证券研究报告

环保工程及服务

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

盈峰环境

000967

审慎增持 （维持）

三季报业绩增长 72%，股权激励、员工持股计划同时公布

2019 年 10 月 25 日

市场数据

市场数据日期	2019-10-25
收盘价（元）	6.36
总股本（百万股）	3163.06
流通股本(百万股)	1,145.92
总市值（百万元）	20117.08
流通市值(百万元)	7288.03
净资产（百万元）	15275.01
总资产（百万元）	23665.48
每股净资产	4.78

相关报告

《【兴业环保公用】盈峰环境中报点评：聚焦环卫大固废，环卫运营收入增长 68%》2019-08-28

分析师：

蔡屹

caiyi@xyzq.com.cn

S0190518030002

邓晖

denghui@xyzq.com.cn

S0190518110002

汪洋

wang_yang@xyzq.com.cn

S0190512070002

研究助理：

苗蒙

miaomeng@xyzq.com.cn

团队成员：

蔡屹、邓晖、苗蒙、汪洋

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13045	15123	18167	21499
同比增长(%)	46.8%	15.9%	20.1%	18.3%
净利润(百万元)	929	1413	1760	2174
同比增长(%)	64.0%	52.2%	24.6%	23.5%
毛利率(%)	25.1%	26.1%	26.1%	26.1%
净利润率(%)	7.1%	9.3%	9.7%	10.1%
净资产收益率（%）	6.4%	9.2%	10.5%	11.8%
每股收益(元)	0.29	0.45	0.56	0.69
每股经营现金流(元)	-0.36	0.43	0.60	0.76

投资要点

事件：10 月 24 日，公司公告 2019 三季报，报告期实现营业收入 87.26 亿元，同比下降 3.18%；归母净利润 9.64 亿元，同比增长 71.90%；扣非净利润 8.19 亿元，同比增长 585.31%。同时，公司公布三期股票期权激励计划和一期员工持股计划，两个计划覆盖员工 400 余人，总规模近 10 亿元。对此，我们点评如下：

三季报收入略降 3.18%，环卫装备板块带动公司毛利率增长。1）收入及利润方面，2019 前三季度，公司收入 87.26 亿元，同比略降 3.18%；毛利率 24.88%，同比增长 8.98pct，我们认为主要是 2018 年底并购中联环境后，高毛利率的环卫装备业务收入占比高，带动公司整体毛利率提升；公司四费比例 12.31%，同比持平。2）现金及杠杆方面，公司收现比 97.19%，同比增长 14.15pct，环比增长 12.43pct，收入回款质量持续改善，“经营现金流/净利润”为-74.45%，同比提升 164.89pct；公司资产负债率 35.45%，同比下降 10.38pct，经营杠杆稳健。

公司公布股权激励和员工持股计划，激发核心团队活力。1）第三期股票期权激励计划，公司拟授予 6534 万股的股票期权激励（市值约 4.2 亿元），行权价格 6.45 元/股（是公司 10 月 24 日股价的 101%），占公司股本总额约 2.07%，激励对象主要是公司中基层核心骨干人员 250 人（不包括董监高），股票来源为公司向激励对象定向发行普通股；股权激励计划的行权条件为 2019-2021 年净利润分别为 14.00/16.80/20.00 亿元，增速分别为 338%/20%/19%，解锁比例分别为 30%/30%/40%。2）第一期员工持股计划，公司拟筹集资金总额约 5.35 亿元，员工持股计划参与人为公司董事、监事、中高层、核心骨干等 150 人，存续期 24 个月，锁定期 12 个月。3）股权激励计划、员工持股计划的实施，都将有利于绑定公司核心团队利益，激发团队活力，保障公司业绩增长。

成功收购环卫设备龙头中联环境，打造“智慧环卫”体系。2018 年 11 月，公司完成中联环境 100%股权收购过户，收购价 152.5 亿元，资金来源均为增发，增发价 7.64 元/股。中联环境 2018-2020 年对赌业绩为 9.97/12.30/14.95 亿元，收购估值 15/12/10 倍；2018 年，中联环境扣非净利润 11.05 亿元，超额 1.08 亿完成承诺。中联环境定位于城乡环卫一体化解决方案提供商，在保持环卫设备龙头地位的同时（环卫机械市场占有率连续 15 年排名第一），积极研制新能源、智能环卫装备及智慧环卫云平台；同时打造“智慧环卫”体系，在孵化优质环卫客户的同时做大做强自营环卫运营规模，双管齐下强力布局环卫一体化业务。

投资建议：维持“审慎增持”评级。公司聚焦环卫大固废板块，成功收购环卫设备龙头中联重科，抓住环卫运营行业高速成长机遇，环卫运营及设备收入双增。我们维持公司 2019-2021 年归母净利润预测为 14.13/17.60/21.74 亿元，增速 52%/25%/23%，对应 10 月 25 日估值 14/11/9 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：环卫市场化进度风险，装备市场竞争加剧风险，成本大幅上升风险。

报告正文

事件

10 月 24 日,公司公告 2019 三季报,报告期实现营业收入 87.26 亿元,同比下降 3.18%;归母净利润 9.64 亿元,同比增长 71.90%;扣非净利润 8.19 亿元,同比增长 585.31%。同时,公司公布三期股票期权激励计划和一期员工持股计划,两个计划覆盖员工 400 余人,总规模近 10 亿元。对此,我们点评如下:

点评

三季报收入略降 3.18%,环卫装备板块带动公司毛利率增长。1)收入及利润方面,2019 前三季度,公司收入 87.26 亿元,同比略降 3.18%;毛利率 24.88%,同比增长 8.98pct,我们认为主要是 2018 年底并购中联环境后,高毛利率的环卫装备业务收入占比高,带动公司整体毛利率提升;公司四费比例 12.31%,同比持平。2)现金及杠杆方面,公司收现比 97.19%,同比增长 14.15pct,环比增长 12.43pct,收入回款质量持续改善,"经营现金流/净利润"为-74.45%,同比提升 164.89pct;公司资产负债率 35.45%,同比下降 10.38pct,经营杠杆稳健。

公司公布股权激励和员工持股计划,激发核心团队活力。1)第三期股票期权激励计划,公司拟授予 6534 万股的股票期权激励(市值约 4.2 亿元),行权价格 6.45 元/股(是公司 10 月 24 日股价的 101%),占公司股本总额约 2.07%,激励对象主要是公司中基层核心骨干人员 250 人(不包括董监高),股票来源为公司向激励对象定向发行普通股;股权激励计划的行权条件为 2019-2021 年净利润分别为 14.00/16.80/20.00 亿元,增速分别为 338%/20%/19%,解锁比例分别为 30%/30%/40%。2)第一期员工持股计划,公司拟筹集资金总额约 5.35 亿元,员工持股计划参与人为公司董事、监事、中高层、核心骨干等 150 人,存续期 24 个月,锁定期 12 个月。3)股权激励计划、员工持股计划的实施,都将有利于绑定公司核心团队利益,激发团队活力,保障公司业绩增长。

成功收购环卫设备龙头中联环境,打造"智慧环卫"体系。2018 年 11 月,公司完成中联环境 100%股权收购过户,收购价 152.5 亿元,资金来源均为增发,增发价 7.64 元/股。中联环境 2018-2020 年对赌业绩为 9.97/12.30/14.95 亿元,收购估值 15/12/10 倍;2018 年,中联环境扣非净利润 11.05 亿元,超额 1.08 亿元完成承诺。中联环境定位于城乡环卫一体化解决方案提供商,在保持环卫设备龙头地位的同时(环卫机械市场占有率连续 15 年排名第一),积极研制新能源、智能环卫装备及智慧环卫云平台;同时打造"智慧环卫"体系,在孵化优质环卫客户的同时做大做强自营环卫运营规模,双管齐下强力布局环卫一体化业务。

投资建议:维持"审慎增持"评级。公司聚焦环卫大固废板块,成功收购环卫设备

龙头中联重科，抓住环卫运营行业高速成长机遇，环卫运营及设备收入双增。我们维持公司 2019-2021 年归母净利润预测为 14.13/17.60/21.74 亿元，增速 52%/25%/23%，对应 10 月 25 日估值 14/11/9 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：环卫市场化进度风险，装备市场竞争加剧风险，成本大幅上升风险。

附表

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	11598	13124	16418	20261
货币资金	2389	2583	4006	5791
交易性金融资产	43	279	201	227
应收账款	5688	6594	7921	9374
其他应收款	275	318	382	453
存货	1306	1494	1795	2124
非流动资产	12863	13094	13202	13297
可供出售金融资产	217	217	217	217
长期股权投资	214	214	214	214
投资性房地产	3	3	3	3
固定资产	870	1589	1913	2024
在建工程	1446	823	512	356
油气资产	0	0	0	0
无形资产	2340	2440	2560	2703
资产总计	24461	26219	29619	33558
流动负债	8977	9421	11047	12897
短期借款	1199	700	700	700
应付票据	2914	3333	4004	4738
应付账款	3423	3916	4704	5567
其他	1441	1472	1639	1892
非流动负债	852	847	897	927
长期借款	612	612	612	612
其他	240	235	285	315
负债合计	9829	10268	11944	13823
股本	3163	3163	3163	3163
资本公积	9602	9602	9602	9602
未分配利润	1377	2514	3886	5569
少数股东权益	160	516	896	1269
股东权益合计	14632	15951	17675	19735
负债及权益合计	24461	26219	29619	33558

现金流量表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	929	1413	1760	2174
折旧和摊销	287	257	361	440
资产减值准备	203	73	108	118
无形资产摊销	191	103	123	145
公允价值变动损失	-4	4	4	4
财务费用	109	53	22	-10
投资损失	-249	-288	-288	-288
少数股东损益	430	356	380	372
营运资金的变动	-2915	-314	-393	-305
经营活动产生现金流量	-1151	1370	1885	2391
投资活动产生现金流量	1154	-308	-157	-265
融资活动产生现金流量	-462	-869	-304	-342
现金净变动	-468	193	1424	1784
现金的期初余额	2188	2389	2583	4006
现金的期末余额	1720	2583	4006	5791

利润表 单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	13045	15123	18167	21499
营业成本	9773	11179	13430	15893
营业税金及附加	77	89	107	127
销售费用	930	1078	1295	1533
管理费用	447	518	622	736
财务费用	43	53	22	-10
资产减值损失	203	235	283	335
公允价值变动	4	4	4	4
投资收益	249	288	288	288
营业利润	1617	2263	2701	3179
营业外收入	28	33	40	47
营业外支出	19	12	12	12
利润总额	1627	2284	2729	3214
所得税	268	377	450	530
净利润	1358	1769	2140	2546
少数股东损益	430	356	380	372
归属母公司净利润	929	1413	1760	2174
EPS(元)	0.29	0.45	0.56	0.69

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性(%)				
营业收入增长率	46.8%	15.9%	20.1%	18.3%
营业利润增长率	78.5%	39.9%	19.4%	17.7%
净利润增长率	64.0%	52.2%	24.6%	23.5%
盈利能力(%)				
毛利率	25.1%	26.1%	26.1%	26.1%
净利率	7.1%	9.3%	9.7%	10.1%
ROE	6.4%	9.2%	10.5%	11.8%
偿债能力(%)				
资产负债率	40.2%	39.2%	40.3%	41.2%
流动比率	1.29	1.39	1.49	1.57
速动比率	1.14	1.23	1.32	1.40
营运能力(次)				
资产周转率	53.6%	59.7%	65.1%	68.1%
应收帐款周转率	238.4%	229.9%	233.7%	232.1%
每股资料(元)				
每股收益	0.29	0.45	0.56	0.69
每股经营现金	-0.36	0.43	0.60	0.76
每股净资产	4.58	4.88	5.30	5.84
估值比率(倍)				
PE	21.7	14.2	11.4	9.3
PB	1.4	1.3	1.2	1.1

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn