

分析师： 葛军 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120019  
联系人： 邓莹 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn

## 收购丰汇租赁，金融、产业珠联璧合

### 事件描述

盛运股份（300090）今日发布关于收购丰汇租赁有限公司 45%股权的公告，主要内容如下：

- 盛运股份以现金共计人民币 31,050 万元收购丰汇租赁有限公司 45%股份，其中：收购盟科投资控股有限公司持有的 31.67%、收购焦作市中宸高速公路有限公司持有的 13.33%。
- 双方为目标公司设定了 2012 年、2013 年的经营目标： 2012 年度净利润不低于 8,000 万元；2013 年度净利润不低于 13,000 万元。

我们预计公司 2012-2014 年摊薄后 EPS 分别为 0.38 元、0.48 元和 0.56 元。维持“推荐”评级。

### 事件评论

#### 第一， 收购存溢价，但有利于盛运产融合力

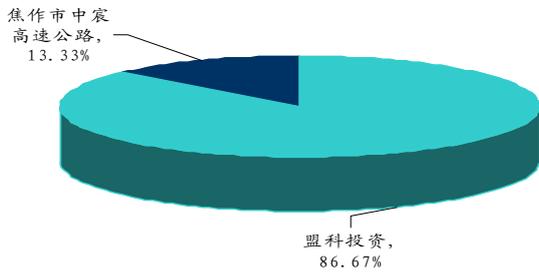
丰汇租赁是经国家商务部于 2009 年 12 月批准的第六批融资租赁试点企业。公司 2011 年与多家大型国企、上市公司签订了未来几年的战略合作协议，有稳定的收入基础。目前的租赁资产组合平均租赁期到期分布良好，再营销风险低。融资租赁涉及领域包括市政基础设施租赁、医疗设施和设备租赁以及矿山机械设备、新能源/清洁能源设施和设备租赁等，涉及面广，有比较大的发展空间。我们认为丰汇租赁有利于盛运运输设备的租赁和营销，可以提高公司资金的使用效率。

表 1：截至 2011 年 11 月 30 日丰汇租赁简要盈利情况（元）

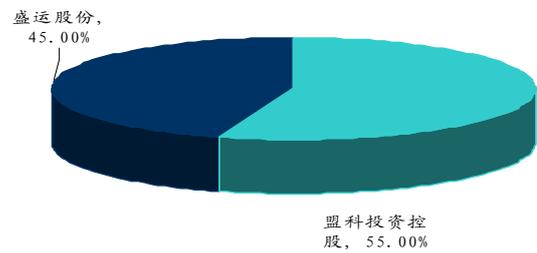
项目	本期金额	上期金额
营业收入	106,175,498.23	29,479,015.34
营业利润	32,435,835.92	7,932,612.53
净利润	23,979,368.50	5,776,024.75

资料来源：公司公告，长江证券研究部

盛运股份以现金共计人民币 31,050 万元收购丰汇租赁有限公司 45%股份，其中：收购盟科投资控股有限公司持有的 31.67%、收购焦作市中宸高速公路有限公司持有的 13.33%。截止到 2011 年 11 月 30 日，丰汇租赁净资产帐面价值 32,975 万元，盛运股份收购价格对净资产的溢价达 109.25%。根据沃克森资产评估对丰汇租赁采用收益法评估的全部股东权益价值为 70201.22 万元，与盛运 45%股权的购买价格基本持平。

**图 1：收购前丰汇租凭股权结构图**


资料来源：公司公告，长江证券研究部

**图 2：收购后丰汇租凭股权结构图**


资料来源：公司公告，长江证券研究部

## 第二，融资租赁、环保前景广阔，金融、产业珠联璧合

“十二五”环保领域发展存在广阔空间，全社会环保投资需求约 3.4 万亿元，比“十一五”明显增加。环保产业在未来一段时期仍将保持年均 15%-20% 的增长，针对资金来源问题，“将利用市场机制，形成多元化的投入格局，确保工程投资到位。”

对于环保产业的发展，由于目前地方政府的财务资金较为紧张，我们一直关注支持产业发展的资金来源问题。按照 3.4 万亿计算，年均投资额为 6800 亿元，每年至少有 4000 亿缺口需要社会来填补，这给民间资本提供很好的舞台。盛运股份作为垃圾处理环保领域的领先者必然要抓住这个契机，在先期取得主动权，将产业与金融相结合，以融资租赁作为纽带，借力资本拓展销售渠道，进一步扩张自身在环保领域的影响力和市场份额。

## 第三，签订对赌协议有利于促进收购方保持稳定持续的业绩

根据项目利润及净现金流预计：静态投资回收期约为 5 年，项目投资利润率(未来 5 年的年均净利润\*股权比例/项目投资总额)为 20.01%。同时，双方为目标公司设定了 2012 年、2013 年的经营目标：2012 年度净利润不低于 8,000 万元；2013 年度净利润不低于 13,000 万元。在此基础上盛运才对其支付收购款项，因此保证了盛运在此次收购过程中业绩的保障。按照 45% 的权益、2.55 亿总股本、25% 所得税估算，增厚 2012、2013 年业绩 0.14 和 0.23 元。

**表 2：收购资产未来盈利预测**

单位：万元	2011 年度	2012 年度	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年度
营业收入	13,453.46	28,818.28	48,483.28	52,550.00	58,875.00	60,315.00
营业成本	4,777.08	13,972.92	25,359.97	26,673.19	29,501.78	28,134.86
营业税金及附加	477.2	816.49	1,271.78	1,423.22	1,615.53	1,769.91
销售费用	1,520.85	1,740.57	2,736.66	4,076.26	4,657.33	5,122.85
管理费用	1,500.00	1,500.00	1,500.00	1,500.00	1,500.00	1,500.00
营业利润	5,178.33	10,788.30	17,614.86	18,877.33	21,600.36	23,787.37
利润总额	5,178.33	10,788.30	17,614.86	18,877.33	21,600.36	23,787.37
所得税费用	1,320.47	2,751.02	4,491.79	4,813.72	5,508.09	6,065.78
净利润	3,857.85	8,037.29	13,123.07	14,063.61	16,092.27	17,721.59
盛运股份总股本		2.55	2.55	2.55	2.55	2.55
<b>预计增厚每股收益</b>		<b>0.142</b>	<b>0.231</b>	<b>0.248</b>	<b>0.284</b>	<b>0.312</b>

资料来源：公司公告，长江证券研究部

#### 第四，维持“推荐”评级

由于此次收购，盛运所持股权为 45%，系参股股权，因此我们对于未来几年的业绩预测中暂不投资收益对于公司业绩的贡献，预计公司 2012-2014 年摊薄后 EPS 分别为 0.38 元、0.48 元和 0.56 元。维持推荐评级。主要原因如下：

- 公司干法脱硫除尘一体化技术在行业内处于领先水平，未来垃圾焚烧发电的政策明朗化之后，看好公司未来在环保领域的业务发展；
- 同时收购的新疆煤机未来将逐步释放业绩；
- 通过收购丰汇租赁部分股权，同时结合盛运股份在产品业务和市场运营的良好能力和基础，环保领域机械制造行业借力资本，将互相促进协同发展。

**财务报表及指标预测**

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	<b>665</b>	<b>850</b>	<b>1094</b>	<b>1390</b>	货币资金	532	85	109	139
营业成本	454	584	754	956	交易性金融资产	0	0	0	0
<b>毛利</b>	<b>211</b>	<b>266</b>	<b>341</b>	<b>434</b>	应收账款	424	542	698	886
% 营业收入	31.7%	31.3%	31.1%	31.2%	存货	286	368	475	602
营业税金及附加	2	3	4	5	预付账款	77	99	127	161
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	51	66	85	107	<b>流动资产合计</b>	<b>1370</b>	<b>1157</b>	<b>1492</b>	<b>1895</b>
% 营业收入	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	63	80	103	131	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	长期股权投资	105	105	105	105
财务费用	22	11	11	23	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	3.3%	1.3%	1.0%	1.7%	固定资产合计	463	747	1024	1292
资产减值损失	8	0	0	0	无形资产	105	100	95	90
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	19	19	19	19
投资收益	-2	0	0	0	递延所得税资产	4	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>62</b>	<b>106</b>	<b>138</b>	<b>167</b>	其他非流动资产	7	7	7	7
% 营业收入	9.4%	12.5%	12.6%	12.0%	<b>资产总计</b>	<b>2074</b>	<b>2136</b>	<b>2743</b>	<b>3409</b>
营业外收支	22	20	20	20	短期贷款	308	73	298	509
<b>利润总额</b>	<b>84</b>	<b>126</b>	<b>158</b>	<b>187</b>	应付款项	550	707	912	1157
% 营业收入	12.6%	14.8%	14.4%	13.5%	预收账款	93	119	153	194
所得税费用	13	19	24	28	应付职工薪酬	4	5	7	9
净利润	71	107	134	159	应交税费	11	16	20	24
<b>归属于母公司所有者 的净利润</b>	<b>71.3</b>	<b>96.9</b>	<b>121.3</b>	<b>143.8</b>	其他流动负债	56	72	93	118
少数股东损益	0	10	13	15	<b>流动负债合计</b>	<b>1022</b>	<b>992</b>	<b>1483</b>	<b>2012</b>
<b>EPS (元/股)</b>	<b>0.28</b>	<b>0.38</b>	<b>0.48</b>	<b>0.56</b>	长期借款	27	27	27	27
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	24	24	24	24
					<b>负债合计</b>	<b>1074</b>	<b>1044</b>	<b>1535</b>	<b>2063</b>
					归属于母公司	941	1024	1127	1249
					所有者权益				
					少数股东权益	59	69	81	96
					<b>股东权益</b>	<b>1000</b>	<b>1092</b>	<b>1208</b>	<b>1345</b>
					<b>负债及股东权益</b>	<b>2074</b>	<b>2136</b>	<b>2743</b>	<b>3409</b>
					<b>基本指标</b>				
						<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
					EPS	0.279	0.380	0.475	0.563
					BVPS	3.69	4.01	4.41	4.89
					PE	38.32	28.19	22.51	19.00
					PEG	1.45	1.07	0.85	0.72
					PB	2.90	2.67	2.42	2.19
					EV/EBITDA	23.83	18.80	15.65	12.99
					ROE	7.6%	9.5%	10.8%	11.5%

## 对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999 Zhouzd1@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

## 投资评级说明

<b>行业评级</b>	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： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
<b>公司评级</b>	报告发布日后的 12 个月内公司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： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。