



公司研究

环保/环保综合治理

投资评级	增持
评级变动	首次评级
总股本	7.27 亿股
流通股本	4.45 亿股
EPS (TTM)	0.315 元
每股净资产	4.758 元
当前股价	17.10 元

注：上述财务数据截止 2017 年 4 月 10 日

长城国瑞证券研究所

分析师：

刘宾

lb@gwgsc.com

执业证书编号：

S0200514120001

分析师助理：

李凌翔

lilingxiang@gwgsc.com

联系电话：0592-5160876

地址：厦门市莲前西路 2 号

莲富大厦 17 楼

盈峰环境（000967）

——外延式并购转型环保，“大环保”平台初见成效

主要观点：

◆**传统主营聚焦高端装备。**公司传统主营业务为电磁线业务及风机设备。电磁线行业竞争激烈，受此影响公司电磁线业务发展较为缓慢，公司作为国内风机领域的龙头企业，具有较高的品牌知名度和美誉度，是核电和轨道交通风机的核心供应商。

◆**外延式并购战略转型环保领域。**2015 年起，公司陆续收购宇星科技、绿色东方、亮科环境等环保公司，布局环境监测、治理、垃圾焚烧及水处理领域，不断完善环保产业链，打造综合性“大环保”平台。

◆**订单密集爆发，“大环保”平台初见成效。**2016 年下半年起，公司陆续公布数个环保治理项目订单，包括中标仙桃 20 亿元 PPP 订单，订单总金额超过 42 亿元，表明公司“大环保”平台已初见成效。

◆**开展资本运作，完善战略布局。**公司拟非公开发行股份募集 8.2 亿元，用于推进项目建设和研发。此外，公司连续成立两期环保产业基金，规模超过 40 亿元，有助于公司快速完善在环保领域的战略布局。

◆**公司持有华夏幸福股份 1917.25 万股，为原始出资，初始投资成本约 808.12 万元，当前账面市值 69,576.93 万元。**

投资建议：预计公司 2016-2018 年主营业务收入分别为 36.38 亿元、48.88 亿元、56.81 亿元，净利润分别为 2.60 亿元、4.63 亿元、6.09 亿元，EPS 为 0.36 元/股、0.64 元/股、0.84 元/股。我们看好公司综合大环保平台未来的发展，首次关注，给予增持评级。

风险提示：项目进度不达预期；订单不及预期；传统主业收入不及预期。

主要财务数据及预测

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	3042.60	3637.61	4888.45	5681.04
增长率（%）	0.78%	19.56%	34.39%	16.21%
归属母公司股东净利润（百万元）	112.10	259.81	463.33	608.83
增长率（%）	85.24%	131.76%	78.34%	31.40%
EPS—最新股本摊薄（元）	0.15	0.36	0.64	0.84
销售毛利率	15.79%	20.98%	24.40%	26.06%
净资产收益率（ROE）	3.33%	7.26%	11.70%	13.64%

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



目录

1 传统主营聚焦高端风机装备	3
1.1 传统电磁线业务平稳发展	3
1.2 风机业务聚焦核电和轨道交通领域	3
2 外延式并购战略转型综合性“大环保”平台	4
2.1 并购宇星科技，正式转型环保领域	4
2.2 收购绿色东方，布局垃圾焚烧领域	5
2.3 切入水处理领域，完善环保产业布局	5
2.4 环保订单密集爆发，综合性“大环保”平台初见成效	6
3 资本运作完善环保战略布局	6
3.1 定增 8.2 亿，大股东认购彰显信心	6
3.2 设立环保产业基金，完善战略布局	7
4 盈利预测与投资评级	7
5 风险提示	8

图索引

图 1 盈峰环境传统主营业务收入情况	3
--------------------------	---

表索引

表 1 环境监测上市公司产品线比较	4
表 2 盈峰环境在手环保订单情况	6
表 3 公司非公开发行股票募集资金用途	7



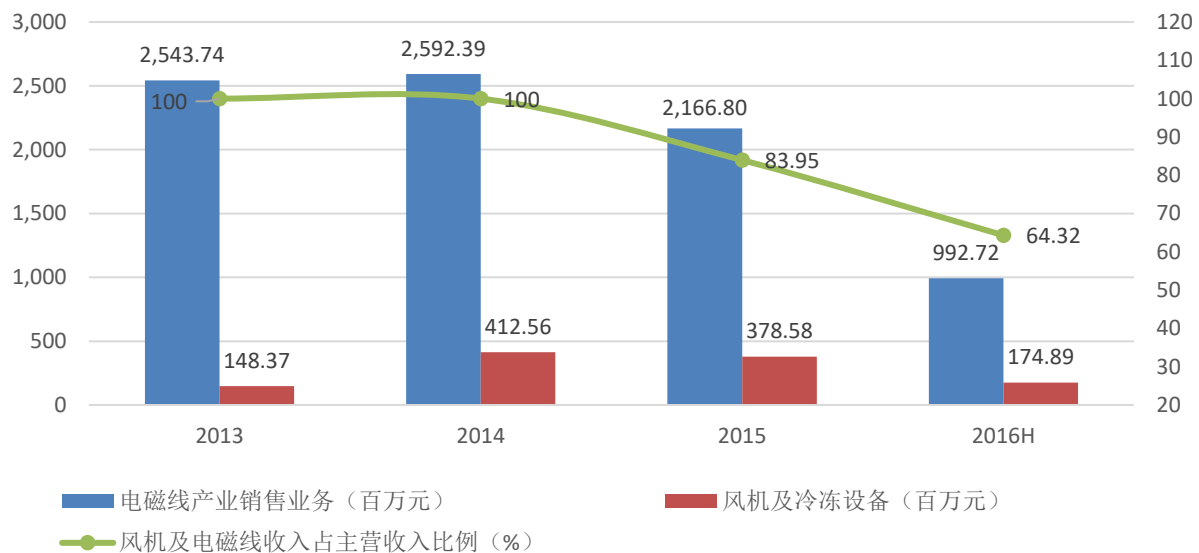
1 传统主营聚焦高端风机装备

1.1 传统电磁线业务平稳发展

公司传统主营业务为电磁线业务及风机设备。电磁线业务是公司最大收入来源，近几年来，受宏观经济结构调整的影响，电磁线行业竞争激烈，受此影响公司电磁线业务发展较为缓慢。2013-2015 年，公司电磁线业务收入分别为 25.44 亿元、25.92 亿及 21.67 亿元，2016 年上半年，公司电磁线业务收入为 9.93 亿元，同比下降 18.10%。

由于公司电磁线采取以销定产的直销模式，毛利率可以维持。

图 1 盈峰环境传统主营业务收入情况



资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所

1.2 风机业务聚焦核电和轨道交通领域

公司是风机行业第一家上市公司，产品涵盖风机、消声器、风阀、制冷设备、冷却塔等，业务范围覆盖核电、地铁、隧道、污水处理、脱硫脱硝、工民建等领域。

公司作为国内风机领域的龙头企业，具有较高的品牌知名度和美誉度，是核电和轨道交通风机的核心供应商。在轨道交通领域，公司产品市场占有率位居前列，应用在北京、上海、广州、深圳等城市地铁九十多个重大轨道交通项目中。在核电领域，公司设计制造的核电通风系统设备已成功应用在秦山核电、岭澳核电等四十多个核电项目中。2016 年 7 月，公司签署华龙一号核电项目 BOP 暖通设备总包合同，体现了公司较强的竞争力。预计风机行业每年将给公司贡献 3000-4000 万利润。



2 外延式并购战略转型综合性“大环保”平台

2.1 并购宇星科技，正式转型环保领域

公司于 2015 年 11 月以 17 亿元（其中现金支付 3.8 亿元、股份支付 13.2 亿元）收购宇星科技 100% 股权，正式跨入环保领域。宇星科技 2015-2017 年扣非净利润承诺分别为 1.2 亿元、1.56 亿元、2.10 亿元。

宇星科技以分析检测技术为核心，提供在线监测仪器及系统，并逐步开展环境治理工程及环境治理设施运营服务，是一家集环境在线监测仪器及系统的研发、制造、设计、工程总承包和运营为一体的综合性环保服务企业。

宇星科技与其他监测领域上市公司相比，宇星科技资质齐全、产业链更加完善，产品覆盖环境治理的中游监测与下游治理领域。

表 1 环境监测上市公司产品线比较

项目	环境监测						环境治理	环境设施运维服务	
	空气质量	污染源气	地表水质	污染源水	VOC	水利信息化		治理设施	监测设施
聚光科技	●	●	●	●	○	○	○		
宇星科技	●	●	●	●	○	◎	●	◎	●
雪迪龙	◎	●			○				◎
先河环保	●	◎	◎	◎	○				◎

注：●表示主要业务，◎表示次要业务，○表示即将进入该领域。

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

此外，宇星科技作为一个以技术含量较高的企业，一直十分重视研发投入，2014 年，公司研发投入 6954.80 万元，占营业收入的 9.11%，研发人员 541 人，占宇星科技总人数的 47%，远高于行业平均水平。

原股东回购应收款，应收款风险得以控制。 并购之前，宇星科技由于快速扩张，导致应收账款与存货大量增加。为避免应收账款过大对上市公司造成损失，公司并购时与原股东签订补充协议，宇星科技原股东将分三期回购总金额 23.52 亿元的应收账款。目前，首期 40% 的应收账款回购已基本完成。



2.2 收购绿色东方，布局垃圾焚烧领域

2015年11月，公司以1亿元现金收购绿色东方51%股份，收购完成后公司对绿色东方增资，所持股份提升至70%，布局垃圾焚烧领域。绿色东方承诺2016-2019年廉江项目、仙桃项目、阜南项目、寿县项目合计累计利润总和不低于1.2亿元，新签垃圾焚烧发电BOT协议不少于日总处理量6500吨（单个项目日处理量不低于500吨，其中至少一个必须为2000吨以上）。

绿色东方是国内生活垃圾焚烧发电的开创者之一，有多年的垃圾焚烧发电从业经验，拥有自身独特的垃圾焚烧、烟气处理和渗滤液处理技术，公司具有自主知识产权的大型垃圾焚烧炉专利技术填补了国内核心技术的空白。绿色东方目前在手项目9个，4个已进入投建阶段，其中阜南、廉江项目已投入运营，2017年起并网，寿县项目2017年起试运行，预计2018年开始并网运行。

近年来，随着垃圾填埋处理方法弊端的显现，无害化垃圾焚烧技术越来越受重视，政策红利不断兑现。2016年10月，财政部下发《关于在公共服务领域深入推进政府和社会资本合作工作的通知》，规定在垃圾焚烧和污水处理领域要原则上“强制”推行PPP模式，未来PPP模式将成为垃圾焚烧领域的主流模式。2017年1月，发改委、住建部联合下发《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，到2020年底，全国将新增垃圾焚烧处理设施规模35.62万吨/日，年复合增长率达20.25%，根据我们测算，“十三五”期间垃圾焚烧新增投资将超过2000亿元。

我们认为，绿色东方凭借在生活垃圾发电领域的技术优势以及多年丰富的从业经验，将在未来为公司带来新的业绩增量。

2.3 切入水处理领域，完善环保产业布局

2016年8月，公司以11,400万元收购亮科环保55%股权，公司全资子公司上风（香港）有限公司分别拟以10853.14万元、22610.27万元收购大盛环球、明欢有限100%股权。上述收购标的股东承诺：2016-2018年上述标的经审计后的合计扣非净利润分别不低于5500万元、6500万元、7500万元。

亮科环保的主营业务是农村污水处理及生态修复，亮科环保先后在佛山地区中标并实施了30多项农村污水处理项目，并在云浮郁南、罗定、新兴、湛江、江门、肇庆等地陆续开展试点示范项目的建设。大盛环球和明欢有限持有的境内广东省佛山地区华清源环保、源润水务、华盈环保、华博环保、源溢水务等5家城镇污水处理公司在佛山顺德区的市场



占比较大，具备较强的盈利能力，日处理达到规模 28.8 万立方米，占佛山顺德区污水处理总量超过 50%。

亮科环保、大盛环球及明欢有限的收购使公司切入城镇和农村污水处理业务，在为公司带来新的利润增长点的同时也完善了公司在环保产业链上的布局，有助于提升公司综合环境治理的竞争力，对促进公司的可持续性发展将起到积极的推动作用。

2.4 环保订单密集爆发，综合性“大环保”平台初见成效

2017 年 2 月，公司公告与仙桃市签署了《仙桃市循环经济产业园 PPP 项目合作框架协议》，项目涉及垃圾焚烧、水处理、土壤处理等领域，项目金额 20 亿元。除此之外，在 2016 年下半年，在完成亮科环保等公司收购，大环保平台初步成型之后，公司陆续公布数个环保治理项目订单，订单总金额超 42 亿元，表明了公司综合性“大环保”平台已初见成效。

表 2 盈峰环境在手环保订单情况

公告日期	项目名称	项目金额 (万元)
2016-12-13	吴忠市清水沟、南干沟人工湿地水质改善工程 EPC 项目	16,380
2016-12-16	中山火炬开发区内河涌综合整治一期生态修复项目	8,650
2017-1-13	顺德区桂畔海水系综合整治工程项目建设及管理运营项目	135,233
2017-2-18	仙桃市循环经济产业园 PPP 项目合作框架协议	200,000
2017-3-3	厦门金龙联合汽车工业有限公司 2017-2018 年涂装车间喷漆废气处理设施总承包工程	1,156
2017-3-14	茂名高新技术产业开发区污水处理厂及管网配套工程项目	60,845
	合计	422,264

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

3 资本运作完善环保战略布局

3.1 定增 8.2 亿，大股东认购彰显信心

公司拟非公开发行不 6416.28 万股，募集资金不超过 8.2 亿元，募集资金将主要用于公司在手垃圾焚烧项目建设、环境监测及生态预警项目建设和研发以及补充流动资金。其中，公司实际控制人何剑锋认购金额不低于 5000 万且不超过 15000 万元，锁定期 3 年。何剑锋是美的集团董事、公司高管也普遍具有美的集团的工作背景，拥有较强的管理经验。



表 3 公司非公开发行股票募集资金用途

项 目	投资总额(万元)	拟使用募集资金(万元)
一、建设生活垃圾焚烧发电项目		
寿县生活垃圾焚烧发电项目	25,005.92	22,000.00
阜南生活垃圾焚烧发电项目	25,861.00	19,000.00
小 计	50,866.92	41,000.00
二、环境监测全国运营中心升级及新建项目	25,293.00	23,000.00
三、环境生态预警综合信息监控系统研发	6,197.00	6,000.00
四、补充流动资金	12,000.00	12,000.00
合 计	94,356.92	82,000.00

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

本次非公开发行股份募集资金将保障公司垃圾焚烧项目的陆续推进，提升公司在环保领域的竞争力。

3.2 设立环保产业基金，完善战略布局

公司长期目标是打造环保综合性大平台，为帮助公司挖掘环保优秀标的，完善公司环保产业链，公司自 2015 年以来以成立两个环保产业基金：

2017 年 1 月公司公告拟与凯利易方资管、易方达资管、宁夏旅游共同发起设立“宁夏环保产业基金（有限合伙）”，该环保产业基金拟定出资总额为不超过 10 亿元人民币，分期募集。首期基金规模为 5 亿元人民币，公司认缴 5000 万元。基金分期发行，每期并购基金经营期限为 5 年（3 年投资期，2 年退出期）。

2015 年 11 月公司公告拟与盈峰资本、易方达资管、深圳纳兰德投资基金管理有限公司等共同出资设立盈峰环保产业基金，总规模预计达 30 亿元，其中首期规模不低于 3 亿元，基金存续期 5 年。

两期环保产业基金将成为公司环保领域外延式拓展的先头部队，有助于公司快速完善在环保领域的战略布局，打造国内一流的、综合型环保企业。

4 盈利预测与投资评级

预计公司 2016-2018 年主营业务收入分别为 36.38 亿元、48.88 亿元、56.81 亿元，净利润分别为 2.60 亿元、4.63 亿元、6.09 亿元，EPS 为 0.36 元/股、0.64 元/股、0.84 元/股。我们看好公司综合大环保平台未来的发展，首次关注，给予增持评级。



5 风险提示

项目进度不达预期；订单不及预期；传统主业收入不及预期。



附表：盈峰环境财务数据预测（百万元）

资产负债表				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	554.34	654.77	879.92	1022.59
应收票据及账款	2496.74	2491.52	3214.32	3424.19
预付账款	202.91	242.59	214.29	249.03
其他应收款	108.83	259.12	348.22	404.68
存货	569.52	638.96	821.54	933.69
其他短期资产	24.16	21.86	29.38	34.14
流动资产总计	3956.50	4308.81	5507.67	6068.32
长期股权投资	19.02	19.02	19.02	19.02
固定资产	380.26	556.60	918.26	1315.65
在建工程	195.34	197.67	200.00	250.00
无形资产	71.62	71.43	71.89	73.00
长期待摊费用	6.92	7.13	6.95	6.37
其他长期资产	797.78	798.87	799.29	799.05
非流动资产合计	1499.21	1650.72	2015.42	2463.09
资产总计	5455.71	5959.54	7523.09	8531.41
短期借款	901.32	1164.62	1895.62	2198.21
应付票据及账款	370.66	415.85	534.68	607.67
其他短期负债	520.62	615.69	621.05	624.45
流动负债合计	1894.22	2196.16	3051.36	3430.33
长期借款	0.00	78.71	340.74	383.57
其他长期负债	4.64	4.64	4.64	4.64
非流动负债合计	120.79	83.35	345.38	388.21
负债合计	2015.01	2279.51	3396.73	3818.54
股本	484.92	727.39	727.39	727.39
资本公积	2053.31	1810.85	1810.85	1810.85
留存收益	824.03	1038.88	1422.04	1925.53
归属母公司权益	3362.27	3577.12	3960.28	4463.76
少数股东权益	80.31	102.90	166.08	249.11
股东权益合计	3442.58	3680.02	4126.36	4712.87
负债和股东权益合计	5457.59	5959.54	7523.09	8531.41
现金流量表				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营性现金净流量	207.16	198.93	-254.12	456.10
投资性现金净流量	-150.63	-162.93	-359.75	-450.60
筹资性现金净流量	282.86	252.04	839.02	137.16
现金流量净额	339.40	288.05	225.15	142.67

利润表				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3042.60	3637.61	4888.45	5681.04
营业成本	2562.07	2874.43	3695.83	4200.35
营业税金及附加	11.46	21.17	28.45	33.06
销售费用	111.32	129.09	173.48	201.61
管理费用	186.17	246.99	331.93	385.74
财务费用	57.80	45.02	73.84	102.91
其他经营损益	-101.18	-40.00	-40.00	-40.00
投资收益	35.90	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	5.36	0.00	0.00	0.00
营业利润	53.86	280.91	544.93	717.36
其他非经营损益	70.89	40.00	50.00	60.00
利润总额	124.75	320.91	594.93	777.36
所得税	17.27	38.51	68.42	85.51
净利润	107.48	282.40	526.51	691.85
少数股东损益	-4.62	22.59	63.18	83.02
归属母公司股东净利润	112.10	259.81	463.33	608.83
EBITDA	241.71	390.13	708.06	936.61
NOPLAT	91.80	286.81	547.60	730.05
EPS-最新股本摊薄(元)	0.15	0.36	0.64	0.84
主要财务比率				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营收增长率	0.78%	19.56%	34.39%	16.21%
净利润增长率	56.51%	162.74%	86.44%	31.40%
毛利率	15.79%	20.98%	24.40%	26.06%
净利率	3.53%	7.76%	10.77%	12.18%
ROE	3.33%	7.26%	11.70%	13.64%
ROA	2.14%	4.36%	6.16%	7.14%
ROIC	5.97%	7.71%	12.72%	12.71%
估值倍数				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
P/E	98.43	45.40	25.46	19.37
P/S	3.63	3.24	2.42	2.07
P/B	3.28	3.29	2.98	2.64
股息率	0.18%	0.41%	0.73%	0.95%
EV/EBIT	42.26	32.15	19.17	15.05
EV/EBITDA	31.92	30.15	18.10	14.14
EV/NOPLAT	84.04	41.01	23.41	18.15

数据来源：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。