



2011年8月12日

电力

研究部

陈俊华

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511030014
chenjunhua@cicc.com.cn

审慎推荐

富春环保 (002479.SZ)

利润率稳定, 下半年静待项目投产

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	744	703	910	952	1,229
(+/- %)	28	(5)	29	5	29
主营业务利润	93	115	164	210	278
(+/- %)	5	24	43	28	32
营业利润	42	74	132	202	264
(+/- %)	(10)	75	79	54	30
净利润	68	92	138	199	256
(+/- %)	33	35	51	44	29
摊薄每股盈利(元)	0.16	0.21	0.32	0.47	0.60
(+/- %)	33	35	51	44	29
市盈率(X)	108.0	79.8	52.9	36.8	28.6
市净率(X)	25.5	21.0	4.0	3.7	3.4
ROE (%)	23.6	26.3	7.6	10.0	11.7
股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.6	0.8

基本信息

A-股	
股票代码	002479.CH
当前股价	Rmb17.11
日成交量(百万股)	2.80
52周最高价/最低价	Rmb28.28/12.505
总市值(百万元)	7,323
发行股数(百万股)	428
流通股数(百万股)	108
主要股东(持股比例)	浙江富春江通信集团(38.88%)

相对走势

	Last week	1m	3m	YTD
[002479.CH]	-8.70	+0.41	-14.36	+32.64
[深圳A股指数]	-3.04	-3.75	-4.39	+0.33
[电力板块指数]	-6.50	-11.03	-22.45	-9.45

股价表现



2011年上半年业绩完全符合预期:

上半年, 公司实现收入 5.7 亿元, 同比增长 36%, 净利 8350 万元, 同比增长 32%, 合 EPS0.2 元(其中, 二季度实现净利润 5117 万元, 合 EPS0.12 元)。业绩符合预期。

正面:

需求旺盛, 利润率改善。二季度, 公司不仅实现收入环比增加 12%, EBIT 利润率亦由一季度的 13% 增加至 16%, 略好于去年同期水平。主要得益于公司供气价格随燃料成本的波动而调整, 有效规避燃料价格上升风险。

负面:

经营性现金流量快速回落。上半年经营性活动现金净流量仅为 56 万元, 较去年同期(1.1 亿元)大幅回落。主要源自购买商品和接受劳务支出大幅增长 1.3 亿元至 4.9 亿元。

发展趋势:

公司预计 1-9 月净利润提升 30%-50%, 或达 1.3-1.5 亿元(合 EPS0.30-0.35 元)。我们分析主要来自三季度污泥焚烧综合工程投产(一台 20MW 循环流化床锅炉, 供热能力 215 蒸吨/小时, 污泥处理能力 2035 吨/天), 预计可当年贡献净利润 6000 万元(合 EPS0.12 元), 2012 年全年贡献产能, 增加净利润近 1.2 亿元。

冷轧项目投运, 但规模尚小, 近期盈利贡献有限。公司于 2011 年 1 月收购的冷轧项目有 1 条生产线投入运行。上半年实现收入 2276 万元, 毛利率 15.3%, 低于传统电力、蒸汽业务。年内, 第 2 条冷轧生产线将投产。预计 2012 年冷轧业务收入将会提升。考虑到投产初期不确定性高, 我们的盈利预测尚未考虑此部分。

估值与建议:

预计公司 2011、12 年净利润分别为 2 亿和 2.6 亿元, 对应 EPS0.47 和 0.60 元, 市盈率 44x 和 29x。我们看好公司稳定的盈利能力和 2012 年业绩增长前景。短期内, 三季度污泥焚烧项目投产, 推动三、四季度业绩逐季改善。维持“审慎推荐”评级, 短期估值偏高, 反映了投资者乐观预期。

风险: 1) 污泥焚烧项目进展慢于预期。2) 冷轧项目投产初期, 产品推广有风险, 拖累公司业绩改善。

图表 1:分季度利润简表

(人民币 百万元)	年度数据			半年度数据					季度数据						
	FY09	FY10	YoY	1H10	2H10	1H11	HoH	YoY	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	QoQ	YoY
主营业务收入	703	910	29%	418	491	567	15%	36%	418	215	276	268	299	11%	-29%
主营业务成本	586	743	27%	345	396	458	16%	33%	346	171	226	223	236	6%	-32%
主营税金附加	3	3	7%	1	2	1	-62%	-38%	1	0	1	0	0	-27%	-74%
主营业务利润	115	164	43%	72	94	108	15%	49%	71	44	49	44	62	40%	-12%
主营业务利润率	16%	18%		17%	19%	19%			17%	20%	18%	17%	21%		
销售费用	0	0	-15%	0	0	0	33%	57%	0	0	0	0	0	-25%	-32%
管理费用	20	20	3%	9	11	25	123%	161%	9	5	6	10	15	49%	56%
EBIT	95	143	51%	63	83	83	0%	32%	62	39	42	34	47	38%	-23%
EBIT利润率	13%	16%		15%	17%	15%			15%	18%	15%	13%	16%		
财务费用	21	11	-46%	9	3	-10	-468%	-209%	9	3	-1	-3	-6	88%	-171%
营业利润	74	132	79%	54	80	92	15%	72%	53	36	43	38	54	42%	2%
营业利润率	10%	14%		13%	16%	16%			13%	17%	16%	14%	18%		
营业外收入	18	27	48%	15	12	8	-32%	-43%	15	8	4	1	8	956%	-48%
营业外支出	1	3	307%	1	3	2	-32%	175%	1	0	2	0	1	227%	111%
利润总额	91	156	71%	68	90	99	10%	46%	67	44	45	38	60	58%	-10%
所得税	-1	17	2152%	4	14	15	7%	312%	4	7	7	6	9	55%	151%
实际税率	-1%	11%		5%	15%	15%			5%	15%	16%	15%	15%		
净利润	92	138	51%	64	76	84	10%	30%	63	37	38	32	51	58%	-19%
净利润率	13%	15%		15%	15%	15%			15%	17%	14%	12%	17%		
摊薄每股盈利(元)	0.21	0.32	51%	0.15	0.18	0.20	11%	32%	0.15	0.09	0.09	0.08	0.12	58%	-19%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表2: 主要财务简表

(单位: 百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
损益表					
主营业务收入	744	703	910	952	1,229
主营业务成本	648	586	743	739	947
主营业务利润	93	115	164	210	278
减: 管理费用	16	20	20	21	28
财务费用	33	21	11	-14	-14
营业利润	42	74	132	202	264
营业外净收入	16	17	24	24	30
利润总额	58	91	156	226	294
所得税	-10	-1	17	27	38
少数股东损益	-	-	-	-	-
净利润	68	92	138	199	256
资产负债表					
	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
货币资金	33	61	1,156	1,304	1,448
应收帐款	67	63	74	78	100
存货	18	28	66	69	90
其他流动资产	32	30	92	78	100
流动资产合计	150	182	1,389	1,528	1,738
固定资产及在建工程	507	503	548	572	591
资产合计	686	719	1,966	2,129	2,357
短期借款	-	-	-	-	-
应付帐款	49	51	86	90	116
应交税金	11	2	9	9	12
流动负债合计	119	120	105	109	141
长期借款	286	227	-	-	-
负债合计	405	371	141	146	178
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	160	160	214	428	428
储备和未分配利润	127	189	1,611	1,554	1,751
股东权益合计	287	349	1,825	1,982	2,179
负债及股东权益合计	692	719	1,966	2,129	2,357
现金流量表					
	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
经营活动产生的现金流量	92	191	81	271	289
投资活动产生的现金流量	-46	-58	-39	-96	-99
筹资活动产生的现金流量	-39	-106	1,039	-27	-45
主要财务比率					
	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
息税前利润率	10%	13%	16%	20%	20%
税前利润率	8%	13%	17%	24%	24%
净利润率	9%	13%	15%	21%	21%
净资产回报率	24%	26%	8%	10%	12%

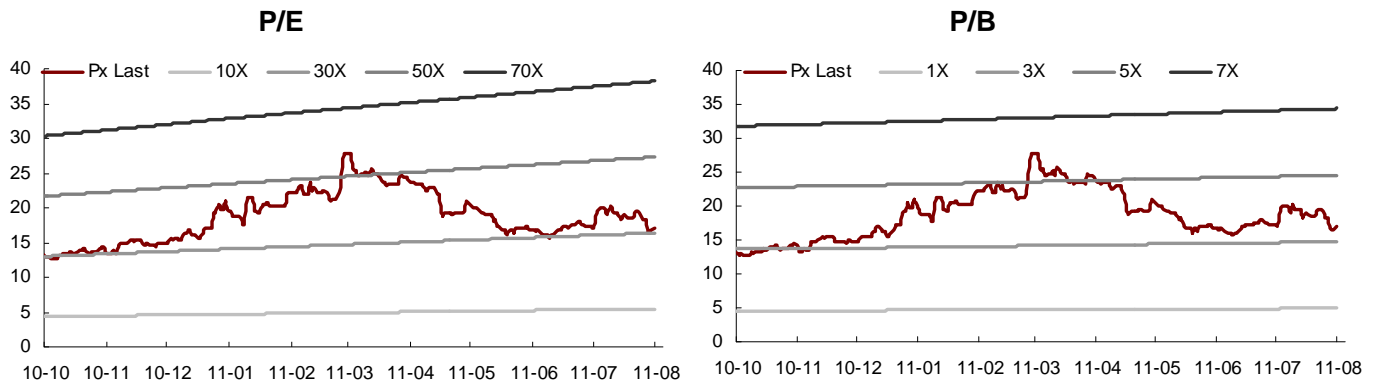
资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 3: 可比公司估值表

投资建议	总股本 (百万股)	流通股本 (百万股)	总市值 (十亿)	EPS			P/E(x)			P/B(x)				
				2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E		
A 股电力公司	(Rmb)													
国电电力	2.50	审慎推荐	15,395	13,954	38.5	0.16	0.19	0.21	16.0	13.2	12.0	1.7	1.6	1.5
华能国际	4.51	审慎推荐	14,055	9,000	63.4	0.25	0.23	0.27	17.9	19.3	16.7	1.2	1.2	1.1
长江电力	6.43	审慎推荐	16,500	7,364	106.1	0.51	0.54	0.57	12.6	11.9	11.4	1.6	1.6	1.5
内蒙华电	8.27	审慎推荐	1,981	573	16.7	0.33	0.39	0.51	25.1	21.1	16.2	4.0	3.4	1.9
深圳能源	6.71	审慎推荐	2,643	2,203	17.7	0.64	0.68	0.72	10.5	9.9	9.3	1.2	1.1	1.0
中能股份	4.64	审慎推荐	4,729	3,153	21.9	0.51	0.55	0.57	9.0	8.5	8.1	0.8	0.8	0.7
建投能源	4.60	中性	914	914	4.2	0.01	0.04	0.12	403.3	128.7	36.8	1.5	1.3	1.2
国投电力	6.24	审慎推荐	1,995	1,055	12.4	0.25	0.31	0.35	25.2	20.3	18.0	1.3	1.3	1.3
广州控股	7.07	审慎推荐	2,059	2,059	14.6	0.36	0.36	0.50	19.5	19.4	14.1	1.5	1.5	1.4
上海电力	5.35	审慎推荐	2,140	2,140	11.4	0.09	0.27	0.29	59.5	20.1	18.6	2.4	2.2	2.1
桂冠电力	4.91	中性	2,280	2,280	11.2	0.29	0.28	0.29	16.9	17.8	17.0	2.7	2.6	2.5
华电国际	2.93	审慎推荐	6,771	5,190	19.8	0.03	0.03	0.06	95.5	86.3	46.7	1.3	1.3	1.3
大唐发电	4.93	中性	13,310	8,994	65.6	0.19	0.19	0.23	26.5	25.3	21.9	2.2	2.1	1.9
川投能源	12.60	审慎推荐	933	547	11.8	0.36	0.53	0.64	34.5	23.7	19.8	2.3	2.1	2.0
凯迪电力	12.99	审慎推荐	943	590	12.3	0.52	1.20	0.70	25.0	10.8	18.5	4.1	3.1	2.8
平均值									50.9	28.2	18.6	1.9	1.8	1.6
中间值									22.3	19.4	16.8	1.6	1.5	1.4
区域性电网类公司														
文山电力	10.75	审慎推荐	479	337	5.1	0.26	0.37	0.45	40.6	29.0	23.7	5.1	4.5	3.9
桂东电力*	17.92		276	235	4.9	0.49	0.58	0.67	36.2	31.0	26.8	4.4	4.1	3.8
平均值									38.4	30.0	25.2	4.8	4.3	3.8
中间值									38.4	30.0	25.2	4.8	4.3	3.8
热电联产公司														
富春环保	17.11	审慎推荐	428	108	7.3	0.32	0.47	0.60	52.9	36.8	28.6	4.0	3.7	3.4
京能热电	8.26	中性	787	573	6.5	0.41	0.44	0.53	20.4	18.8	15.6	2.0	1.9	1.7
金山股份*	7.67		341	283	2.6	0.29	0.32	0.50	26.1	24.3	15.4	n.a	n.a	n.a
宝新能源*	4.35		1,727	1,698	7.5	0.17	0.22	0.28	25.9	19.8	15.5	n.a	n.a	n.a
平均值									31.3	24.9	18.8	3.0	2.8	2.6
中间值									26.0	22.1	15.5	3.0	2.8	2.6
市政和节能环保														
龙源技术	58.98	审慎推荐	158	40	9.3	0.66	1.14	1.51	89.0	51.8	39.1	5.9	5.3	4.7
燃控科技	27.28	中性	108	28	2.9	0.57	0.78	1.20	47.5	35.2	22.8	2.7	2.1	2.0
先河环保	15.05	中性	156	39	2.3	0.36	0.48	0.64	42.1	31.1	23.5	3.0	2.8	2.6
中电环保	19.83	审慎推荐	100	25	2.0	0.63	0.72	0.92	31.4	27.6	21.6	8.1	2.7	2.5
九龙电力	13.60	中性	512	232	7.0	0.05	0.26	0.42	265.5	52.7	32.3	7.6	2.6	2.5
易世达	24.80	审慎推荐	118	30	2.9	0.56	0.88	1.02	44.2	28.3	24.3	3.1	2.9	2.7
平均值									86.6	37.8	27.3	5.1	3.1	2.8
中间值									45.9	33.1	23.9	4.5	2.8	2.6
H/B 股														
	(HK\$)			(HK\$ bn)		(HK\$)								
华能国际	3.30		14,055	3,555	76.4	0.30	0.27	0.32	11.1	12.0	10.4	0.9	0.8	0.8
华润电力	14.24		4,737	4,737	67.5	1.05	1.19	1.29	13.6	12.0	11.0	1.7	1.5	1.5
华电国际	1.22		6,771	1,431	8.3	0.04	0.04	0.07	34.2	30.2	16.3	0.5	0.5	0.5
龙源电力	5.45		7,464	2,711	40.7	0.28	0.36	0.43	19.1	15.1	12.7	1.8	1.7	1.5
大唐发电	2.12		13,310	3,316	28.2	0.23	0.25	0.29	9.1	8.5	7.3	0.9	0.8	0.8
中国风电*	0.45		7,401	7,401	3.3	0.09	0.13	0.15	4.9	3.6	3.0	0.9	0.7	0.6
中国电力*	1.86		5,107	5,107	9.5	0.16	0.20	0.26	11.8	9.5	7.2	0.7	0.6	0.6
中电控股*	67.40		2,406	2,406	162.2	4.26	4.52	4.71	15.8	14.9	14.3	2.1	1.9	1.9
电能实业*	57.30		2,134	2,134	122.3	4.13	4.23	4.29	13.9	13.5	13.3	2.3	2.1	2.0
平均值									14.2	12.7	10.2	1.2	1.1	1.1
中间值									12.7	12.0	10.7	0.9	0.8	0.8

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 4: 富春环保 A 股历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

