

精准布局，蓄势待发

——盈峰环境（000967）深度报告

2017年9月22日

强烈推荐/首次

盈峰环境

深度报告

报告摘要：

公司早期是高端装备制造制造商，经过一系列的并购整合逐步完成向环境综合运营服务商的战略转型，我们看好公司未来赢得行业白马地位，核心看点如下：

- ◆ **环保产业精准布局，协同效应可期。** 2015年起，公司接连收购环境监测龙头宇星科技、垃圾焚烧鼻祖绿色东方以及亮科环保等多家水处理公司，精准布局多个高景气度细分领域。未来各业务板块在完成业绩承诺的同时，有望受益于产业链上下游延伸，迸发出显著协同效应。
- ◆ **大股东收购中联环境资产，夯实环卫一体化基础。** 环卫市场化进程如火如荼，该交易使得公司可以通过中联进入环卫装备以及运营领域，同时与后端的固废处理相连接，快速打造环卫一体化核心竞争力。若后续环卫资产成功注入，公司将成为环卫服务领域最有力竞争者之一。
- ◆ **定增获批，转型再加速。** 定增募集资金主要用于环境监测和垃圾焚烧发电项目，实际控制人何剑锋参与认购不超过1.5亿元。募投项目一方面将提高公司核心竞争力，另一方面也将促进公司战略转型继续加速。

盈利预测及投资评级。 我们预计公司 2017-2019 年主营收入分别为 43.46 亿、53.17 亿和 63.54 亿元，归母净利润分别为 4.18 亿、6.01 亿和 8.20 亿元，对应 EPS（摊薄后）分别为 0.38 元、0.55 元和 0.75 元，对应 PE 分别为 25 倍、18 倍和 13 倍。

通过对比可比公司估值水平，我们给予公司 2017 年传统业务 10 倍估值，环境监测及治理业务 40 倍估值，对应目标价 13.65 元，首次覆盖给予公司“强烈推荐”评级。

风险提示： 并购整合效果低于预期；资产注入进度低于预期

财务指标预测

指标	15A	16A	17E	18E	19E
营业收入（百万元）	3,042.60	3,407.20	4,346.00	5,317.00	6,354.00
增长率（%）	0.78%	11.98%	27.55%	22.34%	19.50%
净利润（百万元）	112.10	245.79	418.34	600.54	820.49
增长率（%）	56.51%	127.02%	72.67%	43.24%	36.44%
净资产收益率（%）	3.33%	7.38%	11.63%	15.65%	19.70%
每股收益（元）	0.32	0.34	0.38	0.55	0.75
PE	30.50	28.71	25.50	17.77	13.00
PB	1.41	2.13	2.97	2.78	2.56

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师：杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

研究助理：庞天一

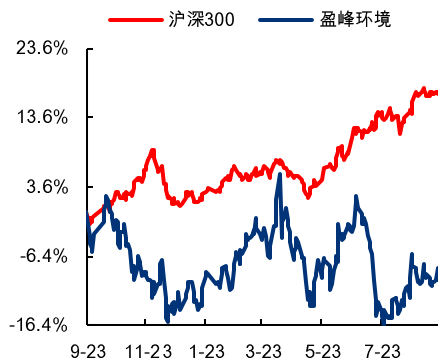
010-66554128

pangty@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	9.71-16.02
总市值（亿元）	106.14
流通市值（亿元）	72.26
总股本/流通 A 股（万股）	109313/74414
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.04

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目录

1. 公司概况.....	4
1.1 高端装备与环境服务结合的综合服务商	4
1.2 美的集团创始人独子何剑锋为实际控制人	6
1.3 环境业务快速增长，转型效果初步显现	7
2. 快速切入环保行业，转型步伐加快	8
2.1 收购宇星科技，开拓环境监测广阔市场	8
2.2 入主绿色东方，布局固废处理领域	13
2.4 传统业务创收不足，公司布局加快转型	18
3. 收购中联重科环卫资产，环保平台进一步延伸	20
4. 定增获批，环保转型加速	21
5. 盈利预测及投资评级	22
6. 风险提示	22

表格目录

表 1: 公司股权分布情况（截至 2017 年中报）	6
表 2: 近年环境监测重要政策	8
表 3: 环保税主要条款	9
表 4: 环境监测检测市场空间估算	9
表 5: 中央环保四轮督查情况	10
表 6: 公司主要水质监测系统	11
表 7: 宇星科技应收账款回款情况	12
表 8: 绿色东方在手垃圾焚烧项目	15
表 9: “水十条”部分政策举措	17
表 10: 2016 年亮科环保及五家污水处理公司业绩完成情况	18
表 11: 中联环境转让股权比例	20
表 12: 公司募集资金项目分布情况	21
表 13: 环境生态预警综合信息项目	21
表 14: 公司盈利预测表	23

插图目录

图 1: 盈峰环境发展历程	4
图 2: 公司旗下四大业务板块	5
图 3: 公司环保业务布局循序渐进	5
图 4: 控股股东股权关系	6

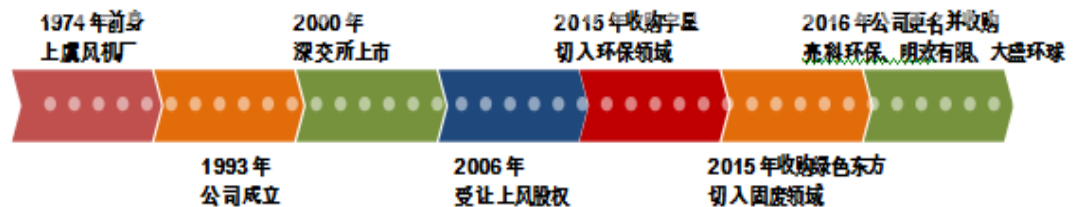
图 5: 2012-2016 年盈峰环境营业收入及增长率	7
图 6: 2012-2016 年盈峰环境归母净利润及增长率	7
图 7: 盈峰环境 2016 年营业收入拆分	7
图 8: 盈峰环境 2017 年上半年营业收入拆分	7
图 9: 2012-2016 年盈峰环境主营业务毛利率	7
图 10: 2012-2016 年盈峰环境各板块业务毛利率	7
图 11: 宇星科技业务构成	10
图 12: 宇星科技全国服务网络	11
图 13: 2015、2016 环境监测业务营收前五的公司	12
图 14: 城镇化率与垃圾清运量拟合曲线	13
图 15: 人均 GDP 与垃圾清运量拟合曲线	13
图 16: 2006-2014 年中国城镇人口数量及城镇化率	13
图 17: 2006-2014 年我国人均 GDP 及增长率	13
图 18: 2016-2020 年全国垃圾清运量预测	14
图 19: 绿色东方是垃圾焚烧行业的开创者	14
图 20: 绿色东方所获奖项以及荣誉	15
图 21: 仙桃、寿县生活垃圾焚烧项目建成形象图	16
图 22: 与美国领先的固废领域尖端解决方案供应商 MTI 合作	16
图 23: 公司提供较为成熟的工业园区污水处理方案、市政污水处理方案	18
图 24: 2012-2016 年公司风机业务营收占比以及毛利率	19
图 25: 2012-2016 年漆包线业务营收以及毛利率	19
图 26: 2012-2016 年各业务营收占比情况	19
图 27: 收购中联重科环卫资产, 大平台协同发展	20
图 28: 环境监测公司估值水平分析	22

1. 公司概况

1.1 高端装备与环境服务结合的综合服务商

公司成立于 1993 年，其前身是 1974 年创立的上虞风机厂。1993 年，由浙江风机风冷设备公司为主发起人，与上虞风机厂、绍兴流体工程研究所、浙江上风实业联合设立。2000 年，经证监会核准在深交所上市；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；2013 年重组并购上虞专用风机有限公司；2015 年通过收购环境监测龙头宇星科技，实现业务转型，高起点切入环境监测领域；2016 年 3 月，公司更名为盈峰环境科技集团股份有限公司，并于 8 月收购亮科环保、明欢有限、大盛环保，切入污水处理行业。通过一步步的精心布局，公司将环保产业不断延伸，发展成为提供高端装备与环境服务的综合服务商。

图 1：盈峰环境发展历程



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

环境监测业务：在环境监测方面，公司提供较为成熟和完善的环境监测系统服务，业务覆盖烟气、空气质量、灰霾、水质、水利、油烟、土壤、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、环境运维、环境预警与应急等“一站式”环境综合服务。公司主要采取“监测产品销售+运维服务”的经营模式，具有庞大的客户来源。

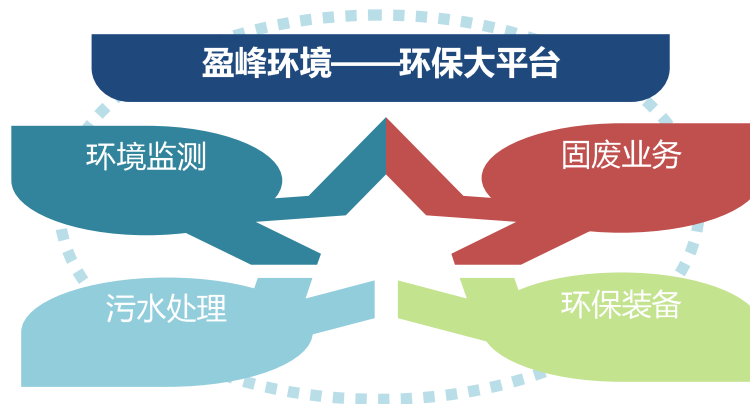
固废处理业务：主营生活垃圾焚烧发电、固废循环产业园等业务，2015 年收购深圳绿色东方 51% 的股权，后来扩增至 70%；2016 年增资广东顺控环投 15% 股权，参与顺德地区 3000t/日的生活垃圾焚烧发电项目。公司已中标和签订 9 个垃圾处理焚烧发电 BOT 项目，其中有 4 个项目（廉江、阜南、仙桃、寿县）已经开工建设，2016 年 8 月先后进入试运营，另 5 个项目已签订 BOT 协议，处于筹建状态。项目全部建成投产后，垃圾处理量合计将达到 8000 吨/天。

污水处理业务：公司收购的大盛环保、明欢有限、亮科环保在污水处理领域具备较强客户基础、业务渠道、技术研发优势和竞争实力。大盛环保和明欢有限在佛山地区市占率较高，日处理污水规模达到 28.8 万立方米，占顺德地区污水处理总量的 50%。亮科环保主营业务农村污水处理及生态修复的表现较好，2012-2015 年先后在佛山地

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。

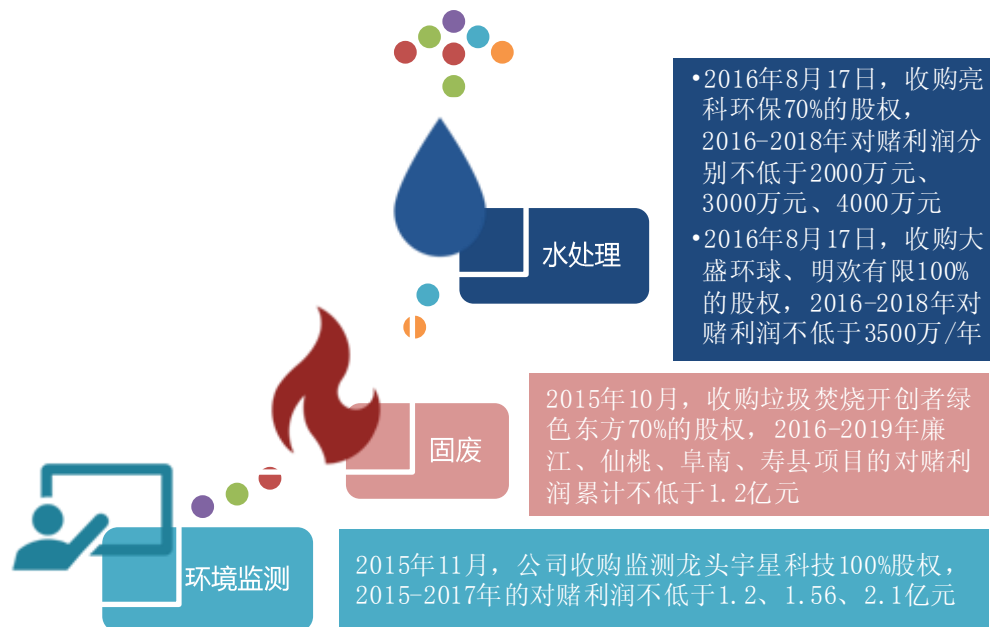
高端装备: 公司高端装备制造业务以核电和轨道交通风机以及电磁线为主, 风机产品涵盖风机、消声器、风阀、制冷设备、冷却塔等, 电磁线产品涵盖铜线、铝线、圆线、扁线、漆包线、纸包线等。风机及配件业务和漆包线业务占营业总收入的比例分别为 9.96%、61.09%, 但随着毛利率的降低, 公司在不断缩减相关业务的规模。

图 2: 公司旗下四大业务板块



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

图 3: 公司环保业务布局循序渐进



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

1.2 美的集团创始人独子何剑锋为实际控制人

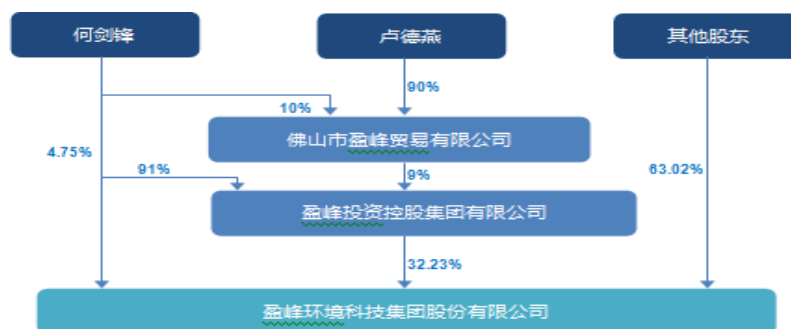
截至 2017 年中报,公司总股本 10.93 亿股,盈峰控股为公司控股股东,持有其 32.14% 的股份;美的集团创始人何享健之子何剑锋为公司实际控制人,持有盈峰投资控股集团有限公司 91% 的股份,其直接加间接持有股权比例以及投票权比例为 34.27%。公司依托美的集团,在融资渠道与精细化管理方面具有优势,深厚背景有助于公司的业务发展。

表 1：公司股权分布情况（截至 2017 年中报）

股东名称	股数（万股）	持股比例（%）	附注
盈峰投资控股集团有限公司	35133.8	32.14	限售流通 A 股， A 股流通股
Zara Green Hong Kong Limited	10955.7	10.02	限售流通 A 股
太海联股权投资江阴有限公司	7205.7	6.59	限售流通 A 股， A 股流通股
何剑锋	5179.1	4.74	限售流通 A 股
深圳市权策管理咨询有限公司	3300.1	3.02	限售流通 A 股
曹国路	2685.0	2.46	限售流通 A 股
江阴福奥特国际贸易有限公司	2401.9	2.20	限售流通 A 股， A 股流通股
周稷松	1833.8	1.68	A 股流通股
深圳市安雅管理咨询有限公司	1623.4	1.49	限售流通 A 股
深圳市瑞兰德股权投资基金合伙企业(有限合伙)	1149.2	1.05	限售流通 A 股
合计	71467.8	65.39	

资料来源：wind，东兴证券研究所

图 4：控股股东股权关系

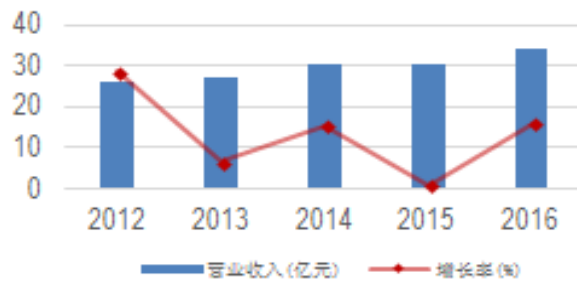


资料来源：公司官网，东兴证券研究所

1.3 环境业务快速增长, 转型效果初步显现

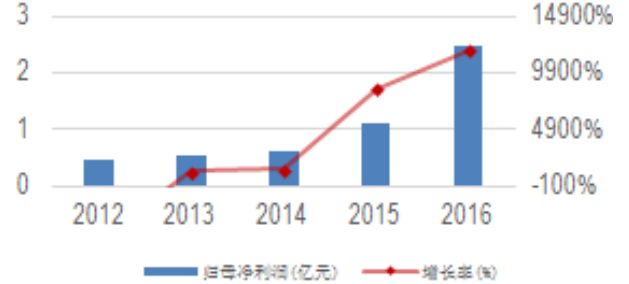
2016 年公司实现营收 34.07 亿元, 同比增长 11.98%, 归母净利润分别为 2.46 亿元, 同比增长 119.26%。2017 年上半年公司营收同比增长 11.87%, 归母净利润同比增长 48.01%。整体上看公司费用控制稳定, 净利润逐年上升, 盈利能力进一步提高。

图 5: 2012-2016 年盈峰环境营业收入及增长率



资料来源: wind, 东兴证券研究所

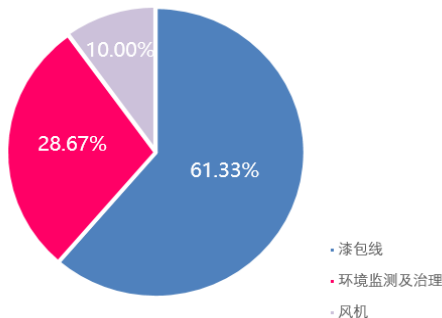
图 6: 2012-2016 年盈峰环境归母净利润及增长率



资料来源: wind, 东兴证券研究所

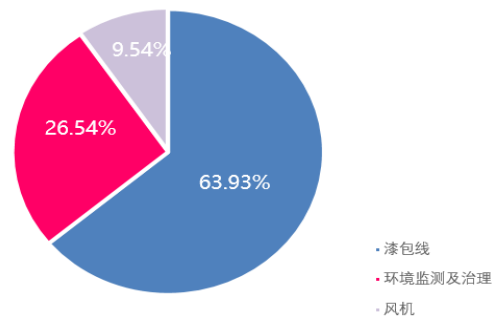
2016 年环境监测以及治理业务营收 9.37 亿元, 同比增长 99.92%; 风机和漆包线营收分别为 20.81 亿元和 3.39 亿元, 同比分别小幅下降 3.94% 和 1.04%。未来公司业务重心向环境监测领域倾斜的力度将加大, 该业务也将逐步成为公司成长的核心动力。

图 7: 盈峰环境 2016 年营业收入拆分



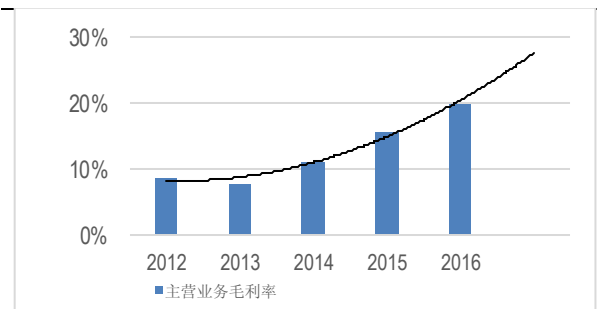
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 8: 盈峰环境 2017 年上半年营业收入拆分



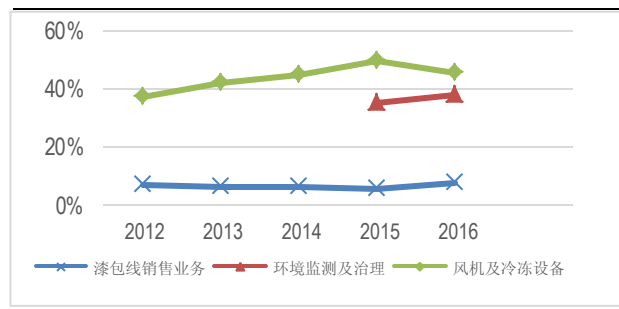
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 9: 2012-2016 年盈峰环境主营业务毛利率



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 10: 2012-2016 年盈峰环境各板块业务毛利率



资料来源: wind, 东兴证券研究所

2. 快速切入环保行业，转型步伐加快

2.1 收购宇星科技，开拓环境监测广阔市场

2.1.1 环境监测行业迎来黄金发展时期

环境监测检测相关政策密集出台。近年来，《“十三五”环境监测质量管理工作方案》、《生态环境监测网络建设方案》、《“互联网+”“绿色生态三年行动实施方案”》等多部环境监测政策密集出台，我国**环境监测检测体系逐步完善**。其次，由于环境监测处于环保产业前端，具有显著的基础性，“大气十条”、“水十条”以及“土十条”等政策的出台不仅释放了几大领域的市场需求，也刺激了对环境监测行业的需求。2015年国务院中央办公厅发布了《关于推行环境污染第三方治理的意见》，文件提出在**创新机制的基础上大力推进环境污染第三方治理模式**，也为环境监测检测企业蓬勃发展提供了巨大利好。

表 2: 近年环境监测重要政策

年份	政策文件	主要内容
2015	新环保法	建立环境检测标准体系、设备标准
2015	《关于推进环境监测服务社会化的指导意见》	推进监测检测市场化服务
2015	《生态环境监测网络建设方案》	对监测点位布局、网络安排提出细化要求
2015	“十三五”规划	实行省以下环保机构监测监察执法垂直管理制度
2015	《环境监测数据弄虚作假行为判定及处理办法》	对党政机构以及社会企业环境监测数据作假提出处理措施
2016	《生态环境监测网络建设方案实施计划》	对全国生态环境网络建设布局提出细化要求
2016	全国环保工作会议	VOC 监测及治理
2016	《生态环境大数据建设总体方案》	生态环境综合决策科学化、监管精准化、公共服务便民化
2016	《关于加强环境空气自动监测质量管理的工作方案》	对环境空气自动监测质控能力提出细化要求
2016	《“十三五”环境监测质量管理工作方案》	完善监测技术和质控体系，提升科学化水平

资料来源：政府网站，东兴证券研究所

环保税的征收推动环境监测的发展。环境保护税法将于 2018 年 1 月 1 日起施行，主要政策是由“费”改“税”，依法征收环境保护税，不再征收排污费，即根据“税负平移”原则，实现平稳过渡。明确“直接向环境排放应税污染物的企业事业单位和其他生产经营者”为纳税人，**确定大气污染物、水污染物、固体废物和噪声为应税污染物**。环保税将对企业经营产生巨大影响，为了真正让排污企业感到压力，未来税收力

度一定会加大。此外环保税的出台可能还肩负着未来成立环境修复、土壤修复等产业基金的使命，因此监测检测行业将受到前所未有的重视，行业龙头机构明显受益。

表 3：环保税主要条款

细分	条款
主要政策	由“费”改“税”，依照本法规定征收环境保护税，不再征收排污费。
应税人	①直接向环境排放应税污染物的企业事业单位和其他生产经营者为环境保护税的纳税人，并对所造成的损害依法承担责任。 ②依法设立的城乡污水集中处理、生活垃圾集中处理场所超过国家和地方规定的排放标准向环境排放应税污染物。 ③综合利用的固体废物不符合国家和地方环境保护标准的。
应税污染物	大气污染物、水污染物、固体废物和噪声。
减税人	①低于国家和地方规定的污染物排放标准 30%的，减按 75%。 ②低于国家和地方规定的污染物排放标准 50%的，减按 50%。

资料来源：政府网站，东兴证券研究所

环境监测检测市场空间巨大。“十二五”期间，我国环境监测检测行业发展开始提速，虽然市场规模较小，但增速较快。随着驱动政策的陆续出台、国家环境监测技术的提升，环境监测市场将迎来更加明确的发展机遇。“十三五”期间，国家将环境质量监测事权回收，实行国家考核、国家监测的模式，加大环境监测力度，鼓励环境监测的第三方运营，环境监测体制不断完善、市场化程度逐步提高将加速环境监测市场发展，未来自动检测、第三方运维领域将会出现快速增长。随着国家对环境监测行业资金投入加大，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，环境监测行业在“十三五”期间将延续前几年的行业景气度，据我们估算“十三五”市场空间将达到千亿元以上，复合增速逾 20%。

表 4：环境监测检测市场空间估算

类别	细分	设备数量（个）	单价（万元）	总价（亿元）
环境质量	水	40000	30	120
	空气	7200	80	57.6
	土壤	300	70	2.1
污染源	废水	6000	80	48
	废气	70000	70	490
	重金属	10000	100	100
总计				817.7

资料来源：环保部，国家统计局，东兴证券研究所

此外，中央于 2017 年 8 月启动第四轮环保督查，督察组进驻各地区清除顽疾，收效显著，相关责任人被严厉查处。在政策的重压下，可以倒逼企业重视排放问题，加强整改，引入环境监测治理设备。短期整改的需求刺激了环境监测行业的发展。

表 5: 中央环保四轮督查情况

批次	时间	省市	重点行业	问责人数
第一批环 保督查	2016.07	内蒙古、黑龙江、江苏、江西、河南、广西、云南以及宁夏 8 省(区)	造纸、有色金属、钢铁、电解、化肥	超过 2000
第二批环 保督查	2016.11	重庆、湖北、广东、陕西、上海、北京以及甘肃 7 省(市)	化工、医药、电解、有色金属、钢铁	超过 3000
第三批环 保督查	2017.04	天津、山西、辽宁、安徽、福建、湖南、贵州 7 省(市)	钢铁、煤炭、造纸、有色金属、化工	约 4660
第四批环 保督查	2017.08	四川、吉林、浙江、山东、海南、西藏、青海、新疆 8 省(区)	钢铁、化工、电解	进行中

资料来源: 政府网站, 东兴证券研究所

2.1.2 全资收购监测龙头宇星科技, 高平台布局发展

公司于 2015 年以 17 亿全资收购国内环境监测行业龙头宇星科技(深圳)发展有限公司, 高起点切入环境监测领域, 旨在打造综合环保大平台。宇星科技创立于 2002 年, 在该行业中起步较早, 以“监测、治理、和谐、发展”为战略目标, 逐步发展成为环保领域以及水利领域的全产业链服务提供商。公司已经为超过 7500 家用户提供各类气体、水质、水文环境监测产品, 凭借全产业链和完善的资质优势、稳定的产品和服务, 在环境监测领域已经形成了较强的竞争优势。

公司参与制定国家标准 1 项, 行业标准 5 项, 获得国家授权专利 262 项, 通过科技成果鉴定的产品 28 项、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。

图 11: 宇星科技业务构成

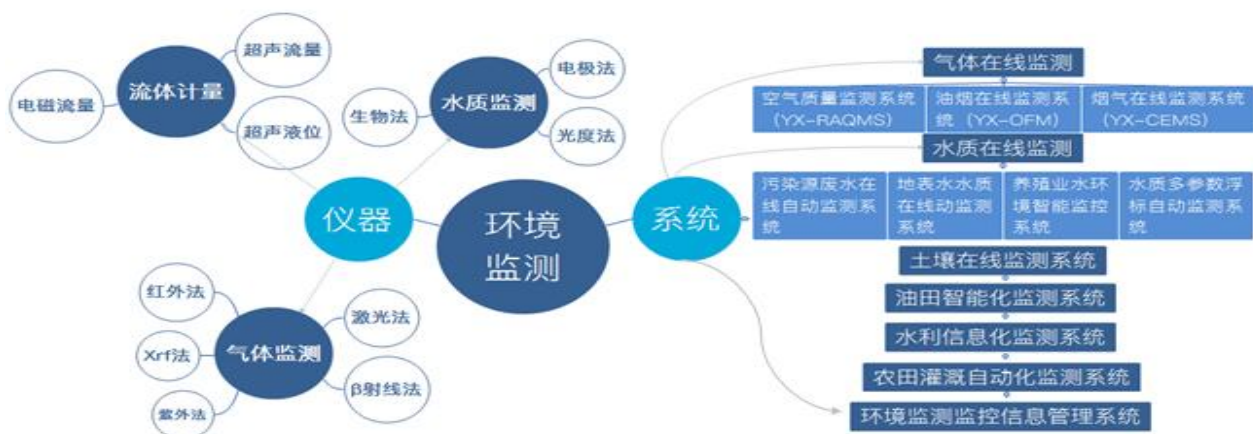


表 6: 公司主要水质监测系统

系统类型	主要案例
污染源废水在线自动监测系统	河南省重点污染源自动监控系统建设项目、广州市重点水污染在线监测系统建设项目
地表水水质在线自动监测系统	河南 14 个饮用水源地自动监控系统建设、黄河流域花园口、利津、民和、兰州、河津等 12 个水质自动站、长江流域重点省界水质自动监测站、河南省水利厅水资源管理系统建设项目
养殖业水环境智能监控系统	枝江市现代农业（水产）项目渔业水质在线自动监测及治安监控系统、北大荒集团勤龙渔业水质自动在线监测系统项目
自来水管网水质在线自动监测系统	广州市城市排水监测站水务监测信息化、供水和地表水在线监测基站项目第 26 届大运会供水安全水质监测保障、系统自来水水质在线监测设备
地下水水质在线自动监测系统	2014 年国家水资源监控能力建设项目
农村饮用水安全自动监测系统	梅县农村饮用水安全工程项目建设管理中心饮水安全工程水质自动检测设备采购项目

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

宇星服务体系覆盖全国，管理体系较为完善。公司在全国范围内拥有 31 家分公司，1 个生产部，111 个运营中心，形成覆盖全国 31 个省，261 个地级市的服务网络，公司依托庞大的本地化服务团队，建立了完善的市场开拓、技术开发、质量控制以及售后管理体系。

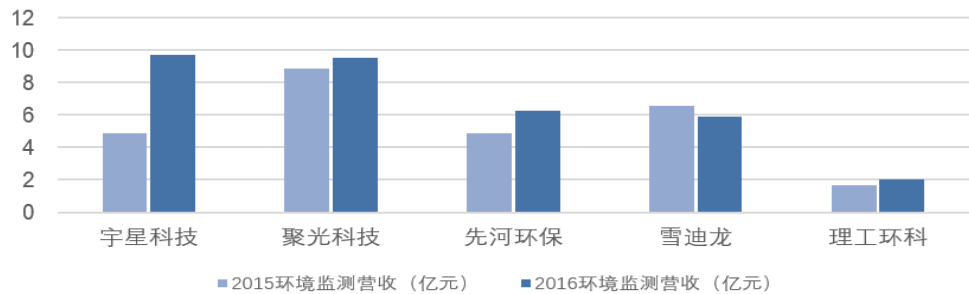
图 12: 宇星科技全国服务网络



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

宇星科技营收处于行业顶端, 增长潜力巨大。2016年宇星科技的环境监测业务营收9.73亿元, 同比增长99.92%, 上升势头强劲。行业内竞争对手聚光科技、先河环保、雪迪龙和理工环科环境监测业务收入分别为9.53亿元、6.24亿元、5.91亿元和2.01亿元, 对应的增长率为7.33%, 28.21%, -10.23%和20.02%, 宇星科技在业务总营收以及增长前景方面都处于行业顶端, 随着资金缺乏问题的解决, 未来有望加速成长。

图 13: 2015、2016 环境监测业务营收前五的公司



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

宇星应收账款回款问题改善。盈峰环境于2015年收购宇星科技时与原股东签订《发行股份及支付现金购买资产之盈利补偿协议之补充协议一》, 原股东约定将应收账款及其他应付款的对价支付安排划分为三期。第一期截止日期为2016年6月30日, 金额为现金总对价的40% (约9.41亿元), 截至2016年9月收到回款7.70亿元; 第二期截止日期为2017年6月30日, 金额为现金总对价的30% (约7.06亿元), 已于规定日期收到回款5.93亿元, 剩余应收款的30%预计将于2018年6月30日前支付。针对少数公司尚未履行购回承诺的行为, 已向法院提起诉讼并同时查封其公司股份。未履约款项由于占比较小因而对公司未产生实质性影响。按现行还款情况, 宇星科技的应收账款过高的问题将得以有效解决, 今后盈峰环境将加强对宇星的业务信用管控, 降低现金流短缺的风险, 公司的回款能力也会相应提高。

表 7: 宇星科技应收账款回款情况

分期情况	截止日期	对价比例	应收金额 (亿元)	实际履约金额 (亿元)	未履约金额 (亿元)	未履约金额占比
第一期	2016年6月30日	40%	9.41	7.70	1.71	18.17%
第二期	2017年6月30日	30%	7.06	5.93	1.13	16.01%
第三期	2018年6月30日	30%	7.06	-	-	-
总计		100%	23.53	13.63	2.84	-

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

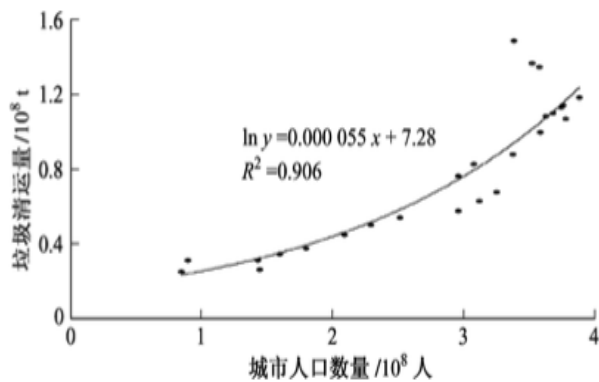
2.2 入主绿色东方, 布局固废处理领域

2.2.1 未来五年垃圾焚烧行业快速增长

结合我国国情和技术成熟度, 焚烧发电作为当前最符合实际需求的垃圾处理方式将在未来五年中进一步得到快速推广。根据国家规划, 到“十三五”末期焚烧占比将超过50%, 据此计算相关项目投资将达到1500亿元。

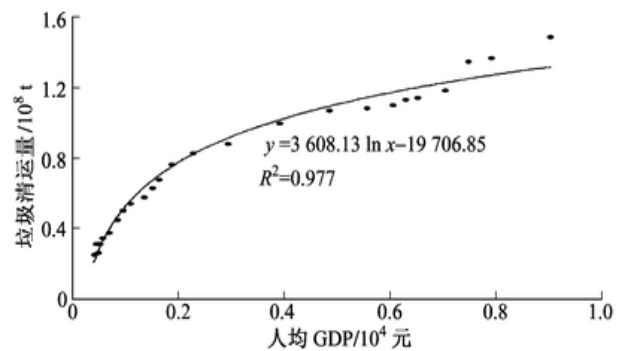
垃圾清运量稳步上升扩大市场空间。垃圾清运量与城镇化率、人均GDP高度相关。“十二五”期间, 随着我国城镇化率的上升以及人民生活水平的不断提高, 我国垃圾清运量稳步上升, 2015年末全国垃圾清运量将达到2.5亿吨, 年均复合增长率约为2.1%。

图 14: 城镇化率与垃圾清运量拟合曲线



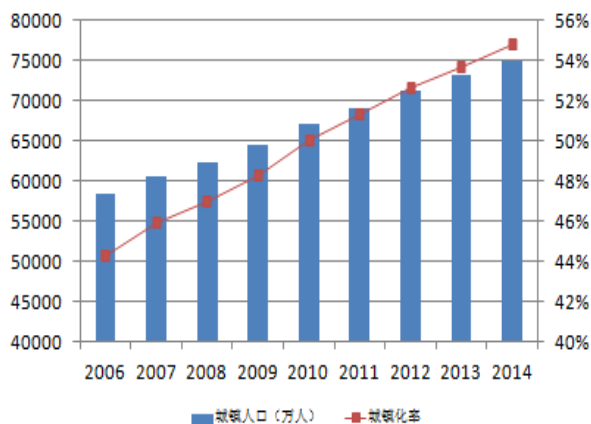
资料来源: 中国知网, 东兴证券研究所

图 15: 人均 GDP 与垃圾清运量拟合曲线



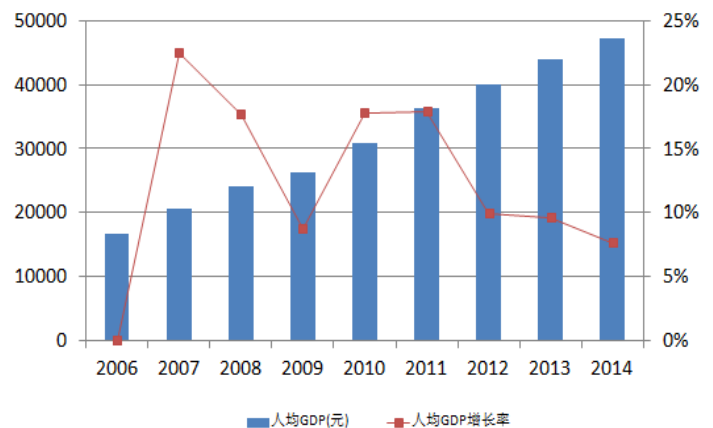
资料来源: 中国知网, 东兴证券研究所

图 16: 2006-2014 年中国城镇人口数量及城镇化率



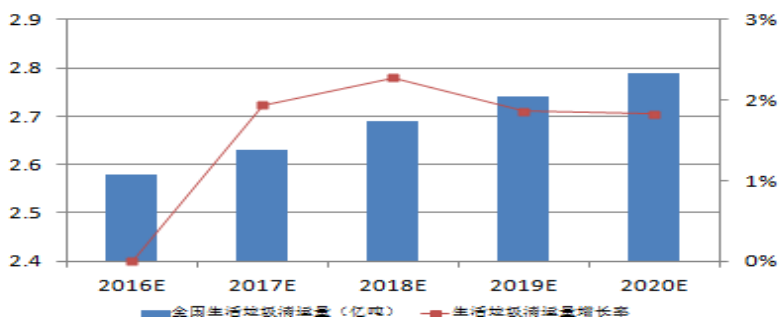
资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所整理

图 17: 2006-2014 年我国人均 GDP 及增长率



资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所整理

图 18: 2016-2020 年全国垃圾清运量预测



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

未来五年复合增长率超过 14%。截止 2015 年底，全国城市焚烧能力合计 23.2 万吨/日，距离达到“十二五”规划的 30.7 万吨/日的目标仍有 7.4 万吨/日的缺口，其主要原因主要有两方面：一是不时爆出的邻避事件严重拖后了各地项目建设推进；二是一些地方政府在项目投建上具有地方保护主义倾向，导致项目进度不达预期。

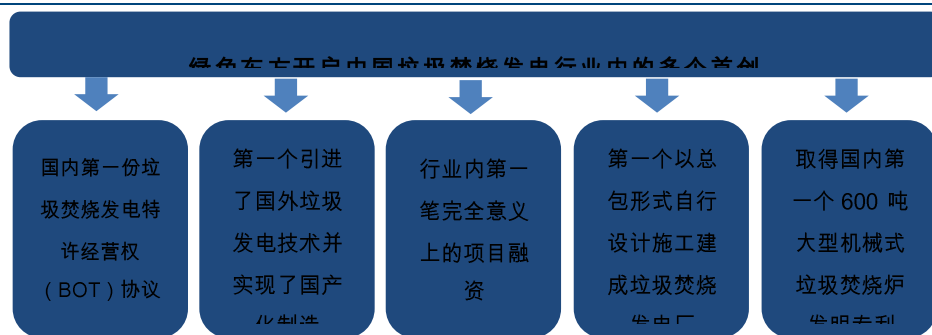
根据新出台的“十三五”生活垃圾规划，到 2020 年全国新建成垃圾无害化处理能力 49 万吨/日，生活垃圾焚烧能力占无害化处理比重超过 50%。除去在建产能，“十三五”期间仍需兴建 30 万吨/天的新项目，以 50 万元/吨投资计算，总投资将达到 1500 亿元，年复合增长率超过 14%，较“十二五”期间 25% 的年均增长率虽有下降，仍然较为可观。

2.2.2 收购垃圾焚烧发电行业开拓者绿色东方，并购协同效应明显

2015 年 10 月，公司以 1 亿元对价收购绿色东方 51% 股权（后增资至 70%），正式进入固废行业。绿色东方承诺 2016 至 2019 年，廉江、阜南、仙桃、寿县项目的累计利润不低于 1.2 亿。

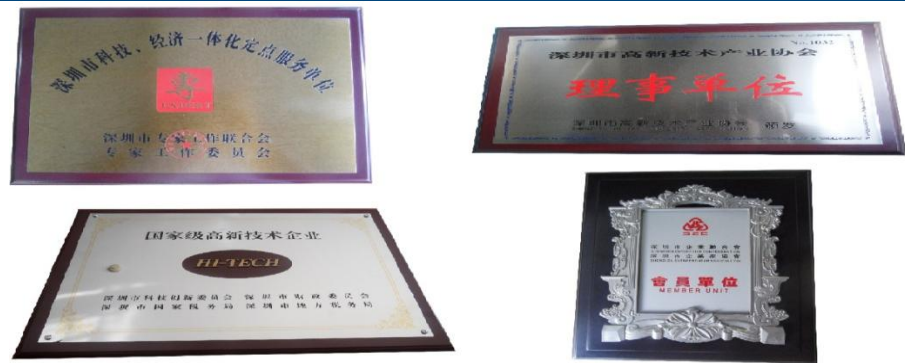
深圳绿色东方公司成立于 1998 年，注册资本 1 亿，公司创始人郑维先，是中国垃圾焚烧发电行业的开创者，至今绿色东方已在垃圾焚烧行业耕耘 19 年。公司深入探索垃圾焚烧发电的赢利模式、融资模式、建设管理、运营管理、市场营销、企业战略和技术研发等行业问题，构筑了行业完整商业运行模式。

图 19: 绿色东方是垃圾焚烧行业的开创者



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

公司拥有行业 5 项核心技术专利，已中标 9 个垃圾处理焚烧发电 BOT 项目，其中到 2017 年底广东廉江、安徽阜南、湖北仙桃、安徽寿县四个项目全面开始运行，另外 5 个项目已签订 BOT 协议，处于筹建状态。项目全部建成达产后，预计日垃圾处理量合计将超过 8000 吨/天。同时宇星科技的在线环境监测业务与绿色东方的垃圾焚烧业务拥有协同性，有望实现资源共享，进一步增强了公司在环保领域的综合竞争能力，并为公司打造成国内一流综合性环保公司奠定了基础。借助盈峰环境上市公司的优势，绿色东方有望形成规模经济效应，获取更多潜在的垃圾发电 BOT 项目订单，进一步提升公司在行业的影响力和市场竞争力。

图 20: 绿色东方所获奖项以及荣誉


资料来源：公司官网，东兴证券研究所

表 8: 绿色东方在手垃圾焚烧项目

项目	地点	签约时间	处理能力（吨/日）	投资额（亿元）	进展
阳信县生活垃圾焚烧发电厂项目	山东	2015.7	500	2.5	未投运
寿县生活垃圾焚烧发电厂项目	安徽	2013.6	1200	2.5	试运行
廉江市生活垃圾焚烧发电厂项目	广东	2012.1	1000	2.2	投运
仙桃市生活垃圾焚烧发电厂项目	湖北	2011.7	一期 500 二期 800	2.2	试运行
都昌县生活垃圾焚烧发电厂项目	江西	2010.8	500	2.75	未投运
青山星火垃圾焚烧发电厂项目	武汉	2010.7	1000	4.5	投运
阜南县生活垃圾焚烧发电厂项目	安徽	2010.4	1000	2.2	投运
鄱阳县生活垃圾焚烧发电厂项目	江西	2009.9	一期 500 二期 1000	2.75	未投运

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 21：仙桃、寿县生活垃圾焚烧项目建成形象图



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

2.2.3 与美国固废方案领先供应商 MTI 合作，致力整体解决方案

2017年4月，在中美投资合作交流项目签约仪式上，盈峰环境科技集团与美国 MTI 矿物技术股份有限公司签署战略合作备忘录。MTI 是全球领先的环保解决方案供应商，在固废危废处置领域拥有最新研制的特殊膨润土防渗产品及防渗体统设计，适用防渗条件要求高的大宗工业固废、危废处置堆场，如赤泥、粉煤灰、磷石膏和尾矿等。在土壤污染修复领域，公司核心产品土壤稳定化固化剂可用于将污染土壤进行固化稳定化；气体阻隔系统技术可用于阻隔土壤内挥发性有机物；在污水（油气开采）处理领域，针对油气开采研发的水处理技术和系统，可去除水中所含油、气、悬浮固体和重金属等，并进行杀菌处理，广泛应用于污水处理，与雪佛龙、壳牌、埃克森美孚、英国石油公司等全球众多石油公司均有合作。此次战略合作将对公司环保技术研发创新带来帮助，并带来更加完善的环保整体解决方案，从而推动公司固废产业的发展。

图 22：与美国领先的固废领域尖端解决方案供应商 MTI 合作



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

2.3 收购多家水处理公司，开拓 PPP 项目市场

环保部加大督导力度，加速 PPP 水项目落地。环保部公布了工业集聚区污水集中处理设施建设进展情况及自动在线监控装置安装情况。截至 2017 年 7 月底，全国省级及以上工业集聚区共 2364 家，已建成污水集中处理设施的 1947 家，占 82%；已安装在线监控装置的共 1748 家，占 74%。但仍有少数地方进展缓慢，云南、甘肃、新疆、青海等地按规定建成污水集中处理设施的比例分别为 35%、40%、47%、50%。部分地区虽然完成率超过 50%，但未完成任务的工业集聚区绝对数量仍较多，距年底全部完成的目标有很大差距。环保部表示，将会同相关部门加大督促指导力度，对于逾期未完成任务的工业集聚区暂停审批及核准增加水污染物排放建设项目，依照有关规定撤销园区资格。根据“水十条”规划，PPP 水处理项目将加速落地。

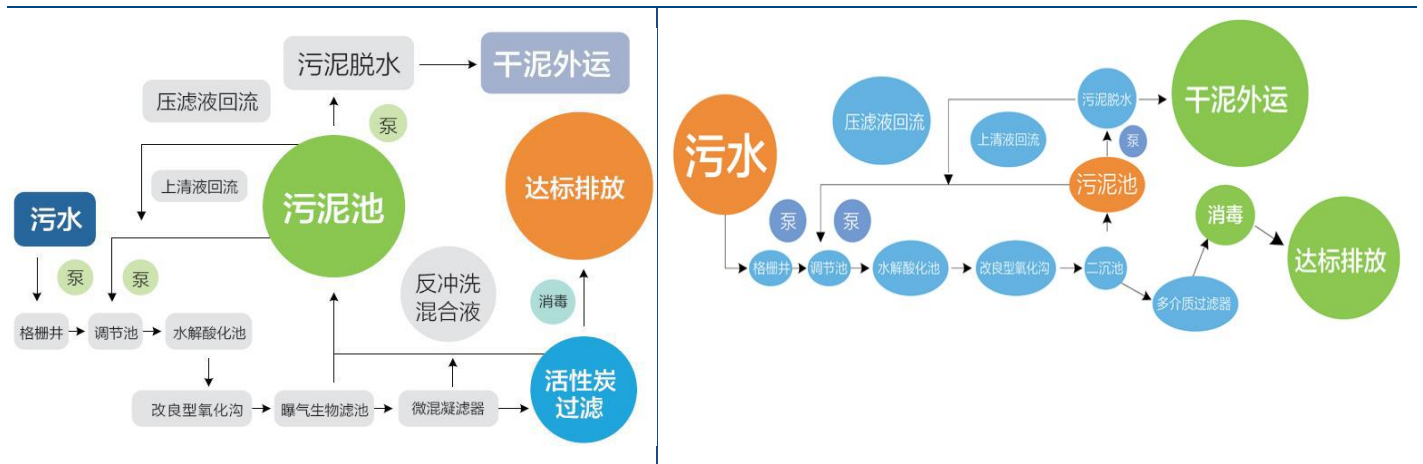
表 9：“水十条”部分政策举措

政策要求	举措
控制污染物排放	取缔“十小”企业：小型造纸、制革、印染、染料、炼焦、炼硫、炼砷、炼油、电镀、农药等；2017 年底前，工业集聚区应按规定建成污水集中处理设施
推动经济结构转型升级	淘汰落后产能。落后产能淘汰任务未完成，暂停审批新上项目
加强工业水循环利用	优化空间布局，七大重点流域干流沿岸严控石化等行业
着力节约保护水资源	控制用水总量，若超过上限，暂停新增取水许可；严控地下水超采。2017 年底前划定地下水禁采、限采区；提高用水效率。
充分发挥市场机制作用	县级以上城市应于 2015 年底前全面实行居民阶梯水价制度；修订城镇污水处理费、排污费、水资源费征收管理办法，合理提高征收标准
保障水生态环境安全	到 2020 年，沿海省（区、市）入海河流基本消除劣于 V 类的水体整治城市黑臭水体；直辖市、省会城市、计划单列市建成区要于 2017 年底前基本消除黑臭水体
严格环境执法监管	逐一排查工业企业排污情况，对超标和超总量的企业予以“黄牌”警示，一律限制生产或停产整治

资料来源：政府网站，东兴证券研究所

收购多家水处理公司，为后续 PPP 项目落地打下坚实基础。2016 年公司以 4.5 亿元收购了大盛环球、明欢有限 100% 的股权以及亮科环保 55% 的股权。大盛环球和明欢有限在佛山地区拥有五家城镇污水处理公司资产（华清源环保、源润水务、华盈环保、华博环保、源溢水务），日污水处理能力达 33.8 万立方米；亮科环保主营农村污水处理以及生态修复，在这两个领域表现较好，先后在佛山中标并实施了 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。

图 23: 公司提供较为成熟的工业园区污水处理方案、市政污水处理方案



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

从业绩角度看, 根据业绩承诺, 大盛环球和明欢有限旗下五家污水厂, 2016-2018 年的扣非后净利润不低于 3500 万元/年; 亮科环保 2016-2018 年扣非后净利润分别不低于 2000 万元、3000 万元、4000 万元。2016 年五家污水厂扣非后净利润 3729 万元, 超过承诺数 229 万元, 亮科环保公司 2016 年度经审计扣非后的净利润为 2099 万元, 超过承诺数 99 万元, 完成年度承诺利润。2016 年上述公司均完成业绩承诺, 推动了公司的整体协同发展。

表 10: 2016 年亮科环保及五家污水处理公司业绩完成情况

公司		合并调整	2016 实际扣非净	2016 承诺扣非	超额数 (万
		(万元)	利润 (万元)	净利润 (万元)	元)
亮科环保		/	2099	2000	99
大盛环	华清源环保	1325.42			
	华盈环保	384.62			
明欢有	华博环保	175.72	-86.82	3728.95	3500
	源润水务	941.40			
	源溢水务	988.60			

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

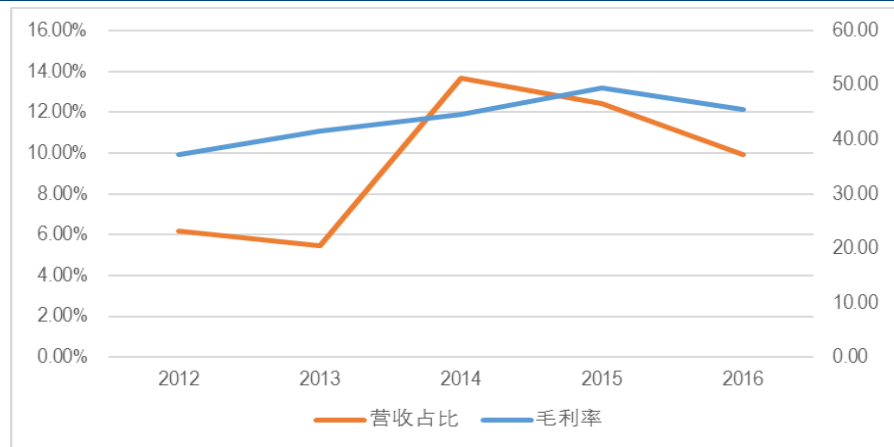
2.4 传统业务创收不足, 公司布局加快转型

2.4.1 公司为高端风机装备制造商, 但风机业务营收贡献不足

公司是国内领先的风机装备整体方案提供商。在核电领域, 公司是最早介入核电通风领域的制造厂商, 也是最早取得核安全局颁发的核级风机设计和制造许可证的企业之一, 已累计承担国内外核电工程配套 50 余项。虽然在行业内处于龙头地位, 高技术壁垒也带来了较高的毛利率, 但受限于此行业的市场规模, 公司传统风机业务的营收

在所有业务中处于较低的水平。2012、2013 年风机业务分别占比 6.21%和 5.47%，虽然 2014 年开始大幅上升至 13.68%，但随后一直持下降态势。随着国家支持高端装备政策的不断出台，该项业务体量有望迎来一定上升。

图 24: 2012-2016 年公司风机业务营收占比以及毛利率

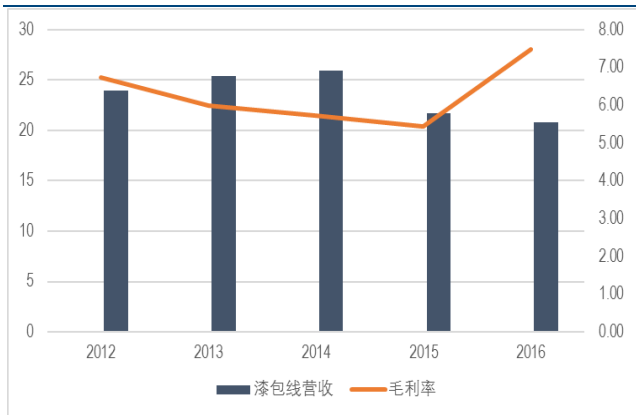


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

2.4.2 漆包线毛利率过低, 业务规模占比逐步下降

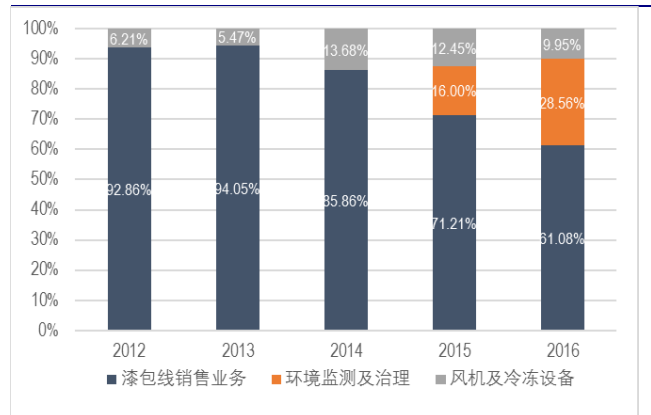
公司的漆包线业务是营收贡献的主体, 2012 年漆包线销售业务的营收占比为 92.86%, 但由于受制于极低的毛利率(2012 至 2016 年处于 5~8%的区间, 业务盈利能力较弱)。随着公司战略上向环保转型, 漆包线业务规模占比也不断下降。这反映了在传统业务创收不足的情况下, 公司通过转型布局逐渐向高利润的业务倾斜, 有助于提升公司未来的整体盈利能力。

图 25: 2012-2016 年漆包线业务营收以及毛利率



资料来源: wind, 东兴证券研究所

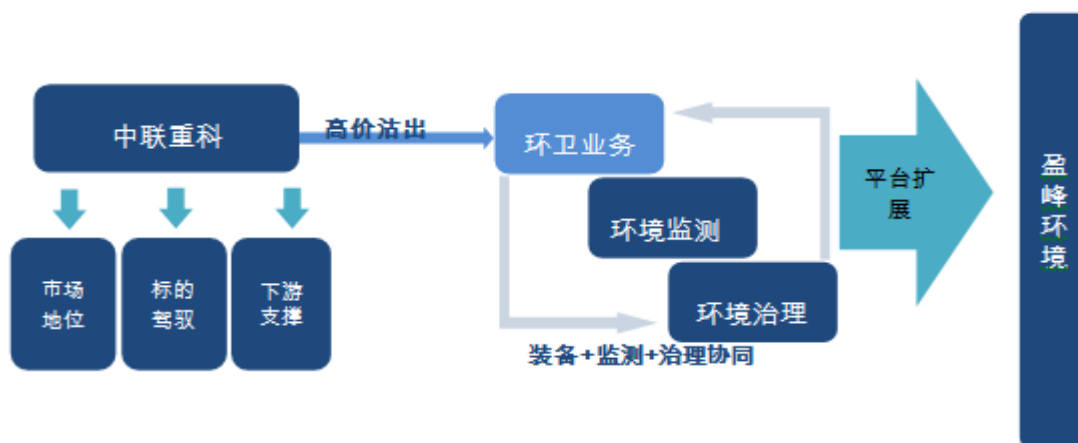
图 26: 2012-2016 年各业务营收占比情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

3. 收购中联重科环卫资产，环保平台进一步延伸

图 27: 收购中联重科环卫资产，大平台协同发展



资料来源：东兴证券研究所整理

2017年5月21日，中联重科以116亿元转让其环境产业全资子公司80%的股权，受让方分别为盈峰控股、粤民投、弘创投资、上海绿联君和产业并购股权投资基金合伙企业（有限合伙）。盈峰控股作为盈峰环境的大股东，以73.95亿元的对价受让了中联重科51%的股权，也成为中联重科环境的控股股东。

表 11: 中联环境转让股权比例

受让方	股权比例	金额（百万元）
盈峰控股	51%	7395
弘创投资	21.55%	3125
粤民投	4%	580
绿联君和	3.45%	500
总计	80%	11600

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

随着市场化进程的加快，环卫服务领域因其广阔的市场空间、持续的高增速以及营收的高确定性成为最优质的环保细分领域之一，环卫一体化服务也成为诸多环保企业重要战略方向。盈峰环境母公司收购中联重科环境业务，未来大概率注入上市公司，使盈峰环境环保综合服务更上一层楼。同时，盈峰管理层多数制造业出身，具备有效驾驭和管理中联环卫装备资产的能力，有利于促进资源的高效整合利用，从而带来更好的发展前景。未来盈峰环境将以环境监测业务为先导，同时打造环卫固废一体化产业链，推动下游业务的扩展。中联环境资产有望与公司已有业务形成互补，环保大平台如虎添翼，白马地位指日可待。

4. 定增获批, 环保转型加速

2017年8月29日, 中国证监会审核委员会审核通过盈峰环境非公开发行A股股票的申请, 审议结果显示, 公司本次非公开发行A股股票申请获得的资金主要用于环境监测和垃圾焚烧发电两大业务板块, 实际控制人何剑锋认购股票不超过1.5亿元, 亮科环保董事长余常光认购股票不超过8000万元。

表 12: 公司募集资金项目分布情况

项目	金额
建设寿县生活垃圾焚烧发电项目	2.2 亿元
环境监测全国运营中心升级及新建项目	2.3 亿元
环境生态预警综合信息监控系统研发	0.6 亿元
补充流动资金	1.2 亿元
总计	6.3 亿元

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司寿县的生活垃圾焚烧 BOT 项目一期总投资为 2.5 亿元, 该项目由绿色东方在寿县的子公司实施, 项目一期规模为 600 吨/日, 终期为 1200 吨/日, 特许经营期为 30 年。预计全部达产后将为公司平均每年增加约 0.46 亿元的营业收入, 净利润约为 0.24 亿元。公司环境监测全国运营中心项目总投资约为 2.5 亿元, 拟使用募集资金投入额为 2.3 亿元, 项目建设周期为 24 个月。该项目由子公司宇星科技实施, 项目完全达产后预计净利润约为 0.59 亿元。公司环境生态预警综合信息项目总投资约为 6197 万元, 其中募集资金投入额为 6000 万元, 项目实施主体为宇星科技, 建设周期为 24 个月。

表 13: 环境生态预警综合信息项目

研发项目	主要技术内容
物联网的环境综合信息监测与预警平台的研发	该平台通过采集水质监测数据, 空气质量监测数据, VOC 监测数据, 土壤重金属数据, 使其统一整合在一个平台上, 并采用云计算, 大数据技术对所有数据进行清理, 挖掘和预警分析。
水质监测电极监测技术的研发	主要针对水体中物质的痕量检测, 以适应未来市场的检测需求。致力于解决化学分析测试系统/工作站存在灵敏度、选择性、稳定性等性能难以同时满足的问题, 尤其是选择性和稳定性问题, 实现高效、准确地对水体环境中各种有毒有害物质的在线自动监测。
关于水质监测光学监测技术研发	在传统技术的基础上, 通过改良和优化, 一方面提高原有仪器方法(分光光度法)的分析检测速度, 缩短监测时间, 另一方面, 仪器更为小型化和便携化。
气体监测光谱分析技术类技术的研发	主要利用光谱分析技术对气体中特定成分的浓度进行监测, 通过在一定条件下气体基态跃迁、激发态的生成及特定波长光的吸收, 来计算出气体浓度。

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

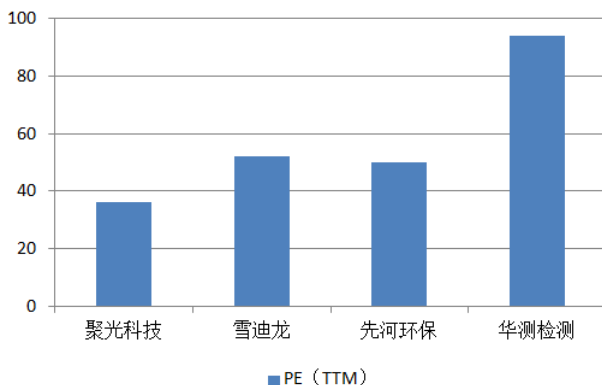
募投项目的建成将进一步增强宇星的核心竞争力, 以科技创新筑起高壁垒并巩固企业的龙头地位, 同时继续扩大垃圾焚烧项目规模, 丰富绿色东方运营经验的同时为后续打造环卫一体化产业链添砖加瓦。整体上看, 公司环保产业布局持续加速, 未来前景可期。

5. 盈利预测及投资评级

我们预计公司 2017-2019 年主营收入分别为 43.46 亿、53.17 亿和 63.54 亿元, 归母净利润分别为 4.18 亿、6.01 亿和 8.20 亿元, 对应 EPS 分别为 0.38 元、0.55 元和 0.75 元, 对应 PE 分别为 25 倍、18 倍和 13 倍。

公司传统业务稳定, 同时外延并购卓有成效, 有望助力公司业绩大幅提升。通过对比可比公司估值水平, 我们给予公司 2017 年传统业务 10 倍估值, 环境监测及治理业务 40 倍估值, 对应目标价 13.65 元, 首次覆盖给予公司“强烈推荐”评级。

图 28: 环境监测公司估值水平分析



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

6. 风险提示

并购整合效果低于预期, 资产注入进度低于预期。

表 14: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	3958	3661	4746	5824	6980	营业收入	3043	3407	4346	5317	6354
货币资金	554	562	695	851	1017	营业成本	2562	2726	3390	3988	4638
应收账款	2306	1304	1715	2098	2507	营业税金及附加	11	24	30	37	44
其他应收款	109	1310	1671	2044	2443	营业费用	111	136	174	213	254
预付款项	203	64	98	138	184	管理费用	186	268	304	372	445
存货	570	258	325	382	445	财务费用	58	74	75	75	75
其他流动资产	18	36	64	93	124	资产减值损失	101.18	32.09	20.00	20.00	20.00
非流动资产合计	1499	2367	1749	1654	1562	公允价值变动收益	5.36	-8.69	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	19	15	15	15	15	投资净收益	35.90	126.40	120.00	80.00	80.00
固定资产	380.26	382.61	736.73	663.87	591.00	营业利润	54	263	473	692	957
无形资产	72	228	205	185	166	营业外收入	98.95	37.14	40.00	40.00	40.00
其他非流动资产	0	125	0	0	0	营业外支出	28.06	3.85	5.00	5.00	5.00
资产总计	5458	6028	6495	7478	8542	利润总额	125	297	508	727	992
流动负债合计	1894	1986	1561	2291	3014	所得税	17	53	86	124	169
短期借款	901	802	262	787	1276	净利润	107	244	421	604	823
应付账款	301	445	464	546	635	少数股东损益	-5	-2	3	3	3
预收款项	72	117	204	310	437	归属母公司净利润	112	246	418	601	820
一年内到期的非	0	52	52	52	52	EBITDA	239	625	643	861	1123
非流动负债合计	121	603	959	969	979	EPS (元)	0.32	0.34	0.38	0.55	0.75
长期借款	0	475	475	475	475	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	2015	2588	2519	3260	3992	成长能力					
少数股东权益	80	107	110	113	116	营业收入增长	0.78%	11.98%	27.55%	22.34%	19.50%
实收资本(或股	485	727	1093	1093	1093	营业利润增长	-27.79%	388.76%	79.53%	46.45%	38.29%
资本公积	2053	1803	1803	1803	1803	归属于母公司净利	70.20%	43.55%	70.20%	43.55%	36.63%
未分配利润	257	455	476	506	547	获利能力					
归属母公司股东	3362	3332	3596	3837	4165	毛利率(%)	15.79%	19.98%	#REF!	#REF!	#REF!
负债和所有者权	5458	6028	6495	7478	8542	净利率(%)	3.53%	7.16%	9.69%	11.35%	12.96%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	3.33%	7.38%	11.63%	15.65%	19.70%
经营活动现金流						偿债能力					
净利润	107	244	421	604	823	资产负债率(%)	37%	43%	39%	44%	
折旧摊销	127.01	287.55	0.00	72.86	72.86	营运能力					
财务费用	58	74	75	75	75	总资产周转率	0.76	0.59	0.69	0.76	0.79
应付帐款的变化	0	0	-411	-383	-409	应收账款周转率	2	2	3	3	3
预收帐款的变化	0	0	87	106	127	应付账款周转率	12.58	9.14	9.56	10.52	10.75
投资活动现金流	-151	46	633	60	60	每股指标(元)					
公允价值变动收	5	-9	0	0	0	每股收益(最新摊	0.32	0.34	0.38	0.55	0.75
长期股权投资减	0	0	446	0	0	每股净现金流(最新	0.70	0.11	0.12	0.14	0.15
投资收益	36	126	120	80	80	每股净资产(最新摊	6.93	4.58	3.29	3.51	3.81
筹资活动现金流	283	245	-208	90	-79	估值比率					
应付债券增加	0	0	0	0	0	P/E	30.50	28.71	25.50	17.77	13.00
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/B	1.41	2.13	2.97	2.78	2.56
普通股增加	178	242	366	0	0	EV/EBITDA	21.28	12.58	16.73	12.94	10.20
资本公积增加	1569	-250	0	0	0						
现金净增加额	339	78	134	155	166						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师：杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

研究助理简介

研究助理：庞天一

吉林大学环境科学硕士，3年环保产业从业经验，2016年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。