富春环保(002479)/环保工程及服务

量价齐升增业绩，外延并购助成长

评级：买入

市场价格：12.68

目标价格：17.4

分析师：杨心成

执业证书编号：S0740517010004

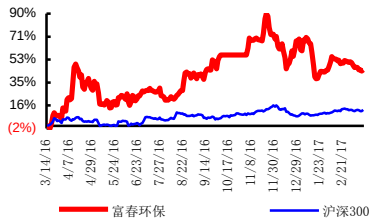
电话：0755-22660869

Email：yangxc@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	796
流通股本(百万股)	728
市价(元)	12.68
市值(百万元)	10,098
流通市值(百万元)	9,228

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	2876.8	2699.3	3374.1	4052.3	4716.84
增长率 yoy%	-22.87%	-6.17%	25.0%	20.10%	16.4%
净利润	181.4	244.9	463.5	579.1	706.1
增长率 yoy%	5.00%	35.03%	89.23%	24.94%	21.95%
每股收益（元）	0.23	0.31	0.58	0.73	0.89
每股现金流量	-0.44	0.37	0.65	1.35	0.54
净资产收益率	6.64%	8.58%	12.62%	13.84%	14.87%
P/E	56	41	22	17	14
PEG	1.21	0.98	0.57	0.38	0.34
P/B	3.7	3.54	2.75	2.41	2.13

投资要点

- **打造“固废处置+节能环保”模式，优化业务结构：**1）公司着力打造“固废处置+节能环保”模式，目前已经形成了富阳、衢州、常州、溧阳四大产业基地；2）公司 2016 年实现营收 27 亿元，同比下降 6%，实现净利润 3.1 亿元，同比上升 32%，主要是公司逐步缩减了煤炭销售等毛利率较低的业务，发展高毛利率的热电联产业务。**我们认为，公司未来还将继续缩减煤炭销售业务，不断开拓热电联产业务，业绩有望持续上升。**
- **并购清园理顺竞争格局，富阳地区量价齐升，业绩持续增长可期：**1）前期富阳地区由于三家供热企业恶性竞争，导致蒸汽价格远低于合理水平，进而影响企业正常经营。公司通过收购清园生态，理顺了富阳地区的竞争格局，重新掌握了蒸汽定价话语权；2）理顺竞争格局之后，公司在富阳基地开始全面实施新的《煤热价格联动机制》并上调了供热价格，同时，下游造纸、化工、医药等行业回暖，清园生态产能得以释放，**富阳地区呈量价齐升态势，公司 2017 年一季度业绩同比增长 80%~100%；3）考虑到公司并购清园生态后，在富阳地区的供热能力达到 600 万吨/年，若蒸汽价格上调 10 元/吨，公司营收有望增加 6000 万元，若上调至浙江平均水平 150 元/吨，公司营收有望增加约 3 亿元。**
- **外延并购复制模式，挖掘新增长点：1）热电联产空间广阔、盈利良好：**a）目前严峻的雾霾情况倒逼政府推出一系列政策措施进行铁腕治理。b）我国“富煤、贫油、少气”的资源禀赋、煤炭消费主要集中于电力及工业锅炉，而电力行业改造已基本饱和的现状决定了本阶段治理重点方向是工业锅炉改造。c）工业锅炉改造空间大：根据相关规划和对锅炉改造现状的调研，我们认为 2017 年难以完成预定目标，但未来三年年工业锅炉改造大趋势不变，我们假设有一半的锅炉需要改造，预计空间可达 1750 亿元、运营空间可达 2700 亿元。d）热电联产项目能够充分利用能源，凭借着高效率、低能耗、低污染的特点成为了工业锅炉改造的重要方式。同时我们通过梳理部分上市公司热电联产项目发现，热电联产项目回报期在 5~7 左右，盈利状况良好；**2）已并购项目盈利情况良好：**东港热电和新港热电近三年营业收入和净利润稳步增长，净利润分别同比增长 1.5%和 12%，溧阳项目开始对外供热，2016 年实现营收 7380 万元，净利润 299 万元。未来，随着东港热电和新港热电所在工业园区企业数量的增加以及溧阳项目的全面运行，将成为公司稳定的利润增长点；**3）外延并购继续扩张，挖掘新增长点：**公司收购的常安能源是常安纺织科技园唯一的公共热源点，发展潜力大，同时，公司募投项目有望为公司带来稳定收益。
- **治理结构优化，股价具备安全边际：**1）新管理层更加年轻，利益绑定进一步激发活力；2）员工持股计划持仓均价 11.78 元/股、定增发行底价 11.52 元/股、实际控制人增持均价 12.94 元/股与现价接近，股价具备安全边际
- **投资建议：**公司通过持续外延并购打造“固废处置+节能环保”模式，业绩有望持续增长。公司员工持股计划持仓均价、定增发行底价、实际控制人增持均价与现价 12.68 元/股接近，股价具备安全边际。预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.58、0.73、0.89 元，对应 PE 为 22X、17X、14X，目标价 17.4 元，给予“买入”评级。
- **风险提示：订单不及预期，外延整合不达预期**

内容目录

一、打造“固废处置+节能环保”模式，优化业务结构 ..... - 4 -
依托工业园，打造园区循环经济 ..... - 4 -
优化业务结构，逐步减少煤炭贸易业务 ..... - 5 -
二、并购清园理顺竞争格局，富阳地区量价齐升，业绩持续增长可期 ..... - 6 -
富阳地区量价齐升，业绩持续增长可期 ..... - 7 -
三、外延并购复制模式，挖掘新增长点 ..... - 8 -
热电联产空间广阔、盈利良好 ..... - 8 -
不断外延并购，模式复制见成效 ..... - 13 -
外延并购继续扩张，挖掘新增长点 ..... - 15 -
四、治理结构优化，股价具备安全边际 ..... - 15 -
新管理层更加年轻，利益绑定进一步激发活力 ..... - 15 -
股价具备安全边际 ..... - 16 -

图表目录

图表 1：公司工业园区循环经济模式 ..... - 4 -
图表 2：公司四大产业基地 ..... - 5 -
图表 3：公司 2012~2016 营收及增速（亿元） ..... - 5 -
图表 4：公司 2012~2016 净利润及增速（亿元） ..... - 5 -
图表 5：公司 2016 年热电联产营收占比超过 50% ..... - 6 -
图表 6：公司热电联产毛利占比大 ..... - 6 -
图表 7：热电联产毛利率远高于煤炭和冷轧钢卷 ..... - 6 -
图表 8：价格战致使富阳地区蒸汽价格低于合理水平 ..... - 7 -
图表 9：并购后经营状况改善 ..... - 7 -
图表 10：公司 2017 年一季度业绩增速超预期 ..... - 7 -
图表 11：蒸汽价格上升对营收的提升预测 ..... - 8 -
图表 12：2013 年大面积雾霾下的北京 ..... - 8 -
图表 13：2016 年“最强霾”下的北京 ..... - 8 -
图表 14：2016 年一季度空气质量级别 ..... - 9 -
图表 15：2016 年一季度全国主要地区 PM2.5 ..... - 9 -
图表 16：各级政府治理大气环境政策及措施 ..... - 10 -
图表 17：煤炭是我国主要化石能源 ..... - 11 -
图表 18：我国煤炭消费去向（2012） ..... - 11 -
图表 19：部分关于小锅炉治理的政策 ..... - 12 -

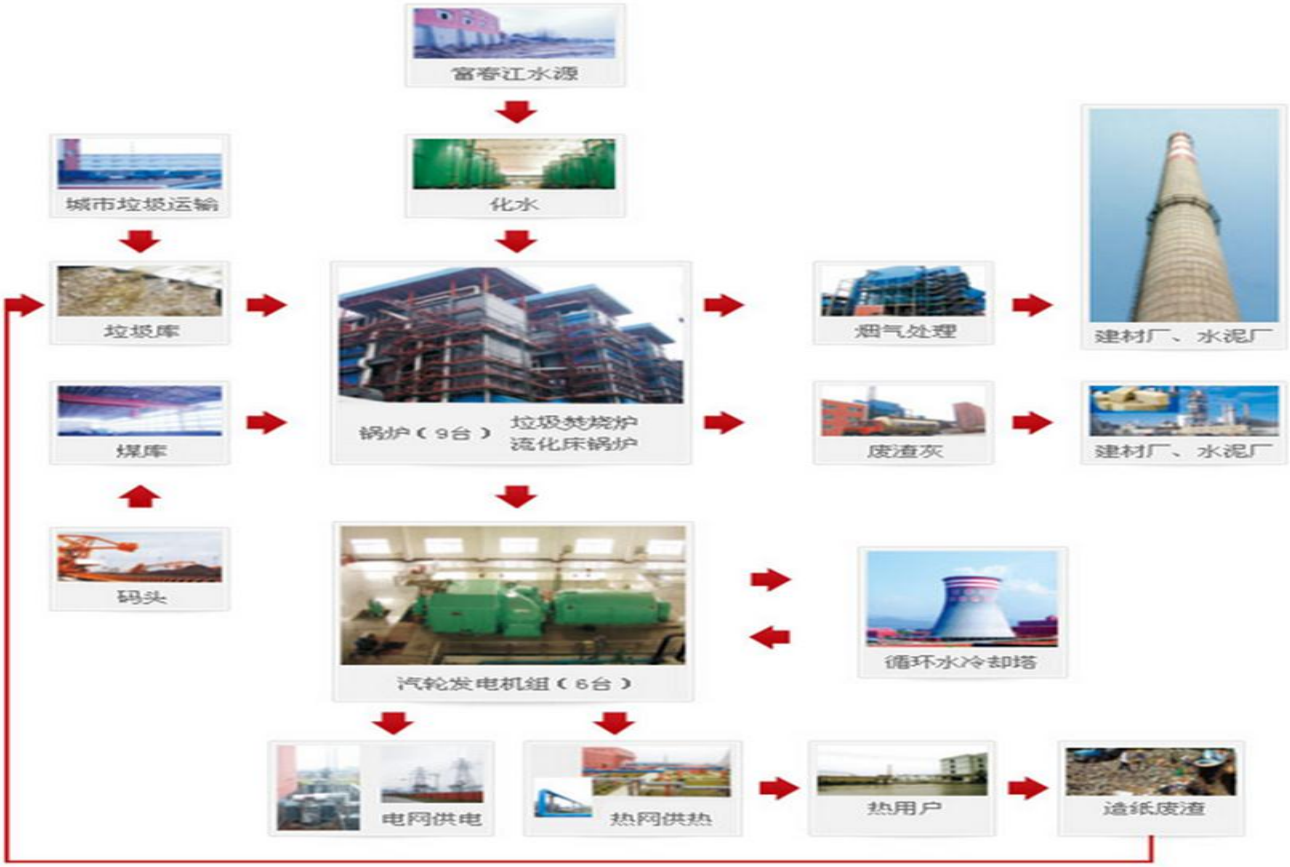
图表 20：工业锅炉改造空间测算 - 12 -
图表 21：工业园区热电联产项目盈利能力良好 - 13 -
图表 22：工业园区热电联产项目盈利能力良好 - 13 -
图表 23：工业园区热电联产项目盈利能力良好 - 14 -
图表 24：东港热电营收及利润稳定增长 - 14 -
图表 25：新港热电营收及利润稳定增长 - 14 -
图表 26：募投资金投入项目 - 15 -
图表 27：高管利益绑定 - 16 -
图表 28：公司股价具备安全边际 - 16 -

一、打造“固废处置+节能环保”模式，优化业务结构

依托工业园，打造园区循环经济

- 传统的热电联产主要以燃煤发电为主，公司则创造性地将工业园区固废处理需求与供热需求结合，打造“固废处置+节能环保”模式，实现园区循环经济。一方面可以处置工业园区的污泥和垃圾，另一方面可以高效率的满足园区内企业集中热电需求。经过十余年的发展，公司目前已经形成了富阳、衢州、常州、溧阳四大产业基地。

图表1：公司工业园区循环经济模式



来源：公司官网，中泰证券研究所

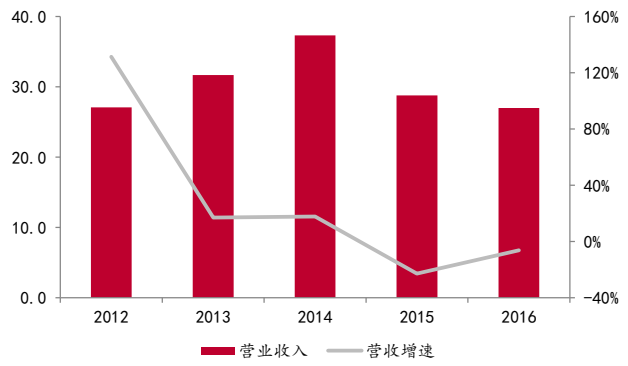
图表 2：公司四大产业基地

来源：公司官网，中泰证券研究所

优化业务结构，逐步减少煤炭贸易业务

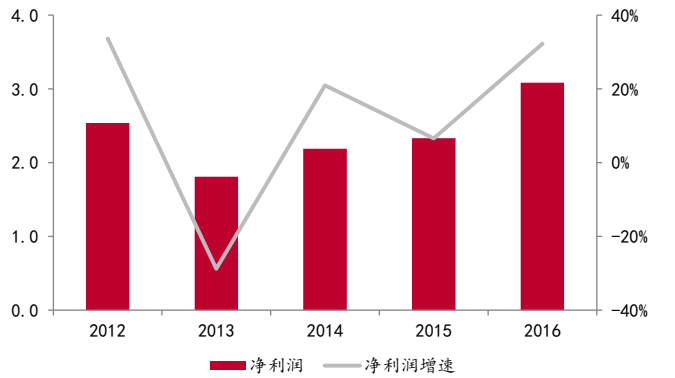
- 公司自上市以来营收快速增长，自 2012 年的 27 亿元增长到 2014 年 37 亿元，2015 年以后，随着国内经济的下滑，公司调整发展战略，逐步减少煤炭贸易等毛利率较低的非环保业务，营业收入不断下降。
- 从营业收入结构来看，煤炭销售的营收占比近年来逐渐下降，热电联产业务营收占比不断上升，2016 年公司热电联产业务的营收业务占比更是首次超过 50%，体现了公司开拓环保业务的决心。
- 毛利率方面，热电联产业务的毛利率较高，在 20%以上，而煤炭销售和冷轧钢卷的毛利率较低，只在 2%和 5%左右。从毛利率角度来看，我们预计，公司还将继续缩减毛利率低的煤炭销售业务，并大力开拓热电联产业务。
- 净利润方面，虽然 15、16 年营收不断下降，但由于公司加大了对毛利率较高的热电联产业务的发展，使得归属净利润仍呈增长趋势。

图表 3：公司 2012~2016 营收及增速（亿元）



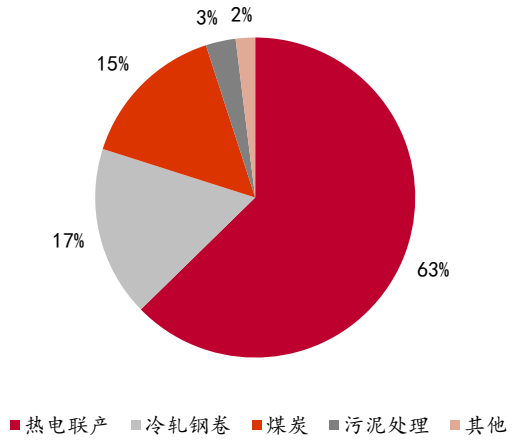
来源：wind，中泰证券研究所

图表 4：公司 2012~2016 净利润及增速（亿元）



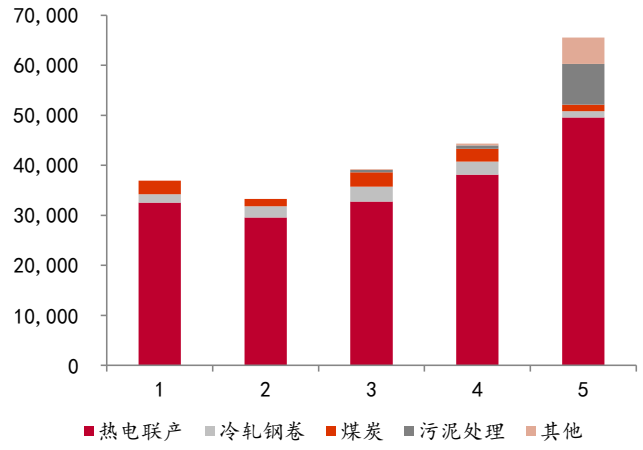
来源：wind，中泰证券研究所

图表 5：公司 2016 年热电联产营收占比超过 50%



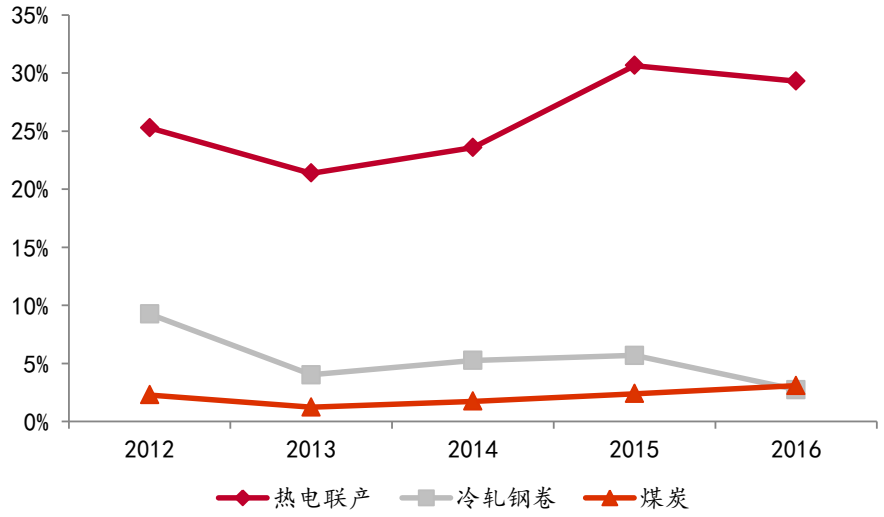
来源：wind，中泰证券研究所

图表 6：公司热电联产毛利占比大（万元）



来源：wind，中泰证券研究所

图表 7：热电联产毛利率远高于煤炭和冷轧钢卷



来源：wind，中泰证券研究所

二、并购清园理顺竞争格局，富阳地区量价齐升，业绩持续增长可期

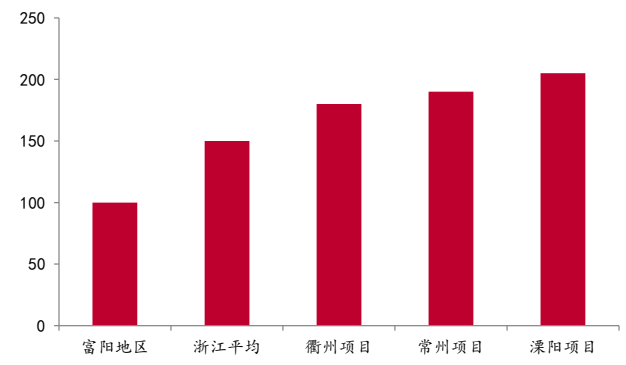
收购清园生态，理顺富阳地区竞争格局

- 公司本部所处富阳地区经营集中供热业务的企业原本只有公司和三星热电，后来经政府批审，将清园生态纳入江南片区集中供热管网，三家公司激励竞争，大打价格战致使富阳地区蒸汽市场价格远低于正常市场价格。不正常的蒸汽价格导致三家公司利润降低，清园生态 2014 年甚至出现亏损，三星热电也出现股权交易，恶性的价格竞争已经影响了三家

公司的正常生产经营。

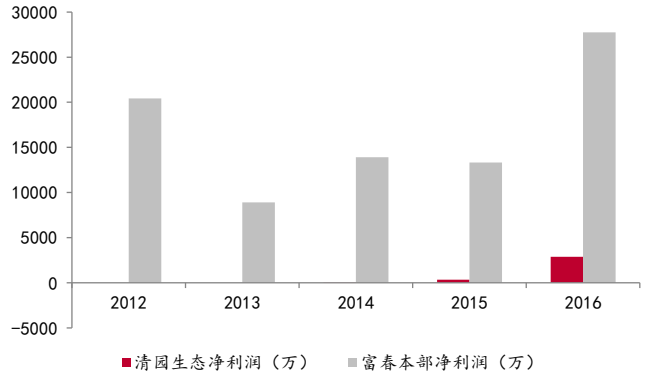
- 公司于 2015 年 8 月以资金 2.8 亿元收购清园生态 60%股权，收购完成后，公司污泥焚烧处理日规模将扩大到 6000 吨，富阳地区的供热能力将上升到 1250t/h，从而理顺富阳地区供热格局，掌握富阳地区定价话语权。在整合清远生态后，业绩得到改善：清园生态 2015 年扭亏为盈，2016 年净利润同比增长 741%；富阳本部 2016 年净利润约 2.8 亿，同比增长 108%。

图表 8：价格战致使富阳地区蒸汽价格低于合理水平



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 9：并购后经营状况改善

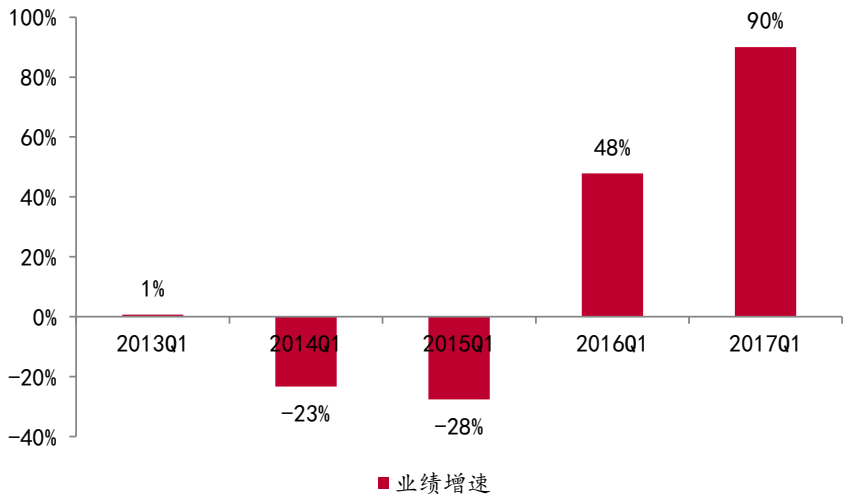


来源：公司公告，中泰证券研究所

富阳地区量价齐升，业绩持续增长可期

- 2017 年 2 月 8 日公司发布 2017 年一季度业绩预告，归母净利润 0.80 亿~0.88 亿，同比增长 80%至 100%。公司一季度业绩超预期，得益于富阳地区量价齐升。

图表 10：公司 2017 年一季度业绩增速超预期



来源：公司公告，中泰证券研究所，注：2017 年 1 季度增速取预告增速中位数 90%

- **量**：一方面下游造纸、化工、医药等行业回暖，供热需求量逐步增长；另一方面子公司清园生态项目产能释放，带来量的增长。
- **价**：公司完善了原有的《煤热价格联动机制》，在富阳基地开始全面实施新的《煤热价格联动机制》并上调了供热价格。

- 考虑到公司并购清园生态后，在富阳地区的供热能力达到 600 万吨/年，若公司实施《煤热价格联动机制》后，蒸汽价格上调 10 元/吨，公司营收有望增加 6000 万元，若上调至浙江平均水平，公司应收有望增加约 3 亿元。

图表 11：蒸汽价格上升对营收的提升预测

项目	单位	数值				
富阳本部供热量	万吨/年	600				
蒸汽价格上调	元/吨	10	20	30	40	50
营收增加	万元/年	6000	12000	18000	24000	30000

来源：公司公告，中泰证券研究所

三、外延并购复制模式，挖掘新增长点

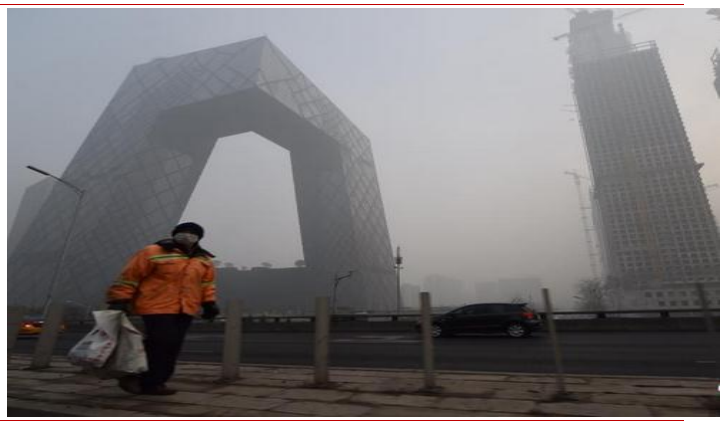
热电联产空间广阔、盈利良好

- **环境情况不容乐观，倒逼政府治理：**近年来，我国大气环境问题日趋严重，从 2013 年席卷中国那场大雾霾到 2016 年 12 月份拉响 27 城重污染红色预警的“最强霾”，雾霾问题不断深化。
  - **2013 年大雾霾：**2013 年 1 月，北京城连续多日被雾霾笼罩，之后中东部许多大中城市集体沦为雾霾“重灾区”，此次雾霾波及全国 25 省份、100 多个大中型城市，全年全国平均雾霾天数达 29.9 天。
  - **2016 年“最强霾”：**12 月 16 日至 21 日，我国华北、黄淮等地出现 2016 年持续时间最长、影响范围最广、污染程度最重的霾天气过程。全国受霾影响面积为 268 万平方公里，重度霾影响面积为 71 万平方公里，有 108 个城市达到重度及以上污染程度，北京和石家庄局地 PM2.5 峰值浓度分别超过 600 微克/立方米和 1100 微克/立方米，北京、天津、石家庄等 27 个城市启动空气重污染红色预警。

图表 12：2013 年大面积雾霾下的北京

来源：网络资料，中泰证券研究所

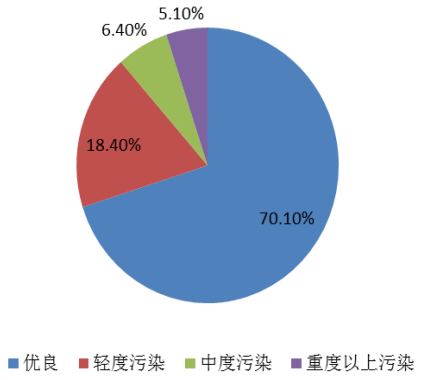
图表 13：2016 年“最强霾”下的北京



来源：网络资料，中泰证券研究所

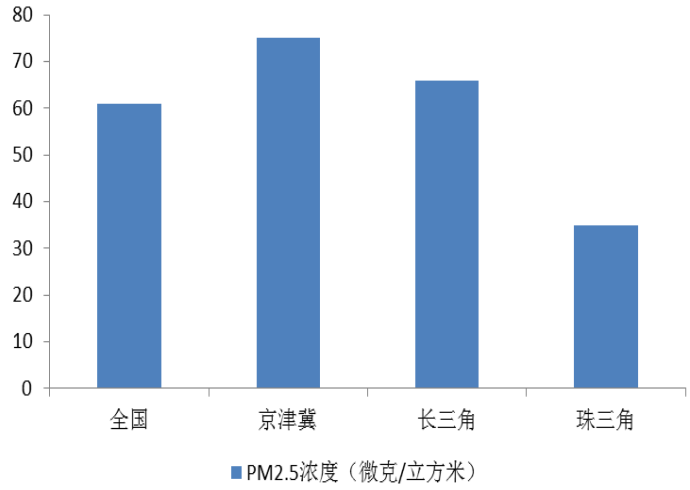
- 根据环保部数据，2016 年第一季度，全国 338 个地级及以上城市平均达标（空气质量级别为优和良）天数比例为 70.1%，平均超标天数比例为 29.9%，其中，污染最严重的京津冀地区的 13 个城市的平均达标天数比例为 59.7%，平均超标天数比例为 40.3%，超标天数中以 PM2.5 为首要污染物的天数最多。

图表 14：2016 年一季度空气质量级别



来源：环保部，中泰证券研究所

图表 15：2016 年一季度全国主要地区 PM2.5



来源：环保部，中泰证券研究所

- **2017 年是大气十条第一阶段考核年**，但现实是雾霾情况依然严峻，倒逼上至中央下至地市的各层级政府陆续推出一系列治理雾霾的政策和措施。

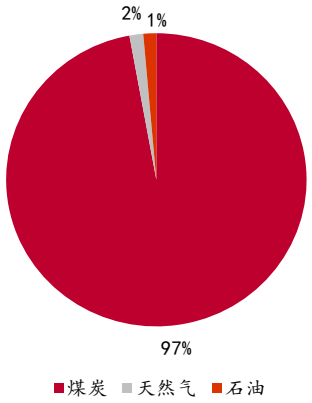
图表 16：各级政府治理大气环境政策及措施

时间	政策措施	政策内容
2013年9月	大气污染防治行动计划	加快推进集中供热，到2017年基本淘汰10t/h以下的燃煤锅炉，禁止新建20t/h以下的燃煤锅炉，在化工、造纸、印染、制革、制药等产业集聚区，通过集中建设热电联产机组逐步淘汰分散燃煤锅炉
2013年9月	河北省大气污染防治行动计划实施方案	到2015年基本淘汰10t/h以下燃煤锅炉，禁止新建燃煤锅炉；到2017年基本淘汰35t/h以下燃煤锅炉。企业集聚区通过集中建设热电联产机组逐步淘汰分散燃煤锅炉，除热电联产外，禁止审批新建燃煤发电项目
2013年9月	京津冀及周边地区落实大气污染防治行动计划实施细则	通过集中供热和清洁能源替代，加快淘汰供暖和工业燃煤小锅炉。到2015年底，全部淘汰10t/h以下燃煤锅炉；到2017年底，省地级及以上城市建成区基本淘汰35t/h及以下燃煤锅炉偏远地区基本淘汰10t/h以下燃煤锅炉；到2017年底，产业集聚区改用天然气等清洁能源或由周边热电厂集中供热
2014年3月	河南省蓝天工程行动计划	2015年各县(市)完成集中供热供气覆盖区内2蒸吨/时及以下燃煤锅炉清洁能源改造或拆除。2016年省辖市建成区全部完成10蒸吨/时及以下燃煤锅炉清洁能源改造或拆除。制定产业集聚区能源结构调整方案,产业集聚区建设热电联产机组或清洁能源供热锅炉,达不到条件的产业集聚区要建设洁净煤集中供热锅炉。
2014年5月	2014-2015年节能减排低碳发展行动方案	2014年淘汰5万台小锅炉，到2015年底淘汰落后锅炉20万蒸吨，推广高效节能环保锅炉25万蒸吨，对容量20蒸吨/小时及以上燃煤锅炉全面实施脱硫改造
2014年10月	燃煤锅炉节能环保综合提升工程实施方案	加快淘汰小型分散燃煤锅炉，推行城市集中供热。到2018年，推广高效锅炉50万蒸吨，淘汰落后燃煤锅炉40万蒸吨，完成40万蒸吨燃煤锅炉的节能改造。到2015年底，京津冀及周边地区全部淘汰10吨/时及以下燃煤锅炉；到2017年地级及以上城市建成区基本淘汰10吨/时及以下的燃煤锅炉，天津市、河北省地级及以上城市建成区基本淘汰35吨/时及以下燃煤锅炉
2015年1月	重点地区煤炭消费减量替代管理暂行办法	加快推进集中供热，优先利用背压热电联产机组替代分散燃煤锅炉
2015年3月	浙江省关于进一步加大力度推进燃煤(重油)锅(窑)炉淘汰改造工作的通知	到2017年底，全省县级以上城市禁燃区(除集中供热外)全部淘汰改造燃煤(重油)锅(窑)炉，非禁燃区基本淘汰改造10蒸吨/小时以下分散燃煤锅(窑)炉。全面启动工业园区集中供热规划的编制和热电联产项目的实施
2015年4月	《河北省燃煤锅炉治理实施方案》	到2017年全省治理量将达到107313t/h
2015年5月	《煤炭清洁高效利用行动计划（2015-2020年）》	到2020年，淘汰落后燃煤锅炉60万蒸吨，京津冀、长三角、珠三角等重点区域的燃煤锅炉设施，基本完成天然气、热电联供、洁净优质煤炭产品等替代
2015年8月	北海关于印发北海2015-2017年燃煤小锅炉整治方案的通知	2017年全市建成区基本淘汰每小时10 蒸吨及以下燃煤锅炉，禁止新建每小时20蒸吨及以下燃煤锅炉，全面开展建成区燃煤小锅炉淘汰工作，结合清洁能源替代、热电联产和集中供热建设等措施，确保完成燃煤小锅炉整治。
2015年8月	长春《关于加快推进淘汰燃煤小锅炉工作的通知》	加强对燃煤锅炉的日常监管，建立淘汰燃煤锅炉“后督查”机制，对大气污染防治设施不正常使用、污染物超标排放，或者擅自复建已拆除锅炉等违法违规行为，加大处罚力度，倒逼燃煤小锅炉淘汰进程。
2015年8月	关于印发杭州市高污染燃料小锅炉淘汰改造实施方案的通知	15年年底前，全市确保淘汰改造高污染燃料小锅炉850台，力争完成1200台，2016年6月底前，桐庐县、淳安县、建德市、临安市基本完成10蒸吨/小时(含)以下高污染燃料小锅炉的淘汰改造工作;2017年年底前，全市全面完成10蒸吨/小时(含)以下高污染燃料小锅炉的淘汰改造工作。
2015年12月	桂林市大气污染防治整治燃煤小锅炉补助办法	对燃煤小锅炉淘汰或者节能环保改造的企业单位实行资金补助，单个企业单位最高补助50万元
2016年1月	大连市蓝天工程	2017年将全部取缔建成区10吨及以下燃煤小锅炉，升级改造20吨及以上燃煤锅炉，强化对大气污染的全程监控
2016年4月	《宿迁市区高污染燃料禁燃区整治方案》	禁燃区内，10蒸吨/小时及以下在用的燃用高污染燃料的设施，应在2016年6月底前停止使用，改用天然气、液化石油气、电等其他清洁能源或者采用集中供热方式
2016年4月	陕西省“治污降霾·保卫蓝天”2016年工作方案	西安、咸阳、渭南市建成区内20蒸吨以下燃煤锅炉应拆尽拆，宝鸡、铜川、韩城市及杨凌示范区建成区内10蒸吨以下燃煤锅炉全部拆除。陕北、陕南地区完成388台燃煤锅炉拆改任务
2016年4月	沈阳市《2016年大东区10吨及以下燃煤锅炉综合整治实施方案》	2016年9月30日前，完成全区221台10蒸吨/小时(或7MW)及以下燃煤锅炉拆除工作;2016年10月20日前，完成全区20吨以上(不含20吨)燃煤锅炉脱硫升级改造
2016年7月	山西省大气污染防治二十条强化措施	要求建成区燃煤锅炉全部清零
2016年2月	天津市20蒸吨以下燃煤锅炉自动监测系统建设	相关自动监测系统安装及联网工作将于今年6月底前完成;预计8月底前完成工业锅炉自动监测系统验收工作;11月底前完成供热锅炉自动监测系统验收工作
2016年5月	山东省大气污染防治条例(草案)	按照国家和省的规定要求淘汰、拆除燃煤小锅炉、分散燃煤锅炉和不能达标排放的其他燃煤锅炉，并对现有的燃煤锅炉进行超低排放改造。在集中供热管网覆盖区域内，禁止新建、扩建分散燃煤供热锅炉;已建成的分散燃煤供热锅炉应当限期停止使用，并将供热系统接入集中供热管网或者采取清洁能源供热
2016年7月	西安市治污减霾工作实施方案（2016年）	大气污染治理部分重点进行燃煤锅炉治理和VOCs治理，实行燃煤污染防治专项检查
2016年8月	《关于印发河南省大气污染防治攻坚7个实施方案的通知》	燃煤治理方面，今明两年，河南省将全面淘汰城市小燃煤锅炉

来源：政府网站，中泰证券研究所

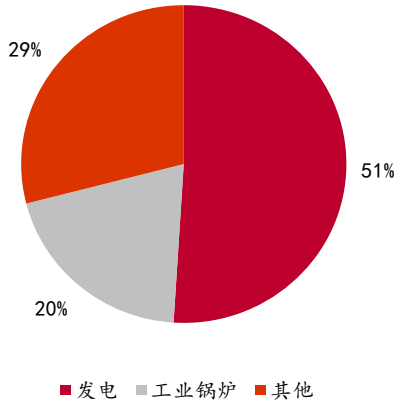
- **工业锅炉是本阶段治理重点方向：工业锅炉是本阶段治理重点方向：**我国“富煤、贫油、少气”的资源禀赋决定了煤炭仍是主力能源，因此，如何高效、清洁地利用煤炭资源，才是解决雾霾问题和调整能源结构的关键所在。在过去几年里，我国燃煤电厂的烟气治理快速发展，到 2015 年底，全国已投运火电厂烟气脱硫机组和烟气脱销机组容量分别约 8.2 亿、8.5 亿千瓦，分别占全国煤电机组容量的 92.8%、95%，我们认为燃煤电厂的烟气治理或已处于高峰。而作为我国煤炭消耗的另一“主力军”的工业锅炉却没有得到有效治理。

图表 17：煤炭是我国主要化石能源



来源：统计局，中泰证券研究所

图表 18：我国煤炭消费去向（2012）



来源：燃控院官网，中泰证券研究所

- 工业锅炉单炉容量低、运行效率低和装备水平差，环保设施不齐全的特点决定了其污染物排放控制技术水平低，烟尘排放超标且难以监督。截至 2012 年底，我国在用燃煤工业锅炉达 46.7 万台，总容量达 178 万蒸吨，烟尘、二氧化硫、氮氧化物分别约占全国排放总量的 33%、27%、9%，工业锅炉急需治理。
- **政策推进工业锅炉改造：**自“气十条”公布以来，国家和地方陆续出台小锅炉治理的政策和措施，推进小锅炉的改造。

图表 19：部分关于小锅炉治理的政策

时间	政策措施	政策内容
2015年1月	重点地区煤炭消费减量替代管理暂行办法	加快推进集中供热，优先利用背压热电联产机组替代分散燃煤锅炉
2015年3月	浙江省关于进一步加大力度推进燃煤(重油)锅(窑)炉淘汰改造工作的通知	到2017年底，全省县级以上城市禁燃区(除集中供热外)全部淘汰改造燃煤(重油)锅(窑)炉，非禁燃区基本淘汰改造10蒸吨/小时以下分散燃煤锅(窑)炉。全面启动工业园区集中供热规划的编制和热电联产项目的实施
2015年4月	《河北省燃煤锅炉治理实施方案》	到2017年全省治理量将达到107313t/h
2015年5月	《煤炭清洁高效利用行动计划（2015-2020年）》	到2020年，淘汰落后燃煤锅炉60万蒸吨，京津冀、长三角、珠三角等重点区域的燃煤锅炉设施，基本完成天然气、热电联供、洁净优质煤炭产品等替代
2015年8月	北海关于印发北海2015-2017年燃煤小锅炉整治方案的通知	2017年全市建成区基本淘汰每小时10 蒸吨及以下燃煤锅炉，禁止新建每小时20蒸吨及以下燃煤锅炉，全面开展建成区燃煤小锅炉淘汰工作，结合清洁能源替代、热电联产和集中供热建设等措施，确保完成燃煤小锅炉整治。
2015年8月	长春《关于加快推进淘汰燃煤小锅炉工作的通知》	加强对燃煤锅炉的日常监管，建立淘汰燃煤锅炉“后督查”机制，对大气污染防治设施不正常使用、污染物超标排放，或者擅自复建已拆除锅炉等违法违规行为，加大处罚力度，倒逼燃煤小锅炉淘汰进程。
2015年8月	关于印发杭州市高污染燃料小锅炉淘汰改造实施方案的通知	15年年底前，全市确保淘汰改造高污染燃料小锅炉850台，力争完成1200台，2016年6月底前，桐庐县、淳安县、建德市、临安市基本完成10蒸吨/小时(含)以下高污染燃料小锅炉的淘汰改造工作;2017年年底前，全市全面完成10蒸吨/小时(含)以下高污染燃料小锅炉的淘汰改造工作。
2015年12月	桂林市大气污染防治整治燃煤小锅炉补助办法	对燃煤小锅炉淘汰或者节能环保改造的企业单位实行资金补助，单个企业单位最高补助50万元
2016年1月	大连市蓝天工程	2017年将全部取缔建成区10吨及以下燃煤小锅炉，升级改造20吨及以上燃煤锅炉，强化对大气污染的全程监控
2016年4月	《宿迁市区高污染燃料禁燃区整治方案》	禁燃区内，10蒸吨/小时及以下在用的燃用高污染燃料的设施，应在2016年6月底前停止使用，改用天然气、液化石油气、电等其他清洁能源或者采用集中供热方式
2016年4月	陕西省“治污降霾·保卫蓝天”2016年工作方案	西安、咸阳、渭南市建成区内20蒸吨以下燃煤锅炉应拆尽拆，宝鸡、铜川、韩城市及杨凌示范区建成区内10蒸吨以下燃煤锅炉全部拆除。陕北、陕南地区完成388台燃煤锅炉拆改任务
2016年4月	沈阳市《2016年大东区10吨及以下燃煤锅炉综合整治实施方案》	2016年9月30日前，完成全区221台10蒸吨/小时(或7MW)及以下燃煤锅炉拆除工作;2016年10月20日前，完成全区20吨以上(不含20吨)燃煤锅炉脱硫升级改造
2016年7月	山西省大气污染防治二十条强化措施	要求建成区燃煤锅炉全部清零
2016年2月	天津市20蒸吨以下燃煤锅炉自动监测系统建设	相关自动监测系统安装及联网工作将于今年6月底前完成;预计8月底前完成工业锅炉自动监测系统验收工作;11月底前完成供热锅炉自动监测系统验收工作
2016年5月	山东省大气污染防治条例(草案)	按照国家和省的规定要求淘汰、拆除燃煤小锅炉、分散燃煤锅炉和不能达标排放的其他燃煤锅炉
2016年7月	西安市治污减霾工作实施方案（2016年）	大气污染治理部分重点进行燃煤锅炉治理和VOCs治理，实行燃煤污染防治专项检查
2016年8月	《关于印发河南省大气污染防治攻坚7个实施方案的通知》	燃煤治理方面，今明两年，河南省将全面淘汰城市小燃煤锅炉

来源：政府网站，中泰证券研究所

- **工业锅炉改造空间广阔**：根据国家的相关规划，2017 年前基本淘汰 10t/h 以下燃煤锅炉（对应空间 50 万蒸吨左右），但根据调研情况，我们认为 2017 年难以完成此目标，但未来三年内，锅炉改造的大趋势不会变；我们假设有一半的锅炉需要进行改造，假设单吨锅炉改造成本 70 万元、锅炉年供热时间 6000 小时、蒸汽价格 180 元/蒸吨。**我们预计未来三年改造空间达 1750 亿元、运营空间达 2700 亿元。**

图表 20：工业锅炉改造空间测算

工业锅炉治理空间测算	
改造规模（t/h）	250000
单位改造成本（万元/蒸吨）	70
改造工程空间（亿元）	1750
蒸汽年产生量（万蒸吨）	150000
蒸汽价格（元/蒸吨）	180
运营市场空间（亿元）	2700

来源：中泰证券研究所

- **热电联产是工业锅炉改造的重要方式：**与分散的链条锅炉供热相比，热电联产供热主要有以下两方面的优势：（1）经济效益相对较好。热电联产供热的锅炉（高温高压循环流化床锅炉）容量比较大，热效应较高，几乎可以达到 90%以上，然而分散供热（链条锅炉）的锅炉容量相对较小，其热效率就相对较低，只有 60%；（2）环境效益相对较好。热电联产供热可以减少灰尘和废弃的产生，并完善了除尘设施，进而减少了环境的污染程度，大大降低了城市的污染。
- 热电联产项目能够充分利用能源，取得最大的能源利用效益，减少资源浪费和环境污染。在环保要求不断提高的时代，热电联产凭借着高效率、低能耗、低污染的特点成为了工业锅炉改造的重要方式。
- **热电联产项目盈利良好：**根据对各上市公司工业园区热电联产部分项目的梳理，我们发现，项目投资回收期都在 5~7 年左右，盈利能力良好。

图表 21：工业园区热电联产项目盈利能力良好

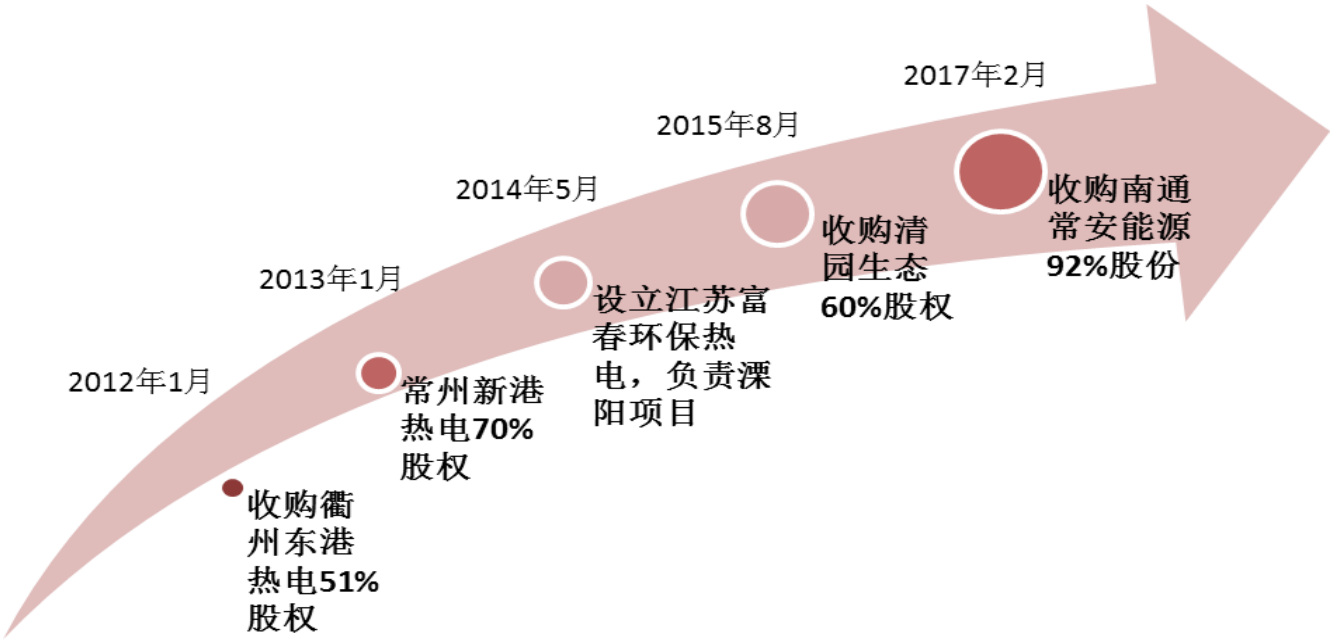
公司	项目名称	项目状态	项目规模	投资总额（亿元）	净利润（万元）	项目回收期
富春环保	东港扩建项目	已投产	450t/h	3.2	6336	5年
	新港改扩建项目	计划	440t/h	4.0	5282	7.6年
长青集团	满城项目	计划	1300t/h	9.2	13143	7年
亿利洁能	沂水项目一期	计划	60t/h	0.5	1560	3.2年

来源：公司公告，中泰证券研究所

外延不断，模式复制见成效

- **外延并购历程：**公司在上市初期，热电业务集中于富阳地区。2012 年以来，公司不断进行外延并购及投资新建的方式进行“固废处置+节能环保”模式的复制，目前已经形成了富阳、衢州、常州、溧阳四大产业基地，包含计划改扩建项目后，总装机容量可达 313MW，供热能力达 2830 吨/小时，日处理垃圾 1000 吨，日处理污泥（含水 80%）6000 吨。

图表 22：工业园区热电联产项目盈利能力良好



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **东港热电**：公司 2012 年出资 2.7 亿元收购衢州东港热电 51%股权，东港园区位于衢州经济开发区，该园区是国家经济开发区，园区内企业包括旺旺集团、梅林正广和食品等，公司下游客户包括造纸、医药、食品等企业。东港热电，二期扩建项目全部完成后，供热能力可达 450t/h。
- **新港热电**：公司 2013 年 1 月出资 2.7 亿元收购常州新港热电 70%股份，新港热电位于国家级高新技术园区常州市新北滨江工业区，园区已规划“12345”产业发展目标，即通过培育 10 家以上五十亿元企业和 20 家以上上市企业，引进 30 个左右总投资超十亿元的大型重点项目，形成装备制造、新能源、新材料、现代服务业 4 个千亿级产业集群和 5 千亿元的工业总产值。目前公司已形成四炉三机的生产规模，公司技改扩建完成后，供应蒸汽将超过 300 万吨。
- **溧阳项目**：溧阳项目由公司出资设立的江苏富春江环保热电有限公司负责投资建设，项目计划投资 4.98 亿元，拟建设 3 台 110t/h 燃煤锅炉和 2 台 15MW 背压式汽轮发电机组。溧阳项目所在的江苏中关村科技产业园是中关村在北京市外设立的第一个科技产业园区，被明确为省级高新技术开发区。

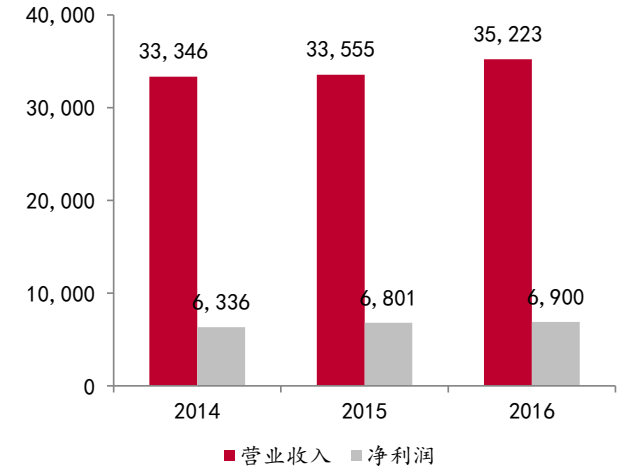
图表 23：工业园区热电联产项目盈利能力良好

基地	发电装机（MW）（包含改扩计划）	供热能力（t/h）（包含改扩计划）	2016年利润（万元）	供热区域
富阳基地	172	1250	8233	富阳地区
衢州东港	72	450	6900	衢州经济技术开发区
常州新港	54	800	6919	常州市新北滨江工业区
江苏溧阳	15	330	299	江苏中关村科技产业园
常安能源	24	300	-1035	常安纺织科技园
合计	**337**	**3130**		

来源：公司公告，中泰证券研究所

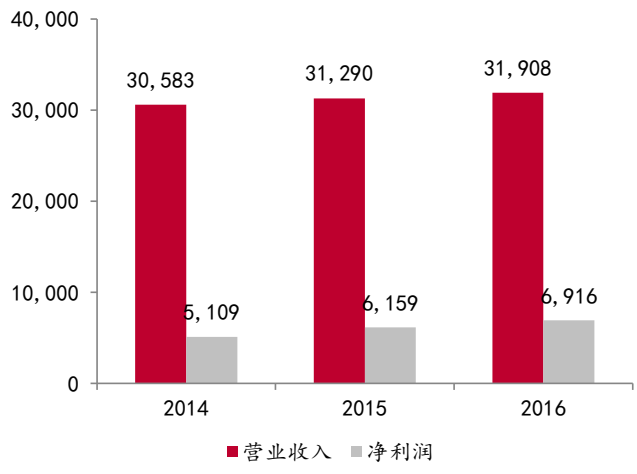
- **已并购项目盈利情况良好**：公司并购项目运行稳定，东港热电和新港热电近三年营业收入和净利润稳步增长，2016 年东港热电实现营收 3.5 亿元，净利润 6900 万元，新港热电实现营收 3.2 亿元，净利润 6916 万元；溧阳项目开始对外供热，2016 年实现营收 7380 万元，净利润 299 万元。未来，随着东港热电和新港热电所在工业园区企业数量的增加以及溧阳项目的全面运行，将成为公司稳定的利润增长点。

图表 24：东港热电营收及利润稳定增长（万元）



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 25：新港热电营收及利润稳定增长（万元）



来源：公司公告，中泰证券研究所

外延并购继续扩张，挖掘新增长点

- **拟收购南通常安能源 92%股份**：公司拟以自有资金出资人民币 16,634 万元收购寰亚能源所持有的南通常安能源有限公司 92%股权。**常安能源地处江苏省南通市海安县的国家级经济技术开发区——常安纺织科技园，是园区内唯一的公共热源点。**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，常安能源未来具备较好的发展空间和市场前景。**常安能源目前正在进行项目建设，建设规模为“三炉二机”（3×75t/h 循环流化床锅炉+2×CB10MW 机组），总投资规模 4 亿元左右。**
- **定增募集资金投入外延项目**：公司于 2017 年 3 月份发布了修订后的非公开发行预案，拟募资总额不超过 9.2 亿元，其中 3 亿元用于收购新港热电 30%股份，3 亿元用于新港热电改扩建项目，1.3 亿元用于溧阳市北片区热电联产项目，1.9 亿元用于富阳本部的烟气治理技术改造和燃烧系统技术改造。**定增募集资金所投入的项目均有望带来稳定利润点：**新港热电盈利稳定，改扩建项目完成后预计年均可带来利润 5282 万元；溧阳市北片区热电联产项目完成后预计年均可带来利润 5555 万元；燃烧系统技术改造项目完成后预计年均可增加收入 1800 万元，实现利税 270 万元，同时节省成本 1172 万元。

图表 26：募投资金投入项目

项目	投资总额（万元）	募集资金投入额（万元）	项目详细
收购新港热电30%股份	30,000	30,000	
新港热电改扩建项目	39,561	30,000	项目拟建设2台220t/h高温超高压循环流化床锅炉，同时配套1台B6MW背压式汽轮发电机组；预计投产后年均销售收入21032万元，年均净利润5282万元
烟气治理技术改造项目	12,161	11,000	对富阳本部现有全部1#至9#的9台锅炉尾气净化系统进行技术升级改造
燃烧系统技术改造项目	9,430	8,000	对富阳本部1#和3#炉进行升级改造，项目实施后，每年能增加销售收入约1800万元，实现利税270万元，并节约用煤量1万吨以上，至少为公司节约经营成本1172万元。
溧阳市北片区热电联产项目	49,722	13,000	拟建设3台高温高压110t/h循环流化床锅炉和2台15MW背压式汽轮发电机组以及相应的辅助配套设施；项目投产后预计将实现年均销售收入26027万元，年均净利润5555万元
合计	**140,875**	**92,000**	

来源：公司公告，中泰证券研究所

四、治理结构优化，股价具备安全边际

新管理层更加年轻，利益绑定进一步激发活力

- 2016 年 3 月 16 日，公司管理层发生变更，原公司董事长吴斌因工作变动原因辞去董事长职务，公司副总张杰担任董事长，新管理层更加年轻、更具活力，有望加速公司在“固废处置+节能环保”模式的布局。
- 张杰曾赴法国雷恩大学和法国克莱蒙费朗高等商业学院留学,获国际商务和国际项目工程硕士及法国高级商务师资格证书,曾任法国工商会下属的依康管理咨询公司法国总部亚洲市场部经理助理、中国市场部副经

理，具有良好的学历和丰富的管理经验。

- 张杰、吴斌和张中梅等高管参与定增和员工持股，实现利益绑定。**我们认为，管理层变更+高管利益绑定，将提高管理层动力，业绩增长有望超预期。**

图表 27：高管利益绑定

	张杰	吴斌	张中梅
定增持股（万股）	125	327	125
员工持股（万股）	23	68	30
合计	148	395	155
占目前股份比例	0.19%	0.50%	0.19%

来源：公司公告，中泰证券研究所

股价具备安全边际

- **员工持股计划持仓均价 11.78 元/股：**2015 年 12 月 4 日，公司完成员工持股计划，共计购买公司股票 455 万股，持仓均价为 11.78 元/股，成交金额为 5359.90 万元，锁定期 12 个月。
- **定增发行底价 11.52 元/股：**公司 2016 年 11 月 2 日发布非公开发行股票预案：拟非公开发行股票不超过 7986 万股，募集资金不超过 9.2 亿元，发行底价为 11.52 元/股。
- **实际控制人多次增持，增持均价 12.93 元/股：**公司实际控制人孙庆炎从 2015 年 7 月份第一次增持开始至今已经增持 4 次，累积金额为 5017 万元，增持股份平均成本为 12.93 元/股。
- **可以发现，员工持股计划持仓均价、定增发行底价、实际控制人增持均价与目前股价 12.59 元/股相差不多，股价具备安全边际。**

图表 28：公司股价具备安全边际

项目	时间	数量（万股）	交易价格（元/股）
实际控制人增持均价	2015/7/16	119.84	12.44
	2015/7/17	75.78	13.51
	2015/8/12	30.84	16.27
	2016/8/26	161.41	12.40
	合计		**12.94**
员工持股计划持仓均价	2015/12/4	455	**11.78**
定增发行底价	2016/11/2		**11.52**
目前股价	2017/3/10		**12.59**

来源：公司公告，中泰证券研究所

投资建议

- 公司通过持续外延并购打造“固废处置+节能环保”模式，业绩有望持续增长。公司员工持股计划持仓均价、定增发行底价、实际控制人增持均价与现价 12.68 元/股接近，股价具备安全边际。预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.58、0.73、0.89 元，对应 PE 为 22X、17X、14X，目标价 17.4 元，给予“买入”评级

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**2,876.8**	**2,699.3**	**3,374.1**	**4,052.3**	**4,716.8**	**成长性**					
减:营业成本	2,418.4	2,146.5	2,496.8	2,958.2	3,396.1	营业收入增长率	-22.9%	-6.2%	25.0%	20.1%	16.4%
营业税费	7.5	7.7	9.8	11.8	13.7	营业利润增长率	4.6%	24.3%	96.5%	27.1%	23.4%
销售费用	8.9	7.0	8.4	10.1	11.8	净利润增长率	5.0%	35.0%	89.2%	24.9%	21.9%
管理费用	121.2	151.0	185.6	222.9	259.4	EBITDA增长率	12.3%	25.8%	51.4%	22.4%	19.3%
财务费用	52.4	59.7	38.2	43.6	42.9	EBIT增长率	8.5%	22.6%	75.7%	26.4%	22.1%
资产减值损失	13.6	10.9	10.0	10.0	10.0	NOPLAT增长率	6.7%	25.8%	81.3%	26.4%	22.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	33.3%	-2.0%	10.5%	-5.5%	7.5%
投资和汇兑收益	2.3	3.3	3.0	3.0	3.0	净资产增长率	26.8%	2.4%	29.1%	15.8%	15.4%
营业利润	**257.1**	**319.7**	**628.3**	**798.8**	**986.0**	**利润率**					
加:营业外净收支	33.2	54.5	53.3	52.8	52.5	毛利率	15.9%	20.5%	26.0%	27.0%	28.0%
利润总额	**290.3**	**374.2**	**681.6**	**851.6**	**1,038.4**	营业利润率	8.9%	11.8%	18.6%	19.7%	20.9%
减:所得税	57.2	66.0	102.2	127.7	155.8	净利润率	6.3%	9.1%	13.7%	14.3%	15.0%
净利润	**181.4**	**244.9**	**463.5**	**579.1**	**706.1**	EBITDA/营业收入	15.6%	20.9%	25.3%	25.8%	26.5%
资产负债表	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**	EBIT/营业收入	10.8%	14.1%	19.8%	20.8%	21.8%
货币资金	585.2	710.4	1,687.0	2,836.6	3,301.8	**运营效率**					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	219	291	250	209	179
应收帐款	387.5	366.3	571.0	554.7	755.6	流动营业资本周转天数	34	21	23	24	24
应收票据	201.6	89.2	285.7	164.6	359.5	流动资产周转天数	166	190	227	299	331
预付帐款	102.6	47.2	142.6	91.6	163.0	应收帐款周转天数	48	50	50	50	50
存货	81.3	129.7	88.7	176.7	135.1	存货周转天数	13	14	12	12	12
其他流动资产	70.2	70.7	70.0	70.0	70.0	总资产周转天数	551	676	627	634	619
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	403	485	404	344	298
持有至到期投资	-	-	-	-	-	**投资回报率**					
长期股权投资	273.8	242.6	227.6	212.6	197.6	ROE	6.6%	8.6%	12.6%	13.8%	14.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.7%	6.0%	8.8%	9.4%	10.3%
固定资产	2,029.7	2,339.8	2,354.8	2,355.6	2,341.7	ROIC	9.0%	8.5%	15.7%	18.0%	23.3%
在建工程	459.9	366.5	373.2	378.6	382.9	**费用率**					
无形资产	326.0	316.0	316.0	315.6	314.9	销售费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
其他非流动资产	470.2	471.6	495.2	509.5	520.7	管理费用率	4.2%	5.6%	5.5%	5.5%	5.5%
资产总额	**4,987.8**	**5,150.1**	**6,611.8**	**7,666.1**	**8,542.8**	财务费用率	1.8%	2.2%	1.1%	1.1%	0.9%
短期债务	747.0	812.0	1,088.3	1,274.2	1,474.3	三费/营业收入	6.3%	8.1%	6.9%	6.8%	6.7%
应付帐款	404.5	495.2	614.5	700.3	809.1	**偿债能力**					
应付票据	98.0	62.3	91.1	107.8	122.4	资产负债率	37.2%	37.7%	37.3%	37.4%	35.1%
其他流动负债	146.7	506.5	234.4	304.8	357.2	负债权益比	59.1%	60.4%	59.6%	59.7%	54.2%
长期借款	-	-	119.1	198.3	16.4	流动比率	1.02	0.75	1.40	1.63	1.73
其他非流动负债	457.5	64.1	321.1	280.9	222.0	速动比率	0.96	0.68	1.36	1.56	1.68
负债总额	**1,853.7**	**1,940.1**	**2,468.6**	**2,866.3**	**3,001.5**	利息保障倍数	5.91	6.35	17.45	19.33	24.01
少数股东权益	**403.5**	**354.1**	**469.9**	**614.7**	**791.2**	**分红指标**					
股本	796.4	796.4	796.4	796.4	796.4	DPS(元)	0.15	0.10	0.12	0.15	0.18
留存收益	1,934.3	2,059.6	2,877.0	3,388.8	3,953.7	分红比率	65.9%	32.5%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	**3,134.1**	**3,210.0**	**4,143.3**	**4,799.8**	**5,541.3**	股息收益率	1.2%	0.8%	0.9%	1.1%	1.4%
现金流量表	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**	**业绩和估值指标**	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
净利润	233.1	308.2	463.5	579.1	706.1	EPS(元)	0.23	0.31	0.58	0.73	0.89
加:折旧和摊销	140.4	190.5	188.3	204.3	220.3	BVPS(元)	3.43	3.59	4.61	5.26	5.96
资产减值准备	13.6	10.9	-	-	-	PE(X)	55.7	41.2	21.8	17.4	14.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.7	3.5	2.7	2.4	2.1
财务费用	58.0	63.0	38.2	43.6	42.9	P/FCF	-28.9	34.1	19.6	9.4	23.7
投资收益	-2.3	-3.3	-3.0	-3.0	-3.0	P/S	3.5	3.7	3.0	2.5	2.1
少数股东损益	51.7	63.2	115.9	144.8	176.5	EV/EBITDA	25.9	22.2	12.2	9.2	7.5
营运资金的变动	-252.9	14.5	-363.6	226.1	-288.7	CAGR(%)	45.9%	42.0%	38.4%	45.9%	42.0%
经营活动产生现金流	**226.2**	**563.9**	**439.3**	**1,194.8**	**854.1**	PEG	1.2	1.0	0.6	0.4	0.3
投资活动产生现金流	**-434.3**	**-186.5**	**-207.0**	**-207.0**	**-207.0**	ROIC/WACC	0.9	0.9	1.6	1.9	2.4
融资活动产生现金流	**301.0**	**-267.2**	**744.3**	**161.7**	**-181.9**	REP	3.4	3.9	1.6	1.4	1.0

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。