

强烈推荐-A (维持)

富春环保 002479.SZ

目标估值: 18.8 元

当前股价: 13.78 元

2017 年 04 月 09 日

价值再认识, 不同寻常的历史并购之路

基础数据

| | |
|-------------|-----------|
| 上证综指 | 3281 |
| 总股本 (万股) | 79635 |
| 已上市流通股 (万股) | 72777 |
| 总市值 (亿元) | 107 |
| 流通市值 (亿元) | 98 |
| 每股净资产 (MRQ) | 3.6 |
| ROE (TTM) | 8.6 |
| 资产负债率 | 37.7% |
| 主要股东 | 浙江富春江通信集团 |
| 主要股东持股比例 | 38.0% |

股价表现

| % | 1m | 6m | 12m |
|------|----|----|-----|
| 绝对表现 | 5 | -0 | 30 |
| 相对表现 | 3 | -8 | 22 |

资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《富春环保 (002479) ——业绩为底, 并购持续》2017-03-29

朱纯阳

010-57601855
zhucy3@cmschina.com.cn
S1090515060001

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn
S1090513100003

我们对富春环保的理解与市场不同之处, 在于通过对富春环保历史收购之路的回顾发现其收购具备资金折价和管理折价的特点, 由于两者具备可复制性, 通过资产负债情况和现金流重构利润表, 可以发现, 若公司以此收购模式复制下去, 即使现有项目盈利不再增长、其他环保业务完全不涉及, 公司仅凭热电业务主业 2020 年可达 10 亿净利润, 20 倍 PE 估值, 则 2019 年底可达到 200 亿市值, 按极限 15% 折现率, 折现到 2017 年底, 公司可达到 150 亿市值。

我们认为年底 150 亿市值仅是富春环保目标市值的下限, 公司在传统主业之外, 也在研发储备新技术、酝酿新业务, 环保新业务领域的涉足, 还将带来更多提升空间。我们先按 150 亿元市值给予目标价, 维持“强烈推荐-A”评级。

- **富春环保主业并购有 10 亿净利润潜力, 2019 年底 200 亿市值折现至 2017 年底, 有 150 亿市值的确定成长空间。**自 2012 年以来, 公司几乎每年都有以自有资金完成的新项目并购, 且项目在并购 2-3 年内均实现了利润大幅增厚。从盈利稳态对应的 PE 估值来看, 富春环保收购热电项目的估值仅为 6-8 倍, 故对业绩的增厚极为明显。公司目前在手现金充沛, 资产负债率也还较低, 以自有资金并购增厚业绩的潜在空间仍然很大。我们从现金流量表及资产负债表出发, 对公司的利润表成长潜力进行了重构, 在最中性假设下 (60% 负债率水平、9 倍 PE 估值收购), 2020 年公司可完全凭自有资金并购实现 10.1 亿归属净利润规模, 20 倍 PE 估值, 则 2019 年底可达到 200 亿市值, 按极限每年 15% 折现率, 折现到 2017 年底, 公司可达 150 亿市值。
- **富春低 PE 收购模式成功的关键——资金折价。**热电业务良好的现金流状况、以及公司极低的负债率水平, 是公司收购扩张的资金基础。而在充沛现金流的基础上, 富春环保还拥有较低的资金成本, 我们对富春环保历年来的有息负债和财务费用进行分析测算, 可以得到公司历年资金成本约 4.5% 左右利率水平, 仅略高于 10 年期国债利率, 属于较低的资金成本水平。
- **富春低 PE 收购模式成功的关键——管理层折价。**在资金充沛且成本低的基础上, 可实现低 PE 收购热电资产的必要条件则是收购标的的管理层折价, 对应到富春则是管理溢价。从公司历史收购中可以看到, 在富春收购完成后, 通过管理进驻、技术改良, 项目实现了盈利能力提升及利润快速增长。正是因为富春环保的管理层加持可以提升收购项目的盈利能力, 富春环保才能够实现低 PE 估值的项目收购, 而这也是单纯拥有资金优势的企业所不具备的。
- **投资建议:** 主业凭自有资金并购扩张可达的年底 150 亿市值仅是富春环保目标市值的下限, 公司在传统主业之外, 也在研发储备新技术、酝酿新业务, 环保新业务领域的涉足, 将带来更多市值提升空间。我们先按目标市值 150 亿元, 对应目标价 18.8 元, 维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示:** 新项目投产进度偏慢; 新业务拓展进度低于预期。

1、富春环保的历史收购之路回顾——低估值、高频率

(1) 历史并购的高频率

上市之初，富春环保主要经营区域在浙江省富阳市（全国百强县），满足当地三大造纸园区的供热供电需求。2012年开始，公司通过“外延并购+投资新建”两种模式开启异地扩张进程。目前，公司已有富阳（包括富阳本部和清园生态）、衢州（东港热电）、常州（新港热电）、江苏溧阳（江苏热电）共四大基地，以及2017年拟新并购的南通常安（南通常安能源）。可以看到，自2012年以来，公司几乎每年都有以自有资金完成的新项目并购，并在未来2-3年内实现了利润大幅增厚。

图1：2012年以来富春环保收购之路



资料来源：公司公告，招商证券

(2) 历史并购的低估值及利润增厚

从并购项目的盈利情况来看，在富春环保对新项目并购完成后，凭借管理进驻、技术改造对于新项目的盈利增长具有积极作用，项目净利率持续提升至20%左右，且项目收入往往在2-3年内还有大幅提升，带动净利润绝对值增长，对公司业绩有明显增厚。而从盈利稳态对应的PE估值来看，富春环保收购热电项目的估值均较低，在6-8倍。

- **收购PE估值计算：**对于热电联产运营类项目的PE估值应看其正常生产负荷下全年的稳定收益作为基数、而非刚投产时产能利用率还不够时的水平；从新港、东港项目2015、2016年的净利润可以看到，项目盈利已较为稳定，净利率约20%，对应PE估值具备参考性，收购PE估值均在6-8倍。而清园生态、江苏热电项目均还未达到正常盈利状态，净利率还处于10%以下的非正常水平，因此PE暂不具备参考性，但也可以看到项目收益在逐年持续提升。

表1：富春环保控股热电联产项目盈利逐年增厚收购PE估值情况

| 公司名称 | 总投资 (亿元) | 股比 | 净利润 (万元) | | | | | 净利率 (%) | | | | 盈利稳态下 PE (2016) |
|------|----------|------|----------|------|-------|------|-------|---------|------|------|------|-----------------|
| | | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | |
| 清园生态 | 24000 | 60% | | | -1512 | 342 | 2873 | - | -6.9 | 6.5 | 8.1 | 7.8 |
| 东港热电 | 27285 | 51% | 4961 | 5756 | 6336 | 6801 | 6900 | 18.7 | 19.0 | 20.3 | 19.6 | |
| 新港热电 | 28752 | 70% | | 5091 | 5109 | 6159 | 6919 | 17.5 | 16.7 | 19.7 | 21.7 | |
| 江苏热电 | 15000 | 100% | | | -188 | -636 | 299 | - | - | - | 4.1 | |
| 常安能源 | 24000 | 92% | | | | - | -1035 | - | - | - | - | |

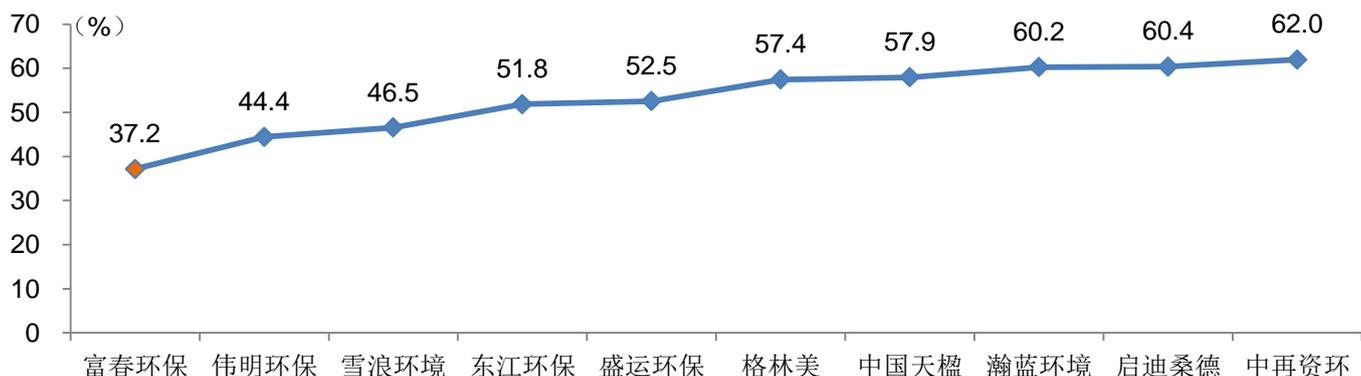
资料来源：公司公告，招商证券（备注：其中新港热电、江苏热电后续有少量追加投资，已合并加入总投资中）

2、富春低 PE 收购模式成功的关键——资金折价、管理层折价

(1) 低 PE 模式快速收购模式成功的关键基础——充沛的现金流及低资金成本

截至 2016 年末，富春环保资产负债率仅为 37%，远低于其他固废处理类企业 50% 以上的资产负债率水平，因此，从资产负债率角度来看，富春环保负债还有较大提升空间。

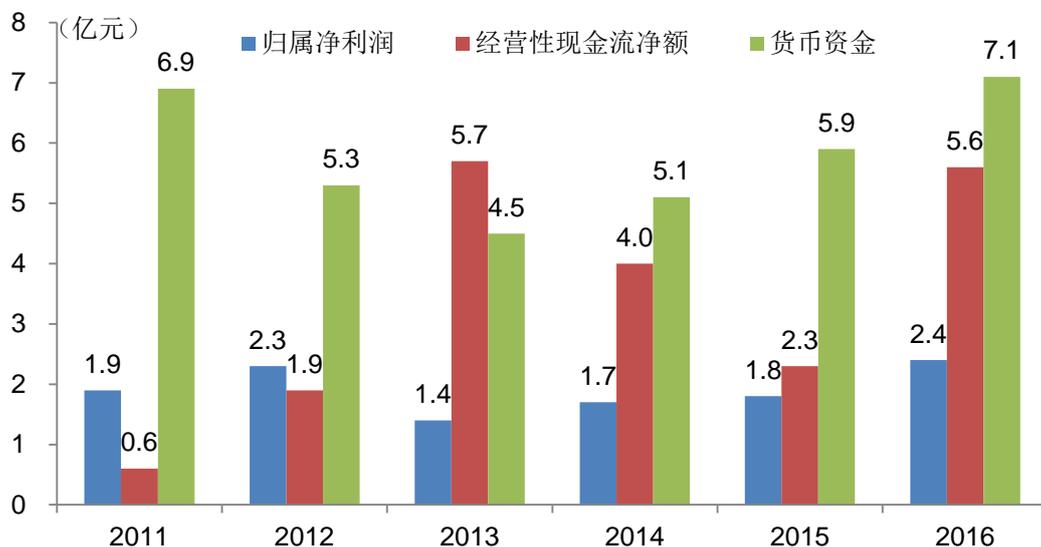
图2：富春环保及其他固废处理类公司资产负债率比较（按2015年年报数据）



资料来源：WIND，招商证券

同时，富春环保的热电业务现金回流极好，2013-2016 年每年经营性现金流净额均高于净利润，且在手货币资金充裕，截至 2016 年末，公司仍有在手货币资金 7.1 亿元。

图3：2011-2016年富春环保经营性现金流净额及货币资金情况



资料来源：WIND，招商证券

热电业务良好的现金流状况、以及公司极低的负债率水平，是公司凭借自有资金快速收购扩张的资金基础。而在充沛现金流的基础上，富春环保还拥有较低的资金成本。

我们对富春环保历年来的有息负债和财务费用进行分析测算，可以得到公司历年资金成本的平均水平，约 4.5% 左右利率水平，仅略高于 10 年期国债利率，属于较低的资金成本水平。

表 2: 富春环保资金成本测算

| 项目 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| EBITDA/营业总收入 (%) | 16.9 | 14.3 | 11.3 | 16.8 | 23.1 |
| EBITDA (万元) | 45734.9 | 45319.2 | 42199.6 | 48282.7 | 62419.7 |
| EBITDA/带息债务 | 1.0 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.5 |
| 带息债务 (万元) | 47426.8 | 92410.8 | 92626.0 | 135031.7 | 129038.6 |
| 财务费用 (万元) | 691.8 | 4615.0 | 3940.6 | 5239.3 | 5973.7 |
| 其中: | | | | | |
| 利息收入 (万元) | 1101.1 | 757.2 | 1527.6 | 589.3 | 599.8 |
| 现金折扣收入 (万元) | 26.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 资金成本 | 1.5% | 5.0% | 4.3% | 3.9% | 4.6% |

资料来源: wind, 招商证券

图 4: 10年期国债收益率水平与富春环保资金成本比较



资料来源: WIND, 招商证券

(2) 低 PE 模式快速收购模式成功的必要条件——管理层折价

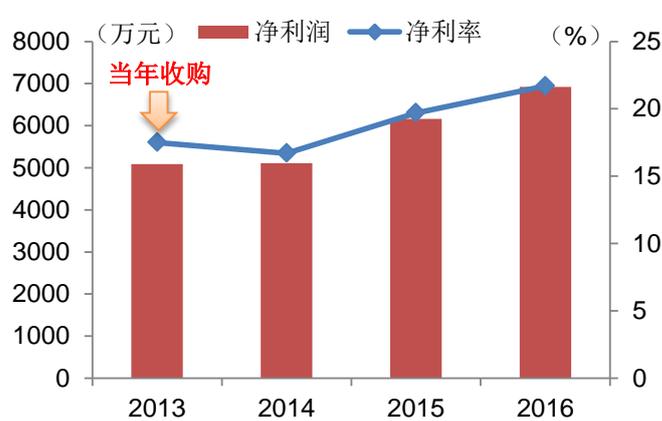
在资金充沛且成本低的基础上, 可实现低 PE 收购热电资产的必要条件则是收购标的的管理层折价, 而对应到富春则是管理溢价。从公司历史收购的新港、东港项目可以看到, 在富春收购完成后, 通过管理进驻、技术改良, 收购项目净利率水平均有所提升, 并在 2-3 年达到更高的稳定盈利水平。而江苏溧阳、清园生态两项目则在收购当年盈利水平都极低甚至不盈利, 富春收购完成后, 项目实现了利润的高速增长以及盈利能力提升。

图 5: 富春环保东港热电历史盈利情况



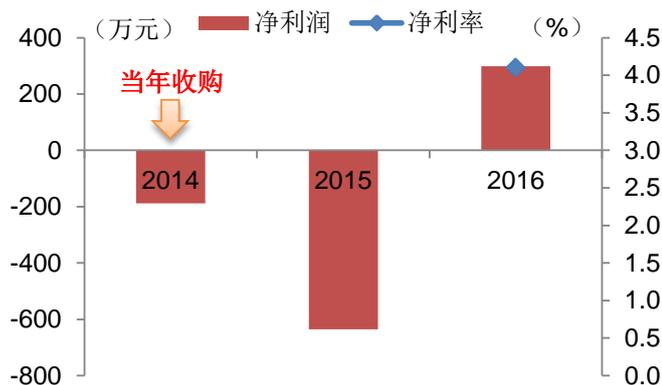
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 6: 富春环保新港热电历史盈利情况



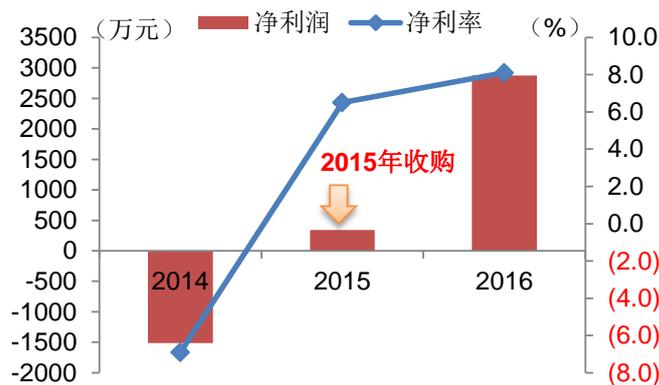
资料来源: 公司公告, 招商证券

图7：富春环保江苏热电历史盈利情况



资料来源：公司公告，招商证券

图8：富春环保清园生态历史盈利情况



资料来源：公司公告，招商证券

正是因为富春环保的管理层加持可以提升收购项目的盈利能力，富春环保才能够实现低PE估值的项目收购，而这也是其他单纯拥有资金优势的企业所不具备的。

3、收购模式继续复制，富春未来依靠自有资金收购的盈利潜力

从更长远的未来来看，公司目前在手现金充沛，资产负债率也还较低，以自有资金并购增厚业绩的潜在空间仍然很大，以强大现金流为基础的并购模式持续推进，将保障公司主业持续增长。接下来，我们通过不同的负债率和收购估值假设，测算分析到2020年富春环保完全凭借自有资金实现利润增长的空间。

首先，我们以公司2016年各项数据为基础，在产能扩大、利用率提升、价格上涨的三重利好下，预计公司2017年可实现归属净利润接近翻倍，约4.5亿元左右净利润。若按最保守假设，2018、2019、2020年公司已有项目收益均不再增长、每年归属净利润稳定在4.5亿元（实际后续仍有扩产和产能利用率提升，利润仍有增长），以每年4.5亿净利润作为净资产增加、以及货币资金增加的来源，估算到2020年，公司将拥有净资产规模50.1亿元，货币资金25.1亿元。按50%、60%、70%三种负债率假设得到2020年不同情境下总资产、负债规模、以及负债增加对应带来的财务费用，如下表所示。

表3：富春环保2020年不同资产负债率假设下资产负债及财务费用状况

| 项目 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E (不同负债率假设) | | |
|------------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|--------------------|-------|-------|
| | | | | | | | | | | 50% | 60% | 70% |
| 资产负债率 | 10% | 26% | 36% | 35% | 37% | 38% | | | | | | |
| 总资产 (亿元) | 21.0 | 28.6 | 35.8 | 38.2 | 49.9 | 51.5 | | | | 100.2 | 125.3 | 167.0 |
| 负债 (亿元) | 2.0 | 7.3 | 12.8 | 13.5 | 18.5 | 19.4 | | | | 50.1 | 75.2 | 116.9 |
| 净资产 (亿元) | 19.0 | 21.3 | 23.0 | 24.7 | 31.3 | 32.1 | 36.6 | 41.1 | 45.6 | 50.1 | 50.1 | 50.1 |
| 归属净利润 (亿元) | 1.9 | 2.3 | 1.4 | 1.7 | 1.8 | 2.4 | 4.5 | | | | | |
| 财务费用 (亿元) | -0.3 | 0.1 | 0.5 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | | | | 2.4 | 3.9 | 6.5 |
| 货币资金 (亿元) | 6.9 | 5.3 | 4.5 | 5.1 | 5.9 | 7.1 | 11.6 | 16.1 | 20.6 | 25.1 | 25.1 | 25.1 |

资料来源：WIND，招商证券

同时，按2020年不同的负债率水平下的可用资金、以及并购PE（8、9、10倍）假设，得到不同情境下，公司完全通过自有资金实现增长的空间如下表所示。

- **并购 PE 的假设依据：**根据第一部分对历史收购项目盈利的分析可以看到，新港、东港项目的收购 PE 估值均在 6-8 倍。考虑未来收购价格的提升，我们按 8-10 倍 PE 估值区间给予测算假设。

通过测算可以看到，在最中性假设下（60%负债率水平、9 倍 PE 估值收购），2020 年公司可完全凭自有资金并购实现 10.1 亿归属净利润规模，持续增长有保障。

表 4：富春环保不同负债率及收购 PE 估值下，2020 年全凭自有资金实现的净利润增长空间

| 单位（亿元） | 负债率 50% | 负债率 60% | 负债率 70% |
|--------------------------------|-------------|-------------|--------------|
| 增加负债 | 30.7 | 55.8 | 97.5 |
| 负债增加带来的财务费用增加（按 6%年利率算） | 1.8 | 3.3 | 5.9 |
| 货币资金 | 25.1 | 25.1 | 25.1 |
| 可用于并购的“资金+负债” | 55.8 | 80.9 | 122.6 |
| 若按 10 倍 PE 估值并购，在 4.5 亿基础上增厚利润 | 5.58 | 8.085 | 12.26 |
| 2020 年净利润 | 8.2 | 9.2 | 10.9 |
| 若按 9 倍 PE 估值并购，在 4.5 亿基础上增厚利润 | 6.2 | 8.983333 | 13.62222 |
| 2020 年净利润 | 8.9 | 10.1 | 12.3 |
| 若按 8 倍 PE 估值并购，在 4.5 亿基础上增厚利润 | 6.975 | 10.10625 | 15.325 |
| 2020 年净利润 | 9.6 | 11.3 | 14.0 |

资料来源：招商证券

4、管理层更迭后资本运作更积极，并购扩张还有望提速

2016 年 3 月 16 日，公司原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，管理层发生变更。

- **张杰：**1977 年 10 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历，中共党员。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。现任本公司董事，副总经理兼董事会秘书，常州市新港热电有限公司董事长，衢州东港环保热电有限公司董事。

原董事长吴斌先生出生于 1967 年，而新任董事长张杰先生出生于 1977 年，管理层更迭为富春环保公司注入了年轻活力。此外，从张杰先生简历来看，拥有商务、工程项目管理等多方面学习经验，并有管理咨询公司工作经验，在商务管理、以及资本运作推动上均有丰富经验。

2015 年 7 月，富春环保曾非公开发行股票，募集资金 4.78 亿元用于补充流动资金。而 2016 年 3 月份，新董事长张杰先生上任后即快速推动了第二次非公开增发（2016 年 11 月发布预案），拟募集资金 9.2 亿元，收购新港热电 30% 股权、以及用于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、溧阳北片区热电联产项目。可以看到，新董事长上任后，资本运作速度加快，新港热电等项目的剩余股权收购也快速启动，未来并购扩张还有望提速。

5、投资建议

2017 年，公司管理运作、业务发展都将迎来新气象，目前公司在手现金充沛，资本运作预期强烈，或存在超预期可能，并有望迎来业绩、估值双提升，维持“强烈推荐-A”评级。

已有项目产能将继续扩大、产能利用率持续提升，以及供热价格上涨三方面积极因素将促进 2017 年业绩大幅增长，公司拥有充沛在手现金、资产负债率有较大提升空间，仅凭自有资金就拥有持续并购成长的潜力，中性来看，我们测算公司全凭自有资金和负债率提升，到 2020 年拥有并购达到 10 亿净利润规模的潜在能力；同时，公司在传统主业之外，也在研发储备新技术、酝酿新业务，环保新业务领域的涉足，还将带来估值的提升空间。

我们预计，公司 2017 年和 2018 年预计将实现归属母公司净利润为 4.5 和 5.9 亿元，若公司以此收购模式复制下去，即使现有项目盈利不再增长、其他环保业务完全不涉及，公司热电业务主业 2020 年可达 10 亿净利润，20 倍 PE 估值，则 2019 年底可达到 200 亿市值，按极限每年 15% 折现率，折现到 2017 年底，公司可达 150 亿市值。而这 150 亿市值还仅是富春环保目标市值的下限，公司在传统主业之外，也在研发储备新技术、酝酿新业务，环保新业务领域的涉足，还将带来更多提升空间。我们先按 150 亿元市值，对应目标价 18.8 元，维持“强烈推荐-A”评级。

6、风险提示

新项目投产进度偏慢；新业务拓展进度低于预期。

大盘系统性风险。

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，现为招商证券环保行业分析师。

弋隽雅：中国社科院硕士，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

王啸：北航硕士，CFA，曾就职于神华海外公司，2015 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》2016 年环保行业最佳分析师第二名、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；《金牛奖》2016 年最佳分析师第二名；《Wind 资讯》2016 年金牌分析师第一名。《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。