

东吴证券晨会纪要

2016年10月28日

宏观：9月工业企业利润点评：下行压力正在显现：9月份企业盈利大幅回落主要源于低基数效应消失，预计四季度同比增速将小幅回升；1-9月企业利润增速保持稳定但缺乏持续性，需求端改善乏力，盈利改善动力逐渐消退，长期来看仍存下行压力。

行业：非银：大盘向上，券商先行

1) 几经波折，大盘趋势逐渐明朗 2) 季报逐步发布，业绩拐点出现 3) 深港通不断推进，券商高性价比高弹性值得关注。券商PB仅1.97倍，位于历史中低位，建议关注华泰证券、国金证券、国元证券。

推荐个股

【重点推荐】峨眉山A (000888)：3季度业绩基本持平，预计全年小幅下滑：1) 第三季度单季净利减1.61%；2) 营改增导致营业税金及附加减少2000余万；3) 16年业绩承压，小幅下滑；4) 新旧产业发展关键时期；5) 维持“增持”评级。

【重点推荐】黄山旅游 (600054)：前三季度增速放缓至12%，第三季度出现下滑：1) 第三季度单季收入和净利均出现下滑；2) 收入和净利增速都有所放缓；3) 营改增导致营业税金及附加同比减少近4000万；4) 销售成本率和期间费用率与基本持平；5) 维持“增持”评级。

【重点推荐】盈峰环境 (000967)：宇星发力助高增长，加速转型环保综合服务商：1) 宇星发力助高增长，全年业绩有望超预期；2) 费用管控良好，应收账款回收顺利；3) 多业务板块布局，加速转型环保综合服务商；4) 维持“买入”评级

【重点推荐】瀚蓝环境 (600323)：业绩维持高增长，重启定增+债务融资助力持续快速发展：1) 固废领衔发力，收入稳步增长；2) 盈利能力显著提升；3) 重启定增+债务融资助力持续快速发展；4) 大力进军危废，实现全国布局；5) 维持“买入”评级

【重点推荐】华光股份 (600475)：主营业务稳健，国企改革迎新发展：1) 前三季度整体收入稳健；2) 毛利率有所提升，成本费用管控良好；3) 国企改革落地，整体上市+员工持股迎新发展；4) 维持“买入”评级

【重点推荐】苏文科 (300284) 业绩符合预期，外延收购+PPP打造多增长点：1) 收入大幅增长，费用率有所提升；2) 积极外延，提升综合竞争力；3) 国内工程咨询龙头，PPP落地最直接受益；4) 定增助力加速发展；5) 维持“买入评级”

【重点推荐】飞利信 (300287)：协同效应助业绩大超预期，大数据加速放量：1) 外延战略成效显著，大数据板块增速成亮点；2) 费用率大幅下降印证并购协同效应；3) 大数据+征信服务的商业模式通过金融落地空间巨大；4) 维持“买入”评级

【重点推荐】潍柴动力 (000338)：重卡景气可持续，盈利全面超预期 1) 16年前三季度净利润增44.3%；2) 升级驱动行业景气持续至18年。3) 凯傲集团全资收购德马泰克打造自动化物流龙头。4) 海外并购战略转型成就国内装备制造龙头。5) 维持“买入”评级

晨会编辑袁理

执业资格证书号码：S0600511080001

yuanl@dwzq.com.cn

021-60199782

晨会编辑翟堃

zhai k@dwzq.com.cn

021-60199789

宏观

9 月工业企业利润点评：下行压力正在显现

事件：

10 月 27 日，统计局公布工业企业财务数据：1-9 月，工业企业利润累计同比增长 8.4%，增速与 1-8 月份持平，9 月同比增长 7.7%，前值 19.5%。

观点：

9 月份企业盈利大幅回落主要源于低基数效应消失，预计四季度同比增速将小幅回升；1-9 月企业利润增速保持稳定但是缺乏持续性，一方面需求端改善乏力，另一方面盈利改善动力逐渐消退，长期来看仍存下行压力。

点评：

- **基数效应消失导致单月增速大幅回落。**9 月份工业企业利润同比增速 7.7%，相比 8 月份达到的年内最高点（19.5%）下降了 11.8 个百分点。工业利润增速大幅回落主要由于低基数效应消失，2015 年 8 月工业企业利润同比下降 8.8%，9 月则回升到 -0.1%。如果以 2014 年 8 月份为基期，利润的两年平均增速为 4.4%，以 2014 年 9 月份为基期，平均增速则为 3.7%，差距并不明显。四季度由于低基数效应重现，预计同比增速将小幅上升。
- **持续增长动能预计有所减弱，需求端改善乏力。**1-9 月份工业企业利润累计同比增长 8.4%，延续了二季度以来的稳定态势。今年以来企业效益增长主要源于三大动力：主营业务成本下降、利息费用减少和 PPI 回升，经测算，三种因素的贡献值分别为 55%、20%和 15%。虽然我们预计年内 PPI 仍将继续回升，但是前两个因素难以持续：随着大宗商品回暖带动投入品价格上升，PPI-PPIRM 价差已经从年初的 1.0 收窄至 0.7，主营业务成本率将逐渐回升；预计年内基准利率保持稳定，利息费用同比下降效应将逐渐消失。从需求端来看，内外需动力明显不足，1-9 月主营业务收入累计同比增长 3.7%，虽然相比去年同期提高 2.4 个百分点，但扣除价格上涨因素后，销量增速改善并不显著。长期来看，工业企业利润仍然承压。
- **分行业来看，上游利润降幅持续收窄，中下游行业分化明显。**9 月份，上游采矿业利润同比增长 30.3%，而 8 月份则下降 25.3%，扭转了 2013 年 10 月份以来同比持续下降的走势。随着限产措施的落实和价格快速上涨，煤炭开采业利润累计同比增长 65.1%，成为采矿业盈利改善的主要动力。9 月份，中下游多数行业利润增幅分化较为明显：计算机通信、黑色金属加工、电力热力、化学制品和通用设备五个行业下

滑明显，合计向下拉动规模以上工业企业利润增速 6.9 个百分点；汽车、钢铁和石油加工行业延续良好势头，利润增速进一步回升，累计同比增速分别较前值提高 2.0、71.8 和 21.7 个百分点。

(首席证券分析师 丁文韬)

行业

非银行业：大盘向上，券商先行

- 1) 几经波折，大盘趋势逐渐明朗：十一假期以来地产调控、B 股大跌、人民币贬值等一系列事件均未对大盘形成压制，几经波折大盘逐渐探明向上趋势，券商高弹性最为受益。
- 2) 季报逐步发布，业绩拐点出现：下半年业绩同比基数低+短期负债减少致使财务成本锐减，且随着各项业务适应政策新规，整体预期改善。
- 3) 深港通不断推进，券商高性价比高弹性值得关注：近期深港通八大业务规则发布并启动全球路演，落地在即有望形成持续催化。券商 PB 仅 1.97 倍，位于历史中低位，攻守兼备。建议关注华泰证券、国金证券、国元证券。

(首席证券分析师 丁文韬)

推荐个股

峨眉山 A：3 季度业绩与去年同期基本持平，预计全年小幅下滑事件：

公司公布 2016 年 3 季报。前三季度，公司实现营业收入 8.22 亿元，同比减少 2.03%；归属净利润 1.45 亿元，同比增长 2.22%；扣非后净利润 1.50 亿元，同比增长 3.72%。

投资要点：

- **第三季度单季**：公司实现营业收入 3.40 亿元，同比减少 8.42%；归属净利润 8532 万元，同比减少 1.61%；扣非后净利润 8839 万元，同比增长 2.07%。
- **营改增导致营业税金及附加减少 2000 余万**。前三季度，公司营业税金及附加 1619 万元，比去年同期 3640 万元减少了 2021 万元，同比减少 55.53%。
- **16 年业绩承压，预计小幅下滑**：公司 2015 年游山票售票 330.81 万人次，创历史新高，并且确认了 6553 万元的土地处置利得，短期业绩压力较大，2016 年公司计划实现营业收入 11 亿元，净利润 1.81 亿元，游山购票人数 310 万人次。预计新项目峨眉雪芽和旅游文化中心项目都在 2018 年开始贡献业绩。
- **新旧产业并举，进入发展关键期**。未来几年，是公司实现新旧产业

相互衔接、跨越式发展的关键时期。公司拟投资 2.5 亿元建设的峨眉山智慧旅游服务基地及配套设施建设项目正在建设中，项目包“大峨眉”智慧旅游服务中心、游客应急管理指挥中心、智慧旅游产业服务中心、智慧旅游大数据中心及配套设施设备等。建成后峨眉山景区及“大峨眉”国际旅游区的旅游服务设施将得到完善，提升峨眉山景区的游客接待能力。此外，公司在门票、索道和酒店等传统产业方面，通过网络营销打通景区“大小循环”，实现景区游客的持续增长；同时拓展茶叶、文化演艺、旅游养生、智慧旅游等新兴产业。

■ **投资建议与盈利预测：**预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.34、0.36、0.40 元，PE（2016E）为 38.18 倍，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**市场竞争风险；管理风险；不可抗力风险

（旅游行业证券分析师 张艺）

黄山旅游：前三季度增速放缓至 12%，第三季度出现下滑

事件：

公司发布 2016 年三季报。1-9 月份，公司实现营业收入 12.35 亿元，同比增长 0.96%；归属于上市公司股东的净利润 3.26 亿元，同比增长 11.57%；扣非后净利润 3.25 亿元，同比增长 13.07%。

投资要点

■ **第三季度单季收入和净利均出现下滑。**6-9 月，公司实现营业收入 5.03 亿元，较上年同期减 11.32%；归属于母公司所有者的净利润为 1.51 亿元，较上年同期减 10.15%。

■ **与半年报相比，收入和净利同比增速都有所放缓。**1-6 月份，公司实现营业收入 7.32 亿元，同比增长 11.57%。归属于上市公司股东的净利润 1.75 亿元，同比增长 40.91%。

■ **营改增导致营业税金及附加同比减少近 4000 万。**前三季度，公司营业税金及附加 2065 万元，比去年同期 6051 万元减少了 3986 万元，同比减少 65.87%。

■ **销售成本率和期间费用率与去年同期基本持平。**销售成本率 47.37%，去年同期 47.75%；期间费用率 15.15%，去年同期 14.54%。其中，受借款本金减少和利率下降所致，财务费用率明显下降（从去年同期 11.81% 提升至 13.57%），管理费用率提升较为显著（从去年同期 1.61% 下降至 0.61%），销售费用率从去年同期 1.12% 下降至 0.97%。

■ **投资建议与盈利预测：**公司业务受益于已经开通的合福高铁和 2017 年计划通车的杭黄高铁，促进景区客流增长。目前，公司尝试在子公司层面推进资本混合所有制改革，在市场化改革、激励机制和向外拓展等方面的步伐有望加快。同时，公司通过设立黄山赛富旅游文化产业基金，将实现在旅游文化领域的拓展。预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.44、0.47 和 0.50 元，PE（2016E）为 38.43 倍，维持“增持”评级。

- 风险提示：自然灾害；重大疫情；转型风险；管理风险

(旅游行业证券分析师 张艺)

盈峰环境：宇星发力助高增长，加速转型环保综合服务商

事件：

发布 2016 年三季报，前三季度实现收入 24.59 亿元，同比增长 24.07%；归母净利润 1.63 亿元，同比增长 258.31%；扣非净利 1.42 亿元，同比增长 323.02%。

投资要点：

- **宇星发力助高增长，全年业绩有望超预期：**1) 宇星科技 2016 年完全并表且在三季度持续发力，带动公司前三季度营收和净利大幅增长，净利 258.31%的增速较中报的 231.37%大幅提升。环境监测高景气下，宇星全年业绩有望超预期。2) 中办、国办发布《关于省以下环保机构监测监察执法垂直管理制度改革试点工作的指导意见》，意见指出“十三五”时期将全面完成环保机构监测监察执法垂直管理制度改革任务。垂直管理体制与上收监测事权将排除地方干扰，极大促进监测行业发展，宇星科技作为环境监测龙头企业，各项资质齐全，未来将充分受益。
- **费用管控良好，应收账款回收顺利：**1) 综合毛利率 18.86%，同比增长 7.06PCT，主要由于毛利率高的环保业务并表。2) 期间费用率 12.53%，同比增长 3.39 PCT，其中销售费用率（3.82%，+0.9PCT）和管理费用率（6.75%，+2.56PCT）均略微上升，财务费用率 1.95% 同比降 0.07 PCT。3) 应收账款 22.21 亿元，较上年同期增长 154.12%，较中报的 29.14 亿元下降 6.93 亿元。公司已收到宇星科技原股东太海联、福奥特和熙投资、ZG 香港、鹏华投资、JK 香港已完成第一期应收账款及其他应收款购回款合计 7.7 亿元，显示出宇星科技应收账款问题开始得到较好解决。
- **多业务板块布局，加速转型环保综合服务商。**1) **污水处理：**4.49 亿元收购大盛环球 100% 股权（1.09 亿）、明欢有限 100% 股权（2.26 亿）、亮科环保 55% 股权（1.14 亿），进军农村污水处理蓝海。2) **固废处理：**a>与佛山瀚蓝固废组成竞投联合体，竞投中标广东顺控环投的增资扩股项目，公司拟出资 1.32 亿元，占顺控环投 15% 股权。顺控环投热电项目总投资 18.1 亿元，日处理生活垃圾 3000 吨，日处理污泥 700 吨。项目建成后将是顺德区唯一的热电项目，成为公司新的利润增长点。b>定增募集资金 9.5 亿中 5.4 亿元投向绿色东方阜南/廉江/寿县垃圾发电项目，阜南/廉江/寿县项目将分别于 2016 年 11 月、2016 年 12 月、2017 年 10 月投产，完全投产后将增加垃圾焚烧能力约 1600 吨/日，增加约 1.5 亿元年收入、0.53 亿元利润总额。3) **环保产业园：**与佛山市顺德区经促局签订《盈峰环境顺德环保产业园项目投资合作协议》，计划总投资 10 亿元，项目涉及环境监测、环

保装备、环境治理、环保材料、环保服务等。随着公司环保产业链布局日趋完善，未来更多大单、PPP 项目可期。

- **盈利预测与估值：**我们预测公司 2016/2017/2018 年实现 EPS 0.40/0.51/0.71 元，对应 PE38/30/22 倍。股权激励覆盖面广行权价高（范围涵盖本部+上风环保+专风/威奇+宇星/绿色东方，行权价复权后 12.51 元）、股东高管增持（增持价复权后 13.80 元）彰显信心，维持“买入”评级。

- **风险提示：**收购整合风险，业绩承诺不达预期。

（环保行业首席证券分析师 袁理）

瀚蓝环境：业绩维持高增长，重启定增+债务融资助力持续快速发展

事件：

公司发布 2016 年三季报，前三季度实现收入 27.08 亿元，同比增长 16.87%；归母净利润 4.33 亿元，同比增长 35.40%；扣非净利润 4.19 亿元，同比增长 45.18%。

投资要点：

- **固废领衔发力，收入稳步增长：**1) 公司目前业务涵盖固废、供水、污水、燃气四大板块，其中固废为未来业务核心发展方向，目前在运、在建、待建的垃圾发电和餐厨垃圾处理规模合计 15350 和 850 吨/日。公司收购创冠中国后整合顺利，通过加大技改力度使发垃圾日处理量、发电效率不断提升，是业绩提升的重要驱动点。2) 公司去年对南海区各镇街自来水公司股权的收购并表，同时南海区自来水价 2016 年 1 月起上调 15%，对整体业绩亦有较大贡献。3) 受国际油价影响，公司燃气业务销售、采购价同步下调，全年有望维持稳定发展。
- **盈利能力显著提升：**1) 公司前三季度毛利率 34.07%，同比提升 2.15PCT，较上半年的 34.02% 略微上升，主要由于较高毛利率的固废业务持续发力。2) 公司前三季度期间费用率 14.76%，同比下降 0.99PCT，主要来自销售费用（1.76% 降 0.28PCT）和财务费用（5.86% 降 1.78PCT）的下降；管理费用率 7.14% 同比提升 1.07PCT，主要由于固废和供水业务管理费用提升。3) 综合来看，公司前三季度净利率 17.49%，较上年同期大幅提升 3.37PCT，整体盈利能力显著提升。
- **重启定增+债务融资助力持续快速发展：**1) 修改增发方案后以 11.85 元/股向燃气有限、惟冉投资（复星旗下）分别发行 1941、5063 万股，合计募资 8.3 亿元用于收购燃气发展 30% 股权（2.3 亿换股/1.56 亿现金，实现 100% 控股）、建设大连垃圾发电项目（4 亿）和偿还公司债（0.44 亿），公司于 10 月 19 日收到证监会对定增恢复审查的通知标志定增有望顺利落地，引入战略投资者将不断优化公司治理结构。2) 公司 10 月 26 日发布公告，发行 10 亿规模公司债（共计 20 亿，第一期 10 亿）确定利率为 3.05%，并于 26-27 日向合格投资者网下发行。以较低成本发债表明公司优异质地获市场认可，同时也将解决快速扩张过程中

对资金的大量需求，助力固废项目快速进展。

- **大力进军危废，实现全国布局：**1) 拟1.3亿收购湖北威辰环境70%股权，威辰环境拥有湖北最大危废处理项目，**承诺2017-2019年分别实现净利润0.2、0.35、0.5亿元**（实际业绩与承诺偏差 $\geq 10\%$ 则按10倍PE调整对价，剩余30%股权质押给公司作为履约保证，实际控制人陈芝兰对承诺业绩承担无限连带责任），**对应2017年收购PE仅9.28倍**。2) 5月出资510万元（持股51%）与德国最大环保企业瑞曼迪斯（成立于1934年的全球前五环保企业，业务范围遍布35国家，危废处理50余年经验，处理能力110万吨/年）合作成立佛山瀚蓝瑞曼迪斯环境服务有限公司负责当地危废处理首次踏足危废市场，**项目规模5万吨/年预期2018年建成投产**。3) 省外扩张+与国际巨头合作奠定领先优势，**未来有望进一步扩张，进一步实现全国化布局**。
- **盈利预测与估值：**预测公司16-18年发行摊薄后（假设2017年发行完成）EPS 0.68、0.80、1.02元，对应PE 22、19、15倍，**成长+估值优势兼备，维持“买入”评级**。
- **风险提示：**垃圾焚烧发电业务拓展不及预期，非公开发行进度不及预期。

（环保行业首席证券分析师 袁理）

博世科：饱满订单支撑快速增长，PPP 助力加速扩张

事件：

1) 公司发布 2016 年三季报，前三季度营业收入 5.71 亿，同比增长 90.61%；归母净利润 0.4 亿，同比增长 56.76%；扣非净利 0.32 亿，同比增长 50.12%；2) 预中标宜州市北山等七个乡镇污水处理工程，项目总金额 1.15 亿；3) 拟向花垣博世科、泗洪博世科分别增资 1.9、2.0 亿；4) 拟投资设立子公司宜州博世科、合浦博世科、凤山博世科、北海博世科、株洲博世科。

投资要点：

- **饱满订单支撑快速增长，毛利率、费用率略降：**1) 第三季度净利润为 0.19 亿，同比大增 247.32%，带动前三季度净利润增速较中报净利润的 4.24% 增速大幅提升。**截至三季度末公司在手合同 23.15 亿元，随着订单逐步确认有望继续支撑业绩快速增长**。2) 前三季度整体毛利率 27.01%，同比下降 2.1PCT、较中报数据下降 2.64PCT，毛利率相对较低的大型项目确认收入使综合毛利率有所下降；前三季度期间费用率 14.45%，同比减少 3.59PCT、较中报数据下降 4.08PCT，销售费用率、管理费用率、财务费用率均有所下降。
- **加大市政领域转型，PPP 助推长远发展：**1) 宜州市项目包括 6 镇 1 乡的污水处理厂，总投资 1.15 亿元，公司上市以来业务逐步向市场更大的市政污水领域拓展，**借助领先技术和品牌优势，未来更多大单可期，保障业绩实现高速增长**。2) 公司向花垣博世科、泗洪博世科分别增资，且在宜州、合浦、凤山、北海、株洲投资设立子公司，**PPP 模式加速推广下公司深耕广西市场，未来预计有更多新项目落地**，通过 PPP 模式充分发挥公司在环境综合治理、水务投资运营、

环保设备制造等领域的优势，深度布局区内外环境治理业务，助推长远可持续发展。

- **借力资本加速订单执行:** 1) 完成定增募资 5.5 亿元用于投资泗洪、五龙冲 PPP 项目并补充流动资金，用于投资泗洪、五龙冲 PPP 项目并补充流动资金，破除资金瓶颈加快订单执行节奏，实现进一步的业务扩张。2) 认购方成都力鼎银科股权投资基金中心出资人包括成都银科创业投资有限公司(由中国进出口银行、成都投资控股集团有限公司、成都高新投资集团有限公司组建)、国美集团、上海混沌投资等，强大背景提升资本运作实力；上市公司**实际控制人控股的广博投资参与认购锁定三年，彰显对未来发展信心。**
- **甲级环评资质纳入怀中，增资助力加速发展:** 1) 以 3024 万元受让广西环科院环评业务及无形资产获取环评甲级资质，红顶中介脱+资质壁垒提高下环评市场集中度逐步提升，**稀有甲级资质+上市公司背景下有望迎来二次飞跃，借助环评顶端轻资产优势和撬动更大规模订单。**2) 以货币方式向博环环境增资 3,024.25 万元，其中公司出资 2,674.25 万元，陈程、葛洁桦等 12 名自然人(环评师团队)出资 350 万元；**增资完成后公司持股占比 82.61%，环评师团队持股占比 17.39%。**3) 增资后环评子公司资本实力、竞争力将大幅提升，环评师团队进一步参与下利益更深度绑定，为进一步发展扩张打下坚实基础。
- **盈利预测与估值:** 我们预测公司 2016-2018 年实现 EPS0.50、0.73、0.86 元，对应 PE 87、59、50 倍，**小市值(流通市值 30 亿)+高成长(股权激励要求 17 年业绩较 15 年实现翻倍)，维持“买入”评级!**
- **风险提示:** 订单执行不及预期，回款风险。

(环保行业首席证券分析师 袁理)

华光股份：主营业务稳健，国企改革迎新发展

事件:

公司发布 2016 年三季报,前三季度收入 23.66 亿元,同比下降 1.85%;归属净利润 0.70 亿元,同比下降 2.55%;扣非净利润 0.67 亿元,同比下降 1.84%。。

投资要点:

- **前三季度整体收入稳健:** 1) 宏观经济下行背景下,公司传统电站锅炉业务下游需求下降,但环保标准提升下垃圾焚烧锅炉、生物质锅炉、燃气锅炉等环保新能源锅炉下游需求提升,同时受益一带一路海外业务不断放量(签 6.24 亿越南大单),锅炉业务收入基本维持稳定。2) 此外,公司目前收入占比相对较小的热电、环保业务运行稳健,综合影响下整体收入去年基本持平。
- **毛利率有所提升,成本费用管控良好:** 1) 前三季度毛利率 19.84%,同比增长 1.67PCT,较上半年增长 0.99PCT,表明公司传统业务结构调整已见成效。2) 前三季度期间费用率 13.04%,同比提升 0.80PCT,基本维持稳定水平。其中销售费用率 2.20%提升 0.09PCT、管理费用率 11.31%提升 0.69PCT。

- **国企改革落地，整体上市+员工持股迎新发展：**1) 国联环保 55.83 整体上市并 1.89 亿现金购买友联热电、惠联热电各 25% 股权，主业实现由主营的锅炉制造向综合环保能源服务转变，重组后国联集团持股 72%，未来仍存扩张预期。2) 员工持股 1.24 亿参与募集配套资金，占未来公司员工总人数的 44%，为近年来江苏国企最高，全面激发员工积极性，实现更长远可持续发展！
- **盈利预测与估值：**预计重组备考 2016-2017 年 EPS 1.05/1.16 元，对应 PE 仅 19.37/17.56 倍，维持买入评级！
- **风险提示：** 主业下行风险，环保业务拓展不及预期。

（环保行业首席证券分析师 袁理）

苏交科：业绩符合预期，外延收购+PPP 打造多增长点

事件：

公司发布 2016 年三季报，前三季度实现收入 20.70 亿元，同比增长 39.69%；归母净利润 2.42 亿元，同比增长 20.47%；扣非净利润 2.04 亿元，同比增长 5.01%。

投资要点：

- **收入大幅增长，费用率有所提升：**1) 受主营业务增长以及 Eptisa 并表影响，公司前三季度收入大增。公司工程咨询业务新承接额快速增长，江苏以外区域继续保持稳定增长，并购公司新承接额保持稳定，全国化布局进一步得到完善。2) 前三季度毛利率 31.37%，同比下降 5.45PCT，主要由于公司 2016 年工程承包业务收入较 2015 年大幅上升，带动整体毛利率有所下降。3) 前三季度期间费用率 15.10%，同比提升 0.42PCT，其中销售费用率 2.50% 同比下降 0.75PCT、管理费用率 11.71% 同比提升 0.78PCT、财务费用率 0.89% 同比提升 0.39PCT，收购 Eptisa 和 Test America 公司支付的中介费用和股权对价借款增加使公司管理和财务费用率有所上升。
- **积极外延，提升综合竞争力：**1) 1.37 亿美元（含债务置换）收购美国最大环境检测公司 Test America 100% 股权，目前已经完成交割。收购 TA 有助于公司掌握水、空气、固废等全方位的环境检测技术，形成结合环境评价、咨询、第三方检测、工程设计、废水处理和运营服务为一体的上下游联动服务，大幅提升公司在环保咨询领域的核心竞争力，打造中国最大的第三方检测平台。2) 1600 万欧元收购西班牙 Eptisa 90% 股权完成交割，Eptisa 在大坝、港口、隧道及高铁等方面有丰富经验，未来将借助一带一路平台将业务范围延伸至北美及西亚、东欧、南亚地区，导流国际客户。3) 1.41 亿元收购中山水利 70% 股权，收购完成后公司将打通水利和市政、景观专业，形成覆盖水资源、水环境全部专业的能力，a>为水环境领域 PPP 项目的推动提供技术支撑，打造新的利润增长点；b>开拓作为基础设施建设重要组成部分的水利建设市场；c>实现业务范围由长三角领域向珠三角领域的战略扩张。

- **国内工程咨询龙头，PPP 落地最直接受益：**1) 公司连续 3 年荣登“全球工程设计公司 150 强”榜单，并以第 98 名跻身百强行列。公司凭借工程咨询龙头地位优势积极探索 PPP 模式，通过绑定大型央企获取订单、自身主导 PPP 项目实施、做地方资源整合平台等模式大力拓展 PPP 市场，凭借项目全生命周期管控能力获取超额回报！2) 报告期内，公司杭州大江东、贵阳柏枝田水库、贵阳小湾河、九华山立体停车场等多个 PPP 项目均已开展实施建设，其中贵阳市观山湖区小湾河环境综合整治工程 PPP 项目 2016 年 10 月被财政部列入国家第三批 PPP 示范项目，随着 PPP 不断落地，示范效应下未来有望进一步受益！
- **定增助力加速发展：**1) 调整非公开发行方案，19.69 元/股向六安信实、太仓铭源、宁波协慧、李威、符冠华发行 0.45 亿股募资 8.88 亿元，扣除发行费用后全部用于补充流动资金，锁定期三年，实际控制人符冠华参与认购 0.88 亿元彰显信心。2) 定增完成后公司将进一步提升资本实力，助力在 PPP 领域的加速扩张以及外延扩张。
- **盈利预测与估值：**我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.70、0.93、1.12 元（假设 2017 年完成增发），对应 PE 34、26、21 倍，估值优势明显，维持“买入”评级。
- **风险提示：**项目回款风险；业务拓展

（环保行业首席证券分析师 袁理）

飞利信：协同效应助业绩大超预期，大数据加速放量

事件：

公司发布 2016 年三季报，实现营业收入 14.22 亿元，同比增长 96.77%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.08 亿元，比上年同期增长 274.46%。2016 年第三季度，公司营业收入 5.96 亿元，同比增长 159.71%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.67 亿元，比上年同期增长 274.53%。

- **外延战略成效显著，大数据板块增速成亮点。**公司经过深度资源整合和业务融合，四大业务竞争力不断增强，同时收购并表助力公司业务高速增长。前三季度大数据板块收入达到 1.3 亿，实现 9512.2% 的爆发式增长，互联网教育板块收入 3615 万，同比增长 452.6%。在总收入接近翻倍情况下，应收账款仅增长 33.6%，表明公司收入质量提升。
- **费用率大幅下降印证并购协同效应。**公司的外延始终围绕政府客户，满足同一客户的不同需求来扩张版图，不仅增强客户粘性而且大幅提升销售和研发效率。前三季度收入接近翻倍的情况下，销售费用仅增长 34.9%，两项费用率合计下降 5.3ppt。
- **重磅大数据产品陆续落地，开启增长转型新阶段。**云视频会议、云教育等 SaaS 应用已经投入试运营；加密视频云会议预计将在年内正

式对外开放服务；完成行业指标等大数据的数据产品及服务平台研发工作，包括互联网及移动数据的行业 APP 竞品平台（目前上线的有旅游、金融等竞品平台），目前已服务于南航移动营销项目，并开拓金融、煤炭等领域客户；完成“飞利信大宗交易+供应链金融综合服务平台”升级，将于年底正式上线运营；基于运营商数据和运营商通讯行为积极研发信用评级及风控服务的信用产品，有望在金融等领域获得突破。

- **大数据+征信服务的商业模式通过金融开始落地，空间巨大。**公司前期参股的北京木交中心和大同木交中心正式成立，利用“飞利信大宗交易+供应链金融综合服务平台”，近期有望正式上线运营。该平台是包含大宗交易、电子商城、供应链金融服务，大数据征信风控服务，物流监控服务的大型综合平台。飞利信一方面为交易所提供电商信息化平台服务和 IaaS 服务，另一方面为平台交易商提供征信服务。中国木业年经济总量近 6 万亿元，产业涉及上百万家企业，2000 多万从业人口，但中国人均木制品消费量仅为发达国家的二到三分之一，市场发展潜力巨大。中国木业流通业虽然已经粗放式发展 30 多年，但因信息闭塞、标准缺失，造成流通成本高、企业融资难、没有现货价格发现机制和国际市场定价权，行业急需大数据征信。我们估计不涉及贷款的单个征信报告的费用在 10 元上下，涉及贷款的预估过万，平均下来相当于万分之几的流水费率。单个交易所的信息系统服务费、征信费、参股分成收益每年有望为公司带来过千万利润，未来可继续切入供应链金融进一步扩大盈利点。借助该案例的顺利落地，征信大数据业务有望向其他大宗商品交易领域甚至金融交易所进行扩张，我们估计未来有望拓展十几到二十个交易所，未来可想象的变现空间巨大。

- **估值与投资建议：**从 16 年开始考虑并表效应，我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.42 元、0.59 元和 0.78 元，当前股价对应 PE 分别为 35/25/19 倍，显著低于可比公司估值，目标价 24.58 元，维持“买入”投资评级。

- **风险提示：**新业务进展不及预期，并购整合不及预期。

（计算机行业首席证券分析师 郝彪）

潍柴动力：重卡景气可持续，盈利全面超预期

- **公司 2016 年前三季度净利润 15.0 亿元 (+44.3%)，三季度净利润 4.5 亿元 (同比+519.4%)，增速持续回升。**主要受益于：1) 重卡行业销量高增长，1-9 月重卡销量 49 万辆 (同比+20%)，公司发动机市场份额提升，盈利弹性高；2) 公司利润率回升，前三季度毛利率 23.2%，同比提升 0.1 个百分点。预计 2016 年重卡行业销量 65 万辆，同比增长 20%以上；公司 2016 年净利润超过 20 亿元，同比增长 40%以上。

- **超限超载治理工作强化，物流车老旧车型升级驱动行业景气持续至 2018 年。** 8 月 18 日，交通部、工信部、公安部、工商总局、质检总局联合发布《关于进一步做好货车非法改装和超限超载治理工作的意见》，对下一阶段治超提出全面部署以及《车辆运输车治理工作方案》。根据新规，自 9 月 21 日起，严禁双排车辆运输车进入高速公路；2018 年 7 月 1 日起，全面禁止不合规车辆运输车通行，普及标准货运车型。我们认为，随着超限超载治理工作加强，将加速淘汰重卡不合规车型，行业景气度将持续至 2018 年。
- **凯傲集团全资收购德马泰克，强强联合打造自动化物流龙头。** 6 月 22 日，潍柴动力通过控股子公司凯傲以 21 亿美元全资收购德马泰克 (Dematic)。德马泰克是全球领先的自动化物流装备商和供应链优化专家，2015 年收入 16.8 亿美元。本次收购有助于强化双方在各自领域的实力，有助于潍柴和凯傲拓展北美的市场，进一步提升潍柴的国际化水平和资源配置能力。
- **海外并购支持战略转型，成就国内装备制造龙头。** 2010 年以前，公司以发动机为核心，整车和变速箱为支撑，成为国内重卡和工程机械的行业龙头。2012 年 8 月，潍柴以 7.4 亿欧元收购凯傲公司 25% 股权和林德液压 70% 权益，逐步将股权比例提升至 40.25%，并在 2015 年实现并表。2016 年 6 月 22 日，凯傲收购德马泰克，进入物流自动化装备领域。公司逐步成为以发动机、液压、叉车和物流装备等多业务并举，国内与海外均衡发展的全球性装备制造龙头。
- **投资建议：**维持公司 2016/17/18 年 EPS 分别为 0.51/0.62/0.70 元（2015 年 EPS 为 0.35 元）。公司当前价 9.89 元，分别对应 2016/17/18 年 19/16/14 倍 PE。考虑行业景气回升、公司业绩反转，以及公司并购转型的前瞻性，结合行业平均估值，我们认为公司合理估值为 2017 年 20 倍 PE，目标价 13 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济持续低迷，导致重卡需求不达预期；市场竞争加剧导致公司市场份额下降；并购整合进程不及预期等。

(汽车行业首席证券分析师：高登)

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

