

# 定增方案调整，“外延+内生”确保公司业绩高增长

——云投生态（002200）事件点评

2016年09月07日

强烈推荐/维持

云投生态

事件点评

## 事件：

公司调整非公开发行股票预案：1）认购对象调整为云投集团、集合资管计划和员工持股 1 期定向资管计划；2）发行数量调整为 5930.81 万股；3）募集资金数量调整为 7.2 亿；4）发行价格调整为前 20 交易日交易均价的 70%与 12.14 元/股孰高。

## 主要观点：

### 1. 大股东持股比例提升彰显对公司发展信心，员工持股计划实现与公司利益绑定

定增方案调整后，大股东云投集团拟认购 5324 万股，占比接近 90%；定增完成后，云投集团持股数量达到 9210 万股，持股比例进一步提升至 37.86%。大股东深入参与定增，一方面彰显对公司未来发展充满信心，另一方面后续持续加大对公司支持力度可期。同时，此次公司员工持股计划通过认购定增股份实现与公司利益绑定，内生层面有利于管理层活力充分释放。

### 2. 定增落地后显著降低资产负债率&提升经营性现金流，外延+内生战略快速推进值得期待

目前公司的定增事项已经进入二次反馈意见的回复阶段，如果定增事项能够如期推进，7.2 亿募集资金中 4.7 亿用于偿还大股东云投集团的借款，2.5 亿元用于补充公司流动资金。1）资产负债率显著下降，为公司实施外延扩张战略提供更多腾挪空间。定增完成后，公司资产负债率将由 69.34%下降至 44.63%，一方面减少大量财务费用，另一方面较低的资产负债率为公司外延扩张战略的实施提供更多腾挪空间。2）补流后增强承接 PPP 订单的能力，行业高景气度之下公司业绩持续高增长可期。募集资金中 2.5 亿元用于补充流动资金，目前 PPP 行业平均杠杆比率为 6-20 倍不等，即使我们按照 10 倍杠杆率做保守估计，2.5 亿将为公司新增承接 25 亿 PPP 订单的能力，在 PPP 行业维持高景气度的形势下，订单向业绩转化的速度加快，未来 1-3 年公司业绩持续高增长确定性较强。

## 杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

## 联系人：刘博

010-66555481

liubo\_yjs@dxzq.net.cn

## 于洋

010-66555445

yuyang\_yjs@dxzq.net.cn

## 庞天一

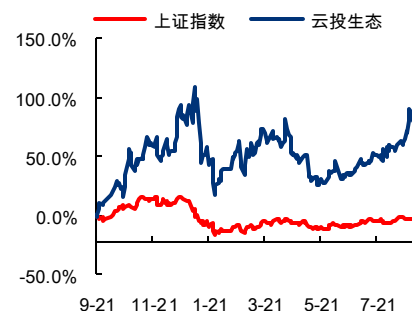
010-66554128

pangty@dxzq.net.cn

## 交易数据

52 周股价区间（元）	11.50-28.17
总市值（亿元）	46.16
流通市值（亿元）	27.03
总股本/流通 A 股（万股）	18400/10800
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	4.89

## 52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

## 相关研究报告

### 3、以联合体形式中标 PPP 项目意义重大，未来有望通过技术合作&并购方式成为设计+施工平台

公司与易园园林、华腾工程形成联合体，成功中标遂宁 PPP 项目，为公司下一阶段经营管理和战略规划提供了指示性意义。目前环保、市政、基建领域 PPP 已经成为行业发展趋势，地方政府倾向于将生态修复和环境治理打包成为综合型的 PPP 项目招标，因此对竞标企业的环境综合修复能力提出了更高要求。在这种形势下，公司急需补足设计及水环境治理短板，未来有望通过技术合作&外延并购的方式，最终发展成为集设计、施工为一体的平台型环境综合修复企业。

### 4、即使定增推进不达预期，公司也已做好充分应对措施

即使此次定增事项由于其他原因导致推进进度不达预期，公司也已经做好了充足的应对。目前公司已经与银都实业共同发起设立环保产业并购基金，基金总规模为 20 亿元，主要用于并购整合国内外生态产业优质资源，服务于公司的外延发展，并与主业成长形成双轮驱动，巩固和提高公司的行业地位。因此，无论定增事项推进顺利与否，对公司外延扩张战略落地实施并不造成实质性影响。

### 结论：

预计公司 16、17、18 年净利润分别为 0.7 亿、1.1 亿、1.6 亿，EPS 分别为 0.38 元、0.60 元、0.87 元，对应市盈率分别为 60 倍、38 倍、26 倍。我们分析认为：1）公司在彻底摆脱“绿大地”事件的影响后，已经找到了新的发展方向，即立足市政园林工程、通过技术合作或其他方式补足设计+环境修复短板，逐步切入区域内及区域外 PPP 市场，最终发展成为可提供环境综合治理服务的平台型公司；2）公司作为云南省国资委旗下唯一一家环境治理平台，将来应当是地方政府治理环境问题的主要依托，云南省丰富的海绵城市&流域治理项目将为公司业绩持续高增长提供充足动力；3）国企改革预期确定的形势下，大股东存在资产证券化需求，未来优质资产注入&持续加大扶持力度可期。维持“强烈推荐”评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	1897	2351	2036	2181	2146	<b>营业收入</b>	731	843	1138	1423	1779
货币资金	106	294	200	247	224	<b>营业成本</b>	520	593	805	950	1188
应收账款	405	358	381	369	375	营业税金及附加	19	28	12	15	18
其他应收款	75	62	84	104	130	营业费用	42	45	63	77	97
预付款项	5	9	7	8	8	管理费用	63	77	96	120	150
存货	1188	1527	1358	1443	1400	财务费用	27	44	55	68	85
其他流动资产	2	2	2	3	4	资产减值损失	35.35	3.34	4.68	6.08	7.90
<b>非流动资产合计</b>	519	534	448	448	447	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.41	0.00	0.88	0.88	0.88
固定资产	127.90	123.23	45.02	48.51	51.88	<b>营业利润</b>	26	54	105	187	233
无形资产	40	39	35	31	27	营业外收入	1.94	4.29	3.11	3.70	3.41
其他非流动资产	0	3	0	0	0	营业外支出	2.43	14.40	18.00	22.50	28.13
<b>资产总计</b>	2416	2885	2485	2628	2593	<b>利润总额</b>	25	44	90	168	208
<b>流动负债合计</b>	1353	1907	1678	1807	1753	所得税	3	7	14	26	33
短期借款	666	1059	862	961	911	<b>净利润</b>	23	37	76	142	175
应付账款	387	487	437	462	449	少数股东损益	18	27	22	25	23
预收款项	0	2	1	2	2	归属母公司净利润	5	10	71	112	163
一年内到期的非	0	130	130	130	130	EBITDA	104	148	161	258	321
<b>非流动负债合计</b>	175	52	0	0	0	<b>BPS (元)</b>	0.03	0.06	0.39	0.61	0.89
长期借款	130	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	1527	1959	1678	1807	1753	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	82	109	131	156	179	营业收入增长	64.36%	15.38%	35.00%	25.00%	25.00%
实收资本（或股	184	184	184	184	184	营业利润增长	-180.34%	110.13%	93.51%	79.05%	24.26%
资本公积	772	773	772	772	772	归属于母公司净利	596.50%	56.54%	596.50%	56.54%	46.25%
未分配利润	-192	-182	-135	-63	43	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	806	817	871	956	1080	毛利率(%)	28.91%	29.72%	32.53%	32.53%	32.53%
<b>负债和所有者权</b>	2416	2885	2680	2918	3012	净利率(%)	3.09%	4.39%	6.64%	9.98%	9.86%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润(%)		总资产	0.19%	0.36%	2.87%
单位：百万元						ROE(%)	0.57%	1.26%	8.20%	11.69%	15.13%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	<b>偿债能力</b>					
<b>经营活动现金流</b>	-213	-86	-150	-118	-134	资产负债率(%)	63%	68%	63%	62%	61%
净利润	23	37	30	33	32	流动比率					
折旧摊销	50.86	50.49	51	51	51	速动比率					
财务费用	27	44	36	40	38	<b>营运能力</b>					
应付账款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.37	0.32	0.41	0.51	0.60
预收账款的变化	0	0	0	0	0	应收账款周转率	2	2	3	4	5
<b>投资活动现金流</b>	-31	-40	-36	-38	-37	应付账款周转率	2.36	1.93	2.47	3.17	3.91
公允价值变动收	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊	0.03	0.06	0.39	0.61	0.89
投资收益	0	0	0	0	0	每股净现金流(最新	-0.16	1.02	-0.38	0.60	-0.07
<b>筹资活动现金流</b>	214	314	264	289	277	每股净资产(最新摊	4.38	4.43	4.73	5.19	5.87
应付债券增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	761.33	380.67	58.92	37.64	25.73
普通股增加	33	0	0	0	0	P/B	5.22	5.15	4.83	4.40	3.89
资本公积增加	423	0	0	0	0	EV/EBITDA	47.10	34.39	30.97	19.57	15.67
<b>现金净增加额</b>	-30	188	79	133	106						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

## 联系人简介

### 刘博

中国人民大学经济学博士，1 年证券行业研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所。

### 于洋

香港大学工学硕士，4 年环保产业从业经验，2016 年加盟东兴证券研究所。

### 庞天一

吉林大学环境科学硕士，3 年环保产业从业经验，2016 年加盟东兴证券研究所。

## 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。