

上海环境（601200）：估值是否合理 何时会提升

2020年06月17日

推荐/首次

上海环境

公司报告

我们认为，对于上海环境这家公司来讲，其市值体现的是股东自由现金流的现值。一般投资者对每一个公司的投资回报最终都来源于公司分红，股东自由现金流代表着当期可分配给股东的现金。投资产生的资本利得本质上也是因为公司成长或者经营情况变好，自由现金流改善，未来分红的预期增加。我们认为运营类业务对公司估值贡献最大。这主要是因为垃圾发电、污水处理、固废资源化和危废处理这些运营类业务经营年限长，有稳定可见的预期；而承包及设计规划业务是由订单驱动的，不好预期。公司的估值是公司未来可分配给股东的现金流的现值，容易预期、现金流回流稳定的业务对估值的贡献自然大。

固废处理公司基本都不享有龙头公司溢价，这主要因为固废处理行业比较分散，大家业务同质化很高，公司成长靠取得新的特许经营权，不确定性高。然而固废处理行业未来很有发展空间，与发达国家相比，我国人均垃圾处理量有提升空间。2019年我国人均垃圾焚烧量为67.05kg/人，与美国、日本、欧盟等发达国家或地区还有比较大的差距。

公司项目所在地区财政收入良好，多高于全国平均。主要经营区域的地方人均公共财政收入远高于全国平均，在这些地区的项目未来收益有充分保障。

目前公司市值体现了股东自由现金流现值，估值比较合理，公司未来取得回报率较高的特许经营项目、分红比例增加、利息下降时，估值会提升。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司2020-2021年净利润分别为5.65、9.06和10.73亿元，对应EPS分别为0.62、0.99和1.17元。当前股价对应2019-2021年PE值分别为19.32、12.04和10.17倍。我们认为虽然目前尚难定量判断公司未来固废项目的回报率，但从公司历史情况看，公司一贯注重项目质量，相信在新固废项目的带动下，公司估值会逐渐提升，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：特许经营条款发生变化，垃圾处理费下降，公司现有资产产能利用率不足，未来大股东注入上市公司的资产价格大幅上升。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,582.84	3,646.75	3,312.89	4,182.10	4,420.15
增长率（%）	0.66%	41.19%	-9.15%	26.24%	5.69%
归母净利润（百万元）	577.85	616.26	565.04	906.21	1,073.17
增长率（%）	11.21%	6.09%	-7.16%	51.39%	16.61%
净资产收益率（%）	9.76%	9.02%	8.10%	11.63%	12.25%
每股收益（元）	0.82	0.67	0.62	0.99	1.17
PE	14.53	17.71	19.32	12.04	10.17
PB	1.42	1.60	1.56	1.40	1.25

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司是国内固废行业起步最早的专业环保企业之一，始终致力于在中国快速增长的城市固体废弃物和城市污水处理处置领域，提供高效率、高标准、高技术的一站式服务和一揽子解决方案。

未来3-6个月重大事项提示：

2020-06-30 股东大会召开

发债及交叉持股介绍：

2019-06-14 发行21.7亿元6年期可转债

交易数据

52周股价区间（元）	14.84-10.38
总市值（亿元）	109.06
流通市值（亿元）	109.06
总股本/流通A股（万股）	91,342/91,342
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	2.53

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：洪一

0755-82832082

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110001

研究助理：沈一凡

010-66554026

shenyf@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480118080040

目 录

1. 公司估值体现其股东自由现金流现值	3
2. 运营类业务对估值贡献最大	3
3. 行业内公司虽无龙头溢价 但行业未来空间较大	5
4. 公司项目区位好 当地财政收入有保障	6
5. 现在估值是否合理 何时估值会提升	6
6. 风险提示.....	7
相关报告汇总	9

插图目录

图 1： 公司 2019 年各项业务收入占比.....	3
图 2： 公司 2030 年各项业务收入占比（预计）	3
图 3： 2019 年垃圾发电行业各公司市占率.....	6
图 4： 2018 年垃圾发电行业各公司市占率.....	6

表格目录

表 1： 公司运营类项目一览表.....	3
表 2： 使用股东自由现金流模型计算公司合理市值	6

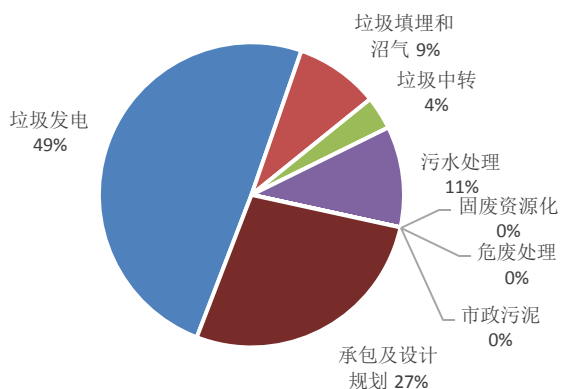
1. 公司估值体现其股东自由现金流现值

我们认为，对于上海环境这家公司来讲，其市值体现的是股东自由现金流的现值。一般投资者对每一个公司的投资回报最终都来源于公司分红。投资产生的资本利得本质上也是因为公司成长或者经营情况变好，自由现金流改善，未来分红的预期增加。然而中国经济还处于中高速增长阶段，很多公司还处在快速发展阶段，对资金需求很高，不适宜将利润分红，对于这样的公司，现有分红不能完全体现公司的估值，我们还应从自由现金流变化的角度分析公司未来情况。目前，评估公司的估值水平有三个重要指标，公司自由现金流（FCFF）模型、股东自由现金流（FCFE）模型和红利（Dividend）折现模型。其中公司自由现金流包含了股权自由现金流和债券自由现金流，股权自由现金流是公司扣除债券自由现金流，真正理论上可以当期分给股东的现金，是理论上真正归属股东的现金。上海环境目前所处的固废处理行业正在快速发展期，过度分红对其未来业务扩张不利，其股东未来现金流的现值应该代表目前公司的市值。

2. 运营类业务对估值贡献最大

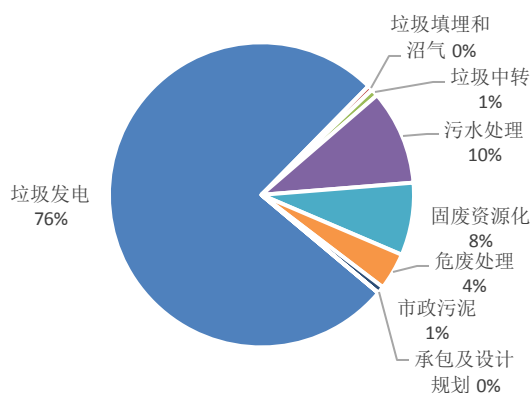
我们认为垃圾发电对公司估值贡献最大。公司目前主要业务有四项业务，垃圾发电、承包及设计规划、污水处理和垃圾填埋沼气处理，2019年分别占公司营收的49%、27%、11%和9%；从目前情况看，到2030年我们认为公司业务主要将由垃圾发电、污水处理、固废资源化、和危废处理这四项业务组成，和目前相比有一定差异。这主要是因为垃圾发电、污水处理、固废资源化和危废处理这些运营类业务经营年限长，有稳定可见的预期；而承包及设计规划业务是由订单驱动的，这是工程的商业模式，不好预期。除此之外，运营类业务虽然初期资本开支大，但一旦进入运营期，现金回流稳定，工程类业务受到工期影响现金流不稳定。公司估值是公司未来可分配给股东的现金流的现值，容易预期，现金流回流稳定的业务自然对估值的贡献大。

图1：公司 2019 年各项业务收入占比



资料来源：公司 2019 年年报，东兴证券研究所

图2：公司 2030 年各项业务收入占比（预计）



资料来源：东兴证券研究所

表1：公司运营类项目一览表

项目名称	项目类型	项目投资（亿元）
1 上海江桥	垃圾焚烧	9.54
2 山东威海	垃圾焚烧	3.28
3 山东青岛	垃圾焚烧	6.98

项目名称	项目类型	项目投资（亿元）
4 上海老港一期（目前不在上市公司体内）	垃圾焚烧	12.98
5 福建漳州	垃圾焚烧	4.16
6 上海金山	垃圾焚烧	4.66
7 上海城投瀛洲	垃圾焚烧	3.69
8 南京江北	垃圾焚烧	10.72
9 上海天马一期	垃圾焚烧	9.47
10 上海奉贤	垃圾焚烧	8.1
11 河南洛阳	垃圾焚烧	7.9
12 山东威海文登	垃圾焚烧	5.75
13 安徽蒙城	垃圾焚烧	3.14
14 上海老港二期（目前不在上市公司体内）	垃圾焚烧	10
15 山西太原	垃圾焚烧（在建-2020 投运）	7.77
16 福建红庙岭	垃圾焚烧（在建-2020 投运）	8.17
17 宁波奉环	垃圾焚烧（在建-2020 投运）	8.92
18 福建漳州扩建	垃圾焚烧（在建-2020 投运）	3.77
19 成都宝林	垃圾焚烧（在建-2020 投运）	9.98
20 山西晋中	垃圾焚烧（在建-2020 投运）	7.48
21 浙江金华第二垃圾发电	垃圾焚烧（在建-2021 投运）	19.8
22 上海天马二期	垃圾焚烧（在建-2021 投运）	11.6
23 上海崇明二期	垃圾焚烧（在建-2021 投运）	3.69
24 上海奉贤再生能源综合利用中心	垃圾焚烧（在建-2022 投运）	7.61
25 山东威海扩建	垃圾焚烧（在建-2022 投运）	3.08
26 上海金山永久二期	垃圾焚烧（在建-2022 投运）	3.5
27 新昌眉岱	垃圾焚烧（在建-2022 投运）	3.3
28 老港生活垃圾（含老港四期）	垃圾填埋	12.98
29 瀛洲生活垃圾	垃圾填埋（2022 年特许经营到期）	1.1
30 奉化环境能源	垃圾填埋（2021 年特许经营到期）	1.07
31 新昌眉岱	垃圾填埋	2.3
32 老港沼气	沼气	1.22
33 虹口	生活垃圾中转（2021 年特许经营到期，可能延长）	0.7
34 环杨	生活垃圾中转（2022 年特许经营到期，可能延长）	0.49
35 浦东	生活垃圾中转（2024 年特许经营到期，可能延长）	1.04
36 黄浦环城	生活垃圾中转（永久）	1.76
37 城瀛	生活垃圾中转（特许经营已延长）	0.13

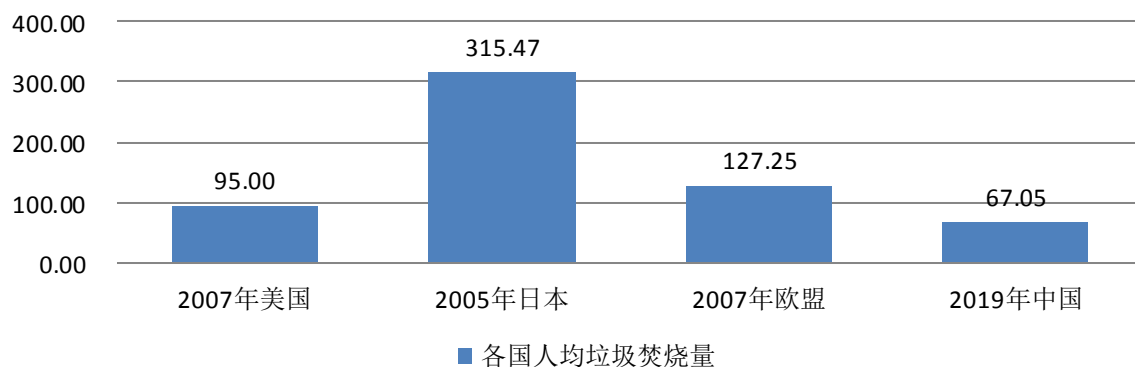
项目名称	项目类型	项目投资（亿元）
38 上海竹园一厂	污水处理	8.36
39 上海长桥（已不在上市公司体内）	污水处理	-
40 上海龙华（已不在上市公司体内）	污水处理	-
41 上海闵行（已不在上市公司体内）	污水处理	-
42 成都温江	污水处理	0.9
43 成都温江（二期）	污水处理	0.75
44 成都温江（三期）	污水处理	1.42
45 松江湿垃圾	固废资源化	8
46 松江建筑垃圾	固废资源化	7.2
47 崇明餐厨垃圾	固废资源化	0.21
48 嘉定湿垃圾	固废资源化	5.42
49 嘉定建筑垃圾	固废资源化	4.3
50 南充嘉源	危废医废	4.5
51 上海永程	危废医废	1.82
52 上海青浦	市政污泥	5.5

资料来源：公开资料，公司上市公告书，公司年报，东兴证券研究所

3. 行业内公司虽无龙头溢价 但行业未来空间较大

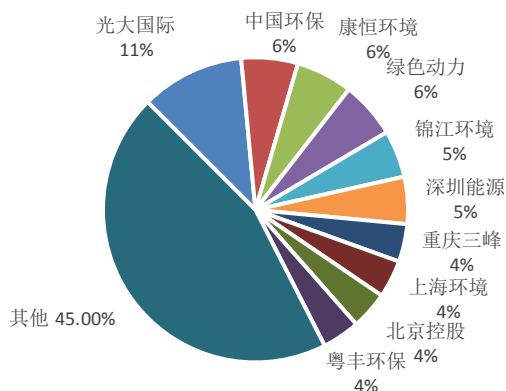
固废处理公司基本都不享有龙头公司溢价，这主要和固废处理行业的竞争格局和固废处理公司的成长模式有关。固废处理市场在我国比较分散，市场中没有任何一家公司有绝对的优势抢夺市场上的特许经营权，大家技术路线非常相似，公司多数都有央企和国企背景，融资能力也相差不多。固废处理公司的成长主要是因为获得了新特许经营项目，而在这样的市场情况下，固废处理公司能否拿到新项目的特许经营权，这是不确定的，所以固废处理公司不享有龙头溢价。然而固废处理行业未来很有发展空间，与发达国家相比，我国人均垃圾处理量有提升空间。2019 年我国人均垃圾焚烧量为 67.05kg/人，与美国、日本、欧盟等发达国家或地区还有比较大的差距。

图3：各国人均垃圾焚烧量（kg/人）



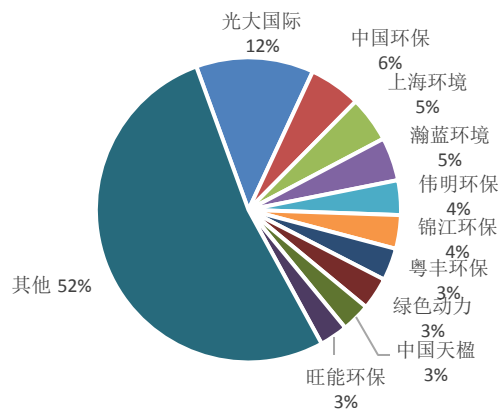
资料来源：产业经济网，新能源网东兴证券研究所

图4：2019年垃圾发电行业各公司市占率



资料来源：E20，中国政府采购网，公司公告，东兴证券研究所

图5：2018年垃圾发电行业各公司市占率

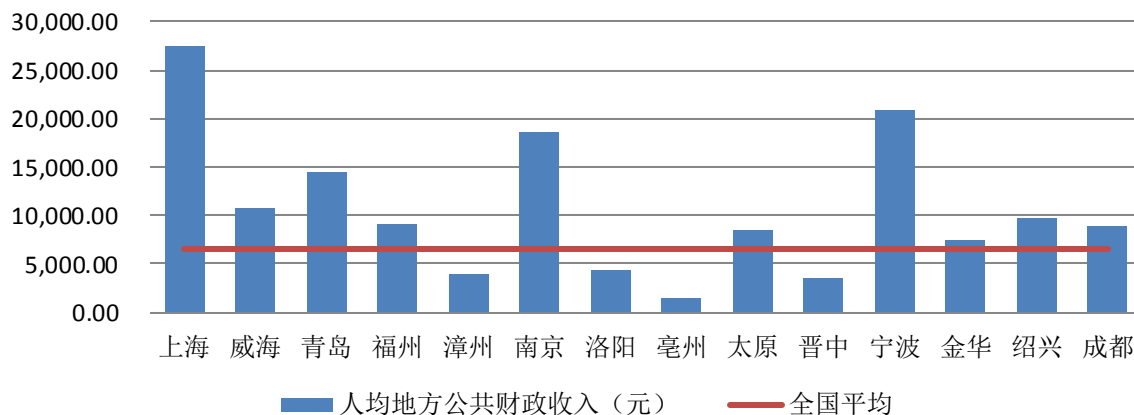


资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

4. 公司项目区位好 当地财政收入有保障

公司项目所在地区财政收入良好，多高于全国平均。固废处理是政府支付型服务，项目的回报率和现金的按时支付很大程度上是当地政府的支付能力决定的。以2017年全国地方财政收入来看，公司项目所在地区的人均地方公共财政收入基本都高于全国人均地方公共财政收入6578.58元，主要经营区域（上海、浙江、江苏等地）更远远高于全国平均，在这些地区的项目未来收益有充分保障。

图6：公司所在地区人均地方公共财政收入（元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

5. 现在估值是否合理 何时估值会提升

我们认为公司目前估值是合理的，这主要因为公司目前的股东现金流可以支撑目前的股价。

表2：使用股东自由现金流模型计算公司合理市值

假设	数值/区间	FCFE 估值	股利现值（百万元）	价值百分比
----	-------	---------	-----------	-------

假设	数值/区间	FCFE 估值	股利现值（百万元）	价值百分比
第一阶段	2020-2024	第一阶段	1054.23	9.74%
第二阶段年数	26	第二阶段	9774.26	90.26%
第二阶段增长率	0%	股利现值	10828.49	100.00%
无风险利率 Rf	3.00%	股本（百万股）	913.39	
β	1.18	每股价值（元）	11.86	
Rm	8.00%			
Ke	8.00%			

资料来源：东兴证券研究所

公司未来取得回报率较高的特许经营项目、分红比例增加、利息下降时，估值会提升。公司估值主要由特许经营项目未来收益支撑，在这个背景下，公司的估值水平将由公司的投资能力决定，如果公司新特许经营项目的 NPV 大于零则估值提升。“双鸟在林不如一鸟在手”，公司分红是对股东最直接的汇报，分红比例提高，股东得到利益会增加，公司估值会提升。固废处理产业是资产驱动型产业，公司需要前期使用大笔资金构建资产，而后逐年收回处理费以实现项目盈利，利息下降，公司财务费用下降，折现率下降，项目未来收入现值上升，公司估值上升。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020-2021 年净利润分别为 5.65、9.06 和 10.73 亿元，对应 EPS 分别为 0.62、0.99 和 1.17 元。当前股价对应 2019-2021 年 PE 值分别为 19.32、12.04 和 10.17 倍。我们认为虽然目前尚难定量判断公司未来固废项目回报率，但从历史角度看，公司一贯注重项目质量，相信在新固废项目的带动下，公司估值会逐渐提升，首次覆盖给予“推荐”评级。

6. 风险提示

特许经营条款发生变化，垃圾处理费下降，公司现有资产产能利用率不足，未来大股东注入上市公司的资产价格大幅上升。

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	2,594	4,174	4,055	5,220	5,739	营业收入	2,583	3,647	3,313	4,182	4,420
货币资金	782	1,324	1,202	1,518	1,604	营业成本	1,634	2,576	2,205	2,591	2,630
应收账款	765	1,141	1,036	1,308	1,383	营业税金及附加	34	45	41	51	54
其他应收款	258	304	277	349	369	营业费用	0	0	0	0	0
预付款项	124	375	590	843	1,100	管理费用	195	206	187	236	250
存货	251	426	364	428	435	财务费用	143	201	233	317	330
其他流动资产	224	433	367	538	585	研发费用	35	50	45	57	60
非流动资产合计	12,434	16,711	20,996	22,898	24,114	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期股权投资	101	102	102	102	102	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	324	267	382	705	614	投资净收益	11	166	8	8	8
无形资产	4,366	5,590	8,724	10,381	11,105	加:其他收益	83	101	154	219	244
其他非流动资产	693	2,001	2,001	2,001	2,001	营业利润	794	823	764	1,156	1,348
资产总计	15,028	20,885	25,051	28,118	29,853	营业外收入	16	9	9	9	9
流动负债合计	3,555	5,902	9,361	11,138	11,417	营业外支出	4	10	10	10	10
短期借款	1,274	616	3,626	4,004	3,102	利润总额	806	822	763	1,155	1,347
应付账款	1,106	2,416	2,039	2,396	2,432	所得税	132	107	99	150	175
预收款项	328	1,126	1,851	2,766	3,733	净利润	674	715	664	1,005	1,172
一年内到期的非流动负债	452	279	279	279	295	少数股东损益	96	99	99	99	99
非流动负债合计	4,142	6,401	6,500	6,876	7,267	归属母公司净利润	578	616	565	906	1,073
长期借款	2,739	3,004	3,304	3,604	3,904	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
应付债券	0	1,833	1,939	2,033	2,141						
负债合计	7,697	12,303	15,862	18,014	18,684	成长能力					
少数股东权益	1,410	1,752	1,850	1,949	2,048	营业收入增长	0.66%	41.19%	-9.15%	26.24%	5.69%
实收资本(或股本)	703	913	913	913	913	营业利润增长	27.67%	3.61%	-7.16%	51.33%	16.60%
资本公积	2,289	2,079	2,079	2,079	2,079	归属于母公司净利润增长	-8.31%	60.38%	-8.31%	60.38%	18.42%
未分配利润	2,745	3,239	3,691	4,416	5,274	获利能力					
归属母公司股东权益合计	5,921	6,830	6,979	7,795	8,760	毛利率(%)	36.75%	29.36%	33.45%	38.05%	40.50%
负债和所有者权益	15,028	20,885	25,051	28,118	29,853	净利率(%)	26.10%	19.61%	20.04%	24.03%	26.51%
现金流量表						总资产净利润(%)	3.85%	2.95%	2.26%	3.22%	3.59%
单位:百万元						ROE(%)	9.76%	9.02%	8.10%	11.63%	12.25%
2018A						2018A					
2019A						2019A					
2020E						2020E					
2021E						2021E					
2022E						2022E					
经营活动现金流	1,000	1,646	1,683	2,350	2,801	偿债能力					
净利润	674	715	664	1,005	1,172	资产负债率(%)	51%	59%	63%	64%	63%
折旧摊销	4,403	5,634	58	91	91	流动比率	0.73	0.71	0.43	0.47	0.50
财务费用	143	201	233	317	330	速动比率	0.66	0.63	0.39	0.43	0.46
应收帐款减少	(198)	(376)	104	(272)	(74)	营运能力					
预收帐款增加	185	798	725	915	967	总资产周转率	0.19	0.20	0.14	0.16	0.15
投资活动现金流	(2,903)	(3,767)	(4,636)	(2,399)	(1,799)	应收账款周转率	4	4	3	4	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.22	2.07	1.49	1.89	1.83
长期投资减少	(885)	(1,448)	(990)	(335)	(594)	每股指标(元)					
投资收益	11	166	8	8	8	每股收益(最新摊薄)	0.82	0.67	0.62	0.99	1.17
筹资活动现金流	2,022	2,664	2,832	364	(916)	每股净现金流(最新摊薄)	0.17	0.59	-0.13	0.35	0.09
应付债券增加	0	1,833	106	94	108	每股净资产(最新摊薄)	8.43	7.48	7.64	8.53	9.59
长期借款增加	907	265	300	300	300	估值比率					
普通股增加	0	211	0	0	0	P/E	14.53	17.71	19.32	12.04	10.17
资本公积增加	0	(210)	0	0	0	P/B	1.42	1.60	1.56	1.40	1.25
现金净增加额	120	543	(121)	315	86	EV/EBITDA	2.26	2.30	14.50	9.92	8.43

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：国务院印发《生态环境领域中央与地方财政事权和支出责任划分改革方案》	2020-06-15
行业普通报告	市场电价首次超过燃煤标杆电价 影响几何	2020-06-09
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：各省 2020 年可再生能源电力消纳责任权重印发	2020-06-09
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：两会声音“疫情之下不松懈，精准治污提成效”	2020-06-02
行业深度报告	公用事业及环保行业报告：近年多国大喊“退核”核电真的少了么	2020-06-01
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：深化重点地区大气污染治理攻坚，加强污水、垃圾处置设施建设	2020-05-26
行业深度报告	公用事业及环保行业报告：西部火电资产重新划分 能提升火电企业估值水平？	2020-05-25
行业深度报告	公用事业及环保行业报告：西部大开发税收优惠政策或可延续	2020-05-20

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

洪一

中山大学金融硕士，CPA、CIIA，3 年投资研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

沈一凡

康奈尔大学硕士，纽约大学学士，曾供职于中国能建华东电力设计院，5 年基础设施建设经验，参与过包括火电、核电、水电、燃机、光伏、风电、垃圾发电等多种类型电站设计，2018 年 7 月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。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526