

盈峰环境 (000967) 研究报告

定增强固废监测布局，收购进军农村污水蓝海

买入 (维持)

2016年7月25日

首席证券分析师 袁理

执业资格证书号码:

S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 翟莹

021-60199789

zhaik@dwzq.com.cn

盈利预测及估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,043	4,430	5,450	5,700
同比(+/-)%	0.8%	45.6%	23.0%	4.6%
净利润(百万元)	112.10	294	408	566
同比(+/-)%	85.2%	162.4%	38.6%	38.8%
毛利率(%)	15.8%	19.7%	25.3%	27.9%
净资产收益率(%)	3.3%	8.2%	8.4%	10.6%
每股收益(元)	0.23	0.40	0.51	0.71
PE	62.59	35.78	28.46	20.50
PB	2.09	2.93	2.38	2.18

事件:

公司发布公告,拟向包括何剑锋、余常光在内的不超过10名投资者定增募资不超过9.5亿元,同时拟5.48亿收购大盛环球100%股权、明欢有限100%股权、亮科环保55%股权。

投资要点:

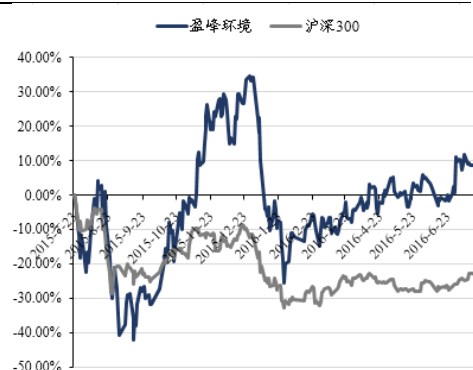
■ **大股东参与彰显信心,强化固废、监测布局:** 1) 不低于12.78元/股的价格向不超过10名投资者发行不超过7433万股, **募资不超过9.5亿元**; 其中**何剑锋(实际控制人)认购0.5-1.5亿元,余常光(亮科环保董事长)认购0.54-0.80亿元,限售期36个月**; 其他认购方限售期12个月。

2) 募集资金用于投向阜南/廉江/寿县垃圾发电项目(5.4亿)、环境监测全国运营中心升级及新建项目(2.3亿)、环境生态预警综合信息监控系统研发(0.6亿)和补充流动资金(1.2亿),强化公司在固废、环境监测领域布局。

➤ **垃圾焚烧项目陆续投产贡献业绩:** 1) 根据绿色东方当前项目进展, **阜南/廉江/寿县项目将分别于2016年11月、2016年12月、2017年10月投产**,完全投产后将增加垃圾焚烧能力约1,600吨/日,增加约1.5亿元年收入、0.53亿元利润总额。2) 绿色东方目前**9个已中标、签订的BOT项目达产后合计日垃圾处理量约8000吨/天**,阜南/廉江/寿县/仙桃项目承诺**2016-2019年累计利润总和不低于1.2亿元**。我们认为募集资金到位后公司将进一步推进其他垃圾焚烧发电项目的建设,进一步带来业绩增量。

➤ **监测业务范围扩张,借力物联网转型腾飞:** 1) 宇星科技将借力此次定增在全国**新建23个、升级77个(当前所有有效的)运营中心**,维持华北、华中全布局领先地位下进

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.47
一年最低价/最高价	18.06/9.73
市净率	3.19
流通A股市值(百万元)	8902

基础数据

每股净资产(元)	4.52
资产负债率(%)	36.04
总股本(百万股)	485
流通A股(百万股)	410

相关研究

1. 监测+治理双驱动转型打造大环保平台
2015年12月29日
2. 激励授予完成,环保大平台迎接高增长
2016年3月15日
3. 宇星发力助业绩超预期
2016年4月14日

一步拓展华东、华南市场，并对工业城市加大覆盖，提升市场占有率；项目建设期2年，完全达产后预计年收入1.92亿元、净利润0.59亿元。

2) 此次定增同时将进一步强化宇星科技物联网、移动互联网等相关技术，加强和完善覆盖全国的运维服务网络建设，未来有望在对政府端完善环境决策、预警、排污权交易、环境税征收等制度，对个体和企业端实现数据应用和环境管理升级，促进环境大数据采集、应用和变现。

3) 定增投向的环境综合信息监测与预警平台主要包括统一门户、水质监测预警分析子系统、VOC监测预警分析子系统、土壤重金属监测预警分析子系统。《重点行业挥发性有机物削减行动计划》和《土壤污染防治行动计划》出台后VOCs监测、土壤监测市场将进一步打开，宇星环境监测产品线齐全，新产品系统开发完成后将进一步巩固行业龙头地位，受益明显。

- **收购稳健现金流资产，进军农村污水处理蓝海：5.48亿收购大盛环球100%股权（1.40亿）、明欢有限100%股权（2.94亿）、亮科环保55%股权（1.14亿）。**根据交易方业绩承诺，整体对应2016年收购PE 11.91倍，估值相对合理。

1) 大盛环球和明欢有限拥有境内广东省佛山地区清源环保、源润水务、华盈环保、华博环保、源溢水务等5家城镇污水处理公司，污水日处理量28.8万立方米，占佛山顺德区污水处理总量超过50%，收购后由亮科环保运营，承诺2016-2018每年扣非净利不低于3500万元，为公司提供稳健现金流。

2) 亮科环保主营农村污水处理及生态修复，承诺2016-2018年净利润0.2、0.3、0.4亿元；农村污水处理市场空间巨大尚未打开（根据环保研究机构E20预测“十三五市场空间1400亿元”）。亮科环保曾先后在佛山地区中标并实施了30多项农村污水处理项目，近中标5.02亿广东郁南县合作污水治理PPP项目（联合康达环保，项目获农发行支持，http://www.gdep.gov.cn/news/hbxw/201607/t20160720_212949.html），强示范效应下有望在广东全省以及全国范围加速复制。

- **盈利预测与估值：**考虑到公司垃圾焚烧发电项目的进度、收购公司的业绩贡献以及发行后的摊薄，我们预测公司2016/2017/2018年实现EPS 0.40/0.51/0.71元，对应PE 36/28/21倍。股权激励覆盖面广行权价高（范围涵盖本部+上风环保+专风/威奇+宇星/绿色东方，行权价复权后12.51元）、股东高管增持（增持价复权后13.80元）彰显信心，维持“买入”评级。

- **风险提示：**收购整合风险，业绩承诺不达预期。

图表 1 盈峰环境募投项目列表

项目	投资总额 (亿元)	拟使用募集资金 (亿元)
一、建设生活垃圾焚烧发电项目		
寿县生活垃圾焚烧发电项目	2.50	2.20
阜南生活垃圾焚烧发电项目	2.59	1.90
廉江生活垃圾焚烧发电项目	2.59	1.30
小计	7.67	5.40
二、环境监测全国运营中心升级及新建项目		
	2.53	2.30
三、环境生态预警综合信息监控系统研发		
	0.62	0.60
四、补充流动资金		
	1.20	1.20
合计	12.02	9.50

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 2 募投垃圾焚烧项目进度

垃圾焚烧发电项目	一期规模 (吨/日)	总规模 (吨/日)	特许经营期 (年)	收费价格 (元/吨)	开工建设时间	主体工程完成时间	试运营时间
寿县	600	1200	30	55	2016年3月	2017年9月	2017年10月
阜南	500	1000	30	30	2015年3月	2016年10月	2016年11月
廉江	500	1000	30	40	2015年1月	2016年11月	2016年12月

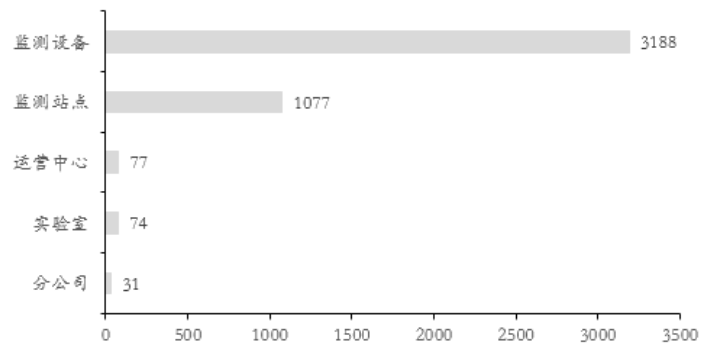
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 3 宇星科技全国业务布局



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

图表 4 宇星科技非资源资质强大



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 5 盈峰环境盈利预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	3958.4	4579.6	5458.0	5993.3	营业收入	3042.6	4430.0	5450.0	5700.0
现金	554.3	500.0	505.4	846.4	营业成本	2562.1	3556.8	4073.0	4110.0
应收款项	2605.6	3034.2	3732.9	3904.1	营业税金及附加	11.5	44.3	54.5	57.0
存货	569.5	779.6	892.7	900.8	营业费用	111.3	212.6	376.1	393.3
其他	228.9	265.8	327.0	342.0	管理费用	188.8	268.2	460.1	475.3
非流动资产	1499.2	1551.2	1527.8	1482.5	财务费用	57.8	56.2	53.8	35.9
长期股权投资	19.0	10.7	29.7	29.7	投资净收益	35.9	30.0	30.0	30.0
固定资产	575.6	638.2	598.2	555.1	其他	-93.2	-7.6	-7.7	-7.8
无形资产	71.6	69.2	66.9	64.7	营业利润	53.9	314.2	454.9	650.7
其他	833.0	833.0	833.0	833.0	营业外净收支	70.9	50.0	50.0	50.0
资产总计	5457.6	6130.8	6985.9	7475.9	利润总额	124.8	364.2	504.9	700.7
流动负债	1894.2	2328.0	1870.8	1884.3	所得税费用	17.3	54.6	75.7	105.1
短期借款	901.3	1430.4	800.0	800.0	少数股东损益	-4.6	15.5	21.5	29.8
应付账款	370.7	292.3	334.8	337.8	归属母公司净利润	112.1	294.13	407.67	565.85
其他	622.2	605.3	736.0	746.5	EBIT	171.6	350.5	488.7	666.6
非流动负债	120.8	120.8	120.8	120.8	EBITDA	229.6	405.5	550.0	730.9
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	120.8	120.8	120.8	120.8	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
负债总计	2015.0	2448.8	1991.6	2005.1	每股收益(元)	0.23	0.40	0.51	0.71
少数股东权益	80.3	92.7	109.9	133.7	每股净资产(元)	6.93	4.95	6.08	6.64
归属母公司股东权益	3362.3	3597.6	4873.7	5326.4	发行在外股份(百万股)	484.9	727.4	801.7	801.7
负债和股东权益总计	5457.6	6139.1	6975.2	7465.1	ROIC(%)	4.7%	6.3%	7.6%	9.7%
					ROE(%)	3.3%	8.2%	8.4%	10.6%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	15.8%	19.7%	25.3%	27.9%
经营活动现金流	207.2	-506.4	-203.6	483.1	EBIT Margin(%)	5.6%	7.9%	9.0%	11.7%
投资活动现金流	-150.6	-18.2	-29.0	-29.0	销售净利率(%)	3.7%	6.6%	7.5%	9.9%
筹资活动现金流	282.9	470.3	238.1	-113.2	资产负债率(%)	36.9%	39.9%	28.5%	26.8%
现金净增加额	340.4	-54.3	5.4	340.9	收入增长率(%)	0.8%	45.6%	23.0%	4.6%
企业自由现金流	-1631.1	-549.1	-252.1	421.1	净利润增长率(%)	85.2%	162.4%	38.6%	38.8%

数据来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>