

富春环保 (002479.SZ)

业绩增长 35% 符合预期, 异地复制成效显著

核心观点:

● 煤炭贸易业务收缩致 16 年营收下降 6.17%, 热电联产收入增长 35.9% 2016 年公司实现营收 26.99 亿元, 同比下降 6.17%, 净利润 2.45 亿元, 同比增长 35.03%, 折合每股收益 0.31 元。除热电业务外, 公司的煤炭贸易业务、纸品销售业务正逐步收缩, “固废处理+热电联产” 异地扩张是驱动业绩增长的主要动力。受益于清园生态投产与并表, 公司全年热电业务实现营收 16.92 亿元 (+35.9%), 热电联产业务毛利润贡献率之和高达 95% 以上。

● 环保机组占比提升上网电价同比增加 4.2%, 热价若上调业绩弹性较大 目前公司本部资源综合利用机组的热电产量约占总产量的 2/3, 平均上网电价同比提升 4.2%, 2016 年发电收入同比增长 30.5%。公司本部供热价格处于低点, 收购清园生态后, 有望打破富阳本部供热市场低价竞争格局, 热价有望上调。公司本部现有供热量约 600 万吨/年, 供热价格若上调 10-20 元/吨, 则对应 6000-12000 万元的利润弹性。

● 公司四大“固废+热电”模式基地均已投产, 外延+扩产业绩高成长可期 公司富阳、衢州、常州、溧阳 4 个产能基地已于 2016 年底全部投产。尚不考虑溧阳产能, 2016 年公司供热能力 2205t/h, 总装机容量 253MW。2016 年 11 月增发预案拟收购新港热电剩余股权和新港改扩建项目, 并为热电设备技改和溧阳北片区热电联产项目募资共 9.2 亿, 同时公司拟收购常安能源 92% 股权, 打造第五大产业基地。考虑到东港热电在建项目、溧阳产能、新港扩建供热产能提升以及常安能源的产能贡献, 未来公司供热能力有望超 3000t/h, 装机容量有望超 320MW, 产能加速释放下业绩高成长可期。

● 内生激励+外延扩产推动业绩高增长, 维持“买入”评级

若不考虑增发, 预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.59、0.78、0.97 元/股, 对应 PE 为 22、17 和 13 倍。董事长换帅后公司资本运作加快, 实际控制人增持凸显信心, 维持“买入”评级。

● 风险提示 热力需求波动导致利润率波动; 项目扩产进度低于预期; 增发进度低于预期。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,876.83	2,699.26	3,271.92	3,613.82	4,118.09
增长率(%)	-22.87%	-6.17%	21.22%	10.45%	13.95%
EBITDA(百万元)	461.26	577.48	849.54	1,091.47	1,287.44
净利润(百万元)	181.39	244.93	471.68	618.80	775.34
增长率(%)	5.00%	35.03%	92.58%	31.19%	25.30%
EPS(元/股)	0.228	0.308	0.592	0.777	0.974
市盈率(P/E)	58.83	48.19	21.95	16.73	13.35
市净率(P/B)	3.91	4.13	3.11	2.62	2.19
EV/EBITDA	24.54	21.30	13.44	10.31	8.62

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

13.88 元

前次评级

买入

报告日期

2017-01-17

相对市场表现



分析师:

郭鹏 S0260514030003



02160750611



guopeng@gf.com.cn

分析师:

陈子坤 S0260513080001



010-59136752



chenzikun@gf.com.cn

相关研究:

富春环保(002479.SZ): 拟 2017-01-02

收购南通常安能源 92% 股权,

异地复制模式不断成熟

富春环保(002479.SZ): 打 2016-12-14

造“固废+热电”模式, 面向

工业园区的能源+环保服务商

富春环保(002479.SZ): 定 2016-11-03

增 9.2 亿助推“固废+热电”

模式复制

联系人: 许洁

xujie@gf.com.cn

业绩增长 35%符合预期，热电业务毛利贡献达 90%

煤炭贸易业务收缩致 16 年营收下降 6.17%，热电联产收入增长 35.9%

2016年公司实现营业收入26.99亿元，净利润2.45亿元，同比增长35.03%，折合每股收益0.31元。除热电业务外，公司的煤炭贸易业务、纸品销售业务正逐步收缩，而“固废处理+热电联产”异地扩张是驱动业绩增长的主要动力。2016年煤炭业务和纸品销售业务收入分别为4.07亿元、756万元，同比分别减少-61.90%、-79.06%。清园生态于2015年10月起纳入合并报表，2016年全年实现净利润2873万元，带来较大业绩贡献。2016年公司热电联产业务毛利润贡献率之和高达90%以上。

图1：公司2016年营业收入同比下降6.17%



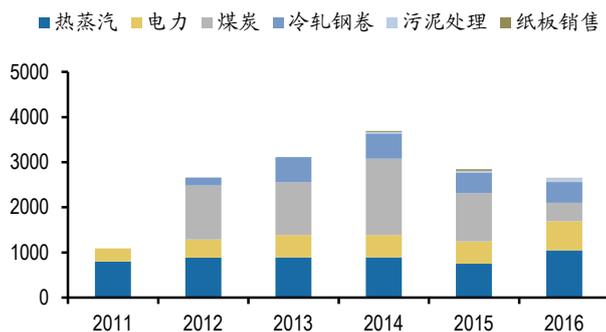
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：公司16年归母净利润同比增长35.05%



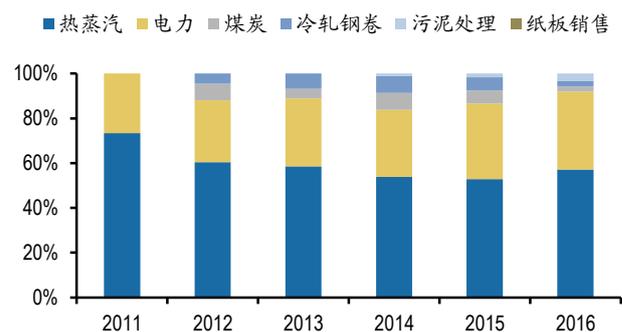
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：公司分布业务收入情况（单位：百万）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

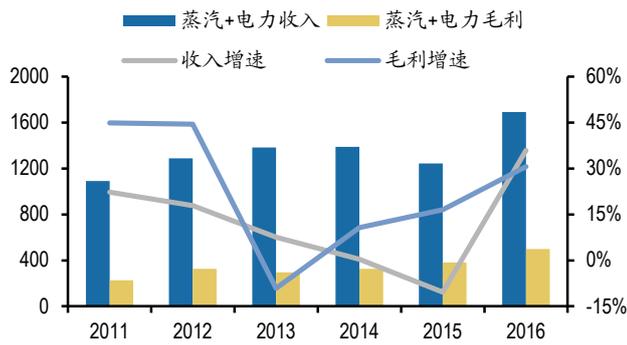
图4：热蒸汽和电力毛利润占整体比重高达90.9%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

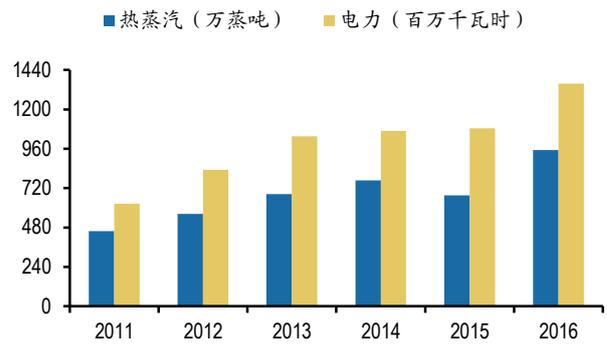
受益于清园生态的投产和并表，公司热电主业体量增长迅猛。全年热电业务实现营收16.92亿元，同比增长35.9%。另外报告期内，江苏热电投资建设的溧阳市北片区热电联产项目开始对外供热，标志着公司第四大产业基地进入运营状态。公司富阳本部、东港和新港运营稳健，且随着扩产、本部蒸汽提价和外延并购，热电业务作为利润贡献主力，将持续加码公司整体盈利能力提升。

图5: 公司热电业务收入、毛利增长情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

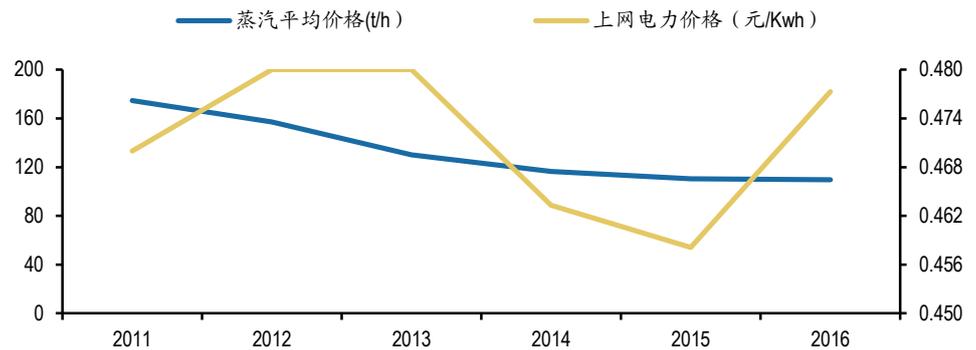
图6: 公司整体销气量、发电量



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

环保机组占比提升上网电价同比增加 4.2%，热价若上调业绩弹性较大
自收购清园生态后，公司本部资源综合利用机组的热电产量约占热电总产量的2/3。根据杭州市物价局核定的污泥焚烧项目发电项目上网价格为0.65元/KWH(含税)，公司整体上网价格得到较大提升，2016年公司发电量同比提升25.2%，发电收入同比提升30.5%，相对而言公司蒸汽价格维持稳定。

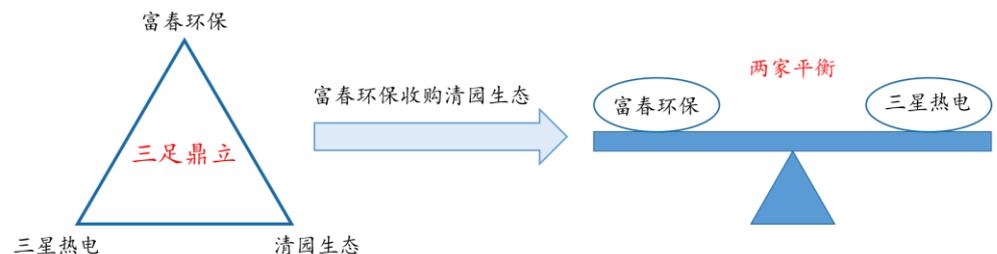
图7: 公司蒸汽和上网电价的平均价格



数据来源: 公司数据, 广发证券发展研究中心

化解本部竞争格局, 蒸汽价格或恢复合理水平。富阳地区原有富春环保和三星热电两家供热企业, 蒸汽价格稳定。后经政府审批, 将清园生态污泥纸渣焚烧热电联产所产蒸汽纳入江南片集中供热管网予以外供。富阳供热市场在激烈的价格竞争下供热价格出现明显下滑 (非煤炭下跌导致), 形成价格洼地。

图8: 收购清园生态后富阳供热市场重回两家平衡



数据来源: 广发证券发展研究中心

热价若上调业绩弹性较大。15年末公司收购清园生态，三星热电股权亦发生变化，我们预期富阳供热市场重回两家平衡局面，蒸汽价格有望逐步恢复到合理水平。考虑到公司本部现有供热量600万吨/年，供热价格若上调10-20元/吨，则对应6000-12000万元的利润弹性。

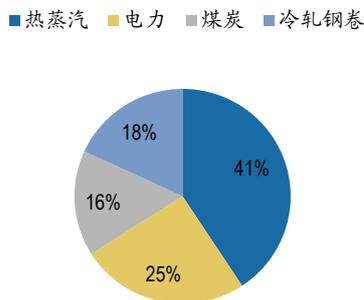
表 1: 东港热电、新港热电、清园生态、江苏溧阳 2010-2016 经营情况 (单位: 百万元)

公司	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
营业收入/百万	东港热电	184.57	176.36*	296.63	308.25	333.46	352.23
	新港热电	-	344.93	240.63*	320.29	305.83	319.08
	清园生态	-	-	-	-	217.72	356.16
	江苏热电 (溧阳)	-	-	-	-	-	73.8
	合计	-	-	-	-	-	-
净利润/百万	东港热电	-2.42	21.55*	49.61	57.56	63.36	69.00
	新港热电	-	34.06	18.11*	52.42	50.7	69.16
	清园生态	-	-	-	-	-15.12	28.73
	江苏热电 (溧阳)	-	-	-	-	-	2.99
	合计	-	-	-	-	-	-

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心 表注: 东港热电 2011 年为前三季度数据、新港热电 2012 年为 1-10 月数据

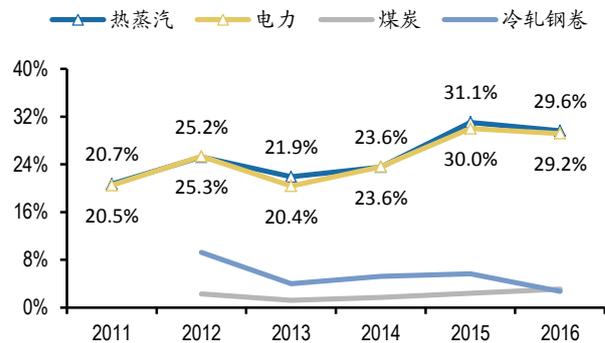
受益于煤炭贸易等业务收缩和热电业务毛利率提升, 公司 16 年整体毛利率、净利率进一步提升, 分别为 20.5%、9.1%。

图 9: 2016 年煤炭业务占比仅为 16%



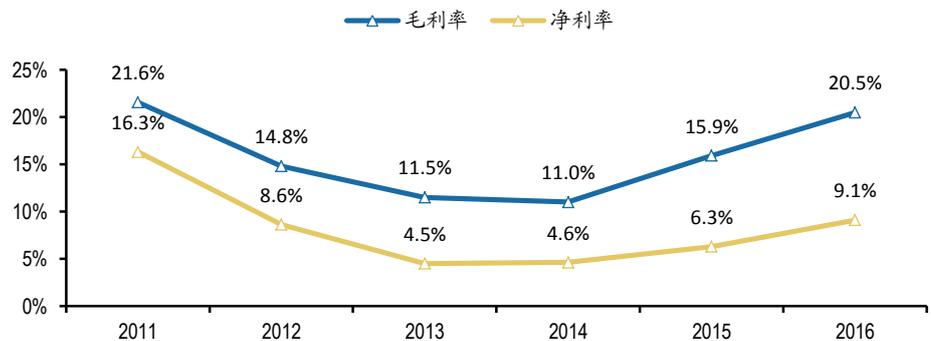
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 10: 公司分业务毛利率情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 11: 公司整体毛利率、净利率情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

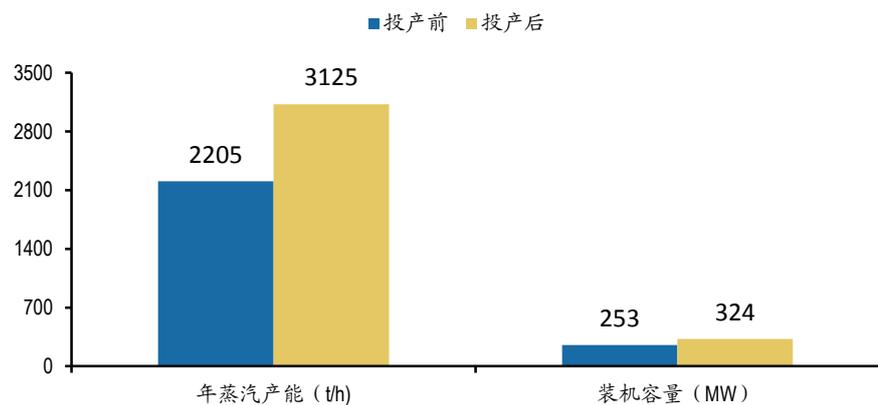
公司四大“固废+热电”模式基地均已投产，外延+扩产业绩高成长可期

公司着力打造“固废+热电”模式，已建立富阳、衢州、常州、溧阳4个产能基地，鉴于溧阳项目于2016年底开始投产，对当年盈利贡献较弱，尚不考虑溧阳的投产，2016年公司供热能力2205t/h，总装机容量253MW，污泥处置能力达6000吨/日。

外延拓张加速：2017年1月公司公告拟收购常安能源92%股权，常安能源位于江苏南通市海安县经济技术开发区常安纺织科技园，且正在进行“三炉二机”建设（3×75t/h+2×CB10MW），总投资约4亿，作为园区内唯一的公共热源点，随着园区招商引资不断深入，该园区热负荷需求将大幅提高。若顺利收购，该地区将成为公司的第五大产业基地。

现有基地进行扩产改造增长可期：公司于2016年11月发布非公开发行预案，拟斥资6亿元收购新港热电剩余30%股权和新港改扩建项目，募资3.2亿元用于本部锅炉烟气治理技改、燃烧系统技改和溧阳北片区热电联产项目。考虑到东港热电尚有一炉一机在建（150t/h和15MW）、溧阳330t/h在2016年底投产预计17年开始贡献更多利润、新港扩建后供热产能提升215t/h，加上常安能源的产能，未来公司供热能力有望超3000t/h，产能加速释放下业绩高成长可期。

图12：公司未来1-2年可能的产能提升量



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图注：假设此处新增产能等同于理想状态下（不产生热损耗）的锅炉容量

表2：公司五大产能基地现有及扩建情况

项目名称	原料	供热产能 (t/h)	装机容量 MW	2016年净利润 (百万元)	股权比例
富阳本部	煤炭、垃圾、 污泥	710	108	-	100%
清园生态	污泥	615	64	28.73	60%
衢州东港	煤炭	440	54	69.00	51%
常州新港	煤炭	440	27	69.16	70%（拟收购剩 余30%股权）
合计		2205	253		

溧阳热电	煤炭	(330 已投产)	30	2.99	100%
常安能源	煤炭	225	20	-	92%
东港热电	煤炭	150	15		51%
新港热电	煤炭	215	6		70% (拟收购剩 余 30%股权)

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司“固废+热电”模式的异地复制项目成长性强，通过输出技术、管理经验等，被并购园区的运营效率和盈利能力得到了有效提升。外延及现有基地扩产齐头并进，公司业绩高速增长可期。

内生激励+外延扩产推动业绩高增长，维持“买入”评级

考虑到煤价上升预期富阳本部（含清园生态）蒸汽价格17年提升20-30元/吨左右，新港改扩建项目17年中期投产，溧阳项目随着下游园区企业数量的增长逐步开始盈利，东港在建的一机一炉17年上半年投产，预计17年归母净利润约为4.7亿元。

若不考虑增发，预计公司17-19年EPS分别为0.59、0.78、0.97元/股，对应PE分别为22、17和13倍。董事长换帅后公司资本运作加快（本次非公开发行），实际控制人孙庆炎多次增持凸显信心，预期公司后续“固废+热电”扩张步伐将加快，维持“买入”评级。

表3：实际控制人孙庆炎多次增持股份

增持时间	增持股数（万股）	增持金额（万元）	均价（元/股）	占总股本比例
2015/7/16	120	1490	12.44	0.15%
2015/7/17	76	1024	13.51	0.10%
2015/8/11	31	502	16.27	0.04%
2016/8/26	161	2001	12.40	0.20%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心