

高瞻远瞩，整装待发

公司深度研究

◆ 环保大平台逐渐完善，环保新贵有望扬帆起航：

2015年起，公司战略转型环保领域，打造综合大环保平台。2015年，公司先后以17亿元全资收购国内环境监测行业龙头公司-宇星科技、1亿元控股垃圾焚烧优质企业-绿色东方。2016年8月，1.14亿元收购亮科环保55%股权、1.09亿元收购大盛环球100%股权、2.26亿元收购明欢有限100%股权，拓展了水处理领域。2016年9月，1.32亿元增资广东顺控环投15%股权，占据固废领域。2016年12月，0.2亿元认购天健创新20%股权，完善环境监测产业链。我们认为，公司转型环保领域信心坚定，执行力强，有望发展成为国内最大的环保综合服务商之一。

◆ 依托宇星科技，立足高景气监测行业：

宇星科技是监测行业领跑者，被上市公司收购后，历史应收账款问题得以解决，经营状况向好。目前，环境监测行业景气度高，其中环境质量监测有扩建和更换设备的需求，“环保税+排污许可证制度”会倒逼污染源监测空间加速释放，预计2020年环境监测行业市场规模有望突破900亿元，宇星科技作为龙头公司有望享受“十三五”监测市场空间释放的政策红利。

◆ 大股东收购中联环境，固废全产业链可期：

中联环境是国内最大的环卫装备制造制造商，产品行业市场占有率连续15年排名全国第一，核心产品达65%以上。同时，公司已经收购了环卫下游的垃圾焚烧优质资产绿色东方，与中联环境的协同性很高，如果未来中联环境能够注入上市公司，公司有望打造“环卫设备-环卫运营服务-垃圾焚烧”的环卫一体化布局。

◆ 看好环保大平台的发展前景，给予“推荐评级”：

我们预计公司17-19年EPS分别为0.31、0.44和0.56元，对应PE分别为26.0、18.3和14.2。公司通过并购已经逐渐形成了以环境监测为核心，包含固废、水环境的环境大平台，大股东盈峰控股收购中联环境51%的股权，未来也有注入上市公司的可能性，环保大平台有望更完善，维持“推荐”评级。

◆ 风险提示：PPP项目推进不及预期，中联环境是否注入具有不确定性。

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3043	3,407	4,307	5,309	6,231
增长率(%)	0.8	12.0	26.4	23.3	17.4
净利润(百万元)	112.1	246	359	509	655
增长率(%)	85.2	119.3	46.0	41.7	28.8
毛利率(%)	15.8	20.0	23.0	25.1	26.4
净利率(%)	3.7	7.2	8.3	9.6	10.5
ROE(%)	3.1	7.1	9.2	10.2	11.7
EPS(摊薄/元)	0.10	0.21	0.31	0.44	0.56
P/E(倍)	83.18	37.9	26.0	18.3	14.2
P/B(倍)	2.77	2.8	2.5	1.9	1.7

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

推荐(维持评级)

分析师

邱懿峰 (执业证书编号：S0280517080002)
qiuyifeng@xsdzq.cn

联系人

黄红卫
010-69004537
huanghongwei@xsdzq.cn

赵腾辉

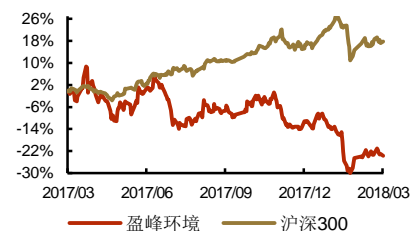
010-83561349
zhaotenghui@xsdzq.cn

市场数据

时间 2018.03.19

收盘价(元)：7.99
总股本(亿股)：11.67
总市值(亿元)：93.24
近3月换手率：40.31%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.13	-15.05	-43.4
绝对	2.83	-14.09	-25.16

相关研报

定增收购双管齐下，加快环保转型与业务纵深

2017-10-26

投资要件

关键假设

1. 环境监测及治理业务 17-19 年的增速为 80%/50%/30%;
2. 传统的电力设备业务保持平稳;
3. 未来环保政策不发生大的变化。

我们区别于市场的观点

1. 行业方面，本篇报告分析了未来环境监测及垃圾焚烧行业的市场规模、增长态势及发展趋势。
2. 我们通过分析公司原有电力设备的成长性及转型环保业务后的经营状况，认为公司的战略转型环保已经初见成效，未来环境监测及治理业务的占比将持续攀升，会带动公司整体毛利率上升，增厚公司业绩。
3. 市场认为环境监测行业前几年的增速已经很高，对未来几年能否继续保持高速增长存疑。我们通过拆分环境监测行业的类型，发现环境监测在环境质量和污染源监测两大部分都有较大的增量空间，同时未来土壤监测、智慧环保等新兴领域有望爆发新的增量。
4. 市场认为垃圾焚烧行业已经进入产业发展的后期，未来的行业增速已经有限了。我们认为，焚烧在垃圾焚烧中的比重仍然不足，县城的生活垃圾处理率相对较低，“十三五”垃圾焚烧行业依旧有千亿空间。

股价上涨的催化因素

公司股价上涨的动力主要来源于业绩的释放及中联环境注入上市公司的预期。我们认为盈峰环境所处的行业市场前景都比较明朗，公司收购的资产都比较优质，环保大平台也逐渐完善，有望享受环保政策释放的红利。中长期看，公司环保领域拓展的步伐仍在继续，大股东盈峰控股实力强劲，对环保业务也信心坚定。盈峰环境作为盈峰控股的唯一上市平台，未来中联环境有望注入上市公司。

估值

我们预计公司17-19年EPS分为0.31、0.44和0.56元，对应PE分别为26.0、18.3和14.2。公司通过并购已经逐渐形成了以环境监测为核心，包含固废、水环境的环境大平台，大股东盈峰控股收购中联环境51%的股权，未来也有注入上市公司的可能性，环保大平台有望更完善，维持“推荐”评级。

投资风险

PPP 项目推进不及预期，中联环境是否注入具有不确定性。

目 录

1、 从“上风高科”到“盈峰环境”：战略转型环保之路.....	4
1.1、 公司的并购历程：立足监测，拓展固废、水环境.....	4
1.2、 传统电力设备业务成长性不足，转型后重获新生.....	4
1.3、 实际控制人何剑锋实力强劲，是转型之路的有力支撑.....	6
2、 收购宇星科技，进军高景气监测行业.....	7
2.1、 宇星科技：监测行业领跑者.....	7
2.2、 宇星科技的历史应收账款问题得以解决，经营状况向好.....	8
2.3、 监测行业空间依旧广阔.....	11
3、 入主绿色东方，布局垃圾焚烧板块.....	13
3.1、 绿色东方：垃圾焚烧领域的优质资产.....	13
3.2、 “十三五”垃圾焚烧行业仍有千亿空间.....	13
4、 大股东收购中联环境，固废全产业链可期.....	14
5、 收购水处理公司，完善环保大平台.....	16
6、 轻装上阵，定增落地助力加速前进.....	16
7、 上下一心，股权激励绑定员工利益.....	17
8、 彰显信心，管理层、大股东相继增持.....	18
9、 盈利预测与投资建议.....	18
10、 风险提示.....	19
附：财务预测摘要.....	20
图表目录.....	21

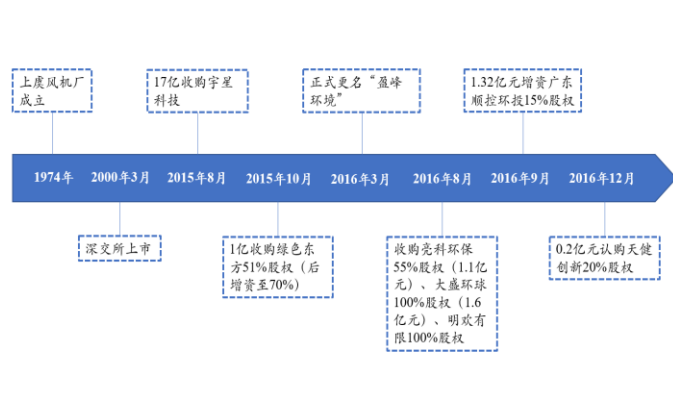
1、从“上风高科”到“盈峰环境”：战略转型环保之路

1.1、公司的并购历程：立足监测，拓展固废、水环境

公司前身是创办于1974年的上虞风机厂，2000年3月30日在深交所上市，证券简称“上风高科”，传统业务是风机和电磁线（漆包线）。2015年起，公司进行战略转型升级，战略转型环保领域，打造综合大环保平台。

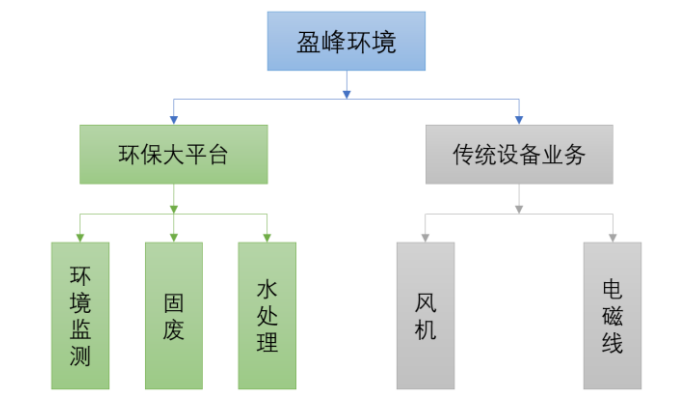
2015年，公司先后以17亿元全资收购国内环境监测行业龙头企业-宇星科技、1亿元控股垃圾焚烧优质企业-绿色东方。2016年3月，公司正式更名“盈峰环境”。2016年8月，1.14亿元收购亮科环保55%股权、1.09亿元收购大盛环球100%股权、2.26亿元收购明欢有限100%股权，拓展了水处理领域。2016年9月，1.32亿元增资广东顺控环投15%股权，占据固废领域。2016年12月，0.2亿元认购天健创新20%股权，完善环境监测产业链。

图表1：盈峰环境环保并购历程



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图表2：盈峰环境业务布局



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

经过这两年的战略转型升级，公司构建环保大平台的战略逐渐清晰。自高起点进入环境监测领域后，公司相继布局了固废处理、水环境综合治理等环保领域。

图表3：环保业务详情

环保业务名称	业务详情
环境监测	主要从事环境监测、智慧环保及相关服务，公司业务覆盖烟气、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、智慧城市、环保信息化系统等“一站式”环境综合服务。公司商业模式主要采取监测产品销售+运维服务的经营模式。
大气治理	主要经营挥发性有机物废气治理（VOCs），烟气除尘、脱硫、脱硝和电厂超低排放等业务，提供综合整治污染源和提升大气质量的服务。
水环境治理	主要经营流域治理、黑臭水体治理、生态修复、市政污水处理、农村生活污水处理、工业污水处理等业务，提供工程设计、施工、环保设施运营服务于一体的整体服务。
固废处置	主要经营生活垃圾焚烧发电、固废循环产业园等业务，公司固废循环产业园以垃圾焚烧发电项目为核心，园内配置生活垃圾处置、危废处理、污泥处理、餐厨垃圾处理、污水处理、建筑垃圾处理、填埋场生态修复、渗滤液处理、飞灰处理等完整的生活垃圾及废弃物处理设施，一揽子解决，合理化循环，各处理环节实现资源共享、设施共建、物能循环，完成生活垃圾及废弃物的无害化处理、资源化循环利用。

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

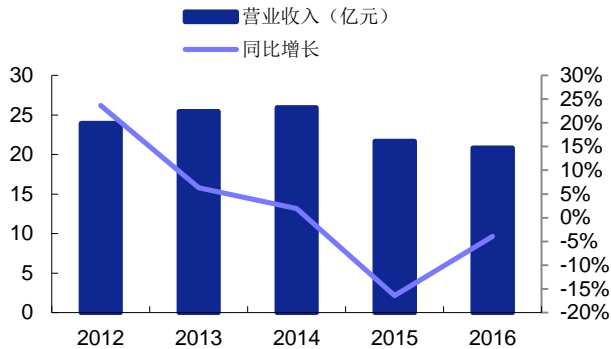
1.2、传统电力设备业务成长性不足，转型后重获新生

在转型之前，公司的传统业务是电力设备制造，主要是风机及冷冻设备和漆包

线销售业务。

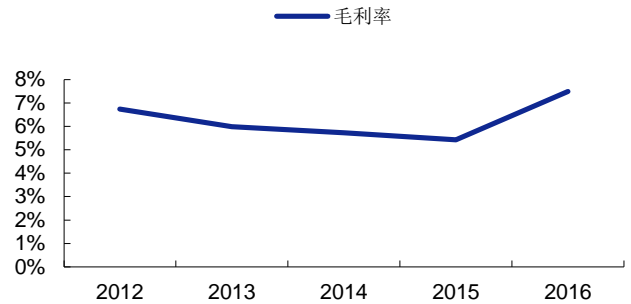
电磁线行业已是红海市场。受宏观经济、国内经济转型、结构调整等因素的影响，全球制造行业持续低迷，电磁线产业竞争激烈，产能过剩，目前电磁线行业发展较为平稳，增速放缓。受行业景气度影响，公司漆包线销售业务的营收基本保持平稳，未来的增量空间比较有限。同时，这部分业务的毛利率始终在8%以下，盈利能力较低。

图表4：漆包线销售业务营收变化



资料来源：Wind，新时代证券研究所

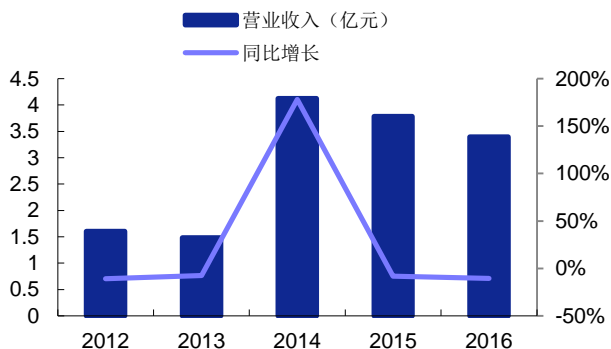
图表5：漆包线销售业务毛利率变化



资料来源：Wind，新时代证券研究所

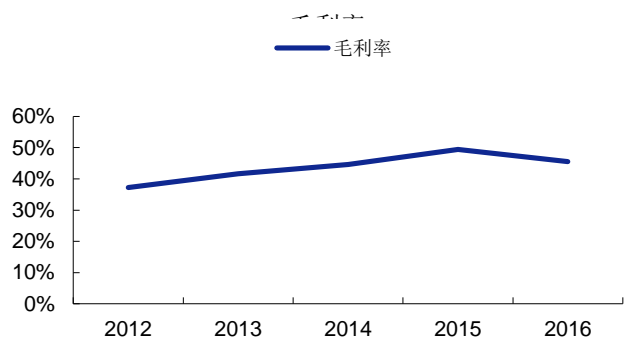
风机行业整体增速放缓。公司是国内风机领域的龙头企业，主要在核电、轨道交通、民用风机三大领域均具有比较优势。尽管公司风机业务的毛利率表现不错，2016年高达45.5%，但行业整体增速放缓，尤其自福岛核事故之后，国家放缓了对核电项目的审批进程，核电行业整体表现欠佳，导致公司风机业务营收表现一般，除了2014年因收购上虞专用风机带了营收178.06%的增长，15、16年营收分别下跌了8.23%、10.39%。

图表6：风机及冷冻设备业务营收变化



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图表7：风机及冷冻设备业务毛利率变化



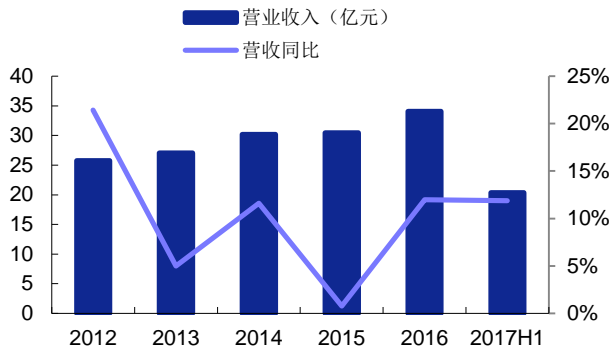
资料来源：Wind，新时代证券研究所

由此可见，风机及电磁线业务的成长性都不足，很难支撑公司未来高速增长，公司有谋求转型突破的内在需求。

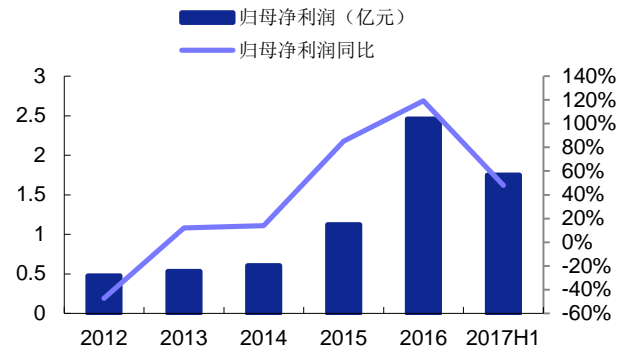
转型后业绩增长迅速。公司2015年开始战略转型，2016年实现营收34.07亿元，同比增长11.98%；实现归母净利润2.46亿元，同比增长119.26%。2017年上半年实现营收20.35亿元，同比增长11.87%；实现归母净利润1.75亿元，同比增长48.01%。

图表8：近五年营收状况 (亿元)

图表9：近五年归母净利润状况 (亿元)



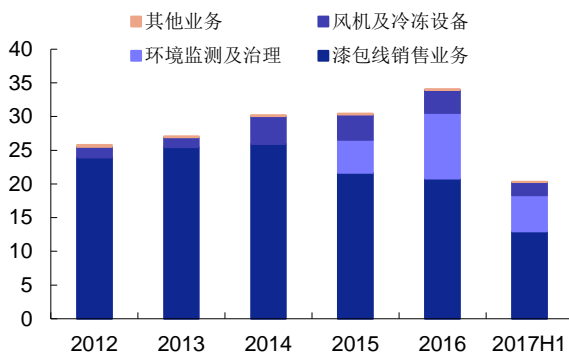
资料来源: Wind, 新时代证券研究所



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

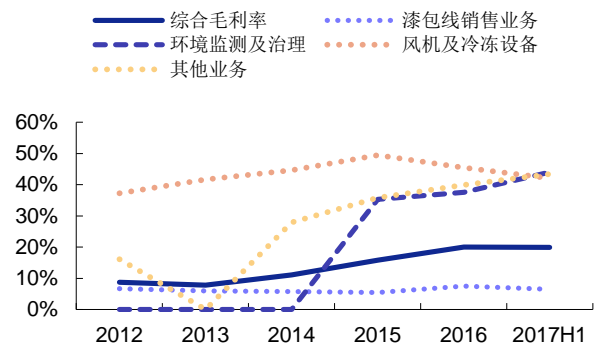
新增的环保业务是业绩的主要增长点。公司 2015 年新增了环境监测及治理业务,当年营收占比 16%,2016 年提高到了 28.56%,带动 2016 年营收增长 11.98%。环境监测及治理景气度高,毛利率从 2015 年的 35.30%,增长到 2016 年的 37.52%,带动同年公司整体毛利率由 15.79%增长到 19.98%,归母净利润也在 2016 年增长了 48.01%。

图表10: 各业务营收构成变化情况 (亿元)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图表11: 各业务毛利率变化情况

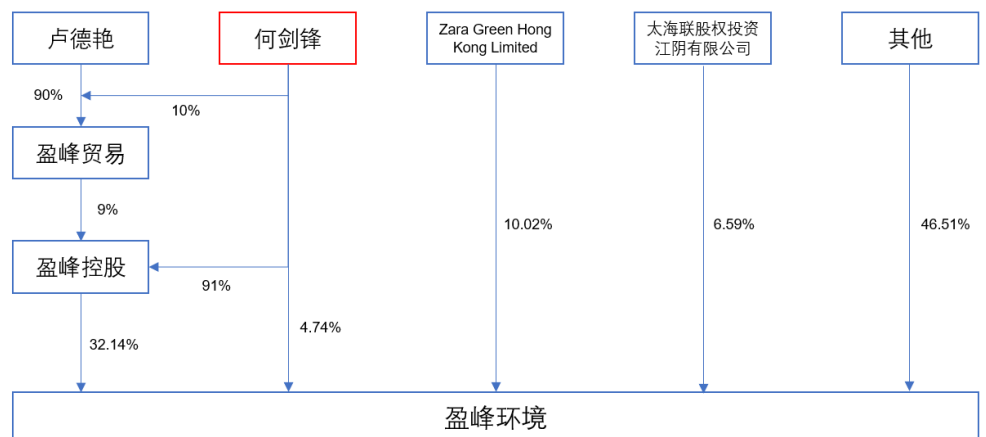


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

1.3、实际控制人何剑锋实力强劲，是转型之路的有力支撑

公司实际控制人是何剑锋,截止 2017 年中报,其直接持有公司 4.74%的股权,其通过持有盈峰投资控股集团有限公司的股权而间接持有公司 32.14%的股权。

图表12: 盈峰环境股权结构图 (2017 年中报)



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

何剑锋是美的集团董事长何享健独子，美的集团股东之一。何剑锋专注于资本运作和投资，其打造的盈峰控股是一家大型的多元化产业投资控股集团，已形成金融、零售、制造三大主业。在金融领域，盈峰控股拥有行业排名前十的综合性私募资产管理公司-盈峰资本，并且是易方达并列第一大股东；在零售领域，盈峰控股控股国内孕婴童用品零售连锁企业-湖南贝贝熊母婴用品有限公司。

公司实际控制人何剑锋实力强劲，拥有强有力的资本和产业资源整合能力，是公司能够在短短两年时间迅速被打造为环保领域新贵的有力支撑。我们认为，在未来，环保公司想要做大做强核心竞争力更多的是资本、管理等多方面的综合能力，实际控制人何剑锋多年深耕投资的雄厚积累在未来的优势将越发凸显。

2、收购宇星科技，进军高景气监测行业

2.1、宇星科技：监测行业领跑者

宇星科技成立于2002年3月，成立以来主要为各类客户提供环境监测产品和系统。近年来，宇星科技以环境监测为突破口，逐步开展环境治理工程及环境治理设施运营服务，是集研发、制造、设计、工程总承包和运营为一体的综合性环保服务企业。

业务覆盖全国。作为全国最早进入环保监测领域企业之一，宇星科技充分发挥其在仪器研发、软件系统研发等领域的系统应用方面的强项，建立了环境监测方面的先发优势。目前产品已经覆盖31个省，261个地级市，并在28个省取得选型入围。

图表13：宇星科技的业务布局



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

齐全的产品类别。宇星科技主要为排污企业和政府环境保护部门提供技术支持，能够在环境在线监控、环境治理工程和环境治理设施运营服务方面为客户提供齐全的产品和服务。

图表14： 宇星科技主要产品和服务

产品和服务	主要功能
环境监测仪器	共开发气体监测、水质监测和流体计量等 3 大类 11 个技术体系的成熟的监测仪器产品，其中 23 款产品取得了环境保护产品认证，57 款产品取得了制造计量器具生产许可证，11 款产品取得了工业产品生产许可证，获得国家、省、市各类奖项和认定共计 46 个。
环境监测系统	形成了覆盖气体、水质、水文等领域的环境监测系统 8 类，其中 74 款产品取得软件产品登记证书，149 款产品取得软件著作权登记证书，获得国家、省、市各类奖项和认定共计 25 个。
环境治理工程	拥有废气处理、污水处理、固废处理、生态修复等领域的环境治理技术，取得 65 个专利。
环境治理设施运营	拥有自动连续监测、生活污水治理、工业废水治理、生活垃圾治理、工业废气治理、除尘脱硫脱硝、有机废物治理运营资质和服务。

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

完善的资质。宇星科技在行业内具有完善且明显的资质优势，可为客户提供监测、治理、运营维护以及咨询评价的全方位服务。

图表15： 宇星科技的资质情况

领域	资质情况
监测领域	自主开发的 57 款产品取得了制造计量器具许可证，涵盖烟尘烟气在线连续监测系统、空气质量自动检测系统、COD 在线自动检测、水质在线自动监测等，能够基本覆盖气体和水质方面绝大多数的监测指标。
环境治理领域	拥有环境工程设计资质（水污染、大气污染）专业甲级、环境工程设计资质（固废处理）专业乙级、环保工程专业承包三级、机电设备安装工程专业承包三级、市政公用工程施工总承包三级、河湖整治工程专业承包三级、安全技术防范系统设计施工维修资质、建筑智能化工程设计与施工一级等多项资质，具备在环境治理行业提供各类工程服务的资质。
运营领域	拥有 7 大类环境污染治理设施运营资质证书，可提供自动连续监测、生活污水、工业废水、除尘脱硫脱硝、工业废气、生活垃圾治理设施运营服务。

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

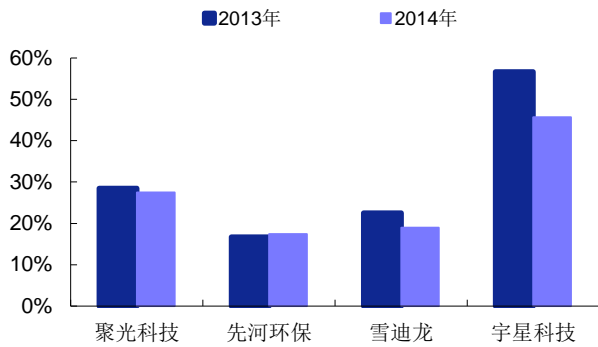
强劲的研发能力。截至 2014 年 12 月 31 日，宇星科技参与制定国家标准 1 项，行业标准 5 项，取得国家授权专利 252 项，通过科技成果鉴定的产品 28 项、取得广东省高新技术产品认定 28 项，取得软件产品证书 74 项、软件著作权 149 项，取得中国环境保护产品认证证书 23 项，中国仪器仪表学会科学技术奖科技成果奖 2 项。

丰富的行业经验。经过十几年的积累，宇星科技在环境监测、环境治理、环境污染设施治理运营领域积累了丰富的行业经验，已累计为下游行业超过 7,500 家用户提供各类气体、水质、水文环境监测产品，应用于电力、石化、水泥、印染、市政、水利等领域，为环境保护、节能减排、生态修复、农业灌溉服务。

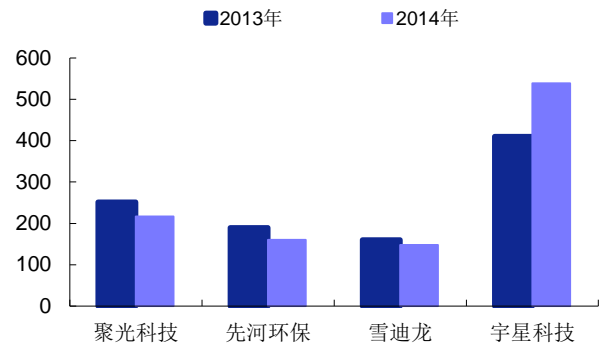
2.2、宇星科技的历史应收账款问题得以解决，经营状况向好

问题：被收购前，宇星科技存在较大的应收账款问题。13、14 年，宇星科技的应收账款分别为 12.50 亿元、10.36 亿元，占总资产的比例分别为 56.68%、45.68%，而同行业公司的同期值在 20% 左右。与此对应，宇星科技的应收账款的周转天数较长，13、14 年分别为 410.20 天、538.91 天，高于同行业公司 200 天左右的周转天数。

图表16： 宇星科技与同行业可比上市公司的应收账款净额占总资产比例 (%)**图表17： 宇星科技与同行业可比上市公司的应收账款周转天数 (天)**



资料来源：公司公告，新时代证券研究所



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

原因：宽松的销售策略是导致应收账款问题的主要原因。宇星科技与同行业上市公司的销售模式存在一定差异，确认收入到收款周期较长。宇星科技部分客户是系统集成商或区域合作商，系统集成商或区域合作商负责为最终用户安装调试，该部分销售是货到开箱验收产品合格风险便转移，同时取得收款的权利。该部分客户的与宇星科技保持长期合作关系，宇星科技给予了该部分客户适当宽松的信用政策。此外，由于环境监测系统市场竞争日益激烈，为了战略性拓展市场，宇星科技对部分客户给予了高于同行的信用期或信用额度的情况。

图表18：宇星科技与同行业上市公司信用政策情况

公司名称	信用政策
聚光科技	对于不需要安装调试的一般客户，要求产品交付后信用期一般为3个月；对于需要安装调试的产品或提供服务的客户，一般在安装调试验收后或提供服务后给予平均7个月至平均9个月的信用期；质保金一般为合同金额的5-10%（环保产品用户较高），合同内质保期一般为6个月至二年；质保金在质保期结束后一般给予客户三个月的信用期。
先河环保	环保部门及污染源排放企业采购的监测设备安装验收并投入运营后，需要收到当地环境监测站出具的验收报告后方可支付大部分货款，一般需要3-6个月的时间；要求企业按货款的10%提供质保金，待产品质保期结束后收回质保金。
雪迪龙	依据客户的资信情况将客户分为四个类别：A、B、C、D类，A类资信情况最好，D类资信情况最差。其中，A类客户为预付款0-10%，到货款50-70%，调试款20-30%，质保金10%，其中除质保金外款项信用期为6-9月，质保金信用期为3个月；B类客户为预付款20-30%，到货款30-50%，调试款10-30%，质保金10%，其中除质保金外款项信用期为3-6月，质保金信用期为3个月；C类客户为预付款40-60%，到货款20-40%，调试款0-10%，质保金0-10%，其中除质保金外款项信用期为3-6月，质保金信用期为3个月；D类客户为预付款70-100%，到货款0-10%，调试款0-10%，质保金0-10%，其中除质保金外款项信用期为3月，质保金信用期为3个月。
宇星科技	根据行业将客户分为三个级别：A级、B级、C级，A级为水利、环境和公共设施管理业，公共管理、社会保障和社会组织，电力、热力、燃气及水生产和供应行业，合同签订累计金额1,000万元以上，信用期为12个月，信用额度为5000万；B级为制造业及信息传输、软件和信息技术服务业，合同累计签订金额500万元以上，信用期为9个月，信用额度为3000万；C级为其他行业，合同累计签订金额300万元以上，信用期为6个月，信用额度为500万。

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

解决方案：原股东回购承诺保障上市公司利益。公司与宇星科技原股东就宇星科技应收款的处置达成了共识，并签署了《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》，双方约定宇星科技尚未全部收回的应收账款及其他应收款的对价支付安排分为三期，回款总额23.52亿元。第一期现金对价，即现金总对价的40%，将于2016年6月30日前支付。第二期现金对价，即现金总对价的30%，将于2017年6月30日前支付。第三期现金对价，即现金总对价的30%，将于2018年6月30日前支付。目前，公司已经收到了第一期7.7亿元和第二期5.93亿元的回款。

同时，对于到期还未支付的情况，公司及子公司宇星科技于2017年1月已向

法院提交了对权策管理及安雅管理的诉讼。法院判决后权策管理及安雅管理提起了上诉。2017年10月21日，公司及公司子公司宇星科技分别与权策管理、安雅管理就诉讼达成了和解，并分别签署了相关协议。2018年2月5日，宇星科技通过对权策管理及安雅管理持有公司部分股份拍卖，现已收到浙江省绍兴市中级人民法院划转资金款项合计28,184.66万元。

图表19：宇星科技应收账款购回安排及执行情况

项目	约定支付时间	约定支付金额 (亿元)	约定支付比例	实际回购金额 (亿元)
第一期	2016/6/30	9.41	40%	7.7
第二期	2017/6/30	7.06	30%	5.93
第三期	2018/6/30	7.06	30%	
总计		23.52	100%	13.64

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

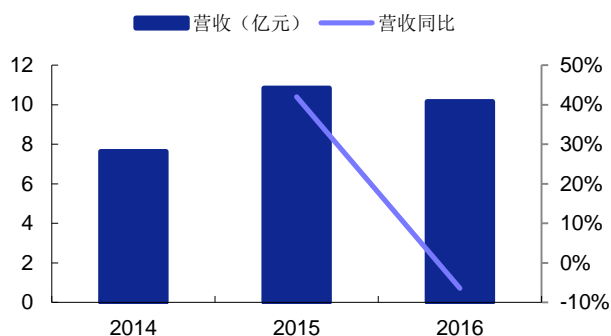
图表20：对权策管理及安雅管理的诉讼情况

	诉讼一	诉讼二
被告	深圳市权策管理咨询有限公司	深圳市安雅管理咨询有限公司
原告	公司及子公司宇星科技	公司及子公司宇星科技
事件	被告应当支付的应收账款对价总计225,211,316元，其中首期40%应于2016年6月30日前支付，但被告未按时支付，根据协议约定，剩余两期均提前到期，被告应当支付全部购回对价并承担相应违约责任。	被告应当支付的应收账款对价总计110,606,741元，其中首期40%应于2016年6月30日前支付，但被告未按时支付，根据协议约定，剩余两期均提前到期，被告应当支付全部购回对价并承担相应违约责任。
诉讼请求	判令被告向宇星科技支付应收账款及其他应收款的购回对价225,211,316元以及支付违约金45,042,263元。以上合计270,253,579元。	判令被告向宇星科技支付应收账款及其他应收款的购回对价110,606,741元以及支付违约金22,121,348元。以上合计132,728,089元。
上诉后和解	上诉人应向被上诉人二支付应收账款及其他应收款的购回款本金189,225,136元。	上诉人应向被上诉人二支付应收账款及其他应收款的购回款本金92,905,008元。

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

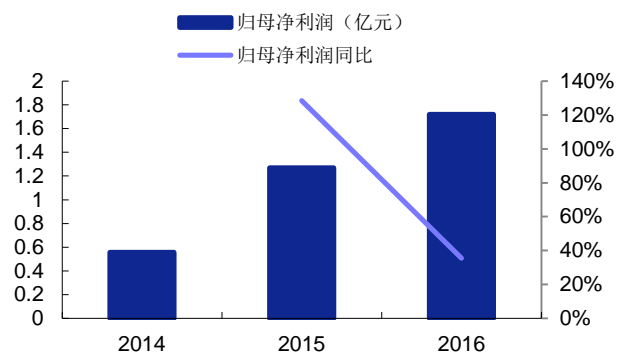
现状：摆脱历史包袱，业绩蒸蒸日上。2016年，宇星科技实现营业收入10.15亿元，较上年同期下降6.4%，实现归母净利润1.72亿元，较上年同期增长35.6%。公司归母净利润增速远超营收增速，主要是因为公司经营状况的改善，净利率由2015年的11.73%，提高到了2016年的15.67%。2016年扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润1.59亿元，完成了收购的业绩承诺。

图表21：宇星科技营收情况 (亿元)



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图表22：宇星科技归母净利润情况 (亿元)



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2.3、监测行业空间依旧广阔

政策持续加码，监测体系逐渐完善。2015年7月，《生态环境监测网络建设方案》发布，提出到2020年，全国生态环境监测网络基本实现环境质量、重点污染源、生态状况监测全覆盖，各级各类监测数据系统互联互通，监测预报预警、信息化能力和保障水平明显提升，监测与监管协同联动，初步建成陆海统筹、天地一体、上下协同、信息共享的生态环境监测网络，使生态环境监测能力与生态文明建设要求相适应。本次方案是“十三五”开端之年具有重要意义的规划，后续相关配套政策不断发布。

图表23： 近期环境监测政策密集发布

时间	政策要点
2016年1月1日	修订后的《中华人民共和国大气污染防治法》正式施行。新版大气法的条文从修订前的七章66条扩展到了八章129条，不仅提出要加强加强对燃煤、工业、机动车船、扬尘、农业等大气污染防治，而且强化了地方政府在环境保护、改善大气质量方面的责任，加强了对地方政府的监督。
2016年3月3日	环境保护部官方确认不再保留污染防治司、污染物排放总量控制司，设置水、大气、土壤三个环境管理司。环境保护部回应称，这是贯彻落实中央关于加强生态环境保护、推进以改善环境质量为核心各项工作有效开展的重要举措。
2016年3月16日	环境保护部印发《“十三五”国家地表水环境质量监测网设置方案》，进一步完善国家地表水环境监测网。
2016年9月	环境保护部启动全国338个地级以上城市1436个国家环境空气质量自动站监测事权上收工作，并于2017年前如期完成了国家环境空气质量监测事权上收工作。
2016年9月22日	中共中央办公厅、国务院办公厅印发《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》，要求强化地方党委和政府及其相关部门的环境保护责任，从四个方面提出了调整地方环境保护管理体制的措施。还就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、加强组织实施等方面提出要求。
2016年10月26日	国务院印发《关于开展第二次全国污染源普查的通知》，决定于2017年开展第二次全国污染源普查。全国污染源普查是重大的国情调查，是环境保护的基础性工作。
2016年11月7日	环境保护部公布《“十三五”环境监测质量管理工作方案》，提出到2020年，我国要全面建成环境空气、地表水和土壤等环境监测质量控制体系。根据该方案，2016年底前，上收国家环境空气质量监测事权；2017年，在现有基础上进一步完善地表水和近岸海域环境质量监测质控技术体系；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。
2016年11月10日	国务院办公厅印发《控制污染物排放许可制实施方案》，明确到2020年完成覆盖所有固定污染源的排污许可证核发工作，建立控制污染物排放许可制，实现“一证式”管理。
2016年12月25日	《中华人民共和国环境保护税法》通过，自2018年1月1日起施行。《环保税法》是党的十八届三中全会提出“落实税收法定原则”要求后，全国人大常委会审议通过的第一部单行税法，也是我国第一部专门体现“绿色税制”、推进生态文明建设的单行税法。
2017年2月22日	环境保护部印发《国家地表水环境质量监测网监测任务作业指导书（试行）》，规定了国家地表水网监测任务全过程的操作规程，包括术语定义，样品采集、保存与运输技术要求，现场监测项目操作注意事项，实验室分析测试方法选择，地表水监测项目操作作业指导书，内部质量控制与质量保证要求以及数据处理及报送要求等内容。
2017年3月1日	环境保护部印发《国家环境空气质量监测网城市站运行管理实施细则（试行）》《国家环境空气质量监测网城市站自动监测仪器关键技术参数管理规定（试行）》，以适应监测事权上收后环境监测管理的新要求，规范国家环境空气质量监测网城市站运行和维护，保障环境空气监测数据准确可靠。
2017年3月23日	环境保护部发布了《核安全与放射性污染防治“十三五”规划及2025年远景目标》，规划提出，“十三五”时期，我国将加强辐射环境监测能力，完善国家辐射环境质量监测网，推进国控辐射环境质量自动监测站建设。

资料来源：各政府网站，新时代证券研究所

“环境监测网络扩建+设备更换”带动环境质量监测行业再起航。

- 空气质量监测扩容：(1) 在监测数量方面：截至 2015 年底，共建成全国环境空气质量监测点 3360 个，其中“国控点”1436 个。目前“国控点”已基本建设完成，增量空间主要在“省控点”监测。(2) 在监测指标方面：2012 年颁布了《环境空气质量标准》(GB3095-2012)，规定监测指标为 SO₂、NO₂、PM₁₀、PM_{2.5}、O₃ 和 CO 等 6 项，然而“十三五”规划将细颗粒物等环境质量指标列入约束性指标，将 VOCs 纳入总量控制指标。
- 空气监测设备更换：《国家空气监测城市站运行管理规定》明确：“原则上，以 5-8 年为一个周期进行设备的更新换代”。
- 水环境监测扩容：(1) 根据《“十三五”污水处理及再生利用设施建设规划》，到“十三五”期末，基本形成完善的城市排水与污水处理监测系统，包括国家级排水与污水处理监测站 1 座、省级监测站 38 座、地市级监测站 288 座，县级监测站 361 座。(2) 2015 年环境统计公报数据显示，截至 2015 年底全国共有中国控制断面点位 972 个，监测河流 423 条，水库 62 座。根据《“十三五”国家地表水环境质量监测网设路方案》，“十三五”期间地表水监测将对原有断面进行调整，调整之后，国控断面(点位)为 2767 个，监测河流 1366 条，湖库 139 座。

“环保税+排污许可证制度”倒逼污染源监测空间加速释放。过去排污费收费缺口巨大，主要是由于排污费制度立法层次较低，刚性不足。根据我们最保守的测算，2015 年排污费理论应缴额为 390.69 亿元，而实际征收额为 178.5 亿元，至少 50% 以上缺口。我们认为，环境监测是实施环保税和排污许可证制度的基石。环保税立法层次高，且全部归地方所有，有望高效推进。而排污许可证制度，根据《关于印发控制污染物排放许可制实施方案的通知》，明确要求到 2020 年，完成覆盖所有固定污染源的排污许可证核发工作。排污许可证制度作为环境监管的重要抓手，将成为环境监管长效机制的重要一环，将会持续的落实下去。随着“环保税+排污许可证制度”的落地，将倒逼企业安装监测设备，污染源监测市场将加速释放。

图表24： 排污费理论应缴额测算

污染物	税额 (元/当量)	污染当量值 (kg/当量)	2015 年排放量 (万吨)	2015 排污费理论应缴额测算 (亿元)
二氧化硫	1.2	0.95	1556.7	196.64
氮氧化物	1.2	0.95	1180.9	149.17
化学需氧量	1.4	1	293.5	41.09
氨氮	1.4	0.8	21.7	3.80
合计				390.69

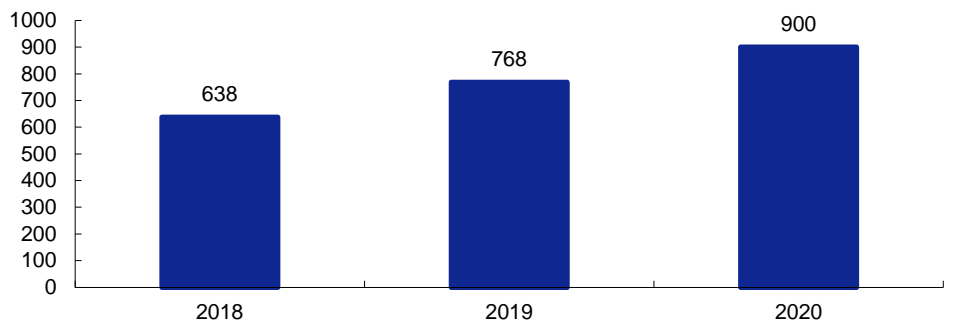
资料来源：全国环境统计公报，新时代证券研究所；备注：测算值为最保守的排污费理论值：1、采用最低收费标准；2、污染物只选取了最重要的四种（二氧化硫、氮氧化物、化学需氧量、氨氮）；3、排放量只考虑了工业源。

新兴业务有望逐渐释放。(1) 土壤监测：“土十条”提出，2017 年底前，完成土壤环境质量国控监测点位设置，建成国家土壤环境质量监测网络，充分发挥行业监测网作用，基本形成土壤环境监测能力。2020 年底前，实现土壤环境质量监测点位所有县（市、区）全覆盖。(2) 智慧环保：随着“互联网+”的快速发展，环境监测有更加精细和动态的方式实现环境管理和决策的内在需求，只有通过“智慧环保”，才能更好的提出污染治理的整体解决方案。

2020 年环境监测行业市场规模有望突破 900 亿元。根据智研咨询集团的预测，“十三五”环境监测市场的复合增速约为 20% 左右，18-20 年的市场规模分别为

638 亿元、768 亿元、900 亿元。

图表25： 环境监测市场空间预测（亿元）



资料来源：智研咨询集团，新时代证券研究所

3、 入主绿色东方，布局垃圾焚烧板块

3.1、 绿色东方：垃圾焚烧领域的优质资产

绿色东方成立于 1998 年，是中国垃圾焚烧发电行业的开创者。至今已在包括垃圾焚烧发电在内的固废处理领域深耕 20 年，专注于城市固废综合治理、循环经济产业园、垃圾焚烧发电、环卫一体化、农林废弃物解决方案等环保业务领域，目前已成长为国内最具实力的集投资、建设、运营为一体的全产业链固废综合治理环保企业。

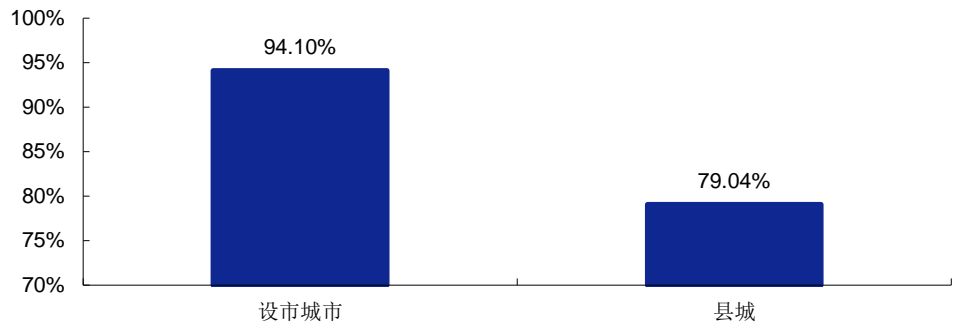
绿色东方承诺于 2016 年 1 月 1 日-2019 年 12 月 31 日在廉江项目、仙桃项目、阜南项目、寿县项目合计累计利润总和不低于 1.2 亿。同时，绿色东方控股及郑维先先生需承诺 2016-2019 年绿色东方新签（以签署特许经营协议为准）垃圾焚烧发电 BOT 协议不少于日总处理量 6500 吨（单个项目日处理量不低于 500 吨，其中至少一个必须为 2000 吨以上）。

绿色东方目前已中标、签订 9 个垃圾处理焚烧发电 BOT 项目，项目全部建设运营后，预计可产生较好的经济效益和投资回报，为公司增添新的利润增长点。

3.2、“十三五”垃圾焚烧行业仍有千亿空间

“十三五”我国垃圾处理缺口主要在县城。2015 年，我国设市城市生活垃圾无害化处理率达到 94.1% 以上，行业存量空间不大，尤其一二线城市的垃圾无害化设施已经趋于饱和。2015 年，县城生活垃圾无害化处理率为 79.04%，提升空间较大。

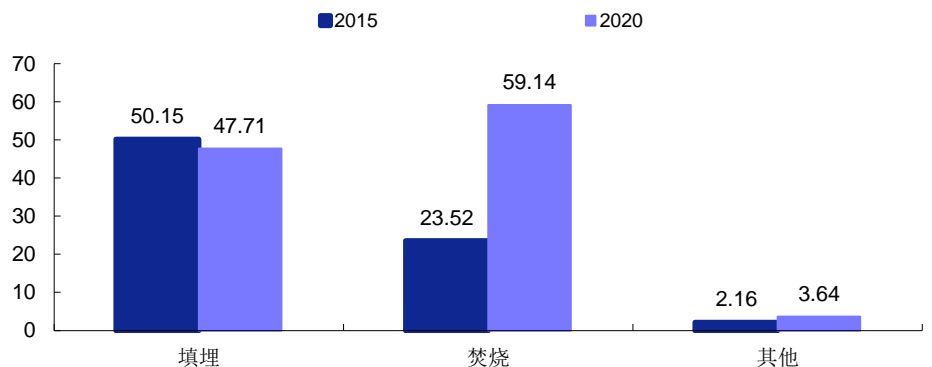
图表26： 2015 年全国城镇生活垃圾处理无害化处理率



资料来源：《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，新时代证券研究所

焚烧是未来发展重点，市场空间仍然很大。我国目前主要的垃圾无害化处理方式是填埋和焚烧。近些年，我国垃圾焚烧处理比例逐年上升，由2004年的7%，上升到2015年的31%。根据《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，我国2020年焚烧处理设施规模达到59.14万吨/日，焚烧比例达到54%，新建规模达到35.62万吨/日，较“十二五”提升151%。“十三五”期间全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设投资达1699.3亿元，预计有90%以上的投资会进入到焚烧处理设施建设上。

图表27：“十三五”全国城镇生活垃圾处理设施规模（万吨/日）



资料来源：《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，新时代证券研究所

4、大股东收购中联环境，固废全产业链可期

2017年5月，中联重科发布公告，宣布将出售其全资子公司中联环境的控股权。其中，盈峰控股、广州粤民投盈联投资合伙企业（有限合伙）、上海绿联君和产业并购股权投资基金合伙企业（有限合伙）、弘创（深圳）投资中心（有限合伙）作为受让方，将以116亿元受让环境产业公司80%的股权，其中，盈峰控股收购中联环境51%的控股权，其他三方收购29%的股权。

图表28：中联重科股权转让协议受让方情况（单位：亿元）

受让方	股权比例	价格
盈峰控股	51.00%	73.95
粤民投	4.00%	5.80
绿联君和	21.55%	31.25
弘创投资	3.45%	5.00

受让方	股权比例	价格
合计	80.00%	116.00

资料来源：中联重科公告，新时代证券研究所

中联环境是国内最大的环卫装备制造制造商。中联环境依托国家级科研院所强大的科研实力和全球领先的环境装备制造能力，构建了全国最完善的环卫机械产品线，为客户提供道路清扫保洁、垃圾收集转运、下水道市政养护、除冰雪等成套设备解决方案，主导和参与了行业 80% 以上技术标准的制定，产品行业市场占有率连续 15 年排名全国第一，核心产品达 65% 以上。2015 年并购意大利 LADURNER（纳都勒）公司，结合国内外技术与项目优势，环境装备研制与治理工艺技术提升至国内一流水平。截至 2016 年年底，公司有近 80 个全环境治理运营服务项目遍布全国二十多个省份，与近 30 个区县政府就采取 PPP 模式推进县域全环境治理运营达成协议。

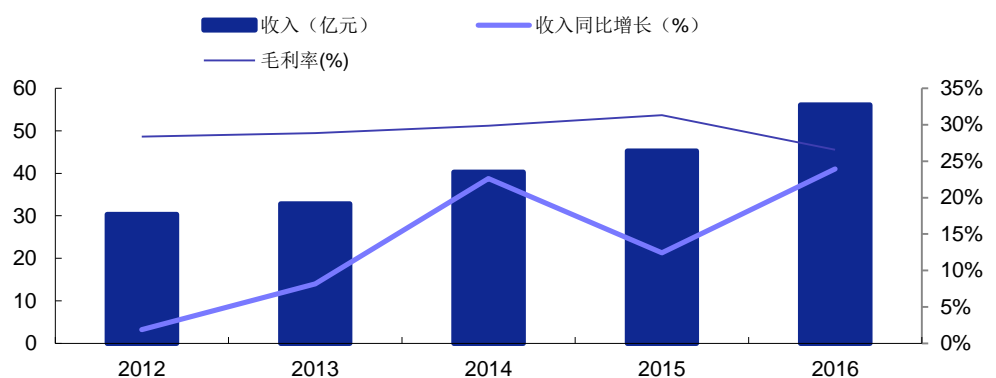
中联环境经营状况良好。假设内部重组完成，中联环境 2015-2016 年的营收分别为 45.32 和 56.07 亿元，净利润分别为 6.92 和 7.55 亿元。中联重科的环卫机械业务近几年一直保持了稳健的增长，毛利率也始终在 25% 以上。

图表29： 中联环境最近两年的主要模拟汇总财务数据（百万元）

项目	2015 年	2016 年
资产总额	7,093	9,248
负债总额	4,886	6,161
应收账款	3,349	4,587
净资产	2,207	3,087
营业收入	4,532	5,607
营业利润	805	887
净利润	692	755

资料来源：中联重科公告，新时代证券研究所

图表30： 中联重科环卫机械业务经营情况



资料来源：Wind，新时代证券研究所

“环卫一体化”是趋势。环卫市场化及 PPP 模式的推广导致环卫的订单越来越大，环卫设备作为环卫产业链的上端，开始向下游延伸，环卫设备-环卫运营服务-垃圾焚烧的一体化延伸将是未来的趋势。

盈峰环境是盈峰控股唯一上市平台，中联环境有望注入。盈峰环境收购了环卫下游的垃圾焚烧资产绿色东方，而大股东盈峰控股收购了环卫设备龙头中联环境

51%的股份，两者协同效应显著。盈峰环境拥有丰富的项目运营经验，正好弥补了中联环境在这方面的短板，而盈峰环境又是目前盈峰控股的唯一上市平台，未来中联环境装入上市公司可期。

5、收购水处理公司，完善环保大平台

2016年8月，公司以4.5亿元收购了大盛环球、明欢有限100%股权以及广东亮科环保55%的股权。上述收购标的股东承诺：2016-2018年上述标的合计净利润分别不低于5,500万元、6,500万元、7,500万元。

亮科环保的主营业务是农村污水处理及生态修复，同时也有废气处理工程业务。2012-2015年间，亮科环保先后在佛山地区中标并实施了30多项农村污水处理项目，并在云浮郁南、罗定、新兴、湛江、江门、肇庆等地陆续开展试点示范项目的建设。在农村污水治理市场影响较大，具有较好的口碑。亮科环保凭借自身在全省乃至全国的农村污水治理拥有的示范作用优势，具备获取市场机会的强大能力。

图表31：亮科环保重大已中标项目

项目名称	金额	进度
郁南县整县生活污水捆绑PPP项目	4135万元/年，运营期29年，合计近12亿元， 工程施工合同约5亿元	联合投标已中标，占股20%，未 签合同
安徽省寿县生活垃圾焚烧发电厂渗滤液处理工程	1388万元	中标，未签合同
杏坛医院2016—2017年污水处理服务采购项目	51.4万元	中标，已签合同
佛山市顺德区中医院污水处理站运营管理项目	65.91万元	中标，未签合同

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

大盛环球和明欢有限持有境内华清源环保、源润水务、华盈环保、华博环保、源溢水务等5家城镇污水处理公司。公司拟收购的5家顺德污水处理公司在佛山顺德区的市场占比较大，具备较强的盈利能力，日处理达到规模33.8万立方米，在顺德当地的污水处理领域具备较强的客户基础、业务渠道、技术研发优势和竞争实力，符合上市公司的业务发展方向。

我们认为，上述标的的收购有利于上市公司布局城镇和农村污水处理业务，构建公司水处理的综合能力，为上市公司带来新的利润增长点，对促进公司的可持续性发展将起到积极的推动作用。

6、轻装上阵，定增落地助力加速前进

2018年1月，公司以8.53元/股价格发行7386万股，募集资金6.3亿元，用于建设寿县生活垃圾焚烧发电项目，环境监测全国运营中心升级及新建项目，环境生态预警综合信息系统项目等。定增落地，有助于在公司外延并购的路上增强公司的资本实力，继续稳健的拓展环保业务。

图表32：募集资金使用计划

项目	投资总额(万元)	拟使用募集资金(万元)
一、建设寿县生活垃圾焚烧发电项目	25,005.92	22,000.00
二、环境监测全国运营中心升级及新建项目	25,293.00	23,000.00
三、环境生态预警综合信息监控系统研发	6,197.00	6,000.00
四、补充流动资金	12,000.00	12,000.00
合计	68,495.92	63,000.00

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

定增广东国资入主，增强拿单能力。恒健控股是目前广东唯一的省级国有资本运营公司，累计支持省重大项目、支持地市项目、支持省战略新兴产业、支持省属企业改革发展、支持央企在粤投资等工作，为两家省属国企通过借壳上市打造两个上市平台。恒健控股旗下广东恒健资本此次认购2亿元，有助于加强公司与政府的合作关系，增强拿单能力。

图表33： 发行对象名称、认购股数及限售期等情况

发行对象名称	获配价格(元/股)	获配金额(元)	获配股数(股)	锁定期限(月)
何剑锋	8.53	99,999,996.37	11,723,329	36
余常光	8.53	59,999,994.41	7,033,997	36
广东恒健资本管理有限公司	8.53	199,999,992.74	23,446,658	12
中投天琪期货有限公司	8.53	59,999,994.41	7,033,997	12
鹏华基金管理有限公司	8.53	61,999,997.92	7,268,464	12
汇安基金管理有限责任公司	8.53	88,999,998.39	10,433,763	12
财通基金管理有限公司	8.53	37,999,998.45	4,454,865	12
北信瑞丰基金管理有限公司	8.53	14,999,996.47	1,758,499	12
中融基金管理有限公司	8.53	6,000,027.59	703,403	12
合计		629,999,996.75	73,856,975	

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

7、上下一心，股权激励绑定员工利益

2018年1月，公司二期股权激励计划草案获股东大会通过，拟向120名员工授予股票期权2745万份，占总股本2.35%，行权价格为9.45元/份，行权条件为以2017年归母扣非净利润为固定基数，18-20年公司实现归母扣非净利润分别较17年增长不低于30%/90%/160%，若满足条件，激励对象可自期权授予日12个月、24个月和36个月份后，分别按30%/30%/40%的比例分三期行权。

图表34： 股票期权激励计划的分配原则

名单	拟分配期权数量(万份)	占授予期权总数的比例	占公司目前总股本的比例
中高层管理人员、核心骨干(10人)	330	12.02%	0.28%
环保产业控股子公司主要管理人员及核心骨干(业务、工程、技术人员)(110人)	2,415	87.98%	2.07%
合计(120人)	2,745	100.00%	2.35%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图表35： 期权行权期及各期行权时间安排

行权期	行权时间	行权比例
第一个行权期	自首次授予登记完成之日起12个月后的首个交易日起至首次授予登记完成之日起24个月内的最后一个交易日当日止	30%
第二个行权期	自首次授予登记完成之日起24个月后的首个交易日起至首次授予登记完成之日起36个月内的最后一个交易日当日止	30%
第三个行权期	自首次授予登记完成之日起36个月后的首个交易日起至首次授予登记完成之日起48个月内的最后一个交易日当日止	40%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图表36： 财务业绩考核目标

行权期	业绩考核指标
第一个行权期	以2017年净利润为固定基数，2018年净利润增长率不低于30%

行权期	业绩考核指标
第二个行权期	以 2017 年净利润为固定基数，2019 年净利润增长率不低于 90%
第三个行权期	以 2017 年净利润为固定基数，2020 年净利润增长率不低于 160%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所；注：上述业绩考核指标中的“净利润”指扣除非经常性损益后归属于上市公司普通股股东净利润。

二期员工持股提高增速，扩大激励范围。相比第一期员工持股计划激励 55 名员工，行权条件为未来三年业绩增速 30%/60%/100%（以 15 年业绩为基准），第二期员工持股计划的激励对象更广泛，绑定了更多的员工利益，行权条件要求的增速更高，彰显了公司对未来业绩的信心。

图表37： 第一、二期股权激励计划比较

	第一期	第二期
授予对象	55 名中层管理人员及核心技术骨干	120 人，主要是中高层管理人员、核心骨干、环保产业控股子公司主要管理人员及核心骨干（业务、工程、技术人员）
激励总数(万股/万份)	544	2,745.00
占当时总股本比例(%)	1.12	2.3522
行权条件	以 2015 年业绩为基准，16-18 年公司实现扣非净利分别较 15 年增长不低于 30%/60%/100%	以 2017 年扣非净利为固定基数，18-20 年公司实现扣非净利分别较 17 年增长不低于 30%/90%/160%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

8、 彰显信心，管理层、大股东相继增持

2015 年 11 月，公司核心管理层及部分核心员工通过资管计划的方式增持 557 万股公司股份，约占公司股份总数的 1.15%，增持价格为 20.74 元/股，除权后约合 9.18 元/股，增持金额共计 1.16 亿元。

2018 年 2 月 6 日公司公告，盈峰控股计划自 2 月 5 日日起 12 个月内增持公司股份，增持比例不超过公司总股本的 2%。

我们认为，管理层和大股东相继增持公司股票，彰显了管理层及大股东对上市公司环保业务发展前景的信心及对公司长期价值的认可，有助于公司未来大环保平台的进一步完善。

9、 盈利预测与投资建议

(1) 考虑环境监测行业未来几年的空间依旧广阔，宇星科技作为行业龙头，业务增速有望持续高增长。同时，2017 年，公司收购的大盛环球、明欢有限、亮科环保会并表，将增厚业绩。我们预测环境监测及治理业务 17-19 年的增速为 80%/50%/30%。

(2) 传统的漆包线销售业务及风机及冷冻设备业务近几年都保持平稳。公司在传统电力设备业务上具有一定的竞争优势，但受限于行业增速放缓，我们预测传统电力设备业务未来的增速将保持平稳。

(3) 公司未来业务的主要增量在环境监测及治理业务，随着在这部分业务在总营收的占比不断增加，将带动公司总体毛利率不断攀升。

图表38： 盈峰环境财务预测的关键假设（百万元）

		2016A	2017E	2018E	2019E
漆包线销售业务	营收	2081.44	2185.51	2294.79	2409.53
	营收增速	-3.94%	5.00%	5.00%	5.00%

	毛利率	7.49%	7.49%	7.49%	7.49%
环境监测及治理	营收	972.96	1751.33	2626.99	3415.09
	营收增速	99.92%	80.00%	50.00%	30.00%
	毛利率	37.52%	37.52%	37.52%	37.52%
风机及冷冻设备	营收	339.24	356.20	374.01	392.71
	营收增速	-10.39%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	45.50%	45.50%	45.50%	45.50%
其他业务	营收	13.56	13.56	13.56	13.56
	营收增速	28.65%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	39.97%	39.97%	39.97%	39.97%
合计	营收	3407.20	4306.60	5309.35	6230.89
	营收增速	11.98%	26.40%	23.28%	17.36%
	毛利率	19.98%	22.95%	25.11%	26.42%

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.31、0.44 和 0.56 元, 对应 PE 分别为 26.0、18.3 和 14.2。公司通过并购已经逐渐形成了以环境监测为核心, 包含固废、水环境的环境大平台, 大股东盈峰控股收购中联环境 51% 的股权, 未来也有注入上市公司的可能性, 环保大平台有望更完善, 维持“推荐”评级。

10、风险提示

- (1) PPP 项目推进不及预期。公司在水环境、固废领域有大量 PPP 订单, 可能会受到政策、工期等因素的影响而导致业绩不及预期。
- (2) 中联环境是否注入的不确定性。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	3958	3661	6496	6688	8827	营业收入	3043	3407	4307	5309	6231
现金	554	562	1412	1741	2043	营业成本	2562	2726	3318	3976	4585
应收账款	2306	1304	3259	2366	4235	营业税金及附加	11	24	31	38	44
其他应收款	109	1310	483	1727	867	营业费用	111	136	172	213	249
预付账款	203	64	273	143	346	管理费用	186	268	339	418	491
存货	570	258	749	458	934	财务费用	58	74	119	150	161
其他流动资产	217	163	319	253	402	资产减值损失	101	32	41	50	59
非流动资产	1499	2367	2572	2755	2869	公允价值变动收益	5	-9	0	0	0
长期投资	19	15	12	8	5	投资净收益	36	126	100	100	100
固定资产	380	383	692	897	1015	营业利润	54	263	386	565	742
无形资产	72	228	276	328	373	营业外收入	99	37	54	56	52
其他非流动资产	1028	1741	1592	1521	1476	营业外支出	28	4	12	12	11
资产总计	5458	6028	9068	9443	11696	利润总额	125	297	428	609	783
流动负债	1894	1986	4691	4052	5802	所得税	17	53	76	108	139
短期借款	901	802	3165	2351	3839	净利润	107	244	352	501	644
应付账款	301	445	463	625	629	少数股东损益	-5	-2	-7	-8	-11
其他流动负债	692	739	1063	1077	1334	归属母公司净利润	112	246	359	509	655
非流动负债	121	603	538	467	375	EBITDA	222	435	624	881	1106
长期借款	0	475	410	339	247	EPS (元)	0.10	0.21	0.31	0.44	0.56
其他非流动负债	121	128	128	128	128						
负债合计	2015	2588	5228	4519	6177	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	80	107	100	93	82	成长能力					
股本	485	727	1167	1241	1241	营业收入(%)	0.8	12.0	26.4	23.3	17.4
资本公积	2053	1803	1440	1996	1996	营业利润(%)	(27.8)	388.8	46.8	46.3	31.3
留存收益	307	533	826	1251	1798	归属于母公司净利润(%)	85.2	119.3	46.0	41.7	28.8
归属母公司股东权益	3362	3332	3739	4831	5437	获利能力					
负债和股东权益	5458	6028	9068	9443	11696	毛利率(%)	15.8	20.0	23.0	25.1	26.4
						净利率(%)	3.7	7.2	8.3	9.6	10.5
						ROE(%)	3.1	7.1	9.2	10.2	11.7
						ROIC(%)	3.3	6.3	5.9	8.0	7.9
						偿债能力					
						资产负债率(%)	36.9	42.9	57.7	47.9	52.8
						净负债比率(%)	10.1	22.3	59.0	21.5	39.1
						流动比率	2.1	1.8	1.4	1.7	1.5
						速动比率	1.8	1.7	1.2	1.5	1.4
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
						应收账款周转率	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
						应付账款周转率	10.6	7.3	7.3	7.3	7.3
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.10	0.21	0.31	0.44	0.56
						每股经营现金流(最新摊薄)	-1.12	0.61	-1.06	0.85	-0.59
						每股净资产(最新摊薄)	2.88	2.86	3.20	4.14	4.66
						估值比率					
						P/E	83.18	37.94	25.98	18.33	14.23
						P/B	2.77	2.80	2.49	1.93	1.72
						EV/EBITDA	44.03	23.5	18.8	11.9	10.5

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图表目录

图表 1: 盈峰环境环保并购历程.....	4
图表 2: 盈峰环境业务布局.....	4
图表 3: 环保业务详情.....	4
图表 4: 漆包线销售业务营收变化.....	5
图表 5: 漆包线销售业务毛利率变化.....	5
图表 6: 风机及冷冻设备业务营收变化.....	5
图表 7: 风机及冷冻设备业务毛利率变化.....	5
图表 8: 近五年营收状况 (亿元).....	5
图表 9: 近五年归母净利润状况 (亿元).....	5
图表 10: 各业务营收构成变化情况 (亿元).....	6
图表 11: 各业务毛利率变化情况.....	6
图表 12: 盈峰环境股权结构图 (2017 年中报).....	6
图表 13: 宇星科技的业务布局.....	7
图表 14: 宇星科技主要产品和服务.....	8
图表 15: 宇星科技的资质情况.....	8
图表 16: 宇星科技与同行业可比上市公司的应收账款净额占总资产比例 (%).....	8
图表 17: 宇星科技与同行业可比上市公司的应收账款周转天数 (天).....	8
图表 18: 宇星科技与同行业上市公司信用政策情况.....	9
图表 19: 宇星科技应收账款购回安排及执行情况.....	10
图表 20: 对权策管理及安雅管理的诉讼情况.....	10
图表 21: 宇星科技营收情况 (亿元).....	10
图表 22: 宇星科技归母净利润情况 (亿元).....	10
图表 23: 近期环境监测政策密集发布.....	11
图表 24: 排污费理论应缴额测算.....	12
图表 25: 环境监测市场空间预测 (亿元).....	13
图表 26: 2015 年全国城镇生活垃圾处理无害化处理率.....	13
图表 27: “十三五”全国城镇生活垃圾处理设施规模 (万吨/日).....	14
图表 28: 中联重科股权转让协议受让方情况 (单位: 亿元).....	14
图表 29: 中联环境最近两年的主要模拟汇总财务数据 (百万元).....	15
图表 30: 中联重科环卫机械业务经营情况.....	15
图表 31: 亮科环保重大已中标项目.....	16
图表 32: 募集资金使用计划.....	16
图表 33: 发行对象名称、认购股数及限售期等情况.....	17
图表 34: 股票期权激励计划的分配原则.....	17
图表 35: 期权行权期及各期行权时间安排.....	17
图表 36: 财务业绩考核目标.....	17
图表 37: 第一、二期股权激励计划比较.....	18
图表 38: 盈峰环境财务预测的关键假设 (百万元).....	18

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

邱懿峰，美国德克萨斯大学金融学硕士，南开大学国贸系本科，2015年就职于银河证券研究部，拥有两年以上行业研究经验，2017年加入新时代证券，现任环保行业首席分析师

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕阳 销售总监 固话：021-68865595转258 手机：18221821684 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>