

2017年08月23日

公司研究•证券研究报告

# 富春环保 ( 002479.SZ )

## 业务结构持续优化，业绩增速显著提升

### 投资要点

**事件：**公司公告 2017 年半年度报告，报告期内实现营业收入 17.07 亿元，归母净利润 1.99 亿元，分别同比增长 30.58%、61.47%；公司预计 2017 年 1-9 月归母净利润较上年同期变动幅度为 30%-60%。

- ◆ **新建项目产能释放、业务结构持续优化，业绩显著提升：**①下属子公司江苏热电投资建设的溧阳市北片区热电联产项目于 2016 年下半年开始对外供热，为 2017 年上半年营收带来增量；②报告期内公司收购南通常安能源有限公司 92% 股权，2 月 24 日完成并表，对公司上半年业绩有所贡献；③公司业务结构持续优化，毛利率较高的节能环保板块（清洁热能+清洁电能+固废处置）营收占比提升至 70%，报告期内公司清洁热能、清洁电能、固废处置分别实现营业收入 7.70 亿元（+65.06%）、3.83 亿元（+19.12%）、5,203.43 万元（+44.04%）。业务结构的持续优化使得公司整体毛利率基本与 2016 年持平；三项期间费用率的下降使得公司净利率有所上升，报告期内业绩显著提升。
- ◆ **外延式并购推动热电联产异地复制，产能持续扩张：**自 2012 年起，公司依次收购东港热电 51% 股权、新港热电 70% 股权、昆仑溧阳项目 100% 股权，截至 2016 年底，公司富阳、衢州、常州、溧阳四大产业基地均投入运营；2017 年一季度完成收购南通常安能源有限公司 92% 股权，布局第五个热电联产基地，标的公司是常安现代纺织科技园内唯一热源点，热负荷需求增长可期；另外公司拟非公开发行股票募集资金投入新港热电改扩建项目，新建 2 台 220t/h 高温超高压循环流化床锅炉，供热产能持续扩张。从供热价格看，受益于①富阳本部和清园生态开始实施新的《煤热价格联动机制》并上调供热价格，②下游行业（造纸、化工、医药等）回暖，供热需求逐步增长，公司热电联产机组收入高增可期。另外，2017 年上半年公司新增污泥日处置能力 1,000 吨，截至目前已形成生活垃圾处理能力 1,000 吨/日，污泥处置能力 7,000 吨/日，“固废+热电”协同发展，具备业绩增长潜力。
- ◆ **投资建议：**暂不考虑非公开发行摊薄效应，我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.52、0.64 和 0.77 元，给予公司买入-A 建议，6 个月目标价为 15.6 元，相当于 2017 年 30 倍的动态市盈率。
- ◆ **风险提示：**煤炭价格上涨风险、项目进度不及预期

## 公司快报

电力及公用事业 | 供热或其他 III

投资评级 **买入-A(上调)**

6 个月目标价 15.6 元

股价(2017-08-22) 11.94 元

### 交易数据

总市值 ( 百万元 )	9,508.42
流通市值 ( 百万元 )	8,712.76
总股本 ( 百万股 )	796.35
流通股本 ( 百万股 )	729.71
12 个月价格区间	10.51/16.68 元

### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.68	-11.13	3.7
绝对收益	6.13	-0.08	7.44

### 分析师

徐曼  
 SAC 执业证书编号：S0910516020001  
 xuman@huajinsc.cn  
 021-20377088

### 报告联系人

宋怡萱  
 songyixuan@huajinsc.cn  
 021-20377051

### 相关报告

富春环保：业务结构优化卓有成效，“固废+热电”复制扩张助力业绩显著提升  
 2017-04-19

## 财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2,876.8	2,699.3	3,506.3	4,379.4	5,163.3
同比增长(%)	-22.9%	-6.2%	29.9%	24.9%	17.9%
营业利润(百万元)	257.1	319.7	555.1	704.1	857.4
同比增长(%)	4.6%	24.3%	73.6%	26.8%	21.8%
净利润(百万元)	181.4	244.9	410.5	510.7	609.6
同比增长(%)	5.0%	35.0%	67.6%	24.4%	19.4%
每股收益(元)	0.23	0.31	0.52	0.64	0.77
PE	60.1	44.5	26.6	21.4	17.9
PB	4.0	3.8	3.3	3.1	2.8

数据来源：贝格数据华金证券研究所

## 一、新建项目产能释放、业务结构持续优化，业绩显著提升

公司公告 2017 年半年度报告，报告期内实现营业收入 17.07 亿元，归母净利润 1.99 亿元，分别同比增长 30.58%、61.47%；公司预计 2017 年 1-9 月归母净利润较上年同期变动幅度为 30%-60%。

图 1：公司营业收入增长情况

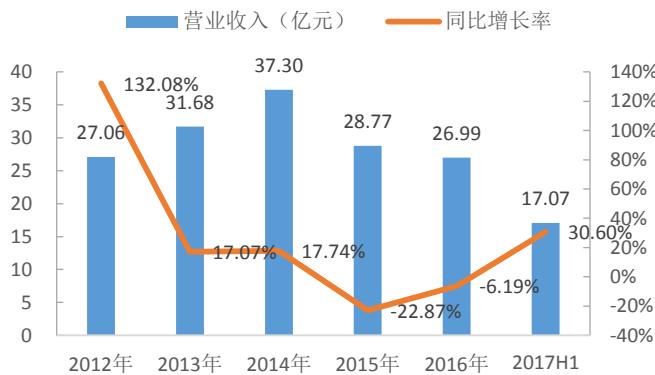
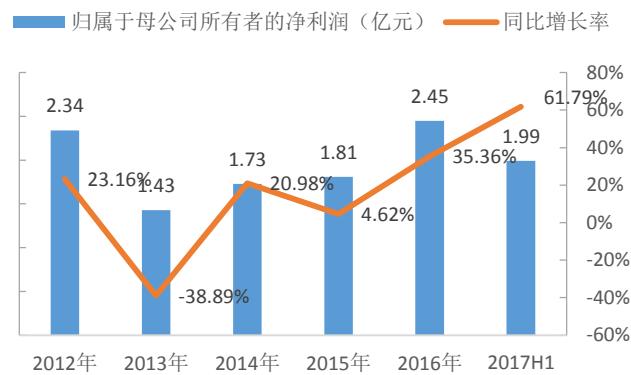


图 2：公司归母净利润增长情况

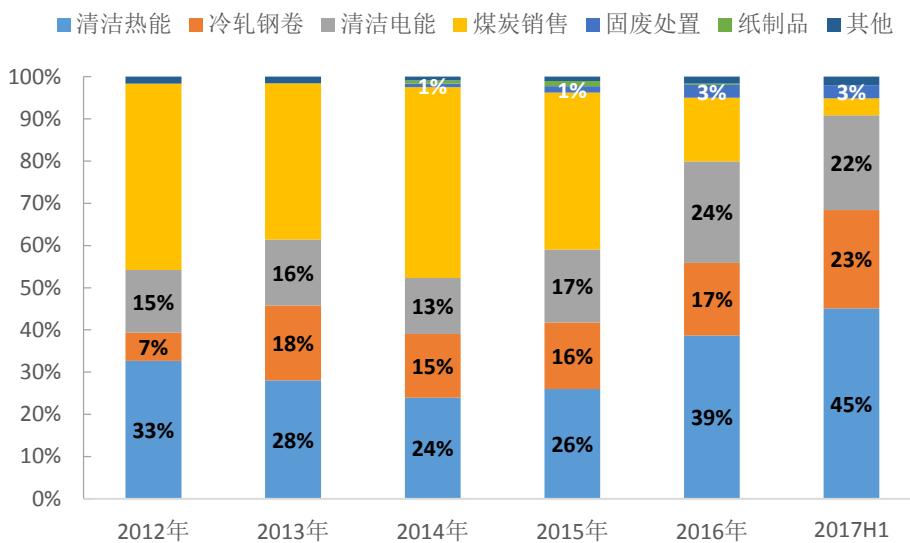


资料来源：wind，华金证券研究所

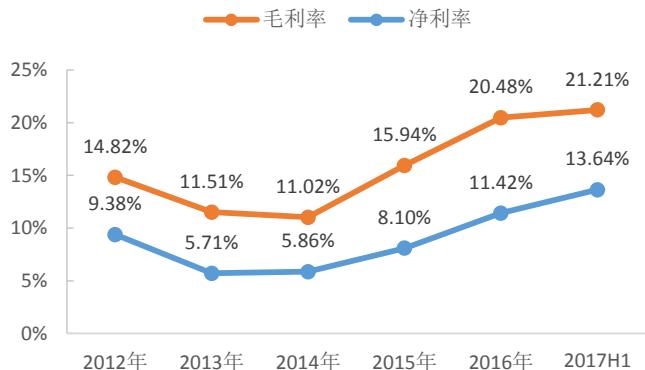
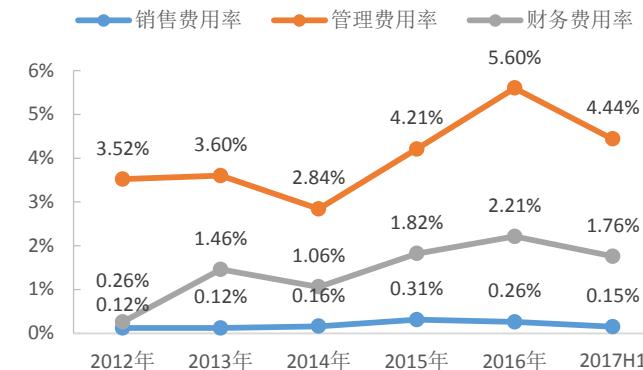
资料来源：wind，华金证券研究所

**新建项目产能释放、业务结构持续优化，业绩显著提升：**①下属子公司江苏热电投资建设的溧阳市北片区热电联产项目于 2016 年下半年开始对外供热，为 2017 年上半年营收带来增量；②报告期内公司收购南通常安能源有限公司 92% 股权，2 月 24 日完成并表，对公司上半年业绩有所贡献；③公司业务结构持续优化，毛利率较高的节能环保板块（清洁热能+清洁电能+固废处置）营收占比提升至 70%，报告期内公司清洁热能、清洁电能、固废处置分别实现营业收入 7.70 亿元（+65.06%）、3.83 亿元（+19.12%）、5,203.43 万元（+44.04%）。业务结构的持续优化使得公司整体毛利率基本与 2016 年持平；三项期间费用率的下降使得公司净利率有所上升，报告期内业绩显著提升。

图 3：公司营业收入构成情况



资料来源：wind，华金证券研究所

**图 4 : 公司整体盈利能力变动情况**

**图 5 : 公司期间费用率变动情况**


资料来源 : wind , 华金证券研究所

资料来源 : wind , 华金证券研究所

## 二、外延式并购推动热电联产异地复制，产能持续扩张

自 2012 年起，公司依次收购东港热电 51% 股权、新港热电 70% 股权、昆仑溧阳项目 100% 股权，截至 2016 年底，公司富阳、衢州、常州、溧阳四大产业基地均投入运营；2017 年一季度完成收购南通常安能源有限公司 92% 股权，布局第五个热电联产基地，标的公司是常安现代纺织科技园内唯一热源点，热负荷需求增长可期；另外公司拟非公开发行股票募集资金投入新港热电改扩建项目，新建 2 台 220t/h 高温超高压循环流化床锅炉，供热产能持续扩张。从供热价格看，受益于①富阳本部和清园生态开始实施新的《煤热价格联动机制》并上调供热价格，②下游行业（造纸、化工、医药等）回暖，供热需求逐步增长，公司热电联产机组收入高增可期。另外，2017 年上半年公司新增污泥日处置能力 1,000 吨，截至目前已形成生活垃圾处理能力 1,000 吨/日，污泥处置能力 7,000 吨/日，“固废+热电”协同发展，具备业绩增长潜力。

## 三、投资建议

暂不考虑非公开发行摊薄效应，我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.52、0.64 和 0.77 元，给予公司买入-A 建议，6 个月目标价为 15.6 元，相当于 2017 年 30 倍的动态市盈率。

## 四、风险提示

煤炭价格上涨风险、项目进度不及预期

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表					财务指标						
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	2,876.8	2,699.3	3,506.3	4,379.4	5,163.3	<b>年增长率</b>	-22.9%	-6.2%	29.9%	24.9%	17.9%
减: 营业成本	2,418.4	2,146.5	2,753.3	3,408.2	4,002.7	营业收入增长率	4.6%	24.3%	73.6%	26.8%	21.8%
营业税费	7.5	7.7	8.5	11.5	13.6	净利润增长率	5.0%	35.0%	67.6%	24.4%	19.4%
销售费用	8.9	7.0	8.5	6.3	11.1	EBITDA 增长率	12.3%	25.8%	39.1%	23.3%	19.7%
管理费用	121.2	151.0	147.8	204.7	223.5	EBIT 增长率	8.5%	22.6%	55.2%	26.9%	23.4%
财务费用	52.4	59.7	33.8	43.4	65.0	NOPLAT 增长率	6.7%	25.8%	53.5%	26.8%	23.9%
资产减值损失	13.6	10.9	5.0	5.0	-	投资资本增长率	33.2%	-2.0%	16.1%	-2.0%	2.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	26.8%	2.4%	15.2%	10.6%	12.7%
投资和汇兑收益	2.3	3.3	5.7	3.8	10.0						
<b>营业利润</b>	257.1	319.7	555.1	704.1	857.4						
加: 营业外净收支	33.2	54.5	45.0	52.2	50.6						
<b>利润总额</b>	290.3	374.2	600.1	756.2	907.9						
减: 所得税	57.2	66.0	111.4	141.0	166.0						
<b>净利润</b>	181.4	244.9	410.5	510.7	609.6						
资产负债表					盈利能力						
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率	15.9%	20.5%	21.5%	22.2%	22.5%
货币资金	585.2	710.4	922.8	2,028.5	2,391.6	营业利润率	8.9%	11.8%	15.8%	16.1%	16.6%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	净利润率	6.3%	9.1%	11.7%	11.7%	11.8%
应收帐款	387.5	366.3	492.6	662.9	693.4	EBITDA/营业收入	15.6%	20.9%	22.4%	22.1%	22.4%
应收票据	201.6	89.2	206.6	207.2	286.0	EBIT/营业收入	10.8%	14.1%	16.8%	17.1%	17.9%
预付帐款	102.6	47.2	162.0	107.8	192.3						
存货	81.3	129.7	111.2	194.7	172.9						
其他流动资产	70.2	70.7	56.4	65.8	64.3						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-						
持有至到期投资	-	-	-	-	-						
长期股权投资	273.8	242.6	242.6	242.6	242.6						
投资性房地产	-	-	-	-	-						
固定资产	2,029.3	2,339.8	2,453.0	2,542.1	2,515.2						
在建工程	459.9	366.5	366.5	366.5	366.5						
无形资产	326.0	316.0	306.3	296.5	286.7						
其他非流动资产	470.5	471.6	474.0	467.7	458.8						
<b>资产总额</b>	4,987.8	5,150.1	5,794.1	7,182.3	7,670.4						
短期债务	747.0	812.0	977.4	1,309.2	1,614.0						
应付帐款	404.5	495.2	345.4	676.1	690.4						
应付票据	98.0	62.3	106.9	122.3	149.1						
其他流动负债	146.7	506.5	235.4	309.5	361.8						
长期借款	-	-	109.6	395.2	25.8						
其他非流动负债	457.5	64.1	321.1	280.9	222.0						
<b>负债总额</b>	1,853.7	1,940.1	2,095.7	3,093.2	3,063.1						
少数股东权益	403.5	354.1	428.3	531.2	660.6						
股本	796.4	796.4	796.4	796.4	796.4						
留存收益	1,934.3	2,059.6	2,473.6	2,761.5	3,150.3						
<b>股东权益</b>	3,134.1	3,210.0	3,698.3	4,089.1	4,607.3						
现金流量表					业绩和估值指标						
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	233.1	308.2	410.5	510.7	609.6	EPS(元)	0.23	0.31	0.52	0.64	0.77
加: 折旧和摊销	140.4	190.5	196.6	220.6	236.7	BVPS(元)	3.43	3.59	4.11	4.47	4.96
资产减值准备	13.6	10.9	-	-	-	PE(X)	60.1	44.5	26.6	21.4	17.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.0	3.8	3.3	3.1	2.8
财务费用	58.0	63.0	33.8	43.4	65.0	P/FCF	-31.2	36.9	79.6	8.9	24.5
投资损失	-2.3	-3.3	-5.7	-3.8	-10.0	P/S	3.8	4.0	3.1	2.5	2.1
少数股东损益	51.7	63.2	78.2	104.6	132.4	EV/EBITDA	26.4	20.6	15.1	11.8	9.6
营运资金的变动	-253.3	14.8	-480.6	169.3	-111.1	CAGR(%)	38.2%	34.0%	30.7%	38.2%	34.0%
经营活动产生现金流量	226.2	563.9	232.8	1,044.9	922.5	PEG	1.6	1.3	0.9	0.6	0.5
投资活动产生现金流量	-434.3	-186.5	-294.3	-296.2	-190.0	ROIC/WACC	0.9	0.9	1.4	1.5	1.9
融资活动产生现金流量	301.0	-267.2	274.0	357.0	-369.4						

资料来源：贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；  
增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；  
中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；  
卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；  
B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应用认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有唯一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsc.cn](http://www.huajinsc.cn)