

投资评级：增持（首次评级）

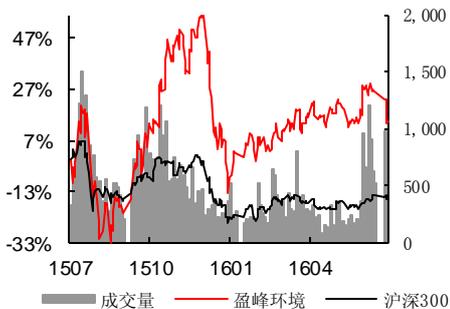
 当前价格(元): 13.15
 合理价格区间(元): 15.4~17.1

 弓永峰 执业证书编号: S0570515020002
 研究员 010-56793960
 gongyongfeng@htsc.com

 武云泽 021-28972081
 联系人 wuyunze@htsc.com

 丁宁 010-56793941
 联系人 dingning2@htsc.com

 徐科 010-56793939
 联系人 xuke2@htsc.com

股价走势图


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

宇星科技业绩向好，转型环保格局可期

盈峰环境(000967)

资本运作实力强，长期打造综合型环保平台

公司传统主营风机及电磁线，2015年来转型打造综合型环保平台，通过产业并购切入环境监测、环境治理、垃圾焚烧、污水处理、生态修复等领域，格局对标业内龙头。我们认为，公司控股股东与实际控制人资本运作背景深厚，强劲的资本运作实力是其有别于其他转型环保标的的核心竞争力。

收购宇星科技进军环境监测，打造大环保战略第一步

2015年8月，公司非公开发行收购国内环境监测领域领先企业宇星科技。近年来，环境监测市场需求不断提升，VOCs和土壤重金属等细分领域也有望释放增量市场空间。宇星科技具备同行业内稀缺的全国业务布局，资质产品齐全、项目业绩丰富。公司16年7月拟定增募集2.9亿元用于运营中心升级新建以及综合信息监控系统研发，有望持续提升宇星科技的市场竞争力。宇星科技16-17年扣非净利润承诺为1.56、2.10亿元，备考增长率34.6%。

拓展垃圾焚烧、污水处理业务，环保布局持续完善

2015年10月，公司收购、增资绿色东方从而控股70%。绿色东方在手9个垃圾焚烧项目，合计日处理量8,000吨；2016年底前有望投运3个项目，合计日处理量1700吨。我们预计2016-2018年绿色东方贡献营收分别为1,162万元，1.05亿元，1.49亿元，占公司利润比重预计由16年的0.9%上升到18年的8.6%。2016年7月公司公告拟收购位于佛山的三家水务公司，进军市政污水、农村污水、生态修复领域，环保布局持续完善。三家标的16-18年扣除少数权益后净利润承诺合计为4,600, 5,150, 5,700万元。

专用风机龙头，核电、轨交市场空间广阔

公司传统风机业务的前身上风实业是国内领先的风机装备整体方案提供商，在核电风机、轨道交通风机、工业民用建筑风机三大细分领域市场都有较高的市占率。其中核电风机受益于核电重启，且毛利率较高；轨交风机空间也较为广阔。随着近年来风机业务整合完成带来的管理效率提升，以及核电产品占比的上升，公司风机毛利率自2012年以来逐年上升。

首次覆盖给予“增持”评级，目标价15.4-17.1元/股

暂不考虑最新增发预案与收购水务公司影响，我们预计公司16-18年实现归母净利润2.8, 3.7, 4.6亿元，对应动态PE为35, 26, 21倍。我们看好公司打造大环保平台的战略格局，以及短期内宇星科技对公司业绩的拉动作用，当前估值水平尚未完全体现公司未来业务综合布局的协同效益。首次覆盖给予“增持”评级，目标价15.4-17.1元/股。

风险提示：宇星科技业绩不达预期，项目进展不达预期，应收账款过高。

公司基本资料

总股本(百万)	727.39
流通A股(百万)	410.16
52周内股价区间(元)	11.56-26.90
总市值(百万)	9,565
总资产(百万)	5,258
每股净资产(元)	4.54

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	3042.60	3779.76	4051.97	4295.22
+/-%	0.78%	24.23%	7.20%	6.00%
净利润(百万)	112.10	275.71	373.29	458.79
+/-%	85.24%	145.94%	35.40%	22.90%
EPS(元)	0.15	0.38	0.51	0.63
PE	85.33	34.69	25.62	20.85

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

正文目录

传统主营电力设备，转型打造环保平台	5
实际控制人持股 36.98%	5
16 年 11 月将解禁限售股 4.74%	6
15 年起转型环保，16 年 3 月更名盈峰环境	6
2012-2015 年营收 CAGR = 5.70%，归母净利润 CAGR = 33.20%	6
战略布局：资本运作实力强，打造综合型环保平台	7
实际控制人资本运作实力强劲	8
业务构架：环保布局不断完善	8
2015 年增发收购宇星科技，切入环境监测市场	8
2016 年 7 月拟非公开发行募集 9.5 亿元，推进垃圾焚烧与环境监测项目	9
拟收购污水处理公司，切入水务市场	9
设立环保产业基金，强化产业并购预期	9
高管增持，推进期权激励，促进员工与公司利益协同	10
收购宇星科技进军环境监测，打造大环保战略第一步	10
环境监测市场空间广阔，VOCs 与土壤重金属带来业务增量	11
宇星科技业务结构与历史业绩	13
宇星科技的竞争优势之一：业内稀缺的全国性布局	14
宇星科技的竞争优势之二：业务资质全面，产品条线齐全，项目经验丰富	16
业务资质全面	16
产品条线齐全	17
项目经验丰富	17
宇星科技的竞争优势之三：成熟的持续研发能力，定增募集资金继续加码	18
应收账款由原股东兜底，市场担忧有望化解	19
切入垃圾焚烧与水务市场，大环保平台持续完善	20
控股绿色东方 70% 进军垃圾焚烧，16 年底前有望投运 3 个项目	20
拟收购三家水务标的，进军污水处理、农村污水、生态修复	21
专用风机龙头，核电、轨道交通市场广阔	21
核电重启利好核电风机设备寡头	21
城市轨交建设加速，隧道通风市场放量	22
风机业务稳定，核电产品发力突破	23
电磁线业务稳定但收入占比逐渐降低	25
估值评级	26
盈利预测	26
可比公司估值	27

首次覆盖给予“增持”评级	28
风险提示	28
宇星科技业绩不达预期	28
应收账款问题	28
垃圾焚烧项目进展不及预期	28
风机业务不达预期	28

图表目录

图 1: 公司历史营业收入与同比增速情况	6
图 2: 公司历年净利润与同比增速情况	6
图 3: 公司历年综合毛利率变化情况	7
图 4: 2015 年公司各项业务收入占比情况	7
图 5: 2015 年公司各项业务毛利润占比情况	7
图 6: 公司业务构架	8
图 7: 国家监控 COD、氨氮等的建设情况	11
图 8: 近年来排污费收取情况	11
图 9: 2012-2015 宇星科技营收及同比增速情况	14
图 10: 2013-2015 宇星科技净利润情况	14
图 11: 2014 年宇星科技各项业务收入占比情况	14
图 12: 2014 年宇星科技各项业务毛利润占比情况	14
图 13: 宇星科技的全国业务布局	15
图 14: 2011-2015 年我国地铁运营里程	23
图 15: 公司风机产品销量和销售收入	24
图 16: 公司核电离心风机产品	24
图 17: 公司地铁隧道轴流通风机产品	24
图 18: 公司电磁线营业收入及在整体收入中的占比	26
表格 1: 公司前十大股东情况 (截至 16Q1)	5
表格 2: 公司限售股情况	6
表格 3: 公司 2016 年 7 月非公开发行股份预案募投项目情况	9
表格 4: 公司 2016 年 7 月拟收购污水处理、生态修复类标的情况	9
表格 5: 公司 2016 年期权激励行权条件考核要求	10
表格 6: 公司管理层近一年来参与持股成本价分析	10
表格 7: 我国 VOCs 治理新增设备需求测算	12
表格 8: “土十条”中土壤重金属监测相关规划	13

表格 9: 宇星科技核心业务资质	16
表格 10: 宇星科技 2016 年以来承接订单 (不完全统计)	18
表格 11: 宇星科技环境监测运营服务业绩	18
表格 12: 绿色东方在建项目情况一览.....	20
表格 13: 2016 年 7 月公司非公开发行股票投建垃圾焚烧项目计划.....	21
表格 14: 国内在建核电站 25 台 2865 万千瓦.....	22
表格 15: 公司核电项目供货业绩	25
表格 16: 公司三代核电用风机在手订单情况.....	25
表格 17: 公司盈利预测拆分.....	27
表格 18: 可比公司 Wind 一致预期估值水平	27

传统主营电力设备，转型打造环保平台

公司原名上风高科，2016年3月更名为盈峰环境。公司注册地位于浙江上虞，管理总部位于广东佛山。公司控股股东为盈峰投资控股集团有限公司，实际控制人为何剑锋。公司传统主营为电磁线（亦称漆包线）与风机业务，2015年收购宇星科技与绿色东方，转型进军环保领域。

我们在本篇报告中推荐盈峰环境的核心原因在于：

- 1) 就战略布局而言，公司凭借较强的资本运作能力，长期打造复合型环保平台。公司围绕环境监测，逐步打通产业链上下游，业务构架可对标同行业龙头聚光科技，格局值得期待；
- 2) 就业绩表现而言，我们看好宇星科技的环境监测业务对公司业绩带来的强支撑作用。宇星科技在同行业内稀缺的全国业务布局，以及其齐全的资质产品、丰富的项目经验，有望令其在环境监测市场持续排名前列。
- 3) 我们认为公司当前的估值水平仍有上升空间。公司估值提升的驱动力有二：短期内，更景气的环保业务和核电类风机业务占比持续提升，并取代市场预期较低的电磁线等传统主营；中长期内，在打造复合型环保平台的预期下，公司各项业务有望实现较好的协同效应，从而进一步带来整体估值溢价。

实际控制人持股 36.98%

截止 2016Q1，公司控股股东为盈峰控股，实际控制人为何剑锋先生。何剑锋直接持有公司 4.75% 股份，与其妻卢德燕通过盈峰控股合计间接持有公司 32.23% 股份，合计持股比例为 36.98%。公司前十大股东合计持股 66.56%。

根据 2016 年 7 月公司非公开发行股票预案，假设本次非公开发行顺利完成，届时何剑锋合计持有公司股份不低于 272,917,731 股，持股比例不低于 34.04%，仍为公司的实际控制人。

表格1: 公司前十大股东情况（截至 16Q1）

排名	股东名称	方向	持股数量(股)	数量变动(股)	占总股本(%)	比例变动(%)	股本性质
1	盈峰投资控股集团有限公司	-	156,296,924	0	32.23	0.00	限售流通 A 股,A 股流通股
2	Zara Green Hong Kong Limited	-	48,737,556	0	10.05	0.00	限售流通 A 股
3	大海联股权投资江阴有限公司	-	32,055,215	0	6.61	0.00	限售流通 A 股
4	何剑锋	-	23,039,988	0	4.75	0.00	限售流通 A 股
5	深圳市权策管理咨询有限公司	-	14,681,058	0	3.03	0.00	限售流通 A 股
6	曹国路	-	11,944,444	0	2.46	0.00	限售流通 A 股
7	江阴福奥特国际贸易有限公司	-	10,685,071	0	2.20	0.00	限售流通 A 股
8	中国银行股份有限公司-富国改革动力混合型证券投资基金	减持	10,000,000	-999,955	2.06	-0.21	A 股流通股
9	周稷松	增持	8,144,500	272,500	1.68	0.06	A 股流通股
10	深圳市安雅管理咨询有限公司	-	7,221,665	0	1.49	0.00	限售流通 A 股
	合计	-	322,806,421		66.56		

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

16年11月将解禁限售股4.74%

不考虑16年7月的非公开发行预案,公司当前共有限售股3.17亿股,占总股本的43.52%。公司未来最近一次限售股解禁预计为2016年11月9日,预计解禁3,450.92万股,占解禁前流通股的8.41%,占总股本的4.74%。

表格2: 公司限售股情况

解禁日期	股份数量(百万股)			本次解禁数量占比(%)			上市股份类型	剩余限售股数(百万股)
	解禁前流通股	本次解禁	解禁后流通股	占解禁前流通股	占解禁后流通股	占总股本		
2018/11/9	493.83	232.88	726.71	47.16	32.05	32.02	定增机构配售股份	0.68
2017/7/24	444.67	49.17	493.83	11.06	9.96	6.76	定增机构配售股份	233.55
2016/11/9	410.16	34.51	444.67	8.41	7.76	4.74	定增机构配售股份	282.72
2015/7/23	245.76	27.67	273.44	11.26	10.12	9.02	定增机构配售股份	33.23

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

15年起转型环保, 16年3月更名盈峰环境

2000年3月,公司于深交所上市,是国内风机行业首家上市公司。

2006年,公司通过收购进入电磁线行业。

2006年2月,现有控股股东广东盈峰集团有限公司受让原控股股东浙江上风产业集团以及美的集团持有的上风高科股权,从而持有公司总股本的25.20%,成为公司的第一大股东。

2014年6月,公司非公开发行股份收购上虞专风100%股权,拓展公司风机业务布局。

2015年9月,公司非公开发行股份收购宇星科技100%股权,进军环境监测领域。

2015年10月,公司现金收购绿色东方51%股权,后增资至70%,进军垃圾焚烧领域。

2015年11月,公司联合盈峰资本、易方达、纳兰德等设立总规模30亿元的环保并购基金。

2016年3月,公司更名为盈峰环境科技集团股份有限公司,股票简称更改为“盈峰环境”。

2016年7月,公司发布非公开发行股份预案,拟募集资金进一步深化垃圾焚烧与环境监测业务。同时宣布拟收购位于佛山的三家农村污水处理公司,进军水务领域。

2012-2015年营收CAGR = 5.70%, 归母净利润CAGR = 33.20%

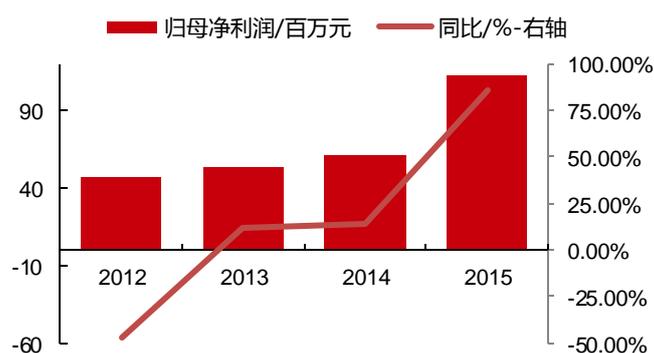
2012-2015年,公司营业收入CAGR为5.70%,2015年营收额30.43亿元。同期公司归属母公司股东的净利润CAGR为33.20%,2015年归母净利润为1.12亿元。

图1: 公司历史营业收入与同比增速情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

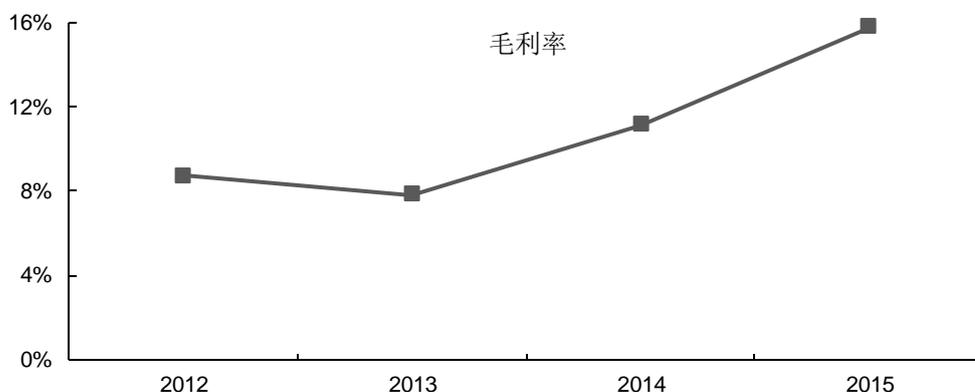
图2: 公司历年净利润与同比增速情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

公司近年来营业收入增速趋缓，而净利润增速则呈现连年显著上升。2015年，公司综合毛利率为15.79%，超出上一年4.64%，主要原因为毛利率高的环保业务并表，而毛利率低的电磁线业务出现下滑所致。

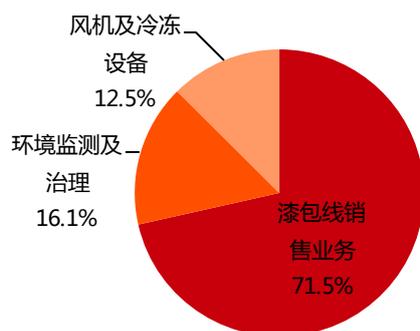
图3: 公司历年综合毛利率变化情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

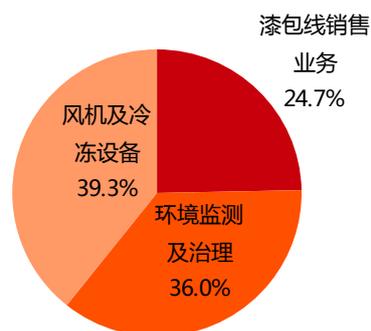
2015年, 宇星科技自9月15日并表, 其环境监测与治理业务毛利率达到35.30%, 对公司业绩带来显著提升作用。当年度宇星科技贡献收入占公司16.1%, 而毛利润占比达36.0%。进入2016年, 随着宇星科技的并表时间扩展到全年, 以及其内生增长因素, 环境板块的业绩贡献占比有望进一步扩大。

图4: 2015年公司各项业务收入占比情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图5: 2015年公司各项业务毛利润占比情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

战略布局: 资本运作实力强, 打造综合型环保平台

我们认为, 公司强劲的资本运作实力是其转型环保的核心竞争力。环保产业呈现重资产、资金密集的趋势, 对业内公司的资本实力提出较高要求。公司控股股东与实际控制人资本运作背景深厚, 近年来通过产业并购、非公开发行、设立环保产业基金等方式, 切入环境监测、环境治理、垃圾焚烧、污水处理、生态修复等环保领域, 意图打造综合型环保平台公司。与此同时, 公司通过核心高管认购股份、增持、推进期权激励等方式, 令员工与公司利益趋于协同, 增强员工积极性, 有利于公司业务的持续拓展。

实际控制人资本运作实力强劲

公司实际控制人何剑锋为美的集团实际控制人何享健之子，同时担任美的集团董事。美的集团是我国世界 500 强家电企业，实力雄厚。何剑锋控股的盈峰投资控股集团同样具备雄厚的资本运作实力。在金融领域，盈峰集团拥有行业排名前十的综合性私募资产管理公司——盈峰资本；是易方达基金管理公司并列第一大股东；战略投资开源证券、顺德农商银行，并积极在金融领域寻找其它投资机会。在零售领域，盈峰集团控股国内孕婴童用品行业领先的零售连锁企业——贝贝熊母婴用品有限公司，并积极拓展孕婴童产业链。

我们认为，盈峰环境实际控制人较强的资本运作能力及强大的资金实力，对公司未来的发展壮大将起到关键作用。

业务构架：环保布局不断完善

公司当前形成了以环保业务为主导，制造业务为支撑的业务构架。风机、电磁线等传统业务暂仍留在上市公司体内（不排除未来有剥离可能），而公司未来的重点发展方向将是打造综合型环保平台。

当前公司环保板块已经拥有环境监测（宇星科技）、环境治理（宇星科技）、垃圾焚烧（绿色东方）等业务。公司 16 年 7 月公告拟收购污水处理及生态修复相关标的。未来，我们认为公司仍有望持续进行环保领域的并购整合。长期尺度下，我们认为公司有能力强提供一揽子环保工程运营服务，届时亦将存在拓展 PPP 等新业务模式的业务实力和资金可行性。

图6：公司业务构架



资料来源：华泰证券研究所

2015 年增发收购宇星科技，切入环境监测市场

2015 年 8 月，公司通过非公开发行股份收购国内环境监测领先企业宇星科技 100% 股权。

本次交易为上风高科向交易对方发行股份及支付现金购买其持有宇星科技 100% 股权，并向特定对象发行股份募集配套资金。本次发行股份及支付现金购买资产的交易对方为宇星科技的全体股东，包括 ZG 香港、和华控股、鹏华投资、权策管理、太海联、安雅管理、福奥特、JK 香港、和熙投资、ND 香港、盈峰控股、瑞兰德，配套融资认购方为盈峰控股、何剑锋、和风聚赢、兴天管理。交易双方将交易价格确定为 170,000 万元。为完成本次重组，上市公司拟向交易对方以现金支付对价 38,163.81 万元，占全部对价的 22.45%；并向交易对方发行股份支付对价 131,836.19 万元，占全部对价的 77.55%。

本次募集配套资金总额为 42,500 万元。支付中介机构等费用 2210 万元，支付现金对价 38,163.81 万元，标的公司的研发及运营费用 2,126.19 万元。

本次交易，除盈峰控股、瑞兰德之外的交易对方（即“补偿义务人”）承诺宇星科技 2015 年度、2016 年度、2017 年度经审计的扣除非经常性损益后归属母公司股东的净利润分别不低于 1.2 亿元、1.56 亿元、2.10 亿元。除盈峰控股、瑞兰德之外的交易对方即本次交易的补偿义务人。

2016年7月拟非公开发行募集9.5亿元，推进垃圾焚烧与环境监测项目

2016年7月，公司发布公告，拟向包括何剑锋、余常光在内的不超过10名特定对象非公开发行股份不超过74,334,898股，发行价格不低于12.78元/股，募集资金不超过9.5亿元。其中5.4亿元用于垃圾焚烧项目推进，2.9亿元用于环境监测相关项目推进，其余1.2亿元用于补充流动资金。

在发行对象中，何剑锋认购金额不低于5,000万元且不超过15,000万元人民币，余常光认购金额不低于人民币5,434万元且不超过8,000万元人民币。何剑锋先生、余常光认购的股份自发行结束之日起36个月内不得转让，其他发行对象认购的股份自发行结束之日起12个月内不得转让。

表格3：公司2016年7月非公开发行股份预案募投项目情况

项目	投资总额（百万元）	拟使用募集资金（百万元）
一、建设生活垃圾焚烧发电项目		
寿县生活垃圾焚烧发电项目	250.06	220.00
阜南生活垃圾焚烧发电项目	258.61	190.00
廉江生活垃圾焚烧发电项目	258.68	130.00
小计	767.35	540.00
二、环境监测全国运营中心升级及新建项目	252.93	230.00
三、环境生态预警综合信息监控系统研发	61.97	60.00
四、补充流动资金	120.00	120.00
合计	1,202.27	950.00

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

拟收购污水处理公司，切入水务市场

2016年7月，公司发布公告，拟由公司或公司全资子公司收购BIG BLOOM GLOBAL LIMITED（以下简称“大盛环球”）100%股权、SHINY JOYOUS LIMITED（以下简称“明欢有限”）100%股权、广东亮科环保工程有限公司（以下简称“亮科环保”）55%股权，上述标的从事城镇污水、农村污水、生态修复等业务，股权收购价预估值为人民币5.48亿元。

表格4：公司2016年7月拟收购污水处理、生态修复类标的情况

项目	收购比例	收购金额/百万元	16-18年扣非净利润业绩承诺（百万元）		
			2016	2017	2018
亮科环保	55%	114.40	20.0	30.0	40.0
大盛环球	100%	140.48			
明欢有限	100%	293.58	35.0	35.0	35.0
合计	-	548.46	55.0	65.0	75.0
权益后	-	-	46.0	51.5	57.0

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

设立环保产业基金，强化产业并购预期

2015年11月，公司联合盈峰资本、易方达、纳兰德等国内知名投资机构设立了总规模30亿元的环保并购基金。并购基金投资方向为以环保产业为主题，主要聚焦在环境监测、智慧城市、固废处理、水资源回收与处理、大气治理、土壤治理及生态修复、工业节能、核电等领域。

设立并购基金主要是为了抓住国内环保产业快速发展的机遇，充分发挥公司自身的产业优势与合作方的金融资本优势，实现产业资源与金融资本的良性互动，储备更多并购标的，整合产业资源，以快速完善公司在环保领域的战略布局，打造国内一流的、综合型环保企业。

高管增持，推进期权激励，促进员工与公司利益协同

2015年10月，上市公司核心高管及宇星科技的核心骨干通过认购定增股份的方式，认购了5300万元上市公司新增股份，发行价格9.78元/股，除权后约合6.49元/股。在稳定核心骨干的同时，也彰显出整个团队对宇星科技及上市公司未来发展的信心。

2015年11月，公司核心管理层通过资管计划的方式增持5,572,700股公司股份，增持价格约20.74元/股，除权后约合13.80元/股。增持金额共计11,555.96万元，约占公司股份总数的1.15%。

2016年2月，公司推出了针对64名中层骨干的544万份期权激励计划，约占公司股份总数的1.12%，行权价格18.77元，除权后约合12.49元/股。截止目前，期权计划已授予完成。

表格5：公司2016年期权激励行权条件考核要求

行权期	行权比例	业绩考核指标
第一个行权期	30%	以2015年业绩为基准，2016年公司实现的扣除非经常性损益后的净利润较2015年增长不低于30%。
第二个行权期	30%	以2015年业绩为基准，2017年公司实现的扣除非经常性损益后的净利润较2015年增长不低于60%。
第三个行权期	40%	以2015年业绩为基准，2018年公司实现的扣除非经常性损益后的净利润较2015年增长不低于100%。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

表格6：公司管理层近一年来参与持股成本价分析

事件	参与者	占2016H1总股本比例	除权后成本价
2015年10月定增收购	公司核心高管及宇星科技	1.19%	6.49
	宇星科技 核心骨干		
2015年11月增持	公司核心管理层	1.15%	13.80
2016年2月期权激励	64名公司中层骨干	1.12%	12.49
2016年7月定增预案	实际控制人	待定，测算不低于1.29%	12.78

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

收购宇星科技进军环境监测，打造大环保战略第一步

2015年8月，公司通过非公开发行收购国内环境监测领域领先企业宇星科技100%股权。近年来，随着环境执法力度加强、环境政策手段多样化，环境监测数据的覆盖广度和精度需求不断提升。VOCs和土壤重金属等细分领域政策不断落地，也有望释放增量市场空间。宇星科技具备全国业务布局，相关资质、产品条线齐全，项目经验丰富，技术实力与持续研发能力强劲，有望持续受益于环境监测业务。2016年7月，公司发布非公开发行预案，拟募集资金2.9亿元用于环境监测全国运营中心升级及新建，以及环境生态预警综合信息监控系统研发，有望持续提升宇星科技的市场竞争力。宇星科技2016-2017年扣非净利润承诺为1.56亿元、2.10亿元，备考增长率34.6%。

环境监测市场空间广阔，VOCs与土壤重金属带来业务增量

我们认为环境监测市场是“十三五”期间环保产业最具备潜力的细分领域之一，主要原因在于监测是环境全领域、全生命周期的刚需。

环境监测行业重要度持续提升

“十二五”末期至今，监测行业发生了如下积极变化：

1) 国家对环境保护的重视程度不断提升，导致监测需求提升。近年来，我国陆续出台《大气十条》、《水十条》、《土十条》、超低排放改造、海绵城市等重大政策框架，扩充、细化环保工作要求。环境监测的需求拓展到诸多新领域，细分领域的提标改造对监测指标的广度和精度需求也在提升。

2) 环境执法力度不断加强，带来对监测真实性的需求提升。为了保证执法的公正客观，十八届五中全会要求实行省以下环保机构监测监察执法垂直管理制度。在线监测、环境大数据分析等新兴技术，由于其数据产品更难受到人为操纵干扰，也有望成为行业内持续投资的热点。

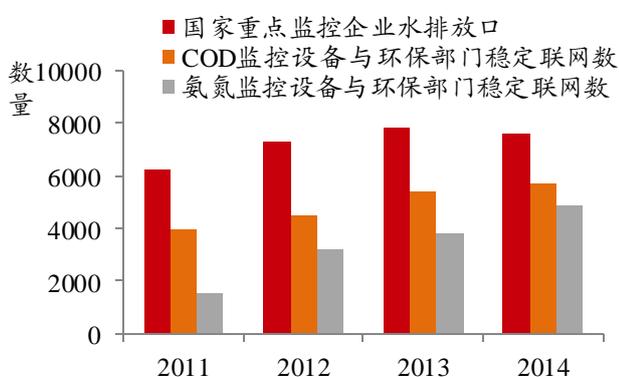
3) 量化特征明显的新政策工具的推行，强化了对环境监测的需求。以环保税法、碳排放交易为主的新兴政策工具在“十三五”期间有望得到全面推广，这些政策工具量化特征明显，高度依赖于精准的监测数据，进一步推动对监测的需求。

4) 运维服务占比有望提升，数据价值不可限量。纵观各类具备第三方服务属性的行业，行业成熟的重要标志普遍是运维服务相对设备销售的业务占比上升。2015年2月，环保部发布《关于推进环境监测服务社会化的指导意见》，提出全面放开服务性监测市场，有序放开公益性、监督性监测领域。对于业内主要标的而言，运维服务占比提升，有利于提升公司整体毛利率，且有助于公司积累核心监测数据，为后续的环境大数据分析等高附加值服务奠定坚实基础。

环境监测景气度上升，后续仍有发展空间

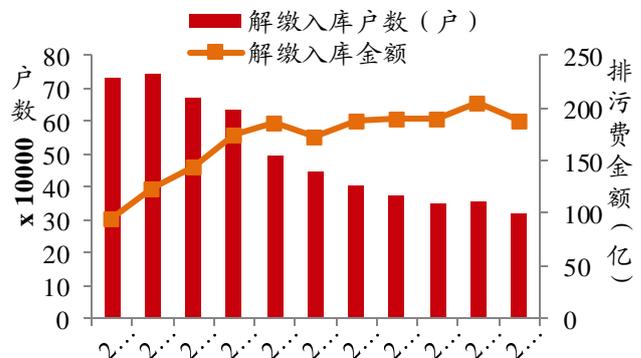
近年来，COD和氨氮的监控设备与环保部门的稳定联网数得到不断提升，排污费的缴纳情况也得到了改善，这也侧面说明了环境监测对环保政策效果的促进作用。

图7：国家监控COD、氨氮等的建设情况



资料来源：环保部，华泰证券研究所

图8：近年来排污费收取情况



资料来源：环保部，华泰证券研究所

2016年3月，环保部发布《生态环境监测网络建设方案实施计划（2016~2020年）》。计划要求，一是推进全面设点，在京津冀地区率先实现大气、地表水环境质量监测点位覆盖80%左右的区县，土壤监测点位实现全覆盖。二是推进全国联网，上半年争取率先完成京津冀、

长三角、珠三角地区县级空气质量监测点位联网，年底前力争完成这三个地区国控重点污染源监测信息联网。三是推进国家环境质量监测事权上收。全面完成 338 个城市 1436 个城市空气站上收，新建 65 个区域站（农村站）。完成 2703 个地表水国控监测断面和 419 个近岸海域监测点位上收，新建 60 个地表水质自动监测站。确定 7000 个土壤风险点位，初步建成由 35000 个点位组成的国家土壤环境质量监测网。出台《环境监测机构编制标准化建设指导意见》。四是改革污染源监督性监测运行方式。五是强化环境监测质量管理。

根据 2015 年环境统计公报显示，当前我国开展污染源监督性监测的重点企业数为 57,136 个，已实施自动监控国家重点监控企业数为 9,215 个，自动监控实施率仅为 16.13%，大部分污染监测重点企业还没有安装环境监测系统。

我们因此认为，随着环境监测行业顶层规划的落地，业内相关公司业绩仍有持续上升空间。

VOCs 治理或带来增量市场空间

2016 年以来，VOCs 治理行业出现了显著发展。北京、上海、江苏、浙江、广东等超过 10 个省、直辖市陆续颁布 VOCs 排放收费标准，行业资金来源机制得到厘清。

2016 年 7 月，工信部、财政部印发《重点行业挥发性有机物削减行动计划》，筛选农药、涂料、油墨、石化等 11 个重点行业加快 VOCs 削减。《计划》要求，到 2018 年，工业行业 VOCs 排放量比 2015 年消减 330 万吨以上，减少苯、甲苯、二甲苯、二甲基甲酰胺(DMF)等溶剂、助剂使用量 20%以上，低(无)VOCs 的绿色农药制剂、涂料、油墨、胶黏剂和轮胎产品比例分别达到 70%、60%、70%、85%和 40%以上。

我们认为，对于环境监测行业而言，VOCs 领域的发展有望带来增量市场空间。短期内，该领域的机会主要来自 VOCs 监测、治理设备的投资需求；中长期下，随着治理技术的成熟，相关设备的运营服务在各监测企业的业绩占比有望实现提升。

1) 监测设备“十三五”市场空间约 100-130 亿元。我们认为监测设备投资在国控点位、工业园区、重点控制企业等层面都有显著需求。VOCs 治理设施按照规模不同，投资额在 50 万-150 万元/台，我们因此预计设备市场“十三五”期间潜在空间将在 100-130 亿元之间。

其中，在监测点位方面，“十三五”期间，环保部计划上收 1436 个城市空气站，新建 65 个区域站（农村站）。考虑到经济发达地区，尤其是区县层面自发的空气站建设需求，存在新增 VOCs 设备需求的空气站数量合计或接近 2000 个。

工业园区方面，我国现有 435 个国家级产业园区和 1222 个省级产业园区，其中众多园区均有 VOCs 处置需求。

此外，仅“十二五”末期，我国即确定了 1311 个 VOCs 重点治理企业，接受补贴的企业数量合计则是其数十倍。进入 2016 年，仅广东一省即确定了 1434 家重点监管企业。我们以此类推，“十三五”期间全国有新建设施需求的重点监管企业数量很可能超过 10,000 家。

表格7：我国 VOCs 治理新增设备需求测算

类型	测算依据	潜在点位需求	单台投资额/万元
空气站	城市 1436, 农村 65	2000	150
工业园区	国家级 435, 省级 1222	1500	150
重点治理企业	“十二五”末 1311, “十三五”广东 1434	10,000-15,000	50

资料来源：《土壤污染防治行动计划》，华泰证券研究所

2) “十三五”运营市场年均空间超 150 亿元，技术与行业匹配度成关键要素。我们研判，相比 VOCs 设备投资空间而言，运营服务市场空间释放节奏将有所延后。其主要原因是 VOCs 来源广，成分复杂，从原理而言即不存在一招鲜的治理技术。考虑到不同排污企业投资预算、厂房空间、安全要求等方面的不同，运营市场大概率将呈现自下而上的分散式发展。

对环境监测类企业而言，若想在 VOCs 运营市场获得发展，关键条件是针对不同行业的污染特性以及对应客户的项目需求特点，开发有针对性的修复技术，在具备成熟技术的基础上开展运营服务，从而确保运营项目的效果。

当前，我国工业源 VOCs 年排放量在 1600 万吨以上。若行业规划严格执行，2018 年将减排 20%。当前发达地区落地的 VOCs 排放收费标准普遍为 10 元/千克，考虑到其他地区收费标准可能有所下降，且收费覆盖面与优惠鼓励措施也对收费总额造成影响，则我们将实际排放量按 2-3 元/千克的折算后收费标准进行测算，每年实际排污收费总额约为 250-380 亿元。这部分资金若有 60% 用于运营类项目的补贴，则年补贴额有望达到 150-230 亿元。

土壤重金属监测或带来增量弹性

2016 年 5 月，《土壤污染防治行动条例》发布，其中对土壤重金属监测提出了明确规划。我们认为，与 VOCs 相似，土壤重金属的监测也有望为环境监测行业带来增量弹性。

十三五规划要求确定 7000 个土壤风险点位，初步建成由 35000 个点位组成的国家土壤环境质量监测网。截至 2015 年 12 月，环保部已在全国设置了土壤环境质量监测国控点位 31367 个，其中包括一般点位 22816 个，风险点位 8551 个，已覆盖 90% 县（市、区）。2016 年拟再增加 7000 个风险点位。

考虑到“土十条”规划，假定每 20 个风险点位设立一套集中处置设施，每套设施投资 150 万元，则 2017 年前土壤重金属设备年投资额约 5-6 亿元。

表格8：“土十条”中土壤重金属监测相关规划

类型	时间	指标/事件
土壤调查	2018	查明农用地土壤污染的面积、分布及其对农产品质量的影响
土壤调查	2020	掌握重点行业企业用地中的污染地块分布及其环境风险情况。
监测网络	2017	完成土壤环境质量国控监测点位设置
监测网络	2020	实现土壤环境质量监测点位所有县（市、区）全覆盖

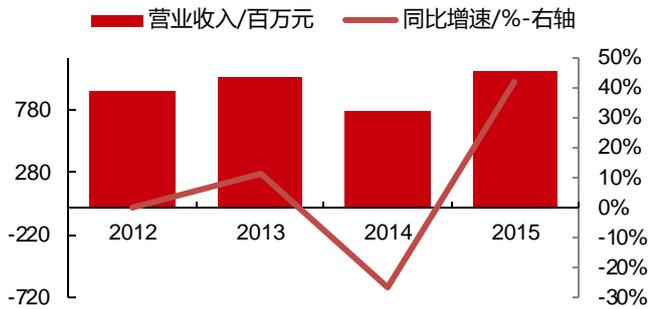
资料来源：《土壤污染防治行动计划》，华泰证券研究所

宇星科技业务结构与历史业绩

宇星科技是专业从事环境在线监测仪器研发、生产和销售的高新技术企业。宇星科技以分析检测技术和物联网技术为核心，已经为超过 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。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。

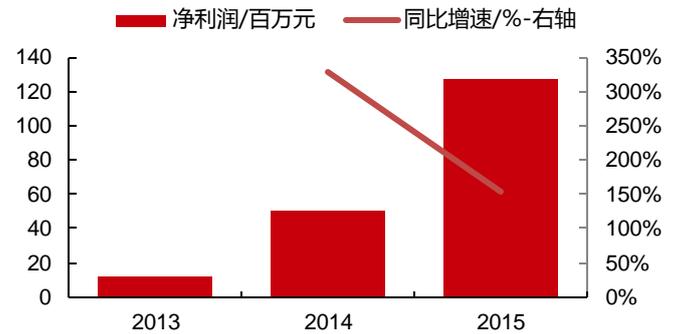
2014 年，宇星科技收入同比下降 26.62%，主要原因是：1、2014 年与天瑞仪器重组失败，使得宇星科技的业务规划发生变化，对客户的影响力出现一定程度的下降；2、同行业竞争加剧。随着环境监测行业整体向好，宇星科技重组失败对客户的影响日益消除，宇星科技未来的收入预计将逐步提高。但是，若宇星科技无法顺利执行业务规划，则可能使宇星科技面临在市场竞争中处于劣势，导致收入无法提高的风险。2015 年，宇星科技收入大幅反转。

图9: 2012-2015 宇星科技营收及同比增速情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

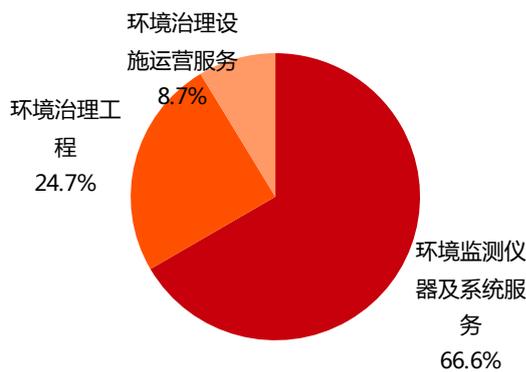
图10: 2013-2015 宇星科技净利润情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

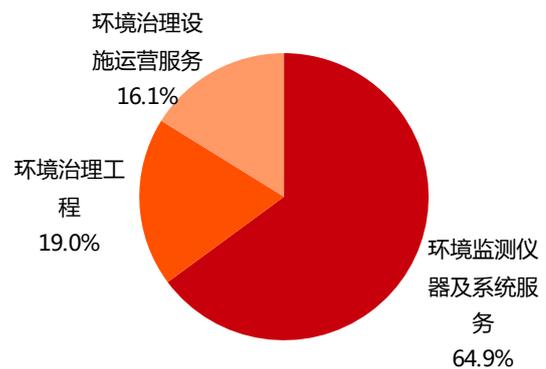
宇星科技拥有环境监测仪器及系统服务, 环境治理工程, 环境治理设施运营服务等三大业务板块。其中环境监测板块是宇星科技收入和利润的主要来源。2014年, 环境监测类业务收入占宇星科技总收入的 66.6%, 该项业务毛利占宇星科技总毛利的 64.9%。

图11: 2014年宇星科技各项业务收入占比情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图12: 2014年宇星科技各项业务毛利润占比情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

宇星科技的竞争优势之一: 业内稀缺的全国性布局

宇星科技自 2002 年成立以来, 业务已经遍及全国, 布局在业内名列前茅。截至 2016 年 6 月底, 宇星科技已具有 31 个分公司, 分布于全国 31 个省市自治区, 77 个为有效的运营中心(有效的运营中心是指运营合同处于有效期内的运营中心)、1,077 个监测运营站点、3,188 台监测设备(每台监测设备均独立对应一种因子, 如 COD、BOD 等)、74 个实验室(平均每个实验室约 30 平方米, 主要供宇星科技内部使用, 如自调试剂以降低试剂采购成本)。

为避免出现环境监测数据断层情况及突发性环境风险问题, 并保障人民生活环境质量, 针对环保运营业务, 国家规定, 企业必须 6 小时内到达监测站并在 24 小时内解决问题。宇星科技庞大的运营网络可确保驻运营中心员工在限定时间内到达监测站, 在符合 6 小时内到达监测站的国家规定的情况下提高解决问题效率。

图13: 宇星科技的全国业务布局



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

定增募投新建、升级运营中心

根据2016年7月公布的非公开发行预案,宇星科技拟新建及升级运营中心,对原有的77个运营中心进行升级改造,另外在全国选址新建23个新的运营中心。项目总投资约为25,293.00万元,其中23,000万元以本次非公开发行股份募集资金,剩余部分通过公司自筹,项目建设期为24个月。本项目建设期为2年,项目投产后预计第3年项目达产,项目完全达产后预计年销售收入为19,215万元,达产年的预计净利润为5,932万元。

新建及升级的运营中心包含配件仓、周转库、展示厅、办公区、实验室等五大功能区域,具备负责辐射半径内环境治理设施运营业务并承接区域内设备安装和售后质保工作、作为当地业务办事处及实验中心、对接当地环保主管部门等职能,能够在现有区域业务布局的基础上,进一步提升公司区域业务综合管理能力、企业公关形象及品牌服务影响力。

在新建运营中心方面,一方面,宇星科技深耕行业多年,已在华北、华中地区全面铺展运营网络,并且环境治理设施运营业务发展已处于行业领先地位。相比之下,在华东、华南地区,宇星科技的业务发展仍有较大提升空间。因此,业务薄弱区域将成为宇星科技进行运营中心选址的重要原则。另一方面,我国冶金、石化、电力、生物制药、造纸等“高能耗、高污染”行业为了满足实现循环经济和节能减排的要求,对环保产业的需求也将进一步增加。因此,工业城市将成为另一个选址的重要原则。新建的运营中心会形成新的市场覆盖面,从而提高市场占有率。

宇星科技的竞争优势之二：业务资质全面，产品条线齐全，项目经验丰富

宇星科技业务资质全面，产品条线齐全，项目经验丰富。以上优势有望令其在环境监测市场中取得持续的市场地位。

在同样从事环境监测的上市公司中，聚光科技产品线最广：涉及环境监测、工业过程分析和实验室仪器三大领域，该公司的分析仪器目前以原子吸收/发射光谱和原子荧光光谱技术为主；宇星科技在环境相关领域中产品线最全，涵盖监测、治理和运维三个子领域；雪迪龙和先河环保：分别以污染源气和空气质量的监测为主业。

业务资质全面

宇星科技拥有工业废水、除尘脱硫脱硝，自动连续监测（水、气）等多项关键资质。这为公司的业务奠定了重要基础。截至2016年6月，公司拥有工信部颁发的《计算机信息系统集成企业资质证书》（壹级）；广东省环境保护产业协会颁发的工业废水、除尘脱硫脱硝、工业废气专业类别的乙级资质证书，自动连续监测（水、气）《环境污染治理设施运营资质证书》（乙级）；建设部颁发的环境工程（水污染防治工程、大气污染防治工程）专业甲级《工程设计资质证书》；国家发改委颁发的生态建设和环境工程专业《工程咨询单位资格证书》；广东省建设厅颁发的建筑智能化贰级《工程设计与施工资质证书》、环境工程（固体废物处理处置工程）专业乙级《工程设计资质证书》、《安全生产许可证》；广东省公安厅颁发的广东省安全技术防范系统《设计、施工、维修资格证》；广东省水利厅颁发的乙级《水文、水资源调查评价资质证书》；深圳市建设局颁发的市政工程总承包、机电设备安装工程、环保工程、电子工程和水利水电机电设备安装工程专业承包《建筑业企业资质证书》；深圳市科工贸信委颁发的《对外承包工程资格证书》等等。

表格9：宇星科技核心业务资质

序号	发证部门	资质内容
1	广东省环境保护产业协会	工业废水乙级
2	广东省环境保护产业协会	工业废气乙级
3	广东省环境保护产业协会	除尘脱硫脱硝乙级
4	广东省环境保护产业协会	自动连续监测（水）乙级
5	广东省环境保护产业协会	自动连续监测（气）乙级
6	工信部	计算机信息系统集成企业资质证书（壹级）
7	建设部	环境工程（水污染防治工程、大气污染防治工程）专业甲级《工程设计资质证书》
8	国家发改委	生态建设和环境工程专业《工程咨询单位资格证书》
9	广东省建设厅	建筑智能化贰级《工程设计与施工资质证书》
10	广东省建设厅	环境工程（固体废物处理处置工程）专业乙级《工程设计资质证书》
11	广东省建设厅	《安全生产许可证》
12	广东省公安厅	广东省安全技术防范系统《设计、施工、维修资格证》
13	广东省水利厅	乙级《水文、水资源调查评价资质证书》
14	深圳市建设局	市政工程总承包、机电设备安装工程、环保工程、电子工程和水利水电机电设备安装工程专业承包《建筑业企业资质证书》
15	深圳市科工贸信委	《对外承包工程资格证书》

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

产品条线齐全

经过多年的研发积累，宇星科技在环境监测仪器、环境监测系统、环境治理等方面积累了大量的产品，条线较为齐全。目前宇星科技在环境治理已经取得了 65 项专利，且有 3 个项目获得国家重点环境保护实用技术及示范工程。

1、环境监测仪器

宇星科技环境监测仪器产品主要包括气体监测（红外法，紫外法，激光法， β 射线法，XRF 法）、水质监测（光度法，生物法，电极法）和流体计量（超声流量，超声液位，电磁流量）等 3 大类 11 个技术体系。宇星科技环境监测仪器产品中有 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。

2、环境监测系统

宇星科技目前已经形成了覆盖气体（固定污染源烟气在线监测系统 CEMS，空气质量监测系统 AQMS）、水质（废水在线监测系统 WWMS，水质在线监测系统 WQMS）、水文、环境监测监控信息管理系统，水利信息化监测系统，农田灌溉自动化监测系统，油田智能化监测系统等领域的 8 类环境监测系统产品。

宇星科技环境监测系统产品中有 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。

3、环境治理

宇星科技在环境治理领域资质齐全，技术涵盖废气处理、污水处理、固废处理、生态修复等领域。

4、环境治理设施运营

宇星科技具备自动连续监测设施、生活污水治理设施、工业废水治理设施、除尘脱硫脱硝治理设施、工业废气治理设施、生活垃圾治理设施、以及有机废物治理设施的运营能力。

项目经验丰富

在这些关键资质、技术的支撑下，宇星科技历年来积累了丰富的项目经验。仅从 2016 年以来公司承接订单分析，公司业务遍布全国，其中环境监测领域拿单占比较大，且环境监测运营服务也有数个订单体现。

表格10: 宇星科技 2016 年以来承接订单 (不完全统计)

时间	领域	类型	地域	订单
1月12日	烟气治理	设备工程	华东	浙江大唐乌沙山发电有限责任公司 1、2、4 号机组环保设施改造工程的管式热媒水烟气换热器(MGGH)及其相关系统改造项目
1月12日	空气监测	设备工程	华东	江西省吉安市青原区环境监测站空气自动站系统设备采购项目
1月14日	水质监测	设备工程	华北	河南濮阳市环境监测站所需河流水质在线监测系统项目
1月21日	空气监测	设备工程	华南	贵州-望谟县环境保护局空气质量自动监测设备采购项目
2月19日	电气工程	设备工程	华北	山东省淄博市孝妇河黄土崖段综合整治项目电气及自动化工程施工项目
2月24日	垃圾焚烧	设备工程	华东	安徽省阜阳市阜南绿色东方环保能源有限公司烟气在线监测、飞灰固化设备采购项目
2月25日	VOCs	设备工程	华东	浙江省台州市椒江区医化园区 VOCs 在线监控建设项目
3月10日	空气监测	设备工程	西南	四川省广元市昭化区环保局采购空气自动监测站设备项目
3月14日	水质监测	运营	华南	广东省污水处理厂水质质量在线监测运行服务项目
3月15日	空气监测	设备工程	华南	广西南宁市环境保护监测站县级市控空气自动站建设项目
3月15日	空气监测	运营	华中	湖南省冷水江市环保局城区环境空气自动监测站日常运维服务项目
4月11日	水质监测	设备工程	华北	河南省永城市国控污染源自动监控系统升级改造项目
4月11日	应急值守	设备工程	华南	广东省应急值守业务系统项目
5月4日	水质监测	运营	华南	广东省珠海市河流水质安全预警体系日常运行维护项目

资料来源: 宇星科技官网, 华泰证券研究所

历年来公司在环境监测的运营服务领域有持续的项目业绩, 在第三方运营成为环境监测领域新趋势的情况下, 公司有望凭借在手的项目经验积累持续开拓市场。

表格11: 宇星科技环境监测运营服务业绩

项目	地区	简介
重点污染源自动 监控设备运营项 目	青岛	2007 年, 青岛市环保局开始尝试建立污染源在线监测系统, 通过在线监测仪器并使用宽带、GPRS、3G/4G 网络手段的通讯仪器为政府、企业及公众提供客观公正、准确、可靠、实时、连续的环境监测数据。
VOCs 在线监控 建设及运营项目	苏州	苏州盛泽环保局从宇星科技发展(深圳)有限公司购置一批 VOCs 在线监测系统, 主要用于涂层工厂排放的尾气监测及周边环境的 VOCs 浓度监测。
灾害防治预警系 统运营服务	重庆, 甘肃等	宇星科技承建了重庆、甘肃等省市的山洪灾害防治监测和预警系统设备采购及安装调试、监测预警平台软硬件设备采购及开发建设项目, 主要包括水位采集设备仪器、雨量采集设备仪器、监测预警平台设备及数据备份设备的采购、安装和调试等工作。实现了监测站点水雨情信息及时同步传输, 以及国家洪水预报中心、市水情预报中心和县级监测预警平台互联互通等功能, 增强山洪预警能力, 减少人民群众生命财产损失。

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

宇星科技的竞争优势之三: 成熟的持续研发能力, 定增募集资金继续加码

自成立之初, 宇星科技即在环境监测、环境治理与环境运营等业务模块领域投入大量的研发资金及研发人员, 并产生多个具有应用价值的研发成果。2015 年, 宇星科技并入公司之后, 将其研发工作模块整体注入公司研究院, 实现人才共享、技术共享、资源共享, 从而提升宇星科技与盈峰环境的整体研发实力。

在研发费用与人员的投入方面，宇星科技 2013-2015 年的研发费用投入占其营业收入比例分别为 7.84%、11.21%和 6.68%，研发人员数量占其总人数分别为 28.87%、44.49%和 34.35%，在同业当中处于较高水平，体现其研发工作对其业务发展的重要程度。

在研发成果产出方面，宇星科技每年均有 2-3 个大型应用性研发课题立项，每个课题的研发周期从立项至甲方验收大致需要 2-3 年时间。2013 年-2015 年，宇星科技立项并开展的研发课题共有 49 个，涵盖系统开发、设备开发、技术开发等类型，获得了 22 项专利、16 项软件著作权、13 种新产品、8 种新技术、5 种新系统、1 种试制系统、9 种试制样机及 1 篇论文等阶段性研发成果。

定增募集资金，推进环境生态预警综合信息监控系统研发项目

基于我国在环境保护领域对生态环境监测网建设所提出的新的要求，结合宇星科技主营业务与盈峰环境的未来发展战略，以及物联网、大数据等技术在环境监测领域的前瞻性应用，公司拟通过子公司宇星科技实施开展环境生态预警综合信息监控系统研发项目。本项目由宇星科技实施，项目总投资约为 6,197 万元，其中 6,000 万元以本次非公开发行股份募集资金，剩余部分通过公司自筹，项目建设期为 24 个月。

该项目研究内容包括四个方面：

1) 基于物联网的环境综合信息监测与预警平台的研发

作为环境监测信息的集中出入口，有望成为智慧城市类项目的核心应用平台。

2) 关于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，在平衡灵敏度、选择性、稳定性等性能的前提下，真正实现高效、准确地对水体环境中各种有毒有害物质的在线自动监测。

3) 关于水质监测光学监测技术研发

一方面提高原有仪器方法的分析检测速度和精度，另一方面，仪器更为小型化和便携化。

4) 关于气体监测光谱分析技术类技术的研发

能对目前空气中的 SO₂、NO_x、CO、O₃ 成分含量进行有效的分析测量。目前市场上的分析仪对高浓度污染源气体能达到一定的精度 (PPM 级别)，但对无组织的常规空气中的气体成分含量不能有效的检测 (PPB 级别)，检测精度和下限远达不到国际水平，所以国内市场空缺一直很大。

应收账款由原股东兜底，市场担忧有望化解

2013 年 12 月 31 日、2014 年 12 月 31 日，2015 年 3 月 31 日，2015 年 9 月 15 日，宇星科技应收账款净额分别为 12.50、10.36、9.85、11.38 亿元，占总资产的比例分别为 56.68%、45.68%、42.37%、46.07%。受宇星科技并表影响，盈峰环境 2015 年应收账款总额上升至 23.06 亿元，较 2014 年上升约 153.41%；公司坏账损失 5492.66 万元，较 2014 年上升 363.91%；资产减值损失上升至 1.01 亿元，较 2014 年上升约 575.21%。

我们研判，宇星科技此前应收账款金额较大，主要原因是此前业务扩张过快，对客户授信过高，导致存货消化缓慢，回款不及时。2014 年宇星科技与天瑞仪器重组失败后，公司在银行端的声誉受损，导致贷款额度被收紧，加剧了公司的经营困难。

宇星科技的客户主要包括企业用户、政府用户、工程公司、系统集成商、区域合作商。宇星科技应收账款主要客户与宇星科技保持较长时期的合作关系，信誉较好，应收款安全性较高。但也不排除某些客户因经营情况恶化而导致坏账的风险，进而对宇星科技财务状况和经营成

果产生不利影响。

为解决应收账款问题，宇星科技十方原股东与盈峰环境签订协议，对宇星科技截止 2016 年 3 月 31 日的应收账款及其他应收款承担购回义务。对价支付安排分为三期。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。

我们研判，宇星科技应收账款问题有望得到妥善解决，主要原因如下：

- 1) 盈峰环境收购宇星科技之后，优化公司治理结构，强化催款力度，从而有效控制新增应收账款规模。
- 2) 原有股东对 2016 年 3 月底之前的应收账款进行兜底，资金来源由被收购时盈峰环境所支付的现金及股份保障，可行性较高。尽管应收账款兜底的支付节点存在一定不确定性，但综合看来公司应收账款规模有望在 2-3 年内恢复到正常水平。

切入垃圾焚烧与水务市场，大环保平台持续完善

2015 年 10 月，公司收购、增资绿色东方从而控股 70%。绿色东方在手 9 个垃圾焚烧项目，合计日处理量 8,000 吨；2016 年底有望投运 3 个项目，合计日处理量 1700 吨。我们预计 2016-2018 年绿色东方贡献营收分别为 1,162 万元，1.05 亿元，1.49 亿元，占公司利润比重预计由 16 年的 0.9% 上升到 18 年的 8.6%。2016 年 7 月公司公告拟收购位于佛山的三家水务公司，进军市政污水、农村污水、生态修复领域，环保布局持续完善。三家标的 16-18 年扣除少数权益后净利润承诺合计为 4,600, 5,150, 5,700 万元。

控股绿色东方 70%进军垃圾焚烧，16 年底有望投运 3 个项目

2015 年 10 月，公司收购绿色东方环保 51% 股权，后增资至控股 70%。增资后，绿色东方投资控股有限公司持有绿色东方环保 30% 的股权。

绿色东方主营垃圾焚烧，目前已中标、签订 9 个垃圾处理焚烧发电 BOT 项目（含框架协议约定注入绿色东方环保的项目），项目全部建成达产后，合计日垃圾处理量将达到约 8000 吨/天，垃圾处理项目分布在广东、湖北、江西、安徽、山东、河南等地。

绿色东方环保承诺，未来四年（2016 年 1 月 1 日-2019 年 12 月 31 日）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。2016-2019 年绿色东方环保新签（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）。

当前绿色东方有 4 个垃圾焚烧项目在建，分别为廉江，仙桃，阜南，寿县。其中，2016 年底，仙桃、阜南、廉江项目有望进入试运营阶段；2017 年底，寿县项目有望进入试运营阶段。

表格 12：绿色东方在建项目情况一览

项目	状态	预计试运营	日处理规模/吨（一期+二期）	补贴	投资额/百万元
仙桃	在建	2016 年 8 月后	600+600	-	256
阜南	在建	2016 年 11 月	500+500	30	258.61
廉江	在建	2016 年 12 月	500+500	40	258.68
寿县	在建	2017 年 10 月	600+600	55	250.06

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

2016年7月，公司发布非公开发行预案，其中拟募集资金5.4亿元，用于寿县、阜南、廉江三个垃圾焚烧项目的建设。

表格13：2016年7月公司非公开发行股票投建垃圾焚烧项目计划

具体内容	实施主体	日处理量/吨	投资总额/百万元	募集资金投入金额/百万元
寿县垃圾发电项目	寿县绿色东方	600	250.06	220.00
阜南垃圾发电项目	阜南绿色东方	500	258.61	190.00
廉江垃圾发电项目	廉江绿色东方	500	258.68	130.00
	合计	1600	767.35	540.00

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

拟收购三家水务标的，进军污水处理、农村污水、生态修复

2016年7月，公司公告，拟收购大盛环球100%股权，明欢有限100%股权，亮科环保55%股权。具体收购方式请参阅前文。

大盛环球和明欢有限持有广东省佛山地区华清源环保、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，涵盖佛山市顺德区大良街道、容桂街道、北滘镇等经济比较发达城镇，占佛山顺德区污水处理总量超过50%，具备较强的盈利能力，日处理达到规模28.8万立方米，

亮科环保的主营业务是农村污水处理及生态修复，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。在农村污水治理具有较好的口碑，在广东省内树立了良好的企业形象。

上述标的的收购有利于上市公司布局城镇、农村污水处理及生态修复业务，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，符合全体股东的利益和公司发展战略。

专用风机龙头，核电、轨道交通市场广阔

公司风机业务的前上风实业是国内领先的风机装备整体方案提供商，在核电风机、轨道交通风机、工业民用建筑风机三大细分领域市场都有较高的市占率，其中核电和民用风机领域处于行业领先地位。公司于2013年5月收购上虞专风，随着风机业务整合完成以及核电产品占比的上升，公司风机毛利率自2012年以来呈逐步上升趋势。

核电重启利好核电风机设备寡头

风机作为气体输送设备，分为通风机、鼓风机和空压机，在核电项目中应用以通风机为主，主要为核岛、常规岛和BOP（外围设备）的通风、空调提供空气动力。一般压水堆核电站每机组使用的通风、空调系统（HVAC）数量约为40套左右，其中核岛和核辅助厂占一半以上。根据行业数据，二代半CPR1000核电机组通风系统投资额约为2亿元/GW，三代AP1000核电机组的通风系统投资额约为1.5亿元/GW。

根据2014年国务院下发的《能源发展战略行动计划》，到2020年，我国核电装机容量将达到5800万千瓦，在建核电将达到3000万千瓦。而截至2015年，我国在役核电机组已经达到32台，总装机容量达到2935万千瓦，在建核电机组25台，总装机容量2865万千瓦。要完成2020年在建3000万千瓦机组的目标，2016-2020年每年新开工的核电机组数将达到6-8台。预计到2020年我国核电用风机的市场容量大约在80-100亿元左右。考虑核电站建设周期，通风系统招标到交货周期约为两年，公司在17-18年将进入核电风机订单和收入双重加速发展的阶段。

表格14: 国内在建核电站 25 台 2865 万千瓦

核电站	省份	机组	功率(MW)	型号	开工时间	预计商运时间	控股方
福清	福建	3#、4#	1080	CPR1000	2010.12	2016-H1	中核
红沿河一期	辽宁	4#	1119	CPR1000	2009.08	2016-H1	中广核
三门	浙江	1#、2#	1250	AP1000	2009.04	2016-H2	中核
宁德	福建	4#	1089	CPR1000	2008.02	2016-H2	中广核
海阳	山东	1#、2#	1250	AP1000	2009.12	2016-H2	国电投
台山	广东	1#、2#	1750	EPR	2009.12	2016-H2	中广核
防城港一期	广西	2#	1080	CPR1000	2010.12	2016-H2	中广核
阳江	广东	4#、5#、6#	1086	CPR1000+	2012.11	2017-H2	中广核
石岛湾	山东	1#	1180	HTGR	2012.12	2017-H2	华能
田湾二期	江苏	3#、4#	1126	VVER1000	2012.12	2018-H1	中核
田湾三期	江苏	5#、6#	1118	AES-2006	2015.12	2020-H2	中核
福清	福建	5#、6#	1150	华龙一号	2015.05	2021-H1	中核
防城港二期	广西	3#、4#	1180	华龙一号	2015.12	2021-H1	中广核
红沿河二期	辽宁	5#、6#	1119	ACPR1000	2015.03	2021-H2	中广核

资料来源: 华泰证券研究所

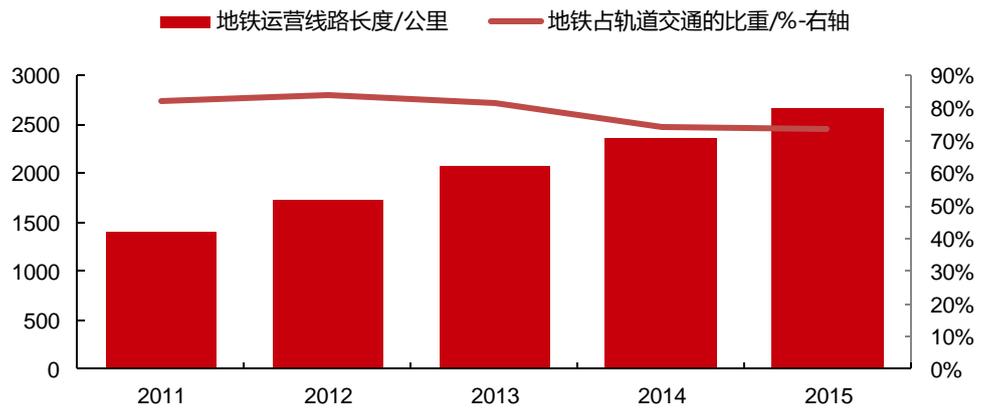
城市轨交建设加速，隧道通风市场放量

轨道交通建设属于基建投资的一部分，具有典型的“自上而下”特征。在国内经济进入“新常态”的阶段，一般预测“十三五”期间 GDP 增速将比“十二五”时期出现显著放缓，基建投资作为拉动经济运行的手段将继续得到应用。在基建投资品类中，公路、房地产、机场等项目建设已经趋近饱和，轨道交通、高铁对于解决城际交通时长、市内拥堵等社会问题具有显著效果，且具有产业链长、对下游产业拉动明显的优势，十三五期间将成为基建投资重点领域。

2015 年，发改委推出城市轨道交通、现代物流、新兴产业、增强制造业核心竞争力四个新的重大工程包。根据发改委统计，截至 2016 年 2 月，全国已有 40 个城市获得地铁建设批复，2050 年将达到 50 个左右。目前实际开通轨道交通的 26 个城市的轨道交通运营里程为 116 条线路 3618 公里，而 40 个获批建设地铁的城市，总规划里程已经超过 7300 公里。2015 年，国内在建城市轨道交通线路里程达到 4448km，预计到 2020 年，城市轨道交通运营里程将达到 6000 公里左右。

根据北京城建设计院测算，地铁风机投资占地铁总投资的 0.2-0.8% 左右。以全国地铁建设里程占城市轨道交通总建设里程的 75% 估算，十三五期间地铁风机的市场规模在 70-120 亿元左右。如果考虑公路隧道通风系统市场规模，未来五年全国隧道通风系统的市场规模有望超过 200 亿元。

图14: 2011-2015年我国地铁运营里程



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

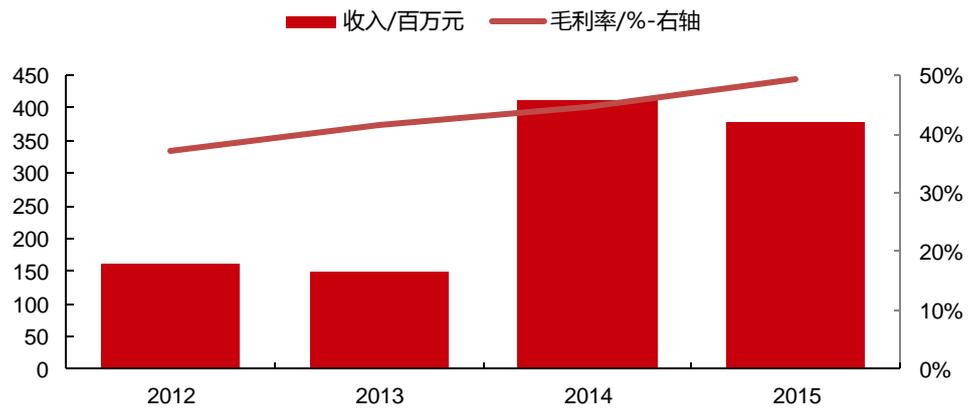
风机业务稳定，核电产品发力突破

公司风机业务的前身上风实业即为创建于1974年的上虞风机厂，具备40年以上的专业通风制冷设备设计、制造和服务的经验和能力，是国内领先的风机装备整体方案提供商。公司在核电风机、轨道交通风机、工业民用建筑风机三大细分领域市场都有较高的市占率，其中核电和民用风机领域处于行业领先地位。

2015年，公司风机业务营业收入3.79亿元，同比下滑8.23%；毛利率49.47%，较上一年提升4.86%；由此带来该项业务毛利润同比增长1.78%。这一变化的原因是核电风机等毛利率较高的细分业务占比上升，从而提升了收入的质量。

公司于2013年5月公告收购与子公司上风香港以3.58亿元共同收购上虞专用风机有限公司，并对公司全部风机业务按核电风机和非核电风机分类进行了整合。至2015年，公司“上风”和“专风”两个品牌的风机业务已完全整合，形成了覆盖核电、交通、工民建三大领域的全面的风机产品体系。而随着公司风机业务的整合完成以及核电产品占比的上升，公司风机毛利率总2012年以来呈逐步上升趋势。

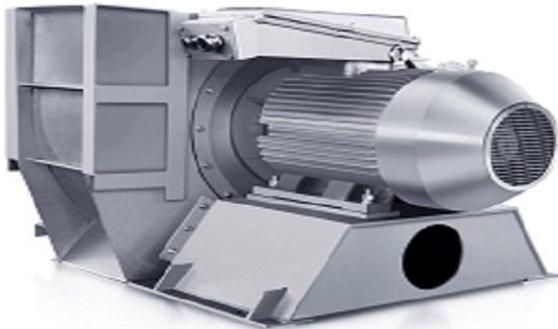
图15: 公司风机产品销量和销售收入



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

公司主要生产销售各类轴流、离心风机、冷却塔专用风机、冷水机组、冷风机、加热机组、组合式空调箱、新风机组、风机盘管、罗茨风机、空气调节箱、暖风机、加热器、各类冷却塔及相关配套风口、风阀、排烟阀、防火阀、电控箱等高新技术产品。

图16: 公司核电离心风机产品



资料来源:公司官网, 华泰证券研究所

图17: 公司地铁隧道轴流通风机产品



资料来源:公司官网, 华泰证券研究所

在核电领域,公司是最早介入核电通风领域的厂商,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,也是国内为数不具备核岛、常规岛、BOP空调生产能力的企业。自秦山核电二期项目开始,公司已累计承担国内外核电工程配套50余项。

2015年,公司成功研发华龙一号配套风机设备,实现福清5、6号核电机组核岛空调、风机设备中标,是公司首次获得核岛空调采购订单,公司后续有望进军核岛、常规岛暖通系统总包领域。公司同时获得海外巴基斯坦K2、K3项目BOP空调设备订单,这也是国内外首批第三代核电机组风机订单之一,为公司核电产品走出国门迈出了成功的第一步。此外,公司还与中广核等企业合作,研发了抗震冷却塔风机、驱动器控制机构冷却风机等,在国内填补了空白。

表格15: 公司核电项目供货业绩

核电项目	供货时间	供货内容
巴基斯坦恰希玛 2 期	2007	核级空调、核级/非核级风机、屋顶风机
巴基斯坦恰希玛 3、4 期	2012	核级/非核级风机、屋顶风机
国核示范电站 CAP1400 核电 1、2 号机组	2016	堆顶风机、屋顶风机
秦山核电站二期 1、2 号	1999	核级风机、屋顶风机、组合空调
秦山核电站二期 3、4 号	2006	核级、非核级风机
秦山核电站三期	2011	非核级风机
方家山核电站	2009	核级/非核级风机、屋顶风机、ETY 风机
防城港核电站 1、2 号机组	2012	核级/非核级风机、BOP 风机
田湾核电站 1、2 号机组	2001	防火墙、排烟阀、超压阀
田湾核电站 3、4 号机组	2012	在循环冷却机组、BOP 风机、通风空调
台山核电 1、2 号机组	2012	常规岛、BOP 风机、移动风机

资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

表格16: 公司三代核电用风机在手订单情况

合同	签约时间	金额 (百万元)
中原对外工程有限公司华龙一号核电项目 K-2/K-3 项目 BOP 通风空调设备订货合同	2016 年 7 月	25.80
中广核工程有限公司红沿河项目 5-6 号机组 LOT150Ad 核岛 HVAC 系统风机	2015 年 6 月	20.16
中国核电工程有限公司福建福清核电站项目 5、6 号机组核岛风机设备	2015 年 6 月	21.91
中国核电工程有限公司福建福清核电站项目 5、6 号机组核岛空调机组设备	2015 年 5 月	11.87

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

在轨道交通领域, 公司已累计供货 20 余条地铁隧道项目, 包括广州、深圳、北京、天津、上海、杭州、重庆、成都、香港、新加坡等地。2015 年成功中标乌鲁木齐轨道交通 1 号线项目, 上海轨道交通 13 号线项目等。公司在轨道交通风机和消音器的市场的市占率可以达到 30-40%。

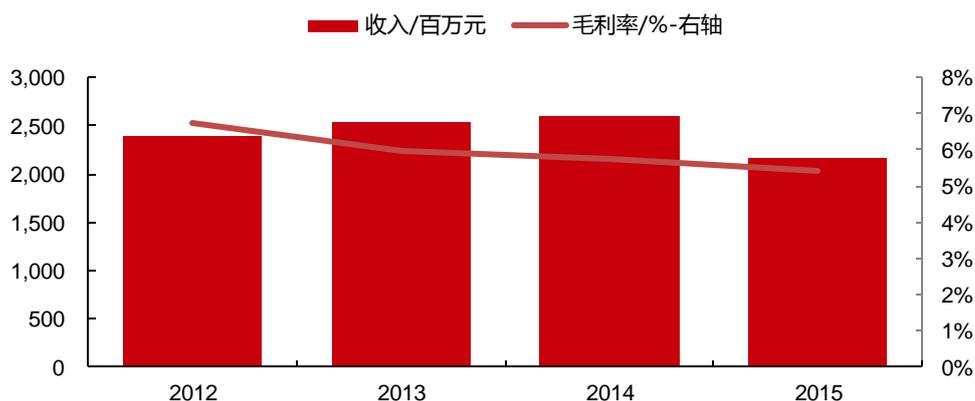
在工民建领域, 公司始终保持良好的竞争势头, 稳居行业领先地位, 2015 年与万达集团、中铁集团、经贸集团 (方兴地产)、凯德地产等签订战略合作协议, 作为战略合作供应商。

电磁线业务稳定但收入占比逐渐降低

公司电磁线业务由威奇电工、东港电磁线等子公司承担, 产品涵盖铜线、铝线、圆线、扁线、漆包线、纸包线、丝包线等各温度等级的线种, 主要应用于汽车电机、制冷压缩机、防爆电机、电子线圈、电动工具、发电机等各类电机、电器中, 该业务一直在公司营业收入中有较大占比。公司电磁线业务主要为公司关联企业美的集团的家电和电机产品配套, 关联交易占比相对较高。

由于国内电磁线行业属于完全竞争性行业, 行业产能严重过剩, 同质化现象严重, 竞争异常激烈。2015 年, 公司电磁线业务营业收入 21.67 亿元, 同比下滑 16.42%; 毛利率 5.43%, 较上一年下降 0.3%。电磁线业务收入和毛利率的双双下滑体现了该项业务的不景气。电磁线产品在公司营收的中的占比逐年下滑, 15 年已下降到 71.22%, 16 年有望下降到 50% 左右, 未来不排除公司将低利润率的电磁线业务置出上市公司的可能。

图18: 公司电磁线营业收入及在整体收入中的占比



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

估值评级

盈利预测

我们对公司的环境监测（宇星科技），垃圾焚烧（绿色东方），风机，电磁线四项业务做出如下假设。暂不考虑最新增发与收购水务公司影响，我们预计公司2016-2018年实现归属母公司股东的净利润为2.8，3.7，4.6亿元，对应当前股本下EPS为0.38，0.51，0.63元，对应动态PE为35，26，21倍。

宇星科技（环境监测）

原有工程业务增速放缓，原有监测业务持续增长。新增VOCs、土壤重金属相关监测业务。总体毛利率保持稳定。

垃圾焚烧

按照公司公告给出的各项目投资节点进行测算，暂不确认工程收入。

风机

地产风机今明两年达到峰值，2018年起增速下滑，毛利率逐渐下滑；轨交风机增速保持稳定，毛利率维持稳定；核电风机保持较快增长，毛利率保持在高位。

电磁线

收入逐年小幅下滑，毛利率在低位维持稳定。

暂不考虑最新增发与收购水务公司影响，我们预计公司2016-2018年实现归属母公司股东的净利润为2.8，3.7，4.6亿元，对应当前股本下EPS为0.38，0.51，0.63元，对应动态PE为35，26，21倍。

若假设16年底前增发成功，且收购水务公司2016Q4起并表，则公司2016-2018年备考归母净利润为2.9，4.2，5.2亿元，对应摊薄后EPS为0.36，0.53，0.64元，对应动态PE为37，25，20倍。

表格17: 公司盈利预测拆分

项目	2015A	2016E	2017E	2018E
环境监测				
收入/百万元	486.68	1,276.95	1,506.34	1,753.24
YOY/%		17.79%	17.96%	16.39%
毛利率/%	35.30%	32.00%	30.00%	30.00%
垃圾焚烧				
收入/百万元	0.00	11.62	105.26	148.64
YOY/%		100%	806%	41%
毛利率/%		55%	55%	55%
风机				
收入/百万元	378.58	432.73	484.84	535.58
YOY/%	-8.23%	14.30%	12.04%	10.47%
毛利率/%	49.47%	48.51%	47.97%	47.57%
电磁线				
收入/百万元	2166.80	2,058.46	1,955.54	1,857.76
YOY/%	-16.42%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率/%	5.43%	5.00%	5.00%	5.00%
资产减值损失/百万元	101.18	50.00	40.00	30.00

资料来源: 华泰证券研究所

可比公司估值

我们对公司各项业务采取分部估值法进行估值。我们选取环境监测业务的可比公司为聚光科技, 雪迪龙, 先河环保; 垃圾焚烧业务的可比公司为盛运环保, 伟明环保, 中国天楹; 风机业务的可比公司为南风股份, 盾安环境; 电磁线业务的可比公司为露笑科技, 经纬电材。

表格18: 可比公司 Wind 一致预期估值水平

业务/可比公司	当前市值 /亿元	16年一致预期 EPS	17年一致预期 EPS	16年一致预期 PE	17年一致预期 PE
环境监测					
聚光科技	112.97	0.93	1.29	26.96	19.36
雪迪龙	98.90	0.54	0.69	30.27	23.53
先河环保	50.39	0.36	0.51	41.10	28.53
平均	87.42	-	-	32.78	23.81
垃圾焚烧					
伟明环保	148.94	0.52	0.61	41.91	36.12
盛运环保	109.42	0.35	0.48	23.97	17.26
中国天楹	82.98	0.25	0.34	27.32	19.82
平均	113.78	-	-	31.07	24.40
风机					
南风股份	98.53	0.28	0.36	69.35	53.51
盾安环境	98.60	0.18	0.29	58.94	37.24
平均	98.57	-	-	64.15	45.38

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

根据市场对可比公司的一致预期以及公司各业务在对应板块的市场地位,我们给予公司环境监测业务 2016 年 35-40 倍估值,垃圾焚烧业务 2016 年 25-30 倍估值,风机业务 2016 年 65-70 倍估值。主营电磁线业务的可比公司由于业绩不景气,一致预期数据没有可参考性,我们谨慎给予该项业务 15 倍估值。

综合考量下,我们预计公司 2016 年目标市值为 112-124 亿元,目标价区间为 15.4-17.1 元。

首次覆盖给予“增持”评级

我们看好公司转型打造大环保平台的战略格局,以及短期内宇星科技的监测业务对公司业绩的拉动作用,当前估值水平尚未完全体现公司未来业务综合布局的协同效益。考虑到公司当前股价上升空间,我们首次覆盖给予公司“增持”评级。

风险提示

宇星科技业绩不达预期

监测市场整体释放节奏不达预期;

宇星科技销售业绩不达预期;

应收账款问题

宇星科技应收账款回收进度不达预期;

原有股东兜底支付款项进度不达预期;

垃圾焚烧项目进展不及预期

在手项目建设、投运进度不达预期;

项目投运后发电量不达预期;

新项目拓展不达预期,新签项目处理费偏低;

风机业务不达预期

核电风机业务收入确认节奏不达预期。