



上市公司新股研究报告

研究报告
公共事业—电力生产

谨慎申购

富春环保 (002479)

2010 年 9 月 8 日

合理价值区间 17-21 元

股本结构 (预计发行后)

总股本 (万股) 21400

流通 A 股 (万股) 5400

B 股/H 股 (万股) 0/0

主要估值指标

	2009	2010E	2011E
EPS (元)	0.43	0.54	0.83
增长率 (%)	35	25	55

注: 每股收益按全部摊薄后股本算。

区域热电联产——扎根小起点, 高成长可期

公司作为工业区配套的热电联产企业, 随着募投项目污泥发电项目的投产, 未来两年预计业绩复合增速约为 35%, 按照 2010 年摊薄后 EPS0.54 元, PE35 倍计算, 公司合理价格区间为 17-21 元。

主要财务数据及预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	744	703	805	935	981
净利润 (百万元)	68	92	115	178	208
主营业务毛利率 (%)	12.9	16.6	11.8	14.2	14.7
摊薄后每股收益 (元)	0.32	0.43	0.54	0.83	0.97

资料来源: 海通证券研究所

- 作为造纸工业园配套项目, 富春环保承担园区热电供应及部分垃圾处理业务。2000 年起为配合江南工业园的集中供热, 原富春江热电厂南迁, 同时与富阳市的垃圾焚烧发电业务一同立项, 从而成就了今天的富春江环保热电公司。其所提供的电力输送到杭州电网, 热力则直接输送给园区内众多的造纸企业。2009 年公司主营业务收入 7.03 亿元, 其中, 供电业务为 4.19 亿元, 占 59.6%。
- 公司竞争优势在于所处地理位置及符合行业发展方向, 未来 3 年成长可期。公司作为工业区负荷中心区域内唯一的热电联产企业, 机组利用小时一直都稳定在高位。而为进一步扶持富阳市的造纸支柱产业, 实现污染排放控制, 未来富阳市新建造纸产能中将有 70% 都落户在公司所在工业园, 将为其提供持续的成长空间。
- 污泥焚烧综合利用项目将提高现有产能 20% 以上, 且符合政策扶持。公司募投项目通过新建、改造发电及供热设备等, 将充分利用园区内造纸污水过滤后的污泥, 实现资源循环利用, 符合节能减排的环保政策, 有望继续获得大量优惠政策。
- PEG 估值, 公司合理价值区间 17-21 元。公司募投项目将在 2010 年底到 2011 年年中陆续投产, 考虑到超募部分资金, 预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.54 元、0.83 元和 0.97 元, 年复合增长有 35%, 采用 2010 年 PE35 倍估值, 合理价格区间为 17-21 元。申购价格 25.38 元, 建议谨慎申购。
- 风险提示: (1) 煤价波动, 而上网电价调整不及时, 将对公司发电业务毛利率产生重要影响; (2) 当地造纸企业主要以中小型企业为主, 未来可能因为行业竞争激烈, 造成其对能源需求发生变化。

陆凤鸣

SAC 执业证书编号:

S0190210030002

电话: 021-23219415

Email: lufm@htsec.com

目 录

1. 富春江环保热电-区域热电联产	3
1.1 小起点：工业园区配套热电联产	3
1.2 好区位：高能耗企业既是“用户”又是“供应商”	4
1.3 享政策：符合国家产业鼓励方向得实惠	4
2. 募投项目确保未来 3 年快速发展	5
2.1 新项目：污泥焚烧资源综合利用	5
2.2 借地利：园区内供热需求旺盛利于消化新增产能	5
2.3 活机制：民营企业经营效益凸显	6
2.4 成长空间：超募资金或将锦上添花	6
3. 业绩预测与估值	7
4. 风险提示	7

图目录

图 1 公司收入结构(2007-2010H1)(单位: 亿元)	3
图 2 公司盈利能力变化(2007-2010H1)	3
图 3 公司热电、垃圾发电机组及浙江、全国火电平均利用率(2007-2010H1)	4
图 4 同类上市公司偿债能力比较(2009 年)	6
图 5 同类上市公司营运能力比较(2009 年)	6
图 6 同类上市公司成本控制能力比较(2009 年)(单位: %)	6
图 7 同类上市公司投资回报率比较(2009 年)(单位: %)	6

表目录

表 1 公司募投项目完成前后主要发电、供热资产状况(单位: 万千瓦、蒸吨/小时)	3
表 2 各类物质热值比较.....	4
表 3 公司享受政策优惠情况(单位: 亿元)	4
表 4 募集资金用途(单位: 万元)	5
表 5 富阳市三大造纸功能区及公司供热客户数(单位: 家)	5
表 6 利润表预测(除注明外, 单位: 亿元)	7

1. 富春江环保热电-区域热电联产

1.1 小起点：工业园区配套热电联产

为配套富阳江南工业园区集中供热,2000 年富阳市政府决定将原先建在富春江江北的富春江热电厂南迁。2001 年,又提出将城市垃圾焚烧发电与该项目统一规划,2003-2004 年终于确定由浙江富春江通信集团牵头实施该项目。

目前公司下属资产分为三个部分:热电联产、垃圾发电、及污泥焚烧发电(为募集资金投资项目,但前期已用自有资金投产 1.5 万千瓦发电机组,暂时作为热电联产机组备用)。其中,热电联产、垃圾发电等主设备于 2006 年投产,备用的 1 台 1.5 万千瓦发电机组则于 2009 年投产。

表 1 公司募投项目完成前后主要发电、供热资产状况

	募投项目完成前		募投项目完成后	
	装机容量(万千瓦)	供热容量(蒸吨/h)	装机容量(万千瓦)	供热容量(蒸吨/h)
热电联产	2×1.2+1×2.45	5×130	2×1.2+1×2.45	4×130
垃圾焚烧	1×2.45	2×75	1×2.45	2×75
污泥焚烧	1×1.5		1×1.5+1×2	1×142+1×150
合计	8.8	415	10.8	630

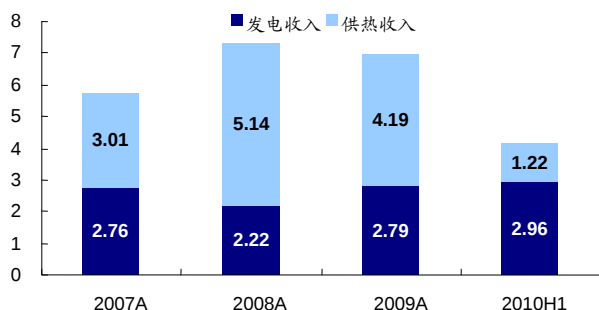
资料来源:公司招股书,海通证券研究所(合计供热能力为平均出力值)

公司目前主营为电力和蒸汽供应,其中供热业务收入占比超过 50%。其发电量输送给杭州电网,供热量则供工业园区内的造纸企业使用。

其上网电价由国家发改委制定,供热价格则由阜阳市发改委根据《富阳市供热价格管理办法》制定,采用与煤价涨幅挂钩,煤价每增减 10 元/吨,对应蒸汽价格增减 2.1 元/吨。

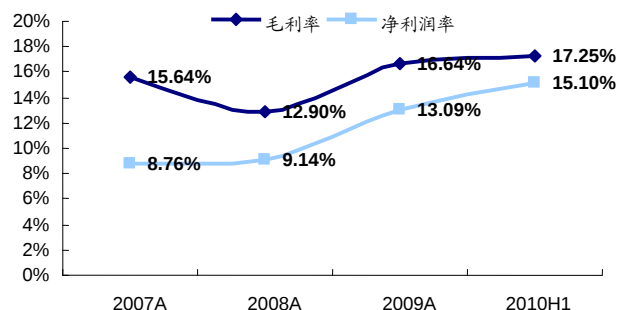
得益于此,在 2008 年上网电价调整滞后于煤价上涨的情况下,富春环保所享受的供热价格联动在一定程度上弥补了其发电业务的盈利下降,使其总体净利润率仍能高达 9%,远好于同期陷入大幅亏损的众多国内火电同行。

图 1 公司收入结构(2007-2010H1)(单位:亿元)



资料来源:公司招股书,海通证券研究所

图 2 公司盈利能力变化(2007-2010H1)

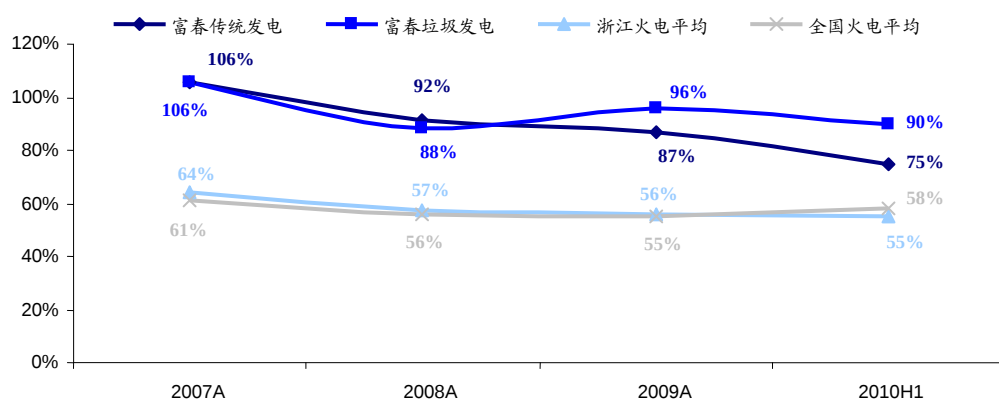


资料来源:公司招股书,海通证券研究所

1.2 好区位：高能耗企业既是“用户”又是“供应商”

富春环保作为工业区内的配套热电联产企业，在 8 公里范围内具有排他性，而园区内众多高能耗的造纸企业所带来的集中式能源需求，也使得公司的发电机组几乎一直处在满负荷状态，远胜全国火电企业 60% 不到的平均利用率水平。

图 3 公司热电、垃圾发电机组及浙江、全国火电平均利用率（2007-2010H1）



资料来源：公司招股书，中电联，海通证券研究所（注：机组利用率=机组利用小时/可利用小时）

而身处工业园，不仅使得公司靠近下游能耗用户，同时其垃圾发电业务也能够焚烧城市生活垃圾之外，掺混区域内造纸企业每天产生的大量废纸、纸渣，提高其垃圾的总体热值，降低原煤消耗。在降低燃料成本的同时，还能够享受垃圾处理补贴。

表 2 各类物质热值比较

物质	生活垃圾	废纸、纸渣	秸秆	沼气	标煤
热值（大卡）	600-700	1600	3000-3500	5500-5800	7000

资料来源：海通证券研究所

1.3 享政策：符合国家产业鼓励方向得实惠

由于公司不仅是热电联产，而且部分机组采用的是垃圾发电，符合国家资源集约使用、循环利用的大方向，目前享受包括垃圾焚烧发电机组的增值税即征即退、国产设备投资抵免企业所得税、和高新技术企业的所得税优惠政策。

其对公司的净利润影响约占 3 成，其中，原有国产设备抵税的优惠已经在 2010 年上半年全部抵扣完毕，但垃圾发电机组的增值税返还和 15% 的高新企业所得税率优惠两项政策仍将延续。

表 3 公司享受政策优惠情况（单位：亿元）

	2010H1	2009	2008	2007	备注
增值税优惠（税后影响数）	0.08	0.06		0.05	垃圾发电机组装机容量 1 台 2.45 万千瓦
国产设备投资抵免所得税	0.07	0.15	0.24	0.13	总可抵扣金额为 0.58 元，已使用完毕
高新技术企业所得税优惠	0.07	0.09			15%，2009 年认证，有效期至 2011 年
税收优惠合计	0.22	0.30	0.24	0.18	
净利润	0.63	0.92	0.68	0.51	
税收优惠占净利润比重	33%	32%	35%	36%	

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

2. 募投项目确保未来 3 年快速发展

2.1 新项目：污泥焚烧资源综合利用

公司此次拟发行 5400 万股，占发行后总股本 21400 万股的 25%，用于建设污泥焚烧资源综合利用项目，建设投产后公司将拥有发电机组 10.8 万千瓦，供热机组 962 蒸吨/小时（见表 1），分别增长 23%和 20%。按照目前的工程进度，预计 2011 年年中可全部达产。

表 4 募集资金用途（单位：万元）

大类投资	细分投资项目	投资金额	占总投资比例
固定资产投资	建筑工程费	4877	12.35%
	设备采购费	18249	46.22%
	安装工程费	7103	17.99%
	其他费用	4008	10.15%
	建设期利息	2238	5.67%
铺底资金		3008	7.62%
	合计	39483	100.00%

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

该项目主要是利用工业园区内造纸企业排放废水经过滤之后所产生的污泥，同时加入一部分纸渣，压去部分水分之后，再与原煤进行掺烧，以解决当地污泥堆放土地缺乏和区域内供热需求增长的问题。建成之后，公司将新增湿污泥处理能力 2035 吨/天，纸渣处理能力 275 吨/天。由于该项目也是资源综合利用项目，预计仍将可以享受前述所说的多项优惠政策。

2.2 借地利：园区内供热需求旺盛利于消化新增产能

公司所处的江南造纸工业园是富阳市规划下主要的造纸企业集聚地，未来规划富阳市的新增白板纸产能中的 70%（预计对应增加 350 蒸吨/小时的热力需求）也主要落户在区域内，以便能够更好的控制造纸过程中对环境造成的污染。

富阳市的造纸企业主要以中小企业为主，在当前煤价高企的背景下，其自建小锅炉供热不仅运行成本较高，而且对尾气排放等环保措施也会因为成本原因难以实施到位。因此，采用集中式供暖仍将是这些新增热力需求的主要实现手段，富春环保的新增产能（215 蒸吨/小时）将完全得益消化。

表 5 富阳市三大造纸功能区及公司供热客户数（单位：家）

	2005	2006	2007	2008	2009	2010H1
合同入园企业	194	210	235	241	243	243
公司供热企业合计						185
其中，灵桥工业区						68
其中，春江工业区						74
其中，大源工业区						43

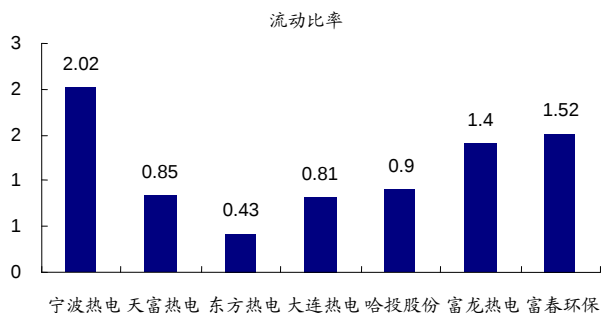
资料来源：公司招股书，海通证券研究所

目前三大造纸工业区的总规划面积为 32 平方公里，园区内只有富春环保和浙江三星两家提供热力服务。按照上表所述，公司实际上承担了三大片区中更多企业的供热业务供应。而且由于双方有各自的主管供热区域，因此不存在直接竞争。

2.3 活机制：民营企业经营效益凸显

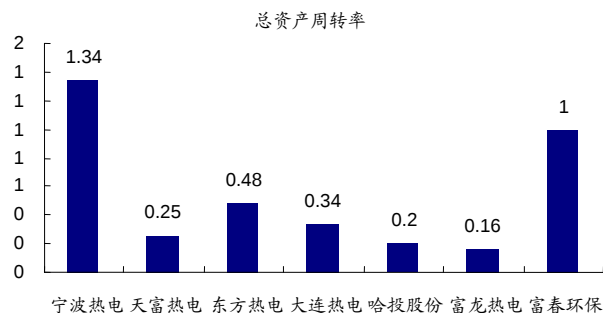
与其他同类的区域热电上市公司相比，富春环保无论偿债能力、运营能力，还是盈利能力均名列前茅。其中，得益于其民营企业的背景，对成本有较强的控制能力，加之前述的各项优惠政策的扶持，公司的综合投资回报率远超同行，2009年 ROE 高达 21%。

图 4 同类上市公司偿债能力比较（2009 年）



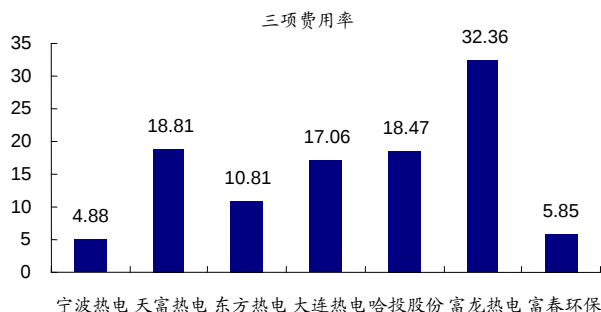
资料来源：公司招股书，wind，海通证券研究所

图 5 同类上市公司营运能力比较（2009 年）



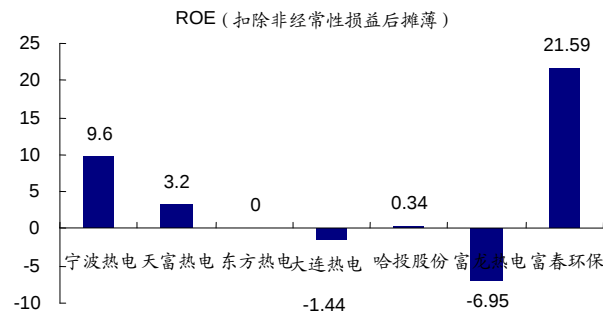
资料来源：公司招股书，wind，海通证券研究所

图 6 同类上市公司成本控制能力比较（2009 年）(%)



资料来源：wind，海通证券研究所

图 7 同类上市公司投资回报率比较（2009 年）(%)



资料来源：wind，海通证券研究所

而考虑到公司募投项目也是符合国家产业扶持方向，同时契合所处工业园区的能源需求增长——能够享受负荷中心所特有的高机组利用小时，且热电联动便于成本转嫁，同时也能够享受包括污泥处理补贴、增值税返还、高新企业所得税等优惠政策，因此其盈利前景良好。

2.4 成长空间：超募资金或将锦上添花

根据公司公告，此次发行价格定为 25.38 元，总募集资金达到 13 亿元，超募 9 亿多元。这部分资金相对于目前总资产、净资产为 8 亿元和 4 亿元的富春环保来说，是一笔巨大的财富，如何运营好这部分资金决定公司的持续成长空间有多大。

公司在招股说明书中也提到，未来会考虑在异地复制当前工业园区热电联产的经营模式。对此，我们认为由于当前对各地工业园区的建设规划存在一定的审批限制，能否寻找到类似盈利前景较好的项目存在较大的不确定性。

而如果公司考虑深耕当地工业园区,将污泥焚烧的上游——污水处理业务也纳入自己的经营范围,我们觉得这一方法短期内更为可行。一方面向上游扩张有利于公司未来在污泥焚烧领域的扩张,另一方面符合国家节能减排的政策导向,也顺应工业园区新增产能之后对污水处理需求量增长的趋势。

不过值得提醒的是,无论进入哪一个新的领域都存在一定的投资风险,虽然可能锦上添花,但也可能成为拖累。

3. 业绩预测与估值

我们基于以下假设对分产品收入和成本做预测:(1)上网电价不变;(2)各台机组基本处于满负荷状态;(3)煤价在2010年同比上涨15%,2011-2012年不变

此外,我们保守假设,此次超募的9亿元资金存入银行,这主要是因为目前并不了解公司其他领域的扩展计划,及其盈利前景。

则对应公司2010-2012年EPS分别为0.54元、0.83元和0.97元。

表6 利润表预测(除注明外,单位:亿元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5.82	7.44	7.03	8.05	9.35	9.81
营业成本	4.91	6.48	5.86	7.10	8.02	8.37
营业税金及附加	0.03	0.03	0.03	0.03	0.04	0.04
销售费用	0	0	0			
管理费用	0.13	0.16	0.2	0.16	0.19	0.20
财务费用	0.27	0.33	0.21	-0.15	-0.49	-0.54
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	0.47	0.42	0.74	0.91	1.60	1.74
营业外收入	0.15	0.17	0.18	0.37	0.50	0.71
营业外支出	0.02	0.01	0.01			
利润总额	0.6	0.58	0.91	1.27	2.09	2.45
所得税	0.09	-0.1	-0.01	0.12	0.31	0.37
净利润	0.51	0.68	0.92	1.15	1.78	2.08
全面摊薄每股收益(元)	0.24	0.32	0.43	0.54	0.83	0.97

资料来源:公司招股书、海通证券研究所

由于可类比上市热电企业目前可预见的未来成长性远不及富春环保,而公司新上中小板,其估值采用PEG的方法更为可行。

考虑到公司未来两年业绩复合增速能达到35%,按照2010年PE35倍,对应EPS0.54元,股价在19元左右。参考这一价格上下浮动10%,则合理估值区间为17-21元。公司的申购价格为25.38元,我们建议谨慎申购。

4.风险提示

需要关注的风险有:(1)国内煤价波动对公司发电业务毛利率影响较大;(2)公司实际与当地的造纸行业命运休戚相关,但是当地集中的是中小造纸企业,未来不排除因为行业内竞争激烈造成当地造纸行业出现产业调整的可能,对公司经营影响较大。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

陆凤鸣：公用事业行业分析师

覆盖上市公司：深圳能源、穗恒运、粤电力、皖能电力、建投能源、宝新能源、漳泽电力、华能国际、上海电力、华电国际、广州控股、金山股份、中能股份、通宝能源、国电电力、内蒙华电、国投电力、大唐发电、闽东电力、黔源电力、桂冠电力、川投能源、长江电力、文山电力

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖
副所长 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈 露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁 频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zgihan@htsec.com

潘洪文
保险行业核心分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

邓 勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙 华
机械及公用事业行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

邱春城
电子元器件行业高级分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

区志航
纺织服装行业高级分析师
(021) 23219407
ouzh@htsec.com

谢 盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

赵 勇
食品饮料行业分析师
(021) 23219460
zhaoyong@htsec.com

方 维
机械行业分析师
(021) 23219438
fangw@htsec.com

江维娜
医药行业分析师
(021) 23219610
jiangwn@htsec.com

汪立亭
批发和零售贸易行业
(021) 23219399
wanglt@htsec.com

王茹远
互联网及传媒行业分析师
(010) 58067935
wangry@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

曹小飞
化工小组助理分析师
(021) 23219267
caoxf@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

刘惠莹
煤炭行业助理分析师
(021) 23219441
liuhy@htsec.com

潘 鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组助理分析师
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组助理分析师
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

舒 灏
机械小组助理分析师
(021) 23219171
shuh@htsec.com

张 浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪 辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

刘铁军
产业经济分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

高 远
宏观经济
(021) 23219669
gaoy@htsec.com

熊 伟
宏观经济分析师
(021) 23219396
xiongwei@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

潘春晖
策略核心分析师
(021) 23219374
panch@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

单磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

陈瑞明
策略分析师
(021) 23219197
chenrm@htsec.com

娄静
基金首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

单开佳
基金高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

周健
金融工程分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
基金分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

杨俭秋
基金分析师
(021) 23219605
yangjq@htsec.com

倪韵婷
金融工程分析师
(021) 23219419
niyt@htsec.com

邱庆东
固定收益分析师
(021) 23219424
qiuqd@htsec.com

丁鲁明
金融工程助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

冯梓钦
基金
(021) 23219402
fengzq@htsec.com

郑雅斌
金融工程
(021) 23219395
zhengyb@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼

电话: (021) 23219381

传真: (021) 23219392

网址: www.htsec.com