

盈峰环境 (000967) 研究报告

宇星业绩超承诺，海外收购加速打造环保大平台

买入 (维持)

2016 年 4 月 24 日

盈利预测及估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,043	4,430	4,800	4,950
同比(+/-%)	0.8%	45.6%	8.4%	3.1%
净利润(百万元)	112.10	294	371	519
同比(+/-%)	85.2%	162.6%	25.9%	39.9%
毛利率(%)	15.8%	20.8%	24.8%	27.8%
净资产收益率(%)	3.3%	8.2%	9.5%	12.0%
每股收益 (元)	0.23	0.40	0.51	0.71
PE	84.70	32.25	25.63	18.31
PB	2.82	2.64	2.44	2.20

首席证券分析师 袁理

执业资格证书号码:

S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

联系人 翟堃

021-60199789

zhaik@dwzq.com.cn

事件:

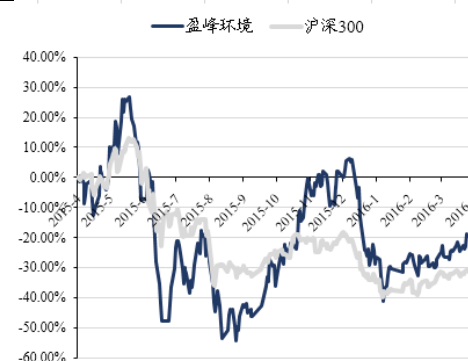
1) 公司发布 2015 年年报, 营业收入 30.43 亿元增 1%, 净利润 1.12 亿增 85%, 扣非净利润 0.2 亿降 34%, 10 派 0.4 转 5; 2) 发布 2016 年一季报, 营业收入 9.13 亿元增 42% 净利润 0.49 亿增 497%, 扣非净利润 0.47 亿增 1461%, **预告 2016 上半年净利 1.1 亿增 209%**; 3) 为收购海外资产, 向子公司香港上风增资人民币 3 亿元。

投资要点:

■ **宇星超承诺打消疑虑, 有望持续超预期:** 2015 年业绩 (预告净利润 0.85-1.00 亿元) 和一季度业绩均超预期, 主要由于收购的宇星科技 2015 年 10 月开始并表贡献业绩超预期。宇星 2015 年共实现净利润 1.27 亿元, 超过收购时 1.2 亿元的承诺打消市场质疑, 收购物超所值 (0.92 亿非经常损益中含 0.74 亿由于收购价低于评估价形成的负商誉)! 作为环境监测老牌龙头企业, 宇星科技产品线齐全, **VOCs 监测产品属于市场上为数不多的通过中环协认证。为支持宇星发展, 公司成立全资子公司上风环保进行设备生产组装减少外协降低成本, 未来 VOCs 监测市场爆发和智慧环保浪潮下宇星科技业绩有望持续超预期。**

■ **综合盈利能力提升, 卸下包袱轻装上阵:** 受宇星并表影响, 公司 2015 年毛利率 15.79% 较 2014 年增 4.64PCT; 期间费用率 11.68% 较 14 年增 1.59PCT, 销售费用率 (3.66%, +0.75PCT) 和管理费用率 (6.12%, +1.2PCT) 增长有限, **综合盈利能力提升明显。**扣非净利润下滑主要由于一次性计提资产减值损失 1.01 亿元 (2012-2014 年分别 0.08、0.05、0.15 亿), **主要来自漆包线等传统业务应收账款、存货等资产减值损失的计提** (坏账损失、存货跌价损失、固

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	19.58
一年最低价/最高价	27.15/14.62
市净率	2.87
流通 A 股市值 (百万元)	5354

基础数据

每股净资产 (元)	6.81
资产负债率 (%)	36.92
总股本 (百万股)	485
流通 A 股 (百万股)	273

相关研究

监测+治理双驱动转型打造大环保平台
2015 年 12 月 29 日

激励授予完成, 环保大平台迎接高增长
2015 年 3 月 15 日

宇星发力助业绩超预期
2015 年 4 月 14 日

定资产减值损失、商誉减值损失分别 5493、934、2209、1482 万)。公司盈利能力较差(毛利率 5.43%)的漆包线业务收入 21.67 亿元同比下降 16.42%，我们认为公司“节能环保+高端装备”战略下漆包线业务有望逐步收缩退出，轻装上阵实现更快速发展。

- **风机业务重点受益核电重启：**公司风机业务实现收入 3.79 亿元同比下降 8.23%，主要由于地产行业下行带来的收入减少，但**毛利率上升 1.95PCT 至 49.47%**。公司 2015 年成功中标福清核电站 5、6 号机组项目以及红沿河等核电站项目，并**成功研发华龙一号配套风机设备，作为最早取得核安全局颁发的核级风机设计和制造许可证的企业之一竞争优势明显**，未来将重点受益核电重启。
- **绿色东方进入业绩收获期：**收购并增资深圳绿色东方环保持有 60% 股权，绿色东方目前**9 个已中标、签订的 BOT 项目达产后合计日垃圾处理量约 8000 吨/天**。根据项目进度，绿色东方廉江项目、仙桃项目、阜南项目等垃圾焚烧项目在 2016 年 8 月起将陆续投产，承诺**2016~2019 年累计利润总和不低 1.2 亿元带来重要业绩增量**。
- **强资本运作促加速外延布局：**公司控股股东盈峰资本运作能力强，设立**30 亿规模环保产业基金加速外延扩张**，致力打造全方位环境控股平台。公司**由上风高科更名为盈峰环境后转型加速，3 亿人民币增资子公司香港上风布局海外市场收购优质资产**，未来进一步外延扩张值得期待！
- **盈利预测与估值：**我们预测公司 16/17 年转增后 EPS 0.40/0.51 元，对应 PE 32/26 倍。**股权激励覆盖面广行权价高（范围涵盖本部+上风环保+专风/威奇+宇星/绿色东方，行权价 18.77 元）、股东高管增持（增持价 20.74 元）彰显信心**，维持“买入”评级。
- **风险提示：**收购整合风险，业绩承诺不达预期。

图表 1 盈峰环境盈利预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	3958.4	4569.5	4867.1	4970.4	营业收入	3042.6	4430.0	4800.0	4950.0
现金	554.3	500.0	500.0	500.0	营业成本	2562.1	3510.5	3611.0	3572.5
应收款项	2605.6	3034.2	3287.7	3390.4	营业税金及附加	11.5	13.3	14.4	14.9
存货	569.5	769.4	791.5	783.0	营业费用	111.3	221.5	308.1	317.7
其他	228.9	265.8	288.0	297.0	管理费用	188.8	354.6	434.3	447.7
非流动资产	1499.2	1551.2	1527.8	1482.5	财务费用	57.8	56.2	68.6	59.4
长期股权投资	19.0	10.7	29.7	29.7	投资净收益	35.9	30.0	30.0	30.0
固定资产	575.6	638.2	598.2	555.1	其他	-93.2	-7.6	-7.7	-7.8
无形资产	71.6	69.2	66.9	64.7	营业利润	53.9	296.4	385.9	560.0
其他	833.0	833.0	833.0	833.0	营业外净收支	70.9	50.0	50.0	50.0
资产总计	5457.6	6120.6	6395.0	6453.0	利润总额	124.8	346.4	435.9	610.0
流动负债	1894.2	2330.1	2288.9	1932.1	所得税费用	17.3	52.0	65.4	91.5
短期借款	901.3	1428.9	1339.5	988.1	少数股东损益	-4.6	0.0	0.0	0.0
应付账款	370.7	288.5	296.8	293.6	归属母公司净利润	112.1	294.40	370.52	518.53
其他	622.2	612.6	652.7	650.4	EBIT	171.6	332.5	434.5	599.5
非流动负债	120.8	120.8	120.8	120.8	EBITDA	229.6	387.5	495.9	663.8
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	120.8	120.8	120.8	120.8	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
负债总计	2015.0	2450.8	2409.7	2052.9	每股收益(元)	0.23	0.40	0.51	0.71
少数股东权益	80.3	80.3	80.3	80.3	每股净资产(元)	6.93	4.95	5.35	5.92
					发行在外股份(百万股)	484.9	727.4	727.4	727.4
归属母公司股东权益	3362.3	3597.8	3894.2	4309.0	ROIC(%)	4.7%	6.0%	7.1%	9.6%
负债和股东权益总计	5457.6	6128.9	6384.2	6442.2	ROE(%)	3.3%	8.2%	9.5%	12.0%
					毛利率(%)	15.8%	20.8%	24.8%	27.8%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	EBIT Margin(%)	5.6%	7.5%	9.1%	12.1%
经营活动现金流	207.2	-504.8	192.5	484.1	销售净利率(%)	3.7%	6.6%	7.7%	10.5%
投资活动现金流	-150.6	-18.2	-29.0	-29.0	资产负债率(%)	36.9%	40.0%	37.7%	31.8%
筹资活动现金流	282.9	468.7	-163.5	-455.1	收入增长率(%)	0.8%	45.6%	8.4%	3.1%
现金净增加额	340.4	-54.3	0.0	0.0	净利润增长率(%)	85.2%	162.6%	25.9%	39.9%
企业自由现金流	-1631.1	-550.7	152.3	436.1					

数据来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

