

评级：买入 维持评级

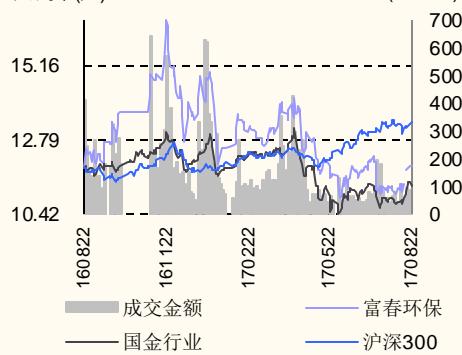
公司点评

市场价格（人民币）：11.94元
 目标价格（人民币）：15.00-16.00元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	729.71
总市值(百万元)	9,508.42
年内股价最高最低(元)	16.60/10.95
沪深300指数	3752.30
深证成指	10653.98
人民币(元)	成交金额(百万元)

**相关报告**

1.《业务结构持续优化，外延整合能力出众—富春环保公司深度研究》，2017.7.4

控费能力出色，环保布局成效显现**公司基本情况(人民币)**

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.228	0.308	0.558	0.720	0.865
每股净资产(元)	3.43	3.59	4.04	4.66	5.43
每股经营性现金流(元)	0.28	0.70	0.78	1.00	1.32
市盈率(倍)	58.83	48.19	21.40	16.59	13.81
行业优化市盈率(倍)	39.54	39.54	39.54	39.54	39.54
净利润增长率(%)	5.00%	35.03%	81.41%	28.96%	20.19%
净资产收益率(%)	6.64%	8.58%	13.80%	15.43%	15.93%
总股本(百万股)	796.35	796.35	796.35	796.35	796.35

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

事件

- 8月22日，公司公布2017年半年报，实现收入17.07亿元，同比增长30.58%，归母净利润1.99亿元，同比增长61.47%，扣非归母净利润1.93亿元，同比增长65.44%，EPS 0.25元，同比增长61.46%。

点评

- 费用控制能力出色，环保布局成效显现。分业务看，公司清洁电能收入3.83亿，同比增长19.12%；清洁热能收入7.70亿，增长65.06%；冷轧钢卷收入3.98亿，增长78.98%；固废处置收入0.52亿，增长44.04%，业务结构继续优化。综合毛利率21.21%，同比下降0.61pct；公司通过大幅退出煤炭纸制品等低利润产能，调整业务结构对冲了环保固废领域竞争影响，收入大增毛利率稳定。公司归母净利润增长率较收入超额30%，主要是三费比例降低、补贴收入增加、环保税收优惠影响。三费比例6.4%，同比降低1.3pct，贡献超额增量的45%，其中管理费用率同比降低0.8pct，快速增长过程中成本控制出色；财务费用率同比降低0.4%，配合收入增长资金使用效率高。布局环保产业带来的补贴、税收优惠贡献超额增量的40%。
- 积极通过并购，推行热电联产模式，收购项目盈利大幅改善。公司从2012年开始利用自有现金不断收购，通过对收购后的项目加强管理，收购后的子公司盈利能力均有大幅度提升。其中新港热电实现净利润近200%的大幅度提升，东港热电和清园生态均实现收购后的扭亏为盈。2017年收购常安南通项目并正在积极建设，基于公司强大盈利能力，预计南通项目将大幅度助力业绩增长。
- 围绕“热电联产模式”，正确调整业务结构，毛利率提升至20.48%。公司调整产业结构，提高热电联产和环保业务占比，降低煤炭、冷轧模板业务占比，使公司整体毛利润率在近三年实现大幅度提升（2014-2016年毛利润率分别为11.02%、15.94%、20.48%）。净利率从2014年5.86%提升至2016年的11.41%。预计17年毛利率提升至23%，净利润率上升至12%。
- 富阳本部地区市场理顺，蒸汽价格回调空间为40-50元/吨，将提升近3亿效益。公司收购清园生态园区之后，理顺富阳本部市场，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，蒸汽的价格有望回升40-50元/吨，按照产能600万吨/年估算，将获益2.4亿元-3亿元。
- 公司换帅注入新鲜活力，股东增持及员工持股方案增添公司稳定性。张杰先生于2016年接任公司董事长，为公司管理层注入新鲜活力。公司实际控制股

苏宝亮 分析师SAC执业编号：S1130516010003
 (8610)66216815
 subao liang@gjzq.com.cn

陈苗苗 联系人
 (8621)60230249
 chenmiaomiao@gjzq.com.cn

人孙庆炎及多名股东分别增持股份，合计金额超过 8000 万元，且员工增持股份拟募资超 5000 万元，支持公司收购及扩建项目，助力公司业绩增长。公司重视环保技术研发，与浙江大学等机构合作研发新环保技术。

投资建议

- 公司现有项目产能快速扩张、利用率提升、富阳供热价格上涨、控费能力出色、布局环保成效显现，共同推动 2017 年业绩大幅增长。预计 17/18/19 年，公司归母净利润分别为 4.4 亿元、5.7 亿元、6.9 亿元，EPS 分别为 0.56 元、0.72 元、0.86 元，对应 PE 为 21、17、14 倍，参考可比公司估值，维持“买入”评级。

风险提示

- 费用核算季节性失衡风险，环保政策风险，项目进度风险

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）					
主营业务收入	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	货币资金	2014	2015	2016	2017E	2018E
增长率	3,730	2,877	2,699	3,345	4,052	4,700	应收账款	506	585	710	700	700
主营业务成本	-22.9%	-6.2%	23.9%	21.2%	16.0%		存货	443	589	456	575	697
%销售收入	-3,319	-2,418	-2,147	-2,543	-3,050	74.9%	其他流动资产	121	81	130	153	175
	89.0%	84.1%	79.5%	76.0%	75.3%		流动资产	148	173	118	136	148
毛利	411	458	553	802	1,003	1,179	%总资产	1,217	1,428	1,413	1,564	1,721
%销售收入	11.0%	15.9%	20.5%	24.0%	24.7%	25.1%	长期投资	31.9%	28.6%	27.4%	26.5%	27.3%
营业税金及附加	-7	-7	-8	0	0	0	固定资产	296	274	243	223	203
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	%总资产	1,746	2,490	2,706	2,971	3,239
营业费用	-6	-9	-7	-9	-11	-13	无形资产	45.7%	49.9%	52.5%	50.3%	51.4%
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	非流动资产	507	737	744	1,099	1,087
管理费用	-106	-121	-151	-191	-231	-268	%总资产	2,601	3,559	3,737	4,340	4,582
%销售收入	2.8%	4.2%	5.6%	5.7%	5.7%	5.7%	负债总计	68.1%	71.4%	72.6%	73.5%	72.7%
息税前利润(EBIT)	292	321	387	602	761	899	资产总计	3,818	4,988	5,150	5,904	6,303
%销售收入	7.8%	11.2%	14.3%	18.0%	18.8%	19.1%	短期借款	451	837	1,211	1,463	1,207
财务费用	-39	-52	-60	-44	-44	-34	应付款项	411	518	622	679	749
%销售收入	1.1%	1.8%	2.2%	1.3%	1.1%	0.7%	其他流动负债	41	41	43	49	56
资产减值损失	-19	-14	-11	0	0	0	流动负债	904	1,396	1,876	2,191	2,011
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	1
投资收益	11	2	3	3	3	3	其他长期负债	442	457	64	64	64
%销售收入	4.3%	0.8%	0.9%	0.5%	0.4%	0.3%	负债总计	1,345	1,854	1,940	2,255	2,075
营业利润	246	257	320	561	720	867	普通股股东权益	2,184	2,731	2,856	3,221	3,714
营业利润率	6.6%	8.9%	11.8%	16.8%	17.8%	18.4%	少数股东权益	288	403	354	428	514
营业外收支	22	33	54	68	80	90	负债股东权益合计	3,818	4,988	5,150	5,904	6,303
税前利润	268	290	374	629	800	957						
利润率	7.2%	10.1%	13.9%	18.8%	19.7%	20.4%						
所得税	-49	-57	-66	-111	-141	-168						
所得税税率	18.4%	19.7%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%						
净利润	219	233	308	518	659	789						
少数股东损益	46	52	63	74	86	100						
非现金支出	133	153	196	210	237	267						
非经营收益	42	58	63	-10	-22	-41						
营运资金变动	8	-219	-8	-97	-80	34						
经营活动现金净流	402	225	559	622	794	1,049						
资本开支	-337	-282	-162	-764	-419	-458						
投资	0	-165	-37	19	20	20						
其他	64	12	12	3	3	3						
投资活动现金净流	-273	-434	-186	-742	-396	-435						
股权募资	14	461	0	0	0	0						
债权募资	15	38	-25	251	-257	-483						
其他	-81	-198	-242	-141	-141	-132						
筹资活动现金净流	-52	301	-267	110	-398	-614						
现金净流量	77	92	105	-10	0	0	资产总计	35.24%	37.16%	37.67%	38.20%	32.92%
							负债率	7.4	6.1	6.5	13.7	17.3
							负债率	35.24%	37.16%	37.67%	38.20%	32.92%
							负债率	13.86%	20.74%	15.61%	20.91%	11.98%
							负债率	7.4	6.1	6.5	13.7	17.3
							负债率	35.24%	37.16%	37.67%	38.20%	32.92%
							负债率	13.86%	20.74%	15.61%	20.91%	11.98%
							负债率	7.4	6.1	6.5	13.7	17.3
							负债率	35.24%	37.16%	37.67%	38.20%	32.92%
							负债率	13.86%	20.74%	15.61%	20.91%	11.98%
							负债率	7.4	6.1	6.5	13.7	17.3
							负债率	35.24%	37.16%	37.67%	38.20%	32.92%
							负债率	13.86%	20.74%	15.61%	20.91%	11.98%
							负债率	7.4	6.1	6.5	13.7	17.3
							负债率	35.24%	37.16%	37.67%	38.20%	32.92%
							负债率	13.86%	20.74%	15.61%	20.91%	11.98%
							负债率	7.4	6.1	6.5	13.7	17.3
							负债率	35.24%	37.16%	37.67%	38.20%	32.92%
							负债率	13.86%	20.74%	15.61%	20.91%	11.98%
							负债率	7.4	6.1	6.5	13.7	17.3
							负债率	35.24%	37.16%	37.67%	38.20%	32.92%
							负债率	13.86%	20.74%	15.61%	20.91%	11.98%
							负债率	7.4	6.1	6.5	13.7	17.3
							负债率	35.24%	37.16%	37.67%	38.20%	32.92%
							负债率	13.86%	20.74%	15.61%	20.91%	11.98%
							负债率	7.4	6.1	6.5	13.7	17.3
							负债率	35.24%	37.16%	37.67%	38.20%	32.92%
							负债率	13.86%	20.74%	15.61%	20.91%	11.98%
							负债率	7.4	6.1	6.5	13.7	17.3
							负债率	35.24%	37.16%	37.67%	38.20%	32.92%
							负债率	13.86%	20.74%	15.61%	20.91%	11.98%
							负债率	7.4	6.1	6.5	13.7	17.3
							负债率	35.24%	37.16%	37.67%	38.20%	32.92%
							负债率	13.86%	20.74%	15.61%	20.91%	11.98%
							负债率	7.4	6.1	6.5	13.7	17.3
							负债率	35.24%	37.16%	37.67%	38.20%	32.92%
							负债率	13.86%	20.74%	15.61%	20.91%	11.98%
							负债率	7.4	6.1	6.5	13.7	17.3
							负债率	35.24%	37.16%	37.67%	38.20%	32.92%
							负债率	13.86%	20.74%	15.61%	20.91%	11.98%
							负债率	7.4	6.1	6.5	13.7	17.3
							负债率	35.24%	37.16%	37.67%	38.20%	32.92%
							负债率	13.86%	20.74%	15.61%	20.91%	11.98%
							负债率	7.4	6.1	6.5	13.7	17.3
							负债率	35.24%	37.16%	37.67%	38.20%	32.92%
							负债率	13.86%	20.74%	15.61%	20.91%	11.98%
							负债率	7.4	6.1	6.5	13.7	17.3
							负债率	35.24%	37.16%	37.67%	38.20%	32.92%
							负债率	13.86%	20.74%	15.61%	20.91%	11.98%
							负债率	7.4	6.1	6.5	13.7	17.3
							负债率	35.24%	37.16%	37.67%	38.20%	32.92%
							负债率	13.86%	20.74%	15.61%	20.91%	11.98%
							负债率	7.4	6.1	6.5	13.7	17.3
							负债率	35.24%	37.16%	37.67%	38.20%	32.92%
							负债率	13.86%	20.74%	15.61%	20.91%	11.98%
							负债率	7.4	6.1	6.5	13.7	17.3
							负债率	35.24%	37.16%	37.67%	38.20%	32.92%
							负债率	13.86%	20.74%	15.61%	20.91%	11.98%
							负债率	7.4	6.1	6.5	13.7	17.3
							负债率	35.24%	37.16%	37.67%	38.20%	32.92%
							负债率	13.86%	20.74%	15.61%	20.91%	11.98%
							负债率	7.4	6.1	6.5	13.7	17.3
							负债率	35.24%	37.16%	37.67%	38.20%	32.92%
							负债率	13.86%	20.74%	15.61%	20.91%	11.98%
							负债率	7.4	6.1	6.5	13.7	17.3
							负债率	35.24%	37.16%	37.67%	38.20%	32.92%
							负债率	13.86%	20.74%	15.61%	20.91%	11.98%
							负债率	7.4	6.1	6.5	13.7	17.3
							负债率	35.24%	37.16%	37.67%	38.20%	32.92%
							负债率	13.86%	20.74%	15.61%	20.91%	11.98%
							负债率	7.4	6.1	6.5	13.7	17.3
							负债率	35.24%	37.16%	37.67%	38.20%	32.92%
							负债率	13.86%	20.74%	15.61%	20.91%	11.98%
							负债率	7.4	6.1	6.5	13.7	17.3
							负债率	35.24%	37.16%	37.67%	38.20%	32.92%
							负债率	13.86%	20.74%	15.61%	20.91%	11.98%
							负债率	7.4				

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	1	1	1
增持	1	3	4	4	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.75	1.80	1.80	1.83

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-07-04	买入	11.98	15.00~16.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD