

富春环保(002479)

定增顺利过会，热电联产再上新台阶 买入(维持)

2017 年 09 月 29 日

证券分析师袁理

执业证书编号：S0600511080001

02160199782

yuanl@dwzq.com.cn

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%
ROE(%)	8.6%	10.3%	13.0%	14.0%
每股收益(元)	0.31	0.49	0.68	0.83
P/E	36.26	22.94	16.53	13.54
P/B	3.68	2.64	2.36	2.09

事件：

公司公告，2016 年非公开发行 A 股股票的申请获得证监会审核通过。

投资要点

■ 募集资金用于产能扩建&技术改造，预计将新增 550t/h 供热+36MW 供电产能，新增营收 4.97 亿/年。公司 2016 年非公开发行股票数量不超过 1.59 亿股，募集资金总额不超过 9.2 亿元，募集资金扣除发行费用后将全部用于现有业务的产能扩建及技术改造，预计将新增 550t/h 供热+21MW 供电产能，新增营收 4.97 亿/年，具体而言：

1) 收购新港热电 30%股权(投资 3 亿，募投 3 亿)：收购已于 3 月 28 日完成，新港热电成为公司全资子公司，有利于提高决策效率，推进新港热电改扩建项目快速实施。

2) 新港热电改扩建项目(投资 3.9 亿，募投 3 亿)：项目预计新增 1×B6MW 发电装机容量+2×220t/h(一用一备)高温超高压循环流化床锅炉供热能力，按照年利用时间 7,000 小时计算，投产后预计将新增营收 2.15 亿元(供热 2.08 亿+供电 0.7 亿)。

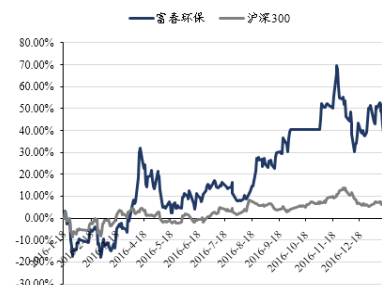
3) 溧阳市北片区热电联产项目(投资 4.98 亿元，募投 1.3 亿)：项目预计新增 2×B15MW 发电装机容量+3×110t/h 高温高压循环流化床锅炉供热能力，按照年利用时间 7000 小时计算，投产后预计将新增营收 2.64 亿元(供热 1.86 亿+供电 0.77 亿)。

4) 燃烧系统技术改造项目(投资 0.94 亿元，募投 0.8 亿元)：项目将对本部 1#、3#锅炉燃烧系统的技术改造，项目实施后预计锅炉运行时间将从 6,500 小时/年延长到 7,000 小时/年，新增营收约 0.18 亿元(垃圾处理 560 万+发电 0.11 亿+废铁回收 200 万元)，同时每年可节省燃料成本 1172 万元。

5) 烟气治理技术改造项目(投资 1.2 亿元，募投 1.1 亿元)：主要用于对富阳本部现有全部 1#至 9#锅炉尾气的超低排放改造。

■ 公司持续收购“固废+节能”标的，外延战略屡获成功。自 2012 年起，平均每年完成一次并购，且并购标的具备协同性。2017 年 2 月公司收购南通常安能源 92%的股权、3 月收购常州新港剩余 30%股权。形成除富阳当地外，有衢州、常州、溧阳、南通四大基地。子公司浙江清园/衢州东港/常州新港并购后，2017H1 实现净利润 0.39/0.34/0.47 亿元，同比+249.04%/14.99%/60.66%。江苏热电(负责溧阳项目)16 年投产，

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.24
一年最低/最高价	10.51/15.13
市净率(倍)	3.26
流通 A 股市值(百万元)	8202

基础数据

每股净资产(元)	3.45
资本负债率(%)	42.29
总股本(百万股)	796
流通 A 股(百万股)	730

相关研究

1. 富春环保：内生外延稳健，扣非业绩增长超八成-20170421
2. 富春环保：收购南通常安，复制固废+节能模式-20170216
3. 富春环保：量价齐升，固废环保再上新台阶-20170209
4. 富春环保：业务结构优化&外延项目增长，持续做大固废环保版图-20170117
5. 富春环保：异地项目再下一城，固废环保加速扩张-20170103

2017H1 已实现净利润 413 万元，南通常安 15、16 年亏损 91/1035 万元，2017H1 并表后已实现净利润 268 万。

■ **董事会增持完成，彰显公司未来发展信心。**公司公告，部分董事、高级管理人员拟自 2017 年 6 月 9 日起 3 个月内，通过二级市场集中竞价交易方式择机增持公司股份，增持金额不低于 3000 万元，截至 2017 年 9 月 4 日，公司董事长兼董秘张杰先生、董事兼总经理张忠梅先生和董事吴斌先生分别通过二级市场集中竞价交易方式增持 129/86/45 万股，均价 11.67/11.58/11.07 元/股，金额 1500/1000/500 万元，合计增持 260 万股，金额 3000 万元，董事会增持完成彰显公司未来发展信心。

■ **盈利预测与估值：**考虑到公司当前在手项目进展以及非公开发行，我们预计公司 2017-2019 年 EPS0.49、0.68、0.83，对应 PE23、17、14 倍，维持“买入”评级！

■ **风险提示：**异地项目运行低于预期。煤炭价格持续上涨。

图表 1 富春环保盈利预测

资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E	利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1413.5	2414.6	3149.0	3874.0	营业收入	2699.3	3527.9	4596.9	5176.4
现金	710.4	1398.2	1803.0	2366.1	营业成本	2146.5	2713.7	3488.0	3908.1
应收款项	455.5	676.6	881.6	992.7	营业税金及附加	7.7	10.1	13.1	14.8
存货	129.7	163.9	210.7	236.1	营业费用	7.0	9.9	15.6	25.9
其他	117.9	175.9	253.8	279.1	管理费用	161.0	141.1	240.0	216.9
非流动资产	3736.6	3861.8	3954.3	4062.4	财务费用	59.7	44.5	24.0	18.7
长期股权投资	242.6	220.8	189.6	189.6	投资净收益	3.3	0.0	0.0	0.0
固定资产	2706.3	2863.9	2997.7	3115.7	其他	-1.0	10.5	10.2	9.8
无形资产	316.0	305.5	295.3	285.5	营业利润	319.7	619.2	826.3	1001.8
其他	471.6	471.6	471.6	471.6	营业外净收支	54.5	0.0	0.0	0.0
资产总计	5150.1	6276.4	7103.3	7936.4	利润总额	374.2	619.2	826.3	1001.8
流动负债	1876.0	1635.0	1878.9	2005.2	所得税费用	66.0	86.7	123.9	150.3
短期借款	1211.4	800.0	800.0	800.0	少数股东损益	63.2	106.5	105.4	127.7
应付账款	463.4	585.8	753.0	843.7	归属母公司净利润	244.9	426.0	597.0	723.8
其他	201.2	249.2	325.9	361.5	EBIT	387.0	663.7	850.3	1020.6
非流动负债	64.1	64.1	64.1	64.1	EBITDA	572.1	925.2	1140.2	1335.2
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	64.1	64.1	64.1	64.1	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	1940.1	1699.1	1943.0	2069.3	每股收益(元)	0.31	0.49	0.68	0.83
少数股东权益	354.1	460.6	565.9	693.7	每股净资产(元)	3.59	4.70	5.24	5.90
					发行在外股份(百万				
归属母公司股东权益	2856.0	4116.8	4594.4	5173.5	股)	796.4	876.2	876.2	876.2
负债和股东权益总计	5150.1	6276.4	7103.3	7936.4	ROIC(%)	7.7%	13.4%	16.3%	18.9%
					ROE(%)	8.6%	10.3%	13.0%	14.0%
现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	20.5%	23.1%	24.1%	24.5%
经营活动现金流	563.9	662.0	937.7	1130.6	EBITMargin(%)	14.3%	18.8%	18.5%	19.7%
投资活动现金流	-186.5	-397.5	-413.5	-422.8	销售净利率(%)	9.1%	12.1%	13.0%	14.0%
筹资活动现金流	-267.2	423.4	-119.4	-144.8	资产负债率(%)	37.7%	27.2%	27.6%	26.2%
现金净增加额	110.2	687.8	404.8	563.1	收入增长率(%)	-6.2%	30.7%	30.3%	12.6%
企业自由现金流	438.9	302.7	544.6	723.8	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个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

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>