

## 富春环保 (002479)

公司研究/调研简报

# 内生外延并举，盈利有望快速修复

调研报告/环保与公用事业

2019年9月3日

### 一、事件概述

近期我们参与了公司调研，与管理层就未来发展战略等情况进行了交流。

### 二、分析与判断

#### ➤ “固废处置+节能环保”模式持续异地复制，固废处置内涵不断丰富

公司早年通过为富阳造纸园区提供供热及污泥处置服务起家，2010年上市后通过并购先后获取了衢州东港、常州新港等5个园区污泥处置协同热电联供项目，逐步形成了垃圾处置1000吨/日，污泥处置7000吨/日的处置能力，成功异地复制“固废处置+节能环保”的循环经济产业模式。未来除持续提升园区供热规模外，公司固废处置业务的内涵也将由以往的垃圾焚烧、污泥处置扩展到危险废物的无害化、资源化等，同时公司在二噁英监测设备领域布局领先，有望成为新的增长点。

#### ➤ 需求不振、煤价上涨致2018年盈利下滑，下半年盈利有望快速修复

2018年环保督察等因素影响下公司客户用汽需求下滑，叠加燃煤成本上升顺价不畅，同时小贷公司经营不及预期，导致公司全年实现归母净利润1.25亿元，同比下滑64%。根据富阳政府规划，下半年与公司存在竞争关系的三星热电将关停，公司将承接其园区内的剩余客户，热负荷有望大幅提升，同时随着衢州东港、江苏南通、溧阳等园区客户用汽量的逐步提升以及煤价逐渐回落至绿色区间，下半年公司盈利有望实现快速修复。

#### ➤ 拟收购铂瑞能源持续外延扩张，大额回购彰显持股信心

8月16日公司公告拟以8.5亿元自有资金收购铂瑞能源85%股权，整合其在江西新干、小蓝、南昌，浙江台州等地的热电联产项目，交易完成后公司的产业规模将在现有基础上实现翻番。2018年10月公司披露了回购预案，拟用2~4亿元以不超过7元/股的价格回购公司股份，彰显公司对未来发展的信心。

### 三、投资建议

看好公司“固废处置+节能环保”循环经济产业模式的异地复制，预计公司2019~2021年EPS分别为0.36/0.43/0.52，对应当前股价PE 18/15/12x。公司2019年预测PE 18x，位于上市以来90分位数以下，距离近三年30x的平均PE有较大修复空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。

### 四、风险提示：

1、项目投运进展不及预期；2、并购事项推进不及预期；3、燃煤价格持续上涨。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,010	3,763	4,327	5,193
增长率(%)	-9.4%	25.0%	15.0%	20.0%
归属母公司股东净利润(百万元)	125	321	387	466
增长率(%)	-63.6%	156.5%	20.5%	20.4%
每股收益(元)	0.15	0.36	0.43	0.52
PE(现价)	43.1	18.0	14.9	12.4
PB	1.6	1.5	1.3	1.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

### 推荐

首次评级

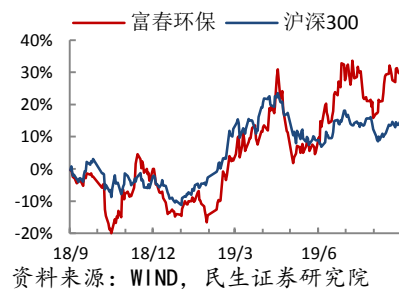
当前价格： 6.46

#### 交易数据

2019-9-2

近12个月最高/最低(元)	6.59/4.05
总股本(百万股)	894.10
流通股本(百万股)	887.36
流通股比例(%)	99%
总市值(亿元)	57.76
流通市值(亿元)	57.32

#### 该股与沪深300走势比较



#### 分析师：黄彤

执业证号： S0100513080003

电话： 021-60876721

邮箱： huangtong@mszq.com

#### 研究助理：杨任重

执业证号： S0100118070006

电话： 021-60876723

邮箱： yangrenzong@mszq.com

#### 相关研究

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	3,010	3,763	4,327	5,193
营业成本	2,427	2,928	3,358	4,056
营业税金及附加	17	22	25	30
销售费用	5	6	7	8
管理费用	114	143	164	197
研发费用	64	80	92	111
EBIT	383	585	681	791
财务费用	58	68	67	61
资产减值损失	126	60	60	60
投资收益	16	16	16	16
营业利润	240	473	570	686
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	242	473	570	686
所得税	68	76	91	110
净利润	175	397	479	576
归属于母公司净利润	125	321	387	466
EBITDA	640	858	1,011	1,179

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	846	897	860	1137
应收账款及票据	366	457	525	631
预付款项	28	34	39	47
存货	131	168	175	239
其他流动资产	345	345	345	345
流动资产合计	1720	1905	1951	2404
长期股权投资	221	237	253	269
固定资产	2897	3497	4297	4897
无形资产	310	290	270	252
非流动资产合计	4125	4400	4876	5094
资产合计	5845	6305	6827	7499
短期借款	1272	1272	1272	1272
应付账款及票据	272	328	376	454
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1761	1868	1956	2097
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	74	74	74	74
非流动负债合计	74	74	74	74
负债合计	1835	1942	2030	2170
股本	894	894	894	894
少数股东权益	312	388	479	589
股东权益合计	4010	4363	4797	5328
负债和股东权益合计	5845	6305	6827	7499

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-9.4%	25.0%	15.0%	20.0%
EBIT 增长率	-25.8%	52.8%	16.5%	16.2%
净利润增长率	-63.6%	156.5%	20.5%	20.4%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	19.4%	22.2%	22.4%	21.9%
净利润率	4.2%	8.5%	9.0%	9.0%
总资产收益率 ROA	2.1%	5.1%	5.7%	6.2%
净资产收益率 ROE	3.4%	8.1%	9.0%	9.8%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.0	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.9	0.9	0.9	1.0
现金比率	0.5	0.5	0.4	0.5
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	30.2	30.2	30.2	30.2
存货周转天数	18.3	18.3	18.3	18.3
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.2	0.4	0.4	0.5
每股净资产	4.1	4.4	4.8	5.3
每股经营现金流	0.5	0.9	1.0	1.2
每股股利	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>估值分析</b>				
PE	43.1	18.0	14.9	12.4
PB	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	8.8	6.6	5.6	4.6
股息收益率	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	175	397	479	576
折旧和摊销	383	333	390	447
营运资金变动	(148)	(26)	5	(36)
经营活动现金流	457	765	934	1,041
资本开支	219	592	850	650
投资	(59)	0	0	0
投资活动现金流	(522)	(592)	(850)	(650)
股权募资	771	0	0	0
债务募资	9	0	0	0
筹资活动现金流	592	(121)	(121)	(115)
现金净流量	527	52	(37)	276

## 分析师与研究助理简介

**黄彤**，复旦大学金融学硕士。2011年进入证券行业，一直从事电力设备、新能源、环保等大能源方向的行业研究，现于民生证券研究院负责公用事业、环保方向研究。

**杨任重**：香港理工大学精算与投资科学硕士，2018年加入民生证券，从事环保及公用事业方向研究。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。