

湘财证券研究所

电力设备与能源小组

研究员: 冯舜

Tel: 021-68634518-8020

E-mail: fs2855@xcsc.com

研究员: 侯文涛

Tel: 021-68634518-8227

E-mail: hwt2894@xcsc.com

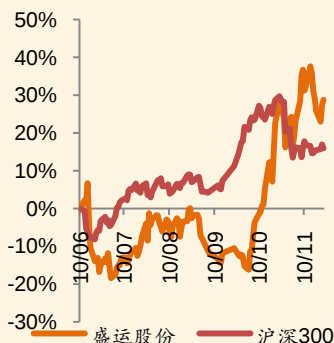
6-12 个月目标价: 36.0 元

当前股价: 29.10 元

基本资料

总股本 (百万):	128
流通股 (百万):	32
总市值 (亿):	37.1
10 年 EPS (元):	0.58
10 年 BVPS (元):	6.96
资产负债率:	34.6%

近期盛运股份走势



相关研究报告

100812-调研报告-输送机械和环

保设备业务步入快速发展期

101025-季报点评-中标亿元环保

大单, 三季度营收净利润加速增长

101108-公告点评-九部委联合发文

加强二恶英防治; 若参股中科通

用, 行业地位将显著增强

101115-公告点评-参股中科通用,

有助于开拓垃圾焚烧市场

□ 投资三个垃圾发电项目, 向上游延伸

盛运股份发布公告称, 将和中科通用成立两家子公司, 济宁中科环保电力有限公司和伊春中科环保电力有限公司; 同时盛运与安徽省新能创业投资有限责任公司成立淮南皖能环保电力有限公司。

盛运出资 3240 万元, 占济宁中科环保 30% 的股权, 中科通用出资 6840 万元, 占济宁中科环保 70% 的股权, 济宁中科环保的注册资本为 1.08 亿元。济宁中科环保的垃圾发电项目总投资额将达到 3.6 亿元, 不足资金通过贷款补齐。

盛运出资 2205 万元, 占伊春中科环保 49% 的股权, 中科通用出资 2205 万元, 占伊春中科环保 51% 的股权, 伊春中科环保的注册资本为 4500 万元。伊春中科环保的垃圾发电项目总投资额将达到 1.5 亿元, 不足资金通过贷款补齐。

盛运出资 2610 万元, 占淮南皖能环保 45% 的股权, 安徽新能出资 3180 万元, 占淮南皖能环保 55% 的股权, 淮南皖能环保的注册资本为 5800 万元。淮南皖能环保的垃圾发电项目总投资额将达到 2.9 亿元, 不足资金通过贷款补齐。

□ 投资垃圾焚烧项目有三个目的

投资垃圾焚烧项目有三个目的: 整合公司环保产业上下游资源, 为公司由垃圾焚烧成套设备供应商向垃圾焚烧总承包商发展奠定基础; 有利于公司积累垃圾焚烧炉设计经验, 夯实炉排和循环流化床技术实力; 垃圾焚烧项目盈利状况不错, 可以为公司贡献稳定的现金流。

另外, 我们认为虽然盛运股份以前有从事垃圾焚烧的尾气处理业务的经验, 但垃圾焚烧全产业链对盛运来说仍然是一个全新的业务。对于业务开展初期的盛运来说, 投资垃圾焚烧项目是公司为了谋求新业务突破的重要布局之一, 对公司长期发展有深远意义。

□ 三个垃圾焚烧项目均有较高收益率, 但单位投资额偏低

这三个项目的税后净利润率在 26%-35%, 处于较高水平。除了上网电价 (0.51 元/KWH, 税后) 较高、成本适中 (0.4 元/KWH) 外, 垃圾补贴 (50 元/吨) 提升了项目的净利润率。这三个项目的内部收益率在 12%-13% 之间, 投资回收期 8.5 年。

三个项目均有盈亏平衡点, 盈亏平衡点在设计日处理量的 46% 附近, 根据这三个地区的垃圾产量统计, 这三个项目均具有良好的安全边际, 区域的垃圾产量远大于盈亏平衡点的日处理量。

根据可行性报告公布的数据, 这三个项目的单位投资额在 22 万元/吨-30 万元/吨, 和一般的 40 万元/吨以及较高的 60 万元/吨的单位投资额有较大差距, 不排除实际投资超过预算的可能。

有关这三个项目的详细指标可以参照表 3

□ 预计 2010 年 EPS 至 0.58 元, 维持“买入”评级

预计公司 2010、2011、2012 年的 EPS 分别是 0.58 元, 0.89 元, 1.29 元, 维持“买入”评级, 目标价 36 元 (相对于 40PE*2011 年 EPS)。

表 1、合资公司基本情况

成立合资公司的名称	注册资本	盛运出资额	盛运占股权比例	合作方	拟投资垃圾发电项目	垃圾发电项目总投资额	项目贷款比例
济宁中科环保电力有限公司	1.08 亿元	3240 万元	30%	中科通用	济宁市垃圾发电厂	3.6 亿元	70.00%
伊春中科环保电力有限公司	4500 万元	2205 万元	49%	中科通用	伊春市垃圾发电厂	1.5 亿元	70.00%
淮南皖能环保电力有限公司	5800 万元	2610 万元	45%	安徽省新能创业投资有限责任公司	淮南垃圾发电厂	2.9 亿元	80.00%

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

表 2、两个合作方的背景资料

合作方	背景资料
中科通用	中科院下属公司，具有环境污染处理的多项资质，日处理垃圾量全国排名第六
安徽省新能创业投资有限责任公司	安徽省能源集团公司下属子公司，专门从事可再生能源项目的投资、建设与运营

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

表 3、三个垃圾焚烧项目的主要指标

	济宁中科环保	伊春中科环保	淮南皖能环保
建设规模	3*500 吨/天	1*500 吨/天	2*500 吨/天
静态投资规模	3.35 亿元	1.5 亿元	2.64 亿元 (可以申报国债补助 2000 万, 淮南市政府承担前期费用 3000 万元)
技术类型	循环流化床垃圾焚烧炉, 配 2*15MW 凝气式汽轮机组	循环流化床垃圾焚烧炉, 配 1*12MW 凝气式汽轮机组	循环流化床垃圾焚烧炉, 配 2*12MW 凝气式汽轮机组
年处理垃圾量	40.15 万吨	12 万吨	29.2 万吨
年均发电量	14527 万千瓦	6512 万千瓦	11747 万千瓦时
年均售电量	12203 万千瓦	5518 万千瓦	9962 万千瓦时
项目保本临界点	800 吨/天, 日处理量	207 吨/天, 日处理量	456 吨/天, 日处理量
当地垃圾量	目前 1011 吨/天	目前 350 吨/天	目前 600 吨/天, 项目建成后会达到 1000 吨/天
项目工期与投运时间	20 个月, 2012 年 8 月	12 个月, 2011 年 12 月	20 个月, 2012 年 8 月
单位投资	22 万元/吨	30 万元/吨	26 万元/吨
上网电价(含税)	0.594 元/KWH	0.587 元/KWH	0.619 元/KWH 前 15 年, 0.369 元/KWH 后 15 年
年均收入	8075 万元 (包括售电收入和补贴收入)	3344 万元 (包括售电收入和补贴收入)	6108 万元 (未计算补贴收入)
年成本费用	4785 万元	2041 万元	3949 万元
年均净利润	2843 万元	1129 万元	1608 万元

税后净利润率	35.21%	33.76%	26.32%
IRR(税后)	12.94%	12.75%	11.91%
投资回收期(税后)	8.5 年	8.7 年	8.62 年

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

表 4、垃圾焚烧行业投资预测

垃圾焚烧行业投资预测	
城市垃圾年产量	1.7 亿吨
未来五年垃圾焚烧比例提高	15%
垃圾发电厂年均运行天数	270 天
年新增垃圾焚烧日处理量	9.4 万吨
每吨投资额	40 万元/吨
垃圾发电厂总投资	380 亿元
年均投资	66 亿元
主设备投资占比	50%
主设备投资额	190 亿元
年均投资	33 亿元

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

表 5、各项业务营收预测

(营业收入 百万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
输送机械	111	152	201	252	391	587
yoy(%)		36.6%	32.4%	25.5%	55.0%	50.0%
干法脱硫除尘一体化尾气净化处理设备	24	66	111	173	311	482
yoy(%)		176.9%	67.4%	55.7%	80.0%	55.0%
营业收入	135	218	312	425	702	1069
yoy(%)		61.5%	43.0%	36.2%	65.2%	52.2%
(营业成本 百万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
输送机械	71	99	134	170	266	402
干法脱硫除尘一体化尾气净化处理设备	14	42	75	114	205	320
营业成本	85	141	210	283	471	722
(毛利率)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
输送机械	36.6%	34.9%	33.3%	32.8%	32.0%	31.5%
干法脱硫除尘一体化尾气净化处理设备	39.9%	37.3%	32.1%	34.3%	34.0%	33.7%
综合毛利率	37.2%	35.6%	32.9%	33.4%	32.9%	32.5%

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	336	856	926	1117	营业收入	314	425	702	1069
现金	60	450	250	150	营业成本	210	283	471	722
应收账款	116	161	298	400	营业税金及附加	2	2	4	5
其他应收款	18	40	47	71	营业费用	21	29	49	76
预付账款	39	57	94	144	管理费用	21	28	48	75
存货	97	127	212	325	财务费用	7	2	2	4
其他流动资产	6	21	25	27	资产减值损失	3	0	0	0
非流动资产	304	502	693	776	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	171	295	444	550	营业利润	52	80	127	188
无形资产	57	67	77	87	营业外收入	6	6	6	6
其他非流动资产	77	141	173	139	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	640	1359	1619	1893	利润总额	57	86	133	194
流动负债	304	432	578	687	所得税	8	13	20	28
短期借款	119	215	238	185	净利润	49	74	114	165
应付账款	43	71	118	180	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	142	147	222	322	归属母公司净利润	49	74	114	165
非流动负债	38	38	38	38	EBITDA	58	94	149	218
长期借款	25	25	25	25	EPS (元)	0.51	0.58	0.89	1.29
其他非流动负债	13	13	13	13					
负债合计	342	470	616	725	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	96	128	128	128	成长能力				
资本公积	87	572	572	572	营业收入	43.9%	35.4%	65.2%	52.2%
留存收益	115	189	302	468	营业利润	14.5%	55.5%	59.1%	47.2%
归属母公司股东权益	298	888	1002	1168	归属于母公司净利润	22.1%	51.3%	55.0%	45.1%
负债和股东权益	640	1359	1619	1893	获利能力				
现金流量表					毛利率(%)	33.3%	33.4%	32.9%	32.5%
单位:百万元					净利率(%)	15.5%	17.3%	16.2%	15.5%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE(%)	16.3%	8.3%	11.4%	14.2%
经营活动现金流	56	4	-11	67	ROIC(%)	11.8%	10.0%	10.7%	13.0%
净利润	49	74	114	165	偿债能力				
折旧摊销	0	12	20	27	资产负债率(%)	53.5%	34.6%	38.1%	38.3%
财务费用	7	2	2	4	净负债比率(%)	49.10%	53.12%	44.35%	30.29%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	1.11	1.98	1.60	1.63
营运资金变动	0	-84	-150	-132	速动比率	0.79	1.69	1.23	1.15
其他经营现金流	0	0	3	3	营运能力				
投资活动现金流	-81	-210	-210	-110	总资产周转率	0.56	0.43	0.47	0.61
资本支出	75	200	200	100	应收账款周转率	3	3	3	3
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	4.99	4.96	5.00	4.84
其他投资现金流	-6	-10	-10	-10	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	56	596	21	-57	每股收益(最新摊薄)	0.38	0.58	0.89	1.29
短期借款	69	96	23	-54	每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	0.03	-0.09	0.53
长期借款	-6	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.34	6.96	7.85	9.15
普通股增加	13	32	0	0	估值比率				
资本公积增加	38	485	0	0	P/E	76.43	50.53	32.60	22.47
其他筹资现金流	-58	-16	-2	-4	P/B	12.46	4.18	3.71	3.18
现金净增加额	31	390	-200	-100	EV/EBITDA	65	40	26	18

湘财证券投资评级体系

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%以上；

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。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。