

# 盈峰环境 (000967.SZ) 环保工程与服务行业

评级：买入 首次评级

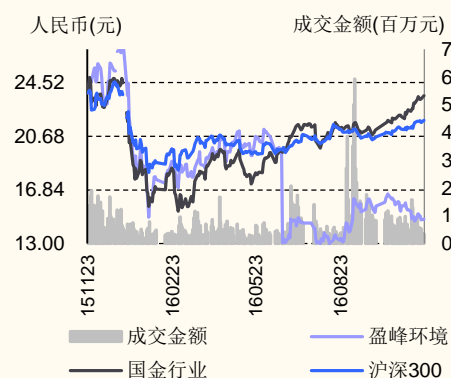
公司深度研究

市场价格 (人民币): 14.75 元  
 目标价格 (人民币): 26.00-28.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	444.67
总市值(百万元)	10,728.95
年内股价最高最低(元)	26.90/13.00
沪深 300 指数	3441.11
深证成指	10899.92



## 外延并购春风吹，环保平台盈峰铸

### 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.197	0.231	0.379	0.623	0.984
每股净资产(元)	4.53	6.93	7.92	8.87	10.39
每股经营性现金流(元)	0.29	0.42	0.98	-0.21	0.37
市盈率(倍)	39.98	77.39	38.97	23.68	14.99
行业优化市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润增长率(%)	13.94%	85.24%	153.93%	69.83%	56.85%
净资产收益率(%)	4.36%	3.33%	7.41%	11.24%	15.06%
总股本(百万股)	306.67	484.92	752.07	776.01	770.87

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **高端装备制造+综合环境服务商，加速环保产业升级：**公司传统业务为风机、风冷等高新技术产品的研发制造，于 2000 年在深交所上市，是我国风机行业唯一上市公司。2015 年公司收购宇星科技，标志公司正式转型进入环保领域。此后，公司先后收购固废、水处理等多家环保企业，加速环保产业升级，打造环保综合服务商。
- **收购监测龙头企业宇星科技，应收账款回收超预期：**环境监测行业技术壁垒高，行业集中度大，市场空间大，预计“十三五”期间市场容量可达 900 亿。公司以现金支付 3.8 亿元、股份支付 13.2 亿元，合计 17 亿元收购环境监测龙头企业宇星科技 100% 股权，宇星科技备考利润 16、17 年分别为 1.56 亿元和 2.1 亿元。标志公司正式跨入环保领域。
- **外延并购不断，目标直指环保综合服务商：**固废领域，公司于 2015 年增资绿色东方 70% 股权，绿色东方是垃圾焚烧企业，未来四年对赌（2016 年-2019 年）廉江项目、仙桃项目、阜南项目、寿县项目累计利润不低 1.2 亿元；水处理领域，公司于 2016 年收购亮科环保 55% 股权，大盛环球及明欢有限 100% 股权，进一步完善产业布局。同时公司设立 30 亿元环保并购基金，旨在通过实现产业资源与金融资本的良性互动，储备更多并购标的，整合产业资源。
- **管理层锐意进取，股权激励激发经营活力：**公司于 2016 年 2 月发布股权激励计划，拟向公司管理人员共计 64 名授予总计 544 万份股票期权。公司股权激励政策让公司管理层和核心成员利益公司营业发展保持一致，齐心协力也使得公司更具人才吸引。同时公司近年财务表现良好，负债率处于行业地位，利润率逐年上涨。

### 投资建议

- 我们看好公司未来雄厚的资本实力，优秀的管理团队，通过外延并购，全方位打造环保大平台等因素，预计 2016-2018 年 EPS 为 0.38 元、0.62 元和 0.98 元。公司订单增量、可复制盈利的环保项目将持续不断，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

- 项目不达预期；政府政策改变。

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003  
 (8610)66216815  
 subaoliang@gjzq.com.cn

## 内容目录

高端装备制造+综合环境服务商，加速环保产业升级.....	4
收购监测龙头企业宇星科技，应收账款收回达预期.....	6
环境监测产业链以中游为核心，技术壁垒高，行业集中度大.....	6
政策驱动，十三五期间环境监测市场容量可达 900 亿.....	6
收购宇星科技，切入环境监测，助全年业绩高增.....	8
外延并购不断，目标直指环保综合服务商.....	8
背靠美的集团，雄厚资本搭建大环保平台.....	9
收购绿色东方，布局固废领域.....	9
收购亮科环保、大盛环球及明欢有限，进军水处理领域.....	11
设立环保并购基金，构建环保生态圈.....	11
定增垃圾焚烧及环境监测，加大环保业务投入.....	12
管理层锐意进取，股权激励激发经营活力.....	12
管理层股权激励政策促业绩增长.....	12
负债率低，利润率升高，公司财务表现良好.....	12
盈利预测.....	13

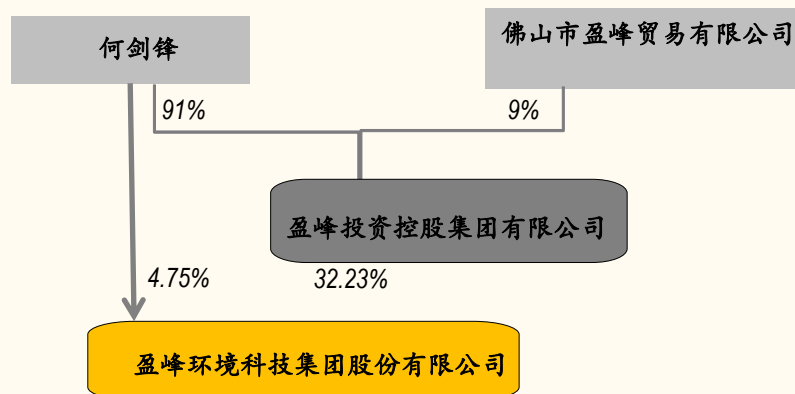
## 图表目录

图表 1: 盈峰环境股权结构.....	4
图表 2: 公司业务简介及运营模式.....	5
图表 3: 2015 公司分产品业务收入占比.....	5
图表 4: 2016 年上半年公司分业务收入占比 .....	5
图表 5: 公司 2011-2016Q3 营业收入与增速 .....	6
图表 6: 公司 2011-2016Q3 利润率.....	6
图表 7: 环境监测产业链 .....	6
图表 8: 环境监测相关政策.....	7
图表 9: 2016-2020 年环境监测行业市场规模预测 .....	7
图表 10: 宇星科技主要产品和服务 .....	8
图表 11: 宇星科技销售及盈利模式.....	8
图表 12: 盈峰环境资本运作.....	9
图表 13: 固废及环保投资额 .....	10
图表 14: 收购标的及业务情况 .....	11
图表 15: 非公募集资金用途.....	12
图表 16: 股权激励计划.....	12
图表 17: 2011-2016Q3 资产负债率.....	13
图表 18: 2011-2016Q3 毛利及利润率 .....	13
图表 19: 财务预测 .....	13

## 高端装备制造+综合环境服务商，加速环保产业升级

- 盈峰环境科技集团股份有限公司，原名浙江上风实业股份有限公司，系经浙江省股份制试点工作协调小组浙股〔1993〕51号文批准，由浙江风机风冷设备公司为主发起人联合上虞风机厂、绍兴市流体工程研究所共同发起，以定向募集方式设立，于1993年11月18日在浙江省工商行政管理局登记注册，总部位于浙江省绍兴市。2000年3月30日在深交所上市。2015年公司进行战略转型升级，正式跨入环保领域，打造综合大环保平台。先后以17亿全资收购国内环境监测行业龙头公司：宇星科技（深圳）发展有限公司、1亿控股国内固废处理领军企业深圳市绿色东方环保有限公司并且成立30亿环保并购基金布局未来。2016年3月29日，公司正式更名盈峰环境科技集团股份有限公司。根据2015年公司年报披露，盈峰环境主要控制人何剑锋控制的持有公司37%股份，盈峰投资持有公司32.23%的股份。

图表 1：盈峰环境股权结构



来源：2015 公司年报，国金证券研究所

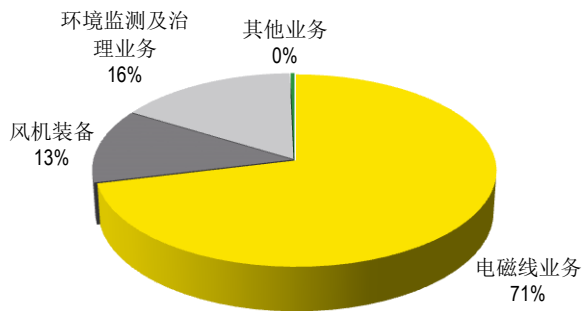
- 目前公司的业务涉及环境监测、固废治理、风机装备及电磁线业务四大板块。据公司 2015 年年报披露，公司电磁线业务占比 71.22%，风机装备占比 12.44%，环境监测及治理业务占比 16%。
- 风机装备领域：2016 年 11 月，公司全资子公司浙江上风高科专风实业有限公司中标中广核工程两个项目，防城港核电项目 3-4 号机组 LOT12B（CI/BOP 风机），中标金额：495 万元。2、防城港核电项目 3-4 号机组 LOT150Aa 核岛 HVAC 系统风机，中标金额：3,580.4155 万元。中广核工程有限公司以核电工程项目建设为主，兼顾常规清洁能源项目的建设，上述两个合同是中广核工程有限公司华龙一号核电项目首堆合同，供货范围包括了防城港核电 3-4 号机组项目核岛及常规岛、BOP 风机设备。本次合同签订签署对公司风机产业未来经营业绩存在积极的影响。

图表 2: 公司业务简介及运营模式

业务板块	业务范围	经营模式
环境监测业务	业务范围覆盖烟气、空气质量、灰霾、水质、水利、油烟、土壤、海洋、噪声扬尘等诸多领域，为政府及企业提供环境咨询、规划设计、环境监测及运维、环境预警监测与应急、智慧城市、环境治理等全方位的综合服务	环境监测业务采用以直销为主、代理为辅，部分治理业务采取采用特许经营的模式。
固废治理业务	固废治理板块主要经营城市生活垃圾焚烧发电、大气污染防治、飞灰处理、渗滤液处理业务。公司已经建立从垃圾源头收集到终端处理的全流程一条龙垃圾管理服务体系，全面掌握了垃圾焚烧发电领域的核心技术，并积累了丰富的行业经验。	固废处理业务采用特许经营的模式，通过与当地政府或市政管理部门签订 BOT 或 TOT 特许经营协议，在特许经营的范围内提供相应服务。
风机装备业务	公司为风机装备龙头企业。产品涵盖风机、消声器、风阀、制冷设备、冷却塔等，业务范围覆盖核电、地铁、隧道、污水处理、脱硫脱硝、工民建等领域	风机装备主要是以直销为主、代理为辅的模式。
电磁线业务	产品涵盖铜线、铝线、圆线、扁线、漆包线、纸包线、丝包线等各温度等级的线种，广泛应用于汽车电机、制冷压缩机、防爆电机、电子线圈、电动工具、超高压输配电设备、轨道交通、风能发电设备等各类电机、电器中	电磁线采取以销定产的直销模式。

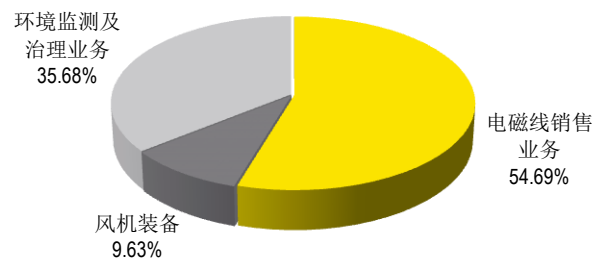
来源：2015 年报、国金证券研究所

图表 3: 2015 公司分产品业务收入占比



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 4: 2016 年上半年公司分业务收入占比

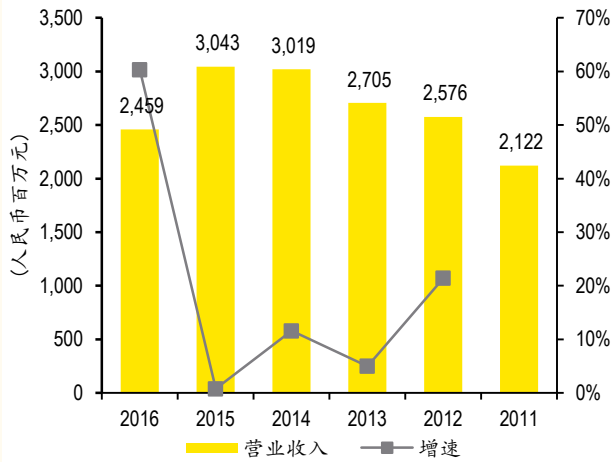


来源：公司公告、国金证券研究所

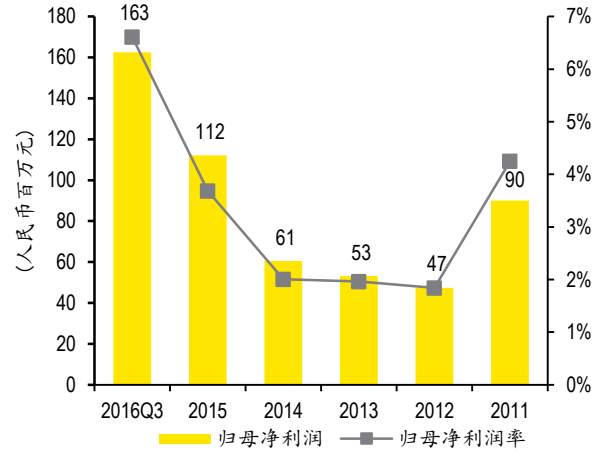
- 2015 年，公司营业收入达到 30.4 亿元，同比增长 0.78%，归母净利润达到 1.1 亿元，较上年同期增长低 85%。2016 年初至第三季度，营业收入达到 8.88 亿元，同比增长 60.3%，实现净利润为 7,529 万元，同比增长 71.44%。我们可看到公司利润率有所下滑，这是由于行业竞争激烈导致部分业务毛利率下降所致。公司发布三季报，实现营业收入 24.6 亿元，同比增加 24.1%，实现归母净利润 1.6 亿元，同比增加 258.3%，eps 为 0.335 元。

单季度看，实现营业收入 6.4 亿元，同比增加 8.9%，实现归母净利润 4447 万，同比增加 356.9%，eps 为 0.092 元，业绩符合预期。

图表 5: 公司 2011-2016Q3 营业收入与增速



图表 6: 公司 2011-2016Q3 利润率



来源：公司公告、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

### 收购监测龙头企业宇星科技，应收账款收回超预期

#### 环境监测产业链以中游为核心，技术壁垒高，行业集中度大

- 环境监测产业链以中游为核心，投资价值最大。我国环境监测产业链的上游为硬件、监测系统软件、检测试剂等；中游为监测仪器、监测系统及相关服务；下游为仪器维护和设备运营等。中游监测仪器及系统技术壁垒高，利润空间大，即投资价值最大。

图表 7: 环境监测产业链

产业链	分类	投资价值
上游	硬件：风管、传感器等；监测系统软件、检测试剂等	投资价值较小
中游	监测仪器：色谱仪、光谱仪等；监测系统：空气质量监测系统、水质在线监测系统	投资价值最大
下游	运营维护：政府下属的环境监测站等事业单位；电力、水泥钢铁等重点排污企业	投资价值大

来源：国金证券研究所

- 我国环境监测行业壁垒较高，垄断格局雏形已现，领先企业占据半壁江山。首先，作为技术密集型产业，环境监测行业技术门槛偏高，目前国内从事环境监测的企业仅有两百多家。高端过程分析仪器市场，大多被德国西门子、瑞士 ABB、美国赛默飞世尔等外资企业所占领；内资企业如聚光科技、先河环保、雪迪龙等，主要面向中低端过程分析仪器市场。其次，在“十二五”期间，销售收入前十的企业市场占有率维持在 60% 左右，行业竞争格局已经基本形成。恰逢行业本身具有较高技术壁垒，领先企业未来将拥有更深的“护城河”，预示着环境监测行业正迎来三足鼎立时代。因此，对于国内的环境监测企业来说，未来的发展是机遇与挑战并存。

#### 政策驱动，十三五期间环境监测市场容量可达 900 亿

- “十三五”期间，环境监测政策扶持力度将持续加码。一方面，新环保法、水十条、生态环境监测网络、“十三五”规划、“互联网+”绿色生态等重磅政策陆续地出台，环境监测原有的市场领域将进一步地拓展。例如，在《国家环境质量监测事权上收方案》的“国家考核、国家监测”和《环境

监测数据弄虚作假行为处理办法(征求意见稿)》的“上升到刑事处罚”下, 排污企业会有更多的监测设备的需求。

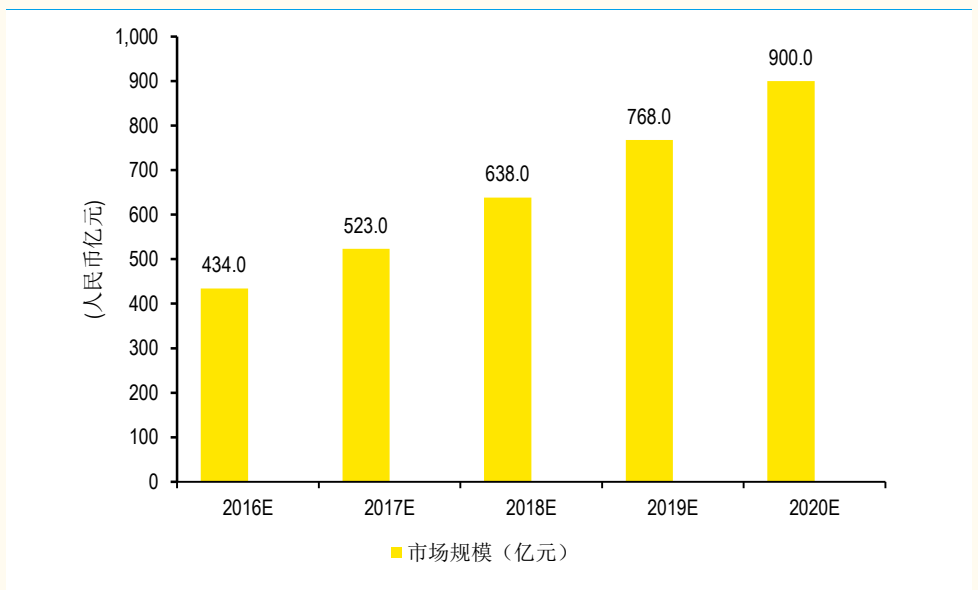
图表 8: 环境监测相关政策

政策	颁布时间	相关政策
《“十三五”环境监测质量管理工作方案》	2016.11	环境监测首个5年方案, 颁布叠加事权上收、监测先行等政策。
通过《生态环境监测网络建设方案实施计划》	2016.2	生态环境监测网络建设要与垂直监测改革相结合。明确要求环保部适度上收国控点的生态环境监测事权; 监察执法垂直管理则加强层级管理制度, 形成一个企业主体责任、地方政府监管、上层政府约束的新局面, 形成真正的“铁腕治理”模式。
《“互联网+”绿色生态三年行动实施方案》	2016.1	加强资源环境动态监测、大力发展智慧环保等
2016年全国环境保护会议	2016.1	VOCs减排压力大, VOCs纳入总量控制范围
十三五规划	2015.11	实行省以下环保机构监测监察执法垂直管理制度
编制《国家环境质量监测事权上收方案》	2015.8	监测权上收, 国家考核, 国家监测
生态环境监测网络建设方案	2015.8	全面布点, 全国联网, 自动预警, 依法追责
环境监测数据弄虚作假行为处理办法(征求意见稿)	2015.6	出发监测数据弄虚作假行为
水十条	2015.4	水资源承载能力监测预警, 完善水环境监测网络、污染物统计监测体系
《关于推荐环境监测服务社会化的指导意见》	2015.2	开放环境监测服务市场
新环保法	2015.1	建立健全监测制度、监测设备标准、监测预警机制等

来源: 公开信息、国金证券研究所

- 随着 VOCs 政策密集发布, 即将出台的土十条, 设置水、大气、土壤三个环境管理司等因素, 环境监测的新市场领域巨大, 例如新兴 VOCs、土壤等监测设备领域。同时, 随着国家对环境监测行业的政策倾斜和资金投入加大, 整个社会对环境问题的关注度提升, 环境监测站点增加以及环境监测技术升级, 环境监测行业“十三五”期间将延续前几年的行业景气度, 据第三方预测, 2020 年环境监测行业市场规模有望突破 900 亿元, 五年复合增速约为 20%左右。

图表 9: 2016-2020 年环境监测行业市场规模预测



来源: 中国产业信息网、国金证券研究所

### 收购宇星科技，切入环境监测，助全年业绩高增

- 公司于 2015 年 11 月正式公布发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易实施情况暨新增股份上市报告书，公司以现金支付 3.8 亿元、股份支付 13.2 亿元，合计 17 亿元收购宇星科技 100% 股权，标志公司正式跨入环保领域。此次交易，宇星科技承诺 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。
- 宇星科技主要为排污企业和政府环境保护部门提供技术支撑，并在环境在线监控、环境治理工程和环境治理设施运营服务方面为客户提供产品和服务。其主要产品及服务如下：

图表 10：宇星科技主要产品和服务

产品和服务	主要功能
环境监测仪器	运用红外、紫外、激光、XRF、β 射线、分光光度、生物、电极、超声波、电磁等技术，对气体、水体中的污染物质和流量进行实时在线分析监测、测量。
环境监测系统	利用通信、网络、自动化控制和精密仪器技术，及时、准确地完成环境数据的采集、传输、分析、预警。为政府制定环境政策，开展环境执法，提供数据支持。
环境治理工程	应用新技术、新工艺、新方法，承建环保治理工程，减少废气、废水、固废污染。
环境治理设施运营	通过不断积累的环境治理设施运营经验，保证环境治理设施高效、正常运行，达到减少污染排放的目的。

来源：公司公告、国金证券研究所

- 宇星科技形成以客户需求为导向、以研发和销售为核心的经营模式。技术研发和市场销售是环境监测仪器设备行业的两大核心环节，采购模式方面，采用常规原材料采购和外协加工采购；生产模式，宇星科技产品包括标准化产品和定制化产品两类。宇星科技采用销售及盈利模式如下：

图表 11：宇星科技销售及盈利模式

产品和服务	销售及盈利模式
环境监测仪器及系统	销售模式采取了直销与向合作商销售相结合的模式；盈利主要依据响应设备的销售价差来实现
环境治理工程	经营模式包括 BOT（建设-经营-移交）、BT（建设-移交）等多种经营模式；盈利模式主要基于合同，依据客户出具的工程验收报告确认的工程进度，按照完工百分比来确认工程服务收入和成本，确认相关利润。
环境治理设施运营	经营模式包括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；盈利主要来源于按照合同约定的付款方式确定的服务收入和相应的服务成本差额。

来源：公司公告、国金证券研究所

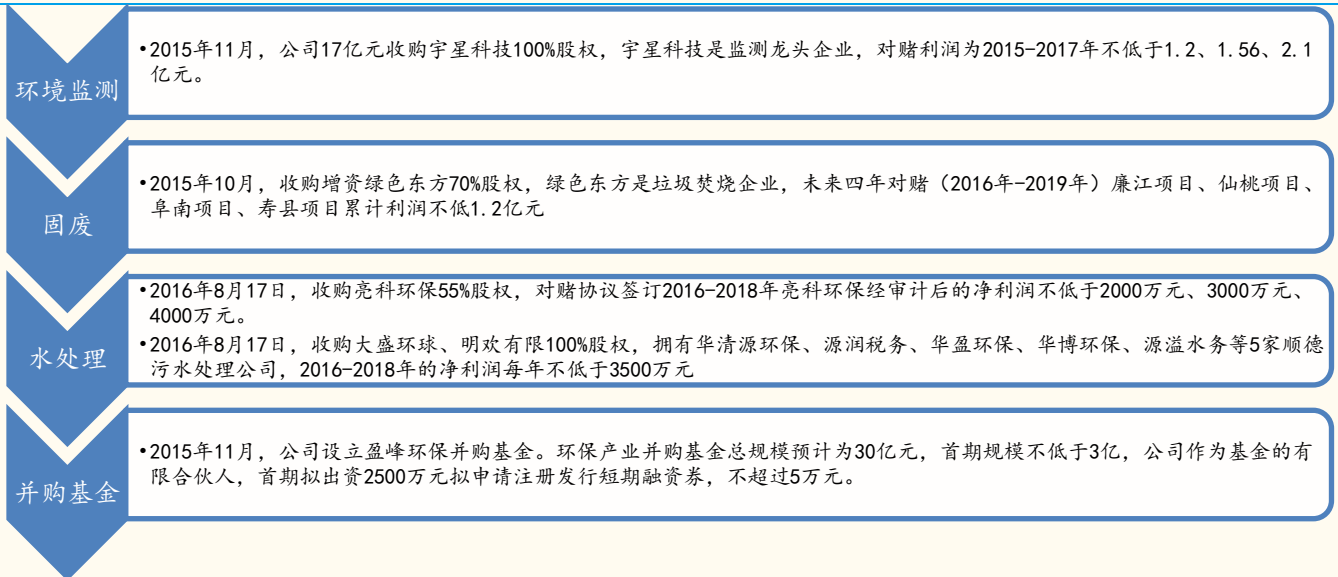
- 宇星科技所在环境监测行业将继续延续行业景气度，据第三方预测，环境监测行业在“十三五”期间，五年复合增速约为 20% 左右，2020 年环境监测行业市场规模有望突破 900 亿元。这将为盈峰环境未来的发展带来可观的利润。
- 宇星科技应收账款回收顺利。公司已于 2016 年 9 月收到宇星科技园股东太海联、福奥特等第一期应收账款购回款，合计 7.7 亿元。

### 外延并购不断，目标直指环保综合服务商

### 背靠美的集团，雄厚资本搭建大环保平台

- 公司拥有雄厚资本实力，绿色东方董事长何剑锋是美的集团创始人何享健独子，同时担任浙江上风实业董事长、美的集团董事等职务，盈峰控股还是易方达基金管理公司并列第一大股东，并战略投资了开源证券、顺德农商银行、香港卫视等。自 2015 年以来公司先后收购宇星科技 100%股权，增资控股绿色 70%股权；成立 30 亿元环保并购基金，为后续外延拓展业务提供资金。2016 年，公司现金收购亮科环保 55%股权和顺德区物价城镇污水处理厂 100%股权，形成环保监测、水、固废三位一体环保大平台。

图表 12：盈峰环境资本运作

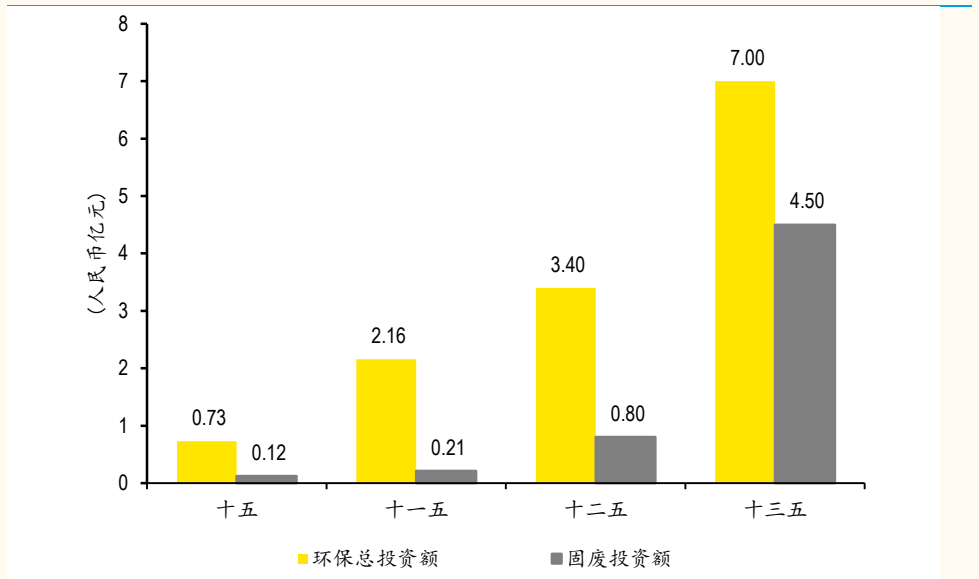


来源：公司公告、国金证券研究所

### 收购绿色东方，布局固废领域

- “十三五”期间固废市场预计行业空间可达万亿。“十五”期间，我国环保投资总额不足万亿元，到“十一五”期间，我国环保总投资额与固废处理投资额分别达到 2.16 万亿和 0.21 万亿，其中主要投资于生活垃圾无害化处理、医疗废物及工业固废的综合利用和危险废物集中处置三大领域，固废处置投资的复合增速达到 18.5%，增速加快并开始超过大气污染治理领域 16.5%的投资增速，其中生活垃圾处置更是以 25%的增速成为环保投资中增长最快的领域。“十二五”期间我国环保产业投资规模预计达到 3.4 万亿元，其中固废治理行业达到 8,000 亿元，较“十一五”期间约翻两番。市场规模将急剧扩大。十三五固废处理行业投资区间在 4.25-5.10 万亿之间，那么到 2020 年前，我国固废处理行业市场规模有望达到万亿元。

图表 13: 固废及环保投资额



来源：发改委、国金证券研究所

- 我国人口基数大，生活垃圾是固废的重要组成部分。我国人口众多，据中商产业研究院大数据显示，2015年，城市垃圾年产量2.1亿吨，全国设市城市生活垃圾清运量为1.92亿吨，城市生活垃圾无害化处理量1.80亿吨。其中，焚烧处理量为0.61亿吨，占33.9%。政府对垃圾焚烧处理进行补贴，补贴金额为70-80元/吨，若对垃圾进行第三方处理，能产生280元/吨的处理服务费。此外，垃圾焚烧发电，一吨垃圾可产生280度上网电量。根据《2009年中国环境保护产业发展报告》预计2030年，中国每年的垃圾产生量将近5亿吨。
- 固废污染防治起步较晚，进入门槛低，政策法规频出推动行业发展。1996年4月1日起实施的《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》是中国第一部针对固体废物污染环境防治的法律，标志着我国固体废物污染防治工作已被纳入了法制化的管理轨道。2000年后，国家陆续出台了《城市生活垃圾处理及污染防治技术政策》、《矿山生态环境保护与污染防治技术政策》、《全国危险废物和医疗废物处置设施建设规划》等政策法规，并制定了《生活垃圾填埋场污染控制标准》、《一般工业固体废物贮存、处置场污染控制标准》等一系列国家标准和行业标准，推动了固废污染防治行业的规范和发展。
- 公司于2015年11月完成对绿色东方环保51%股权的收购，收购完成后再次对其增资，目前公司持有绿色东方70%股权。绿色东方承诺2016年至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1.2元（净利润以扣除非常性损益前后孰低为计算依据，该等净利润须以具有证券从业资格的会计师事务所审计数据为准）。同时，绿色东方控股及郑维先先生对于后续新增项目承诺：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）。
- 绿色东方环保是国内生活垃圾焚烧发电的开创者之一，已有多年的垃圾焚烧发电从业经验，具有先进的垃圾焚烧、烟气处理和渗滤液处理技术，且在“多驱动逆推式炉排焚烧垃圾的方法和设备”、“往复逆推式垃圾焚烧炉”、“压缩式垃圾脱水机”、“实现垃圾脱水处理的垃圾池”等方面获得了发明专利和实用新型授权专利。绿色东方环保有4个在建项目，以及5个拟建项目。4个在建项目在正常有序的推进中，预计从2016年8月份后，廉江、仙桃、阜南等项目陆续进入点火试运行。

- 绿色东方具有自主知识产权的大型垃圾焚烧炉专利技术填补了国内核心技术的空白。绿色东方环保在生活垃圾发电领域的技术优势，以及多年丰富的从业经验，将为公司后期拓展新的市场，以及为公司将来实现跨入第一梯队的目标奠定了基础。

#### 收购亮科环保、大盛环球及明欢有限，进军水处理领域

- 我国水处理未来市场发展空间巨大。根据国家统计局数据：截止 2014 年我国污水处理行业规模以上企业数量为 281 家，当中 57 家污水处理企业出现亏损，亏损企业亏损金额为 3.84 亿元，行业资产达到 1219.51 亿元，较 2013 年同期同比增长 11.9%。由产业信息网发布的《2015-2020 年中国污水处理行业前景研究与投资战略研究报告》中对污水处理行业分析，2014 年我国污水处理行业实现销售收入 159.61 亿元，同比增长 9.6%，行业企业利润总额为 15.37 亿元，同比增长 3.0%。我国“十三五”期间的污水治理投入(含治理投资和运行费用)将达到 13,922 亿元。其中，2020 年农村污水处理率预计将提高 30%，未来 5 年村镇污水处理市场潜在年均市场规模可达 43 亿元(不含管网建设)，“十三五”期间的投资规模将远大于“十二五”期间。
- 公司于 2016 年 8 月收购亮科环保、大盛环球及明欢有限，正式进军环保水处理板块。根据协议约定，公司以 11,400 万元收购亮科环保 55% 股权，公司全资子公司上风(香港)有限公司分别拟以 108,531,354.13 元、226,102,725.76 元收购大盛环球 100% 股权、明欢有限 100% 股权。上述收购标的股东承诺：2016-2018 年上述标的经审计后的合计净利润分别不低于 5,500 万元、6,500 万元、7,500 万元(扣除非经常损益及甲方内部业务后的净利润)。

图表 14：收购标的及业务情况

收购标的	主营业务	项目及规模
亮科环保	农村污水处理及生态修复及废气处理工程业务(拥有 7 项专利及资质)	亮科环保先后在佛山地区中标并实施了 30 多项农村污水处理项目，并在云浮郁南、罗定、新兴，湛江、江门、肇庆等地陆续开展试点示范项目的建设
大盛环球 明欢有限	明欢有限：两家公司拥有华清源环保、源润水务、华盈环保、华博环保、源溢水务等 5 家顺德污水处理公司	污水日处理规模达到 33.8 万立方米，

来源：公司公告、国金证券研究所

- 亮科环保、大盛环球及明欢有限的收购有利于公司布局城镇和农村污水处理业务，构建公司水处理的综合能力，为公司带来新的利润增长点，对促进公司的可持续性发展将起到积极的推动作用，符合全体股东的利益和公司发展战略。

#### 设立环保并购基金，构建环保生态圈

- 设立环保基金，促进环保业务布局。2015 年是公司战略转型的关键之年，为促进公司在环保领域的业务布局，在市场竞争中获得先机。2015 年 11 月，公司联合盈峰资本、易方达、纳兰德等国内知名投资机构设立了总规模 30 亿元的环保并购基金。并购基金投资方向为以环保产业为主题，主要聚焦在环境监测、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。
- 设立并购基金主要是为了抓住国内环保产业快速发展的机遇，充分发挥公

司自身的产业优势与合作方的金融资本优势，实现产业资源与金融资本的良好互动，储备更多并购标的，整合产业资源，以快速完善公司在环保领域的战略布局，打造国内一流的、综合型环保企业。

#### 定增垃圾焚烧及环境监测，加大环保业务投入

- 公司通过非公开发行，向包括实际控制人何剑锋、非关联自然人余常光以及其他符合条件的机构等不超过 10 名特定对象发行不超过 7433 万股，价格不低于 12.78 元/股，募集资金不超过 9.5 亿元。其中何剑锋承诺认购不低于 5000 万元且不超过 1.5 亿元，余常光认购不低于 5434 万元且不超过 8000 万元，二人认购股份锁定期 36 个月，其他认购对象锁定期 12 个月。

图表 15: 非公募募集资金用途

项目	投资总额	拟使用募集资金 (万元)	项目规模	时间	每年净利润 (万元)
寿县生活垃圾焚烧发电项目	25,006	22,000	一期 600 吨/日; 终期 1200 吨/日	30 年	2,400
阜南生活垃圾焚烧发电项目	25,861	19,000	一期 500 吨/日; 终期 1000 吨/日	30 年	1,300
廉江生活垃圾焚烧发电项目	25,868	13,000	一期 500 吨/日; 终期 1000 吨/日	30 年	1,900
<b>小计</b>	<b>76,735</b>	<b>54,000</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>	<b>5,600</b>
环境监测全国运营中心升级及新建项目	25,293	23,000	NA	建设期两年	5,932
环境生态预警综合信息监控系统研发	6,197	6,000	NA	NA	NA
补充流动资金	12,000	12,000	NA	NA	NA
<b>合计</b>	<b>120,225</b>	<b>95,000</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>

来源: 公司公告、国金证券研究所

#### 管理层锐意进取，股权激励激发经营活力

##### 管理层股权激励政策促业绩增长

- 公司于 2016 年 2 月发布股权激励计划，拟向中层管理及核心骨干共 64 人授予股票期权为 544 万份，占计划签署日公司总股本的 1.12%，期权行权价格为 18.77 元。行权条件为：以 2015 年业绩为基准，2016 年、2017 年、2018 年净利润增长率分别不低于 30%、60%及 100%。公司股权激励政策让公司管理层和核心成员利益公司营业发展保持一致，齐心协力也使得公司更具人才吸引。

图表 16: 股权激励计划

行权批次	行权数量占比	业绩考核指标	行权时间
第一个行权期	30%	2016 年扣非净利润较 2015 年增长不低于 30%	自授权日起 12 个月后的首个交易日其至授权日起 24 个月内的最后一个交易日当日止
第二个行权期	30%	2017 年扣非净利润较 2015 年增长不低于 60%	自授权日起 24 个月后的首个交易日其至授权日起 36 个月内的最后一个交易日当日止
第三个行权期	40%	2018 年扣非净利润较 2015 年增长不低于 100%	自授权日起 36 个月后的首个交易日其至授权日起 48 个月内的最后一个交易日当日止

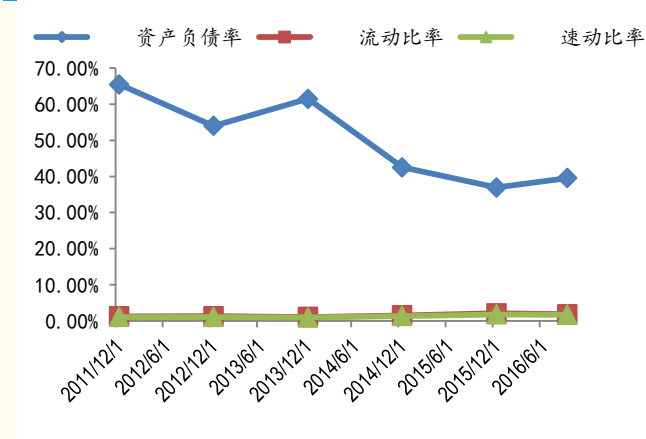
来源: 公司公告、国金证券研究所

#### 负债率低，利润率升高，公司财务表现良好

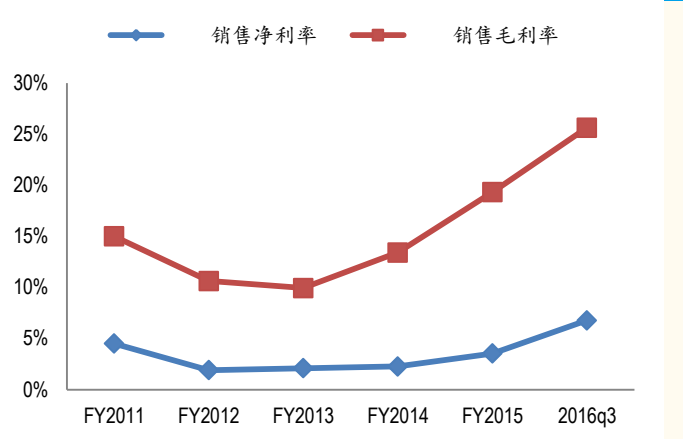
- 公司负债率呈降低趋势，利润率呈升高趋势。公司 2016Q3 负债率为

39.53%，处于行业低位，公司资本结构稳定。同时公司毛利率及净利润率自 2013 年来逐年升高，主要系公司传统风机订单增加，同时 2015 年公司收购宇星科技后，转型高利润率环保业务所致。

图表 17: 2011-2016Q3 资产负债率



图表 18: 2011-2016Q3 毛利及利润率



来源：公司公告、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

### 盈利预测

- 电工器械制造业务：预计公司战略规划将会更多向环保业务转移，传统电磁线业务比重将会降低，增速放缓，预计 2016-2018 年收入增速为负 7%至负 5%。
- 机械制造业务：公司于 2016 年中标中广核工程两个项目，预计机械制造（风机业务）未来会有所增长但增速会放缓，我们给予风机业务板块收入增速 0%~5%。
- 环境监测业务：公司收购宇星科技后，环境监测业务飞速发展，考虑到公司重点部署环保领域，强大的资金实力和优秀的管理经验，我们认为环境监测业务板块将为公司贡献巨大收入。我们预计 2016~2018 年环境监测收入可翻倍增长。

图表 19: 财务预测

	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	212,211	257,643	270,525	301,908	304,260	386,500	522,500	697,250
电工器械制造	193,497	239,201	254,374	259,239	216,680	200,000	195,000	180,000
环境监测及治理	-	-	-	-	48,668	140,000	212,500	326,250
机械制造	17,968	16,034	14,837	41,256	37,858	40,000	45,000	46,000
其他	746	2,408	1,314	1,413	1,054	1,000	1,000	1,000
绿色东方	-	-	-	-	-	0	11,000	21,000
亮科环保	-	-	-	-	-	3,000	9,000	10,000
水运营	-	-	-	-	-	2,500	9,000	13,000
PPP 项目	-	-	-	-	-	0	40,000	100,000
收入合计	212,210	257,642	270,525	301,907	304,260	398,500	534,500	693,250
YOY		21.4%	5.0%	11.6%	0.8%	27.0%	35.2%	33.4%
电工器械制造		23.62%	6.34%	1.91%	-16.42%	-7.70%	-5.00%	-5.26%
环境监测及治理						208.21%	45.00%	50.00%

机械制造		-10.76%	-7.46%	178.06%	-8.23%	10.94%	7.14%	-6.67%
其他		222.85%	-45.43%	7.54%	-25.41%	-5.10%	0.00%	0.00%
绿色东方								90.91%
亮科环保							200.00%	11.11%
水运营							340.00%	18.18%
PPP项目								100.00%
<b>收入 YOY</b>		<b>21.41%</b>	<b>5.00%</b>	<b>11.60%</b>	<b>0.78%</b>	<b>30.97%</b>	<b>34.13%</b>	<b>29.70%</b>
<b>营业成本</b>	189,944	235,173	249,301	268,255	256,207	310,350	405,070	523,740
电工器械制造	179,059	223,097	239,140	244,383	204,912	190,000	185,250	171,000
环境监测及治理					31,490	93,800	144,500	221,850
机械制造	10,444	10,056	8,661	22,853	19,129	22,000	24,750	25,300
其他	441	2,020	1,500	1,019	676	640	640	640
绿色东方						0	7,150	13,650
亮科环保						2,160	6,480	7,200
水运营						1,750	6,300	9,100
PPP项目						0	30,000	75,000
<b>营业成本合计</b>	<b>189,945</b>	<b>235,173</b>	<b>249,300</b>	<b>268,254</b>	<b>256,207</b>	<b>317,680</b>	<b>403,665</b>	<b>506,238</b>
<b>毛利</b>	22,265	22,470	21,225	33,652	48,053	76,150	117,430	173,510
电工器械制造	14,437	16,104	15,234	14,856	11,768	10,000	9,750	9,000
环境监测及治理					17,178	46,200	68,000	104,400
机械制造	7,523	5,978	6,177	18,402	18,729	18,000	20,250	20,700
其他	305	388	-186	394	378	360	360	360
绿色东方						0	3,850	7,350
亮科环保						840	2,520	2,800
水运营						750	2,700	3,900
PPP项目						0	10,000	25,000
<b>毛利合计</b>	<b>22,265</b>	<b>22,469</b>	<b>21,224</b>	<b>33,653</b>	<b>48,053</b>	<b>80,820</b>	<b>130,835</b>	<b>187,013</b>
<b>毛利率</b>	10.5%	8.7%	7.8%	11.1%	15.8%	19.7%	22.5%	24.9%
电工器械制造	7.46%	6.73%	5.99%	5.73%	5.43%	5.00%	5.00%	5.00%
环境监测及治理					35.30%	33.00%	32.00%	32.00%
机械制造	41.87%	37.28%	41.63%	44.61%	49.47%	45.00%	45.00%	45.00%
其他	40.87%	16.10%	-14.19%	27.91%	35.85%	36.00%	36.00%	36.00%
绿色东方							35.00%	35.00%
亮科环保						28.00%	28.00%	28.00%
水运营						30.00%	30.00%	30.00%
PPP项目							25.00%	25.00%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	2,705	3,019	3,043	3,865	5,225	6,973	货币资金	146	136	554	600	620	650
增长率		11.6%	0.8%	27.0%	35.2%	33.4%	应收款项	1,200	1,151	2,606	2,618	3,512	4,575
主营业务成本	-2,493	-2,683	-2,562	-3,104	-4,051	-5,237	存货	220	191	570	298	355	430
%销售收入	92.2%	88.9%	84.2%	80.3%	77.5%	75.1%	其他流动资产	26	41	229	349	356	394
毛利	212	337	481	762	1,174	1,735	流动资产	1,592	1,520	3,958	3,864	4,843	6,050
%销售收入	7.8%	11.1%	15.8%	19.7%	22.5%	24.9%	%总资产	65.0%	59.9%	72.5%	65.5%	65.9%	69.5%
营业税金及附加	-4	-7	-11	-14	-18	-24	长期投资	267	463	638	618	647	665
%销售收入	0.1%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	389	365	576	654	778	880
营业费用	-44	-88	-111	-155	-219	-293	%总资产	15.9%	14.4%	10.5%	11.1%	10.6%	10.1%
%销售收入	1.6%	2.9%	3.7%	4.0%	4.2%	4.2%	无形资产	201	188	257	613	930	947
管理费用	-104	-148	-186	-251	-355	-488	非流动资产	858	1,019	1,499	2,039	2,510	2,649
%销售收入	3.9%	4.9%	6.1%	6.5%	6.8%	7.0%	%总资产	35.0%	40.1%	27.5%	34.5%	34.1%	30.5%
息税前利润 (EBIT)	60	93	172	342	581	930	<b>资产总计</b>	<b>2,451</b>	<b>2,538</b>	<b>5,458</b>	<b>5,903</b>	<b>7,353</b>	<b>8,699</b>
%销售收入	2.2%	3.1%	5.6%	8.9%	11.1%	13.3%	短期借款	907	542	901	900	1,581	1,709
财务费用	-60	-68	-58	-47	-68	-94	应付款项	462	394	891	872	1,144	1,496
%销售收入	2.2%	2.3%	1.9%	1.2%	1.3%	1.3%	其他流动负债	96	69	102	116	156	285
资产减值损失	-5	-15	-101	-21	-8	-10	流动负债	1,464	1,006	1,894	1,888	2,881	3,491
公允价值变动收益	0	-1	5	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	62	66	36	25	22	20	其他长期负债	43	73	121	97	100	106
%税前利润	98.0%	80.6%	28.8%	7.6%	3.9%	2.3%	<b>负债</b>	<b>1,507</b>	<b>1,079</b>	<b>2,015</b>	<b>1,985</b>	<b>2,981</b>	<b>3,598</b>
营业利润	56	75	54	299	528	846	<b>普通股股东权益</b>	<b>799</b>	<b>1,389</b>	<b>3,362</b>	<b>3,843</b>	<b>4,302</b>	<b>5,036</b>
营业利润率	2.1%	2.5%	1.8%	7.7%	10.1%	12.1%	少数股东权益	144	71	80	76	71	65
营业外收支	7	8	71	30	35	40	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,451</b>	<b>2,538</b>	<b>5,458</b>	<b>5,903</b>	<b>7,353</b>	<b>8,699</b>
税前利润	64	82	125	329	563	886	<b>比率分析</b>						
利润率	2.4%	2.7%	4.1%	8.5%	10.8%	12.7%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-7	-14	-17	-49	-84	-133	<b>每股指标</b>						
所得税率	11.1%	16.6%	13.8%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.216	0.197	0.231	0.379	0.623	0.984
净利润	57	69	107	280	478	753	每股净资产	3.246	4.529	6.934	7.924	8.871	10.385
少数股东损益	3	8	-5	-5	-5	-5	每股经营现金净流	-0.261	0.292	0.425	0.982	-0.207	0.373
归属于母公司的净利润	53	61	112	285	483	758	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.050	0.050	0.050
净利率	2.0%	2.0%	3.7%	7.4%	9.3%	10.9%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	6.64%	4.36%	3.33%	7.41%	11.24%	15.06%
							总资产收益率	2.17%	2.38%	2.05%	4.82%	6.57%	8.72%
							投入资本收益率	2.81%	3.74%	3.33%	5.93%	8.18%	11.45%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	5.00%	11.60%	0.78%	27.03%	35.19%	33.44%
							EBIT增长率	-19.90%	55.75%	84.85%	99.41%	69.89%	59.96%
							净利润增长率	11.98%	13.94%	85.24%	153.93%	69.83%	56.85%
							总资产增长率	32.24%	3.57%	115.01%	8.16%	24.57%	18.30%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	104.1	111.3	192.9	200.0	202.0	204.0
							存货周转天数	30.2	28.0	54.2	35.0	32.0	30.0
							应付账款周转天数	26.3	26.9	34.4	34.0	32.0	30.0
							固定资产周转天数	51.6	43.7	45.6	29.1	23.2	18.6
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	80.60%	27.82%	9.91%	7.58%	21.92%	20.72%
							EBIT利息保障倍数	1.0	1.4	3.0	7.3	8.6	9.9
							资产负债率	61.51%	42.50%	36.92%	33.62%	40.54%	41.36%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用;非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD