

# 富春环保 (002479.SZ)

## 本部热电业务量价齐升，一季度业绩大增 83.7%

### 核心观点:

- **公司一季度业绩增长 83.7%，2017 年上半年有望继续保持高增长**

公司 2017 年一季度实现营收 7.93 亿元，同比增加 20.01%，归母净利润 8098 万元，同比增加 83.67%。主要系公司在富阳地区完善了原有《煤热价格联动机制》并上调供热价格，公司所处园区下游造纸、化工等行业回暖热需求增长，及异地新建项目产能释放所致。受益于公司热电板块盈利增强，剥离煤炭等业务优化产业结构，公司一季度公司综合毛利率 19.9%，净利率 10.2% 创近五年来新高。公司预告 2017 上半年归母净利润 1.97-2.21 亿元，同比增长 60%-80%，有望继续保持高增长。

- **“固废+热电”异地复制加速，产能仍有进一步提升空间**

公司富阳、衢州、常州、溧阳 4 个产能基地已于 2016 年底全部投产。目前公司年供热能力 2535t/h，总装机容量 283MW。报告期内，新港热电剩余 30% 股权完成工商变更登记，考虑到东港热电在建 1 机 1 炉、溧阳产能、新港扩建供热产能提升、常安能源的产能贡献，未来公司供热能力有望超 3000t/h，装机容量有望超 320MW。

- **非公开发行获证监会受理，期待外延发展**

公司非公开发行于 2017 年 4 月 11 日获证监会受理，根据再融资新政调整后的增发预案与调整前相比，取消了发行底价，将定价基准日定为发行期首日。增发完成后有望提高公司资金实力，进一步推动公司外延扩张的步伐。报告期内，常安能源 92% 的股权已于 2 月完成工商变更登记，公司正打造第五大产业基地，产能有望加速释放。

- **内生增长+外延扩产推动业绩高增长，维持“买入”评级**

预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.59、0.78、0.98 元，对应 PE 分别为 23、18、14 倍。公司未来外延并购仍将加速，推广以热电联产为基础，打造污泥、垃圾等环保业务的综合静脉园模式不断扩张！董事长换帅后公司资本运作加快，建议关注公司增发募资进程，维持“买入”评级。

**风险提示** 热力需求波动导致利润率波动；项目扩产进度低于预期；增发进度低于预期；环保标准提升导致运营成本提升。

### 盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,876.83	2,699.26	3,364.12	3,741.25	4,162.10
增长率(%)	-22.87%	-6.17%	24.63%	11.21%	11.25%
EBITDA(百万元)	461.26	577.48	897.12	1,146.45	1,347.43
净利润(百万元)	181.39	244.93	470.46	619.89	780.31
增长率(%)	5.00%	35.03%	92.08%	31.76%	25.88%
EPS(元/股)	0.228	0.308	0.591	0.778	0.980
市盈率(P/E)	58.83	48.19	23.19	17.60	13.98
市净率(P/B)	3.91	4.13	3.28	2.76	2.31
EV/EBITDA	24.54	21.30	13.32	10.23	8.54

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格

13.64 元

前次评级

买入

报告日期

2017-04-18

### 相对市场表现



分析师: 郭鹏 S0260514030003

021-60750631

guopeng@gf.com.cn

分析师: 陈子坤 S0260513080001

010-59136752

chenzikun@gf.com.cn

### 相关研究:

富春环保(002479.SZ): 业绩增长 35%符合预期, 异地复制成效显著 2017-01-17

富春环保(002479.SZ): 拟收购南通常安能源 92% 股权, 异地复制模式不断成熟 2017-01-02

富春环保(002479.SZ): 打造“固废+热电”模式, 面向工业园区的能源+环保服务商 2016-12-14

富春环保(002479.SZ): 打造“固废+热电”模式, 面向工业园区的能源+环保服务商 2016-12-14

富春环保(002479.SZ): 打造“固废+热电”模式, 面向工业园区的能源+环保服务商 2016-12-14

富春环保(002479.SZ): 打造“固废+热电”模式, 面向工业园区的能源+环保服务商 2016-12-14

联系人: 许洁

xujie@gf.com.cn

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	1428	1413	1075	1290	1437
货币资金	585	710	300	400	500
应收及预付	692	503	623	717	754
存货	81	130	122	143	153
其他流动资产	70	71	30	30	30
<b>非流动资产</b>	3559	3737	4542	5262	5931
长期股权投资	274	243	493	593	693
固定资产	2030	2340	2732	2866	3049
在建工程	460	367	567	1067	1467
无形资产	737	744	700	685	671
其他长期资产	60	43	50	51	52
<b>资产总计</b>	4988	5150	5617	6551	7368
<b>流动负债</b>	1396	1876	1831	2061	2001
短期借款	747	812	1338	1218	1100
应付及预收	542	648	477	828	885
其他流动负债	107	416	16	16	16
<b>非流动负债</b>	457	64	40	40	40
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	398	0	0	0	0
其他非流动负债	59	64	40	40	40
<b>负债合计</b>	1854	1940	1871	2101	2041
股本	796	796	796	796	796
资本公积	1249	1249	1249	1249	1249
留存收益	685	811	1281	1901	2682
归属母公司股东权	2731	2856	3326	3946	4727
少数股东权益	403	354	419	504	600
<b>负债和股东权益</b>	4988	5150	5617	6551	7368

**现金流量表**

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	226	564	537	1227	1197
净利润	233	308	536	704	877
折旧摊销	140	190	223	263	295
营运资金变动	-219	-8	-244	237	10
其它	71	73	22	23	16
<b>投资活动现金流</b>	-434	-186	-1014	-952	-931
资本支出	-282	-162	-768	-855	-834
投资变动	-156	-37	-246	-97	-97
其他	3	12	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	301	-267	67	-175	-166
银行借款	710	1162	526	-121	-117
债券融资	-672	-1187	-408	0	0
股权融资	461	0	0	0	0
其他	-198	-242	-52	-54	-49
<b>现金净增加额</b>	93	110	-410	100	100
<b>期初现金余额</b>	506	585	710	300	400
<b>期末现金余额</b>	599	695	300	400	500

**主要财务比率**

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	-22.9	-6.2	24.6	11.2	11.2
营业利润增长	4.6	24.3	94.4	32.9	21.3
归属母公司净利润增长	5.0	35.0	92.1	31.8	25.9
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	15.9	20.5	25.7	28.5	30.8
净利率	8.1	11.4	15.9	18.8	21.1
ROE	6.6	8.6	14.1	15.7	16.5
ROIC	7.3	9.1	12.8	15.4	16.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	37.2	37.7	33.3	32.1	27.7
净负债比率	0.2	0.2	0.3	0.2	0.1
流动比率	1.02	0.75	0.59	0.63	0.72
速动比率	0.89	0.66	0.47	0.51	0.60
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.65	0.53	0.62	0.61	0.60
应收账款周转率	8.47	8.33	9.13	9.13	9.13
存货周转率	23.96	20.35	22.87	22.29	21.78
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.23	0.31	0.59	0.78	0.98
每股经营现金流	0.28	0.71	0.67	1.54	1.50
每股净资产	3.43	3.59	4.18	4.96	5.94
<b>估值比率</b>					
P/E	58.8	48.2	23.2	17.6	14.0
P/B	3.9	4.1	3.3	2.8	2.3
EV/EBITDA	24.5	21.3	13.3	10.2	8.5

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	2877	2699	3364	3741	4162
营业成本	2418	2147	2500	2676	2882
营业税金及附加	7	8	8	10	11
销售费用	9	7	13	15	17
管理费用	121	151	168	157	200
财务费用	52	60	42	47	40
资产减值损失	14	11	15	15	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	3	4	4	4
<b>营业利润</b>	257	320	621	826	1002
营业外收入	39	63	43	49	52
营业外支出	6	9	7	7	8
<b>利润总额</b>	290	374	658	868	1046
所得税	57	66	122	163	169
<b>净利润</b>	233	308	536	704	877
少数股东损益	52	63	65	85	96
<b>归属母公司净利润</b>	181	245	470	620	780
EBITDA	461	577	897	1146	1347
EPS(元)	0.23	0.31	0.59	0.78	0.98

## 广发公用事业行业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士，2015年、2016年新财富环保行业第一名，多年环保、燃气、电力等公用事业研究经验。
- 陈子坤：首席分析师，金融学硕士，4年中国再生金属分会工作经历，2015年、2016年新财富环保行业第一名。再生资源等领域研究经验丰富。
- 邱长伟：研究助理，北京大学汇丰商学院金融硕士，厦门大学自动化系学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 蔡 屹：香港大学理工硕士，中级工程师，6年中国有色研究设计总院工作经历，2年行业研究经验，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 蒋昕昊：斯坦福大学环境流体力学硕士，3年国家开发银行工作经历，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 许 洁：复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。