

# 菲达环保 (600526)

公司研究/调研报告

## 转型中的综合性环保平台

-菲达环保 (600526) 调研报告

公司 调研报告/环保行业

2014 年 04 月 04 日

### 一、分析与判断

#### ➤ 省国资委通过巨化集团控股菲达环保，大气治理龙头转型综合性环保平台

根据增发预案披露，菲达环保将向浙江省国资委旗下巨化集团定向增发 6316 万股，增发完成后巨化集团将成为菲达环保控股股东，并将其拥有的环保资产注入菲达，届时菲达环保业务将由大气治理升级为环保全行业覆盖，实现从除尘器龙头到综合性环保平台企业的飞跃。

#### ➤ 菲达优质品牌与地方政府资源完美结合，转型战略实现双赢

菲达环保是国内最早从事大型火电站用除尘器研发及制造的企业，其除尘器产品市场占有率长期名列前茅。巨化集团为浙江省国资委直属企业，巨化入主后，菲达环保在环保市场的品牌知名度将有望与浙江地方政府资源实现完美结合。巨化集团旗下环保资产涵盖污泥焚烧处置、危/医废、生活垃圾焚烧及工业污水等多个领域，为菲达接手后进行跨行业快速扩张奠定良好的基础。同时巨化入主后有望对公司原有激励机制作出一定调整，有利于充分调动员工的积极性，盈利能力有望进一步提高。

#### ➤ 浙江省环保投资空间巨大，省属环保平台优势极为明显

浙江省工业化程度高，境内化工、印染、造纸、电镀等排污产业发达，环境容量日益减少，环境改善和环保投资的空间巨大。同时浙江省经济发达，人均 GDP 已突破 1 万美元大关，达到国际标准“中等发达国家”水平，地方财政预算收入也位居全国前列，浙江省政府具有较强的环境治理投资能力。目前浙江省委十三届四次全会已正式提出了“五水共治”的口号，开启全省治环境、促转型、惠民生的重大战略，具体目标包括在 2017 年以前实现城镇截污纳管和农村污水处理和城市生活垃圾集中处理的基本覆盖。未来 3-5 年浙江省将有望迎来环保投资的高峰期，而菲达环保作为省内最大环保企业，同时也是省属环保平台，在市场开拓及项目获取方面将占据极为有利的地位，未来通过持续并购实现快速扩张将是大概率事件。

#### ➤ 除尘器销售继续火爆，订单持续高速增长

因新的排放标准即将实施，目前火电除尘市场需求十分旺盛。公司国内订单近年来保持同比 50% 左右的高增速。除尘器改造难度大，仅少数技术实力扎实的大型企业有承接项目能力，目前公司已开始率先推行排放 5mg 以下的“超洁净排放”技术，未来市场占有率有望进一步提高。

### 二、盈利预测与投资建议

我们预计公司 2013-2015 年净利润分别为 4100 万元、7100 万元、1.38 亿元；折合 EPS 分别为 0.20 元、0.35 元、0.68 元，对应当前股价 PE99、56、29 倍。虽然相对估值水平较高，但考虑到巨化入主后公司业务转型的良好前景和巨大发展空间，首次给予公司“谨慎推荐”评级，合理估值 25 元。

### 三、风险提示：

增发资产并表时间不确定，管理层整合风险。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入 (百万元)	1,676	2,095	2,514	3,466
增长率 (%)	0.58%	25.00%	20.00%	37.87%
归属母公司股东净利润 (百万元)	19	41	71	138
增长率 (%)	17.87%	114.48%	74.39%	94.05%
每股收益 (元)	0.14	0.20	0.35	0.68
PE	145.41	98.52	56.49	29.11
PB	7.29	6.11	5.51	4.58

资料来源：Wind，民生证券研究院

**谨慎推荐**

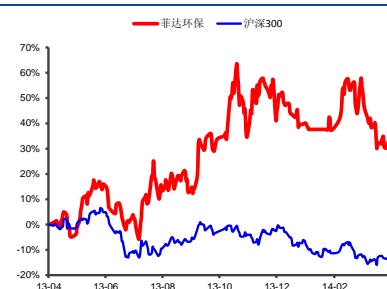
首次评级

合理估值：25 元

#### 交易数据 (2014-04-03)

收盘价 (元)	19.73
近 12 个月最高/最低	24.98/12.90
总股本 (百万股)	203.44
流通股本 (百万股)	203.44
流通股比例%	100.00%
总市值 (亿元)	40.14
流通市值 (亿元)	40.14

#### 该股与沪深 300 走势比较



#### 分析师

分析师：袁瑶

执业证书编号：S0100512100004

电话：(021) 60876731

Email: [yuan Yao@mszq.com](mailto:yuan Yao@mszq.com)

分析师：龙雷

执业证书编号：S0100513080004

电话：(021) 60876720

Email: [longlei\\_sh@mszq.com](mailto:longlei_sh@mszq.com)

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
一、营业总收入	1,676	2,095	2,514	3,466
减：营业成本	1,411	1,764	2,117	2,915
营业税金及附加	6	12	14	19
销售费用	47	59	65	76
管理费用	134	159	176	208
财务费用	53	31	33	31
资产减值损失	4	15	10	12
加：投资收益	2	0	0	0
二、营业利润	24	55	100	206
加：营业外收支净额	4	4	4	4
三、利润总额	28	59	104	210
减：所得税费用	8	18	31	63
四、净利润	19	42	73	147
归属于母公司的利润	19	41	71	138
五、基本每股收益 (元)	0.14	0.20	0.35	0.68
主要财务指标				
项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
EV/EBITDA	32.73	41.97	29.32	17.72
成长能力：				
营业收入同比	0.6%	25.0%	20.0%	37.9%
营业利润同比	18.3%	135.3%	79.8%	106.4%
净利润同比	17.9%	114.5%	74.4%	94.1%
营运能力：				
应收账款周转率	5.19	3.71	2.74	2.72
存货周转率	1.50	2.51	3.64	3.87
总资产周转率	0.75	0.84	0.85	1.01
盈利能力与收益质量：				
毛利率	15.8%	15.8%	15.8%	15.9%
净利率	1.1%	1.9%	2.8%	4.0%
总资产净利率 ROA	0.9%	1.5%	2.4%	3.9%
净资产收益率 ROE	3.5%	6.3%	9.9%	16.8%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	1.18	1.21	1.25	1.30
资产负债率	74.1%	77.0%	76.4%	76.7%
利息保障倍数	1.4	2.8	4.0	7.6
每股指标：				
每股收益	0.14	0.20	0.35	0.68
每股经营现金流量	0.38	2.10	(0.57)	(0.99)
每股净资产	2.71	3.23	3.58	4.30

资产负债表				
项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	291	876	669	436
应收票据	38	69	83	114
应收账款	327	804	1,033	1,520
预付账款	79	105	137	181
其他应收款	60	115	138	190
存货	1,042	628	754	1,038
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	1,832	2,597	2,814	3,478
长期股权投资	39	0	0	0
固定资产	167	167	169	171
在建工程	3	2	2	2
无形资产	66	62	58	54
其他非流动资产	(0)	(0)	(0)	(0)
非流动资产合计	292	263	269	274
资产总计	2,124	2,859	3,083	3,752
短期借款	602	602	614	635
应付票据	166	218	261	359
应付账款	347	653	696	878
预收账款	452	473	524	628
其他应付款	18	48	58	80
应交税费	(39)	0	0	0
其他流动负债	2	2	2	2
流动负债合计	1,558	2,145	2,254	2,682
长期借款	2	2	2	2
其他非流动负债	13	55	97	192
非流动负债合计	16	58	100	195
负债合计	1,573	2,203	2,354	2,877
股本	140	203	203	203
资本公积	195	195	195	195
盈余公积	25	25	25	25
未分配利润	187	228	299	437
少数股东权益	4	5	6	15
所有者权益合计	551	656	729	876
负债和股东权益合计	2,124	2,859	3,083	3,752
现金流量表				
项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流量	78	426	(116)	(202)
投资活动现金流量	(14)	37	(2)	(2)
筹资活动现金流量	(153)	177	(71)	(10)

资料来源：Wind，民生证券研究院

## 分析师简介

**袁瑶**，民生证券，新能源及环保行业高级研究员。

上海财经大学经济学硕士，4年行业经验。2011年，“新财富”、“水晶球”最佳分析师评选第3名；2012年“新财富”最佳分析师评选第5名。

**龙雷**，民生证券，环保行业研究员。

复旦大学经济学硕士，巴黎一大经济学硕士，2年行业经验。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	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
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

## 民生证券研究院：

**北京：**北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

**上海：**浦东新区银城中路488号太平金融大厦3903室； 200120

**深圳：**深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 518040

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。