

2012-10-24

公司报告(点评报告)

 评级 **推荐** 维持

分析师: 邓莹

 (8621)68751219

 dengying@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490512040001

联系人: 王冯

 (8621)68751219

 wangfeng6@cjsc.com.cn

联系人: 杨靖凤

 (8621)68751636

 yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind

相关研究

 《收入稳健增长, 投资收益提升净利润》
 2012/8/24

《收购丰汇租赁, 金融、产业珠联璧合》2012/3/23

 《业绩符合预期, 新疆煤机将成为业绩增量来源》
 2012/3/8

盛运股份(300090)

业绩符合预期, 收购中科通用打通垃圾焚烧产业链

报告要点

■ 事件描述

今日盛运股份(300090)公告了2012年三季报, 主要内容如下:

1-9月, 公司实现营业收入62768.12万元, 同比增长35.17%; 归属于母公司净利润5851.40万元, 同比增长22.41%, 实现每股收益0.23元。

同时, 盛运股份公告了收购中科通用重组预案:

拟以14.51元价格非公开发行4714万股、以及自有资金4500万元用于收购中科通用80.36%的股权及募集配套资金。本次交易完成后, 盛运股份将持有中科通用90.36%的股权。

■ 事件评论

➢ **Q3 业绩点评:** 随着公司尾气净化处理设备、输送机械销售规模的扩大, 公司营业收入大幅增长35.17%; 管理费用由去年的3861.88万元上升至6191.26万元主要是子公司济宁中科、桐庐盛运、盛运技术本期合并所致; 投资收益由去年同期-260.6万元增加至2023.52万元, 主要是联营企业丰汇租赁按权益法计算的收益; 由于本期收到的政府补贴款增加, 本期营业外收入由去年的484.47万元增加至2293.73万元。

➢ **收购中科通用价格合理、业绩增厚显著:** 公司拟以14.51元价格非公开发行4714万股、以及自有资金4500万元用于收购中科通用80.36%的股权及募集配套资金。中科通用2012年净利润5000万元, 本次评估值66181.12万元, 收购PE为13.23倍, 收购价格基本合理。假设2013年能收购成功、并表, 按承诺净利润6700万元、将增厚EPS0.22元。

➢ **垃圾焚烧龙头企业, 协同效应将明显:** 中科通用属于垃圾焚烧处理行业中的领先企业, 截至目前, 在中科通用与当地政府签署的15份垃圾焚烧合作框架协议中尚有13个项目公司需投资、建设和运营, 此外中科通用还与其他4个垃圾焚烧发电投资商设立的垃圾焚烧发电项目签署了垃圾焚烧炉设备和循环流化床技术提供战略合作协议, 中科通用项目储备充足。通过并购, 盛运将实现垃圾焚烧发电设备研发设计、制造、工程安装、服务及垃圾焚烧发电厂运营的产业链一体化经营。

➢ 假设中科通用重组方案通过, 2013完成发行股份合并报表, 我们对公司2012-2013年的盈利预测为0.52元和0.88元(摊薄后), 对应目前PE为28倍、17倍, 维持“推荐”评级。

收入增速符合预期，毛利率有所下滑

报告期内公司完成了对济宁中科 40%股权的收购，桐庐盛运环保能源有限公司二期工程、淮南皖能项目以及一批意向签约并在做前期筹建准备的垃圾发电项目正在有条不紊的建设之中，同时公司的炉排炉开发已经业已取得长足的进展，开始不断为垃圾焚烧发电和医废处理供应设备。

1-9 月，公司实现营业收入 62768.12 万元，同比增长 35.17%；营业成本 46518.50 万元，同比增长 46.14%，营业利润 4,871.90 万元，同比增长-9.58%，归属于母公司净利润 5851.40 万元，同比增长 22.41%，实现每股收益 0.23 元。

- 随着公司尾气净化处理设备、输送机械销售规模的扩大，公司营业收入大幅增长 35.17%；
- 管理费用由去年的3861.88万元上升至6191.26万元主要是子公司济宁中科、桐庐盛运、盛运技术本期合并所致；
- 投资收益由去年同期-260.6万元增加至2023.52万元，主要是联营企业丰汇租赁按权益法计算的收益；
- 由于本期收到的政府补贴款增加，本期营业外收入由去年的484.47万元增加至2293.73万元；

表 1:近 2 年前三季度利润表主要科目对比

	2012 年 1-9 月	2011 年 1-9 月	同比
营业总收入(万元)	62,768.12	46,435.07	35.17%
营业收入(万元)	62,768.12	46,435.07	35.17%
营业总成本(万元)	59,919.74	40,786.16	46.91%
营业成本(万元)	46,518.50	31,832.20	46.14%
销售费用(万元)	4,145.60	3,069.34	35.06%
管理费用(万元)	6,191.26	3,861.88	60.32%
财务费用(万元)	2,263.35	1,613.20	40.30%
营业利润(万元)	4,871.90	5,388.30	-9.58%
利润总额(万元)	7,070.24	5,859.56	20.66%
净利润(万元)	6,032.14	4,581.72	31.66%
归属于母公司净利润 (万元)	5,851.40	4,780.04	22.41%
每股收益	0.23	0.19	22.37%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

7-9 月，公司实现营业收入 28993.48 万元，同比增长 80.86%；营业成本 22523.20 万元，同比增长 101.06%，营业利润 1542.04 万元，同比增长-12.31%，归属于母公司净利润 1736.93 万元，同比增长 7.73%，实现每股收益 0.07 元。

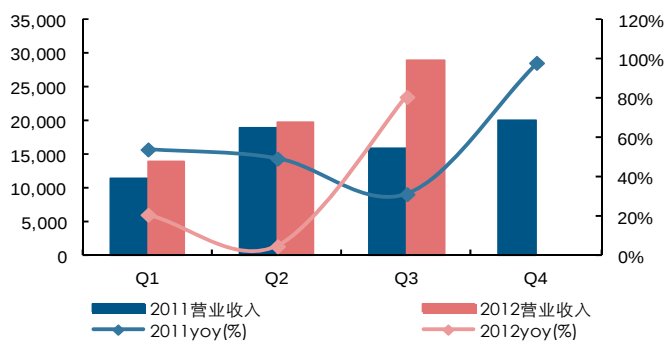
表 2：近 2 年第三季度单季度利润表科目对比

	12Q3	11Q3	同比
营业总收入(万元)	28,993.48	16,031.23	80.86%
营业收入(万元)	28,993.48	16,031.23	80.86%
营业总成本(万元)	28,152.04	14,160.18	98.81%
营业成本(万元)	22,523.20	11,202.11	101.06%
销售费用(万元)	1194.88	1085.57	10.07%
管理费用(万元)	2748.86	1237.69	122.09%

财务费用(万元)	1149.05	541.88	112.05%
营业利润(万元)	1,542.04	1,758.60	-12.31%
利润总额(万元)	2,355.79	2,052.83	14.76%
净利润(万元)	2,021.00	1,609.83	25.54%
归属于母公司净利润(万元)	1,736.93	1,612.36	7.73%
每股收益(元)	0.12	0.06	94.78%

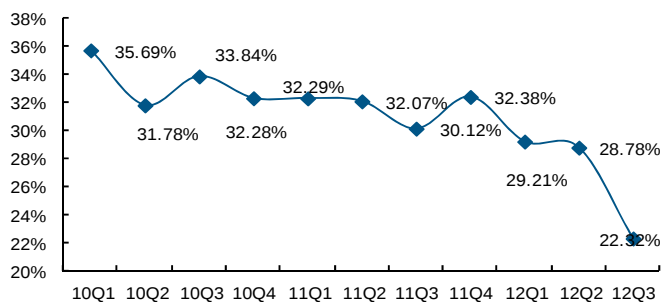
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 1：2012 年第三季度营业收入同比增长 80.86%



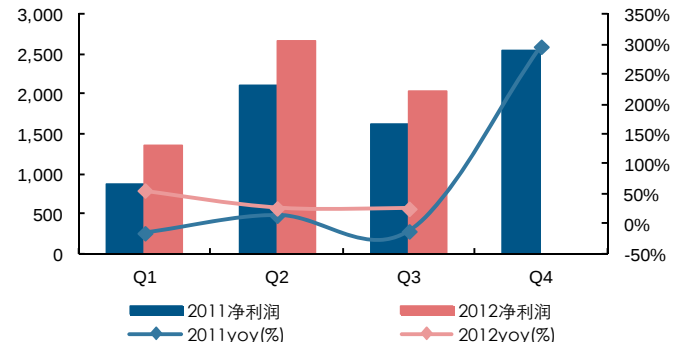
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 3：2012 年第三季度毛利率大幅下降至 22.32%



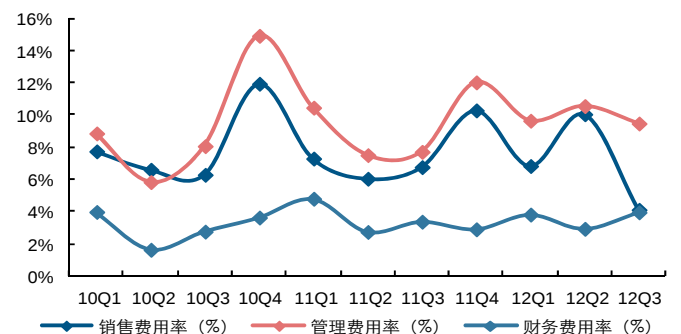
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 2：2012 年第三季度净利润同比增长 25.54%



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 4：2012 年第三季度管理费用、财务费用大幅上升



资料来源：Wind，长江证券研究部

收购中科通用价格合理，业绩增厚显著

公司拟以 14.51 元价格非公开发行 4714 万股、以及自有资金 4500 万元用于收购资产中科通用 80.36% 的股权及募集配套资金。

按照公司给出的业务预估值，中科通用 2012 年净利润 5000 万元，本次评估值 66181.12 万元，收购 PE 为 13.23 倍，本次收购价格较 2010 年收购中科通用 11% 股权作价 440 万元有较高的溢价，但由于中科通用近年发展迅速，净利润大幅高于当时的预估值，且垃圾焚烧属于环保中发展较快的子领域，我们认为收购价格基本合理。

假设中科通用 2013 年能收购成功、正式并表，则按照公告预估值 2013 年承诺净利润 6700 万元、按发行完成后总股本 30241 万元计算，将增厚公司 EPS0.22 元。

表 3：公非公开发行募集资金用途

非公开发行	说明
-------	----

4714 万股	14.71 元/股
其中：1241 万股	支付 38 个自然人持有的中科通用 34%股权部分的 80%；另 20%自有现金支付（约 4500 万元）
2115 万股	收购赣州湧金等 5 名法人或有限合伙企业持有的中科通用 46.36%的股权
1358 万股	拟向不超过 10 名其他特定投资者发行，募集配套资金 1.99 亿元

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 4：中科通用业绩预估值（万元）

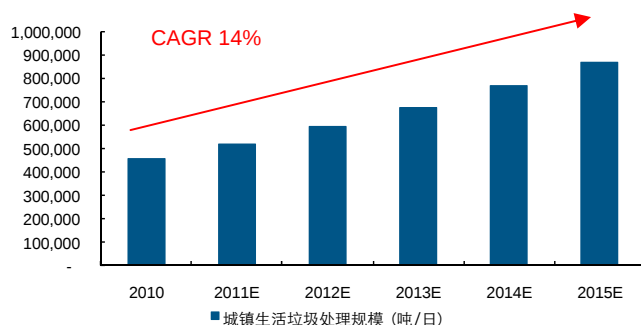
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
净利润	4207	5000	6700	8300	8900	9300

资料来源：公司公告

发挥协同效应，分享垃圾焚烧行业的快速发展

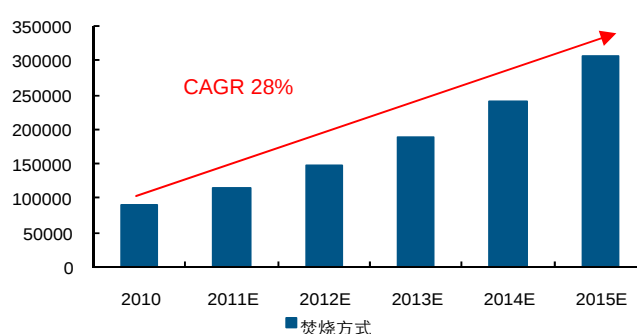
2012 年 3 月 28 日，发改委发布规定：垃圾焚烧发电执行全国统一垃圾发电标杆电价 0.65 元/千瓦时；随后 2012 年 4 月 19 日，《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》指出“十二五”期间生活垃圾无害化处理能力中选用焚烧技术的达到 35%，东部地区选用焚烧技术达到 48%，未来垃圾处理中，以焚烧方式的垃圾处理复合增长率将达到 28%，焚烧占比将逐步上升，国家政策对于垃圾行业的支持十分显著。

图 5：“十二五”期间城镇生活垃圾处理规模复合增速预计达 14%



资料来源：《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》

图 6：焚烧方式的垃圾处理规模未来复合增长达 28%



资料来源：《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》

中科通用属于垃圾焚烧处理行业中的龙头企业，截至目前，在中科通用与当地政府签署的 15 份垃圾焚烧合作框架协议中尚有 13 个项目公司需投资、建设和运营，此外中科通用还与其他 4 个垃圾焚烧发电投资商设立的垃圾焚烧发电项目签署了垃圾焚烧炉设备和循环流化床技术提供战略合作协议，中科通用项目储备充足。

同时，通过控股中科通用，可以有效带动盛运股份新能源环保设备的销售增长，协同效应明显，盛运将实现垃圾焚烧发电设备研发设计、制造、工程安装、服务及垃圾焚烧发电厂运营的产业链一体化经营。随着垃圾焚烧行业的快速发展，公司环保业务前景较好。

维持“推荐”评级

假设中科通用重组方案通过，2013 完成发行股份并合并报表，我们对公司 2012-2013 年的盈利预测为 0.52 元和 0.88 元（摊薄后），对应目前 PE 为 28 倍、17 倍，看好公司在垃圾焚烧领域的发展前景，维持“推荐”评级。

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
营业收入	665	892	1928	2416	货币资金	532	89	428	314
营业成本	454	605	1321	1651	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	211	287	608	766	应收账款	424	569	1230	1541
%营业收入	31.7%	32.1%	31.5%	31.7%	存货	286	381	832	1039
营业税金及附加	2	3	7	8	预付账款	77	102	223	279
%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	69	149	187	流动资产合计	1370	1209	2863	3360
%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	84	182	228	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	142	197	260
财务费用	22	11	3	0	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	3.3%	1.3%	0.2%	0.0%	固定资产合计	463	748	1033	1311
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	36	59	63	递延所得税资产	4	0	0	0
营业利润	62	155	326	406	其他非流动资产	7	7	7	7
%营业收入	9.4%	17.4%	16.9%	16.8%	资产总计	2074	2225	4214	5047
营业外收支	22	20	20	20	短期贷款	308	85	0	0
利润总额	84	175	346	426	应付款项	550	733	1599	1998
%营业收入	12.6%	19.7%	17.9%	17.6%	预收账款	93	125	270	338
所得税费用	13	27	52	65	应付职工薪酬	4	5	12	15
净利润	71	149	294	361	应交税费	11	22	43	53
归属于母公司所有者的净利润	71.3	134.8	265.9	327.2	其他流动负债	56	75	163	204
少数股东损益	0	14	28	34	流动负债合计	1022	1045	2086	2608
EPS (元/股)	0.28	0.53	0.88	1.08	长期借款	27	27	27	27
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2011A	2012E	2013E	2014E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	116	120	93	259	其他非流动负债	24	24	24	24
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	1074	1096	2138	2659
长期股权投资	-100	0	0	0	归属于母公司	941	1056	1975	2253
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	59	73	100	135
固定资产投资	-84	-309	-319	-324	股东权益	1000	1129	2076	2388
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	2074	2225	4214	5047
投资活动现金流净额	-183	-309	-319	-324	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2011A	2012E	2013E	2014E
股权融资	0	0	693	0	EPS	0.279	0.528	0.879	1.082
银行贷款增加 (减少)	-64	-223	-85	0	BVPS	3.69	4.14	7.74	7.45
筹资成本	22	-31	-43	-49	PE	52.69	27.86	16.73	13.59
其他	-46	0	0	0	PEG	0.80	0.42	0.25	0.21
筹资活动现金流净额	-87	-255	566	-49	PB	3.99	3.56	1.90	1.97
现金净流量	-154	-443	339	-115	EV/EBITDA	33.45	19.30	9.11	7.59
					ROE	7.6%	12.8%	13.5%	14.5%

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	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@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

行业评级	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		
公司评级	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。		



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情形范围内，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。