

2013-6-26

公司研究(深度报告)

 评级 **推荐** 维持

盛运股份 (300090)

资本运作基因正在成型

当前股价: 30.58 元

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

公司基本数据	2013.6.26
总股本(万股)	25527
流通A股/B股(万股)	18613/0
资产负债率	64.56%
每股净资产(元)	4.39
市盈率(当前)	93.15
市净率(当前)	6.97
12个月内最高/最低价	34.81/12.70

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind

相关研究

 《再获拉萨项目, 盛运“加速度”得到验证》
 2013/6/26

 《再获拉萨项目, 盛运“加速度”得到验证》
 2013/6/26

《订单兑现逻辑, “双轮”驱动成长》2013/6/20

报告要点

■ 有关盛运逻辑的思考

并购中科通用将为盛运带来的是技术路径的多元化、充足的项目储备、潜在订单获取能力的强化, 我们认为这些因素是比较容易被市场预期到的, 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。**

■ 固废炼金术: 资本运作为王

参考国外行业巨头成功模式, 我们认为强大的资本运作能力是公司成就伟大的关键: **1) WM: 并购突破资本限制; 2) RSG: 资本运作跨越先发优势; 逻辑挖掘: 偶然中的必然, 并购基因是造就伟大的关键, 而这种能力也并不能被简单复制;**

■ 盛运股份, 并购基因正在形成

➢ **通过不断资本运作, 公司的并购基因正在形成。**

➢ **公司强大的股东背景将强化公司的资本运作能力。**

■ 为什么盛运发展 BOT 更加有优势?

从竞争层面来分析, 发展垃圾焚烧发电最核心的能力在于资源(项目获取)以及资金(项目实施)。盛运的优势在于: 1. 金融与产业结合解决政府资金之困; 2. 强大的股东背景强化公司项目获取能力;

■ 投资建议

我们预计公司 2013-2015 年的业绩分别为 0.70、1.30 和 1.92 元/股, 继续维持公司的“推荐”评级。

主要财务指标

	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	849	1491	2368	3526
增长率(%)	28%	76%	59%	49%
归属母公司所有者净利润(百万元)	83.8	210.9	393.2	580.8
增长率(%)	16%	152%	86%	48%
每股收益(元)	0.277	0.697	1.300	1.920
净资产收益率(%)	8.2%	11.1%	17.6%	21.3%
每股经营现金流(元)				

目录

引言：有关盛运逻辑的思考	4
固废炼金术：资本运作为王	4
WM：并购突破资本限制	5
RSG：资本运作跨越先发优势	6
逻辑挖掘：偶然中的必然，并购基因的挖掘	7
盛运股份，资本运作基因正在形成	8
始于“输送”，却不拘于“输送”	8
成于“固废”，却超脱于“固废”	11
并购雕琢公司全新未来	15
为什么盛运发展 BOT 更加有优势？	15
金融与产业结合解决政府资金之困	16
强大的股东背景强化公司项目获取能力	16
投资建议	17
风险提示	17

图表目录

图 1：WM 以及 RSG 并购主要思路	7
图 2：输送机械及脱硫除尘一体化是公司主要营收来源	8
图 3：西北地区占营业收入之比	9
图 4：“十二五”期间城镇生活垃圾处理规模复合增速预计达 14%	10
图 5：焚烧方式的处理规模未来复合增长达 28%	10
图 6：中科通用运营模式	12
图 7：中科通用项目情况	12
图 8：公司未来环保业务收入将大幅增长	13
图 9：公司战略运作思路	15
图 10：地方政府债务规模突破 12 万亿（以 12.94% 的增速计算）	16
图 11：全国土地出让收入高峰已过	16
表 1：全球前二十大市值环保企业排名表（剔除水务类）	4
表 2：2007 年 Waste Age 100 排名十强（2008 年 RSG 并购了 AWI）	7
表 3：公司干法脱硫技术优势明显	9
表 4：公司干法脱硫除尘一体化尾气净化处理设备指标优于国家标准	10
表 5：公司“十二五”之间已经参与垃圾发电业务	11
表 6：中科通用控股及参股子公司状况（项目公司）	13

表 7: 丰汇租赁主要服务	14
表 8: 收购资产未来盈利预测	14
表 9: 盛运股份强大的股东背景	16
表 10: 三家固废类上市公司固废类运营项目比较 (截止 2013 年 6 月 24 日)	17

引言：有关盛运逻辑的思考

前日，公司发布公告，“发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金事项获得中国证监会并购重组委审核通过的公告”，公司对于中科通用的并购已无悬念。

对于盛运而言，中科通用将带来：

1. 技术路径的多元化（循环流化床等）；
2. 充足的项目储备；
3. 潜在订单获取能力的强化；

我们认为这些因素是很容易被市场预期到的，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。**

参考美国固废行业发展趋势，我们认为超群的资本运作能力是固废行业企业脱颖而出的关键，而这种资本运作能力也并不是能够被简单复制的。

通过一系列的资本运作行为，盛运实现了主营业务的战略转型，其超群的资本运作能力已经得到有效验证，而公司强大的股东背景更是对于看好公司逻辑的另外一种强化。

基于此，我们认为两大因素仍然可能导致盛运股份超越投资者预期：

1. 上市公司超前的资本运作意识以及资本运作能力已经处于行业领先地位；
2. 强大的股东背景是对公司资本运作能力以及订单获取能力的强化。

固废炼金术：资本运作为王

由于固废行业在环保行业中属于市场化程度最高的板块，所以我们对全球上市的环保公司进行了梳理以及分析，总市值排名前茅的都出现在废弃物处理行业。

表 1：全球前二十大市值环保企业排名表（剔除水务类）

中文名称	注册地	市值	历史最高市值	2012 年主营业务收入	净利润
废品管理	US	116,310	293,245	86,124	5,155
公共服务公司	US	74,743	84,519	51,226	3,608
Stericycle 公司	US	56,946	59,888	12,072	1,691
优美科有限公司	BE	36,266	51,409	101,800	1,894
北京碧水源科技股份有限公司	CN	34,102	35,298	1,740	562
唐纳森有限公司	US	32,891	36,120	15,823	1,677
垃圾回收公司	US	29,798	30,812	10,485	1,004
Pennon 集团股份公司	GB	23,266	37,795	11,939	267
豪威有限公司	KR	23,247	24,227	11,167	527
桑德环境	CN	22,736	23,979	2,087	430

CleanHarborsInc	US	20,320	23,573	13,806	818
中国光大国际	HK	18,712	20,907	2,774	914
KuritaWaterIndustriesLtd	JP	16,869	37,254	13,717	874
卡万塔控股集团	US	16,257	32,251	10,374	719
CLARCORInc	US	16,168	16,967	7,088	777
IESI-BFC 有限公司	CA	15,667	20,797	11,968	595
Sims 金属管理有限公司	US	10,810	50,317	59,249	-3,419
龙净环保	CN	10,519	11,552	4,201	291
TetraTechInc	US	10,496	13,224	12,814	661
东江环保	CN	8,278	9,501	1,507	267

资料来源: bloomberg, 长江证券研究部

我们对于世界上最大的两家固废上市公司 WM 及 RSG 进行了分析, 通过对于造就伟大基因背后逻辑的总结和梳理, 我们发现:

- 1) 资本运作基因是成就伟大的关键;
- 2) 强大的资本运作甚至可以超越先发优势;
- 3) 资本运作能力作为伟大企业的核心能力, 并不能被简单复制;

WM: 并购突破资本限制

WM (Waste Management) 通过不断并购突破了重资产的限制, 实现了行业的整合。 固废行业重资产特征较为明显, 因此, 企业的成长往往受制于资金的限制, 与此同时, 其业务天然的垄断性使得传统的通过主业逐步渗透的外延式成长方式举步维艰。WM 借助上市公司平台, 采用换股等资本运作方式, 通过不断的并购, 实现了外延式扩张以及重资产的突破。

WM 前期发展历史梳理

- 1971 年 6 月上市。32 万股*\$16 元/股; 1971 年末, WM 收入 1700 万, 净利润 130 万;
- 1972 年, WM 收入 8200 万, 净利润 570 万; 1972 年前 9 个月, WM 增发 188 万股收购 133 个小公司, 这些公司带来超过 3800 万的收入;
- 在 1972 年底, 又增发 44.85 万股收购其它一些公司; WM 对准备收购的公司进行严格的财务和运营分析, 从大量的备选公司中寻找, 即使是在非常想进入的领域, 有些非常优秀的固体废弃物公司已经到了收购成熟的时机, WM 也只会考虑盈利能力优于平均、具备潜在成长性的公司。除了个别案例外, WM 的大部分收购都是以股权换股权的方式进行的 (stock for stock), 用权益结合法(pooling of

interest)。[*这些交易中，对于股权出售都有一些限制（如在若干年内出售不超过20%等），以防止股价大跌。]

- 第二次大型的增发新股为 1972 年 6 月，125 万股，共募集 2500 万美元（20 元/股），用于还贷、设备租赁、购置垃圾处理厂地（disposal sites）等。
- 1972 年，Huizenga 搬至南方的 Oak Brook，收购 Universal By-Products，UBP 的业务遍布各大城市，使得 WM 由一个区域性的公司变得更像一个全国性的公司。
- 1976 年，按 60-40 比例与 British-Saudi partner 成立合资公司，开展日常家庭收运、街道清洁等业务；
- 1982 年，收入达到 9.86 亿美元；净利润 1.06 亿美元。26%的平均年增长率；同时，公司的资产负债表也变得非常好，在 1982 年 11 月份 200 万新股发行后（49.5 元），公司没有短期债务，长期债务只占总资产的 20%；ROE 为 25%。
- 1983 年，二级市场上恶意收购 Chem-Nuclear Systems，进入低放射性核废料领域。
- 1984 年 8 月 Biggest Buy: 4.23 亿(28.5 美元/股)收购 SCA 的 60%股权；
- 1988 年，Wheelabrator (waste-to-energy business，固废焚烧发电的企业，建设和运营在行业中第二大,收入大约 10 亿美元)出售 20%的股权给 WM;WM 在 1990 年获得控股权并将它的资产重组；1998 年 WM 购买了余下股权；

RSG：资本运作跨越先发优势

RSG (Republic Service) 通过成功的资本运作实现了在固废行业的后发制人。从 90 年代中期开始，RSG 进入固废行业，创始人 **Harris W. Hudson** 及 **Wayne Huizenga** 均参与创立 WM 的创立工作，WM 的成功模式也在 RSG 得到有效复制，公司通过不断的并购以及剥离其他业务实现了高增长，成为仅次于 WM 的美国第二大固废处理公司。

RSG 发展历史梳理

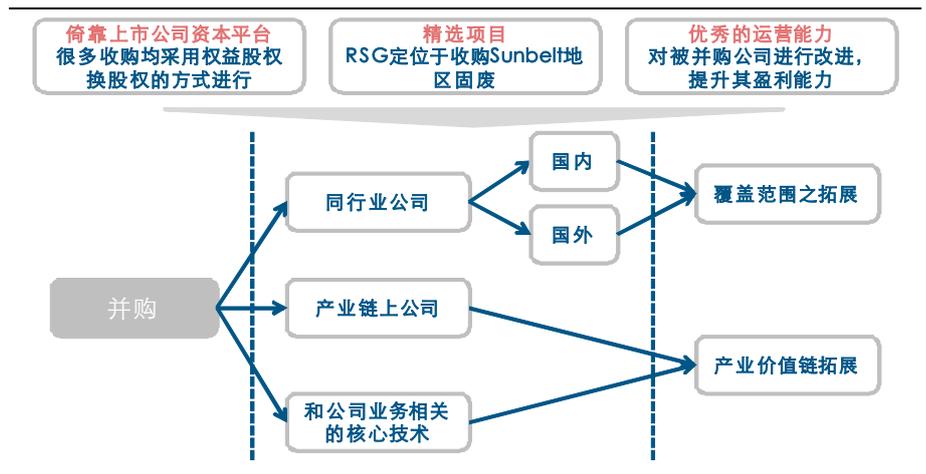
- RSG 真正从事固废处理业务开端于 90 年代中期，当时的公司名称为 **Republic Industries**，由 **Harris W. Hudson**（1995-1999 年任 Republic Industries 区域副总裁）与 **Wayne Huizenga** 共同创立公司，总投资 1.2 亿美元。两人都曾在 70-80 年代参与创立全美最大的废物处理公司 Waste Management，有过相关领域的经验。
- 在创立初期，公司的战略定位于收购 **Sunbelt 社区**的固废处理公司，原因在于随着 Sunbelt 社区的人口增长，这些社区的固废收集公司未来业务必将会成长。事实证明该策略非常有效，该公司的固废处理业务收入两年间从 1995 年的 1 亿美元增长到 1997 年的 11 亿。
- 1998 年，Republic Industries 剥离旗下的汽车销售公司，将专注固废处理业务，并更名为 Republic Services。同年 7 月 1 日，Republic Services 在纽交所挂牌上市，在并购整合领域有着丰富经验的 James O'Connor 加入公司并任 CEO。在经过多年的收购战略，到 2002 年，Republic Services 的规模达到了 22.6 亿。

- 在行业进一步整合以后，O'Connor 放缓了大规模收购的步伐，开始进行内部整合。O'Connor 将成本控制视为最重要的举措，包括优化线路、规范操作流程、设立安全程序以及实施培训，使之固化成为公司的文化。
- 进入 2000 年后，Republic Services 复制其收购 Sunbelt 社区公司的策略，一直进行着收购人口增长区域的废物处理公司，收入稳步增长，到 2007 年达到 31.8 亿美元。
- 2008 年，当时排名第三的 Republic Services 收购了排名第二的 Allied Waste Industry，成为全美第二的固废处理公司，规模提升两倍，仅次于 Waste Management。这次收购成为 Republic Services 公司的一个关键跳跃。

逻辑挖掘：偶然中的必然，并购基因的挖掘

总结 WM 以及 RSG 这两家全球最大环保公司发展经验：**外延式并购是造就伟大公司的关键。**

图 1：WM 以及 RSG 并购主要思路



资料来源：公司公告，长江证券研究部

通过不断的资本运作以及并购，WM 及 RSG 完成了对于固废运营这个天然垄断行业的整合。根据 Waste Age 100 对固废处理行业 2007 年的排名，行业相对较为集中，前三大公司的收入占据了十强的 73.3%（2008 年 RSG 并购了 AWI），并且，排名第 100 位的 Corpus Christi Disposal Service 公司雇员仅有 35 人，年收入仅为 5 百万。2008 年，RSG 对 AWI 实现了整合，据相关资料表明，WM 和 RSG 两大巨头市场份额超过了 50%。

表 2：2007 年 Waste Age 100 排名十强（2008 年 RSG 并购了 AWI）

排名	公司名称	雇员	年收入
1	Waste Management	47,400	13.31 bil
2	Allied Waste Industries	22,300	6.07 bil
3	Republic Services	13,000	3.18 bil
4	Veolia Environmental Services North America	11,200	2.00 bil

Corp			
5	Covanta Holding Corp	3,500	1.43 bil
6	Safety-Kleen Systems Inc	4,600	1.10 bil
7	Waste Connections Inc	5,000	959.0 mil
8	Clean Harbors Inc	4,769	946.9 mil
9	Stericycle Inc	6,090	932.8 mil
10	BFI Canada	3,700	854.2 mil

资料来源：Waste Age，长江证券研究部

资本运作基因是造就伟大的关键，这种基因并不能被简单复制。资本运作能力涉及到投资管理能力、融资管理能力、决策支持能力和风险管理能力，是企业一种较为综合的竞争力，并不是能够简单被复制的，这一点我们从美国固废行业里面也可以发现，成就伟大的也仅有 WM 以及 RSG 这两家资本运作的王者。WM 以及 RSG 能从固废行业脱颖而出并非偶然，RSG 的创始人也曾参与创立 WM，RSG 更多的是对于 WM 基因的传承而不是复制，而市场中这两家公司巨大成就却鲜有后来者同样说明投资运作能力并不能够简单的被复制。

盛运股份，资本运作基因正在形成

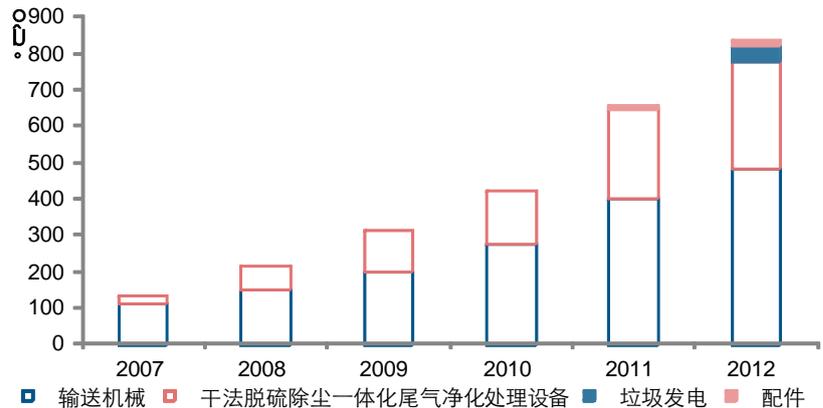
纵观全球固废公司，固废行业有能力孕育大市值公司。而从中国现状来看，我们认为也同样具备出大市值公司的可能性，首先固废行业才刚起步不久，垄断或者寡头垄断都尚未形成，市场上有足够多的竞争主体，技术领先和具备资金实力的公司，通过并购而实现转型或者实现集中度提高的可能性都存在。通过梳理盛运股份的发展历程，我们认为，盛运股份已然拥有的强大的资本运作能力。

始于“输送”，却不拘于“输送”

盛运发家于“输送”，却全然不拘泥于“输送”，广阔前瞻的行业以及产业链视角使得公司屡屡成功进行战略性布局，成功实现传统业务的转型，并形成了输送、除尘以及垃圾发电三大业务雏形。

公司发家于传送机械产品。盛运股份具有十余年输送机械产品的设计制造经验，是国内为数不多的能生产带宽 2 米以上、长度达 5 千米以上，大运量、长距离、高带速的大型带式输送机的企业之一；公司也是国内首家将干法脱硫与除尘工艺融为一体，生产干法脱硫除尘一体化尾气净化处理设备的企业。主要产品带式输送机和干法脱硫除尘一体化尾气净化处理设备，广泛应用于建材、水泥、电力、钢铁、矿山、港口、化工、垃圾焚烧尾气处理等多个行业。

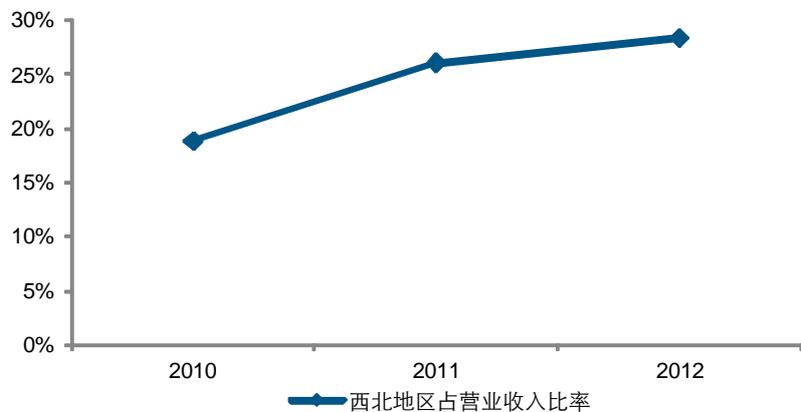
图 2：输送机械及脱硫除尘一体化是公司主要营收来源



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

公司并不拘泥传统销售模式, 通过并购实现了传统业务的渠道拓展。输送机业务作为公司最为传统业务, 但在该业务发展模式上面公司并不拘泥于传统发展模式, 2011年, 公司以现金共计人民币 10,200 万元 (超募资金) 收购新疆煤矿机械有限责任公司 60% 股份, 虽然新疆煤机盈利状况并不理想, 但却能帮助公司传统业务有效渗透西北市场, 战略意义显著。

图 3: 西北地区占营业收入之比



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

传统运输业务之外, 公司积极进入干法脱硫除尘一体化技术及垃圾焚烧尾气处理领域, 有效实现了市场开拓。2000 年公司认识到环保设备产业蕴含巨大商机, 从而委托合肥水泥研究设计院研发干法脱硫除尘一体化技术及垃圾焚烧尾气处理技术, 研发成果归盛运股份所有。2003 年 11 月, 干法脱硫除尘一体化技术研发成功, 2005 年, 盛运股份将干法脱硫除尘一体化技术产业化, 并建成年产 12 台 (套) 干法脱硫除尘一体化尾气净化处理设备项目。前瞻性的脱硫除尘布局帮助公司充分享受了“十一五”期间脱硫除尘盛宴。

表 3: 公司干法脱硫技术优势明显

项目	发行人干法脱硫技术	普通干法	半干法	湿法
----	-----------	------	-----	----

技术方案	通过急冷塔将烟气温度快速降低至150℃-155℃,以消石灰、反应助剂为主要脱硫剂,加上布袋涂层技术达到较高的脱硫效率。	以石灰为脱硫吸收剂,采用喷粉形式进行脱硫的工艺。	兼有干法和湿法技术的一些特点,是脱硫剂在干燥状态下再生或者在湿状态下处理脱硫产物的烟气脱硫技术。	主要是使用石灰石、石灰或碳酸钠等浆液作洗涤剂,在反应塔中对烟气进行洗涤、脱硫技术。
优点	(1) 脱硫效率高;(2) 后续运营成本低;(3) 维护简单。	(1) 无结露、腐蚀堵塞等,工艺简单占地面积小;(2) 能耗低。	(1) 工艺相对湿法简单,投资成本相对湿法较低;(2) 能耗较低。	(1) 工艺成熟稳定,脱硫处理量大;(2) 脱硫速度较快。
缺点		脱硫效率较低。	(1) 容器和管道的堵塞;(2) 吸收塔内固体沉积结垢;(3) 喷雾器磨损;(4) 烟道和除尘器的腐蚀。	(1) 废水的二次污染;(2) 石膏结垢堵塞、脱硫产物的处理比较麻烦;(3) 烟气温度较低不利于扩散;(4) 工艺较复杂、运行费用高、占地面积和投资较大;(5) 设备腐蚀问题严重。

资料来源:公司公告,长江证券研究部

表 4: 公司干法脱硫除尘一体化尾气净化处理设备指标优于国家标准

序号	项目	单位	公司产品性能指标 (测试均值)	生活垃圾焚烧 国家标准
1	粉尘排放浓度	mg/Nm ³	<30	80
2	SO ₂ 排放浓度	3mg/Nm	<20	260
3	NO _x 排放浓度	3mg/Nm	<100	400
4	HCL	mg/Nm ³	<7	75
5	重金属	—	满足国家排放标准	—
6	二噁英 (DIOXIN)	ng-TEQ/Nm ³	<0.03	0.1
7	滤袋平均使用寿命	年	>2	无

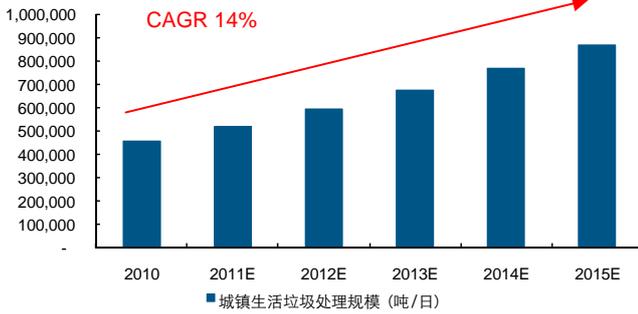
资料来源:公司公告,长江证券研究部

积极进行垃圾焚烧研发,有效布局“十二五”垃圾发电盛世。

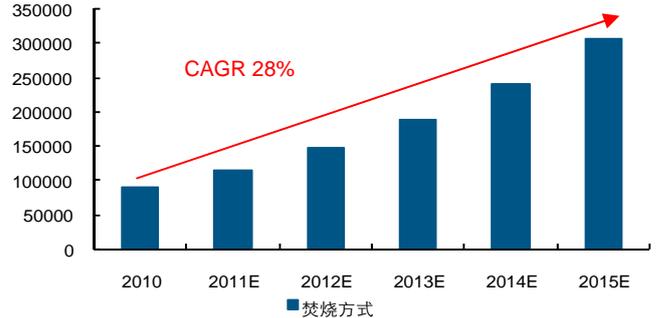
从政策规划来看,“十二五”期间垃圾发电高速发展已成定局。2012年4月19日,《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》指出“十二五”期间生活垃圾无害化处理能力中选用焚烧技术的达到35%,东部地区选用焚烧技术达到48%,未来垃圾处理中,以焚烧方式的垃圾处理复合增长率将达到28%,焚烧占比将逐步上升,国家政策对于垃圾行业的支持十分显著。

图 4: “十二五”期间城镇生活垃圾处理规模复合增速预计达 14%

图 5: 焚烧方式的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》



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》

“十二五”之前公司开始战略布局垃圾发电，战略抉择上恰当好处。截止 2012 年，公司已经成功研究开发 250T、350T 生活垃圾焚烧炉新技术环保设备新产品，另外，公司还成功开发了 5T、10T、15T 医废焚烧炉新技术，完成了垃圾发电最原始的技术积累。除此之外，2010 年底公司已经参股济宁中科、淮南皖能、伊春中科，“十二五”公司已经完成对于垃圾发电布局。

表 5: 公司“十二五”之间已经参与垃圾发电业务

日期	事项	股权比率
2010/12	投资济宁中科环保电力有限公司	30% (2012年增资到70%)
2010/12	投资淮南皖能环保电力有限公司	45%
2010/12	投资伊春中科环保电力有限公司	49%

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

成于“固废”，却超脱于“固废”

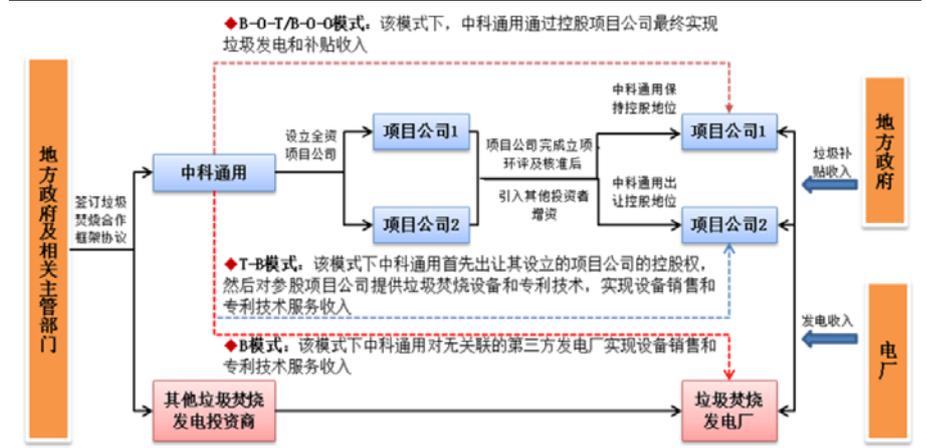
通过并购中科通用，公司顺利跻身垃圾发电核心企业行业。公司对于垃圾发电行业的理解，对于核心资源的把握以及产业链的梳理已经超脱了行业本身。真可谓成于“固废”，却超脱于“固废”。

公司对于中科通用的收购标志着公司在固废产业链实现了从边缘企业到核心企业最为关键的突破。

中科通用渊源已久，根正苗红。北京中科通用能源环保有限责任公司成立于 1987 年，其前身是中国科学院工程热物理研究所全资的北京通用能源动力公司，2001 年 7 月通过中国科学院企业改制，成为中科实业集团（控股）有限公司的控股企业。公司以中国科学院为强大的技术后盾，具有科研开发能力、工程设计能力、工程总包能力、环境污染治理设施运营能力以及投融资能力的大型综合环保能源企业。目前拥有国家主管部门批准的环保工程专业承包资质、环境工程（固废）专项工程设计资质、环境污染治理设施运营资质以及安全生产许可证等多种资质证书，是北京市科委批准的高新技术企业，2002 年通过 ISO9001-2000 质量管理体系认证。

中科通用行业资源深厚，但资金相对匮乏。中科通用手握技术，并且拥有充足的项目资源，但是资金相对匮乏，这也成为制约中科通用发展的关键。从过去中科通用的业务模式我们可以发现，由于资金匮乏，公司鲜有 BOT 项目，更多的项目是通过 T-B 模式或者是 B 模式，成为一个纯粹的技术或者设备的提供者，这也导致公司利润的流失。

图 6：中科通用运营模式



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 7：中科通用项目情况



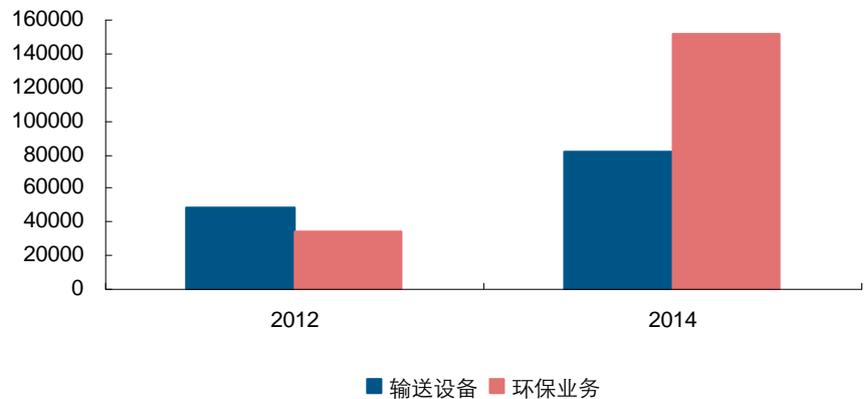
资料来源：公司公告，长江证券研究部

收购中科通用，盛运股份活水解中科通用资金愁，同时也帮助自己跻身垃圾发电核心企业行列。盛运股份通过非公开发行股份和支付现金相结合的方式，购买中科通用 80.36% 股权，加上之前持有的中科通用 10% 的股股权，此次收购以后持有中科通用 90.36% 的股权。我们认为此次并购是个双赢的合作，中科通用进入盛运体系可借助盛运上市公司

平台解决资金瓶颈，对于盛运股份而言，通过收购垃圾焚烧龙头企业，协同效应将明显，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。

中科通用项目充足，能力突出，盛运股份未来项目无忧。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 12 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。我们认为市场中不乏具有建设以及运营项目经验的企业，而获取项目的能力则成为更为关键的能力，中科通用在这方面能力，为盛运股份“十二五”期间项目提供保证。

图 8：公司未来环保业务收入将大幅增长



资料来源：长江证券研究部

表 6：中科通用控股及参股子公司状况（项目公司）

公司名称	成立时间	注册资本	中科通用	总资产	净资产	营业收入	净利润
控股子公司							
伊春中科	2010 年 6 月 22 日	4500	51%	7734.82	3942.68	-	-169.58
辽阳中科	2008 年 6 月 25 日	100	100%	159.13	-177.87	-	-43.33
阜新中科	2010 年 5 月 17 日	100	100%	566.36	-119.56	-	-106.39
宣城中科	2010 年 11 月 5 日	200	100%	269.86	88.59	-	-48.95
白山中科	2012 年 1 月 16 日	100	100%	72.28	72.04	-	-27.96
鹰潭中科	2012 年 9 月 13 日	300	100%	297.85	297.85	-	-2.15
瓦房店中科	2012 年 9 月 13 日	100	100%	99.92	99.92	-	-0.083
参股子公司							
济宁中科	2010 年 6 月 23 日	12100	30%	40708.96	11935.08	1659.65	351.43
安庆中科	2007 年 4 月 3 日	5690	30%	29807.71	6263.63	2705.18	76.62
来宾中科	2005 年 1 月 19 日	7100	20%	19551.73	3501.05	2751.49	-507.75
锦州中科	2008 年 9 月 9 日	500	20%	1156.23	-53.21	-	-114.73
枣庄中科	2012 年 10 月 11 日	200	20%	200	200	-	-
淮安中科	2009 年 3 月 23 日	11200	10%	15474.53	10349.94	-	-384.65

宁波中科	2005年8月16日	6000	8.33%	22859.61	4999.42	3271.53	578.42
中联环保	1999年4月27日	1000	20%	-	-	-	-

资料来源：公司公告，长江证券研究部

融资渠道畅通，上市公司融资平台以及丰汇租赁将帮助公司实现两条腿走路。

上市公司融资平台，解决公司发展巨大资金需求。从垃圾处理的经验看来，BOT 的模式既可以解决当地政府环保资金短缺的问题，保障公司获取订单，又可以为公司获得建设期和运营期的双份收入。当然 BOT 对于企业还是政府都是好事情，而发展 BOT 项目最主要的还是资金问题，公司作为上市公司在无论是股权融资或者是股权质押融资等层面都有一定优势，如此次通过增发完成对于中科通用的并购正是公司资金优势的明显体现。

丰汇租赁有限公司，是经国家商务部批准的第六批融资租赁试点企业，注册资本金人民币 1 亿元，2011 年内将增资至 11 亿元。公司股东为熔盛重工的熔盛投资集团和中植企业集团的盟科投资控股集团。

表 7：丰汇租赁主要服务

主要服务	服务内容
信托理财租赁	将租赁收益权为核心设立信托计划,通过引入银行投资资金为具有稳定收入来源的大型项目解决长期资金,如云南槟榔江水电融资项目。
中小企业租赁	以中小企业核心设备为租赁物,结合股权安排、实际控制人担保等风控措施,在严控风险的前提下提供融资,并获取较高投资回报,如嘉隆高科租赁项目。
公用事业租赁	将具有稳定收费来源的公用设施作为租赁物,为市政建设和公用事业技术革新提供中长期资金,如沈北新区水务系统设备租赁项目。
医疗设备租赁	选择具有竞争力的、被市场广泛接受的医疗设备作为租赁物,为医院诊疗设备升级、技术更新提供融资,获得平稳回报,收益理想,如亿仁医院加速器回租项目。

资料来源：公司公告，长江证券研究部

丰汇租赁，通过类分期付款的方式解决客户资金之愁。从客户角度考虑，资金问题同样是客户需要考虑的关键问题，通过丰汇租赁平台，可以为客户提供融资，帮助客户解决资金瓶颈，从而促进自己产品的销售。在丰汇租赁的平台下相当于盛运又可以获得另一个除二级市场以外的融资平台，为公司发展提供了足够的资金来源，保障未来项目的开工建设。

盛运通过并购丰汇租赁 45%的股权，签订的**对赌协议锁定了每年最低的盈利**，相对公司目前盈利状况不太理想的输送设备，丰汇租赁的利润贡献可以为公司业绩提供安全垫。

表 8：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

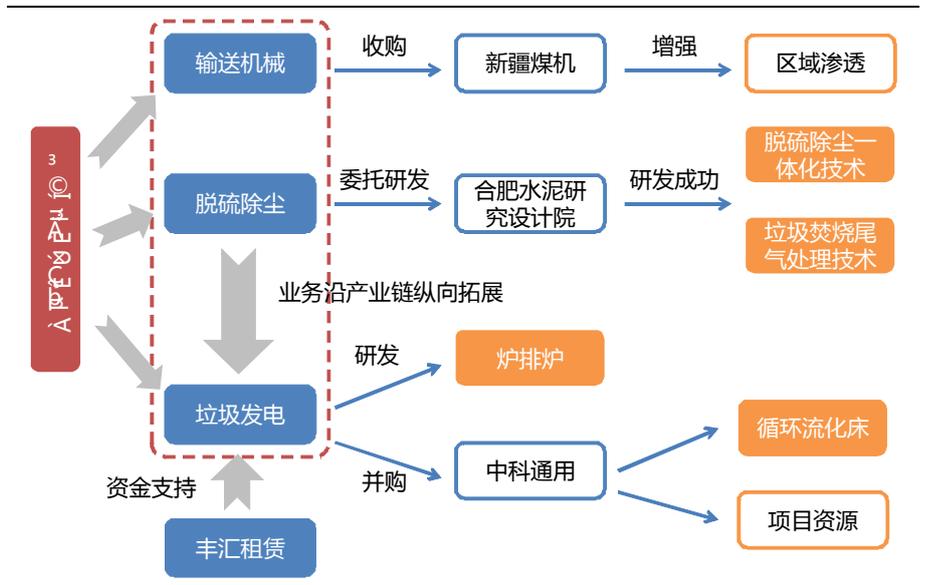
营业利润	5,178.33	10,788.30	17,614.86	18,877.33	21,600.36	23,787.37
利润总额	5,178.33	10,788.30	17,614.86	18,877.33	21,600.36	23,787.37
所得税费用	1,320.47	2,751.02	4,491.79	4,813.72	5,508.09	6,065.78
净利润	3,857.85	8,037.29	13,123.07	14,063.61	16,092.27	17,721.59
盛运股份总股本		2.55	2.55	2.55	2.55	2.55
预计增厚每股收益		0.142	0.231	0.248	0.284	0.312

资料来源：公司公告，长江证券研究部

并购雕琢公司全新未来

通过不断资本运作，公司的并购基因正在形成。公司从一家传统的输送机械企业到垃圾发电业务的拓展，通过不断的资本运作实现了主营业务的转型。相比于同行而言，公司在资本运作方面已经处于领先的地位，未来在行业发展趋势中，公司将抢占更多先机。

图 9：公司战略运作思路



资料来源：公司公告，长江证券研究部

为什么盛运发展 BOT 更加有优势？

固废行业是一个高度资本集中的行业，无论是政府出钱还是企业出钱，都是需要足够的资金作为发展后盾。在当前环保压力下，政府愿意用 BOT 模式解决当前紧张的资金来源，对于企业而言，发展 BOT，可以获取项目工程建设收入和未来长期的特许经营权，一次投资两次收获，因此发展 BOT 将是双赢的结局和市场的选择。

从竞争层面来分析，发展垃圾焚烧发电最核心的能力在于资源（项目获取）以及资金（项目实施）。而我们想说明的是，盛运是具备发展成为中国的 WM 的实力，在众多优秀的固废处理公司里面为何盛运更加具备优势？原因如下：

金融与产业结合解决政府资金之困

政府资金面已经出现紧张，发展固废 BOT 是可以有效解决环保以及资金两大难题。

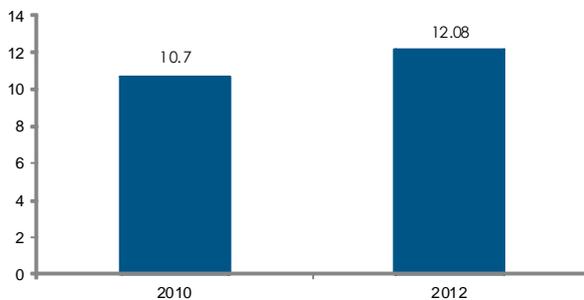
自 2011 年以来，市场对于地方政府债务、融资平台问题的关注从没停止。从最新的审计署公布的《36 个地方政府本级政府性债务审计结果公告》来看，截至 2012 年底，36 个地方政府本级政府性债务余额 38475.81 亿元，比 2010 年增加 4409.81 亿元，增长 12.94%。由于此次的审计结果属于抽查数据，并不是地方政府债务的全貌，简单地以 12.94% 的增速扩展到全国范围来看，全国地方政府债务总规模大致为 12.08 万亿。

由于房地产市场，特别是三四线城市的房地产市场已经显著降温，部分地方由于土地出让收入增幅下降，偿债压力开始加大。截止 2012 年底，4 个省本级、17 个省会城市本级承诺以土地出让收入为偿债来源的债务余额 7746.97 亿元，而上述地区当年以土地出让收入为偿债来源的债务需偿还本息 2315.73 亿元，为当年可支配土地出让收入的 1.25 倍。

在这个时间点发展环保对于捉襟见肘的地方财政来说是件非常困难的事情，而环保问题的持续恶化直接威胁到老百姓的生存环境和生命安全，也威胁到政府官员的乌纱帽，发展环保必须借助外部力量。而环保公司在目前阶段能够为政府提供相应的资金，发展 BOT 项目。

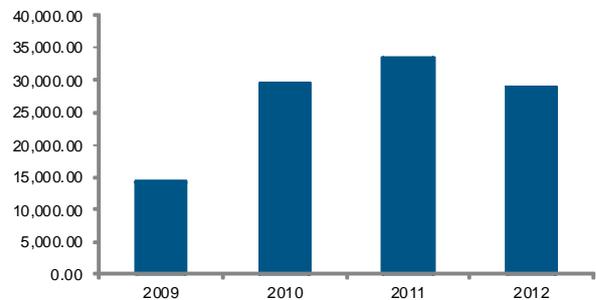
拥有上市公司融资平台的盛运股份，在解决地方环保问题的同时通过 BOT 的方式也帮地方政府解决了资金问题。

图 10：地方政府债务规模突破 12 万亿（以 12.94% 的增速计算）



资料来源：审计署，长江证券研究部

图 11：全国土地出让收入高峰已过



资料来源：Wind，长江证券研究部

强大的股东背景强化公司项目获取能力

公司强大的股东背景将强化公司的资本运作能力。公司大股东背景深厚，对于提升公司资本运作能力将提供有效支持和保证。与盛运股份相比，桑德环境的大股东是桑德集团，光大国际的大股东则分别是中国光大集团有限公司以及 Allianz SE（安联保险集团），在股东背景方面，虽然光大同样拥有国资背景，但盛运股份的背景无疑更加光鲜。

表 9：盛运股份强大的股东背景

股东名称	控股股东	实际控制人	持股比率
国投高科	国家开发投资公司	国务院国有资产管理委员会	9.66%

绵阳基金 中信产业投资基金管理有限公司 中华人民共和国财政部 7.83%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

投资建议

从项目蕴含的价值来看，公司估值并不比桑德环境及盛运股份贵。相比于建造类项目，运营类项目由于其未来稳定的现金流能力，对于衡量企业价值意义更大。对比盛运股份（包括中科通用项目）、桑德环境以及光大国际项目，目前从盛运股份在市值与运营项目比价关系来看，公司估值并不比桑德环境或光大国际贵。

表 10：三家固废类上市公司固废类运营项目比较（截止 2013 年 6 月 24 日）

	市值	运营项目垃圾日处理能力	固废收入占比
盛运股份 (300090.SZ)	69+9 (增发)	9700	10.0% (毛利占比)
桑德环境 (000826.SZ)	197	12150	71.5% (毛利占比)
光大国际 (0257.HK)	222	20065	60.6% (EBIT占比)

资料来源：Wind，各公司公告，长江证券研究部

公司的资本运作基因以及强大的股东背景将使公司具有更大的加速度。短期内，我们看好公司并购中科通用带来的协同效应。中长期来看，公司强大的资本运作能力与固废行业游戏规则契合将打开公司远期成长空间。纵观公司发展历史，对于拥有强大资本运作能力的盛运而言，固废行业也许并不是一个终点，这也留给了市场更多更大的想象空间，而公司一路走来，不断超预期的并购整合也是公司实现跨越式成长的关键。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。

风险提示

1. 中科通用今年收购完成，与盛运股份尚需时日磨合，盛运本身管理成本会增加，因此在业绩上存在低于预期可能性。
2. 经济增长低于预期，对与实体经济紧密相连的输送设备的增速也有可能低于预期，因此存在公司的输送设备销售情况低于预期可能性。
3. 中科通用下属的垃圾焚烧项目从合同到执行期时间过长导致业绩低于预期的可能性。

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。