

扣非业绩下滑，静待固废全产业链布局推进

2018年8月21日

强烈推荐/维持

盈峰环境

财报点评

——盈峰环境（000967）2018年中报点评

姓名	分析师：洪一	执业证书编号：S1480516110001
	Email:hongyi@dxzq.net.cn 010-66554046	

事件：

2018年上半年，公司实现营业收入25.25亿元，同比增长24.12%；实现归母净利润1.97亿元，同比增长12.52%；实现扣非归母净利润0.73亿元，同比增长-26.37%。

公司分季度财务指标：

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	948.21	937.41	1097.27	1234.18	1929.52	1141.06	1384.36
增长率（%）	-10.60	2.69	21.11	92.80	71.85	21.72	26.16
毛利率（%）	22.89	15.33	23.86	17.52	19.73	14.38	16.46
期间费用率（%）	18.01	12.57	13.38	11.68	11.79	11.72	12.55
营业利润率（%）	11.18	2.91	16.00	5.43	8.21	9.29	10.31
净利润（百万元）	77.49	70.47	113.26	74.95	94.36	92.11	108.40
增长率（%）	25.42	49.85	64.83	47.60	21.77	30.71	-4.29
每股盈利（季度，元）	0.11	0.09	0.10	0.07	0.09	0.08	0.09
资产负债率（%）	42.94	45.20	44.53	46.06	45.37	44.49	47.61
净资产收益率（%）	2.45	1.96	3.09	2.02	2.65	2.08	2.44
总资产报酬率（%）	1.31	1.13	1.73	1.11	1.25	1.13	1.31

观点：

1、传统业务增长稳健，环保业务业绩下滑

公司上半年实现营业收入25.25亿元，同比增长24.12%；实现归母净利润1.97亿元，同比增长12.52%；实现扣非归母净利润0.73亿元，同比增长-26.37%。公司传统板块漆包线及风机业务稳健增长，营收分别同比增长16.06%、19.49%。公司扣非归母利润下滑主要是由于环保板块业绩下滑：1) 环境监测板块子公司宇星环保上半年实现净利润4980万，下滑43.19%；2) 固废板块子公司绿色东方上半年实现净利润-1498万元，同比下滑295.20%。

公司扣非后归母净利润增速与扣非前相比差距较大主要源于1) 减持华夏幸福股权带来投资收益；2) 亮科环保收回业绩补偿款2261万。

2、强大股东背景助推公司环保转型

公司原主要从事漆包线和风机设备的生产制造，凭借控股股东盈峰控股及实际控制人何剑锋强大的资金实力和资本运作背景，2015年起，公司分别接连收购环境监测龙头宇星环保、垃圾焚烧鼻祖绿色东方以及亮科环保等多家水处理公司，布局环保领域。2018年7月，公司发布发行股份购买资产草案，拟全资收购由母公司盈峰控股所控制的中联环境，切入环卫装备及环卫服务行业，开启固废全产业链版图。

3、切入环卫市场，快速打造环卫一体化核心竞争力

环卫市场化进程正如火如荼开展，收购中联环境后，公司将进入高景气的环卫装备和环卫环卫领域，中联环境18-20年承诺净利润分别为9.97亿元、12.3亿元、14.95亿元。本次收购将大幅增厚公司业绩，同时，环卫资产将与后端的固废处理相连接，产生协同效应，公司将成为目前上市公司中唯一环卫装备、环卫服务、后端垃圾焚烧全产业链布局的龙头企业。在原有的环保板块业绩表现相对欠佳的背景下，本次收购将带来成长新动能，公司盈利质量和现金流改善值得期待。

结论：

考虑中联环境并表，我们预计公司2018-2020年主营收入分别为140.17亿、166.89亿和199.14亿元，归母净利润分别为13.22亿、15.67亿和19.56元，对应EPS分别为0.42元、0.50元和0.62元，对应PE分别为18倍、15倍和12倍，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：

并购整合效果低于预期；环卫服务业务拓展低于预期。

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	3661	4501	12024	14273	16986	营业收入	3407	4898	14016	16689	19914
货币资金	562	1116	2803	3338	3983	营业成本	2726	3955	10691	12675	15061
应收账款	1304	1512	4325	5150	6145	营业税金及附加	24	20	59	70	83
其他应收款	1310	979	2802	3336	3981	营业费用	136	187	535	637	760
预付款项	64	88	88	88	88	管理费用	268	347	993	1183	1411
存货	258	407	1101	1305	1551	财务费用	74	67	175	250	240
其他流动资产	36	110	110	110	110	资产减值损失	32.09	109.88	131.86	158.23	189.88
非流动资产合计	2367	3646	2759	2603	2451	公允价值变动收益	-8.69	0.64	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	15	33	33	33	33	投资净收益	126.40	95.32	95.32	95.32	95.32
固定资产	382.61	330.06	1093.	985.65	877.47	营业利润	263	404	1527	1811	2264
无形资产	228	527	474	426	384	营业外收入	37.14	11.04	11.04	11.04	11.04
其他非流动资产	125	117	0	0	0	营业外支出	3.85	4.29	0.00	0.00	0.00
资产总计	6028	8147	14783	16876	19437	利润总额	297	410	1538	1822	2275
流动负债合计	1986	3061	8825	10280	12048	所得税	53	57	215	255	318
短期借款	802	1194	4948	4073	4794	净利润	244	353	1323	1568	1957
应付账款	445	1100	2932	3476	4131	少数股东损益	-2	0	1	1	1
预收款项	117	133	133	133	133	归属母公司净利润	246	353	1322	1567	1956
一年内到期的非流	52	63	63	63	63	EBITDA	625	1051	1862	2217	2655
非流动负债合计	603	635	979	989	999	EPS (元)	0.34	0.32	0.42	0.50	0.62
长期借款	475	496	496	496	496	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
负债合计	2588	3696	9803	11269	13047	成长能力					
少数股东权益	107	114	115	115	116	营业收入增长	11.98%	43.77%	186.15	19.07%	19.32%
实收资本(或股本)	727	1167	1167	1167	1167	营业利润增长	388.76	53.33%	278.17	18.66%	24.98%
资本公积	1803	2003	2003	2003	2003	归属于母公司净利润	274.91	18.52%	274.91	18.52%	24.83%
未分配利润	455	733	797	874	969	获利能力					
归属母公司股东权	3332	4336	4556	5182	5965	毛利率(%)	19.98%	19.26%	23.72%	24.05%	24.37%
负债和所有者权益	6028	8147	14783	16876	19437	净利率(%)	7.16%	7.21%	9.44%	9.39%	9.83%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	4.08%	4.33%	8.94%	9.29%	10.06%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	7.38%	8.13%	29.02%	30.24%	32.79%
经营活动现金流	-213	-592	-2090	2663	1431	偿债能力					
净利润	244	353	1323	1568	1957	资产负债率(%)	43%	45%	66%	67%	67%
折旧摊销	287.55	580.46	0.00	108.1	108.18	流动比率	1.84	1.47	1.36	1.39	1.41
财务费用	74	67	175	250	240	速动比率	1.71	1.34	1.24	1.26	1.28
应收账款减少	0	0	-2814	-825	-995	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.59	0.69	1.22	1.05	1.10
投资活动现金流	46	166	699	-63	-95	应收账款周转率	2	3	5	4	4
公允价值变动收益	-9	1	0	0	0	应付账款周转率	9.14	6.34	6.95	5.21	5.24
长期股权投资减少	0	0	657	0	0	每股指标(元)					
投资收益	126	95	95	95	95	每股收益(最新摊薄)	0.34	0.32	1.13	1.34	1.68
筹资活动现金流	245	982	3078	-2066	-692	每股净现金流(最新)	0.11	0.48	1.45	0.46	0.55
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.58	3.72	3.90	4.44	5.11
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	242	440	0	0	0	P/E	22.21	23.59	6.66	5.62	4.50
资本公积增加	-250	200	0	0	0	P/B	1.65	2.03	1.93	1.70	1.48
现金净增加额	78	556	1687	535	645	EV/EBITDA	10.01	8.99	6.18	4.56	3.84

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

洪一

中山大学金融学硕士, CPA、CIIA, 2年投资研究经验, 2016年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

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、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

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。