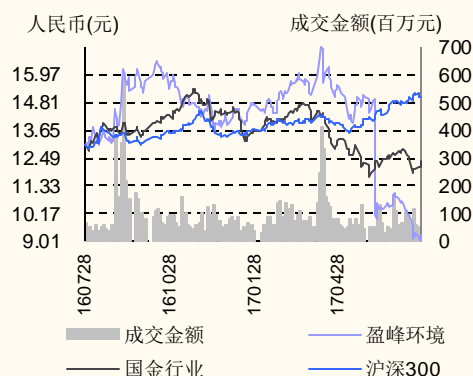


市场价格(人民币): 9.25元
 目标价格(人民币): 10.96-14.00元

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)	744.14
总市值(百万元)	10,111.47
年内股价最高最低(元)	17.10/9.01
沪深300指数	3712.19
深证成指	10395.19



环境治理监测全面发力，大环保平台征程开启

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.231	0.338	0.418	0.464	0.638
每股净资产(元)	6.93	4.58	4.11	4.34	4.89
每股经营性现金流(元)	0.43	-0.28	-0.94	1.10	-1.18
市盈率(倍)	40.01	27.37	22.14	19.92	14.49
行业优化市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润增长率(%)	56.51%	127.02%	88.21%	15.97%	37.43%
净资产收益率(%)	3.33%	7.38%	10.16%	10.69%	13.04%
总股本(百万股)	484.92	727.39	1,155.24	1,155.24	1,155.24

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **定位“高端装备制造+环境综合服务”，全面打造大环保平台：**盈峰环境定位于“高端装备制造+环境综合服务商”，主业包括环境监测、环境治理、风机及电磁线制造。公司是风机龙头，2015年10月收购环保监测龙头宇星科技、垃圾焚烧领先企业绿色东方，2016年8月收购亮科环保、大盛环球、明欢有限，全面布局大环保平台。公司背靠美的集团，继承吸收精细化管理体系奠定管理基础。目前公司垃圾焚烧能力总规划超过5700吨/日，污水处理能力总规划超过37.3万立方米/日。
- **收购监测龙头宇星科技，高起点切入环保行业：**公司2015年10月完成宇星科技100%股权收购，高起点切入环保行业。宇星科技2002年成立，是最早进入环保监测领域的企业之一，已成为环保监测龙头，业务包括各类气体/水质/流体等环境在线监测仪器及系统、环境治理等。宇星科技2016年扣非净利润1.59亿元，同比增长18%；2017年承诺扣非净利润2.1亿元，增长32%。监测设备销量成为环境治理、监测运营的硬件支撑。
- **公司在手订单超50亿，签下74亿环保框架：**2016年收购亮科环保、大盛环球、明欢有限后，加上公司新取得订单，公司在手订单超过50亿元，17年新订单同比增长超过100%；同时公司获得框架协议共计73.5亿元，为公司业绩增长提供了充足动力和潜在订单。2017年宇星、亮科、大盛、明欢的业绩承诺合计2.65亿元，考虑并表因素预计贡献业绩增量超9733万元。
- **大股东并购中联环卫协同效应明显，倒逼上市公司环卫订单高速增长：**5月21日，大股东盈峰控股73.95亿元受让中联重科环境产业公司51%股权。中联重科环卫机械在市场中稳居第一，市场占有率超过60%。盈峰控股受让中联重科环境产业公司，必然对于获取充足下游环卫运营项目有信心和计划，盈峰环境作为盈峰控股唯一上市平台，倒逼盈峰环境获取环卫订单的速度必须高速增长。若17-19年环卫机械订单由集团内盈峰环境自供比例达到30%，按环卫运营年服务收入中设备成本占比30%、环卫运营毛利率27%考虑，则仅环卫业务就能推动盈峰环境业绩较2016年增加221%。
- **预计17年环境监测治理收入增量约8.3亿元：**根据目前订单及建设工程情况，考虑亮科、大盛、明欢并表因素，我们保守预计盈峰环境2017年环境监测治理业务增量约8.3亿元。重点关注项目主要是顺德EPC工程、茂名/郁南污水处理工程、鄱阳/九江/阳信垃圾焚烧工程、廉江/阜南/寿县垃圾焚烧

相关报告

- 1.《环保产业不断升级，综合环境服务商加速成型-盈峰环境公司点评》，2017.6.27
- 2.《监测与治理双轮驱动，环境综合服务商能力显现-盈峰环境年报点评...》，2017.4.12
- 3.《环保产业中标20亿PPP项目，标杆效应显著-盈峰环境公司点评》，2017.2.20
- 4.《宇星科技并表助力全年业绩高增长-盈峰环境公司点评》，2017.1.20
- 5.《中标13.5亿元海水整治项目，切入流域治理-盈峰环境公司点评》，2017.1.13

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

工程、乌沙山 EPC 工程。

- **定增 8.2 亿产业基金 40 亿，提供资金项目支撑：**公司拟定增锁价 8.51 元/股，发行 9636 万股，募资 8.2 亿元。定增募资主要用于垃圾焚烧项目 4.1 亿元，监测运营中心升级及新建项目 2.3 亿元，生态预警监控系统研发 0.6 亿元，补充流动资金 1.2 亿元。同时，公司参与设立 2 支产业基金共 40 亿规模。定增和产业基金能够满足公司转型环保行业后大幅增加的资金需求，增强获取订单的资源 and 能力，加快工程进度。
- **股权激励绑定核心团队利益，覆盖所有板块骨干：**2016 年公司完成股权激励期权授予，激励核心骨干涵盖所有业务板块，绑定核心团队利益，保障公司高速发展。股权激励行权价格 8.31 元，激励对象 55 人，授予未解锁的股票期权数量 742.7 万份。业绩目标为 2016-2018 年扣非净利润较 2015 年增长 30%、60%、100%，行权比例为 30%、30%、40%。

投资建议

- 根据最新订单及建设工程详细情况，我们预计 2017 年公司环境监测治理收入增量 8.3 亿元，整体环境监测治理收入 18 亿元，同比增长 85%；风机、漆包线业务由于下游需求低迷，供给竞争日趋激烈，按 2017 年收入同比降低 5%保守考虑。考虑定增摊薄，预计 17/18/19 年，公司归母净利润 4.6、5.4、7.4 亿元，EPS 0.42、0.46、0.64 元，对应 PE 为 22、20、14 倍，结合环境监测、环境治理、风机电磁线可比公司 2017 年预期估值水平，给予 26 倍估值，目标价 10.96 元，“买入”评级。

风险提示

- PPP 订单落地及施工进度风险，地方政府不能及时付款风险，风机电磁线收入大幅下滑风险，7 月 26 日 7368 万股解禁引起市场波动风险

内容目录

公司定位“高端装备制造+环境综合服务”，并购重组高起点进军环保领域.....6	6
并购重组高起点进军环保领域.....6	6
公司转型环保成效显著，开始步入快速发展阶段.....7	7
公司在手订单超 50 亿，预计 17 年工程增量 8.2 亿运营增量 2.1 亿.....8	8
业绩承诺 17 年贡献利润增量 9733 万.....8	8
公司在手订单超 50 亿，17 年新订单增长超 100%.....8	8
预计 17 年环境监测治理收入增量约 8.3 亿元.....9	9
大股东并购中联环卫协同效应明显，倒逼上市公司环卫订单高速增长.....10	10
大股东受让中联重科环境产业公司 51% 股权.....10	10
中联环卫倒逼上市公司环卫订单必须高速增长.....11	11
收购监测龙头宇星科技，高起点切入环保行业.....12	12
监测是环保行业的基石，十三五市场规模超 900 亿.....12	12
垂管改革事权上收理顺机制，环保监测政策目标是全覆盖.....13	13
宇星科技是监测龙头，销售网络覆盖全国.....15	15
宇星科技 17 年承诺业绩增长 32%，环境治理比重上升.....17	17
宇星应收款购回解除坏账担忧，实施进展顺利.....17	17
收购绿色东方进军垃圾焚烧领域，签下 30 亿产业园框架.....18	18
垃圾焚烧势在必行，十三五市场空间超 2000 亿.....18	18
收购绿色东方进军垃圾焚烧领域.....19	19
2016 至今拿下固废订单超 23.7 亿，签订 30 亿产业园框架.....19	19
收购亮科环保意在村镇水处理，取得大盛明欢 5 家污水处理厂.....20	20
2017 年是污水处理厂提标、黑臭水体治理考核年.....20	20
农村污水处理率仅 22%，农村污水市场空间 1.6 万亿.....21	21
取得大盛明欢 5 家污水处理厂，业绩承诺 3500 万.....22	22
高端设备仍能贡献稳定现金流，漆包线市场饱和.....22	22
公司是风机行业龙头，高端设备仍能贡献稳定现金流.....23	23
漆包线产能过剩，市场饱和.....23	23
定增、产业基金提供资金支撑，大股东并购环卫机械协同效应明显.....24	24
拟定增 8.2 亿，满足环保资金渴求.....24	24
参与 2 只产业基金 40 亿，提供资金项目支撑.....24	24
股权激励绑定核心团队利益，覆盖所有板块骨干.....25	25
盈利预测及投资建议.....26	26

图表目录

图表 1：公司环保、高端装备双主业.....6	6
图表 2：监测高起点切入，全面进军环保领域.....7	7
图表 3：实际控制人何剑锋控股 36.98%.....7	7

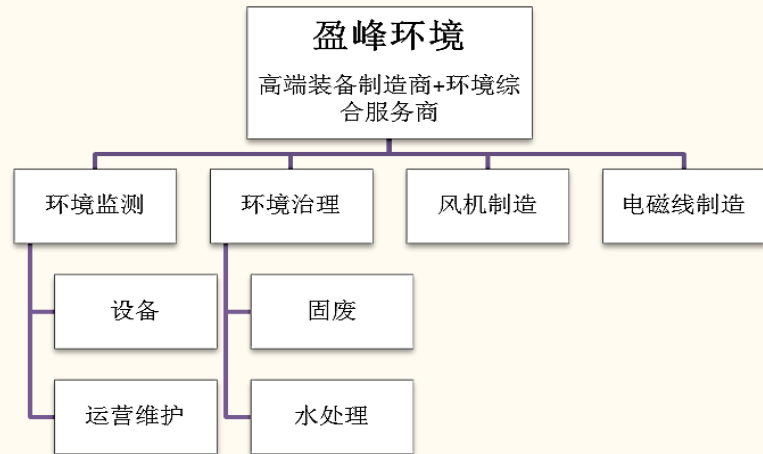
图表 4: 全面转型环保重入增长轨道 (百万元)	8
图表 5: 分板块毛利水平 (百万元)	8
图表 6: 业绩承诺 17 年贡献利润增量 9733 万	8
图表 7: 公司新订单情况 (不含框架, 亿)	9
图表 8: 预计 17 年环境监测治理收入增量约 8.3 亿元	9
图表 9: 中联重科转让环境产业子公司	10
图表 10: 中联重科环境产业公司模拟汇总财务数据 (亿元)	10
图表 11: 中联重科环境产业公司 2015-2016 业绩 (亿元)	10
图表 12: 中联重科环卫机械收入持续增长, 毛利率略有波动	11
图表 13: 大股东受让中联环卫资产考量	12
图表 14: 中联环卫倒逼上市公司环卫订单必须高速增长 (亿元)	12
图表 15: 环境监测是环保行业的基石	13
图表 16: 2017-2020 年环境监测行业市场规模预测 (亿元)	13
图表 17: 环保监测政策目标是水、气、土、噪声全覆盖	14
图表 18: 宇星监测仪器系统产线齐全	16
图表 19: 宇星监测销售网络覆盖全国	17
图表 20: 宇星科技 17 年承诺业绩增长 32%	17
图表 21: 监测设备产销情况	17
图表 22: 宇星科技原股东应收款购回进展	18
图表 23: 垃圾清运量与城市化率高度正相关 (万吨)	18
图表 24: 中国与发达国家城市化率仍有较大差距	18
图表 25: 垃圾焚烧投资市场空间超 2000 亿	19
图表 26: 收购绿色东方 9 个项目	19
图表 27: 2016 年至今固废中标/签约项目	20
图表 28: 2016 年地下水水质较差极差比例高达 60.1%	20
图表 29: 2016 年人体不宜接触地表水比例达到 32.3%	20
图表 30: 水十条 2017 年考核目标	21
图表 31: 十三五农村环境综合整治目标任务	21
图表 32: 中国农村污水处理水平远低于城市 (2015)	22
图表 33: 亮科环保专注农村污水处理项目	22
图表 34: 风机利润下滑 (百万元)	23
图表 35: 漆包线利润平稳 (百万元)	23
图表 36: 风机 16 年销量增长 23%	23
图表 37: 漆包线 16 年销量较 14 年无增长	24
图表 38: 公司定增资金投向	24
图表 39: 深圳产业基金首期出资结构	25
图表 40: 宁夏产业基金首期出资结构	25
图表 41: 股权激励覆盖所有板块骨干	25
图表 42: 财务预测	26

图表 43: 可比公司估值对比.....26

公司定位“高端装备制造+环境综合服务”，并购重组高起点进军环保领域

- 公司定位于“高端装备制造+环境综合服务商”，主要业务包括环境监测（设备、运营维护）、环境治理（固废、水处理）、风机制造、电磁线制造。

图表 1：公司环保、高端装备双主业

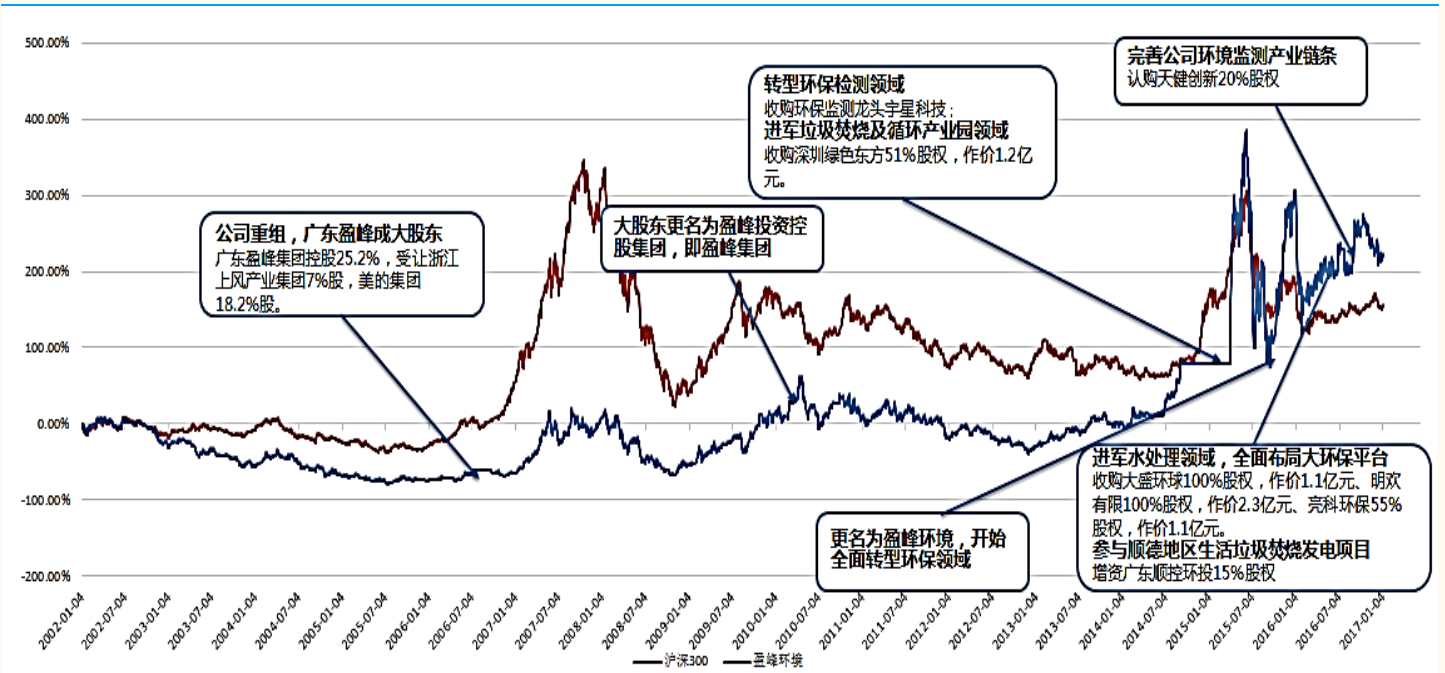


来源：国金证券研究所

并购重组高起点进军环保领域

- 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。1993年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设立，2000年在深交所上市。2006年，广东盈峰集团有限公司受让浙江上风产业集团有限公司的7%股权、美的集团有限公司的18.2%股权，控股25.2%成为大股东。2010年大股东广东盈峰集团有限公司更名为盈峰投资控股集团有限公司（盈峰集团）。
- 2015年10月，公司收购环保监测龙头宇星科技，业务重心转入环保监测领域；收购深圳绿色东方51%股权（1亿元，后增至70%）进军垃圾焚烧及循环产业园领域。2016年3月，公司更名为盈峰环境，开始全面转型环保领域。2016年8月，公司收购亮科环保55%股权（1.1亿元）、大盛环球100%股权（1.6亿元）、明欢有限100%股权（2.9亿元）进军水处理领域，全面布局大环保平台。
- 2016年9月通过增资广东顺控环投15%股权，深度参与顺德地区3000吨/日生活垃圾焚烧发电项目；2016年12月为完善公司环境监测产业链条，认购天健创新20%股权。

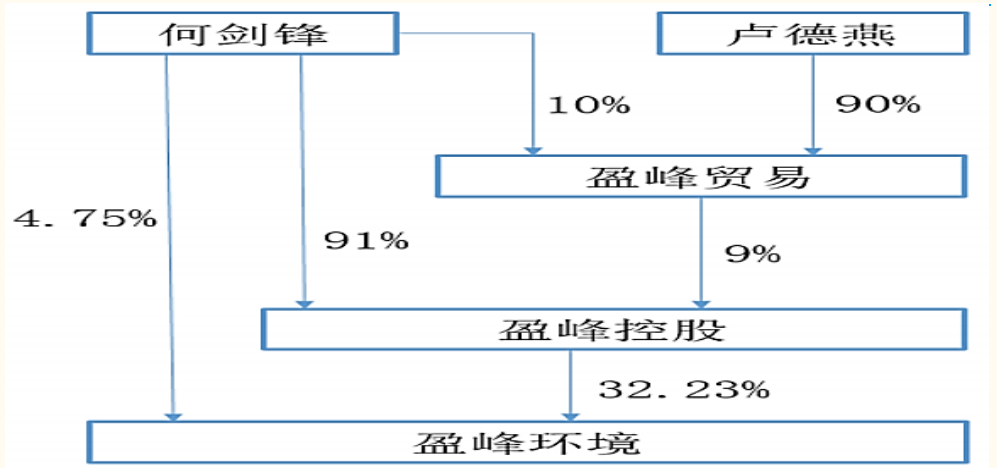
图表 2：监测高起点切入，全面进军环保领域



来源：国金证券研究所

- 公司目前实际控制人为何剑锋，控制股权 36.98%。何剑锋为美的集团创始人独子，公司背靠美的集团，很多中高层均来自美的集团，充分吸收了美的集团在家电领域积累的精细化管理体系，为公司在整体处于起步阶段的中国环保行业脱颖而出奠定了管理基础。

图表 3：实际控制人何剑锋控股 36.98%

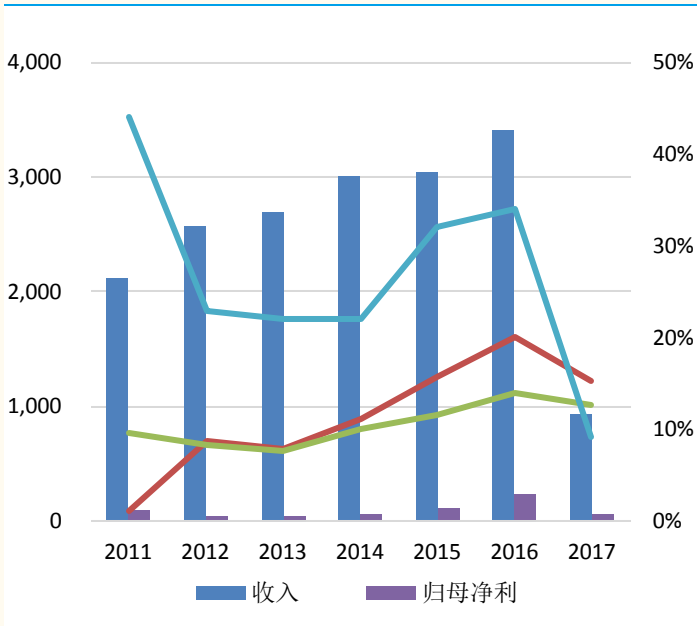


来源：公司公告、国金证券研究所

公司转型环保成效显著，开始步入快速发展阶段

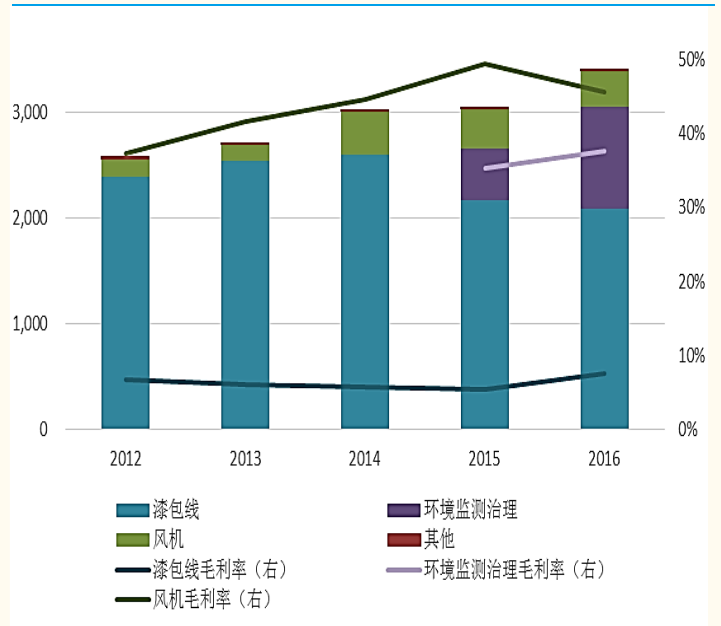
- 2016 年，环境监测、治理业务转型及并购成效开始全面显现，公司实现营收 34 亿元，同比增长 12%，扭转了上年增长停滞的局面；归母净利润 2.46 亿元，同比增长 120%；EPS 0.34，同比增长 6.3%；毛利率 20%，较 2014 年增加 9pct。各业务板块中，在风机、漆包线收入小幅下滑情况下，环境监测治理收入实现翻倍增长，在总收入中占比达到 29%，毛利贡献占比更是达到 54%，全面超过风机、漆包线业务，公司业务转轨完成，开始步入环保行业快速发展阶段。

图表 4：全面转型环保重入增长轨道（百万元）



来源：WIND、国金证券研究所

图表 5：分板块毛利水平（百万元）



来源：WIND、国金证券研究所

公司在手订单超 50 亿，预计 17 年工程增量 8.2 亿运营增量 2.1 亿

业绩承诺 17 年贡献利润增量 9733 万

- 2016 年，宇星科技扣非净利润 1.59 亿元，亮科环保扣非净利润 2099 万元，智尚环保扣非净利润 3729 万元，均超额完成业绩承诺。2017 年宇星科技、亮科环保、大盛环球、明欢有限的业绩承诺合计 2.65 亿元，考虑亮科环保、大盛环球、明欢有限 2016 年并表因素，从业绩承诺角度，预计宇星、亮科、大盛、明欢贡献业绩增量超过 9733 万元。

图表 6：业绩承诺 17 年贡献利润增量 9733 万

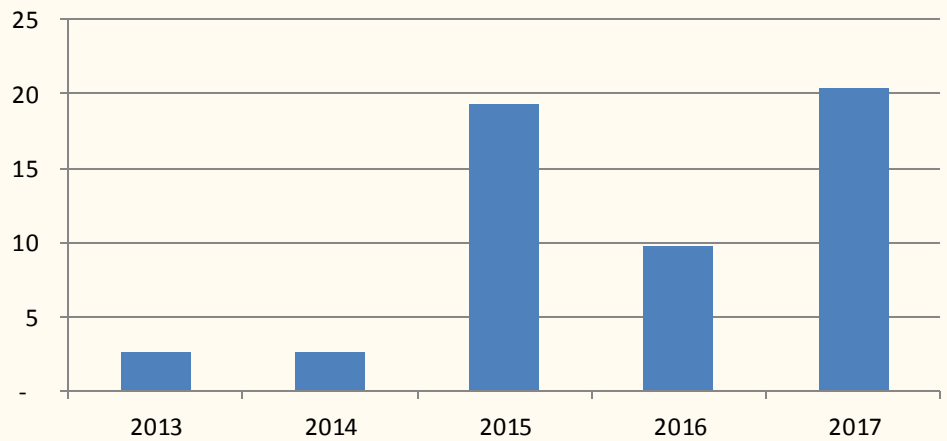
公司	承诺扣非利润（万元）				实际扣非利润 16 年	并表时间	17 年归母 增量
	15 年	16 年	17 年	18 年			
宇星科技	12,000	15,600	21,000		15,900	2015-9-15	5,400
亮科环保		2,000	2,000	4,000	2,099	2016-12-16	2,000
智尚环保（大盛明欢）		3,500	3,500	3,500	3,729	2016-8-31	2,333
绿色东方						2015-10-22	
小计	12,000	21,100	26,500	7,500	21,728		9,733

来源：公司资料、国金证券研究所

公司在手订单超 50 亿，17 年新订单增长超 100%

- 根据我们统计，2016 年收购亮科环保、大盛环球、明欢有限后，加上公司新取得订单，公司在手订单超过 50 亿元，17 年新订单同比增长超过 100%；同时公司获得框架协议共计 73.5 亿元，包括广东顺德和湖北仙桃两个循环产业园 30 亿元、安徽阜南特色小镇 40 亿元、黄山 3.5 亿元，为公司业绩增长提供了充足动力和潜在订单。目前公司垃圾焚烧能力总规划超过 5700 吨/日，污水处理能力总规划超过 37.3 万立方米/日。

图表 7: 公司新订单情况 (不含框架, 亿)



来源: 公司资料、国金证券研究所

预计 17 年环境监测治理收入增量约 8.3 亿元

- 根据目前订单及建设工程情况, 考虑亮科、大盛、明欢并表因素, 我们保守预计盈峰环境 2017 年环境监测治理业务增量约 8.3 亿元。重点关注项目主要是顺德 EPC 工程、茂名/郁南污水处理工程、鄱阳/九江/阳信垃圾焚烧工程、廉江/阜南/寿县垃圾焚烧工程、乌沙山 EPC 工程。

图表 8: 预计 17 年环境监测治理收入增量约 8.3 亿元

项目	业务	投产 (估计)	投资额万元	一期占比
顺德	EPC	2019-2	135,233	100%
茂名	污水处理	2018-11	60,845	100%
九江	垃圾焚烧	2018-7	25,800	100%
鄱阳	垃圾焚烧	2018-7	25,800	100%
阳信	垃圾焚烧	2018-7	25,000	100%
郁南	污水处理	2018-1	50,000	100%
吴忠	EPC	2018-11	16,380	100%
中山	EPC	2017-12	6,314	100%
赤峰	污水处理	2018-9	7,011	100%
寿县	EPC	2018-1	1,388	100%
厦门金龙	EPC	2018-4	1,156	100%
仙桃	产业园		200,000	
顺德	产业园		100,000	38%
智尚 5 家	污水处理	2016-8		
仙桃	垃圾焚烧			100%
并购 2 项	垃圾焚烧	2019-7	50,000	100%
乌沙山	EPC	2017-5	9,599	100%
寿县	垃圾焚烧	2017-6	25,006	100%
阜南	垃圾焚烧	2017-2	25,861	100%
廉江	垃圾焚烧	2017-1	25,868	100%

来源: 公司资料、国金证券研究所

大股东并购中联环卫协同效应明显，倒逼上市公司环卫订单高速增长

大股东受让中联重科环境产业公司 51% 股权

- 2017 年 5 月 21 日，中联重科以 116 亿元的价格转让环境产业子公司 80% 股权，盈峰环境大股东盈峰控股 73.95 亿元受让 51% 股权，其余由弘创投资、粤民投、绿联君和受让。

图表 9：中联重科转让环境产业子公司

受让方	受让股份	对价
盈峰控股	51.0%	74
粤民投	4.0%	6
绿联君和	3.4%	5
弘创投资	21.6%	31
转让总额	80.0%	116
整体作价	100.0%	145

来源：公司公告、国金证券研究所

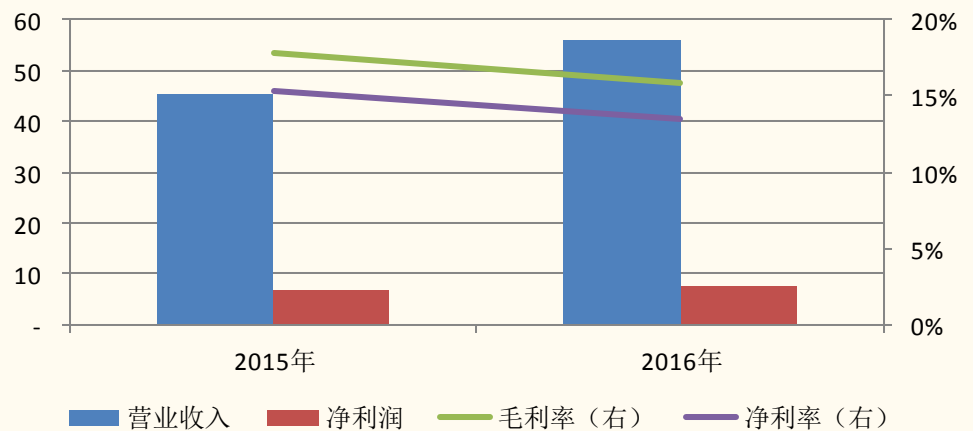
- 环境产业公司是中联重科 2012 年设立的全资子公司，环境产业公司内部重组整合环境业务打包出售。根据经审计的模拟财务数据，环境产业公司 2016 年收入 56.07 亿元，同比增长 23.7%；2016 年净利润 7.55 亿元，同比增长 9.3%；整体作价 145 亿元，估值 19.2 倍，远低于同类公司龙马环卫 40 倍估值水平。

图表 10：中联重科环境产业公司模拟汇总财务数据（亿元）

项目	2015 年	2016 年
营业收入	45.32	56.07
营业利润	8.05	8.87
净利润	6.92	7.55
毛利率	18%	16%
净利率	15%	13%
资产总额	70.93	92.48
负债总额	48.86	61.61
应收账款	33.49	45.87
净资产	22.07	30.87

来源：公司公告、国金证券研究所

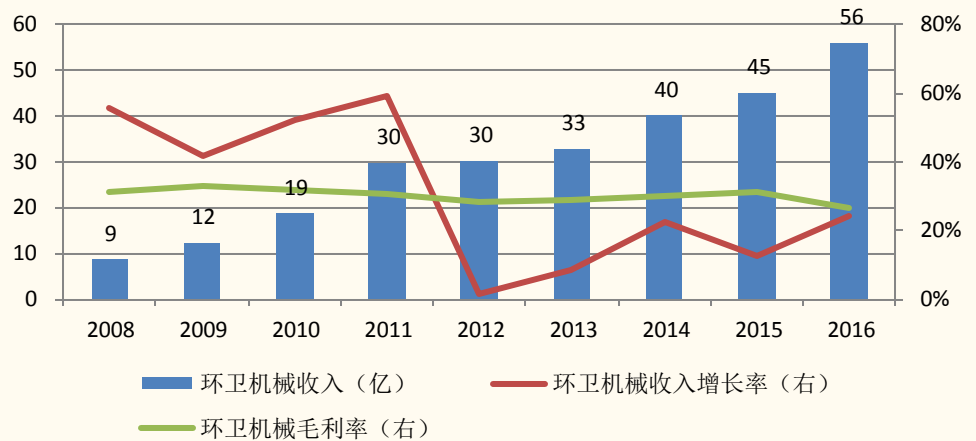
图表 11：中联重科环境产业公司 2015-2016 业绩（亿元）



来源：公司公告、国金证券研究所

- 中联重科环卫机械在市场中稳居第一，市场占有率超过 60%。2008-2016 年复合增长率高达 26%，持续高速增长态势，资产质量优秀。但相比 2012 年以前超过 40% 的增速，2012 年后由于环卫运营市场化推动、环卫设备竞争者增加下降至 10%-20%。
- 中联重科环境产业公司技术领先优势明显，其《环保高效干式环卫清扫装备关键技术及产业化》项目荣获 2016 年度中国工程机械科学技术一等奖，“垃圾分选系统和方法”“高铬铸铁、由其制成的薄壁管件及该薄壁管件的制备方法”两项发明专利获“中国专利优秀奖”，无尘干扫车、小型扫路车、喷雾风炮、抑尘车等一批新产品填补国内自主研发空白，占领行业制高点。

图表 12：中联重科环卫机械收入持续增长，毛利率略有波动

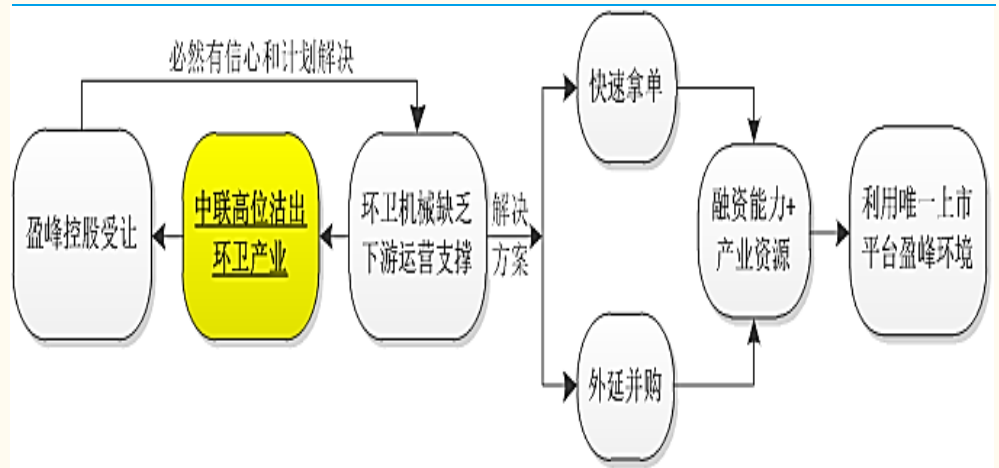


来源：WIND、国金证券研究所

中联环卫倒逼上市公司环卫订单必须高速增长

- 在中国环卫一体化 PPP 运营模式的浪潮中，由于环卫订单规模持续增长，规模优势下自己投建环卫设备生产线的公司越来越多，环卫机械由于缺乏充足下游环卫运营项目支撑，毛利率及收入增长已开始遇到瓶颈。从国际经验来看，实现环境装备制造和环境服务的产业协同是环境产业公司战略发展的必然趋势。全球领先的环境产业公司均以装备制造作为竞争优势、以环境运营作为收入主要来源，实现产业协同。
- 中联重科自身也评估认为运营领域起步相对较晚，仅依靠自身积累，短期内难以为环境运营业务的快速发展提供充足的支持。因此中联重科高位沽出是明智选择，而盈峰控股正在打造环保大平台，固废业务快速扩张，并购环卫机械协同效应明显。
- 从中联重科高位沽出环境产业公司的考量也可以看出，盈峰控股受让中联重科环境产业公司，必然对于获取充足下游环卫运营项目有信心和计划，通过快速拿单和外延并购途径实现快速突破。而环卫项目 PPP 运营模式已成为趋势，对融资能力和产业资源要求高，盈峰环境作为盈峰控股唯一上市平台，利用上市公司优势应从环卫订单和环卫并购开始。

图表 13：大股东受让中联环卫资产考量



来源：国金证券研究所

- 中联重科的环卫机械 2016 年收入 56 亿，规模庞大，随着环卫行业纵向一体化的发展趋势，倒逼盈峰环境获取环卫订单的速度必须高速增长。按环卫运营年服务收入中设备成本占比 30%、环卫运营毛利率 27%考虑，若 17-19 年环卫机械订单由集团内盈峰环境自供比例达到 15%，则仅环卫业务就能推动盈峰环境业绩较 2016 年增加 110%；若自供比例达到 30%，则能推动盈峰环境业绩增加 221%；若自供比例达到 45%，则能推动盈峰环境业绩增加 331%。并且，中联重科环境产业公司未来有望注入上市公司，大幅增厚上市公司业绩。

图表 14：中联环卫倒逼上市公司环卫订单必须高速增长（亿元）

项目	金额/比例
中联重科环境产业公司 2016 收入	56.1
环卫运营年服务收入中设备成本占比	30%
整体要求环卫年服务订单	186.9
环卫运营毛利率（参考玉禾田）	27%
情景一：17-19 年环卫机械订单集团内自供比例	15%
盈峰环境业绩较 2016 增量	110%
须增加环卫年服务订单	28.0
盈峰环境收入较 2016 增量	82%
情景二：17-19 年环卫机械订单集团内自供比例	30%
盈峰环境业绩较 2016 增量	221%
须增加环卫年服务订单	56.1
盈峰环境收入较 2016 增量	165%
情景三：17-19 年环卫机械订单集团内自供比例	45%
盈峰环境业绩较 2016 增量	331%
须增加环卫年服务订单	84.1
盈峰环境收入较 2016 增量	247%

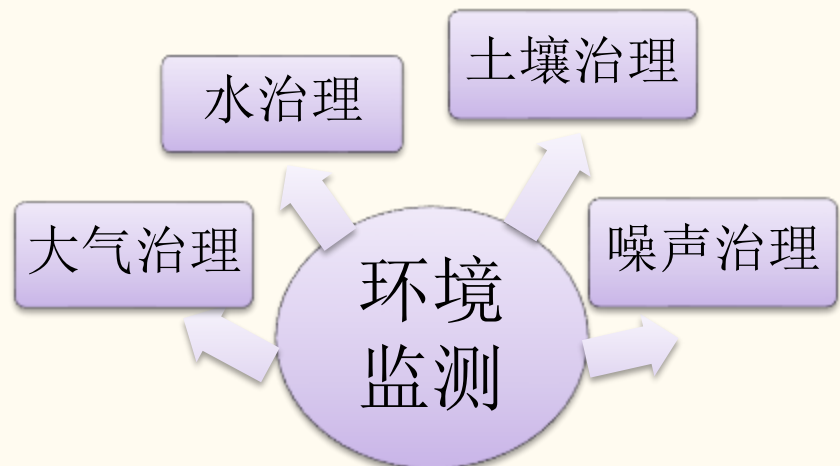
来源：国金证券研究所

收购监测龙头宇星科技，高起点切入环保行业

监测是环保行业的基石，十三五市场规模超 900 亿

- 环保监测是整个环保行业的基础，环境治理，监测先行。大气治理、水治理、土壤治理、噪声治理都需要依靠环境监测的数据进行分析判断，否则就无法量化考虑。环境监测是整个环保行业的入口，最容易形成大数据平台，环境监测系统的运营维护公司与政府的沟通协作也更加密切。

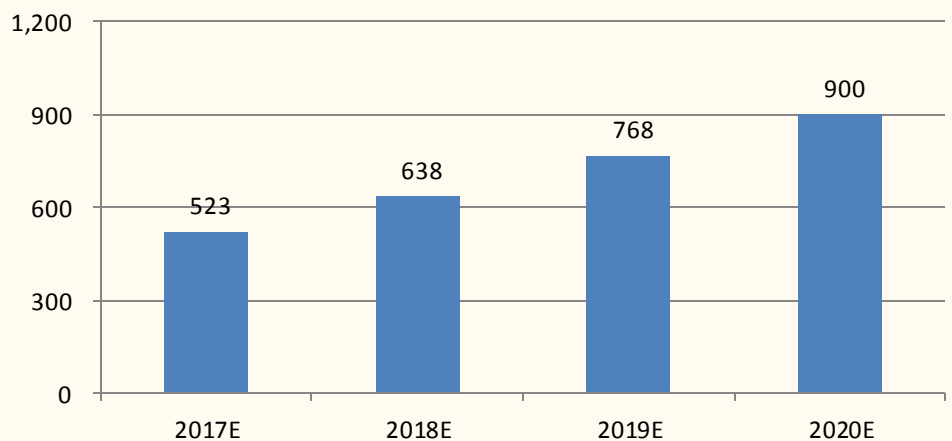
图表 15：环境监测是环保行业的基石



来源：国金证券研究所

- 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。根据中国产业信息网预测，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 16：2017-2020 年环境监测行业市场规模预测（亿元）



来源：中国产业信息网、国金证券研究所

垂管改革事权上收理顺机制，环保监测政策目标是全覆盖

- 2015 年是环保监测改革元年，国务院“水十条”要求 2017 年京津冀、长三角、珠三角等区域建成统一的水环境监测网；国务院《生态环境监测网络建设方案》要求 2020 年基本实现环境质量、重点污染源、生态状况监测全覆盖；环保部《国家环境质量监测事权上收方案》要求上收大气、水、土壤环境质量监测事权，2016 年底如期完成全国空气质量监测点位上收。
- 2016 年环保监测在土壤、管理机制上进一步改革深化，5 月国务院“土十条”要求 2020 年实现土壤环境质量监测点位所有县（市、区）全覆盖。9 月中办印发《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》，启动省以下环保垂直管理改革工作，全面强化省级环保部门的责任和独立性，2020 年全国省以下环保部门按新制度高效运行。

图表 17: 环保监测政策目标是水、气、土、噪声全覆盖

序号	文件名称	文件时间	发文单位	要点
1	关于建立资源环境承载能力监测预警长效机制的若干意见	2017-5	国务院	《意见》是对“十八大”提出的生态文明建设的具体落实,根据已经规划的功能区定位确定环境资源承载力,针对重要生态功能区、生态敏感区、生态脆弱区划定“生态红线”,坚持定期评估与实时监测相结合,通过对各功能区的资源环境情况进行阶段性的评估分析,来确认是否超越红线,进而制定对策,从严管制和有效激励相结合、政府监管和社会监督相结合,开展承载力评价,规范空间开发秩序,合理控制开发强度,促进人口、经济、资源环境的空间均衡。
2	关于深化环境监测改革提高环境监测数据质量的意见	2017-5	国务院	《意见》指出环境监测是生态文明建设和环保的重要基础,改革目的是保证数据真实客观,要把依法监测、科学监测、诚信监测放在重要位置,采取最规范的科学方法、最严格的质控手段、最严厉的惩戒措施,深化环境监测改革,建立环境监测数据弄虚作假防范和惩治机制,确保环境监测数据全面、准确、客观、真实。
3	2017年全国生态环境监测工作要点	2017-5	环保部	系统部署了全国环境监测重点任务。2017年,环保部将规划实施环境监测网络,构建国家-区域-监测/运维机构三级质控体系。大气方面,完善京津冀及周边区域颗粒物组分和光化学监测网,推动长三角、珠三角和成渝地区监测网络建设;水环境方面,组织开展地表水国控断面和近岸海域国控点位监测,开展上下游联合监测;土壤方面,优化土壤环境质量监测国控点位,完善国家土壤环境质量监测网。
4	排污单位自行监测技术指南总则	2017-5	环保部	《总则》适用于无行业自行监测技术指南的排污单位以及行业自行监测技术指南中未规定的内容,并规范了排污单位自行监测的相关步骤:根据监测的主体来制定监测方案,方案应包括监测技术、监测点位、监测指标、监测频次、采样方法以及监测分析方法;按照规定设置相应的监测设施,根据实际情况可安排自行监测或委托具有资质的机构代为监测。在保证监测质量的前提下对监测过程信息予以记录并保存。
5	关于加强对环保社会组织引导发展和规范管理的指导意见	2017-2	环保部、民政部	到2020年,要在全国范围内建立健全环保社会组织有序参与环保事务的管理体制,基本建立政社分开、权责明确、依法自主的社会组织制度,基本形成与绿色发展战略相适应的环保社会组织发展格局。现阶段主要任务:一是做好环保社会组织登记审查;二是完善环保社会组织扶持政策;三是加强环保社会组织规范管理;四是推进环保社会组织自身能力建设。
6	2017年工业节能监察重点工作计划	2017-2	工信部	对重点用能企业、重点用能设备实施专项监察。继续加强日常节能监察工作,跟踪整改落实情况。开展督察同时完善工作机制,创新工业节能监察手段,健全工业节能监察体系,强化专项督查长效机制。
7	“十三五”环境监测质量管理工作方案	2016-11	环保部	《方案》计划到2020年,全面建成环境空气、地表水和土壤等环境监测质量控制体系,深化信息技术在环境监测质量管理中的应用,进一步推进监测信息公开和公众监督,保障大气、水、土壤污染防治行动计划评价及考核数据客观真实、准确权威。
8	关于开展第二次全国污染源普查的通知	2016-10	国务院	普查内容包括各类污染物的产生、排放、治理情况。普查标准时点为2017年12月31日,时期资料为2017年度资料。2016年第四季度至2017年底为普查前期准备阶段,2018年为全面普查阶段,2019年为总结发布阶段。中国第一次污染源普查为2010年,数据时间点为2007年,普查结果显示危废实际产生量远高于环保部年报。
9	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	2016-9	中办、国办	强化地方党委和政府及其相关部门的环境保护责任,调整地方环境保护管理体制,规范和加强地方环保机构和队伍建设,建立健全高效协调的运行机制,落实改革相关政策措施。
10	土壤污染防治行动计划	2016-5	国务院	计划到2020年,受污染耕地安全利用率达到90%左右,污染地块安全利用率达到90%以上,土壤污染加重趋势得到初步遏制。到2030年,受污染耕地安全利用率达到95%以上,污染地块安全利用率达到95%以上,土壤质量稳中向好。到2020年底前,实现土壤环境质量监测点位所有县(市、区)全覆盖。
11	“十三五”国家地表水环境质量监测网设置方案	2016-3	环保部	《方案》规定水监测断面设置要以代表性,连续性,多功能性为原则,规范了水监测点位设置标准:河流干流间隔50km设置断面,一级支流设置两个断面,二级及以下支流设置一个断面,重要湖泊一般每50-100平方千米设置一个点位监测,北方流域面积较小的水域酌情设置。《方案》指明断面位置具体要求,应尽可能选在水质均匀的河段,要有可达性、采样的便利性,并对全国十大流域和大型湖泊进行了点位调整,系统规定了各大流域的点位地址和名称,本次调整后国控断面为2767个,新国控断面包括河流断面2424个。
12	生态环境监测网络建设方案实施计划(2016-2020)	2016-2	环保部	明确了2016年-2020年生态环境监测网络建设目标,并对健全国家和地方环境质量监测网络、强化生态状况监测、推进污染源监测和环境质量预报预警与应急、加强环境监测质量管理、监测信息共享与发布,以及生态环境监测能力建设等提出了具体要求。
13	“互联网+”绿色生态三年行动实施方案	2016-1	发改委	《方案》以形成覆盖主要生态要素的资源环境承载力动态监测网络,实现生态环境数据的互联互通和开放共享为总体要求,以加强资源环境动态监测,大力发展智慧环保,完善

序号	文件名称	文件时间	发文单位	要点
	案			废旧资源回收利用和在线交易体系为主要任务，以加强组织领导、督促检查为保障措施，推动互联网与生态文明建设深度融合，完善污染物监测及信息发布系统，充分发挥互联网在逆向物流回收体系中的平台作用，提高再生资源交易利用的便捷化、互动化、透明化，促进生产生活方式绿色化。
14	环境监测数据弄虚作假行为判定及处理办法	2015-12	环保部	环境监测数据弄虚作假行为及相关责任人将被环保部门记入社会诚信档案，向社会公布，并上报一级；涉及目标考核的，将视情节与考核挂钩处理；涉及县域生态考核的，视情节建议国务院财政主管部门减少或者取消当年中央财政资金转移支付；涉及《大气污染防治行动计划》、《水污染防治行动计划》排名的，分别以当日或当月监测数据的历史最高浓度值计算排名。社会环境监测机构、监测仪器设备生产及销售单位涉及弄虚作假行为的，列入不良记录名单，并报上级环保主管部门，禁止其参与政府购买环境监测服务或政府委托项目。
15	关于支持环境监测体制改革的实施意见	2015-11	财政部	文件指出要逐步建立起中央、地方、企业责任边界清晰的环境监测体系，到2018年，全面完成国家监测站点及国控断面的上收工作，健全国家直管的大气、水、土壤环境质量监测网和省内环境质量监测体系，并做到两者互联互通；做到第三方托管运营机制普遍实行，环境监测效率大幅度提升，环境监测能力同生态文明建设要求更相适应。文件指出，各地要积极推动地方环境监测体制改革，全面落实企业污染源监测的主体责任，大力推进环境监测市场化改革，确保总目标实现。
16	国家环境质量监测事权上收方案	2015-8	环保部	国家环境质量监测网络中的环境质量国控点监测事权上收给中央政府。分三步完成国家大气、水、土壤环境质量监测事权的上收。争取2015年完成京津冀地区空气质量国控点监测事权上收；2016年，同时推进大气和地表水环境质量国控点监测事权上收；到2017年底，争取完成大气、水和土壤环境质量国控点监测事权上收。
17	生态环境监测网络建设方案	2015-7	国务院办公厅	全面设点，建立统一的环境质量监测网络，健全重点污染源监测制度，加强生态监测系统建设；全面联网，建立生态环境监测数据集成共享机制，构建生态环境监测大数据平台，统一发布生态环境监测信息；自动预警，科学引导环境管理与风险防范；依法追责，建立生态环境监测与监管联动机制；健全生态环境监测制度与保障体系。
18	水污染防治行动计划	2015-4	国务院	启动流域管理、水陆统筹、系统治理、协力治污和突出执法监督等“全链条”治水行动和“政府统领、企业施治、市场驱动、公众参与”的水污染防治新机制。在沿海地区电力、化工、石化等行业，推行直接利用海水作为循环冷却等工业用水。在有条件的城市，加快推进淡化海水作为生活用水补充水源。计划到2017年底前，京津冀、长三角、珠三角等区域、海域建成统一的水环境监测网。
19	国家地下水监测工程组织实施方案	2015-3	国土资源部	国家地下水监测工程项目实行部、省两级管理，建设工期为三年，其中2014年开展项目初步设计；2015年重点开展华北地区地下水监测点建设项目，完成总体工作量的20%；2016年，全部完成华北地区项目，基本完成东北和西北地区项目，开展中南东南、西南地区项目，完成总体工作量的50%；到2017年，全部完成东北、西北、中南东南、西南地区项目，完成总体工作量的30%，并验收。项目后期，国土资源部将建立地下水监测运行机制，重点开展完善地下水监测网络、地下水日常监测及监测设施保护等工作。
20	关于推进环境监测服务社会化的指导意见	2015-2	环保部	文件指出要充分认识推进环境监测服务社会化的重要意义，要以党的十八大和十八届三中、四中全会精神为指导，以积极引导、加快培育、规范管理、依法监督为原则，全面放开服务性监测市场，有序放开公益性、监督性监测领域，扶持和规范社会环境监测机构，发展依法监督环境监测服务行为。
21	关于加强环境监管执法的通知	2014-11	国务院	加强环境监管执法，要求如下：严格依法保护环境，推动监管执法全覆盖，加快完善环境法律法规标准，全面实施行政执法与刑事司法联动，抓紧开展环境保护大检查，着力强化环境监管；对各类环境违法行为“零容忍”，加大惩治力度，全面清理违法违规项目，坚决落实整改措施；积极推行“阳光执法”，严格规范和约束执法行为，开展环境执法稽查，强化监管责任追究；明确各方职责任务，营造良好执法环境，充分发挥社会监督作用；增强基层监管力量，提升环境监管执法能力，加强执法队伍建设，强化执法能力保障。
22	全国污染源普查条例	2007-10	国务院	掌握各类污染源的数量、行业和地区分布情况，了解主要污染物的产生、排放和处理情况，建立健全重点污染源档案、污染源信息数据库和环境统计平台，为制定经济社会发展和环境保护政策、规划提供依据。

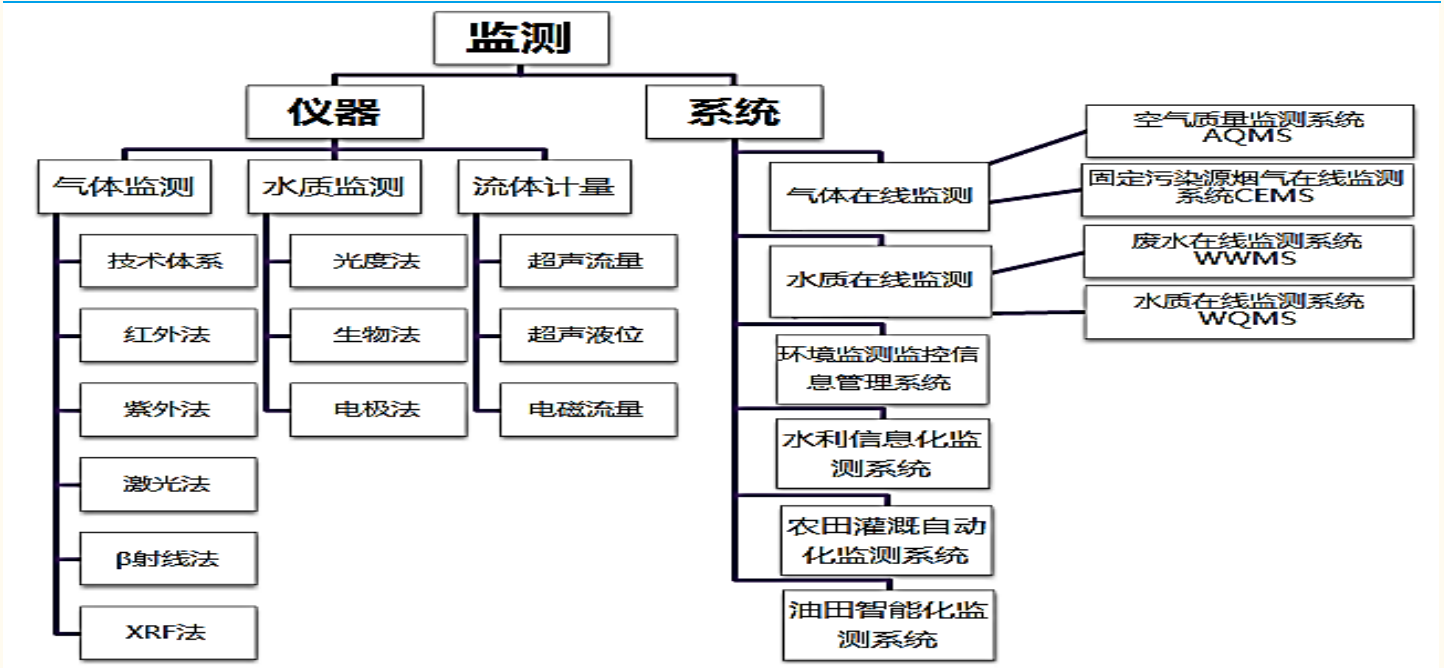
来源：国金证券研究所

宇星科技是监测龙头，销售网络覆盖全国

- 公司2015年10月完成宇星科技100%股权收购，高起点切入监测行业。宇星科技2002年成立，是最早进入环保监测领域的企业之一，已成为环

保监测龙头，业务包括各类气体/水质/流体等环境在线监测仪器及系统、环境治理等，可以提供监测、治理、运营维护以及咨询评价的全方位服务。

图表 18：宇星监测仪器系统产线齐全



来源：公司资料、国金证券研究所

- 自宇星科技成立至 2015 年末，宇星科技参与制定国家标准 1 项，行业标准 5 项，取得国家授权专利 262 项，通过科技成果鉴定的产品 28 项、取得广东省高新技术产品认定 24 项，取得软件产品证书 74 项、软件著作权 165 项，取得中国环境保护产品认证证书 23 项，中国仪器仪表学会科学技术奖科技成果奖 2 项，同时近年来承担国家部、省级相关研究开发项目共 29 个。
- 截至 2016 年 6 月底，宇星科技已经为超过 7500 多家用户提供各类气体、水质、水文环境监测产品，在全国范围内拥有 31 家分公司，77 个有效运营中心，形成覆盖全国 31 个省市自治区，约 300 个地级市的销售网络。

图表 19: 宇星监测销售网络覆盖全国

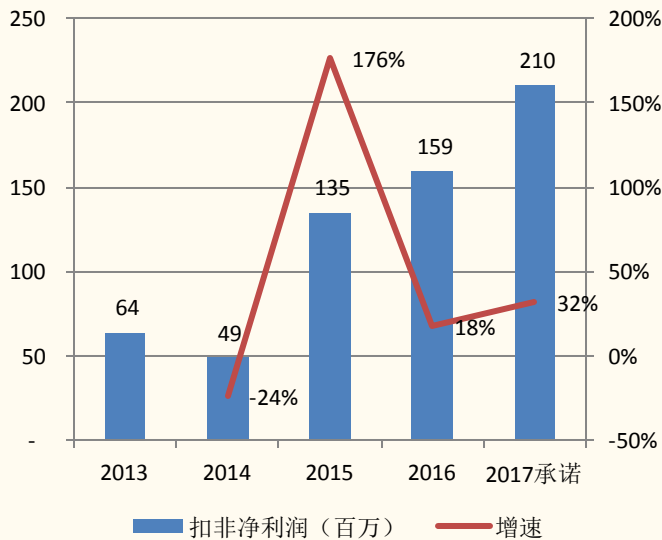


来源: 公司公告、国金证券研究所

宇星科技 17 年承诺业绩增长 32%，环境治理比重上升

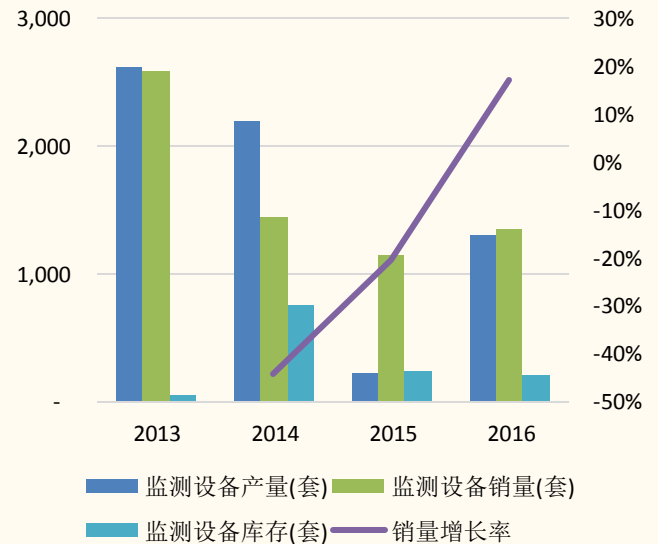
- 宇星科技 2016 年扣非净利润 1.59 亿元，同比增长 18%；2017 年承诺扣非净利润 2.1 亿元，增长 32%。从收入结构看，监测运营、环境治理比重快速增加，而 2016 年监测设备销量比重有所下降，成为环境治理、监测运营的硬件支撑，符合环保产业近年发展趋势。

图表 20: 宇星科技 17 年承诺业绩增长 32%



来源: 公司资料、国金证券研究所

图表 21: 监测设备产销情况



来源: WIND、国金证券研究所

宇星应收款购回解除坏账担忧，实施进展顺利

- 公司 2015 年收购宇星科技时，原股东承诺到期购回宇星科技存续至 2016 年 3 月 31 日的合计账面价值为 20.16 亿元应收款，支付购回款金额 19.57 亿元。2016 年 9 月 20 日，公司收到宇星科技原股东第一期应收款购回款 7.7 亿元（现金总对价的 40%）；2017 年 6 月 22 日，公司收到宇星科技原股东第二期应收款购回款 5.9 亿元（现金总对价的 30%）；按此进度，剩余

应收款购回款总对价的 30% 预计于 2018 年 6 月 30 日前支付完毕，顺利解决宇星科技收购前信用政策过于宽松导致的应收账款风险问题。

图表 22：宇星科技原股东应收款购回进展

项目	计划支付时间	兑现时间	金额（亿元）	购回款比例
总应收款账面价值			20.16	
总应收款购回款			19.57	100%
一期应收款购回款	2016/6/30	2016/9/20	7.70	40%
二期应收款购回款	2017/6/30	2017/6/22	5.93	30%
三期应收款购回款	2018/6/30		5.93	30%

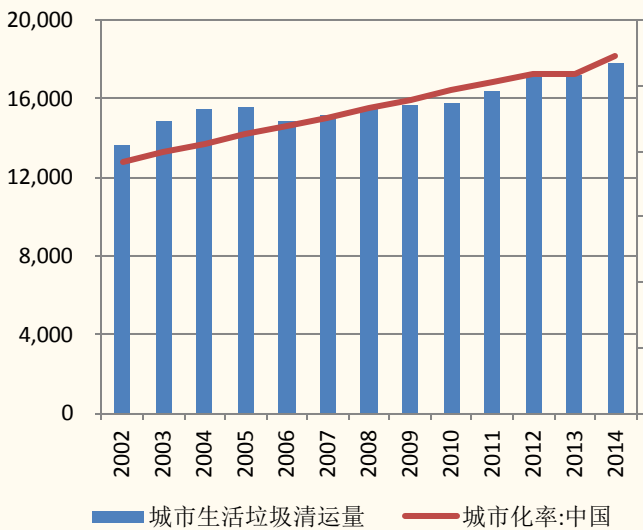
来源：公司公告、国金证券研究所

收购绿色东方进军垃圾焚烧领域，签下 30 亿产业园框架

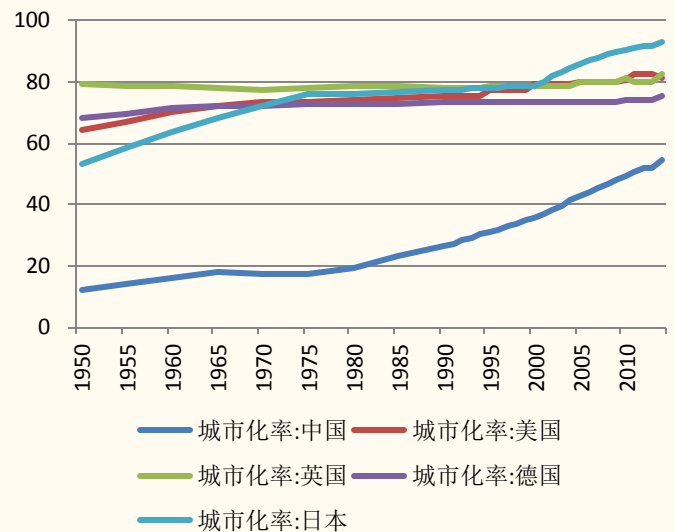
垃圾焚烧势在必行，十三五市场空间超 2000 亿

- 垃圾焚烧能以最快速度实现垃圾无害化、稳定化、减量化、资源化的最终处理目标。随着城市化进程的加快，土地资源的稀缺，垃圾焚烧处置方式越来越受到城市管理者的重视。
- 2016 年中国城市化率仅为 57%，2010 年到 2016 年增加 8 个百分点，较美英德日等发达国家的 80% 以上还有较大差距，预计十三五期间仍能保持稳定的城市化速率。历史数据表明，城市生活垃圾清运量与城市化率高度正相关，垃圾焚烧市场还有巨大的市场空间有待挖掘。

图表 23：垃圾清运量与城市化率高度正相关（万吨）



图表 24：中国与发达国家城市化率仍有较大差距



来源：WIND、国金证券研究所

来源：WIND、国金证券研究所

- “十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划（征求意见稿）提出，到 2020 年，生活垃圾焚烧处理能力占无害化处理能力的比例达到 50%，直辖市、计划单列市和省会城市（建成区）生活垃圾无害化处理率达到 100%；其他设市城市生活垃圾无害化处理率达到 95% 以上（新疆、西藏除外）。不鼓励建设处理规模小于 300 吨/日的焚烧设施。
- 按 2020 年生活垃圾焚烧占无害化比例 50%、城市生活垃圾无害化处理率达到 95%、十三五期间仍能保持稳定的城市化速率考虑，预计到 2020 年生活垃圾处理量达到 3.31 亿吨，垃圾焚烧量将达到 1.66 亿吨（复合增速 20%），较 2014 年新增 1.10 亿吨，按 50 元/吨·日的产能投资额、年等效利用小时 7500 小时考虑，需新增投资 1752 亿元，成长空间广阔。

图表 25：垃圾焚烧投资市场空间超 2000 亿

项目	测算
2020 生活垃圾焚烧占无害化比例	50%
2020 城市生活垃圾无害化处理率	95%
发达国家城市化率	超 80%
2014 年中国城市化率	54%
2020 年中国城市化率	64%
2014 年生活垃圾处理量 (亿吨)	2.42
2020 年生活垃圾处理量 (亿吨)	3.31
2014 年垃圾焚烧量 (亿吨)	0.56
2020 年垃圾焚烧量 (亿吨)	1.66
十三五垃圾焚烧增量 (亿吨)	1.10
垃圾焚烧产能投资额 (万元/吨·日)	50
年等效利用小时 (小时)	7,500
新增投资额 (亿元)	2,046

来源：国金证券研究所

收购绿色东方进军垃圾焚烧领域

- 2015 年 10 月公司出资 1 亿元收购绿色东方 51% 股权，后增资控股至 70%，进军垃圾焚烧发电循环经济产业园领域。绿色东方的主营业务为垃圾焚烧发电，拥有炉排和烟气处理等核心设备专利技术。收购时绿色东方项目在手 9 个垃圾焚烧 BOT 项目，总处理能力约 8000 吨/日，包括廉江、仙桃、阜南、寿县等项目。
- 绿色东方业绩承诺 2016-2019 年廉江、仙桃、阜南、寿县项目累计利润 1.2 亿元，年均利润 3000 万元；2016-2019 年新签垃圾焚烧 BOT 项目处理能力 6500 吨/日，单项目日处理量不少于 500 吨/日，包含 1 个以上 2000 吨/日项目。

图表 26：收购绿色东方 9 个项目

省	项目	投资额 (万元)	业务	产能	单位	投产 (估计)
安徽	寿县	25,006	垃圾焚烧	600	吨/日	2017-6
安徽	阜南	25,861	垃圾焚烧	500	吨/日	2017-2
广东	廉江	25,868	垃圾焚烧	500	吨/日	2017-1
湖北	仙桃		垃圾焚烧			
	并购 2 项	50,000	垃圾焚烧	1,000	吨/日	2019-7
江西	九江	25,800	垃圾焚烧	500	吨/日	2018-7
江西	鄱阳	25,800	垃圾焚烧	500	吨/日	2018-7
山东	阳信	25,000	垃圾焚烧	500	吨/日	2018-7

来源：公司资料、国金证券研究所

2016 至今拿下固废订单超 23.7 亿，签订 30 亿产业园框架

- 2016 年至今，除了并购绿色东方、亮科、大盛、明欢项目外，公司中标/签约环境治理项目超 23.7 亿元，签订 30 亿元环保产业园框架协议。公司抓住环保产业快速发展的机遇，开始进入订单兑现-业绩兑现的良性循环。
- 2016 年 9 月公司与佛山市顺德区经济和科技促进局签署《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。首期建设监测设备（水/气/土壤）、水处理专用设备项目；二期建设固废处理设备新建项目、环境治理与生态修复装备与互联网+环境系统新建项目、环境技术与孵化基地。

图表 27：2016 年至今固废中标/签约项目

省	项目	投资额 (万元)	业务	中标	投产 (估计)
浙江	乌沙山	9,599	EPC		2017-5
广东	顺德	100,000	产业园		
宁夏	吴忠	16,380	EPC	2016-12	2018-11
广东	中山	6,314	EPC	2016-12	2017-12
广东	顺德	135,233	EPC	2017-1	2019-2
湖北	仙桃	200,000	产业园		
福建	厦门金龙	1,156	EPC	2017-3	2018-4
广东	茂名	60,845	污水处理	2017-3	2018-11
内蒙	赤峰	7,011	污水处理	2017-4	2018-9

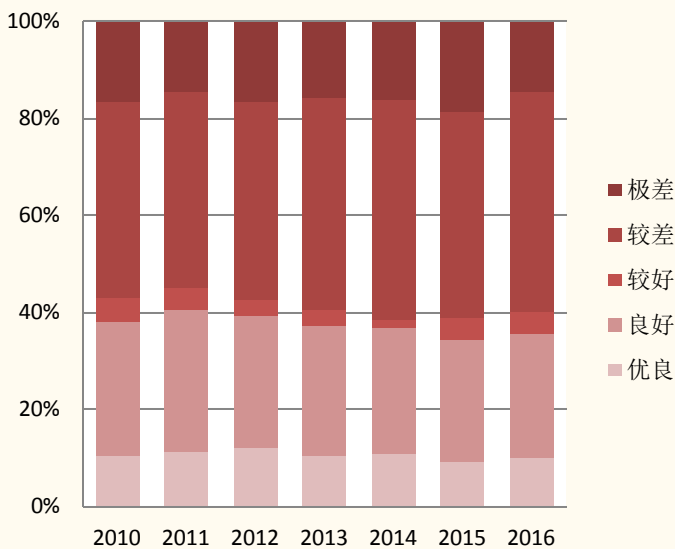
来源：公司资料、国金证券研究所

收购亮科环保意在村镇水处理，取得大盛明欢 5 家污水处理厂

2017 年是污水处理厂提标、黑臭水体治理考核年

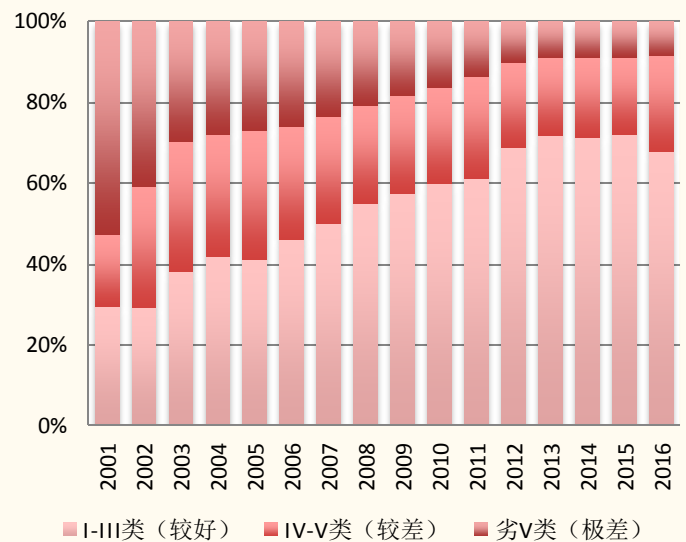
- 我国水资源人均占有量 2240 平方米，属于世界 13 个贫水国之一，人均水资源仅为世界平均的 1/4。根据我国环境保护部公布的最新《2016 年中国环境状况公报》显示，地表水水质仍急需改善，其中人体不宜直接接触的地表水比例达到 32.3%；地下水的水质污染依然严重，水质优良的监测点比例仅占 10.1%，良好的监测点比例为 25.4%，较好的监测点比例为 4.4%，较差极差的监测点比例为 60.1%，超标指标主要包括锰、铁、总硬度、溶解性总固体、“三氮”（亚硝酸盐氮、硝酸盐氮和氨氮）、硫酸盐、氟化物等。

图表 28：2016 年地下水水质较差极差比例高达 60.1%



来源：环保部、国金证券研究所

图表 29：2016 年人体不宜接触地表水比例达到 32.3%



来源：环保部、国金证券研究所

- 2017 年是污水处理厂提标、黑臭水体治理、污水管网建设考核年，2015 年国务院《水污染防治行动计划》（水十条）部分重要目标要求在 2017 年底实现。“水十条”要求，2017 年敏感区域（重点湖泊、重点水库、近岸海域汇水区域）城镇污水处理设施应全面达到一级 A 排放标准；直辖市、省会城市、计划单列市建成区基本消除黑臭水体；现有污泥处理处置设施应基本完成达标改造；省级城市污水全收集；京津冀、长三角、珠三角等区域建成统一的水环境监测网。

图表 30：水十条 2017 年考核目标

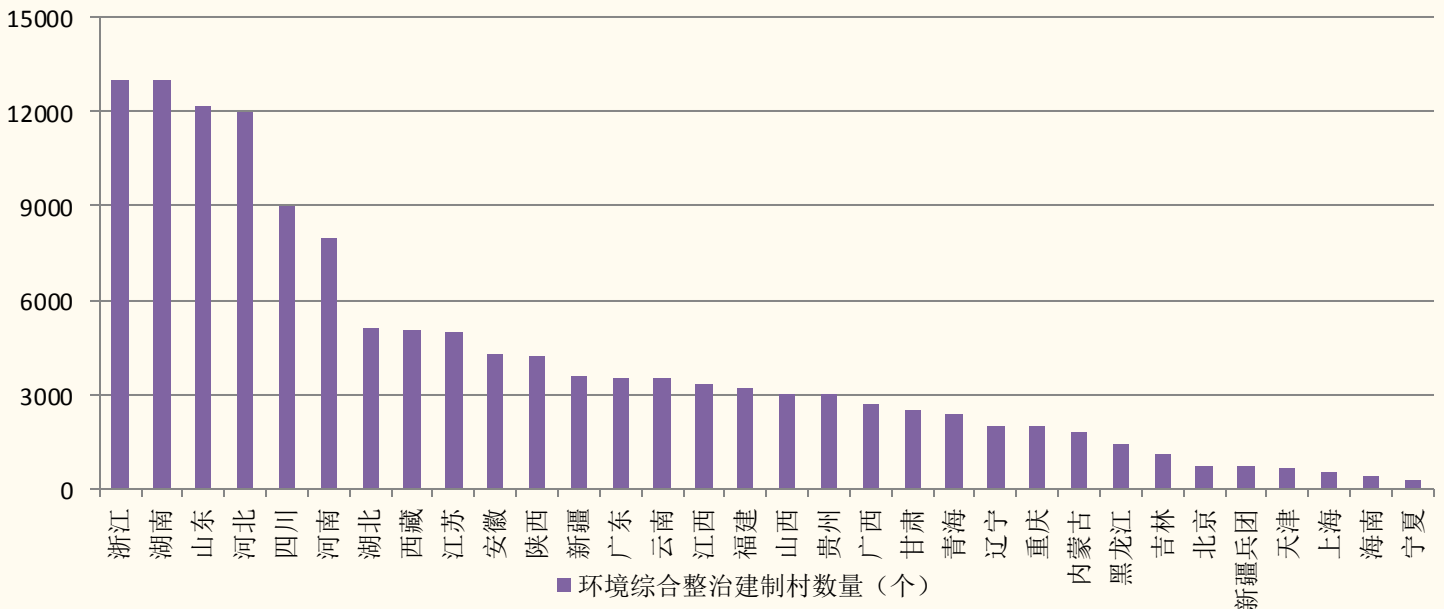


来源：水污染防治行动计划、国金证券研究所

农村污水处理率仅 22%，农村污水市场空间 1.6 万亿

- 2016 年 12 月，环保部、财政部联合出台《全国农村环境综合整治十三五规划》，要求到 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三分之一以上；整治过的 7.8 万个建制村的农村环保设施长期稳定运行。

图表 31：十三五农村环境综合整治目标任务

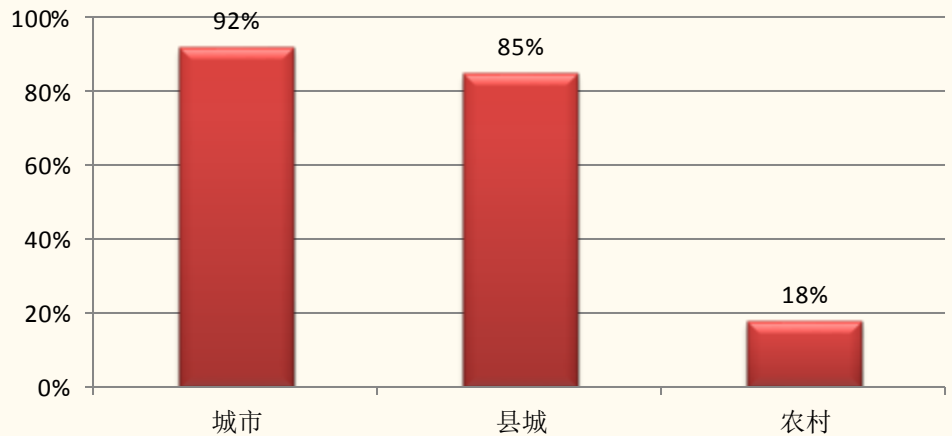


来源：《全国农村环境综合整治“十三五”规划》、国金证券研究所

- 农村污水处理缺口庞大，2016 年农村污水处理率仅为 22%，虽然较 2013 年提高 12pct 已取得较大进展，但仍有巨大缺口。“水十条”要求 2020 年全国所有县城和重点镇具备污水收集处理能力，县城、城市污水处理率分别达到 85%、95%左右，京津冀、长三角、珠三角等区域 2019 年完成。

- 随着人民环保意识的提高及国家支持力度的增强，农村污水处理将成为继城市污水处理之后的下一片蓝海。根据住建部信息，住建部下一步对农村污水处理采取的策略是重点推进、梯次推进的办法，全国大致有 1.6 亿户的农村污水没有得到处理，按每户投资额 1 万元考虑，建设投资市场空间达到 1.6 万亿元。

图表 32：中国农村污水处理水平远低于城市 (2015)



来源：环保部、住建部、国金证券研究所

取得大盛明欢 5 家污水处理厂，业绩承诺 3500 万

- 2016 年 8 月，公司收购亮科环保 55% 股权 (1.1 亿元)、大盛环球 100% 股权 (1.6 亿元)、明欢有限 100% 股权 (2.9 亿元)，进军水处理领域。大盛、明欢拥有 5 家污水处理厂，分别是华清源、华盛、源润、华博、源溢，总处理能力 33.8 万立方米/日，后转移至佛山市智尚环保工程顾问有限公司控股平台，5 家污水处理厂业绩承诺 2016-2018 年扣非净利润 3500 万元。
- 亮科环保主营农村污水处理，2012-2015 年在佛山实施了 30 多项农村污水处理项目，积累了丰富的农村污水处理经验，公司收购亮科环保意在提前布局村镇污水处理蓝海。

图表 33：亮科环保专注农村污水处理项目

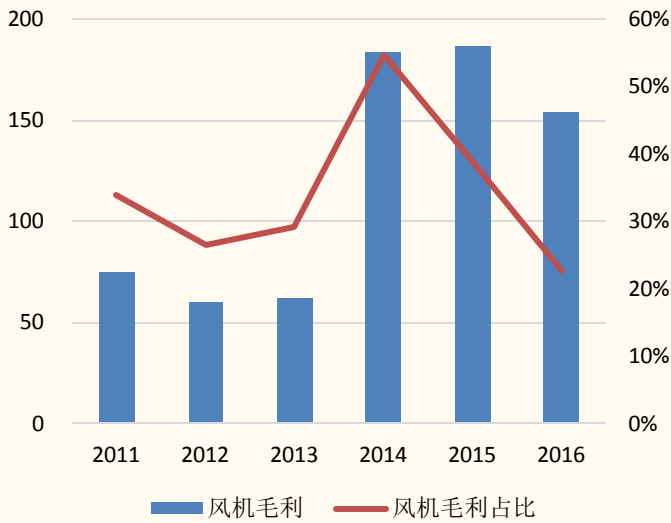
省	项目	投资额 (万元)	业务	投产 (估计)
广东	佛山	1,200	村镇污水	2016-10
广东	佛山	10,203	村镇污水	2016-10
广东	郁南	50,000	污水处理	2018-1
安徽	寿县	1,388	EPC	2018-1
广东	佛山	51	村镇污水	
广东	佛山	66	村镇污水	
广东	佛山		村镇污水	2016-1

来源：公司资料、国金证券研究所

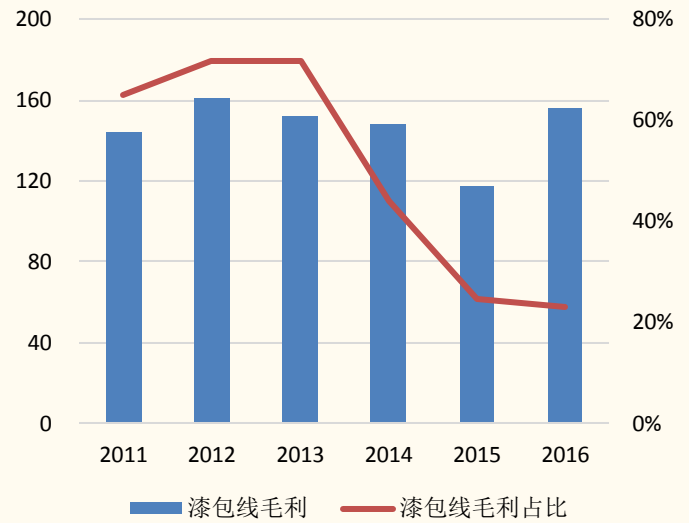
高端设备仍能贡献稳定现金流，漆包线市场饱和

- 2016 年风机贡献毛利占比 23%，较 2014 年减少 32pct；电磁线贡献毛利占比 23%，较 2014 年减少 21pct。公司全面转型环保行业，风机和电磁线业务发展较为平稳，对公司业绩的影响将逐步减小。

图表 34: 风机利润下滑 (百万元)



图表 35: 漆包线利润平稳 (百万元)



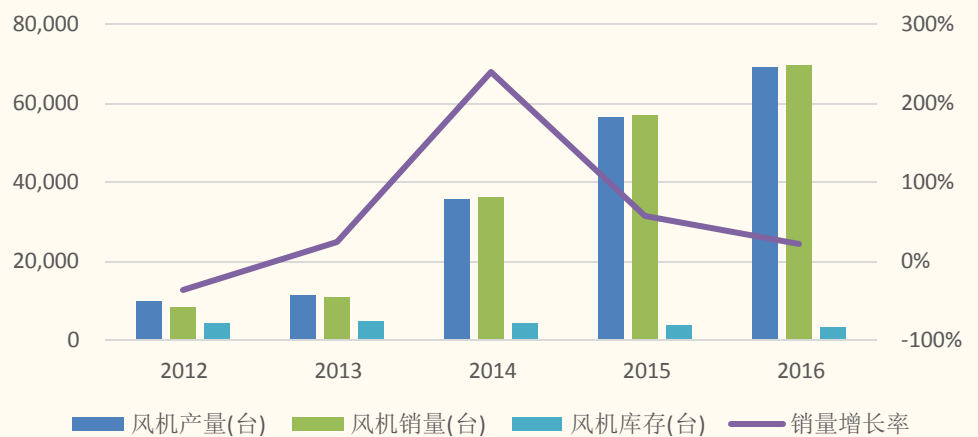
来源: WIND、国金证券研究所

来源: WIND、国金证券研究所

公司是风机行业龙头, 高端设备仍能贡献稳定现金流

- 公司是国内风机领域龙头, 是核电和轨道交通风机的核心供应商。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。公司目前累计承接国内外核电工程配套四十余项, 国内外轨道交通工程配套近 100 条。2016 年, 公司签下华龙一号核电项目首堆合同, 为 G20 峰会主会场提供四大系列通风设备共计 450 余台。
- “一带一路”战略、核电市场发展为公司风机业务提供了机遇, 风机行业仍能贡献较稳定现金流, 但风电、火电、建筑等传统领域需求疲弱导致风机供给竞争压力增加, 2016 年销量 6.98 万台, 保持了 23% 的增速, 但收入同比下滑 10%, 毛利率同比下滑 5pct。

图表 36: 风机 16 年销量增长 23%

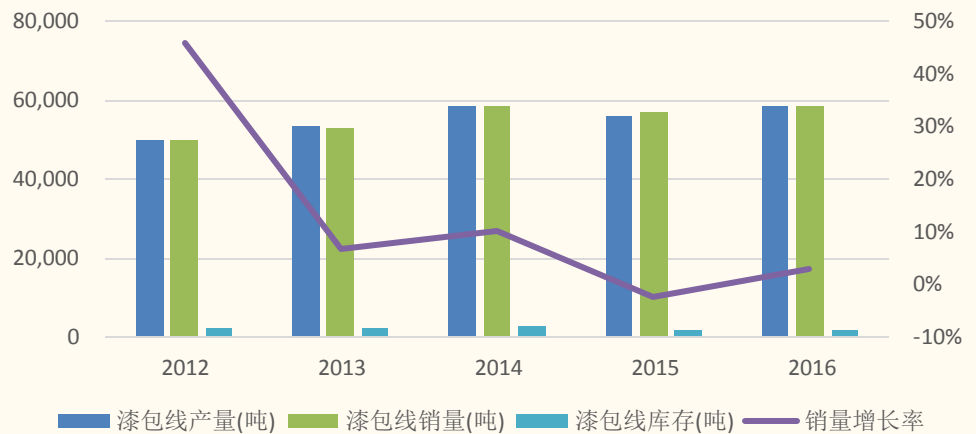


来源: WIND、国金证券研究所

漆包线产能过剩, 市场饱和

- 公司电磁线产品涵盖铜线、铝线、圆线、扁线、漆包线、纸包线、丝包线等各温度等级的线种, 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。漆包线行业进入门槛较低, 竞争激烈, 产能过剩, 公司漆包线业务增长有限。2016 年漆包线销量 5.86 万吨, 较 2014 年无增长, 市场进入饱和状态, 该板块收入波动小。

图表 37: 漆包线 16 年销量较 14 年无增长



来源: WIND、国金证券研究所

定增、产业基金提供资金支撑, 大股东并购环卫机械协同效应明显

拟定增 8.2 亿, 满足环保资金渴求

- 2016 年 7 月, 公司公告定增预案, 2017 年 3 月, 公司公告定增预案二次修订稿。本次定增拟锁价 8.51 元 (调整前为 12.78 元), 发行 9636 万股 (调整前为 6416 万股), 募资 8.2 亿元。何剑锋、余常光锁定 3 年, 其他对象锁定 1 年。定增募资主要用于垃圾焚烧项目 4.1 亿元, 监测运营中心升级及新建项目 2.3 亿元, 生态预警监控系统研发 0.6 亿元, 补充流动资金 1.2 亿元。本次定增能够满足公司转型环保行业后大幅增加的资金需求, 增强获取订单的资源 and 能力, 加快工程进度。
- 阜南项目已建成投运, 寿县项目预计 2017 年 12 月投运, 预计寿县、阜南两个垃圾焚烧项目投运后新增垃圾焚烧产能 1100 吨/日, 增加营业收入 8100 万/年, 净利润 3700 万/年。监测运营中心升级及新建项目建设期 2 年, 预计达产后营业收入 19215 万/年, 净利润 5932 万/年。

图表 38: 公司定增资金投向

项目	投资总额 (万)	募资投入 (万)	建设期 (月)	预计收入 (万/年)	净利润 (万/年)
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	25,006	22,000	15	4,600	2,400
阜南生活垃圾焚烧发电项目	25,861	19,000	22	3,500	1,300
小计	50,867	41,000		8,100	3,700
二、环境监测运营中心升级及新建项目	25,293	23,000	24	19,215	5,932
三、环境生态预警综合信息监控系统研发	6,197	6,000	24		
四、补充流动资金	12,000	12,000			
合计	94,357	82,000		27,315	9,632

来源: 公司公告、国金证券研究所

参与 2 只产业基金 40 亿, 提供资金项目支撑

- 公司参与设立 2 支产业基金共 40 亿规模, 为公司投资和并购固废、水处理、监测、土壤、大气治理等项目提供有力的资金支持和充足的项目来源。
- 2015 年, 公司 (出资 45 万持股 9%) 与盈峰资本 (出资 255 万持股 51%)、易方达资管 (出资 40 万持股 8%)、纳兰德基金 (出资 120 万持股 24%)、马刚 (出资 15 万持股 3%)、刘开明 (出资 25 万持股 5%) 共同投资设立盈峰环保基金管理公司, 之后公司拟与盈峰环保基金管理公司共同设立盈

峰环保并购基金（LP 为公司、盈峰集团、易方达资管、工商银行广东分行等机构和个人）。盈峰环保并购基金总规模 30 亿，首期规模 3 亿（公司出资 2500 万，盈峰集团出资 7250 万，工商银行广东分行出资 1.75 亿），存续期 5 年。

图表 39：深圳产业基金首期出资结构

合伙人名称	类型	认缴出资额（万元）	占比
其他有限合伙人	有限合伙人	2,750	9%
盈峰环境	有限合伙人一	2,500	8%
盈峰集团	有限合伙人二	7,250	24%
工商银行广东分行	有限合伙人三	17,500	58%
合计	—	30,000	100%

来源：公司公告、国金证券研究所

- 2017 年 2 月，公司与凯利易方资管、易方达资管、宁夏旅游共同设立宁夏环保产业基金，总规模 10 亿，首期 5 亿，凯利易方资管出资 50 万，盈峰环境出资 5000 万，宁夏旅游出资 5000 万，易方达资管代表其管理的专项资产管理计划出资 39950 万元。

图表 40：宁夏产业基金首期出资结构

合伙人名称	类型	认缴出资额（万元）	占比
凯利易方资管	普通合伙人	50	0.10%
盈峰环境	有限合伙人一	5,000	10%
宁夏旅游	有限合伙人二	5,000	10%
易方达资管	有限合伙人三	39,950	79.90%
合计	---	50,000	100%

来源：公司公告、国金证券研究所

股权激励绑定核心团队利益，覆盖所有板块骨干

- 2016 年公司完成股权激励期权授予，激励核心骨干涵盖所有业务板块，绑定核心团队利益，激发全员积极性，利于经营团队关注长期发展，保障公司高速发展。根据最新调整结果，公司股权激励行权价格 8.31 元（调整前为 12.49 元），激励对象 55 人，授予未解锁的股票期权数量 742.7 万份（调整前为 708 万份）。2016-2018 年行权比例为 30%、30%、40%。业绩目标为 2016-2018 年扣非净利润较 2015 年增长 30%、60%、100%。

图表 41：股权激励覆盖所有板块骨干

类型	人数	授予占比	总股本占比
管理人员	31	59.32%	0.58%
销售人员	15	25.42%	0.25%
研发人员	7	11.86%	0.12%
生产人员	2	3.40%	0.03%

来源：公司公告、国金证券研究所

盈利预测及投资建议

- 根据最新订单及建设工程详细情况，我们预计 2017 年公司环境监测治理收入增量 8.3 亿元，整体环境监测治理收入 18 亿元，同比增长 85%；风机、漆包线业务由于下游需求低迷，供给竞争日趋激烈，按 2017 年收入同比降低 5% 保守考虑。
- 2017 年处置国路贸易房产带来营业外收入约 5000 万，2018 年无该事项；同时，由于 2016 年新订单量较 2015 年下降约 49%，根据垃圾焚烧等工程周期，预计 2018 年收入增速将有所放缓，两者叠加将导致 2018 年业绩增速相对较低，2019 年重新回升。
- 2016 年应收账款占总资产比重下降 21pct 主要由于宇星应收账款转入其他应收款转入其他应收款所致，2017 年由于收入大幅增长带动应收账款相应增长。

图表 42：财务预测

盈峰环境收入	2016	2017E	2018E	2019E
整体	3,407	4,115	4,610	5,503
增长率	12%	21%	12%	19%
毛利率	20%	22%	24%	26%
环境监测治理	973	1,800	2,340	3,276
增长率	100%	85%	30%	40%
毛利率	38%	35%	35%	35%
风机	339	322	316	310
增长率	-10%	-5%	-2%	-2%
毛利率	46%	46%	46%	46%
漆包线	2,081	1,977	1,938	1,899
增长率	-4%	-5%	-2%	-2%
毛利率	7%	7%	7%	7%
其他	14	15	16	18
增长率	29%	10%	10%	10%
毛利率	40%	40%	40%	40%

来源：WIND、国金证券研究所

- 根据测算，考虑定增，预计 17/18/19 年，公司归母净利润 4.6、5.4、7.4 亿元，EPS 0.42、0.46、0.64 元，对应 PE 为 22、20、14 倍，结合环境监测、环境治理、风机电磁线可比公司 2017 年预期估值水平，给予 26 倍估值，目标价 10.96 元，“买入”评级。

图表 43：可比公司估值对比

股票简称	股票代码	收盘价	EPS			PE			板块	可比公司 2017PE	公司毛利占比
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E			
亿利达	002686	12.85	0.53	0.69	0.84	24.5	18.5	15.3	风机	24	16%
智慧能源	600869	6.75	0.25	0.30	0.28	27.5	22.6	23.9	电线电缆	27	16%
中国天楹	000035	6.45	0.24	0.32	0.38	26.6	19.9	16.8	垃圾焚烧	27	68%
盈峰环境	000967	9.25	0.42	0.46	0.64	22.1	19.9	14.5		26	100%

来源：WIND、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)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	3,019	3,043	3,407	4,115	4,610	5,503	货币资金	136	554	562	241	246	255
增长率	0.8%	12.0%	20.8%	12.0%	19.4%		应收账款	1,109	2,497	1,419	3,310	1,989	4,336
主营业务成本	-2,683	-2,562	-2,726	-3,193	-3,507	-4,081	存货	191	570	258	468	330	599
%销售收入	88.9%	84.2%	80.0%	77.6%	76.1%	74.2%	其他流动资产	-52	148	1,222	268	1,436	655
毛利	337	481	681	922	1,103	1,421	流动资产	1,384	3,769	3,461	4,287	4,000	5,844
%销售收入	11.1%	15.8%	20.0%	22.4%	23.9%	25.8%	%总资产	57.6%	71.9%	59.7%	62.1%	57.8%	63.7%
营业税金及附加	-7	-11	-24	-29	-33	-39	长期投资	0	19	15	168	339	543
%销售收入	0.2%	0.4%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	365	576	810	982	1,172	1,423
营业费用	-88	-111	-136	-165	-185	-220	%总资产	15.2%	11.0%	14.0%	14.2%	16.9%	15.5%
%销售收入	2.9%	3.7%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	无形资产	188	250	811	764	717	670
管理费用	-148	-186	-268	-324	-363	-433	非流动资产	1,019	1,471	2,340	2,612	2,919	3,327
%销售收入	4.9%	6.1%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	%总资产	42.4%	28.1%	40.3%	37.9%	42.2%	36.3%
息税前利润 (EBIT)	93	172	252	404	523	729	资产总计	2,403	5,240	5,801	6,899	6,920	9,171
%销售收入	3.1%	5.6%	7.4%	9.8%	11.3%	13.2%	短期借款	542	901	802	1,018	149	2,021
财务费用	-68	-58	-74	-85	-73	-102	应付款项	394	891	1,013	680	1,109	856
%销售收入	2.3%	1.9%	2.2%	2.1%	1.6%	1.9%	其他流动负债	69	102	172	55	55	55
资产减值损失	-15	-101	-32	-49	-61	-47	流动负债	1,006	1,894	1,986	1,753	1,313	2,932
公允价值变动收益	-1	5	-9	0	0	0	长期贷款	0	0	475	475	475	475
投资收益	66	36	126	153	171	204	其他长期负债	943	1,797	1,887	1,769	1,329	2,948
%税前利润	80.6%	28.8%	42.6%	30.3%	28.6%	24.6%	负债	943	1,797	2,362	2,243	1,803	3,423
营业利润	75	54	263	422	560	783	普通股股东权益	1,389	3,362	3,332	4,552	5,016	5,654
营业利润率	2.5%	1.8%	7.7%	10.3%	12.1%	14.2%	少数股东权益	71	80	107	104	100	95
营业外收支	8	71	33	81	37	46	负债股东权益合计	2,403	5,240	5,801	6,899	6,920	9,171
税前利润	82	125	297	504	597	829							
利润率	2.7%	4.1%	8.7%	12.2%	13.0%	15.1%	比率分析						
所得税	-14	-17	-53	-44	-65	-97		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	16.6%	13.8%	17.7%	8.8%	10.8%	11.7%	每股指标						
净利润	69	107	244	459	533	732	每股收益	0.197	0.231	0.338	0.418	0.464	0.638
少数股东损益	8	-5	-2	-3	-4	-5	每股净资产	4.529	6.934	4.581	4.112	4.342	4.894
归属于母公司的净利润	61	112	246	463	536	737	每股经营现金净流	0.299	0.431	-0.277	-0.944	1.104	-1.175
净利率	2.0%	3.7%	7.2%	11.2%	11.6%	13.4%	每股股利	0.032	0.038	0.027	0.057	0.063	0.086
							回报率						
							净资产收益率	4.36%	3.33%	7.38%	10.16%	10.69%	13.04%
							总资产收益率	6.29%	4.72%	6.51%	9.05%	9.47%	11.34%
							投入资本收益率	7.52%	5.80%	8.12%	11.41%	9.62%	14.40%
							增长率						
							主营业务收入增长率	11.60%	0.78%	11.98%	20.76%	12.04%	19.36%
							EBIT增长率	20.89%	21.60%	99.07%	59.94%	13.89%	39.43%
							净利润增长率	21.43%	56.51%	127.02%	88.21%	15.97%	37.43%
							总资产增长率	3.65%	118.10%	10.71%	18.93%	0.29%	32.54%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	134.0	299.5	152.0	293.6	157.4	287.6
							存货周转天数	26.0	81.1	34.6	53.5	34.3	53.6
							应付账款周转天数	35.5	45.6	59.8	44.9	44.9	44.9
							固定资产周转天数	43.7	45.6	41.0	26.2	47.7	49.3
							偿债能力						
							净负债/股东权益	37.13%	15.36%	26.57%	31.12%	11.23%	42.42%
							EBIT利息保障倍数	2.2	3.1	4.8	6.8	9.0	8.9
							资产负债率	39.25%	34.30%	40.71%	32.51%	26.06%	37.32%

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	8
增持	0	2	3	3	6
中性	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.33	2.25	2.25	1.53

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。

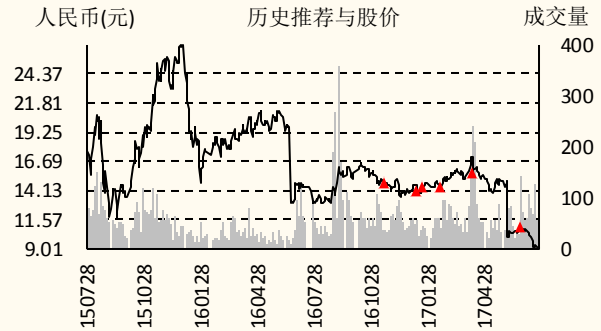
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-11-22	买入	14.75	26.00~28.00
2	2017-01-13	买入	14.10	26.00~28.00
3	2017-01-20	买入	14.40	20.00~21.00
4	2017-02-20	买入	14.40	26.00~28.00
5	2017-04-12	买入	17.03	20.00~25.00
6	2017-06-27	买入	10.56	N/A

来源：国金证券研究所



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。

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