

强烈推荐-A (首次)

亿利洁能 600277.SH

目标估值: 6.5 元

当前股价: 5.07 元

2019 年 07 月 25 日

拟增发收购亿利生态, 生态修复+绿色产业协同发展

基础数据

上证综指	2937
总股本 (万股)	273894
已上市流通股 (万股)	267401
总市值 (亿元)	139
流通市值 (亿元)	136
每股净资产 (MRQ)	5.5
ROE (TTM)	5.9
资产负债率	50.9%
主要股东	亿利资源集团有限公
主要股东持股比例	49.16%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

朱纯阳

010-57601855
zhucy3@cmschina.com.cn
S1090515060001

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn
S1090513100003

陈东飞

chendongfei@cmschina.com.cn
S1090519070001

事件:

亿利洁能 7 月 24 日晚公告发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案(修订稿), 公司拟以发行股份及支付现金相结合的方式购买亿利集团、亿利控股及央企扶贫投资基金分别持有的亿利生态 87.41%、0.88%、11.71%, 合计 100% 股权, 亿利生态 100% 股权预估值为 43 亿元; 其中拟以发行股份方式支付约 85%, 发行股票价格为 8.39 元/股, 拟以现金购买方式支付约 15% 约计 6.45 亿元, 支付与亿利集团。本次交易完成后, 亿利生态将成为上市公司的全资子公司。

同时, 公司拟向不超过 10 名 (含 10 名) 符合条件的投资者发行股份募集配套资金, 用于支付本次重组的现金对价及交易相关费用、投入标的资产在建项目建设、补充标的资产流动资金及偿还债务等。本次交易拟募集配套资金总额不超过本次拟以发行股份方式购买资产交易价格扣减交易对方在本次交易停牌前六个月内及停牌期间以现金增资入股标的资产部分对应的交易价格后的 100%。

亿利集团、亿利控股在本次交易取得的上市公司股份锁定期为 36 个月, 央企扶贫投资基金将与上市公司另行签署协议, 对锁定期安排进行约定。

点评:

一、 亿利生态静态市盈率为 7.5 倍, 本次交易将显著增厚上市公司业绩, 提升上市公司 EPS 水平

亿利生态 2017-2018 年实现收入分别为 24.5、43.0 亿元, 实现归母净利润分别为 2.55、5.75 亿元, 亿利生态 100% 股权预估值为 43 亿元, 对应 18 年静态市盈率水平为 7.5 倍。上市公司 2017-2018 年实现营业收入 167.6 (调整后) 和 173.7 亿元, 实现归母净利润 5.25 (调整后) 和 7.70 亿元, 实现扣非归母净利润为 4.36 (调整后)、5.77 亿元, 本次对亿利生态的收购将显著增厚上市公司营业收入和净利润水平, 业务规模和盈利能力将得到进一步增强。

上市公司 7 月 25 日收盘价为 5.07 元/股, 对应市值为 139 亿元, 对应 18 年 EPS 为 0.28 元/股, 对应 18 年静态市盈率为 18.0 倍。上市公司拟发行股份收购资产的股票发行价格为 8.39 元/股, 较今日收盘价 5.07 元/股溢价较多; 若不考虑发行股份募集配套资金, 则本次增发完成后对应 18 年 EPS 为 0.42 元/股, 当前股价下对应 18 年静态市盈率为 12.0 倍; 若仅考虑发行股份募集配套资金用于支付本次重组的现金对价, 不考虑其他募集配套资金用途, 且假设发行股份价格同样为 8.39 元/股, 则本次增发完成后对应 2018 年 EPS 为 0.41 元/股, 当前股价下对应 18 年静态市盈率为 12.3 倍。

二、 亿利生态技术水平领先，资质齐全，标杆项目示范效应明显，在手订单充沛保障未来业绩良好增长。

亿利生态成立于 2014 年，主营业务为生态环境建设。亿利生态以多年累积的耐寒、耐旱、耐盐碱、耐贫瘠种质资源库、生物菌库，以及形成的土壤、生物、地理、气候信息大数据为支持，与多年积淀的科技专有技术与工程技术工艺包有机融合，进行生态修复与改善，为客户提供国土绿化、生态公园开发、水环境综合治理、土壤修复服务的整体解决方案。亿利生态拥有西北地区最大的种质资源库，并纳入国家林业与草原局的全国林木种质资源库，共收集、培育和繁殖 1,000 多种耐旱、耐寒、耐盐碱、耐风沙、耐贫瘠的优质植物种质资源，建成 495 万亩的种质资源基地。标的公司共持有已授权专利 71 项，其中水环境修复领域专利 25 项，矿山土壤修复领域专利 23 项，植物应用领域（含高寒地区生态建设）专利 19 项，空气净化领域专利 2 项，固废处置领域 2 项；亿利生态专利持有量较大、覆盖面广，技术水平在行业内具有领先优势。在资质方面，亿利生态资质齐全，资质等级较高，具有城市园林绿化企业壹级资质、市政公用工程施工总承包壹级资质，水利水电工程施工总承包贰级资质。

亿利生态标志性大型生态修复项目包括冬奥会·河北省张家口市京张高速（G6）迎宾走廊项目、西藏那曲地区城镇植树关键技术研发与绿化模式示范项目、青海祁连山“山水林田湖”项目等，体现了亿利生态具有先进的生态修复体系、多领域综合化施工建设能力、跨区域施工和运营组织能力以及较强的品牌影响力优势等核心竞争力。亿利生态 2016、2017、2018 及 2019 年 1-3 月新增在手订单或合同金额分别为 1.5、47.1、59.9、11.1 亿元，截止 2019 年一季度末，亿利生态在手订单或合同约 37 个，规模共计约 120 亿元。

亿利生态 2018 年实现收入和业绩的快速增长，18 年实现收入 43.0 亿元，同比增长 75.8%，实现归母净利润 5.75 亿元，同比增长 126%；本次增发预案并未披露标的公司业绩承诺安排，上市公司与亿利集团、亿利控股将另行签署相关协议就本次交易涉及的业绩承诺及补偿相关事宜进行约定。考虑到亿利生态在生态环境治理及修复领域的突出实力、充沛在手订单、以及增发完成后将得到有力的资金支持，预计未来业绩将保持良好增长。

三、 上市公司主业整体平稳发展，现金流良好

上市公司主要业务包括循环经济、节能环保两大板块，两者业绩贡献占比超 95%。其中，循环经济以煤炭的高效清洁利用为切入点，积极打造以氯碱、聚酯产业为核心的一体化循环经济产业链，延伸供应链服务业务，主要循环经济产品包括聚氯乙烯（PVC）、烧碱、乙二醇、煤炭等；目前，公司经营循环经济产业的项目主要为处于达拉特循环经济园区的公司全资的年产 64 万吨环保型电石项目，控股的年产 50 万吨 PVC、40 万吨烧碱项目，以及位于库布其循环经济园区的公司控股的年产 60 万吨乙二醇、20 万吨甲醇、年产 60 万吨合成氨、104 万吨复合肥和拟建 260 万吨炭基复混肥项目。2018 年，受供给侧改革持续深化及环保政策趋严等影响，公司主要循环经济产品 PVC、烧碱、乙二醇、煤炭等价格保持较高水平，进入 2019 年后，PVC、煤炭价格保持相对稳定，但乙二醇与烧碱价格下降较多，对公司业绩造成拖累。

公司节能环保板块主要包括清洁热力及生态光伏两个领域。清洁热力领域，截至 2018 年年底，公司清洁热力项目已运营或试运营 13 个，合计 1520T/H，开工在建项目 4 个，合计 450T/H，待开工项目 4 个，合计 525T/H，随着在建项目的推进和已运行项目的陆续投产，公司清洁热力产业进入稳定经营的良性发展阶段，盈利能力稳步提升。生态

光伏领域，公司拟建的库布其 1GW 生态光伏项目主要从事太阳能发电、种植、养殖，现已并网发电 510 兆瓦；2018 年库布其生态发电 3.43 亿度，实现售电收入 2.57 亿元，未来随着并网规模持续增加，公司生态光伏业务将保持良好增长。

公司现金流良好，2018 年收现比为 93.5%，实现经营活动产生的现金流量净额为 36.19 亿元，良好的现金流为公司未来健康发展提供了有力保障。

四、 统一于上市公司平台，生态修复与绿色产业告别平行发展格局；两者协同效益明显，有助于推进生态产业服务战略，实现长远发展

亿利集团在 30 年库布其治沙经验中探索出了“生态产业服务”的创新模式，即通过规模化生态修复，提升修复土地（包括农业、工业和城市土地）的增值收益，导入包括节能环保产业、文化旅游产业等在内的多种绿色产业，实现多重生态产业收益，并创造出分别由生态修复、土地增值收益、绿色产业导入及运营所带来的“短期”、“中期”、“长期”三个阶段收益及现金流。上市公司现有的循环经济产业园亦为亿利集团推进这一创新模式，基于核心生态修复技术将沙漠变成工业用地，并导入工业产业，建立产业园区，从而获得土地增值收益和生态修复收益的突出成果。

上市公司与亿利生态分别属于亿利集团“生态产业服务”创新模式下的绿色产业及生态修复两个核心板块，本次交易后将实现两者统一于同一上市公司平台，打破生态修复与绿色产业平行发展的格局。上市公司与亿利生态在业务结构层面具有较强互补性和协同性，通过本次交易，上市公司业务将向大生态产业上游延伸，可进一步增进原有循环经济产业绿色开采、清洁低碳利用；同时，拓展生态环境治理业务，借助生态补偿，促进绿色产业整合发展；亿利生态亦可依托上市公司丰富的产业整合、运营经验，进一步提升生态修复后绿色产业的导入及有效运营的能力，以绿色产业的稳定现金流反哺生态修复、治理，优势互补，双方业务的长期可持续发展将得到强有力的支撑。

五、 盈利预测及投资建议

公司主业部分，虽然乙二醇、烧碱等化工品价格有所下降，对业绩造成一定影响，但 PVC、煤炭等价格仍保持较高水平，且清洁热力及生态光伏板块随着产能陆续投放将有助于公司业绩平稳增长，预计 2019-2021 年实现归母业绩 8.0、8.8、9.7 亿元，当前股价下对应市盈率为 17.4、15.7、14.4 倍。若考虑收购亿利生态带来的业绩增厚，暂不考虑后续的配套资金摊薄，则 18 年的静态市盈率为 12.0 倍（亿利生态 19-21 年业绩承诺尚未披露）。

未来，随着对亿利生态 100% 股权收购的完成，生态修复的环境号召力和绿色产业的强大现金流将形成合力，解决原有模式掣肘，最终提升整体盈利能力，发展的长远前景看好。首次覆盖，给予“强烈推荐-A”评级。

六、 风险提示

方案未获证监会通过风险；项目进展不达预期，项目运行不达预期风险，化学品价格下降风险，大盘系统性风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	12529	13048	15290	16979	18890
现金	9442	10403	12102	13537	15148
交易性投资	226	136	136	136	136
应收票据	362	154	189	205	223
应收款项	818	746	894	969	1056
其它应收款	502	104	128	138	151
存货	489	500	605	656	716
其他	691	1005	1236	1339	1460
非流动资产	16656	23640	23265	22907	22567
长期股权投资	5028	5221	5221	5221	5221
固定资产	7638	13321	12909	12518	12146
无形资产	1935	2494	2544	2590	2631
其他	2055	2605	2591	2579	2569
资产总计	29186	36689	38555	39886	41456
流动负债	7685	12980	14248	14922	15747
短期借款	2389	2648	2300	2200	2100
应付账款	1986	2508	3085	3341	3647
预收账款	171	361	444	480	524
其他	3139	7463	8419	8901	9476
长期负债	5749	6226	5826	5426	5026
长期借款	716	1462	1062	662	262
其他	5033	4764	4764	4764	4764
负债合计	13433	19206	20074	20349	20773
股本	2739	2739	2739	2739	2739
资本公积金	9849	9661	9661	9661	9661
留存收益	1744	2398	3031	3681	4383
少数股东权益	1420	2684	3050	3456	3900
归属于母公司所有者权益	14332	14798	15431	16081	16783
负债及权益合计	29186	36689	38555	39886	41456

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1355	3619	4190	3657	3915
净利润	527	771	797	883	967
折旧摊销	387	636	926	908	891
财务费用	643	915	810	850	900
投资收益	(174)	(218)	89	89	89
营运资金变动	(267)	1090	1196	519	622
其它	239	425	371	408	447
投资活动现金流	(1647)	(2572)	(639)	(639)	(639)
资本支出	(1644)	(848)	(550)	(550)	(550)
其他投资	(2)	(1725)	(89)	(89)	(89)
筹资活动现金流	5336	(1721)	(1853)	(1583)	(1665)
借款变动	907	(287)	(878)	(500)	(500)
普通股增加	649	0	0	0	0
资本公积增加	3768	(188)	0	0	0
股利分配	(63)	(110)	(164)	(233)	(265)
其他	74	(1137)	(810)	(850)	(900)
现金净增加额	5045	(674)	1698	1435	1612

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	15746	17371	21367	23140	25223
营业成本	13730	14451	17775	19251	21011
营业税金及附加	127	170	209	226	247
营业费用	300	566	696	754	822
管理费用	237	335	412	446	486
财务费用	571	802	810	850	900
资产减值损失	17	(76)	0	0	0
公允价值变动收益	(78)	(89)	(89)	(89)	(89)
投资收益	183	247	0	0	0
营业利润	868	1281	1376	1524	1669
营业外收入	17	5	0	0	0
营业外支出	21	2	2	2	2
利润总额	864	1283	1373	1522	1666
所得税	108	159	210	233	255
净利润	756	1125	1163	1289	1411
少数股东损益	229	354	366	406	444
归属于母公司净利润	527	771	797	883	967
EPS (元)	0.19	0.28	0.29	0.32	0.35

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	43%	10%	23%	8%	9%
营业利润	136%	48%	7%	11%	9%
净利润	104%	46%	3%	11%	9%
获利能力					
毛利率	12.8%	16.8%	16.8%	16.8%	16.7%
净利率	3.3%	4.4%	3.7%	3.8%	3.8%
ROE	3.7%	5.2%	5.2%	5.5%	5.8%
ROIC	6.2%	7.6%	8.0%	8.4%	8.9%
偿债能力					
资产负债率	46.0%	52.3%	52.1%	51.0%	50.1%
净负债比率	12.9%	15.4%	12.4%	10.7%	9.1%
流动比率	1.6	1.0	1.1	1.1	1.2
速动比率	1.6	1.0	1.0	1.1	1.2
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
存货周转率	26.7	29.2	32.2	30.5	30.6
应收帐款周转率	18.8	22.2	26.0	24.8	24.9
应付帐款周转率	7.4	6.4	6.4	6.0	6.0
每股资料 (元)					
每股收益	0.19	0.28	0.29	0.32	0.35
每股经营现金	0.49	1.32	1.53	1.34	1.43
每股净资产	5.23	5.40	5.63	5.87	6.13
每股股利	0.04	0.06	0.09	0.10	0.11
估值比率					
PE	26.3	18.0	17.4	15.7	14.4
PB	1.0	.9	.9	.9	.8
EV/EBITDA	42.6	28.8	24.1	22.9	21.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱纯阳：中科院硕士，曾就职于天弘基金、建信基金，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心执行董事、环保行业首席分析师，电力煤气及水等公用事业行业首席分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券研发中心副总裁、环保行业分析师。

谢笑妍：美国乔治华盛顿大学硕士，曾就职于民生证券，2017 年加入招商证券，现为招商环保行业分析师。

陈东飞：美国莱斯大学硕士，2017 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

宋盈盈：清华大学硕士，2018 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

团队荣誉：《新财富》2017 年环保行业最佳分析师第四名；《金牛奖》2017 年环保行业最佳分析师第二名；《新财富》2016 年环保行业最佳分析师第二名；《金牛奖》2016 年环保行业最佳分析师第二名；《Wind 资讯》2016 年金牌分析师第一名；《新财富》2015 年环保行业最佳分析师第四名、电力煤气及水等公用事业最佳分析师第四名；《水晶球奖》2015 年最佳分析师第二名；《第一财经》2015 年最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。