富春环保（002479）研究报告

内生外延稳健，扣非业绩增长超八成

2017 年 4 月 21 日

买入（维持）

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

盈利预测与估值

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,699	3,528	4,597	5,176
同比(+/-%)	-6.2%	30.7%	30.3%	12.6%
净利润(百万元)	244.93	426	597	724
同比(+/-%)	35.0%	73.9%	40.1%	21.2%
毛利率(%)	20.5%	23.1%	24.1%	24.5%
净资产收益率(%)	8.6%	10.3%	13.0%	14.0%
每股收益（元）	0.31	0.49	0.68	0.83
PE	44.03	27.86	20.07	16.45
PB	3.68	2.81	2.52	2.24

数据来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

事件：

1）公司公布一季度报告，实现营业收入 7.93 亿元，同比增长 20%；净利润 8097.7 万元，同比增长 84%。2）公司预计今年上半年净利润为 1.97 亿元-2.21 亿元，同比增长 60%-80%。

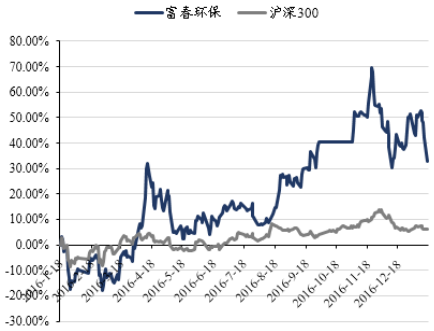
投资要点：

- **量价齐升，扣非业绩增长 87.34%：**公司一季度实现营收 7.93 亿元，同比增长 20%，扣非归母净利润 7950 万元，同比增长 87.34%。主要原因在于量价齐升：1）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；2）新建项目产能逐步释放。

- **产品结构调整、汽价上调，盈利能力持续上升：**公司**利润增速超过营收增速、净利率 12.4%为上市以来最高值**，盈利能力上升，主要因为：**1)优化产品结构，**高毛利清洁电能热能比重上升（根据年报清洁电能/热能占比提升 6.74/12.67PCT，低毛利率煤炭占比下降 22.1PCT）。**2）上调汽价，区域性垄断独家经营：**热电联产企业受供热半径的限制，具有区域垄断性，公司 2015 年收购清园生态后，逐步掌握了当地的定价话语权，理顺竞价秩序。2017 年 1 季度公司在富阳地区实施新的《煤热价格联动机制》，全面上调蒸汽价格（富阳地区原先蒸汽均价约为 100 元/吨，浙江地区平均为 150 元/吨，公司衢州、常州、溧阳项目分别为 180、190、205 元/吨）。公司本部以及清园生态在富阳地区年供热总量保守估计约为 550~600 万吨/年，假设本部提价至浙江平均水平，预计全年额外带来 2.75~3 亿元收入。

- **收购南通常安能源，“固废处置+节能环保”模式再次复制，未来外延战略有望持续：1）**公司于 2017 年 2 月收购南通常安能源 92%的股权，南通常安主业为蒸汽热力生产+污泥处置，通过有偿处置下游纺织企业生产的污泥加上焚烧污泥为下游客户供气供热，此次收购是“固废+节能”模式的再次复制；**2）固废+节能模式持续扩张：**南通常安收购完成后，**除富阳当地外，共有衢州、常州、溧阳、南通四大基地，“固废处置+节能环保”**

股价走势



市场数据

收盘价（元）	13.65
一年最低价/最高价	11.69/15.13
市净率	3.96
流通 A 股市值（百万元）	9934

基础数据

每股净资产（元）	3.46
资产负债率（%）	42.66
总股本（百万股）	796
流通 A 股（百万股）	728

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
9. 量价齐升，固废环保再上新台阶
   2017 年 2 月 8 日

请务必阅读正文之后的免责声明部分

异地扩张成长明显、回报丰厚。其中，2012 年和 2013 年收购衢州东港 51%股权和常州新港 70%股权，2016 年分别盈利 0.69 和 0.69 亿元；自建溧阳项目投产第一年即盈利 299 万；我们认为，随着 17、18 年新项目的不断投产，业绩将迎来进一步的放量增长。

- **定增不超过 9.2 亿元，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，2017 年 3 月发布修订稿，拟以不低于发行期首日前 20 交易日均价的 90%发行数量不超过 1.59 亿股，募集资金总额不超过 9.2 亿元，锁定期 12 个月，**目前证监会已受理。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 2015、2016 年净利润分别 0.62、0.67 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。
- **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，我们预计公司 2017-2019 年 EPS0.49、0.68、0.83，对应 PE 28、20、16 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。

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**	**2414.6**	**3149.0**	**3874.0**
现金	710.4	1398.2	1803.0	2366.1
应收款项	455.5	676.6	881.6	992.7
存货	129.7	163.9	210.7	236.1
其他	117.9	175.9	253.8	279.1
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**	**6276.4**	**7103.3**	**7936.4**
流动负债	**1876.0**	**1635.0**	**1878.9**	**2005.2**
短期借款	1211.4	800.0	800.0	800.0
应付账款	463.4	585.8	753.0	843.7
其他	201.2	249.2	325.9	361.5
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**	**1699.1**	**1943.0**	**2069.3**
少数股东权益	354.1	460.6	565.9	693.7
归属母公司股东权益	2856.0	4116.8	4594.4	5173.5
负债和股东权益总计	**5150.1**	**6276.4**	**7103.3**	**7936.4**

现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	563.9	662.0	937.7	1130.6
投资活动现金流	-186.5	-397.5	-413.5	-422.8
筹资活动现金流	-267.2	423.4	-119.4	-144.8
现金净增加额	110.2	687.8	404.8	563.1
企业自由现金流	438.9	302.7	544.6	723.8

利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**2699.3**	**3527.9**	**4596.9**	**5176.4**
营业成本	2146.5	2713.7	3488.0	3908.1
营业税金及附加	7.7	10.1	13.1	14.8
营业费用	7.0	9.9	15.6	25.9
管理费用	161.0	141.1	240.0	216.9
财务费用	59.7	44.5	24.0	18.7
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**	**619.2**	**826.3**	**1001.8**
营业外净收支	54.5	0.0	0.0	0.0
利润总额	**374.2**	**619.2**	**826.3**	**1001.8**
所得税费用	66.0	86.7	123.9	150.3
少数股东损益	63.2	106.5	105.4	127.7
归属母公司净利润	**244.9**	**426.0**	**597.0**	**723.8**
EBIT	387.0	663.7	850.3	1020.6
EBITDA	572.1	925.2	1140.2	1335.2

重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益(元)	0.31	0.49	0.68	0.83
每股净资产(元)	3.59	4.70	5.24	5.90
发行在外股份(百万股)	796.4	876.2	876.2	876.2
ROIC(%)	7.7%	13.4%	16.3%	18.9%
ROE(%)	8.6%	10.3%	13.0%	14.0%
毛利率(%)	20.5%	23.1%	24.1%	24.5%
EBIT Margin(%)	14.3%	18.8%	18.5%	19.7%
销售净利率(%)	9.1%	12.1%	13.0%	14.0%
资产负债率(%)	37.7%	27.2%	27.6%	26.2%
收入增长率(%)	-6.2%	30.7%	30.3%	12.6%
净利润增长率(%)	35.0%	73.9%	40.1%	21.2%

数据来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

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