



证券研究报告·上市公司动态

重矿机械

垃圾发电龙头，未来几年迎来高速增长，强力买入

在手订单充足，未来几年迎来建设高峰

公司具有很强的接单能力，在手垃圾焚烧发电订单丰富。截至2015年11月，公司在手项目超过40个，垃圾焚烧发电总规模预计达3.785万吨/日。预计今年将有5至6项建成投产，16年新投产7至8项，到了17年将共有30项投入生产，大幅提升公司业绩和规模。此外，随着项目逐步实现投产运营，垃圾发电收入将接替建设收入为公司后面几年的利润贡献更多增长。

积极寻求资金支持，保障未来业绩增长

公司于今年四月公布非公开发行预案，筹集资金不超过21.66亿元分别用于偿还借款和补充公司的项目建设资金。此次增发已于11月4日获得证监会审核通过，我们预计资金将于今年年底前到位。公司通过向金叶珠宝转让持有的丰汇租赁22.50%的股权，今年将确认的收益约为7.60亿元（税前）。此外公司分别与华融控股、国开金泰成立并购基金，在垃圾焚烧发电、PPP项目投资领域积极寻求资金支持。

着力拓展PPP项目，扩大业务版图

9月，公司与中建基础设施勘察设计建设有限公司签署《战略合作协议》，将以PPP合作模式为主，对城市固废治理、水务治理、城市污水等项目的股权投资、工程总包、咨询设计、建设安装、运营管理等业务领域，开展深度的合作，优势互补。

进军碳排放领域，提高核心竞争力

8月，公司与上海盈碳环境技术咨询有限公司正式签署《温室气体自愿减排项目战略合作协议》。未来盈碳将使公司的垃圾焚烧发电项目申请成为减排项目，并就这些垃圾焚烧发电项目产出的核证自愿减排量的销售达成合作。通过长期合作，盈碳为帮助公司实现CCER销售收益提供全方位的服务，将会进一步拉升公司未来的业绩水平。

严重低估，建议买入

我们预计15年公司净利润将超过3.3亿元，除此之外出售丰汇租赁今年将确认7.6亿元（税前）的投资收益。不考虑公司未来几年可能减持金叶珠宝股份获得投资收益的情况下，按照现在股本10.59亿股计算，公司2015-2017年EPS分别为0.9、0.57和0.77元，对应估值12、18.8和13.9倍。而若考虑此次增发完成后的摊薄，则公司2015-2017年EPS分别为0.72、0.46和0.62元，对应估值15、23和17倍。我们预计十三五规划中，垃圾焚烧占比有望进一步提升，因此未来国内垃圾焚烧行业的景气将延续，公司作为垃圾焚烧巨头，成长弹性最好。随着公司工程建设进度的加快，公司将维持高速增长，考虑公司的成长性，我们给予2016年40倍PE，对应目标价格18.4元，接近翻倍空间，建议强力买入。

盛运环保 (300090)

维持

买入

王祎佳

wangyjia@csc.com.cn

010-85130453

执业证书编号：S1440513090007

李俊松

lijunsong@csc.com.cn

010-85130933

执业证书编号：S1440510120039

万炜

wanwei@csc.com.cn

021-68821626

执业证书编号：S1440514080001

发布日期：2015年12月10日

当前股价：10.76元

目标价格6个月：18.4元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1个月	3个月	12个月
股票价格绝对/相对市场表现 (%)	-6.19/-2.91	19.22/2.10	23.88/8.91
12月最高/最低价 (元)			32.97/10.21
总股本 (万股)			105898.91
流通A股 (万股)			67005.60
总市值 (亿元)			113.95
流通市值 (亿元)			72.10
近3月日均成交量 (万)			3097.92
主要股东			
开晓胜			20.84%

股价表现





目录

盛运环保：进军环保行业，成功转型垃圾发电领域.....	1
在手订单充足，未来几年迎来建设高峰	1
项目建设高峰到来，未来几年收入稳步上升	3
垃圾焚烧发电：政策大力支持，盈利模式明确，行业持续高景气.....	3
积极寻求资金支持，保障未来业绩增长	5
非公开发行解决资金瓶颈，项目推进速度有望超预期.....	5
转让丰汇租赁，今年确认投资收益税前 7.6 亿元.....	5
成立并购基金，抓住市场发展机遇	6
着力拓展 PPP 项目，扩大业务版图.....	7
进军碳排放领域，提高核心竞争力	7
16 年市盈率 18 倍，严重低估，维持买入	9

图表目录

图 1：同行业各公司目前项目情况处理规模（吨/日）	3
图 2：同行业各公司目前项目数量	3
图 3：全国城市生活垃圾焚烧量及占比统计	5
图 4：全国城市生活垃圾焚烧处理能力及占比统计.....	5
图 5：PPP 模式下的环保治理服务项目的商业模式.....	7
图 6：各省交易所碳排放权累计成交量/万吨	8
图 7：各省交易所碳排放权累计成交额/万元	8
表 1：盛运环保在手垃圾发电项目	1
表 2：盛运环保工程建设及垃圾发电预测（百万元）	3
表 3：垃圾焚烧政策体系	4
表 4：盛运环保未来减持金叶珠宝股份情况预测.....	6
表 5：盛运环保并购基金成立情况	6
表 6：盛运环保盈利预测（不考虑此次增发）	9



盛运环保：进军环保行业，成功转型垃圾发电领域

安徽盛运环保(集团)股份有限公司原主营业务为输送机械产品的销售，2014-2015年，公司分批将手中机械设备相关资产逐步剥离，转型成为一家专注于环保设备及环保运营的企业。目前公司是以环保设备产品、垃圾焚烧炉及其他设备、垃圾发电项目工程总包、垃圾处置及发电为主营业务的公司，是国内首家将干法脱硫与除尘工艺融为一体，生产干法脱硫除尘一体化尾气净化处理设备的企业。截至2015年11月，公司总股本10.59亿元，公司董事长开晓胜先生为公司第一大股东，持股比例占总股本20.84%。公司参股、控股子公司超过30家，拥有丰富的行业资源。近年来，公司重视加强大力开发新型环保设备新技术产品和行业新市场，全力开拓垃圾焚烧发电、医废处置工程项目产业市场。

在手订单充足，未来几年迎来建设高峰

公司具有很强的接单能力，在手垃圾焚烧发电订单丰富。2015年至今，公司新签垃圾处理项目13项，新订单数量远超行业其他公司，位居全国前列，进入垃圾焚烧发电第一梯队。截至2015年11月，公司在手项目超过40个，垃圾焚烧发电总规模预计达3.785万吨/日，遥遥领先于同行业内其他公司。

表 1：盛运环保在手垃圾发电项目

分类	项目	股权比例	BOT/BOO 年限	规模 (T/D)	投资额 (亿)	最新状态
已经投运	安徽淮南	45%	--	1000	3.2	投产运行
	山东济宁	100%	25	1500	3.5	投产运行
	黑龙江伊春	100%	30	400	1.6	投产运行
	安徽桐城	75%	--	500	1.4	投产运行
	杭州桐庐	100%	25	500	2	投产运行
即将投运	安徽宣城	100%	30	600	1.8	基本建设完毕即将投运
	辽宁锦州	10%	30	800	2.9	基本建设完毕即将投运
	辽宁阜新	100%	30	800	2.3	工期过大半，预计15年底投运
建设期	西藏拉萨	100%	30	700+350	5	已经开工，预计16年中建成
	山东招远	100%	25	500+750	2	14年底开工，预计16年下半年建成
	山东枣庄	98.50%	30	1000	2.6	14年底开工，预计16年下半年建成
	贵州凯里	100%	30	700+350	4	14年底开工，预计16年下半年建成
	江西鹰潭	100%	30	500	1.6	14年底开工，预计16年下半年建成
	辽宁辽阳	100%	30	800	2.6	15年8月开工，但进展较慢
	辽宁瓦房店	100%	30	400	1.4	已开工建设
	吉林白山	100%	30	600	2.1	已开工建设
即将开建	湖南永州	100%	--	800+400	11	15年下半年有望开工建设
	湖南儋州	100%	--	750	2.6	15年下半年开工建设
	山东海阳	100%	30	500	2.5	15年下半年开工建设
	山东宁阳	100%	30	700+350	4	已签订特许经营合同
	吉林农安	100%	30	900	5.5	已签订特许经营合同



	山东乐陵	100%	30	500	2.5	已签订特许经营合同
	河北石家庄	100%	30	2000	9.5	已签订特许经营合同
	内蒙古乌兰察布	100%	30	900	--	已签订特许经营合同
	河南商水县	100%	30	600	--	已签订特许经营合同
	安徽庐江县	100%	27	500	2.3	已签订特许经营合同
	黑龙江东宁县	100%	30	900	4.5	已签订特许经营合同
	贵州德江县	100%	30	900	--	已签订特许经营合同
	山东金乡	100%	30	1050	4.7	中标
	安徽庐江	100%	30	500	2.3	中标
	山东泗水	100%	--	1000	5.7	已签订合作协议
	河南周口	100%	30	1500	3.6	框架协议阶段
	山东鄄城	100%	30	500	1.5	框架协议阶段
	吉林白城	100%	30	1900	6+3.5	框架协议阶段
	内蒙古乌兰浩特	100%	30	1050	5.5	框架协议阶段
	陕西西安	100%	30	800	3	框架协议阶段
	新疆兵团十二师	100%	30	1500	7.2	框架协议阶段
	内蒙古巴彦淖尔	100%	--	600	2.5-2.8	框架协议阶段
	新疆阿克苏	100%	--	--	--	框架协议阶段
	陕西铜川	100%	--	--	--	框架协议阶段
	陕西延安	100%	--	--	--	框架协议阶段
	陕西商洛	100%	--	--	--	框架协议阶段
	青海玉树	100%	30	300+300	3.5	框架协议阶段
	湖北武汉	100%	--	--	--	合作意向书阶段
	湖南澧县	100%	--	800	3	合作意向书阶段
	山东冠县	100%	--	400	1.5	合作意向书阶段
	黑龙江阿城区	100%	--	500	2.3	合作意向书阶段
中科通用	安徽安庆	30%	30	600+400	1.9	投产
参股项目	广西来宾	20%	25	600	2.3	投产（500吨/日）
	江苏淮安	10%	--	800	2.5	投产（800吨/日）

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

从公司与行业内公司竞争对手情况来看，公司在建及筹建项目相比已投产项目更多，有望实现产能的快速增长。



图 1：同行业各公司目前项目情况处理规模（吨/日）

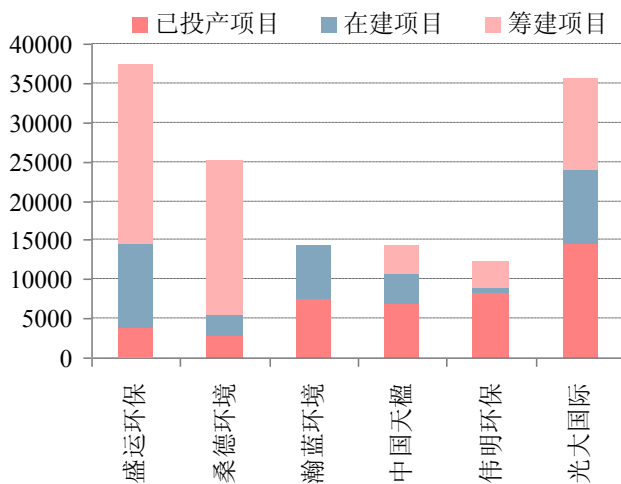
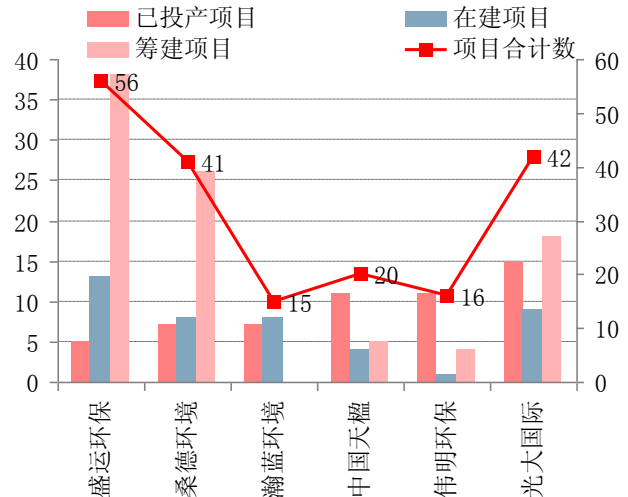


图 2：同行业各公司目前项目数量



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

项目建设高峰到来，未来几年收入稳步上升

在手订单近 40 个，在建项目超 10 个，我们预计公司 15-17 年将迎来项目建设收入的稳步上升。公司的拉萨、凯里、招远、枣庄、鹰潭、辽阳等垃圾焚烧发电项目以及枣庄餐厨、宣城生物质项目均已开工，下半年也有 5 个项目开工，预计今年将有 5 至 6 项建成投产，16 年新投产 7 至 8 项，到了 17 年将共有 30 项投入生产，大幅提升公司业绩和规模。随着项目逐步实现投产运营，垃圾发电收入将接替建设收入为公司后面几年的利润贡献更多增长。

表 2：盛运环保工程建设及垃圾发电预测（百万元）

	D/12	J/13	D/13	J/14	D/14	J/15	2015E	2016E	2017E
垃圾发电收入	45.0	45.1	91.3	55.8	134.1	95.7	215.7	422.9	757.6
垃圾处理补贴收入	22.2	19.3					56.2	110.4	200.6
发电收入	22.8	25.8					159.5	312.5	556.9
垃圾处理数量（万吨）	28.7	24.7					110.4	216.4	385.6
售电量（万千瓦时）	4107.9	4649.2					28715.2	56253.6	100248.2
成本	22.2	17.4	41.8	25.2	62.3	48.8	107.8	203.0	363.6
工程收入					82.9	190.6	1592.1	3385.5	4074.7
成本					58.0	133.7	1146.3	2471.4	2974.5

资料来源：中信建投证券研究发展部

垃圾焚烧发电：政策大力支持，盈利模式明确，行业持续高景气

近年来，为促进垃圾焚烧处理设施的建设，我国政策支持逐步加强，已经建立起垃圾焚烧的政策体系。相



关标准、规范相继出台，上网电价补贴标准逐步规范，并出台十二五规划大力鼓励发展生活垃圾焚烧，行业发展前景非常好。

表 3：垃圾焚烧政策体系

政策体系	时间	文件名	内容
法规体系	2005	《中华人民共和国可再生能源法》	鼓励发展生活焚烧无害化处理，为垃圾焚烧发电并网提供了保障。
	2005	《中国固体废物污染环境防治法》	规定对城市生活垃圾应当及时清运，逐步做到分类收集和运输，并积极开展合理利用和实施无害化处置。
	2014	新《环保法》	加强环境监管，加强了地方政府对环境质量的负责。
标准体系	2001	《城市生活垃圾处理工程项目建设标准》	规定城市生活垃圾处理工程项目建设标准
	2001	《生活垃圾焚烧污染控制标准》	规定生活垃圾焚烧污染排放标准
	2010	《生活垃圾处理技术指南》	规定垃圾焚烧等生活垃圾处理技术的细节。
	2014	《生活垃圾焚烧污染控制新标准》	2014年7月1日开始实施 GB18485-2014 修改完毕的新标准。
电价补贴	2006	《可再生能源发电价格和费用分摊管理试行办法》	规定生物质发电上网电价标准由各省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
	2008	《财政部国家税务总局关于资源综合利用及其他产品增值税政策的通知》	垃圾发电产品实行增值税即征即退政策，即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。
	2012	《关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》	每吨生活垃圾折算上网电量为 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
发展规划	2012	《全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设“十二五”规划》	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，生活垃圾处置设施投资超 2636 亿，其中新建设投资超过一半以上（1385 亿）。
	2012	《国务院关于印发“十二五”节能环保产业发展规划的通知》	“垃圾处理”为环保产业重点领域，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
意见指南	2011	《关于进一步加强城市生活垃圾处理工作的意见》	到 2015 年，全国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。
	2013	《国务院关于加强城市基础设施建设的意见》	到 2015 年，36 个重点城市生活垃圾全部实现无害化处理，城市生活垃圾无害化处理率达到 90% 以上；到 2017 年，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。
	2013	《国务院关于加快发展节能环保产业的意见》	到 2015 年，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。
	2014	《国务院关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》	积极推动社会资本参与市政基础设施建设运营，建立健全 PPP 模式，鼓励社会资本投向垃圾处理等项目
	2015	《关于全面推进农村垃圾治理的指导意见》	到 2020 年全国 90% 以上村庄的生活垃圾得到有效治理。

资料来源：网络资料整理，中信建投证券研究发展部

根据《全国城市生活垃圾无害化处理设施建设“十二五”规划》，全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设总投资 2636 亿元，新增生活垃圾无害化处理能力 58 万吨/日，其中，设市城市新增能力 39.8 万吨/日，县城新增能力 18.2 万吨/日。至 2015 年全国新建成垃圾焚烧站至少 300 座，垃圾焚烧日处理能力将由 8.96 万吨/日增长至 30.72 万吨/日，复合增速为 27.93%。按每吨 40 万左右的投资额，由此估算“十二五”期间垃圾焚烧新增投资接近 900 亿左右。自十二五规划发布以来，我国各地已签约的垃圾发电项目处理能力超过 30 万吨/日，大部分已签约项目尚未开工建设，因此未来几年是垃圾焚烧开工建设的高峰。



图 3：全国城市生活垃圾焚烧量及占比统计

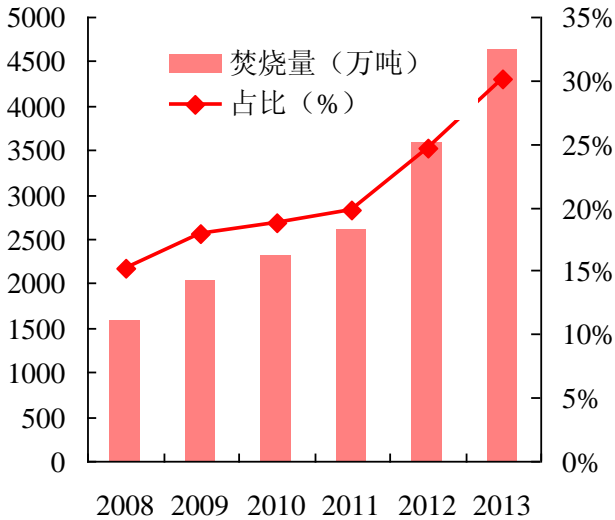
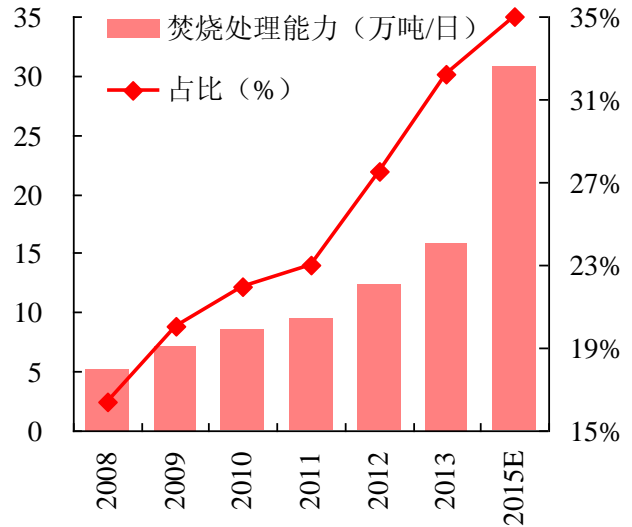


图 4：全国城市生活垃圾焚烧处理能力及其占比统计



资料来源：中国统计年鉴，中信建投证券研究发展部

积极寻求资金支持，保障未来业绩增长

公司的垃圾焚烧发电项目多采用 BOT 或 BOO 业务模式运作，项目前期投入资金较多，需要充足的营运资金作为保障。公司在手订单数量众多，保守估计所需投资合计 130-150 亿元，按照公司出资 30% 计算，则全部项目开始建设需要资金总量在 40-45 亿元。公司目前积极通过资本市场融资、成立并购基金及剥离资产等方式寻求资金支持，预计未来 3 年项目建设资金有保障。

非公开发行解决资金瓶颈，项目推进速度有望超预期

2014 年由于建设资金的严重缺乏，使得公司 2014 年项目推进速度整体低于预期，同时公司通过大量借款满足项目需求，导致公司财务费用快速增长。公司于今年四月公布非公开发行预案，拟以 16.65 元/股向长城国融、铁路基金、先盛投资、开源投资和众禄基金发行不超过 1.3 亿股，筹集资金不超过 21.66 亿元。此次融资中的 15 亿元将用于偿还借款，偿还后每年可节省财务费用约 9000 万。此次融资剩余部分将用于补充公司的项目建设资金，资金瓶颈得已解决，同时有利于公司缓解公司财务压力、增强公司后续融资能力、完善公司治理。2015 年公司项目的推进速度有望超我们预期。

此次增发已于 11 月 4 日获得证监会审核通过，我们预计资金将于今年年底前到位。

转让丰汇租赁，今年确认投资收益税前 7.6 亿元

盛运环保向金叶珠宝转让持有的丰汇租赁 22.50% 的股权，作为对价，盛运环保从金叶珠宝处获得现金 4.46 亿元，以及定向增发的股份 8735 万股，每股 11.92 元，价值 10.41 亿元，总计共 14.87 亿元。公司持有的金叶珠宝股份可以为公司提供很大的现金流支持，成为其主营产业的取款机。



- 2015年11月27日，公司已经收到本次重大资产重组的现金对价4.46亿元。根据公司截止2015年11月30日，公司投资丰汇租赁长期股权投资账面价值为7.28亿元，本次股权转让收益约为7.60亿元（税前），此项将相应增加公司2015年的业绩。
- 根据双方关于发行股份限售期的约定，盛运环保所持有金叶珠宝的股份，自股份上市之日起12个月内不得转让，满12个月以后分三次解禁。假设丰汇租赁在未来几年均可实现其承诺的净利润数，且假设公司将根据解禁时间和股数分批减持，则以2015年12月8日收盘价18.86元为基准计算股价现值，盛运环保未来几年将分别获得1.33亿元、3.43亿元和6.06亿元减持股份的超额收益。若在这期间股价上涨，则其超额收益部分相应增加。

表 4：盛运环保未来减持金叶珠宝股份情况预测

阶段	时间	解禁额度	累计额外收益（亿元）
第一次	自本公司因本次交易所获得的股份自股票上市之日起满 12个月 ，且当期业绩补偿承诺履行完毕	≤因本次交易所获得的股票总数的 21.73% (需减去已经用于业绩补偿的股份数)	1.33
第二次	自本公司因本次交易所获得的股份自股票上市之日起满 24个月 ，且当期业绩补偿承诺履行完毕	≤因本次交易所获得的股份总数的 56.52% (需减去已经用于业绩补偿的股份数)	2.11
第三次	自本公司因本次交易所获得的股份自股票上市之日起 36个月 ，且当期该业绩补偿承诺履行完毕	因本次交易所获得的股份	2.63

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

成立并购基金，抓住市场发展机遇

在数万亿巨大市场空间的诱惑下，环保类公司正在积极通过并购扩大环保产能和覆盖领域，顺应市场大趋势，上市公司参与筹建并购基金的行为渐趋频繁。

表 5：盛运环保并购基金成立情况

总金额（亿元）	总期数	成立时间	环保企业	投资机构	投向
50（首期20）	2	2015年12月	盛运环保	国开金泰	垃圾发电
30（首期20）	2	2015年5月	盛运环保	华融控股	垃圾发电

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

今年5月，公司与华融控股（深圳）股权投资基金管理有限公司签订战略合作框架协议，双方未来将在垃圾焚烧发电项目投资、共同设立并购基金和项目开拓方面展开合作。盛运环保与华融的合作不仅可以有效利用华融控股的资金优势，为公司的垃圾焚烧项目引入投资解决资金缺口，还可以利用华融系与地方政府部门的良好关系，协助公司获得更多垃圾焚烧发电项目。

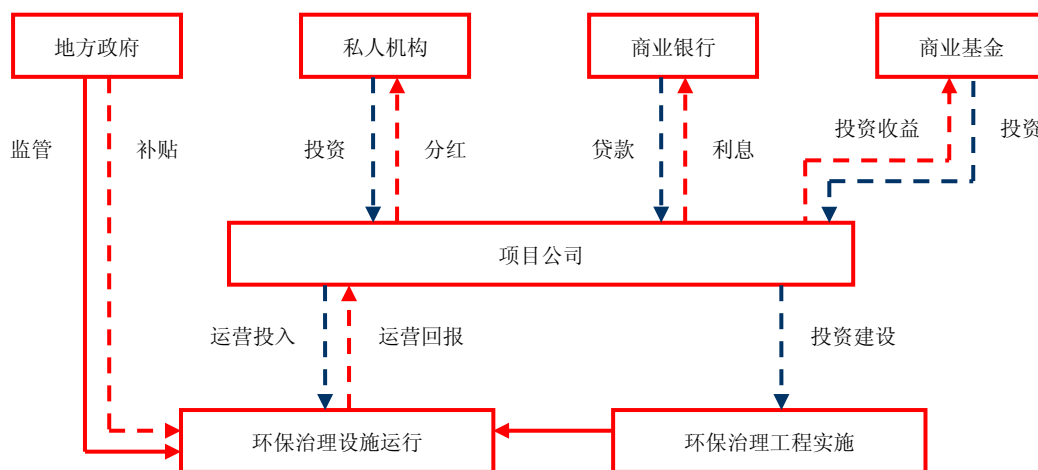
今年12月，公司与国开金泰资本投资有限责任公司签署了《战略合作框架协议》。此次合作将协助公司与地方政府就特许经营、PPP项目合作等方面展开合作，充分利用国开金泰的专业投资团队和融资渠道，为公司未来发展储备更多并购标的，更好地抓住市场发展机遇，完善公司产业链，进一步提高公司在环保领域的业务拓展能力和核心竞争力。

着力拓展 PPP 项目，扩大业务版图

PPP 模式全称 Public-Private-Partnership，即公私合营。从广义上来说，但凡政府与私人机构之间进行合作，如常见的 BOT、BT(EPC)模式，均可以认为是 PPP 模式。但从狭义上来说，PPP 模式是指政府与私人机构通过合作共担风险，政府授权私人机构特许经营权运营项目，并对运营成本进行补贴，最终共同分享收益的一种商业模式。

2014 年 10 月，《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》中提出，推广使用政府与社会资本合作模式。鼓励社会资本通过特许经营等方式，参与城市基础设施等有一定收益的公益性事业投资和运营。此后 11 月，《国务院关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》中提出，推广政府和社会资本合作（PPP）模式。自该文件大力推广 PPP 模式以来，PPP 投资便盛大开宴，环保行业成为 PPP 模式推广过程中最具市场爆发力的生力军之一，各类资本开始加速进入环保行业。

图 5：PPP 模式下的环保治理服务项目的商业模式



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

在日益严峻的环保治理需求与地方政府捉襟见肘的财务困境的矛盾情形下，PPP 模式成为了最佳的解决模式。2015 年 9 月份，公司与中建基础设施勘察设计建设有限公签署《战略合作协议》，将以 PPP 合作模式为主，对城市固废治理、水务治理、城市污水等项目的股权投资、工程总包、咨询设计、建设安装、运营管理等业务领域，开展深度的合作，优势互补。

进军碳排放领域，提高核心竞争力

碳排放交易是为促进全球温室气体减排，减少全球二氧化碳排放所采用的市场机制。《京都议定书》把市场机制作为解决二氧化碳为代表的温室气体减排问题的新路径，即把二氧化碳排放权作为一种商品，从而形成了二氧化碳排放权的交易，简称碳交易。碳排放交易的基本原理是，合同的一方通过支付另一方获得温室气体排放额。买方可以将购得的配额用于减缓温室效应从而实现其减排的目标。被交易的产品以一吨二氧化碳当量为基本单位。政府对能耗企业的历史排放情况进行调研盘查，根据盘查情况给企业设定未来的一个排放配额，这个配额通常低于企业的历史排放值，如果未来企业排放高于配额，需要到市场上购买配额或 CER（经核证的减



排量)。政府对控排企业的强制要求产生了对配额或 CER 的需求。

中国目前是全球最大的碳排放国，这为我国碳市场的发展壮大提供了良好的土壤。中国政府在政策推行上具有较强的执行力，十八届五中全会提出建立健全碳排放权初始分配制度，推动低碳循环发展，建设清洁低碳、安全高效的现代能源体系，实施近零碳排放区示范工程。2015 年全国两会上，李克强总理在政府工作报告中明确提出：“积极应对气候变化，扩大碳排放权交易试点”。现阶段，中国经济面临重要转型期，转变经济发展方式、促进低碳发展为碳市场的发展壮大提供了重大机遇。同时，中国现有产业结构和技术水平下的巨大减排潜力为中国碳市场的可持续发展提供了动力。按国家相关计划，全国性碳交易市场将于 2016 年下半年启动，并于“十三五”末期进入高速运转模式。届时，我国将成为全球最大的碳市场，更有助于提升我国在全球碳定价及碳市场规则制定方面的话语权。

目前，七个碳交易试点的省市（北京、上海、天津、重庆、广东、湖北和深圳）根据自身的特点，合理设计各区域碳交易市场制度，积极探索碳交易市场建设。各省市都已经在原有产权交易所的基础上，分别成立环境交易所，经营碳排放权交易业务。

图 6：各省交易所碳排放权累计成交量/万吨

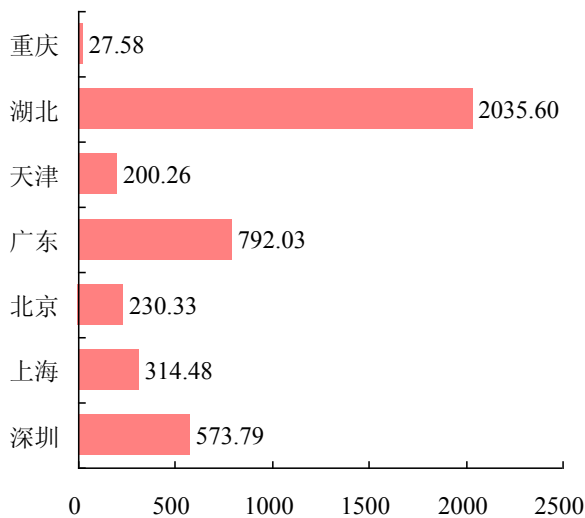
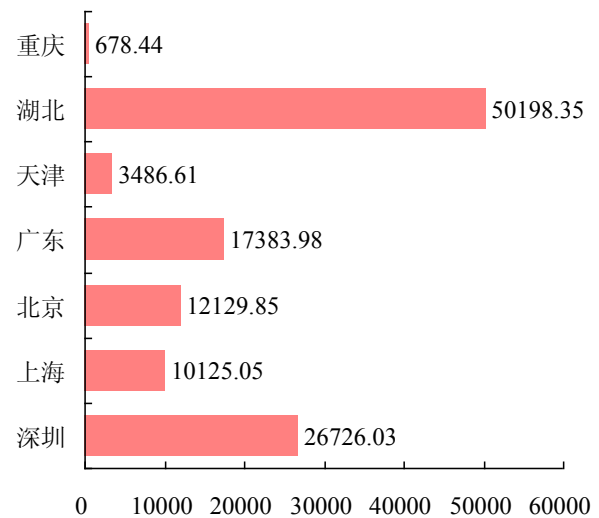


图 7：各省交易所碳排放权累计成交额/万元



资料来源：Wind 资讯，中信建投证券研究发展部

2015 年 8 月，公司与上海盈碳环境技术咨询有限公司针对温室气体自愿减排项目合作达成一致，正式签署了《温室气体自愿减排项目战略合作协议》。上海盈碳主要从事碳资产管理、碳减排项目开发以及低碳咨询等业务，并逐渐拓展到碳金融和碳交易，打造碳资产的完整产业链。盈碳已经成功开发了超过 60 个清洁发展机制（CDM）项目，并成功签约开发超过 40 个温室气体自愿减排项目。公司在签署的垃圾焚烧发电项目基础上充分利用盈碳专业碳资产开发与管理经验，使公司的垃圾焚烧发电项目申请成为减排项目，并就这些垃圾焚烧发电项目产出的核证自愿减排量的销售达成合作。通过长期合作，盈碳为帮助公司实现 CCER 销售收益提供全方位的服务，将会进一步拉升公司未来的业绩水平。



16 年市盈率 18 倍，严重低估，维持买入

公司 15 年收入增长将主要来自大量的已开工建设项目的工程建设收入，此外发电收入今年也将有所增长。我们预计 15 年公司净利润将超过 3.3 亿元，除此之外此前还公告了出售丰汇租赁确认的今年 7.6 亿元（税前）的投资收益。不考虑公司未来几年可能减持金叶珠宝股份获得投资收益的情况下，我们预计公司 16、17 年净利润将分别达到 6 亿元和 8.2 亿元水平。按照现在股本 10.59 亿股计算，公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.9、0.57 和 0.77 元，对应估值 12、18.8 和 13.9 倍。而若考虑此次增发完成后的摊薄，则公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.72、0.46 和 0.62 元，对应估值 15、23 和 17 倍。

我们预计十三五规划中，垃圾焚烧占比有望进一步提升，因此未来国内垃圾焚烧行业的景气将延续，公司作为垃圾焚烧巨头，成长弹性最好。随着公司工程建设进度的加快，公司将维持高速增长，考虑公司的成长性，我们给予 2016 年 40 倍 PE，对应目标价格 18.4 元，接近翻倍空间，建议强力买入。

表 6：盛运环保盈利预测（不考虑此次增发）

报告参数	D/12	J/13	D/13	J/14	D/14	J/15	2015E	2016E	2017E
利润表(原始货币, 百万元)									
一、营业总收入	848.7	452.7	1170.1	535.4	1210.1	773.7	2253.5	4312.6	5359.0
二、营业总成本	824.1	431.9	1100.2	517.4	1205.3	745.6	2008.9	3813.2	4640.1
营业成本	618.5	316.2	787.7	337.3	761.1	543.0	1515.9	2979.9	3659.0
营业税金及附加	3.3	2.1	6.5	4.0	8.3	10.6	11.8	22.2	27.9
销售费用	59.8	22.9	66.0	31.0	54.7	15.3	45.1	112.1	139.3
管理费用	94.1	48.6	133.2	79.1	183.9	80.5	202.8	345.0	428.7
财务费用	41.5	39.8	104.4	61.3	168.6	91.5	225.3	345.0	375.1
资产减值损失	6.9	2.4	2.3	4.6	28.7	4.7	8.0	9.0	10.0
投资净收益	47.7	36.2	105.2	84.5	209.7	106.1	909.0	150.0	150.0
四、营业利润	72.4	56.9	175.0	102.6	214.5	134.2	1153.5	649.4	869.0
加：营业外收入	24.1	8.0	22.2	15.2	26.1	2.8	56.4	91.0	121.5
减：营业外支出	1.1	0.2	0.8	0.3	0.8	0.5	0.2	0.2	0.2
五、利润总额	95.3	64.7	196.4	117.5	239.8	136.5	1209.7	740.2	990.3
减：所得税	8.3	4.3	11.2	6.5	(0.2)	10.5	241.9	111.0	148.5
六、净利润	87.0	60.4	185.2	111.0	240.0	126.0	967.8	629.2	841.7
减：少数股东损益	3.2	5.9	10.5	5.5	6.1	0.4	16.0	22.0	23.0
归属于母公司所有者的净利润	83.8	54.6	174.7	105.5	233.9	125.6	951.8	607.2	818.7
EPS	0.29	0.19	0.59	0.36	0.44	0.24	0.90	0.57	0.77

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部



分析师介绍

王祎佳：煤炭行业研究员，2010年毕业于英国剑桥大学，计算生物学硕士。2011年加入中信建投证券研究所。

李俊松：煤炭行业研究员，清华大学经济管理学院管理学硕士。2007年加入中信建投证券研究部，曾任零售、纺织服装行业研究员，2011年新财富煤炭行业入围。研究理念：微观调研结合宏观数据分析，注重研究的前瞻性，寻求风险与收益的最佳结合点。研究终极目标：少犯或不犯错误，做一个有定价力的研究员。

万炜：环保与公用事业、煤炭行业研究员，华中科技大学经济学硕士，2014年加入中信建投证券研究所。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

沈铖 021-68821631 shencheng@csc.com.cn

何利丽 021-68805267 helili@csc.com.cn

郑敏 021-68821600 zhengmin@csc.com.cn

潘振亚 021-68821619 panzhenya@csc.com.cn

深广地区销售经理

曹加 0755-23952703 caojia@csc.com.cn

杨帆 0755-22663051 yangfanbj@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

芦冠宇 0755-23953859 luguanyu@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622