
<b>焚烧炉及其他设备</b>					
收入	191	233	583	1,165	2,330
成本	93	140	297	408	816
毛利率(%)	51%	40%	49%	65%	65%

资料来源: WIND, 联讯证券

根据测算, 预计 16/17/18 年, 公司归母净利润分别为 4.0 亿元、8.2 亿元、14.1 亿元, EPS 分别为 0.30 元、0.62 元、1.07 元, 对应 PE 为 38、18、11 倍。参考可比公司 2017 年的预计平均估值水平, 第一目标价位 15.6 元, 给予“买入”评级!

图表38: 可比公司估值对比

股票简称	股票代码	收盘价	EPS			PE		
			2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
伟明环保	603568	22.99	0.55	0.65	0.78	41.89	35.29	29.33
中国天楹	000035	7.61	0.23	0.31	0.40	32.68	24.66	19.24
启迪桑德	000826	31.40	1.22	1.49	1.89	25.65	21.14	16.64
盛运环保	300090	11.36	0.30	0.62	1.07	37.52	18.26	10.61
行业平均水平			0.58	0.77	1.03	34.43	24.84	18.96

资料来源: WIND, 联讯证券

## 八、风险提示

PPP 政策重大变化; 公司资金链风险; 危废业务拓展风险



附录：公司财务预测表

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1640	2100	3122	4902	净利润	740	400	822	1414
营业成本	1144	1282	1659	2452	折旧摊销	71	110	110	158
营业税金及附加	25	32	48	76	财务费用	231	47	50	90
销售费用	28	35	52	82	经营性应收项目变动净额	-374	-286	-989	-1126
管理费用	178	228	339	532	经营活动净现金流	-233	445	-500	343
财务费用	231	47	50	90	投资活动净现金流	-955	-983	-983	-983
资产减值损失	44	25	25	25	筹资活动净现金流	3915	-1633	146	658
营业利润	869	451	948	1644	现金净增加额	2727	-2172	-1338	18
营业外收入	13	20	20	20	<b>主要财务比率</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
营业外支出	1	0	0	0	成长能力				
利润总额	881	471	967	1664	营业收入增长率	36%	28%	49%	57%
所得税	140	71	145	250	营业利润增长率	305%	-48%	110%	73%
净利润	740	400	822	1414	归属母公司净利润增长率	216%	-46%	106%	72%
少数股东损益	1	0	1	2	获利能力				
归属母公司净利润	740	400	821	1413	毛利率	30.25%	38.98%	46.84%	49.98%
EPS (元)	0.56	0.30	0.62	1.07	净利率	45.14%	19.05%	26.34%	28.85%
<b>资产负债表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	总资产净利率	9.49%	4.97%	9.38%	12.84%
货币资金	3896	1725	387	404	ROE	13.18%	6.65%	12.05%	17.20%
应收账款	1793	2163	3618	5399	偿债能力				
存货	652	486	988	1190	资产负债率	51%	42%	47%	47%
流动资产合计	6071	4103	4722	6723	流动比率	188%	236%	196%	176%
固定资产	1792	2724	2589	3471	营运能力				
无形资产	848	784	719	655	总资产周转率	0.14	0.20	0.29	0.36
资产总计	11525	10423	10841	13659	应收账款周转率	1.55	1.32	1.33	1.28
应付账款	980	1064	1530	2185	每股指标(元)				
短期借款	1582	0	205	971	每股收益	0.56	0.30	0.62	1.07
流动负债合计	2562	1064	1736	3156	每股经营现金	-0.18	0.34	-0.38	0.26
长期借款	1044	1044	1044	1044	每股净资产	4.25	4.55	5.17	6.22
负债合计	5874	4376	5048	6468	估值比率				
所有者权益	5651	6047	6859	8256	P/E	20.27	37.52	18.26	10.61
负债和所有者权益合计	11525	10423	11907	14725	P/B	2.67	2.50	2.20	1.83

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价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：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

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：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)