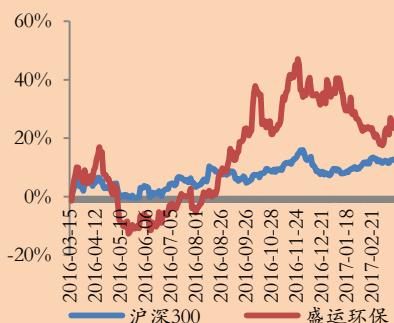


## 盛运环保 (300090)

投资评级：增持

报告日期：2017-03-16

### 股价走势：



### 金融环保组

联系人：杨易  
 0551-65161591  
 ivanyiyang@163.com

# 彻底剥离输送机械业务 专注垃圾焚烧领域

### 事件：

公司将持有的剩余盛运重工 25.78% 的股权以 10,629.92 万元人民币的价格转让给润达机械，本次股权转让完成后，公司不再持有盛运重工股权。

### 主要观点：

#### □ 多途径资本运作，加快环保产业转型步伐

彻底剥离输送机械业务。自 2012 至 2014 年，公司分三次收购中科通用，使得中科通用成为公司全资子公司，转型垃圾发电领域。自 2014 至 2015 年底，公司将持重工机械 70% 股权（公司与全资子公司盛运科技注入）和新疆煤机 60% 股权，作价 3.42 亿元出售给润达机械。此次公司将剩余盛运重工股权转让给润达机械，公司彻底剥离了输送机械业务。

公司多渠道解决公司发展受到资金制约之困。公司 2015 年先后通过发行公司债 10 亿元（一期 5 亿元已完成），完成定增 21.66 亿，作价 7.6 亿元出售丰汇租赁股权，为公司垃圾焚烧项目提供了充足的资金保障。同时，公司先后与华融控股、国开金泰、德阳长盛、长城国泰、中云辉资本、中节能华禹合作设立产业并购基金，并购基金框架合计达 450 亿元，首期 200 亿元，这一方面拓展了公司项目来源渠道，另一方面依靠并购基金专业的资本运作能力，未来可通过并购完善公司产业链，使得公司在垃圾焚烧产业的护城河得到进一步巩固。

#### □ 业绩扭亏为盈，订单充沛&锅炉技术突破，助推公司业绩提振

公司发布的业绩快报显示，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 7595 万元，较 2015 年的亏损 2616 万元相比，实现扭亏为盈。目前公司在手订单已超过 300 亿元，预计在未来 2 年内转化成业绩。目前在建的垃圾焚烧发电项目约 15 个，运营的项目约 8 个，现投运日处理能力约 6000-7000 吨左右。公司研制成功 500 吨/日大型生活垃圾机械焚烧系统，是公司自主研发、具有自主知识产权的国内最大炉排炉。在未来公司运营的垃圾焚烧项目中，有望得到运用，这将进一步降低公司大型垃圾焚烧相关设备的采购和运营成本，提高毛利率水平。

#### □ 拟并购安贝尔环保，积极拓展垃圾焚烧产业链

公司去年 5 月拟以不低于 51% 股权收购安贝尔环保，进军危废领域。此次收购是公司在危废领域布局第一环，通过收购获取并购公司相关专利技术、设备和危废经营许可证，结合公司已有的传统医废处理技术，成为公司进军危废领域的战略支撑点。公司去年 8 月收购唐县垃圾填埋场，拟向环卫进军，向垃圾焚烧发电上游环卫领域拓展产业链。

#### □ 盈利预测与估值

我们认为公司彻底剥离输送机械业务后，着力打造公司成为垃圾焚烧领域巨擘。公司多项资本运作，尤其是近期与中节能华禹的战略合作，丰富公司产业资源和资金实力，未来在垃圾焚烧产业链上下游拓展可期。我们预计公司 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.10 元、0.33 元、0.45 元，对应的 PE 分别为 107 倍、32 倍、24 倍，维持“增持”评级。

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1640	1701	3402	6124
收入同比(%)	36%	4%	100%	80%
归属母公司净利润	740	132	438	596
净利润同比(%)	216%	-82%	232%	36%
毛利率(%)	30.2%	31.7%	32.9%	33.0%
ROE(%)	13.1%	1.3%	13.0%	15.0%
每股收益(元)	0.56	0.10	0.33	0.45
P/E	19.06	107.11	32.22	23.66
P/B	2.51	1.34	4.16	3.55
EV/EBITDA	10	17	25	19

资料来源：wind、华安证券研究所

## 附录：财务报表预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	6,430	5,820	7,534	9,845	营业收入	1,640	1,701	3,402	6,124
现金	3,896	3,165	2,061	407	营业成本	1,144	1,162	2,282	4,103
应收账款	1,626	1,779	3,751	6,408	营业税金及附加	25	13	30	60
其他应收款	587	571	1,394	2,252	销售费用	28	90	198	393
预付账款	145	176	231	157	管理费用	178	207	413	818
存货	652	569	1,113	2,117	财务费用	231	81	94	114
其他流动资产	(477)	(440)	(1,017)	(1,496)	资产减值损失	44	(0)	0	0
非流动资产	5,476	10,836	3,203	3,117	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	160	160	160	160	投资净收益	878	0	0	0
固定资产	726	680	634	588	营业利润	869	148	384	635
无形资产	579	540	504	471	营业外收入	13	0	97	21
其他非流动资	4,011	9,455	1,904	1,898	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	11,906	16,656	10,736	12,962	利润总额	881	146	481	656
流动负债	3,349	3,491	4,642	6,222	所得税	140	11	35	50
短期借款	1,582	1,560	1,545	1,542	净利润	740	135	446	605
应付账款	316	422	833	1,375	少数股东损益	1	4	8	9
其他流动负债	1,451	1,509	2,264	3,305	归属母公司净利润	740	132	438	596
非流动负债	2,906	2,567	2,658	2,710	EBITDA	1,166	314	560	829
长期借款	556	556	556	556	EPS (元)	0.56	0.10	0.33	0.45
其他非流动负	2,351	2,012	2,102	2,155					
负债合计	6,255	6,058	7,300	8,932					
少数股东权益	39	43	51	60					
股本	1,320	1,320	1,320	1,320					
资本公积	2,166	7,672	72	72					
留存收益	1,433	1,563	1,993	2,577					
归属母公司股东权	5,612	10,555	3,386	3,969					
负债和股东权益	11,906	16,656	10,736	12,962					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	(251)	348	(1,046)	(1,574)	成长能力				
净利润	740	132	438	596	营业收入	35.55%	3.70%	100.00	80.00%
折旧摊销	71	85	82	80	营业利润	305.10%	-82.98%	159.82	65.30%
财务费用	238	81	94	114	归属于母公司净利	216.28%	-82.21%	232.47	36.15%
投资损失	(878)	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	81	47	(1,668)	(2,373)	毛利率(%)	30.25%	31.70%	32.93%	33.00%
其他经营现金	(502)	4	8	10	净利率(%)	45.09%	45.09%	7.74%	12.86%
投资活动现金流	(955)	(5,506)	7,600	0	ROE(%)	13.10%	1.28%	12.97%	15.02%
资本支出	0	0	0	0	ROIC(%)	34.12%	11.06%	31.15%	21.25%
长期投资	783	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金	(1,738)	(5,506)	7,600	0	资产负债率(%)	52.54%	36.37%	67.99%	68.92%
筹资活动现金流	3,915	5,063	(7,610)	(87)	净负债比率(%)	-30.79%	2.73%	45.28%	108.26
短期借款	814	(22)	(14)	(3)	流动比率	1.92	1.67	1.62	1.58
长期借款	(144)	0	0	0	速动比率	1.73	1.50	1.38	1.24
普通股增加	790	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	1,334	5,506	(7,600)	0	总资产周转率	0.18	0.12	0.25	0.52
其他筹资现金	1,121	(421)	4	(84)	应收账款周转率	1.70	1.51	1.91	1.88
现金净增加额	2,709	(95)	(1,056)	(1,662)	应付账款周转率	4.95	4.61	5.42	5.55
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.56	0.10	0.33	0.45
					每股经营现金流(最新摊薄)	(0.19)	0.26	(0.79)	(1.19)
					每股净资产(最新摊薄)	4.25	8.00	2.57	3.01
					估值比率				
					P/E	19.1	107.1	32.2	23.7
					P/B	2.5	1.3	4.2	3.6
					EV/EBITDA	10.07	16.75	25.09	19.01

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。