

业绩表现良好，精耕固废与污水领域

■ **中报表现良好，业绩稳定增长：**据公司 2017 年中报，公司 2017 年上半年实现营业收入 11.97 亿元，同比增长 9.25%；归母净利润 2.99 亿元，同比增长 33.24%；实现扣非后归母净利润 2.77 亿元，同比增长 27.84%。经营性现金流净额为 4.47 亿，同比下降 20.32%，公司运营项目固废处置费和焚烧发电、污水处理等业务收入增加，6 月底应收账款较年初增加 1.15 亿元。公司毛利率同比上升 0.8 个百分点至 39.2%，管理费用率（7.14%）和财务费用率（5.04%）同比维持稳定。总体来看，上半年，随着固废焚烧项目产能释放加之部分项目转入运营，公司中报表现良好，上市后业绩保持稳定的增长趋势。

■ **生活垃圾、市政污水双引擎，上海以外地区布局稳步展开：**据公司半年报，公司上半年运营生活垃圾焚烧项目 11 个，入场垃圾共计 282.37 万吨，同比增长 17.78%；垃圾焚烧上网电量 8.37 亿度，同比增长 23.2%。据公司公告，公司上半年运营生活垃圾填埋项目 5 个，共计填埋垃圾 155.73 万吨，其中老港沼气发电项目上网电量 3785.37 万度，与去年同期持平；公司运营 5 座垃圾中转站，共中转垃圾 64.95 万吨，同比略有提升。报告期内公司运营的污水处理厂共 6 座，处理污水 3.24 亿吨，日均处理量 177.8 万吨，运行较为平稳。除上海地区以外，公司全国其他地区在建垃圾和污水处理厂稳步推进。据公司公告，截止二季度末，洛阳市生活垃圾综合处理园区土建已完成；太原市生活垃圾焚烧发电厂 BOT 项目已取得施工许可证；新昌县生活垃圾填埋场一期库区边坡膜铺设完成 12 万平方米和二期垃圾填筑完成 40%。

■ **不断新签订单，PPP 模式助力业务拓展：**据公司公告，2017 年 5 月，公司与威海市签订了《威海市文登区生活垃圾焚烧发电项目特许经营协议》，投资建设日处理 1050 吨/日的焚烧发电项目，总投资 45680 万元，经营期 30 年。2017 年 8 月公司公告中标“蒙城县生活垃圾焚烧发电 PPP 项目”，总投资额 3.14 亿，成交价格为垃圾处理费补贴 40 元/吨，运营费 2000 万，中标范围主要包括新建一座 1050 吨/日的生活垃圾焚烧厂、原垃圾填埋场的委托运营服务、300 吨/日渗滤液处理站资产经营权转让以及新建 45 万立方米垃圾填埋池经营权转让。随着新项目的不断推进，公司未来业绩释放值得期待。

■ **积极开拓业务市场，全面推进“2+4”平台建设：**公司的业务重点为“2+4”平台，以生活垃圾和市政污水为核心，同时拓展市政污泥、危废医废、餐厨垃圾和土壤修复。据公司半年报，上半年公司先后中标桃浦地区污染土壤与地下水修复工程，老港渗滤液应急处理一体化工程（规模 500m³/d），深圳潮安渗沥液工程项目，西虹桥中转站 EPC 项目，以及江西金溪转运站等项目；成功中标德阳中德循环利用产业园总体规划及南京、常州、无锡等地环卫专业规划项目，巢湖建筑垃圾

投资评级 **增持-A**
维持评级

6 个月目标价：**29 元**
股价 (2017-08-30) **25.87 元**

交易数据

总市值 (百万元)	18,174.81
流通市值 (百万元)	8,050.31
总股本 (百万股)	702.54
流通股本 (百万股)	311.18
12 个月价格区间	23.53/38.98 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.51	-13.81	-9.4
绝对收益	6.9	-5.65	

邵琳琳 分析师
SAC 执业证书编号：S1450513080002
shaoll@essence.com.cn
021-35082107

周喆 报告联系人
zhouzhe@essence.com.cn
021-35082029

方向 报告联系人
fangxiang2@essence.com.cn
021-35082718

相关报告

上海环境：“2+4”业务布局打开近远期成长空间/邵琳琳 2017-06-07

圾消纳场工程、新沂危废填埋场工程、莆田餐厨垃圾处理工程等设计项目，以及吴江、青浦、嘉定等第三方监管项目。公司积极开拓业务市场，为“2+4”平台建设奠定有力的基础。

■ **上海城投旗下环保上市平台，有望进一步享受平台支持：**2017年3月，城投控股全资子公司上海环境集团有限公司向阳晨B股全体股东发行A股股份，以换股方式吸收合并阳晨B股，变更为上海环境集团股份有限公司（即上海环境），随后分立上市。公司是城投集团旗下的环保上市平台，分立上市后，公司有望进一步依托上海城投资源不断拓展环保业务。

■ **投资建议：**我们看好公司以固废、污水处理为核心，市政污泥、危废医废、餐厨垃圾和土壤修复全面推进的业务模式。预计公司2017年-2019年的收EPS分别为0.89元、1.07元、1.26元，对应PE为29.2x、24.2x和20.5x；给予增持-A的投资评级，6个月目标价为29元。

■ **风险提示：**项目推进不及预期，政策变化不及预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	2,009.4	2,551.1	3,264.7	3,666.0	4,197.8
净利润	341.4	465.1	621.9	751.3	886.2
每股收益(元)	0.49	0.66	0.89	1.07	1.26
每股净资产(元)	6.30	6.96	5.22	12.66	13.92

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	53.2	39.1	29.2	24.2	20.5
市净率(倍)	4.1	3.7	5.0	2.0	1.9
净利润率	17.0%	18.2%	19.0%	20.5%	21.1%
净资产收益率	7.7%	9.5%	17.0%	8.4%	9.1%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	24.7%	21.6%	31.8%	42.3%	56.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,009.4	2,551.1	3,264.7	3,666.0	4,197.8	成长性					
减:营业成本	1,295.8	1,665.0	2,094.7	2,369.9	2,760.4	营业收入增长率	82.7%	27.0%	28.0%	12.3%	14.5%
营业税费	22.1	40.4	38.7	47.1	56.5	营业利润增长率	27.7%	29.0%	47.6%	23.5%	17.2%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	47.1%	36.2%	33.7%	20.8%	17.9%
管理费用	190.0	220.6	295.8	332.1	374.8	EBITDA 增长率	43.1%	18.0%	23.7%	7.1%	7.1%
财务费用	149.2	138.0	118.1	30.8	-35.5	EBIT 增长率	34.2%	18.7%	33.9%	9.7%	9.4%
资产减值损失	-7.1	-0.6	-0.0	-0.0	2.8	NOPLAT 增长率	40.3%	20.6%	34.8%	9.7%	9.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	37.7%	-8.3%	-17.6%	-18.5%	-51.8%
投资和汇兑收益	17.4	-1.6	0.2	0.1	0.1	净资产增长率	39.0%	10.7%	-19.5%	113.9%	10.3%
营业利润	376.7	486.1	717.6	886.2	1,039.0	利润率					
加:营业外净收支	109.5	165.0	124.4	149.7	178.9	毛利率	35.5%	34.7%	35.8%	35.4%	34.2%
利润总额	486.2	651.1	842.0	1,035.9	1,217.9	营业利润率	18.7%	19.1%	22.0%	24.2%	24.8%
减:所得税	82.1	101.4	126.3	155.4	182.7	净利润率	17.0%	18.2%	19.0%	20.5%	21.1%
净利润	341.4	465.1	621.9	751.3	886.2	EBITDA/营业收入	38.8%	36.0%	34.8%	33.2%	31.1%
						EBIT/营业收入	26.2%	24.5%	25.6%	25.0%	23.9%
						运营效率					
						固定资产周转天数	57	51	36	28	20
						流动营业资本周转天数	-92	-111	-110	-109	-114
						流动资产周转天数	327	246	192	354	558
						应收帐款周转天数	46	54	49	50	51
						存货周转天数	26	20	26	24	24
						总资产周转天数	1,680	1,610	1,227	1,210	1,307
						投资资本周转天数	377	330	225	164	95
						投资回报率					
						ROE	7.7%	9.5%	17.0%	8.4%	9.1%
						ROA	3.7%	4.6%	6.9%	6.2%	6.4%
						ROIC	24.7%	21.6%	31.8%	42.3%	56.8%
						费用率					
						销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						管理费用率	9.5%	8.6%	9.1%	9.1%	8.9%
						财务费用率	7.4%	5.4%	3.6%	0.8%	-0.8%
						三费/营业收入	16.9%	14.1%	12.7%	9.9%	8.1%
						偿债能力					
						资产负债率	51.8%	50.9%	54.7%	29.6%	31.5%
						负债权益比	107.4%	103.8%	120.7%	42.1%	46.0%
						流动比率	0.81	0.62	0.42	1.91	2.02
						速动比率	0.73	0.58	0.33	1.87	1.91
						利息保障倍数	3.52	4.52	7.07	29.80	-28.24
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	404.1	549.7	621.9	751.3	886.2	EPS(元)	0.49	0.66	0.89	1.07	1.26
加:折旧和摊销	253.7	296.3	301.3	301.3	301.3	BVPS(元)	6.30	6.96	5.22	12.66	13.92
资产减值准备	-7.1	-0.6	-	-	-	PE(X)	53.2	39.1	29.2	24.2	20.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.1	3.7	5.0	2.0	1.9
财务费用	157.8	143.2	118.1	30.8	-35.5	P/FCF	26.3	29.9	74.5	-83.5	11.2
投资损失	-17.4	1.6	-0.2	-0.1	-0.1	P/S	9.0	7.1	5.6	5.0	4.3
少数股东损益	62.7	84.7	93.8	129.2	149.0	EV/EBITDA	-	-	14.4	8.9	7.0
营运资金的变动	-1,653.9	-706.5	1,377.5	-511.9	418.0	CAGR(%)	29.6%	23.5%	41.3%	29.6%	23.5%
经营活动产生现金流量	1,040.2	1,015.4	2,512.4	700.5	1,718.9	PEG	1.8	1.7	0.7	0.8	0.9
投资活动产生现金流量	-1,013.5	-1,075.6	-150.6	125.4	-33.2	ROIC/WACC	2.5	2.2	3.2	4.2	5.7
融资活动产生现金流量	155.2	-233.0	-2,733.9	3,131.2	-9.5	REP	-	-	2.8	1.7	2.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

邵琳琳声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034