



致力打造“大环保”平台，原来环境可以更美的

2015.12.16

强烈推荐(首次覆盖)

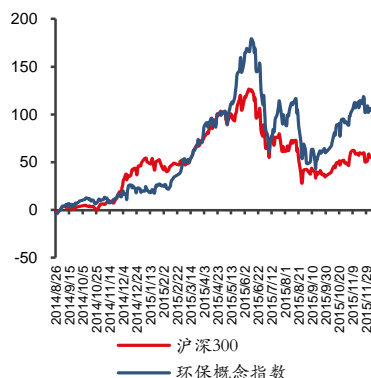
环保行业

姬浩(分析师) 蔡屹(助理研究员)
电话: 020-88836125 020-88834052
邮箱: jih_a@gzgzhs.com.cn caiyi@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310515020001

现价: 24.45
目标价: 31.79
股价空间: 30%

投资要点

行业指数走势



- 与市场不同的观点: 1) 上风高科致力于成为“大环保”平台型公司, 向固废、水处理等环保其他领域进行拓展。我们看好公司借助并购标的宇星科技全国性的营销网络优势实现向环保其他领域的快速扩张。2) 公司的核心管理团队大部分来自于美的集团, 拥有丰富的大型民营企业财务管理, 投资, 运营经验, 我们认为, 市场应该关注到核心团队管理能力的提升会给企业带来的质变。3) 公司高管及核心员工增持公司股票 1.16 亿元, 增持均价为 20.74 元/股, 彰显对公司未来发展十足信心。
- 着眼打造综合性的“大环保”平台以实现跨越式发展: 2015 年, 公司通过收购宇星科技和绿色东方环保, 着眼打造综合性的“大环保”平台, 以实现跨越式发展。我们认为公司会持续的寻找优质的环保标的以弥补后发劣势, 尽快做大做强, 实现“大环保”平台型公司的发展战略目标。此外, 公司公告拟参与创立 30 亿规模的环保并购基金, 借助并购基金加速外延式扩张。
- 两擎驱动, 助力环保平台步入快速发展轨道: 1) 宇星科技: 监测领域老牌一线企业, 而今迈步从头越。2015~2017 年业绩承诺扣除非经常性损益后归属母公司股东的净利润分别不低于 1.2 亿元、1.56 亿元、2.10 亿元。2) 绿色东方: 固废平台, 跑马圈地。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。新签(以签署特许经营协议为准)垃圾焚烧发电 BOT 协议不少于日总处理量 6500 吨。我们假设新签项目为建成运营项目, 补贴费用为 80 元/吨, 平滑到未来四年, 每年能增厚 EPS 约 0.06。
- 盈利预测与估值: 我们预计公司 15-17 年 EPS 分别为 0.30、0.64、0.83 元, 当前股价对应 82、39、30 倍 PE。首次覆盖, 给予“强烈推荐”评级。
- 风险提示: 项目进度不达预期, 业绩承诺不能实现, 外延式并购不达预期。
- 主要财务指标:

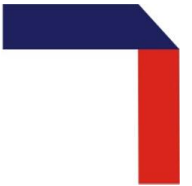
股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
上风高科	15.9	65.5	-23.1
环保概念	-5.9	21.9	-27.6
沪深 300	-5.9	7.5	-32.0

基本资料

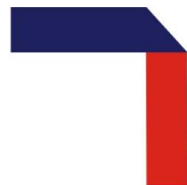
总市值(亿元)	119
总股本(亿股)	4.85
流通股比例	56%
资产负债率	39%
大股东	盈峰投资控股集团 集团有限公司
大股东持股比例	32.19%

主要财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	3019.07	3242.75	4814.00	5418.00
同比(%)	11.60%	7.41%	48.45%	12.55%
归母净利(百万元)	60.52	147.06	309.27	402.43
同比(%)	13.94%	143.01%	110.30%	30.12%
ROE(%)	5.04%	9.64%	17.77%	19.34%
每股收益(元)	0.12	0.30	0.64	0.83
P/E	73.81	81.97	38.98	29.96
P/B	3.22	7.94	6.67	5.51
EV/EBITDA	38.36	49.75	30.18	22.50



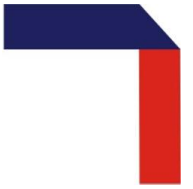
目录

1.写在最前面：不只是梦想	4
1.1 战略定位：打造综合性的“大环保”平台	4
1.2 核心关注点1：宇星科技的营销平台+“大环保”战略	4
1.3 核心关注点2：管理能力的提升	6
1.4 智慧环保：梦想要有，万一实现了呢？	6
1.4.1 智慧环保：政策暖风下的+互联网产业	6
1.4.2 产品线齐全具备先天优势，静待+互联网	7
2.传统驱动平稳增长，核电风机弹性较大	9
2.1 公司简介	9
2.2 漆包线业务平稳增长	9
2.3 收购上虞专风，巩固优势地位	10
2.4 核电装机高峰将至，行业出现向上拐点	11
3.两擎驱动，助力环保平台步入快速发展轨道	12
3.1 只多不少“十三五”	12
3.2 借力资本，战略转型环保行业	13
3.2.1 拟成立环保并购基金，外延并购加速器	13
3.2.2 股东、高管及员工增持，彰显对公司未来发展十足信心	14
3.3 宇星科技：监测领域老牌一线企业，而今迈步从头越	15
3.3.1 初心不改，道路坎坷终上市	15
3.3.2 “上市”成功突破成长瓶颈	16
3.4 绿色东方：固废平台，跑马圈地	19
3.4.1 垃圾发电企业成长的关键：多元化融资渠道获取低成本资金	19
3.4.2 绿色东方环保&上风高科：牵手互补，完美结合	20
4.盈利预测与估值	21
5.风险因素分析	21



图表目录

图表 1 “大环保” 平台战略	4
图表 2 宇星科技营销网络遍布全国	5
图表 3 宇星科技营销流程	5
图表 4 公司核心团队介绍	6
图表 5 智慧环保概念	7
图表 6 宇星科技监测覆盖 8 类监测领域	7
图表 7 上风高科十大股东	9
图表 8 2008-2011 年漆包线产量分析 (单位: 吨)	10
图表 9 漆包线和风机业务营收占比	10
图表 10 上风高科各项业务毛利率水平	10
图表 11 上风高科 CAP-1400 风机	11
图表 12 我国装机高峰将至, 行业拐点已现	12
图表 13 公司核电风机应用实例	12
图表 14 公司核电风机中标项目 (2015 年)	12
图表 15 环保综合治理框架体系	13
图表 16 环保规划投资总额 (万亿元)	13
图表 17 环保并购基金股权比例	14
图表 18 环保产业相关并购案例数及总金额变化	14
图表 19 宇星科技并购前股权结构	15
图表 20 宇星科技收入结构	16
图表 21 环境监测仪器同行业上市公司对比 (单位: 万元)	16
图表 22 环境监测仪器同行业上市公司对比 (单位: 万元)	16
图表 23 宇星科技产品与服务	17
图表 24 宇星科技: 公司荣誉与资质	17
图表 25 宇星科技 2015 年中标项目	18
图表 26 垃圾发电 BOT 项目运营损益表 (万元)	19
图表 27 垃圾发电 BOT 项目权益 IRR 敏感性分析	19
图表 28 绿色的东方商业模式 (一)	21
图表 29 绿色的东方商业模式 (二)	21



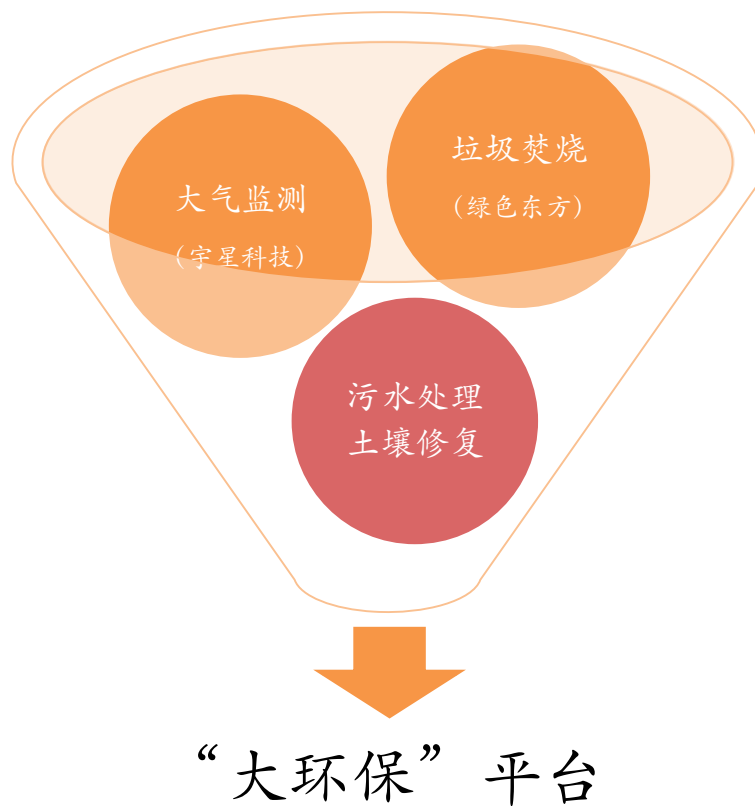
1. 写在最前面：不只是梦想

1.1 战略定位：打造综合性的“大环保”平台

2015年，公司通过收购宇星科技和绿色东方环保，持续实施并购战略，加速公司的产业升级及战略转型，高起点进军环保领域行业，着眼打造综合性的“大环保”平台以实现跨越式发展。

对于环保行业而言，下分四个领域：大气治理，固废处理，水处理和土壤修复四个部分。目前，公司通过收购已经获得了大气监测能力和生活垃圾处理能力，结合公司制定的发展战略及公司公告拟参与环保并购基金，我们认为公司会持续的寻找优质的环保企业以弥补公司的后发劣势，尽快做大做强，实现“大环保”平台公司的发展战略目标。

图表1 “大环保”平台战略



资料来源：广证恒生

1.2 核心关注点1：宇星科技的营销平台+“大环保”战略

宇星科技自2002年设立以来，运用十年时间在全国设立了4家子公司，1个生产部，32个分公司和111个运营中心，建立了覆盖全国的市场开拓和客户服务网络，为客户提供及时周到的服务，同时为公司业务拓展奠定坚实基础。

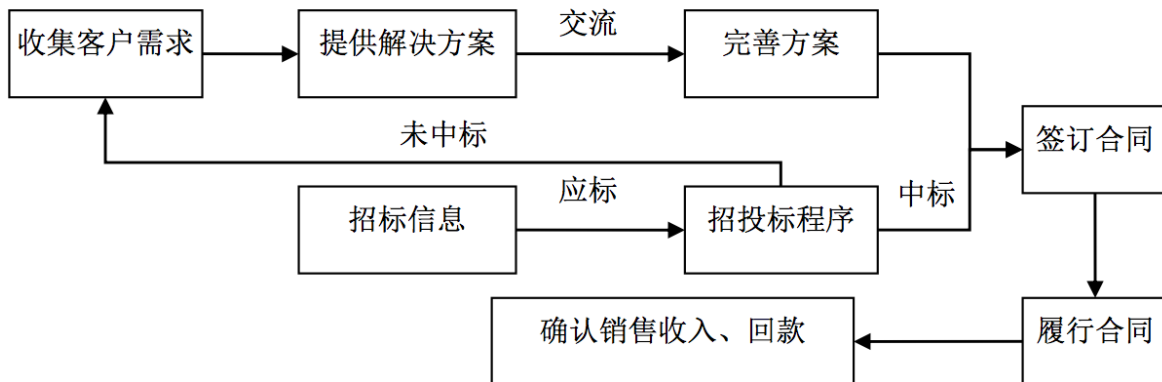
图表 2 宇星科技营销网络遍布全国



资料来源：公司网站，广证恒生

宇星科技环境治理设施运营业务主要通过四种方式取得：参与环保主管部门组织的运营项目采购、各地营销网络业务推广、客户来电信息跟进、原有建设项目转运营。宇星科技通过辐射全国的运营服务网络（32 个分公司、1 个生产部、111 个运营中心）来完成承接的运营业务。宇星科技按合同约定提供优质的运营维护服务，并按合同所约定的付款方式分期确认收入，合同金额根据服务范围、服务期限、设备情况确定。

图表 3 宇星科技营销流程



资料来源：公司公告，广证恒生

我们认为，宇星科技用十三年时间搭建起来的全国营销网络，应该用时间的价值来进行衡量。十年磨

一剑，渠道网络的建设，必须依靠时间的积淀才能实现，短时间内依靠金钱的快速堆积不一定能取得实质性的效果。在环保行业高速发展的今天，良好的销售渠道、客户资源和正确的营销策略是抢占市场的有效武器。单就监测行业而言，全国性的营销网络不能使其价值最大化。我们认为渠道对于公司整体战略的意义巨大，以宇星的渠道优势为原点，结合公司“大环保”平台的战略，向固废、水处理等环保其他领域进行拓展，公司必将在短时间内出现爆发式的增长。

1.3 核心关注点 2：管理能力的提升

松下幸之助有言：“一个企业的兴衰，70%的责任由企业家负责。”企业管理的专业知识和企业家能力是现代企业生存和发展重要的生产要素。根据公告，公司董事会于 2014 年 12 月 4 日通过并同意聘用马刚先生为公司总裁。至此，公司的核心管理团队大部分来自于美的集团，拥有丰富大型民营企业财务管理，投资，运营经验，新任总裁马刚更是从美的基层员工做起，深谙企业发展与管理的关键和痛点。我们认为，市场应该关注到核心团队管理能力的提升会给企业带来的质变。

图表 4 公司核心团队介绍

姓名	职务	备注
于叶舟	董事	1966 年 4 月出生，1993 年加入美的集团，任美的集团下属房地产公司财务总监；现任盈峰投资控股集团有限公司董事，首席财务官，具有丰富的大型企业财务管理经验
马刚	董事，总裁	1979 年 12 月出生，2001 年加入美的集团，历任美的电饭煲事业部研发工程师，分公司业务员，美的生活电器国内营销公司总经理，美的日电集团中国营销总部总裁，美的生活电器事业部副总及水料产品公司总经理，美的集团国内市场部副总监。
刘开明	董事，副总裁兼董事会秘书	1977 年 6 月出生，2003-2005 年，曾任美的威尚集团投资主管，美的取暖清洁事业部经营企划经理，2006 年至 2010 年任盈峰集团战略发展部高级投资经理，副总经理，2011 年至 2012 年 5 月任盈峰集团投资部总经理。
张静萍	监事会主席，监事	1980 年出生，曾任立信大华会计师事务所深圳分所高级项目经理，美的机电集团会计管理，美的制冷集团内控管理，盈峰投资控股集团财务经理等职务，现任盈峰投资控股集团财务管理部副总经理。

来源：公司公告，广证恒生

1.4 智慧环保：梦想要有，万一实现了呢？

1.4.1 智慧环保：政策暖风下的+互联网产业

“智慧环保”是“数字环保”概念的延伸和拓展，它是借助物联网技术，把传感器和装备嵌入到各种环境监控对象（物体）中，通过超级计算机和云计算将环保领域物联网整合起来，可以实现人类社会与环境业务系统的整合，以更加精细和动态的方式实现环境管理和决策的智慧。

2014 年 8 月，发改委等部门印发《关于促进智慧城市健康发展的指导意见》，将智慧环保作为智慧城市的一部分写入其中。2015 年 2 月，环保部印发《关于推进环境监测服务社会化的指导意见》中提到，全面放开服务性监测市场。凡适合社会力量承担的服务性环境监测业务，要创造条件，全面放开。

我们认为两份意见的提出，将加快环境监测领域的市场化进程，激发新的市场需求，并且第三方环境监测的引入，将提高环境数据的收集、处理、应用效率。这也意味着，环保大数据的收集、储备和分析将提高相应企业的内在价值。

图表 5 智慧环保概念



资料来源：公司网站，广证恒生

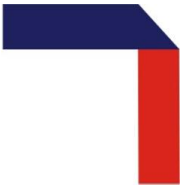
1.4.2 产品线齐全具备先天优势，静待+互联网

政策支持，行业商业模式清晰，监测行业向附加值高的智慧环保发展是必然趋势。我们认为，能够在智慧环保领域胜出的企业，首先要具备全方位的监测能力，只有能够为城市提供大气，水，固废等多领域的综合监测服务，才能集成数据，进行分析，进而升级为环境服务商。宇星科技具备了这样的能力，多领域的监测资质，使其具备了成为智慧环境服务商的先天优势。目前，宇星科技目前已经形成了覆盖气体、水质、水文等领域的 8 类环境监测系统产品。宇星科技环境监测系统产品中有 74 款产品取得软件产品登记证书，149 款产品取得软件著作权登记证书，获得国家、省、市各类奖项和认定共计 25 个。

聚光科技 2015 年分别签署章丘（约 2 亿）和黄山（不少于 5 亿）智慧环保框架协议。相比于聚光科技，宇星科技缺少了软件及信息化处理能力，我们相信，在公司整体战略确定后，补齐这一短板的宇星科技，将会向行业先行者看齐，在智慧环保领域快速成长。

图表 6 宇星科技监测覆盖 8 类监测领域

类别	系统描述	成熟产品
固定污染 源烟气在 线监测系 统 CEMS	系统通过对固定污染源废气以及环境空气质量的各类污染因子进行自动监测，对数据进行分析，将污染成分、浓度、状态等数据实时传输至环境监控信息管理平台，实现对现场气体的远程实时监测和安全预警。	1、废气排放连续监测系统 2、脱硝氨逃逸连续监测系统 3、垃圾焚烧废气排放连续监测系统 4、工业废气无组织排放监测预警系统 5、烟气重金属在线监测系统



<p>空气质量 监测系统 AQMS</p>		<ol style="list-style-type: none"> 1、灰霾监测预警系统 2、挥发性有机物在线监测系统 3、PM2.5 颗粒物在线监测系统 4、恶臭气体在线监测系统 5、下水道气体安全监测预警系统 6、饮食业油烟浓度在线监控系统
<p>废水在线 监测系统 WWMS</p>		<ol style="list-style-type: none"> 1、污水处理厂在线监测系统 2、工业废水在线监测系统 3、重金属废水在线监测系统 4、养殖业环境智能监控系统
<p>水质在 线监测 水质在线 监测系统 WQMS</p>	<p>系统通过对污染源废水以及地表水水质的各类污染因子进行监测，利用化学分析技术、传感器技术、自动控制技术、计算机应用技术和通信网络技术，将监测数据传输到环境监控信息管理平台，完成自动有效的水质在线监测预警。</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1、流域水质在线监测系统 2、自来水管网水质在线监测系统 3、饮用水源地水质安全监测预警系统 4、地下水水质在线监测系统 5、湖泊水库水质安全监测预警系统 6、近岸海域海水水质在线监测系统
<p>环境监测监控信息 管理系统</p>	<p>系统通过自动控制技术、通讯技术和计算机技术，实现环境监测信息的统计分析和监控管理，完成指挥决策自动化的综合管理，满足环境监测监控、突发事件预警及应急指挥等功能需求。</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1、智慧环保数据处理系统 2、数据采集传输系统 3、环境地理信息系统 4、环境监控信息管理系统 5、污染治理设施中控系统等 6、移动环境执法系统
<p>水利信息化监测系统</p>	<p>系统通过自动检测、数据采集传输、预测预报技术和计算机应用技术，完成对山洪灾害预警、水资源实时监控管理、中小河流水文监测以及水土保持监测等。</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1、山洪灾害预警系统 2、水土保持监测系统 3、大坝安全监测系统 4、中小河流水文监测 5、城市积水监测系统
<p>农田灌溉自动化监测系统</p>	<p>系统通过计算机、通信、自动控制技术和现代农业技术，对墒情、雨量、水位等进行实时监测，并通过自动化控制系统，完成微灌、滴灌和喷灌功能，实现灌区农田灌溉的自动化管理。</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1、自动化灌溉系统 2、水肥一体化管理系统
<p>油田智能化 监测系统</p>	<p>系统通过自动化、视频监控、数据采集传输和智能化分析技术，对油田抽油机运行进行智能化管理，完成故障的智能化分析诊断，实现远程计量和安全监控。</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1、油田智能抽油控制系统 2、油井安全监控系统

资料来源：公司公告，广证恒生

2.传统驱动平稳增长，核电风机弹性较大

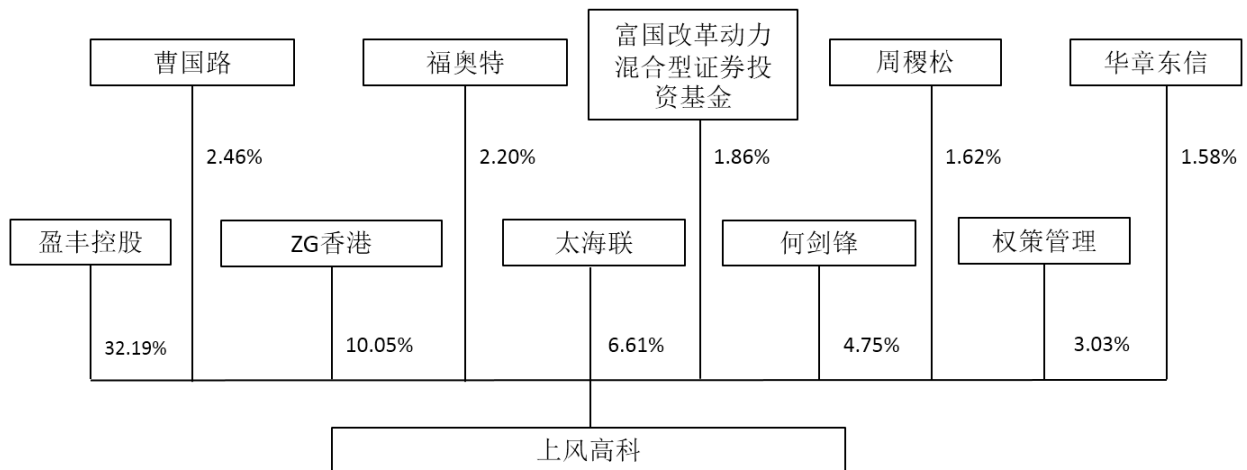
2.1 公司简介

2000年3月30日，公司向社会公众公开发行4,500万股A股股票。2006年2月23日，公司原控股股东浙江上风产业集团有限公司与广东盈峰集团有限公司签署《股份转让协议书》，浙江上风产业集团有限公司将其持有的上风高科9,575,027股股份转让给广东盈峰集团有限公司，占公司总股本的7.00%。同日，美的集团有限公司将其持有公司的24,897,984股股份转让给广东盈峰集团有限公司，占公司总股本的18.20%。本次股权转让完成后，广东盈峰集团有限公司合计持有公司股份34,473,011股，占公司总股本的25.20%，为公司的第一大股东。2006年6月27日，广东盈峰集团有限公司收到中国证监会出具的证监公司字(2006)118号文件，对广东盈峰集团有限公司本次收购无异议，公司的控股股东变更为广东盈峰集团有限公司。

目前公司实际控制人为何剑锋，其拥有广东盈峰投资控股集团有限公司91%的股权。公司传统主营业务为电磁线销售业务和风机设备。传统业务的控股或参股公司有安徽威奇电工材料有限公司、广东威奇电工材料有限公司、上风(香港)有限公司、上虞专用风机有限公司、浙江上风风能有限公司、辽宁东港电磁线有限公司和四川上风通风空调有限公司。

2015年，公司分别通过收购宇星科技100%股权和绿色东方环保60%股权，快速借道环保监测和垃圾焚烧发电切入环保领域，着眼打造综合性的“大环保”平台，以实现跨越式发展。

图表7 上风高科十大股东



资料来源：公司公告，广证恒生

2.2 漆包线业务平稳增长

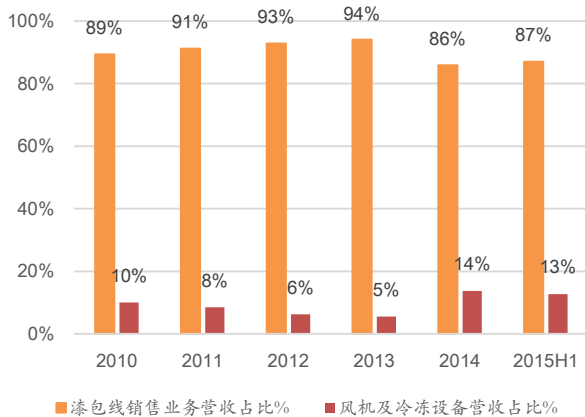
漆包线是绕组线的一个主要品种，由导体和绝缘层两部组成，裸线经退火软化后，再经过多次涂漆，烘焙而成。漆包线作为工业的基础材料，具有稳定的市场需求。据中国电器工业协会电线电缆分会绕组线专委会调查分析，中国漆包线生产量在近二十几年时间内，以每年超过10%的速度递增。如今，我国已经成为名副其实的漆包线生产大国和强国。然而由于国内漆包线行业是一个完全竞争性的行业，行业附加值低，同质化现象严重，竞争异常激烈，行业整体效益不高。对于公司而言，电磁线业务营收占比一直较高，但近年来随着风机业务的发展，该占比呈下降趋势。

图表 8 2008-2011 年漆包线产量分析 (单位: 吨)

产量	2008	2009	2010	2011
微细漆包线(小于 0.6mm)	94385	60401	76693	909371
一般漆包线(大于 0.6mm)	318618	115603	7070706	7569382
合计	413003	176004	7147399	8478753

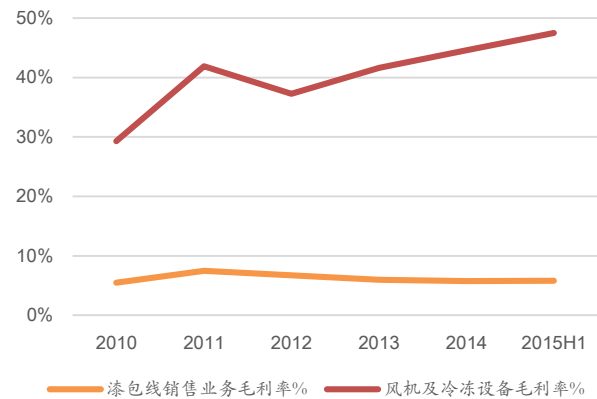
数据来源: 中国电子信息产业统计年鉴, 广证恒生

图表 9 漆包线和风机业务营收占比



资料来源: Wind, 广证恒生

图表 10 上风高科各项业务毛利率水平



资料来源: Wind, 广证恒生

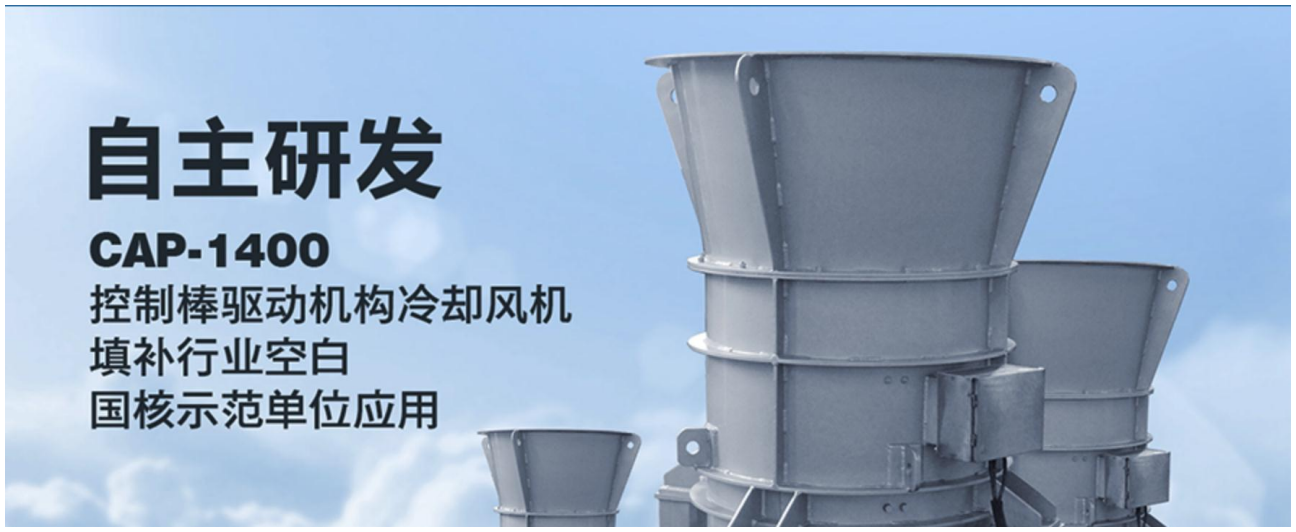
2.3 收购上虞专风, 巩固优势地位

2013 年 10 月 24 日, 公司公告拟以增发方式, 收购上虞风机 100% 股权。2013 年 11 月 28 日, 上虞专风在浙江省绍兴市工商行政管理部门办理完成由公司收购 62.963% 的股权转让备案登记手续, 2014 年 9 月 5 日, 上虞专风在浙江省绍兴市上虞区商务局办理完成由上风(香港)有限公司收购 37.037% 股权转让备案登记手续, 公司与公司全资子公司上风(香港)有限公司合计持有上虞专风 100% 股权。并于 2014 年 9 月 24 日取得了浙江省绍兴市市场监督管理局颁发的《企业法人营业执照》。

风机是用于压缩、输送气体的一种机械, 广泛应用于核电、轨道交通、工业与民用建筑、发电等领域, 作为装备制造业的重要组成部分, 属于国家产业政策重点鼓励发展的行业。在“城镇化”发展战略的带动下, 未来轨道交通、基础建设等领域投资规模还将持续增加; 核电作为清洁环保的新型能源, 核电与核电装备均属于国家大力支持的行业, 处于快速增长的阶段。

目前, 公司风机业务主要集中于核电、轨道交通领域, 而上虞专风系工业与民用建筑领域风机制造的领先企业。通过本次非公开发行, 公司能够将风机业务延伸至工业与民用建筑领域, 持续做强风机业务的同时完善了产品链条。2012 年公司风机产业领域成功获得国家重大科技项目 CAP1400 非能动反应堆控制棒驱动机构冷却风机开发项目的合同, 该技术是目前国际上应用核能发电领域最尖端的技术, 公司成为首家此项技术国产化研发机构。公司主持制定、修订多个国家标准、风机行业标准, 如:《防爆屋顶通风机行业标准》、《消防排烟风机技术条件》行业标准、《柜式离心风机模块化风机箱》企业联盟标准、《GB28381-2012 离心鼓风机能效限定值及节能评价值》国家强制性标准等多个标准。2012 年, 公司核电工程中心通过了中核工程公司合格供方资格确认、中原对外工程公司合格供方确认、中广核优秀供应商资格、国核工程公司联合开发新项目等业内全部四大资质确认, 保证了产品竞争力和公司美誉度, 公司在业界的影响力持续深化。

图表 11 上风高科 CAP-1400 风机



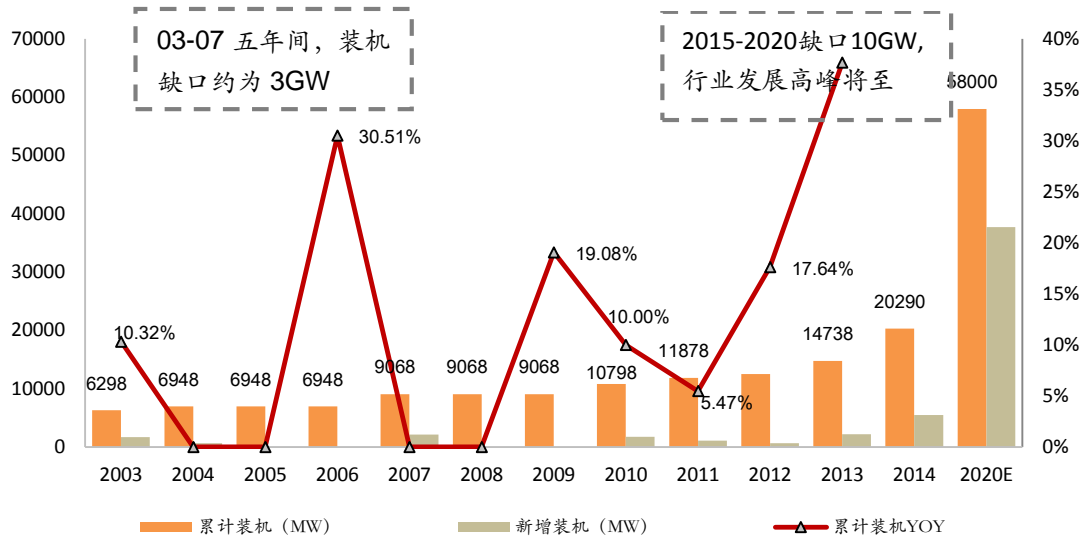
资料来源：公司网站，广证恒生

2.4 核电装机高峰将至，行业出现向上拐点

我国核电行业走出“萧条期”，“十三五”期间将集中释放装机潜力。我国核电站建设起步较晚，发展较为缓慢，至今占不到全国发电装机容量的 3%，远低于世界 17% 的平均水平。我国核电发展历史仅有的几次高峰都伴随着核电装机容量的大幅提升。

2012 年 10 月，国务院通过《核电安全规划(2011-2020 年)》和《核电中长期发展规划(2011-2020 年)》，将 2020 年运行核电装机容量目标设定为 5800 万千瓦，在建装机目标为 3000 万千瓦，目前我国在运和在建装机容量分别为 2029 万千瓦、2844 万千瓦。1) 要完成 2020 年在运 5800 万千瓦装机，还有近 1000 万千瓦装机必须在 2020 年前投运；2) 2020 年在运和在建总装机容量目标的缺口约为 3900 万千瓦，可以预见 2015-2020 平均每年须至少开工 6 台机组才能完成 2020 年装机目标。在福岛事故后，我国经历了三年的核电冰冻期，今年起将是核电项目审批和装机的高峰期。

图表 12 我国装机高峰将至，行业拐点已现



资料来源：国家能源局，广证恒生

公司抓住了 2015 年国家核电项目重启的机会，上半年，风机产业获得多笔核电订单。其中中国核电工程有限公司福建福清核电厂 5、6 号机组核岛空调机组设备项目，是公司首次中标核岛空调机组采购包，为公司发展核电暖通设备总包迈出了关键一步，而且福建福清 5、6 号机组是“华龙一号”三代核电技术的示范机组，“华龙一号”是未来我国核电发展的重点技术路线，以及核电走出国门的主打机型，公司成功获得首台机组订单，将对公司核电业务产生积极影响。

图表 13 公司核电风机应用实例

风机名称	应用实例
ETTY 风机(安全壳内大气监测系统排氢风机及核级风机)	成功应用于方家山核电、福清核电 1、2、3、4，海南昌江核电 1、2 号机组、防城港核电 1、2 号机组。
汽轮机厂房可开启式屋顶风机及非核级风机	成功应用于方家山核电、福清核电 1、2、3、4 号机组，海阳核电 1、2、3、4，国核压水堆示范工程等。
控制棒驱动机构冷却风机	适用于 AP1000、CAP1400 核电站，成功应用于国核压水堆示范工程 1、2 号机组。

资料来源：公司网站，广证恒生

图表 14 公司核电风机中标项目（2015 年）

时间	项目	中标金额 (万元)
2015/5/28	中国核电工程有限公司福建福清核电厂项目 5、6 号机组核岛空调机组设备	1886.534
2015/6/8	中国核电工程有限公司福建福清核电厂项目 5、6 号机组核岛风机设备	2190.792
2015/6/11	中广核工程有限公司红沿河项目 5-6 号机组 LOT150Ad 核岛 HVAC 系统风机	2015.511

资料来源：公司公告，广证恒生

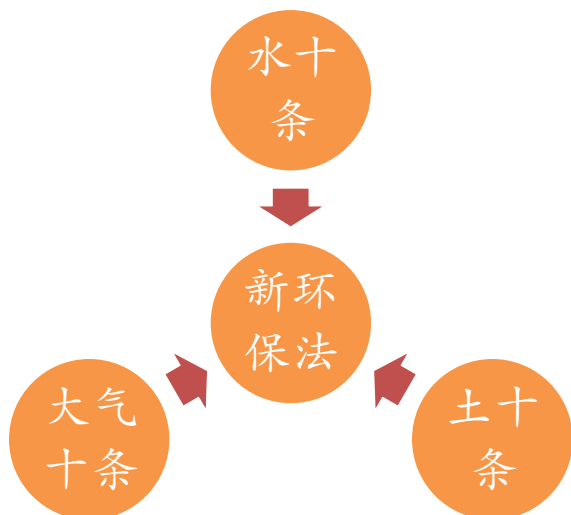
3. 两擎驱动，助力环保平台步入快速发展轨道

3.1 只多不少“十三五”

2012年5月，国务院总理温家宝主持召开常务会议，讨论通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》(以下简称《规划》)，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。其中，节能环保作为七大新兴产业之首，国家对于环保产业的重视程度达到了史无前例的新高度。2014年4月，十二届全国人大常委会表决通过了《新环保法》，并决定于2015年1月1日起施行。2015年2月，中央政治局常务委员会会议审议通过《水十条》，正式文件于4月出台。此外，2013年9月，《大气十条》正式发布，《土十条》已由环保部提交至国务院审核，预计今年年底或明年初正式出台。从国家层面，已经搭建起以新环保法为核心，大气、水和土壤为框架的环保综合治理体系。

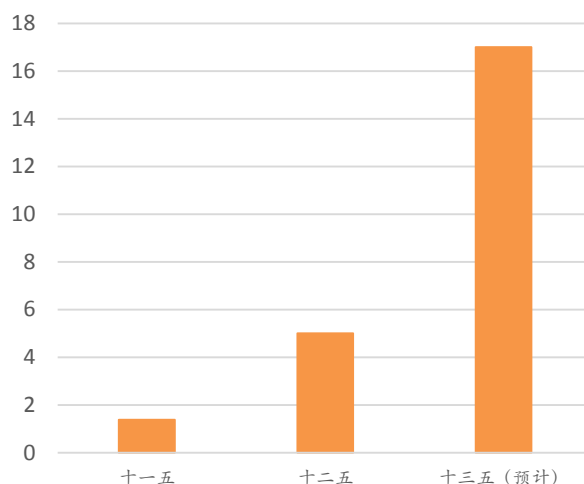
从投资角度来看，“十一五”为1.38万亿，“十二五”将超过5万亿。就“十三五”而言，从目前公布的数据来看，期间环保治理投资只多不少。有数据表明，“十三五”期间产业年增速或超20%，环保总投资有望达到17万亿。

图表 15 环保综合治理框架体系



资料来源：广证恒生

图表 16 环保规划投资总额 (万亿元)



资料来源：公开资料，广证恒生

3.2 借力资本，战略转型环保行业

公司充分利用资本市场平台,持续实施并购战略,加速公司的产业升级及战略转型,高起点进军环保领域行业,着眼打造综合性的“大环保”平台,以实现跨越式发展。

3.2.1 拟成立环保并购基金，外延并购加速器

2015年11月11日，公司公告称公司拟与盈峰资本管理有限公司、易方达资产管理有限公司、深圳市纳兰德投资基金管理有限公司、马刚先生、刘开明先生共同出资设立深圳市盈峰环保产业基金管理有限公司。盈峰环保基金管理公司设立后，公司拟与盈峰环保基金管理公司共同设立深圳市盈峰环保产业并购基金合伙企业。盈峰环保并购基金的LP主要由盈峰投资控股集团有限公司、易方达资管、工商银行广东分行等机构及个人投资者组成。环保产业并购基金总规模预计为30亿元人民币。首期规模不低于3亿元人民币，存续期为5年。根据各方的初步约定，公司作为基金的有限合伙人，首期拟出资2500万元；工商银行广东分行作为基金的有限合伙人，首期拟出资1.75亿元；盈峰集团作为基金的有限合伙人，首期拟出资7250万元，其余首期资金由盈峰环保基金管理公司负责对外募集，并根据项目实际投资进度分期到位。盈峰环保并购基金投资方向：以环保产业为主题，在环境在线监测、智慧城市、固废处理、水资源回收与

处理、大气治理、土壤治理及生态修复、工业节能、核电等领域寻找优秀的成长型企业。

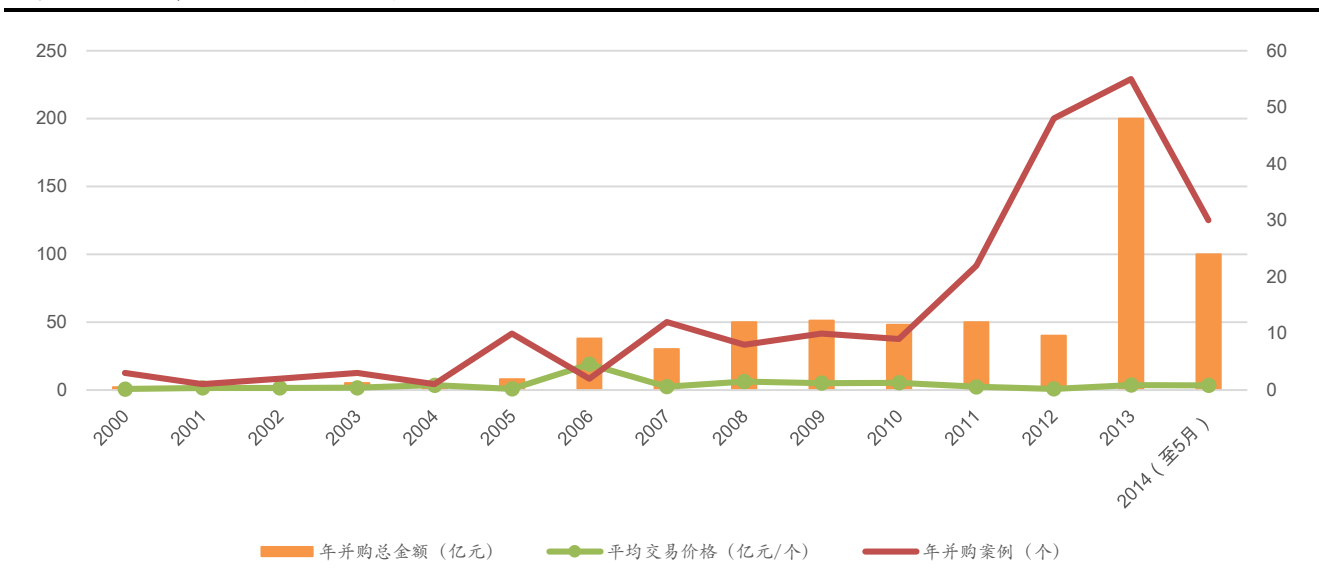
图表 17 环保并购基金股权比例

股东名称	股权比例
盈峰资本	51%
纳兰德	24%
上风高科	9%
易方达资管	8%
马刚先生	3%
刘开明先生	5%

资料来源：公司公告，广证恒生

外延式并购是企业转型及快速扩张的重要手段。2010 年以来，环保产业并购数量快速上涨，而 2013 年开始环保企业并购总金额也出现了跨越式的增长。我们认为，随着环保行业的发展，综合性的环境服务商是环保企业做大做强的必然选择。环保并购基金是环保企业成长的加速器，通过外延式的并购将加速企业的成长，快速获得相关技术和相应地区的项目。

图表 18 环保产业相关并购案例数及总金额变化



资料来源：新华网，广证恒生

3.2.2 股东、高管及员工增持，彰显对公司未来发展十足信心

2015 年 11 月 16 日，公司公告部分董事、高管和员工通过资管计划增持公司股份。增持不超过 1.2 亿元人民币的公司股票，并承诺 6 个月内不减持。增持人为公司董事及总裁马刚、董事及副总裁刘开明、财务总监卢安锋以及部分核心员工。2015 年 11 月 17 日，公告完成此次增持。本次增持计划共买入公司股票共计 5,572,700 股，增持均价为 20.74 元/股，增持金额共计 11,555.96 万元，约占公司股份总数的 1.15%。本次增持体现了公司高管及员工对公司未来发展的坚定信念，同时通过增持，建立了风险共担机制，即可以共享公司发展成果，又可以增强公司员工的责任感和使命感。

在股灾期间，控股股东也大量增持公司股票，彰显信心。自 2015 年 7 月 8 日至 2015 年 9 月 23 日，盈峰集团通过二级市场累计增持公司股份 6,122,344 股，约占公司股份总数的 1.996%。增持计划实施后，盈峰集团直接持有公司的股份数量为 125,962,680 股，占公司股份总数的 41.07%，仍为公司第一大股东。

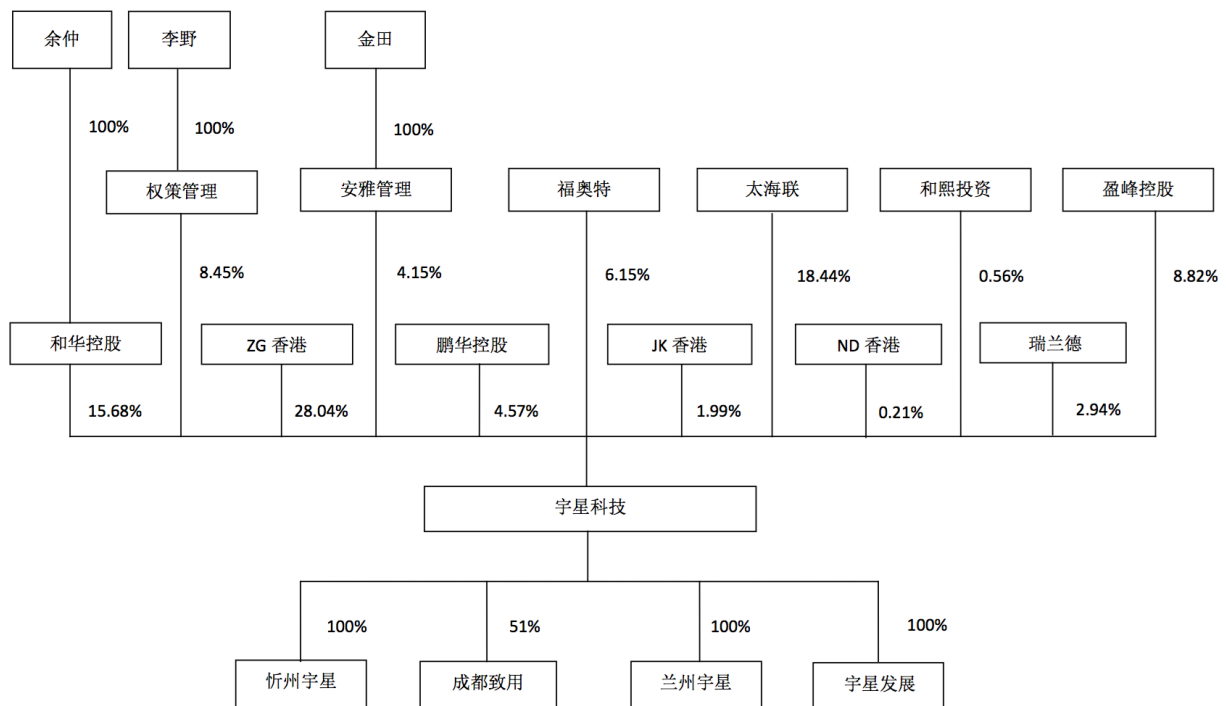
3.3 宇星科技：监测领域老牌一线企业，而今迈步从头越

3.3.1 初心不改，道路坎坷终上市

宇星科技发展(深圳)有限公司成立于2002年3月,注册资本1.65亿。宇星科技设有环保仪器事业部、系统集成事业部、环保工程事业部、运营事业部、研发中心、战略发展中心等专业部门,主营业务包括环境监测系统、环境治理设备和运营维护服务。2010年及2012年,宇星科技尝试登陆香港资本市场未果后,转而进行股权转让和增资。同时,在2013年12月23日,天瑞仪器发布重组预案,拟以现金和发行股份相结合的方式购买宇星科技51%的股权,交易总对价为14.79亿元。然而经过5个多月的磋商,双方的重组计划最终未能实现。2014年7月,宇星科技曾与天目药业短暂接触,最后也是因为交易对价无法达成一致,最终未果。

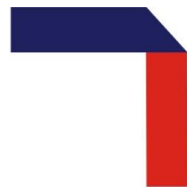
2015年3月30日,公司公告拟收购宇星科技100%股权,该笔交易于2015年11月06日正式完成。至此,宇星科技完成资本市场上市。本次交易,除盈峰控股、瑞兰德之外的交易对方承诺宇星科技2015年度、2016年度、2017年度经审计的扣除非经常性损益后归属母公司股东的净利润分别不低于1.2亿元、1.56亿元、2.10亿元。此前天瑞仪器的收购方案是,收购宇星科技51%的股权,宇星科技作价29亿元。相比之下,此次收购宇星科技100%股权,宇星科技作价17亿元,交易溢价率较低。

图表 19 宇星科技并购前股权结构

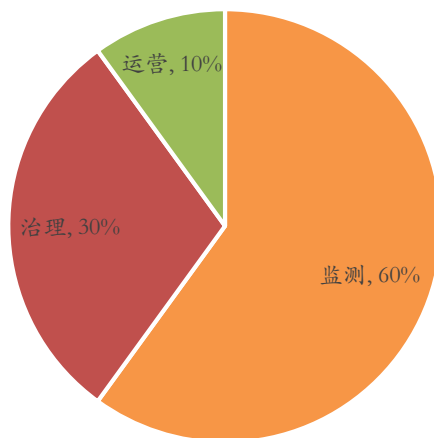


资料来源：公司公告，广证恒生

我们认为,公司拥抱资本市场初心不改,为的是促进公司的长远发展。在产业高速发展的阶段,资本市场对于企业的快速成长有着巨大的推动作用。从公告的信息来看,宇星科技目前收入结构中,监测占60%,治理占30%,运营占10%,重组完成以后,拥有上市公司发展资金的支持,不但能进一步强化宇星科技在环境监测领域的竞争力,提升公司经营业绩,而且能更大力度的向环境治理领域发展,并借助PPP、BT、BOT等业务模式进行业务扩张,抢占运营市场。



图表 20 宇星科技收入结构



资料来源：公司公告，广证恒生

3.3.2 “上市”成功突破成长瓶颈

早在 2011 年聚光科技上市时，将宇星科技作为公司在行业内的主要竞争对手之一列于招股说明书中。而宇星科技也一直谋求通过上市，希望利用资本市场的融资功能，加快企业的发展。在宇星科技历史增资和股权转让中，也曾出现过 KPCB（凯鹏华盈）和 IFC（国际金融公司）等国际巨头的身影。

图表 21 环境监测仪器同行业上市公司对比（单位：万元）

名称	2013 年 1-6 月	2012 年	2011 年度
宇星科技	21,563.94	54,456.48	51671.07
聚光科技	17,462.15	33,067.44	33954.37
先河环保	11,209.62	22,160.92	18012.57
雪迪龙	9,330.41	20,995.18	14655.78

数据来源：上市公司公告，广证恒生

图表 22 环境监测仪器同行业上市公司对比（单位：万元）

类别	行业总量（台/套）	宇星科技销售量（台/套）	市场占有率
环境监测仪器总量	27195	2307	8.48%
烟尘烟气类	9087	956	10.52%
水质监测类	12130	1295	10.68%
环境空气类	1414	56	3.96%

数据来源：《2012 中国环境保护产业发展报告》，广证恒生

国内环境监测领域以民营企业为主，项目开展多半需要大量资金支持。我们认为，宇星科技发展相对滞后主要是受制于资金之困。收购完成后，宇星科技能利用上市公司平台，可以较好地解决资金来源问题，为开展各项环保业务提供充足的资金支持，重新回到快速发展的轨道。此外，宇星科技在智慧环境、环境治理、水体治理、生态修复等领域都有布局，与上市公司对接后，未来有望出现爆发式增长。

图表 23 宇星科技产品与服务



资料来源：公司网站，广证恒生

图表 24 宇星科技：公司荣誉与资质

公司荣誉	公司资质
国家级高新技术企业	计算机信息系统集成企业资质证书
国家火炬计划高新技术企业	水污染、大气污染防治工程甲级设计资质
国家规划布局内重点软件企业	固体废物处理处置工程乙级工程设计资质
广东省环境监测和治理工程技术研发中心	建筑智能化工程设计与施工贰级资质证书
广东省监测和治理产学研研发示范基地	建筑业企业资质证书
广东省环境生物能源院士工作站	环境污染治理设施运营资质
广东省战略性新兴产业骨干企业	水文水资源调查评价资质证书
广东省自主创新 100 强企业	设计、施工、维修资格证
广东省名牌产品	安全生产许可证
广东省著名商标	对外承包工程资格证书
广东省守合同重信用企业	CMMI 集成能力成熟度模型 3 级
深圳市博士后创新实践基地	ISO9001 质量管理体系认证证书
深圳市环境监测工程技术研发中心	ISO14001 环境管理体系认证证书
深圳市政府认定的“总部企业”	GB/T28001 职业健康安全管理体系证书
深圳市自主创新行业龙头企业	ISO27001 信息安全管理体系认证证书
深圳市知识产权优势企业	ISO10012 测量管理体系认证证书
深圳知名品牌	ISO20000IT 服务管理体系
2010 年《福布斯》中国潜力企业榜第一名	

资料来源：公司网站，广证恒生



图表 25 宇星科技 2015 年中标项目

中标时间	项目
2015/11/18	湘潭市河西污水处理厂二期扩建工程第二阶段设备采购及配套服务项目
2015/11/8	江西省水资源管理系统一期工程重要饮用水源地水质在线监测设备(标段)
2015/10/15	河南省宜阳县环境保护局 PM10 分析仪及采样系统等设备询价采购项目
2015/9/29	青岛市防汛应急通信系统及卫星通信水雨情自动测报系统扩建项目
2015/9/16	江西省山洪灾害防治项目 2014 年度乡镇末端预警系统项目
2015/9/14	江西省 2014 年取用水户监测建设项目(03 包: 赣西地区渠道型取用水户监测建设项目)
2015/9/10	合肥高新区智慧环保-空气自动监测站设备采购安装项目
2015/9/9	广东省广业环保产业集团有限公司湛江经营部所辖各污水处理厂水质在线监测系统委托运行、维护项目
2015/9/1	河南省水资源监测能力与饮用水安全应急监测建设工程 2015 年度仪器设备采购项目第一标段
2015/8/26	邯郸市环境保护局污染源过程(工况)监控工程项目一、二标段
2015/8/26	湖南冷水江市环保局空气质量自动监测站设备采购项目
2015/8/17	南宁市大王滩水库管理处南宁市大王滩水生态文明建设试点补助项目
2015/8/11	重庆市江津区污染源在线监控平台升级改造项目
2015/7/30	伊犁州尼勒克县 2014-2015 年度山洪灾害项目
2015/7/23	邯郸市环境监测中心站水质自动站运营服务项目
2015/7/14	枝江市现代农业(水产)项目渔业水质在线自动监测及治安监控系统采购项目
2015/7/14	长沙市环境保护局非国控污染源在线监控第三方运营服务项目第二标段
2015/7/3	四川省成都市蒲江县水务局蒲江县 2015 年度山洪灾害防治项目
2015/7/2	中标锦州市中医医院污水处理工程项目
2015/6/25	塔城地区沙湾县山洪灾害防治项目
2015/6/5	湘乡市环卫管理处垃圾场处理设备采购项目
2015/6/4	河南省光山县前楼水质自动监测站委托第三方运行维护项目
2015/5/22	河南省光山县前楼水质自动检测站维修项目
2015/5/21	河曲县山洪灾害防治非工程措施建设补充完善项目
2015/5/20	重庆市江津区污染源在线监控平台升级改造项目(第二次)
2015/4/15	广州开发区供水管理中心水质在线监测系统运营维护服务采购项目
2015/4/14	江西省新余市渝水区水污染源在线监控系统采购项目
2015/4/1	陕西钢铁集团有限公司龙钢公司企业安环一体化在线监测系统采购项目
2015/4/8	湖北省大冶市经济开发区重金属污染综合防治项目
2015/4/8	湖北省大冶市陈贵镇重金属污染重点防控区农田土壤修复示范项目
2015/3/23	河北盛华化工有限公司热电车间烟气脱硫技改设备采购项目包三
2015/2/3	河北省邯郸市环境保护局空气质量自动检测系统项目
2015/1/27	西藏国家水资源监控能力建设项目第三标段
2015/1/21	南水北调东线一期工程江苏段调度运行管理系统水质自动监测站项目
2015/1/9	湖北省省级水资源监控能力建设项目(潜江市 2014-2015 年)第二标段
2015/1/8	湖南省隆回县环保局空气自动监测系统及配套设备采购项目
2015/1/6	四川省眉山市青神县环境保护局青神县环境空气自动监测仪器采购项目
2015/1/7	河南省水利厅水资源管理系统建设项目包 A、B、C

资料来源: 公司网站, 广证恒生



3.4 绿色东方：固废平台，跑马圈地

3.4.1 垃圾发电企业成长的关键：多元化融资渠道获取低成本资金

对于垃圾发电项目投资运营商而言，拓展盈利的途径主要从提高收入和降低成本。由于发改委已对垃圾发电上网电价进行了统一，项目的售电收入基本稳定，难有提升空间。而另一大收入来源于政府支付的垃圾处理补贴，对于政府而言，引入 BOT 模式正是为了解决垃圾发电项目建设的资金问题，减少财政负担，况且在项目招标过程中，对于各竞争企业，在其他评价条件差不多的情况下，政府更倾向于选择垃圾处理补贴费较低的企业。所以，从收入角度来看，投资运营商提高盈利的难度较大。

从成本角度来看，由于垃圾焚烧发电 BOT 项目具有较高的负债比例，致使项目的财务费用占成本费用的比重较大，在现有技术水平条件下，运营成本也比较稳定，下降空间有限。所以，实现低息融资，获得最大的债权人支持，是投资方提高收益的最佳选择。

我们在之前的垃圾发电深度研究《资本逐鹿，“圾”不可失》中曾经做过测算，以一个处理能力为 1000 吨/日的垃圾发电 BOT 项目为例。假设建设期 24 个月，特许经营期 25 年（包含建设期），项目自第三年起产生收益；总投资额 4.5 亿元，贷款比例 70%，贷款期限 15 年，贷款年利率 6.55%；每吨垃圾发电量 280 千瓦时，上网电价按 0.65 元/千瓦时的标杆电价，垃圾处理补贴费按照 80 元/吨计算，吨运营成本 120 元。经计算得，该项目的权益 IRR 为 10.2%。

图表 26 垃圾发电 BOT 项目运营损益表（万元）

年份	3	4	5	6	7	8	9~17	18~25
收入	9563	9563	9563	9563	9563	9563	86067	76504
成本	4380	4380	4380	4380	4380	4380	39420	35040
折旧	1957	1957	1957	1957	1957	1957	17609	15652
财务费用	2215	2067	1919	1772	1624	1476	6644	0
税前利润	1012	1160	1307	1455	1602	1750	22395	25812
所得税	0	0	0	182	200	219	5599	6453
净利润	1012	1160	1307	1273	1402	1531	16796	19359

资料来源：广证恒生

我们假设，在其他条件不变，垃圾处理补贴费提高 5%、10%、15% 的情况下，权益 IRR 分别提高了 0.67、1.35、2.03 个百分点；贷款利率下降 1、2、3 个百分点的情况下，权益 IRR 分别提高了 1.13、2.31、3.55 个百分点。

图表 27 垃圾发电 BOT 项目权益 IRR 敏感性分析

垃圾发电 BOT 项目 权益 IRR		垃圾处理补贴费变动幅度						
		-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
贷款利率变动	3%	5.37%	5.96%	6.55%	7.14%	7.74%	8.34%	8.94%
	2%	6.26%	6.87%	7.49%	8.11%	8.73%	9.35%	9.98%
	1%	7.68%	7.84%	8.48%	9.12%	9.77%	10.42%	11.07%
	0%	8.20%	8.86%	9.53%	10.20%	10.87%	11.55%	12.23%
	-1%	9.25%	9.94%	10.63%	11.33%	12.03%	12.73%	13.43%
	-2%	10.36%	11.07%	11.79%	12.51%	13.23%	13.96%	14.69%
	-3%	11.52%	12.26%	13.00%	13.75%	14.49%	15.24%	16.00%

资料来源：广证恒生

垃圾发电 BOT 项目的运作特点需要投资运营商在前期须投入巨额资金，根据前文的统计，垃圾发电项目单位投资约 43 万元，对于一个 1000 吨/日处理能力的垃圾发电 BOT 项目，项目建设投入本金达 1.3 亿元，虽然垃圾发电项目建成后有稳定的现金流，但要在长达近 30 年内分期流入，所以，项目对投资运

营商的资金实力要求较高，而项目滚动开发则需要更强大的融资实力。融资能力也是政府在确定垃圾发电项目中标者时考虑的一个重要因素。国有企业及上市公司在融资方面相比其他企业更具优势。上市公司可通过定增、配股等权益融资方式获取较低成本的资金。

而对于规模较小的企业来说，在产业化过程中往往受到资金的制约，一些拥有核心技术的企业迫切需要资金的支持。如果能够和上市公司形成合作，利用上市公司的资本运作平台，一方面企业能够解决发展的资金瓶颈问题，另一方面上市公司能够快速实现规模扩张、完善产业链，对双方都是一个双赢的结局。

3.4.2 绿色东方环保&上风高科：牵手互补，完美结合

公司于2015年10月16日公告，拟受让深圳市飞马投资有限公司及深圳前海赤马环保投资有限公司合计持有深圳市绿色东方环保有限公司51%股权，在上述股权过户完成后，并拟对绿色东方环保进行增资，最终持有绿色东方环保60%的股权。

2015年10月24日公司公告，2015年10月22日，本次交易标的绿色东方环保51%股权已过户至公司名下，相关工商变更登记手续已办理完毕。根据双方签署的《合作框架协议》，后续公司将增资2000万元，增资完成后公司将持有绿色东方环保60%股权。

截至目前，绿色东方环保已中标、签订9个垃圾处理焚烧发电BOT项目，项目全部建成达产后，合计日垃圾处理量将达到约8000吨/天，垃圾处理项目分布在广东、湖北、江西、安徽、山东、河南等地。有4个项目已经开工，5个项目已签订BOT协议，处于筹建状态，项目建成后预计能给公司带来较好的收益。

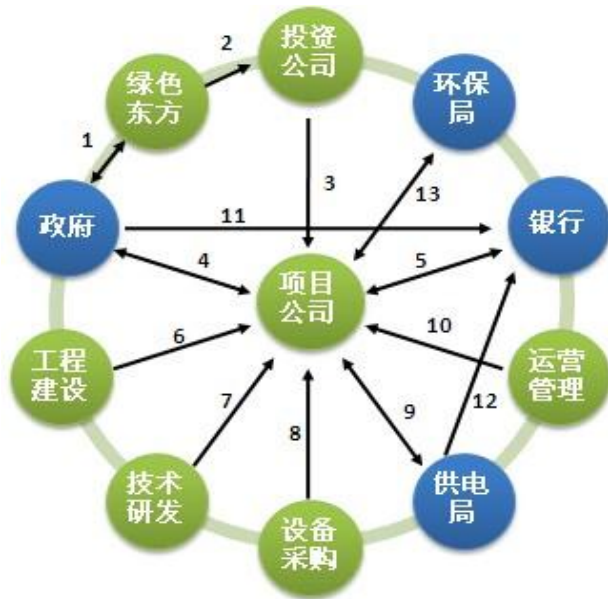
收购公告中承诺，绿色东方环保未来四年(2016年1月1日-2019年12月31日)廉江项目、仙桃项目、阜南项目、寿县项目合计累计利润总和不低1.2亿元。关于后续新增项目，绿色东方控股及郑维先生需承诺2016-2019年绿色东方环保新签(以签署特许经营协议为准)垃圾焚烧发电BOT协议不少于日总处理量6500吨(单个项目日处理量不低于500吨，其中至少一个必须为2000吨以上)。我们假设，新签项目均为建成运营项目，补贴费用为80元/吨，平滑到未来四年，每年能增厚EPS约0.06。

绿色东方环保的主营业务为垃圾焚烧发电，属于国家政策支持行业，发展前景较好。绿色东方环保已中标、签订9个垃圾处理焚烧发电BOT项目，项目全部建设运营后，预计可产生较好的经济效益和投资回报，为公司增添新的利润增长点。绿色东方环保牵手公司，借助上市公司的优势，可以获取更多潜在的垃圾发电BOT项目订单，有利于形成规模经济效应，以及进一步提升公司的行业影响力和市场竞争力。以BOT项目公司为核心，绿色东方的商业模式有两种(见图表31和图表32绿色部分)：

1) 对于商业模式(一)，公司参与如下部分：1、与客户(政府)签订特许经营权服务合同(简称“BOT合同”)；2、旗下投资公司参与到项目当中；6、旗下专业团队提供工程建设服务；7、旗下专业团队提供技术研发服务；8、旗下专业团队提供设备采购服务；10、旗下专业的运营管理部门负责日常运营管理。

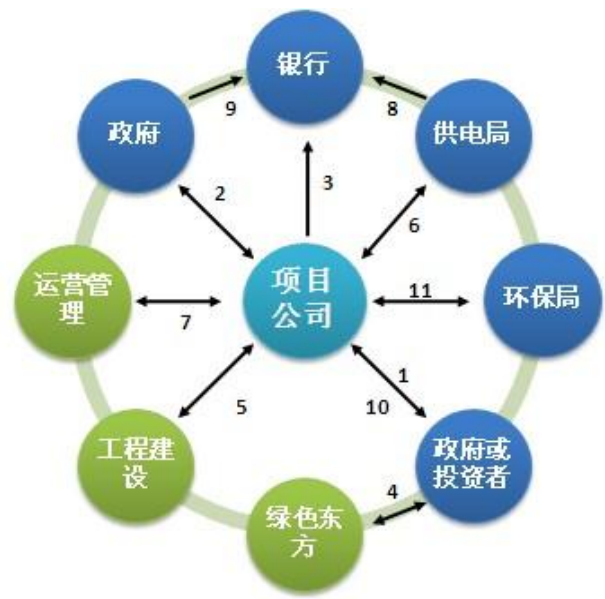
2) 对于商业模式(二)，公司参与如下部分：4、与项目公司投资方签订包括工程总包、运营管理在内的服务合同。5、根据服务合同，提供工程建设服务，项目公司支付工程建设管理服务费用。7、根据服务合同，提供运营管理服务，项目公司支付运营管理费用。

图表 28 绿色的东方商业模式（一）



资料来源：公司网站，广证恒生

图表 29 绿色的东方商业模式（二）



资料来源：公司网站，广证恒生

4. 盈利预测与估值

我们预计公司 15-17 年 EPS 分别为 0.30、0.64、0.83 元，当前股价对应 82、39、30 倍 PE。考虑公司战略定位“大环保”平台，成长空间较大，业绩有望超预期持续释放，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

5. 风险因素分析

- 1、项目进度不达预期
- 2、业绩承诺不能实现
- 3、外延式并购不达预期



附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2014	2015E	2016E	2017E	现金流量表	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1519.53	2168.33	3403.64	3472.23	经营活动现金流	89.55	-401.42	-361.34	492.57
现金	136.14	161.84	239.17	261.30	净利润	68.68	151.46	314.60	408.39
应收账款	910.08	1297.10	2166.30	2275.56	折旧摊销	46.57	75.61	66.98	96.36
其它应收款	42.69	0.00	64.37	12.23	财务费用	68.26	73.28	220.49	249.24
预付账款	15.03	14.66	25.76	22.60	投资损失	-66.32	-65.16	-64.61	-62.00
存货	190.79	416.14	503.73	470.72	营运资金变动	-31.59	-628.66	-895.53	-206.35
其他	224.79	278.59	404.31	429.81	其它	3.95	-7.94	-3.26	6.94
非流动资产	1018.79	1176.85	1414.16	1338.65	投资活动现金流	-173.53	-169.88	-240.45	40.00
长期投资	0.00	-2.77	-6.46	-11.37	资本支出	-65.78	-59.59	222.83	-6.25
固定资产	361.68	316.44	458.25	445.55	长期投资	195.95	227.00	18.31	-74.92
无形资产	72.95	77.21	115.02	127.78	其他	-43.35	-2.47	0.68	-41.17
其他	584.15	785.96	847.34	776.70	筹资活动现金流	57.05	62.69	-218.99	-336.27
资产总计	2538.32	3345.18	4817.80	4810.88	短期借款	-364.44	154.56	18.44	-63.81
流动负债	1005.55	1688.74	2868.31	2470.43	长期借款	0.00	-0.69	2.10	-0.53
短期借款	542.19	1231.05	2147.61	1909.62	其他	421.48	-91.17	-239.54	-271.92
应付账款	182.73	201.54	313.80	245.22	现金净增加额	-26.93	-508.60	-820.78	196.31
其他	280.63	256.14	406.90	315.59					
非流动负债	73.27	63.88	61.72	66.93	主要财务比率	2014	2015E	2016E	2017E
长期借款	0.00	-0.69	1.41	0.88	成长能力				
其他	73.27	64.57	60.31	66.05	营业收入增长率	11.60%	7.41%	48.45%	12.55%
负债合计	1078.81	1752.61	2930.03	2537.36	营业利润增长率	32.66%	141.15%	116.86%	30.25%
少数股东权益	70.50	74.89	80.22	86.19	归属于母公司净利润	13.94%	143.01%	110.30%	30.12%
归属母公司股东权益	1389.00	1517.67	1807.54	2187.34	获利能力	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和股东权益	2538.32	3345.18	4817.80	4810.88	毛利率	11.15%	14.45%	25.26%	27.82%
					净利率	2.27%	4.67%	6.54%	7.54%
					ROE	5.04%	9.64%	17.77%	19.34%
					ROIC	3.56%	5.51%	7.95%	9.96%
利润表	2014	2015E	2016E	2017E	偿债能力				
营业收入	3019.07	3242.75	4814.00	5418.00	资产负债率	0.43	0.52	0.61	0.53
营业成本	2682.54	2774.25	3598.07	3910.46	净负债比率	0.37	0.77	1.14	0.84
营业税金及附加	7.47	9.73	16.85	28.17	流动比率	1.51	1.28	1.19	1.41
营业费用	87.75	94.36	191.60	219.43	速动比率	1.32	1.04	1.01	1.21
管理费用	148.49	158.89	368.27	441.57	营运能力	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	68.26	73.28	220.49	249.24	总资产周转率	1.21	1.10	1.18	1.13
资产减值损失	14.99	16.21	92.43	121.91	应收账款周转率	0.30	0.40	0.45	0.42
公允价值变动收益	-1.30	-1.30	-0.82	-1.14	应付账款周转率	13.57	14.44	13.96	13.99
投资净收益	66.32	65.16	64.61	62.00	每股指标(元)	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	74.59	179.88	390.08	508.08	每股收益(最新摊薄)	0.12	0.30	0.64	0.83
营业外收入	12.59	13.65	12.15	12.80	每股经营现金流(最新)	0.18	-0.83	-0.75	1.02
营业外支出	4.87	3.85	3.85	4.19	每股净资产(最新摊)	3.01	3.28	3.89	4.69
利润总额	82.31	189.68	398.38	516.68	估值比率	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	13.63	38.22	83.78	108.30	P/E	73.81	81.97	38.98	29.96
净利润	68.68	151.46	314.60	408.39	P/B	3.22	7.94	6.67	5.51
少数股东损益	8.16	4.39	5.33	5.96	EV/EBITDA	38.36	49.75	30.18	22.50
归属母公司净利润	60.52	147.06	309.27	402.43					
EBITDA	128.88	265.28	465.36	613.06					
EPS(摊薄)	0.12	0.30	0.64	0.83					

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生

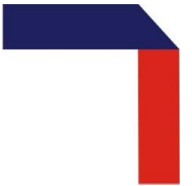
分析师简介

姬浩 高端装备研究团队副队长，副首席分析师，北京大学硕士，理工金融复合背景，3 年证券行业研究经验，把握产业发展及行业演变规律功底深厚，特别擅长超前挖掘行业及个股的投资机会。2013 年中国证券报“金牛分析师”高端装备研究领域第一名团队核心成员。主要研究方向电力设备、新能源及高端装备等。

蔡屹 环保建筑行业研究员，香港大学房地产投资与金融硕士，理工金融复合背景，中级工程师。证券行业半年行业研究经验，中国有色研究设计总院 6 年工程管理工作经验。曾担任费用控制经理，参与垃圾焚烧厂、光伏发电厂、铜冶炼厂、铅锌冶炼厂、棚户区改造及商业地产等多行业 BOT 和 EPC 建设项目的工程管理。拥有项目可行性研究至工程结算全过程工程项目管理实践经验。主要研究方向环保行业和建筑行业等。

机构销售团队：

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北机构销售	王微娜	(86)18611399211	wangwn@gzgzhs.com.cn
	张岚	(86)18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
	褚颖	(86)13552097069	chuy@gzgzhs.com.cn
	金娟	(86)13701038621	jinj@gzgzhs.com.cn
上海机构销售	王静	(86)18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
广深机构销售	步娜娜	(86)18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	廖敏华	(86)13632368942	liaomh@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86)15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
战略与拓展部	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn
	姚澍	(86)15899972126	yaoshu@gzgzhs.com.cn



广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼
电话：020-88836132, 020-88836133
邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；
中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。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。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。