

并购基金设立, 加速外延式扩张

买入 20.00元

投资要点:

- 环保板块目前重点推荐格林美, 公司产能利用率提升利润进入释放期
- 成立产业基金, 打开产融结合发展路径, 为公司外延式扩张的新利器。
- 外延式并购前景可期, 15年200亿市值(现124亿)对应40倍估值

报告摘要:

事件: 格林美公告联合深圳市汇丰源投资有限公司(以下简称“汇丰源”)及中植资本管理有限公司(以下简称“中植资本”), 共同组建成立中植格林美环保产业并购基金。

- 1) 基金规模: 首期规模不超过10亿元人民币, 基金期限: 3年投资期+1年退出期+1年调整退出期
- 2) 基金投资方向: 以环保产业为主题, 在固废处理、水资源回收与处理、大气治理、工业节能等领域寻找优秀的成长型企业。项目来源以基金管理团队发掘为主, 同时不限于投资人推荐的项目。
- 3) 出资比例: 中植基金管理公司, 出资1000万元; 中植资本, 出资9000万元; 汇丰源, 出资10000万元; 公司, 出资5000万元; 社会募集的优先资金, 出资不超过75000万元。

点评:

- 公司与中植此次成立产业基金, 打开产融结合的发展路径, 表明公司外延式扩张思路的进一步确立, 将成为公司外延式扩张的新利器。

投资建议:

- 环保板块目前重点推荐格林美, 考虑到未来公司产能利用率逐步提升利润进入释放期, 以及外延式并购前景可期, 15年看到200亿市值(目前124亿), 对应15年40倍估值。
- 我们预计公司2014-16年的EPS为0.31/0.49/0.67元, 目标价20元, 维持“买入”评级。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	1418.42	3486.03	4621.32	6416.33	8237.73
增长率(%)	54.41	145.77	32.56	38.84	28.38
归母净利润(百万)	134.64	144.12	281.93	451.64	623.12
增长率(%)	11.69	7.04	95.63	60.20	37.97
每股收益	0.23	0.19	0.31	0.49	0.67
市盈率	55.19	67.02	43.98	27.45	19.90

环保行业研究组

分析师:

肖哲 (010-88085269)

电话: 010-88085269

Email: xiaozhe@hysec.com

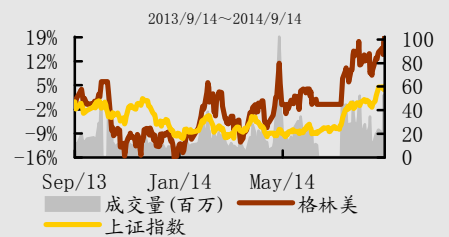
研究助理:

董宜安

电话: 010-88085990

Email: dongyian@hysec.com

市场表现



相关研究

《环保风欲起: 排污费提价, 市场化在望》

2014/9/8

《迪森股份: 股权激励绑定核心员工提高竞争力》

2014/9/1

《危废行业: 美国三十年危废产业发展史(下)》

2014/8/28

《雪浪环境: 烟气治理龙头受益行业高景气度》

2014/8/26

《迪森股份: 生物质能源首选投资标的》

2014/8/26

《聚光科技: 并购将是公司未来重要看点》

2014/8/20

表 1: 公司盈利预测及估值

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	1,418	3,486	4,621	6,416	8,238	货币资金	1,171	719	3,501	4,110	4,550
增长率	54.4%	145.8%	32.6%	38.8%	28.4%	应收款项	483	639	795	951	1,106
主营业务成本	-1,052	-2,908	-3,679	-5,071	-6,505	存货	1,209	1,620	1,830	2,440	2,850
%销售收入	74.2%	83.4%	79.6%	79.0%	79.0%	其他流动资产	193	345	498	650	803
毛利	366	578	942	1,345	1,733	流动资产	3,057	3,323	6,623	8,151	9,309
%销售收入	25.8%	16.6%	20.4%	21.0%	21.0%	%总资产	48.1%	43.9%	57.5%	59.3%	59.6%
营业税金及附加	-6	-9	-13	-20	-24	长期投资	97	85	85	85	85
%销售收入	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	2,848	3,643	4,188	4,768	5,358
营业费用	-22	-32	-51	-62	-75	%总资产	44.8%	48.2%	36.4%	34.7%	34.3%
%销售收入	1.6%	0.9%	1.1%	1.0%	0.9%	无形资产	338	487	602	743	864
管理费用	-166	-226	-279	-380	-489	非流动资产	3,294	4,242	4,890	5,601	6,310
%销售收入	11.7%	6.5%	6.0%	5.9%	5.9%	%总资产	51.9%	56.1%	42.5%	40.7%	40.4%
息税前利润 (EBIT)	172	310	599	883	1,145	资产总计	6,350	7,566	11,513	13,752	15,619
%销售收入	12.1%	8.9%	13.0%	13.8%	13.9%	短期借款	2,207	2,347	4,878	5,870	6,491
财务费用	-91	-201	-294	-401	-494	应付款项	222	611	1,000	1,389	1,778
%销售收入	6.4%	5.8%	6.4%	6.2%	6.0%	其他流动负债	-63	51	166	280	395
资产减值损失	-4	-20	-20	-20	-21	流动负债	2,367	3,010	6,044	7,539	8,664
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	638	1,148	1,658	2,168	2,678
投资收益	-1	-10	-10	-10	-11	其他长期负债	856	926	997	1,067	1,137
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	负债	3,861	5,084	8,698	10,774	12,479
营业利润	75	80	275	452	619	普通股股东权益	2,224	2,338	2,453	2,568	2,682
营业利润率	5.3%	2.3%	6.0%	7.0%	7.5%	少数股东权益	266	314	362	410	458
营业外收支	85	101	54	85	109	负债股东权益合计	6,350	7,737	11,513	13,752	15,619
税前利润	160	181	329	537	728	比率分析					
利润率	11.3%	5.2%	7.1%	8.4%	8.8%		2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-16	-13	-23	-39	-51	每股指标					
所得税率	9.9%	7.0%	7.0%	7.2%	7.1%	每股收益	0.232	0.191	0.305	0.489	0.675
净利润	144	168	306	498	677	每股净资产	3.837	3.104	2.655	2.779	2.903
少数股东损益	10	24	24	46	53	每股经营现金净流	-0.432	0.030	-0.354	-0.379	-0.018
归属于母公司的净利润	135	144	282	452	624	每股股利	0.050	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	9.5%	4.1%	6.1%	7.0%	7.6%	回报率					
						净资产收益率	6.05%	6.16%	4.67%	6.05%	6.16%
现金流量表 (人民币百万元)						总资产收益率	2.12%	1.86%	2.45%	3.29%	3.99%
						投入资本收益率	2.52%	4.15%	6.96%	8.50%	9.61%
净利润	144	168	306	498	677	增长率					
少数股东损益	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	54.41%	145.77%	32.57%	38.84%	28.39%
非现金支出	139	243	247	252	256	EBIT 增长率	17.74%	80.91%	93.09%	47.39%	29.59%
非经营收益	92	199	206	213	221	净利润增长率	11.69%	7.04%	95.84%	60.13%	38.02%
营运资金变动	-643	-587	-1,115	-1,343	-1,172	总资产增长率	61.66%	21.83%	48.82%	19.44%	13.58%
经营活动现金净流	-269	24	-355	-380	-19	资产管理能力					
资本开支	-859	-950	-980	-1,011	-1,042	应收账款周转天数	42.3	36.0	31.4	37.5	43.7
投资	-258	-11	-50	0	0	存货周转天数	304.0	177.5	240.9	321.2	375.2
其他	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	36.7	22.9	52.7	73.1	93.6
投资活动现金净流	-1,117	-961	-1,030	-1,011	-1,041	固定资产周转天数	536.1	235.0	330.8	376.6	423.2
股权募资	2	3	2,569	0	0	偿债能力					
债权募资	1,710	750	1,596	2,000	1,500	净负债/股东权益	99.04%	134.53%	125.72%	150.99%	167.20%
其他	-194	-266	2	0	0	EBIT 利息保障倍数	1.9	1.5	2.0	2.2	2.3
筹资活动现金净流	1,518	486	4,167	2,000	1,500	资产负债率	60.79%	65.72%	75.55%	78.35%	79.89%
现金净流量	132	-451	2,782	609	440						

资料来源: 宏源证券研究所

作者简介:

肖喆: 宏源证券研究所环保及公用事业研究员, 上海交通大学金融学硕士, 4年从业时间。主要研究覆盖市政固废污水处理行业, 危废、生态修复、餐厨、拆解资源化、生物质能源及节能等细分方向。覆盖 A 股及 H 股等海外环保板块。

董宜安: 宏源证券研究所环保及公用事业研究员, 北京大学环境科学博士, 1年从业时间, 目前主要研究方向与关注点为 WEEE 拆解、土壤修复、污水处理、环境监测仪器以及大气 VOCs、POPs 治理的投资机会。

机构销售团队

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
周迪		0755-33352262	15013826580	zhouji@hysec.com	
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。