

2013-6-25

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: 童飞

 (8621)68755308

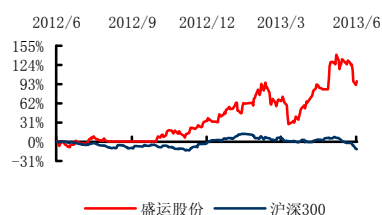
 tongfei1@cjsc.com.cn

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

《订单兑现逻辑,“双轮”驱动成长》2013/6/20

 《增发通过已无悬念,战略布局日臻完善》
 2013/5/22

盛运股份(300090)

再获拉萨项目,盛运“加速度”得到验证

报告要点

■ 事件描述

盛运股份(300090.SZ)发布公告:

与拉萨市人民政府签署垃圾焚烧发电项目 BOT 框架协议书。本项目一期工程 2×350t/d + 12MW 发电机组,建设工期 18 个月;二期工程 1×350t/d + 1×6MW;工程全部竣工后,达到日处理生活垃圾 1050 吨,发电能力 31.5 万 kwh/d。

■ 事件评论

此次订单规模为 1050 吨,我们预计投资额约为 4 亿左右,按照 10%的内部报酬率,建造阶段 15%的净利润,运营阶段 30%的净利润估算,建造阶段大约能够贡献业绩约 6000 万,运营阶段每年贡献业绩约 2000 万。

具体观点如下:

拉萨项目再次验证盛运项目获取能力,即使到十二五末垃圾焚烧发电建造规模是大于规划的,我们认为在当前时刻,资本市场仍然很难跨越十二五规划给予垃圾焚烧发电整体市场规模更高预期。因此,在整体市场规模难于给予更高预期的情况下,挑选在垃圾发电项目订单获取上能够体现出更高“加速度”的公司将成为关键。

我们认为,目前市场对于盛运整合中科通用带来的“多元化的技术路径、充足的项目储备、潜在订单获取能力的强化”都有足够的预期,因此,推荐或者看好盛运股份的逻辑更应专注于挖掘公司超预期的逻辑,而这一点也正是盛运“加速度”逻辑所在。我们坚持之前推荐盛运的超预期逻辑:

- 1) 公司资本运作基因与固废行业游戏规则契合将打开公司成长空间。
- 2) 强大的股东背景将强化公司的资本运作以及项目获取能力。

■ 推荐评级

就公司固废运营项目价值与公司市值匹配关系来看,盛运可以比肩桑德环境及光大国际,在“资本运作基因”以及“强大的股东背景”双轮驱动下,我们认为公司具有不断超越市场预期能力,可以作为环保行业战略性品种进行配置。我们预计公司 2013-2015 年的业绩分别为 0.70、1.30 和 1.92 元/股,维持公司的“推荐”评级。

表 1：盛运垃圾发电项目汇总（含中科通用项目）

建设及运营项目	权益	处理能力（吨/日）
黑龙江伊春项目	100%	450
吉林白山项目	100%	400
辽宁阜新项目	100%	800
辽宁辽阳项目	100%	800
辽宁锦州项目	20%	1000
辽宁瓦房店项目	100%	400
山东济宁项目	70%	1100
山东枣庄项目	20%	1400
山东苍山项目		
江苏淮安项目	10%	1000
安徽宣城项目	100%	400
安徽安庆项目	30%	800
湖北洪湖项目		
江西鹰潭项目	100%	600
广西来宾项目	20%	500
俄罗斯奔萨项目（中国成套合作）		23万吨/年
安徽淮南	45%	800
浙江桐庐	100%	420
武汉经济开发区	100%	1000
山东郓城	100%	500
山东招远一期	100%	500
山东招远二期	100%	250
湖南澧州	100%	800
山东乐陵市		500
山东冠县		400
山东金乡项目	100%	1050
拉萨项目	100%	1050

资料来源：公司公告，长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2012A	2013E	2014E	2015E		2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	849	1491	2368	3526	货币资金	525	149	237	353
营业成本	619	1032	1533	2250	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	230	459	835	1277	应收账款	477	838	1331	1981
%营业收入	27.1%	30.8%	35.3%	36.2%	存货	330	551	817	1199
营业税金及附加	3	6	9	14	预付账款	125	209	310	454
%营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	5	0	0	0
销售费用	60	105	167	249	流动资产合计	1471	1763	2727	4034
%营业收入	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	94	165	262	391	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	长期股权投资	459	518	576	648
财务费用	41	25	11	21	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	4.9%	1.7%	0.4%	0.6%	固定资产合计	934	1249	1572	1908
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	264	251	238	226
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	20	20	20	20
投资收益	48	59	63	72	递延所得税资产	5	0	0	0
营业利润	79	217	449	675	其他非流动资产	6	6	6	6
%营业收入	9.3%	14.5%	19.0%	19.1%	资产总计	3160	3808	5140	6842
营业外收支	23	23	23	23	短期贷款	880	74	335	484
利润总额	95	240	472	697	应付款项	278	463	688	1009
%营业收入	11.2%	16.1%	19.9%	19.8%	预收账款	39	69	109	163
所得税费用	8	21	41	61	应付职工薪酬	5	8	12	18
净利润	87	219	431	637	应交税费	-22	-51	-95	-141
归属于母公司所有者的净利润	83.8	210.9	393.2	580.8	其他流动负债	558	941	1416	2085
少数股东损益	3	8	38	56	流动负债合计	1737	1504	2465	3617
EPS (元/股)	0.28	0.70	1.30	1.92	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2012A	2013E	2014E	2015E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	0	108	220	410	其他非流动负债	303	303	303	303
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	2040	1807	2768	3920
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	1021	1894	2228	2721
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	99	107	145	200
固定资产投资	0	-315	-324	-335	股东权益	1120	2000	2372	2922
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	3160	3808	5140	6842
投资活动现金流净额	0	-315	-324	-335	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2012A	2013E	2014E	2015E
股权融资	0	693	0	0	EPS	0.277	0.697	1.300	1.920
银行贷款增加 (减少)	0	-805	261	149	BVPS	4.00	7.42	7.37	9.00
筹资成本	0	-57	-70	-109	PE	97.43	38.72	20.77	14.06
其他	0	0	0	0	PEG	1.07	0.43	0.23	0.16
筹资活动现金流净额	0	-169	191	41	PB	6.75	3.64	3.67	3.00
现金净流量	0	-376	88	116	EV/EBITDA	70.62	31.72	17.50	11.72
					ROE	8.2%	11.1%	17.6%	21.3%

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
鲍 丽	上海私募总经理	(8621) 68751860	13701828281	baoli@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。