

2017年04月19日

富春环保 (002479.SZ)

公司快报

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

投资要点

事件：4月17日公司披露2017年第一季度报告，报告期内公司实现营业收入7.93亿元、归母净利润8,098万，分别同比增长20.01%、83.67%。2017年上半年业绩增速预计在60%-80%之间。

◆ **业务结构持续优化带动公司盈利能力提升：**报告期内公司净利润增速高于收入增速主要源于①业务结构优化，高毛利节能环保板块占比提升，根据年报数据，公司节能环保营收占比已由2014年的38.09%提高至2016年的65.69%，煤炭、纸制品销售占比大幅收缩；而2016年资源综合利用机组与热电联产机组毛利率分别为23.04%、31.06%，远高于煤炭、纸制品及冷轧钢卷销售；公司一季度整体毛利率较上年同期提高2个百分点、净利率提高4.39个百分点；②本期账龄较长应收账款减少使得资产减值损失减少804.91万元。公司收缩煤炭、纸制品销售业务的同时，推进“固废处置+热电联产”扩张，单季度营业收入呈现企稳态势，业绩增速显著提升。

◆ **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。“固废+热电”协同发展，目前公司已形成日处理垃圾能力1,000吨，污泥处置能力6,000吨。

◆ **资产负债率较低，融资空间较大有利于未来业务扩张：**截至2017年一季度末，公司资产负债率42.66%，低于行业平均水平，为公司提高债权融资额度留有空间；同时，公司拟非公开发行股票募集资金9.2亿元，全部用于主业拓展，公司持续扩张可期。

◆ **投资建议：**暂不考虑增发影响，我们预测公司2017年至2019年每股收益分别为0.54、0.67和0.81元，给予增持-A建议，6个月目标价为16.2元，相当于2017年30倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**环保电价波动风险、项目进度不及预期

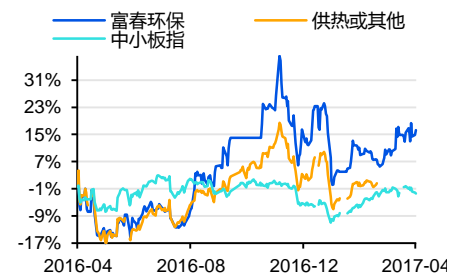
电力及公用事业 | 供热或其他 III

投资评级	增持-A(首次)
6个月目标价	16.2元
股价(2017-04-18)	13.87元

交易数据

总市值(百万元)	11,045.37
流通市值(百万元)	10,094.21
总股本(百万股)	796.35
流通股本(百万股)	727.77
12个月价格区间	9.89/16.68元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.87	7.7	12.99
绝对收益	6.53	16.1	9.07

分析师

徐曼
 SAC 执业证书编号：S0910516020001
 xuman@huajinsec.cn
 021-20655643

报告联系人

宋怡萱
 songyixuan@huajinsec.cn
 021-20655737

相关报告

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	3,293.1	3,918.8	4,663.4
同比增长(%)	-22.9%	-6.2%	22.0%	19.0%	19.0%
营业利润(百万元)	257.1	319.7	586.2	735.8	914.9
同比增长(%)	4.6%	24.3%	83.4%	25.5%	24.3%
净利润(百万元)	181.4	244.9	431.8	532.1	648.2
同比增长(%)	5.0%	35.0%	76.3%	23.2%	21.8%
每股收益(元)	0.23	0.31	0.54	0.67	0.81
PE	60.1	44.5	25.3	20.5	16.8
PB	4.0	3.8	3.4	3.1	2.8

数据来源：贝格数据华金证券研究所

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
营业收入	2,876.8	2,699.3	3,293.1	3,918.8	4,663.4	年增长率					
减:营业成本	2,418.4	2,146.5	2,519.9	2,940.0	3,451.9	营业收入增长率	-22.9%	-6.2%	22.0%	19.0%	19.0%
营业税费	7.5	7.7	8.0	10.3	12.3	营业利润增长率	4.6%	24.3%	83.4%	25.5%	24.3%
销售费用	8.9	7.0	8.0	5.6	10.0	净利润增长率	5.0%	35.0%	76.3%	23.2%	21.8%
管理费用	121.2	151.0	138.8	183.2	225.2	EBITDA 增长率	12.3%	25.8%	44.5%	22.5%	20.8%
财务费用	52.4	59.7	32.8	42.7	55.1	EBIT 增长率	8.5%	22.6%	63.1%	25.8%	24.6%
资产减值损失	13.6	10.9	5.0	5.0	4.0	NOPLAT 增长率	6.7%	25.8%	61.3%	25.7%	25.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	33.2%	-2.0%	15.6%	-2.5%	3.3%
投资和汇兑收益	2.3	3.3	5.7	3.8	10.0	净资产增长率	26.8%	2.4%	14.2%	11.1%	13.5%
营业利润	257.1	319.7	586.2	735.8	914.9	盈利能力					
加:营业外净收支	33.2	54.5	45.0	52.2	50.6	毛利率	15.9%	20.5%	23.5%	25.0%	26.0%
利润总额	290.3	374.2	631.2	788.0	965.4	营业利润率	8.9%	11.8%	17.8%	18.8%	19.6%
减:所得税	57.2	66.0	117.2	146.9	176.5	净利润率	6.3%	9.1%	13.1%	13.6%	13.9%
净利润	181.4	244.9	431.8	532.1	648.2	EBITDA/营业收入	15.6%	20.9%	24.8%	25.5%	25.9%
						EBIT/营业收入	10.8%	14.1%	18.8%	19.9%	20.8%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	37.2%	37.7%	34.9%	40.4%	36.7%
货币资金	585.2	710.4	866.7	1,815.1	2,160.0	负债权益比	59.1%	60.4%	53.6%	67.8%	58.0%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.02	0.75	1.14	1.28	1.40
应收帐款	387.5	366.3	440.3	593.6	631.4	速动比率	0.96	0.68	1.08	1.20	1.34
应收票据	201.6	89.2	188.6	181.6	263.8	利息保障倍数	5.91	6.35	18.87	18.24	17.61
预付帐款	102.6	47.2	144.3	88.4	170.4	营运能力					
存货	81.3	129.7	90.7	173.1	143.9	固定资产周转天数	219	291	262	229	195
其他流动资产	70.2	70.7	56.4	65.8	64.3	流动营业资本周转天数	34	21	29	36	30
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	166	190	175	216	245
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	48	50	44	47	47
长期股权投资	273.8	242.6	242.6	242.6	242.6	存货周转天数	13	14	12	12	12
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	551	676	589	572	546
固定资产	2,029.3	2,339.8	2,453.0	2,542.1	2,515.2	投资资本周转天数	403	485	424	378	318
在建工程	459.9	366.5	366.5	366.5	366.5	费用率					
无形资产	326.0	316.0	306.3	296.5	286.7	销售费用率	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.2%
其他非流动资产	470.5	471.6	474.0	467.7	458.8	管理费用率	4.2%	5.6%	4.2%	4.7%	4.8%
资产总额	4,987.8	5,150.1	5,629.6	6,833.2	7,303.6	财务费用率	1.8%	2.2%	1.0%	1.1%	1.2%
短期债务	747.0	812.0	973.3	1,273.0	1,399.6	三费/营业收入	6.3%	8.1%	5.5%	5.9%	6.2%
应付帐款	404.5	495.2	274.1	607.0	571.5	投资回报率					
应付票据	98.0	62.3	92.6	105.2	128.9	ROE	6.6%	8.6%	13.4%	15.1%	16.4%
其他流动负债	146.7	506.5	233.8	303.2	357.8	ROA	4.7%	6.0%	9.1%	9.4%	10.8%
长期借款	-	-	68.9	191.1	-	ROIC	9.0%	8.5%	14.0%	15.2%	19.5%
其他非流动负债	457.5	64.1	321.1	280.9	222.0	分红指标					
负债总额	1,853.7	1,940.1	1,963.9	2,760.3	2,679.8	DPS(元)	0.15	0.10	0.18	0.29	0.29
少数股东权益	403.5	354.1	432.2	539.4	677.0	分红比率	65.9%	32.5%	32.5%	43.6%	36.2%
股本	796.4	796.4	796.4	796.4	796.4	股息收益率	1.1%	0.7%	1.3%	2.1%	2.2%
留存收益	1,934.3	2,059.6	2,437.2	2,737.1	3,150.6						
股东权益	3,134.1	3,210.0	3,665.7	4,072.8	4,623.9						
						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.23	0.31	0.54	0.67	0.81
现金流量表						BVPS(元)	3.43	3.59	4.06	4.44	4.96
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	PE(X)	60.1	44.5	25.3	20.5	16.8
净利润	233.1	308.2	431.8	532.1	648.2	PB(X)	4.0	3.8	3.4	3.1	2.8
加:折旧和摊销	140.4	190.5	196.6	220.6	236.7	P/FCF	-31.2	36.9	81.0	10.2	25.2
资产减值准备	13.6	10.9	-	-	-	P/S	3.8	4.0	3.3	2.8	2.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	26.4	20.6	14.5	11.4	9.2
财务费用	58.0	63.0	32.8	42.7	55.1	CAGR(%)	40.1%	36.8%	32.9%	40.1%	36.8%
投资损失	-2.3	-3.3	-5.7	-3.8	-10.0	PEG	1.5	1.2	0.8	0.5	0.5
少数股东损益	51.7	63.2	82.2	109.0	140.8	ROIC/WACC	0.9	0.9	1.5	1.6	2.0
营运资金的变动	-253.3	14.8	-459.4	191.3	-162.3						
经营活动产生现金流量	226.2	563.9	278.3	1,092.0	908.4						
投资活动产生现金流量	-434.3	-186.5	-294.3	-296.2	-190.0						
融资活动产生现金流量	301.0	-267.2	172.4	152.7	-373.5						

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惟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.huajinsec.cn