

2017年3月14日

中标污水项目，治理+监测+智慧水务典范
买入（维持）

首席证券分析师 袁理

执业资格证书号：S0600511080001

yuanl@dwzq.com.cn

021-60199782

盈利预测及估值

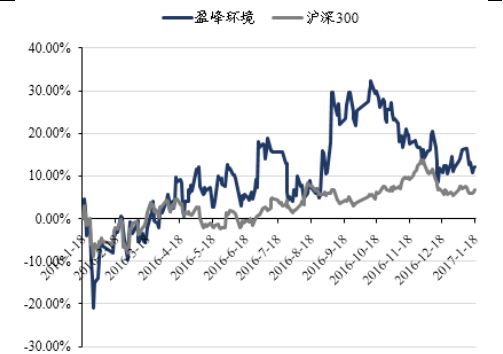
	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,043	4,150	5,450	5,700
同比(+/-%)	0.8%	36.4%	31.3%	4.6%
净利润(百万元)	112.10	254	408	566
同比(+/-%)	85.2%	126.6%	60.4%	38.8%
毛利率(%)	15.8%	19.0%	25.2%	27.9%
净资产收益率(%)	3.3%	7.1%	8.4%	10.7%
每股收益(元)	0.23	0.35	0.51	0.71
PE	68.04	44.71	30.68	22.04
PB	2.26	3.16	2.57	2.36

数据来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

事件：

全资子公司宇星科技作为牵头方中标茂名高新技术产业开发区污水处理厂及管网配套工程项目，一期预计总投资为 6.08 亿元。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.65
一年最低价/最高价	15.86/13.05
市净率	3.29
流通 A 股市值(百万元)	6959

基础数据

每股净资产(元)	4.76
资产负债率(%)	39.53
总股本(百万股)	727
流通 A 股(百万股)	445

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，环保大平台迎接高速增长
2016年3月15日
3. 宇星业绩超承诺，海外收购加速打造环保大平台
2016年4月24日
4. 定增强固废监测布局，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
6. 布局环保产业园&大型固废项目，环保大平台加速扩张
2016年10月10日
7. 生态修复连续中标，打造利润增长点
2016年12月16日
8. 完善环保版图，业绩快速增长
2017年1月19日

投资要点：

- **污水+配套设施投资额 6 亿，40 年运营期：**此次茂名高新技术产业开发区项目共分为三个部分，总投资 6.08 亿元：1) **污水处理厂(含新增工业废水管网)：**一期建设 2 万立方米/天(生活污水 1.2 万立方米/天，工业废水 0.8 万立方米/天，预计投资 2.05 亿元。BOT+EPC 模式，**30 年特许经营期(不含建设期) 满后，依然受托运营 10 年。**2) **配套管网建设工程：**一期 45km，投资约 3.49 亿元。3) **配套应急池工程：**一期建设 7 万立方米，投资约 0.54 亿元。
- **治理+监测+智慧水务结合，项目标杆作用明显：**此次项目除了新建污水厂及配套工程外，还包括污水收集管廊智能监测、智能化信息平台建设。公司中标充分证明了水处理业务+监测业务具有良好的协同和带动作用，预计此项目能够有效的把治理+监测+智慧水务结合，标杆作用明显。
- **中标 20 亿仙桃项目，示范效应可期：**1) 公司 2017 年 2 月中标仙桃静脉园项目，总投资 20 亿，占公司 2015 年营业总收入(30.43 亿元)的 65.72%，项目建成后将带来积极影响。项目的承接证明了公司的综合竞争能力。2) **示范效应强烈，预计带动监测主业。**此次公司作为牵头方进行 PPP 项目的建设及运营，计划建成同级别城市标杆型、示范型、智慧型的循环经济产业园。这个过程将充分带动自身环境监测业务的发展，未来有望继续以 PPP 模式促进监测主业。3) **仙桃 BOT 项目协同可期。**公司于 2015 年 10 月完成对绿色东方的收购，

收购时绿色东方已中标仙桃垃圾焚烧 BOT 项目，项目金额为 2.6 亿，截至 2016H1，项目进度为 28%。我们认为此次 PPP 项目和仙桃 BOT 项目建设完成后，公司将完成仙桃的布局，垃圾焚烧形成规模效应，产生协同。

- **环保布局成效斐然，未来有望进一步发力：**1) 公司自重组收购环境监测龙头企业宇星科技向环保领域大举转型以来，相继收购绿色东方进军垃圾焚烧发电领域，收购大盛环球、明欢有限、亮科环保进军水处理领域，初步完成环保大平台业务构成。2) 频频中标显实力：2016 年下半年以来，公司在环保领域拓展迅速、订单不断。16 年 12 月，中标吴忠市清水沟、南干沟水质改善项目，预中标 1.6 亿元；16 年 12 月 16 日，中标中山火炬开发区内河涌综合整治一期生态修复项目，预中标 0.86 亿元；17 年 1 月 13 日，中标顺德区桂畔海水综合整治工程项目建设及管理运营项目，预中标 13.5 亿元。3) 未来随着公司在环保产业领域布局的进一步完善，更多大规模订单、PPP 项目值得期待。
- **大股东参与定增，强化固废、监测布局：**1) 拟不低于 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。
- **盈利预测与估值：**我们预测公司 2016/2017/2018 年实现 EPS 0.35/0.51/0.71 元（假设 2017 年完成增发），对应 PE45/31/22 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 12.49 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	4327.9	5453.5	5959.1	营业收入	3042.6	4150.0	5450.0	5700.0
现金	554.3	500.0	500.0	812.4	营业成本	2562.1	3360.0	4077.0	4109.0
应收款项	2605.6	2842.5	3732.9	3904.1	营业税金及附加	11.5	41.5	54.5	57.0
存货	569.5	736.4	893.6	900.6	营业费用	111.3	199.2	376.1	393.3
其他	228.9	249.0	327.0	342.0	管理费用	188.8	255.5	460.1	475.3
非流动资产	1499.2	1551.2	1527.8	1482.5	财务费用	57.8	51.6	50.0	37.0
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	264.6	454.7	650.6
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	5879.1	6981.3	7441.6	利润总额	124.8	314.6	504.7	700.6
流动负债	1894.2	2110.1	1900.1	1884.0	所得税费用	17.3	47.2	75.7	105.1
短期借款	901.3	1262.1	828.4	800.0	少数股东损益	-4.6	13.4	21.4	29.8
应付账款	370.7	276.2	335.1	337.7	归属母公司净利润	112.1	254.01	407.51	565.76
其他	622.2	571.9	736.6	746.3	EBIT	171.6	296.2	484.7	667.6
非流动负债	120.8	120.8	120.8	120.8	EBITDA	229.6	351.1	546.0	731.9
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	2230.9	2020.9	2004.8	每股收益(元)	0.23	0.35	0.51	0.71
少数股东权益	80.3	91.0	108.2	132.0	每股净资产(元)	6.93	4.90	6.04	6.60
归属母公司股东权益	3362.3	3565.5	4841.5	5294.1	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	5887.4	6970.6	7430.9	ROIC(%)	4.7%	5.4%	7.7%	9.7%
					ROE(%)	3.3%	7.1%	8.4%	10.7%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	15.8%	19.0%	25.2%	27.9%
经营活动现金流	207.2	-346.1	-405.9	483.0	EBIT Margin(%)	5.6%	7.1%	8.9%	11.7%
投资活动现金流	-150.6	-18.2	-29.0	-29.0	销售净利率(%)	3.7%	6.1%	7.5%	9.9%
筹资活动现金流	282.9	310.0	434.8	-141.6	资产负债率(%)	36.9%	37.9%	28.9%	26.9%
现金净增加额	340.4	-54.3	0.0	312.4	收入增长率(%)	0.8%	36.4%	31.3%	4.6%
企业自由现金流	-1631.1	-393.1	-457.6	421.8	净利润增长率(%)	85.2%	126.6%	60.4%	38.8%

数据来源: WIND 资讯, 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>

