

2017年11月20日

公司研究

评级：增持（维持）

研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002

0755-83473923

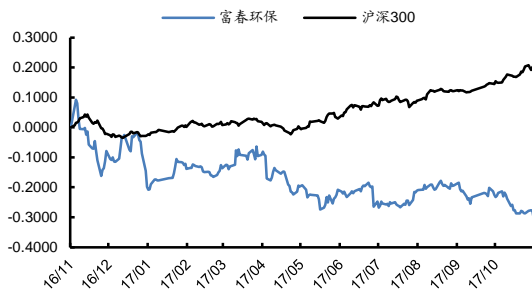
证券分析师：任春阳 S0350517100002

021-68930177 rency@ghzq.com.cn

定增获批，公司发展加速

——富春环保（002479）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
富春环保	-10.3	-11.8	-28.0
沪深300	4.5	10.6	20.6

市场数据

2017-11-17

当前价格（元）	10.49
52周价格区间（元）	10.17 - 16.55
总市值（百万）	8353.71
流通市值（百万）	7654.68
总股本（万股）	79635.00
流通股（万股）	72971.21
日均成交额（百万）	107.80
近一月换手（%）	24.81

相关报告

《富春环保（002479）事件点评：定增过会，公司发展加速》——2017-09-29

《富春环保（002479）2017年一季报预告点评：蒸汽量价齐升促业绩超预期，异地复制加快内外生增长》——2017-02-09

《富春环保（002479）深度报告：围绕“固废处置+节能环保”模式加速内外生增长》——2016-12-20

《富春环保（002479）事件点评：非公开发行预案出台，节能与固废开启新局面》——2016-11-04

《富春环保（002479）2016年三季报点评：优

事件：

公司11月17日晚发布公告称：公司非公开发行股票获得证监会核准批复：核准公司非公开发行不超过15927万股新股，6个月内有效。对此我们点评如下：

投资要点：

■ 定增获批，募投项目利于公司长期发展

本次非公开发行股票不超过数量不超过15927万股，募集资金不超过9.2亿元。拟用募集资金投资以下几个项目：1）收购新港热电30%股权（3亿元）；2）新港热电改扩建项目（3亿元）；3）烟气治理技术改造项目（1.1亿元）；4）燃烧系统技术改造项目（0.8亿元）；5）溧阳市北片区热电联产项目（1.3亿元）。

新港项目：公司此前持有新港热电70%的股权，剩余30%的股权已于2017年3月20日先行用自有资金收购完成。收购新港热电剩余30%股权既能提升公司的决策效率，又能增厚公司业绩。另外对新港项目进行改扩建，满足园区负荷增长，提升项目的收益；**烟气治理和燃烧系统技术改造：**满足现在日趋严格的环保要求，达到超净排放，从而间接为公司增加收益。**溧阳项目：**投资北片区热电联产项目，公司热电联产项目再下一城。

此次定增获批，预计公司很快将完成，既能扩大公司项目规模，提高公司可持续发展能力，又能减少财务费用，增厚公司业绩，利于公司长期发展。

■ 环保督查短期虽有影响，但长期仍利好公司发展

近期的中央环保督查使得公司所在的园区不同程度的受到停产的影响，园区内企业的负荷有所下降，使得公司第三季度实现的归属净利润（4383.75万元）同比下滑13.99%。我们认为环保督查短期虽然有影响，但长期利好公司发展：一方面，园区所在的企业基本上都是经过政府部门严格审批的，有一定的进入门槛，大部分企业停产整顿后还是要复产的，预计四季度会逐步恢复正常；另一方面，在国家环保督查的趋严的政策引导下，各地政府纷纷推动企业“进区入园”，带动园区负

化业务促盈利提升，聚焦固废与节能外延加速》

——2016-10-26

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

荷的提升，利于公司业务的发展。

■ 围绕“固废处置+节能环保”加快外延+内生增长

公司上市后不断进行外延扩张，通过投资和收购的方式每年获取至少一个项目，目前拥有富阳（100%）、东港（51%）、新港（100%）、清园（60%）、溧阳（100%）、常安（92%）等项目，供热能力 2400t/h，污泥处置能力 7000t/d。公司此次非公开拟收购新港项目剩余 30% 股权，我们认为公司未来不排除收购其他项目剩余股权的可能。另一方面，公司通过资金和管理优势对在手项目进行技改和扩建，实现内生增长，2017 年前三季度公司实现营收 24.76 亿元（+32.98%），实现归属净利润 2.48 亿元（+37.30%），同时预告全年实现归属净利润 3.18-3.92 亿元（+30-60%），我们认为公司通过异地复制实现内外生增长的模式有望持续。

■ 高管增持彰显信心，股价具备安全边际

2017 年 9 月 4 日，公司董事长兼董秘张杰先生、董事兼总经理张忠梅先生和董事吴斌先生通过二级市场增持公司股票 260 万股，涉及金额 3000 万元，增持价格折合 11.54 元/股。公司高管增持，一方面显示出对公司未来发展充满信心，另一方面，目前股价 10.49 元，增持价格奠定安全边际，看好公司长期发展。

■ 盈利预测和投资评级：维持“增持”评级。受环保督查影响，我们下调公司业绩，但仍然看好公司“固废处置+节能环保”的循环经济模式，以及异地复制内外生增长的长期发展逻辑。不考虑增发对公司业绩及股本的影响，我们预计公司 2017-2019EPS 分别为 0.45、0.62、0.74 元，对应当前股价 PE 为 24、17、14 倍，维持公司“增持”评级。

■ 风险提示：宏观经济下行风险、异地复制、外延并购不及预期风险，蒸汽价格下调风险，园区企业需求下滑风险、非公开发行不能顺利完成的风险

主要财务指标预测

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	2699	3567	4051	4701
增长率(%)	-6%	32%	14%	16%
净利润（百万元）	245	355	492	591
增长率(%)	35%	45%	39%	20%
摊薄每股收益（元）	0.31	0.45	0.62	0.74
ROE(%)	7.63%	10.65%	14.09%	16.00%

资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 富春环保盈利预测表 (不考虑增发对公司业绩及股本的影响)

证券代码:	002479.SZ				股价:	10.49	投资评级:	增持		日期:	2017-11-17
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值		2016	2017E	2018E	2019E	
盈利能力					每股指标						
ROE	8%	11%	14%	16%	EPS		0.31	0.45	0.62	0.74	
毛利率	20%	21%	23%	24%	BVPS		3.59	3.62	3.67	3.73	
期间费率	8%	6%	6%	5%	估值						
销售净利率	9%	10%	12%	13%	P/E		34.11	23.56	16.97	14.14	
成长能力					P/B						
收入增长率	-6%	32%	14%	16%	P/S		3.09	2.34	2.06	1.78	
利润增长率	35%	45%	39%	20%							
营运能力					利润表 (百万元)						
总资产周转率	0.52	0.59	0.73	0.80	营业收入		2699	3567	4051	4701	
应收账款周转率	5.93	5.93	5.93	5.93	营业成本		2147	2832	3101	3569	
存货周转率	16.56	16.56	16.56	16.56	营业税金及附加		8	13	15	17	
偿债能力					销售费用						
资产负债率	38%	45%	37%	37%	管理费用		151	150	170	197	
流动比	0.75	0.68	0.48	0.53	财务费用		60	56	33	33	
速动比	0.68	0.61	0.39	0.43	其他费用 / (-收入)		(8)	(5)	(5)	(5)	
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润		320	504	719	870	
现金及现金等价物	710	859	(83)	(88)	营业外净收支		54	38	33	33	
应收款项	456	602	684	793	利润总额		374	542	752	903	
存货净额	130	172	188	217	所得税费用		66	96	133	159	
其他流动资产	118	156	177	205	净利润		308	446	620	743	
流动资产合计	1413	1788	966	1127	少数股东损益		63	92	127	153	
固定资产	2340	2606	2645	2781	归属于母公司净利润		245	355	492	591	
在建工程	367	567	867	867	现金流量表 (百万元)						
无形资产及其他	316	316	284	253	经营活动现金流		564	405	850	905	
长期股权投资	243	293	343	393	净利润		308	446	620	743	
资产总计	5150	6041	5576	5892	少数股东权益		63	92	127	153	
短期借款	812	1412	712	712	折旧摊销		185	266	292	293	
应付款项	463	614	673	774	公允价值变动		0	0	0	0	
预收帐款	64	85	96	112	营运资金变动		7	(398)	(189)	(284)	
其他流动负债	536	536	536	536	投资活动现金流		(186)	(516)	(389)	(185)	
流动负债合计	1876	2648	2017	2135	资本支出		(217)	(466)	(339)	(135)	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资		31	(50)	(50)	(50)	
其他长期负债	64	64	64	64	其他		(1)	0	0	0	
长期负债合计	64	64	64	64	筹资活动现金流		(229)	273	(1154)	(545)	
负债合计	1940	2712	2081	2199	债务融资		(333)	600	(700)	0	
股本	796	796	796	796	权益融资		0	0	0	0	
股东权益	3210	3329	3495	3693	其它		104	(327)	(454)	(545)	
负债和股东权益总计	5150	6041	5576	5892	现金净增加额		148	162	(694)	175	

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

【环保组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。任春阳，华东师范大学经济学硕士，1 年证券行业经验，2016 年进入国海证券，从事环保行业上市公司研究。赵越，工程硕士，厦门大学经济学学士，3 年多元化央企战略研究与分析经验，2016 年进入国海证券，从事环保行业及上市公司研究。

【分析师承诺】

任春阳、谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己

的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。