富春环保（002479）研究报告

业务结构优化&外延项目增长，持续做大固废环保版图

买入（维持）

2017 年 1 月 17 日

首席证券分析师　袁理
执业资格证书号码：S0600511080001
yuanl@dwzq.com.cn
021-60199782

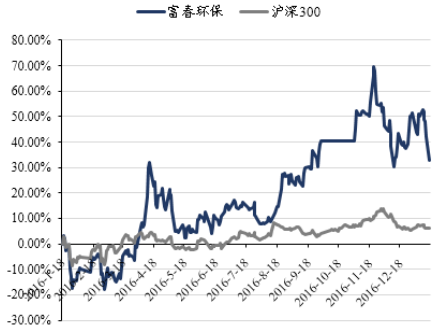
研究助理　翟堃
zhaik@dwzq.com.cn
021-60199789

盈利预测与估值

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,699	3,424	4,389	4,942
同比(+/-%)	-6.2%	26.9%	28.2%	12.6%
净利润(百万元)	244.93	405	569	690
同比(+/-%)	35.0%	65.5%	40.3%	21.3%
毛利率(%)	20.5%	23.1%	24.1%	24.5%
净资产收益率(%)	8.6%	9.9%	12.5%	13.5%
每股收益（元）	0.31	0.46	0.65	0.79
PE	42.27	28.10	20.02	16.51
PB	3.62	2.78	2.50	2.23

数据来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

股价走势



市场数据

收盘价（元）	13.00
一年最低价/最高价	12.78/15.25
市净率	3.62
流通 A 股市值（百万元）	9489

基础数据

每股净资产（元）	3.59
资产负债率（%）	37.67
总股本（百万股）	796
流通 A 股（百万股）	730

相关研究

1. 商业模式领先，定增助力发展
   2015 年 03 月 17 日
2. 融资规模变化不改转型趋势
   2015 年 05 月 26 日
3. 外延发展迈出重要一步
   2015 年 08 月 27 日
4. 成本管控良好，继续关注固废领域发展
   2015 年 10 月 27 日
5. 结构调整提升盈利能力，关注蒸汽提价+打造固废大平台
   2016 年 2 月 29 日
6. 盈利能力提升，环保固废平台加速发展
   2016 年 3 月 30 日
7. 内生外延并举转型加速，环保固废平台再续新征程
   2016 年 4 月 10 日
8. 定增助力环保固废领域加速扩张
   2016 年 11 月 3 日

事件：

公司发布 2016 年年报，1）实现营业收入 26.99 亿元，同比下降 6.17%，归母净利润 2.45 亿元，同比增长 35.03%。2）拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1 元（含税）。

投资要点：

- **优化产业结构，提升盈利能力：1）**公司转变发展思路，**收缩煤炭贸易和冷轧钢卷等盈利能力较弱的非环保业务，**2016 全年营业收入较 2015 年下降 6.17%，但下降幅度低于三季度的 22.87%，主要得益于公司四季度溧阳项目投运贡献收入增量，清洁电能、清洁热能分别收入 6.48、10.44 亿元，同比增长 30.49%、39.52%。产业结构优化下，公司全年净利润实现 35.03%的快速增长，**相对 2015 年的 5%增长实现增速拐点**。2016 年综合销售**毛利率 20.48%，较 2015 年的 15.94%提升 4.54PCT，达到历史较高水平，优化产业结构已见成效**。**2）**受国内煤炭价格上行影响，清洁电能业务毛利率毛利率 29.17%，同比下降 0.84PCT；清洁热能业务毛利率 29.37%，同比下降 1.68PCT。公司凭借良好的项目管控能力和自有的煤炭贸易能力，使得煤炭价格上行对公司业绩冲击有限。

- **收购整合&扩张加速，费用率有所提升：1）**公司 2016 年期间费用率 8.07%，较上年同期增长 1.73PCT，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.26%、5.60%、2.21%，分别增长-0.05PCT、1.39PCT、0.39PCT。**2）**公司 2016 年费用率整体有所提升，**主要来自清园生态 2016 年完全并表和管理整合，以及公司投入溧阳项目带来的利息支出提升**。**3）**随着公司非环保业务的进一步剥离，以及清园生态未来的加速整合，公司费用率有望进一步优化，带来盈利能力进一步提升。

- **外延项目业绩优异，拟收购常安能源加速扩张：1）**公司通过外延并购先后布局的衢州东港（51%）、常州新港（70%）、清园生态（60%），2016 年分别实现净利润 6900、6916、2873 万元，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

同比增长 1.46%、12.29%、740.55%，三个项目成长性明显、回报丰厚，其中清园生态经过公司整合一年后运行稳健，业绩大幅提升。**2）**自建溧阳项目已投产，2016 年实现收入 7380 万元，净利润 299 万元，投产首年即实现盈利，随着运行逐步完善，未来盈利能力有望进一步提升。**3）**拟收购南通常安能源 92%股权，价格待定。常安能源地处江苏省南通市海安县经济技术开发区常安纺织科技园（**国家级经济技术开发区**），是当地**园区内唯一的公共热源点**，进一步布局浙江省外市场。随着园区招商引资不断深入，入园企业数量和规模的不断增加，新落户园区的企业陆续竣工投产，预计热负荷需求将大幅提高，未来有望为公司贡献重要业绩增量。

- **定增 9.2 亿，固废环保加速发展：1）**公司 2016 年 11 月 3 日发布非公开发行预案，**发行价格为不低于 11.52 元/股，发行数量不超过 7986 万股，募集资金总额不超过 9.2 亿元，锁定期 12 个月**。募集资金主要用于收购新港热电 30%股权、新港热电改扩建项目、烟气治理技术改造项目、燃烧系统技术改造项目、溧阳市北片区热电联产项目。**2）**常州新港热电 2016 年 1-9 月、2015 年净利润分别 0.51、0.62 亿元；新港扩建项目、溧阳项目完全投产后预计分别可贡献年净利润 0.53、0.56 亿元；燃烧系统改造项目预计可节省年成本 0.12 亿元。随着募投项目的完成，公司的收入利润规模将大幅提升，成本亦将得到相应优化。

- **蒸汽/电力销售存价格弹性空间：**
  - **1）**富阳地区蒸汽 100 元/吨处价格洼地，公司收购清园后理顺当地市场竞争秩序，目前公司已开始逐步提升当地蒸汽价格，未来仍存较大提升空间；
  - **2）**污泥焚烧发电机组 0.66 元环保电价较燃煤机组 0.505 元高 31%，未来燃煤机组改造为污泥机组后，将带来重要业绩弹性！

- **盈利预测与估值：**考虑到公司当前在手项目进展和常州新港剩余股权的收购进度，我们小幅下调公司 2017-2018 年 EPS 至 0.46、0.65（原 0.51、0.69，假设 2017 年完成增发），对应 PE 28、20、17 倍。公司实际控制人孙庆炎四次累计**增持金额 5018 万元，均价 12.94 元**，积极看好公司长远发展，维持“买入”评级！

- **风险提示：**异地项目运行低于预期，非公开发行进展低于预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表 1 富春环保盈利预测

资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	**1413.5**	**2346.8**	**2998.0**	**3683.9**
现金	710.4	1381.5	1763.5	2295.0
应收款项	455.5	656.7	841.7	947.8
存货	129.7	159.1	201.1	225.4
其他	117.9	149.5	191.6	215.8
非流动资产	**3736.6**	**3861.8**	**3954.3**	**4062.4**
长期股权投资	242.6	220.8	189.6	189.6
固定资产	2706.3	2863.9	2997.7	3115.7
无形资产	316.0	305.5	295.3	285.5
其他	471.6	471.6	471.6	471.6
资产总计	**5150.1**	**6208.6**	**6952.2**	**7746.4**
流动负债	**1876.0**	**1610.7**	**1830.0**	**1950.6**
短期借款	1211.4	800.0	800.0	800.0
应付账款	463.4	568.6	718.9	805.5
其他	201.2	242.1	311.1	345.1
非流动负债	**64.1**	**64.1**	**64.1**	**64.1**
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	64.1	64.1	64.1	64.1
负债总计	**1940.1**	**1674.8**	**1894.1**	**2014.7**
少数股东权益	354.1	455.4	555.8	677.5
归属母公司股东权益	2856.0	4100.3	4555.4	5107.2
负债和股东权益总计	**5150.1**	**6230.5**	**7005.3**	**7799.4**

现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	563.9	641.1	909.3	1092.2
投资活动现金流	-186.5	-397.5	-413.5	-422.8
筹资活动现金流	-267.2	427.5	-113.8	-138.0
现金净增加额	110.2	671.1	382.0	531.5
企业自由现金流	438.9	281.6	516.5	686.1

利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**2699.3**	**3424.1**	**4388.6**	**4941.8**
营业成本	2146.5	2633.8	3329.9	3731.0
营业税金及附加	7.7	9.8	12.5	14.1
营业费用	7.0	9.6	14.9	24.7
管理费用	161.0	140.7	229.6	207.5
财务费用	59.7	44.7	24.4	19.6
投资净收益	3.3	0.0	0.0	0.0
其他	-1.0	10.5	10.2	9.8
营业利润	**319.7**	**596.1**	**787.4**	**954.8**
营业外净收支	54.5	0.0	0.0	0.0
利润总额	**374.2**	**596.1**	**787.4**	**954.8**
所得税费用	66.0	89.4	118.1	143.2
少数股东损益	63.2	101.3	100.4	121.7
归属母公司净利润	**244.9**	**405.4**	**568.9**	**689.8**
EBIT	387.0	640.8	811.8	974.3
EBITDA	572.1	902.2	1101.6	1288.9

重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益(元)	0.31	0.46	0.65	0.79
每股净资产(元)	3.59	4.68	5.20	5.83
发行在外股份(百万股)	796.4	876.2	876.2	876.2
ROIC(%)	7.7%	12.8%	15.6%	18.1%
ROE(%)	8.6%	9.9%	12.5%	13.5%
毛利率(%)	20.5%	23.1%	24.1%	24.5%
EBIT Margin(%)	14.3%	18.7%	18.5%	19.7%
销售净利率(%)	9.1%	11.8%	13.0%	14.0%
资产负债率(%)	37.7%	27.0%	27.2%	26.0%
收入增长率(%)	-6.2%	26.9%	28.2%	12.6%
净利润增长率(%)	35.0%	65.5%	40.3%	21.3%

数据来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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