

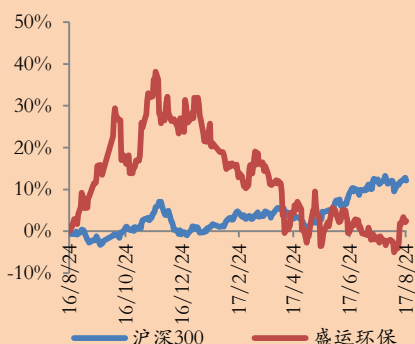


盛运环保 (300090)

投资评级：增持

报告日期：2017-08-25

股价走势：



金融环保组

联系人：杨易

0551-65161592

ivanyiyang@163.com

业绩扭转下滑趋势，静待厚积薄发

事件：

- 1) 公司近日发布了半年报。报告期内，公司实现营业收入 8.01 亿元，较同比增长 22.9%；实现归母净利润 5528 万元，同期下降 32.0%。
- 2) 公司拟以自有资金和专项贷款方式斥资 6.38 亿元安贝尔环保 100% 股权。

主要观点：

□ 前期转型费用将见顶，公司逐步走出转型阵痛期

从业绩来看，因公司前期所接项目建设逐渐完工所带来的工程收入和公司焚烧炉等设备销量增长，营收实现同比 22.9% 增长，扭转了去年以来下滑的趋势。从三费来看，财务费用大幅增长，同比上升近 60%，其主要原因是项目陆续开工导致公司资金压力陡增导致公司借款增加。我们认为公司在转型过程中累加了大量的财务费用和人员管理费用，前期转型费用已经达到顶点，后期对业绩提升不会产生太大压力。

□ 外延拓展，进军环卫、危废，一带一路促公司腾飞

环卫方面，今年 7 月全资收购轩慧国信，依托“互联网+智慧环卫”技术平台，提升环卫信息化管理水平。**项目方面**，公司已分别在 16 年 10 月和 17 年 7 月拿下枣庄薛城区环卫收运项目和泰安宁阳县环卫一体化 PPP 项目。**危废方面**，公司收购安贝尔环保落地，与此前公告不同是，公司以 6.38 亿元全资收购。这是公司在危废领域布局第一环，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。**海外拓展方面**，今年 6 月，公司积极响应国家“一带一路”号召，与菲律宾签订 13.8 亿元的合作框架协议，后续又获得了安居房工程 20 亿美元订单，合计 33.8 亿美元。看好菲律宾项目后续落地与执行和未来在“一带一路”沿边国家业务拓展。

□ 盈利预测与估值

公司是市场上少数具备同时具备烟气治理和焚烧炉研发和制造能力的稀缺标的。在彻底剥离输送机械业务后，公司着力深耕垃圾焚烧领域，积极向环卫和危废领域拓展，叠加近日大股东增持催化，看好公司长期投资价值，静待公司厚积薄发。我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.17 元、0.25 元、0.27 元，对应的 PE 分别为 55 倍、38 倍、35 倍，维持“增持”评级。

□ 风险提示

行业政策变化风险；项目推动落地不及预期；外延拓展不及预期。

盈利预测：单位：百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1572	2516	3522	4931
收入同比(%)	-4%	60%	40%	40%
归属母公司净利润	119	225	331	360
净利润同比(%)	-84%	89%	47%	9%
毛利率(%)	33.4%	33.4%	33.5%	32.6%
ROE(%)	2.3%	5.9%	8.0%	8.0%
每股收益(元)	0.09	0.17	0.25	0.27
P/E	104.64	55.41	37.59	34.58
P/B	2.41	3.28	3.02	2.77
EV/EBITDA	43	27	23	22

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				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5,005	5,572	6,501	7,906	营业收入	1,572	2,516	3,522	4,931
现金	2,089	1,333	876	0	营业成本	1,047	1,676	2,341	3,322
应收账款	1,775	2,844	3,816	5,495	营业税金及附加	20	25	40	61
其他应收款	779	1,164	1,545	2,296	销售费用	27	133	205	316
预付账款	148	175	108	97	管理费用	189	306	428	659
存货	672	903	1,366	1,953	财务费用	92	132	141	154
其他流动资产	(458)	(848)	(1,210)	(1,935)	资产减值损失	66	(0)	0	(0)
非流动资产	6,044	4,524	4,413	4,309	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	163	163	163	163	投资净收益	13	0	0	0
固定资产	722	677	631	585	营业利润	145	243	368	419
无形资产	1,024	956	892	832	营业外收入	20	20	20	20
其他非流动资产	4,134	2,728	2,727	2,728	营业外支出	3	5	2	3
资产总计	11,049	10,096	10,914	12,215	利润总额	163	258	385	437
流动负债	2,482	3,318	3,667	4,558	所得税	43	31	53	75
短期借款	1,200	1,191	1,185	1,329	净利润	119	227	333	362
应付账款	292	565	696	1,011	少数股东损益	0	2	1	2
其他流动负债	990	1,562	1,786	2,218	归属母公司净利润	119	225	331	360
非流动负债	3,353	2,937	3,074	3,121	EBITDA	335	489	618	679
长期借款	978	978	978	978	EPS (元)	0.09	0.17	0.25	0.27
其他非流动负债	2,375	1,960	2,097	2,144					
负债合计	5,834	6,255	6,741	7,679					
少数股东权益	39	41	43	45					
股本	1,320	1,320	1,320	1,320					
资本公积	2,172	768	768	768					
留存收益	1,486	1,711	2,042	2,403					
归属母公司股东权	5,175	3,799	4,131	4,491					
负债和股东权益	11,049	10,096	10,914	12,215					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E	
经营活动现金流	(630)	(40)	(437)	(909)	成长能力				
净利润	119	225	331	360	营业收入	-4.14%	60.00%	40.00%	40.00%
折旧摊销	99	114	109	105	营业利润	-83.30%	67.47%	51.19%	14.07%
财务费用	212	132	141	154	归属于母公司净利	-83.90%	88.85%	47.38%	8.70%
投资损失	(13)	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	(1,826)	(513)	(1,020)	(1,530)	毛利率(%)	33.42%	33.36%	33.53%	32.64%
其他经营现金流	778	2	2	2	净利率(%)		7.57%	8.94%	9.41%
投资活动现金流	(692)	1,403	0	0	ROE(%)	2.29%	5.91%	7.98%	7.99%
资本支出	0	0	0	0	ROIC(%)	11.13%	7.89%	9.56%	8.66%
长期投资	(3)	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	(689)	1,403	0	0	资产负债率(%)	52.80%	61.96%	61.76%	62.87%
筹资活动现金流	(470)	(1,917)	(24)	33	净负债比率(%)	26.17%	33.33%	60.88%	83.47%
短期借款	(382)	(9)	(6)	144	流动比率	2.02	1.68	1.77	1.73
长期借款	422	0	0	0	速动比率	1.75	1.41	1.40	1.31
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	6	(1,403)	0	0	总资产周转率	0.14	0.24	0.34	0.43
其他筹资现金流	(516)	(505)	(18)	(111)	应收账款周转率	1.55	1.88	1.78	1.80
现金净增加额	(1,792)	(554)	(461)	(876)	应付账款周转率	5.17	5.87	5.59	5.78

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.17	0.25	0.27	P/E	104.6	55.4	37.6	34.6
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.48)	(0.03)	(0.33)	(0.69)	P/B	2.4	3.3	3.0	2.8
每股净资产(最新摊薄)	3.92	2.88	3.13	3.40	EV/EBITDA	43.29	27.43	22.65	22.19

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方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。