

# 富春环保

## 一、基本情况及生意特性

### 1、公司基本情况

基本情况	
公司业务范围	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。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。 <b>2017年2月</b> ，公司董事会决议收购南通常安能源 <b>92%</b> 的股份，南通常安能源将成为富春环保第五个产业基地。
业务结构	
上下游及销售模式	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，
实际控制人	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 <b>38%</b> ，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。

### 2、基本生意特征：万元

	2017 一季	2016	2015	2014	2013	2012
主营业务收入	79321.40	269926.0	287683.00	373007.00	232825.00	270612.00
净利润	8097.70	24492.80	18139.21	17276.12	14297.75	23376.90
营收增长率	20.01	-6.1724	-22.87	17.75	17.06	132.17
扣非净利润增幅	83.67	35.03	5.00	20.83	-38.84	22.86
主营业务利润率	<b>19.6712</b>	<b>20.1921</b>	<b>15.6748</b>	10.837	11.3346	14.706
三项费用率	6.56	8.07	6.34	4.06	5.17	3.89
销售费用率	0.19	0.26	0.31	0.16	0.12	0.12
管理费用率	4.68	5.60	4.21	2.84	3.60	3.52
财务费用率	1.70	2.21	1.82	1.06	1.46	0.26
营业成本	635,178,08 6.78	2,146,50 9,849.74	2,418,398 ,979.31	3,319,042 ,413.41	2,803,063 ,502.92	2,304,987 ,497.33
主营业务成本率%	<b>80.0765</b>	<b>79.522</b>	<b>84.0646</b>	88.9807	88.4874	85.1768
资产负债率	42.661	37.670	37.16	35.24	35.77	25.48
应收账款占收入%	<b>55.56</b>	<b>11.96</b>	<b>11.31</b>	<b>9.48</b>	<b>11.84</b>	<b>8.34</b>
固定资产占总资产比重		45.432	40.68	38.49	39.45	40.09
净资产收益率	2.94	8.58	6.64	7.91	7.01	11.61
净利润率	<b>12.40</b>	<b>11.42</b>	<b>8.10</b>	5.86	5.71	9.38

总周转率	0.15	0.53	0.65	1.01	0.98	1.09
财务杠杆	1.92	1.80	1.83	1.75	1.76	1.42
总资产增长率	7.6954	3.2528	30.6479	6.5804	25.1854	35.9913
经营性现金/净利润	<b>-0.0664</b>	1.8298	0.970	1.8373	3.136	0.7635

浙江富春江环保热电股份有限公司（富春环保）前身成立于 2003 年 12 月，2010 年 9 月 21 日在深交所上市。公司位于浙江省杭州市富阳区，主营业务是工业园区热电联产（节能环保），并协同处置固废（污泥、垃圾），即以污泥、垃圾、煤炭等为原料给工业园区提供热电联产，公司“固废处置+节能环保”的模式一方面以热定电，以销售蒸汽为主，再按照效益最大化的原则进行电力生产，具有更高的热效率，另一方面协同处置工业园区的污泥和垃圾，既节能又环保，这种循环经济模式是公司的核心竞争力。

从上表中可以得出公司是典型的重资产类型，低利润率且低周转率，是属于最差的公司类型，投资看点是：未来能不能提高资产的周转率或提高利润率。

从 2015 年开始，企业的主营业务利润率和净利润率明显上升，从上表所统计的数据来看是由于主营业务成本下降。这种主营业务下降是阶段性的还是趋势性的？是什么原因造成主营业务成本下降呢？要看从年报中查找。**从看表中得到的答案：2015 年度公司主营业务分析如下：1.营业收入：本期公司实现营业收入 287,683.35 万元，较上年同期减少了 85,323.51 万元，下降了 22.87%，主要系子公司新能源煤炭贸易额减少 61,081.98 万元所致；2.营业成本：本期营业成本 241,839.90 万元，较上年同期减少了 90,064.34 万元，下降了 27.14%，主要系子公司新能源煤炭贸易额下降，导致营业收入及相应成本减少；**

	2015 年		2014 年		同比增减
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	
营业收入合计	2,876,833,464.94	100%	3,730,068,539.57	100%	-22.87%
分行业					
资源综合利用机组	407,379,833.27	14.16%	429,186,478.99	11.51%	-5.08%
热电联产机组	879,586,828.43	30.58%	991,523,981.46	26.58%	-11.29%
黑色金属冶炼及压延加工业	454,543,087.10	15.80%	563,239,613.31	15.10%	-19.30%
纸制品销售	36,123,847.75	1.25%	25,845,437.28	0.69%	39.77%
贸易（煤炭）	1,070,063,179.92	37.20%	1,685,840,079.36	45.20%	-36.53%
其他	29,136,688.47	1.01%	34,432,949.17	0.92%	-15.38%
分产品					
清洁电能	496,490,162.27	17.26%	494,994,918.11	13.27%	0.30%
清洁热能	748,227,971.42	26.01%	893,989,966.51	23.97%	-16.30%
煤炭销售	1,070,063,179.92	37.20%	1,685,840,079.36	45.20%	-36.53%
冷轧钢卷	454,543,087.10	15.80%	563,239,613.31	15.10%	-19.30%
纸制品	36,123,847.75	1.25%	25,845,437.28	0.69%	39.77%
固废处置费	42,248,528.01	1.47%	31,725,575.83	0.85%	20.40%
其他	29,136,688.47	1.01%	34,432,949.17	0.92%	-15.38%

上表来自于公司 2015 年年报

从表中数据可以看出公司煤炭贸易占营业收入的比重明显减少，从 2014 年占营业收入的 45.2% 减少到 2015 年的 37.2%，减少了 7%，同比减少幅度达 36%。

单位：元

	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
<b>分行业</b>						
资源综合利用机组	407,379,833.27	290,671,830.93	28.65%	-5.08%	-14.88%	8.22%
热电联产机组	879,586,828.43	607,781,042.82	30.90%	-11.29%	-18.69%	6.29%
黑色金属冶炼及压延加工业	454,543,087.10	428,691,097.34	5.69%	-19.30%	-19.66%	0.42%
贸易（贸易）	1,070,063,179.92	1,044,497,247.24	2.39%	-36.53%	-36.95%	0.66%
<b>分产品</b>						
清洁电能	496,490,162.27	347,474,264.17	30.01%	0.30%	-8.10%	6.40%
清洁热能	748,227,971.42	515,889,094.37	31.05%	-16.30%	-24.52%	7.50%
煤炭销售	1,070,063,179.92	1,044,497,247.24	2.39%	-36.53%	-36.95%	0.66%
冷轧钢卷	454,543,087.10	428,691,097.34	5.69%	-19.30%	-19.66%	0.42%

上表来自于公司 2015 年年报

从上表中的数据可以看出贸易（煤炭）的毛利率是最低的。毛利率最低的贸易（煤炭）所占营业收入减少，所以公司总体的主营业务利润率有所上升。

公司处于“全国白板纸基地”，下属子公司东港热电、新港热电、江苏热电分别地处“中国特种纸基地”、常州市新北工业园区（国家级高新技术开发区）和江苏中关村科技产业园。

2016 年度 1-12 月公司主营业务分析如下：

（1）营业收入：本期公司实现营业收入 269,926.38 万元，较上年同期减少 17,756.97 万元，下降 6.17%，主要系公司优化产业结构，减少非环保业务比重所致；

（2）营业成本：本期公司营业成本 214,650.98 万元，较上年同期减少 27,188.91 万元，下降 11.24%，主要系公司优化产业结构，减少非环保业务比重所致；

单位：元

	2016 年		2015 年		同比增减
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	

营业收入合计	2,699,263,759.50	100%	2,876,833,464.94	100%	-6.17%
分行业					
资源综合利用机组	459,566,613.37	17.03%	407,379,833.27	14.16%	12.81%
热电联产机组	1,313,899,740.89	48.68%	879,586,828.43	30.57%	49.38%
黑色金属冶炼及压延加工业	465,146,080.21	17.23%	454,543,087.10	15.80%	2.33%
纸制品销售	7,564,567.58	0.28%	36,123,847.75	1.26%	-79.06%
贸易（煤炭）	407,709,314.91	15.10%	1,070,063,179.92	37.20%	-61.90%
其他	45,377,442.54	1.68%	29,136,688.47	1.01%	55.74%

2016 年公司的贸易（煤炭）占营业收入比重继续减少，由占 37.2%减少到占 15.1%，减少了 22.1%，同比减少幅度为 61.9%。从 2015 年开始公司的贸易（煤炭）就开始大幅度减少。从占比 45.2%，经过两年减少到 15.1%。这就是公司的主营业务利润率从 2014 年的 10.83%增加到 2016 年的 20.19%，净利润率从 2014 年的 5.86%增加到 2016 年的 12.40%的原因。

高毛利率的资源综合利用机组：2014 年营业收入 0.317 亿占比不到 1%增加到 2016 年的 4.59 亿占营业收入的 17.03%。增加。

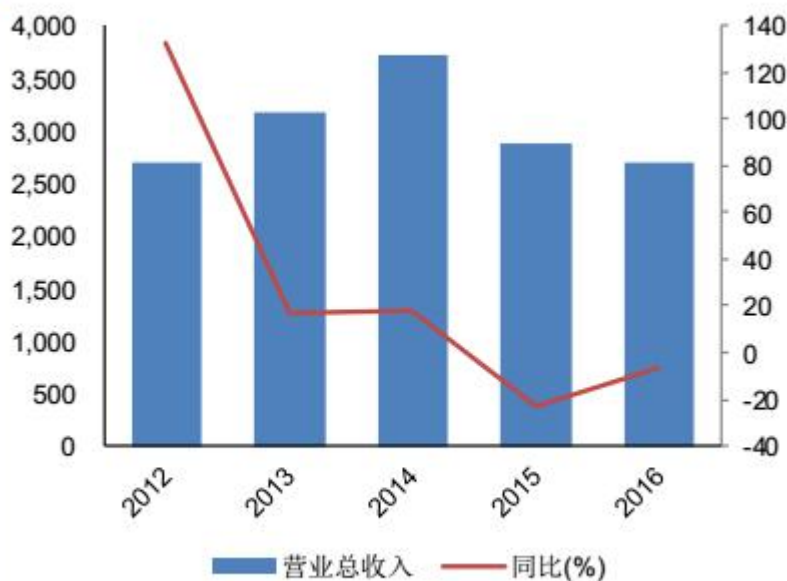
热电联产机组：2014 年 13.88 亿，2015 年 8.79 亿，2016 年 13.13 亿，稳定。相对应毛利润约是：3.27 亿、2.71 亿、4.07 亿，增加。

### 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%。

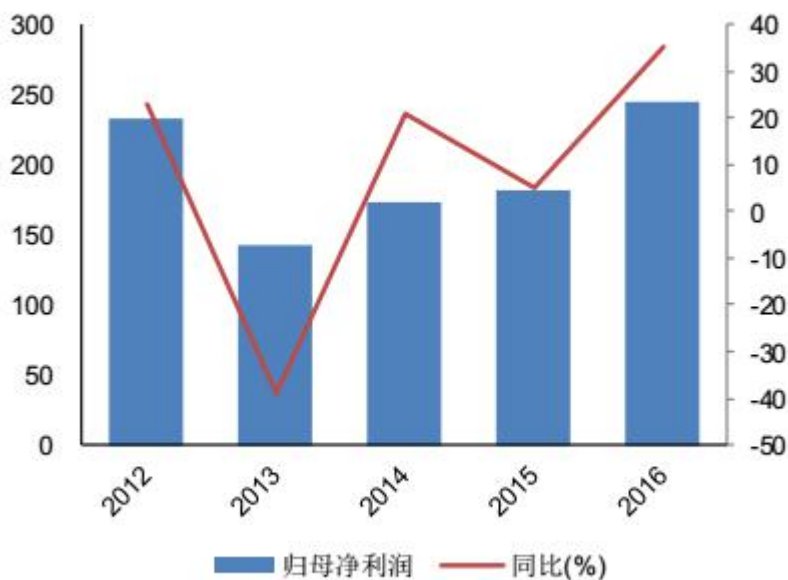
图表 5：公司近两年营收暂时性下滑（单位：百万元）



来源：公司公告、国金证券研究所

减少煤炭销售业务，导致营业收入减少。

图表 6：公司近年净利润保持稳步增长（单位：百万元）



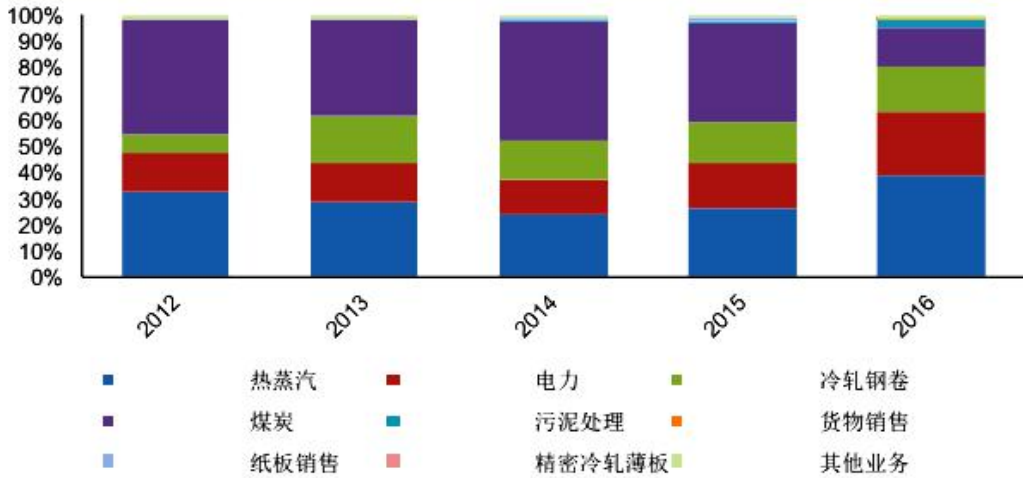
来源：公司公告、国金证券研究所

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。

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

煤炭业务占比逐渐减少。

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。

公司一季度业绩增长 83.7%，2017 年上半年有望继续保持高增长公司 2017 年一季度实现营收 7.93 亿元，同比增加 20.01%，归母净利润 8098 万元，同比增加 83.67%。主要系公司在富阳地区完善了原有《煤热价格联动机制》并上调供热价格，公司所处园区下游造纸、化工等行业回暖热需求增长，及异地新建项目产能释放所致。受益于公司热电板块盈利增强，剥离煤炭等业务优化产业结构，公司一季度公司综合毛利率 19.9%，净利率 10.2% 创近五年来新高。公司预告 2017 上半年归母净利润 1.97-2.21 亿元，同比增长 60%-80%，有望继续保持高增长

## 2、竞争格局和优势

### （1）、利基市场，主业牢固、独具垄断优势

公司处于“全国白板纸基地”，下属子公司东港热电、新港热电、江苏热电分别地处“中国特种纸基地”、常州市新北工业园区（国家级高新技术开发区）和江苏中关村科技产业园。一个工业园区一般情况下只有一间热电和固废处理公司，公司的经营业务范围通常都有特许经营权。

公司进入行业较早，通过早期的扩张发展与积累形成了一定的垄断优势，目前日处理污泥（含水率 80%）达 6000 吨，是国内大型的环保公用型污泥、垃圾协同处置及节能环保企业，固废处置规模全国领先。近年来，公司积累了丰富的行业经验与稳定的客户关系。管理层及决策层拥有丰富的技术经验与产业投资经验，资源整合能力强，风险控制体系严密，为异地复制“固废处置+节能环保”模式积聚先发优势。

### （2）、技术创新、具有超前优势

公司核心技术优势较为明显，垃圾焚烧炉清灰技术项目被鉴定为国内先进水平。公司与浙江大学合作设立省级企业环保研究院，依托院士为首的教授博士团队和浙大热能工程研究所这个国家重点学科、国家重点实验室、国家博士后流动站，致力于研究、开发能源清洁利用、污染物减排、环境监测等技术，通过组建具有国际视野、面向全球、结构优化的高水平

研发队伍，为环保节能产业发展提供技术支撑，为行业和企业提供全方位的技术、设计、装备、建设等系列服务。

公司还与多家高校合作设立技术研发中心，进行工艺、技术、项目的研发，其中在生产中对二噁英的防治、二氧化硫、氮氧化物的去除等方面以及垃圾发电、污泥干化等领域处于国内先进水平。公司与浙江工商大学、东南大学共同筹建“造纸污泥焚烧发电利用”浙江省工程实验室，打造造纸污泥处理处置以及焚烧发电利用技术和装备的集成研发平台，推动污泥处置和综合利用产业化进程。

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

	已申请	已获得	截至报告期末累计获得
发明专利	34	21	28
实用新型	56	45	74
外观设计	0	0	0
本年度核心技术团队或关键技术人员变动情况	无		
是否属于科技部认定高新企业	是		

### 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。

据介绍，富春环保利用独特的污泥处理工艺，打造了污泥干化、焚烧、综合利用全产业链，实现了规模化和可复制化。公司日处理污泥(含水率 80%)6700 吨，其中公司本部日处理污泥(含水率 80%)2800 吨，清园生态日处理污泥(含水率 80%)3900 吨，清园生态项目还是全国污泥处置示范项目。经过多年的运营，公司污泥焚烧处置项目取得显著的环保和社会效益。通过利用先进的工艺对污泥进行干化、焚烧处理，解决了富阳各污水处理厂的污泥出路问题，同时公司还承担起杭州市市政污泥的处置重任，解决了“五水共治”、“三废处理”的核心问题，以实际行动响应“五水共治”。

据了解，污泥经过减量化、稳定化、无害化焚烧处置后，不仅可以发电、供汽，灰渣还可作为新型砖块原材料，解决了以往污泥处置方式存在的占用大量土地资源和二次污染等突出问题，真正实现了变废为宝，达到了节能减排和发展循环经济的效果。

公司方面表示，未来将继续秉承“拓展循环经济，实现可持续发展”的经营理念，搭建并深度开发以固废处置为核心的环境治理综合平台。

### (3)、管理科学、能够提质增效

公司狠抓制度创新建设，对公司及其下属子公司制度进行新建、优化、梳理等工作，提高制度的科学性与灵活性，增强员工的积极性与能动性，优化组织结构与流程，提高内控制

#### 公司经营管理模式优秀，收购项目盈利空间大幅提升

在资金充沛且成本低的基础上，可实现低 PE 收购热电资产的必要条件则是收购标的的管理层折价，而对应用到富春则是管理溢价。从公司历史收购的新港、东港项目可以看到，在富春收购完成后，通过管理进驻、技术改良，收购项目净利率水平均有所提升，并在 2-3 年达到更高的稳定盈利水平。而江苏溧阳、清园生态两项目则在收购当年盈利水平都极低甚至不盈利，富春收购完成后，项目实现了利润的高速增长以及盈利能力提升。正是因为富春环保的管理层加持可以提升收购项目的盈利能力，富春环保才能够实现低 PE 估值的项目收购，而这也是其他单纯拥有资金优势的企业所不具备的。

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。

**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

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。

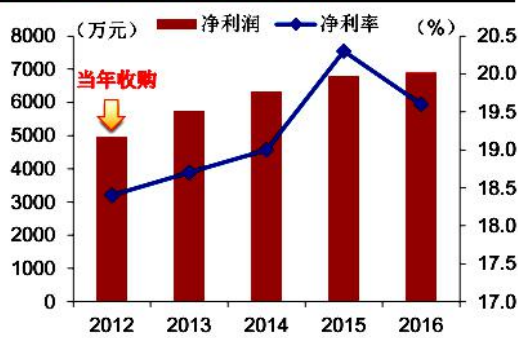
新港热电：新港热电在收购前 2011 年实现净利润 3406 万元，2012 年 1-10 月实现净利润 1811.10 万元，净利润出现了下滑趋势。收购后 2013 年实现了营收 2.90 亿元，净利润 5091.41 万元，逆转了颓势并在近年实现稳步提升。

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5：富春环保东港热电历史盈利情况**



资料来源：公司公告，招商证券

**图6：富春环保新港热电历史盈利情况**



资料来源：公司公告，招商证券

图7：富春环保江苏热电历史盈利情况



资料来源：公司公告，招商证券

图8：富春环保清园生态历史盈利情况



资料来源：公司公告，招商证券

### 3、成长驱动和态势

#### (1) 市场及供需端

**富阳本部：蒸汽量价齐升和升级改造，存量项目盈利能力显著增强。**

**蒸汽需求增长和提价**

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。（富阳地区原先蒸汽均价约为 100 元/吨，浙江地区平均为 150 元/吨，公司衢州、常州、溧阳项目分别为 180、190、205 元/吨）

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。本部污泥处置市场仍有较大空间。

通过此次收购，公司日处理污泥（含水率 80%）能力扩大一倍达到 6000 吨。仅考虑本地工业、生活污水产生量就超过 10000 吨/日，公司现有处理能力仍不能满足富阳本地对于工业和生活污泥处置的需求。未来随着公司加大与清园生态合作协同以及焚烧系统改造升级，固废处置能力有望进一步提升。

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。2017 年一季度公司营业收入同比增长 20.01%，净利润同比增长 83.67%，便是

例证。

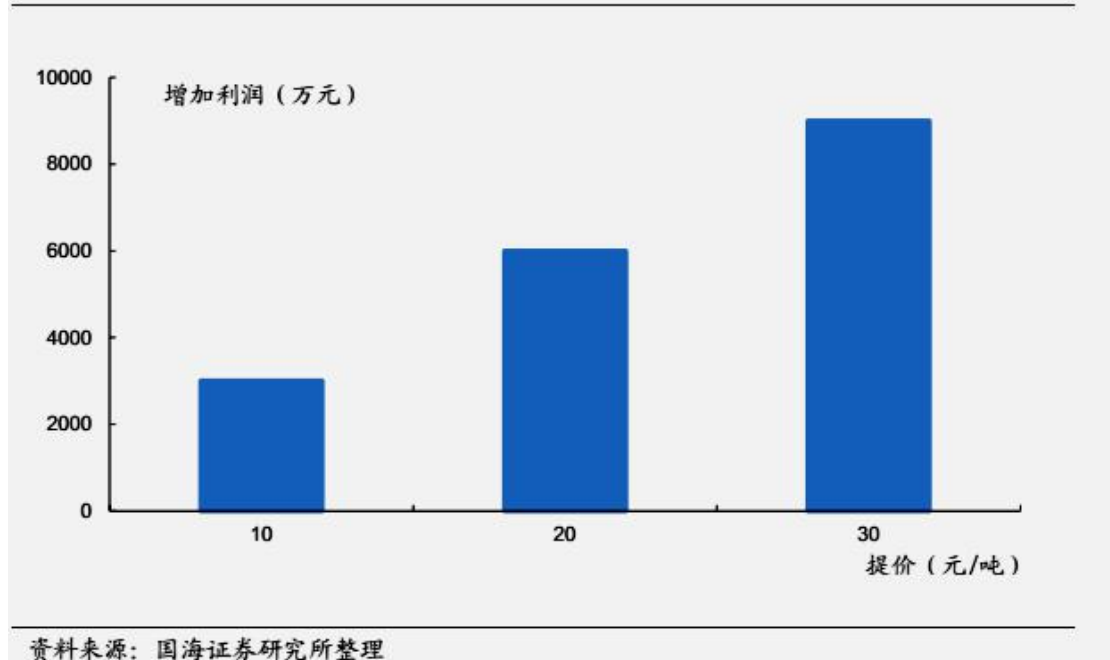
受之前扭曲价格影响，收购清园后 2015 年净利润极低，营业利润甚至为负。不过 2016 年营业收入和利润迅速提升，较 2015 年有了巨大提升，同时也使富阳总部盈利提升。我们有理由相信收购清园生态园区给富春环保带来的收益是可观的，将长期为其带来更大的收益。

**图表 11：蒸汽价格上升对营收的提升预测**

项目	单位	数值				
富阳本部供热量	万吨/年	600				
蒸汽价格上调	元/吨	10	20	30	40	50
营收增加	万元/年	6000	12000	18000	24000	30000

来源：公司公告，中泰证券研究所

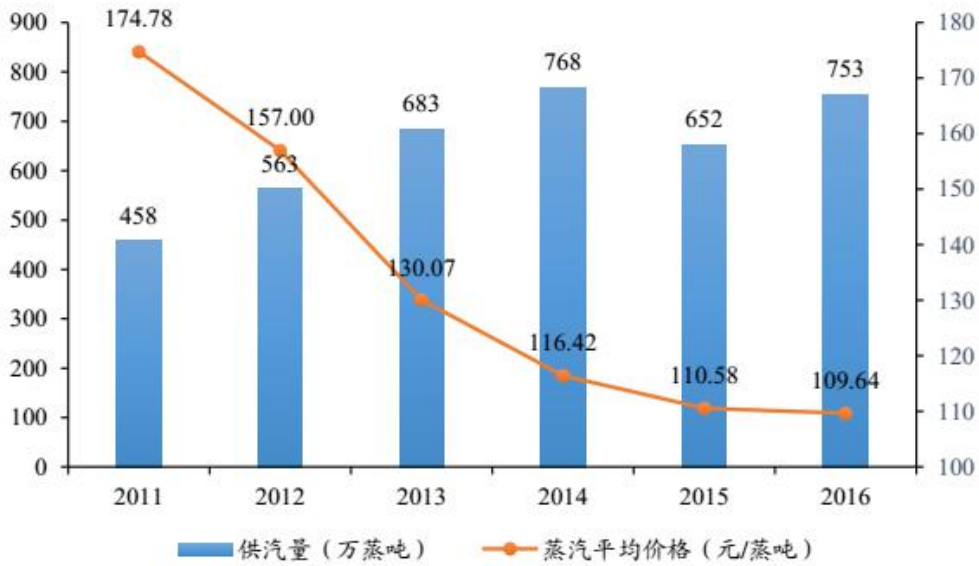
**图 17：提价增加公司利润情况（万元）**



资料来源：国海证券研究所整理

富阳本部蒸汽价格上调带来业绩弹性。公司收购清园生态后，供热格局发生改变，富阳蒸汽价格有望回到合理水平。由于富阳本部和清园生态蒸汽销量在 600 万吨/年，若蒸汽价格上调 10 元，有望增加公司营收 6000 万元，净利润 3000 万元之间。由于富阳本地与浙江省平均蒸汽价格相差 40-50 元/吨，所以有一定的提价空间。若提价 20-30 元/吨，将会为公司增厚利润 6000-9000 万元。假设本部提价至浙江平均水平，预计全年额外带来 2.75~3 亿元收入。

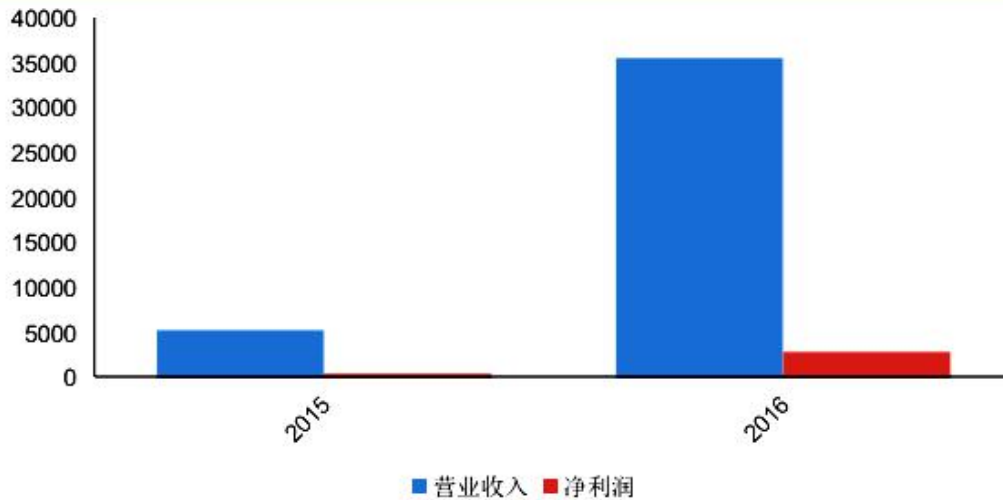
图 5、2016 年供气量上升明显



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

富阳本部供汽量与价格。

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

### 升级改造：

烟气治理技术改造项目，公司拟引进先进的燃烧、脱硫、除尘等工艺技术和设备，对富阳本部现有全部 1#至 9#的 9 台锅炉尾气净化系统进行技术升级改造，以此降低污染物排放，一次性达到超低排放标准限值要求。本项目不直接产生经济效益。该项目通过对锅炉尾气净化系统进行技术升级改造，污染物排放得到有效的降低，达到超低排放标准，具有良好的环境效益，有利于公司环保业务的可持续发展，为公司继续保持环保行业领先地位，获得政府大力支持奠定了基础。

燃烧系统技术改造项目，当前固废处理能力无法满足日益增长的市场需求，本次燃烧系统技术改造项目，拟引进国内领先水平的预处理系统以及锅炉本体、给料系统、

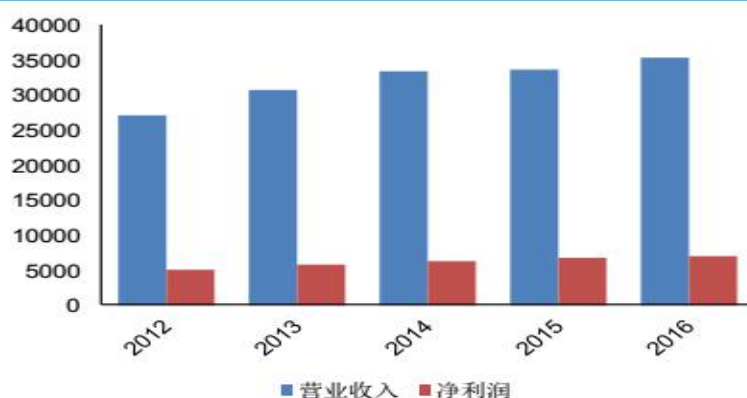


冷渣系统和输渣系统，对富阳本部 1#和 3#炉进行升级改造。项目建成后，可以最大程度发挥该锅炉燃烧处置设计能力，提高入炉垃圾品质，实现锅炉连续稳定运行。同时，还有利于减少飞灰生产量和原始污染物排放，具有较好的节能减排效果。公司富阳本部 1#炉自 2005 年投运以来，运行已超过十年，部分部件已基本达到设备更换周期。3#炉于 2005 年投运，2008 年改为污泥炉，运行至今为公司发展做出了较大贡献，但随着时间推移，3#炉锅炉部分部件也已基本达到设备更换周期。目前，两个锅炉本体及其配套系统检修维护需求较多，停炉检修将影响锅炉的正常运行。因此，必须对 1#炉和 3#炉进行燃烧系统技术改造，以有效提高设备的稳定性和连续性。富阳本部与子公司浙江清园生态热电有限公司的污泥处理能力合计约 6000 吨/日，仅能勉强满足富阳当地造纸企业的处理需求，相对大杭州地区仍有较大的处理缺口。本次对 1#炉和 3#炉燃烧系统进行改造后，将最大程度发挥其固体废弃物焚烧处理设计能力，缓解固体废弃物日益增长带来的处理压力，提高设备运行的经济性和可靠性，满足市场的需求。

项目实施后，每年能增加销售收入约 1,800 万元，实现利税 270 万元，并节约用煤量（折合标准煤）一万吨以上，至少为公司节约经营成本 1,171.50 万元，从而增加相应的经营利润。该项目具有良好的环境效益和经济效益

**东港热电：**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（2011 年被列入国家级经济开发区）内的东港功能区，园区内企业包括旺旺集团、梅林正广和食品等，公司下游客户包括造纸、医药、食品等企业，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。公司 2012 年出资 2.7 亿元收购衢州东港热电 51% 股权，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。东港热电，二期扩建项目全部完成后，供热能力可达 450t/h。东港项目近年来保持较好增长趋势，未来稳定的增长趋势有望持续。

图表 12：衢州东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

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。

东港二期扩建项目	110,000,000.00	310,915.12	78,304,986.27			78,615,901.39	71.47%	95.00				其他
----------	----------------	------------	---------------	--	--	---------------	--------	-------	--	--	--	----

### 新港热电

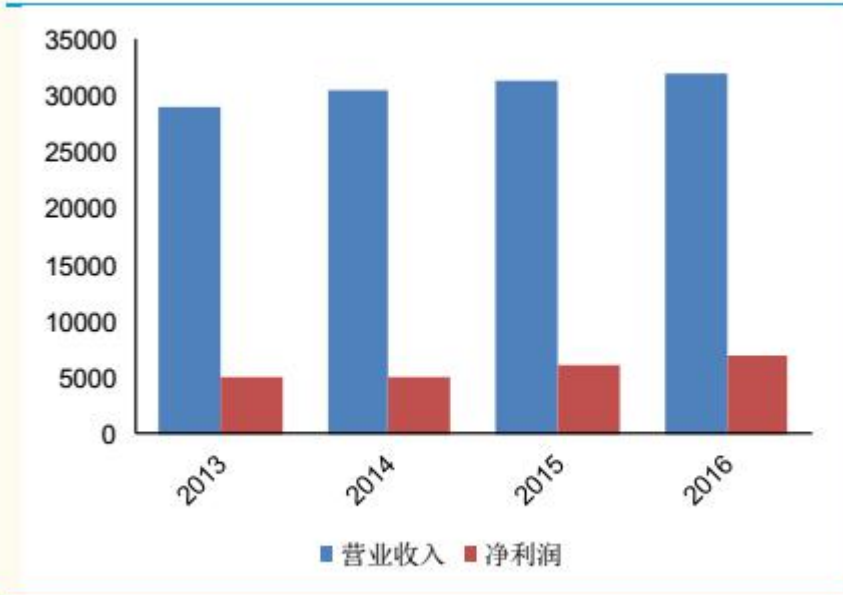
新港热电所在的常州市新北工业园区，为国家级高新技术开发区。常州新港园区处于国家级高新技术园区新北工业园，园区已规划“12345”产业发展目标，即通过培育 10 家以上五十亿元企业和 20 家以上上市企业，引进 30 个左右总投资超十亿元的大型重点项目，形成装备制造、新能源、新材料、现代服务业 4 个千亿级产业集群和 5 千亿元的工业总产值。新港热电作为新北区公共热电联产热源点之一，对常州市新北区的开发与发展起着重要的作用。随着地区招商引资不断深入、新落户园区的企业陆续竣工投产，以及部分企业计划拆除自备热电机组改为由公共热源点集中供热(锅炉改造)，预计热负荷需求将大幅提高。新港热电具备较好的发展空间和市场前景。与此同时，新港热电现有机组长期满负荷运行，已无法满足新增需求，且在维修时，对现有客户供热的稳定性有一定的影响。因此迫切需要扩建新机组和锅炉，以满足园区企业不断增长的热负荷需求。

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。本次收购少数股东持有的新港热电 30%股权，有利于新港热电更好地依托上市公司平台，抓住园区新增热负荷需求的契机，扩大业务规模，充分发挥协同效应。特别是当新港热电改扩建项目顺利实施后，将进一步提升公司盈利水平，增厚公司业绩。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。

新港热电拟扩建的产能，采用 2 台高效环保高温超高压循环流化床锅炉和 1 台 B6MW 高背压式供热机组，与原有的高温超高压 1 炉 2 机形成总规模 3 炉 3 机的集中供热产能，提高了能源利用效率，项目完成后，机组基本在设计工况运行，热效率很高，预计全年可节约标准煤 2.96 万吨，具有很好的节能效果。新上机组还采用了先进的燃烧、脱硫、脱硝、除尘及在线监测系统，投产后可达到国家和地方超低排放标准，大大减少了燃煤用量，降低了空气中烟尘、二氧化硫、氮氧化物排放，有利于保护当地生态环境。

本项目预计投产后年均销售收入 21,031.86 万元，年均净利润 5,281.97 万元，具有良好的经济效益。（来自公司公告）

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

## 江苏溧阳

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，是全资子公司。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。

近年来，溧阳市经济开发区全方位快速发展，已形成一定的规模，集聚效应日益突出。开发区内原有企业对于热负荷的需求快速增加，与此同时，新落户企业陆续竣工投产，这对园区供热系统、供热量提出了更高的要求。根据《溧阳市热电联产规划（2014-2020 年）》，溧阳市北片区热电联产项目作为溧阳市北片区供热的唯一热源，拟建设 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。该项目的顺利实施，可以有效满足溧阳市经济开发区等北片区企业用户对热负荷需求增长以及蒸汽品质的要求，提高热源的稳定性和可靠性，为经济开发区长期发展提供较好的支持

溧阳项目是公司投资建设项目，项目计划投资 4.98 亿元，拟建设 3 台 110t/h 燃煤锅炉和 2 台 15MW 背压式汽轮发电机组。截至 2016 年底，工程进度 99%，预计 2017 年年底前投产。溧阳项目所在的江苏中关村科技产业园被明确为省级高新技术开发区，并将优先申报国家级高新区，园区内高新技术企业众多，2017 年溧阳项目将成为公司新的业绩增长点。

本项目投产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。（来自公司公告）

## (2) 重要在建工程项目本期变动情况

单位：元

项目名称	预算数	期初余额	本期增加金额	本期转入固定资产金额	本期其他减少金额	期末余额	工程累计投入占预算比例	工程进度	利息资本化累计金额	其中：本期利息资本化金额	本期利息资本化率	资金来源
溧阳市北片区热电联	386,570,000.00	289,559,636.74	20,622,634.59	306,528,558.74		3,653,712.59	79.83%	99.00				其他

来自公司 2016 年年报

### 南通常安能源有限公司

公司本次收购常安能源 92% 股权，符合公司“拓展循环经济，实现持续发展”，推广复制“固废处置+节能环保”循环经济模式的战略，同时能够满足南通市海安县常安现代纺织科技园不断增长的热负荷需求，通过合理利用清洁能源，实现节能减排、绿色发展的目标。本次收购有利于公司进一步做大主营业务，提升公司的价值，有利于标的公司更好地依托上市公司平台，抓住园区热负荷需求增长的契机，扩大业务规模，充分发挥协同效应。

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。

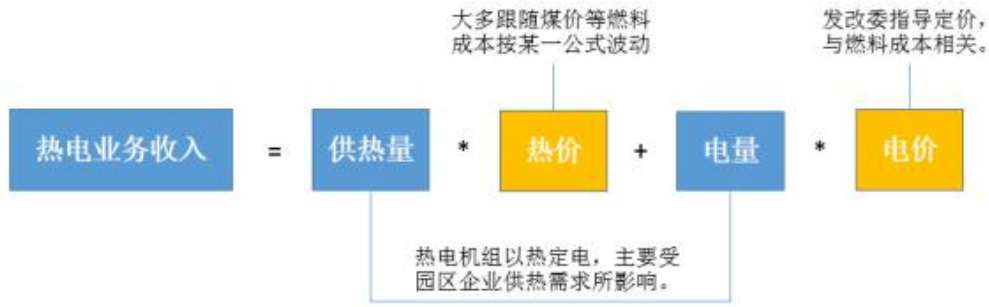
常安能源南通常安公司建设的常安纺织科技园临时供热站项目位于国家级海安经济技术开发区，该项目总投资 1 亿元左右，包括约 14,000 平方米工业厂房，锅炉系统一套、脱硫系统一套、脱硝系统一套、燃料供应系统一套、配电系统一套、在线监控装置一套及配套的热网 13.216 公里(2.5Mpa 中压管线 9.556 公里，0.98Mpa 低压管线 3.66 公里)。截至评估基准日公司的热负荷约为 50t/h(中压 38t/h；低压 12t/h)。依据《海安县热电联产规划(2015-2020)》，南通常安公司的临时供热站项目将升级为热电联产项目，为海安经济技术开发区东部(包括沈海高速公路东侧的常安纺织科技园，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。

### 2) 成本费用端

热电业务收入=供热量\*热价+电量\*电价。又由于发电机组以热定电，因而供热量与电量相关联，主要受园区企业供热需求所影响。而热价则大多跟随煤价等燃料成本按某一公式波动，以富阳本部为例：根据《富阳市供热价格管理办法》煤价每增减 10 元/吨，供热蒸汽价格相应增减 2.1 元/蒸吨(由富阳市发展和改革局制定)；电价受发改委指导定价，与燃料成本相关。

图8：热电联产盈利模式示意图



数据来源：债券评级报告，广发证券发展研究中心

成本来自于燃料成本、设备折旧和财务成本等。考虑到燃料成本又与热价、电价关联，设备折旧、财务成本相对固定，因而热电业务盈利主要由供热需求所影响。

图9：过去几年煤炭价格大幅下跌（元/吨）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图10：煤价下跌，公司蒸汽、电力价格呈下降趋势



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

### 三、主要风险

#### 1、原材料价格波动风险

近年来，我国煤炭需求与国民经济增长特别是工业增长存在较强的正相关性，基本随国民经济发展趋势同向波动，受国民经济周期性波动的影响较大，公司面临原材料煤炭行业周期性波动的风险。如果主要原材料价格波动幅度较大且持续下跌，会导致公司库存原煤出现较大的跌价损失，若持续上涨则将增加公司生产成本，而公司上网电价及蒸汽价格的市场调整机制相对滞后。因此煤炭价格若出现大幅波动，将会影响公司的盈利能力。

#### 2、环保治理风险

由于公司的行业特殊性，其生产过程中不可避免的存在粉尘、烟气、废水和噪音等影响。随着供给侧改革工作的深化与推进，国家、浙江省及杭州市都下达了淘汰落后产能的任务、实施了更为严格的环保法规和标准，以及《环保装备制造行业（大气治理）规范条件》的实施，国家和地方政府将制定和实施更为严格的环保法规和标准，公司在环保方面的投入也将会增加。

#### 3、下游客户需求不足

2017年一季度的业绩增长，主要得益于下游造纸、化工企业的行业回暖。近一年来造纸、化工行业有明显回暖迹象，但这种趋势能否持续，这存在一定的不确定性。如果下游客户需求不足，则会影响到公司的业绩。

### 四、其他重要问题



**非公开发行获受理，外延并购或提速：**3月2日，公司发布非公开发行修订稿，拟募集资金9.2亿元，其中3亿元用于收购新港热电30%股份、3亿元用于新港热电改扩建项目、1.3亿元用于溧阳市北片区热电联产项目、1.9亿元用于技术改造。4月13日，公司非公开发行获得证监会受理，公司收购新港热电或将提速。目前，公司所并购项目盈利情况良好，东港热电和新港热电近三年营业收入和净利润稳步增长，2016年东港热电实现净利润6900万元，新港热电净利润6916万元。完成收购后，新港热电将成为公司全资子公司，进行改扩建后，预计年均可增加利润5282万元，公司业绩将进一步提升环保机组享受多重补贴和税收优惠。特别的，公司“固废处置+热电联产”模式下，充分受益于下述政策优惠：自2015年7月1日起，垃圾处理、污泥处理处置劳务享受增值税即征即退政策，退税比例为70%；垃圾焚烧、污泥处置资源综合利用机组可享受0.65元/kwh的发电电价及0.01元/kwh脱硫电价补贴，还有相应的处置费用。

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人对于公司发展的肯定以及未来前景的信心。

**增持股份公告大概内容：**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。

**执行情况：**公司于2017年7月18日接到公司董事长兼董事会秘书张杰先生、董事兼总经理张忠梅先生和董事吴斌先生增持公司股份的通知：

张杰先生已于当天通过二级市场集中竞价交易的方式增持459,700股，成交金额4,992,054元；

张忠梅先生已于当天通过二级市场集中竞价交易的方式增持450,700股，成交金额4,997,819元；

吴斌先生已于当天通过二级市场集中竞价交易的方式增持452,500股，成交金额5,009,270元。**三人合计增持公司股份1,362,900股，合计增持金额为14,999,143元。**现将有关情况公告如下：

#### 一、本次增持情况

姓名	本次增持前		增持时间	增持股数(股)	增持均价(元/股)	成交金额(元)	本次增持后	
	持股数量(股)	占公司总股本比例					持股数量(股)	占公司总股本比例
张杰	1,284,499	0.1613%	2017年7月18日	459,700	10.8594	4,992,054	1,744,199	0.2190%
张忠梅	1,492,324	0.1874%	2017年7月18日	450,700	11.0890	4,997,819	1,943,024	0.2440%
吴斌	3,610,341	0.4534%	2017年7月18日	452,500	11.0702	5,009,270	4,062,841	0.5102%

**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。

五、初步价值评估



## 1、投资的逻辑支点

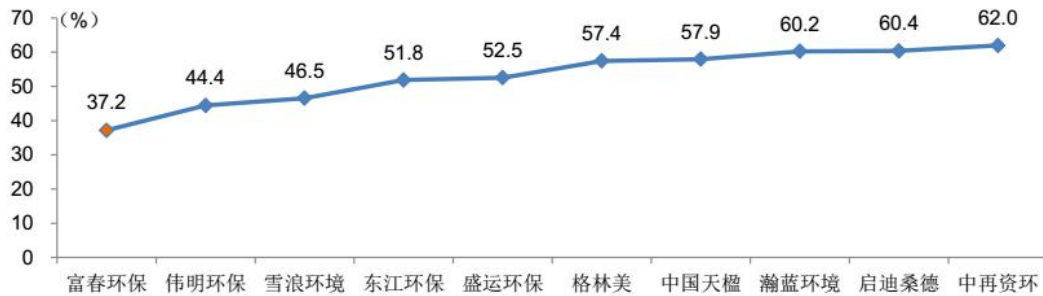
(1) **长期(3---5年)**：根据上述规划，2010年-2020年期间，全国每年增加热电联产机组容量900万千瓦，年增加节能能力约800万吨标准煤，我国热电联产节能业务具有广阔的发展空间。富春环保的热电业务现金回流极好，2013-2016年每年经营性现金流净额均高于净利润，且在手货币资金充裕，截至2016年末，公司仍有在手货币资金7.1亿元。截至2016年末，富春环保资产负债率仅为37%，远低于其他固废处理类企业50%以上的资产负债率水平，因此，从资产负债率角度来看，富春环保负债还有较大提升空间。

图3：2011-2016年富春环保经营性现金流净额及货币资金情况



资料来源：WIND，招商证券

图2：富春环保及其他固废处理类公司资产负债率比较（按2015年年报数据）



资料来源：WIND，招商证券

热电业务良好的现金流状况、以及公司极低的负债率水平，是公司凭借自有资金快速收购扩张的资金基础。而在充沛现金流的基础上，富春环保还拥有较低的资金成本。

(2) **中期(2---3年)**：自有的产能扩建和并购能为公司带来一定的利润增长，公司次扩建和收购来的项目，经过改选后都能带来新的利润。所以这方面的确定性是比较高。

(3) **短期(1年)**：公司本部（之前因为蒸汽售价过低导致亏损）以及包括清园生态热电的下游客户主要是造纸和化工行业，目前有回暖迹象。从目前的化工股和纸业股的表现可以证明这点。造纸和化工行业回暖会带来需求增加。2017年1月，公司开始实施新的《煤热价格联动机制》，并上调了供热价格。下游需求持续复苏加上供热价格上调，公司存量项目的盈利能力得到了显著增强。考虑到煤价上升预期富阳本部（含清园生态）蒸汽价格17年提升20-30元/吨左右，新港改扩建项目17年中期投产，溧阳项目随着下游园区企业

数量的增长逐步开始盈利，东港在建的一机一炉 17 年上半年投产， 预计 17 年归母净利润约为 4.7 亿元。(最乐观估计)

受益于煤炭贸易等业务收缩和热电业务毛利率提升，公司整体毛利率、净利率触底提升， 其中 15 年年报净利润率提升至 6.3%，特别的， 2016 年 Q3 毛利率提升至 21.8%、净利润率提升到 9.7%。

图16：公司分业务毛利率情况



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

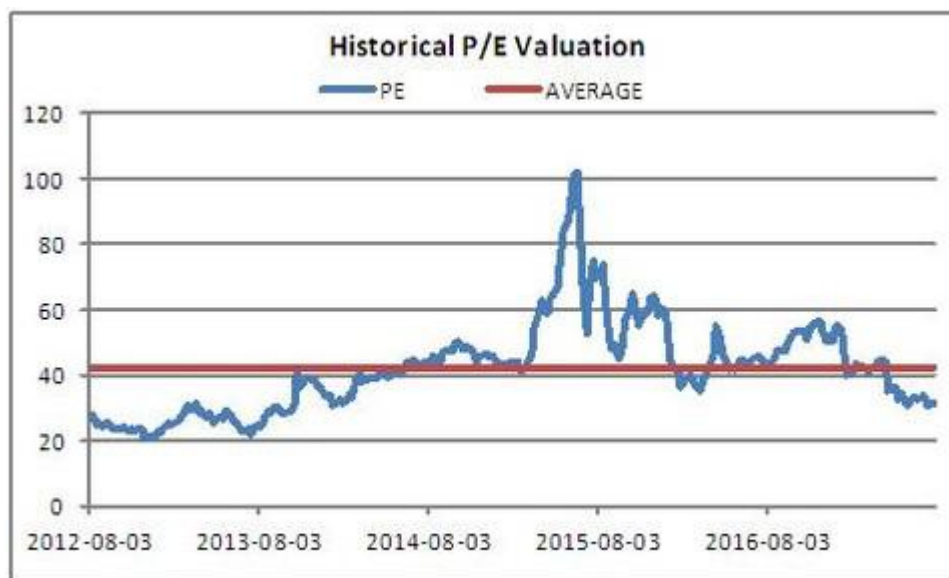
## 2、高价值符合度评估

评估项目	
市场空间和商业价值	市场空间比较广，处于价值创造的中期，后期还有扩大的市场空间
扩张的边际成本，轻资产	否，属于典型的重资产类型，固定资产占比高。价值扩张需要大量投入资本。
高客户黏度	客户黏性高，有区域垄断性
弱周期性	否，成本受上游煤炭价格影响，销售受下游的造纸和化工行业影响。
强竞争优势	自主研发的污泥处理技术和有区域垄断性。
管理层和治理	从年报中公司管理层的薪酬过低，2016 年董事长才 31 万。作为上市公司的董事长年薪才 31 万，而且是在江浙发达地区，这是明显不符合常理的现象。值得警惕。
R 特征	产能利用率提高，从而带动总资产周转率提高，进而使 ROE 提升。
N 特征	很长
g 特征	总资产增长可望保持较快
总结	不属于典型的高价值企业，因为重资产类型，但从企业的经营来看能容易产生现金流。客户黏性高，有区域垄断优势和一定技术优势。目前以 2016 年的业绩进行估值为 PE35 倍，算比较高，从 2017 年的业绩（动态）来看为 PE27 倍，不算高但也不便宜。耐心等待估值进一步下降到 PE20 倍以下买入并长期持有会带来高收益。

## 3、估值评估

评估项目	个体内容	基本评估
------	------	------

溢价和折价定性分析	处于价值创造的什么阶段	价值创造中期阶段，优势比较明显，还有较大的市场空间。
	生意特征是否符合 DCF 三要素	否，重资产，资本性支出高、现金的留存能力差。
	盈利的确定性	高，具有区域垄断优势，保证了有一定的盈利能力。但成本端波动较大。
溢价折价定性	不属于溢价品种	
市场参照体系	参照国外同行业成熟企业，大市值公司主营业务是固废处理、危废处理或污水处理	



Source: Wind, Phillip Securities(HK)Research

PE 参照