

2017年06月22日

公司研究

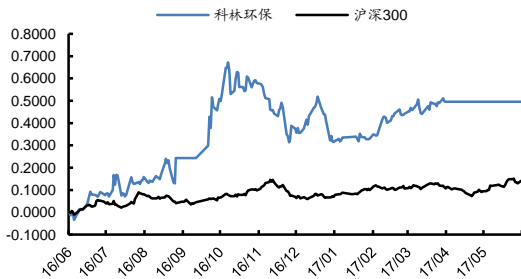
评级：增持（维持）

研究所

证券分析师： 谭倩 S0350512090002
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
联系人： 任春阳 S0350116050011
0755-83026892 rency@ghzq.com.cn

出售袋式除尘剥旧业，聚焦光伏电站谋新篇 ——科林环保（002499）事件点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
科林环保	0.0	3.8	47.6
沪深 300	4.4	3.0	14.2

市场数据

2017-04-19

当前价格（元）	28.92
52 周价格区间（元）	16.05 - 33.20
总市值（百万）	5467.77
流通市值（百万）	3977.59
总股本（万股）	18900.00
流通股（万股）	13749.03
日均成交额（百万）	115.32
近一月换手（%）	51.24

相关报告

《科林环保（002499）事件点评：变更大股东焕然一新，环保与新能源并驾齐驱》——
2017-03-21

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%。

事件：

公司 19 日晚发布重大资产出售预案：拟将子公司科林技术 100% 股权在江苏产权交易所公开挂牌出售，标的资产的评估价值为 79661.52 万元，剥离袋市除尘业务后，公司将聚焦发展光伏电站业务，对此我们点评如下：

投资要点：

■ 剥离袋式除尘设备业务，集中优势资源发展光伏电站业务

公司此次拟出售的子公司资产科林技术主营业务为袋式除尘设备的设计、制造与销售，主要应用于钢铁、有色金属冶炼、电力、粮食加工、水泥等行业的粉尘治理和烟气净化，是国内袋式除尘设备龙头企业之一。但在宏观经济增速放缓、下游传统行业产业结构调整 and 转型升级、行业竞争加剧的压力下，袋式除尘设备业务发展受限，2014-2016 年公司营收同比下降 13.43%、10.58%、9.87%，扣除非经常性损益后净利润仅有 73.61、-301.93、-57.80 万元，经营业绩较差。

标的资产的评估价值为 79661.52 万元，剥离后一方面公司的资产负债率将会从 28.60% 下降到 11.98%，公司的资本结构得到优化，另外一方面，回笼的现金可以使公司集中优势资源发展光伏电站业务，增强公司的可持续发展能力和盈利能力。

■ 光伏发电空间广阔，在手订单充足保障业绩高增长

随着能源结构调整，光伏发电是国家鼓励发展的重要方向之一。2016 年 12 月 16 日国家能源局下发《太阳能发展“十三五”规划》：要求 2020 年全国光伏发电装机要达到 105GW 以上，截止到 2016 年年底，光伏发电累计装机容量 77.42GW，2014-2016 年我国光伏发电每年新增装机容量分别为 8.63、15.13、34.24GW，平均每年新增装机 19.33GW。我们认为 2017—2020 年光伏发电平均每年新增装机容量在 15GW 以上。则到 2020 年仍有 60GW 的新增市场空间，光伏电站建设为电站 EPC 提供了广阔的市场空间，按 7 元/W 的建造成本来算，未来几年 EPC 市场空间为 4200 亿元，市场空间广阔。

2016 年 12 月 13 日公司以 1000 万元收购四川集达电力工程设计有

限公司 100% 股权（主营电力工程设计、施工，具备电力行业专业乙级、电力工程施工总承包三级资质），开始步入光伏发电 EPC 领域。公司展现出超强的拿单能力，2017 年 1-3 月，仅仅 3 个月的时间就获取了 8 个光伏发电项目，遍布湖北、西藏、江苏、山东、山西、河南等地，合计装机容量 240MW（当期 190MW），总投资额 18.66 亿元（当期 15.16 亿元），在手订单充足为业绩高增长提供了保障，2017 年一季度公司营收增长 144.55%，归属上市公司股东净利润增长 47.06%。同时公司的项目区域限电率不高，能有效地控制风险。

■ 变更大股东焕然一新，未来继续增持彰显信心

2016 年 10 月 12 日，重庆东诚瑞业与江苏科林集团、宋七棣（原实际控制人）、徐天平、张根荣、周兴祥、陈国忠、吴建新和周和荣（以下简称后者）签署股权转让协议，以 43.4618 元/股的价格收购后者持有的 3591 万股（占总股本的 19%）公司股权，涉及金额达 15.61 亿元，同时后者将其持有的 1701 万股（占总股本的 9%）的投票权委托给重庆东诚瑞业。股权变更后，东诚瑞业合计拥有公司投票权比例达到 28%，成为新的控股股东，实际控制人变为黎东。

西藏智涵能源发展有限公司持有控股股东东诚瑞业 90% 的股权，成立于 2016 年 6 月 27 日。经营范围是新能源技术开发；太阳能电站投资、开发；新能源发电设备销售、发电工程施工等。黎东持有西藏智涵能源 90% 的股权，为上市公司的实际控制人。公开资料显示黎东先生曾担任多家金融机构管理职位，在金融行业有 20 多年丰富经验，现任高富集团控股（HK00263）执行董事及主席、新三板先锋机械（834685）董事长，金融背景深厚。

东诚瑞业同时做出以下承诺：1）权益变动完成后 12 月内不转让受让的公司股份；2）不排除未来 12 个月内直接或者间接增持公司股份；3）不排除未来 12 个月内筹划购买或者置换资产的重组计划。我们认为新任的实际控制人背景深厚，同时未来有望继续增持，公司的前景值得期待。

■ 股价倒挂 33% 具备安全边际

控股股东东诚瑞业收购股权的价格是 43.4618 元/股，涉及金额达 15.61 亿元。4 月 19 日停牌前一日收盘价 28.92 元，已经倒挂 33.45%，再加上所借资金的利息，购买的成本更高，因此股价具备很强的安全边际。

■ **盈利预测和投资评级：维持公司“增持”评级。**不考虑此次重大资产出售对公司的影响，我们预计公司 2017-2019 EPS 分别为 0.52、0.64、0.77 元，对应当前股价 PE 为 56、45、38 倍，维持公司“增持”评级。

■ **风险提示：**重大资产出售不能完成的风险、光伏发电项目推进缓慢

的风险、光伏上网电价下调的风险、控股股东承诺实施的不确定性风险、宏观经济下行风险

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	326	1901	2411	2853
增长率(%)	-10%	483%	27%	18%
净利润(百万元)	19	99	122	146
增长率(%)	-30%	412%	23%	20%
摊薄每股收益(元)	0.10	0.52	0.64	0.77
ROE(%)	2.57%	11.88%	13.05%	13.81%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1：公司光伏发电 EPC 订单情况

时间	项目名称	省份	金额(亿元)	项目类型	工期
20170318	鄂州 50MW 光伏项目, 当期 20MW	湖北	3.5, 当期 1.4	渔光互补发电	6 个月
20170318	麻城 40MW 光伏项目, 当期 20MW	湖北	2.8, 当期 1.4	农光互补发电	6 个月
20170310	迁安 30MW 光伏电站项目	江苏	2.055	地面光伏电站	4 个月
20170301	菏泽 20MW 光伏发电项目	山东	1.32	农光互补发电	4 个月
20170224	隆子县 20MW 光伏发电项目	西藏	2.3	地面光伏电站	4 个月
20170224	当雄市 30MW 光伏发电项目	西藏	3.45	地面光伏电站	4 个月
20170222	立马产业园 20MW 光伏电站项目	河南	0.5	分布式光伏电站	5 月底前并网发电
20170104	古县佳盛能源 30MW 光伏电站项目	山西	2.736	地面光伏电站	已并网
合计	240MW, 当期 190MW		18.66, 当期 15.16		

资料来源：公司公告、国海证券研究所

表 1: 科林环保盈利预测表

证券代码:	002499.SZ				股价:	28.92	投资评级:	增持		日期:	2017-04-19
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值		2016	2017E	2018E	2019E	
盈利能力					每股指标						
ROE	3%	12%	13%	14%	EPS		0.10	0.52	0.64	0.77	
毛利率	25%	20%	20%	20%	BVPS		3.72	4.16	4.70	5.35	
期间费率	23%	15%	15%	15%	估值						
销售净利率	6%	5%	5%	5%	P/E		283.25	55.29	44.87	37.51	
成长能力					P/B		7.78	6.95	6.15	5.40	
收入增长率	-10%	483%	27%	18%	P/S		16.76	2.88	2.27	1.92	
利润增长率	-30%	412%	23%	20%	利润表 (百万元)						
营运能力					营业收入	2016	2017E	2018E	2019E		
总资产周转率	0.31	0.61	0.65	0.66	营业收入	326	1901	2411	2853		
应收账款周转率	1.56	2.73	4.35	6.77	营业成本	246	1522	1932	2281		
存货周转率	3.24	3.65	3.65	3.65	营业税金及附加	6	19	24	29		
偿债能力					销售费用	16	76	96	114		
资产负债率	29%	73%	75%	76%	管理费用	53	143	181	214		
流动比	2.58	1.05	0.73	0.60	财务费用	(2)	47	58	69		
速动比	2.26	0.80	0.48	0.34	其他费用/(-收入)	(5)	(4)	(4)	(4)		
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	2	91	116	142		
现金及现金等价物	129	525	269	199	营业外净收支	20	18	18	18		
应收款项	209	697	554	421	利润总额	22	109	134	160		
存货净额	76	422	536	633	所得税费用	3	11	13	16		
其他流动资产	207	160	203	240	净利润	19	98	120	144		
流动资产合计	620	1804	1562	1494	少数股东损益	(0)	(1)	(1)	(2)		
固定资产	234	811	1330	1997	归属于母公司净利润	19	99	122	146		
在建工程	71	271	471	471	现金流量表 (百万元)						
无形资产及其他	106	206	345	337	经营活动现金流	46	321	522	578		
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	19	98	120	144		
资产总计	1050	3110	3727	4317	少数股东权益	(0)	(1)	(1)	(2)		
短期借款	0	500	600	700	折旧摊销	23	34	102	168		
应付款项	149	929	1179	1392	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	41	240	304	360	营运资金变动	4	(1766)	(329)	(270)		
其他流动负债	50	50	50	50	投资活动现金流	(69)	(777)	(719)	(667)		
流动负债合计	241	1718	2133	2502	资本支出	(44)	(777)	(719)	(667)		
长期借款及应付债券	0	500	600	700	长期投资	0	0	0	0		
其他长期负债	60	60	60	60	其他	(25)	0	0	0		
长期负债合计	60	560	660	760	筹资活动现金流	419	985	181	177		
负债合计	300	2278	2793	3262	债务融资	0	1000	200	200		
股本	189	189	189	189	权益融资	2	0	0	0		
股东权益	750	832	934	1055	其它	417	(15)	(19)	(23)		
负债和股东权益总计	1050	3110	3727	4317	现金净增加额	396	529	(16)	88		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【环保组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。

水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

任春阳，华东师范大学经济学硕士，1 年证券行业经验，2016 年进入国海证券，从事环保行业上市公司研究。

赵越，工程硕士，厦门大学经济学学士，3 年多元化央企战略研究与分析经验，2016 年进入国海证券，从事环保行业及上市公司研究。

【分析师承诺】

谭倩，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。