

分析师: 刘元瑞 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn 执业证书编号: S0490209080266

联系人: 邓莹 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn

华丽转身之初，迈入垃圾焚烧总包之始

事件描述

今日盛运股份 (300090) 公布关于使用超募资金投资山东济宁、黑龙江伊春、安徽淮南垃圾发电项目的公告，主要内容如下：

- 与中科通用签订合同成立济宁中科环保电力有限公司 (盛运出资 3,240 万元人民币，占比为 30%) 和伊春中科环保电力有限公司 (盛运出资 2,205 万元人民币，占比为 49%)，与安徽省新能创业投资有限责任公司签订合资意向书设立淮南皖能环保电力有限公司 (盛运出资 2,610 万元人民币，占比为 45%)，投资总额为 8055 万元；
- 济宁垃圾焚烧发电项目的建设规模为 3×500 吨/日国内先进的次高温次高压循环流化床垃圾焚烧锅炉配 2×15MW 凝汽式汽轮发电机组，年可焚烧垃圾 40.15 万吨，年均发电量为 14,527.3 万千瓦时，年均售电量为 12,203 万千瓦时；
- 伊春垃圾焚烧发电项目拟设置一台垃圾处理能力 500 吨/日的国内先进的次高温次高压流化床焚烧炉，工程建成后，年发电量 10273 万 kWh，年均发电量为 6,512 万 kWh；
- 淮南垃圾焚烧发电项目建设按 2 台日处理量为 500t 的国内先进的次高温次高压循环流化床生活垃圾焚烧炉及 2×12MW 机组进行规划设计，年可焚烧垃圾 29.20 万吨，年均发电量为 11,747.30 万千瓦时，同时年均售电量为 9,961.71 万千瓦时。

事件评论

第一、我们认为，公司投资触角延伸至下游，环保项目的分系统承包商华丽转身之始

公司在 11 月 12 日公告收购中科通用 11% 的股权，今日再次公告与中科通用和新能创投联合建设垃圾焚烧项目，时隔短短一个月，足以见得公司做大做强环保产业的决心之大。公司之前通过收购中科通用股权的方式为其环保事业上获得了一个牢固的合作伙伴，降低了公司未来的经营风险，通过再次合作可以强化合作关系。同时公司作为环保项目的分系统承包商，前期主要是和中科通用合作，为中科通用提供垃圾焚烧项目的尾气处理装置，目前公司通过参股形式已经将投资触角延伸到下游具体工程项目上，将华丽转身为工程总承包商，为公司环保设备的运用和品牌打造提供便捷途径。

第二、学习垃圾焚烧整套经验，为公司后期垃圾焚烧炉的推行提供依据

垃圾焚烧炉排炉是公司储备技术，目前技术已经研发成功，技术完全为公司自有技术，以申请专利，比国外炉排炉技术更适合中国垃圾特点 (中国垃圾不分类，因此可能热值低，有些垃圾烧完全的基础上，还有其他垃圾没有焚烧完全)。在垃圾焚烧炉排炉的安装和运营上，公司还处于稚嫩阶段，需要通过与经验成熟的总包商合作来汲取经验。中科通用在垃圾焚烧设备研发设计、工程安装、服务领域是国内同行业的龙头企业，为公司提供了很好的学习标杆，因此为公

司后期的垃圾焚烧炉的推广奠定了基础。

表 1：所投资三个项目具体情况一览

项目	项目规模 (吨/日)	垃圾焚烧炉配置	汽轮发电机配置 (MW)	年垃圾处理规模 (万吨)	年发电量 (kwh)	年上网电量 (kwh)
济宁中科环保	1500	500 吨/日 × 3	15MW × 2	40.15	14527.3 × 104	12203 × 104
伊春中科环保	500	500 吨/日 × 1			6512 × 104	
淮南皖能环保	1000	500 吨/日 × 2	12MW × 2	29.2	11747.3 × 104	9961.71 × 104

资料来源：公司公告，长江证券研究所

第三、三项目竣工后将在 2012 年为公司带来投资收益

济宁、伊春和淮南项目分别将在 2012 年 4 月、2011 年 12 月和 2012 年 12 月竣工，公司将获得投资收益，我们预计工程竣工将为公司 2012 年业绩增厚 0.05 元，考虑到合资公司将承接之后的垃圾焚烧运营业务，由于垃圾焚烧可以获得稳定收益，以及未来垃圾处理费呈现上涨趋势，都为公司未来业绩提供了保障。

表 2：三项目盈利情况一览

	济宁	伊春	淮南
年均营运收入(万元)	8,075	3044	6108
年均政府补贴 (万元)	1,950	816	
年均销售收入 (万元)	6,124	2528	
年均总成本费用 (万元)	4,785	2041	3950
年均售电单位成本 (元/度)	0.4	0.35	
年均利润总额 (万元)	3,113	1231	1609
年均税后利润 (万元)	2,843	1129	
年均可分配利润 (万元)	2,416	959	

资料来源：公司公告，长江证券研究所

第四、盈利预测

我们预计公司 2010-2012 年摊薄后 EPS 分别为 0.51 元、0.69 元和 0.94 元。考虑到公司干法脱硫除尘一体化技术在行业内处于领先水平，未来对于垃圾焚烧发电的政策明朗化之后，公司的技术将被大规模运用，环保设备的收入比重将会逐年提高，伴行业之大势，公司将会在环保设备上有长足发展，我们维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	314	457	663	939	货币资金	60	46	66	94
营业成本	210	317	460	658	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	105	140	203	281	应收账款	134	195	283	401
% 营业收入	33.3%	30.6%	30.6%	30.0%	存货	97	148	214	306
营业税金及附加	2	2	3	5	预付账款	39	59	85	122
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	21	31	44	63	流动资产合计	336	456	661	941
% 营业收入	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	21	30	44	62	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	7	9	18	27	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.2%	2.0%	2.7%	2.9%	固定资产合计	244	537	823	1101
资产减值损失	3	2	3	4	无形资产	57	54	51	48
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	1	2	11	递延所得税资产	1	0	0	1
营业利润	52	67	93	132	其他非流动资产	3	3	3	3
% 营业收入	16.4%	14.6%	14.0%	14.0%	资产总计	640	1050	1539	2094
营业外收支	6	10	10	10	短期贷款	143	419	727	1033
利润总额	57	77	103	142	应付款项	76	116	168	240
% 营业收入	18.2%	16.8%	15.5%	15.1%	预收账款	46	66	96	136
所得税费用	8	11	15	21	应付职工薪酬	2	3	5	7
净利润	49	65	88	120	应交税费	11	15	20	27
归属于母公司所有者					其他流动负债	26	39	57	82
的净利润	48.6	65.2	87.5	120.5	流动负债合计	304	658	1072	1526
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	25	25	25	25
EPS（元/股）	0.38	0.51	0.69	0.94	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	13	13	13	13
经营活动现金流净额	56	33	48	65	负债合计	342	697	1111	1564
取得投资收益	0	1	2	11	归属于母公司	298	353	428	530
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-6	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	298	353	428	530
固定资产投资	-75	-305	-307	-309	负债及股东权益	640	1050	1539	2094
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-81	-304	-304	-299		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.381	0.511	0.686	0.944
股权融资	51	0	0	0	BVPS	3.12	3.70	3.35	4.15
银行贷款增加（减少）	77	276	308	307	PE	68.95	51.40	38.28	27.81
筹资成本	12	-19	-31	-45	PEG	1.95	1.45	1.08	0.79
其他	-84	0	0	0	PB	8.42	7.10	7.83	6.32
筹资活动现金流净额	56	257	277	262	EV/EBITDA	51.42	41.58	30.14	22.43
现金净流量	31	-14	21	28	ROE	16.3%	18.4%	20.5%	22.7%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。