



2016年07月19日

公司研究

评级：增持（首次覆盖）

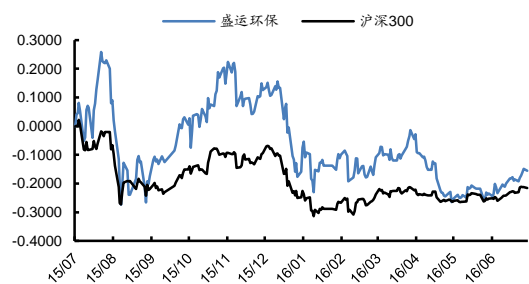
研究所

证券分析师： 谭倩 S0350512090002  
010-88576686-807 tanq@ghzq.com.cn  
联系人： 任春阳 S0350116050011  
0755-83026892 rency@ghzq.com.cn

## 业绩加速释放+外延预期强烈，固废新秀扬帆起航

### ——盛运环保（300090）深度报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
盛运环保	10.3	-14.9	-56.2
沪深300	4.9	-0.3	-21.4

市场数据

2016/07/18

当前价格（元）	8.66
52周价格区间（元）	7.40 - 13.50
总市值（百万）	11430.79
流通市值（百万）	5802.69
总股本（万股）	131995.29
流通股（万股）	67005.60
日均成交额（百万）	283.51
近一月换手（%）	53.30

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

### 投资要点：

- **垃圾焚烧发电全产业链布局。**公司近几年通过不断的资本运作，目前具备垃圾焚烧全产业链优势，尤其2014年5月收购桐城建筑安装公司获得建安资质，由此带来的工程收入为公司增添不少业绩。
- **项目丰富+资金充裕，业绩释放加速。**公司目前投运的项目垃圾处理能力5100吨/日，预计今年下半年新投运超3000吨/日，同时在手拟建项目超过3万吨/日，项目储备丰富。同时通过各种资本运作获取资金50亿元，资金瓶颈解决，项目推进加快，业绩释放有望超预期。
- **设立并购基金，收购危废，外延并购加速。**2015年公司成立40亿元的并购基金，最近拟收购安贝尔51%以上股权，进军危废行业，外延并购加速落地，未来值得期待。
- **进军碳交易，布局产业园。**公司进军碳交易市场，新增利润同时提升公司业绩。与三地签署循环产业园区协议，巩固市场地位拓展新业务。
- **股价安全边际高。**公司三年期定增价格8.30元/股，股权激励行权价格10.18元，目前股价8.66元，安全边际高。同时行权条件是2016-2018年扣非后的净利润分别不少于4/5/6亿元，看好公司未来发展。
- **盈利预测和投资评级：**“业绩加速释放+外延并购预期”，我们预计公司2016-2018年EPS分别为0.31、0.43、0.51元，对应当前股价PE分别为28.03、20.32、16.98倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济风险、项目推进进展缓慢的风险、外延并购不达预期的风险。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	1640	3022	4636	6870
增长率(%)	36%	84%	53%	48%
净利润（百万元）	740	408	563	673
增长率(%)	216%	-45%	38%	20%
摊薄每股收益（元）	0.56	0.31	0.43	0.51
ROE(%)	13.09%	6.73%	8.50%	9.24%

资料来源：公司数据、国海证券研究

## 内容目录

1、 垃圾焚烧发电全产业链布局 .....	4
1.1、 收购不断，布局垃圾焚烧发电全产业链 .....	4
1.2、 剥离输送机械收购建安公司，聚焦环保主业 .....	5
2、 行业千亿市场空间，三四线城市是发展方向 .....	6
2.1、 城市生活垃圾规模巨大，焚烧占比将提升 .....	6
2.2、 三四线城市机会大，环卫一体智能化是趋势 .....	8
2.3、 资质和资金是关键 .....	9
3、 项目丰富+资金充裕，业绩将加速释放 .....	9
3.1、 在手项目丰富，落地速度加快 .....	9
3.2、 多途径解决资金瓶颈，助力业绩释放 .....	10
4、 设立并购基金，收购危废，外延并购加速 .....	10
5、 进军碳交易市场，布局循环产业园区 .....	11
6、 股权激励价格倒挂，安全边际高 .....	12
7、 盈利预测与评级 .....	12
8、 风险提示 .....	12

## 图表目录

图 1: 公司垃圾焚烧发电全产业链布局 .....	4
图 2: 2013-2015 公司主营业务占比 .....	5
图 3: 2015 年各项业务毛利占比 .....	5
图 4: 公司营业收入及同比增速 .....	6
图 5: 公司净利润及同比增速 .....	6
图 6: 城市生活垃圾无害化处理率达到 92% .....	6
图 7: 城镇生活垃圾清运量和无害化处理率不断攀升 .....	6
图 8: 生活垃圾焚烧处理量稳步上升 .....	7
图 9: 生活垃圾焚烧处理率 25% .....	7
图 10: 我国生活垃圾焚烧发电处理能力及焚烧发电厂数 .....	7
图 11: 大城市的垃圾焚烧比例 .....	8
图 12: 全国垃圾发电厂运行、在建、拟建情况 .....	8
图 13: 垃圾焚烧发电企业一体化智能化是趋势 .....	9
表 1: 公司最近几年并购不断 .....	4
表 2: 公司采取多种渠道解决资金瓶颈 .....	10
表 3: 3 个循环产业园区的项目规划 .....	11

## 1、垃圾焚烧发电全产业链布局

### 1.1、收购不断，布局垃圾焚烧发电全产业链

盛运环保原名安徽盛运机械股份有限公司，前身是安徽省桐城市输送机械制造有限公司，成立于1997年9月28日，2010年6月25日在创业板上市。上市之初，公司主营业务是机械设备的研发、生产和销售，主要应用在建材、水泥、电力、钢铁、矿山等领域。随着宏观经济增速的放缓，公司传统业务需求萎缩，公司急需业务转型。公司看好环保行业尤其是垃圾焚烧发电领域的发展机遇，2013年收购北京中科通用，正式涉足垃圾焚烧发电领域，并通过不断并购进行上下游整合，进行全产业链布局。此外公司在立足生活垃圾焚烧发电的基础上，不断拓展固废、医废、餐厨垃圾、生物质等领域，不断完善固废产业链布局，打造市政固废全产业链平台商。

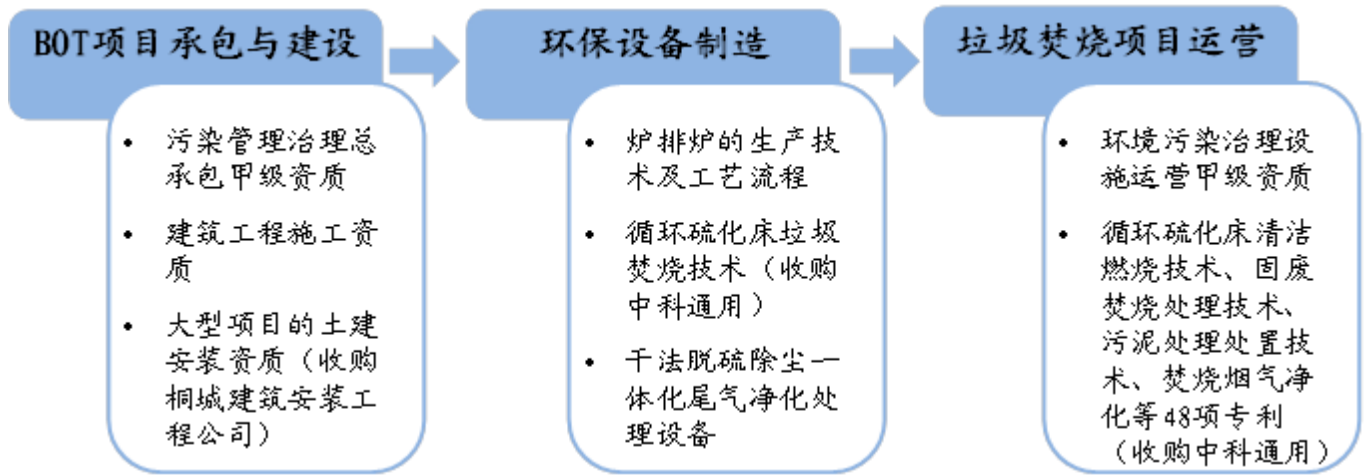
表 1：公司最近几年并购不断

公告日	交易标的	标的所在领域
2016-05-28	安贝尔环保科技不低于 51% 股权	危废
2015-09-17	中科环保 4% 股权	垃圾焚烧发电
2015-07-15	鹰潭中科 55.75% 股权	垃圾焚烧发电
2015-07-15	招远 18.94% 股权、凯里 14.57% 股权、拉萨 18.94% 股权、枣庄 1.23% 股权	垃圾焚烧发电
2014-10-24	中科环保 18.16% 股权	垃圾焚烧发电
2014-08-01	中科通用 8.82% 股权	垃圾焚烧发电
2014-06-26	珠海信环 10% 股份	垃圾焚烧发电
2014-05-30	桐城建筑安装工程公司 100% 股权	建筑与工程
2013-11-19	桐城垃圾发电 75% 股权	垃圾焚烧发电
2012-10-25	中科通用 80.36% 股权	垃圾焚烧发电
2012-05-24	济宁中科环保电力有限公司 40% 股权	垃圾焚烧发电
2011-01-26	新疆煤矿机械有限责任公司 60% 股权	工业机械
2010-11-13	北京中科通用能源环保有限公司 11% 股权	垃圾焚烧发电

资料来源：wind、国海证券研究所

通过一系列收购，公司具备了环境污染治理总承包甲级资质、环境污染治理设施运营甲级资质、建筑工程施工资质等资质，掌握了炉排炉和硫化床双重垃圾焚烧技术，形成了垃圾焚烧发电项目总体设计、环保设备制造、施工建设总承包、项目投资运营管理全产业链一体化运作的业务模式，逐步具备了垃圾焚烧发电设备制造到投资建设运营等全产业链的核心竞争优势。

图 1：公司垃圾焚烧发电全产业链布局



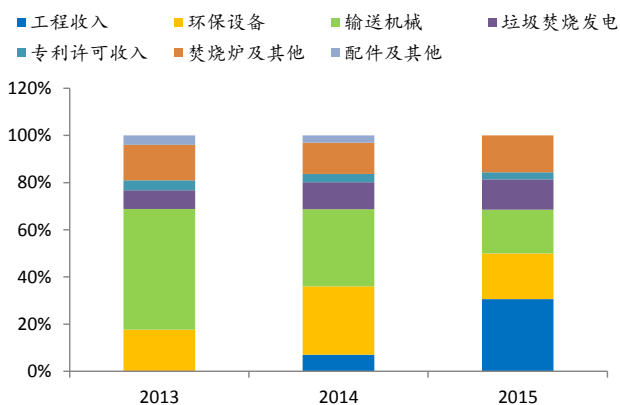
资料来源：国海证券研究所

## 1.2、剥离输送机械收购建安公司，聚焦环保主业

公司的主营业务包括输送机械、垃圾焚烧发电、环保设备、工程收入、焚烧炉等。其中输送机械收入占比由2013年的51.14%减少到2015年的18.50%，工程收入占比由2014年的7.06%增长到2015年的30.66%，主要是因为输送机械业务的下游客户受经济影响需求减弱，同时行业竞争加剧，产品的利润下降，公司从2014年开始逐步剥离此业务。同时公司2014年5月收购了桐城建筑安装工程公司，获得建安资质，使得工程收入增长迅速。毛利方面，工程收入占比最大，为28.01%，其次是环保设备，占比21.67%，接着为焚烧炉和垃圾焚烧发电，输送机械只占3.53%，从中可以看出，垃圾焚烧发电全产业链已经成为公司的支柱业务。

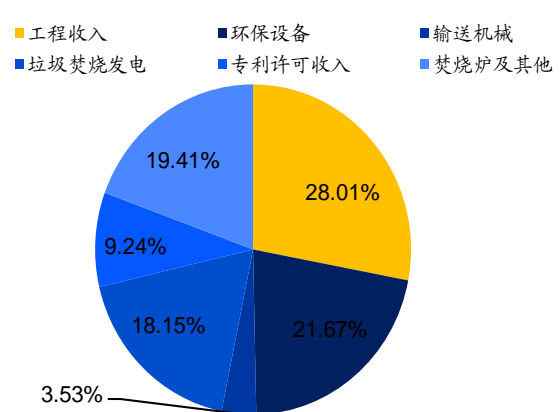
我们认为，剥离输送机械业务，摆脱盈利能力差的业务，有利于公司集中精力聚焦垃圾发电环保主业。收购建安公司，一方面完善公司的产业链，增强公司获取订单的竞争力，另一方面项目建设期间也可以为公司贡献业绩，弥补只有运营收入的短板。我们认为，未来几年内工程收入将贡献公司大部分的业绩。

图 2：2013-2015 公司主营业务占比



资料来源：wind、国海证券研究所

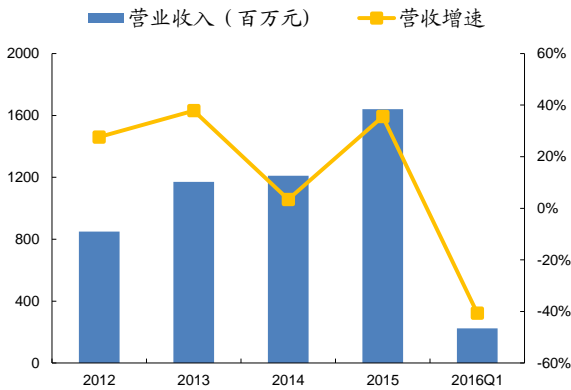
图 3：2015 年各项业务毛利占比



资料来源：wind、国海证券研究所

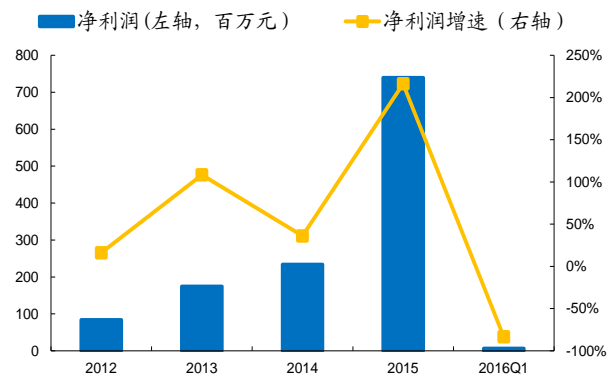
近几年垃圾焚烧发电行业发展较好，公司营收稳步增长，2012-2015年的营收平均增长率为26.10%。净利润从2012年的8383.96万元增长到2015年的73965.77万元。2015年净利润增长迅速的原因是出售了丰汇租赁公司股权实现投资收益8.36亿元所致。2016年半年度业绩预告称归属于上市公司股东的净利润在8000-8800万元之间，同比下降30%-38%。但我们认为：不考虑丰汇租赁7700万元的影响，公司2015年上半年净利润在4858万元，因此2016年上半年净利润同比增速在64%-81%之间，远远超出市场预期。同时随着公司下半年项目加速落地，公司业绩有望维持高增长。

图 4：公司营业收入及同比增速



资料来源：wind、国海证券研究所

图 5：公司净利润及同比增速



资料来源：wind、国海证券研究所

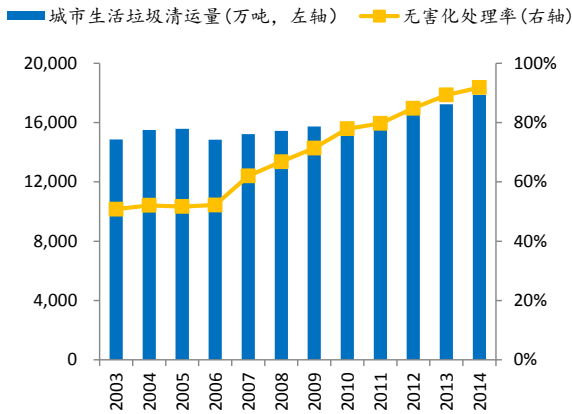
## 2、行业千亿市场空间，三四线城市是发展方向

### 2.1、城市生活垃圾规模巨大，焚烧占比将提升

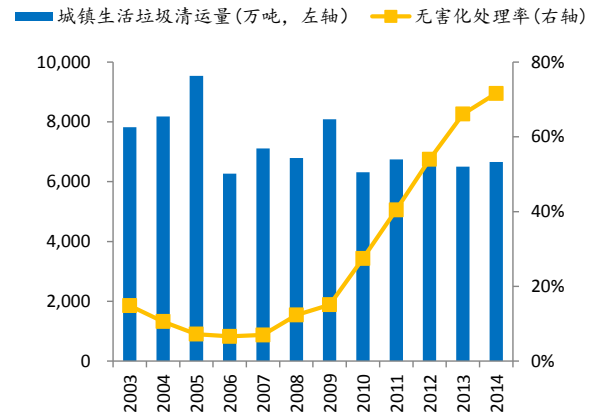
城市（镇）生活垃圾清运量将达3亿吨。随着经济的不断发展，城市居民的生活水平也在不断地提高，但同时带来的生活垃圾也在快速的增长，越来越多的城市面临“垃圾围城”的困境。近几年，政府也加大了生活垃圾处理的力度，我国城市生活垃圾清运量从2003年的1.49亿吨增长到2014年的1.79亿吨，无害化处理率从51%提高到92%，呈现稳步增长的趋势。城镇生活垃圾清运量也从1159万吨增长到4766万吨，无害化处理率从15%提高到72%，增速较为明显。预计到2020年我国城市生活垃圾清运量将达到2亿吨，城镇生活垃圾清运量将达到1亿吨，届时城镇生活垃圾无害化处理率将达到80%以上。

图 6：城市生活垃圾无害化处理率达到 92%

图 7：城镇生活垃圾清运量和无害化处理率不断攀升



资料来源：国家统计局、国海证券研究所

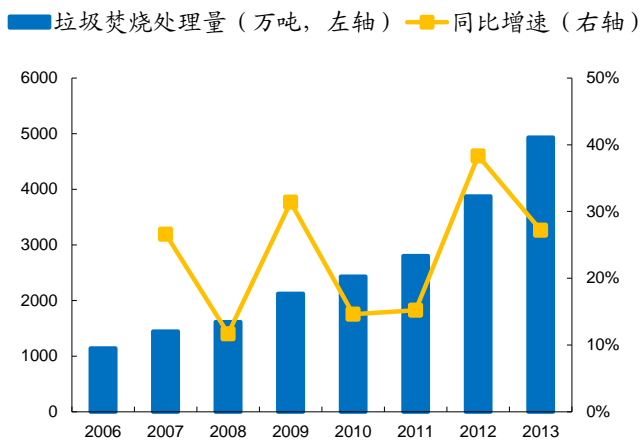


资料来源：国家统计局、国海证券研究所

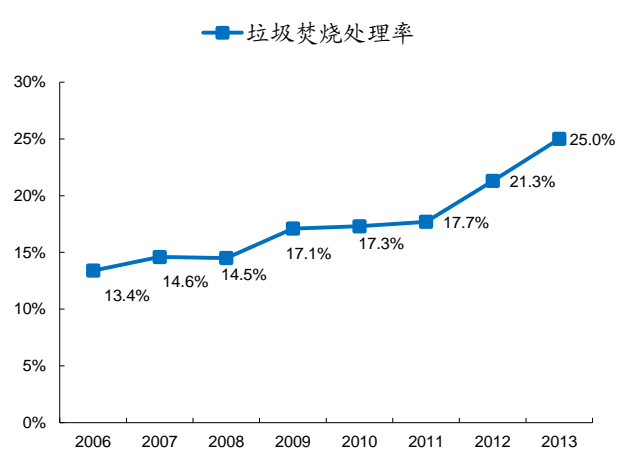
**焚烧将成为主流。**目前城市生活垃圾的无害化处置方式有卫生填埋、焚烧发电、堆肥等，这三种处理方式都有各自的优缺点。堆肥对垃圾的分类收集要求较高，而我国的垃圾主要是混合垃圾，不适合直接堆肥，因此我国城市垃圾堆肥处置的比例在下降。卫生填埋由于成本低、对垃圾要求低等优点成为目前城市生活垃圾的主要处理方式，但其最大的问题在于占用大量宝贵的土地资源。焚烧发电兼具减量化与资源化的优点。城市与日俱增的垃圾产生量和愈发稀缺的土地资源决定了焚烧发电将是未来的主要处理方式。

图 8：生活垃圾焚烧处理量稳步上升

图 9：生活垃圾焚烧处理率 25%



资料来源：国家统计局、国海证券研究所

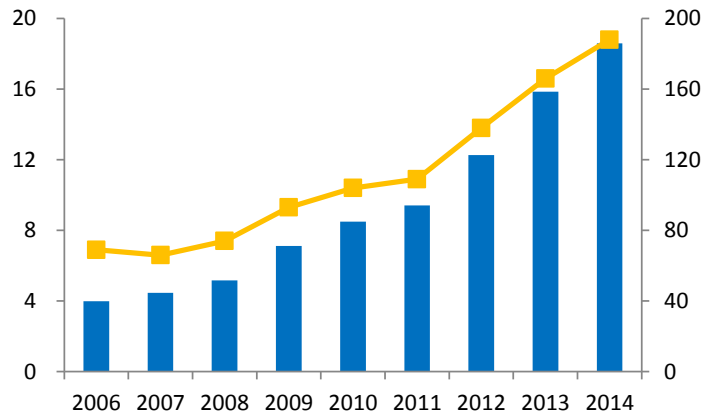


资料来源：国家统计局、国海证券研究所

**焚烧处理率增加一倍，超过 50%。**近几年我国城市生活垃圾焚烧处理量增长迅速，从 2006 年的 1142 万吨增长到 2013 年的 4931 万吨，年均复合增速 20.06%，垃圾焚烧处理率也由 13.8% 增长到 25.0%。从国外的经验来看，日本、新加坡等人口密度高的国家垃圾焚烧的比例已经超过了 80%，因此我国未来的生活垃圾焚烧的比例也将提升。据住房和城乡建设部环境卫生工程技术研究中心主任徐文龙表示：到 2020 年，我国垃圾焚烧处理率将达到 50%，不考虑增量的话，垃圾焚烧处理量将至少增加一倍。由此可见未来五年我国垃圾焚烧发电行业前景广阔。

图 10：我国生活垃圾焚烧发电处理能力与焚烧发电厂数

■ 生活垃圾焚烧处理能力（万吨/日，左轴） ■ 焚烧发电厂数（右轴）



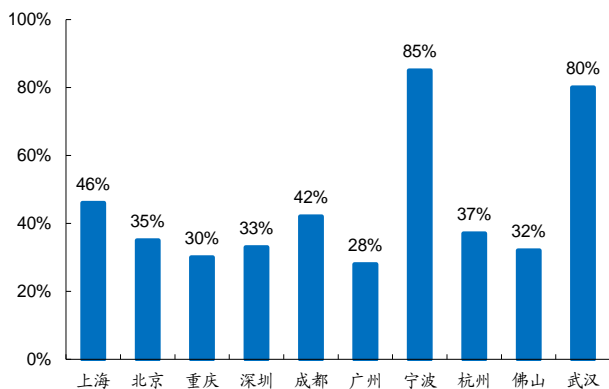
资料来源：国家统计局、国海证券研究所

“十三五”投资规模超千亿元。2006年到2014年，我国垃圾焚烧发电厂从69座增长到188座，垃圾焚烧处理能力从4.00万吨/日增长到18.60万吨/日。但离《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》中30.72万吨/日的规划目标还有差距。预计“十三五”期间，垃圾焚烧处理将有20万吨/日左右的新建规划，按50万元/吨的建设成本计算，总投资将超过1000亿元。

## 2.2、三四线城市机会大，环卫一体智能化是趋势

现阶段来看，一二线城市生活垃圾的无害化处理率已经很高，但垃圾焚烧处理率整体还相对较低，未来一二线城市的生活垃圾将朝着由焚烧逐步替代填埋的方向发展，同时随着这些地区土地资源的愈加稀缺，原有的填埋场的生活垃圾也将逐步开始焚烧。但对三四线城市而言，垃圾处理行业发展相对滞后，垃圾焚烧处理量还相对较低，市场空间较大。我们认为，未来垃圾焚烧发电的行业机会将向城镇人口密集的三四线城市转移。

图 11: 大城市的垃圾焚烧比例



资料来源：芜湖生态中心、国海证券研究所

图 12: 全国垃圾发电厂运行、在建、拟建情况

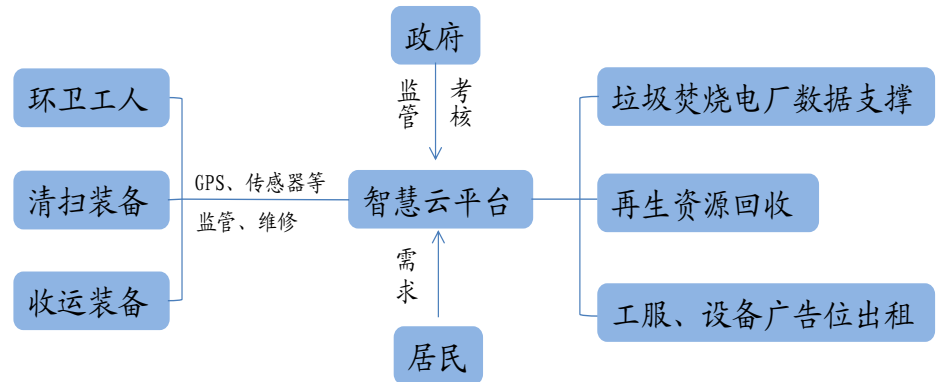


资料来源：芜湖生态中心、国海证券研究所



在市政环卫服务逐步商业化运营的情况下，部分垃圾焚烧发电企业开始向上游环卫领域拓展，出现了环卫一体化的发展趋势，并且通过叠加互联网，朝着智能化的方向发展。企业通过购买垃圾箱、清运车、建设垃圾中转站、收编环卫工人等措施自建垃圾处理网络，同时依托物联网技术，建立集中的监控系统，通过对环卫工人和环卫设备配置感知设备、智能终端，能够实现监管，提升作业质量，降低运营成本。除此之外，还能开发再生资源回收、环卫设备广告服务等业务。

图 13：垃圾焚烧发电企业一体化智能化是趋势



资料来源：启迪桑德非公开发行预案、国海证券研究所

## 2.3、资质和资金是关键

生活垃圾焚烧发电行业需要资质，具有区域垄断性的特征，对一二线城市的大型项目而言，政府不仅看企业的相关资质，还要看以往是否具备大型项目经验，因此国企在行业竞争中占据天然的优势。而民营的上市公司则只能获取规模较小的项目。三四线城市由于人口规模有限，一般只能容纳一个垃圾焚烧电厂，具有排他性，因此民营企业开始在三四线城市中跑马圈地，企业获取订单能力将成为市场竞争的关键因素之一。

垃圾焚烧项目通常采用 BOT 等模式，具有投资规模大、建设时间长、回收期长等特点。一个处理能力 1000 吨/日垃圾焚烧项目前期投资额需要 5 亿元，企业自有资金需要投入 30%，剩余 70% 需要融资，因此企业的资金实力和稳定的低沉本的资金来源成为市场竞争的另一个关键要素。

## 3、项目丰富+资金充裕，业绩将加速释放

### 3.1、在手项目丰富，落地速度加快

公司收购中科通用后，凭借着技术实力和垃圾焚烧发电全产业链的优势，在全国各地加速布局，目前已经获取安徽、山东等 19 个省市的项目。公司积极把握行业的发展趋势，积极在三四线城市跑马圈地，对于人口规模不大的城市，公司采取“1+N”的方式（在几个城市中心建厂，处理周边城市垃圾）抢占市场份额，

并通过项目激励等措施，公司拿单能力超强。截止 2016 年 6 月底，公司共签订垃圾焚烧发电、生物质能源发电及餐厨废弃物无害化处理等 BOT、BOO 项目近 60 个。其中，公司已投产运营垃圾焚烧发电运营项目 7 个，垃圾处理能力为 5100 吨/日，公司在建及拟建垃圾焚烧发电项目在 50 个左右，垃圾设计处理能力预计近 30000 吨/日，在手项目规模总量位居行业前列，若全部投产，公司垃圾处理总规模是已投运规模的 6 倍，有望成为垃圾焚烧发电领域成长性最好的公司。

同时公司正积极推动垃圾发电项目落地，2015 年公司只有 4 个项目建成投产，垃圾处理能力 2900 吨/日，2016 年上半年建成投产项目 3 个，预计下半年将建成投产项目 4-5 个，新增垃圾处理能力在 5000 吨/日左右。同时今年下半年也将有 10 个左右项目开始动工，项目落地速度大幅提升。“订单丰富+落地加速”，再加上收购建安子公司确认工程收入，预计 2016-2017 年公司业绩将会有大幅提升。

### 3.2、多途径解决资金瓶颈，助力业绩释放

垃圾焚烧发电行业属于资金密集型行业，公司前几年承接了很多项目，但项目落地速度远远低于市场预期的重要原因就是受资金的约束。为此，公司采取了多种途径来解决资金问题。

表 2: 公司采取多种渠道解决资金瓶颈

公告日	事件	获取资金额
2014-12-06	出售重工机械 70%股权和新疆煤机 60%股权	3.42 亿元
2015-04-27	丰汇租赁 22.5%的股权转让给金叶珠宝	现金 4.46 亿元+金洲慈航 8735 万股股权（市值 15.07 亿元）
2016-01-20	以 8.30 元/股的价格非公开发行股票 2.6 亿股	21.24 亿元
2015-10-01	公司拟申请发行 10 亿公司债，其中一期 5 亿元已发行	10 亿元
总计		54.19 亿元

资料来源：公司公告、国海证券研究所

通过以上资本动作，公司获取资金超过 50 亿元，有效地解决了资金瓶颈问题，按项目自有资金出资 30%来算，公司可以撬动 167 亿元的资金来推进项目落地，按 50 万元的吨处理能力投资来算，公司可以维持 3.34 万吨/日的垃圾处理能力，有力地保证了公司在手项目的顺利进行，同时为公司订单转化为业绩提供了保障。因此我们认为，资金瓶颈解决，公司项目落地速度有望加速，业绩有望迎来高速增长。同时资金的解决有望带入公司进入良性发展的循环：非公开发行完成之后，公司的评级由 AA-上升到 AA，发债等其他融资利率会大幅下降，同时项目进入运营期后，公司可以通过发行 ABS 或者项目贷款等方式进行低成本的融资，这样一方面可以降低公司的财务费用，增加公司的业绩，另一方面融资渠道增多、融资成本更低为项目的推进又增加了一层保障。

## 4、设立并购基金，收购危废，外延并购加速

2015 年 5 月和 12 月，公司分别与华融控股、国开金泰资本签署战略合作框架

协议。合作内容包括设立并购基金和项目开拓，华融控股设立的并购基金总规模为 30 亿元，首期 20 亿元，国泰金泰资本的并购基金总规模 50 亿元，首期 20 亿元，主要投向垃圾发电相关的固废产业及其上下游产业。此协议一方面有利于公司充分利用华融系和国开行的政府资源优势，提高公司在环保领域的业务开拓能力，提升公司的市场占有率，另一方面可以利用他们的资金优势，为公司的项目推进提供保障，同时并购基金的设立可以为公司的外延发展提供项目的筛选和培育，有利于形成新的利润增长点，40 亿元的并购基金足以支持几个大的并购项目，公司接下来的外延并购值得期待。

2016 年 5 月底，公司公告拟受让安徽安贝尔不低于 51% 的股权。安贝尔主要经营 DMF 液体及气体的处理，并具有相关的专利技术、设备和危废经营许可证，其回收处理能力为每小时 18 吨，年处理能力达到 15 万吨。并承诺 2016-2018 年的净利润不少于 1000 万元、3000 万元、3000 万元。控股安贝尔，不仅能增厚公司利润，而且危废行业市场景气度高，有利于提升公司估值水平。同时也展现了公司外延发展的行动，公司未来将进一步加大对固废及医疗垃圾处理领域的投资、收购。

公司主营业务为固废处理中垃圾发电，我们认为，危废、医废、污水污泥处理、土壤修复等行业都与公司主业有较好的协同效应，未来公司有望借并购基金，加速拓展相关领域。

## 5、进军碳交易市场，布局循环产业园区

2015 年 8 月，公司与上海盈碳签署《温室气体自愿减排项目战略合作协议》，就垃圾焚烧发电项目产生的核证自愿减排量的销售达成合作，进军碳排放交易市场。此举有利于完善公司产业链，进一步提高公司在环保领域的业务开拓能力和核心竞争力，实现的碳减排销售收益成为公司新的利润增长点，同时碳交易市场前景看好，有利于提升公司估值。

2016 年初，公司先后与宣城、莘县签署了循环产业园项目框架协议，与石家庄签署了循环经济产业园特许经营协议。产业园区是环保行业的发展趋势也是政府力推的一种模式。公司签署循环产业园区协议具备排他性，一方面有利于抢占市场，巩固公司的市场地位，另一方面有利于拓展园区要求而公司没有的业务领域，延伸公司的产业链，同时项目建成后公司可凭借经验进行异地复制，公司的影响力将进一步提升。

表 3: 3 个循环产业园区的项目规划

	宣城 (规模/投资额亿元)		莘县 (规模/投资额亿元)		石家庄 (规模/投资额亿元)	
垃圾发电 (吨/日)	400+600	4.7	800	4	1000+1000	9.5
污泥处理 (吨/日)	100	0.8	80	0.4	涉及	待定
医废 (吨/日)	50	0.5	80	0.6		
生物质 (吨/日)			1000	4	1000	5.5
<b>环卫收运</b>			涉及	1	涉及	待定
餐厨垃圾 (吨/日)	100	0.75			涉及	待定
电子垃圾 (吨/日)	30	1.5				

飞灰填埋 (吨/日)	150	0.96			
污水处理 (吨/日)	150+150	0.8			
建筑垃圾 (吨/日)	100+100	1.6			
汽车拆解 (辆/日)	20+30	1			3
设备制造研发					
总投资额 (亿元)	12.74		10		18

资料来源: wind、国海证券研究所

循环产业园区规划的环卫收运、电子垃圾、汽车拆解等业务公司目前没有涉足, 这些业务与公司主营有协调效应, 且市场景气度高, 不排除公司进入这些行业, 公司市政固废综合治理平台将凸显。

## 6、股权激励价格倒挂, 安全边际高

**定增价格基本持平。**2016年1月20日, 公司非公开发行股票2.6亿股, 募集资金21.24亿元, 定增价格是8.30元/股, 与当前股价基本持平。并且所有发行对象均锁定3年, 某种程度上说明投资者看好公司长期发展。

**股权激励价格倒挂。**2016年1月29日, 公司实施股票期权激励计划, 拟向124名公司核心员工授予3000万份股票期权, 行权价格10.18元。目前股价8.66元, 已经倒挂15%, 具有较高的安全边际。同时股权激励行权的条件是2016-2018年扣非后的净利润分别不少于4/5/6亿元, 而2015年扣非后的净利润是-2616万元, 彰显出公司及核心员工对公司未来发展的信心。

## 7、盈利预测与评级

随着公司资金瓶颈的解决及垃圾焚烧发电产业链的逐渐完善, 我们认为公司的订单向业绩转化的速度将加快, 今年业绩有望超出市场预期。同时我们看好公司在危废、医废等高景气固废行业的外延预期。“业绩加速释放+外延并购预期”, 我们预计公司2016-2018年EPS分别为0.31、0.43、0.51元, 对应当前股价PE分别为28.03、20.32、16.98倍, 首次覆盖给予“增持”评级。

## 8、风险提示

- 1) 宏观经济风险
- 2) 项目推进程度缓慢的风险
- 3) 外延并购不达预期的风险