

证券研究报告·上市公司动态

重矿机械

# 剥离输送机械，垃圾焚烧发力

**盛运股份 (300090)**

## 从输送机械先锋到垃圾焚烧巨头

公司上市初期公司主营业务领域为带式输送机械，输送机械营业收入和毛利贡献均占比达 2/3。自 2010 年底收购中科通用部分股权起开始逐步进入垃圾焚烧发电领域，目前公司已经掌握了循环流化床和炉排炉两种垃圾焚烧工艺，并形成了垃圾发电设备、投资、工程建设、运营等产业链一体化能力，公司逐步发展成垃圾焚烧领域的巨头。

## 剥离输送机械业务，集中精力发展环保业务

由于下游需求不振及竞争的加剧，公司传统输送机械业务持续低迷，市场空间逐步缩小，输送机械业务对公司盈利较为有限。2014 年底公司剥离输送机械业务，集中精力充分利用现有资源大力发展垃圾发电环保业务。输送机械资产的剥离不仅可以 3.42 亿元资金用于发展垃圾焚烧发电 BOT 项目，可以提高公司的毛利率，同时降低公司的营业费用、管理费用和财务费用从而进一步提高净资产收益率。

## 在手订单增长迅速，总规模进入全国前列

公司自进入垃圾焚烧发电领域以来，专注于内功修炼，逐步具备了垃圾焚烧发电设备到投资建设运营等全产业链核心竞争优势，因此也获得了市场的认可。近年来，公司的垃圾焚烧发电规模呈跨越式增长，据我们的不完全统计，公司已投产、建设和正在筹备阶段的垃圾焚烧发电规模已经达到 3.23 万吨/日，规模总数位居全国前列。

## 14 年项目推进低于预期，15 年进度加快带来业绩快速增长

2014 年由于项目的选址和环评工作进展缓慢以及配套资金的缺乏导致公司的 BOT 项目进展速度低于市场预期。进入 2015 年，公司的拉萨、凯里、招远、枣庄、鹰潭、辽阳等项目均已完成选址和环评，永州、儋州和海阳项目选址和环评工作已接近尾声。另外资金方面，剥离输送机械业务获得 3.4 亿元现金收入，公司还有拓展了多种融资渠道可获取项目建设资金。2015 年公司项目建设进度有望加快，从而带来公司建造收入的快速增长。

## 首次覆盖，给予增持评级

预测 2014-2016 年净利润为 2.58、3.23 和 4.90 亿元，对应 EPS 为 0.49、0.61 和 0.93 元。十三五垃圾焚烧占比有望继续提升，行业持续景气，公司作为垃圾焚烧巨头，成长弹性最好，给予 2015 年 30 倍 PE，对应目标价格 18.3 元，首次覆盖，给予增持评级。

## 风险提示

项目推进不及预期；政府财政状况恶化导致公司的应收款增加；运营项目因垃圾供应量不足导致开工率不及预期。

**首次评级**
**增持**
**李俊松**

lijunsong@csc.com.cn

010-85130933

执业证书编号：S1440510120039

**万炜**

wanwei@csc.com.cn

010-85130726

执业证书编号：S1440514080001

**王祎佳**

wangyijia@csc.com.cn

010-85130453

执业证书编号：S1440513090007

发布日期：2015 年 1 月 27 日

当前股价：15.87 元

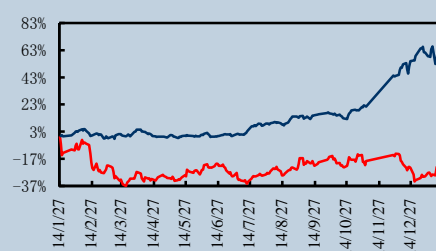
目标价格 6 个月：18.3 元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	2.39/-7.72	0.76/-46.19	-24.73/-89.41
12 月最高/最低价 (元)	38.68/12.99		
总股本 (万股)	52949.45		
流通 A 股 (万股)	37541.27		
总市值 (亿元)	84.03		
流通市值 (亿元)	59.58		
近 3 月日均成交量 (万)	1372.74		
主要股东			
开晓胜	23.86%		

## 股价表现





## 从输送机械先锋到垃圾焚烧巨头

公司成立于 1997 年，2010 年 6 月于创业板上市，公司的主营业务是机械设备的研发、生产和销售，主要产品为带式输送机 and 干法脱硫除尘设备。公司董事长开晓胜持有公司 20.64% 股份，是公司控股股东和实际控制人。在上市之前，公司的脱硫除尘一体化尾气处理设备主要应用于垃圾焚烧发电领域，循环流化床垃圾焚烧发电总包企业中科通用是公司的主要客户之一。上市之后，公司意识到垃圾焚烧发电领域的未来将有巨大发展空间，因此开始涉足垃圾焚烧发电领域。2010 年底，公司以 4000 万现金收购中科通用 11% 股权，并投资济宁、伊春和淮南三个垃圾焚烧发电项目。2012-2014 年，公司分三次收购中科通用剩余股权，中科通用成为盛运股份全资子公司。公司凭借原有机械设备研发的基础，在收购中科通用后通过技术、团队的整合，公司掌握了循环流化床和炉排炉两种垃圾焚烧工艺，并形成了垃圾发电设备、投资、工程建设、运营等产业链一体化能力，公司逐步发展成垃圾焚烧领域的巨头。

图 1: 公司的发展历史

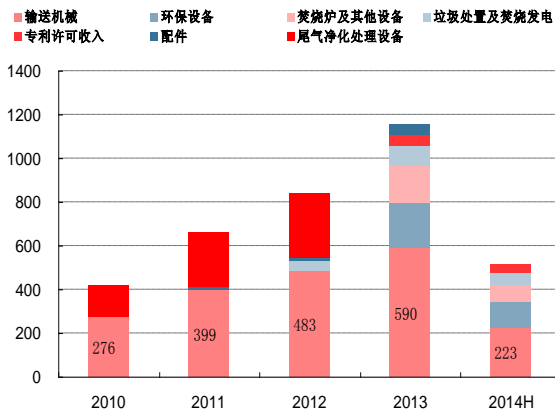


资料来源：公司公告，中信建投证券

2010 年公司上市之初，公司的主营业务主要是输送机械和尾气净化处理设备，其中输送机械业务是第一大收入来源，占总收入的比例为 66.2%。近几年来，公司的营业收入稳步提升，随着公司垃圾焚烧业务的快速扩张，输送机械业务的占比逐步下降，至 2014 年上半年，公司输送机械业务占公司总收入的比例已经下降至 43.5%。同时，由于下游需求的不振及竞争的加剧，公司的输送机械业务毛利贡献逐年下滑，从 2010 年的 64% 下降至 2014 年上半年的 35%，环保相关业务成为公司主要毛利来源。

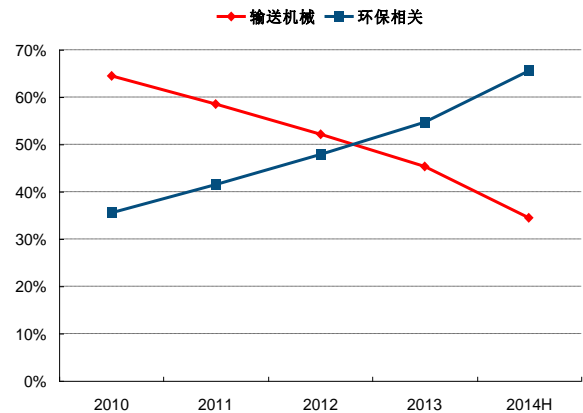


图 2: 公司的营业收入及其结构 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 中信建投证券

图 3: 公司的输送机械和环保业务的毛利贡献占比

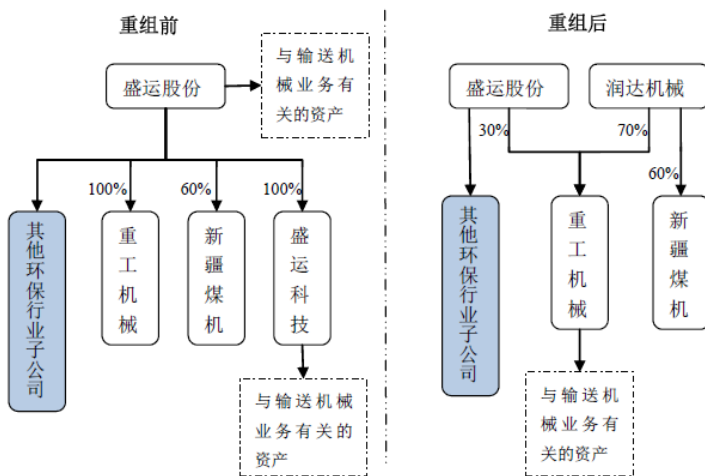


资料来源: 公司公告, 中信建投证券

## 剥离输送机械业务, 集中精力发展环保业务

近年来, 由于下游需求不振及竞争的加剧, 公司传统输送机械业务持续低迷, 市场空间逐步缩小, 输送机械业务对公司盈利较为有限。2014 年 12 月, 公司公告拟将公司的输送机械业务打包转让给润达机械, 具体交易方案为, 将输送机械业务相关资产、股权转移至重工机械, 然后将所持有重工机械 70% 股权和新疆煤机 60% 股权出售给润达机械, 转让完成后公司不再持有新疆煤机股份, 仅持有重工机械 30% 股份, 成为其参股股东。交易完成后, 公司主业将变为单一垃圾发电环保业务, 聚焦程度显著提高, 并且此次出售资产回笼现金也有利于后续垃圾发电 BOT 项目建设顺利推进。此次转让合计金额为 3.42 亿元, 其中输送机械相关资产、重工机械股东权益和新疆煤机股东权益评估值相比账面价值分别增至 36%、56% 和 103%, 转让价格相对合理。

图 4: 公司输送机械剥离后的股权结构



资料来源: 公司公告, 中信建投证券



此次剥离对于公司未来环保业务的快速发展具有十分重要的意义。首先，公司主业由原来的输送机械业务加环保业务变为单一环保业务，聚焦程度显著提高，有利于公司充分利用现有资源大力发展垃圾发电环保事业；其次，剥离资产获得 3.42 亿资金有利于公司垃圾焚烧发电项目的建设快速推进，同时降低公司的财务费用；第三，输送机械业务毛利率低于垃圾焚烧发电业务，剥离输送机械业务有利于提高公司的毛利率，同时降低公司的营业费用、管理费用从而进一步提高净资产收益率。

## 在手订单增长迅速，总规模进入全国前列

公司自进入垃圾焚烧发电领域以来，专注于内功修炼，逐步具备了垃圾焚烧发电设备到投资建设运营等全产业链核心竞争优势，因此也获得了市场的认可。2012 年以来，我国垃圾焚烧特许经营市场兴起，盛运股份积极拓展垃圾焚烧市场，目前公司的项目已经遍布全国，项目总数实现了跨越式增长。据我们的不完全统计，公司已投产、建设和正在筹备阶段的垃圾焚烧规模已经达到 3.23 万吨，规模总数位居全国前列。公司在立足于垃圾焚烧发电业务的基础上，公司也正在不断拓展医废、固废和餐厨垃圾处理处置、生物质热电联用等领域，固废产业链的布局的越发完善，未来成长空间巨大。

表 1：公司的垃圾焚烧发电项目及其进展情况

分类	项目	股权比例	BOT 年限	规模 (T/D)	投资额 (亿)	最新状态
	安徽淮南	45%		1000	3.2	投产运行
已经投运	山东济宁	100%		1500	3.5	投产运行
	黑龙江伊春	100%	30	400	1.6	投产运行
	安徽桐城	75%		500	1.4	投产运行
	杭州桐庐	100%	25	500	2	已开始焚烧，但尚未发电上网
即将投运	安徽宣城	100%	30	600	1.8	基本建设完毕即将投运
	辽宁锦州	10%	30	800	2.9	基本建设完毕即将投运
	辽宁阜新	100%	30	800	3.3	工期过大半，预计 15 年底投运
	西藏拉萨	100%	30	700+350	5	已经开工，预计 16 年中建成
	山东招远	100%	25	500+750	2	14 年底开工，预计 16 年下半年建成
建设	山东枣庄	98.5%	30	1000	2.6	14 年底刚开工，预计 16 年下半年建成
期	贵州凯里	100%	30	700+350	4	14 年底刚开工，预计 16 年下半年建成
	江西鹰潭	100%	30	500	1.6	14 年底刚开工，预计 17 年下半年建成
	辽宁辽阳	100%	30	800	2.6	14 年 8 月已经开工，但目前进展较慢
即将	湖南永州	100%		800+400	11	15 年有望开工建设
开建	海南儋州	100%		700		15 年有望开工建设
	山东海阳	100%	30	500	2.5	15 年有望开工建设
	辽宁瓦房店		30	400	1.4	筹建（地下发现矿产，暂停）
筹建	吉林白山		30	600	2.1	暂停（垃圾量不够）
阶段	山东宁阳		30	700+350	4	已签订特许经营合同
	吉林农安		30	900	5.5	已签订特许经营合同



	山东金乡	30	1050	4.7	框架协议阶段	
	河南周口	30	1500	3.6	框架协议阶段	
	山东郓城	30	500	1.5	框架协议阶段	
	吉林白城	30	1900	6+3.5	框架协议阶段	
	内蒙古乌兰浩特	30	1050	5.5	框架协议阶段	
	陕西西安	30	800	3	框架协议阶段	
	新疆兵团十 二师	30	1500	7.2	框架协议阶段	
	内蒙古巴彦淖尔		600	2.5-2.8	框架协议阶段	
	新疆阿克苏				框架协议阶段	
	陕西铜川				框架协议阶段	
	陕西延安				框架协议阶段	
	陕西商洛				框架协议阶段	
	湖北武汉		1600	10	合作意向书阶段	
	湖南澧县		800	3	合作意向书阶段	
	山东乐陵		500	1.4	合作意向书阶段	
	山东冠县		400	1.5	合作意向书阶段	
中科	安徽安庆	30%	30	600+400	1.9	投产
通用	广西来宾	20%	25	600	2.3	投产（500吨/日）
参股	江苏淮安	10%		800	3.5	投产（800吨/日）
项目	浙江宁波	0%	25	600	2	已转让
	<b>总计</b>		<b>32300</b>	<b>127.1-127.4</b>		

资料来源：公司公告，中信建投证券

## 14 年项目推进低于预期，15 年进度加快带来业绩快速增长

2014 年，公司的项目推进整体低于预期。已经动工的项目如阜新、锦州、宣城等项目原本预期 2014 年能够投入运行的，但尚未投入运行。原本预期拉萨、招远、枣庄、辽阳、凯里等项目的建设推进顺利，但整体进度也低于预期。市场预期 2014 年公司能确认工程建设收入 5 亿元以上，但由于整体进展低于预期，我们预计 14 年公司的工程建设收入仅能确认 3-4 亿元。

据我们了解，公司项目推进低于预期主要有三方面的原因：第一，由于垃圾焚烧项目的邻避效应，垃圾焚烧项目在选址方面通常会受到一些阻碍，导致进展普遍偏缓，即便选址完成后，政府部门的环保与审核的进度难以控制，通常也会导致项目开工后移。第二，垃圾焚烧发电通常采用 BOT 方式投资建设，非常考验投资方的资金实力和融资能力，由于公司同时开工的项目较多，公司存在较大的资金缺口，许多项目资金配套没有跟上，导致项目建设速度低于预期。

进入 2015 年，公司的项目建设速度有望明显加快，大量的项目进入快速建设期，按完工进度比确认收入将使得 2015 年公司的建造收入快速增长。在选址和环评方面，公司的拉萨、凯里、招远、枣庄、鹰潭、辽阳等项目均已完成选址和环评，永州、儋州和海阳项目选址和环评工作已基本接近尾声，公司可开工项目数开速增加。





在配套资金方面，公司剥离输送机械业务将获得 3.4 亿元现金收入，公司在手现金 8.8 亿元，总现金将超过 10 亿元。公司投资的丰汇融资租赁公司在给公司带来稳定的投资收益的同时也可以帮助公司扩展多种融资渠道，公司与中信产业基金合作获得大量的资金支持也为公司带来大量的配套资金，除此之外，未来公司还有可能通过发行公司债或增发再融资等多种融资方式获取项目建设资金。随着选址、环评问题的推进，配套资金的逐步筹集，未来公司的 BOT 项目建设进度有望加快，从而带来公司建造收入的快速增长。

## 首次覆盖给予增持评级

公司剥离输送机械业务板块以后，主要收入来源包括垃圾焚烧发电运营、垃圾焚烧工程建设、脱硫除尘尾气处理等环保设备三大板块。

- 1) **垃圾焚烧发电运营：**该业务板块的收入与垃圾处理量和上网电量直接相关。2015 年淮南、桐城、济宁、伊春等项目的产能利用率逐步提升，公司垃圾焚烧发电业务的收入将逐步增加，2015 年公司桐庐、锦州、宣城、阜新项目均会逐步投入运营为公司业务收入提供较大增量。
- 2) **垃圾焚烧工程建设：**该业务板块的收入与建设工程的进展情况密切相关。2015 年，拉萨、招远、枣庄、辽阳、凯里等项目进入建设快速推进期，此外永州、儋州、海阳等项目也将开工建设，预计公司 2015 年在垃圾焚烧发电工程建设方面的收入确认达到 14-15 亿元。
- 3) **环保设备：**该板块的收入主要与公司签订的 EPC 订单的完成情况有关，公司近期新中标中电国际新能源公司多个项目，该业务板块的市场需求稳定增长，预计未来几年能够保持 15% 左右的增长。

根据以上分析，我们测算公司 2014-2016 年营业收入分别为 12.74、20.36 和 29.88 亿元，归属于母公司所有者的净利润为 2.58、3.23 和 4.90 亿元，同比增速分别为 47.7%、25% 和 51.9%，对应 EPS 为 0.49、0.61 和 0.93 元，对应 PE 为 33、26 和 17 倍。

我们预计十三五规划中，垃圾焚烧占比有望进一步提升，因此未来国内垃圾焚烧行业的景气将延续，公司作为垃圾焚烧巨头，成长弹性最好。随着公司工程建设进度的加快，公司将维持高速增长，考虑公司的成长性，我们给予 2015 年 30 倍 PE，对应目标价格 18.3 元，首次覆盖给予增持评级。

表 2：公司的盈利预测表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	848.7	1170.1	1274.2	2035.9	2987.8
增速	27.6%	37.9%	8.9%	59.8%	46.8%
二、营业总成本	824.1	1100.2	1204.3	1874.1	2681.2
营业成本	618.5	787.7	855.2	1447.3	2117.9
营业税金及附加	3.3	6.5	7.0	11.2	16.5
销售费用	59.8	66.0	63.7	71.7	95.6
管理费用	94.1	133.2	131.2	169.0	242.0
财务费用	41.5	104.4	140.2	166.9	200.2



资产减值损失	6.9	2.3	7.0	8.0	9.0
<b>三、其他经营收益</b>	<b>47.7</b>	<b>105.2</b>	<b>130.0</b>	<b>140.0</b>	<b>150.0</b>
<b>四、营业利润</b>	<b>72.4</b>	<b>175.0</b>	<b>199.9</b>	<b>301.8</b>	<b>456.6</b>
加：营业外收入	24.1	22.2	86.7	48.3	73.1
减：营业外支出	1.1	0.8	0.2	0.2	0.2
<b>五、利润总额</b>	<b>95.3</b>	<b>196.4</b>	<b>286.4</b>	<b>349.9</b>	<b>529.5</b>
减：所得税	8.3	11.2	16.3	9.2	17.5
<b>六、净利润</b>	<b>87.0</b>	<b>185.2</b>	<b>270.0</b>	<b>340.7</b>	<b>512.0</b>
减：少数股东损益	3.2	10.5	12.0	18.0	22.0
归属于母公司所有者的					
净利润	83.8	174.7	258.0	322.7	490.0
增速	16.1%	108.4%	47.7%	25.0%	51.9%
<b>EPS</b>	<b>0.29</b>	<b>0.59</b>	<b>0.49</b>	<b>0.61</b>	<b>0.93</b>

资料来源：公司公告，中信建投证券预测

## 风险提示

1. 公司的项目推进不及预期；
2. 政府财政状况持续恶化导致公司的因收款持续增加；
3. 运营项目因垃圾供应量不足导致开工率不及预期；



## 分析师介绍

**李俊松：**煤炭行业研究员，清华大学经济管理学院管理学硕士。2007 年加入中信建投证券研究部，曾任零售、纺织服装行业研究员，2011 年新财富煤炭行业入围。研究理念：微观调研结合宏观数据分析，注重研究的前瞻性，寻求风险与收益的最佳结合点。研究终极目标：少犯或不犯错误，做一个有定价力的研究员。

**万炜：**环保与公用事业、煤炭行业研究员，华中科技大学经济学硕士，2014 年加入中信建投证券研究所。

**王祎佳：**煤炭行业研究员，2010 年毕业于英国剑桥大学，计算生物学硕士。2011 年加入中信建投证券研究所。

卢华权 010-85159292 luhuaquan@csc.com.cn

## 报告贡献人

### 研究服务

#### 社保基金销售经理

彭砚莘 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

#### 机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

#### 北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

#### 上海地区销售经理

袁小可 021-68821600 yuanxiaoke@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

#### 深广地区销售经理

王方群 020-38381087 wangfangqun@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

杨帆 0755-22663051 yangfanbj@csc.com.cn

莫智源 0755-23953843 mozhiyuan@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

#### 券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn





## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 8 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622