



2017年01月23日

买入(维持)

当前价: 11.58 元
目标价: 15.60 元

电力环保行业研究组

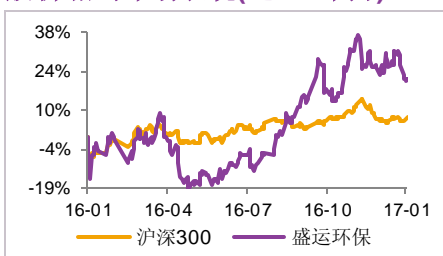
分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 邓晖

电话: 18810806632
邮箱: denghui@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	1640	2100	3122	4902
(+/-)	35.5%	28.0%	48.6%	57.0%
净利润	740	400	822	1414
(+/-)	209%	-46%	106%	72%
EPS(元)	0.56	0.30	0.62	1.07
P/E	20.67	38.25	18.61	10.82

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

《盛运环保(300090)深度报告_500T 炉排炉技术突破, 激励目标有望实现》

2016-12-21

《盛运环保(300090)_【联讯环保事件点评】250 亿并购基金, 专注垃圾焚烧发电》2016-12-28

《盛运环保(300090)_【联讯环保公司事件点评】再签 10 亿框架协议, 开年验证循环产业园战略》2017-01-06

盛运环保(300090.SZ)

【联讯环保公司事件点评】中节能华禹带来深厚央企资源, 并购基金规模达到 450 亿

投资要点

✧ 事件

1 月 21 日, 公司公告与中节能华禹基金管理有限公司签订框架协议, 拟设立 200 亿产业并购基金, 盛运出资不低于 30%, 首期规模 60 亿。

✧ 中节能华禹带来深厚央企资源, 并购基金规模达到 450 亿

公司与中节能华禹签订协议后, 并购基金框架达到 450 亿元, 首期 200 亿元, 是目前固废行业最大规模基金, 资金供给已超过公司在手订单。本次携手中节能华禹设立产业基金对公司的最大意义在于依靠中节能深厚的关系网络、产业资源、资金实力, 将有力推动循环产业园、垃圾焚烧订单的获取和落地, 增强启动海外固废资产和技术并购的预期, 实现产业资源的整合。中节能华禹是中国节能重要资本运作平台, 2016 年与中国天楹合作并购基金 62 亿, 成功收购超 11 亿欧元西班牙固废公司 Urbaser。中国节能是唯一以节能减排、环境保护为主业的中央企业, 拥有 6 家上市公司(太阳能、节能风电、万润股份、启源装备、百宏实业、中国地能), 管理上市公司资产超 1.1 万亿。

✧ 规划垃圾焚烧产能 4.8 万吨/日, 3 年订单超 300 亿

2016 年, 公司垃圾焚烧发电运营项目 8 个, 在建项目 13 个, 拟建项目 44 个, 规划垃圾焚烧发电项目总产能超过 4.8 万吨/日, 将成行业龙头。2013 年并购中科通用, 转型垃圾发电, 2012-2015 年订单投资额复合增速 63%, 2016 年新增 PPP 项目投资额 181 亿元, 同比增长 165%。公司与内蒙古签订 50 亿大单(15 年营收 3 倍)对拓展资源树立品牌具有里程碑意义。公司战略方向明确, 拿单能力强, 近 3 年循环经济产业园项目在手订单超过 184 亿, 垃圾焚烧等项目订单超过 116 亿, 吸引了大量产业基金参与项目合作。

✧ 16 年 4 亿元激励目标有望达成

公司股权激励 16/17/18 年的业绩考核目标分别为 4 亿/5 亿/6 亿元。若未能达到预期则取消当年股票期权激励。股权激励范围涉及董事、高管及核心技术/业务人员 120 人, 占公司总人数的 7%。公司三季度收入已覆盖上半年剥离输送机械影响, 四季度在全年新订单增加 165%、年终结算、股权激励的推动下, 有望达成 4 亿元股权激励目标。

✧ 盈利预测及投资建议

预计 16/17/18 年, 公司归母净利润分别为 4.0 亿元、8.2 亿元、14.1 亿元, EPS 分别为 0.30 元、0.62 元、1.07 元, 对应 PE 为 38、19、11 倍。参考可比公司 2017 年预计估值水平, 第一目标价位 15.6 元, 维持“买入”评级!



◇ 风险提示

PPP 政策重大变化；循环产业园运营风险；公司资金链风险



附录：公司财务预测表

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1640	2100	3122	4902	净利润	740	400	822	1414
营业成本	1144	1282	1659	2452	折旧摊销	71	110	110	158
营业税金及附加	25	32	48	76	财务费用	231	47	50	90
销售费用	28	35	52	82	经营性应收项目变动净额	-374	-286	-989	-1126
管理费用	178	228	339	532	经营活动净现金流	-233	445	-500	343
财务费用	231	47	50	90	投资活动净现金流	-955	-983	-983	-983
资产减值损失	44	25	25	25	筹资活动净现金流	3915	-1633	146	658
营业利润	869	451	948	1644	现金净增加额	2727	-2172	-1338	18
营业外收入	13	20	20	20	主要财务比率	2015A	2016E	2017E	2018E
营业外支出	1	0	0	0	成长能力				
利润总额	881	471	967	1664	营业收入增长率	36%	28%	49%	57%
所得税	140	71	145	250	营业利润增长率	305%	-48%	110%	73%
净利润	740	400	822	1414	归属母公司净利润增长率	216%	-46%	106%	72%
少数股东损益	1	0	1	2	获利能力				
归属母公司净利润	740	400	821	1413	毛利率	30.25%	38.98%	46.84%	49.98%
EPS (元)	0.56	0.30	0.62	1.07	净利率	45.14%	19.05%	26.34%	28.85%
资产负债表	2015A	2016E	2017E	2018E	总资产净利率	9.49%	4.97%	9.38%	12.84%
货币资金	3896	1725	387	404	ROE	13.18%	6.65%	12.05%	17.20%
应收账款	1793	2163	3618	5399	偿债能力				
存货	652	486	988	1190	资产负债率	51%	42%	47%	47%
流动资产合计	6071	4103	4722	6723	流动比率	188%	236%	196%	176%
固定资产	1792	2724	2589	3471	营运能力				
无形资产	848	784	719	655	总资产周转率	0.14	0.20	0.29	0.36
资产总计	11525	10423	10841	13659	应收账款周转率	1.55	1.32	1.33	1.28
应付账款	980	1064	1530	2185	每股指标(元)				
短期借款	1582	0	205	971	每股收益	0.56	0.30	0.62	1.07
流动负债合计	2562	1064	1736	3156	每股经营现金	-0.18	0.34	-0.38	0.26
长期借款	1044	1044	1044	1044	每股净资产	4.25	4.55	5.17	6.22
负债合计	5874	4376	5048	6468	估值比率				
所有者权益	5651	6047	6859	8256	P/E	20.67	38.25	18.61	10.82
负债和所有者权益合计	11525	10423	11907	14725	P/B	2.72	2.54	2.24	1.86

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com