

中国天楹 (000035)

强烈推荐

行业：环保

全国布局+新业务拓展，开启成长空间

公司为区域性垃圾焚烧发电企业，2014 年借壳上市以来，通过在全国范围并购和新建产能的方式扩大市场份额，未来**垃圾焚烧运营业务高速增长可期**，**EPC 业务有望成为新增长点**。此外，**公司外延预期强烈**，已提前布局建筑垃圾再生利用业务，之后有望持续进入餐厨垃圾、垃圾清运等业务领域。

投资要点：

✧ **垃圾焚烧发电行业未来三年有望维持 25%左右增速**。在政府和投资方推动下，垃圾焚烧行业连续两年 30% 增长，存量市场有望进入并购整合期。考虑未来垃圾焚烧产能占比持续提高以及垃圾清运量的增加，行业有望维持 25% 左右增长。我们预计 15~17 年产能建设和运营总计约 416、520、650 市场规模。

✧ **公司垃圾焚烧业务全国拓展，BOT、EPC 模式并行，未来业绩弹性较大。**

(1) 公司将通过并购存量产能和积极在三四线城市拓展以实现垃圾焚烧 BOT 业务的全国性拓展。此前，公司以 6.6 亿收购深圳 1000 吨/天的产能，并在福建、吉林、山东、黑龙江、安徽等地斩获项目，仅考虑在手项目，未来三年公司运营业务收入复合增速 42% 左右。(2) 公司 14 年与江苏正大环保工程公司签订 EPC 协议，开始实现设备对外销售，目前年产能 15 套左右。在行业高速增长、社会资本参与度提高以及对成本敏感的三四线城市有望拓展垃圾焚烧产能的情况下，公司有望凭借技术领先的成套设备实现 EPC 业务的快速增长。

✧ **公司建筑垃圾再生利用领域优先布局，新业务持续拓展可期**。公司与上海德滨成立合资公司，负责将建筑垃圾转化为高附加值的再生微粉，有望打开建筑垃圾再生利用市场。其次，公司外延拓展新业务预期强烈，已成立两只基金，未来有望向餐厨垃圾、垃圾清运领域拓展，打造成为综合性固废企业。

✧ **首次覆盖，给予强烈推荐评级**。我们认为垃圾焚烧行业向好，并看好公司全国性发展和新业务拓展战略，预计 15~16 年 EPS0.54、0.74、0.95 元，对应 PE 分别为 41、30、23 倍。公司为**估值较低+业绩弹性大+外延预期强烈+PPP 潜在受益标的**(其 BOT 业务本来即为 PPP 模式，有望受益于 PPP 模式大力推行)，我们给予 15 年 55 倍 PE，对应目标价 29.7，首次覆盖，强烈推荐。

✧ **风险提示**。全国拓展不及预期、焚烧产能投运低于预期、新业务不及预期

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	551	1030	1293	1562
收入同比(%)	121%	87%	26%	21%
归属母公司净利润	175	331	455	585
净利润同比(%)	114%	89%	37%	29%
毛利率(%)	51.8%	52.3%	52.8%	52.8%
ROE(%)	10.8%	15.0%	17.0%	18.0%
每股收益(元)	0.28	0.54	0.74	0.95
P/E	77.07	40.69	29.63	23.04
P/B	8.31	6.09	5.05	4.14
EV/EBITDA	51	26	20	16

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

作者

署名人：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：罗文

S0960114120011

0755-82026951

luowen@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 29.7

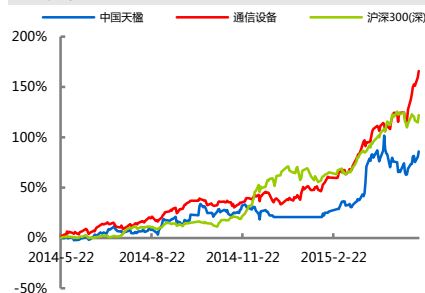
当前股价： 21.79

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	619
流通股本(百万股)	189
总市值(亿元)	123
流通市值(亿元)	38
成交量(百万股)	19.92
成交额(百万元)	393.52

股价表现



相关报告

我们与市场不同的观点

公司前期涨幅相对较弱，估值处于环保板块较低水平（15 年约 41 倍 PE，16 年 30 倍）。我们认为市场尚未认识到公司的投资价值，主要基于以下几点判断：

1. 市场认为垃圾焚烧发电行业经过两年的高增长，已经过了黄金发展周期。我们认为，垃圾焚烧行业仍处于较好的投资时期，经过两年的高增长，存量运营项目有望进入并购整合期，而新建产能有望维持 25% 左右的高增长。2013 年垃圾焚烧发电投运产能约 15 万吨，后期该部分产能有望进入并购整合期。综合考虑我国城市人口密度和当前垃圾焚烧产能占比（32%），垃圾焚烧发电行业有望持续增长，产能占比有望达到同样高人口密度的日本和台湾（近 80% 比例）。其次，我国当前垃圾清运比例仅在 33% 左右，未来随着垃圾清运量的增加，垃圾焚烧扩产可能性大。

2. 市场认为公司作为二线垃圾焚烧企业发展受限。我们看好公司全国性布局的战略，认为在该战略下，业绩具有较大弹性。

公司已经深刻认识到当前垃圾焚烧发电行业的趋势和格局，在此基础上提出全国性的发展战略，未来将通过并购的方式切入垃圾焚烧发展成熟的城市，并积极在三四线城市拓展 BOT 业务，实现市场占有率的提高。此外，公司已拓展以设备销售为基础的 EPC 业务。公司的设备已经完全国产化，自制率达到 70%，并且技术处于全国领先水平，目前产能在 15 套左右，未来 EPC 业务有望成为新增长点。

与盛运环保比较，公司在手订单相对较少。但是，公司已投运+在建产能与盛运环保相当，并且其在垃圾焚烧领域的经验和盈利能力优于盛运环保，业绩兑现有望快于盛运环保。其次，我们看好公司全国性的发展战略，认为公司在行业向好大背景下持续拿单可期。

3. 市场尚未充分了解公司未来拓展新业务的战略。公司分别于 2014 年 12 月和 2015 年 2 月成立两只基金，为外延并购准备。目前，公司已经与建筑垃圾处理技术处于领先水平的上海德滨成立合资公司，进入建筑垃圾再生利用领域，将建筑垃圾转换为高附加值的再生砂粉，目前已在南通试点。项目公司在南通承接国内首个建筑垃圾再生利用 BOT 项目，如果取得成功，将打开新的市场空间。此外，公司未来将持续进入餐厨垃圾、垃圾收运领域，有望打造成为综合性固废型企业。

4. 公司为 PPP 潜在受益标的。我们认为公司是集设备运营一体、业务面广的上市公司，并且长期与政府业务往来，其原有的 BOT、BOO 业务契合当前 PPP 模式，未来有望在 PPP 盛行的大环境下斩获更多的项目。

总的来说，我们认为公司为“**估值较低+业绩弹性大+外延预期强烈+PPP 潜在受益**”标的，**强烈推荐**。

目 录

我们与市场不同的观点	2
一、垃圾焚烧发电设备&运营商，全国布局+新业务拓展开启成长空间	5
二、垃圾焚烧发电行业发展景气度高	6
1. 垃圾焚烧行业正处于黄金发展期，焚烧产能实现连续高增长	6
2. 行业持续向好：已投运产能并购整合与新建产能高增长并行	7
3. 市场格局：民营企业市场份额有望提高	9
三、公司垃圾焚烧业务全国布局打开成长空间：BOT+EPC 双模式发展	10
1. 一二线城市并购+三四线城市积极拓展，BOT 业务全国开花可期	10
2. 公司成套焚烧设备技术领先，以设备销售为基础的 EPC 业务有望成为新增长点	11
四、新业务：建筑垃圾资源化优先布局，餐厨垃圾+垃圾清运启动可期	12
1. 建筑垃圾再生利用空间广阔，公司提前布局，未来有望全国复制拓展	12
2. 餐厨垃圾+垃圾收运业务启动可期	13
五、盈利预测&投资建议	14
六、风险提示	15

图目录

图 1 公司营业收入实现高增长 (CAGR $\approx$ 73%)	5
图 2 公司净利润增速 (CAGR $\approx$ 52%)	5
图 3 公司股权结构以及业务分布	6
图 4 垃圾焚烧产能高增长	7
图 5 垃圾焚烧产能占比从 22%提高到 32%	7
图 6 我国部分城市人口密度极高	8
图 7 高密度城市焚烧占比有望向日本、台湾靠拢	8
图 8 垃圾焚烧产能运营+建设市场核算	9
图 9 公司垃圾焚烧运营收入稳定 (46%~60%)	11
图 10 垃圾焚烧发电收入 15 年爆发式增长	11
图 11 公司垃圾焚烧发电设备全部国产化, 70%设备自制	12
图 12 建筑垃圾成分以及可再生利用产品	13

表目录

表 1 垃圾焚烧公司对比	9
表 2 公司垃圾焚烧项目分布情况	10
表 3 公司盈利预测	14

一、垃圾焚烧发电设备&运营商，全国布局+新业务拓展开启成长空间

公司成立于 2006 年，主营垃圾焚烧发电业务，包含设备和运营。成立以来，公司主要开拓江苏市场，在江苏地区市占率 11% 左右，仅次于垃圾焚烧发电龙头光大国际。近三年，公司快速成长，2011~2014 年营业收入复合增速高达 73.09%，归属于母公司净利润复合增速高达 52.31%。

图 1 公司营业收入实现高增长（CAGR≈73%）

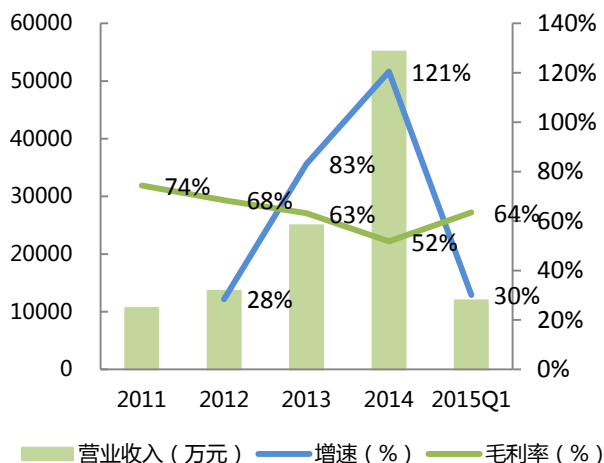
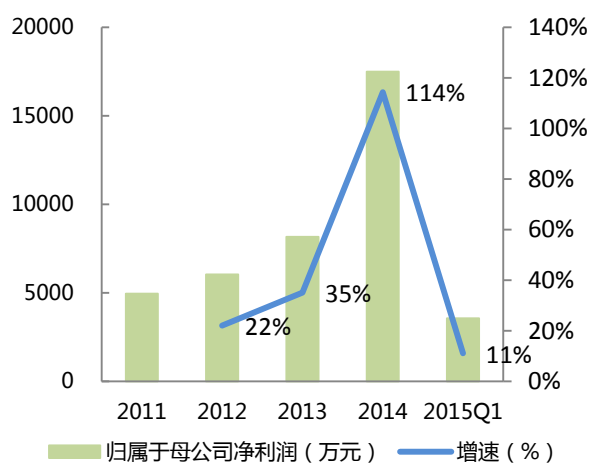


图 2 公司净利润增速（CAGR≈52%）



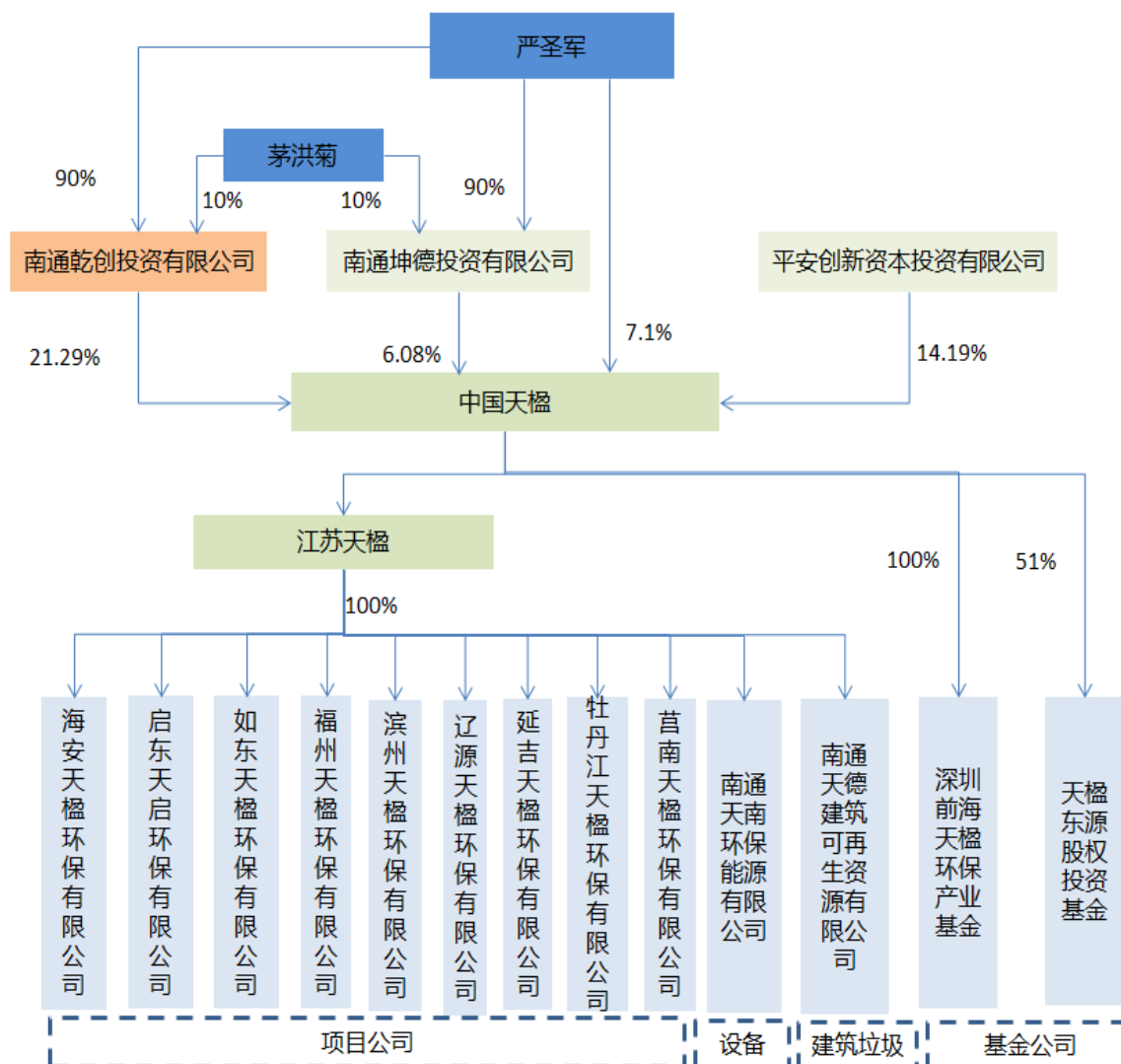
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

公司 2014 年完成借壳上市，实际控制人为严圣军夫妇，共持股 34.47%。严圣军董事长是南通市十四届人大代表，任中华民营企业联合会副会长、中国环境科学学会常务理事等职务，其先后创立了 23 家公司，包含可再生能源利用、污水处理、环保装备制造、LED 新材料新光源等。严圣军董事长为实战型企业家，并且在全国来看都是认可度较高的民营企业家，我们看好在其带领下中国天楹的发展。

公司垃圾焚烧发电业务逐步开启全国性布局，13 年在福建连江的第一个省外项目投产，之后陆续在山东、吉林、黑龙江、安徽等地斩获项目，通过收购进入深圳市场，并开始承接 EPC 项目以对外销售设备。此外，公司积极拓展新业务，已经涉及建筑垃圾再生资源利用领域，未来将持续进入餐厨垃圾、垃圾收运等业务，目前也已经成立两只基金，未来通过并购的方式进一步扩大业务范围。

图 3 公司股权结构以及业务分布



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

二、垃圾焚烧发电行业发展景气度高

1. 垃圾焚烧行业正处于黄金发展期，焚烧产能实现连续高增长

2011 年以来，为解决日益突出的垃圾围城问题，国家出台《关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》、《十二五全国城市生活垃圾无害化处理设施规划的通知》《生活垃圾焚烧污染控制标准》等政策，从行业技术标准、垃圾焚烧发电收费、垃圾排污标准等几个方面促进垃圾焚烧行业的发展。

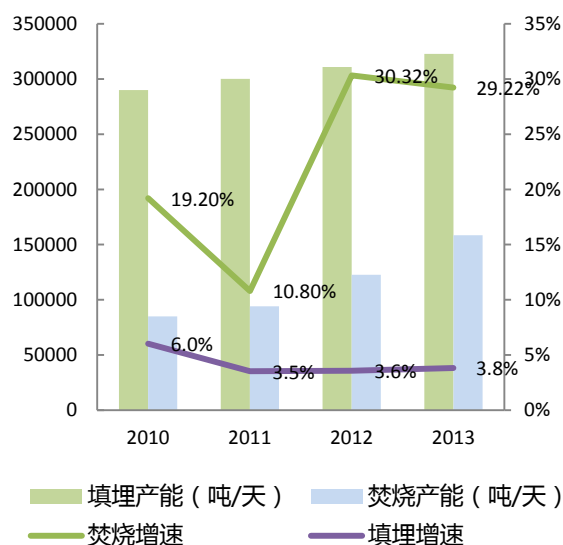
其次，从投资方的角度来看，垃圾焚烧每吨产能投资约 40 万左右，假设 25 年特许经营权，则摊销为运营成本每吨约 44 元，其它成本基本与运营成本相当，则总成本在 88 元左右，而处理每吨垃圾收入约 256~276 元左右（包含垃圾处置收入和上网电

请务必阅读正文之后的免责条款部分

价)，对应约 60%左右毛利，高毛利的业务吸引各类资本投入垃圾焚烧行业。

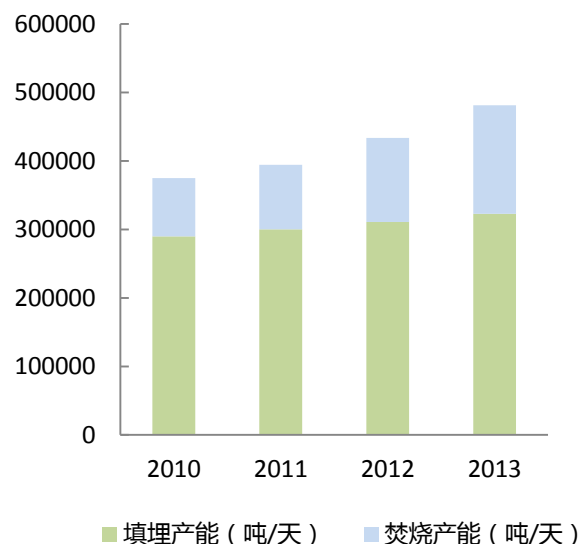
因此，在政府和投资方的推动下，垃圾焚烧产能加速提升而垃圾填埋产能增长持续放缓，2013 年，垃圾焚烧占比已达到所有无害化处置产能的 32%。

图 4 垃圾焚烧产能高增长



资料来源：国家统计局、中国中投证券研究总部

图 5 垃圾焚烧产能占比从 22%提高到 32%



资料来源：国家统计局、中国中投证券研究总部

2. 行业持续向好：已投运产能并购整合与新建产能高增长并行

■ 已投运产能有望进入并购整合期。

经过几年的高增长，垃圾焚烧产能于 2013 年达到约 15.85 万吨/天，根据发达国家经验，并随着生活垃圾焚烧污染物排放标准提高，已投运产能有望进入并购整合期。粗略估计，我国垃圾焚烧企业 150~160 家左右，约 30%~50%的垃圾焚烧产能集中在专业的垃圾焚烧运营厂商手里，另外的产能分布与当地小型环保公司或政府关联公司手里。我们认为，随着垃圾焚烧污染排放标准的提高以及行业向规模化、专业化发展，小型环保公司或政府关联公司占有的产能有望被大型专业的环保公司整合。

■ 行业景气度不止，新投运产能有望维持 25%左右的高增长。

2013 年垃圾焚烧产能达到 15.85 万吨/日产能，较十二五目标 30.7 万吨的产能仍有一倍发展空间。我们初步估计未来几年垃圾焚烧行业持续 25%左右的高增长，主要基于以下判断。

（1）我国大部分城市人口密度较高，焚烧产能占比有望持续提升。

垃圾焚烧产能占比与人口密度相关。人口密度较高的日本、台湾垃圾焚烧产能占比已经接近所有无害化产能的 80%。我国许多城市人口密度都达到了日本、台湾水平，我们认为，该部分企业焚烧产能占比有望持续向日本、台湾靠拢，主要来源于一二线持续扩产和三四线城市对垃圾焚烧的大力发展。这一点可以从某些发展超前的地方城市的规划总可以得到初步验证。目前，江苏、浙江等地垃圾焚烧产能

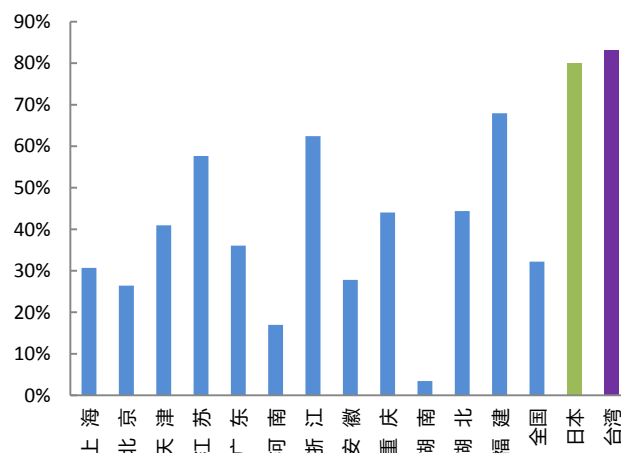
占比无害化处置产能已经向 70% 靠拢，而广东省也明确计划到 2020 年，全省各地级以上市均建有生活垃圾焚烧发电厂，力争全省生活垃圾焚烧处理能力占无害化处理总能力的比例达到 75% 以上，北京省今年也计划于明年新建 10 座垃圾焚烧厂，上海也表示未来焚烧产能占比将在 70% 以上。

图 6 我国部分城市人口密度极高



资料来源：中国中投证券研究总部

图 7 高密度城市焚烧占比有望向日本、台湾靠拢



资料来源：中国中投证券研究总部

(2) 城市垃圾清运量提升带来垃圾焚烧产能需求。

假设我国平均每人年产生生活垃圾 400kg，以我国 13 亿人口核算，每年产生垃圾约 5.2 亿吨，而我国垃圾现目前垃圾清运量在 1.72 亿吨，清运率在仅为 33.08%，除去回收利用的部分（不到 50%），清运缺口仍然非常大，缺口主要来源于中小城市以及农村区域垃圾清运能力的低下。

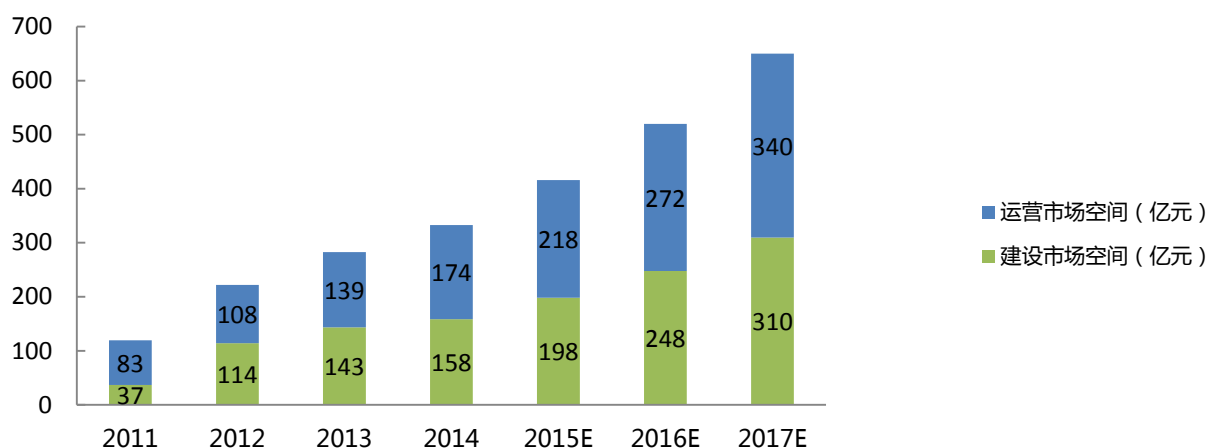
我们认为，未来随着垃圾清运政策体系的完善和社会资本进入垃圾清运体系的趋势来看，垃圾清运量有望迎来高速增长，带来新的焚烧产能需求。根据城建院预测，2015 年我国设市城市和县城生活垃圾清运量将达到 2.68 亿吨，较 2013 年增加 55%，按照同样的速度，17 年生活垃圾清运量将接近 4 亿吨。因此，随着垃圾清运量的增加，垃圾焚烧产能需求将持续增长。

■ 建设+运营 15~17 年有望达到 416 亿、520 亿、650 亿市场规模。

过去几年垃圾焚烧发电行业的高速发展，14 投运产能约 20 万吨/天，为后续提供年均约 174 亿的存量运营市场。

未来随着新建产能相继投运，将从建设和运营两个方面带来增量市场。根据 25% 的产能投放增速假设，我们预计 2017 年有望达到 39 万吨/日产能。建设期间，我们假设每吨日产能需要投入 40 万。运营期间，假设每吨垃圾处置补贴费用为 85 元/吨，每吨上网电价 0.65 元/度，每吨垃圾发 300 吨电，电量上网率为 80%，则处理每吨垃圾收入 241 元。

综合以上假设，同时考虑存量和增量市场，我们估算出垃圾焚烧发电行业市场空间 15~17 年分别为 416 亿、520 亿、650 亿元。

图 8 垃圾焚烧产能运营+建设市场核算


资料来源：国家统计局、中国中投证券研究总部

3. 市场格局：民营企业市场份额有望提高

垃圾焚烧行业过去粗放式增长，具有渠道优势的国有企业拿项目能力较强，占领较大市场份额（估计 30%以上），未来几年，我们认为民营企业市场份额有望逐步提高，主要基于以下几点判断：（1）国家推行 PPP 模式，引入社会资本进入公共设施服务领域，招投标过程更公开透明，民营企业拿单渠道更广。（2）民营企业近几年通过自主研发逐渐实现核心乃至所有设备的国产化，运营成本降低。未来三四线城市将会发展更多的垃圾焚烧发电项目，由于财政收入规模较少对成本更为敏感，更倾向于选取具有成本优势的民营企业合作。

表 1 垃圾焚烧公司对比

企业性质	企业	垃圾焚烧业务	技术	市场份额 ¹	项目分部
国企	光大国际	设备+运营	炉排炉	7.28%	江苏、山东为主
	重庆三峰	设备+运营	炉排炉	2.25%	重庆、四川为主
	泰达环保	运营	炉排炉	1.85%	天津为主
	绿色动力	运营	炉排炉	2.63%	江苏为主
	上海环境	运营	炉排炉	3.38%	-
民营	中国天楹	设备+运营	炉排炉	2.80%	江苏为主
	伟明环保	设备+运营	炉排炉	4.13%	浙江为主
	盛运股份	设备+运营	流化床为主，炉排炉起步	<2%	安徽、山东为主
	锦江集团	设备+运营	流化床	-	浙江为主
外资	金州环境	运营	炉排炉	-	北京

资料来源：伟明环保招股说明书、中国中投证券研究总部

¹ 假设 2014 年垃圾焚烧总产能达到 20 万吨，各公司垃圾焚烧产能按照 2015 年初已投运产能核算。

三、 公司垃圾焚烧业务全国布局打开成长空间：BOT+EPC 双模式发展

1. 一二线城市并购+三四线城市积极拓展，BOT 业务全国开花可期

一二线城市并购。从目前市场格局来看，一二线城市垃圾焚烧业务起步较早，发展趋于成熟，主要市场份额被光大国际、重庆三峰、绿色动力、上海环境、中国环境等大型国有企业和地方国有企业把控，民营垃圾焚烧企业很难直接通过与政府签单进入。公司深刻认识到当前情况，规划采用并购的方式切入一二线市场。2014 年底，公司以 6.6 亿现金收购深圳平湖垃圾焚烧厂，实现向一线城市的拓展。收购平湖垃圾焚烧厂增厚公司 1000 吨/天产能，增厚约 1 亿收入，约 7000 万利润。我们认为，公司有望从一二线城市的小型环保企业或者和当地政府关联的非专业性企业中获取项目。并购存量项目不仅能够增厚公司的产能，还带来后期扩产的机遇。

三四线城市积极拓展。2013 年，公司连江 500 吨产能投产，迈开了全国拓展战略第一步。目前，公司已经在福建、山东、吉林、黑龙江、安徽斩获项目，未来有望该些地区三四线城市持续拓展垃圾焚烧 BOT 业务。

公司的全国布局战略已经取得一定的成效，14 年运营产能达到 2750 吨/天，预计 15 年产能增长 162%，达到 7200 万吨/天。后期，我们持续看好公司全国性拓展战略。我们认为，公司使用全国产化的自制成套垃圾焚烧焚烧设备，适合财政收入较小对成本敏感的三四线城市。在行业向好大背景下，公司凭借多年的运营经验和具有成本优势的自产设备，持续拿单可期。

表 2 公司垃圾焚烧项目分布情况

项目状态	项目地点	产能（吨/天）
已投运	如东（一二期）	1000
	海安（一期）	500
	启东（一二期）	750
	连江（一期）	500
	合计	2750
并购（15 年并表）	平湖 ²	1000
15 年已投运	滨州（一期）	800
	如东（三期）	800
	海安（二期）	250
	合计	2850
拟在建	辽源（一二期）	1200
	延吉（一二期）	1200
	连江（二期）	500

² 平湖项目于 2006 年投运，为公司并购项目，15 年纳入公司合并报表，我们假设其为公司 15 年新投运项目

	滨州（二期）	400
	牡丹江（一二期）	1200
	莒南	600
	太和	900
	合计	6000
总计		11600

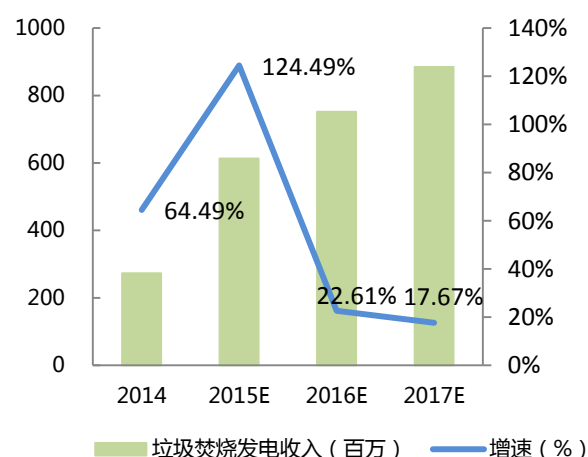
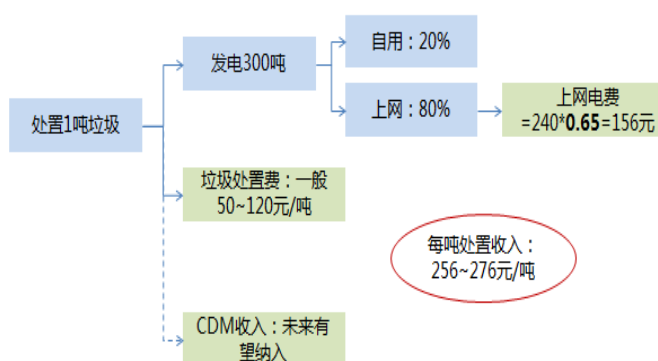
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

垃圾焚烧运营收入主要包含向电网公司收取的上网电费和向政府收取的垃圾处置费。我们根据 0.65 元/度的上网电价和公司实际签订的垃圾处置费计算，即使在不考虑新并购产能和新签订单的情况下，公司 14~17 年复合增速达到 42%。

此外，公司运营业务在全国战略布局下，规划未来每年新签 4 个订单，新投运 4 个项目，这部分潜在订单收入给公司业绩带来更大的业绩弹性。

图 9 公司垃圾焚烧运营收入稳定（46%~60%）

图 10 垃圾焚烧发电收入 15 年爆发式增长



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

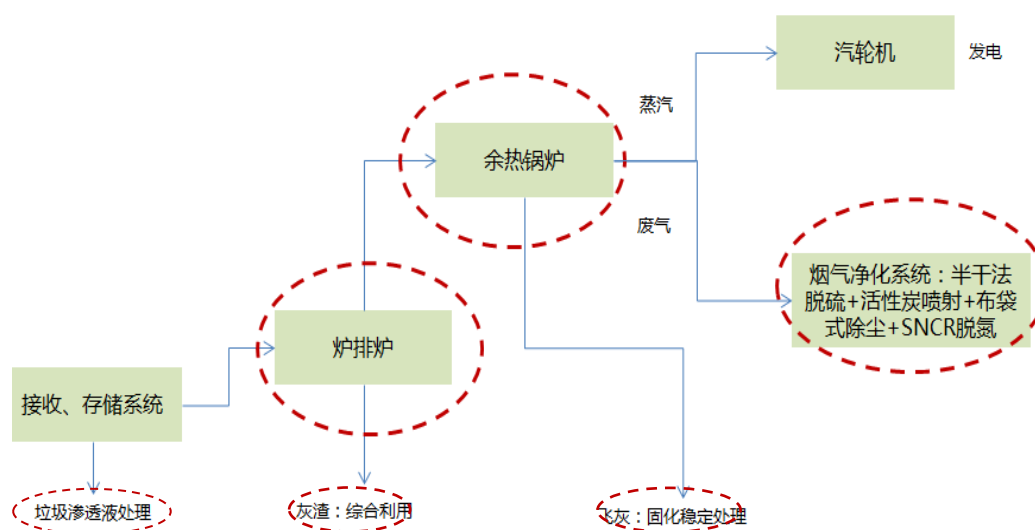
资料来源：Wind、中国中投证券研究总部

2. 公司成套焚烧设备技术领先，以设备销售为基础的 EPC 业务有望成为新增长点

设备开始对外销售。公司 14 年与江苏正大环保工程公司签订 EPC 合同，合同金额 2.8 亿，首次实现设备对外销售。目前，公司也致力于打造国内先进的环保设备基地，产能在 15 套左右，提供垃圾焚烧成套设备，已实现全部部件国产化，其中 70% 的设备都是自己生产，包含炉排炉、余热锅炉、烟气净化等核心系统，已取得 108 项实用新型专利和 7 项发明专利。未来，公司将凭借领先的设备制造技术，积极拓展工程总承包业务，实现新的利润增长点。

垃圾焚烧成套设备技术领先。公司的设备优势主要体现在焚烧炉的容量、自动控制系统、二次污染尤其是二噁英的处理控制几个方面。首先，公司研究中心已经研制出 250~600 吨位焚烧炉的中试生产，并积极开发 600~800 吨的高效焚烧炉。其次，公司集散控制系统（DCS）作为生活垃圾焚烧发电项目的主要监视和控制手段，实现对整个垃圾焚烧发电厂的数据监视和控制，保障垃圾焚烧高效稳定运行。在二次污染上，公司已实现对炉渣、垃圾渗透液、飞灰的无害化处理以及对烟气排放和恶臭的处理与控制。特别地，公司非常重视对二噁英的控制，从加大充分燃烧、防止低温合成等多方面着手，实现低于欧盟 0.1ng-TEQ/Nm³ 标准的排放。

图 11 公司垃圾焚烧发电设备全部国产化，70%设备自制



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

EPC 有望成为新增长点。公司现目前垃圾焚烧成套设备年产能可在 15 套左右，对应产值在 15 亿元以上，能够支持公司设备对外销售战略。我们看好公司的设备对外销售战略，主要基于以下几点判断：（1）垃圾焚烧行业正处于黄金发展期，对成套的焚烧设备需求增加。按照前面估算，15~17 年垃圾焚烧建设投资空间为 416 亿、520 亿、650 亿元，其中大约 50% 为设备和设备安装工程(EPC)，即对应 208、260、325 亿空间。（2）未来三四线城市有望大力发展垃圾焚烧产业，由于三四线城市财政收入规模较小对成本更为敏感，投资运营商倾向于采购国产化设备。（3）社会资本市场参与度提高，倾向于采购更具成本优势、更适合我国垃圾成分的焚烧设备。

四、新业务：建筑垃圾资源化优先布局，餐厨垃圾+垃圾清运启动可期

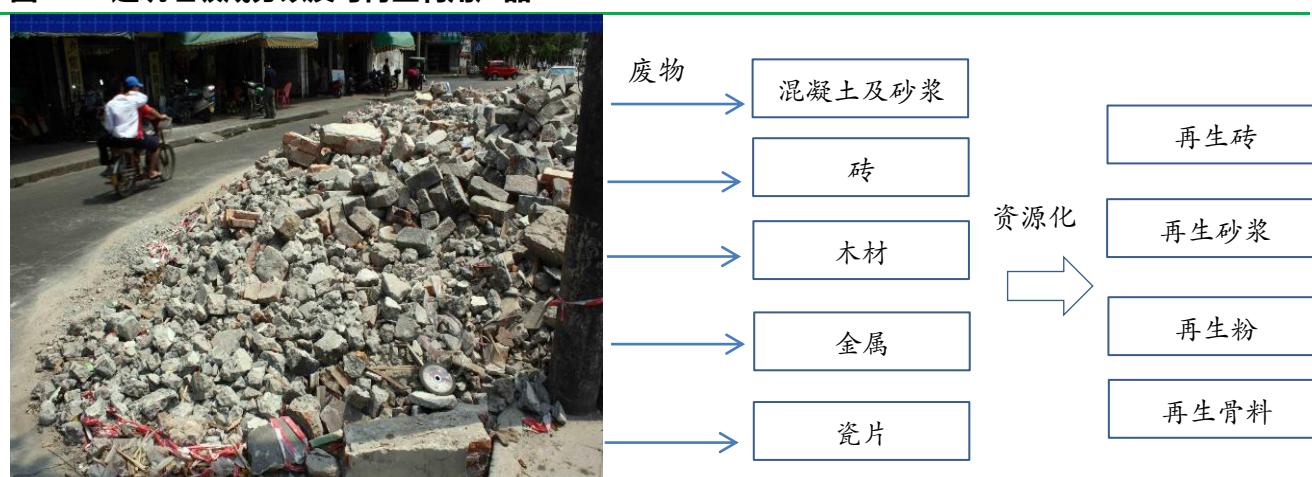
1. 建筑垃圾再生利用空间广阔，公司提前布局，未来有望全国复制拓展

建筑垃圾再生利用市场空间广阔。建筑垃圾包含建筑施工、装修和拆除时产生的垃圾。据统计，我国年产 15.5 亿吨的建筑垃圾，预计 2020 年达 50 亿吨，现目前再生利用率 5% 左右，与欧盟 90%，韩国、日本 97% 以上，美国 89%、荷兰 89% 相聚甚远，发展空间广阔。目前 15.5 亿吨的建筑垃圾回收利用 50%，以 20~50 元/吨运营收入核

算（再生产品价格），年均产值即达到 155~388 亿元。

建筑垃圾的市场的打开与再生利用技术和垃圾收运体系的建立密切相关。我们认为，近年来国家已经对建筑垃圾问题有较高的意识，各地也已经相继出台建筑垃圾管理条例。从当前国家公布的 PPP 项目来看，建筑垃圾处理项目已经纳入部分地方政府的招标范围，说明建筑垃圾处理开始得到政府的重视。其次，我国建筑垃圾再生利用技术逐步成熟，目前主要再生模式为生产再生砖，未来有望生产更多高附加值的产品，提高盈利空间。我们认为，在政策和技术的推动下，建筑垃圾资源化由于能产生高附加值产品，推行动力比较大，市场空间有望快速打开。

图 12 建筑垃圾成分以及可再生利用产品



资料来源：中国中投证券研究总部

公司与上海德滨成立南通天德建筑可再生资源有限公司，持有新成立的公司 80% 股权。上海德滨为我国领先建筑垃圾处理企业，其获得的技术专利在 2013 年即达到 18 项，为行业第三的水平。合资公司已经在南通取得国内首个建筑垃圾资源化再生利用 BOT 项目，主要利用德滨的技术将建筑垃圾处理成为高附加值的再生砂粉，项目预计将在 6 月份开启试运行，一期投运 50 万吨/年的规模，未来随着建筑垃圾收运量增加有望持续扩产。

我们认为，公司与德滨的再生砂粉产品附加值高，如果达到预期的示范效果，有望在全国拓展，以先发优势打开广阔的成长空间。

2. 餐厨垃圾+垃圾收运业务启动可期

市场空间广阔的餐厨垃圾领域正在启动。中国固废网显示，我国现目前餐厨垃圾处理能力 8200 吨/天，产生量在 10 万吨/天的水平，处理率不到 10%。2012 年发布的《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》提出，力争 2015 年国内餐厨垃圾处理设施数量达到 242 座，处理能力达到 3 万吨/日，虽然现目前距离目标仍有一定的距离，但未来加速发展的大趋势基本确立。粗略估算，平均每吨餐厨垃圾处理产能需投入 50 万左右，不考虑日均新增餐厨垃圾，假设十三五末最终处理率达到 80%，则仅建设产能总共需投资 400 亿，年均约 80 亿，运营空间

将达 29~58 亿/年（按照 100~200 元/吨的补贴收入核算）。

2010~2015 年，发改委确定了五批餐厨废弃物资源化利用和无害化处理试点城市，总共 100 个试点城市，部分试点城市已开始投运项目。现目前，各地也都出台地方性的《餐厨垃圾管理办法》，推进试点项目的进行，而国家层面的《餐厨垃圾管理办法》也正在制定中，预计年内将会出台，进一步促进整个行业的加速发展。

公司现目前已经与同济大学合作，储备餐厨垃圾处置技术，并且有可能通过收购技术型标的增强在该业务领域的竞争优势。我们认为，公司进入餐厨垃圾领域战略确定，未来拿单可能性大。

垃圾清运行业正处于起步阶段，公司目前也在积极向该领域拓展业务。从今年公布的 PPP 项目库中可以看到，部分城市的垃圾已建立的垃圾转运站将以 TOT 的方式转让给社会资本运营，表示垃圾收运领域将逐渐向更具运营实力的社会资本放开。垃圾清运业务的发展与清运设备发展密切相关，我们认为公司大可能将通过收购相应标的的方式进入该市场。

五、盈利预测&投资建议

我们暂不考虑公司外延并购带来的业绩，并基于以下假设对未来盈利进行预测：

- （1） 公司辽源一期和延吉一期项目 15 年顺利投产，连江二期、牡丹江一期 16 年投产，滨州二期、延吉二期、辽源二期 17 年投产。
- （2） 公司设备和工程收入未来三年 35%的复合增速，毛利率维持在 38.66%。

表 3 公司盈利预测

		2014	2015E	2016E	2017E
投运项目	垃圾焚烧发电收入（百万）	273.13	509.85	648.52	781.34
	增速（%）	9.34%	86.67%	27.20%	20.48%
	毛利率（%）	65.10%	60.00%	62.00%	63.00%
并购项目	垃圾焚烧发电收入（百万）	103.31	103.31	103.31	103.31
	增速（%）	0.00	0.00	0.00	0.00
	毛利率（%）	69.00%	69.00%	69.00%	69.00%
环保工程	工程收入（百万）	277.76	416.64	541.63	677.04
	增速（%）	96.98%	50.00%	30.00%	25.00%
	毛利率（%）	38.66%	38.66%	38.66%	38.66%
总计	收入（百万）	550.89	1029.80	1293.46	1561.70
	增速（%）	121.00%	86.93%	25.60%	20.74%
	毛利率（%）	51.77%	52.27%	52.79%	52.84%

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

总体来看，我们认为公司未来收入增长动力主要来源于：(1) 在并购和积极开拓三四线城市的战略下，垃圾焚烧运营产能持续高增长。(2) 在行业向好的情况下，公司的垃圾焚烧 EPC 业务实现快速增长。(3) 在外延战略下，公司进入建筑垃圾再利用领域，未来有望持续进入餐厨垃圾和垃圾清运领域。(4) 公司作为长期与地方政府合作的专业性环保企业，未来有望成为政府 PPP 合伙人。

我们预计公司 14~16 年营业收入分别为 1030、1293、1562 百万元，归属母公司净利润分别为 331、455、585 百万元，对应 EPS 分别为 0.54、0.74、0.95 元。考虑到公司**估值较低+业绩弹性大+外延预期强烈+PPP 潜在受益标的**，我们给予 16 年 55 倍 PE，目标价 29.7 元。首次覆盖，给予强烈推荐评级。

六、风险提示

- (1) **垃圾焚烧厂产能投运不及预期，全国性拓展不及预期。**垃圾焚烧厂的投运与政府的选址和审批情况密切相关，如果焚烧厂不能按预期及时开工，产能投放低于预期将给公司收入带来较大影响。其次，垃圾焚烧发电市场竞争较为激烈，如果公司全国性业务拓展不达预期将对公司业绩造成影响。
- (2) **EPC 业务不及预期。**公司 14 年才开始 EPC 业务，未来也将其作为重点发展领域，如果公司设备市场认可度不佳，销售额不达预期，将对未来几年业绩产生重大影响。
- (3) **新业务拓展不达预期。**外延拓展餐厨垃圾、垃圾清运业务是公司现目前一大发展战略，如果拓展不顺利，将对公司高成长的持续性产生重要影响。
- (4) **垃圾处置费、上网电价不及预期。**垃圾处置费和上网电费为公司主要的运营收入来源，垃圾处置费和上网电价政策的变化将给公司业绩带来波动。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	864	1535	2348	3371
现金	369	776	1567	2467
应收账款	104	244	246	300
其它应收款	19	35	45	54
预付账款	81	149	185	224
存货	45	83	103	125
其他	247	248	201	202
非流动资产	2408	2629	2543	2427
长期投资	0	56	50	50
固定资产	721	1215	1425	1473
无形资产	655	635	615	595
其他	1032	723	453	308
资产总计	3272	4164	4890	5798
流动负债	926	1258	1270	1391
短期借款	163	165	165	165
应付账款	290	536	666	803
其他	473	557	439	423
非流动负债	724	953	1212	1413
长期借款	675	925	1175	1375
其他	49	28	37	38
负债合计	1650	2210	2482	2804
少数股东权益	0	0	0	0
股本	619	619	619	619
资本公积	944	944	944	944
留存收益	322	654	1109	1694
归属母公司股东权益	1622	2216	2672	3257
负债和股东权益	3272	4427	5153	6061

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	73	547	837	874
净利润	175	331	455	585
折旧摊销	54	115	160	186
财务费用	40	77	72	54
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-197	35	142	48
其它	2	-13	8	0
投资活动现金流	-764	-336	-74	-70
资本支出	637	230	110	80
长期投资	-160	56	-6	0
其他	-288	-50	30	10
筹资活动现金流	738	197	28	96
短期借款	42	2	0	0
长期借款	204	250	250	200
普通股增加	381	0	0	0
资本公积增加	441	0	0	0
其他	-330	-55	-222	-104
现金净增加额	47	407	791	900

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	551	1030	1293	1562
营业成本	266	492	611	736
营业税金及附加	4	7	6	8
营业费用	1	1	1	2
管理费用	50	91	109	125
财务费用	40	77	72	54
资产减值损失	4	4	2	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	187	358	493	636
营业外收入	8	9	10	10
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	194	366	502	645
所得税	19	35	47	60
净利润	175	331	455	585
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	175	331	455	585
EBITDA	281	551	724	876
EPS (元)	0.28	0.54	0.74	0.95

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	120.5%	86.9%	25.6%	20.7%
营业利润	143.7%	92.0%	37.5%	29.0%
归属于母公司净利润	114.3%	89.4%	37.3%	28.6%
获利能力				
毛利率	51.8%	52.3%	52.8%	52.8%
净利率	31.8%	32.2%	35.2%	37.5%
ROE	10.8%	15.0%	17.0%	18.0%
ROIC	8.3%	15.3%	21.7%	28.6%
偿债能力				
资产负债率	50.4%	49.9%	48.2%	46.3%
净负债比率	70.68%	65.15%	62.06%	60.28%
流动比率	0.93	1.22	1.85	2.42
速动比率	0.88	1.15	1.77	2.33
营运能力				
总资产周转率	0.21	0.28	0.29	0.29
应收账款周转率	7	6	5	5
应付账款周转率	1.20	1.19	1.02	1.00
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.54	0.74	0.95
每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	0.88	1.35	1.41
每股净资产(最新摊薄)	2.62	3.58	4.32	5.26
估值比率				
P/E	77.07	40.69	29.63	23.04
P/B	8.31	6.09	5.05	4.14
EV/EBITDA	51	26	20	16

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭, 中国中投证券研究总部首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

罗文, 中国中投证券研究总部环保行业分析师, 中山大学岭南学院金融学士, 香港中文大学工商管理学院金融硕士

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，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。

本报告基于中国中投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。中国中投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。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。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报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434