

菲达环保 (600526.SH) 环保设备行业
评级：买入 维持评级
公司点评
郭煜

 分析师 SAC 执业编号：S1130513100002
(8621)60230219
wuyu@gjzq.com.cn

业绩符合预期，转型拐点的投资机会

事件：公司公布一季度报告，符合预期

- 今日，公司公布一季度报告：实现营业收入为 576.75 百万元，同比增长 26.96%；实现归属于上市公司股东的净利润为 15.25 百万元，同比增长 155.89%；扣非后实现归属上市公司股东净利润为 13.36 百万元，同比增长 149.48%；实现基本每股收益 EPS 为 0.07 元/股；符合我们预期。

我们的点评与分析

业绩符合预期

- 公司一季度业绩符合预期：受益于除尘改造行业趋势向上导致订单同比增加的原因，公司收入同比增长 26.96%；在成本控制下毛利率水平也有显著提升，达到 17.04%，较之前提升 1.49 个百分点；费用率公司基本控制在同期水平，因此净利率在毛利率提升的影响下提升 1.33 个百分点，由于公司之前净利率水平较低仅 1.31%，因此直接体现了业绩的高弹性。

图表1：菲达环保财务数据分析

单位：百万元	2013	2014	
项目	1Q	1Q	YOY
财务数据分析			
营业收入	454.28	576.75	26.96%
-营业成本	383.62	478.47	24.72%
=毛利	70.66	98.29	39.10%
-营业税金及附加	1.60	3.03	89.09%
-销售费用	12.60	16.63	31.94%
-管理费用	38.65	49.24	27.39%
-财务费用	10.61	9.86	-7.03%
-资产减值准备	0.22	0.00	-100.57%
+公允价值变动损益	--	--	--
+投资收益	0.17	-0.14	-180.39%
+营业外收支	0.48	1.45	201.41%
=利润总额	7.62	20.84	173.46%
-所得税费用	1.78	5.65	216.46%
-少数股东损益	-0.12	-0.06	-54.67%
=归母净利润	5.96	15.25	155.89%
每股基本收益	0.04	0.07	75.00%

来源：国金证券研究所

图表2：菲达环保财务比例分析

单位：%	2013	2014	
项目	1Q	1Q	YOY
财务比例分析			
营业收入	100.00%	100.00%	--
-营业成本	84.45%	82.96%	-1.49%
=毛利	15.55%	17.04%	1.49%
-营业税金及附加	0.35%	0.52%	0.17%
-销售费用	2.77%	2.88%	0.11%
-管理费用	8.51%	8.54%	0.03%
-财务费用	2.34%	1.71%	-0.63%
-资产减值准备	--	--	--
+公允价值变动损益	--	--	--
+投资收益	0.04%	-0.02%	-0.06%
+营业外收支	0.11%	0.25%	0.15%
=利润总额	1.68%	3.61%	1.94%
-所得税费用	0.39%	0.98%	0.59%
-少数股东损益	-0.03%	-0.01%	0.02%
=净利润	1.31%	2.64%	1.33%

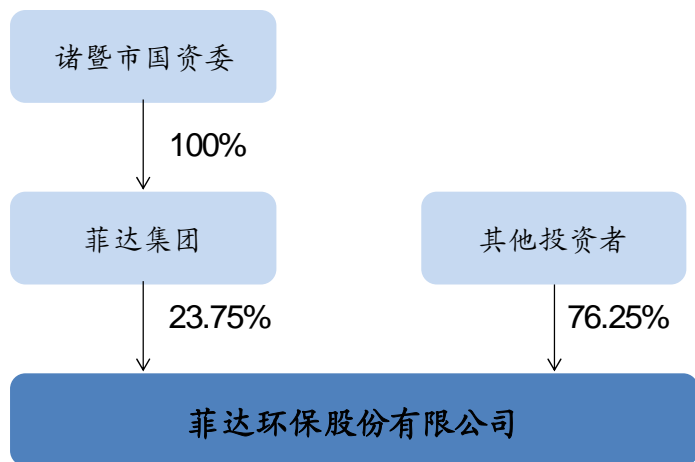
维持投资逻辑：转型拐点、提升潜力大，迎来投资机会

■ 转型拐点：股东平台提升，业务领域拓展

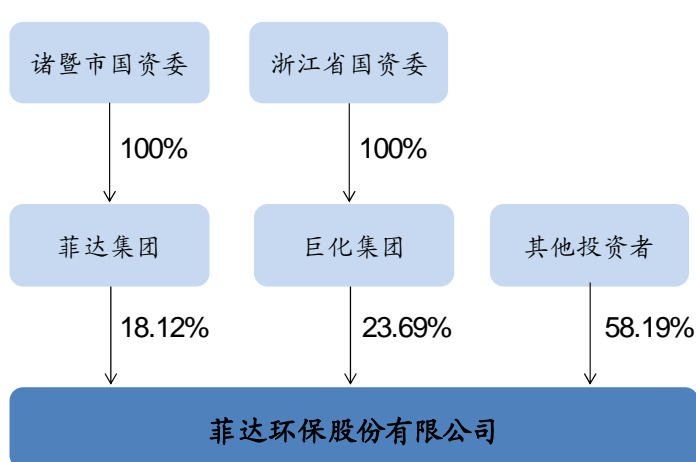
- **平台的转型-巨化入驻后，股东平台由诸暨转为浙江国资：**目前公司向巨化集团非公开发行股票预案目前已经经历了董事会的审核通过，未来如果能够通过股东大会和证监会等的审核通过，公司股东平台将由诸暨市国资委转变为浙江省国资委。
- 1) 浙江省已将全面深化国资国企改革作为今年的重要任务，菲达环保股东层级如果能够成功从诸暨市国资提升至浙江省国资，将成为浙江省国资旗下环保企业，从而非常有希望成为浙江省环保平台型企业。

- 2) 浙江将全力深化国资国企改革, 大力发展混合所有制经济, 核心内容包括以资产证券化为代表的产权制度改革、市场化运行机制、市场化的考核和激励机制等, 以切实提高国有企业运行质量和效益。

图表3: 巨化入驻前菲达环保股权结构



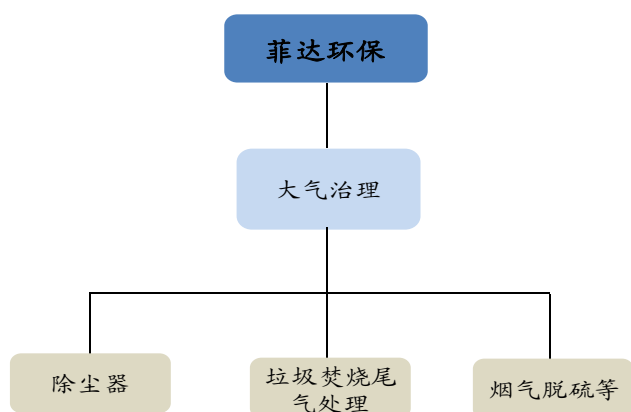
图表4: 巨化入驻后菲达环保股权结构



来源: 国金证券研究所

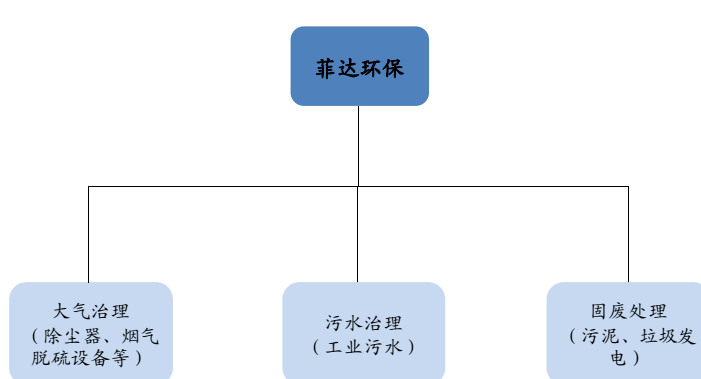
- **业务的转型-大气除尘领域拓展至污水和固废领域打造全环保产业链:** 公司现有业务主要立足于以除尘为主的大气治理领域, 通过本次非公开发行, 巨化集团环保相关资产(固废、污水处理等)将注入公司, 使得公司业务将从除尘等大气治理领域拓展至污水处理、固废处理等其他环保领域, 打通了大气、固废和水处理三大环保领域的全覆盖。

图表5: 发行完成前公司业务架构



来源: 国金证券研究所

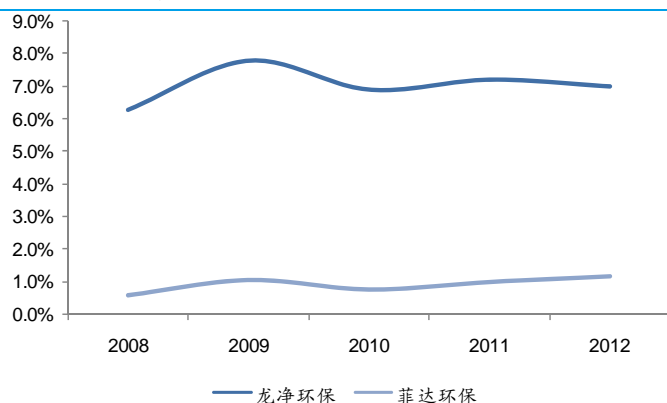
图表6: 发行完成后公司业务架构



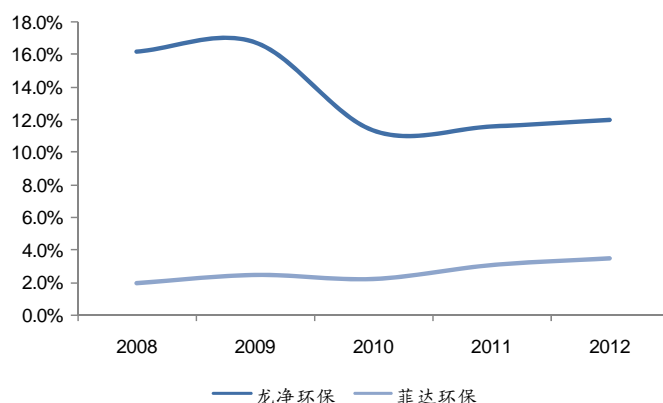
- **提升潜力大: 盈利和技术具备高弹性的盈利潜力**

- **业绩提升-净利率水平低, 具备潜在提升空间:** 公司现有业务主要为除尘器等环保设备销售及安装, 净利率水平仅为 1.7%左右, ROE 仅为 3.5%左右, 盈利能力显著低于产品结构类似的龙净环保; 我们认为未来随着自上而下顶层治理结构的改善, 以及国企改革如果深化带来的效率提升, 公司盈利能力具备较大的提升潜力。

图表7: 公司净利率水平较低, 具备提升潜力



图表8: 公司 ROE 水平较低, 具备提升潜力



来源: 国金证券研究所

- **技术提升-高壁垒的湿法除尘, 未来标准若再次趋严或成主流:** 公司在电除尘器市场占据龙头地位, 储备有旋转电极式除尘器、电袋式除尘器、高频电源等多种高效除尘技术, 均能够用于火电行业现有的电除尘器改造; 而公司 13 年引进的三菱湿式电除尘技术, 成为国内少数拥有电厂湿式电除尘技术的企业。

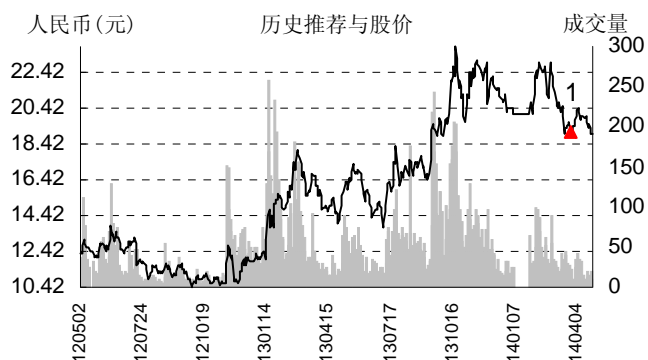
盈利预测和投资建议

- 我们维持之前的盈利预测, 预测公司 2014-2015 年归属母公司净利润分别为 83 百万元和 136 百万元, EPS 分别为 0.411 元和 0.668 元, 净利润同比增速分别为 112.71%和 62.58%。
- 目前公司股价对应估值为 48x14PE、30x15PE, 虽估值偏高, 但是我们认为公司属于转型期, 净利率的弹性大, 并处于改善趋势向上初期, 在这个阶段如果仅凭借目前较低的净利率水平对应的业绩来对估值进行评判会低估企业的潜在弹性价值; 并且考虑到如果对巨化非公开发行成功, 大股东成本在 19 元, 目前价格也奠定了足够的安全边际。
- 在目前价位, 我们给予公司买入投资建议, 风险报酬比还是非常高的, 主要逻辑点在于目前价位具备大股东成本奠定的安全边际, 未来博取的三大投资机会是: 1、股东层级调整以及国企改革预期带来的盈利性提升; 2、雾霾倒逼除尘标准趋严, 市场将由订单驱动转为技术驱动, 公司具备显著优势; 3、巨化如成功入驻后, 打造大气、污水和固废的大环保平台。

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2014-03-28	买入	19.08	30.00 ~ 30.00

来源：国金证券研究所


投资评级的说明:

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-83831378
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD