



2019-07-29

公司深度报告

买入/首次

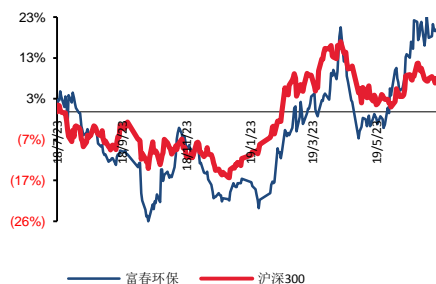
富春环保(002479)

目标价: 7.95

昨收盘: 6.05

富春环保：聚焦主业发展，全力打造循环经济产业园

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股) 1,108/1,108
 总市值/流通(百万元) 3,890/3,890
 12个月最高/最低(元) 6.64/3.99

相关研究报告：

证券分析师：黄付生

电话：021-61372597

E-MAIL: liugg@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517040001

证券分析师助理：晏溶

E-MAIL: yanrong@tpyzq.com

执业资格证书编码：S0100117060016

报告摘要

- **公司发展路线清晰，聚焦主业打造循环经济。**公司自1996年以承债方式兼并热电厂进入园区热电联产行业后，深耕富阳本部基地，打造固废（垃圾、污泥）处置协同发电及热电联产循环经济产业园样板。而后以自身多年项目管理经验，采取外延并购方式，先后收购5个较大规模的园区供热项目，并购项目均在上市公司管理模式输出下取得了并购后业绩的较大增长。
- **多重业务探索后，逐步剥离低毛利非主营业务。**除了公司主营的热电联产项目，公司于2011至2014年间分别以收购和设立的方式探索了轧钢、煤炭贸易、造纸、以及包装和纸板销售等非主营领域，自2015年起逐步剥离主营非相关业务，明确提出未来聚焦环保行业，将致力于将公司打造成以固废处置为核心的环境治理综合平台。除公司目前“固废处理+热电联产”的主营业务外，公司2017年与浙江大学合作开发出了二噁英在线监测设备，2018年通过有限合伙基金投资进入锂电池回收行业，同样希望能在环保其余领域有所建树。
- **富阳之外的四大基地，未来改扩建预计新增供热能力620吨/小时。**公司除了富阳外，其余四大基地，均在近年完成了改扩建或者启动改扩建项目，四个项目预计将增加620吨/小时的供气量，这将为公司提供未来的业绩增长点。除此之外，公司进一步深耕富阳本部，挖掘新增需求，公司近期与光大环保组成联合体中标杭州市富阳区循环经济产业园生活垃圾焚烧处置PPP项目，该项目投产后会成为未来公司新的业绩增长点。
- **公司盈利稳定，负债率低现金流状况良好。**近三年富春环保的毛利率稳定在20%左右，盈利能力较稳定。公司2015-2017年的资产负债率维持在37%左右，随着2018年货币资金持有的增加，资产负债率下降到31.39%，资产负债率处于行业较低水平，风险系数小，不受当下融资难融资贵问题困扰。公司自上市以来，经营性活动净现金流一直处于净流入状态，现金流状况良好，资金运作有序，为公司的稳定发展注入强力保障。
- **投资建议**
我们看好公司“固废处理+热电联产”的主营业务发展模式，预计公司2019-2021年总营收分别为39.40、46.09、53.02亿元，归母净利润3.10、3.61、4.15亿元，对应EPS 0.35、0.40、

0.46 元，给予买入评级。

➤ **风险提示**

1、并购标的业绩不及预期；2、上市公司因其它原因计提商誉减值；3、受环保督察影响下游客户生产情况不及预期。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3324	3010	3940	4609	5302
(+/-%)	23.13%	-9.45%	30.89%	16.98%	15.02%
净利润(百万元)	344	125	310	361	415
(+/-%)	40.63%	-63.61%	147.62%	16.16%	15.10%
摊薄每股收益(元)	0.43	0.15	0.35	0.40	0.46
市盈率(PE)	24.05	23.59	17.4	15.23	13.24

资料来源：Wind，太平洋证券

目录

一、公司发展路线清晰，全力打造循环经济产业园.....	5
（一）公司自上市以来，控股股东持股比例稳定.....	5
（二）立足富阳基地，打造循环经济产业园样板.....	6
（三）发展路径清晰，并购围绕主营业务开展.....	9
（四）聚焦主营业务发展，逐步剥离非主营业务.....	10
二、热电联产增长可期，扩建项目新增供热能力 620 吨/小时.....	10
（一）东港热电供热供不应求，三期扩建环评已通过.....	10
（二）新港热电改扩建已验收，现有产能将满足园区热负荷需求.....	12
（三）溧阳基地现已建成“二炉一机”，异地复制再下一城.....	13
（四）常安能源为公司第五大基地，二期扩建环评已批复.....	14
三、公司盈利能力稳定， 现金流状况良好.....	15
四、盈利预测	17
五、风险提示	17

图表目录

图表 1：富春环保第一大股东持股情况	5
图表 2：富春环保十大股东股权变化情况（%）	5
图表 3：第一大股东部分股权结构	5
图表 4：公司富阳本部发展历程	6
图表 5：富春“固废处置+节能环保”产业	7
图表 6：富春环保上市以来并购历程	9
图表 7：主营业务并购开展情况	9
图表 8：子公司被收购前后营业收入变化情况	9
图表 9：2017 年公司总营业收入构成情况	9
图表 10：公司各业务毛利率情况	10
图表 11：公司各业务占比情况	10
图表 12：2015-18 年东港热电营业收入情况	11
图表 13：2015-18 年东港热电毛利率情况	11
图表 14：东港热电现投运热电联产项目情况	11
图表 15：2015-18 年新港热电营业收入情况	12
图表 16：2015-18 年新港热电毛利率情况	12
图表 17：2016-18 年江苏热电营业收入情况	13
图表 18：2016-18 年江苏热电毛利率情况	13
图表 19：常安能源现投运热电联产项目情况	14
图表 20：海安县热电联产热源规划	15
图表 21：2015-2018 年营业收入情况	16
图表 22：2015-2018 年毛利率和净利率情况	16
图表 23：2015-2018 年公司资产负债率	16
图表 24：2015-2018 年流动比率和短期负债	16
图表 25：2015-2018 年公司现金流情况	17
图表 26：2015-2018 年公司资产周转率情况	17

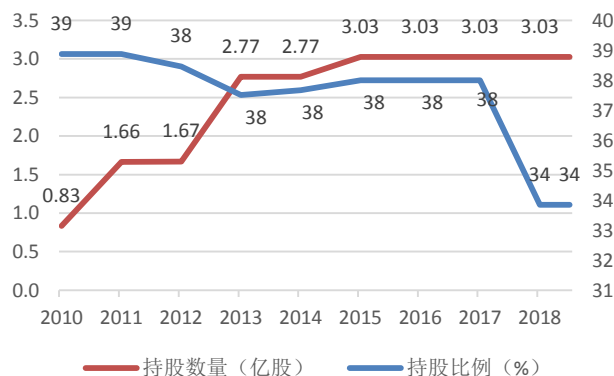
一、公司发展路线清晰，全力打造循环经济产业园

（一）公司自上市以来，控股股东持股比例稳定

浙江富春江环保热电股份有限公司是国内大型的环保公用及循环经济型高新技术企业。公司控股股东浙江富春江通信集团有限公司是一家国家大型制造企业，综合实力跻身于中国民营企业竞争力50强、中国大企业集团竞争力100强、全国电子信息百强等。公司于2010年9月21日在深圳证券交易所挂牌上市，上市之初控股股东持股比例为38.88%。

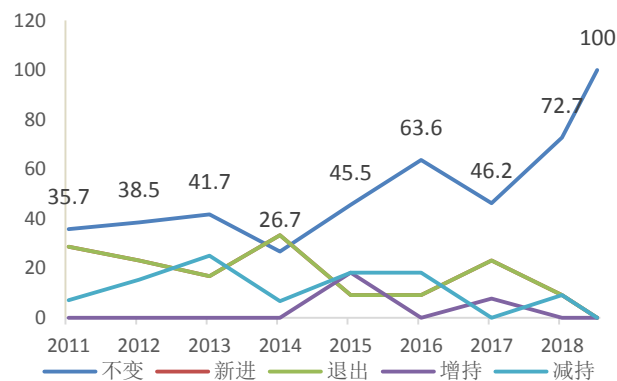
控股股东持股比例稳定，体现持久看好信心。自2010年上市至2017年控股股东持股比例稳定在38%左右，2018年4月由于完成第二次非公开发行股票，再融资稀释持股比例，持股比例下降到34%并保持稳定，近年来持股数量稳定在3亿股。控股股东自1996年，以承债方式兼并了热电厂，改制为富春江热电有限公司，进入热电联产行业，至今已有23年历史，公司仍致力于深耕工业园区热电联产行业。控股股东持股结构的稳定，体现了实际控制人对于园区供热的持续看好以及深耕该领域的匠心。

图表1：富春环保第一大股东持股情况



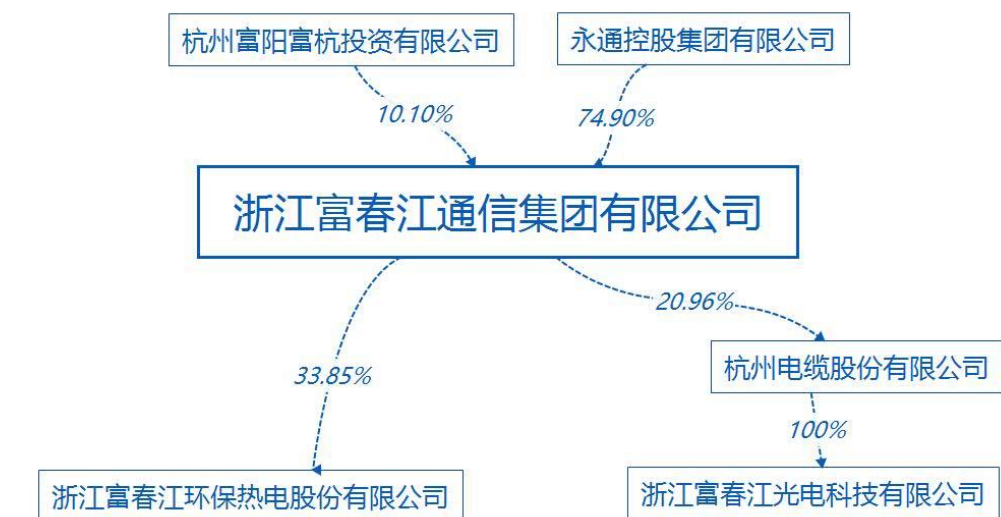
资料来源：Wind，太平洋研究院

图表2：富春环保十大股东股权变化情况 (%)



资料来源：Wind，太平洋研究院

图表3：第一大股东部分股权结构



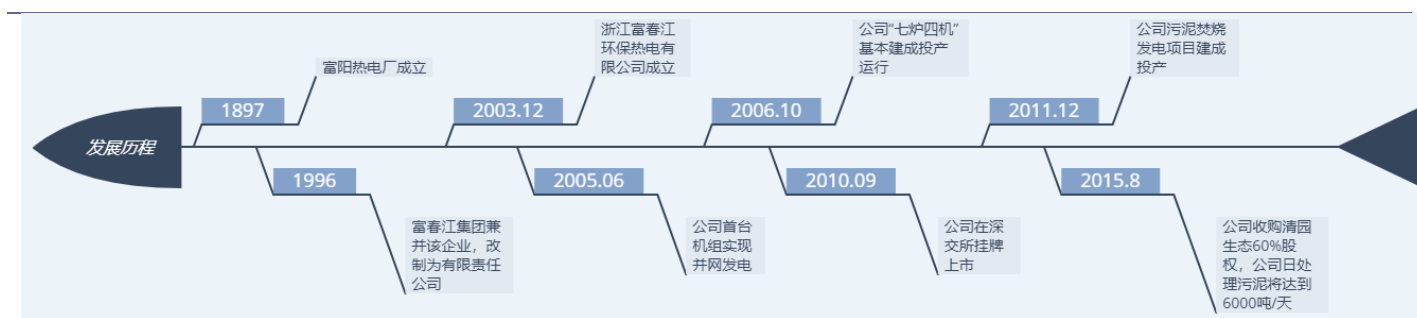
资料来源：Wind，太平洋研究院

（二）立足富阳基地，打造循环经济产业园样板

公司主营固废（垃圾、污泥）处置协同发电及热电节能环保业务，现已拥有富阳、衢州、常州、溧阳、南通五大产业基地，合计装机规模为“二十九炉二十机”，发电装机容量为301.5兆瓦，蒸汽供应能力为2930吨/小时，污泥（80%含水率）日处理能力为7000吨，垃圾日处理能力1000吨。

九六年涉足热电联产行业，深耕富阳本地业务。控股股东于1996年以承债方式兼并了热电厂，改制为富春江热电有限公司，进入热电联产行业。公司总部所在地富阳，素有“中国白板纸基地”之称，造纸行业蒸汽需求量大，彼时正值富阳造纸行业蒸蒸日上阶段，使得公司初步涉足热电联产行业尝到甜头。2002年，集团响应当地政府号召，筹划和实施了原热电厂南迁和垃圾发电、联片供热相结合的新型环保热电建设项目，该项目列省重点建设A类项目，建有“七炉四机”，总装机容量7.3万千瓦，供热能力500t/h，日处理垃圾800吨，主要承担富阳市江南片春江东区、灵桥、大源三个镇、街道近157家造纸企业和今后功能区发展的集中供热任务，同时也为缓解地区用电、解决富阳城市垃圾和造纸工业的废渣出路作出了贡献。2005年6月，公司首台机组实现并网发电，2006年10月公司“七炉四机”基本建成投产运行。2011年12月，公司污泥焚烧发电项目建成投产，该项目建设干化和焚烧造纸污泥能力为2035吨/日，纸渣275吨/日，新增发电装机35兆瓦，新增供热能力215吨/时，目前富阳本部装机规模为九炉六机。

图表4：公司富阳基地发展历程



资料来源：公司官网，太平洋研究院

2015年公司收购清园生态，公司污泥处置规模再上新台阶。浙江清园生态热电有限公司成立于2008年7月，现有2个污泥处置项目投产，富阳市污泥焚烧资源综合利用一期工程已于2010年3月完工投产运营，2400吨污泥/日和600吨纸渣/日焚烧资源综合利用二期主体工程已于2014年3月投产运营。目前装机规模为6炉4机，发电机装机容量为64MW，设计污泥处置能力3900吨/天，纸渣600吨/天。项目建设运行至今，在污泥处置技术工艺、配方、设备等方面共获得了7项国家专利证书。2015年富春环保以自有资金24000万元收购浙江清园生态热电有限公司60%股权，富阳本地两家大型污泥处置企业强强合作，进一步提升巩固公司在污泥处置领域的领先地位，促使公司进一步深化“干化+焚烧+供热+发电”的深度融合和战略协同，实现资源优化配置，增强上市公司的核心竞争力。

图表5：富春“固废处置+节能环保”产业



资料来源：公司公告，太平洋研究院

富阳本地垃圾焚烧继续深耕，新中标项目成未来盈利增长点。2019年7月5日，公司收到杭州市富阳区城市管理局发来的《成交通知书》，确认公司和中国光大国际有限公司所组成的联合体为杭州市富阳区循环经济产业园生活垃圾焚烧处置PPP项目的中标单位。该项目合作期限为30年，预算总投资约人民币13.76亿元，垃圾处理服务费单价为180元/吨。投资建设内容包括在杭州市富阳区绿诸镇西南吕家、政府规划的富阳循环经济产业园内建设一座日处理城市生活垃圾1500吨的生活垃圾焚烧发电厂，配套2炉1机，配置2台处理量为750吨/天的机械炉排焚烧炉+1台40MW凝汽式汽轮发电机组。公司此次参与富阳区循环经济产业园生活垃圾焚烧处置PPP项目是继续深耕富阳基地，打造“固废处理+热电联产”循环经济产业园样板的又一实力体现。该项目建成运营后，

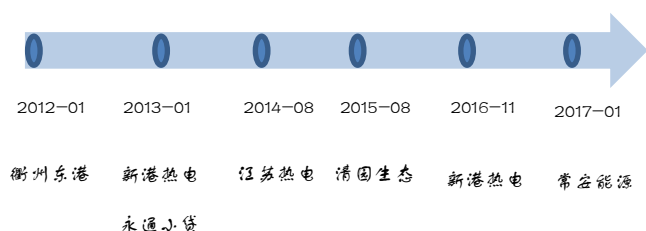
将成为未来公司业绩的新的增长点，并有利于提高公司综合竞争力和行业影响力。

富阳基地承接三星热电部分客户，将掌握当地供热绝对话语权。富阳地区主要的三大供热企业分别为富春热电（富阳基地）、三星热电、清园热电，近期浙江三星热电项目将关停，其热需求客户改由公司承接，而清园也已于2015年被富春环保收购，至此，富阳地区供热一改三分天下的局面，公司富阳基地将掌握该地区供热的绝对话语权。

（三）发展路径清晰，并购围绕主营业务开展

发展聚焦主业，收购企业盈利能力大大提升。公司上市以来共完成了7个并购，其中6个并购围绕主营业务开展，发展路径清晰，平均每年完成1个并购，被并购企业的盈利能力在被收购后通过管理模式输出有较大幅度的提升。在2017年，子公司的营业收入占合并报表总营业收入的47%，2018年进一步上升至50%，成为公司盈利的重要组成部分。

图表 6：富春环保上市以来并购历程



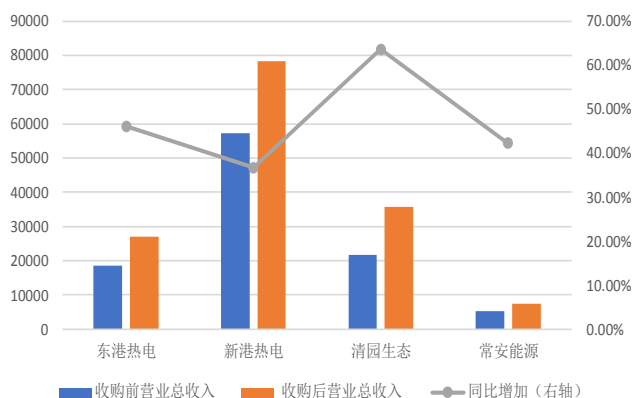
图表 7：主营业务并购开展情况

时间	交易标的	交易总价值（万元）
2012/1/5	衢州东港环保热电有限公司 51%股权	27,285.00
2013/1/9	新港热电 70%股权	26,600.00
2014/8/4	江苏热电 30%股权	1,500.00
2015/8/27	清园生态 60%股权	24,000.00
2016/11/3	新港热电 30%股权	30,000.00
2017/1/3	常安能源 92%股权	16,634.00

资料来源：Wind，太平洋研究院

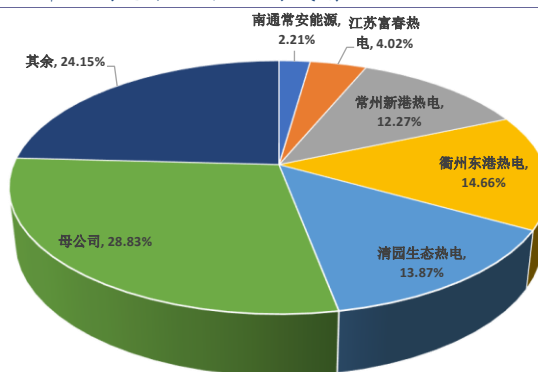
资料来源：Wind，太平洋研究院

图表 8：子公司被收购前后营业收入变化情况



资料来源：Wind，太平洋研究院

图表 9：2017 年公司总营业收入构成情况



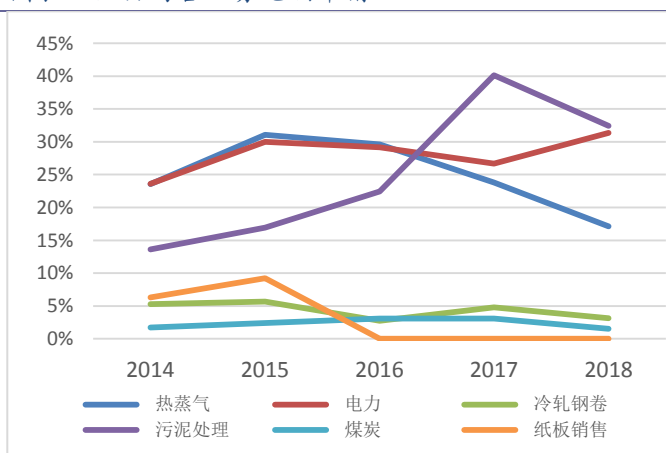
资料来源：Wind，太平洋研究院

(四) 聚焦主营业务发展，逐步剥离非主营业务

上市以来公司积极尝试开展其他业务。除了公司主营的热电联产项目，公司于2011年收购轧钢项目，2012年开展煤炭贸易业务，2013年涉足造纸行业设立汇丰纸业子公司，2014年开拓包装和纸板销售领域。

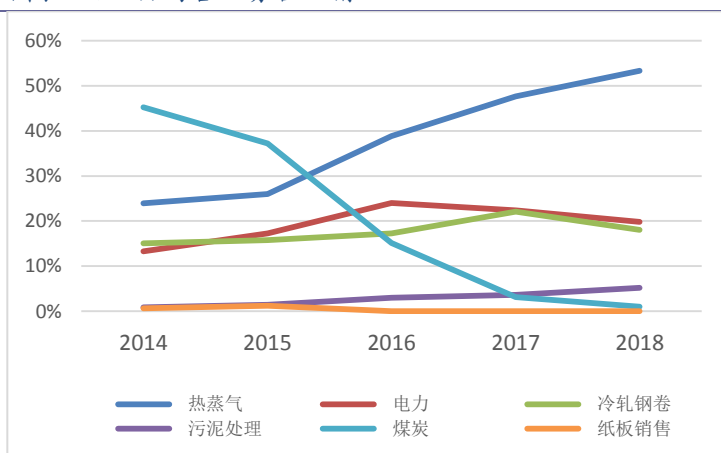
在发展中逐渐剥离低毛利非主营业务。在公司的几大业务中，煤炭产业的毛利率最低，2018年仅为1.51%，而煤炭的营业收入占比也从2014年的45.20%降低到2018年的1.00%，大大减少了煤炭贸易的开展。纸板销售自2014年开展以来，毛利率均低于10%，公司已于2016年停止了该业务的运营。冷轧钢卷方面，其毛利率约为5%，其业务的开展在2014-2017年的上升趋势后于2018年开始下降，可以预见公司未来也将减少冷轧钢卷业务的开展。

图表10：公司各业务毛利率情况



资料来源：Wind，太平洋研究院

图表11：公司各业务占比情况



资料来源：Wind，太平洋研究院

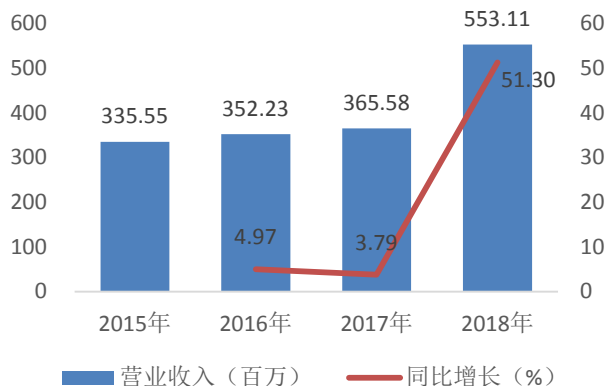
二、热电联产增长可期，扩建项目新增供热能力 620 吨/小时

(一) 东港热电供热供不应求，三期扩建环评已通过

2012年1月公司收购东港热电，尝试异地复制循环经济产业园。衢州东港环保热电有限公司成立于2004年5月，原为浙江海力集团有限公司独资企业，现由浙江富春江环保热电股份有限公司(51%股份)和浙江海力控股有限公司(49%股份)共同持股，位于衢州经济技术开发区（国家级经济开发区）内的东港功能区，为《衢州绿色产业集聚区供热专项规划(2014-2030)》中规划设立的公共热源点之一，其划供热范围为：乌溪江

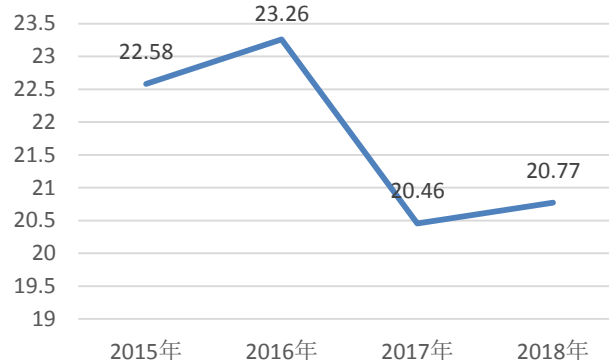
以东(东港片区)，即北至浙赣铁路，东至规划的东环线，西至乌溪江，南至规划 315 省道的区域范围，总规划面积 84.92平方公里。现状供热区域面积约为48平方公里（拥有30年特许经营权），供热用户以造纸、食品、医药、生化等企业为主，供热负荷较为稳定。

图表12：2015-18年东港热电营业收入情况



资料来源：公司公告，太平洋研究院

图表13：2015-18年东港热电毛利率情况



资料来源：公司公告，太平洋研究院

现装机容量72MW，供热能力550吨/小时。衢州基地于2012年启动二期扩建工程。2017年完成了1炉1机的新建工作，现装机容量72MW，供热能力550吨/小时，生产规模实现跨越式增长。具体来说，企业现有项目总装机规模为：4×75t/h次高温次高压CFB锅炉(3用1备)+3×150t/h高温高压CFB燃煤锅炉+2×B15MW+2×B18MW+1×B6MW汽轮发电机组。

图表14：东港热电现投运热电联产项目情况

项目名称	审批项目主体 建设规模	环评审批情况		竣工环保验收情况	
		审批单位	审批文号	验收单位	验收文号
衢州东港热电联产项目(一期)	4×75t/h 次高温次高压 CFB 锅炉(3 用 1 备)+1×B6MW+2×C15MW 汽轮发电机组	原浙江省环保局	浙环建[2004]41 号	原浙江省环保局	浙环建验[2007]044 号
		衢州市发改委	衢市发改[2006]5 号		
		衢州市环保局	衢环开便字[2007]104 号		
热电联产二期扩建项目	3×150t/h 高温高压 CFB 燃煤锅炉+2×B18MW 汽轮发电机组，改造原有 1×C15MW 汽轮发电机组改造为 1×B15MW 汽轮发电机组	浙江省环保厅	浙环建[2011]112 号	浙江省环保厅	浙环竣验[2015]5 号(先行)
				废气、废水部分已通过自主验收	—
				浙江省环保厅	浙环竣验[2018]11 号

资料来源：浙江省环保厅，太平洋研究院

当地热用户生产规模扩大，将使供热需求增加。目前供热区域面积约为48km²，供热用户以造纸、食品、医药、生化等企业为主，供热负荷较为稳定。而根据《衢州绿

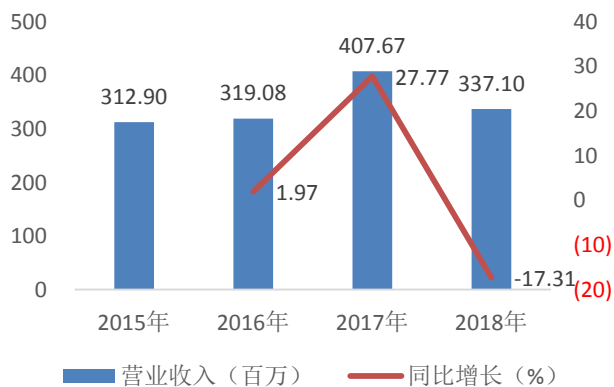
色产业集聚区供热专项规划(2014-2030)》，东港热电为规划设立的公共热源点之一，规划供热范围为：乌溪江以东(东港片区)，即北至浙赣铁路，东至规划的东环线，西至乌溪江，南至规划315省道的区域范围，总规划面积84.92km²。而衢州东港环保热电有限公司为区域内唯一的公共热源点，相应地，伴随着园区热用户需求增加，集中供热量也会随之增加。东港热电所处的衢州东港工业功能区为纺织、印染、造纸、食品等企业较为发达和集中的地区，部分热用户企业有着较好的市场前景，故有扩大生产规模的计划，集中供热需求也势必增加。

三期扩建环评已通过，预计新增供热能力360t/h。预计至2020年底，东港热电新增热负荷(电厂端)为240t/h(最大)、220t/h(平均)、180t/h(最小)，届时全厂设计热负荷(电厂端)为680t/h(最大)、620t/h(平均)、510t/h(最小)。为满足园区内持续攀升的热负荷，2018年11月5日，东港热电热电联产三期项目扩建工程环境影响报告书通过浙江省生态环境厅的批复，项目建设规模为 2×180t/h 高温高压 CFB 锅炉+1×B40MW 汽轮发电机组。如项目实施后，企业全厂建有高温高压机组(3×150t/hCFB+2×180t/hCFB+1×B15MW+2×B18MW+1×B40MW) 及 次 高 温 次 高 压 机 组(4×75t/hCFB+1×B15MW+1×B6MW)。

(二) 新港热电改扩建已验收，现有产能将满足园区热负荷需求

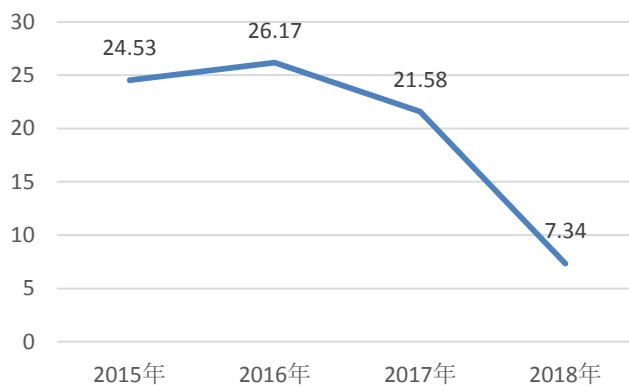
2013年1月公司收购新港热电，异地复制战略成功跨出浙江。常州市新港热电有限公司成立于2000年10月，位于常州市国家级高新技术开发区新北工业园区，主要担负着园区内工业企业的集中供热任务。2013年1月公司收购常州市新港热电有限公司70%的股权，公司异地复制战略成功跨出浙江。2017年3月公司收购新港热电剩余30%股权。

图表15：2015-18年新港热电营业收入情况



资料来源：公司公告，太平洋研究院

图表16：2015-18年新港热电毛利率情况



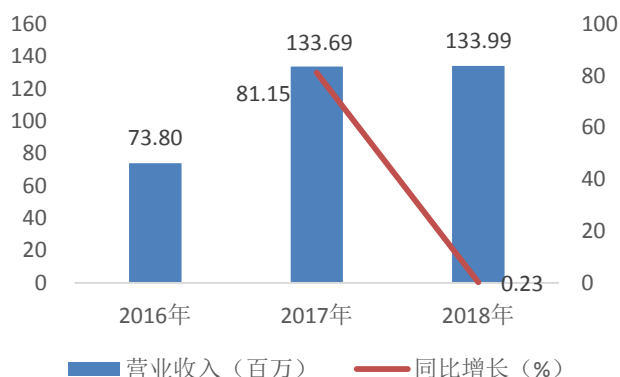
资料来源：公司公告，太平洋研究院

常州基地改扩建已完成竣工验收，可满足区域新增热负荷需求。常州市新港热电有限公司改扩建项目于2016年10月获批，建设内容主要包括：拆除原有3×75t/h中温中压循环流化床锅炉、建设2×220t/h（一用一备）高温超高压循环流化床锅炉+1×B6MW背压式汽轮发电机组。该项目于2017年2月开工，2017年12月竣工，2018年1月调试，2018年8月通过168试运行，目前已完成项目竣工验收。近年来，随着新北区招商引资不断深入和发展，常隆化工和龙宇颜料等一批大型企业将相继扩产，还有新阳科技集团等一批大型企业将相继在新北落户，常州基地经过改扩建后，将有力促进新北工业园区循环经济的可持续发展。

（三）溧阳基地现已建成“二炉一机”，异地复制再下一城

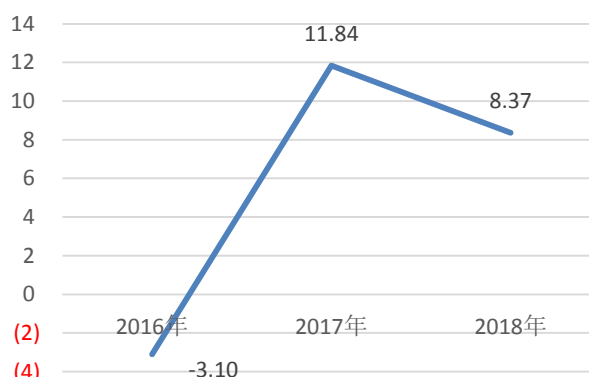
2014年5月组建江苏热电，异地复制再下一城。2014年5月公司组建江苏富春江环保热电有限公司，在江苏中关村科技产业园投建热电联产项目，异地复制战略再下一城。2014年之前，溧阳市供热北片区仅由溧阳市昆仑热电有限公司一家热电厂集中供热，由于公司产能落后，能源浪费，无法满足工厂生产需求等问题，2011年计划将昆仑热电二分厂搬迁至溧阳经济开发区徐角村附近，并对昆仑热电热网进行扩建改造，2014年5月昆仑热电与浙江富春江、浙江中南建设集团达成合作协议，新成立江苏富春江环保热电有限公司，由江苏热电取代昆仑热电，筹建、实施该搬迁改造项目。

图表17：2016-18年江苏热电营业收入情况



资料来源：公司公告，太平洋研究院

图表18：2016-18年江苏热电毛利率情况



资料来源：公司公告，太平洋研究院

园区地区生产总值持续高增长，带动供热需求增加。江苏中关村科技产业园扎根溧阳市7年来，形成了4大主导产业，其中智能电网（输变电）、动力电池两大产业已成为全国知名特色产业，园区呈现出传统优势产业和新兴产业交相辉映的产业发展新格局。2018年园区地区生产总值同比增长16.2%，公共财政预算收入同比增长19.3%。

园区最新综合评价排名位列全省省级高新区第2位。在园区企业高增速的背景下，园区供热需求预计持续增加。

溧阳基地现已建成“二炉一机”，二期扩建预计新增供热能力110t/h。目前江苏热电是溧阳市北片区唯一热源点。溧阳基地现已建成“二炉一机”，装机容量15MW。现有溧阳市北片区热电联产项目，分两期建设。第一期建设2台110吨/小时高温高压循环流化床锅炉（1用1备）和1台15MW背压式汽轮发电机组，第二期拟建1台110吨/小时高温高压循环流化床锅炉和1台15MW背压式汽轮发电机组。目前已完成第一阶段建设，2015年10月经江苏生态环境厅核准投入试运行，2016年12月28日验收合格。项目全部建成后供热能力可达300t/h，装机容量可达30MW，可以充分保障园区的快速发展，助推园区成为常州乃至苏南经济增长的驱动引擎。

（四）常安能源为公司第五大基地，二期扩建环评已批复

2017年公司收购常安能源，公司第五大产业基地投运。南通常安能源有限公司成立于2014年2月，位于江苏省南通市海安县国家级经济技术开发区常安纺织科技园，2017年2月公司收购南通常安能源有限公司92%股权，成为公司第五大产业基地，公司主营业务规模进一步扩大。

常安能源现有供热能力75t/h，燃料为煤及污泥。常安热电于2013年先行筹建了常安工业园供热站项目，2014年建成了1台20t/h快装锅炉和1台45t/h高温高压循环流化床锅炉。2017年建设了1台75t/h锅炉，目前该75t/h锅炉已经建成，正在试运行；2014年建成的1台20t/h快装锅炉已经拆除，1台45t/h高温高压循环流化床锅炉作为备用锅炉。1台75t/h锅炉和备用的1台45t/h锅炉燃料主要为煤，掺烧南通常安水务有限公司污水厂和园区印染企业的生化污泥。

图表19：常安能源现投运热电联产项目情况

序号	项目名称	审批部门及批文号	建设情况
1	南通常安能源有限公司常安纺织科技园临时供热站建设项目	海安县环保局（海环管（表）[2014]05033号）	建设1台45t/h锅炉和1台20t/h锅炉（备用锅炉）
2	南通常安能源有限公司常安纺织科技园临时供热站建设项目修编	海安县环保局（海环管（表）[2014]10036号）	针对45t/h锅炉的污泥掺烧进行的修编，目前已验收
3	南通常安能源有限公司临时供热站扩建项目	海安县行政审批局（海行审[2017]462号）	建设1台75t/h锅炉，建成后拆除20t/h锅炉，45t/h锅炉作为备用，目前正在试运行

资料来源：江苏省环保厅，太平洋研究院

南通基地扩建环评已批复，二期项目预计新增供热能力150t/h。随着江苏海安经济技术开发区的规模不断扩大，特别是海安县常安纺织工业园的建设，常安纺织工业园及其周边地区的用热需求明显，超出了现有热源点的供热半径和供热能力。根据《海安县热电联产规划（2017-2020）》，常安热电是《海安县热电联产规划（2017-2020）》中明确的东片区热源点，规划建设内容为锅炉3×75t/h，汽机2×CB10MW。常安热电对“锅炉3×75t/h，汽机2×CB10MW”分两期进行建设，其中，1×75t/h循环流化床锅炉已经建成，正在试运行。2018年5月30日，常安能源常安纺织科技园热电联产项目环境影响报告书获得江苏省环境保护厅批复。该项目建设内容为扩建2×75t/h+2×CB10MW抽背机组，作为区域产业的配套设施，取代供热范围内现有燃煤小锅炉，为区域企业提供蒸汽。项目建成后，常安热电的供热能力将达300t/h以上。

旧锅炉淘汰将促使东片区供热需求增加。根据环保部（环审[2015]62号）文件的要求，规划期内在常安纺织科技园（东片区）区域热源点建成后，美亚热电将同步关停，其供热范围内热负荷分别由常安热电和华新热电承担。

图表20：海安县热电联产热源规划

供热片区	规划热电联产热源	现有规模	近期规划 2020 年	性质
东片区	常安热电	集中供热锅炉房： 1×45t/h 流化床锅炉+ 1×75t/h 高温高压流化床锅炉	新建锅炉：3×75t/h（其中 1×75t/h 利用现有供热站的供热 锅炉）；汽机 2×CB10MW；保 留 1×45t/h 流化床锅炉作为备 用	公用热源 点
西片区	美亚热电	锅炉：3×75t/h， 汽机：1×C15MW+1×B12MW	关闭，现有热负荷分配到常安 热电和华新热电	公用热源 点
	华新热电	锅炉：2×75t/h， 汽机：1×C15MW	扩建高温高压锅炉： 2×130t/h+1×220t/h；汽机 1×B18MW+1×B25MW	公用热源 点
	联发电热	锅炉：3×75t/h 汽机：1×C15MW+1×B3 MW	维持现状，及时实施超净排放 环保升级改造	自备热源 点

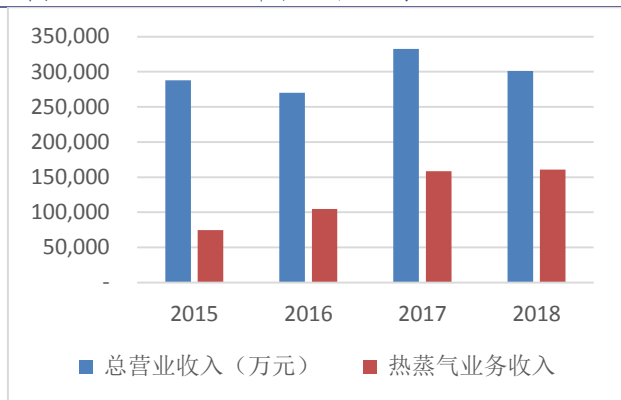
资料来源：江苏省环保厅，太平洋研究院

三、公司盈利能力稳定， 现金流状况良好

热蒸气业务收入增长快，总营业收入略有波动。2015-2018年，富春环保的热蒸气业务收入由74,822.80万元上涨到160,549.83万元，平均每年增速约为28.98%，其占营业总收入的比重也由26.01%上升到53.33%，而在未来随着供热需求的增加，这一比重有望继续上升。营业收入方面，2017年为近年业绩高点，达332,359.46万元，2018年有所下降为301,039.35万元，这是由于公司逐渐剥离煤炭业务和冷轧钢卷业务，使总

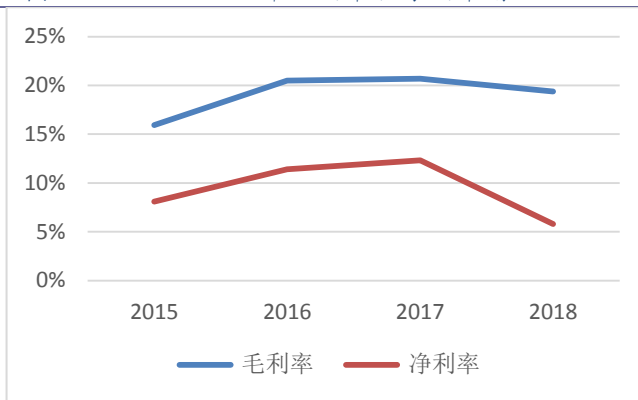
营收随之下降。

图表21：2015-2018年营业收入情况



资料来源：Wind，太平洋研究院

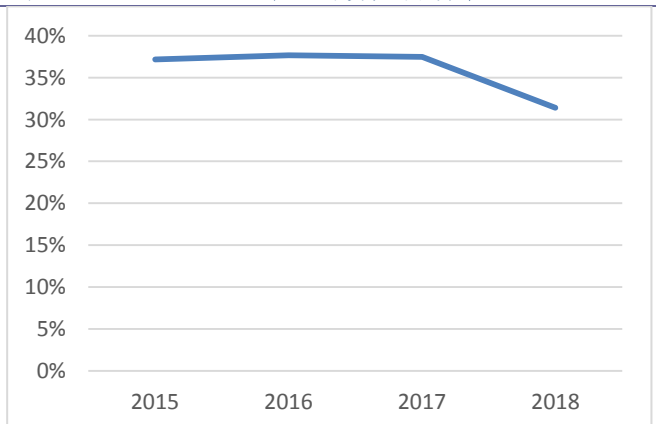
图表22：2015-2018年毛利率和净利率情况



资料来源：Wind，太平洋研究院

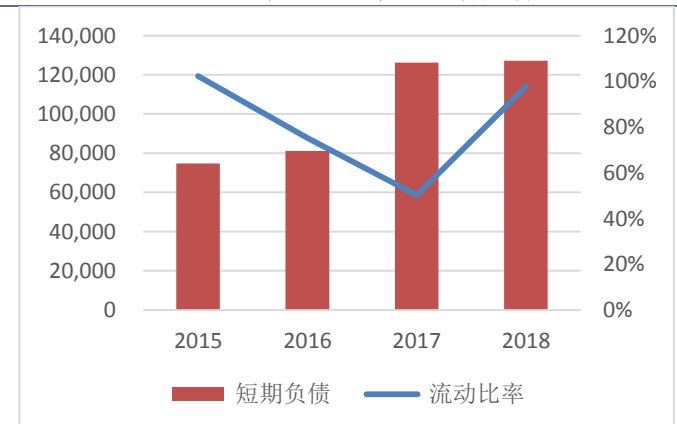
毛利率水平较为稳定，资产减值导致净利率下降。近三年富春环保的毛利率稳定在20%左右，2018年小幅下跌至19.37%，这与2018年煤价的小幅探涨有关，增加了热蒸气业务成本，而2019年动力煤价格同比下行势必会使公司的毛利率有所提升。净利率方面，2017年的净利率最高为12.32%，2018年大幅度的下跌到5.80%，主要原因为当年产生了12,578.73万元的资产减值损失，大大降低了净利润率，而在2017年资产减值损失为-616.40万元。

图表23：2015-2018年公司资产负债率



资料来源：Wind，太平洋研究院

图表24：2015-2018年流动比率和短期负债

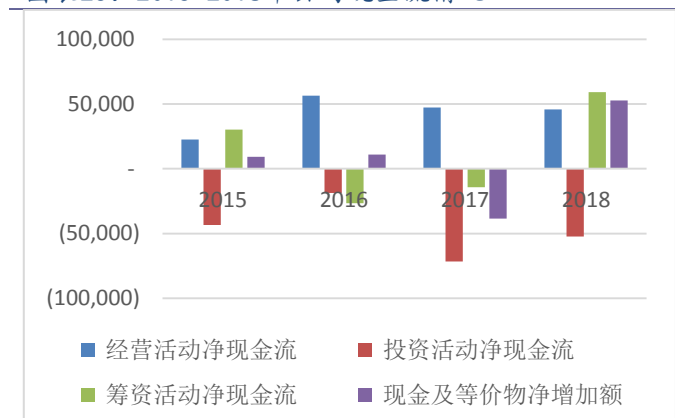


资料来源：Wind，太平洋研究院

资产负债率水平较低，良好的现金流给公司的发展提供了强有力的保障。公司2015-2017年的资产负债率维持在37%左右，随着2018年货币资金持有的增加，资产负债率下降到31.39%，资产负债率处于行业较低水平。2015-2018年间，公司经营活动产生的现金净流入稳定，均为净流入状态；投资活动由于构建固定资产、收购子公司等，

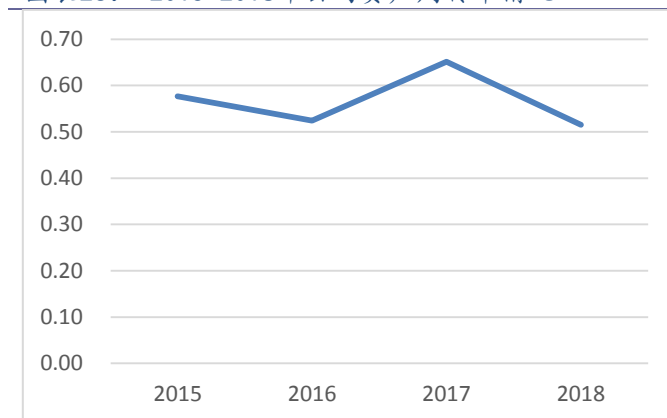
处于现金流净流出状态；筹资活动中，由于 2015 年和 2018 年进行了定向增发筹资，筹资净额分别为 46,056.22 万元和 76,749.09 万元，使得这两年的筹资活动净现金流为正数。总的来看，企业的现金流表现良好，资金运作有序，为公司的稳定发展注入强力保障。

图表25：2015-2018年公司现金流情况



资料来源：Wind，太平洋研究院

图表26：2015-2018年公司资产周转率情况



资料来源：Wind，太平洋研究院

四、盈利预测

我们使用分拆法估算公司 2019-2021 年的各项营收，再通过毛利率、费用率等假设得出最后的净利润，预计公司 2019-2021 年总营收分别为 39.40、46.09、53.02 亿元，归母净利润 3.10、3.61、4.15 亿元，对应 EPS 0.35、0.40、0.46 元。

五、风险提示

1、并购标的业绩不及预期；2、上市公司因其它原因计提商誉减值；3、受环保督察影响下游客户生产情况不及预期。

财务报表及预测

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	334	846	1872	3193	4607	营业收入	3324	3010	3940	4609	5302
应收和预付款项	300	269	404	455	525	营业成本	2636	2427	3119	3644	4198
存货	117	131	154	180	208	营业税金及附加	16	17	39	46	49
其他流动资产	172	475	505	529	561	销售费用	6	5	20	23	24
流动资产合计	922	1720	2934	4357	5901	管理费用	149	114	217	254	292
长期股权投资	244	221	221	221	221	财务费用	64	58	55	62	69
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-6	126	10	11	11
固定资产	2956	2897	2864	2792	2677	投资收益	4	16	10	11	12
在建工程	119	143	57	-19	-82	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	319	310	294	278	262	营业利润	485	188	491	582	671
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	4	2	12	7	8
其他非流动资产	4178	4125	4029	3875	3682	利润总额	490	190	502	589	679
资产总计	5100	5845	6964	8232	9583	所得税	80	68	132	163	194
短期借款	1263	1272	1772	2572	3372	净利润	409	122	370	426	485
应付和预收款项	378	311	499	572	659	少数股东损益	65	49	60	65	70
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	344	125	310	361	415
其他负债	270	252	379	412	452	预测指标					
负债合计	1911	1835	2650	3556	4484		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
股本	796	894	894	894	894	毛利率	20.69%	19.37%	20.84%	20.95%	20.82%
资本公积	1027	1698	1698	1698	1698	销售净利率	10.36%	2.41%	7.88%	7.82%	7.83%
留存收益	1076	1112	1355	1652	2006	销售收入增长率	23.13%	-9.42%	30.89%	16.98%	15.02%
归母公司股东权益	2899	3698	3942	4239	4592	EBIT 增长率	27.55%	-55.17%	124.53%	16.80%	14.90%
少数股东权益	290	312	372	437	507	净利润增长率	40.63%	-78.90%	327.06%	16.16%	15.10%
股东权益合计	3189	4010	4314	4676	5099	ROE	11.88%	1.97%	7.87%	8.50%	9.04%
负债和股东权益	5100	5845	6964	8232	9583	ROA	6.75%	1.24%	4.46%	4.38%	4.33%
现金流量表(百万)						ROIC	11.90%	3.77%	10.26%	12.22%	14.61%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EPS(X)	0.43	0.15	0.35	0.40	0.46
经营性现金流	472	457	739	802	907	PE(X)	22.58	28.87	17.51	15.08	13.10
投资性现金流	-716	-522	-137	-105	-81	PB(X)	2.67	1.05	1.38	1.28	1.18
融资性现金流	-142	592	424	624	588	PS(X)	2.33	1.29	1.38	1.18	1.03
现金增加额	0	0	0	0	0	EV/EBITDA(X)	11.19	8.50	6.60	5.24	4.07

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻板、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。