

质地优良，看好“2+4”升级“4+2”

投资要点

- **事件：**公司发布2017年年报，全年实现营收25.7亿元，同比增长0.6%；实现归母净利润5.1亿元，同比增长8.8%。
- **业绩稳健，盈利能力保持稳定。**2017年全年业绩整体保持稳定。2016年下半年投产的上海松江、奉贤、崇明区合计3500吨/日垃圾焚烧发电项目在17年全年贡献业绩，同时四川洛带1200吨/日垃圾焚烧发电项目由于成都市规划调整迁建，宁波市鄞州区800吨/日填埋场项目特许经营权协议提前终止，共同导致2017年业绩有所增长但增速下滑。分业务来看，固体废弃物处理、污水处理、承包及设计规划2017年分别营收14.5亿元、4.0亿元和5.8亿元，同比增长2.0%、21.9%和-15.4%，承包及设计规划业务有所下滑主要系垃圾焚烧在建项目数量同比减少所致。2017年综合毛利率和期间费用率分别为33.7%和13.0%，均同比下降1个百分点，盈利能力和费用水平整体保持稳定。
- **垃圾处理业务存在增量，稳步增长。**公司深耕垃圾处理领域，在运生活垃圾末端处理项目15个，处理能力2.2万吨/日；中转项目5个，中转能力3600吨/日。末端处理项目中垃圾焚烧和填埋分别为11个和4个，处理能力1.55万吨/日和6440吨/日，位于上海市的生活垃圾末端处置能力1.4万吨/日，占全市总处理能力的80%。同时公司在建/筹建的蒙城、太原、宝林、威海垃圾焚烧发电项目合计处理能力5400吨/日，且均为省外项目，彰显公司目前较强的省外拿单能力。同时，公司最新中标奉化区城市环境基础设施项目，暂定总投资25亿元。后续在手项目投产以及奉化项目的分解落地有望为公司业绩贡献持续增量。
- **“2+4”升级“4+2”，有望打开新的利润增长点。**公司以“2+4”业务为重点，即以生活垃圾、市政污水为核心主业，同时聚焦危废医废、市政污泥、餐厨垃圾以及污染土壤等新兴业务领域。当前公司通过实施积极主动的扩张战略，依托上海固废处置中心医废危废运营经验和上海环境院强大技术实力，加码危废处置和土壤修复业务，确保三年发展成为“3+3”并力争向“4+2”业务格局转型，有望打开新的利润增长点。
- **背靠城投集团实力雄厚，资产注入值得期待。**2017年3月公司从上海城投分立上市，实际控制人为上海市国资委。上海城投集团总资产5459亿元，归母净资产2254亿元，实力雄厚，目前旗下仍有大量供水、污水处理和危废医废业务。分立之初集团承诺将在上海环境上市后3年内将集团控制的环境类资产和业务注入上市平台，2019年前后有望启动。
- **盈利预测与投资建议。**预计2018-2020年EPS分别为0.83、0.98和1.20元，对应PE22X、18X和15X。公司质地良好，背靠城投集团，资金成本和项目资源丰富，且存在集团资产注入预期。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**垃圾焚烧项目投产不及预期风险，项目拓展不及预期风险。

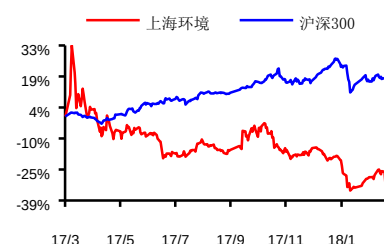
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2566.03	2972.23	3380.66	4057.03
增长率	0.59%	15.83%	13.74%	20.01%
归属母公司净利润（百万元）	505.95	579.78	690.50	842.07
增长率	8.79%	14.59%	19.10%	21.95%
每股收益EPS（元）	0.72	0.83	0.98	1.20
净资产收益率ROE	9.61%	9.87%	10.45%	11.26%
PE	25	22	18	15
PB	2.31	2.13	1.94	1.75

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：王颖婷
 执业证号：S1250515090004
 电话：023-67610701
 邮箱：wyting@swsc.com.cn
 联系人：沈猛
 电话：021-58351679
 邮箱：smg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.03
流通A股(亿股)	6.72
52周内股价区间(元)	17.78-38.98
总市值(亿元)	124.91
总资产(亿元)	123.84
每股净资产(元)	7.68

相关研究

目 录

1 公司概况：业绩稳健，背靠城投集团实力雄厚	1
2 垃圾处理业务存在持续增量，稳步增长.....	3
3 污水处理业务稳定运营，存在提标改造空间	6
4 “4+2”布局，有望打开新的利润增长点.....	8
5 盈利预测与评级.....	10
6 风险提示	11

图 目 录

图 1：城投控股重大资产重组方案示意图	1
图 2：公司 2012 年以来营业收入及增速	2
图 3：公司 2012 年以来归母净利润及增速	2
图 4：公司主营业务分产品情况（单位：亿元）	3
图 5：2017 年公司主营业务占比	3
图 6：公司主营业务毛利率	3
图 7：公司期间费用率	3
图 8：全国垃圾无害化处理量持续增长	4
图 9：全国垃圾焚烧量占比持续提升	4
图 10：上海市污水处理量变化情况	6
图 11：全国“十三五”期间污水处理增量分布	6
图 12：危废产生量官方统计数据	9
图 13：危废处理（处置+利用）量和处理率情况	9

表 目 录

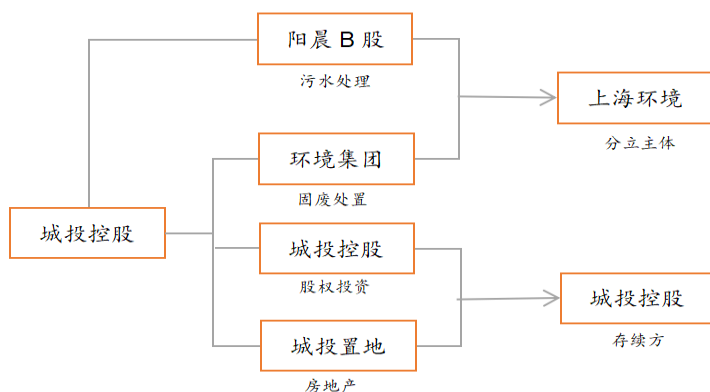
表 1：上海环境历史沿革	1
表 2：公司在运垃圾焚烧发电项目	4
表 3：公司在建/筹建垃圾焚烧项目	5
表 4：公司已投运垃圾填埋项目	5
表 5：公司已投运垃圾中转项目	6
表 6：上海环境下属污水处理厂详细情况	7
表 7：上海城投污水处理业务详细情况（不含上海环境）	7
表 8：上海环境未来发展战略	8
表 9：上海市危险废物与医疗废物集约化处置基地处理能力	9
表 10：上海环境主要污泥处置项目	10
表 11：分业务收入及毛利率（单位：百万元）	10
附表：财务预测与估值	12

1 公司概况：业绩稳健，背靠城投集团实力雄厚

公司成立于 2004 年，前身为上海市市容环境卫生管理局。2016 年 10 月城投控股以发行股份形式吸收合并阳晨 B 股，并于 2017 年 2 月将环境集团以存续分立的方式实施分立。2017 年 3 月 29 日，上海环境正式上市，控股股东上海城投持股比例为 46.5%，实际控制人为上海市国资委。

公司业务重点为“2+4”，即以生活垃圾和市政污水为两大主要业务领域，同时聚焦危废医废、市政污泥、餐厨垃圾以及污染土壤等新兴业务领域，业务涵盖规划、设计、咨询、研发、监测、监管、投资、建设、运营、工程总承包等全产业链，业务范围以上海为中心，在成都、宁波、南京、青岛、威海、漳州、洛阳、太原等城市拓展投资建设生活垃圾焚烧发电、卫生填埋等重大项目，旨在向政府和客户提供高效率、高技术、高标准的一站式服务和一揽子解决方案。

图 1：城投控股重大资产重组方案示意图



数据来源：公司公告，西南证券

表 1：上海环境历史沿革

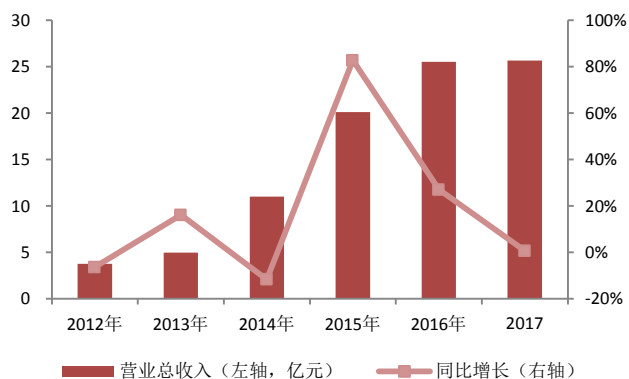
时间	主要内容
2017 年	上海环境集团有限公司正式改制成上海环境集团股份有限公司，并于 3 月 31 日在上海证券交易所主板成功上市（股票代码：601200）。
2016 年	按照上海城投控股股份有限公司的部署，推进上海环境集团有限公司分立重组上市的相关工作。
2014 年	美国废物管理公司因自身战略调整的需要，转让其持有的上海环境集团有限公司的 40% 股权。 上海环境集团有限公司吸收合并上海环境投资有限公司，整合组建成新的上海环境集团有限公司。
2010 年	上海环境集团有限公司通过转让自身的 40% 股权，引入了 Waste Management Inc（下称“美国废物管理公司”）作为战略合作投资者，将公司转制成中外合资企业。
2008 年	上海市城市投资建设开发总公司将上海环境集团有限公司部分业务（如环卫集运、卫生保洁等）和相应资产剥离后注入到新组建成立的下属企业——上海环境实业有限公司，然后由上海城投控股股份有限公司收购上海环境集团有限公司其余的资产和业务，并划归其管理。
2006 年 2 月	因上海市市容环境卫生管理体制进一步深化改革的需要，上海环境集团有限公司被整建制划归上海市城市投资建设开发总公司管理。
2004 年 6 月	经上海市国资委批准，由上海市市容环境卫生管理局所属的上海振环实业总公司、上海市废弃物处置公司和上海市环境工程设计科学研究院等三家单位联合发起成立了上海环境集团有限公司。

数据来源：公司公告，西南证券整理

股东背景实力雄厚，存在资产注入预期：公司控股股东上海城投成立于 1992 年，由上海市国资委全资持有，是专业从事城市基础设施投资、建设、运营管理的国有特大型企业集团；业务涵盖路桥（城市道路、公路工程、内河航道）、水务（原水供应、供水、防汛、污水处理）、环境（固废处置、医废处置、保洁服务等）和置业（超高层建筑、保障房等）四大板块。截至 2017 年 12 月 31 日，上海城投注册资本 500 亿元，从业人员 1.7 万多人，总资产 5459 亿元，归母净资产 2254 亿元，拥有一批覆盖金融、财务、法律、环保、PPP 政策等方面的专家顾问团队，实力雄厚。根据《上海城投（集团）有限公司关于避免同业竞争的承诺函》，集团承诺将在上海环境上市后 3 年内将集团控制的其他污水、固废等环境类资产和业务注入上市平台，2019 年前后有望启动。

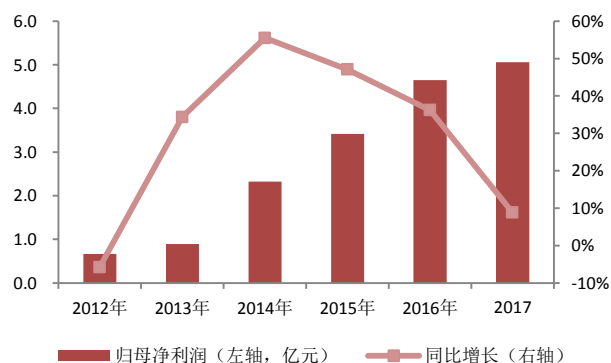
公司业绩稳健：公司 2015-2017 年分别实现营业收入 20.1 亿元、25.5 亿元和 25.7 亿元，同比增长 82.7%、27.0%和 0.6%；实现归母净利润 3.4 亿元、4.7 亿元和 5.1 亿元，同比增长 47.1%、36.2%和 8.8%。2016 年下半年投产的上海松江、奉贤、崇明区合计 3500 吨/日垃圾焚烧发电项目在 17 年全年贡献业绩，同时四川洛带 1200 吨/日垃圾焚烧发电项目由于成都市规划调整迁建，宁波市鄞州区 800 吨/日填埋场项目特许经营权协议提前终止，共同导致了 2017 年业绩有所增长但增速下滑。

图 2：公司 2012 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

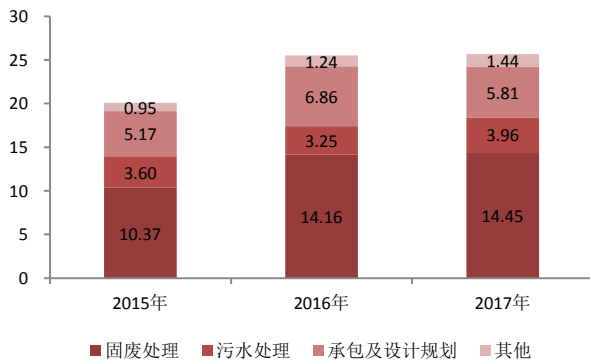
图 3：公司 2012 年以来归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

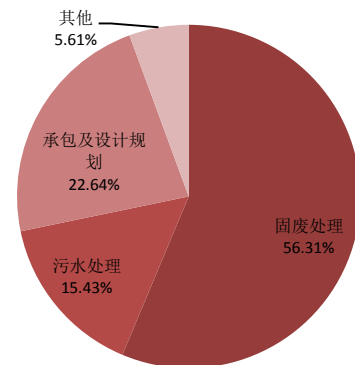
公司主营业务结构：公司业务按产品划分为固体废弃物处理、污水处理、承包及设计规划。2017 年分别营收 14.5 亿元、4.0 亿元、5.8 亿元，占比为 56.3%、15.4%和 22.6%，分别同比增长 2.0%、21.9%和-15.4%。2017 年承包及设计规划业务有所下滑主要系垃圾焚烧建设项目数量同比减少所致。

图 4：公司主营业务分产品情况（单位：亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

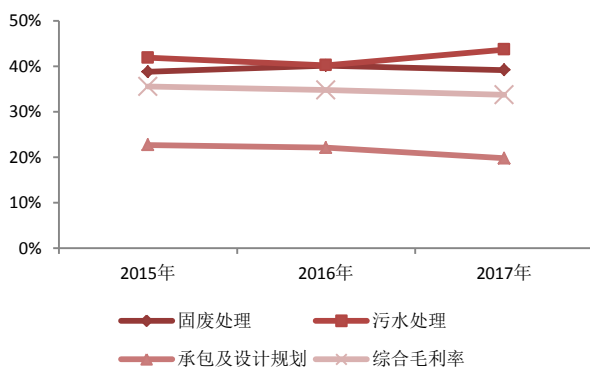
图 5：2017 年公司主营业务占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

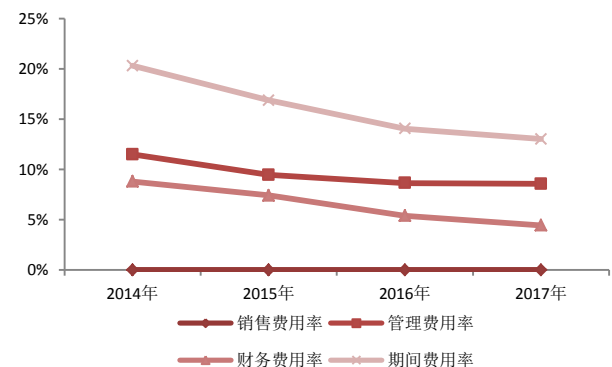
公司盈利能力良好：公司 2015-2017 年综合毛利率为 35.5%、34.7%和 33.7%，随垃圾焚烧业务增长毛利率有所下滑。费用率方面，2015-2017 年公司期间费用率为 16.9%、14.1%和 13.0%，期间费用水平持续下降，管控良好。

图 6：公司主营业务毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司期间费用率



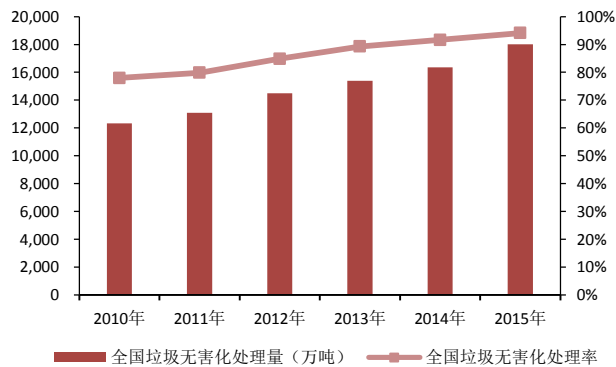
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 垃圾处理业务存在持续增量，稳步增长

垃圾焚烧发电项目质地优良，后续存在持续增量

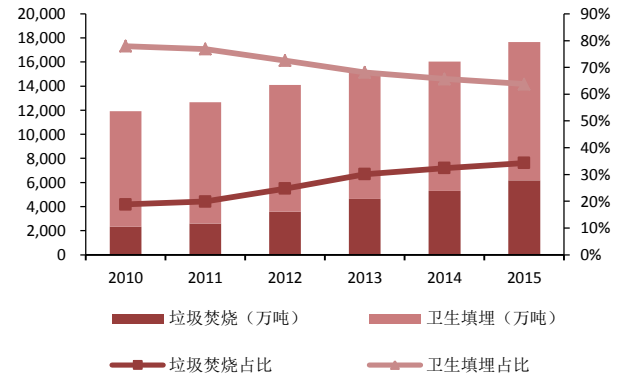
近年来我国垃圾焚烧发电规模快速增长，全国垃圾焚烧处理厂由 2010 年的 119 座增长至 2015 年的 257 座，处理能力由 2010 年的 8.9 万吨/日增长至 2015 年的 23.5 万吨/日，复合增速达 21.4%。根据“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划，2020 年全国城镇垃圾焚烧规模计划达到 59.1 万吨/日，占总处理能力的 54%，由此测算“十三五”期间垃圾焚烧建设规模复合增速达 20.3%，垃圾焚烧厂建设高峰有望持续到 2020 年。

图 8：全国垃圾无害化处理量持续增长



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 9：全国垃圾焚烧量占比持续提升



数据来源：国家统计局，西南证券整理

公司多年耕耘垃圾焚烧发电领域。拥有国内首个建设千吨级、进口炉排技术的生活垃圾焚烧发电项目；正在运营目前国内规模最大的生活垃圾焚烧发电厂（3000 吨/日），正在建设目前世界规模最大的生活垃圾焚烧发电厂（6000 吨/日），单台炉业绩覆盖 250 吨/日、400 吨/日、500 吨/日、750 吨/日，平均单厂规模位居国内前列。

目前公司在运营垃圾焚烧项目 11 个，合计处理能力 15550 吨/日。其中 6 个项目位于上海，处理能力 8800 吨/日，占上海垃圾焚烧处理能力的 70% 以上，其他项目分布在成都、青岛、威海、漳州、南京等在内的多个大中型城市。2017 年全年公司共计入厂垃圾 569.7 万吨，同比增长 4.7%，累计发电量 20.2 亿度，同比增长 8.9%，垃圾焚烧上网电量 16.9 亿度，同比增长 9.4%。由此测算公司垃圾焚烧产能利用率基本为满负荷，吨垃圾发电量超过 350 度，项目质地优良。

表 2：公司在运垃圾焚烧发电项目

项目名称	地点	投资额 (亿元)	设计产能 (吨/日)	16 年产能利 用率 (%)	投产时间	特许经营 期限	垃圾处理费 标准 (元/吨)
上海金山环境再生能源公司	上海市金山区	4.66	800	95.03	2013.2	30 年	78.9
南京环境再生能源有限公司	江苏省南京市	10.72	2000	101.76	2015.3	30 年	76
青岛环境再生能源有限公司	山东省青岛市	6.98	1500	112.47	2012.8	25 年	51.11
威海环境再生能源有限公司	山东省威海市	3.28	700	93.69	2011.11	25 年	45
漳州环境再生能源有限公司	福建省漳州市	4.16	1050	108.6	2014.4	30 年	61
上海环城再生能源有限公司	上海市嘉定区	9.54	1500	87.4	2005.1	20 年	207.8
上海天马再生能源有限公司	上海市松江区	21.07	2000	90.4	2016.7	30 年	257.87
上海东石塘再生能源有限公司	上海市奉贤区	8.1	1000	84	2016.7	30 年	207.36
上海城投瀛洲生活垃圾处置公司	上海市崇明区	3.69	500	76.7	2016.9	30 年	133.55
洛阳生活垃圾综合处理园区工程	河南省洛阳市	8.2	1500	-	2017.12	28 年	52
老港生活垃圾焚烧发电一期项目	上海浦东新区		3000		委托运营		
合计		85.6	15550				

数据来源：公司公告，西南证券整理

同时，公司拥有安徽蒙城、太原、成都宝林、威海市文登区共计 4 个在手生活垃圾焚烧发电项目，总产能 5400 吨/日。其中太原垃圾焚烧发电 BOT 项目目前已取得施工许可证，2017 年 11 月底完成主厂房基础垫层，12 月底完成了 1#锅炉钢架吊装工作，进展顺利。此外，2018 年 3 月公司公告中标奉化区城市环境基础设施项目，项目范围包括生活垃圾末端处理处置设施、垃圾填埋场渗沥液提标改造、填埋场挖潜与封场修复、多种固废集中协同处理利用、污水管网和处理厂、环卫一体化等，暂定总投资 25 亿元。后续在手项目投产以及奉化项目的分解落地有望为公司业绩贡献持续增量。

表 3：公司在建/筹建垃圾焚烧项目

项目名称	签订日期	总投资额	设计产能（吨/日）	特许经营期限	最新进展
太原垃圾焚烧发电 BOT 项目	2013 年 1 月	7.77	1800	27 年	12 月 28 日完成 1#锅炉钢架吊装工作，目前已累计投入 2.3 亿元。
安徽蒙城县垃圾焚烧 PPP 项目	2017 年 9 月 12 日	3.14	1050	5 年填埋场运营+30 年垃圾发电特许经营	-
威海市文登区垃圾焚烧项目	2017 年 5 月 31 日	4.57	1050	30 年	-
成都宝林项目	2017 年 4 月 6 日	5.67	1500	成都洛带厂迁建，30 年特许经营期不变	项目前期准备阶段
合计		21.15	5400		

数据来源：公司公告，西南证券整理

垃圾中转、填埋预计保持稳定

公司目前运营生活垃圾填埋项目 4 个，分布在上海、奉化、新昌等地，设计处理能力 6440 吨/日，2017 年全年共计填埋垃圾 275.5 万吨，同比下降 6.8%，主要系宁波鄞州填埋项目（处置能力 800 吨/日）于 2017 年完成移交所致。2017 年老港沼气发电项目上网电量 7639 万度，同比下滑 15.4%。

表 4：公司已投运垃圾填埋项目

项目名称	地点	总投资额（亿元）	设计产能（吨/日）	产能利用率（%）	投产时间	特许经营期限	垃圾处置费标准（元/吨）
奉化环境能源利用有限公司	宁波市奉化区	1.07	550	232.84	2009.7	12 年	29.26
上海城投瀛洲生活垃圾处置有限公司	上海市崇明区	1.1	600	44.72	2006.6	11 年	-
上海老港生活垃圾处置有限公司	上海市浦东新区	12.98	4900	101.01	2005.2	20 年	72.75
新昌县生活垃圾卫生填埋项目	浙江省新昌县	3.6	390	-	2017.12	20 年	-
合计		18.75	6440				

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司在上海运营 5 座生活垃圾中转站，设计产能 3600 吨/日，2017 年中转垃圾 134.1 万吨，同比增长 8.9%。

表 5：公司已投运垃圾中转项目

项目名称	地点	总投资额 (亿元)	设计产能 (吨/日)	产能利用率 (%)	投产 时间	特许经 营期限	垃圾处理费标准 (元/吨)
上海环境虹口固废中转运营有限公司	上海市虹口区	0.7	700	102.8	2006.5	25 年	76.32
上海环杨固废中转运营有限公司	上海市杨浦区	0.49	1200	73.89	2006.1	25 年	65.55
上海环境浦东固废中转运营有限公司	上海市浦东新区	1.04	800	108.17	2008.8	25 年	102.52
上海黄浦环城固废转运有限公司	上海市黄浦区	1.76	600	126.43	2005.4	不适用	131.36
上海城瀛废弃物处置有限公司	上海市崇明区	0.13	300	96.08	2002.2	9 年	88.07
合计		4.12	3600				

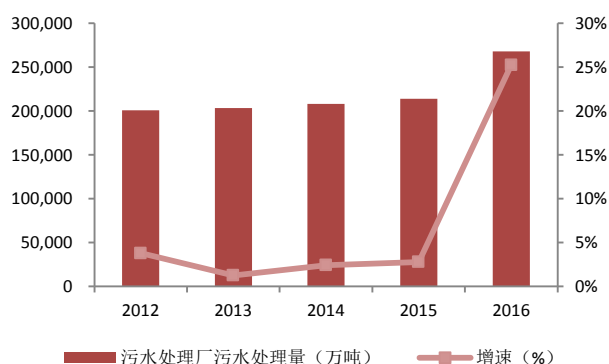
数据来源：公司公告，西南证券整理

综合来看，公司在运生活垃圾处理能力 2.2 万吨/日，垃圾中转能力 3600 吨/日。其中公司在上海市垃圾处理能力 1.4 万吨/日，根据上海市绿化与市容管理局的数据统计，上海市 2017 年生活垃圾处置能力 1.9 万吨/日，公司垃圾处理能力占总处理能力的 80%，在上海市实力雄厚。同时公司在建/筹建的安徽蒙城、太原、成都宝林、威海项目合计处理能力 5400 吨/日，且均为省外项目，彰显公司较强的省外拿单能力。

3 污水处理业务稳定运营，存在提标改造空间

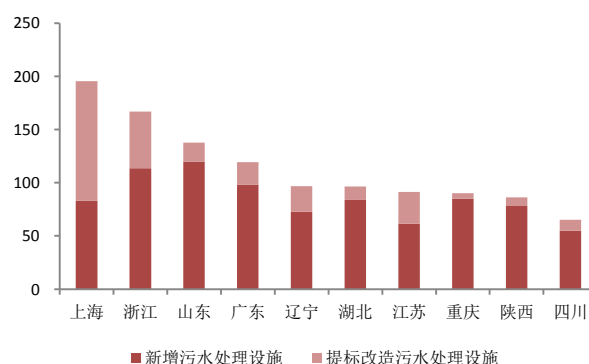
《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》要求到 2020 年底实现城镇污水处理设施全覆盖，城市污水处理率达到 95%，县城不低于 85%，京津冀、长三角、珠三角等区域提前一年完成。预计“十三五”新增污水处理设施投资 1506 亿元，提标改造污水处理设施投资 432 亿元。同时，上海市“十三五”期间规划新增污水处理设施规模 99 万立方米/日，提标改造规模 702.6 万立方米/日，匡算上海地区污水处理相关的建设投资共 228.8 亿元，其中新建污水管网投资 22.8 亿元，新建污水处理设施投资 83.2 亿元，提标改造投资 112.4 亿元。上海市污水处理新建和提标改造仍存在可观市场空间。

图 10：上海市污水处理量变化情况



数据来源：上海统计年鉴，西南证券整理

图 11：全国“十三五”期间污水处理增量分布



数据来源：全国城镇污水处理及再生利用设施规划，西南证券整理

公司具备超大型污水处理厂稳定运行和提标改造经验，工艺改造、工艺技术、运营管理 etc 能力较强，团队经验丰富。目前公司在运市政污水处理厂 6 座，合计产能 184 万吨，其中上海 4 座，处理能力 178 万吨/日，占上海市总处理能力的 23%。成都 2 座，处理能力 6 万

吨/日。2017 年公司累计处理污水 6.8 亿吨，与去年同期基本持平，日均处理量为 185 万吨，基本满负荷运营。

公司在运项目中竹园污水处理一厂设计处理能力 170 万吨/日（实际产能 160 万吨/日），为上海市第二大污水处理厂，也是全国首个市政污水 BOT 项目，公司持股比例 51.7%。2017 年 11 月 9 日，上海市住房和城乡建设管理委员会印发了《关于竹园第一、第二污水处理厂提标改造（一厂改造）工程初步设计的批复》，项目公司负责实施竹园一厂改造工程，设计处理能力由 170 万立方米/日减量为 110 万立方米/日，项目建成后出水排放标准执行一级 A 标准，项目总估算投资 12.9 亿元，改造完工后将根据成本导向机制对价格进行调整。目前已完成竹园第一污水处理厂提标改造工程的设计优化、环评和 EPC 招标，工程进度 11%，预计 19 年底完工。根据项目计划，改造完工后将以价补量，污水处理业务有望保持平稳。

表 6：上海环境下属污水处理厂详细情况

污水处理厂	地点	16 年产能（万吨/日）
上海长桥水质净化厂	上海	2.2
上海龙华水质净化厂	上海	9.4
上海闵行水质净化厂	上海	4.4
上海竹园污水处理一厂	上海	160.2
成都市温江区城市污水处理厂（一期）	成都	3.6
成都市温江区城市污水处理厂（二期）	成都	2.5
合计		182.3

数据来源：公司公告，西南证券整理。注：表中数据为公司上市公告书中公告数据，报告期为 16 年，产能合计 182.3 万吨/日，与 17 年 184.08 万吨/日略有偏差。

此外，公司控股股东上海城投除上海环境体内污水处理业务外，还拥有 1593 万立方米/日的原水制取能力，占全市的 97.5%；拥有 505 万立方米/日的干线污水设计输送能力，416 万立方米/日的污水处理能力，占全市总处理能力的 55%，体量巨大，后续注入可期。

表 7：上海城投污水处理业务详细情况（不含上海环境）

序号	污水处理厂名称	地（市、区、州、盟）	设计处理能力（万吨/日）
1	上海市城投污水处理有限公司天山污水处理厂	长宁区	7.5
2	上海城投污水处理有限公司桃浦污水处理厂	普陀区	6
3	上海城投污水处理有限公司曲阳污水处理厂	虹口区	4
4	吴淞污水处理厂	宝山区	4
5	泗塘污水处理厂	宝山区	2
6	石洞口污水处理厂	宝山区	40
7	上海城投竹园污水处理建设发展有限公司	浦东新区	50
8	上海城投污水处理有限公司白龙港污水处理厂	浦东新区	280
9	上海金山廊下污水处理有限公司	金山区	2
10	上海城投亭南污水处理有限公司叶榭污水厂	松江区	1.7
11	上海城投亭南污水处理有限公司泖港污水厂	松江区	0.4
12	上海城投亭南污水处理有限公司新浜污水厂	松江区	1.2
13	上海青浦白鹤污水处理有限公司	青浦区	2

序号	污水处理厂名称	地（市、区、州、盟）	设计处理能力（万吨/日）
14	上海绿衍污水处理有限公司	青浦区	3.4
15	上海城投徐泾污水处理有限公司	青浦区	5.5
16	上海城投污水处理有限公司曲阳污水处理厂（长兴污水处理厂）	崇明县	2.5
17	上海城投城桥污水处理有限公司（陈家镇污水处理厂）	崇明县	1.75
18	上海城投城桥污水处理有限公司城桥项目	崇明县	2.5
合计			416

数据来源：政府官网，西南证券整理

4 “4+2”布局，有望打开新的利润增长点

公司战略以“2+4”业务为重点，通过实施积极主动的扩张战略，快速提升市场规模，确保三年发展成为“3+3”并力争向“4+2”业务格局转型。同时，通过对标国际先进，强化3大能力，实现3类指标，进一步形成上海环境“集团化、市场化、国际化、专业化”企业优势，夯实并发展成为最具社会责任感的卓越的城市环境综合服务商。

表 8：上海环境未来发展战略

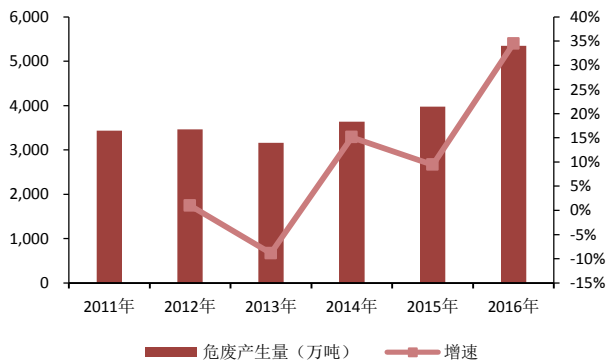
战略规划	实现路径	详细规划
“2+4”确保发展为“3+3”并力争向“4+2”发展	项目拓展、产业并购、资产重组	1、以生活垃圾、市政污水为核心主业，红海争市场
		2、以危废医废、土壤修复为重点业务，规模谋扩增
		3、以市政污泥（独立焚烧路线）、固废资源化（建筑垃圾、餐厨垃圾）为培育业务，项目树标杆
		4、以主业细分的环卫一体化（以全程分类为突破口）、村镇污水、资源化为储备业务，试水求突破
强化3大能力	夯实专业能力、强化市场能力、增强并购能力、创新服务模式	提升城市环境综合解决能力
	打通融资渠道、加快资本运作、创新金融服务	发展资本运作和金融服务能力
	优化管理构架、深化机制创新、营造四大文化、严肃绩效考核、实施人才新政、完善信息化建设、强化 EHS 管理	完善市场化企业治理和管理能力

数据来源：公司公告，西南证券整理

危废运营经验丰富，为公司业务突破重点

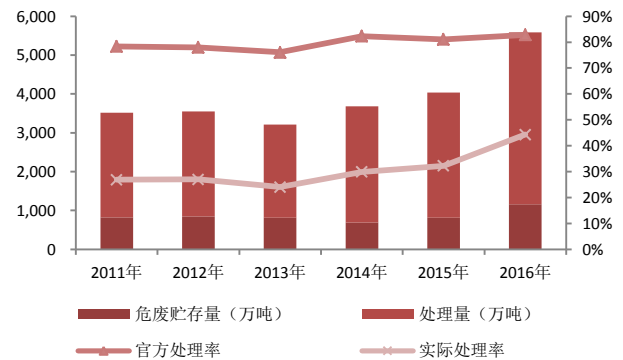
官方统计数据显示 2016 年全国工业危险废物产生量 5347 万吨，同比大幅增长 34%；在当前产废企业规模基本稳定背景下，危废产量的大幅增长预示着高压执法促使企业上报数据日趋真实，大量隐藏的危废有望得到快速释放。而我国危废牌照量 6471 万吨，但实际处理量仅为 1629 万吨。主要原因系危废企业实际产能远低于牌照量，执法趋严下危废处理供需失衡，实际产能不足。考虑到新建和扩建产能周期较长约 1-3 年且审批极为严格，产能缺口或将在未来较长时期内持续存在，危废行业高景气度有望持续较长时间。

图 12：危废产生量官方统计数据



数据来源：WIND，西南证券整理

图 13：危废处理（处置+利用）量和处理率情况



数据来源：WIND，西南证券整理

目前公司运营管理上海城投集团旗下上海市固体废物处置中心。上海市固体废物处置中心是上海市内唯一一家集填埋、焚烧、综合利用“三位一体”的综合型危险废物与医疗废物处理处置单位，也是国内规模最大、综合处置能力最强、资源利用效率最高、技术工艺水平最先进的危废医废处置静脉产业示范基地，垄断上海医废市场。公司长期运营过程中积累了大量危废、医废项目经验。目前公司有意大力发展危废处置业务，作为“2+4”向“3+3”转变的关键，集团资产注入和其他自有项目拓展值得期待。

表 9：上海市危险废物与医疗废物集约化处置基地处理能力

处理项目	处理能力
危险废物填埋处置	2.5 万吨/年
一般工业固废填埋场填埋处置	2 万吨/年
医疗废物处置	122 吨/天
医用一次性塑料输液瓶（袋）资源化	10 吨/天
等离子体气化处理	30 吨/天
飞灰资源化处理	30 吨/天

数据来源：公司公告，西南证券整理

土壤修复技术领先，静待市场打开

公司以省部级平台-上海污染场地修复工程技术研究中心为依托，并承担了上海市环境保护产业协会土壤和地下水修复专业委员会主任单位职能，拥有“污染修复工程专项设计”甲级资质，已形成重金属污染土壤的深度稳定化、固化处理技术等多项核心技术并应用于实际工程中，现已积累场地环境调查与评估、土壤改良与修复以及工业、矿区、老旧垃圾堆场/填埋场环境整治和生态修复工程等业绩 80 余项，技术领先，项目经验丰富。

2017 年公司中标桃浦 621 项目、天津东丽渗坑修复项目和上海市环保局重点行业企业用地调查项目。其中桃浦 621 项目污染土修复方量约 1.9 万立方米，地下水修复方量约 2.7 亿立方米，采用原位+异位结合的修复模式，示范性较强。目前“土十条”已出台，《土壤污染防治法》正在制定中，行业处于发展初级阶段，未来潜力巨大。公司土壤修复技术扎实领先，后续有望随行业市场启动快速发展。

培育污泥处理+固废资源化等业务

公司以市政污泥、固废资源化（建筑垃圾、餐厨垃圾）为培育业务，目前在污泥协同焚烧处理方面有较强的技术和人才储备，拥有松江、奉贤、金山三个协同焚烧项目，合计处理能力 490 吨/日。建筑垃圾方面，公司已开展建筑垃圾不同处理工艺的技术适用性研究，通过调研测试掌握建筑垃圾产量和物料性质，拥有多个建筑垃圾前期咨询业绩；餐厨垃圾处理方面公司拥有上海崇明餐厨垃圾处理厂、合肥市餐厨废弃物处理项目，其中崇明项目最高处理量为 20 吨/日。

2018 年 3 月 20 日，公司官网新闻报道称公司与上海松江城镇建设投资开发有限公司、上海净达环境卫生发展有限公司共同合资设立两家公司，分别开拓松江区湿垃圾（餐厨垃圾）和建筑垃圾的资源化处置业务，后续或有持续突破。

表 10：上海环境主要污泥处置项目

项目	投资额（亿元）	处理能力（吨/日）	经营年限
上海松江区污水厂污泥干化处理工程项目	0.89	240（一期）	30 年
上海奉贤再生污泥干化处理工程	0.57	100（一期）	30 年
上海金山污泥干化处理车间工程	0.88	150	30 年

数据来源：公司公告，西南证券整理

5 盈利预测与评级

关键假设：

固废业务：固废业务主要包含垃圾焚烧、垃圾中转和垃圾填埋；垃圾中转和填埋业务假设保持平稳，垃圾焚烧项目中，假设太原垃圾焚烧发电 BOT 项目假设 2019 年初投产；安徽蒙城县垃圾焚烧 PPP 项目、威海市文登区垃圾焚烧项目、成都宝林项目 2020 年初投产，项目毛利率保持历史平均水平；

污水处理业务：暂不考虑集团资产注入，假设污水处理业务保持稳定；

承包及设计规划：因垃圾焚烧在建项目同比增长较大，土壤修复等规划设计建设项目开工，预计承包和规划设计业务与在建项目规模同比例提升且毛利率回到 16 年水平；

其他：公司三费率随营收增长稳步下滑。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 11：分业务收入及毛利率（单位：百万元）

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
合计						
营业收入	2009.4	2551.1	2566.0	2972.2	3380.7	4057.0
yoy	82.7%	27.0%	0.6%	15.8%	13.7%	20.0%
营业成本	1295.8	1665.0	1701.1	1939.0	2217.2	2677.3
毛利率	35.5%	34.7%	33.7%	34.8%	34.4%	34.0%
固体废弃物处理						

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
收入	1037.47	1416.35	1445.0	1661.7	1827.9	2193.5
yoy		36.5%	2.0%	15.0%	10.0%	20.0%
成本	635.33	848.16	879.1	1013.7	1115.0	1338.0
毛利率	38.8%	40.1%	39.2%	39.0%	39.0%	39.0%
污水处理						
收入	359.21	324.62	395.7	403.6	411.7	419.9
yoy		-9.6%	21.9%	2.0%	2.0%	2.0%
成本	208.79	194.15	223.0	230.1	234.7	239.4
毛利率	41.9%	40.2%	43.6%	43.0%	43.0%	43.0%
承包及设计规划						
收入	517.51	686.48	581.1	755.4	982.0	1276.6
yoy		32.7%	-15.4%	30.0%	30.0%	30.0%
成本	391.50	534.9	466.4	589.2	756.1	983.0
毛利率	24.4%	22.1%	19.7%	22.0%	23.0%	23.0%
其他						
收入	95.2	123.6	144.3	151.5	159.1	167.0
yoy		29.8%	16.7%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	60.2	87.8	132.5	106.0	111.3	116.9
毛利率	36.8%	29.0%	8.1%	30.0%	30.0%	30.0%

数据来源：西南证券

预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.83、0.98 和 1.20 元，对应 PE22X、18X 和 15X。公司质地良好，现金流丰厚；背靠城投集团，资金成本和项目资源丰富，且存在集团资产注入预期。首次覆盖，给予“增持”评级。

6 风险提示

垃圾焚烧项目投产不及预期风险，项目拓展不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2566.03	2972.23	3380.66	4057.03	净利润	606.09	679.78	790.50	942.07
营业成本	1701.11	1938.96	2217.17	2677.28	折旧与摊销	235.49	287.63	287.63	287.63
营业税金及附加	37.82	38.64	40.57	44.63	财务费用	114.26	149.95	165.12	202.18
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	0.31	0.00	0.00	0.00
管理费用	220.14	246.69	273.83	316.45	经营营运资本变动	-565.61	670.69	100.56	207.47
财务费用	114.26	149.95	165.12	202.18	其他	478.96	7.66	6.81	8.74
资产减值损失	0.31	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	869.50	1795.72	1350.60	1648.09
投资收益	14.75	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1473.37	-600.00	-700.00	-800.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	1279.05	-156.39	-900.00	-900.00
其他经营损益	0.00	110.00	150.00	190.00	投资活动现金流净额	-194.31	-756.39	-1600.00	-1700.00
营业利润	622.20	707.98	833.97	1006.49	短期借款	326.00	-100.00	200.00	100.00
其他非经营损益	68.48	66.68	66.85	67.07	长期借款	-259.61	0.00	400.00	600.00
利润总额	690.68	774.66	900.82	1073.56	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	84.59	94.88	110.33	131.48	支付股利	0.00	-101.19	-115.96	-138.10
净利润	606.09	679.78	790.50	942.07	其他	-719.75	-264.13	34.88	-2.18
少数股东损益	100.14	100.00	100.00	100.00	筹资活动现金流净额	-653.36	-465.32	518.93	559.72
归属母公司股东净利润	505.95	579.78	690.50	842.07	现金流量净额	21.87	574.01	269.53	507.81
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	650.04	1224.05	1493.58	2001.39	成长能力				
应收和预付款项	749.35	722.86	858.85	1042.02	销售收入增长率	0.59%	15.83%	13.74%	20.01%
存货	127.65	145.50	164.37	199.90	营业利润增长率	28.01%	13.79%	17.80%	20.69%
其他流动资产	729.20	212.56	241.77	290.15	净利润增长率	10.25%	12.16%	16.29%	19.18%
长期股权投资	96.38	96.38	96.38	96.38	EBITDA 增长率	5.60%	17.86%	12.32%	16.29%
投资性房地产	10.35	10.35	10.35	10.35	获利能力				
固定资产和在建工程	350.21	915.81	1581.42	2347.02	毛利率	33.71%	34.76%	34.42%	34.01%
无形资产和开发支出	3697.81	3445.31	3192.80	2940.29	三费率	13.03%	13.35%	12.98%	12.78%
其他非流动资产	5972.82	6272.10	7171.37	8070.64	净利率	23.62%	22.87%	23.38%	23.22%
资产总计	12383.81	13044.92	14810.90	16998.15	ROE	9.61%	9.87%	10.45%	11.26%
短期借款	400.00	300.00	500.00	600.00	ROA	4.89%	5.21%	5.34%	5.54%
应付和预收款项	1527.33	1788.26	2037.86	2451.95	ROIC	27.86%	37.96%	48.86%	54.40%
长期借款	1831.87	1831.87	2231.87	2831.87	EBITDA/销售收入	37.88%	38.54%	38.06%	36.88%
其他负债	2315.71	2237.30	2479.14	2748.32	营运能力				
负债合计	6074.92	6157.43	7248.87	8632.15	总资产周转率	0.21	0.23	0.24	0.26
股本	702.54	702.54	702.54	702.54	固定资产周转率	7.71	9.80	12.57	17.30
资本公积	2288.96	2288.96	2288.96	2288.96	应收账款周转率	5.41	5.43	5.83	5.79
留存收益	2407.45	2886.05	3460.59	4164.56	存货周转率	14.60	14.20	14.22	14.58
归属母公司股东权益	5398.95	5877.55	6452.09	7156.06	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.23%	—	—	—
少数股东权益	909.94	1009.94	1109.94	1209.94	资本结构				
股东权益合计	6308.90	6887.49	7562.03	8366.00	资产负债率	49.06%	47.20%	48.94%	50.78%
负债和股东权益合计	12383.81	13044.92	14810.90	16998.15	带息债务/总负债	36.74%	34.62%	37.69%	39.76%
					流动比率	0.90	0.97	0.96	1.02
					速动比率	0.85	0.91	0.90	0.96
					股利支付率	0.00%	17.45%	16.79%	16.40%
					每股指标				
					每股收益	0.72	0.83	0.98	1.20
					每股净资产	7.68	8.37	9.18	10.19
					每股经营现金	1.24	2.56	1.92	2.35
					每股股利	0.00	0.14	0.17	0.20
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	971.95	1145.56	1286.72	1496.30					
PE	24.69	21.54	18.09	14.83					
PB	2.31	2.13	1.94	1.75					
PS	4.87	4.20	3.69	3.08					
EV/EBITDA	8.63	6.20	5.08	3.89					
股息率	0.00%	0.81%	0.93%	1.11%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyhg@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn