



上市公司年报点评

证券研究报告
公共事业—电力

中性 维持

富春环保 (002479)

2011 年 01 月 20 日

期待超募资金带来惊喜

电力及公共事业行业分析师: 陆凤鸣
SAC 执业证书编号: S0850210100002
lufm@htsec.com
021-23219415

电力及公共事业行业助理分析师: 白瑜
SAC 执业证书编号: S0850209010592
baiy@htsec.com
021-23219430

1 月 18 日收盘价 35.30 元, 合理估值区间 28-32 元。

富春环保今日公布 2010 年年报, 2010 年公司实现营业收入 9.09 亿元, 利润总额 1.55 亿元, 分别同比增长 29.3% 和 70.9%, 实现每股收益 0.80 元 (加权平均), 分红预案为: 每 10 股派现 5 元 (含税), 同时以公积金 10 股转增 10 股。

总体评价: 业绩好于预期, 主要得益于公司供热业务发展较好, 在热价随煤价上调 22% 的同时, 其售热量也提高了 20%, 显示当地工业园区内造纸企业已经走出 08-09 年的金融危机低迷期。未来随着募投项目投产, 2011 年公司的高速成长还是可以期待, 2012 年的成长空间主要取决于其超募部分资金的投向、及盈利前景。

我们保守假设未来 2 年煤价持续上涨, 而电价只是略微上调, 不考虑超募资金投资回报, 预计富春环保 2011-2012 年 EPS 分别为 0.95 元、1.07 元。鉴于公司超募资金将继续用于环保领域扩张, 参考同行业 30 倍动态 PE, 则合理价格在 28.5-32 元, 给予中性评级。

1. 公司基本情况

富春环保热电主营业务为供热及发电, 主要服务对象为浙江富阳富春江江南造纸工业园内的企业。公司于 2010 年 9 月上市, 截止到 2010 年底, 其发电总装机容量为 8.8 万千瓦, 平均可提供蒸汽 415 吨/小时, 日处理垃圾 800 吨。

表 1 富春环保现有热电机组情况

	发电机组	供热锅炉	备注
热电联产	2 台 1.2 万千瓦, 1 台 2.45 万千瓦	4 台 130 蒸吨/小时	
垃圾发电	1 台 2.45 万千瓦	2 台 75 蒸吨/小时	
污泥焚烧*	1 台 1.5 万千瓦	1 台 130 蒸吨/小时	09 年用自有资金建设, 发电机组现作为备用, 锅炉正常供热
合计	8.8 万千瓦	平均 415 蒸吨/小时	

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所 (*污泥焚烧项目即公司 IPO 募投项目)

2010 年公司公开发行 5400 万股, 发行价格 25.8 元, 募集资金净额 13.38 亿元, 扣除用于募集投资项目所需的 3.95 亿元, 超额募集资金 9.43 亿元。根据公司公告, 超募部分资金先用于归还银行贷款 2.86 亿元, 剩余 6.57 亿元资金将作为公司收购兼并、拓展业务之用。按项目建设进度, 预计 2011 年初其募投的污泥焚烧项目将投产, 而用自有资金 1.52 亿元进行的机组“抽改背”技改项目最快估计将在 2011 年底完成。

表 2 富春环保 IPO 募集资金投向

投资项目	具体内容	所需金额 (亿元)	备注
募投项目- 污泥焚烧发电	新建 1 台 150 蒸吨/小时锅炉, 改造 1 台 130 蒸吨/小时锅炉为 142 蒸吨/小时; 新建 1 台 1.5 万千瓦 (09 年已投产)、1 台 2 万千瓦机组	3.95	
归还贷款	偿还 2.86 亿元银行贷款	2.86	实现零负债
合计		8.33	

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

2. 财务报表分析

2010 年, 富春环保实现营业收入 9.09 亿元, 利润总额 1.55 亿元, 分别同比增长 29.3%和 70.9%。

(1) 收入方面:

公司年内实现销售收入同比增长 29%, 主要是得益于供热业务的增长。由于 2010 年内, 富春环保并没有新的机组投产, 因此供热量的提升主要得益于 2010 年经济增长复苏所带来的下游能源需求回升, 使得其产能利用率有所提高。

而在产品价格方面, 由于年内 CPI 一直居高不下, 为了控制通货膨胀预期, 电价调整政策迟迟没有出台。不过好在公司为工业园区内企业供热的价格与原煤价格是联动的, 一般按一季度调整一次, 在煤价剧烈波动的时候每个月调整一次。所以在 2010 年市场煤价格平均上升约 22%的背景下, 公司的供热价格也同比例上升。

表 3 富春环保收入相关数据比较 (2009-2010)

时间	收入总额 (亿元)	供热业务			发电业务		
		收入 (亿元)	销售汽量 (万蒸吨)	平均供热价格* (元/蒸吨)	收入 (亿元)	销售电量 (亿度)	平均上网电价* (元/度)
2010A	9.09	6.14	387.95	178.78	2.79	5.99	0.546
2009A	7.03	4.19	322.6	146.84	2.79	5.91	0.551
Yoy	29.30%	46.54%	20.26%	21.75%	0.00%	1.35%	-0.91%

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所 (*销售价格含含税价)

(2) 盈利能力方面:

虽然 2010 年公司主要原料煤炭价格持续上涨, 但得益于公司热价的提升、以及内部挖潜, 富春环保的综合毛利率较 2009 年同期上升 1.66%, 全年综合毛利率为 18.30%, 而 2008、2009 年公司的毛利率分别为 12.90%和 16.64%。

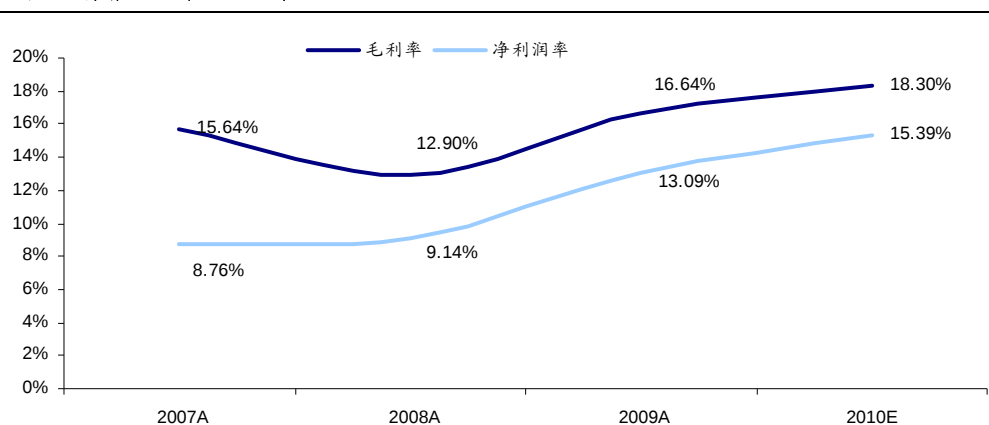
同时, 由于公司上市所募集资金归还银行贷款, 因此导致公司财务费用支出也大幅下降, 从而使得 2010 年净利润率达到了 15.39%, 同比提升 2.3 个百分点, 略高于毛利率提升的水平。

表 4 富春环保盈利及成本相关数据比较 (2009-2010)

时间	综合毛利率	净利润率	营业总成本 (亿元)	燃料成本 (亿元)	固定资产折旧 (亿元)	人工成本 (亿元) *	财务费用 (亿元)
2010A	18.30%	15.39%	7.78	6.48	0.59	0.14	0.12
2009A	16.64%	13.09%	6.3	4.79	0.56	0.11	0.21
Yoy	1.66%	2.30%	23.49%	35.28%	5.36%	27.27%	-42.86%

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所 (*人工成本是指全部人工)

图 1 富春环保年度毛利率变化 (2007-2010)



资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

(3) 主要财务指标

随着 2010 年上市，富春环保各项财务指标也发生了显著的变化，但总体符合预期。其中，2010 年 ROE 为 7.58%，较 2009 年的 26.32%，同比下降 18.74%，这主要是因为公司股本扩大，但是募投的项目尚未投产，因此有所摊薄。同时，由于公司超募大量资金，所以偿债能力也大幅提升。

尤其值得关注的是营运能力指标，2010 年底，公司的存货周转率为 15.81%，较 09 年下降 9.67 个百分点。这主要是因为公司期末储备了大量燃料。年报显示，到 2010 年底，公司的燃煤库存高达 6534 万元，是年初的 2.48 倍。即使考虑到原煤单价的上涨约 20%，公司的储煤量增幅也确实惊人，部分显示出公司对未来煤价持续走高的担心。

表 5 富春环保主要财务指标比较 (2009-2010)

时间	营运能力- 存货周转率 (%)	偿债能力- 利息保障倍数	成长性- 在建工程/固定资产 (%)	综合指标 - ROE (%)
2010A	15.81	14.66	17.29	7.58
2009A	25.48	5.33	4.96	26.32
Yoy	-9.67	9.33	12.33	-18.74

资料来源：公司公告，海通证券研究所

3. 投资机会

(1) 未来业绩的增长点

从现有地区的热、电需求来看，“十二五”期间富阳市计划将新增造纸产能都采用当前的工业园集中治理模式。因此，预计在新增的 1200 蒸吨/小时的供热需求中，将有 70%-80% 都在富春环保所负责的明桥工业园内。

相比较而言，即使 2011 年 IPO 募投的污泥焚烧项目投产，公司的供热产能也只增加 215 蒸吨/小时，与地区需求增长还是存在较大缺口的。除了原有机组技改增容改造之外，未来公司还有可能继续上马污泥焚烧项目三期、四期，以应对日益增长的供热需求、和当地污泥处理需求。

从现有地区产业链上下游来看，富春环保进入到污泥焚烧领域后，对前端的污水处理业务的控制也变得较为必要。公司目前已经与园区内的污水处理企业在商谈股权合作事宜，完成之后，公司将从“头（供热）”“尾（治污）”掌握造纸企业的生产情况，有利于对污水处理排放的监管、以及相关费用的征收和回款。

除了污水处理以外，公司也可以利用现有垃圾焚烧机组运营方面的经验，积极介入固废领域，投资参控股脱水干化、垃圾焚烧等相关环保设备提供企业。

另一方面，在异地复制领域，富春环保目前已经与有类似热、电需求的江浙地区其他工业园区进行接洽，可能会将采取控股为主、当地企业或政府参股的合作模式。

公司的超募部分资金将为上述产业链、异地复制等外延式扩张提供坚实的资金保障，也为公司提供新的成长契机。

(2) 盈利预测与投资评级

从现有在建项目来看，2011 年富春环保上市募集投资的污泥焚烧项目将投产，2012 年“抽改背”的机组改造预计也将实现，这两部分将提供公司未来两年的内生成长动力。

假设 2011-2012 年煤价分别同比增长 10%，而迫于通胀压力，电价仅分别上调 2%，公司的供热价格与煤价联动调整。

同时，保守假设公司目前尚未确定投向的 6.57 亿元超募资金不对外投资，仅存在银行，获取利息收入。

则预计富春环保 2011-2012 年 EPS 分别为 0.95 元、1.07 元，鉴于其超募资金将用于继续在环保产业内扩张，参考目前 A 股环保公司 30 倍动态 PE 的估值水平，则公司的合理价格在 28.2-32 元。当前股价略有偏高，给予中性评级。

4. 主要风险

项目投产时间存在一定不确定性；煤价持续上涨可能使业绩低于预期

5. 相关参考报告

《区域热电联产——扎根小起点，高成长可期（富春环保新股询价报告）》，2010 年 9 月 8 日。

《行业运行平稳，短期关注事件驱动型个股（电力行业三季度点评报告）》，2010 年 11 月 8 日

信息披露

分析师声明

公用事业研究团队：陆凤鸣、白瑜

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：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、九龙电力、华能国际、上海电力、华电国际、广州控股、金山股份、申能股份、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。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，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书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。