

证券研究报告—深度报告

公用事业

环保 II

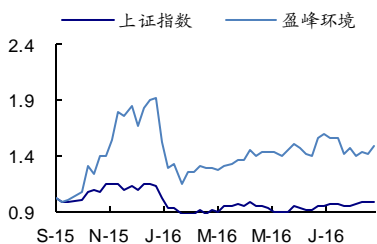
盈峰环境(000967)

买入

昨收盘: 16.21 元 (首次评级)

2016年09月07日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	727/410
总市值/流通(百万元)	11,791/6,649
上证综指/深圳成指	3,091/10,861
12个月最高/最低(元)	18.55/7.65

证券分析师: 陈青青

电话: 0755-22940855

E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513050004

联系人: 邵潇

电话: 0755-22940659

E-MAIL: shaoxiaoxiao@guosen.com.cn

深度报告

全国智慧环保综合服务商新贵扬帆起航

● 公司概况: 全国智慧环保综合服务商新贵雏形初现

公司为国内领先的高端风机提供商,市占率约40%;实际控制人何剑锋为美的集团董事长之子。自15年以来,公司积极转型环保,先后收购了监测、固废、水处理公司,平台搭建基本完成,进入加速成长期。

● 监测、固废、水布局完成,全国智慧环保大平台搭建初步完成

我们认为,未来中国环保产业将进入订单打包化、工程系统化、公司分层化的强者恒强发展阶段,业务全、资金强的平台型公司更具优势。而盈峰具备成长成为优秀平台公司的潜质:①监测作为前端数据入口端,是开展智慧环保业务的基础;而公司子公司宇星科技为全国排名前三的监测龙头,监测资质全且营销网络遍布全国,为公司的多元化拓展和向综合环境服务商转型提供坚实基础。②公司去年以来先后收购绿色东方、亮科环境等三家水务公司,分别切入固废和水处理领域,监测、固废、水布局完成,标志着公司环保大平台雏形初现,高成长可期。

● 管理层经验丰富、激励到位,不断增持显示公司信心

管理层大多来自美的,管理经验丰富,同时激励到位(股权激励方案核心骨干持股1.12%)。同时,控股股东及管理层自15年7月以来两次增持(累计占比2.4%,其中高管增持金额约为1.16元),增持成本约为13元,彰显公司信心。

● 低负债率+产业基金+增发落定+股东背景,奠定扩张资本基础

公司目前资产负债率仅为32%(考虑增发),假设提升到70%,可提供约25亿元资金能力;加上3亿账面现金以及拟增发9.5亿元,以及去年底设立的30亿并购基金,公司目前合计具备约68亿资金能力,为外延拓展奠定坚实资金基础。

● 传统业务受益核电重启平稳发展

公司在核电和轨道交通领域有明显的竞争优势,“上风”为轨道交通和核电领域风机产品的核心供应商。核电建设重启,对公司核电风机业务有积极影响。

● 盈利预测及评级

假设近期拟现金收购的三家污水处理企业,今年全年并表,我们预计公司16/17/18年净利润分别为3.0/4.8/7.5亿元,考虑增发对应摊薄后EPS分别为0.37/0.60/0.94元,对应PE分别为43/27/17X,给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,019	3,043	3,921	4,793	6,193
(+/-%)	11.6%	0.8%	28.9%	22.3%	29.2%
净利润(百万元)	61	112	299	483	754
(+/-%)	13.9%	85.2%	166.9%	61.4%	56.1%
摊薄每股收益(元)	0.08	0.15	0.37	0.60	0.94
EBITMargin	5.0%	6.0%	7.8%	9.9%	12.7%
净资产收益率(ROE)	4.4%	3.3%	8.4%	12.6%	17.6%
市盈率(PE)	194.8	105.2	43.4	26.9	17.2
EV/EBITDA	65.3	57.1	38.6	25.7	16.3
市净率(PB)	8.5	3.5	3.67	3.39	3.03

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

内容目录

公司概况：全国智慧环保综合服务商新贵雏形初现	4
公司简介：背靠美的，积极转型环保	4
监测、固废、水布局完成，全国智慧环保大平台搭建初步完成	5
监测：收购环境监测龙头宇星科技，借助全国渠道拓展智慧环保业务	6
固废：收购绿色东方环保 70%的股权切入垃圾焚烧领域	10
水处理：收购大盛环球+明欢有限+亮科环保，补齐短板	10
管理层经验丰富、激励到位，不断增持显示公司信心	11
管理层大多来自美的，优秀管理经验给公司长期成长奠定基础	11
管理层激励到位，高行权条件体现增长信心	11
控股股东及管理层不断增持，彰显长期发展信心和决心	11
低负债率+产业基金+增发落定+股东背景，为未来外延扩张奠定坚实资本基础	11
公司负债率低，为外延提供 25 亿资金潜力	11
增发 9.5 亿，进一步增强公司资金实力	12
设立 30 亿并购基金，通过表外方式积极寻找优质并购项目	12
传统业务受益核电重启平稳发展	14
公司为国内领先的高端风机装备提供商	14
核电建设重启，公司核电风机业务迎来快速增长机会	16
盈利预测与投资评级	16
盈利预测假设	16
盈利预测及评级	16
附表：财务预测与估值	17
国信证券投资评级	18
分析师承诺	18
风险提示	18
证券投资咨询业务的说明	18

图表目录

图 1: 11-15 年营收 (亿元)、营收增速及毛利率 (%)	4
图 2: 11-15 年归母净利润 (亿元)、增速及净利率 (%)	4
图 3: 15 年主营业务收入构成.....	5
图 4: 11-16H1 公司各项主营业务毛利率 (%) 情况	5
图 5: 公司实际控制人情况	5
图 6: 13-15 宇星科技营收及扣非净利润情况 (亿元)	6
图 7: 宇星科技主营业务	6
图 8: 14 年宇星主营业务占比.....	7
图 9: 13-14 年宇星各项主营业务毛利率情况.....	7
图 10: 宇星科技销售网络遍布全国	7
图 11: 宇星科技 2013 年环境监测仪器市场占有率	7
图 12: 宇星科技历年获得的环境监测资质	7
图 13: 我国环境监测产业规模 (亿元) 及增速	9
图 14: 公司资产负债率近年来保持较低水平 (%)	12
图 15: 公司资产负债率与同行环保平台型公司对比	12
图 16: 公司逐步打造环保大平台	13
图 17: 公司构建环保大数据平台	14
图 18: 公司主要监测产品类型	14
图 19: 公司环保大平台成型	14
图 20: 08-17E 我国风机行业销售收入 (亿元) 及增长率	15
图 21: 风机在我国各行业的应用发布	15
图 22: 核电站成本占比	16
表 1: 公司十大股东 (2016 中报)	5
表 2: 公司 3.8 亿现金对价交易情况.....	6
表 3: 公司募集 4.25 亿现金计划用途	6
表 4: 截至 16 年 2 月, 宇星签订的大额合同	8
表 5: 宇星和环境监测领域主要上市公司的业务对比	8
表 6: 环境在线监测仪器的估算市场空间	8
表 7: 公司典型环保风机工程案例	9
表 8: 绿色东方垃圾焚烧项目	10
表 9: 公司股权激励草案	11
表 10: 公司管理层增持成本	11
表 11: 增发募投项目情况	12
表 12: 盈峰环保基金管理公司注册资本出资比例 (500 万元)	13
表 13: 截至 16 年 2 月, 公司中标的部分核电及轨道交通风机订单	15

公司概况：全国智慧环保综合服务商新贵雏形初现

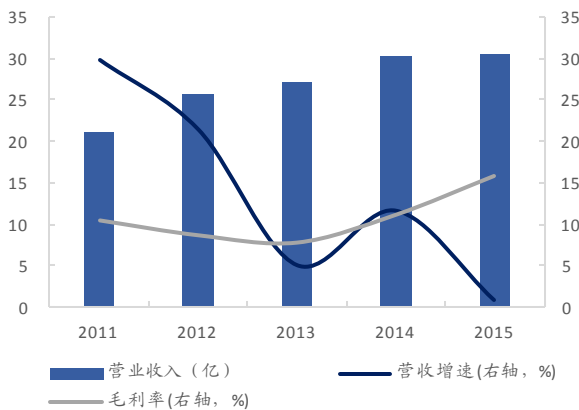
公司简介：背靠美的，积极转型环保

公司成立于1993年，位于中国风机产业基地浙江上虞，前身为创办于1974年的上虞风机厂，2000年在深交所上市。公司为国内领先的高端风机装备及电磁线提供商，在核电风机市场占有率约40-50%，轨道交通风机市场占有率约30-40%；在电工材料领域，公司拥有我国最大的电工材料生产企业之一，该业务处于行业第一阵营。公司实际控制人为美的集团实际控制人之子何剑锋先生，背靠美的集团，自15年以来，公司积极转型环保，先后收购了监测、固废、水处理公司，智慧环保综合服务商平台雏形初现，未来进入新一轮高成长阶段。

控股股东基本情况：目前公司前四大股东分别为盈峰控股、Zara Green HK Ltd.、太海联股权投资、何剑锋先生，持股比例分别为32.2%、10.1%、6.6%、4.8%。何剑锋先生拥有盈峰控股91%的股份为公司实际控制人及董事长，未考虑增发合计持股比例为36.98%，其父何享健为美的集团实际控制人。美的集团依靠其完善的管理体系，从一个家电小作坊成长成为国内家电巨头，是中国民营企业成功的典范，彰显出何氏家族在企业经营方面的独到能力和雄厚实力。

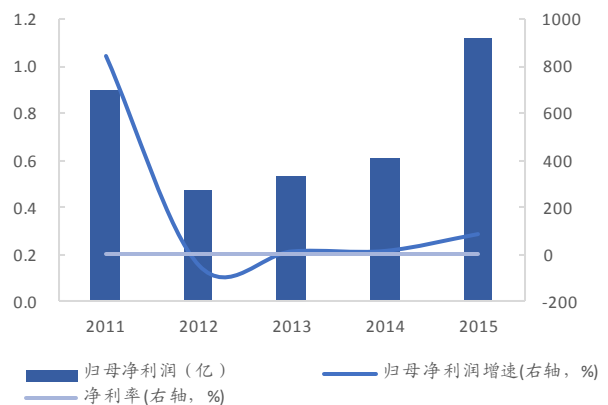
公司转型环保步骤：①15年9月收购环境在线监测龙头企业宇星科技100%股权，强势转型环保行业。根据前瞻网，宇星科技在14年中国十大环境监测仪器制造公司中排名第三，仅次于聚光科技和先河环保。②15年10月收购绿色东方环保70%的股权进入垃圾焚烧领域。绿色东方环保已中标、签订9个垃圾处理焚烧发电BOT项目，项目全部建成达产后，合计日垃圾处理量将达约8000吨/天。③16年7月，公司公告拟现金收购大盛环球100%股权、明欢有限100%股权，亮科环保55%股权（预估总价值5.48亿），布局市政及农村水务市场。

图1：11-15年营收（亿元）、营收增速及毛利率（%）



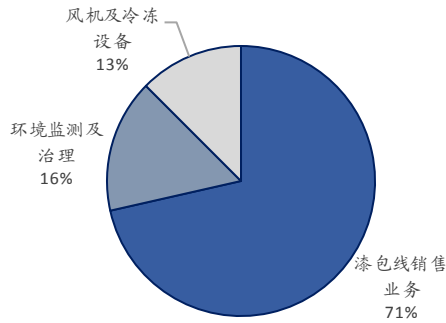
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：11-15年归母净利润（亿元）、增速及净利率（%）



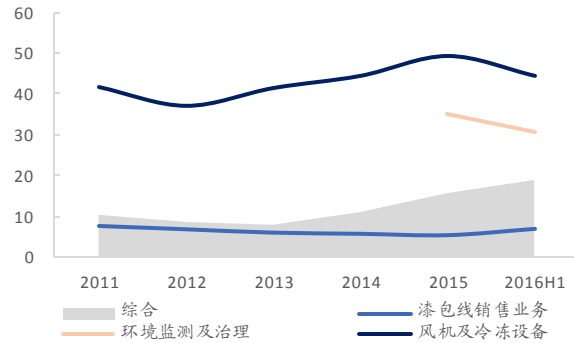
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3: 15 年主营业务收入构成



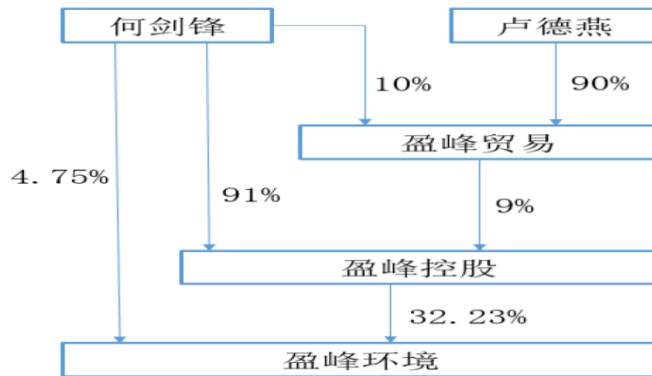
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 11-16H1 公司各项主营业务毛利率 (%) 情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 5: 公司实际控制人情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 1: 公司十大股东 (2016 中报)

排名	股东名称	持股数量(万股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	盈峰投资控股集团有限公司	15629.6924	32.23	限售流通 A 股, A 股流通股
2	Zara Green Hong Kong Limited	4873.7556	10.05	限售流通 A 股
3	大海联股权投资江阴有限公司	3205.5215	6.61	限售流通 A 股
4	何剑锋	2303.9988	4.75	限售流通 A 股
5	深圳市权策管理咨询有限公司	1468.1058	3.03	限售流通 A 股
6	曹国路	1194.4444	2.46	限售流通 A 股
7	江阴福奥特国际贸易有限公司	1068.5071	2.20	限售流通 A 股
8	周稷松	838.88	1.73	A 股流通股
9	深圳市安雅管理咨询有限公司	722.1665	1.49	限售流通 A 股
10	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	600	1.24	A 股流通股
	合计	31905.0721	65.79	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

监测、固废、水布局完成, 全国智慧环保大平台搭建

初步完成

监测：收购环境监测龙头宇星科技，借助全国渠道拓展智慧环保业务
 作价 17 亿收购星宇科技 100% 股权+募集配套资金 4.25 亿。公司支付现金 3.8 亿元（占对价 22.45%），发行股份 13.2 亿（9.78 元/股，占对价 77.55%），作价 17 亿元完成收购星宇科技 100% 股权，并向盈峰控股、何剑锋、和风聚赢、兴天管理非公开发行股份募集配套资金 4.25 亿元，其中和风聚赢和兴天管理分别是盈峰环境高管及宇星科技核心人员设立的企业，充分显示出盈峰及宇星管
管理层对与公司未来发展的看好。对赌利润承诺 15/16/17 分别为 1.2/1.56/2.1 亿元，锁定期 36 个月。

表 2: 公司 3.8 亿现金对价交易情况

序号	交易对方名称	现金支付(万元)
1	和华控股	26,660.38
2	鹏华投资	7,770.28
3	JK 香港	3,379.14
4	ND 香港	354
合计		38,163.81

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

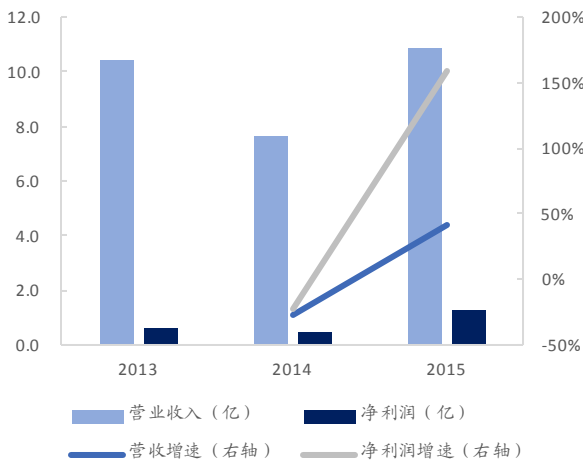
表 3: 公司募集 4.25 亿现金计划用途

序号	用途	金额(万元)
1	支付中介机构等费用	2,210.00
2	支付现金对价	38,163.81
3	标的公司的研发及运营费用	2,126.19
合计		42,500.00

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

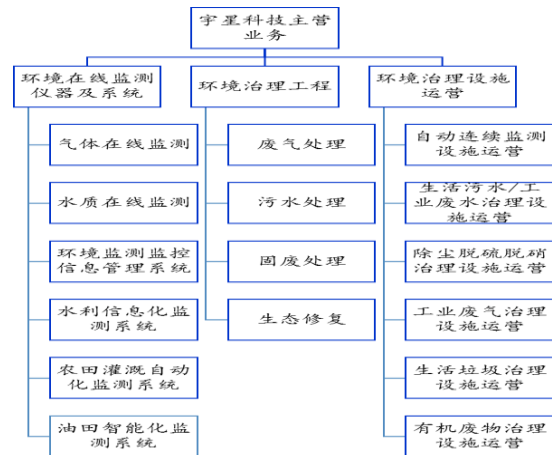
宇星科技为实力雄厚的老牌环境在线监测龙头。宇星科技主要从事环境在线监测仪器及系统、环境治理工程及环境治理设施运营三大业务。公司为“14 中国环境监测设备十大顶级品牌”之一。环境监测业务复杂程度高，市场小而分散，集中度较低，13 年宇星在环境监测仪器市场占有率约为 11%。14 年宇星主营业务中，环境监测仪器、治理、运营业务占比分别为 66%、25%、9%。

图 6: 13-15 宇星科技营收及扣非净利润情况 (亿元)



资料来源：公司网站、国信证券经济研究所整理

图 7: 宇星科技主营业务



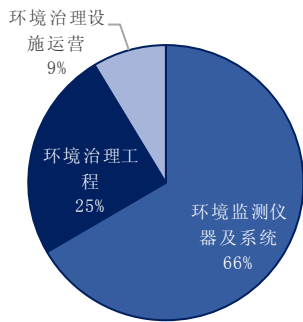
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◇ **资质全面。**具有《制造计量器具许可证》12 项；《中国环境保护产品认证

证书》23项；全国工业产品生产许可证1项；设计、施工、咨询相关资质9项。截至14年底，已取得主要专利252项；计算机软件著作权149项；软件产品登记证书74项。

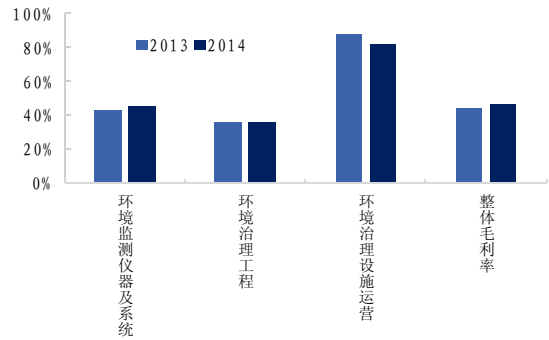
- ◇ **行业经验丰富。**宇星已累计为下游行业超过7500家用户提供各类气体、水质、水文环境监测产品，应用于电力、石化、水泥、印染、市政、水利等领域，积累大量经验，在提供一站式个性化系统整体方案上优势突出。
- ◇ **销售网络遍布全国。**拥有31家分公司和111个运营中心，构成覆盖全国31个省261个地级市的销售网络。

图 8：14 年宇星主营业务占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9：13-14 年宇星各项主营业务毛利率情况



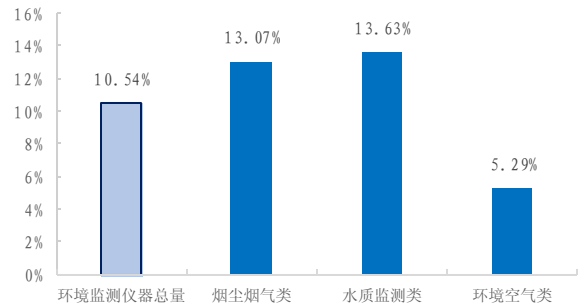
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 10：宇星科技销售网络遍布全国



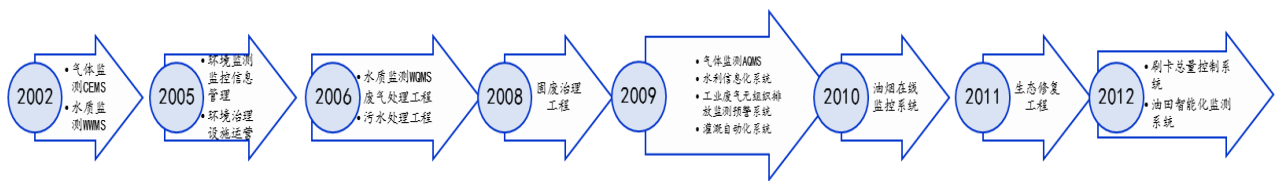
资料来源：公司网站、国信证券经济研究所整理

图 11：宇星科技 2013 年环境监测仪器市场占有率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 12：宇星科技历年获得的环境监测资质



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 4: 截至 16 年 2 月, 宇星签订的大额合同

合同签订单位名称	合同内容	合同额 (万元)	签订时间
浙江大唐乌沙山发电公司	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技术改造	9599	2016/2/2
中国石油化工股份公司中原油田分公司	采油管理数字化改造	2500	2015/6/4
湖北博凡生物科技有限公司	水质	2400	2015/5/22
济南大唐环境技术有限公司	烟气	2300	2015/4/12
山东台鹰环境工程有限公司	烟气	2150	2015/5/5
乐平市环境保护局	VOC	2100	2015/2/28
湖北楚禹水务科技有限公司	水利信息化	1994	2015/6/8
成都市绿思迪环保科技有限公司	空气站	1850	2015/3/15
大冶经济开发区管理委员会	环保工程	1767	2015/4/13
西安市仪鸿环境科技有限公司	烟气	1750	2015/4/25
北京瑞驰博通科技有限公司	WQMS	1350	2015/1/7
邯郸市馆陶新型化工园区	VOC	1210	2015/2/28
成都德赛机电设备有限公司	空气站	1195	2015/5/5
鸡西市恒硕环境科技有限公司	空气站	1125	2015/4/12
合计		23691	

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

与环境监测行业主要上市公司对比, 宇星科技在环境相关领域中产品线最全, 覆盖环境监测、治理和运维三个领域, 在 VOCs、空气站等领域处于行业领先水平, 宇星从 09-10 年开始从事 VOCs 监测研发, 13-14 年开展了监测试点; 而聚光科技涉及环境监测、工业过程分析和实验室仪器三大领域而产品线最广; 雪迪龙以污染源气监测为主; 先河环保以空气质量的监测为主业。

表 5: 宇星和环境监测领域主要上市公司的业务对比

公司	环境监测						环境设施运维服务		
	空气质量	污染源气	地表水质	污染源水	VOC	水利信息化	环境治理	治理设施	监测设施
聚光科技	●	●	●	●	○	○	○		
雪迪龙	○	●			○				○
先河环保	●	○	○	○	○				○
宇星科技	●	●	●	●	●	○	●	○	●

●表示主要业务; ○表示次要业务; ○表示即将进入该领域

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

我国环境监测市场空间大, 发展迅速。①**大气监测: 国控网+省控网**。包括近 1500 个 PM2.5 监测国控站点, 未来省控、市控、县控站点及大气背景监测网、工业区、道路监测网等的建设。②**污染源烟气监测: 燃煤锅炉改造+超净排放+排污企业自行监测**。此外, 政策推动 VOCs 监测及治理需求将爆发。涉及 VOCs 排放的行业达 100 多个, 目前国家只有 12 项行业标准, 预计 3 年后, VOCs 排放标准体系将全部完成。③**水质监测: 水源地监控+重点排放企业监控+地下水监测**。包括水源地 61 项指标的监测能力建设; 国家重点监控废水排放企业和污水处理厂需新建或升级现有排污监控能力, 所有被列入重点监测企业名录里的企业, 安装在线水污染物自动检测设备并与环保监控设备联网; 国控和省控约 550 万平方公里地下水覆盖面积将建设污染监测系统。④**重金属污染物监控: 电镀等重点企业监控+火电脱汞监控**。

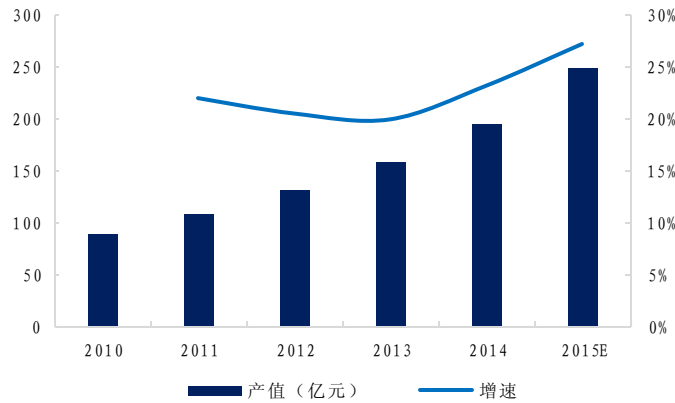
表 6: 环境在线监测仪器的估算市场空间

类别	监测范围	采购对象	驱动因素	市场空间估算
大空气	SO ₂ 、NO ₂ 、CO、O ₃ 、PM2.5、PM10	空气站(地方政府)	空气站增加 国产设备份额提升	15-20 亿/年
烟气在线监测	粉尘、二氧化硫、氮氧化物	电厂、钢铁、水泥等	行业排放标准的提升 监测指标的增加	10-15 亿/年
水质在线监测	污水厂	业主	行业排放标准的提升 监测指标增加	

自来水厂	业主	行业排放标准的提升	
流域	政府	环境治理	100-150 亿/年
地下水	政府	环境治理	
排污企业	企业	行业排放标准的提升	
重金属监测	汞、铬、镉、铅和类金属砷	企业、政府	行业排放标准的提升
			90 亿/年

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 13: 我国环境监测产业规模 (亿元) 及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

收购协同效应显著，宇星助力公司打造智慧环保综合服务商。公司在环保风机领域经验丰富，公司的脱硫脱硝风机应用于北京热电厂、广西钦州电厂、孟加拉吉大港电站、上海外高桥电厂、贵港发电厂、福州可门电厂等多个电厂项目。宇星科技在大气/烟气监测领域客户网络完善，协同效应明显。

表 7: 公司典型环保风机工程案例

典型环保风机工程案例	具体情况
中国石化海南炼化化工有限公司硫磺装置消除瓶颈挖潜项目	项目改造过程中，海南炼化采用了公司规格型号为 C200-1.5 的多级离心鼓风机，很好地满足装置工艺要求、安全卫生要求以及环境保护要求。
浙江新和成药业有限公司固废焚烧项目	针对新成固废焚烧项目中涉及固废排放物类型范围较广，公司共供货了 4-72NO3.6A 型号一次风机、9-19NO8D 型号二次风机、4-73NO14D 型号引风机以及 4-72NO3.2A 型号窑尾冷却风机。
阳城国际发电有限责任公司 1-4#机组烟气脱硫工程	阳城国际 1-4#机组烟气脱硫工程，供货了以风量大、全压高、高效的 9-26NO12D 型号低泄漏风机以及 9-26NO11.5D 型号低泄漏风机，帮助阳城国际发电有限责任公司顺利于期内完成烟气脱硫治理工程。
五矿营口中板有限责任公司烟气脱硫项目	在烟气脱硫项目中采用了氧化镁法烧碱机脱硫技术，以及公司 Y4-73-11No28D 型号脱硫引风机。
翔鹭石化(漳州)有限公司古雷 PTA 项目污水处理工程	古雷 PTA 项目污水处理工程中所应用了公司的 C500-1.7 型号一级生化池鼓风机、C270-1.7 二级好氧池鼓风机。
上海市固体废物处置中心二期工程	采用公司的 W6-29No19.3F 型号高温风机，风量大、全压高，高效地协助项目达成污染物排放准备。
云南滇东煤电二期 4*600MW 机组烟气脱硫工程	Y6-35No17D 型号低泄漏风机中标并成功应用，形成良好的烟气除尘脱硫系统，使项目最终达到烟气含量、石灰石成分和除尘脱硫要求。
北京润泰环保技术公司北京市通州区工业废弃物焚烧项目	润泰环保在开展北京市通州区工业废弃物焚烧项目中采用了公司的 9-19No8D 型号一次供氧风机、9-26No8D 型号二次供氧风机、9-19No9D 型号一次燃烧机风机，通过供给足够氧气进行高温焚烧。

资料来源：公司网站、国信证券经济研究所整理

借助自身分布于全国 31 个省市的 31 个分公司、1077 个监测运营站点、3188 台监测设备、74 个实验室、超 7500 家环保运营服务用户，宇星已具备为大多数运营问题提供完善解决方案的能力，深厚的资源积淀几乎能够满足所有招投标项目的硬性要求。成功登陆资本市场后，宇星资金瓶颈解除，乘着环境监测行业快速发展的政策东风，凭借自身齐全的资质、丰富的经验、遍布全国的营销网络，宇星拓展环境监测、治理、海绵城市及智慧环保 PPP 项目和通过外延

扩张取得更多资质值得期待。

固废：收购绿色东方环保 70%的股权切入垃圾焚烧领域

15年10月，公司收购绿色东方环保 51%的股权进入垃圾焚烧领域。①股权过户后公司将增资至持有其 70%股权。目前绿色东方环保已中标及签订 9 个垃圾处理焚烧发电 BOT 项目（其中 4 个项目在建），全部建成达产后日垃圾处理量将达到约 8000 吨/天，项目分布在广东、湖北、江西、安徽、山东、河南等地。

②绿色东方环保承诺 16/17/18/19 年廉江项目、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 亿元，且承诺 16-19 年后续新增项目不少于日总处理量 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）。③绿色东方团队具有丰富的垃圾焚烧发电经验，且在炉排和烟气处理等核心设备拥有专利技术。④收购后，绿色东方将有机会借助上市公司的平台和渠道优势拓展更多的订单，业务与宇星的在线监测业务也可产生协同作用。

表 8：绿色东方垃圾焚烧项目

项目	日处理量（吨/日）	垃圾处理费	备注
1 广东廉江市项目一期	600	40 元/吨	终期规模 1000 吨/日，一期预计 16 年底投产
2 安徽阜南县项目	600	30 元/吨	终期规模 1000 吨/日，该项目已于 2015 年 3 月开工，预计 2016 年 10 月完成主体工程，2016 年 11 月试运营。
3 湖北仙桃市项目	600		群体事件暂缓
4 安徽寿县项目	600	55 元/吨	二期 1200 吨/日，该项目已于 2016 年 3 月动工建设，预计 2017 年 9 月完成主体工程，2017 年 10 月试运营。
5 山东阳信	600		
6 河南鹿邑	600		
7 河南濮阳	600		二期 1200 吨/日
8 江西鄱阳	600		
9 江西都昌	600		

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

水处理：收购大盛环球+明欢有限+亮科环保，补齐短板

16 年 7 月公司公告拟以现金收购大盛环球 100% 股权、明欢有限 100% 股权，亮科环保 55% 股权，预估总值 5.48 亿；亮科环保承诺 16/17/18 年净利润不低于 0.2/0.3/0.4 亿；大盛环球和明欢有限 16/17/18 年净利润每年不低于 0.35 亿。大盛环球和明欢有限拥有境内广东省佛山地区 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，污水日处理量达到 28.8 万立方米，这 5 家污水处理公司在顺德当地的污水处理领域具备较强的影响力和竞争实力。

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，而且在全省至全国的示范作用明显。

公司通过本次收购进军市政及农村水处理市场，补充了公司在水环境治理方面的经验，进一步完善了公司的业务布局，打造环保大平台公司的思路明晰，后续水处理及水环境相关 PPP 订单值得期待。

借助上市公司平台和多年高端装备及环保风机的业务经验，结合宇星科技环保监测领域的优势，公司打造“以环境监测为龙头，高端装备制造+综合环境服务商”战略快速启动，未来更多的外延扩张可以期待。

管理层经验丰富、激励到位，不断增持显示公司信心

管理层大多来自美的，优秀管理经验给公司长期成长奠定基础

盈峰环境总裁马刚先生，1979年出生，年富力强，管理经验丰富，2001年加入美的，历任美的电饭煲事业部研发工程师、分公司业务员、大区总监，美的生活电器国内营销公司总经理，美的日电集团中国营销总部总裁，美的生活电器事业部副总及国内营销总经理，美的生活电器事业部副总及水料产品公司总经理，美的集团国内市场部副总监；2014年12月至今任公司总裁。我们认为，美的集团成功的经验，以及先进的精细化运营管理经验将给宇星带来全新面貌，优秀的管理层将为盈峰环保大平台的搭建奠定坚实基础。

管理层激励到位，高行权条件体现增长信心

今年2月公司发布股权激励草案，计划授予公司中层管理及核心骨干64人544万股，占计划签署时公司总股本1.12%，行权价格为18.77元，除权后约12.51元/股，行权条件为公司16-18年各年度实现的扣非净利润与15年比，增长率分别不低于30%、60%、100%。

表 9: 公司股权激励草案

	业绩考核指标	可行权数量占比	行权时间
第一个行权期	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%。	30%	自授权日起12个月后的首个交易日起至授权日起24个月内的最后一个交易日当日止
第二个行权期	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%。	30%	自授权日起24个月后的首个交易日起至授权日起36个月内的最后一个交易日当日止
第三个行权期	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%。	40%	自授权日起36个月后的首个交易日起至授权日起48个月内的最后一个交易日当日止

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

控股股东及管理层不断增持，彰显长期发展信心和决心

①15年7月8日至15年9月22日公司控股股东盈峰集团增持公司股份612万股，约占当时公司总股本2%，增持均价除权后约10.45元/股。②15年11月16日至15年11月17日，公司董事及总裁马刚、董事及副总裁刘开明、财务总监卢安锋及部分核心员工通过集合计划买入公司股票557.3万股，占公司股份总数的1.15%，增持均价除权后13.82元/股，承诺6个月内不减持。

表 10: 公司管理层增持成本

日期	除权后成本价	增持数量	占总股本比例（2016H1）
15年7月8日至15年9月22日	10.45元/股	612万股	1.27%
15年11月16日至15年11月17日	13.82元/股	557.3万股	1.15%
16年2月	行权价12.51元/股	544万股	1.12%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

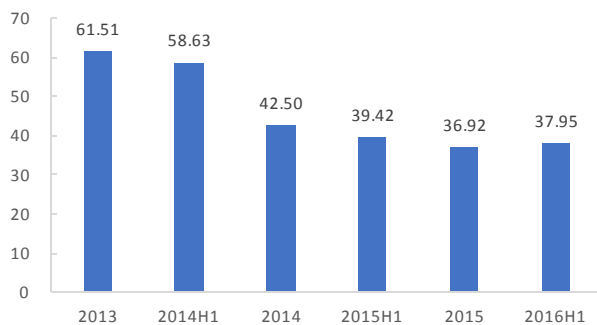
低负债率+产业基金+增发落定+股东背景，为未来外延扩张奠定坚实资本基础

公司负债率低，为外延提供25亿资金潜力

公司近年来资产负债率处于较低的水平并且维持下降趋势，16中报资产负债率

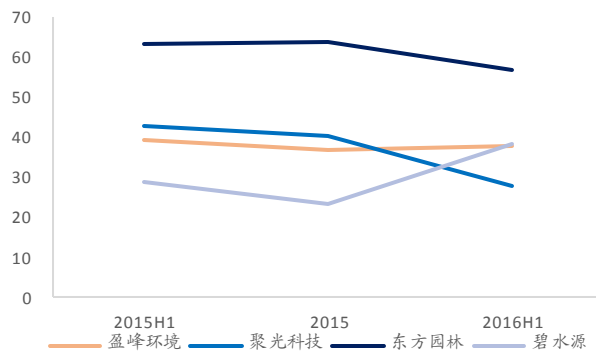
为 38%，若考虑此次增发仅为 32%；且和同行业环保平台型公司相比，资产负债率也较低，外延空间大；若公司资产负债率能提升 70%左右，则可以再为外延提供近 25 亿资金潜力。

图 14: 公司资产负债率近年来保持较低水平 (%)



资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

图 15: 公司资产负债率与同行环保平台型公司对比



资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

增发 9.5 亿，进一步增强公司资金实力

16 年 7 月，公司发布非公开发行预案，拟以不低于 12.78 元/股向包括何剑锋、余常光在内的不超过 10 名特定对象非公开发行不超过 7433.5 万股，募集资金不超过 9.5 亿元，用于公司三个垃圾焚烧项目建设，监测网络建设以及补充流动资金。

- ◇ 增发募资投向公司的三个垃圾发电项目，有利于项目的顺利推进，其中廉江项目一期 600 吨及阜南项目一期 600 吨预计 16 年底投产，寿县项目一期 600 吨预计 17 年 10 月试运营，三个项目投产之后预计年贡献净利润约 5000 万左右。
- ◇ 募资投入环境监测全国运营中心升级及新建项目、生态预警综合信息监控系统研发项目中有利于公司加强和完善覆盖全国的运维服务网络建设，进一步巩固和提高智慧环保综合服务商的实力。
- ◇ 补充流动资金 1.2 亿，优化财务结构，加强公司的资金实力。
- ◇ 本次非公开发行中何剑锋先生承诺认购金额不低于 0.5 亿且不超过 1.5 亿元，大股东再次增持彰显了对于公司发展的强烈信心。

表 11: 增发募投项目情况

项目	投资总额 (亿)	拟使用募集资金 (亿)
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	25,005.92	22,000.00
阜南生活垃圾焚烧发电项目	25,861.00	19,000.00
廉江生活垃圾焚烧发电项目	25,868.00	13,000.00
小计	76,734.92	54,000.00
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	120,224.92	95,000.00

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

设立 30 亿并购基金，通过表外方式积极寻找优质并购项目

15年11月，公司与盈峰资本、易方达等共同设立30亿元盈峰环保并购基金。首期规模不低于3亿，公司首期出资2500万元，投资于环境在线监测、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、核电等领域寻找优秀的成长型企业。

表 12: 盈峰环保基金管理公司注册资本出资比例 (500万元)

股东	比例
盈峰资本	51%
纳兰德	24%
盈峰环境	9%
易方达资管	8%
马刚	3%
刘开明	5%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

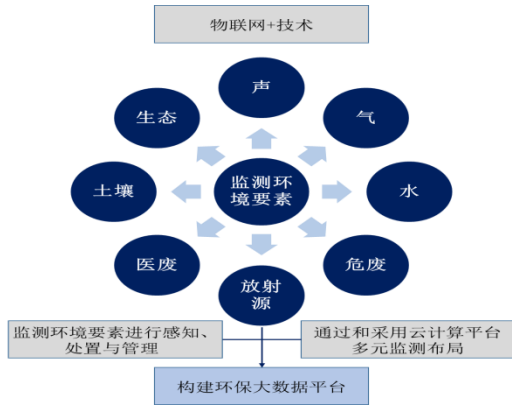
布局垃圾处理、水务市场，美的系打造智慧环保大平台拉开序幕。借助宇星在环境监测行业深厚的积累，公司打造互联网+智慧环保一站式解决方案思路清晰，从互联网+环境监测及管理->环境监测运维服务->烟气治理、水处理及固废处理服务，全面布局，未来持续外延可期待。同时，何剑锋先生控股的盈峰控股擅长资本运作，拥有丰富的社会资源，其旗下盈峰资本所管理的资产超160亿，影响力强，实力雄厚，将为公司未来外延提供充分支持。

图 16: 公司逐步打造环保大平台



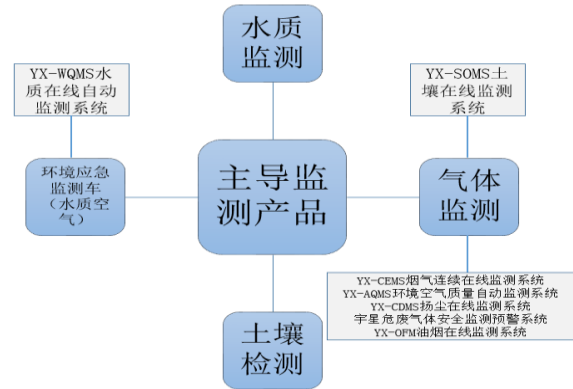
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 17: 公司构建环保大数据平台



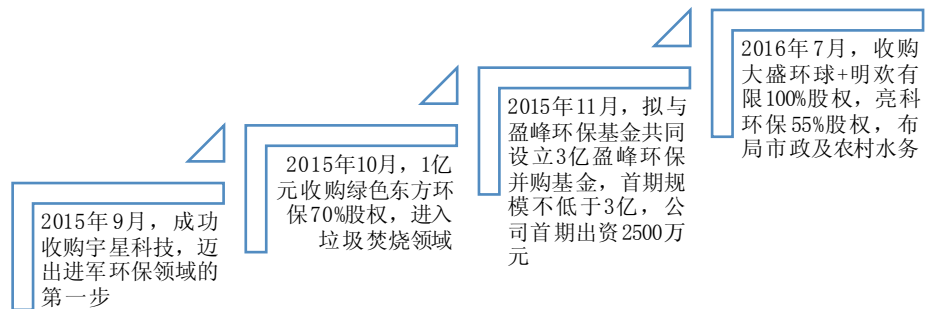
资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所整理

图 18: 公司主要监测产品类型



资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所整理

图 19: 公司环保大平台成型



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

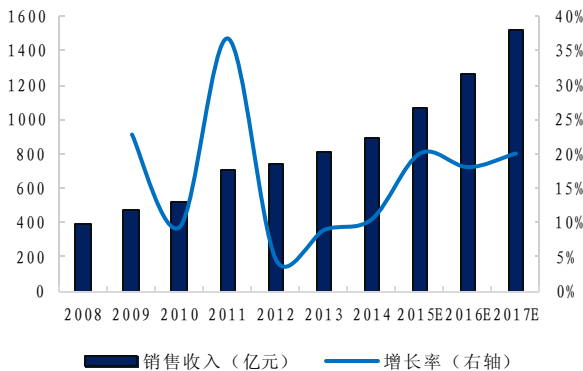
传统业务受益核电重启平稳发展

公司为国内领先的高端风机装备提供商

风机是依靠叶轮旋转运动输入机械能, 提高气体压力并排送气体的从动流体机械, 用途广泛, 需求量大, 是量大面广的通用机械, 下游需求行业包括石油、电力、化工、纺织、轨道交通、地下工程、核电等。我国风机行业销售规模逐年增长, 年均增速约在 15%, 受宏观经济影响增速逐年下降。行业处于成熟期, 有 400 余家竞争企业, 以中小企业为主。

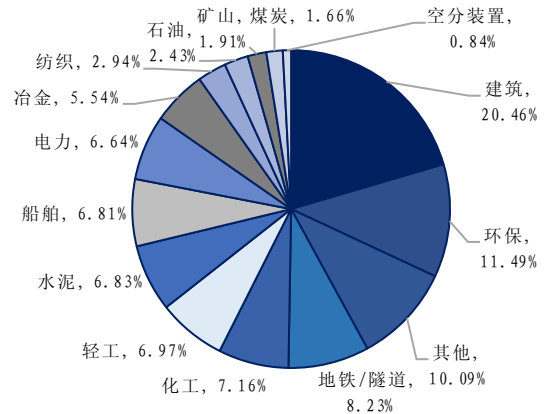
根据中商情报网, 在中低端风机产品领域, 市场竞争激烈, 大部分企业提供标准化产品。在高端产品领域主要公司有陕鼓动力、金盾风机、南风股份、上风高科、金通灵等系统解决方案提供商, 能提供个性化系统集成服务及综合解决方案, 满足设备安全稳定节能高效等需求。高端领域产品主要应用于地铁、隧道、核电、石化等行业, 进入门槛高, 市场竞争取决于公司的技术与品牌, 行业未来主要增长重点在高端市场。

图 20: 08-17E 我国风机行业销售收入 (亿元) 及增长率



资料来源: 前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

图 21: 风机在我国各行业的应用发布



资料来源: 前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

公司拥有两大驰名风机品牌，行业经验丰富，重视研发，竞争实力一流。

- ◇ **公司旗下有上风、专风两大驰名风机品牌。**“上风”为轨道交通和核电领域风机产品的核心供应商；“专风”为工业与民用建筑领域风机生产的领先企业。公司先后荣获国际二级企业、国家质量奖、中国驰名商标、浙江省著名商标、浙江省名牌产品等荣誉，并多次参与国家火炬项目。
- ◇ **公司在风机行业经验丰富。**①在核电领域，公司是国内最早进入核电通风领域的制造商，拥有核安全局颁发的核级风机设计和制造许可证，积累了丰富的核电通风系统设备供货经验。公司设计制造的核电通风系统设备已成功应用在泰山核电、岭澳核电、福清核电、海南昌江核电、台山核电、三门核电、田湾核电站、防城港核电等四十多个项目。②在轨道交通领域，公司产品市场占有率位居前列，应用在北京、上海、广州、深圳、天津、香港、新加坡等城市地铁等国内外九十多个重大轨道交通项目。根据国家交通发展纲要，2013-2020 年全国城市新增地铁运营里程为 3738 公里，平均每公里用于风机及阀门方面的资金支出约 150 万元，年风机采购金额约为 8-10 亿元。③在工民建领域，公司市场份额遥遥领先，应用在奥运会水立方场馆、钓鱼台宾馆、万达广场等。
- ◇ **公司注重研发。**公司持续引进上海交大、浙大、同济、北航等 8 所高校不同学科的强项专业技术及和德国、日本的国际先进技术进行优化组合。

表 13: 截至 16 年 2 月，公司中标的部分核电及轨道交通风机订单

中标项目	类型	金额	中标日期	备注
上海市轨道交通 13 号线二期、三期、世博园专线工程可逆转高温轴流风机、单向运转耐高温轴流风机项目	轨道	853.97	2016 年 2 月	
郑州市南四环至郑州南站城郊铁路工程 (绕城高速站至机场站段) 及郑州市轨道交通 1 号线二期工程风机设备采购项目	轨道	948.81	2016 年 2 月	
乌鲁木齐轨道交通 1 号线工程各类风机及消音器采购项目	轨道	5493.7	2016 年 2 月	
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	核电	2015.5	2015 年 6 月	
中国核电工程有限公司福建福清核电厂项目 5、6 号机组核岛风机设备	核电	2190.8	2015 年 6 月	福建福清 5、6 号机组是“华龙一号”三代核电技术的示范机组。“华龙一号”是未来我国核电发展的重点技术路线，以及核电走出国门的主打机型。
中国核电工程有限公司福建福清核电厂项目 5、6 号机组核岛空调机组设备	核电	1886.5	2015 年 5 月	该项目是公司首次中标核岛空调机组采购包。
合计		13389.3		

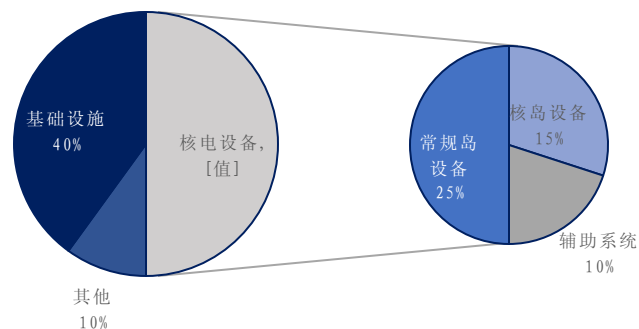
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

核电建设重启，公司核电风机业务迎来快速增长机会

核电在发电成本、节能减排及能源安全上都有着无可替代的重要作用，核电重启大幕正揭开。根据《核电中长期发展规划》，到 2020 年中国核电装机容量将达 5800 万千瓦，在建核电将达 3000 万千瓦；根据中电联，2014 年国内核电机组装机容量 2025 万千瓦，在建容量约 2850 万千瓦；2015-2020 年每年平均需开工 6-7 台百万千瓦核电新机组，根据招标进度，设备商订单有望在未来两年集中释放；根据中国产业网，未来五年将有 6000 亿核电投资市场空间。

《核电中长期发展规划》强调不断提高设备制造自主化的比例，实现核电设备制造业的战略升级，发改委提出核电辅助设备国产化率目标为 100%。核电风机要求企业具有核电风机生产许可证，准入门槛较高，能批量供应核电风机的企业相对较少，“上风”作为轨道交通和核电领域风机产品的核心供应商，具较强竞争优势，2015 半年，公司获得多笔核电风机订单，随着核电建设的重启，公司核电风机业务也将迎来高增长的机遇。

图 22: 核电站成本占比



资料来源：国信证券经济研究所整理

盈利预测与投资评级

盈利预测假设

宇星已于 15 年 10 月并表，绿色东方于 15 年 11 月并表。假设 16/17/18 年：

- ◇ 公司风机及电磁线业务稳定增长。
- ◇ 收购公司实现对赌利润：①宇星科技实现对赌利润：16/17 年 1.56/2.1 亿，假设 18 年净利润较 17 年保持 30% 增速；②亮科环保、大盛环球和明欢有限实现对赌利润：亮科环保承诺 16/17/18 年净利润不低于 0.2/0.3/0.4 亿；大盛环球和明欢有限 16/17/18 年净利润每年不低于 0.35 亿；③绿色东方项目按照进度投产（见表 8），承诺 16/17/18/19 年廉江项目、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 亿元。

盈利预测及评级

假设近期拟现金收购的三家污水处理企业，今年全年并表，我们预计公司 16/17/18 年净利润分别为 3.0/4.8/7.5 亿元，考虑增发对应摊薄后 EPS 分别为 0.37/0.60/0.94 元，对应 PE 分别为 43/27/17X，给予“买入”评级。