

审慎推荐-A (下调)

富春环保 002479.SZ

当前股价: 8.3 元

2019 年 12 月 08 日

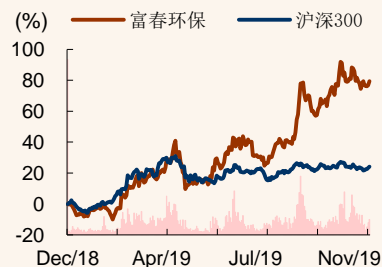
股票回购计划彰显管理层信心, 内生+外延促长期发展

基础数据

上证综指	2912
总股本 (万股)	88889
已上市流通股 (万股)	88214
总市值 (亿元)	74
流通市值 (亿元)	73
每股净资产 (MRQ)	4.3
ROE (TTM)	4.7
资产负债率	45.0%
主要股东	浙江富春江通信集团
主要股东持股比例	34.05%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	45	70
相对表现	-4	36	47



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《富春环保 (002479) 一二噁英在线快速检测技术鉴定通过, 全球首家, 院士加持》2017-12-19
- 2、《富春环保 (002479) 一电话会议纪要: 疑云消除还原增长、规划清晰长期看好》2017-12-08

朱纯阳

010-57601855
zhucy3@cmschina.com.cn
S1090515060001

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn
S1090513100003

陈东飞

chendongfei@cmschina.com.cn
S1090519070001

事件:

富春环保近日公告, 公司 2018 年 11 月 15 日股东大会通过的回购股份计划于 2019 年 11 月 14 日期限届满并实施完毕, 原计划回购公司股份 2.0-4.0 亿元, 回购价格由不超过 7 元/股 (2018 年利润分配方案实施后调整为不超过 6.95 元/股), 实际累计回购股份 521.2 万股, 成交价 4.32-6.66 元/股, 支付总金额为 3154 万元; 公司公告回购总金额未达到回购预案拟回购金额的下限的原因主要是受定期报告披露、筹划重大事项敏感期以及公司股价高于预定价格上限等多种因素影响, 导致公司实际可实施回购操作的机会较少。

公司 2019 年 12 月 4 日股东大会通过回购股份的方案, 拟回购公司股份 1.7-2.2 亿元, 回购股份用于注销, 回购价格不超过 10.50 元/股; 具体回购数量以回购期满时实际回购的股份数量为准, 回购期限自股东大会审议通过本次回购股份方案之日起 6 个月。

评论:

1. 拟回购 1.7-2.2 亿元股份, 彰显管理层对公司前景的信心

公司前次拟回购公司股份 2.0-4.0 亿元, 截至 2019 年 11 月 14 日, 回购股份期限届满并实施完毕, 公司累计回购股份 521.2 万股, 成交价为 4.32-6.66 元/股, 支付总金额为 3154 万元, 公司本次再次推出股份回购计划, 拟回购 1.7-2.2 亿元, 用于股份注销, 回购价格不超过 10.50 元/股; 彰显公司管理层对公司的看好和信心。若按回购金额下限 1.7 亿元、回购价格上限 10.50 元/股进行测算, 预计可回购股份总额为 1619 万股, 约占公司总股本的 1.82%; 若按回购金额上限 2.2 亿元、回购价格上限 10.50 元/股进行测算, 预计可回购股份总额为 2095 万股, 约占公司总股本的 2.36%, 本次回购的股份将予以注销, 有助于公司每股收益水平的提升。

2. 下游需求恢复, 资产减值减少, 业绩快速恢复, 全年业绩预告高增

公司 2018 年由于受环保督查的影响公司所在园区内下游企业供热需求下滑、煤价整体价格较高、旗下小贷公司经营不善计提资产减值较多、其他子公司商誉减值较多等因素影响, 收入及利润受到了较大影响; 2019 年以来, 上述因素的不利影响得到不同程度消除, 公司主营业务开展顺利, 下游需求恢复, 收入利润得到较好恢复。公司前三季度收入和归母净利润分别为 25.4 和 2.31 亿元, 同比分别增长 20.1%和 31.4%; 公司预计 2019 年全年归母净利润为 3.07-3.45 亿元, 同比增长 145-175%。

3. 推进“固废处置+节能环保”循环经济模式, 内生+外延促进业务布局, 保障长期发展

公司现已拥有富阳、衢州、常州、溧阳、南通五大产业基地, 截止 2018 年年末,

公司发电装机容量约 292.5 兆瓦，蒸汽供应能力约 2820t/h；目前已形成日处理垃圾能力 1000 吨，污泥处置能力 7000 吨，固废处置规模国内领先。公司提前规划产能、持续提高项目管理水平，积极拓展园区内下游客户，实现已有园区的热电联产业务收入稳定增长；公司当前在建发电产能 75 兆瓦、供热产能 620t/h，有效保障下游新增用户的需求。

公司聚焦主业，推进“固废处置+节能环保”循环经济模式，在推进内生增长的同时，坚持外延扩张与内生增长并重，积极对外拓展、布局环保业务，促进公司主营业务和经营业绩持续发展。

- 公司 7 月公告和光大国际所组成的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，并于 9 月正式签订合同，项目预算总投资 13.76 亿元，垃圾处理服务费单价 180 元/吨，此次中标是公司推广复制“固废处置+节能环保”循环经济模式战略的重要突破，有效促进公司收入增长，固废处置规模和环保主业比重进一步提升，有利于提高公司综合竞争力和行业影响力。
- 公司 8 月公告拟合计出资 8.5 亿元，收购铂瑞能源环境工程有限公司（铂瑞能源）合计 85% 的股权，并已完成工商变更登记。铂瑞能源是中信产业基金旗下重要的循环经济和清洁能源解决方案全产业链平台，专注于清洁能源动力的技术研发、系统建设和运营管理，主要业务领域为热电联产、集中供热、余热、余压、废热以及废物综合利用等，和公司战略及业务具有较好一致性和协同性；对铂瑞能源的收购有助于公司扩大主营业务规模，丰富和完善公司产业链。本次交易完成后，公司的产业规模在现有基础上实现翻番。
- 公司 9 月公告拟以自有资金 1.1 亿元中茂圣源 100% 股权，中茂圣源拥有供热能力 150t/h 的热电联产、污水综合治理和浆纸循环利用一体化项目，通过本次收购及后续嫁接管理、技术、资源，预计将成为公司新的业绩增长点。

4. 盈利预测及投资建议

公司聚焦主业，围绕固废处置、资源综合利用和节能产业，坚持外延扩张和内生增长并重，积极布局环保业务。未来，随着公司工业园区下游客户持续增加，需求持续转暖，新建产能陆续投产，以及外延扩张项目持续落地，公司收入和业绩将有望保持持续增长。不考虑公司对铂瑞能源及中茂圣源收购的影响，预计公司 2019-2021 年归母净利润为 3.2、3.8、4.3 亿元，PE 估值约 23、19、17 倍，给予审慎推荐评级。

5. 风险提示：股票回购不达预期风险，下游需求不达预期风险，煤价提升导致盈利水平下降风险，项目运行风险，大盘系统性风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	922	1720	1378	1525	1936
现金	334	846	329	343	612
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	83	125	154	174	195
应收款项	265	241	275	310	347
其它应收款	3	6	7	8	9
存货	117	131	152	170	190
其他	121	373	460	519	582
非流动资产	4178	4125	4027	3939	3859
长期股权投资	244	221	221	221	221
固定资产	2956	2897	2842	2791	2744
无形资产	319	310	279	251	226
其他	659	697	685	676	669
资产总计	5100	5845	5405	5463	5795
流动负债	1838	1761	1010	727	689
短期借款	1263	1272	434	99	0
应付账款	394	272	335	374	419
预收账款	51	96	118	132	148
其他	131	122	122	122	122
长期负债	73	74	74	74	74
长期借款	0	0	0	0	0
其他	73	74	74	74	74
负债合计	1911	1835	1083	801	763
股本	796	894	889	889	889
资本公积金	1027	1693	1693	1693	1693
留存收益	1076	1112	1387	1679	1995
少数股东权益	290	312	352	401	456
归属于母公司所有者权益	2899	3698	3969	4261	4577
负债及权益合计	5100	5845	5405	5463	5795

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	472	457	573	648	693
净利润	344	125	320	388	432
折旧摊销	221	257	281	271	262
财务费用	64	60	60	63	67
投资收益	(4)	(16)	(42)	(42)	(42)
营运资金变动	(218)	(20)	(91)	(85)	(85)
其它	65	50	44	53	59
投资活动现金流	(716)	(522)	(141)	(141)	(141)
资本支出	(282)	(225)	(183)	(183)	(183)
其他投资	(433)	(297)	42	42	42
筹资活动现金流	(142)	592	(948)	(494)	(283)
借款变动	213	(35)	(838)	(335)	(99)
普通股增加	0	98	(5)	0	0
资本公积增加	(221)	665	0	0	0
股利分配	(80)	(80)	(45)	(96)	(116)
其他	(54)	(56)	(60)	(63)	(67)
现金净增加额	(386)	527	(516)	13	269

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3324	3010	3718	4201	4705
营业成本	2636	2427	2998	3345	3747
营业税金及附加	16	17	21	24	27
营业费用	6	5	6	7	8
管理费用	149	114	130	147	165
研发费用	0	64	79	89	100
财务费用	64	58	60	63	67
资产减值损失	(6)	126	1	1	1
公允价值变动	0	0	0	0	0
投资收益	27	42	42	42	42
营业利润	485	240	465	567	633
营业外收入	6	3	3	3	3
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	490	242	467	569	635
所得税	80	68	106	132	148
净利润	409	175	361	437	487
少数股东损益	65	49	40	49	55
归属于母公司净	344	125	320	388	432

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	23%	-9%	23%	13%	12%
营业利润	90%	-51%	94%	22%	12%
净利润	90%	-64%	155%	21%	11%
获利能力					
毛利率	20.7%	19.4%	19.4%	20.4%	20.4%
净利率	10.4%	4.2%	8.6%	9.2%	9.2%
ROE	11.9%	3.4%	8.1%	9.1%	9.4%
ROIC	10.2%	3.7%	8.3%	9.9%	10.4%
偿债能力					
资产负债率	37.5%	31.4%	20.0%	14.7%	13.2%
净负债比率	24.8%	21.8%	8.0%	1.8%	0.0%
流动比率	0.5	1.0	1.4	2.1	2.8
速动比率	0.4	0.9	1.2	1.9	2.5
营运能力					
资产周转率	0.7	0.5	0.7	0.8	0.8
存货周转率	21.4	19.6	21.2	20.8	20.8
应收帐款周转率	8.7	8.4	9.4	9.2	9.2
应付帐款周转率	6.1	7.3	9.9	9.4	9.4
每股资料 (元)					
EPS	0.43	0.14	0.36	0.44	0.49
每股经营现金	0.59	0.51	0.64	0.73	0.78
每股净资产	3.64	4.14	4.46	4.79	5.15
每股股利	0.10	0.05	0.11	0.13	0.15
估值比率					
PE	19.2	59.2	23.0	19.0	17.1
PB	2.3	2.0	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	10.8	15.1	10.1	9.0	8.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱纯阳：中科院硕士，曾就职于天弘基金、建信基金，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心执行董事、环保行业首席分析师，电力煤气及水等公用事业行业首席分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券研发中心副总裁、环保行业分析师。

谢笑妍：美国乔治华盛顿大学硕士，曾就职于民生证券，2017 年加入招商证券，现为招商环保行业分析师。

陈东飞：美国莱斯大学硕士，2017 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

宋盈盈：清华大学硕士，2018 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

团队荣誉：《新财富》2017 年环保行业最佳分析师第四名；《金牛奖》2017 年环保行业最佳分析师第二名；《新财富》2016 年环保行业最佳分析师第二名；《金牛奖》2016 年环保行业最佳分析师第二名；《Wind 资讯》2016 年金牌分析师第一名；《新财富》2015 年环保行业最佳分析师第四名、电力煤气及水等公用事业最佳分析师第四名；《水晶球奖》2015 年最佳分析师第二名；《第一财经》2015 年最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。