

中国天楹 (000035)

——规模小技术优 业绩即将爆发 “买入”

报告原因：首次覆盖

买入

首次评级

市场数据： 2014年08月29日

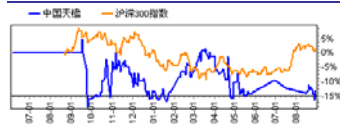
收盘价(元)	11.25
一年内最高/最低(元)	13.4/9.86
上证指数/深证成指	2217/7842
市净率	4.2
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	2126

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2014年06月30日

每股净资产(元)	2.68
资产负债率%	57.26
总股本/流通A股(百万)	567/189
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

向志辉 A0230514080009
xiangzh@swsresearch.com

刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com

联系人

向志辉
(8621)23297818x7345
xiangzh@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	250	83.2	76	25.5	0.12	63.2	3.2	92.0	
2014H1	172	321	60	798	0.17	59.3	6.3		
2014E	416	66.6	170	123.9	0.27	58.3	6.7	41.1	12.7
2015E	653	56.9	263	54.6	0.42	55.6	9.4	26.6	8.9
2016E	907	38.9	367	39.6	0.59	54.8	11.6	19.0	6.6

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

投资要点：

- 垃圾发电进入发展整合黄金期，随监管趋严，资源、技术和运营强者有望更强。预计14~20年垃圾发电投资仍有望高达1400亿，且随环保趋严，企业系统集成和项目运营能力将面临更高要求，设备落后、管理不善企业势必面临更新换代、被兼并收购，行业将面临洗牌，资源、技术和运营强者有望做大。
- 公司长期致力于焚烧发电整体解决方案的研究，全焚烧处理系统技术集成实力及项目运营管理能力突出，有望直接受益环保提标。目前，公司拥有实用新型专利72项，其中“单元模块化大型生活垃圾焚烧炉”获国家火炬项目。公司焚烧发电业务运营毛利率达64.9%国内领先，二噁英排放达到欧盟2000标准，飞灰等三废排放也达到或超过国家标准。此外，公司环保设备13年开始外销，14年进入爆发未来有望成为业绩超预期因素。
- 规模小成长性优，上市后融资渠道拓宽助力项目扩张。公司13年运营规模2750吨/日，在手项目保证17年达到9100吨/日，14-16年有望年均新增项目2-4个。且上市后公司融资渠道更加多元化，未来有望通过兼并收购提升市占率。
- 投资估值与评级：不考虑配套融资，预计公司14-17EPS 0.30、0.46、0.65和0.88元；若考虑配套融资，预计公司14-17EPS 0.27、0.42、0.59和0.80元，CAGR 43%。随环保监管趋严，未来3-5年垃圾发电行业将进入发展整合黄金期。公司焚烧技术国内领先，运营管理能力突出，上市后有望凭借多元化融资渠道推动业务扩张，未来市占率将进一步提升，核心设备13年开始外销14年进入爆发，有望成为业绩超预期因素。公司系A股垃圾发电唯一纯正标的，体量小成长性优，并购态度积极，未来更有望向餐厨垃圾、垃圾清运、灰渣综合利用及污泥处置等领域延伸，长期成长有看点，短期股价具备支撑，我们认为目前60亿市值存在明显低估，首次覆盖给予“买入”。
- 股价表现催化剂：垃圾发电项目拓展；兼并收购；设备销售超预期
- 核心假定风险：业绩低预期；项目建设进度低预期；设备销售增长缓慢

投资案件

投资评级与估值

考虑配套融资，按股本 6.2 亿股算，预计公司 14-17EPS 0.27、0.42、0.59 和 0.80 元，CAGR 达到 43%。随环保监管趋严，未来 3-5 年垃圾发电行业将进入发展整合黄金期。公司焚烧技术国内领先，运营管理能力突出，上市后有望凭借多元化融资渠道推动业务扩张。目前在手运营规模 9100 吨/日（已投产 2750 吨/日），14-16 年有望年均新增项目 2-4 个市占率将进一步提升，核心设备 13 年开始销售 14 年进入爆发式增长，有望成为业绩超预期因素。公司系 A 股垃圾发电唯一纯正标的，体量小成长性优异，并购态度积极，未来更有望向餐厨垃圾、垃圾清运、灰渣综合利用及污泥处置等领域延伸，我们认为目前 60 亿市值存在明显低估，首次覆盖给予“买入”。

关键假设点

预计 14-17 年垃圾发电收入将达到 3.2、4.2、6.0 和 8.1 亿元，设备销售及环保工程收入将分别达到 0.9、2.2、2.9 和 3.5 亿元。

有别于大众的认识

1.随环保监管趋严，未来 3-5 年将是垃圾发电行业发展整合黄金期。预计 14~15 年垃圾焚烧发电投资仍将景气，需求有望达到 500 亿元左右，“十三五”增速放缓但市场空间仍有望达 900 亿元。另一方面，监管趋严、环保提标对企业系统集成实力和项目运营水平提出更高要求，设备落后、管理不善的企业必然面临更新换代、被兼并整合，尤其在二三线城市存在着广阔市场空间。

2.市场质疑公司主业拓展实力，导致对公司成长性的低估。低估一：设备销售。公司核心设备 13 年始外销 14 上半年实现爆发，预计全年达到 0.9 亿，15 年达到 2.2 亿，随产能放量毛利率较目前 41% 仍有提升空间。**低估二：垃圾发电运营。**公司技术运营优势明显，二噁英排放达欧盟标准，未来随监管趋严，有望凭借全焚烧处理系统集成和项目运营实力直接受益。14-16 年，公司有望年均新签项目 2-4 个，成长性优异。此外，公司还有望通过兼并收购不断提高市占率。**低估三：大股东实力。**

3.市场质疑公司向上下游延伸的实力，系公司上市较晚、大家认识不深形成的误解。公司计划未来向垃圾清运、灰渣综合利用及污泥处置等新兴领域扩张。**垃圾清运：**上市前公司已积累了如东、海安地区项目经验，集团亦具备垃圾中转设备制造能力；**污泥处置：**牡丹江市项目已进入环评，投产后有望形成标杆作用向其他区域推广。

股价表现的催化剂

垃圾发电项目拓展；兼并收购；设备销售超预期

核心假设风险

业绩低预期；项目建设进度低预期；设备销售增长缓慢

目 录

天楹环保：目标垃圾发电及相关设备销售细分领域领先者..	4
1. 监管标准双加码 垃圾发电进入发展整合黄金期	5
1.1 政策推动行业高增 13~20 年新建投资预计达 1400 亿	5
1.2 监管趋严、环保提标倒逼需求升级 行业迎整合机遇	6
1.3 资源整合能力、技术运营实力强者有望更强	7
2. 上市拓宽融资渠道 未来扩张更加积极	9
2.1 借壳*ST 科健 拓宽融资渠道	9
2.2 配套融资也即将完成 为后续扩张提供支撑	10
3. 垃圾发电迎爆发 未来进军固废处理新领域	11
3.1 坐东向西布局三四线 争取一二线市场份额	11
3.2 技术运营实力领跑行业 直接受益环保提标	12
3.3 发电业务全面推进 设备销售迎来爆发	13
3.4 未来有望进军固废处理新领域 长期成长性值得期待	14
4. 业绩即将爆发 长期成长可期 “买入”	15

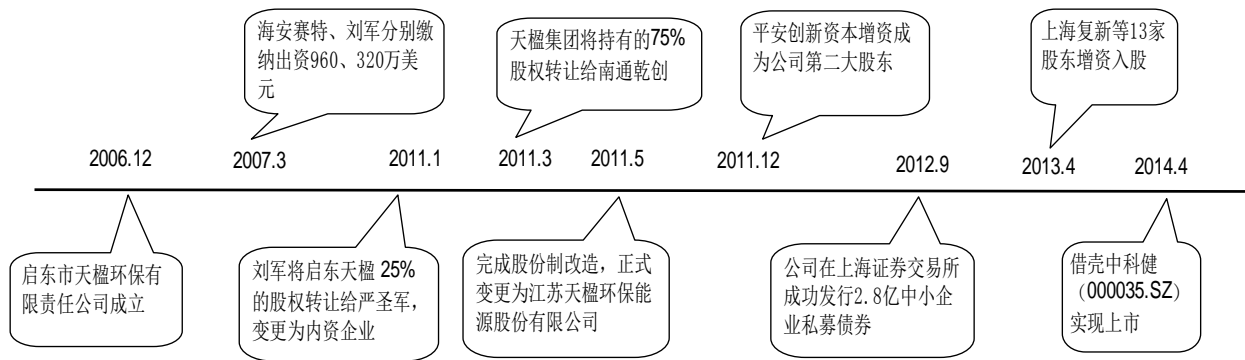
图表目录

图 1: 公司发展历史.....	4
图 2: 14H1, 公司营业收入结构 (单位: 百万元)	4
图 3: 公司垃圾焚烧发电运营毛利率处于行业领先.....	4
表 1: 生活垃圾处理相关政策列举.....	5
图 4: 我国垃圾无害化处理情况 (单位: 万吨/年)	6
图 5: 我国垃圾焚烧占无害化处理能力比例.....	6
表 2: 新旧生活垃圾焚烧污染控制标准对比.....	6
表 3: 新旧生活垃圾焚烧污染控制标准对比.....	7
表 4: 13 年以来上市公司垃圾发电项目投资建设情况 (单位: 吨/日, 年)	8
表 5: 行业集中度仍有提升空间.....	8
图 6: 上市前, 公司股权结构示意图.....	9
表 6: 公司非公开发行方案.....	9
表 7: 重组前后中科健股权结构示意图.....	10
表 8: 配套资金主要用于滨州一期和辽源项目投入.....	11
图 7: 我国城市生活垃圾焚烧厂分布图.....	11
图 8: 我国城市生活垃圾焚烧处理量分布图.....	11
图 9: 公司三段式顺推垃圾炉排炉剖面图.....	12
表 9: 公司二噁英排放浓度远低于欧盟水平.....	13
表 10: 公司垃圾发电项目建设情况 (单位: 吨/日)	13
图 10: 公司 14H1 主营业务收入结构.....	14
图 11: 公司主营业务收入及毛利率情况 (单位: 百万元, %)	14
表 11: 截止 14Q1, 公司设备销售业务在手订单情况	14
表 12: 公司营业收入预测.....	16
表 13: 公司营业成本预测.....	16
表 14: 公司盈利预测表 (单位: 百万元, 元/股)	16

天楹环保：目标垃圾发电及相关设备销售细分领域领先者

江苏天楹环保能源股份有限公司（以下简称“公司”）专注于城市生活垃圾焚烧发电项目以及环保设备生产制造，系江苏省十二五环保产业发展重点培育的龙头企业之一。其前身为启东市天楹环保有限责任公司，于11年5月完成股份制改造，正式变更为江苏天楹环保能源股份有限公司；11年12月，接受平安创新资本增资为公司第二大股东；13年4月，吸收上海复新等13家股东增资入股；并于14年5月，成功借壳中科健（000035.SZ）实现上市。至此，公司完成了与资本市场的进一步对接，为后续打造垃圾处理全产业链服务提供商奠定基础。

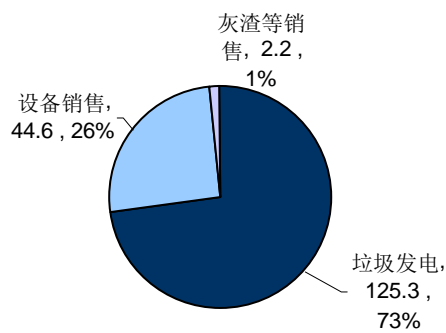
图 1：公司发展历史



资料来源：公司公告，申万研究

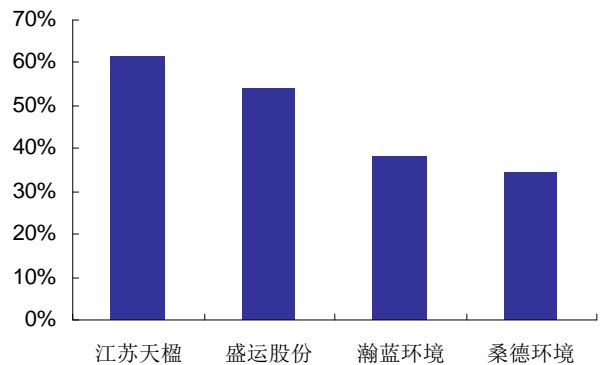
目前，公司业务主要分布在江苏、福建、山东、东北等地，已有如东、启东、海安以及连江等4个垃圾发电项目在运营，处理规模共2750吨/日；此外在建及筹建项目5项，日处理规模达6350吨，预计到17年将全部建成投产。14上半年，公司实现营业收入1.72亿元，其中垃圾发电占72.8%，运营毛利率达64.9%，属国内领先水平；设备销售占25.9%，设备毛利高达41.3%，收入规模、毛利率均大幅超出14年全年备考盈利预测水平。

图 2：14H1，公司营业收入结构（单位：百万元）



资料来源：公司公告，申万研究

图 3：公司垃圾焚烧发电运营毛利率处于行业领先



资料来源：公司公告，申万研究

1. 监管标准双加码 垃圾发电进入发展整合黄金期

1.1 政策推动行业高增 13~20 年新建投资预计达 1400 亿

随电价补贴政策落实及 BOT/BOO 模式逐步成熟，近年来垃圾焚烧发电投资快速增长，行业迎来黄金发展期。12 年 3 月，国家发改委下发《关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》，决定按每吨生活垃圾折算上网电量 280 度执行全国统一标杆电价 0.65 元/度（含税）。电价补贴的落实进一步完善垃圾发电收付费机制，外加 BOO/BOT 模式日益成熟行业投资明显加快。截止 12 年，全国垃圾焚烧厂日处理能力预计达到 13 万吨左右，较 10 年约增加 4.3 万吨，增量约占整个“十一五”的 68%。根据国务院《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，到 15 年，全国将形成城镇生活垃圾无害化处理能力 87.1 万吨/日，其中焚烧处理能力达到 30.7 万吨/日。考虑 13 年项目投资进度，我们认为 14~15 年垃圾焚烧投资仍将延续景气，需求有望达到 500 亿元左右。

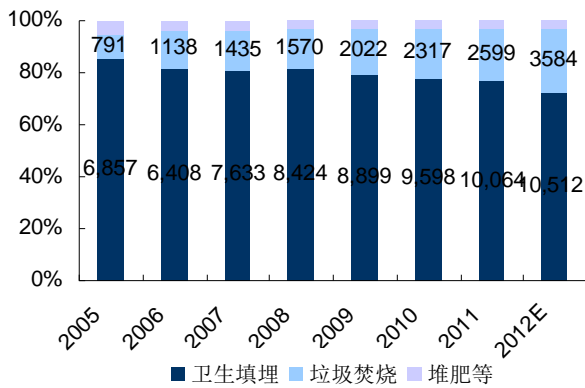
表 1：生活垃圾处理相关政策列举

时间	部门	政策
2012. 4. 19	国务院	《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》
2012. 3. 28	发改委	《关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》
2011. 12. 28	工信部	《环保装备“十二五”发展规划》
2011. 4. 19	国务院	《关于进一步加强城市生活垃圾处理工作意见的通知》
2009. 12. 31	财政部等	《关于公布环境保护节能节水项目企业所得税优惠目录（试行）的通知》
2008. 12. 9	财政部	《关于资源综合利用及其他产品增值税政策的通知》
2008. 9. 4	环保部等	《关于进一步加强生物质发电项目环境影响评价管理工作的通知》
2006. 9. 7	发改委等	《国家鼓励的资源综合利用认定管理办法》
2006. 6. 1	环保局	《关于加强生物质发电项目环境影响评价管理工作的通知》
2006. 1. 5	发改委	《可再生能源发电有关管理规定》
2006. 1. 4	发改委	《可再生能源发电价格和费用分摊管理试行办法》
2000. 5. 29	建设部等	《城市生活垃圾处理及污染防治技术政策》

资料来源：公开资料，申万研究

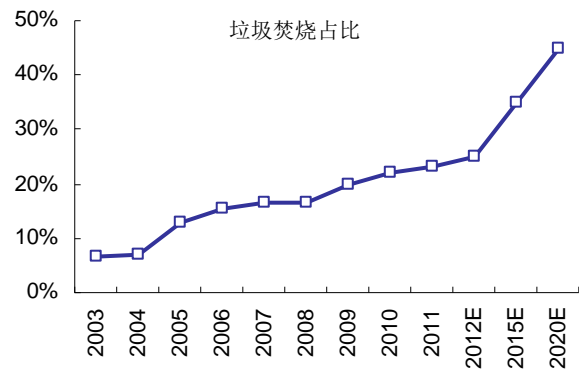
“十三五”行业发展增速预计回落，但市场空间仍有望达 900 亿元。假设我国垃圾日处理量年均增长 8%，垃圾焚烧占比 20 年提升至 42%（15 年预计达到 35%），项目吨投资 45 万元，测算到 20 年市场规模将达到 800~900 亿元。其中，设备投资按占 40% 估算，新增需求将达 360 亿元左右。

图 4：我国垃圾无害化处理情况（单位：万吨/年）



资料来源：公司公告，申万研究

图 5：我国垃圾焚烧占无害化处理能力比例



资料来源：公司公告，申万研究

1.2 监管趋严、环保提标倒逼需求升级 行业迎整合机遇

垃圾发电新标 7 月 1 日即将施行，尾气排放控制及运营监管全面升级。14 年 4 月 9 日，环保部部长周生贤主持召开环保部常务会议，会议审议并原则通过了《生活垃圾焚烧污染控制标准》（替代 GB18485-2001）。新标准在适用范围、焚烧设备启停控制以及尾气排放等方面做出了重要修订（见表 2），并首次对企业自我监测、监督性监测、监测指标、监测方法和监测频率等做出规定，要求对运行工况及大气污染物排放浓度实施在线监测，从而加大了垃圾发电企业投资运营成本。以二噁英为例，排放标准由现行 1.0ngTEQ/m³ 提升至欧盟标准 0.1ngTEQ/m³，同时要求监测频率不少于每年一次，并通过前体物质监测实施连续监测。据了解，某焚烧发电项目二噁英监测单次费用就在 10 万元左右。

表 2：新旧生活垃圾焚烧污染控制标准对比

类别	现行标准（GB18485-2001）	修订标准（2014 年 7 月 1 日起施行）
入炉废物要求	危险废物不得进入生活垃圾焚烧厂处理	生活污水处理厂污泥以及一般工业固体废物参照本标准执行，禁止将电子废弃物及其处理处置残余物、危险废物在生活垃圾焚烧厂中处置
技术要求	一氧化碳作为污染物指标	一氧化碳作为焚烧炉工况正常运行的监控指标，并需要连续监测
运行要求	未对启用、关闭和事故阶段进行规范	对启动、关闭和事故阶段的持续时间、污染控制、数据采集方法进行了详细要求。
排放控制要求	颗粒物为 80mg/m ³ 二噁英为 1.0ngTEQ/m ³	改为 30mg/m ³ ，由于二噁英监测费用偏高，很难开展连续监测，可以通过颗粒物间接控制。 改为 0.1ngTEQ/m ³
监测要求	NO _x 、HCL、颗粒物、SO ₂ 未要求进行连续监测；监测频次没有要求。	颗粒物、NO _x 、HCL 和 SO ₂ 采用连续监测；其他大气污染物包括重金属类项目，每季度监测一次，二噁英每年监测一次。

资料来源：公开资料，申万研究

监管趋严、环保提标对垃圾发电企业系统集成实力和项目运营水平提出了更高要求，行业将面临重新洗牌，设备改造、兼并整合以及业务延伸是产业发展的三大趋势。其中，设备落后企业需要更新换代，否则将面临淘汰；运营不善的企业迫于环保压力将接受兼并收购，未来行业集中度将进一步提升。另一方面，运营成本提升要求最大化产业链价值，向上下游延伸及拓宽产品线是较为现实的选择，这对垃圾发电企业技术储备、渠道资源、资金实力全面提出挑战。

表 3：新旧生活垃圾焚烧污染控制标准对比

类别	现行标准（GB18485-2001）	修订标准（2014年7月1日起施行）
入炉废物要求	危险废物不得进入生活垃圾焚烧厂处理	生活污水处理厂污泥以及一般工业固体废弃物参照本标准执行，禁止将电子废弃物及其处理处置残余物、危险废物在生活垃圾焚烧厂中处置
技术要求	一氧化碳作为污染物指标	一氧化碳作为焚烧炉工况正常运行的监控指标，并需要连续监测
运行要求	未对启用、关闭和事故阶段进行规范	对启动、关闭和事故阶段的持续时间、污染控制、数据采集方法进行了详细要求。
排放控制要求	颗粒物为 80mg/m ³ 二噁英为 1.0ngTEQ/m ³	改为 30mg/m ³ ，由于二噁英监测费用偏高，很难开展连续监测，可以通过颗粒物间接控制。 改为 0.1ngTEQ/m ³
监测要求	NO _x 、HCL、颗粒物、SO ₂ 未要求进行连续监测；监测频次没有要求。	颗粒物、NO _x 、HCL 和 SO ₂ 采用连续监测；其他大气污染物包括重金属类项目，每季度监测一次，二噁英每年监测一次。

资料来源：公开资料，申万研究

1.3 资源整合能力、技术运营实力强者有望更强

垃圾焚烧发电巨大的市场空间和可观而稳定的盈利能力吸引了众多产业资本进驻，较低的市场集中度为企业做大做强提供了可能，12 年底以来环保上市公司依靠较强的融资优势纷纷加快了跑马圈地的步伐（见表 3）。此外，由于行业特许经营模式的天然壁垒，较高的技术运营门槛，以及政府关系在项目招投标中起着特殊作用，兼并重组成为非（垃圾处理类）环保企业跨界转型、快速占领市场的重要手段。12 年 10 月，盛运股份以发行股份及支付现金方式增持中科通用合计 80.36% 股权，当年末，中科通用已签订 15 份垃圾焚烧发电项目合作框架协议。13 年 12 月，瀚蓝环境发起对创冠环保 100% 股权的收购行动，推动产业链由水务运营向垃圾发电横向扩张。

我们认为，垃圾发电行业 14-20 年市场空间仍有望达到 1400 亿元，外加监管加严和环保提标，行业面临洗牌将创造设备改造、技术设计、工程服务以及兼并收购重大机遇，尤其在二三线城市市场空间更为广阔，行业集中度也将进一步提升。只有资源（包括政府、资金等）整合能力、技术运营实力强的企业有望做大做强。

表 4：13 年以来上市公司垃圾发电项目投资建设情况（单位：吨/日，年）

公司	日期	项目	模式	规模	特许经营期
	2013.1.11	山东日照垃圾发电项目	BOT	600	25
	2013.2.6	宁波宁海垃圾发电项目一期	BOT	700	28
	2013.5.26	江苏滨海垃圾发电项目	BOT	填埋总容量 60 万立方米， 年处理危险废弃物 3 万吨	20
光大国际	2013.7.15	菏泽垃圾发电项目	BOT	600	30
	2013.10.1	镇江垃圾发电项目二期	BOT	400	30
	2014.1.2	安徽马鞍山垃圾发电项目	BOT	800	30
	2014.1.28	湖南益阳市垃圾发电项目	BOT	800	30
	2014.3.23	常州市新北垃圾发电项目	BOT	800	30
	2013.11.15	临清市生活垃圾处理特许经营协议	BOT	400	30
	2013.12.26	湘潭市城市生活垃圾焚烧发电处理特许经营协议	BOT	2000	28
桑德环境	2013.2.2	沂水县生活垃圾处理特许经营权协议	BOT	600	30
	2013.8.20	洪湖市生活垃圾处理特许经营协议	BOT	800	30
	2013.9.27	巨鹿县生活垃圾处理特许经营协议》	BOT	2000	30
	2013.9.29	辛集市生活垃圾处理特许经营协议	BOT	800	30
	2014.1.28	河北魏县生活垃圾焚烧发电项目	BOT	400	30
华西能源	2013.6.21	张掖市生活垃圾焚烧发电项目特许经营权协议	BOT	500	28
瀚蓝环境	2013.5	贵阳市生活垃圾焚烧发电 BOT 特许经营项目	BOT	2000	30
	2013.5.18	周口垃圾发电项目	BOT	1500	30
	2013.6.2	金乡垃圾发电项目	BOT	1050	30
盛运股份	2013.8.2	拉萨垃圾发电项目	BOT	700	30
	2013.12.17	贵州黔东南凯里市垃圾发电项目公司	BOT	1050	30
	2014.1.24	白城市签署生活垃圾焚烧发电 BOT 项目	BOT	700	30
	2014.4.1	山东省宁阳县签署环保产业园 BOT 项目	BOT	1050	30

资料来源：公司公告，申万研究

表 5：行业集中度仍有提升空间

公司	2013 年垃圾焚烧日处理量 (t/d)
光大国际	9650
绿色动力	5250
瀚蓝环境	1500
盛运股份	5100
中国天楹	2750
华西能源	3800
合计	28050
市占率	22%

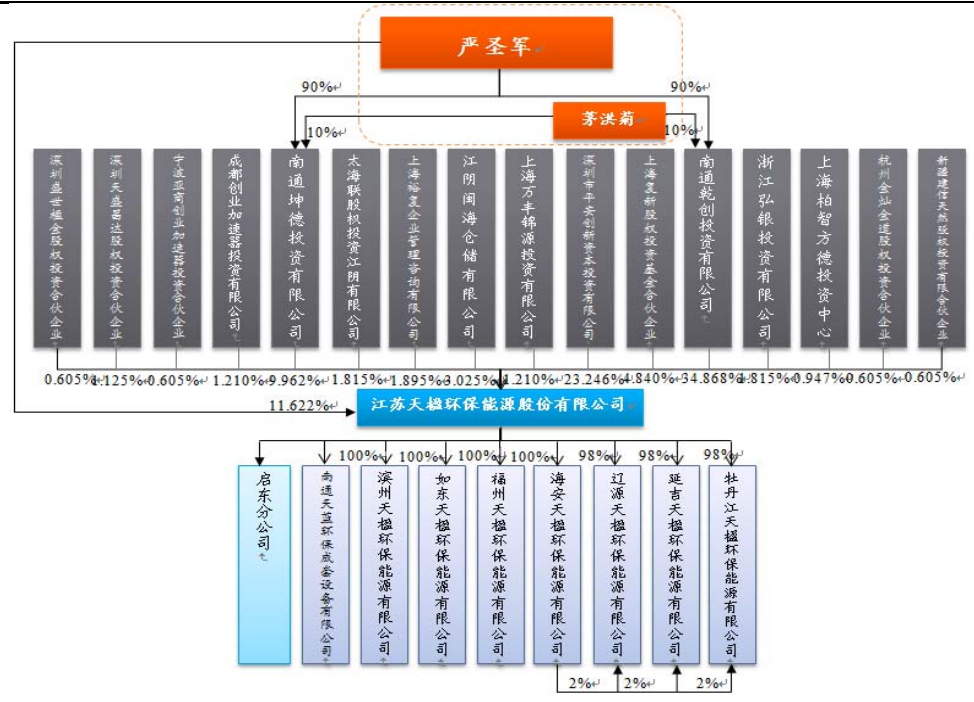
资料来源：公司公告，申万研究

2. 上市拓宽融资渠道 未来扩张更加积极

2.1 借壳*ST 科健 拓宽融资渠道

13年9月，中科健发布《发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》，拟以非公开发行股份作为对价，购买严圣军等17名交易对方合计持有天楹环保100%股份并募集配套资金，发行股份3.78亿股，发行价4.76元/股，发行后总股本5.67亿股。本次交易完成后，严圣军和茅洪菊夫妇将合计持有中科健37.64%股权，成为实际控制人。14年5月5日，公司收到证监会正式批文，借壳上市流程基本完成，实现与资本市场进一步对接，融资渠道得到拓宽，未来公司扩张态度将更加积极。

图6：上市前，公司股权结构示意图



资料来源：公司公告，申万研究

表6：公司非公开发行方案

	单位	数额
发行股份数	百万股	378.2
发行股价	元/股	4.76
募集资金	亿元	18.0
交易资产评估价值	亿元	18.1
配套融资	亿元	<=6
合计募资（考虑配套融资）	亿元	24.0
发行前总股本	百万股	189.0
预计发行后总股本（考虑配套融资）	百万股	620.4
其中：大股东及一致行动人持股	%	34.1%

资料来源：公司公告，申万研究

表 7：重组前后中科健股权结构示意图

股东名称	重组前		重组后	
	持股数量(百万股)	持股比例	持股数量(百万股)	持股比例
中国信达资产管理股份有限公司	12.6	6.7%	12.6	2.2%
中国东方资产管理公司	10.3	5.5%	10.3	1.8%
严圣军	-	-	44.0	7.8%
南通乾创	-	-	131.9	23.3%
南通坤德	-	-	37.7	6.6%
平安创新	-	-	87.9	15.5%
上海复新	-	-	18.3	3.2%
万丰锦源	-	-	4.6	0.8%
上海裕复	-	-	7.2	1.3%
大海联江阴	-	-	6.9	1.2%
江阴闽海	-	-	11.4	2.0%
成都加速器	-	-	4.6	0.8%
宁波亚商	-	-	2.3	0.4%
天盛昌达	-	-	4.3	0.8%
盛世楹金	-	-	2.3	0.4%
浙江弘银	-	-	6.9	1.2%
柏智方德	-	-	3.6	0.6%
金灿金道	-	-	2.3	0.4%
新疆建信	-	-	2.3	0.4%
其他股东	166.1	86.3%	166.1	29.3%
股本总数合计	189.0	100.0%	567.1	100.0%

资料来源：公司公告，申万研究

2.2 配套融资也即将完成 为后续扩张提供支撑

配套融资即将完成。根据方案，公司拟配套融资不超过 6 亿元支持滨州一期 800 吨/日 BOT 项目和辽源 1200 吨/日 BOO 项目建设，发行底价设定为 10.06 元/股。目前，配套融资即将完成，6 亿资金年内有望到位。

配套融资目标项目 9 月、10 月有望相继投产。滨州和辽源项目预计总投资 8.89 亿元，截止 13 年底已累计投入 1.93 亿元，计划 14 年继续投入 4.99 亿元，年底投资进度将达到 77.8%。调研获悉，项目实际进度快于预期，将相继于 9 月、10 月投产。这意味着，本次配套资金用途或将发生变更，有望助力项目后续拓展。

表 8：配套资金主要用于滨州一期和辽源项目投入

序号	项目名称	预计项目总 投资	已投入建设 资金	计划投入			
				2014	2015	2016	2017
1	滨州项目（一期）	3.83	0.69	3.14			
2	辽源项目	5.06	1.24	1.85	0.57	1.2	0.2
	合计	8.89	1.93	4.99	0.57	1.2	0.2

资料来源：公司公告，申万研究

3. 垃圾发电迎爆发 未来进军固废处理新领域

3.1 坐东向西布局三四线 争取一二线市场份额

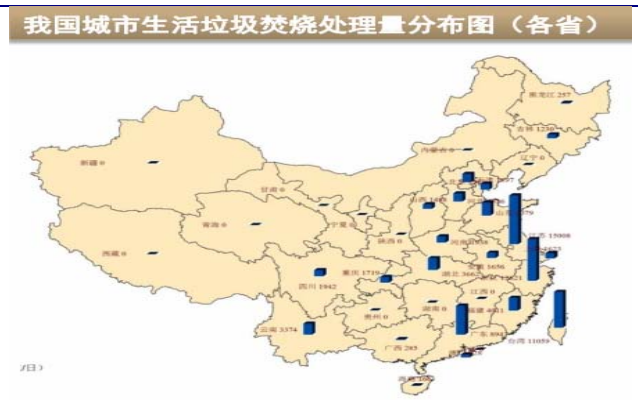
据规划，“十二五”期间，城镇生活垃圾无害化处理能力新增 58 万吨/日；焚烧新增 21.8 万吨/日，占比近 40%，其中，东部地区项目数量约占 52.7%，项目规模约占 54.8%。因此很多骨干企业也集中在包括河北、北京、天津、山东、江苏、浙江、广东、福建、海南和上海等东部地区，其中一二线城市竞争则更加激烈。而中西部、三四线城市主要为中小企业所争夺（技术运营水平较低），未来随城镇化加快和人口回流，孕育着较大的增长空间。

图 7：我国城市生活垃圾焚烧厂分布图



资料来源：公司公告，申万研究

图 8：我国城市生活垃圾焚烧处理量分布图



资料来源：公司公告，申万研究

公司立足华东，放眼中西部，制定了以三四线城市为主的差异化扩张策略。目前，公司业务布局于江苏、福建、山东、东北等沿海、东部地区，项目集中在海安、启东、延边等三四线城市。成功上市后，公司有望凭借多元化的融资渠道，进一步推进三四线城市项目开拓，并争取一二线市场份额。根据公司发展规划，14-16 年间，每年将实现在建垃圾焚烧项目数 2-4 个，新签约项目 2-4 个，建成投产的运营项目数每年增加 2-4 个，到 16 年末，垃圾焚烧处理总能力比 13 年底增加 280% 以上。届时，公司日处理能力将达到 1 万吨以上，市占率将大幅提升（目前仅 2%）。

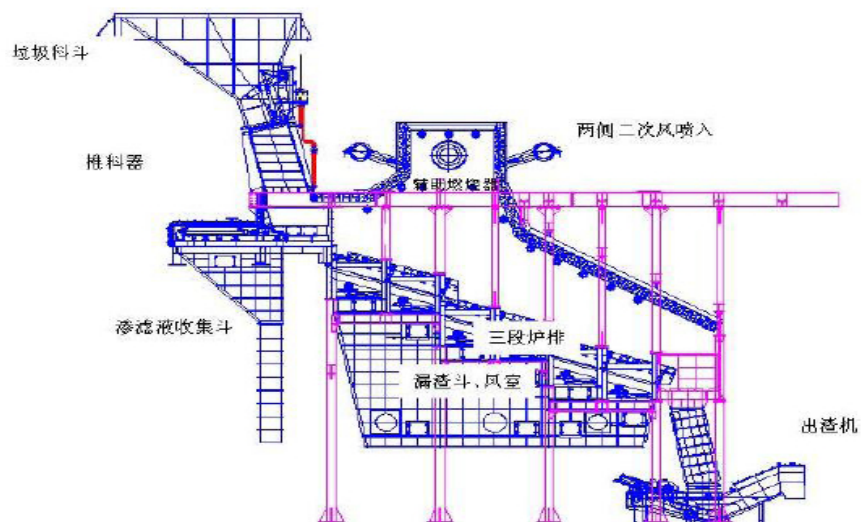
3.2 技术运营实力领跑行业 直接受益环保提标

公司长期致力于焚烧发电整体解决方案的研究，具备全焚烧处理系统技术集成实力。公司建有省级废弃物焚烧发电及装备制造工程技术研究中心，正在申请国家级研发中心，拥有研发人员 59 人，并已建立完善的技术创新体系。目前，公司合计拥有实用新型专利 72 项，在垃圾贮运、焚烧系统、烟气处理、渗滤液处理、灰渣综合利用等垃圾发电全流程均有创新技术成果，其中“单元模块化大型生活垃圾焚烧炉”项目于 13 年被科技部确定为“国家火炬计划”立项项目。公司以三段往复炉排炉技术为核心的全焚烧处理系统技术具有适应热值范围广、运行可靠性强、国产化程度高、投资和维护成本低等领先优势，可广泛用于处理混合收集的生活垃圾，尤其适用于中小城市的生活垃圾。在进炉垃圾热值不低于 4200kJ/kg、含水率不超过 60% 的情况下，可不借助辅助燃料实现稳定的燃烧，热转化效率可达 97% 以上。

运营管理能力突出，核心指标二噁英排放达到世界先进水平。截止 13 年，公司已投入运营的生活垃圾焚烧发电项目 4 个，日处理能力 2750 吨，为后续项目建设、管理积累了实战经验。从运营效果看，垃圾焚烧发电核心指标二噁英排放检测浓度达到 0.07ngTEQ/m³，远低于欧盟 2000 标准；此外烟气、渗滤液、飞灰三废处理也达到或优于国家标准。

我们认为，随政府监管不断加强、环保标准不断提高，公司凭借全系统设备集成能力和行业领先的技术运营水平有望直接受益。未来 3-5 年，垃圾发电行业迎来发展整合黄金期，技术设备陈旧、管理能力落后的企业面临淘汰。公司凭借自身强大的技术运营实力以及领先的成本控制水平，有望通过联合竞标、设备销售及工程总包、收购兼并等三种方式拓展业务，市场份额有望进一步提升。

图 9：公司三段式顺推垃圾炉排炉剖面图



资料来源：公司公告，申万研究

表 9：公司二噁英排放浓度远低于欧盟水平

	排放浓度 (ngTEQ/m ³)
江苏天楹	0.07
中科通用	0.05-0.5
瀚蓝环境	<0.1
欧盟 2000	0.1
我国现行标准	1

资料来源：公开资料，申万研究

3.3 发电业务全面推进 设备销售迎来爆发

现有垃圾发电项目正有序推进，内生增长优异。截止 14 年 6 月，公司已签约项目 9 个，其中在运营项目 4 个，分别为江苏启东、如东、海安以及福建连江一期等，日焚烧处理规模共 2750 吨；在建项目 4 个，海安二期 250 吨/日、滨州一期 800 吨/日、辽源一期 800 吨/日预计 14 年下半年开始陆续投产，如东三期 800 吨/日预计 15 年初投产；筹备项目延吉一期 800 吨/日及牡丹江一期 800 吨/日计划 14 年下半年开工建设，15、16 年分别投产，二期工程将滚动操作。我们保守估计，14-17 年公司垃圾焚烧日处理规模将分别达到 4600、5400、7900 和 9100 吨，实现 3 年翻番。未来，公司还有望通过兼并收购，大力提升垃圾发电运营项目市占率水平。此外，公司 BOO/BOT 项目不确认工程收入，会计政策更为稳健，也体现管理层对公司长远发展和项目扩张的自信。

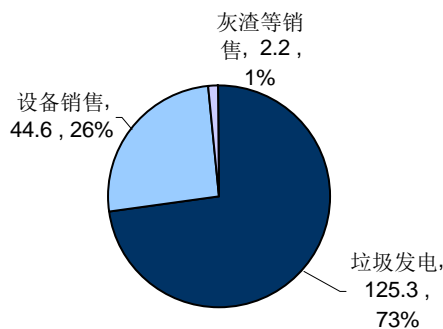
表 10：公司垃圾发电项目建设情况（单位：吨/日）

	设计规模	经营模式	状态
启东（一期+二期）	750	B00	已建
如东（一期+二期）	1000	B0T	已建
如东三期	800	B00	筹建
海安一期	500	B00	已建
海安二期	250	B00	在建
连江一期	500	B0T	已建
连江二期	500	B0T	筹建
滨州一期	800	B0T	在建，预计 14 年 9 月 1 号并网发电
滨州二期	400	B0T	筹建
辽源一期	800	B00	在建，预计 10 月 1 日并网发电
辽源二期	400	B00	筹建
延吉	1200	B0T	筹建
牡丹江市	1200	B00	筹建
2013 已投运	2750		
2014 预计投产	1850		
2017 合计	9100		

资料来源：公司公告，申万研究

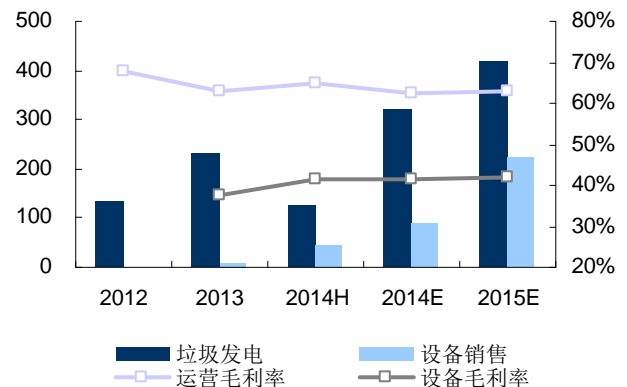
环保设备对外销售业务取得突破，14-15年进入爆发。此前，公司环保设备主要满足自有发电项目建设使用，13年起开始对外销售，全年实现收入838万元，收入占比3.5%，确认毛利314万元，毛利率达到37.4%。14年上半年，公司实现设备销售收入4465万元，较13年全年增长5倍以上，毛利率提升至41.3%，并中标阜阳飞灰固化项目、石狮飞灰项目改造项目、厦门垃圾坑房顶修复工程等项目，并商谈了厦门垃圾处理二厂臭气治理工程等项目，标志公司技术实力得到市场认可，未来业务有望进入爆发期，预计14-16年销售收入分别有望达到0.9、2.3和2.9亿元。此外，根据调研公司设备产能达到24台/套以上，考虑内销目前利用率只有1/3左右，未来随销售放量毛利率仍有进一步提升空间。

图 10：公司 14H1 主营业务收入结构



资料来源：公司公告，申万研究

图 11：公司主营业务收入及毛利率情况（单位：百万元，%）



资料来源：公司公告，申万研究

表 11：截止 14Q1，公司设备销售业务在手订单情况

购货单位	中标日期	含税合同额	供货内容
蓬莱蔚阳余热发电有限公司	2013. 7. 20	860. 0	渗滤液处理系统 300m ³ /d
蓬莱蔚阳余热发电有限公司	2013. 7. 20	3, 180. 0	锅炉岛 2 套, 300t/d, 设备重 2610 吨
厦门市环境能源投资发展有限公司	2013. 9. 18	668. 6	飞灰稳定固化系统
合计		4, 708. 6	

资料来源：公司公告，申万研究

3.4 未来有望进军固废处理新领域 长期成长性值得期待

公司出于对区域性固废处理业务未来发展局势判断，制定了拓宽上下游产业链及围绕城市固废处置开展从城市垃圾收运体系到城市餐厨垃圾、城市污泥焚烧的战略规划，未来有望接力垃圾焚烧项目支撑公司长期快速增长。垃圾清运方面，公司上市前已积累了如东、海安地区项目经验，集团亦具备垃圾中转设备制造能力。污泥处置，公司牡丹江市项目已进入环评，投产后有望形成标杆向其他区域推广。14年以来，公司进一步与南通等地的相关部门在城市生活垃圾区域统筹、餐厨垃圾及可再生资源利用等项目进行商谈，推动在上述细分领域取得突破。我们判断，餐厨垃圾、污

泥处理、垃圾清运等行业目前虽然发展相对缓慢，但“十三五”有望相继迎来爆发，公司技术储备丰富，业务布局长远，有望分享上述行业发展带来的投资机遇，长期成长性值得期待。

4. 业绩即将爆发 长期成长可期 “买入”

公司致力于成为生活垃圾焚烧发电和相关成套设备制造集成的细分领域领先者，技术运营实力已达到国内一流水平。公司目前拥有 72 项已授权的实用新型专利及 1 项“单元模块化大型生活垃圾焚烧炉”发明专利（国家火炬项目）；掌握了“三段往复式炉排”核心技术及三废处理自主研发的系统集成技术。截止 13 年，项目运营规模达到 2750 吨/日，二噁英排放达到欧盟 2000 标准，飞灰等三废排放也达到或超过国家标准，**将直接受益未来环保提标。**

“运营+设备销售”模式基本形成，业绩即将爆发，未来产业链延伸值得期待有望支撑公司长期成长。公司目前垃圾发电项目 9100 吨/日（包括已建、在建和筹建），未来 3 年计划年均新增项目 2-4 个，16 年底规划总处理能力较 13 年底增加 280% 以上。公司还有望通过兼并收购实现外延式大幅扩张。环保设备销售 13 年已取得突破，14 年开始爆发，未来市场份额、毛利率有望双双提升。此外，公司提前布局，计划沿垃圾焚烧产业链做上下游延伸，在灰渣销售以及牡丹江市污泥处理项目上已做出尝试，餐厨垃圾处理、垃圾清运方面也具备了一定技术基础和项目经验。

上市后融资渠道更加丰富，公司整体竞争力进一步增强，有望把握相关产业快速发展带来的扩张机遇。公司 11 年 5 月完成股份制改造，11 年 12 月接受平安创新资本增资为公司第二大股东，12 年先后发行两期私募债筹措资金 2.8 亿元，13 年 4 月吸收上海复新等 13 家股东增资入股，并于 14 年 4 月成功借壳中科健（000035.SZ）实现上市，融资渠道更加丰富。此外，随配套融资即将完成，6 亿募集资金年内有望到位，有望给公司后续项目拓展提供支撑。

不考虑配套融资，预计公司 14-17EPS 0.30、0.46、0.65 和 0.88 元；若考虑配套融资，预计公司 14-17EPS 0.27、0.42、0.59 和 0.80 元，CAGR 43%。随环保监管趋严，未来 3-5 年垃圾发电行业将进入发展整合黄金期。公司焚烧技术国内领先，运营管理能力突出，上市后有有望凭借多元化融资渠道推动业务扩张，未来市占率将进一步提升，核心设备 13 年开始外销 14 年进入爆发，有望成为业绩超预期因素。公司系 A 股垃圾发电唯一纯正标的，体小成长性优，并购态度积极，未来更有望向餐厨垃圾、垃圾清运、灰渣综合利用及污泥处置等领域延伸，长期成长有看点，短期股价有支撑，目前 60 亿市值存在明显低估，首次覆盖给予“买入”。

表 12：公司营业收入预测

营业收入	单位	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
垃圾处置	百万元	58	71	105	140	182	262	354
垃圾焚烧发电	百万元	47	63	127	180	237	340	459
环保设备销售	百万元			8	90	225	293	351
主营收入	百万元	105	134	240	410	644	894	1,164
其他业务收入	百万元	1	2	10	7	9	13	17
营业总收入	百万元	106	136	250	416	653	907	1,182

资料来源：公司公告，申万研究

表 13：公司营业成本预测

营业成本	单位	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
垃圾处置&焚烧发电	百万元	27	43	87	120	155	235	324
环保设备销售	百万元	-	-	5	54	135	176	211
主营成本	百万元	27	43	92	174	290	410	534
其他业务成本	百万元	0	-0	-	-	-	-	-
营业总成本	百万元	27	43	92	174	290	410	534

资料来源：公司公告，申万研究

表 14：公司盈利预测表（单位：百万元，元/股）

	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
营业收入	136	250	416	653	907	1,182
营业成本	43	92	174	290	410	534
营业税金及附加	0	1	2	3	4	5
销售费用	0	1	1	2	2	3
管理费用	18	37	48	52	66	77
财务费用	22	48	45	45	45	45
资产减值损失	1	1	1	1	2	2
营业利润	52	71	146	259	376	514
营业外收入	9	10	39	41	46	57
营业外支出	0	0	0	1	5	6
利润总额	61	81	185	299	417	565
所得税	1	5	15	36	50	68
净利润	60	76	170	263	367	498
归属于母公司所有者的净利润	60	76	170	263	367	498
基本每股收益	0.11	0.13	0.30	0.46	0.65	0.88
全面摊薄每股收益	0.10	0.12	0.27	0.42	0.59	0.80

资料来源：公司公告，申万研究

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。