

上海环境 (601200.SH) 环保设备行业

评级：买入 首次评级

公司深度研究

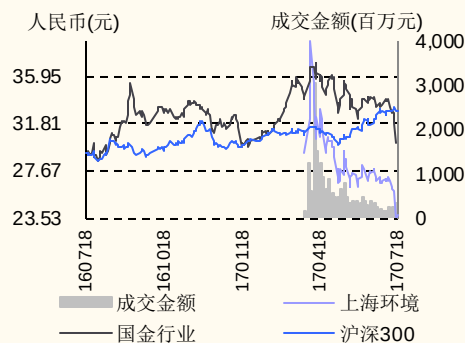
市场价格 (人民币): 23.81 元

分立上市的环保龙头，固废危废齐腾飞

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)	672.33
总市值(百万元)	16,727.57
年内股价最高最低(元)	38.98/23.53
沪深 300 指数	3667.18
上证指数	3187.57



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	N/A	N/A	0.816	1.022	1.323
每股净资产(元)	1.45	1.91	2.14	2.42	2.78
每股经营性现金流(元)	0.30	0.39	0.41	0.51	0.64
市盈率(倍)	N/A	N/A	29.18	23.29	17.99
行业优化市盈率(倍)	0.00	0.00	32.32	32.32	32.32
净利润增长率(%)	30.18%	53.88%	23.23%	25.27%	29.46%
净资产收益率(%)	8.14%	9.50%	10.48%	11.61%	13.07%
总股本(百万股)	0.00	0.00	702.54	702.54	702.54

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **国企资产重组形成的上海环保平台，资源、渠道、资金等方面优势明显。**公司由上海城投控股旗下环境集团与阳晨 B 股经过换股吸收合并、分立上市的环保平台，第一大、第二大股东分别为上海城投和弘毅上海，股东背景雄厚且环保资产丰富。公司立足生活垃圾+市政污水，发展污泥+危废+餐厨+土壤等领域；其业务覆盖上海并外埠于成都、山东等地，其中承担上海市域内 80% 的生活垃圾中转和末端处置及 30% 的上海中心城区污水处理，并运营着上海唯一的医废处置中心。16 年营收 25.5 亿，固废、污水、承包和环境服务收入占比分别为 56%、13%、27% 和 4%，归母净利润 4.7 亿。
- **深耕固废，量价优于行业平均，受益垃圾焚烧占比提升红利。**“十三五”期间，垃圾处理中焚烧占主导，日处理量将新增 35.62 万吨，总投资额 1700 亿，年复合增长率高达 20%。公司固废业务以上海为中心，外埠市场多点布局。固废处置规模位于国内第一梯队，垃圾焚烧、填埋总设计处理能力分别为 1.55 万吨/日、7350 吨/日，垃圾中转服务面积达 3320 平米。16 年公司完成焚烧量 556 万吨，焚烧处理费约为 130 元/吨；17 年三个新项目全年进入运营（合计设计能力 3500 吨/日），且受益于上海环保督查趋严垃圾量增加，全年焚烧量有望突破 590 万吨。
- **污水处理稳步发展，未来看点：提标改造+区域深度拓展。**公司运营上海 4 座和成都 2 座污水处理厂，其中上海产能 176.2 万吨/日，占上海市总处理能力的 21.6%，16 年公司完成污水处理量 66,753 万吨。近年，公司聚焦项目的更新改造和污水厂相关设备的升级扩容，完成后量价有望双升。另外污水处理行业市场分散（CR10=25%），而农村污水处理率仅 22%，农村污水处理需求广。公司凭借在上海和成都市区的先发优势，未来进入其他区域及农村污水可期。同时上海城投水务（大股东旗下子公司）具备的污水处置能力是公司的 3 倍之多，未来公司有望优先获取优质项目的运营。
- **以飞灰切入高毛利的危废，污泥、土壤修复等新兴领域崭露头角。**公司通过飞灰处理技术切入危废填埋，洛阳项目有望 17 年底建成，飞灰日处理量 45 吨。大股东上海城投的危废资质质量占上海总量约 40%；公司运营着上海唯一的医废处置中心，16 年处理医废 4.6 万吨，未来盈利可期。同时公司依托垃圾焚烧，实现对污泥的最终处置，17 年三个项目有望进入运营，日处理量达 490 吨。公司以环保为核心，开拓土壤修复（已中标上海桃浦修复工程）、餐厨垃圾、工业垃圾等领域，近三年工程施工将进入建设高峰期。

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

陈苗苗 联系人
(8621)60230249
chenmiaomiao@gjzq.com.cn

投资建议

- 公司深耕生活垃圾+市政污水，在手 30 亿订单及 20 个运营项目提供稳定现金流，同时公司积极开拓新兴的危废、污泥等领域，估值和业绩将双升。另外公司享有国企背景带来的政企合作，财务成本低于市场，且管理层资深并锐意进取，看好公司上市后的发展。我们预计公司 2017-19 实现 EPS 0.82、1.02、1.32 元/股，对应 PE29X、23X、18X。

风险提示

- 项目进展不达预期、应收账款过高的风险

内容目录

上海环境：国企资产重组形成的上海环保平台	5
城投控股旗下环境集团整合阳晨 B 后分立上市	5
国资背景+引入战投，大股东资源优势显著	5
业务聚焦污水与固废，2+4 战略前景光明	6
资本助力，背靠上海城投，城市环境综合服务提供商可期	7
区域固废处理龙头：立足上海，外埠市场多点布局	8
城镇化步伐加速推进，“十三五”生活垃圾处理总投资约 2500 亿	8
“十三五”期间，垃圾处理中焚烧占主导，总投资额 1700 亿	9
卫生填埋技术将重点用于填埋焚烧残渣以及飞灰	10
公司在固废处置行业处第一梯队，在全国市占率排名第五	11
公司固废业务以上海为中心，外埠市场多点布局	11
下属环境院资质雄厚，技术水平领先	13
固废全产业链布局，助力公司业务拓展	13
污水处理稳步发展，未来看点：提标改造+区域深度拓展	13
“十三五”期间我国城镇污水处理空间仍存，农村污水治理缺口大	14
公司污水处理规模优势明显，运营经验丰富	15
危废处置高毛利，医废增厚业绩弹性	16
上海危废产能稀缺，公司大股东持有 40% 资质	16
垄断上海医废市场，盈利可期	17
污泥、土壤修复等新兴领域崭露头角	18
公司协同污泥与垃圾焚烧，三大污泥项目预计 17 年进入运营	18
土壤修复中标桃浦科技智慧城项目	19
盈利预测	19
投资建议	20
风险提示	20

图表目录

图表 1：重组前后股权结构改变，上海城投直接控股	5
图表 2：聚焦污水固废，展望四大新领域	6
图表 3：2016 年收入增速 27%，归母净利增速 36%	7
图表 4：固废处理占总收入 56%	7
图表 5：公司主营业务毛利率稳定	7
图表 6：大股东上海城投旗下环保资产与业务	8
图表 7：2006-2015 年我国城市生活垃圾无害化处理缺口累计达 3.62 亿吨	9
图表 8：2015 年我国城市生活垃圾焚烧处理占比提高至 34%	9
图表 9：“十三五”期间新增生活垃圾无害化处理规模中垃圾焚烧占主导地位	10
图表 10：近年垃圾焚烧产业政策	10

图表 11: 上海环境垃圾焚烧市占率全国排名第五.....	11
图表 12: 公司固废业务分布情况.....	12
图表 13: 公司固废项目运营情况.....	12
图表 14: 城市生活垃圾处理行业产业链.....	13
图表 15: “十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施主要目标及建设任务 ..	14
图表 16: 2013-2015 年中国城镇和农村污水处理率差距明显（单位：%） ..	15
图表 17: 公司污水处理项目	15
图表 18: 友联竹园污水处理厂工艺.....	16
图表 19: 2015 年各省市危废处理价格（元/公斤）	17
图表 20: 目前上海医废主要按床位收费.....	18
图表 21: 截止 2016 年末，公司污泥处理项目共三个，设计处理规模 490 吨/天	19
图表 22: 上海环境各业务盈利预测.....	19
图表 23: 上海环境 17 年估值处于行业中等偏上水平.....	20

上海环境：国企资产重组形成的上海环保平台

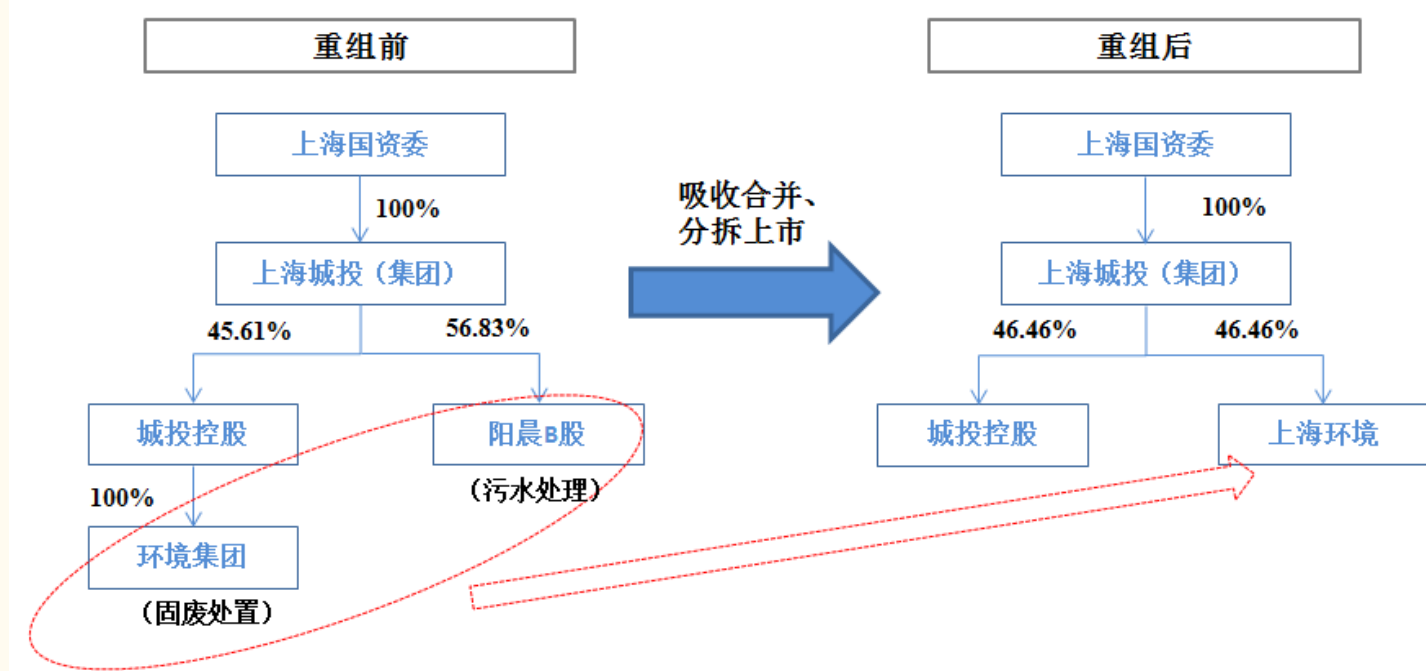
上海环境专注于市政污水与生活垃圾处置两大板块，并拓展市政污泥、危废医废、餐厨垃圾以及土壤治理等新兴领域。公司业务主要覆盖上海，并外埠于成都等城市，承担上海市域内 80%的生活垃圾中转和末端处置任务及 21.6% 的上海市政污水处理量，并运营着上海唯一的医废处置中心。

城投控股旗下环境集团整合阳晨 B 后分立上市

公司是上海国资控股的大型环境平台。上海环境集团股份有限公司（以下简称“上海环境”）原名上海环境集团有限公司，是由上海城投控股股份有限公司（600649，以下简称“城投控股”）旗下环境集团与阳晨 B 股（上海阳晨投资股份有限公司，以下简称“阳晨 B 股”）经过换股吸收合并、分立上市等一系列资产重组后所诞生的环保平台。

- 城投控股旗下环境集团：专注于市政垃圾处理及相关固体废弃物处置。
- 阳晨 B 股：主要从事市政污水处理业务，控股股东是上海城投(集团)有限公司（以下简称“上海城投”）。
- 重组后，上海城投成为上海环境第一大股东（持股 46.46%），上海市国有资产监督管理委员会为实际控制人。

图表 1：重组前后股权结构改变，上海城投直接控股



来源：公司公告、国金证券研究所

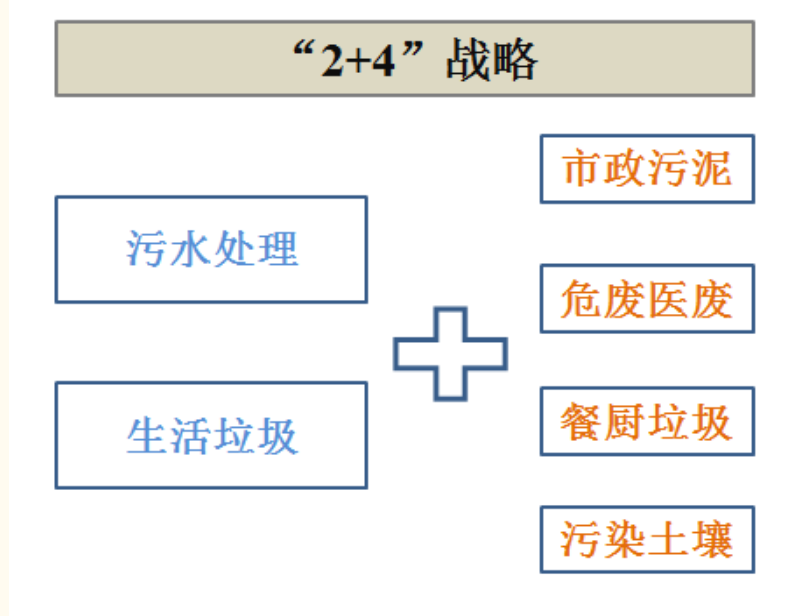
国资背景+引入战投，大股东资源优势显著

- 上海城投是第一大股东。上海城投是上海国资委全资持有的国有特大型企业集团，是专业从事城市基础设施投资、建设、运营管理，聚焦路桥、水务、环境、不动产四大业务板块。重组后，上海城投旗下有两家上市公司，分别为城投控股与上海环境，其中城投控股继续运营房地产业务及股权投资业务，上海环境承接环境业务。
- 弘毅上海是公司第二大股东。弘毅上海持股 9.24%，上市时，弘毅上海进行了 12 个月的锁定承诺。弘毅投资是联想控股旗下以并购投资为主要模式的投资机构，对国企改革尤为擅长。17 年 5 月，弘毅斥资 31.25 亿元收购中联重科环境产业公司 21.6% 的股权。凭借弘毅国企改革、资本运作的经验，以及所拥有的环保企业资源，公司有望借力弘毅投资进一步发展。

业务聚焦污水与固废，2+4 战略前景光明

- 上海环境目前的发展战略为“2+4”，即聚焦市政污水、生活垃圾两大板块，展望市政污泥、危废医废、餐厨垃圾以及污染土壤四大新兴领域。凭借国企背景与技术、建设、运营的各方面经验，在保证传统业务上海龙头地位的基础上，跨区域扩张，并以四大新兴业务为突破口谋求内生增长。公司每三年重新制定战略，本次“2+4”为 2015-2017 年规划，目前执行程度良好，基础稳固。公司将在 2017 年年末制定新一轮三年规划。

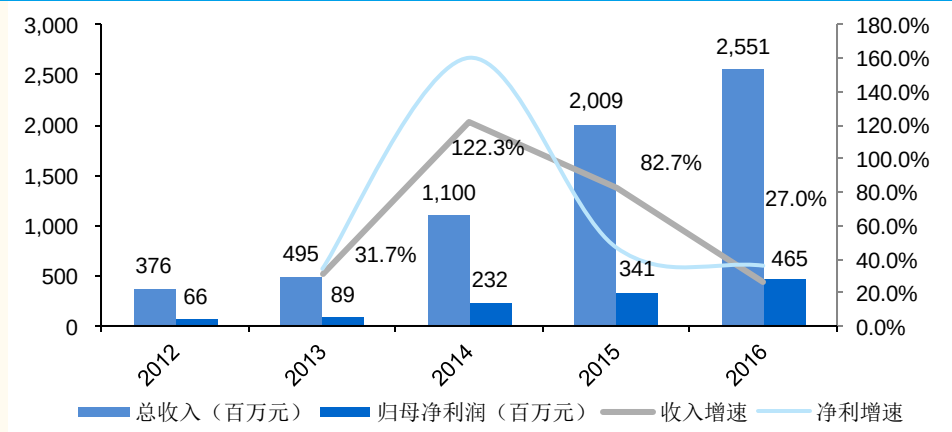
图表 2：聚焦污水固废，展望四大新领域



来源：公司公告、国金证券研究所

- **2016 年收入增速 27%，净利增速 36% 超收入增速。**2014-2016 三年，公司分别实现营业收入 11.0 亿元、21 亿元、25.5 亿元，归母净利润 2.3 亿元、3.4 亿元、4.7 亿元。公司 2016 年收入同比增长 27%，主要因为发电收入大幅增加、部分项目建设期转运营期；归母净利同比增长 36%，与 2015 年增速持平。由于 2016 年焚烧项目发电产能利用率提高，运营效率提高，公司净利增速高于收入增速。
- **公司的生活垃圾处理涵盖垃圾焚烧发电、垃圾填埋、垃圾中转。**1) 垃圾焚烧发电，拥有生活垃圾焚烧发电项目 12 个，处理能力达到 1.6 万吨/日；2) 垃圾填埋，投资的生活垃圾填埋项目 5 个，总设计处理能力达到 7350 吨/日；3) 垃圾中转，公司在上海运营 5 座生活垃圾中转站，服务面积达 3320 平米。
- **公司污水业务主要是市政污水处理，约占上海中心城区 30%。**包括生活污水处理厂的建设与运营，分别为上海 4 座和成都 2 座，日均处理量 182 万吨/日。位于上海市的龙华水质净化厂、闵行水质净化厂、长桥水质净化厂及友联竹园合计处理上海市政污水 176 万吨/日，约占上海中心城区污水处理量的 30%。

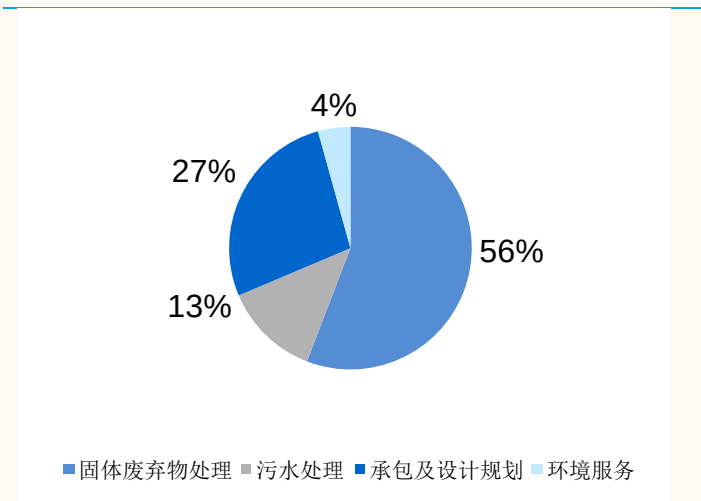
图表 3：2016 年收入增速 27%，归母净利增速 36%



来源：Wind、国金证券研究所

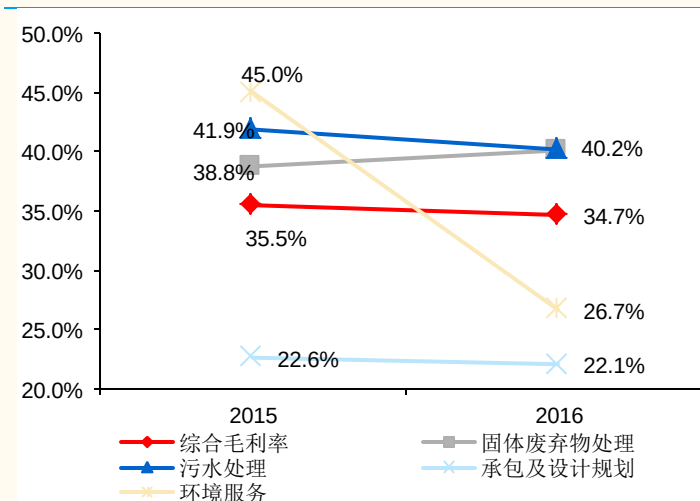
- **2016 年固废处理收入占 56%，除污水处理外三项业务收入增速均超 30%**。其中，固体废弃物处理收入 14.2 亿元，同比增长 36.5%，占总收入的 55.8%；污水处理收入 3.2 亿元，同比减少 9.6%，占 12.8%；承包及设计规划收入 6.9 亿元，同比增长 32.7%，占 27.1%；环境服务收入 1.1 亿元，同比增长 29.7%，占 4.3%。
- **主营毛利率稳定，固废、污水毛利率达 40%**。公司主营业务综合毛利率达 34.7%。固体废弃物处理毛利率为 40.1%，污水处理毛利率为 40.2%，承包及设计规划毛利率为 22.1%，环境服务毛利率为 26.7%。

图表 4：固废处理占总收入 56%



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 5：公司主营业务毛利率稳定



来源：公司公告、国金证券研究所

资本助力，背靠上海城投，城市环境综合服务提供商可期

- **资本市场助力，横纵向产业链布局。**公司历时两年通过吸收合并、分拆上市等方式最终独立上市，体现了大股东上海城投对大环境产业的发展定位，我们认为上海城投将大力推进环境产业发展。同时，公司也形成了一个清晰的企业平台面对市场，可以借助资本的力量，横向进行业务的整合，纵向完善产业链布局。
- **上海城投环保类资产丰富**
 - **污水处理方面：**目前公司覆盖上海城市污水日处理量的 21.6%，而上海城投旗下子公司拥有污水处理能力是上海环境的 3 倍。根据我们的

统计，污水处理类业务的经营主体为上海城投水务（集团）有限公司，其城市污水日处理量设计量达 600 万吨（约占上海市日处理能力 74%），其中竹园一期项目（处理量 170 万吨/日）51%的股权由上海环境持有，上海城投水务持有剩余 49%；另外，上海城投水务全资持有竹园二厂（30 万吨/日）、亚洲最大的白龙港污水处理厂（220 万吨/日）、石洞口污水处理厂（40 万吨/日）、新虹桥项目和太和项目（处理量均为 30 万吨）。

- **固废处置方面，上海城投涵盖上海市区 70%垃圾短驳运输，并拥有大型固废、危废处置基地。**固废处理类业务的主要经营主体为上海环境实业有限公司和上海老港固废综合开发有限公司。上海环境实业主要业务为危废、医废处置、垃圾中转运输，其经营的老港综合填埋场飞灰填埋区拥有 84315 吨/年的资质；固处中心垄断上海医废产业等。另外老港固废是上海市最大的固废产业基地，主要业务为垃圾焚烧（已委托上海环境运营管理）。危废方面，上海危废资质质量 78 万吨/年，上海城投占比约 40%。

图表 6：大股东上海城投旗下环保资产与业务

公司名称	主营业务	性质
上海市城市排水有限公司	上海市排水设施规划、开发、运营、维护及管理	母公司的全资子公司
上海水务资产经营发展有限公司	水务投融资	母公司的全资子公司
上海老港废弃物处置有限公司	固废处理	母公司的全资子公司
上海环境工程技术有限公司	上海环境实业有限公司全资子公司	母公司的全资子公司
上海市市容环境卫生汽车运输处	垃圾中转	母公司的全资子公司
上海环境物流有限公司	城市生活垃圾清扫、中转	母公司的全资子公司
上海环境实业有限公司	固废处理、垃圾中转运输、城市生活垃圾	母公司的全资子公司
上海东飞环境工程服务有限公司	大楼保洁、工程建设	母公司的控股子公司
上海市固体废物处置中心	危险品废弃物和医疗废弃物等固废处理	母公司的全资子公司
上海城投污水处理有限公司	污水处理	母公司的全资子公司
上海城投城桥污水处理有限公司	污水处理	母公司的全资子公司
上海老港固废综合开发有限公司	固废工程项目设计建设	母公司的全资子公司
上海城投环保产业投资管理有限公司	产业投资	母公司的全资子公司
上海环境油品发展有限公司		母公司的全资子公司
上海城市排水设备制造安装工程有限公司		母公司的全资子公司
上海市城市排水监测站		母公司的全资子公司

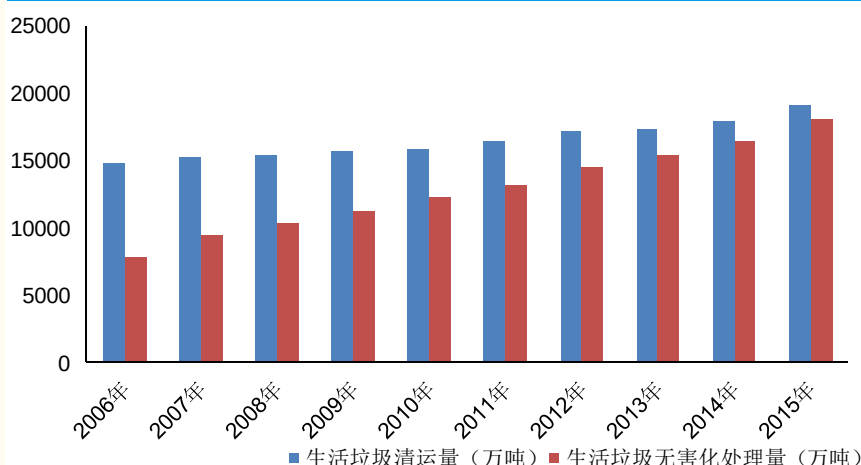
来源：城投控股公告、国金证券研究所

区域固废处理龙头：立足上海，外埠市场多点布局

城镇化步伐加速推进，“十三五”生活垃圾处理总投资约 2500 亿

- **2006-2015 年间，我国生活垃圾无害化处理缺口累计超过 3.62 亿吨。**随着经济发展、城市规模扩大和人口增多，城市生活垃圾产量剧增。根据数据显示，我国生活垃圾清运量从 2006 年的 1.48 亿吨增加到 2015 年的 1.91 亿吨，CAGR 为 2.87%。2006-2015 年间，我国生活垃圾无害化处理缺口累计超过 3.62 亿吨。“垃圾围城”问题日益突出，鼓励发展城市生活垃圾处理行业，已成为解决“垃圾围城”问题的关键所在。

图表 7：2006-2015 年我国城市生活垃圾无害化处理缺口累计达 3.62 亿吨



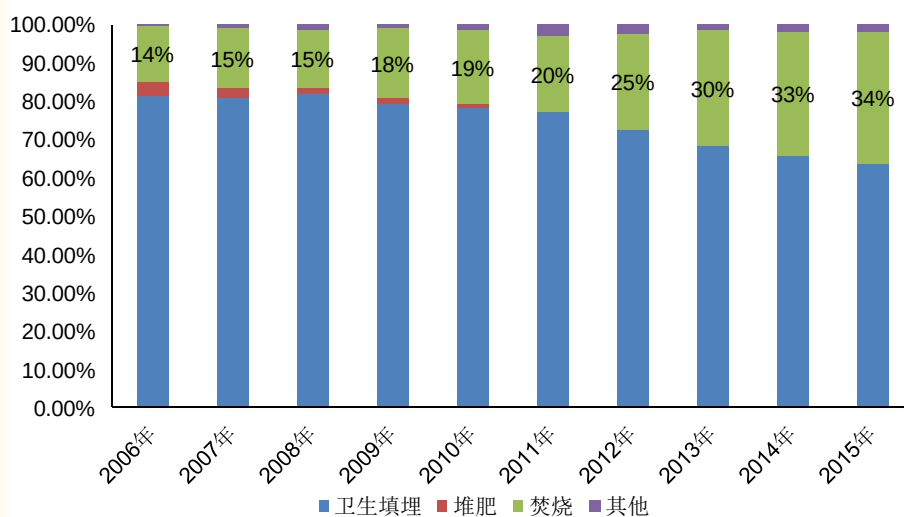
来源：国家统计局，国金证券研究所

- 政策不断加码，十三五期间生活垃圾处置设施建设总投资约 2500 亿。2017 年 1 月，发改委、住建部联合印发《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，提出“十三五”期间城镇生活垃圾无害化处理设施建设总投资约 2518 亿元。其中无害化处理设施建设投资 1699 亿元，收运转运体系建设投资 258 亿元，餐厨垃圾专项工程投资 184 亿元。

“十三五”期间，垃圾处理中焚烧占主导，总投资额 1700 亿

- “十三五”要求部分地区优先采用垃圾焚烧技术。目前国内外采用较广泛的垃圾处理方式主要有卫生填埋、堆肥法和焚烧法等。纵观我国生活垃圾的处理，卫生填埋依然占主导。“十三五”期间，全国规划新增生活垃圾无害化处理能力 50.97 万吨/日（含“十二五”续建 12.9 万吨/日），期中要求设市城市生活垃圾焚烧处理能力占无害化处理总能力的比例达到 50%，东部地区达到 60%；经济发达地区和土地资源短缺、人口基数大的城市，优先采用焚烧处理技术，减少原生垃圾填埋量。
- 2015 年垃圾焚烧规模加速扩张至 34%。卫生填埋占比逐渐下行，从 2006 年的 81% 下降至 2015 年的 64%。垃圾堆肥处理方式逐渐萎缩。而垃圾焚烧发电处理量占总的生活垃圾无害化处理量的比例从 2006 年的 14% 上升至 2015 年的 34%，占比逐年提高。垃圾焚烧行业从 2006 年 69 座焚烧厂发展到 2015 年 220 座，垃圾焚烧逐渐为社会公众所认可。

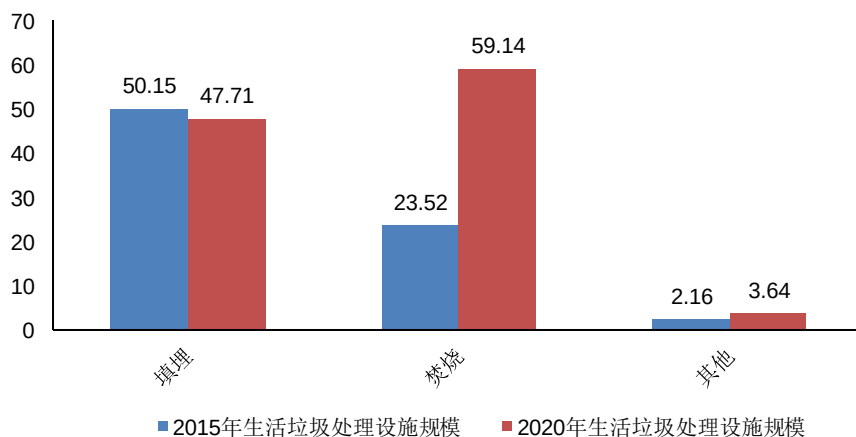
图表 8：2015 年我国城市生活垃圾焚烧处理占比提高至 34%



来源：国家统计局，国金证券研究所

- **垃圾焚烧将占主导，新增 35.62 万吨/日。**数据显示，2015 年垃圾处理设施规模中填埋、焚烧、其他分别为 50.15、23.52、2.16 万吨/日，（占比相应为 66%、31%、3%）而到 2020 年的目标要分别达到 47.71、59.14、3.64 万吨/日（占比相应为 43%、54%、3%），填埋规模减少 2.44 万吨/日，焚烧规模大增 35.62 万吨/日。2015 年至 2020 年，全国将新增生活垃圾无害化处理规模中，垃圾焚烧处理方式占主导，年复合增长率高达 20%，以 50 万元/吨投资计算，总投资将高达 1700 多亿元，“十三五”期间，我国垃圾焚烧行业仍将维持高景气度。

图表 9：“十三五”期间新增生活垃圾无害化处理规模中垃圾焚烧占主导地位



来源：发改委，国金证券研究所

卫生填埋技术将重点用于填埋焚烧残渣以及飞灰

- 《规划》提出，建设焚烧处理设施的同时要考虑垃圾焚烧残渣、飞灰处理处置设施的配套。卫生填埋处理技术作为生活垃圾的最终处置方式，重点用于填埋焚烧残渣和达到豁免条件的飞灰以及应急使用，剩余库容宜满足该地区 10 年以上的垃圾焚烧残渣及生活垃圾填埋处理要求。

图表 10：近年垃圾焚烧产业政策

发布时间	发布单位	政策	主要内容
2017.01	发改委、住建部	《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》	“十三五”期间城镇生活垃圾无害化 处理设施建设总投资约 2518 亿元。其中无害化处理设施建设投资 1699 亿元，收运转运体系建设投资 258 亿元，餐厨垃圾专项工程投资 184 亿元。全国城市生活垃圾无害化处理率达到 95%以上，90%以上村庄的生活垃圾得到有效治理，实现城镇垃圾处理设施全覆盖。大中型城市重点发展生活垃圾焚烧发电技术，到 2020 年，垃圾焚烧处理率达到 40%。
2016.11	国务院	《“十三五”生态环境保护规划》	
2016.05	国家发改委、财政部	《关于印发国家循环经济试点示范典型经验的通知》	大力发展废弃物循环经济，推进相关试点建设
2016.01	工信部	《工业和信息化部关于公布国家资源再生利用重大示范工程的通知》	探索再生资源产业发展新机制，新模式，提高再生资源行业整体水平。
2015.11	住建部等十部门	《关于全面推进农村垃圾治理的指导意见》	推进农村垃圾处理
2015.09	商务部等五部门	《再生资源回收体系建设中长期规划（2015-2020 年）》	未来五年再生资源行业发展规划，推进行业体系建设
2014.05	国家发改委	《关于促进生产过程协调资源化处理城市及产业废弃物工作的意见》	推动水泥、火电、钢铁行业固体废物协同处理

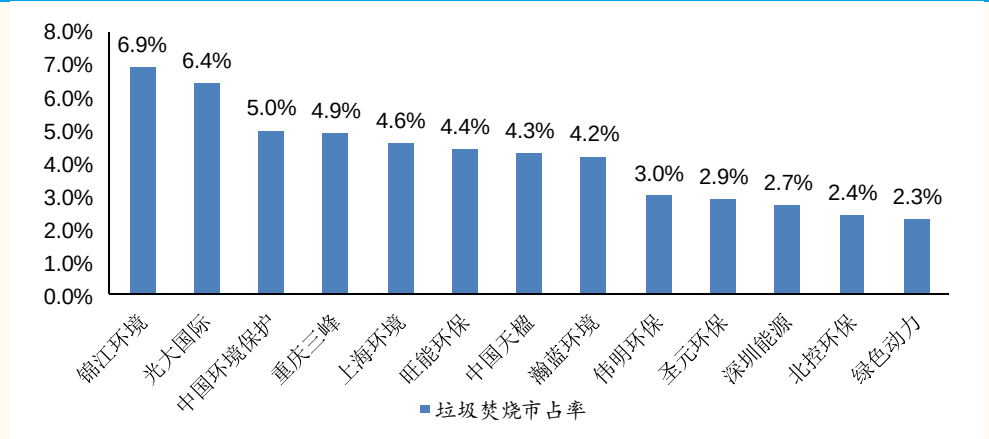
2013.08	国务院	《关于加快发展节能环保产业的意见》	推动城镇生活垃圾无害化处理能力达到 87 万吨/日以上，占无害化处理能力 35%
2012.06	国务院	《关于印发“十二五”节能环保产业发展规划的通知》	鼓励研发渗滤液处理装备，城市固体废物处理技术及系统装备
2011.12	国家发改委	《关于印发“十二五”资源综合利用指导意见和大宗固体废物综合利用实施方案的通知》	推进垃圾分类工作，重点开展废弃物包装物，餐厨垃圾、固体废物和资源化利用

来源：政府网站，国金证券研究所

公司在固废处置行业处第一梯队，在全国市占率排名第五

- **生活垃圾处理在上海市占率高。**生活垃圾领域，上海环境在上海市占率高，承担了上海市域内 80% 的生活垃圾中转和末端处置任务。
- **在全国市占率排名第五，位列固废第一梯队。**E20 研究院数据显示，截至 2015 年，生活垃圾焚烧已运营项目中，前五强企业的市场占有率达到 34.59%，前十强为 55.03%，市场集中度相对较高。其中锦江环境市场占有率最高达 11.4%，其次为光大国际、中国环境保护、重庆三峰和环境集团，上海环境市场占有率为 4.9%，全国排名第五，处于全国同行前列。

图表 11：上海环境垃圾焚烧市占率全国排名第五



来源：E20，国金证券研究所

- **具有大规模项目运营能力。**截至 2016 年年底，环境集团在全国范围运营和在建的生活垃圾处理处置项目总规模为 2.97 万吨/日；其中，环境集团受托运营的老港焚烧项目是全国目前两个达到 3000 吨/日垃圾处理能力的焚烧项目之一。显著的规模优势有利于环境集团实现规模经济，降低研发成本和管理成本，提升盈利水平。

公司固废业务以上海为中心，外埠市场多点布局

- **目前公司的生活垃圾处理业务主要涵盖焚烧、填埋、中转。**其中生活垃圾焚烧发电项目 12 个，分布在上海、成都、青岛、威海、漳州、南京、洛阳、太原等地，垃圾焚烧项目总设计处理能力达到 1.55 万吨/日。生活垃圾填埋项目 5 个，分布在上海、宁波、奉化、新昌等地，垃圾填埋项目总设计处理能力达到 7350 吨/日。公司在上海运营 5 座生活垃圾中转站，垃圾中转服务面积达 3320 平米。公司生活垃圾焚烧处理平均单厂规模 1427 吨/日，国内位居前列。另外垃圾焚烧处理费约为 130 元/吨，垃圾填埋处理费约 50 元/吨。
- **17 年 H1 新增文登垃圾焚烧项目，夯实山东区域布局。**17 年上半年公司新签威海市文登区生活垃圾焚烧发电项目，项目处理规模 1050 吨/日，总投资 4.57 亿元。根据协议，政府将向公司提供规定数量及质量的生活垃圾，并支付垃圾处理费 52 元/吨，公司将同时向电力公司销售上网电量并收取

电费。公司先前有青岛、威海项目，合计设计产能 2200 吨/日，此次文登项目获取，进一步扩大山东市场的规模。

图表 12：公司固废业务分布情况



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 13：公司固废项目运营情况

序号	项目名称	项目地点	固废类型	总投资额 (亿元)	设计产能 (吨/日)	产能利用率 (%)	投产时间	项目状态	特许经营期限	垃圾处理费标准 (元/吨)
1	上海金山环境再生能源有限公司	上海市金山区	垃圾焚烧发电	4.66	800	95.03	2013.2	完工	30 年	78.9
2	南京环境再生能源有限公司	江苏省南京市	垃圾焚烧发电	10.72	2000	101.76	2015.3	完工	30 年	76
3	青岛环境再生能源有限公司	山东省青岛市	垃圾焚烧发电	6.98	1500	112.47	2012.8	完工	25 年	51.11
4	威海环境再生能源有限公司	山东省威海市	垃圾焚烧发电	3.28	700	93.69	2011.11	完工	25 年	45
5	成都威斯特再生能源有限公司	四川省成都市	垃圾焚烧发电	5.25	1200	99.4	2008.12	完工	25.5 年	78.54
6	漳州环境再生能源有限公司	福建省漳州市	垃圾焚烧发电	4.16	1050	108.6	2014.4	完工	30 年	61
7	上海环城再生能源有限公司	上海市嘉定区	垃圾焚烧发电	9.54	1500	87.4	2005.1	完工	20 年	207.8
8	上海天马再生能源有限公司	上海市松江区	垃圾焚烧发电	21.07	2000	90.4	2016.7	完工	30 年	257.87
9	上海东石塘再生能源有限公司	上海市奉贤区	垃圾焚烧发电	8.1	1000	84	2016.7	完工	30 年	207.36
10	上海城投瀛洲生活垃圾处置有限公司	上海市崇明县	垃圾焚烧发电	3.69	500	76.7	2016.9	完工	30 年	133.55
11	上海环境虹口固废中转运营有限公司	上海市虹口区	生活垃圾中转	0.7	700	102.8	2006.5	完工	25 年	76.32
12	上海环境杨浦固废中转运营有限公司	上海市杨浦区	生活垃圾中转	0.49	1200	73.89	2006.1	完工	25 年	65.55
13	上海环境浦东固废中转运营有限公司	上海市浦东新区	生活垃圾中转	1.04	800	108.17	2008.8	完工	25 年	102.52

14	上海黄浦环城固废转运有限公司	上海市黄浦区	生活垃圾中转	1.76	600	126.43	2005.4	完工	不适用	131.36
15	上海城瀛废弃物处置有限公司	上海市崇明县	生活垃圾中转	0.13	320	48.04	2002.2	完工	9 年	88.07
16	奉化环境能源利用有限公司	浙江省宁波市奉化区	生活垃圾卫生填埋	1.07	550	232.84	2009.7	完工	12 年	29.26
17	宁波市鄞州区绿州能源利用有限公司	浙江省宁波市鄞州区	生活垃圾卫生填埋	1.45	800	206.73	2006.5	完工	21 年	91.57
18	上海城投瀛洲生活垃圾处置有限公司	上海市崇明县	生活垃圾卫生填埋	1.1	600	44.72	2006.6	完工	11 年	不适用
19	上海老港生活垃圾处置有限公司	上海市浦东新区	生活垃圾卫生填埋	12.98	4900	101.01	2005.2	完工	20 年	不适用
20	上海老港再生能源有限公司	上海市浦东新区	填埋气发电	1.22	15MW	82.34	2012.1	完工	不适用	不适用

来源：公司公告，国金证券研究所

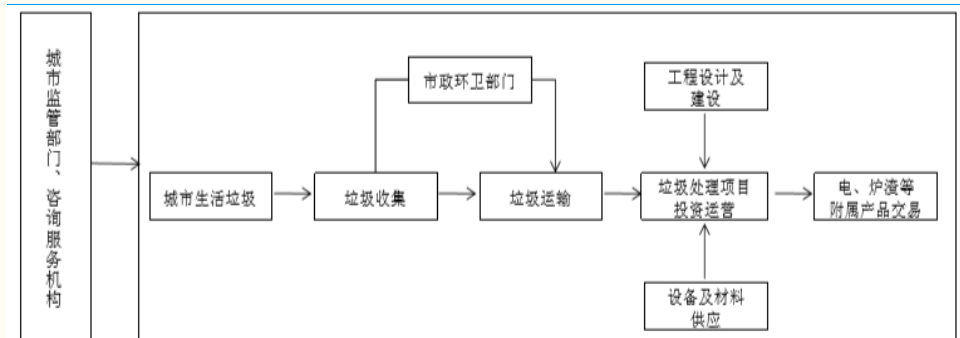
下属环境院资质雄厚，技术水平领先

- 环境院作为环境集团下属设计平台，承担了环境集团主要研发职责。环境院下设 7 个专业科技研发团队，分别为渗沥液、飞灰、污泥、餐厨、危废、土壤、监测研发团队。上海环境院下设多个分院，拥有市政行业（环境卫生工程）、环境工程（固体废物处理工程、水污染防治工程）等工程设计专业甲级资质；市政公用工程（环境卫生）、生态建设、环境工程（固废）、环境工程（废水）等工程咨询专业甲级资质；环境卫生、固体废物处理、水污染防治等工程总承包甲级资质，以及环境监测计量认证、城乡规划等资质。通过 ISO9001 质量管理体系认证、ISO14001 环境管理体系认证和 OSHAS18001 职业健康安全体系认证。
- 公司在垃圾焚烧及填埋等领域取得十多项专利技术，诸如飞灰处理方法、垃圾渗滤液处理自动喷淋除泡装置等，若干项目在飞灰、渗滤液方面采用国内最先进的处理工艺。

固废全产业链布局，助力公司业务拓展

- 在市政垃圾领域，公司的业务范围涉及前端的垃圾集中压缩转运系统，中端的生活垃圾填埋系统、焚烧处理系统、污泥干化焚烧处理系统，以及末端的渗滤液处理系统、飞灰处理系统，并通过焚烧厂与填埋场的项目经验，以飞灰为突破口进入危废填埋领域，形成了由源头到终端完整的生活垃圾处理产业链，有助于将业务拓展到其他固废处理领域。
- 在工业垃圾领域，依靠公司自身的技术及在区域和资源上的优势，未来获取项目的能力无忧。

图表 14：城市生活垃圾处理行业产业链



来源：公司公告，国金证券研究所

污水处理稳步发展，未来看点：提标改造+区域深度拓展

“十三五”期间我国城镇污水处理空间仍存，农村污水治理缺口大

- **2020 年城市污水处理率要求提升至 95%，提标改造是大趋势，城镇污水治理空间仍存。**根据住建部最新数据，2015 年底我国污水处理能力为 1.41 亿立方米/日，城市污水处理率达 91.9%。《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》提出，“十三五”期间实现城镇污水处理设施建设由“规模增长”向“提质增效”转变，由“重水轻泥”向“泥水并重”转变；并要求到 2020 年底，城市污水处理率达到 95%，相比 2015 年提高 3%。“十三五”期间新增污水处理设施投资 1506 亿元，提标改造污水处理设施投资 432 亿元，再生水生产设施 158 亿元。

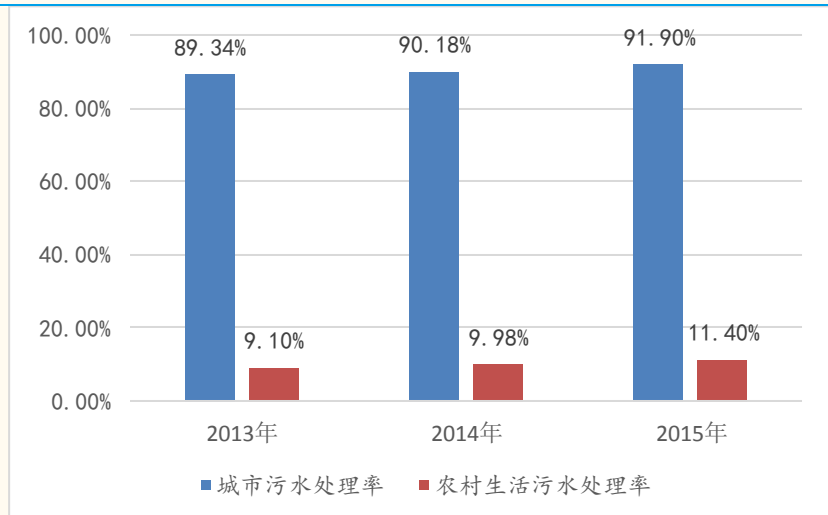
图表 15：“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施主要目标及建设任务

	指标	2015 年	2020 年	“十三五”新增
污水处理率 (%)	城市	91.9	95 其中：地级及以上城市建成区基本实现全收集、全处理	3.1
	县城	85	≥85 其中：东部地区县城力争达到 90	/
	建制镇	/	70 其中：中西部地区建制镇力争达到 50	/
污泥无害化处置率 (%)	城市	53	75 其中地级及以上城市 90	22
	县城	24.3	力争达到 60	35.7
	重点镇	/	提高 5 个百分点	5
再生水利用率 (%)	京津冀地区	35	≥30*	/
	其中：北京	65.9	68.0	2.1
	其中：天津	28.5	30.0	1.5
	其中：河北	27.7	30.0	2.3
	缺水城市	12.1	≥20	7.9
	其他城市和县城	4.4	力争达到 15	11.6
污水管网规模 (万公里)		29.65*	42.24	12.59
污水处理设施规模 (万立方米/日)		21744	26766	5022
污泥无害化处置设施规模 (万吨/日)		3.74*	9.75	6.01
再生水生产设施规模 (万立方米/日)		2653*	4158*	1505*

来源：住建部，国金证券研究所 (注：表中*不含建制镇数据。)

- **农村污水处理率 22%，污水治理缺口大。**与城镇污水处理较为饱和相比，我国农村污水处理发展滞后。2015 年我国城镇污水处理率达到 91.9%，而农村污水处理率仅为 11.4%。农村水污染物排放量维持高位，占全国水污染物排放量超过 50%，形成强烈反差。新《水污染防治法》中明确提出“国家支持农村污水的建设、推进农村污水集中处理，地方各级政府应统筹规划建设农村污水处理设施”。2017 年 2 月，环保部、财政部联合印发的《全国农村环境综合整治“十三五”规划》提出，到 2020 年新增完成环境综合整治的建制村 13 万个，累计达到全国建制村总数的 1/3 以上的规划目标，重点整治领域包括农村饮用水水源地保护、生活垃圾和污水治理等领域。预计未来农村污水处理将是水治理的重要发展方向之一，农村污水市场有望逐步释放。

图表 16：2013-2015 年中国城镇和农村污水处理率差距明显（单位：%）



来源：住建部，国金证券研究所

公司污水处理规模优势明显，运营经验丰富

- 公司污水业务主要是市政污水处理业务，包括生活污水处理厂的建设与运营。公司下属污水处理厂分别位于上海和成都两地。公司运营的污水处理厂共计 6 座，分别为上海 4 座和成都 2 座，全年污水处理总量为 66,753 万吨，日均处理量为 182.38 万吨。

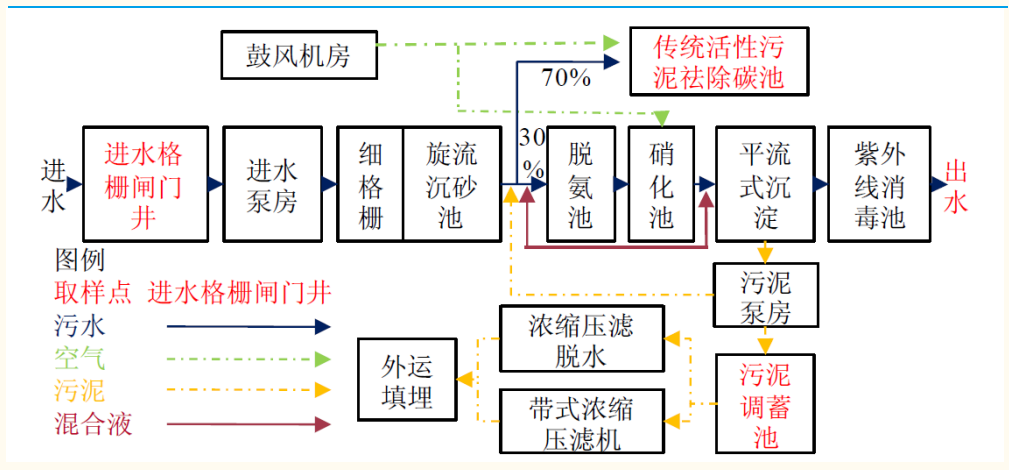
图表 17：公司污水处理项目

板块	产能 (万吨/日)	产能利用率
污水处理	182.3	94.11%
上海长桥水质净化厂	2.2	100%
上海龙华水质净化厂	9.4	90%
上海闵行水质净化厂	4.4	88%
上海竹园污水处理一厂	160.2	94%
成都市温江区城市污水处理厂（一期）	3.6	120%
成都市温江区城市污水处理厂（二期）	2.5	83%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 上海区域，污水处理市占率高达 21.6%，规模优势明显。位于上海市的龙华水质净化厂、闵行水质净化厂、长桥水质净化厂及友联竹园合计处理上海市政污水 176.2 万吨/日。根据《2016 年上海市国民经济和社会发展统计公报》的数据显示，截至 2016 年末，上海城市污水处理厂日处理能力达 815.1 万立方米，公司上海项目日处理污水 176.2 万立方米，占全市总规模的 21.6%，中心城区的 30%，在上海地区中占有一定的规模优势。
- 友联竹园为上海市第二大污水处理厂，技术领先，运营经验丰富。友联竹园污水处理厂是全国首个市政污水 BOT 项目，其设计规模 170 万立方米/天，为上海市第二大污水处理厂。该污水处理厂运营经验丰富，建立了一套 35 万字的标准化管理手册，培养了一支国内最精简高效的污水处理管理团队；出水水质更优，主要出水指标低于设计标准值约 60%；处理水量更大，污水处理量连续稳定增加，高峰月份能实现超负荷 5%稳定运行。该污水处理厂技术领先，拥有软件著作权 2 项，分别应用于污水厂污染减排档案管理和污水厂管理人员的实时操作；拥有实用新型专利 10 项，内容涉及污水消毒、水质净化系统加药、污泥回流等关键技术环节。

图表 18：友联竹园污水处理厂工艺



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 污水处理业务未来看点：提标改造+区域市场深度拓展

- **看好提标改造。**近年来，公司不断投入资金用于污水处理项目的更新改造和污水厂相关设备的升级扩容，友联竹园二、三期提标改造工程和成都温江新阳晨 BOT 项目建设完成后可将处理完水质由二级提升至一级 B，并执行《城镇污水处理厂污染物排放标准》（18918-2002）一级 B 及以上标准。
- **区域市场深度拓展，农村污水处理需求大。**当前我国城市污水处理行业内企业规模普遍偏小，以本地化经营为主，分布较为分散。根据中国水网 2012 年度《中国城市污水处理行业研究报告》，按市场化运作获得的控股、参股项目合计污水处理总能力排名，前 10 名企业总市场份额为 25.03%；就单个企业市场份额来看，污水处理市场份额最高的北控水务，其市场份额也仅为 6.53%。另外，与城镇污水处理较为饱和形成鲜明对比的是，农村污水处理率普遍较低，农村污水处理需求广。公司已在上海市、成都温江区两地设有共 6 座污水处理厂，凭借规模和区位优势，未来进入其他区域及农村污水领域可期。

危废处置高毛利，医废增厚业绩弹性

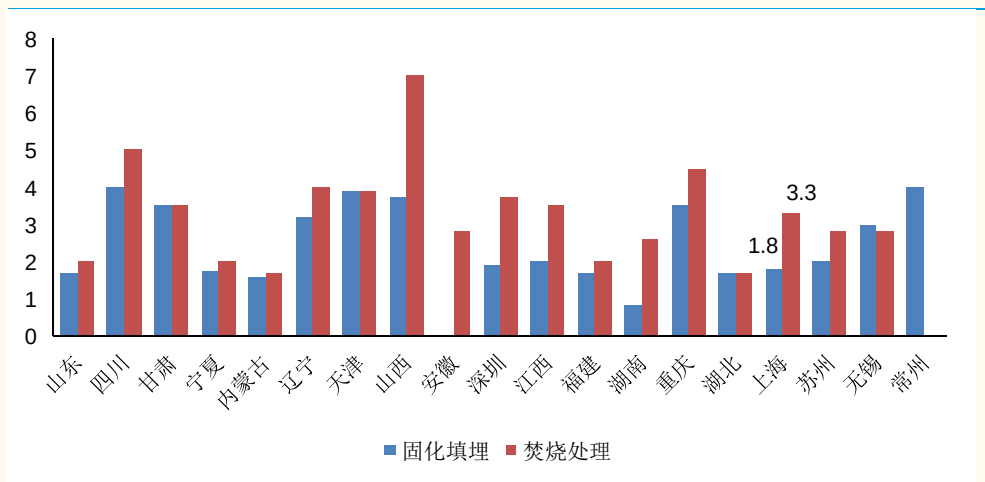
公司进入危废市场，医废处置垄断上海。公司通过飞灰处理技术切入危废市场，洛阳项目有望 17 年底建成，计划配套 45 吨/日的飞灰处理量。大股东上海城投危废资质质量占上海总资质质量约 40%；公司运营的固处中心是上海唯一一家具有医废处理资质的机构，16 年处理医废 4.6 万吨，未来有望盈利。

上海危废产能稀缺，公司大股东持有 40%资质质量

- **危废处置产能短缺且进入壁垒高。**2015 年全年全国危废产生量为 3976 万吨，综合利用处置率达到 81.08%。危废核准经营牌照稀缺，15 年为 5263 万吨/年，但有效处理资质质量不到 1/3。危废行业的资质、资金、技术、管理壁垒高，如填埋处置和焚烧处置的万吨投资大概在 6000-8000 万元；回收周期长，新的危废项目从开始申请到落地投产最快需耗时 2-3 年，一般则要 3-5 年。
- **上海危废资质质量 78 万吨/年，上海城投占比约 40%。**根据上海环保局数据，上海获得危险废物经营许可证的单位共 27 家，资质规模 78 万吨/年，其中填埋处置企业 3 家，总核准填埋规模 12.6 万吨/年，焚烧处置企业 10 家，总核准焚烧规模 23 万吨/年。上海危废处理资质质量前五强分别为固处中心（15 万吨/年）、天汉（11.7 万吨/年）、瑞曼迪斯（8.9 万吨/年）、老港飞灰（8.4 万吨/年）、升达（6 万吨/年）。

- **上海市危废实际产能短缺，2016 年跨省市转移处置增加 53%。**根据上海市环境状况公报的数据，2016 年上海市危废市内转移处理处置量 43.4 万吨，同比增加 7.4%；跨省市处理处置量 16.7 万吨，同比增加 53.2%。即上海市危废处置达产率（实际产能/资源量）约 56%。根据我们调研数据，上海市危废处理需求约 100 万吨，目前产能严重不足。**上海地区处置价格相对较高。**从各地的危废处置定价来看，填埋处置的价格一般在 2000-4000 元/吨，焚烧处置的价格一般在 2000-5000 元/吨，各地价格差异较大，主要是受危废产量与处理量缺口大小影响。2015 年环保部数据显示，上海地区焚烧处理价格 3300 元/吨，填埋价格 1800 元/吨，处于全国中等水平。但由于上海地区产能极度稀缺，供不应求，近年来价格上涨明显。2017 年年初上海环保局的文件显示，上海市危险废物焚烧企业运营负荷已完全饱和，处置能力严重紧缺，根据我们调研数据，上海市场的危废焚烧价格在高峰时期接近 1 万元一吨。

图表 19：2015 年各省市危废处理价格（元/公斤）



来源：环保部、国金证券研究所

- **公司以飞灰为切口进入危废领域。**公司旗下研究院持有飞灰处理方法专利，若干项目在飞灰采用国内最先进的处理工艺。以 BOT 模式运营的洛阳焚烧项目工程设计 2014 年 9 月开工建设，17 年底有望建成。日处理垃圾 1500 吨，配套飞灰处理厂（规模 45 吨/日）。另外大股东上海城投旗下老港综合填埋场飞灰填埋区核准经营规模 231 吨/日。
- **危废焚烧、填埋方面，公司受上海城投委托运营危废项目：上海城投瀛洲（崇明岛项目）和固处中心（嘉定项目）。1）**公司持有崇明岛项目 55% 股权，危废项目中的填埋场项目已经确认收入。2）嘉定项目属上海城投，由公司运营，每年贡献收入约 2 亿。固处中心的危废业务有填埋和焚烧，其中填埋处理量为 3 万吨/年；焚烧线有三条，处理量约 3.6 万吨/年，产能已基本饱和。

垄断上海医废市场，盈利可期

公司运营着上海唯一的医废处置中心。公司运营的上海市固体废物处置中心（以下简称“固处中心”）成立于 2001 年 10 月，从业人员 530 余人。是上海市行政区域内唯一一家集医疗废物、危险废物和一般工业固废于一体的集约化、市场化、专业化处理处置单位。

- **医疗废物被列入危废清单。**2016 年最新颁布的《国家危险废物名录》将医疗废物列入危废名单。名录明确了医疗废物管理内容，并明文规定须采用“焚烧法”处理。医废成为危废领域的增量市场，公司运营的固处中心作为上海唯一的医废处置中心已占得先机。
- **16 年上海医废焚烧处置量为 4.6 万吨，同比增长 13.4%。**根据上海市卫生计生状况报告(2016)的数据，上海市医院 349 所，基层医疗卫生机构 4470

所，专业公共卫生机构 112 所，其他机构 80 所，全市医疗机构实际开放床位 12.92 万张，并且以约 5% 的速度增加。根据 2016 上海市环境状况公报的数据，全年医废焚烧处置量为 4.6 万吨，较去年增加 5460 吨，增速 13.4%，医废处置率 100%。

- **医疗废物计价模式分按床位收、按重量收。**两种收费模式各有优缺点，但由于医疗废物危险性大，从医废安全、社会责任的角度考虑，目前公司运营的固处中心按照床位收费来处理医疗废物。医疗废物处理价格由发改委制定，目前参考价格按 2010 年沪价费 010 号的规定来制定。

图表 20：目前上海医废主要按床位收费

收费方式	计费标准(上海 2010 年指导价)	优点	缺点	适用单位
按床位收	2.3 元每床每日	安全性高	增加成本	一般医疗机构
按重量收	2.81 元每公斤	处理企业效益高	医废外流风险	医废产生量较少的精神病院、结核病院等

来源：上海发改委、国金证券研究所

- **公司所运营的固处中心垄断上海医废市场。**固处中心拥有上海市唯一的医疗废物专用焚烧线、医疗废物与危险废物混合焚烧线，已实现上海市医疗机构全覆盖，共签约收集网点 2000 多个，收运过程全密封、全防护。
- **医废处理调价在即，固处中心有望扭亏为盈。**2015 年 10 月末，发改委开始重新组织制定环境卫生服务和危险废物处置收费标准，新一轮调价已在进程中。参考 2006 年收费标准（每床每日 1.45 元，每公斤 1.77 元）至 2010 年（每床每日 2.3 元，每公斤 2.81 元）的增幅，我们预计本轮（2010-2017）涨价上调幅度有望超过 50%，若按上海 16 年 12.92 万张床位、94% 床位使用率估算，涨价将新增约 5000 万收入。

污泥、土壤修复等新兴领域崭露头角

公司在原有业务的基础上向市政污泥、危险废物、餐厨垃圾、土壤修复等市场开拓，以点带面，通过业务多元化组合拓展环保产业链，实现公司从污水及垃圾处理商向综合环境服务提供商的转型。另外近三年工程施工将进入建设高峰期。

公司协同污泥与垃圾焚烧，三大污泥项目预计 17 年进入运营

- **公司污泥业务通过 BOT 模式，利用污泥与垃圾焚烧协同处理，实现对污泥的最终处置。**公司在垃圾焚烧厂旁设置污泥干化车间，使用垃圾焚烧的余热蒸汽干化污泥。与常规的余热蒸汽用来发电的做法（130 元/吨的收入）相比，蒸汽的热能使用可以创造 180-200 元/吨，因此协同处理的经济效益较高。
- **公司三大污泥项目在建，设计处理规模 490 吨/天。**公司目前松江天马污水厂污泥干化处置工程、奉贤东石塘再生污泥干化处置工程、金山再生污泥干化车间工程在建。项目所处理的污泥来自于周边郊区的污水厂，属于市政污泥，含水量 60%-80%。污泥处理成本不同的厂处理价格不同，项目还在调试运营阶段，预计 17 年贡献收入。
- **松江天马污水厂污泥干化处置工程为松江焚烧项目配套工程，设计规模 240 吨/天。**项目采用 BOT 模式运营，总占地面积约 1739 平方米，投资规模约 8883 万元。项目主要处理松江区各污水处理厂产生的含水率为低于 62% 的脱水污泥，将其干化至含水率 30% 以下。本工程按一次规划，分阶段建设进行。其中一阶段设计规模为 240 吨/天。项目已在试运行中。
- **奉贤东石塘再生污泥干化处置工程为奉贤焚烧项目配套工程，设计规模 100 吨/天。**项目采用 BOT 模式运营，项目总占地面积约 11 亩，投资

规模约 5669 万元，目前已收到政府补贴款 1043 万元。项目已在试运行中。

- **金山再生污泥干化车间工程为金山焚烧项目配套工程，设计规模 150 吨/天。**项目采用 BOT 模式运营，总占地面积约 1452 平方米，投资规模约 8700 万元。设计干化后污泥含水率为 30%。污泥处理采用“深度脱水污泥干化+焚烧”作为主体工艺。目前已收到投资补助款 2400 万元。2016 年末，金山再生污泥干化车间顺利进泥调试。

图表 21：截止 2016 年末，公司污泥处理项目共三个，设计处理规模 490 吨/天

项目	投资规模（万元）	处理规模（吨/天）	已收到投资补助款（万元）	状态
松江天马污水厂污泥干化处置工程	8883	240	暂无披露	试运行
奉贤东石塘再生污泥干化处置工程	5669	100	1043	试运行
金山再生污泥干化车间工程	8700	150	2400	试运行

来源：公司公告、中国招标网、中国污水处理网、金山区建设和管理委员会、国金证券研究所等

土壤修复中标桃浦科技智慧城项目

- **公司土壤修复在上海桃浦地区进行试验，进展良好。**2016 年，公司中标上海桃浦科技智慧城核心区场地污染土壤与地下水修复工程。桃浦地区主要污染物为重金属和有机污染物，急需进行体检和治疗以修复工业污染给土壤造成的伤害。桃浦科技智慧城的核心区污染治理是上海首个、也是目前最大的区域性棕地治理项目。该区域每个地块的污染特征不同，根据未来每个地块的规划要求，公司使用不同的修复模式，如原位修复或异位开挖模式。公司在土壤修复和水体修复方面取得了很好的突破，异地拓展可期。

盈利预测

固废处置板块：1) 垃圾焚烧发电方面，考虑到 17 年督查趋严，且奉贤、松江、崇明三个项目全年进入运营状态，产能利用率将提升，因此预计完成垃圾处理 590 万吨，同比增长 6.5%；18-19 年考虑到洛阳项目、太原项目、成都洛带迁址项目、文登项目建成后逐渐进入运营状态，垃圾焚烧量及吨垃圾发电量合计保持 15% 的增长（暂不考虑上网电价上调）；2) 垃圾填埋方面，考虑到填埋方式逐渐被焚烧方式替代，因此预计未来三年垃圾填埋量将逐渐减少。3) 垃圾中转方面，因暂不考虑中转中心的增加，因而垃圾中转量维持持平。4) 污泥处置方面，预计 17 年奉贤、松江、金山项目进入运营状态，开始贡献收入。

市政污水处理方面，考虑到污水厂正执行提标改造，因此预计污水处理费有望上调；同时预计有望受托新项目运营，因此未来三年保持 10%、15%、20% 的增长。

承建设计及规划板块，截止 2017Q1 公司在手未完成订单 20 亿、17 年新获项目订单 10 亿；另外考虑到公司下属环境院中标 8 个项目，2018 年将开启新一轮战略规划，预计未来三年将不断完善产业链并获取新项目订单，即将迎来建设的高峰期，因此预计保持 50% 左右的增速。

图表 22：上海环境各业务盈利预测

（单位：百万元）	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
固体废弃物处理（运营）						
收入	824.59	1037.62	1416.35	1629.68	1914.59	2347.87
YOY		25.8%	36.5%	15.1%	17.5%	22.6%
污水处理						
收入	391.83	359.21	324.62	357.08	410.64	492.77
YOY		-8.3%	-9.6%	10.0%	15.0%	20.0%

承包及设计规划						
收入	198.81	517.51	686.48	995.39	1572.72	2280.44
YOY		160.3%	32.7%	45.0%	58.0%	45.0%
环境服务						
收入	72.86	84.38	109.44	136.80	164.17	229.83
YOY		15.8%	29.7%	25.0%	20.0%	40.0%
合计						
收入	1,488.09	1998.73	2536.90	3118.96	4062.12	5350.92
YOY		34.3%	26.9%	22.9%	30.2%	31.7%

来源: wind; 国金证券研究所

投资建议

公司深耕生活垃圾+市政污水,在手 30 亿订单及 20 个运营项目提供稳定现金流,同时公司积极开拓新兴的危废、污泥等领域,估值和业绩将双升。另外公司享有国企背景带来的政企合作,财务成本低于市场,且管理层资深并锐意进取,看好公司上市后的发展。我们预计公司 2017-19 实现 EPS 0.82、1.02、1.32 元/股,对应 PE29X、23X、18X。

图表 23: 上海环境 17 年估值处于行业中等偏上水平

可比公司	EPS			PE	
	17E	18E	TTM	17E	18E
兴蓉环境	0.35	0.40	20	16	14
瀚蓝环境	0.80	0.97	20	17	14
启迪桑德	1.53	1.93	25	21	17
中国天楹	0.27	0.36	41	24	18
东江环保	0.61	0.77	25	25	20
上海环境	0.93	1.14	32	26	21
雪浪环境	0.86	1.22	31	27	19
盛运环保	0.33	0.58	101	28	16
伟明环保	0.64	0.78	37	31	25

来源: wind 一致预期 (股价 2017/07/18); 国金证券研究所

风险提示

项目进展不达预期、应收账款过高的风险

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,100	1,650	2,551	3,119	4,062	5,351
增长率		50.0%	54.6%	22.3%	30.2%	31.7%
主营业务成本	-612	-1,087	-1,665	-2,042	-2,720	-3,631
%销售收入	55.6%	65.9%	65.3%	65.5%	66.9%	67.9%
毛利	488	563	886	1,077	1,343	1,720
%销售收入	44.4%	34.1%	34.7%	34.5%	33.1%	32.1%
营业税金及附加	-13	-19	-40	-47	-53	-70
%销售收入	1.2%	1.1%	1.6%	1.5%	1.3%	1.3%
营业费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-127	-142	-221	-269	-349	-459
%销售收入	11.5%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%
息税前利润 (EBIT)	348	402	625	761	940	1,192
%销售收入	31.7%	24.4%	24.5%	24.4%	23.2%	22.3%
财务费用	-97	-115	-138	-141	-156	-160
%销售收入	8.8%	7.0%	5.4%	4.5%	3.8%	3.0%
资产减值损失	-5	7	1	-4	-1	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	49	17	-2	0	0	0
%税前利润	15.2%	4.6%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	295	311	486	616	783	1,030
营业利润率	26.8%	18.9%	19.1%	19.7%	19.3%	19.2%
营业外收支	24	67	165	170	180	190
税前利润	319	378	651	786	963	1,220
利润率	29.0%	22.9%	25.5%	25.2%	23.7%	22.8%
所得税	-65	-63	-101	-123	-150	-190
所得税率	20.5%	16.8%	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%
净利润	253	315	550	663	813	1,029
少数股东损益	21	13	85	90	95	100
归属于母公司的净利润	232	302	465	573	718	929
净利率	21.1%	18.3%	18.2%	18.4%	17.7%	17.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	253	315	550	663	813	1,029
少数股东损益	21	13	85	90	95	100
非现金支出	157	163	294	212	218	227
非经营收益	65	131	146	-5	-7	-13
营运资金变动	498	155	1	181	285	393
经营活动现金净流	974	763	990	1,052	1,309	1,637
资本开支	-1,453	-1,761	-1,127	-84	-124	-65
投资	-12	717	8	-1,399	-1,500	-1,300
其他	66	42	44	0	0	0
投资活动现金净流	-1,399	-1,002	-1,076	-1,483	-1,624	-1,365
股权募资	35	22	23	0	0	0
债权募资	407	444	-72	553	483	-100
其他	-121	-133	-184	-155	-168	-172
筹资活动现金净流	321	333	-233	398	315	-273
现金净流量	-104	94	-318	-33	0	0

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	523	618	633	600	600	600
应收账款	233	280	477	543	718	957
存货	115	178	105	140	194	269
其他流动资产	993	317	492	502	533	563
流动资产	1,864	1,392	1,708	1,785	2,044	2,388
%总资产	23.8%	15.5%	14.4%	13.3%	13.4%	14.1%
长期投资	3,007	4,211	5,913	7,311	8,811	10,111
固定资产	270	250	369	371	409	382
%总资产	3.5%	2.8%	3.1%	2.8%	2.7%	2.3%
无形资产	2,644	3,085	3,876	3,916	3,965	4,021
非流动资产	5,957	7,575	10,184	11,633	13,226	14,560
%总资产	76.2%	84.5%	85.6%	86.7%	86.6%	85.9%
资产总计	7,821	8,967	11,892	13,418	15,270	16,948
短期借款	131	588	963	1,215	1,698	1,597
应付款项	876	1,135	1,562	1,781	2,216	2,748
其他流动负债	132	114	218	251	319	474
流动负债	1,139	1,836	2,742	3,247	4,232	4,818
长期贷款	1,270	1,564	2,091	2,091	2,091	2,092
其他长期负债	1,620	1,454	1,223	1,582	1,635	1,698
负债	4,028	4,853	6,057	6,920	7,959	8,608
普通股股东权益	3,410	3,713	4,893	5,466	6,184	7,113
少数股东权益	382	401	942	1,032	1,127	1,227
负债股东权益合计	7,821	8,967	11,892	13,418	15,270	16,948

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.816	1.022	1.323
每股净资产	1.332	1.450	1.911	2.135	2.416	2.779
每股经营现金净流	0.380	0.298	0.387	0.411	0.511	0.640
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	6.81%	8.14%	9.50%	10.48%	11.61%	13.07%
总资产收益率	2.97%	3.37%	3.91%	4.27%	4.70%	5.48%
投入资本收益率	4.67%	4.98%	5.86%	6.47%	7.06%	8.26%
增长率						
主营业务收入增长率	122.26%	49.99%	54.64%	22.26%	30.24%	31.73%
EBIT增长率	391.31%	15.41%	55.50%	21.75%	23.57%	26.72%
净利润增长率	160.24%	30.18%	53.88%	23.23%	25.27%	29.46%
总资产增长率	79.70%	14.65%	32.62%	12.83%	13.80%	10.99%
资产管理能力						
应收账款周转天数	37.0	41.1	41.4	50.0	51.0	52.0
存货周转天数	49.8	49.1	31.0	25.0	26.0	27.0
应付账款周转天数	166.0	232.3	232.6	260.0	240.0	220.0
固定资产周转天数	89.0	54.8	49.3	38.1	30.5	20.3
偿债能力						
净负债/股东权益	41.49%	46.94%	41.50%	41.65%	43.63%	37.04%
EBIT利息保障倍数	3.6	3.5	4.5	5.4	6.0	7.4
资产负债率	51.51%	54.13%	50.94%	51.57%	52.12%	50.79%

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
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

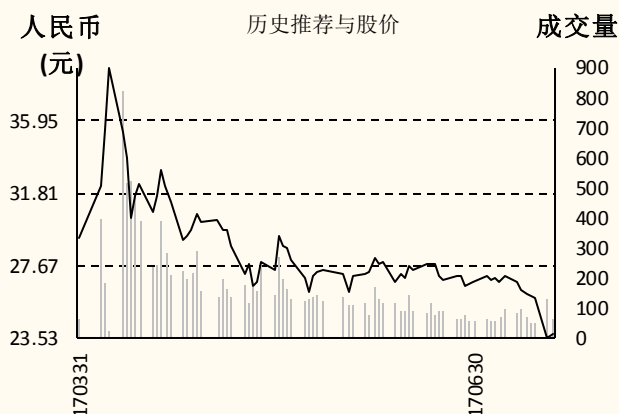
来源：国金证券研究所

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为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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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