

水美环保资产注入兑现, 进军污水处理领域

——兴源过滤（300266）事件点评

2014年09月03日

推荐/维持

兴源过滤

事件点评

事件:

公司发布公告,拟通过发行股份和现金支付相结合的方式收购向控股股东和其他自然人股东收购污水处理公司水美环保 100%股权。

通过配套融资支付现金对价。具体方案为:

1、向兴源控股及钟伟尧等 11 名自然人合计支付 11,371,232 股上市公司股份和 2000 万元现金对价以收购其持有的水美环保 100% 的股权;发行价格为 29.9 元/股;交易对方所获股份锁定期 36 个月。

2、向不超过 5 名其他特定投资者发行股份募集配套资金,配套资金总额不超过 2000 万元。(假设同样发行价格 29.9 元/股,则需发行 66.9 万股)

主要观点:

1. 水美环保资产注入兑现预期,收购价格合理

水美环保成立于 1993 年,兴源过滤大股东兴源控股于 2013 年入主水美环保,成为其控股股东。由于兴源过滤欲打造综合性环保平台,因此水美环保存在注入上市公司的预期,此次收购终兑现预期。本次交易对方为兴源控股及钟伟尧、徐燕、王金标等 1 家法人和 11 名自然人。以 2014 年 6 月 30 日为基准日,水美环保 100% 股权的评估价值为 36,140.56 万元。经交易各方友好协商,水美环保 100% 股权的交易作价为 3.6 亿元。按照 2014 年 3000 万元的业绩承诺,收购 PE 为 12 倍,收购价格合理。

2. 进军污水处理业务,打造综合性环保平台

兴源过滤原主营压滤机业务和水利环保疏浚业务,通过本次收购进一步补充污水处理业务。水美环保主要从事工业及市政污水处理业务,专注于为客户提供成熟有效的污水处理整体解决方案。公司深耕工业废水处理领域 20 余年,服务对象涵盖造纸、印染、医药化工、化纤、电子、玻璃、食品饮料、钢铁、涂装电镀等高污染行业。尤其在造纸、印染、化纤等行业污水处理和再生水回用领域具备较高的品牌知名度和领先的行业地位。工业污水处理是公司的优势领域,市政污水处理是公司未来业务发展的侧重点。此外,水美环保已开启环境治理各个细分行业的布局,包括土壤修复、污泥处理、河道综合整治、固废处理等。

张雷

010-66555445

zhang-lei@dxzq.net.cn

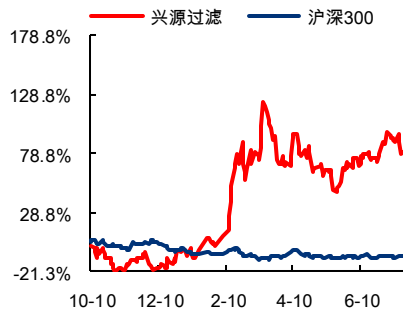
执业证书编号:

S1480514040001

交易数据

52 周股价区间 (元)	28.85-16.86
总市值 (亿元)	44.36
流通市值 (亿元)	9.24
总股本/流通 A 股 (万股)	15376/3203
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	4.97

52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《兴源过滤（300266）：增势迅猛，构建大环保平台》2014-08-22
- 2、《兴源过滤（300266）调研快报：受益治水热潮，高成长消化高估值》2014-05-20
- 3、《兴源过滤（300266）：期待环保市场春天到来》2012-02-14

3. 水美环保盈利能力强，对公司业绩增厚明显

水美环保 13-14H 营业收入分别为 1.29 亿元、2545.65 万元，净利润分别为 1464.13 万元、265.55 万元。水美环保经营季节性明显，下半年尤其是四季度解锁较多，预计 14 年全年收入同比有较高增长。

表 1:水美环保主要财务数据

项目	2014H	2013 年	2012 年
营业收入	2,545.65	12,875.80	4,067.70
营业成本	1,632.17	9,896.81	3,484.53
营业利润	289.36	1,670.42	-38.8
净利润	265.55	1,464.13	1.27
归属于母公司股东的净利润	265.55	1,464.13	1.27

资料来源：东兴证券研究所

水美环保 13-14H 综合毛利率分别为 23.1%、35.9%。毛利率波动较大，13 年受低价订单负面影响较大，14H 的毛利率基本反应正常的盈利状态。

表 2:水美环保主要财务指标

项目	2014H	2013 年	2012 年
资产负债率	58.36%	28.49%	59.18%
毛利率	35.88%	23.14%	14.34%
净利率	10.43%	11.37%	0.03%
加权平均净资产收益率	4.43%	36.52%	0.05%

资料来源：东兴证券研究所

根据《评估报告》，天源评估采取收益法预测水美环保 2014 年 7-12 月、2015 年、2016 年、2017 年的预测净利润数分别为 2667 万元、3598 万元、4019 万元、4757 万元。如本次收购于 2014 年实施完毕，则利润补偿期间为 2014 年-2016 年，交易对方的承诺净利润为 3000 万元、3600 万元、4100 万元；如收购于 2015 年实施完毕，则利润补偿期间为 2015 年-2017 年，对应的承诺净利润为 3600 万元、4100 万元、4800 万元。未达到承诺净利润的差额部分对兴源过滤进行补偿，补偿方式为股份补偿。水美环保 14 年承诺净利润是兴源过滤 14 年预测净利润的 40%，收购对利润增厚明显，预计增厚 14 年 EPS0.15 元。

结论：

我们对收购之前 2014-2016 年的归母净利润预测为 7600 万元、1.08 亿元、1.38 亿元，对应 EPS 为 0.49 元、0.71 元、0.90 元。按照收购资产的业绩承诺，预计 2014-2016 年的归母净利润为 1.06 亿元、1.44 亿元、1.79 亿元，按照增发后股本计算，对应 EPS 为 0.64 元、0.87 元、1.08 元。按照停牌前 28.85 元的收盘价计算，对应动态市盈率分别为 45 倍、33 倍、27 倍。公司是“五水共治”的重要标的，后续对外收购预期仍然强烈，我们维持对公司“推荐”的投资评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	443	367	941	1,185	1,481	营业收入	294	322	845	1,278	1,644
货币资金	244	150	431	416	493	营业成本	204	238	612	927	1,193
应收账款	89	98	255	385	495	营业税金及附加	1	2	6	9	12
其他应收款	3	2	6	9	11	营业费用	18	20	51	77	99
预付款项	7	5	5	5	5	管理费用	37	39	89	134	173
存货	85	83	168	254	327	财务费用	-3	-3	0	3	5
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	3	3	6	7	8
非流动资产合计	281	353	335	339	320	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0	0
固定资产	180	184	217	246	243	营业利润	34	22	82	121	155
无形资产	63	62	60	57	55	营业外收入	10	3	8	8	10
其他非流动资产	0	10	0	0	0	营业外支出	0	0	0	0	0
资产总计	723	720	1,275	1,524	1,801	利润总额	44	25	90	129	165
流动负债合计	190	128	208	318	490	所得税	6	3	12	17	21
短期借款	92	25	0	0	62	净利润	39	22	78	112	143
应付账款	38	46	117	178	229	少数股东损益	0	0	2	4	5
预收款项	20	28	54	92	141	归属母公司净利润	39	22	76	108	138
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	41	39	102	147	185
非流动负债合计	3	45	45	45	45	BPS (元)	0.43	0.19	0.49	0.71	0.90
长期借款	0	42	42	42	42	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	193	174	253	364	535	成长能力					
少数股东权益	0	0	2	6	11	营业收入增长	-5.85%	9.50%	162.29%	51.31%	28.58%
实收资本 (或股	90	116	154	154	154	营业利润增长	-25.55%	-35.42%	272.51%	47.84%	27.51%
资本公积	304	277	550	550	550	归属于母公司净利	-16.57%	-44.13%	251.90%	42.71%	27.26%
未分配利润	123	136	182	247	329	获利能力					
归属母公司股东	530	546	909	985	1,082	毛利率 (%)	30.54%	26.09%	27.61%	27.46%	27.39%
负债和所有者权	723	720	1,165	1,355	1,628	净利率 (%)	13.14%	6.71%	9.26%	8.79%	8.71%
现金流量表						总资产净利润 (%)	5.34%	3.00%	5.96%	7.12%	7.66%
单位: 百万元						ROE (%)	7.29%	3.96%	8.36%	11.01%	12.76%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	偿债能力					
经营活动现金流	28	24	63	78	89	资产负债率 (%)	27%	24%	22%	27%	33%
净利润	39	22	78	112	143	流动比率	2.33	2.86	4.53	3.72	3.02
折旧摊销	11	20	20	23	25	速动比率	1.88	2.21	3.72	2.93	2.36
财务费用	-3	-3	0	3	5	营运能力					
应收账款减少	-20	-9	-157	-131	-110	总资产周转率	0.42	0.45	0.90	1.01	1.10
预收帐款增加	1	9	25	38	49	应收账款周转率	3.70	3.44	4.79	4.00	3.73
投资活动现金流	-108	-82	-46	-57	-28	应付账款周转率	8.27	7.68	10.35	8.66	8.08
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股收益 (最新摊	0.43	0.19	0.49	0.71	0.90
投资收益	0	0	0	0	0	每股净现金流 (最新	-0.80	-0.64	1.82	-0.09	0.50
筹资活动现金流	8	-16	263	-36	16	每股净资产 (最新摊	5.92	4.69	5.91	6.41	7.04
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	-21	42	0	0	0	P/E	67.09	151.84	58.36	40.89	32.13
普通股增加	34	27	37	0	0	P/B	4.87	6.16	4.88	4.50	4.10
资本公积增加	-34	-27	273	0	0	EV/EBITDA	59.00	83.98	39.76	27.58	21.90
现金净增加额	-72	-75	280	-15	77						

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

张雷

2008 年获得对外经济贸易大学工商管理硕士学位，具有 3 年实业经验和 5 年以上行业研究经验。2014 年加盟东兴证券研究所，现从事机械行业研究，重点覆盖油气设备、节能环保机械、自动化设备等细分行业。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。