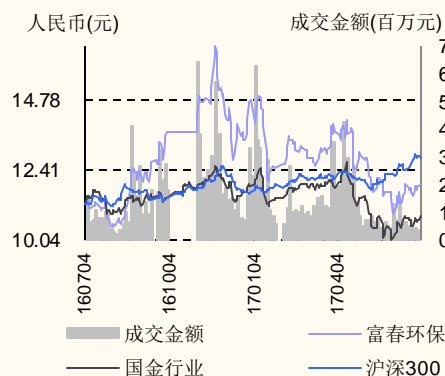


市场价格 (人民币): 11.98 元
 目标价格 (人民币): 15.00-16.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据 (人民币)



业务结构持续优化，外延整合能力出众

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.228 | 0.308 | 0.558 | 0.720 | 0.865 |
| 每股净资产(元) | 3.43 | 3.59 | 4.04 | 4.66 | 5.43 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.28 | 0.70 | 0.78 | 1.00 | 1.32 |
| 市盈率(倍) | 58.83 | 48.19 | 21.33 | 16.54 | 13.76 |
| 行业优化市盈率(倍) | 39.54 | 39.54 | 39.54 | 39.54 | 39.54 |
| 净利润增长率(%) | 5.00% | 35.03% | 81.41% | 28.96% | 20.19% |
| 净资产收益率(%) | 6.64% | 8.58% | 13.80% | 15.43% | 15.93% |
| 总股本(百万股) | 796.35 | 796.35 | 796.35 | 796.35 | 796.35 |

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **积极通过并购，推行热电联产模式，收购项目盈利大幅改善。**公司从2012年开始利用自有现金不断收购，通过对收购后的项目加强管理，收购后的子公司盈利能力均有大幅度提升。其中新港热电实现净利润近200%的大幅度提升，东港热电和清园生态均实现收购后的扭亏为盈。2017年刚刚收购常安南通项目并正在积极建设，基于公司强大盈利能力，预计南通项目将大幅度助力业绩增长。
- **围绕“热电联产模式”，正确调整业务结构，毛利润率提升至20.48%。**公司调整产业结构，提高高毛利润率热电联产业务占比，降低煤炭、冷轧模板业务占比，使公司整体毛利润率在近三年实现大幅度提升（2014-2016年毛利润率分别为11.02%、15.94%、20.48%）。净利率从2014年的5.86%提升至2016年的11.41%。预计2017年的毛利润率进一步提升至23%，净利率上升至12%。
- **富阳本部地区市场理顺，蒸汽价格回调空间为40-50元/吨，将提升近3亿效益。**公司收购清园生态园区之后，理顺富阳本部市场，富阳基地开始全面实施新的《煤热价格联动机制》并上调了供热价格，蒸汽的价格有望回升40-50元/吨，按照产能600万吨/年估算，将获益2.4亿元-3亿元。
- **公司换帅注入新鲜活力，股东增持及员工持股方案增添公司稳定性。**张杰先生于2016年接任公司董事长，为公司管理层注入新鲜活力。公司实际控制人孙庆炎及多名股东分别增持股份，合计金额超过8000万元，且员工增持股份拟募资超5000万元，支持公司对收购及扩建项目，助力公司业绩增长。公司重视环保技术研发，与浙江大学等机构合作研发新环保技术。

投资建议

- 公司现有项目产能继续扩大、产能利用率提升，以及供热价格上涨三因素将促带动公司2017年业绩大幅增长；公司在手现金充沛，资产负债率低，预计将持续并购；同时积极研发新技术、储备新环保业务。

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
 (8610)66216815
 subaoiliang@gjzq.com.cn

估值

- 预计公司17/18/19年将实现归属母公司净利润为4.4/5.7/6.9亿元，目前股价对应17/18/19年PE 21x/17x/14x。鉴于公司业绩持续高增长，给予“买入”评级。

风险

- 项目进展不及预期。

内容目录

| | |
|------------------------------------|----|
| “固废处理+节能环保”，打造循环经济模式..... | 5 |
| 异地复制逐步扩大产能，固废+污泥处理专注发展热电联产模式..... | 5 |
| 调整业务结构，保持利润增长..... | 7 |
| 公司换帅为管理层注入新鲜活力，高管及员工增持股份提高稳定性..... | 8 |
| 员工持股计划顺利完成，增加股价安全边际。..... | 9 |
| 积极复制品牌经营模式，拓宽异地市场..... | 9 |
| 热电联产模式奠定异地复制基础，经济效益与社会效益良好..... | 9 |
| 成熟产业基地稳步前行，带来稳定收益..... | 9 |
| 新投产子公司发展势头强劲..... | 10 |
| 异地复制再前行，新收购公司助发展..... | 11 |
| 清园生态园区回收，富阳本部形势大好..... | 11 |
| 污泥治理关注度提升，清园热电园区优势得天独厚..... | 12 |
| 改变竞争结构，蒸汽需求与价格有望回升，助力富阳本部盈利..... | 12 |
| 公司经营管理模式优秀，收购项目盈利空间大幅提升..... | 14 |
| 科技研发成果显著，行业科研竞争中占得先机..... | 15 |
| 核心技术优势明显，科技研发方面目光长远..... | 15 |
| 二噁英在线检测系统研发初步完成，已进入产业化阶段..... | 15 |
| 组建全国首个垃圾焚烧国家工程实验室..... | 15 |
| 盈利估值与预测..... | 16 |
| 风险提示..... | 16 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1：公司循环经济模式示意图..... | 5 |
| 图表 2：公司五大热电联产项目产业基地..... | 6 |
| 图表 3：公司热电联产项目收购..... | 6 |
| 图表 4：公司各热电联产项目情况..... | 6 |
| 图表 5：公司近两年营收暂时性下滑（单位：百万元）..... | 7 |
| 图表 6：公司近年净利润保持稳步增长（单位：百万元）..... | 7 |
| 图表 7：煤炭业务营收占比逐年降低，热电业务营收占比提升..... | 7 |
| 图表 8：公司热电业务毛利率相对较高（单位：%）..... | 8 |
| 图表 9：公司利润率近年逐步提升..... | 8 |
| 图表 10：公司与实际控制人之间的产权及控股关系..... | 8 |
| 图表 11：公司实际控制人增持情况..... | 8 |
| 图表 12：衢州东港营收及利润稳步提升（单位：万元）..... | 10 |
| 图表 13：常州新港营收及利润稳步提升（单位：万元）..... | 10 |
| 图表 14：2016 年非公开发行股票募集资金使用项目（单位：万元）..... | 10 |
| 图表 15：溧阳市北片区热电联产项目投资估算（单位：万元）..... | 11 |

| | |
|---|----|
| 图表 16: 2016 年溧阳项目营业收入及利润情况 (万元) | 11 |
| 图表 17: 关于污泥处理问题的相关政策..... | 12 |
| 图表 18: 清园生态两次投资污泥处理项目情况..... | 12 |
| 图表 19: 富阳区热电供应企业位置示意图..... | 13 |
| 图表 20: 被收购后清园生态园区营收及利润情况 (单位: 万元) | 14 |
| 图表 21: 三大收购项目收购后盈利能力大幅提升..... | 14 |
| 图表 22: 东港及新港项目业绩稳定后 PE 大幅下降..... | 15 |
| 图表 23: 科技研发投入情况..... | 15 |

“固废处理+节能环保”，打造循环经济模式

- 公司于 2010 年 9 月 21 日在深圳证券交易所挂牌上市，全名浙江富春江环保热电股份有限公司，简称富春环保。公司主营垃圾、污泥发电及热电联产等节能环保业务，经过多年的发展，已经拥有了富阳（本部）、衢州、常州、溧阳四大产业基地，总装机容量将达 237.5 兆瓦，供热能力达 2080 蒸吨/小时，日处理垃圾 800 吨，日处理污泥 2035 吨。公司又在 2017 年收购南通市常安能源的 92% 股份，进一步实现外扩。
- 公司的发展思路一直是“拓展循环经济，实现持续发展”，因此公司摒弃了传统的燃烧煤炭等燃料发电，而是敢于创新，采取生态科技产业园的战略，依托工业园区，建设了集废水、废渣、废气三废系统专业处理为一体的富春环保生态科技城。一方面处理工业园区产生的垃圾，另一方面通过燃烧垃圾发电，解决了工业电热需求的问题，形成了成熟的“固废处理+节能环保”的循环方式，有效节约了资源，降低了成本。

图表 1：公司循环经济模式示意图



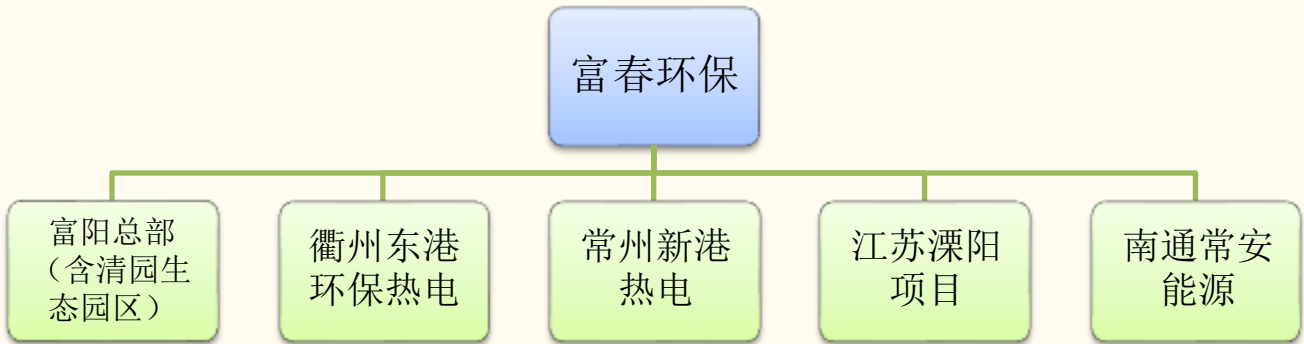
来源：公司官网、国金证券研究所

异地复制逐步扩大产能，固废+污泥处理专注发展热电联产模式

- 内生外延并举，新建+并购积极扩大产能。自公司上市以来，通过外延并购以及自建的方式积极扩大产能，其中收购衢州东港、常州新港、清园生态

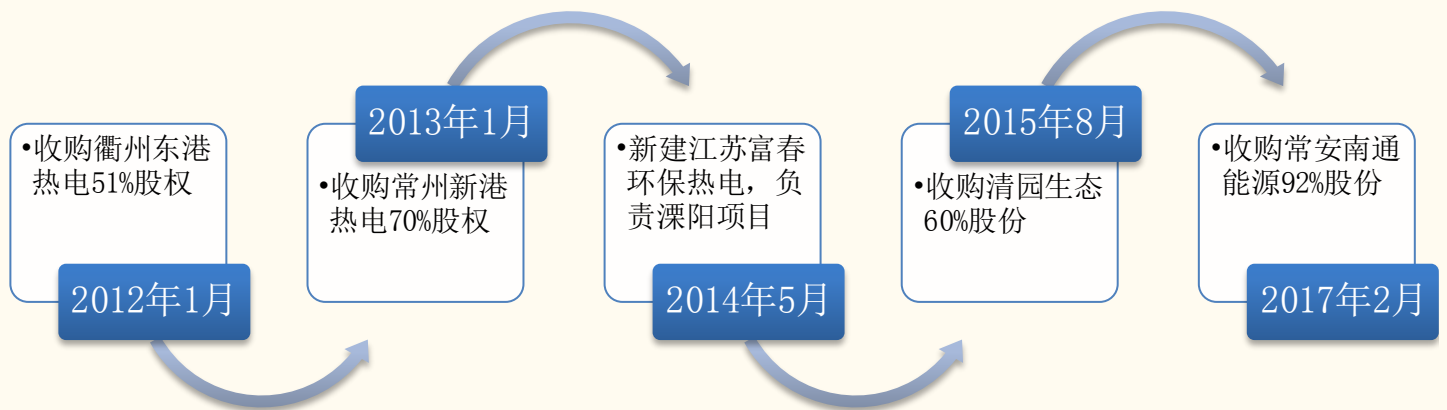
园区、常安南通四大项目，自建富阳本部及江苏溧阳项目。清园项目以污泥处理业务为主，其余五大产业基地均以固废焚烧为主，总体看来，公司逐渐剥离低毛利率业务，以热电联产模式为核心，集中发展热电业务。2016年公司拟通过非公开发行股票募资，募资资金将投入项目扩建等方面，其中衢州东港、常州新港、江苏溧阳三个项目均有扩建意向。

图表 2：公司五大热电联产项目产业基地



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 3：公司热电联产项目收购



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 4：公司各热电联产项目情况

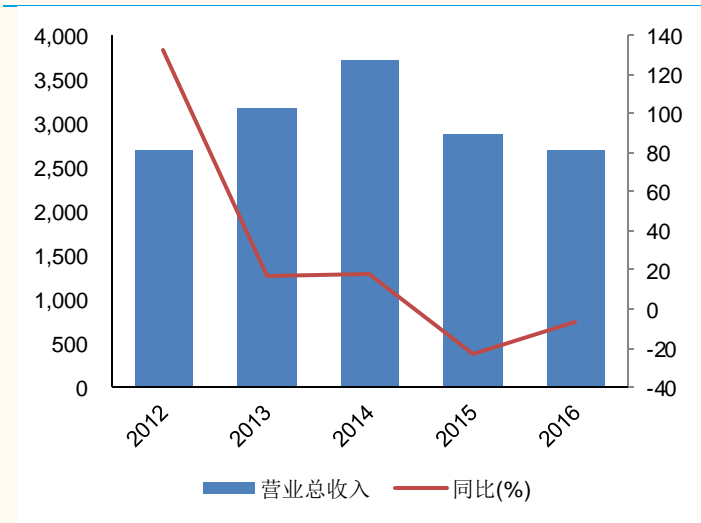
| 项目名称 | 设立方式 | 获取时间 | 持股比例 | 扩建后产能情况 | | 扩建情况 | 2015年净利润 (万元) | 2016年净利润 (万元) |
|------|------|-------|---------------------|-----------|-------------|------------|---------------|---------------|
| | | | | 装机容量 (MW) | 供热能力 (吨/小时) | | | |
| 富阳本部 | 自建 | 上市前 | 100% | 108.5 | 850 | 无扩建计划 | | |
| 衢州东港 | 收购 | 2012年 | 51% | 72 | 600 | 2017年完成扩建 | 6801 | 6900 |
| 常州新港 | 收购 | 2013年 | 70% (2017年拟收购剩余30%) | 33 | 940 | 2017年完成扩建 | 6159 | 6919 |
| 江苏溧阳 | 自建 | 2014年 | 100% | 30 | 310 | 依2017年需求而定 | -636 | 299 |
| 清园生态 | 收购 | 2015年 | 60% | 64 | 400 | 无扩建计划 | 342 | 2873 |
| 常安南通 | 收购 | 2017年 | 92% | 20 | 225 | | - | -1035 |

来源：国金证券研究所

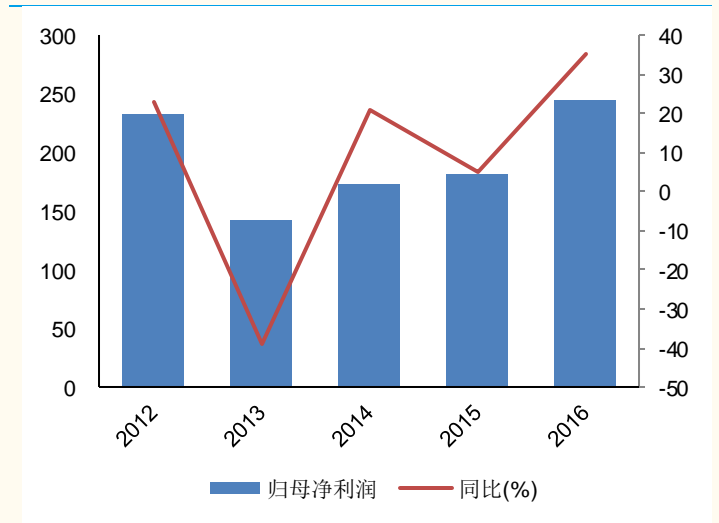
调整业务结构，保持利润增长

- **减少煤炭销售业务，提高利润率。**公司自上市到 2014 年，营收实现高增，由 2010 年的 9.10 亿元上升到 2014 年的 31.3 亿元。上升势头迅猛。近两年，由于煤炭销售业务毛利润率较低，2014、2015 年分别只有 1.73%、2.39%，远低于公司整体毛利润率，导致公司营收业绩出现下降。2016 年，公司调整业务结构，减少非环保业务占比，主要是降低煤炭销售业务占比（煤炭销售业务 2016 年营收同比下降 61.90%，主营业务占比由 37.20% 下降为 15.10%），剥离纸制品销售业务。这一举动虽然暂时使得公司营收下降，但是保持了公司整体销售利润的上升。公司经营毛利润率近三年分别为 11.02%、15.94%、20.48%，实现稳步提升。
- **大力提升热电联产业务，2017 年营收将扭亏为盈，实现近 30% 增速。**2017 年公司各大项目扩建工作相继完成，产能进一步得到释放，热电联产模式更加成熟，在热蒸汽及电力等核心业务的带动下业绩将逆转颓势，实现扭亏为盈，预计营收将达到近 35 亿元，同比增速达到近 30%。

图表 5：公司近两年营收暂时性下滑（单位：百万元）



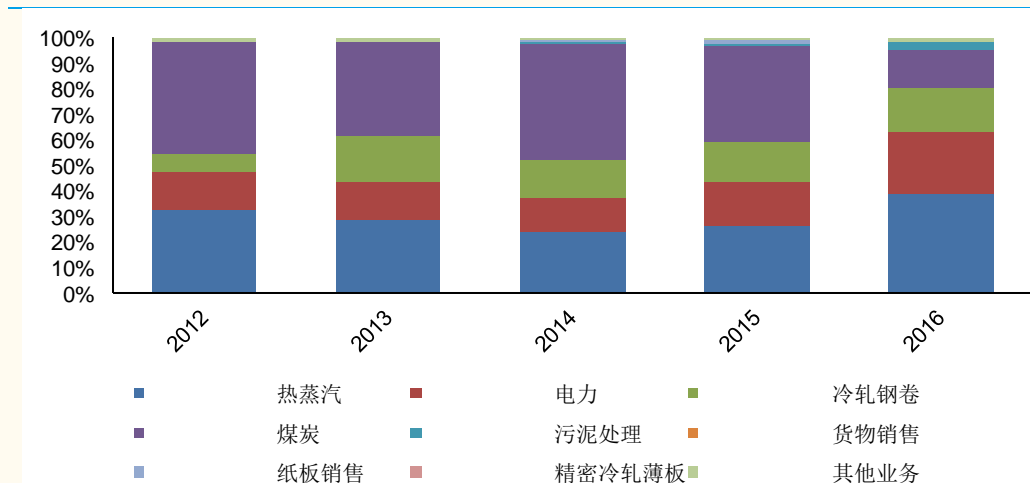
图表 6：公司近年净利润保持稳步增长（单位：百万元）



来源：公司公告、国金证券研究所

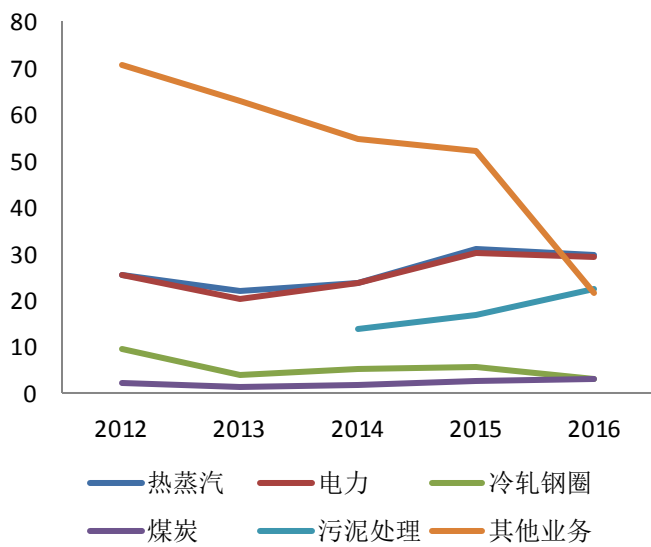
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 7：煤炭业务营收占比逐年降低，热电业务营收占比提升



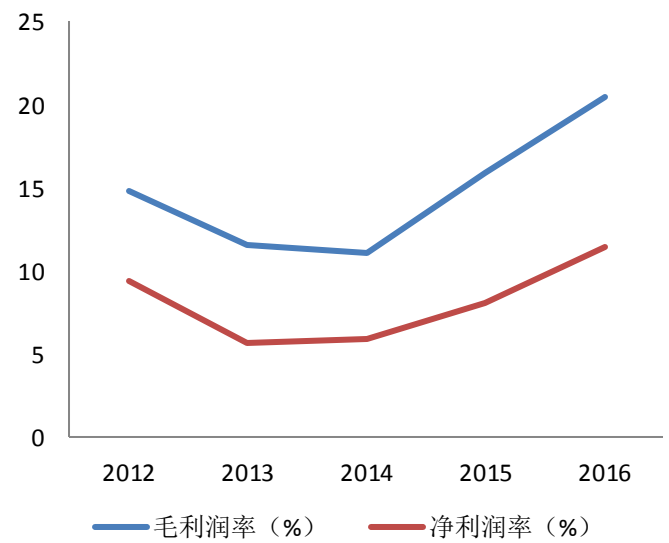
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 8：公司热电业务毛利润率相对较高（单位：%）



来源：国金证券研究所

图表 9：公司利润率近年逐步提升

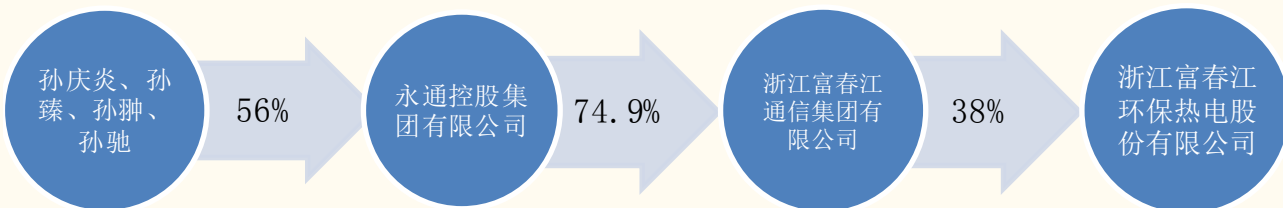


来源：国金证券研究所

公司换帅为管理层注入新鲜活力，高管及员工增持股份提高稳定性

- **公司换帅，张杰任新董事长。**2016年三月，浙江富春江环保热电股份有限公司董事会收到公司董事长吴斌先生的辞职报告，吴斌先生因工作变动原因，申请辞去董事长一职。同月，公司原副总经理张杰先生辞去副总经理一职，接任公司董事长一职。张杰先生曾赴法国留学，具有较强的商务管理能力国际商务知识。张杰先生更为年轻，为公司董事会管理层注入新鲜活力，相信可以加速公司的战略转型，有助于公司进一步发展。
- 浙江富春江环保热电股份有限公司是浙江富春江通信集团旗下控股子公司，浙江富春江通信集团拥有富春环保最大的股份，占股 38%，而富春江通信集团的实际控制人是孙庆炎家族（孙庆炎、孙翀、孙驰、孙臻）。所以孙氏家族是浙江富春江环保热电股份有限公司的实际控制人。

图表 10：公司与实际控制人之间的产权及控股关系



来源：公司年报、国金证券研究所

- **实际控制人孙庆炎四次增持股份。**自 2015 年 7 月 16 日至今，富春环保公司实际控制人孙庆炎先生四次增持股份，增值总数量达到了 397.87 万股，增值股份总市值达到了 5017.29 万元。四次增值也充分体现了主要控股东人对于公司发展的肯定以及未来前景的信心。

图表 11：公司实际控制人增持情况

| 变动截止日 | 股东名称 | 方向 | 变动数量(万股) | 参考市值(万元) | 变动后持股数(万股) | 变动后持股比(%) | 交易均价(元) |
|-----------|------|----|----------|----------|------------|-----------|---------|
| 2016/8/26 | 孙庆炎 | 增持 | 161.41 | 2000.94 | 387.87 | 0.48 | 12.40 |
| 2015/8/11 | 孙庆炎 | 增持 | 30.84 | 501.77 | 226.46 | 0.28 | 16.27 |
| 2015/7/17 | 孙庆炎 | 增持 | 75.78 | 1,023.79 | 195.62 | 0.25 | 13.51 |
| 2015/7/16 | 孙庆炎 | 增持 | 119.84 | 1,490.79 | 119.84 | 0.15 | 12.44 |

来源: wind、国金证券研究所

- **部分董事、高管计划增持股份。**2017年6月8日收到公司部分董事、高级管理人员增持股份计划的通知。增持人员预计在未来3个月中对公司股份进行增持,合计增持金额不超过3000万元,本次增持也体现出公司董事及高管对公司业绩的肯定及公司未来的充足的信心。

员工持股计划顺利完成,增加股价安全边际。

到2015年12月3日为止,公司2015员工持股计划已经通过二级市场集中竞价的方式完成了此次员工持股计划的股票购买。本次员工持股共计划购买公司股票455万股,持仓均价为11.78元/股,占公司总股本的0.57%,成交金额为5359.90万元,剩余资金留作备付资金。

积极复制品牌经营模式,拓宽异地市场

经过十余年的努力,公司已经形成了富阳、衢州、常州、溧阳四大产业基地,其中富阳是公司总部基地。衢州和常州两地的产业基地已经有几年的发展历史,较为成熟;溧阳产业基地属于新兴产业基地,有着广阔的发展前景。2017年2月,公司董事会决议收购南通常安能源92%的股份,南通常安能源将成为富春环保第五个产业基地。

热电联产模式奠定异地复制基础,经济效益与社会效益良好

近年来,我国政府越来越重视发展热电联产节能业务。2000年,由国家计委、环保总局等联合下发了指导我国热电联产发展的纲领性文件:《关于发展热电联产的规定》(计基础【2000】1268号)。2007年修订的《中华人民共和国节约能源法》,也明确鼓励发展热电联产。根据国家发改委能源局编制的《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,其中城市集中供热和工业生产用热的热电联产装机容量各自约为1亿千瓦。预计到2020年,全国总发电装机容量将达到9亿千瓦左右,热电联产将占全国发电装机容量的22%,在火电机组中的比例为37%左右。根据上述规划,2010年-2020年期间,全国每年增加热电联产机组容量900万千瓦,年增加节能能力约800万吨标准煤,我国热电联产节能业务具有广阔的发展空间。**富春环保大力发展热电联产业务,让异地复制成为可能,奠定了坚实的基础,无论从经济效益还是社会效益上,都取得了一定的成绩并且前景广阔。**

成熟产业基地稳步前行,带来稳定收益

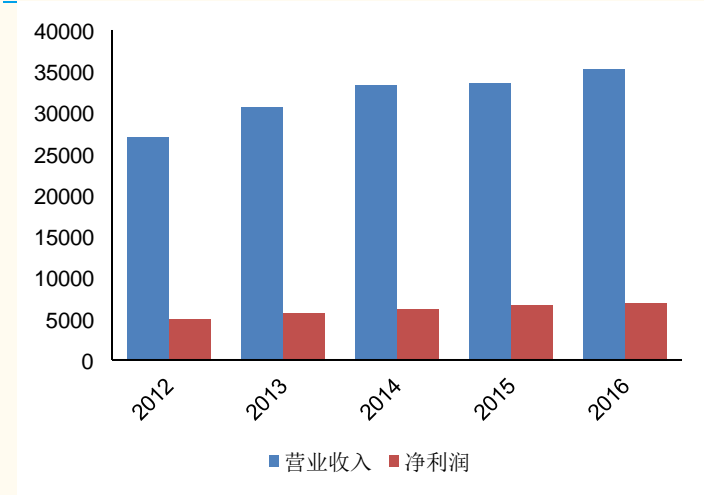
- **衢州东港:**衢州东港环保热电有限公司成立于2004年5月,该公司位于衢州经济技术开发区(国家级经济开发区)内的东港功能区,是衢州市首家公用型热电联产企业,承担发电并向东港功能区48平方公里范围内(享有30年的独家经营权)造纸、医药、食品和轻纺等工业集中供热任务。

2012年,富春环保公司收购东港热电51%股份,开辟异地节能减排循环经济产业发展新篇章。自收购以来,衢州东港热电公司营业收入以及净利润持续稳步提升。2016年公司实现营收3.52亿元,净利润6900万元,且公司拟募资进行扩建,东港热电将扩建150t/h锅炉一台,18MW汽机一台,大幅度提升装机容量以及供热产能,项目将于2017年建成,将为公司带来更大收益。

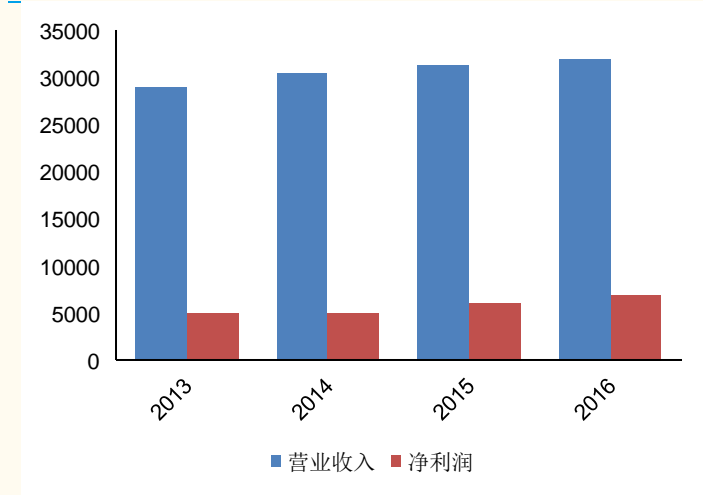
常州新港:常州市新港热电有限公司始建于2000年10月,坐落于常州市新北区江边化工园区内,占地135亩。2013年公司技改扩建将全面完成,供应蒸汽将超过300万吨,销售收入超过5个亿,利润超5000万元。

- 富春环保公司于 2013 年 1 月收购了常州新港热电 70% 股份，并通过非公开发行股票募集资金，拟于 2017 年收购剩余 30% 股份，预计到 2017 年年底将完全控股常州新港热电有限公司。公司 2016 年实现营收 3.19 亿元，净利润 6916 万元，同样将于 2017 年完成两台 220t/h 锅炉和一台 6MW 的汽机的扩建工程，释放更大产能。

图表 12：衢州东港营收及利润稳步提升（单位：万元）



图表 13：常州新港营收及利润稳步提升（单位：万元）



来源：公司公告、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

新投产子公司发展势头强劲

- 苏州富春江环保热电有限公司是 2014 年浙江富春江环保热电股份有限公司对外投资设立的子公司。母公司出资 10500 万元，占据注册资本的 70% 份额，从而控制自公司的经营活动。子公司主要经营发电电力业务，蒸汽、热水生产，热能转换副产品销售，热电技术咨询等业务。符合浙江富春江环保热电股份有限公司的热电联产发展战略。有力地实现了异地整合循环经济产业，扩大了公司规模，实现技术、资金、渠道等资源的合理配置，提升公司盈利能力。子公司于 2016 年正式投产。
- 非公开发行 A 股股票，募集资金投入建设。2016 年，公司非公开发行股票数量不超过 1.59 亿股，拟募集资金总额不超过人民币 9.2 亿元，将资金分别应用在收购新港热电 30% 股权，新港热电扩建项目，烟气治理技术改造项目，燃烧系统技术改造项目，溧阳市北片区热电联产项目等五项项目上。其中溧阳市北片区热电联产项目的开展直接由子公司苏州富春江环保热电有限公司全权负责具体实施，总投资额达到 49772.21 万元，拟建立 3 台 110t/h 高温高压循环流化床锅炉并配套 2 台 15MW 背压式发电机组及附属供热、供电设施。项目投产后后预计将实现年均销售收入 26,026.94 万元，年均净利润 5,555.45 万元，具有良好的经济效益。

图表 14：2016 年非公开发行股票募集资金使用项目（单位：万元）

| 序号 | 项目 | 投资金额 | 募集资金拟投资额 |
|----|---------------|------------|-----------|
| 1 | 收购新港热电 30% 股权 | 30,000.00 | 30,000.00 |
| 2 | 新港热电改扩建项目 | 39,561.30 | 30,000.00 |
| 3 | 烟气治理技术改造项目 | 12,161.00 | 11,000.00 |
| 4 | 燃烧系统技术改造项目 | 9,430.00 | 8,000.00 |
| 5 | 溧阳市北片区热电联产项目 | 49,772.21 | 13,000.00 |
| | 合计 | 140,924.51 | 92,000.00 |

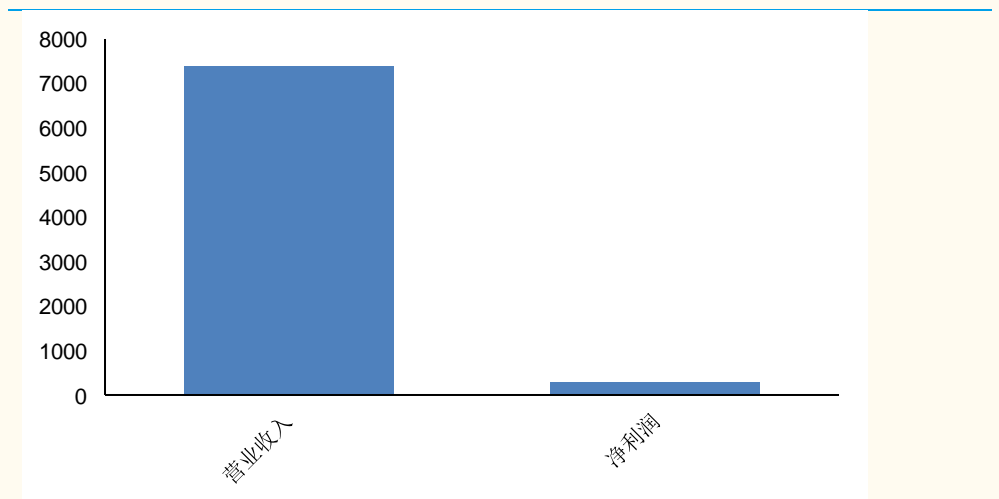
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 15: 溧阳市北片区热电联产项目投资估算 (单位: 万元)

| 序号 | 投资内容 | 投资金额 | 募集资金投资额 |
|----|--------|----------|----------|
| 1 | 热电厂工程 | 39511.60 | 9000.00 |
| 2 | 热网工程 | 8452.61 | 3000.00 |
| 3 | 电力接入系统 | 1808.00 | 1000.00 |
| | 合计 | 49772.21 | 13000.00 |

来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 16: 2016 年溧阳项目营业收入及利润情况 (万元)



来源: 公司公告、国金证券研究所

异地复制再前行, 新收购公司助发展

- 2017 年 2 月 15 日, 富春环保拟以自有资金出资人民币 16634 万元收购寰亚能源所持有的南通常安能源有限公司 92% 股权, 本次收购完成后, 公司将持有常安能源的 92% 股权, 常安能源将成为公司控股的子公司。
- 常安能源南通常安公司建设的常安纺织科技园临时供热站项目位于国家级海安经济技术开发区, 该项目总投资 1 亿元左右, 包括约 14,000 平方米工业厂房, 锅炉系统一套、脱硫系统一套、脱硝系统一套、燃料供应系统一套、配电系统一套、在线监控装置一套及配套的热网 13.216 公里(2.5Mpa 中压管线 9.556 公里, 0.98Mpa 低压管线 3.66 公里)。截至评估基准日公司的热负荷约为 50t/h(中压 38t/h; 低压 12t/h)。依据《海安县热电联产规划(2015-2020)》, 南通常安公司的临时供热站项目将升级为热电联产项目, 为海安经济技术开发区东部(包括沈海高速公路东侧的常安纺织科技园, 并涵盖大公镇、原西场镇)热用户进行集中供热。该规划指定常安纺织科技园区东片区唯一公共热源点位于姚池路与春风西路交界处, 即南通常安公司厂区所在地。
- 南通常安公司依据目前热负荷需求及结构情况, 拟规划新建的热电联产方案为: 新建 3 台 100t/h 高温高压循环流化床锅炉, 配套 2 台 B12MW 汽轮发电机组。其中, 上述首台 100t/h 高温高压循环流化床锅炉及配套的 B12MW 汽轮发电机组预计于 2018 年初建成投产, 其他扩建项目预计均于 2018 年一季末建成投产。若所有计划均顺利完成, 将帮助富春环保在循环经济模式发展和热电联产方面向前迈进一大步。

清园生态园区回收, 富阳本部形势大好

污泥治理关注度提升，清园热电园区优势得天独厚

- 污泥作为污水处理的必然产物，其处置问题是目前国内水处理领域面临的重大难题之一。如果污泥未经无害化处置而进入环境后，会给水体、土壤和大气带来二次污染，对人类活动带来严重危害。因此，国家出台一系列环境政策支持污泥处置产业发展。据统计，目前国内污泥无害化处理率仍然非常低，无害化处置设施还不到 25%。随着国家不断出台环境政策，将加速污泥处置技术的研发及推广应用，污泥处置行业将迎来爆发式增长，对一直专注于利用固废协同发电实现“变废为宝”的富春环保提供了契机。

图表 17：关于污泥处理问题的相关政策

| 日期 | 相关政策 | 内容 |
|-----------------|---|---|
| 2011 年 | 《关于进一步加强污泥处理处置工作组实施示范项目的通知》及《城镇污水处理厂污泥处理处置技术指南（试行）》 | 对污泥处理处置的技术路线与方案选择、单元技术、污泥处置方式及相关技术进行了明确规定 |
| 2013 年 1 月 23 日 | 《国务院关于印发循环经济发展战略及近期行动计划的通知（国发〔2013〕5 号）》 | 要求构建煤矸石、垃圾、污泥—发电—灰渣—建材产业链；要发挥建材、钢铁、电力等行业消纳废弃物的功能，培育协同资源化处理废弃物示范企业，消纳铬渣、污泥、生活垃圾、危险废物等。 |
| 2015 年 4 月 16 日 | 《水污染防治行动计划》（“水十条”） | 提出推进污泥处理处置，现有污泥处理处置设施应于 2017 年底前基本完成达标改造，地级及以上城市污泥无害化处理处置率应于 2020 年底前达到 90% 以上。 |

来源：公司公告、国金证券研究所

富春环保于 2015 年利用自有资金收购浙江清园生态热电有限公司 60% 的股份，成为清园生态的控股股东。清园生态主营污泥焚烧处置协同发电业务，在污泥处置领域有着一定的竞争优势，经过多年的努力，清园生态园区在污泥处理领域树立了良好的形象，是全国第一批污泥（协同焚烧）处理处置示范项目之一。因此，收购清园生态的股权预期可以为上市公司带来良好的效益。对于上市公司发展核心业务、整合行业优势资源具有深远的意义。

清园生态自 2008 年以来，曾两次投资兴建“富阳市污泥焚烧资源综合利用”项目。两次投资共达 7.05 亿元，极大提升了公司处理污泥的能力，日处理污泥（含水率 80%）能力可以达到 3900 吨。在收购清园生态前，富春环保在污泥处理方面已经取得了不俗的成绩，日处理污泥量（含水率 80%）可达 2035 吨。此次收购完成后，富春环保富阳总部污泥处理量有望翻倍，达到 6000 吨/日，成为全国最大的污泥处置企业。同时还将积极整合上下游产业，在固废处理和热电供应方面提升业绩。

图表 18：清园生态两次投资污泥处理项目情况

| 项目名称 | 投资金额 (单位：亿元) | 装机容量 (单位：兆瓦) | 日处理污泥（80%含水率） (单位：吨) | 日处理纸渣量 (单位：吨) |
|-------------------|-----------------|-----------------|-------------------------|------------------|
| 富阳市污泥焚烧资源综合利用一期工程 | 2.55 | 24 | 1500 | -- |
| 富阳市污泥焚烧资源综合利用二期工程 | 4.5 | 40 | 2400 | 600 |

来源：公司公告、国金证券研究所

改变竞争结构，蒸汽需求与价格有望回升，助力富阳本部盈利

- 三家竞争，销售环境恶劣，价格扭曲。原本富阳地区的热电供应只有三星热电公司和富春江热电环保公司两家公司提供，蒸汽价格稳定。但是后来政府批准清园生态焚烧污泥产生蒸汽与电力纳入供热管网对外供应，富阳地区的热电供应变为三家提供，竞争环境恶化。一方面，尤其竞争公司增

加，蒸汽的价格大幅度下降；另一方面由于煤价下降，蒸汽价格降低。浙江地区平均蒸汽价格在 140-150 元/吨，而富阳地区只有约 100 元/吨，出现了很大的偏离。

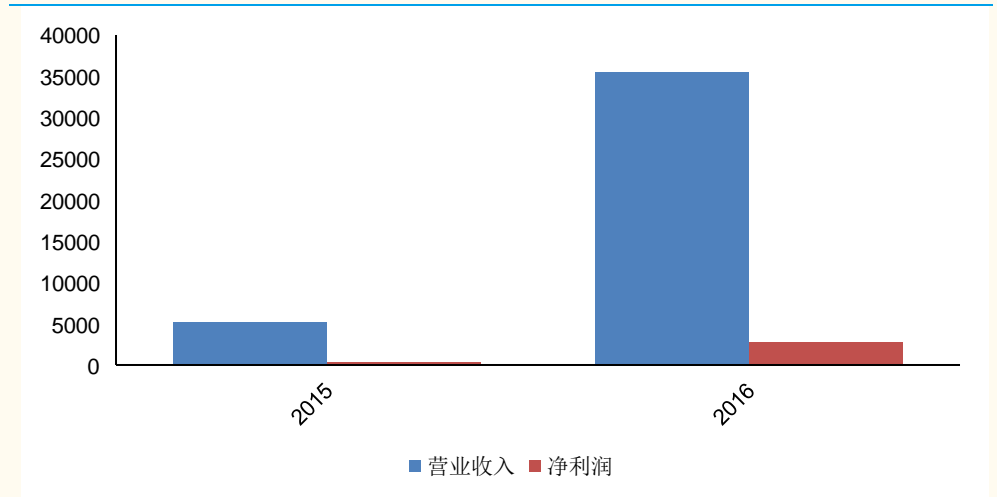
图表 19：富阳区热电供应企业位置示意图



来源：网络地图、国金证券研究所

- 收购清园生态园区，改变竞争结构。富春环保收购清园生态之后，三星热点的股权结构也发生了变化，我们可以预测，富阳地区的热电供应从原来的三足鼎立之势重新变为两家竞争，富阳基地开始全面实施新的《煤热价格联动机制》并上调了供热价格，蒸汽的价格有望回归正常。若富阳地区的蒸汽价格有望回归到浙江平均水平，则每吨蒸汽价格将上涨 40-50 元，按照富阳地区收购清园生态园区后的每年蒸汽销量 600 万吨来估算，此次收购将为富阳本部热电基地带来 2.4-3 亿元的收益。即使价格无法在短期内提升至浙江地区平均水平，也可以实现每提升 10 元/吨，带来 6000 万元的收益，将较大程度上提高富阳本部的利润。
- 价格有望回升，蒸汽销量也有抬头之势。富春环保一直实行深度一体化战略，向上延伸至煤炭资源，向下延伸至环保产品，拓展全产业链优势。由于下游造纸业，医药业的回暖，富阳本部的蒸汽销量有望提升。同时，收购清园生态园区，将吸收园区内原有蒸汽销售渠道，综合利用销售资源，提升销售量，最终实现蒸汽的销量、价格双丰收。
- 受之前扭曲价格影响，收购清园后 2015 年净利润极低，营业利润甚至为负。不过 2016 年营业收入和利润迅速提升，较 2015 年有了巨大提升，同时也使富阳总部盈利提升。我们有理由相信收购清园生态园区给富春环保带来的收益是可观的，将长期为其带来更大的收益。

图表 20：被收购后清园生态园区营收及利润情况（单位：万元）



来源：公司公告、国金证券研究所

公司经营管理模式优秀，收购项目盈利空间大幅提升

- **公司热电联产模式成效显著，收购公司盈利能力纷纷有较大提升，部分公司实现扭亏为盈。**公司自 2012 年来，先后实现了对衢州东港项目、常州新港项目、清园生态园区、江苏常安南通项目的收购，其中除南通项目收购后未建成投产外，其余三个项目在收购后均实现了盈利上的极大提升。
 - **东港热电：**根据审计数据，东港热电在被收购前 2010 年净利润亏损 242.21 万元，2011 年 1-9 月的净利润为 2155.20 万元，收购后 2012 年实现营收 2.70 亿元，净利润达到 4960 万元，实现较大突破且近年来稳定增长。
 - **新港热电：**新港热电在收购前 2011 年实现净利润 3406 万元，2012 年 1-10 月实现净利润 1811.10 万元，净利润出现了下滑趋势。收购后 2013 年实现了营收 2.90 亿元，净利润 5091.41 万元，逆转了颓势并在近年实现稳步提升。
 - **清园生态：**收购前，清园生态在 2014 年净利润出现 1512.44 万元亏损，2015 年第一季度净利润出现了 811.34 万元的亏损。收购清园生态后，理顺了富阳本部地区的产品价格，利润出现了回升，虽然 2015 年未实现较高利润，但是 2016 年实现了营收 2.53 亿元，净利润 2873.14 万元。随着市场的进一步梳理和蒸汽价格的进一步回调，公司盈利能力将进一步提高。
- **新港热电项目及东港热电项目业绩趋于稳定，盈利能力提高，PE 估值大幅下降。**公司低价收购新港热电及东港热电之后，管理进驻，技术改良，大大提升子公司项目盈利能力。依照东港热电和新港热电业绩稳定后的 2016 年净利润 6900 万元及 6919 万元计算，对应的 PE 估值分别为 7.8、5.5，相较于收购时的高 PE 值均有很大下降，体现出公司收购项目的盈利能力高，业绩提高有保障。

图表 21：三大收购项目收购后盈利能力大幅提升

| 项目 | 收购前 (万元) | 收购后 (万元) | 盈利提升情况 |
|------|-------------------|------------------|--------|
| 东港热电 | -242.21 (2010 年) | 4960 (2012 年) | 扭亏为盈 |
| 新港热电 | 3406 (2011 年) | 5091.41 (2013 年) | 增速 49% |
| 清园生态 | -1512.44 (2014 年) | 2873.14 (2016 年) | 扭亏为盈 |

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 22：东港及新港项目业绩稳定后 PE 大幅下降

| 项目 | 并购投资金额 (万元) | 股权占比 (%) | 2016 年净利润 (万元) | 收购时 PE 估值 | 业绩稳定后 PE 估值 |
|------|-------------|----------|----------------|-----------|-------------|
| 东港热电 | 27285 | 51% | 6900 | -220 | 7.8 |
| 新港热电 | 26600 | 70% | 6919 | 11.16 | 5.5 |

来源：公司公告、国金证券研究所

注：收购时 PE 分别基于东港热电 2010 年和新港热电 2011 年净利润计算

科技研发成果显著，行业科研竞争中占得先机

核心技术优势明显，科技研发方面目光长远

- 富春环保在核心技术方面拥有相对明显的优势，垃圾焚烧炉清灰技术项目被鉴定为国内先进水平。同时，公司与浙江大学合作设立省级企业环保研究院，与浙大热能工程研究所一起合作，致力于开发能源清洁利用、污染物减排、环境监测等技术。公司组建了视野广阔，结构优化的高水平研发团队，为公司的科技研发提供优质的服务。除此之外，公司还与诸多高校联合，如浙江工商大学、东南大学等，一同筹建实验室，进行相关技术的研发和利用。
- 富春环保目光长远，不断增加在科技研发方面的投入。2016 年，无论从研发人员数量和占比上还是研发金额上，都有了较大提升。2016 年，公司研发投入 5106.03 万元，主要加大了在节能环保技术方面的研发和应用上的力度，近两年公司通过技术研发共获得发明专利 28 项，实用新型专利 74 项，大大增强了公司的盈利能力。

图表 23：科技研发投入情况

| | 2016 年 | 2015 年 | 变动比例 |
|-------------|-------------|-------------|--------|
| 研发人员数量 (人) | 185 | 129 | 43.41% |
| 研发人员数量占比 | 11.58% | 8.48% | 3.10% |
| 研发投入金额 (元) | 51060346.19 | 37702464.95 | 35.43% |
| 研发投入占营业收入比例 | 1.89% | 1.31% | 0.58% |

来源：公司公告、国金证券研究所

二噁英在线检测系统研发初步完成，已进入产业化阶段

- 二噁英是氯代二苯并二噁英和氯代二苯并呋喃的统称，毒性极强，属于持久性有机污染物。在污泥焚烧的过程中会产生一定量的二噁英，扩散到空气中将对空气造成极大危害。
- 公司通过与浙江大学合作设立省级企业研究院（浙江富春江环保科技有限公司）。凭借浙江大学热能工程研究所作为国内最早研究二噁英科研单位及二噁英实验室是浙江大学“211 工程”重点学科建设的优势。环保研究院首个研发项目二噁英在线监测系统取得阶段性成果，完成实验室样机组装和测试，完成现场测试阶段。该项目已经进入产业化阶段，即将推向市场。我国在十二五及十三五期间，连续发布多种环保政策，如《环保法》、《大气十条》、《环保十三五规划》等，充分说明国家将大力关注企业尤其是工业园区对于环境保护的效果。研发和利用二噁英在线检测系统将使公司在环保业务同行业竞争中占得先机，使环保成为公司的一种支柱，一张王牌。

组建全国首个垃圾焚烧国家工程实验室

- 据公司官网发布公告称，由浙江大学牵头建设，以浙江富春江环保热电股份有限公司、光大环保（中国）有限公司、杭州锦江集团有限公司、中国电力建设集团有限公司等行业龙头企业为共建单位建立的国家在垃圾和危险废物焚烧领域唯一布局的工程实验室“垃圾焚烧技术与装备国家工程实验室”在浙江大学揭牌成立。

- 实验室主要建设任务是针对我国生活垃圾和危险废物焚烧处理稳定性不高、二次污染突出、能量利用效率偏低等问题，建设垃圾焚烧技术与装备应用研究平台，支撑开展先进高效固体废物热处置、热能高效利用、高效烟气净化、二噁英解毒和重金属稳定化、飞灰和炉渣安全处置等技术、工艺、装备的研发和工程化。
- 富春环保将为实验室的科研项目提供基础服务，积极配合科技创新研发。本次合作是继二噁英在线检测系统研发之后富春环保与浙江富春江环保科技研究院的又一次成功合作。如果能够成功研发出新型产品或者技术解决垃圾处理等环境问题，将为富春环保的节能环保事业注入重要的力量。

盈利估值与预测

- 公司正确调整业务结构，大幅提高热电联产业务，产能逐渐释放，同时降低煤炭销售业务比重，促进公司毛利润率增长。我们预计 2017 年公司实现营收 34.95 亿元，同比增长 29.49%。实现归母净利润 4.4 亿元，同比增长 81.4%
- 热电联产模式已成熟，各子公司异地复制成功，东港、新港业绩稳定增长且 2017 年扩建完成业绩将进一步提升，清园生态扭亏为盈，2017 年预计业绩较 2016 年实现更大提升。预计公司本部/东港热电/新港热电/清园生态/江苏热电分别实现净利润 2.0/0.4/0.7/0.4/0.2 亿元左右净利润。
- 公司立足于固废处理热电联产，积极实行异地复制，内生外延并举，使得利润持续快速增长。预计公司 17/18/19 年将实现归属母公司净利润为 4.4/5.7/6.9 亿元，对应 2017~2019 年 EPS 分别为 0.56/0.72/0.87 元，目前股价对应 17/18/19 年 PE 21x/17x/14x。鉴于公司业绩持续高增长，给予“买入”评级。

风险提示

- 项目进展不及预期
- 异地复制市场可能存在不稳定风险