

富春环保 (002479): 业绩快速增长, 产能释放可期

增持 (维持)

公用事业/电力

当前股价: 38.83 元

报告日期: 2010 年 1 月 21 日

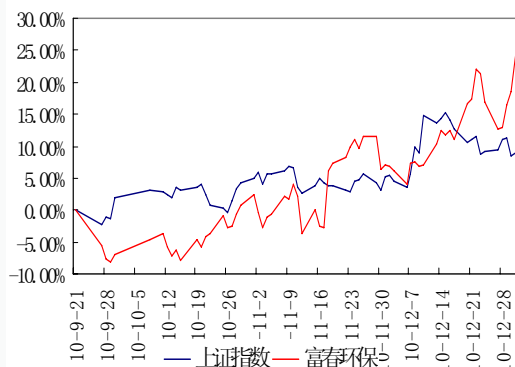
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	703	910	1119	1555
(+/-)	-5.46%	29.33%	23.03%	38.97%
营业利润	74	137	203	336
(+/-)	75.14%	85.74%	48.41%	65.31%
归属于母公司的净利润	92	143	201	318
(+/-)	35.51%	55.91%	40.25%	58.06%
每股收益				
(元)	0.57	0.80	0.94	1.48
市盈率 (倍)	-	49	41	26

公司基本情况

总股本/已流通股 (万股)	21400/4320
流通市值 (亿元)	16.77
每股净资产 (元)	8.53
资产负债率 (%)	7.19

股价表现 (最近一年)



证券分析师: 车玺
执业证书编号: A01405110010011
010-66045572 chex@txsec.com
联系人: 徐强
010-66045805 xuq@txsec.com
服务热线 010-66045555
服务邮箱 service@txsec.com

- 公司 2010 年实现营业收入 9.1 亿元, 同比增长 29.33%; 营业利润 1.37 亿元, 同比增长 15.04%; 归属母公司净利润 1.38 亿元, 同比增加 50.67%; 实现每股收益 0.80 元。利润分配预案为每 10 股派发现金红利 5 元 (含税), 同时以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股。
- **营业收入快速增长:** 报告期内, 公司营业收入同比增长近 30%, 营业收入主要来源于电力和蒸汽供应业务, 其中电力业务收入占比 30%, 供热业务收入占比 70%。2010 年, 作为公司主要收入来源的供热业务快速增长, 蒸汽输送量和每蒸吨蒸汽价格同比增长 20.26% 和 21.76%, 支撑了公司营业收入的快速增长。公司供热业务客户主要是江南工业园区内的造纸企业, 对热力需求高且较为稳定, 保证了公司热电机组的持续高负荷运转。随着公司所在江南工业园区规模的持续扩张, 公司供热业务始终处于供不应求的状态, 未来的发展潜力较大, 公司未来营业收入将可获得较快增长。
- **盈利能力优异:** 报告期内, 毛利率较高的蒸汽输送业务量、价齐升, 使公司综合毛利率提升 2 个百分点至 18.88%, 盈利能力的提升推动公司归属于母公司净利润同比增长 55%。公司的盈利能力优于一般火电企业: 发改委制定的“以热定电”政策使公司为用户供热同时所发电量可优先上网, 同时, 公司主要客户造纸企业对热力需求较大, 公司机组的利用小时数因此大大高于一般热电联产机组。并且公司作为环保企业, 享受资源综合利用的优惠上网电价 0.55 元, 远高于浙江省火电 0.44 元的标杆电价。公司客户主要为造纸企业, 公司对热力产品价格具有一定的控制力, 其公用事业属性有所弱化, 利润率高于火电行业平均水平。另外公司利用垃圾发电, 享受增值税即征即退优惠。
- **产能释放利好值得期待:** 据公开信息估算, 募投项目“污泥焚烧发电改扩建工程”将在 2011 年 2 月和 9 月达产, 未来两年公司的供热能力将由现在的 415 蒸吨/小时扩大至 500 蒸吨/小时和 630 蒸吨/小时, 发电装机容量由目前的 88 兆瓦提高到 98 兆瓦和 108 兆瓦。以公司目前热电机组利用率和热力、电力价格测算, 募投项目投产后, 2011-2012 年可增厚 EPS 0.14 元和 0.55 元。另据浙江省制定的《富阳市造纸产业发展规划》, 到 2015 年富阳市造纸产业年产量将达 1200 万吨, 为公司带来 1200 蒸吨/小时新增蒸汽供应需求。并且随着“节能减排”政策贯彻实施, 小型造纸企业逐步关停, 大型白板纸生产企业盈利能力开始转好, 新增产能将得以完全消化。

- **盈利预测及评级：**我们预测公司2011、2012年归属母公司所有者净利润分别为20099万元、31768万元，相应的EPS分别为0.94元、1.48元，按1月20日收盘价计算，动态PE分别为41.30倍、26.23倍。公司未来成长性良好，维持公司“增持”评级。
- **风险提示：**(1) 产品定价受政府管制的风险；(2) 业绩受到造纸行业波动影响风险。

表格 1：富春环保盈利预测表

(单位：万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
一、营业收入	70,330	90,956	111,902	155,505
营业收入增长率	-5.46%	29.33%	23.03%	38.97%
减：营业成本	58,595	73,784	88,865	118,371
毛利率	16.69%	18.88%	20.59%	23.88%
营业税金及附加	255	272	336	467
资产减值损失	-3	6	5	5
销售费用	39.28	33.38	40	45
管理费用	1,977	2,040	2,570	3,150
财务费用	2,101	1,139	-220	-100
期间费用	4,117	3,212	2,390	3,095
投资净收益	0	0	0	0
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0
二、营业利润	7,367	13,682	20,306	33,567
营业利润率	10.47%	15.04%	18.15%	21.59%
加：营业外收入	1,818.06	2,682	2,634	2,634
减：营业外支出	77	312	100	100
其中：非流动资产处置净损失	0	0	0	0
三、利润总额	9,108	16,052	22,839	36,100
减：所得税	-84	1,722	2,741	4,332
实际所得税率	-0.92%	10.72%	12.00%	12.00%
四、净利润	9,192	14,331	20,099	31,768
净利润增长率	35.51%	55.91%	40.25%	58.06%
归属母公司所有者的净利润	9,192	14,331	20,099	31,768
母公司净利润增长率	35.51%	55.91%	40.25%	58.06%
净利率	13.07%	15.76%	17.96%	20.43%
少数股东权益	0	0	0	0
每股收益(元)	0.57	0.80	0.94	1.48
市盈率(倍)	-	49	41	26

数据来源：天相投顾预测

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话:0755-83234800 传真:0755-82709089 邮编:518041