

机械行业研究小组

分析师：徐敏锋

执业证书编号：S0730511080003

战略重心转向环保项目 EPC

——盛运股份（300090.SZ）调研报告

证券研究报告-调研报告

增持（首次）

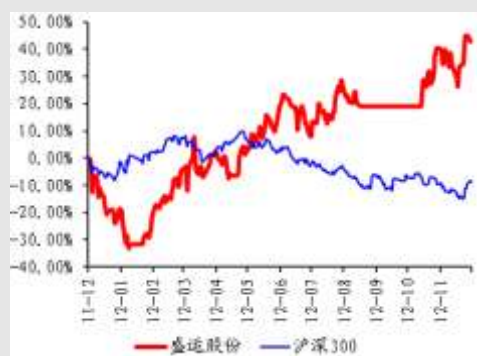
发布日期：2012 年 12 月 12 日

市场数据（2012 年 12 月 11 日）

收盘价（元）	17.00
一年内最高/最低（元）	17.68/7.49
沪深300指数	2258.50
市净率（倍）	4.40
流通市值（亿元）	22.95

基础数据（2012-9-30）

每股净资产（元）	3.87
每股经营现金流（元）	-0.41
毛利率（%）	25.63
净资产收益率（%）	5.93
资产负债率（%）	64.47
总股本/流通股（亿股）	2.55 / 1.35
B股/H股（亿股）	/



联系人：张宇

电话：021-50588666-8035

传真：021-50587779

地址：上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编：200122

报告关键要素：

公司在发展过程中将战略重心逐步由传统设备制造转为环保产业工程总包、设备制造、项目运营和融资支持在内的全产业链上市公司，主攻垃圾焚烧领域。未来公司可能减轻包袱，传统设备制造业务投入比例逐步缩小，投入更多资金在前景向好的垃圾焚烧领域。

投资要点：

- **预计全年业绩将实现稳定增长。**2012 年前三季度公司实现营业收入和净利润分别为 6.28 亿元和 0.59 亿元，分别同比上升 35.17%和 22.41%。预计公司全年收入增长将达到 30%，增长主要来自垃圾项目营运收入和政府补贴。
- **中科通用是公司未来战略核心。**完成重组后公司将持有中科通用股份 90.36%，剩余股份由于被质押暂时无法收购。中科通用在垃圾焚烧领域经营多年，具备丰富的项目经验和客户基础。公司计划将环保产业作为之后发展的战略重心，将合并之后的中科通用与公司现有业务部门整合，发力垃圾焚烧发电项目。
- **输送机业务地位将逐步下降。**公司 2012 年上半年输送机业务收入 2.17 亿元，同比上升 8.70%；输送机业务毛利率 26.86%，同比下降 3.30 个百分点。预计公司将发展重心定位为环保产业后，将投入更多资金和精力进入环保产业，产业属性由传统机械制造业转变为环保产业链。
- **盈利预测与公司估值：**预计公司 12、13 年每股收益分别为 0.39 元和 0.88 元，按照 12 月 11 日收盘价 17.00 元计算，公司 12 年和 13 年对应的市盈率分别为 43.59 倍和 19.32 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**新建项目进展的不确定性；政府补贴政策及补贴资金实际到位情况；运营垃圾项目实际垃圾处理量；存在一定环保风险。

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4.24	6.65	8.62	13.67
增长率(%)	35.05%	56.81%	29.53%	58.65%
净利润(百万元)	0.53	0.72	0.98	2.26
增长率(%)	9.93%	35.16%	36.31%	129.42%
全面摊薄每股收益(元)	0.48	0.28	0.39	0.88
市盈率(倍)	35.14	60.71	43.59	19.32

事件

近期调研了盛运股份（300090.SZ），就公司生产经营状况与董事会秘书刘玉斌进行了座谈。

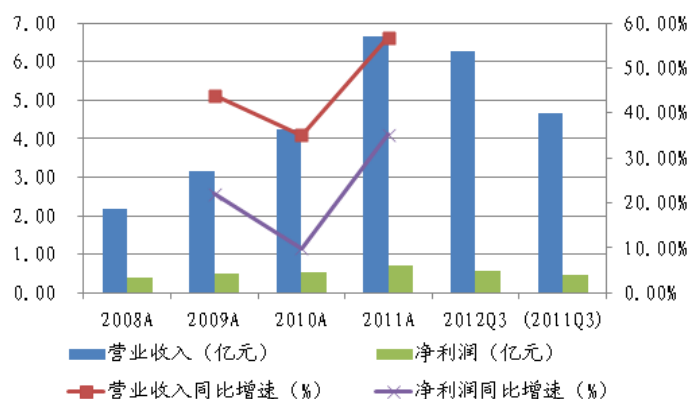
1. 预计全年业绩将实现稳定增长

2012年前三季度公司实现营业收入和净利润分别为6.28亿元和0.59亿元，分别同比上升35.17%和22.41%。三季度单季收入2.90亿元，净利润0.17亿元，分别同比增长80.86%和7.73%。并表济宁中科、桐庐盛运和盛运技术是提高收入的主要原因，但是项目处于建设或投产初期导致费用较高，净利润增速低。

济宁中科投产后项目运行情况良好，将有力提升公司第四季度业绩。济宁垃圾填埋厂原有存量垃圾70余万吨，连同新产生垃圾将在3年内保证公司济宁中科投产项目满负荷运行。8月投产后，济宁中科对上市公司第三季度利润贡献为400万元，预计四季度业绩贡献将达到1000万元。

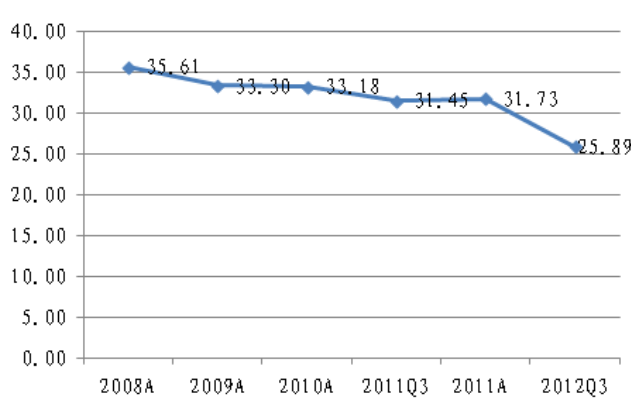
淮南皖能垃圾发电项目2800万元资金补贴预计年内到位。国家发改委对淮南皖能环保电力公司申报的2012年中央预算内投资城镇污水垃圾处理设施建设备选项目下达了中央预算内投资计划，淮南垃圾发电项目获得2800万元资金支持。按照45%权益比例核算，公司将获得投资收益1260万元。但是，尚不确定公司是否将补贴全数计入2012年投资收益。

图1：2008-2012Q3年公司营业收入和净利润



数据来源：WIND，中原证券

图2：2008A-2012Q3公司毛利率（%）



数据来源：WIND，中原证券

2012年第三季度公司毛利率25.89%，同比下降5.56个百分点。公司盈利能力下降除与主要项目所处投入期有关外，输送机械销售毛利率下降是造成公司综合毛利率下降的主要原因。

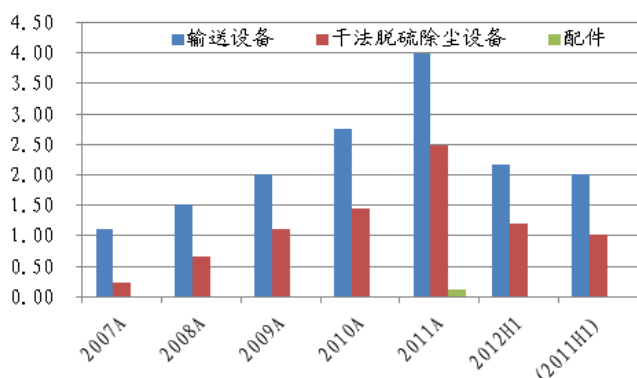
输送机业务“主体”地位将逐步下降

公司2012年上半年输送机业务收入2.17亿元，营业成本0.58亿元，分别同比上升8.70%

和13.85%；输送机业务毛利率26.86%，同比下降3.30个百分点。预计全年来看，公司输送机业务收入同比实现收入增长的可能性较大，但是输送业务盈利能力可能面临进一步下降的可能。

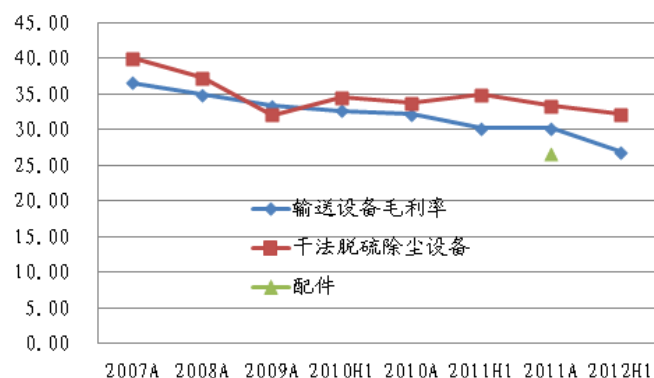
公司输送机产品定位主要以轻型和小型设备为主。从行业来看，轻型产品壁垒低，竞争激烈，但是产品具备客户黏性；大型和重型连续输送机竞争相对集中，市场占有率较高的企业均属于7大重工企业。公司市场占有率按长度计数约为3%，按产值约为1.5%，具备一定上升空间，但是行业整体产值约为200亿元/年，已经完成进口替代，需求稳定，未来竞争还将加剧。预计公司将发展重心定位为环保产业后，将投入更多资金和精力进入环保产业，产业属性由传统机械制造业转变为环保产业链。

图1：2007A-2012H1公司分项目收入（亿元）



数据来源：WIND，中原证券

图2：2008A-2012Q3公司分项目毛利率（%）



数据来源：WIND，中原证券

2. 中科通用是公司未来战略核心

完成重组后公司将持有中科通用股份90.36%，剩余股份由于被质押暂时无法收购。2012年，公司与中科通用仍然维持独立运营。未来公司计划收购中科通用剩余股权，将其变更为公司下属全资子公司。公司计划将环保产业作为之后发展的战略重心，将合并之后的中科通用与公司现有业务部门整合，发力垃圾焚烧发电项目。

中科通用前身是中国科学院工程热物理研究所全资的北京通用能源动力公司，2001年7月通过中国科学院企业改制，成为中科实业集团（控股）有限公司的控股企业。目前中科通用在循环流化床燃烧技术、固体废弃物焚烧发电处理、烟气净化处理等技术领域，拥有多项国家专利，拥有国家主管部门批准的环保工程专业承包资质、环境工程（固废）专项工程设计资质、环境污染治理设施运营资质以及安全生产许可证等多种资质证书，是北京市科委批准的高新技术企业。

中科通用已建成项目10个，在建项目3个，拟建项目7个，项目规模多集中在垃圾焚烧量800吨/日处理能力。项目建设模式主要包括EPC，BOT和BOO。

表 1: 中科通用已建成、在建和拟建工程统计

已建成项目所在地	处理能力 (T/D)	项目类型
浙江嘉兴	1000	
广东东莞	1000	BOT
浙江省宁波市镇海区	600	B00
浙江慈溪	1200	BOT
广西壮族自治区来宾市	500	BOT
山东省泰安市	800	B00
安徽省安庆	800	
湖南常德	800	
吉林四平市	800	
海淀上庄	100	
在建项目所在地		
黑龙江伊春	400	
江苏淮安	800	
山东济宁	1200	
计划筹建项目所在地		
辽宁锦州	800	
辽宁辽阳	800	
辽宁阜新	800	
安徽宣城	400	
宁夏银川	1000	
山西阳泉	800	
吉林白山	400	

资料来源: 中科通用公司网站 中原证券研究所

盛运股份独立承揽项目包括淮南皖能项目、桐庐项目, 建立合作意向的有武汉经济技术开发区项目、招远生活垃圾发电项目、郓城再生能源发电项目。公司环保业务与中科通用合并后, 在垃圾焚烧领域将发挥协同效应, 未来获取三、四线城市订单的竞争力将大幅提高。保守预计, 公司具备未来每年新获取5-7个项目的的能力。

公司规划将盈利能力较强项目, 即垃圾资源丰富、政府补贴高的项目留作营运, 垃圾资源相对较少或补贴较少的项目出售。

此次合作后, 公司和中科通用将实现优势互补。中科通用扩张所面临的资金压力, 有望通过上市公司平台得到解决。在技术方面, 中科通用和公司将拥有循环流化床和炉排炉两大技术路线, 未来将根据项目提供适合当地需要的垃圾焚烧发电设备。

表 2: 炉排炉与循环流化床技术对比

	炉排炉技术	循环流化床技术
技术指标		
焚烧原理	垃圾在炉排炉上燃烧, 空气在炉排下	粉碎后垃圾投入炉内与床料充分混

	进入，分为干燥、燃烧、燃尽阶段	合形成瞬时燃烧
垃圾热值要求	1200KCal/Kg (5040KJ/Kg)	800KCal/Kg (3360KJ/Kg)
垃圾预处理系统	简单预处理	需分拣大垃圾和粉碎
垃圾处理量	100t-800t/D	无限制
辅助燃料	油、气	煤
二噁英控制	燃烧较充分，二噁英产生较少	燃充分全，高温区停留时间长，二噁英产生很少
飞灰量	低	较高
经济指标		
初始投资	投资较大，国外设备 80 万元/吨，国产设备约 50 万元/吨	投资较小，按 2×12MW 电厂设计，约 30 万元/吨垃圾
运行成本	用油、燃料费较高 盈亏平衡在 70 元/吨，一般处理费 90 元/吨以上，发达城市补贴标准可高达 200 元/吨	用煤、燃料费较低 盈亏平衡在 40-50 元/吨，一般处理费 50-70 元/吨以上
适用情况		
适用范围	垃圾热值较高、政府财力充沛地区	垃圾热值较低、政府财力有限地区

资料来源：公司公告 中原证券研究所

3. 丰汇租赁将有力增厚公司业绩

2012年前三季度，公司投资收益2023.52万元，主要来自丰汇租赁的权益投资收益。公司2012年3月份以3.11亿元收购丰汇租赁45%股权。按照收购时确立的经营目标，预计丰汇租赁2012年和2013年净利润将分别达到8000万元和13000万元，公司投资收益将分别达到3600和5850万元。

丰汇租赁控股股东盟科投资控股有限公司具备较强资金实力。丰汇租赁介入公司现有项目较少，但是未来公司环保主体面临设备融资租赁需求时，丰汇租赁将依托其背景扶持公司发展垃圾焚烧项目，或以低于市场平均利率水平的优惠成本支持公司设备采购和运营，这将有效降低公司融资压力和资金成本，增加公司项目承揽能力，为公司在垃圾焚烧领域快速扩张奠定基础。

4. 投资建议

预计公司12、13年每股收益分别为0.39元和0.88元，按照12月11日收盘价17.00元计算，公司12年和13年对应的市盈率分别为43.59倍和19.32倍，维持“增持”评级。

5. 风险提示

新建项目进展的不确定性，将对公司未来收入造成不确定性风险；政府补贴政策及补贴资金实际到位情况与公司垃圾焚烧项目收入直接相关，政府对垃圾焚烧项目总体持积极

态度，但是由于各地财政情况不同，政策全额落实存在一定风险；运营垃圾项目实际垃圾处理量与项目盈利息息相关，生活垃圾总量长期呈现上升趋势，但是短期可能存在波动风险；存在一定环保风险。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。