

## 富春环保(002479)

# 业绩稳健，内生+外延逻辑不变

## 买入(维持)

2017年10月23日

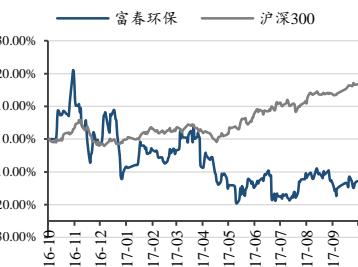
证券分析师袁理

执业证书编号: S0600511080001

02160199782

yuanl@dwzq.com.cn

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	11.86
一年最低/最高价	10.51/16.55
市净率(倍)	3.34
流通A股市值(百万元)	8654

## 基础数据

每股净资产(元)	3.55
资产负债率(%)	39.37
总股本(百万股)	796
流通A股(百万股)	730

## 相关研究

- 富春环保：定增顺利过会，热电联产再上新台阶 20170930
- 富春环保：内生外延稳健，扣非业绩增长超八成-20170421
- 富春环保：收购南通常安，复制固废+节能模式-20170216
- 富春环保：量价齐升，固废环保再上新台阶-20170209
- 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
- 富春环保：异地项目再下一城，固废环保加速扩张-20170103

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,699	3,424	4,389	4,942
同比(%)	-6.2%	26.9%	28.2%	12.6%
净利润(百万元)	244.93	355	463	566
同比(%)	35.0%	44.8%	30.4%	22.5%
毛利率(%)	20.5%	19.8%	20.7%	21.0%
ROE(%)	8.6%	8.7%	10.4%	11.6%
每股收益(元)	0.31	0.40	0.53	0.65
P/E	38.03	29.65	22.37	18.25
P/B	3.29	2.54	2.33	2.12

## 事件:

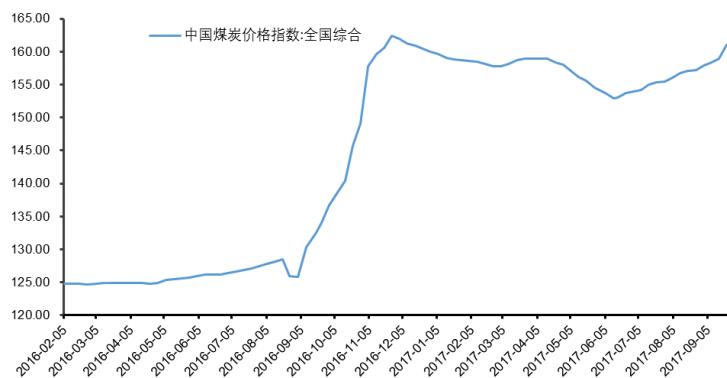
- 1) 公司公布三季报，前三季度实现营收 24.76 亿元，同比增 32.98%，归母净利润 2.48 亿元，同比增 37.3%，扣非归母净利润 2.43 亿元，同比增 43.29%。2) 公司预计 2017 年归母净利润 3.18-3.92 亿元，同比增 30%-60%。

## 投资要点

- 业绩稳健增长。**公司前三季度同比增长 37.3%，主要原因在于：1) 公司实施新的《煤热价格联动机制》并上调了供热价格，2) 新建产能逐步释放，3) 南通常安 2017 年 2 月并表。**受环保督查影响，第三季度业绩下滑，预计四季度起将有所改善：**分季度看，第一/二/三季度营收增速分别为 20.01%/41.39%/38.63%，归母净利润增速分别为 83.67%/49.05%/-13.99%，我们认为三季度利润增速下滑主要因为：1) 煤炭等原材料价格上涨(17 年三季度全国煤炭价格指数平均值同比增长 22%)，2) 8 月 11 日-9 月 11 日环保督查进驻浙江，为期一个月，对下游企业生产产生显著影响，影响公司业绩。
- 毛利率下滑，控费卓有成效。**1) **公司前三季度毛利率为 19.54%，同比 -2.28PCT**，我们认为毛利率下滑是受原材料价格上涨所致；2) 公司销售/管理/财务费用率分别为 0.14%/4.60%/1.77%，同比-0.06/-0.76/-0.59PCT，控费效果良好。
- 经营性现金流持续改善。**公司前三季度经营性现金流 4.91 亿元，同比 -8.72%，分季度看，第一/二/三季度经营性现金流分别为 -0.07/1.62/3.35 亿元，同比-105.97%/-25.86%/60.09%，未来若煤价平稳，预计公司经营性现金流将继续回升。
- 定增顺利过会，业绩内生增长性强。**公司 2016 年定增方案于 2017 年 9 月顺利过会，拟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收购新港热电 30% 股权、现有业务的产能扩建及技术改造，**将新增 550t/h 供热+36MW 供电产能，新增营收 4.97 亿/年，业绩内生增长性强。**
- 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，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。

**图表 1：16 年 11 月起，煤炭价格远超此前**



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

- **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：**假设非公开发行 17 年完成，考虑到原材料价格上涨以及今年环保督查影响下游生产的因素，我们下调公司 2017-2019 年 EPS0.4、0.53、0.65，对应 PE30、22、18 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 2 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
<b>流动资产</b>	<b>1413.5</b>	<b>2346.9</b>	<b>2939.6</b>	<b>3512.0</b>	<b>营业收入</b>	<b>2699.3</b>	<b>3424.1</b>	<b>4388.6</b>	<b>4941.8</b>
现金	710.4	1353.0	1643.1	2059.6	营业成本	2146.5	2745.2	3480.6	3904.3
应收款项	455.5	656.7	841.7	947.8	营业税金及附加	7.7	6.2	7.9	8.9
存货	129.7	165.8	210.2	235.8	营业费用	7.0	6.8	14.9	24.7
其他	117.9	171.4	244.7	268.8	管理费用	161.0	116.0	229.6	207.5
<b>非流动资产</b>	<b>3736.6</b>	<b>3861.8</b>	<b>3954.3</b>	<b>4062.4</b>	<b>财务费用</b>	<b>59.7</b>	<b>44.9</b>	<b>25.5</b>	<b>22.2</b>
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	<b>营业利润</b>	<b>319.7</b>	<b>515.6</b>	<b>640.2</b>	<b>784.0</b>
其他	471.6	471.6	471.6	471.6	<b>利润总额</b>	<b>374.2</b>	<b>515.6</b>	<b>640.2</b>	<b>784.0</b>
<b>资产总计</b>	<b>5150.1</b>	<b>6208.6</b>	<b>6893.9</b>	<b>7574.4</b>	<b>所得税费用</b>	<b>66.0</b>	<b>72.2</b>	<b>96.0</b>	<b>117.6</b>
<b>流动负债</b>	<b>1876.0</b>	<b>1642.1</b>	<b>1875.7</b>	<b>2003.1</b>	<b>少数股东损益</b>	<b>63.2</b>	<b>88.7</b>	<b>81.6</b>	<b>100.0</b>
短期借款	1211.4	800.0	800.0	800.0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>244.9</b>	<b>354.7</b>	<b>462.5</b>	<b>566.4</b>
应付账款	463.4	592.6	751.4	842.9	<b>EBIT</b>	<b>387.0</b>	<b>560.4</b>	<b>665.7</b>	<b>806.2</b>
其他	201.2	249.5	324.3	360.2	<b>EBITDA</b>	<b>572.1</b>	<b>821.9</b>	<b>955.6</b>	<b>1120.8</b>
<b>非流动负债</b>	<b>64.1</b>	<b>64.1</b>	<b>64.1</b>	<b>64.1</b>					
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	64.1	64.1	64.1	64.1					
<b>负债总计</b>	<b>1940.1</b>	<b>1706.2</b>	<b>1939.8</b>	<b>2067.2</b>					
少数股东权益	354.1	442.7	524.4	624.3					
归属母公司股东权益	2856.0	4059.7	4429.8	4882.9					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5150.1</b>	<b>6208.6</b>	<b>6893.9</b>	<b>7574.4</b>					
<hr/>									
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	563.9	602.5	796.1	952.6	每股收益(元)	0.31	0.40	0.53	0.65
投资活动现金流	-186.5	-397.5	-413.5	-422.8	每股净资产(元)	3.59	4.63	5.06	5.57
筹资活动现金流	-267.2	437.6	-92.5	-113.3	发行在外股份(百万股)	796.4	876.2	876.2	876.2
现金净增加额	110.2	642.6	290.1	416.5	ROIC(%)	7.7%	11.3%	12.9%	15.1%
企业自由现金流	438.9	243.5	404.3	548.7	ROE(%)	8.6%	8.7%	10.4%	11.6%
					毛利率(%)	20.5%	19.8%	20.7%	21.0%
					EBITMargin(%)	14.3%	16.4%	15.2%	16.3%
					销售净利率(%)	9.1%	10.4%	10.5%	11.5%
					资产负债率(%)	37.7%	27.6%	28.4%	27.5%
					收入增长率(%)	-6.2%	26.9%	28.2%	12.6%
					净利润增长率(%)	35.0%	44.8%	30.4%	22.5%

注：预测模型假设非公开发行 17 年完成。

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、意见及推測不一致的报告。

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，并注明出自为东吴证券研究所，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>