

盈峰环境（000967）研究报告

布局环保产业园&大型固废项目，环保大平台加速扩张

买入（维持）

2016年10月10日

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	67.83	38.78	30.84	22.22
PB	2.26	3.17	2.58	2.36

首席证券分析师 袁理

执业资格证书号：S0600511080001

yuanl@dwzq.com.cn

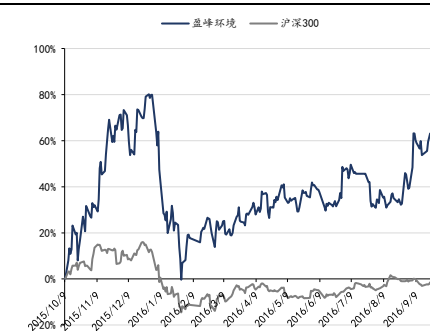
021-60199782

研究助理 翟堃

zhaik@dwzq.com.cn

021-60199789

股价走势



事件：

公司公告：1) 与佛山市顺德区经促局共同签订《盈峰环境顺德环保产业园项目投资合作协议》，计划总投资10亿元。2) 与佛山瀚蓝固废组成竞投联合体，竞投中标广东顺控环投的增资扩股项目。

投资要点：

- **完善业务链条，加速打造环保大平台：**1) 与佛山市顺德区经促局签订《盈峰环境顺德环保产业园项目投资合作协议》，计划总投资10亿元。其中首期投资3.8亿元，二期投资将根据环保市场发展状况分步完成。首期将建设环境监测设备（水/气/土壤），水处理与治理专用设备项目；二期将建设固废处理设备及系统集成新建项目，环境治理与生态修复装备与互联网+环境系统新建项目，及环境技术与孵化基地。2) 项目涉及环境监测、环保装备、环境治理、环保材料、环保服务等，有利于公司形成较为完善的环保产业链和完整的产业布局，进一步深化“高端装备制造+环境综合服务商”的发展战略。
- **投资热电固废项目，强化固废板块布局：**1) 与佛山瀚蓝固废组成竞投联合体，竞投中标广东顺控环投的增资扩股项目，公司拟出资1.32亿元，占顺控环投15%股权。2) 顺控环投热电项目总投资18.1亿元，特许经营期30年（建设期2年），日处理生活垃圾3000吨（109.5万吨/年），日处理污泥700吨（25.55万吨/年）。项目建成后将是顺德区唯一的热电项目，将成为公司新的利润增长点。3) 投资项目对公司的生活垃圾焚烧发电业务具有良好的协同和带动作用，同时首次进入污泥处理领域，进一步强化固废处理板块布局。
- **宇星应收账款回收顺利，垂直管理制度出台受益明显：**1) 截至9月20日，公司已收到宇星科技原股东太海联、福奥特、

市场数据

收盘价(元)	15.68
一年最低价/最高价	8.66/18.55
市净率	3.44
流通A股市值(百万元)	6431

基础数据

每股净资产(元)	6.87
资产负债率(%)	37.95
总股本(百万股)	727
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. 宇星业绩超预期，海外收购加速打造环保大平台
2016年4月24日
4. 定增强化固废监测布局，收购进军农村污水处理蓝海
2016年7月25日
5. 宇星业绩超预期，环保大平台日趋完善
2016年8月28日

和熙投资、ZG 香港、鹏华投资、JK 香港已完成第一期应收账款及其他应收款购回款，合计 7.7 亿元，显示出宇星科技应收账款问题开始得到较好解决。宇星科技并购对赌业绩为，归母净利润在 2015-2017 年不低于 1.2、1.56、2.1 亿元，2015 年及 2016 年上半年宇星业绩超预期，未来随着回款问题的解决及自身的优势，将迎来高增长。**2) 中办、国办发布《关于省以下环保机构监测监察执法垂直管理制度改革试点工作的指导意见》，**意见指出，2017 年 6 月底前完成试点工作，2018 年 6 月底前完成省以下环境保护管理体制调整工作，确保“十三五”时期全面完成环保机构监测监察执法垂直管理制度改革任务，到 2020 年全国省以下环保部门按照新制度高效运行。垂直管理体制与上收监测事权将排除地方干扰，将极大促进监测行业发展，宇星科技作为环境监测龙头企业，各项资质齐全，未来将充分受益。

- **垃圾焚烧发电项目陆续投产贡献业绩：1)** 定增募集资金 9.5 亿中 5.4 亿元投向绿色东方阜南/廉江/寿县垃圾发电项目，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。
- **收购稳健现金流资产，进军农村污水处理蓝海：1)** 4.49 亿元收购大盛环球 100% 股权 (1.09 亿)、明欢有限 100% 股权 (2.26 亿)、亮科环保 55% 股权 (1.14 亿)，收购标的承诺 2016-2018 年合计净利润分别不低于 0.55 亿元、0.65 亿元、0.75 亿元，对应 2016 年 PE9.76 倍，估值合理。**2)** 大盛环球和明欢有限拥有境内广东省佛山地区 污水日处理量 28.8 万立方米，收购后由亮科环保运营为公司提供稳健现金流。**3)** 亮科环保主营农村污水处理及生态修复，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，近期中标 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 PE39/31/22 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%
					毛利率(%)	15.8%	19.7%	25.3%	27.9%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	EBIT Margin(%)	5.6%	7.9%	9.0%	11.7%
经营活动现金流	207.2	-506.4	-203.6	483.1	销售净利率(%)	3.7%	6.6%	7.5%	9.9%
投资活动现金流	-150.6	-18.2	-29.0	-29.0	资产负债率(%)	36.9%	39.9%	28.5%	26.8%
筹资活动现金流	282.9	470.3	238.1	-113.2	收入增长率(%)	0.8%	45.6%	23.0%	4.6%
现金净增加额	340.4	-54.3	5.4	340.9	净利润增长率(%)	85.2%	162.4%	38.6%	38.8%
企业自由现金流	-1631.1	-549.1	-252.1	421.1					

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>

