

菲达环保 (600526)

公司研究/点评报告

业绩持续大幅增长，即将迎来“巨”大变“化”

-菲达环保 (600526) 2014 年中报点评

公司点评报告/环保行业

2014 年 08 月 06 日

8月5日晚间公司发布2014年中报：报告期实现收入11.95亿元，同比增长25.94%，归属上市公司股东的净利润3074万元，同比增长102.03%，EPS0.08元。

二、分析与判断

➤ 产品盈利能力继续提升，坏账计提大幅减少

公司报告期内净利润率达到2.6%，相比去年同期提升1.59pct.。其中毛利率16.10%，同比上升1.26pct.，说明产品盈利能力有所提升，由于当前烟尘排放标准的不断提高，公司高端除尘器产品比例将上升，我们认为公司毛利率提升进程将持续。报告期内期间费用率12.84%，上升0.95pct.，其中管理费用上升较多，主要因为合同订单增长所致。除销售增长外，利润增长的主要原因还有去年同期802万的资产减值损失因玖龙坏账的冲回，本期大幅减少至59.7万元；此外本期政府补助与去年相比增加310万元，亦对利润增长有相当贡献。

➤ 先进除尘器市场近在眼前，除尘业务迎来大发展契机

报告期内公司作为EPC总承包建设的神华国华舟山电厂二期4号机组（1×350MW超临界燃煤发电机组）扩建工程的干式和湿式电除尘器已于今年6月正式移交，烟尘排放平均浓度达到2.55mg/m³，低于燃气标准，是国内首个投入工业应用的燃煤电站“近零排放”示范工程，奠定了公司在先进除尘领域的地位。目前重点区域火电排放标准不断提高，除特别排放限值外，“近零排放”已开始进入示范阶段，甚至更低的排放标准也在研究当中。公司建立有前瞻性的技术网络开发体系布局，形成了“基础应用研究中心-技术开发中心-工程设计中心”三位一体的技术研发体系，加上“菲达”的名牌效应和公司多年来建立的市场口碑，其除尘器产品将迎来发展契机。

➤ 巨化集团即将入主菲达，长期看好公司转型战略

公司目前正在筹措对巨化集团的定向增发项目，发行成功后菲达将成为浙江省省属重点企业巨化集团的控股子公司。根据增发预案披露，巨化集团将旗下固废、污水等环保资产注入菲达，结合公司在环保市场的品牌知名度、背靠浙江省政府的支持，公司将有望实现从大气治理龙头到综合性环保平台企业的战略转型。浙江省政府既有环保治理的意愿，也有环保投资的能力，“五水共治”等一系列重点工程的启动标志未来3-5年浙江省环保投资将进入一个高峰期。结合公司的本地优势和国资属性，我们认为公司的转型战略值得长期看好。

三、盈利预测与投资建议

我们预计公司2014-2016年净利润分别为7800万元、1.61亿元、2.26亿元；折合EPS分别为0.38元、0.79元、1.11元，对应当前股价PE51、25、18倍。短期相对估值水平较高，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，维持公司“谨慎推荐”评级，合理估值12.5元。

四、风险提示：

增发资产并表时间及管理层整合尚存在不确定性。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|---------|--------|---------|--------|
| 营业收入(百万元) | 1,960 | 2,549 | 3,567 | 4,340 |
| 增长率(%) | 16.93% | 30.07% | 39.91% | 21.67% |
| 归属母公司股东净利润(百万元) | 40 | 78 | 161 | 226 |
| 增长率(%) | 111.10% | 94.29% | 106.10% | 40.52% |
| 每股收益(元) | 0.20 | 0.19 | 0.39 | 0.55 |
| PE | 49.67 | 51.13 | 24.81 | 17.65 |
| PB | 3.06 | 2.54 | 2.30 | 2.02 |

资料来源：wind，民生证券研究

谨慎推荐

首次评级

合理估值：

12.50元

交易数据 (2014-08-05)

| | |
|------------|-------------|
| 收盘价(元) | 9.795 |
| 近12个月最高/最低 | 24.98/8.400 |
| 总股本(百万股) | 406.894 |
| 流通股本(百万股) | 406.894 |
| 流通股比例% | 100.00% |
| 总市值(亿元) | 39.830 |
| 流通市值(亿元) | 39.830 |

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: yuanyao@mszq.com

分析师：龙雷

执业证书编号：S0100513080004

电话：(021) 60876720

Email: longlei_sh@mszq.com

相关研究

1、《菲达环保 (600526) 2013 年报点评：业绩大幅上升，奠定转型基础》
-2014.04.09

2、《菲达环保 (600526) 调研报告：转型中的综合性环保平台》-2014.04.04

公司财务报表数据预测汇总

利润表

| 项目 (百万元) | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 一、营业总收入 | 1,960 | 2,549 | 3,567 | 4,340 |
| 减：营业成本 | 1,646 | 2,152 | 3,002 | 3,629 |
| 营业税金及附加 | 10 | 13 | 18 | 22 |
| 销售费用 | 54 | 61 | 93 | 100 |
| 管理费用 | 156 | 166 | 196 | 217 |
| 财务费用 | 28 | 33 | 18 | 22 |
| 资产减值损失 | 19 | 15 | 10 | 12 |
| 加：投资收益 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 二、营业利润 | 47 | 110 | 230 | 339 |
| 加：营业外收支净额 | 8 | 4 | 4 | 4 |
| 三、利润总额 | 55 | 114 | 234 | 343 |
| 减：所得税费用 | 15 | 34 | 70 | 103 |
| 四、净利润 | 40 | 79 | 164 | 240 |
| 归属于母公司的利润 | 40 | 78 | 161 | 226 |
| 五、基本每股收益(元) | 0.20 | 0.19 | 0.39 | 0.55 |

主要财务指标

| 项目 (百万元) | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| EV/EBITDA | 18.37 | 22.28 | 14.11 | 10.41 |
| 成长能力: | | | | |
| 营业收入同比 | 16.9% | 30.1% | 39.9% | 21.7% |
| 营业利润同比 | 99.1% | 133.7% | 110.0% | 47.3% |
| 净利润同比 | 111.1% | 94.3% | 106.1% | 40.5% |
| 营运能力: | | | | |
| 应收账款周转率 | 3.98 | 3.12 | 2.92 | 2.58 |
| 存货周转率 | 1.61 | 1.99 | 2.68 | 2.65 |
| 总资产周转率 | 0.70 | 0.70 | 0.86 | 0.90 |
| 盈利能力与收益质量: | | | | |
| 毛利率 | 16.0% | 15.6% | 15.8% | 16.4% |
| 净利率 | 2.0% | 3.1% | 4.5% | 5.2% |
| 总资产净利率 ROA | 1.2% | 2.1% | 3.7% | 4.7% |
| 净资产收益率 ROE | 3.1% | 5.1% | 9.5% | 12.2% |
| 资本结构与偿债能力: | | | | |
| 流动比率 | 1.45 | 1.61 | 1.62 | 1.65 |
| 资产负债率 | 62.4% | 58.9% | 61.4% | 61.7% |
| 利息保障倍数 | 2.7 | 4.3 | 13.9 | 16.6 |
| 每股指标: | | | | |
| 每股收益 | 0.20 | 0.19 | 0.39 | 0.55 |
| 每股经营现金流量 | (0.24) | 0.70 | (0.58) | (0.45) |
| 每股净资产 | 3.20 | 3.85 | 4.25 | 4.84 |

资料来源: Wind, 民生证券研究院

资产负债表

| 项目 (百万元) | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 662 | 876 | 614 | 411 |
| 应收票据 | 106 | 84 | 117 | 143 |
| 应收账款 | 657 | 978 | 1,466 | 1,902 |
| 预付账款 | 178 | 210 | 255 | 310 |
| 其他应收款 | 88 | 140 | 195 | 238 |
| 存货 | 1,388 | 1,179 | 1,481 | 1,790 |
| 其他流动资产 | (0) | (0) | (0) | (0) |
| 流动资产合计 | 3,078 | 3,466 | 4,129 | 4,793 |
| 长期股权投资 | 40 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 180 | 204 | 220 | 231 |
| 在建工程 | 63 | 38 | 24 | 15 |
| 无形资产 | 66 | 62 | 58 | 54 |
| 其他非流动资产 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 非流动资产合计 | 382 | 345 | 351 | 356 |
| 资产总计 | 3,460 | 3,812 | 4,480 | 5,149 |
| 短期借款 | 382 | 174 | 186 | 207 |
| 应付票据 | 323 | 265 | 370 | 447 |
| 应付账款 | 649 | 796 | 987 | 1,094 |
| 预收账款 | 830 | 855 | 926 | 1,057 |
| 其他应付款 | 21 | 59 | 82 | 99 |
| 应交税费 | (91) | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 流动负债合计 | 2,121 | 2,150 | 2,553 | 2,905 |
| 长期借款 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 其他非流动负债 | 34 | 93 | 195 | 272 |
| 非流动负债合计 | 36 | 95 | 197 | 274 |
| 负债合计 | 2,158 | 2,246 | 2,750 | 3,179 |
| 股本 | 203 | 407 | 407 | 407 |
| 资本公积 | 864 | 864 | 864 | 864 |
| 盈余公积 | 27 | 27 | 27 | 27 |
| 未分配利润 | 206 | 263 | 424 | 649 |
| 少数股东权益 | 4 | 5 | 8 | 23 |
| 所有者权益合计 | 1,303 | 1,566 | 1,730 | 1,970 |
| 负债和股东权益合计 | 3,460 | 3,812 | 4,480 | 5,149 |

现金流量表

| 项目 (百万元) | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流量 | (97) | 286 | (236) | (182) |
| 投资活动现金流量 | (76) | 38 | (2) | (2) |
| 筹资活动现金流量 | 499 | (59) | (6) | (1) |

分析师简介

袁璐，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 | 推荐 | 说明 |
|--|----|-----------------------------|
| 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資目标、財務状况或需要。本公司建議客户应考虑本报告的任何意見或建議是否符合其特定狀況，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。