

分析师： 刘元瑞 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490209080266

联系人： 邓莹 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn

富春江边明珠， 废物处理专家

事件描述

富春环保（002479）拟首次在深圳交易所公开发行人民币普通股 5400 万股，占发行后总股本的 25.23%。

事件评论

- 公司是杭州地区最大的环保公用型垃圾发电热电企业。主要从事垃圾发电、热电联产业务，主要产品包括提供蒸汽、电力等。
- 公司积极采用先进的电气控制设备及管理系统，发电及供热设备的产能潜力得以充分的挖掘。公司的发电及供热机组连续满负荷运作，平均利用小时数超过 7800 个小时，同时公司所运营的热电机组和垃圾发电机组平均热效率也远高于国家规定。
- 公司所处的富阳市被誉为“中国白板纸基地”，近年来随着造纸行业景气度不断提高，造纸企业所产生的污泥和纸渣也将不断增加，富阳市现每天产生近 6000 吨污泥、350 吨纸渣和 900 吨生活垃圾。公司通过回收垃圾焚烧所释放出的热量发电实现年节约标煤约 5 万吨，实现了可观的循环经济效益。
- 公司本次拟向社会公开发行人民币普通股 5400 万股，占发行后总股本的 25.23%。本次募集资金投资项目将全部投入污泥焚烧资源综合利用工程当中，预计 2012 年募投项目将实现全部达产。达产以后，公司将新增供热能力 215t/h 及新增装机容量 35MW，日处理污泥和纸渣 2035 吨和 275 吨。
- 我们预计公司 2010-2012 年摊薄后 EPS 分别是 0.62、0.83 元和 1.01 元。由于节能环保板块 2010 年平均市盈率在 36 倍左右，同时考虑公司已经投产的项目和募投建设项目伴国家大力发展节能环保之大势，我们给予公司 2010 年 PE 为 32-36 倍，综合对应公司合理股价区间为 19.84-22.32 元。

公司概况

公司是杭州地区最大的环保公用型垃圾发电热电企业。主要从事垃圾发电、热电联产业务，主要产品包括提供蒸汽、电力等。

公司主要承担富阳市富春江江南造纸工业区——春江东区、灵桥、大源工业区内企业和今后工业区新增企业的集中供热任务，同时也为缓解地区用电、解决城市垃圾和造纸工业的废渣出路做出了贡献。

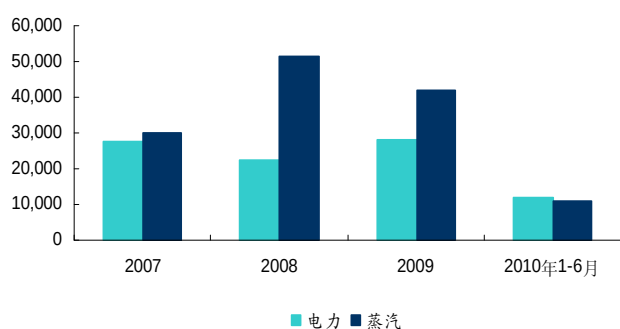
公司依托富阳地区白板纸基地，拥有发展循环经济的独特优势，公司创建了一项变废为宝、循环利用、节约能源、改善环境的循环经济产业发展模式的实践。

表 1: 公司主营业务构成情况一览

项目	2010 年 1-6 月		2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)
电力	11,926.75	28.73	27,863.20	39.93	22,156.30	30.14	27,595.79	47.84
蒸汽	11,099.69	71.27	41,919.80	60.07	51,355.03	69.86	30,087.39	52.16
合 计	41,507.53	100	69,783.00	100	73,511.33	100	57,683.18	100

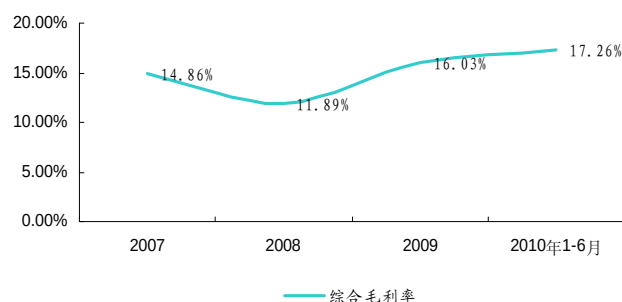
资料来源：招股说明书，长江证券研究所

图 1: 公司主营业务收入变化情况



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

图 2: 公司主营业务毛利率变化情况

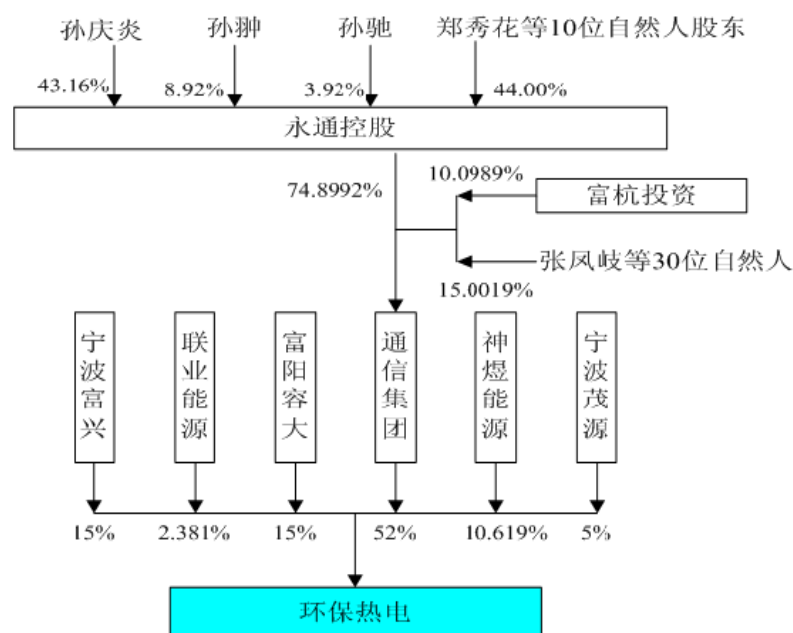


资料来源：招股说明书，长江证券研究所

股权集中为公司统一管理提供便利

永通控股作为公司的第一大股东通信集团的控股公司，孙氏父子为其实际控制人。其中孙庆炎、孙翀、孙驰分别持有永通控股 43.16%、8.92%和 3.92%的股份，三人合计拥有永通控股 56% 的股权。通过上述投资及股权关系，孙庆炎父子间接持有公司 21.81% 股权，并通过控股永通控股从而间接控制本公司，能够实际控制公司经营管理，通过股权集中达到公司统一管理。

图 3：公司股权结构图



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

表 2：公司发行前后股本结构

股东名称	发行前		发行后	
	持股数（万股）	股份比例	持股数（万股）	股份比例
通信集团	8,320.00	52.00%	8,320.00	38.88%
宁波富兴	2,400.00	15.00%	1,933.98	9.04%
容大控股	2,400.00	15.00%	2,400.00	11.21%
神煜能源	1,699.00	10.62%	1,699.00	7.94%
宁波茂源	800	5.00%	800.00	3.74%
联业能源	381	2.38%	307.02	1.43%
社会公众	-	-	5,400.00	25.23%
全国社保基金	-	-	540.00	2.52%
合计	16,000.00	100.00%	21,400.00	100.00%

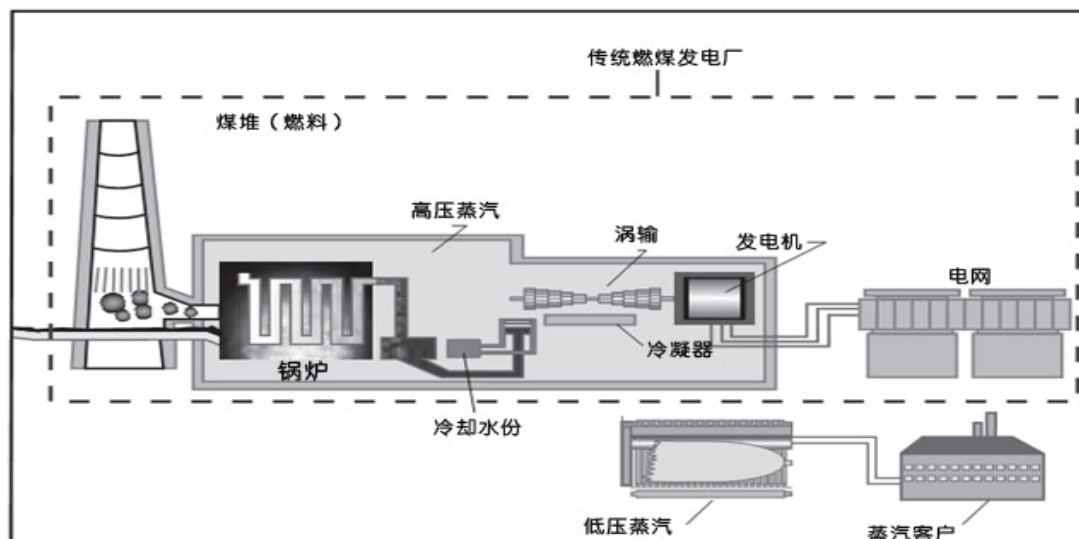
资料来源：招股说明书，长江证券研究所

热电联产具有广阔发展空间

热电联产，简称 CHP，是指在同一电厂中将供热和发电联合在一起。这是一种高效能源生产方式，与热电分产相比，可以显著提高燃料利用率，是全球公认的节约能源、改善环境、增强城市基础设施功能的重要措施，具有良好的经济和社会效益，是实现循环经济的重要技术手段。

图 4：热电厂和传统煤电生产过程比较示意图

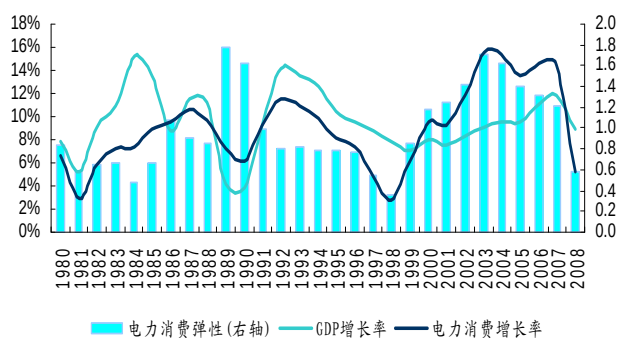
热电厂与传统燃煤发电厂生产过程示意图



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

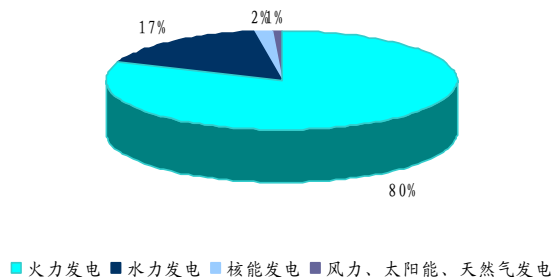
改革开放以来，我国电力行业一直保持着较快的发展速度，发电量年化增长率为 12.8%。而在发电能源中，目前通过热电联产机组发电的比例还处于极小的份额，远低于其他发达国家相应水平。目前国家已经开始重视热电联产产业的发展，而根据国家发展和改革委员会能源局编制的《2010 年热电联产发展规划及 2020 年远景发展目标》，到 2020 年全国热电联产总装机容量将达到 2 亿千瓦，我国热电联产具有广阔的发展空间。

图 5：我国电力行业消费弹性情况



资料来源：长江证券研究所

图 6：2009 年我国各类发电能源占比



资料来源：长江证券研究所

表 3：热电联产相关政策法规

名称	时间	颁布部门	对热电联产的相关规定
《中华人民共和国节约能源法》	2007 年	全国人大常委会	该法明确提出鼓励工业企业利用热电联产这样的节能技术。
《关于发展热电联产的规定》 计基础 1268 号文件	2000 年	国家计委经贸委 建设部	指出热电厂的建设是城市治理大气污染和提高能源利用率的重要措施，是集中供热的重要组成部分，是提高人民生活质量的公益性基础设施。

环保总局

《能源中长期发展规划纲要（2004—2020）》	2004 年	国务院	提出坚持把节约能源放在首位，实行全面、严格的节约能源制度和措施，显著提高能源利用效率。支持热电联产集中供热。
《中国节能中长期专项规划》	2004 年	国家发改委	指出热电联产和集中供热是节能的主要领域，并将热电联产列入国家十大重点节能工程。指出发展热电联产、区域锅炉房集中供热技术，取代小型、分散锅炉供热。
《关于建立煤热价格联动机制的指导意的通知》	2005 年	国家发改委 建设部	建立了煤热价格联动机制。
《中国节能技术政策大纲》	2006 年	国家发改委科技 部	指出发展热电联产、区域锅炉房集中供热技术，取代小型、分散锅炉供热。坚持“以大代小”、“以热定电”原则，大力改造中低压凝汽机组。

资料来源：招股说明书，长江证券研究所

垃圾焚烧赋予节能减排重要使命

中国目前年产垃圾 5 亿吨，其中设市城市垃圾 1.55 亿吨，占全世界城市垃圾年产量的 30%。而我国城市垃圾仅 30% 得到安置处理。目前全国共建设生活垃圾焚烧厂 100 座，其中建成 56 座，在建 44 座，总处理能力 9.2 万吨/天。超过 70% 的生活焚烧厂集中在我国经济最为发达的东部地区，广东、浙江、江苏和 4 个直辖市位居前四位，合计占全国生活垃圾焚烧处理总量的近 60%。

表 4：我国生活垃圾焚烧厂地区分布

地 区	数量（座）	规模（吨/日）	比例（%）
广东省	18	15915	17
浙江省	18	13260	14
江苏省	15	13080	14
直辖市	10	12595	14
其他地区	39	37540	41
合 计	100	92390	100

资料来源：长江证券研究所

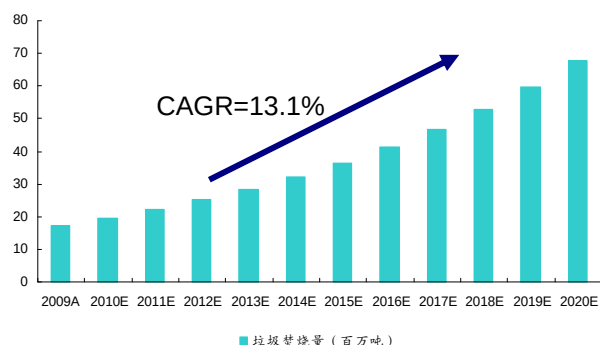
表 5：我国生活垃圾焚烧厂炉型分类统计

类型	数量（座）	处理规模（吨/日）	处理规模比例（%）
引进设备炉排炉焚烧厂	34	35835	38.8
引进技术炉排炉焚烧厂	11	11750	12.7
国产炉排炉焚烧厂	18	12885	13.9
流化床焚烧厂	37	31920	34.6
合 计	100	92390	100

资料来源：长江证券研究所

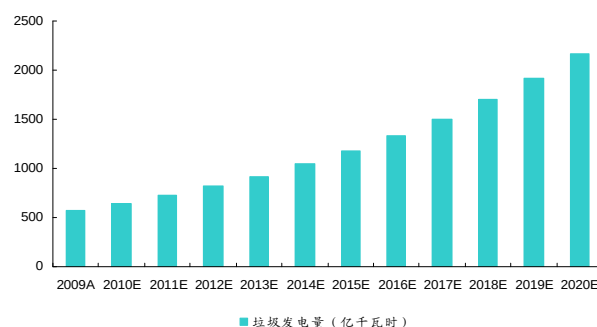
目前，中国由于人口集中，经济相对发达，资源及能源消耗量高，城市的垃圾污染问题比较严重，如何解决大量垃圾所产生的问题，已引起全社会的高度重视。为此，国家相继出台了一系列政策鼓励措施，由此可见，垃圾发电行业作为综合经济效益和社会效益最高的城市生活垃圾无害化处理技术之一，在我国的发展空间巨大。

图 7：未来 10 年垃圾焚烧量复合增长率 13.1%



资料来源：统计局，长江证券研究所

图 8：未来垃圾发电量发展空间巨大



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

表 6：垃圾发电的相关政策法规

名称	时间	颁布部门	对垃圾焚烧发电的相关规定
《中华人民共和国循环经济促进法》	2008 年	全国人大常委	国家鼓励各类产业园区的企业进行废物交换利用、能量梯级利用；电网企业应当按照国家规定，全额收购符合条件的垃圾焚烧发电厂的上网电量。
《关于支持循环经济发展的投融资政策措施意见的通知》	2010 年	国家发改委 人民银行 银监会 证监会	各地要将“减量化、再利用、资源化”等循环经济项目列为重点投资领域；银行业金融机构要对城市典型废弃物、废水、污泥等资源化利用项目给予重点信贷支持；积极支持资源循环利用企业上市融资。
《关于推进城市污水、垃圾处理产业化发展的意见》	2002 年	国家计委 国家建设部 环保总局	按照“谁污染、谁承担”的原则加快建立垃圾处理收费机制，所收费用要保证垃圾处理厂的运营成本 and 合理投资回报。目前垃圾集中焚烧补助不足以补偿运行成本的，地方财政应安排资金，保障垃圾处理设施的正常运行。
《全国城市生活垃圾无害化处理设施建设“十一五”规划》	2007 年	国家发改委 建设部 环保总局	到“十一五”末，东部地区设市城市的焚烧处理率不低于 35%；
《财政部 国家税务总局关于部分资源综合利用及其他产品增值税政策问题的通知》	2008 年	财政部 国家税务总	第三（二）项：对以垃圾为燃料生产的电力或者热力实行增值税即征即退的政策。
《可再生能源发电有关管理规定》	2006 年	国家发改委	电网企业应根据可再生能源发电项目建设进度和需要，进行电网建设与改造，确保可再生能源发电全额上网。

资料来源：招股说明书，长江证券研究所

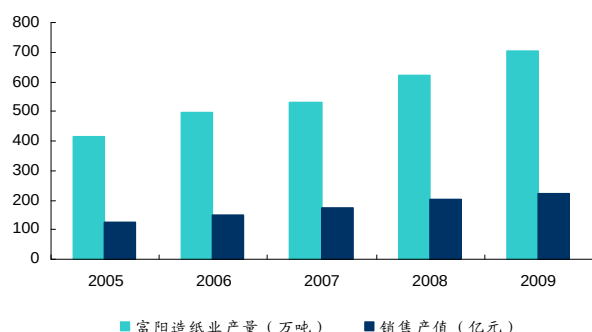
“白板纸基地”呼唤环保企业的崛起

公司所处的富阳被誉为“中国白板纸基地”，白板纸年产量占全国白板纸总产量 50%以上。近年来随着造纸行业景气

度不断提高，富阳造纸产业生产总值不断扩大，同时造纸企业所产生的污泥和纸渣也将不断增加。富阳市现每天产生近 6000 吨污泥、350 吨纸渣和 900 吨生活垃圾。

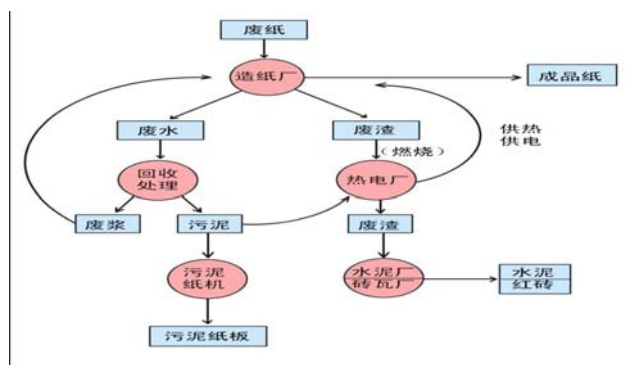
富阳当地所产生的垃圾其热值其他地区垃圾的 2-2.5 倍，充分燃烧以后每年能够节约标准煤 17 万吨。垃圾焚烧发电是把各种垃圾收集后，进行分类处理后再进行焚烧发电。公司通过回收垃圾焚烧所释放出的热量发电实现年节约标煤约 5 万吨，实现了可观的循环经济效益。而公司拟使用本次募集资金投资建设污泥焚烧资源综合利用项目，将进一步提高公司循环经济比重，每年再将节约标准煤将近 6 万吨。

图 9：富阳市造纸产业 2005-2009 年产销情况



资料来源：中国造纸协会 2005-2009《年度报告》，长江证券研究所

图 10：富阳造纸循环经济示意图



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

募集资金项目分析

公司本次拟向社会公开发行人人民币普通股 5400 万股，占发行后总股本的 25.23%。本次募集资金投资项目将全部投入污泥焚烧资源综合利用工程当中，预计 2012 年募投项目将实现全部达产。达产以后，公司将新增供热能力 215t/h 及新增装机容量 35MW，日处理污泥和纸渣 2035 吨和 275 吨。

表 7：公司募投项目情况一览

项目名称	投资总额 (万元)	项目批文	环保批文
污泥焚烧资源综合利用工程	39,483.00	浙经贸电力【2008】213 号、635 号	浙环建【2007】124 号

资料来源：招股说明书，长江证券研究所

表 8：募投项目投资进度安排

项目	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	合计
固定资产	21,885	14,590				36,475
流动资金			1,805	602	602	3,008
合计	21,885	14,590	1,805			39,483

资料来源：招股说明书，长江证券研究所

募集资金投资项目建成投产后，将使公司满足资源综合利用机组条件的锅炉由目前的 2 台增加到 4 台，占公司锅炉总数量的比例由目前的 29% 提高到 50%；资源综合利用机组锅炉蒸发量由目前的 150t/h (蒸吨/小时) 增加到 442t/h (蒸吨/小时)，占公司锅炉总蒸发量的比例由目前的 19% 提高到 46%，公司绿色经济、循环经济效益进一步提高。

盈利预测及投资建议

基本假设:

- 公司前期项目运行正常，且募投项目能够按照预想目标顺利进行;
- 公司燃料成本 2010/2011/2012 年分别为 660.88、713.75 和 749.44 元/吨；热价在煤价每吨上涨 10 元的基础上，上调 2.1 元/蒸吨；
- 募投项目 2010-2012 年分别达产 40%、60%和 80%;

我们预计公司 2010-2012 年摊薄后 EPS 分别是 0.62、0.83 元和 1.01 元。由于节能环保板块 2010 年平均市盈率在 36 倍左右，同时考虑公司已经投产的项目和募投建设项目伴国家大力发展节能环保之大势，我们给予公司 2010 年 PE 为 32-36 倍，综合对应公司合理股价区间为 19.84-22.32 元。

表 9: A 股经营热电上市公司市盈率情况一览

股票代码	股票简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	每股收益 (元)			市盈率		
		9 月 1 日		2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
600396.SH	金山股份	9.32	31.74	0.15	0.24	0.6	62.67	38.51	15.22
600509.SH	天富热电	10.61	69.83	0.09	0.19	0.27	112.1	53.6	37.73
600578.SH	京能热电	8.97	51.37	0.19	0.45	0.51	45.76	19.98	17.6
600982.SH	宁波热电	9.05	15.24	0.24	0.29	0.3	36.02	29.9	28.9
均值		9.185	23.49	0.20	0.27	0.45	49.35	34.21	22.06

资料来源: wind, 长江证券研究所

表 10: A 股经营垃圾发电以及设备提供上市公司市盈率情况一览

证券代码	公司简称	股价	EPS (元)			P/E (X)		
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
000826.SZ	桑德环境	23.09	0.350	0.496	0.705	65.97	46.59	32.74
000939.SZ	凯迪电力	16.24	0.520	0.545	0.575	31.23	29.77	28.27
300090.SZ	盛运股份	20.91	0.545	0.495	0.623	38.35	42.20	33.55
600475.SH	华光股份	17.04	0.462	0.655	0.900	36.88	26.02	18.93
行业中值						37.62	35.99	30.50

资料来源: wind, 长江证券研究所

风险提示

1. 煤炭价格上涨带来成本压力，上网电价的调整无法及时反映价格的大幅波动，对公司的生产经营将产生不利影响；
2. 全球经济二次探底，可能带来用电需求的再次波动，对公司收入产生不利影响；

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	703	866	1107	1273	货币资金	61	870	695	685
营业成本	586	708	909	1033	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	117	158	198	240	应收账款	64	79	101	116
% 营业收入	16.7%	18.2%	17.9%	18.8%	存货	28	33	43	49
营业税金及附加	3	3	4	5	预付账款	9	10	13	15
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	0	0	1	1	流动资产合计	182	1018	884	902
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	20	24	31	36	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	21	3	-5	-3	投资性房地产	6	6	6	6
% 营业收入	3.0%	0.4%	-0.5%	-0.2%	固定资产合计	498	839	1155	1344
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	29	27	26	25
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	74	126	167	202	其他非流动资产	5	5	5	5
% 营业收入	10.5%	14.6%	15.1%	15.8%	资产总计	719	1895	2076	2281
营业外收支	17	30	42	53	短期贷款	59	0	0	0
利润总额	91	157	209	255	应付款项	51	61	79	89
% 营业收入	12.9%	18.1%	18.8%	20.0%	预收账款	2	2	3	3
所得税费用	-1	24	31	38	应付职工薪酬	0	0	0	0
净利润	92	133	177	217	应交税费	2	31	41	50
归属于母公司所有者的净利润	91.8	133.4	177.2	216.6	其他流动负债	6	7	9	10
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	120	102	132	153
EPS (元/股)	0.57	0.62	0.83	1.01	长期借款	227	227	227	227
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	191	220	257	332	其他非流动负债	24	24	24	24
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	371	353	383	404
收回现金					归属于母公司	349	1542	1693	1877
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-58	-409	-411	-313	股东权益	349	1542	1693	1877
其他	1	0	0	0	负债及股东权益	719	1895	2076	2281
投资活动现金流净额	-58	-409	-411	-313	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	1080	0	0	EPS	0.574	0.623	0.828	1.012
银行贷款增加 (减少)	-54	-59	0	0	BVPS	2.18	9.64	7.91	8.77
筹资成本	52	-23	-21	-29	PE	8.21	7.56	5.69	4.65
其他	-104	0	0	0	PEG	0.25	0.23	0.17	0.14
筹资活动现金流净额	-106	998	-21	-29	PB	2.16	0.49	0.60	0.54
现金净流量	28	809	-175	-10	EV/EBITDA	8.15	1.83	2.09	1.70
					ROE	26.3%	8.6%	10.5%	11.5%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其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头寸并进行交易，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。