

盈峰环境 (000967)

强烈推荐

行业：环保工程及服务

## 环境监测深度系列 (三) —— 盈峰环境： 立足监测行业，打造环保大平台

公司更名盈峰环境，通过收购宇星科技和绿色东方，转型环保领域。公司立足原有专用风机生产销售，以监测业务为支柱，全面发展**环境监测设备制造和大数据服务**，**环保设施工程建设与运营以及垃圾焚烧发电**，通过**内生增长+外延并购**做大做强环保业务，目标成为**高端装备制造+环境综合服务商**。

### 投资要点：

✧ **核电重启推动专用风机订单需求，轨道风机百亿市场驱动公司风机业务发展。**①我国未来几年核电每年 5-6 台机组装机，核电风机技术要求高，公司是核心供应商；②预期近 40 个城市开建轨道交通带来风机市场百亿元规模，公司风机技术先进，具有全国拿单能力；③公司作为中国自主研发的核电机组的**风机供应商和全国多条地铁线路的风机供应商**，风机业务将保持稳定高速增长。

✧ **宇星科技监测产品全技术先进，开拓监测新增千亿市场，拓展环境治理与运维业务。**①监测行业增量市场超千亿元，宇星科技产品全技术先进，业绩对赌保证超过 30% 的增长；②宇星科技并购后获得上市公司资金、管理人员的支持，将逐渐摆脱之前上市失败的不利影响，恢复自身市场份额；③环境治理工程和运维服务也将利用上市公司大平台优势做大做强，向专业化方向发展。

✧ **绿色东方垃圾焚烧发电在手订单 8000 吨，9 月投产将带来利润。**①我国垃圾清运量保持每年 2-3% 的增长，焚烧占比有望持续提升至 50%；②绿色东方垃圾焚烧发电在手订单 8000 吨/天，项目建设顺利，今年 9 月开始贡献利润；③业绩对赌保证未来更多新签项目落地，项目建成后将为公司持续贡献利润。

✧ **首次覆盖，给予强烈推荐评级。**预计公司 16-18 年 EPS 为 0.59、0.87、1.21 元，对应 PE 分别为 34、23、17 倍，我们认为公司是**并购转型环保+风机业务上游利好+以监测业务为核心的环保大平台+垃圾焚烧业务稳定增长**，给予 2016 年 45 倍 PE，对应目标价 26.5，首次覆盖强烈推荐。

✧ **风险提示：**业务增速不达预期，并购整合不达预期，项目建设不达预期。

### 主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3043	4331	5127	5755
收入同比(%)	1%	42%	18%	12%
归属母公司净利润	112	286	420	586
净利润同比(%)	85%	155%	47%	39%
毛利率(%)	15.8%	25.9%	28.8%	30.9%
ROE(%)	3.3%	7.8%	10.3%	12.6%
每股收益(元)	0.23	0.59	0.87	1.21
P/E	86.43	33.84	23.04	16.55
P/B	2.88	2.66	2.38	2.08
EV/EBITDA	55	20	14	11

资料来源：中国中投证券研究总部

### 作者

署名：徐闯

S0960516040001

021-62178410

xuchuang@china-invs.cn

参与人：罗文

S0960114120011

0755-82026951

luowen@china-invs.cn

参与人：宣宜昊

S0960116050026

0755-88323234

xuanyihao@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 26.5

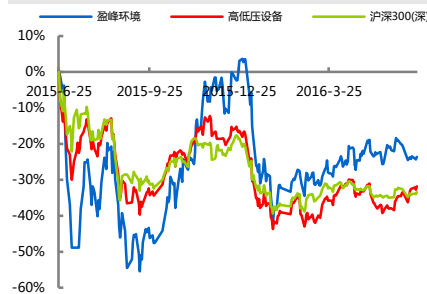
当前股价： 19.98

评级调整： 首次

### 基本资料

总股本(百万股)	485
流通股本(百万股)	273
总市值(亿元)	97
流通市值(亿元)	55
成交量(百万股)	2.08
成交额(百万元)	41.83

### 股价表现



### 相关报告

## 目 录

<b>一、 更名转型环保领域，打造大型综合环保平台</b> .....	<b>4</b>
1. 更名盈峰环境，收购宇星科技和绿色东方，转型环保领域 .....	4
2. 控股股东资金实力雄厚，产业经营能力助力公司发展 .....	5
3. 内生发展+外延并购打造环境综合服务商.....	5
<b>二、 核电重启，轨道交通大发展带来百亿级别风机需求</b> .....	<b>6</b>
1. 公司风机业务市场占有率 35%，参与多项专业风机研发，处于行业领先地位 .....	6
2. 核电重启，核电风机需求推动公司业务发展 .....	7
3. 城市轨道交通快速增长，带动未来五年百亿级别轨道交通风机市场 .....	9
<b>三、 并购宇星科技深耕监测千亿市场，以监测为基础全面进军环保领域</b> .....	<b>10</b>
1. 监测行业不断深化细分，新增行业规模超千亿 .....	10
2. 宇星科技监测产品全面，技术能力雄厚，具有环保综合服务商能力 .....	15
3. 宇星科技高效整合上市公司资源，业绩对赌表明未来发展决心 .....	18
<b>四、 收购绿色东方，8000 吨在手订单保证垃圾焚烧业务增长</b> .....	<b>19</b>
1. 垃圾产生与清运不断增加，焚烧是未来垃圾处理的大趋势 .....	19
2. 绿色东方 8000 吨焚烧产能，今年 8 月贡献利润，业绩对赌保证未来产能增长 .....	21
<b>五、 盈利预测</b> .....	<b>22</b>
<b>六、 风险提示</b> .....	<b>23</b>

## 图目录

图 1 公司持股超过 5%的股东结构.....	4
图 2 公司主营业务状况（单位：万元）.....	4
图 3 公司主营业务毛利率状况.....	4
图 4 公司典型风机产品.....	7
图 5 我国核电装机容量状况（单位：万千瓦）和增长率.....	8
图 6 我国城市轨道交通线路长度（单位：千米）.....	9
图 7 我国拥有和在建轨道交通城市数目.....	9
图 8 宇星科技主营业务种类和发展状况.....	15
图 9 宇星科技销售模式.....	18
图 10 我国垃圾清运量（万吨）.....	19
图 11 我国垃圾无害化处理量（万吨）.....	19
图 12 我国垃圾焚烧产能发展状况.....	20

## 表目录

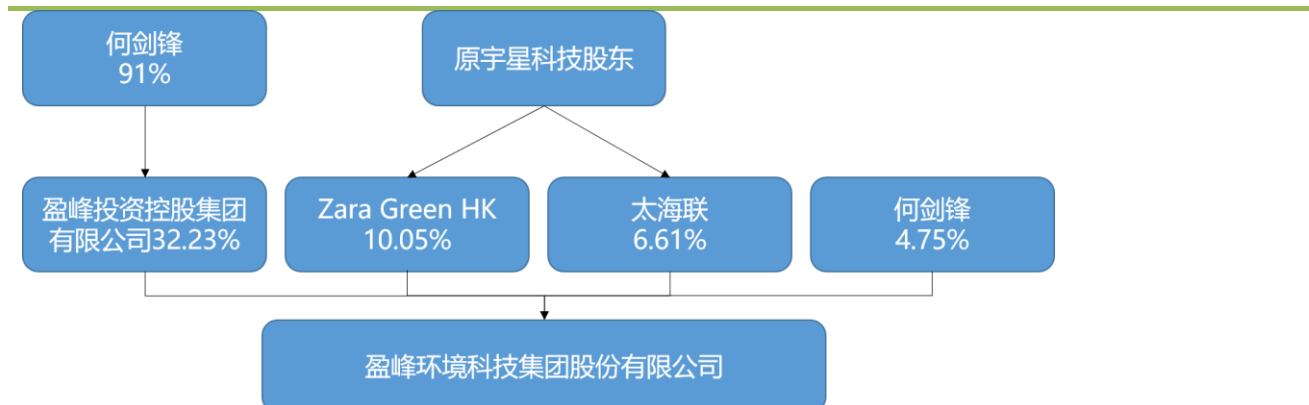
表 1 被收购公司对赌协议情况.....	5
表 2 公司在战略发布会上提出了未来三年 10 项业务的总布局.....	5
表 3 公司中标的核电风机项目.....	8
表 4 公司近期中标轨道风机项目.....	9
表 5 我国污染源自动监测状况.....	10
表 6 超低排放标准.....	10
表 7 国家关于燃煤电厂超低排放的政策.....	11
表 8 环保部统计的水污染源状况.....	11
表 9 十省市挥发性有机物（VOCs）排污费征收标准.....	12
表 10 我国监测点状况.....	13
表 11 《生态环境监测网络建设方案》建设内容.....	14
表 12 宇星科技检测产品一览.....	16
表 13 宇星科技环境治理和运维服务一览.....	17
表 14 常见垃圾处理方法优劣对比.....	20
表 15 绿色东方垃圾焚烧项目状况.....	21
表 16 公司垃圾焚烧技术优势.....	21
表 17 公司分业务盈利预测.....	22

## 一、更名转型环保领域，打造大型综合环保平台

### 1. 更名盈峰环境，收购宇星科技和绿色东方，转型环保领域

公司原名上风高科，2006 年广东盈峰集团入股，成为上市公司第一大股东，目前持有上市公司 32.23% 的股权。公司实际控制人为何剑锋，持有广东盈峰投资控股集团 91% 的股权，间接持有盈峰环境 29.33% 的股权，同时直接持有盈峰环境 4.75% 的股权。

图 1 公司持股超过 5% 的股东结构



资料来源：Wind，中国中投证券研究总部

公司原有业务为漆包线销售业务和风机及冷冻设备两块。漆包线业务在国内属于完全竞争行业，行业附加值低同质化经营严重，整体收入不高，发展缓慢毛利率低。我们认为公司未来会考虑将该业务剥离或者淡化，剥离获得的资金将用于投资高附加值的环保和风机相关产业，带来更多的营业收入和公司整体毛利率的提升。

图 2 公司主营业务状况（单位：万元）

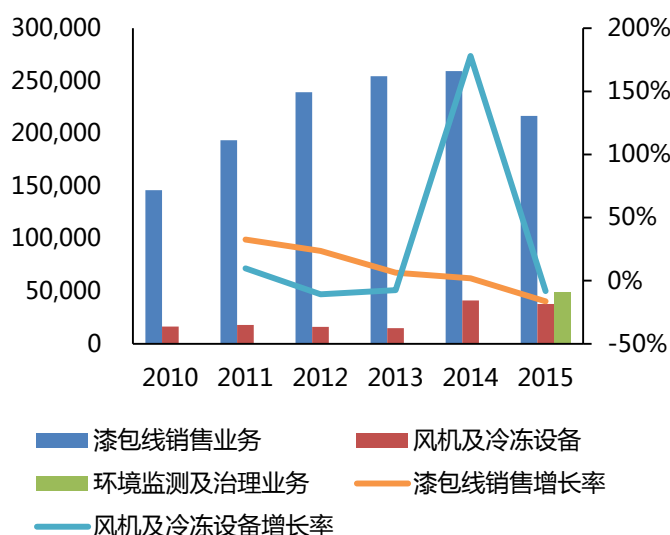
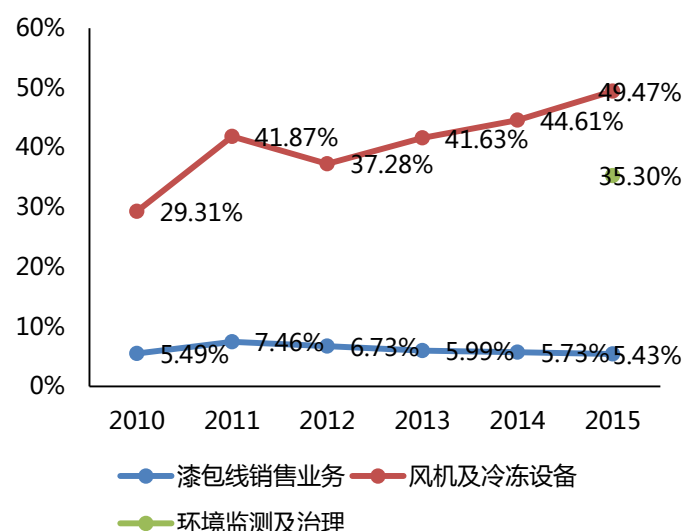


图 3 公司主营业务毛利率状况



资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

公司在 2015 年下半年完成了对宇星科技 100% 股权的收购，宇星科技成为公司全资子公司。公司通过收购+增资，共持有绿色东方 70% 的股权，成为了绿色东方环保的

控股股东。公司收购时都明确签订了利润对赌协议，表明了上市公司和被收购公司对于未来几年业绩增长和环境产业以及整个公司长期发展的信心。

**表 1 被收购公司对赌协议情况**

被收购公司	股权	2015 年业绩	2016 年业绩	2017 年业绩
宇星科技	100%	1.2 亿	1.56 亿	2.1 亿
绿色东方	70%	2016-2019 年公司廉江项目、仙桃项目、阜南项目、寿县项目累计利润总和不低于 1.2 亿，新签垃圾焚烧发电项目 BOT 协议不少于 6500 吨/日。		

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

公司收购完成，获得了环境监测设备制造，环境治理工程和运维以及垃圾焚烧发电领域相关的装备制造能力、工程能力以及相关资质，正式转型成为环保企业。在 2016 年 3 月公司正式更名盈峰环境，表明公司转型环保产业的决心。

## 2. 控股股东资金实力雄厚，产业经营能力助力公司发展

公司大股东何剑锋为美的集团创始人何享健独子，1994 年创立盈峰集团，具有多年的资本运作经验。盈峰集团投资领域目前集中在金融、零售、制造业等三大行业，下属盈峰资本、贝贝熊、上风高科、盈峰粉末等多家控股子公司，同时还是易方达基金管理公司并列第一大股东。控股股东具有强大的资本与资金实力，并且有多年的产业经营和资本运作经验，将对上市公司提供从资金到各种资源的全方位支持。

上市公司大股东资金能力强且拥有美的集团的资源，能够利用美的集团的资金优势和多年的销售渠道拓展公司的业务。上市公司核心管理团队大多数来自于美的集团，拥有丰富的民营企业财务管理经验，财务团队将对收购公司进行垂直管理，将有效的提高子公司的财务管理水平。

## 3. 内生发展+外延并购打造环境综合服务商

公司在转型战略发布会上提出了未来三年公司的发展规划，目标是立足公司风机业务成为**高端装备制造**，立足宇星科技监测业务，全面发展成为**环境监测+环保设施运维+环境综合治理工程**的综合服务商。

**表 2 公司在战略发布会上提出了未来三年 10 项业务的总布局**

公司未来业务板块规划	板块具体内容
高端装备	高端核电风机+地铁风机+工业环保风机：提供高端风机+消声+制冷+节能+智能控制的整体解决方案
互联网+环境管理	为客户定制互联网环保管理软件，管理环保资产、人员、车辆，污染源排污进行管理，生态环保大数据运用
互联网+环境监测	立足宇星科技监测设备，实时监控水、大气、土壤污染
互联网+水利管理	山洪预警，湖泊江河水量水质，海洋污染监测
互联网+环保设备运维服务	为客户提供试剂更换、耗材更换，提供数据上传、污染数据价值呈现等增值服务
烟气治理	脱硫、脱硝、超低排放、VOC 治理等烟气治理项目
水治理	污水处理厂的建设运营、工业污水处理、农村污水、黑臭水提治理

固废治理	立足绿色东方的垃圾焚烧发电 BOT 项目，开发自己的专利技术，降低垃圾焚烧发电废气排放
危废治理	以 BOT/PPP 模式运营
业务延伸	土壤修复+生态修复+海绵城市

资料来源：中国中投证券研究总部

我们认为公司未来将采取外延式并购+内生式发展的方式布局环保产业。

- 通过外延并购寻找水治理，餐厨垃圾，危废，土壤修复等领域的标的，并寻找国外监测技术设备，膜处理技术，烟气处理技术等方面优秀的公司，扩充公司实力。
- 通过内生式发展，培养优秀的团队，利用上市公司的销售渠道和技术以及大股东的资本优势，提高整个公司的盈利水平。

公司 2015 年 11 月 11 日公告，成立“盈峰环保并购基金”。基金主要投资方向是环保产业，目标是寻找优秀的成长型企业。基金的设立表明了公司外延并购的决心，未来或将看到更多的外延并购出现，提高公司未来的业绩。

我们认为公司是**专业风机业务稳步发展+宇星科技监测与治理综合企业+绿色东方垃圾焚烧业务增厚+利用内生发展加外延并购转型环保**的综合性环境企业，将借助国家环境保护产业的不断发展实现快速的成长。

## 二、 核电重启，轨道交通大发展带来百亿级别风机需求

### 1. 公司风机业务市场占有率 35%，参与多项专业风机研发，处于行业领先地位

公司自 1974 年建厂以来就一直深耕专用风机领域，技术研发能力强，绝大部分产品是进口替代的高新技术产品，国内市场占有率 35% 以上。公司 30 多次荣获国家级，省部级奖项，17 个系列产品申请了国家专利。

公司在 2012 年获得国家重大科技项目 CAP1400 非能动反应堆控制棒驱动机冷却结构风机开发项目的合同，成为首家此项技术国产化研发机构。公司主持制定、修订了多个国家标准和风机行业标准，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》企业联盟标准等。

公司自身主营风机业务以核电风机和轨道交通领域专用风机为主。2013 年公司决定以增发方式收购了上虞风机 100% 的股权，2014 年收购完成。上虞风机是一家从事工业与民用建筑领域风机制造的领先企业。公司通过收购上虞专风完善了风机业务产业链头条，进一步做大做强了风机领域。

图 4 公司典型风机产品

HTF 系列消防排烟风机

DZ 系列低噪声轴流风机

DTF 系列地铁隧道风机



资料来源：公司网站，中国中投证券研究总部

## 2. 核电重启，核电风机需求推动公司业务发展

### (1) 核电是能源安全，环境保护和高新技术的发展趋势

#### ● 核电有助于保障国家能源安全：

能源的多元化是国家能源安全战略的重要保证。核能是一种安全，清洁，可靠的持续性能源供给。在我国人均能源资源缺乏的情况下，核能将成为不可替代的能源之一。加上我国电力需求持续增长，为了满足未来可能的高电力需求，核电建设势在必行。

#### ● 核电有助于调整能源结构，改善大气环境，促进碳减排：

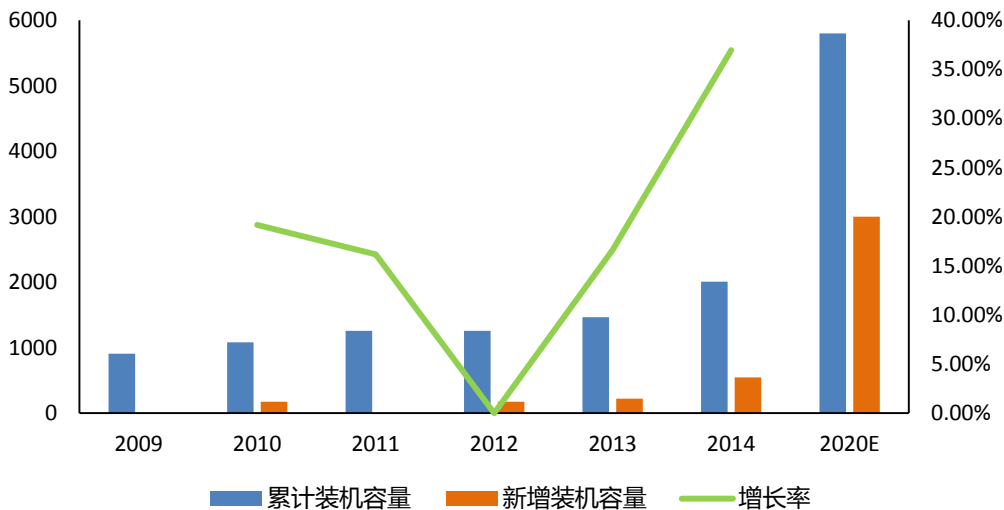
我国能源结构以煤炭为主，火力发电产生了大量的大气污染物。核电作为清洁能源，不排放二氧化硫，氮氧化物，PM2.5 等大气污染物，有助于改善大气环境。同时，核电不排放二氧化碳，有助于应对气候变化，对未来的碳减排需求至关重要。

#### ● 核电有助于促进装备制造业进步：

核电属于高新技术产业，核电自主化将有效提高我国工业制造业整体水平，促进高新技术产业发展，带动上下游产业链全面的技术进步和提高。同时我国自主研发的核电机组是“一带一路”发展战略下对外出口和合作的重要构成部分，未来或迎来更多海外订单。

### (2) 我国核电低谷期过去，行业即将迎来爆发式发展

根据《核电中长期发展规划（2011-2020）》，到 2020 年中国将实现运行核电装机 5800 万千瓦，在建 3000 万千瓦。目前，中国大陆运行核电机组 30 台，总装机容量 2831 万千瓦，在建核电机组 24 台，总装机容量 2672 万千瓦。要完成 2020 年的中长期发展目标，我国核电站缺口在 3297 万千瓦，按照一台核电机组 1GW 估算，我国未来 5 年每年需要新建 6-7 台机组，行业空间巨大。

**图 5 我国核电装机容量状况（单位：万千瓦）和增长率**


资料来源：中国电力企业联合会，中国中投证券研究总部

2011 年福岛核电站事故之后，我国政府全面停止了核电站的审批和新建。经过 4 年的冻结期之后，采用我国自主研发的 ACPR1000 技术的红沿河核电站 5 号机组 2015 年 3 月正式开工建设，6 号机组 7 月开始建设，也标志着我国自主研发的三代核电机组正式投入运营。核电机组建设周期在 5-6 年，预计未来 1-3 年，将是核电项目开工的高峰期。

### （3）核电风机专业性强，公司优势明显

核电风机是专门的风机类型，需要在高温高辐射的环境下持续工作，是风机领域比较专业的产品之一。能批量供应核电风机的企业相对较少，公司作为核电领域的核心供应商，有非常强的竞争优势。公司自主研发的控制棒驱动机冷却风机，填补了国内行业空白，成功用于国核示范工程。

公司中标的福建福清核电项目，是我国“华龙一号”三代核电技术示范机组。作为走出国门的主打机型，“华龙一号”将有望获得国内和国外市场大量订单。而公司作为风机供应商也将全程参与有关核电项目的建设。

**表 3 公司中标的核电风机项目**

时间	项目	中标额（万元）
2015-6-11	红沿河项目 5、6 号机组 LOT150Ad 核岛 HVAC 系统风机	2015.511
2015-6-8	福建福清核电厂项目 5、6 号机组核岛风机设备	2190.792
2015-5-28	福建福清核电厂项目 5、6 号机组核岛空调机组设备	1886.534

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

核电项目单个订单数额两千万左右，对于公司业绩贡献明显。随着国家未来核电项目的集中上马和核电机组的出口外销，公司作为**核电领域国内领先的风机提供商**和我国**自主研发的核电机组的核心风机供应商**，在未来有望斩获更多风机订单，核电风机业务有望稳定增长。

### 3. 城市轨道交通快速增长，带动未来五年百亿级别轨道交通风机市场

#### (1) 城市轨道交通大发展，未来五年轨道交通风机市场百亿规模

随着我国城市建设的快速发展，城市轨道交通的建设也迎来了高峰期。

我国目前累计城市轨道交通线路已经超过 3200 公里，已经有 25 个城市开通了城市轨道交通的运营，车站 2000 多个。预计到 2020 年末，我国城市轨道交通建成总里程将接近 7000 公里，覆盖城市 55 座。

作为地铁重要组成部分之一的环境控制系统，起到了保持地铁隧道和车站封闭环境空气循环的重要作用，而风机所谓空气流通循环系统中的重要设备，是其中不可或缺的部分。公轨道交通风机业务，将在城市轨道交通大发展的背景下迎来新的增长。

按照一条地铁线路风机 5000 万计算，预计 40 个城市会开始地铁建设，每个城市 4-6 条地铁线路在建，地铁风机市场容量在百亿规模，潜力巨大。

图 6 我国城市轨道交通线路长度（单位：千米）

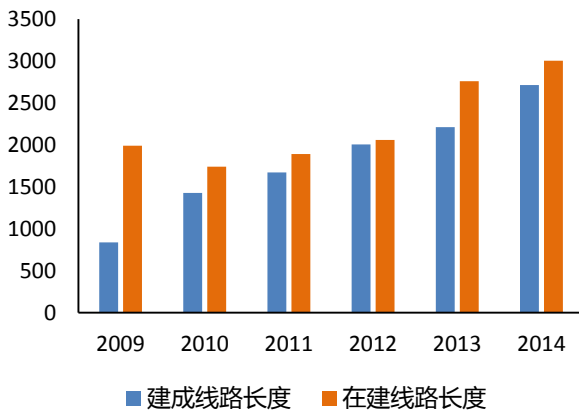
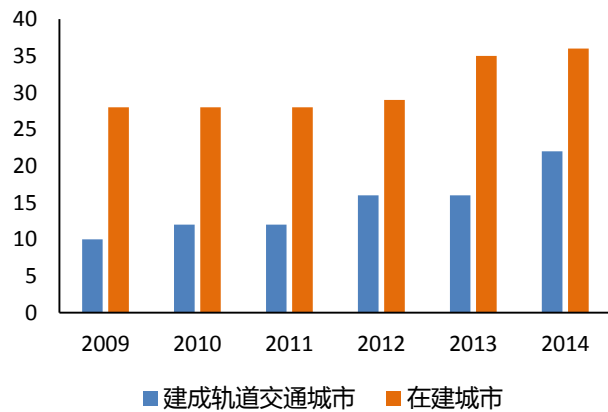


图 7 我国拥有和在建轨道交通城市数目



资料来源：住建部，中国中投证券研究总部

#### (2) 公司是多条轨道交通线路风机核心供应商，具有全国拿单能力

公司率先在国内开发出大流量、高压、高效率、低噪音的地铁通风与空气处理设备，在提高设备运行效率的同时降低体积和重量，改变了通风与空气处理设备依赖进口的局面。公司参与了广州地铁 6 号线，北京地铁 4 号线，深圳地铁 2 号线等项目的风机设备招标。公司近期也中标了一系列轨道交通合同，表明了公司的竞争力和在全国各地开拓市场的能力。

表 4 公司近期中标轨道风机项目

项目名称	项目金额（万元）
乌鲁木齐轨道交通 1 号线工程各类风机及消音器采购项目	5493.722
郑州市南四环至郑州南站城郊铁路工程及郑州市轨道交通 1 号线二期工程风机设备采购项目	948.815
上海市轨道交通 13 号线二期、三期、世博园·专线工程可逆转高温轴流风机、单项运转耐高温轴流风机项目	853.972

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

我们认为在城市轨道交通大发展的时期，地铁轨道风机业务将快速增长。公司作为

行业龙头将享有优势地位，其风机销售将伴随着相关业务的发力而稳步增长。

综合来看，公司风机业务享受**核电高速增长预期+城市轨道交通高速发展**对相关配套装备需求的带动作用，未来将获得较为快速的增长。

### 三、 并购宇星科技深耕监测千亿市场，以监测为基础全面进军环保领域

#### 1. 监测行业不断深化细分，新增行业规模超千亿

环境监测行业作为环境污染数据的来源，在环保整个产业链中居于重要的地位，是整个环保行业的基础。随着国家环保政策的不断加码，监测行业也不断的在拓展自身的行业空间。具有长期发展的潜力。

##### (1) 重点企业污染源监测 850 亿以上存量空间

我们按照大气污染与水污染来分别分析重点行业污染源监测设备需求。大气污染源监控方面，主要是对大气污染源的脱硫脱硝设备进行监控。水污染源则是以氨氮和 COD 的监控为主。

表 5 我国污染源自动监测状况

监控设备	数量	监控设备	数量
已实施自动监控国家重点监控企业数	10270 (水排放口数 7589, 气排放口数 7730)	SO <sub>2</sub> 监控设备与环保部门稳定联网	4542
COD 监控设备与环保部门稳定联网数	5681	NO <sub>x</sub> 监控设备与环保部门稳定联网数	4564
氨氮监控设备与环保部门稳定联网数	4841		

资料来源：环保部，中国中投证券研究总部

目前环保部采用联网的烟气连续监测系统 (CEMS) 对脱硫脱硝设施监控。按照行业惯例，每台脱硫系统需要 2 台监测设备，每台脱硝系统需要 4 台监测设备。CEMS 系统市场价格在 50 万元一台，平均寿命在 5 年左右。

##### ● 火电厂超低排放 CEMS 监测存量空间 277 亿

根据中电联数据，我国火电厂脱硫脱硝设施安装已经超过 90%，且政策要求脱硫脱硝设备必须配套监测系统，我们认为未来脱硫脱硝设备监测系统主要是换代需求，总体市场空间不大。我们认为未来火电行业监测设备的空间主要来自超低排放带来的新的监测需求。

表 6 超低排放标准

污染物	超低排放	新建 ( 现有 ) 锅炉
烟尘	10 mg/m <sup>3</sup>	30 mg/m <sup>3</sup>
二氧化硫	35 mg/m <sup>3</sup>	100 ( 200 ) mg/m <sup>3</sup>
氮氧化物	50 mg/m <sup>3</sup>	200 mg/m <sup>3</sup>

资料来源：中国中投证券研究总部，《火电厂大气污染物排放标准》

**表 7 国家关于燃煤电厂超低排放的政策**

时间	政策	内容
2014.9.12	《煤电节能减排升级与改造行动计划（2014-2020年）》	国新建燃煤发电机组平均供电煤耗低于 300 克标准煤/千瓦时（以下简称“克/千瓦时”）到 2020 年，现役燃煤发电机组改造后平均供电煤耗低于 310 克/千瓦时，其中现役 60 万千瓦及以上机组（除空冷机组外）改造后平均供电煤耗低于 300 克/千瓦时。2020 年实现超净排放。
2015.12.2	关于实行燃煤电厂超低排放电价支持政策有关问题的通知	对 2016 年 1 月 1 日以前已经并网运行的现役机组，对其统购上网电量加价每千瓦时 1 分钱（含税）；对 2016 年 1 月 1 日之后并网运行的新建机组，对其统购上网电量加价每千瓦时 0.5 分钱（含税）。省级能源主管部门负责确认适用上网电价支持政策的机组类型。超低排放电价政策增加的购电支出在销售电价调整时疏导。上述电价加价标准暂定执行到 2017 年底，2018 年以后逐步统一和降低标准。
2015.12.9	《全面实施燃煤电厂超低排放和节能改造工作方案》	到 2020 年，全国所有具备条件的电厂实现超低排放，东部争取 2017 年完成，中部 2018 年，西部 2020 年；新建项目要采取 60 万千瓦及以上超临界机组，供电煤耗低于 300 克标准煤/每千瓦时；2020 年，现役改造机组低于 310 克标准煤/每千瓦时。

资料来源：中国中投证券研究总部

2014 年我国火电总装机容量 92363 万 kW，我们按照一台机组 100MW 进行估算，那么我国火电机组数量约为 9236 台。我们认为所有火电机组要在 2020 年实现超低排放，超低排放的脱硫脱硝设施也需要额外安装 CEMS 自动监测系统，则已有火电厂超低排放 CEMS 监测设备改造的存量空间为 277 亿元，未来五年集中释放。

#### ● 水泥、黑色金属冶炼行业 CEMS 监测存量空间 540 亿

根据环保部 2014 年全国环境统计公报，水泥行业企业 3535 家，黑色金属冶炼行业 3880 家。假设环保部统计的企业都进行脱硫脱硝改造（水泥企业仅需进行脱硝改造，黑色金属冶炼需要脱硫+脱硝改造）并且安装 CEMS 监测设备，可得市场存量空间约为 540 亿元。

#### ● 水污染源自动监控存量空间 70 亿，设备更新换代空间 10 亿/年

根据环保部 2014 年《全国环境统计公报》，主要对造纸企业和规模化禽畜养殖场的废水排放监测情况进行统计。我们主要考虑 COD 和氨氮监控设备的市场额度，按照 50 万元一台监测设备，使用寿命约 5 年进行计算。

**表 8 环保部统计的水污染源状况**

企业类型	企业个数	排放状况
造纸和纸制品企业	4664（有制浆工艺的 3642）	共拥有废水治理设施 3648 套。排放废水 27.6 亿吨，化学需氧量 47.8 万吨，氨氮 1.6 万吨。
规模化禽畜养殖场	140984	排放化学需氧量 289.4 万吨，氨氮 28.7 万吨，总氮 139.2 万吨，总磷 23.2 万吨。
规模化禽畜养殖小区	9128	

资料来源：环保部，中国中投证券研究总部

对于市场存量空间，我们按照所有造纸企业和规模化养殖小区都安装监控设备进行测算。对于规模化养殖场则暂时不考虑其安装自动监控设备，得到市场存量空间在 70 亿左右。对于已有设备的更新换代，我们按照和环保部联网的氨氮监控设备和 COD

监测设备更新换代来估算，估得到市场容量约为 10 亿/年；

未来水污染源自动监控还有更多的潜在增长空间，随着国家水污染监测的需要，更多的污染企业会被纳入到污染源监测的体系中来，这些企业带来的监测需求将成为监测行业未来的增量。

## (2) VOCs 监测空间 200 亿，土壤监测 200 亿空间，带来全新监测需求

### ● VOCs 监测市场空间 200 亿以上，未来政策加码还将继续扩大空间

VOCs 是 Volatile Organic Compounds 的简称，学名挥发性有机物，其来源复杂，对人体健康有很大的负面影响，还是空气中 PM2.5 重要的前体物质，是城市空气雾霾的重要来源之一。国家文件强调对 VOCs 进行收费，目前十个省已经出台相应的收费规则，企业为了获得费用优惠政策，将会安装监测设备，VOCs 监测的市场空间已经开始释放。

**表 9 十省市挥发性有机物 (VOCs) 排污费征收标准**

地区	收费时间	收费行业	收费基准	差别收费情况
北京	2015/10/1	石油化工、汽车制造、电子、印刷、家具制造	20 元/kg	排放浓度低于本市标准 50% 的：10 元/kg；超出本市排放标准的：40 元/kg
上海	2015/10/1	石油化工、船舶制造、汽车制造、包装印刷、家具制造、电子	2015/10/1 起 10 元/kg， 2016/7/1 起 15 元/kg， 2017/1/1 起 20 元/kg	排放浓度低于本市标准 50% 的：减半；超出本市排放标准的：双倍
江苏	2016/1/1	石油化工、包装印刷	2016/1/1 起 3.6 元/污染当量， 2018/1/1 起 4.8 元/污染当量	排放浓度为本市标准 80%~100% 的：一般标准；低于本市排放标准 50% 的：一般标准的 50%
安徽	2015/10/1	石油化工、包装印刷	1.2 元/污染当量	超出本市排放标准的：双倍
湖南	2016/3/1	石油化工、包装印刷	1.2 元/污染当量	排放浓度高于国家或省规定的排放限值或高于规定的排放总量指标的：双倍；同时存在：3 倍
四川	2016/3/1	石油化工、包装印刷	1.2 元/污染当量	排放浓度低于本市标准 50% 的：减半；超出本市排放标准的：3 倍
天津	2016/5/1	石油化工、包装印刷	10 元/公斤	排放浓度低于本市标准 50% 的：减半；超出本市排放标准的：2 倍
辽宁	2016/4/1	石油化工、包装印刷	1.2 元/污染当量	排放浓度高于国家或省规定的排放限值或高于规定的排放总量指标的：双倍；同时存在：3 倍
浙江	2016/7/1	石油化工、包装印刷	2016/7/1 起 3.6 元/污染当量， 2018/1/1 起 4.8 元/污染当量	无
河北	2016/1/1	石油化工、包装印刷	2016/1/1 起 2.4 元/污染当量， 2017/1/1 起 4.8 元/污染当量， 2020/1/1 起 6 元/污染当量	排放浓度低于本市标准 50% 的：减半；污染治理设施由第三方运营：在收费标准的基础上增加 5% 的减免额度；超出本市排放标准的：双倍

资料来源：中国中投证券研究总部

《重点区域大气污染防治“十二五”规划重点工程项目》规定了我国重点区域 VOCs 重点监测企业数量，我们根据上海市重点企业与一般企业的比例来预测全国各个地区需

请务必阅读正文之后的免责条款部分

要进行 VOCs 监测和治理的企业总数。对于监测设备的市场空间，按照一般企业 20 万每家，重点监测企业 50 万每家来进行测算，总市场空间是 217 亿元。

### ● 土壤监测存量空间 200 亿元

土壤监测方面，“土十条”的出台，环境保护部组织启动了国家土壤环境质量监测国控点位布设工作，逐步构建国家土壤环境质量监测网络，与之相配合的，是逐步完善的土壤环境监测与评价技术体系。

截至 2015 年 12 月，环保部已在全国设置了土壤环境质量监测国控点位 31367 个，其中包括一般点位 22816 个，风险点位 8551 个，已覆盖 90%县（市、区）。2016 年拟再增加 7000 个风险点位。农业部门则计划设立 15.2 万个产地安全监测国控点。

我们按照 10 个点需要一套集中式监测分析仪器，分析仪器价格 100 万元/台进行估算，预计土壤监测设备的市场存量是 200 亿元。

### （3）监测权上收设备更换需求 80 亿/年，断面下沉带来新增监测断面需求 40 亿

生态环境监测以断面监测为主，主要是在特定的位置设置监测点，对环境的污染物浓度和分布进行监测。监测点可以分为地表水监测点，地下水监测点，大气监测点，土壤监测点等等。

我国环境监测行业经过多年发展有，已经形成了相对稳定的监测体系。根据环保部 2014 年《全国环境统计公报》，我国监测点详细的分布情况数量如下。

**表 10 我国监测点状况**

监测点种类	数量	监测点种类	数量
空气质量监测点	2497，其中国控 1436	饮用水水源监测点	3541
酸雨监测点	979	近岸海域监测点	765
沙尘暴监测点	82	污染源监督企业	59123
地表水监测点	9568，国控 972		

资料来源：环保部，中国中投证券研究总部

### ● 监测权上收带来设备更新换代需求 80 亿/年

国家目前正在推动国控点上收，陈吉宁部长在 2016 年全国环境保护工作会议上说，力争在年底前全面完成 338 个城市 1436 个城市空气站上收，新建 65 个区域站（农村站）。完成 2703 个地表水国控监测断面和 419 个近岸海域监测点位上收，新建 60 个地表水质自动监测站。

监测权上收将保证监测站点的运营维护标准化，同时站点未来会更换更高质量的监测设备。对于已有的监测站点，我们按照一台在线监测设备 200 万元，5 年更换，则所有断面监测点的设备更换需求为 80 亿元/年。

### ● 监测点下沉带来新增设备需求至少 40 亿

环保部也在积极推动监测断面下沉工作，市县级监测断面将不断增加，产生新的监测需求。根据《2016 年国家重点生态功能区县域生态环境质量监测、评价与考核工作实施方案》，要在全国 26 个省共 555 个县制定县域生态环境质量监测工作方案，方案包括地表水，地下水和空气质量监测点的设立。

我们假设每个县城设立 2 个大气监测点、2 个地表水监测点和 1 个地表水源监测点，其中大气监测点均采用连续监测系统，按照连续监测系统 200 万一来估算；对于地表水和地下水，《方案》规定不使用自动监测设备，我们按每台测量设备 100 万来估算，水质监测采取统一的一套设备即可。则 2016 年的市场需求约是 40 个亿。

#### (4) 生态环境监测网络和环境监测大数据促进监测行业发展

针对我国监测行业不规范，监测网络不健全的问题，国务院印发了《生态环境监测网络建设方案》。方案目标在 2020 年实现环境质量、重点污染源、生态状况监测全覆盖，初步建成陆海统筹、天地一体、上下协调、信息共享的生态环境监测网络。环保部印发《生态环境大数据建设总体方案》，强调充分运用大数据、云计算等现代信息技术手段，全面提高生态环境保护综合决策、监管治理和公共服务水平。我们认为生态环境监测网络和大数据是对整个生态环境监测行业的推动。

**表 11 《生态环境监测网络建设方案》建设内容**

条目	具体内容
建立统一的环境质量监测网络	环境监测要涵盖大气、水、土壤、噪声、辐射等要素，按照统一标准展开监测；
健全重点污染源监测制度	重点污染源要建设稳定运行的污染物排放在线监测系统，环保部门要开展监督性监测，开展面源、移动源的监测；
加强生态监测系统建设	建立天地一体化的生态遥感监测系统，研发大气环境监测卫星和环境卫星后续星，加强无人机遥感监测；
建立生态环境监测数据集成共享机制	监测数据要有效集成，互联共享；
构建生态环境监测大数据平台	加强监测信息传输网络与大数据平台建设，加强生态环境监测数据资源开发与利用，开展大数据关联分析；
统一发布生态环境监测信息	建立统一的生态环境监测发布机制，提高环境信息发布的权威性和公信力。

资料来源：环保部《生态环境监测网络建设方案》，中国中投证券研究总部

监测体系的建立为整个监测行业的发展提供了契机，对整个监测市场都有增厚作用：

- 监测网络的建成需要成倍增加监测点的数量，更多的监测点会带来更多监测设备的采购需求，推动整个监测行业总量的增长；
- 新的监测要求推动了新的监测方法与技术的需求，将会提升产品附加值，具有自主研发能力，技术先进的企业将率先获益；
- 监测网络对于数据传输和监测稳定性有较高的要求，增加监测系统运维服务需求；
- 监测网络需要对获得的数据进行分析，为监测服务商打开了新的增长空间，未来监测设备提供商将向综合服务供应商转型。

#### (5) 监测服务社会化催生第三方服务商需求

环保部 2015 年 2 月 5 日发布《关于推进环境监测服务社会化的指导意见》，明确提出要引导社会力量广泛参与环境监测，促进环境监测服务社会化良性发展。

我国环境保护领域日益扩大，环境监测任务快速增加，环境管理要求不断提高，政府职能不断转变，为了提高公共服务质量和效率，理顺环境保护机制，引入第三方监测机构使得监测服务社会化成为了必然的要求。第三方监测机构的引入使得企业由环境监测仪器制造商向环境监测服务提供商转型，企业的利润来源除了仪器设备销售的收入之

外，还有监测系统运维和数据处理服务收入，为企业带来新的发展契机。

## 2. 宇星科技监测产品全面，技术能力雄厚，具有环保综合服务商能力

公司在 2015 年下半年完成了对宇星科技 100% 股权的收购，作价 170,000 万元，其中以现金方式支付 22.45%，以发行股份方式支付 77.55%。宇星科技成为公司全资子公司。

### (1) 公司产品多样，研发能力强，是一家综合性的环保公司

宇星科技是我国环境监测领域的著名公司。其主要业务以环境监测为主，兼有环境治理工程和环境设施运营服务，是集研发、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。

图 8 宇星科技主营业务种类和发展状况

体系	类别	2002	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
气体监测	CEMS	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
	AQMS						●	●	●	●	●	●
水质监测	WWMS	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
	WQMS			●	●	●	●	●	●	●	●	●
环境监测仪器及系统	环境监测监控信息管理		●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
	水利信息化系统						●	●	●	●	●	●
	工业废气无组织排放监测预警系统						●	●	●	●	●	●
	灌溉自动化监测系统						●	●	●	●	●	●
	油烟在线监控系统							●	●	●	●	●
	刷卡总量控制系统									●	●	●
	油田智能化监测系统									●	●	●
	废气处理工程			●	●	●	●	●	●	●	●	●
	污水处理工程			●	●	●	●	●	●	●	●	●
环境治理工程	固废治理工程					●	●	●	●	●	●	●
	生态修复工程								●	●	●	●
环境治理设施运营		●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

公司研发实力强。研发人员占公司总人数的 47.88%，拥有相关的研发实验室，并且与重点大学展开了合作，近年来承担省部级相关研发项目 29 个。

公司出众的研发能力保证公司能够紧跟相关领域的发展方向，不断推出新产品来满足不断增长的环境监测与治理需求，在未来向智慧环保和监测网络大数据服务商的转型过程中具有明显的优势。

## （2）监测行业一线企业，借助上市公司实现高速增长

公司监测产品覆盖气体、水质、水文等 8 大类监测领域，做到了对主要监测系统种类的全覆盖。宇星科技在环境监测领域技术先进，总共有 262 项专利，软件著作权 165 项，软件产品登记证书 74 项，产品线全面，具有的监测资质多。在宇星科技取得的 23 项环境保护产品认证证书中，有 7 项为国家首批认证证书。

**表 12 宇星科技检测产品一览**

类别		系统描述	成熟产品
气体在线监测	固定污染源烟气在线监测系统 CEMS	通过对固定污染源和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
	空气质量监测系统 AQMS		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. 饮食业有眼浓度在线监测系统
水质在线监测	废水在线监测系统 WWMS	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通信网络技术，将监测数据传输到环境监测信息管理平台，完成自动有效的水质在线监测预警。	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
	水质在线监测系统 WQMS		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
环境监测监控管理系统		通过自动控制技术、通讯技术和计算机技术，实现环境监测仪器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。	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
水利信息化监测系统		通过自动监测、数据采集传输、预测预报技术计算机应用技术，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。	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
农田灌溉自动化监测系统	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，实现灌区农业灌溉的自动化管理	1.自动化灌溉系统 2.水肥一体化管理系统
油田智能化监测系统	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。	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，中国中投证券研究总部

我们认为宇星科技监测产品技术强，种类全，针对性强，对于未来监测行业的细化和大数据服务发展有较好的适应性。公司未来可以结合互联网+，将监测产品提供的数据有效整合。在并入上市公司接受上市公司的支持后，将利用上市公司资金和技术优势继续深耕环境监测领域，未来监测领域的高成长可期。公司目前在 VOCs 监测，噪声扬尘监测、电力超低排放领域取得了新的突破，提前布局将在相关市场开放时取得爆发性增长。

### （3）公司环境治理和运维服务有进一步整合上升的空间

宇星科技在环境治理领域和环境运维领域资质齐全，技术涵盖废气处理、污水处理、固废处理、生态修复等领域，取得了 65 项专利，有 3 个项目获得国家重点环境保护实用技术及示范工程。公司资质完善，有助于未来业务的拓展。

**表 13 宇星科技环境治理和运维服务一览**

类别	核心技术和模式	应用领域
废气处理	1.除尘脱硫方面：拥有燃煤电厂烟气多污染物一体化综合智能治理技术，石灰石/石灰-石膏湿法烟气脱硫技术； 2.脱硝方面：拥有 SCR 烟气脱硝装置，定性低温高效 SCR 反应器，CFD 流体仿真技术，大型火电厂 SCR 烟气脱硝技术，SNCR 模块化设计技术。 3.废气方面：拥有吸附，催化燃烧，生物滴滤，离子体技术和上述技术的耦合治理技术。	1.燃煤发电，钢铁，水泥等行业烟气脱硫除尘，脱硝工程； 2.工业废气和市政臭气处理。
污水处理	1.高盐高浓度有机废水（一体化铁碳芬顿-两相厌氧技术）； 2.畜禽养殖废水 B-UASB 厌氧技术； 3.重金属废水资源化及回用技术 4.城市污水处理厂提标改造技术（滤布滤池）。	化工，医药，食品，养殖，电子，电镀，市政污水处理。
固废处理	1.污泥综合利用沼气发电技术； 2.CSTR 工艺与沼气发电技术； 3.污泥深度干化脱水技术。	农业，养殖业，污水处理
生态修复	1.河流湖泊清淤技术； 2.生态浮岛水质净化技术； 3.高效修复菌剂及酶制剂培育技术； 4.曝气增氧技术。	大型湖泊，河流生态修复
环境污染治理设施运营	从事资质允许的污染物处理、处置的社会化有偿服务，或根	1.自动连续监测设施运营

	据双方签订的合同承担他人环境污染治理设施运营管理的有偿服务。	2.生活污水治理设施运营 3.工业废水治理设施运营 4.除尘脱硫脱硝治理设施运营 5.工业废气治理设施运营 6.生活垃圾治理设施运营 7.有机废物治理设施运营
--	--------------------------------	--

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

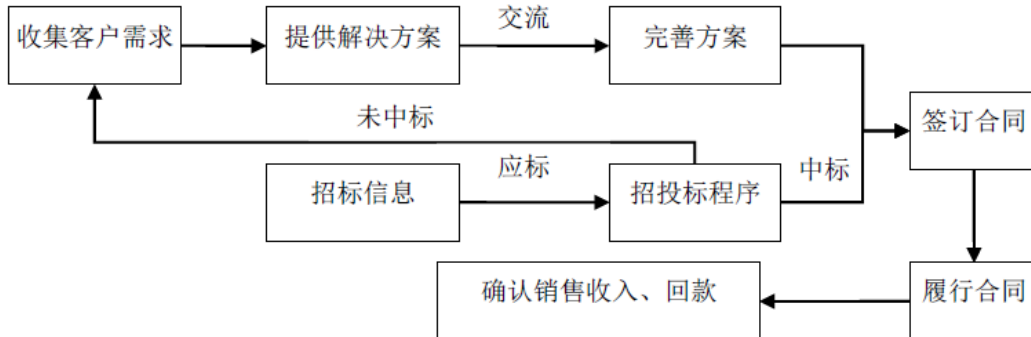
从宇星科技网站披露的信息看，公司中标了大量的监测设备采购和环境治理设施运营建设项目，表明公司在这方面有较强的竞争力。未来随着上市公司后续可能的并购以及业务整合需求，这一块业务有可能成为独立运作的部门，将朝着专业化、规模化迈进。

随着国家环保工作的不断深化，环保细分领域的不断开发，环保产业将引入更多的治理工程和运维服务，整个行业规模将不断扩大。宇星科技作为综合性的环保企业，将更有能力承接综合性的示范项目，治理与运维服务也将保持高速增长。

**(4) 公司销售网络发达，有助于拓展全国业务，满足客户定制化需求**

宇星科技产品销售采取了直销和向合作商销售相结合的模式，该模式销售方式成熟，且公司销售网络遍及全国，在全国范围内拥有 32 家分公司，111 个运营中心，建立了完善的市场开拓，技术研发，质量控制以及售后管理体系。

**图 9 宇星科技销售模式**



资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

目前，公司为下游企业超过 7,500 家用户提供各类监测产品和服务。公司通过多年行业积累获得了足够多的用户资源和销售经验。公司能够和怎对不同客户提供定制的解决方案，为环境监测领域的领军地位和后续在治理及运营业务领域的拓展打下了基础。

**3. 宇星科技高效整合上市公司资源，业绩对赌表明未来发展决心**

公司收购完成后，上市公司的财务团队进驻宇星科技，带来了上市公司专业的财务管理水平，和宇星科技原有管理团队和技术团队进行高效整合。预期宇星科技在之后的财务水平和管理水平将会有明显的提高。

宇星科技与上市公司的业绩对赌协议明确，表明了上市公司和宇星科技对于未来发

展的信心。我们认为宇星科技是**监测综合服务商+环保工程与运维综合服务商+上市公司资金与管理优势**，将完全能完成并且超过业绩对赌要求的每年 30%的增长。

## 四、收购绿色东方，8000 吨在手订单保证垃圾焚烧业务增长

### 1. 垃圾产生与清运不断增加，焚烧是未来垃圾处理的大趋势

#### (1) 我国垃圾总量大，清运率低，垃圾处理产能需求大

我国城市人口密度大，总人口多，生活垃圾总量大，未来随着生活水平提高有望进一步提升。此外，由于我国垃圾清运体系尚不完全，垃圾清运率较发达国家仍有一定的距离，现目前垃圾清运量仅 1.72 亿吨，清运率不到 50%。我们认为随着垃圾产生量和垃圾清运率的增加，垃圾清运量将持续保持较快的增长，加上环境压力导致的无害化处理的要求不断提高，垃圾无害化处置产能的需求也将持续提升。

图 10 我国垃圾清运量（万吨）

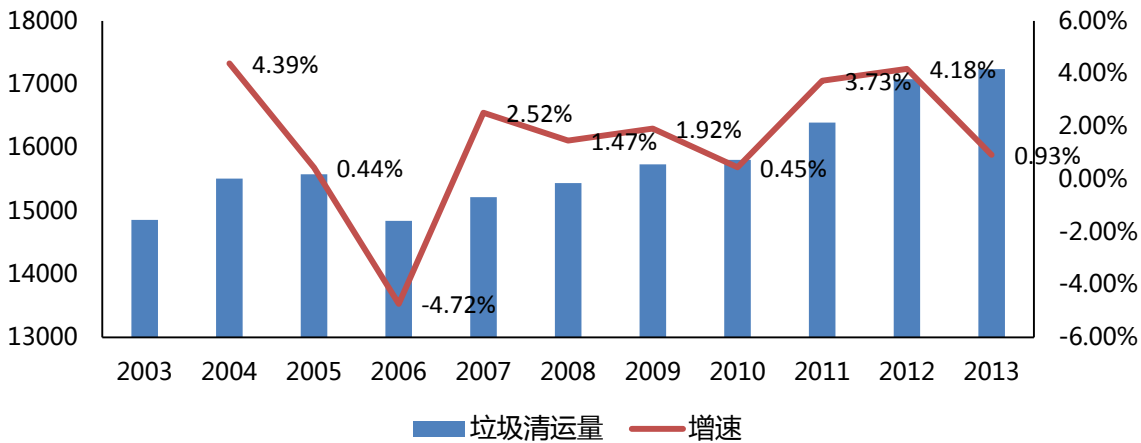
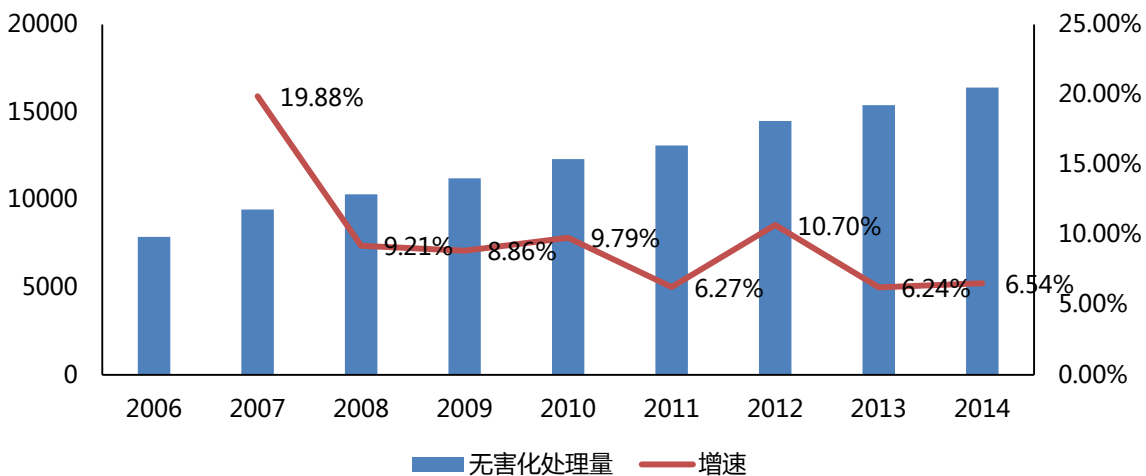


图 11 我国垃圾无害化处理量（万吨）



资料来源：中国中投证券研究总部

#### (2) 垃圾焚烧节约土地减量化彻底，占比有望持续提升

请务必阅读正文之后的免责条款部分

垃圾处理方法主要有卫生填埋，堆肥和焚烧三种方式，垃圾焚烧发电作为一种成熟的垃圾处理方法，在国内外有着广泛的应用。

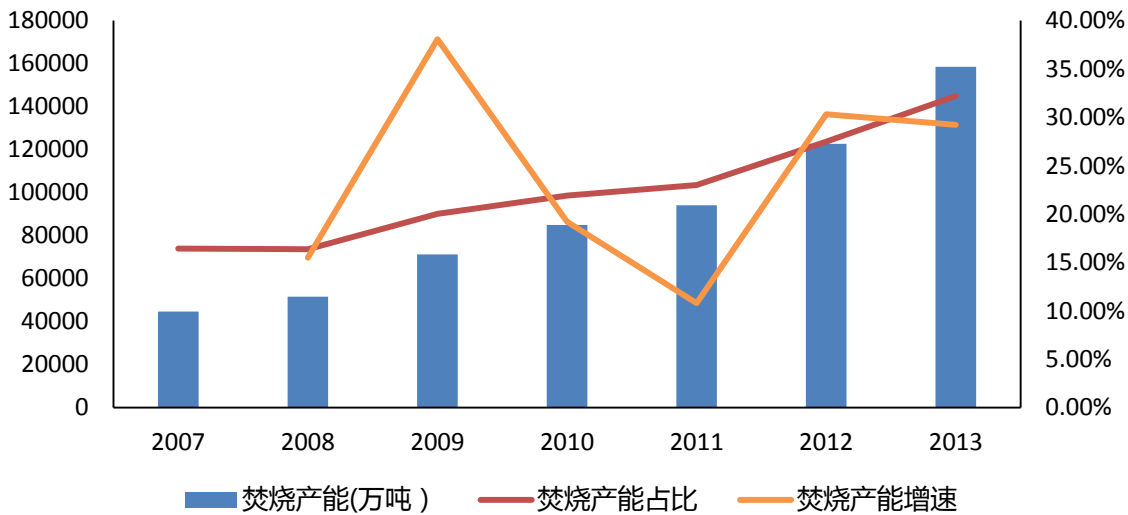
**表 14 常见垃圾处理方法优劣对比**

常见垃圾处理方法	优点	缺点
卫生填埋	投资少，工艺简单，处理量大	无法回收资源，二次污染风险，占地面积大
高温堆肥	投资少，易操作	处理时间长，降解不彻底
焚烧	处理快捷，发电资源化	处理有害气体成本高，需要规模效益

资料来源：中国中投证券研究总部

焚烧产能占比与人口密度相关。人口密度较高的日本、台湾等国家或地区，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，我国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能和三四线城市对垃圾焚烧的大力发展。

**图 12 我国垃圾焚烧产能发展状况**



资料来源：中国中投证券研究总部

随着垃圾焚烧占比提高，垃圾无害化处理率增加和垃圾清运量不断增加，未来几年垃圾焚烧行业还有很大的增量空间。

**(3) 行业集中度有望提升，民营企业有望获益**

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。未来几年，我们认为具有技术和整合优势民营企业市场份额有望逐步提高，主要基于以下几点判断：

- 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。
- 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。

- 未来行业排放标准提高和执行力度提高后，并购整合将是行业的一大趋势，我们认为在并购上，民营企业更具有资本运作的的能力。

## 2. 绿色东方 8000 吨焚烧产能，今年 8 月贡献利润，业绩对赌保证未来

### 产能增长

深圳绿色东方公司成立于 1998 年，至今已有 19 年发展历程，主营业务为垃圾焚烧业务。盈峰环境以 10,055 万元收购了绿色东方环保 51% 的股权，并增资 2000 万元，累计共持有绿色东方 70% 的股权，成为了绿色东方环保的控股股东。公司未来还有可能继续向绿色东方增资，以扩大绿色东方的承接项目能力。

目前，公司已经中标和签订 9 个垃圾处理焚烧发电 BOT 项目，其中有四个项目已经开工建设，另外 5 个项目已经签订 BOT 协议。项目全部开工建设以后，垃圾处理量合计达到 8000 吨/天，垃圾焚烧发电业务将成为上市公司新的利润增长点。

**表 15 绿色东方垃圾焚烧项目状况**

项目名称	日处理能力	投资额（亿）	投产时间
广东省廉江市生活垃圾焚烧发电项目	一期 500 吨/日，总设计 1000 吨/日	2.5	2016 年 8 月底
安徽省阜南县生活垃圾焚烧发电项目	一期 500 吨/日，总设计 1000 吨/日	2.5	2016 年 11 月
湖北省仙桃市生活垃圾焚烧发电项目	一期 500 吨/日，总设计 800 吨/日	2.5	2016 年底
安徽省寿县生活垃圾焚烧发电项目	一期 600 吨/日，总设计 1200 吨/日	2.5	2017 年 4 月
山东阳信项目	一期 500 吨/日，总设计 1000 吨/日	2.5	筹建中
河南鹿邑项目	一期 600 吨/日，总设计 1000 吨/日	2.5	筹建中
河南濮阳项目	一期 600 吨/日，总设计 1200 吨/日	2.5	筹建中
江西鄱阳项目	一期 500 吨/日，总设计 1000 吨/日	2.5	筹建中
江西都昌项目	一期 500 吨/日，总设计 1000 吨/日	2.5	筹建中

资料来源：公司公告和网站，中国中投证券研究总部

绿色东方垃圾焚烧工艺先进，我们预计未来随着技术的进一步提高，公司在成本控制以及满足环保标准上将获得优势，项目营收以及新承接项目都将获得明显的增长。

**表 16 公司垃圾焚烧技术优势**

工艺流程	技术优势
垃圾焚烧工艺	机械式炉排燃烧技术，效率更高，焚烧更彻底
能源综合利用	高温烟气通过余热锅炉产生蒸汽进行发电，全场热效率不低于 26%
烟气净化工艺	烟气采用“炉内 SNCR 脱硝+帮案发旋转喷雾反应塔+喷消石灰粉+活性炭吸附+袋式除尘器”的处理方案，达到欧盟 EU2000 标准，经过 80m 烟囱排放
污水处理工艺	垃圾渗滤液、倾斜平台地面及垃圾车冲洗废水、化验室废水和生活污水采用“沉砂池+调节池+混凝沉淀+UASB 厌氧反应器+二级 A/O+MBR 膜+NF+RO”达到 ( GB/T 19923-2005 )《城市污水再生利用工业水水质标准》回用于生产
飞灰处理工艺	燃烧产生的飞灰经收集后送入固化车间进行固化处理，符合《生活垃圾填埋场污染控制标准》( GB16889-2008 ) 的要求后，送至政府指定的生活垃圾填埋场，进行安全填埋
炉渣处理工艺	炉渣冷却后经过筛分和磁选分离出可再生利用的金属物质，其余残渣用于铺路或制砖使用。

资料来源：公司宣传手册，中国中投证券研究总部

绿色东方项目按时投运，将能为公司的业务带来持续的收入。业绩对赌要求 2016-2019 年公司廉江项目、仙桃项目、阜南项目、寿县项目累计利润总和不低于 1.2 亿，新签垃圾焚烧发电项目 BOT 协议不少于 6500 吨/日。垃圾焚烧项目开工建设大概 1-1.5 年就可以建成，相对工期较短，公司廉江、仙桃、阜南项目 2016 年 8 月就将陆续点火，而筹建项目将在 2017-2018 年带来收益。

## 五、盈利预测

我们按照公司的业务分块对公司的业绩进行预测，主要假设如下：

- (1) 公司电磁线业务保持稳定状态，暂不考虑剥离业务带来的可能影响；
- (2) 公司风机业务保持稳步增长，能够维持 20% 的业绩增速；
- (3) 宇星科技能够完成或者超过业绩对赌协议；

(4) 绿色东方相关项目按时投产为公司带来利润，建设期间不考虑利润收益。目前公司在绿色东方的股权比例为 70%，暂不考虑未来可能的持股比例增加。

公司分版块业务盈利预测如下：

**表 17 公司分业务盈利预测**

公司业务板块		2015	2016E	2017E	2018E
漆包线销售业务	营业收入(百万)	2166.80	2123.46	2059.76	1977.37
	增长率	-16.42%	-2.00%	-3.00%	-4.00%
	毛利率	5.43%	5.00%	5.00%	5.00%
风机及制冷设备	营业收入(百万)	378.58	492.15	590.58	708.70
	增长率	-8.23%	30.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	49.47%	50.00%	50.00%	50.00%
宇星科技环境监测及治理业务	营业收入(百万)	1084.12	1428.35	1788.39	2242.63
	增长率	--	31.73%	25.21%	25.40%
	毛利率	40.61%	45.98%	44.88%	44.27%
绿色东方垃圾焚烧发电业务	营业收入(百万)	0.00	286.89	688.54	826.24
	增长率	0.00%	0.00%	140.00%	20.00%
	毛利率	0.00%	40.00%	40.00%	40.00%
总计	营业收入(百万)	3042.60	4330.86	5127.26	5754.94
	增长率	0.78%	42.34%	18.39%	12.24%
	毛利率	15.79%	25.95%	28.79%	30.86%

资料来源：中国中投证券研究总部

注：宇星科技(表中黄色部分)，2015 年 10 月开始并表，之后全年并表。

我们认为公司收入增长的主要动力来自于：(1) 公司风机业务行业领先，伴随核电和城市轨道交通的大发展，相关风机业务将强劲增长；(2) 宇星科技是监测领域一流企业，在上市公司资金和管理优势的情况下，将借助监测行业整体向好的机会实现跨越式发展；(3) 宇星科技环境治理工程和环境治理设施运维服务将借助上市公司的管理，实现专业化发展；(4) 绿色东方垃圾治理工程建设稳步进行，建成后将开始为公司提供收益。

我们预计公司 16-18 年营业收入分别为 4331、5127、5755 百万元，归母净利润分别为 286、420、586 百万元，对应 EPS 分别为 0.59、0.87、1.21 元。考虑公司**主营风机业务稳健发展+宇星科技环保综合服务商高速增长+绿色东方垃圾焚烧发电贡献收入**，我们给予 16 年 45 倍 PE，目标价 26.5，首次覆盖，强烈推荐。

## 六、 风险提示

**(1) 风机业务发展不及预期。**公司虽然是风机领域领军企业之一，但是竞争对手依然存在。如果在相关领域没有足够的订单支撑，或者我国核电以及轨道交通的发展不及预期，将会影响上市公司在相关领域的业绩。

**(2) 并购整合不及预期。**公司并购了宇星科技和绿色东方，对于整个集团内部的管理和运营提出了更高的要求。并购后的整合如果不达预期，将会拖慢整个公司发展的进程。

**(3) 宇星科技实际增长不及预期。**宇星科技被并购后作为上市公司利润的重要组成部分，监测业务涉及生产销售等多个环节，环保工程和环境治理设施运维涉及项目招标，建设，管理运营等多个环节，工程复杂影响因素多。如果宇星科技不能完成业绩承诺，将会显著影响上市公司未来的利润。

**(4) 绿色东方项目建设不及预期。**绿色东方是垃圾焚烧发电运营企业，如果公司现有项目建设进度不达预期，或者未来开工的项目开工日期不达预期，将会对整个公司的发展带来不利的影响。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	3958	3884	4478	5315
现金	554	1186	1426	1957
应收账款	2306	1715	1938	2072
其它应收款	109	55	77	96
预付账款	203	68	83	107
存货	570	369	425	490
其他	217	490	529	593
<b>非流动资产</b>	1499	1205	1144	1075
长期投资	19	0	0	0
固定资产	380	428	419	382
无形资产	72	77	83	86
其他	1028	700	641	607
<b>资产总计</b>	5458	5090	5622	6390
<b>流动负债</b>	1894	1229	1267	1341
短期借款	901	757	750	771
应付账款	301	264	303	347
其他	692	208	214	223
<b>非流动负债</b>	121	80	82	93
长期借款	0	0	0	0
其他	121	80	82	93
<b>负债合计</b>	2015	1310	1350	1434
少数股东权益	80	129	201	298
股本	485	485	485	485
资本公积	2053	2053	2053	2053
留存收益	307	1110	1531	2116
归属母公司股东权益	3362	3649	4071	4656
<b>负债和股东权益</b>	5458	5087	5622	6389

**现金流量表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	207	523	188	435
净利润	107	335	493	682
折旧摊销	59	52	60	64
财务费用	58	26	2	-13
投资损失	-36	-60	-58	-57
营运资金变动	-88	384	-340	-277
其它	106	-214	32	35
<b>投资活动现金流</b>	-151	282	60	61
资本支出	58	0	0	0
长期投资	24	-158	-10	-10
其他	-69	124	50	51
<b>筹资活动现金流</b>	283	-172	-9	35
短期借款	359	-145	-7	22
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	178	0	0	0
资本公积增加	1569	0	0	0
其他	-1823	-28	-2	13
<b>现金净增加额</b>	340	632	239	531

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	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	3043	4331	5127	5755
营业成本	2562	3207	3651	3978
营业税金及附加	11	53	63	71
营业费用	111	294	385	432
管理费用	186	338	410	460
财务费用	58	26	2	-13
资产减值损失	101	70	70	70
公允价值变动收益	5	2	-0	1
投资净收益	36	60	58	57
<b>营业利润</b>	54	405	604	815
营业外收入	99	30	25	20
营业外支出	28	28	28	28
<b>利润总额</b>	125	407	601	807
所得税	17	72	109	125
<b>净利润</b>	107	335	493	682
少数股东损益	-5	49	72	97
<b>归属母公司净利润</b>	112	286	420	586
EBITDA	171	482	666	866
EPS (元)	0.23	0.59	0.87	1.21

**主要财务比率**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>				
营业收入	0.8%	42.3%	18.4%	12.2%
营业利润	-27.8%	651.5%	49.3%	34.9%
归属于母公司净利润	85.2%	155.4%	46.9%	39.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	15.8%	25.9%	28.8%	30.9%
净利率	3.7%	6.6%	8.2%	10.2%
ROE	3.3%	7.8%	10.3%	12.6%
ROIC	3.0%	12.1%	15.6%	20.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	36.9%	25.7%	24.0%	22.4%
净负债比率	44.73%	57.77%	55.55%	53.78%
流动比率	2.09	3.16	3.53	3.96
速动比率	1.76	2.84	3.18	3.58
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.76	0.82	0.96	0.96
应收账款周转率	2	2	3	3
应付账款周转率	10.60	11.35	12.86	12.23
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.59	0.87	1.21
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	1.08	0.39	0.90
每股净资产(最新摊薄)	6.93	7.52	8.40	9.60
<b>估值比率</b>				
P/E	86.43	33.84	23.04	16.55
P/B	2.88	2.66	2.38	2.08
EV/EBITDA	55	20	14	11

## 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

徐闯,中国中投证券研究总部环保与公用事业高级分析师,中南财经政法大学投资学硕士,拥有工科、财务、投资复合背景,专注于电力、天然气、节能环保等行业研究。

罗文,中国中投证券研究总部环保与公用事业行业分析师,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

宣宜昊,环保与公共事业分析师,北京大学元培学院物理学学士,斯坦福大学工程学院环境工程硕士。

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