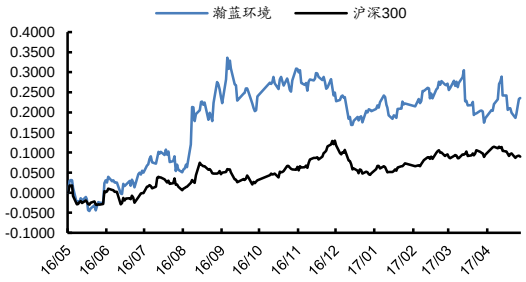
研究所
证券分析师： 谭倩 S0350512090002
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
联系人 ： 赵越 S0350116090018
0755-23936132 zhaoy01@ghzq.com.cn

固废再获异地突破，一季度为全年业绩增长提供良好基础

——瀚蓝环境（600323）事件点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
瀚蓝环境	4.2	1.1	23.6
沪深 300	-0.5	1.5	9.0

市场数据	2017-04-28
当前价格（元）	14.75
52 周价格区间（元）	11.27 - 16.28
总市值（百万）	11302.39
流通市值（百万）	9273.47
总股本（万股）	76626.40
流通股（万股）	62871.00
日均成交额（百万）	96.10
近一月换手（%）	35.04

相关报告

《瀚蓝环境（600323）动态研究：低估值的环境服务公司，固废提供业绩新增长点》——2017-03-21

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

事件：

公司发布 2017 年一季报，营业收入 9.45 亿元，同比增长 14.57%；归母净利润 1.32 亿元，同比增长 23.95%；扣非后归母净利润同比增长 16.49%。同时拟以约 8.5 亿元和 5.26 亿元分别投资南海垃圾焚烧发电厂开展提标扩能工程项目和开平市固废综合处理中心一期一阶段 PPP 项目。

投资要点：

- **业绩增长稳健，应收账款有所增加。**一季度公司营业收入同比增长 14.57%，归母净利润同比增长 23.95%，主要是到期偿还借款减少，财务费用同比降低 29.6%；同时绿电公司收到贴息、创冠晋江收到飞灰转运补贴收入，营业外收入同比增幅 123.76%。扣非后归母净利润同比增长 16.49%，保持稳健。受部分新投产项目电力许可证尚在办理之中，导致电费收入和可再生能源补贴回款延后等因素影响，应收账款同比增长 42.2%。从历史数据看，二、三季度因垃圾产生与用电需求增加，较一季度有较为明显的增长，往往对全年业绩的贡献明显，而一季度通常贡献较低；因此我们认为，2017 年一季度的利润增幅达到 23.95%，将为全年业绩增长打下良好基础。

- **固废处理产业园项目异地复制再获成功，相关业务逐渐扩大为业绩支撑。**公司较早涉足固废处理领域的布局，示范项目南海固废处理环保产业园项目每年为公司贡献稳定的收入及利润增长，目前日处理规模 3000 吨，达到满负荷运行。近日，公司拟投资合计 8.5 亿元，用于原有项目的烟气处理系统技改，并开展日处理规模 1500 吨的三期项目投资，南海固废处理环保产业园的日处理规模将扩大至 4500 吨/日，处于国内领先。同时，在粤西开平地区，公司亦中标开平市固废综合处理中心一期一阶段 PPP 项目，继顺德项目后，再次成功实现固废处理产业园的异地复制。项目投资金额估算 5.26 亿元，包含一座日处理量 1500 吨的垃圾焚烧发电厂（含二期 900 吨/日的处理规模）、75 万立方米垃圾填埋场、200 立方米/日的渗滤液处理中心，垃圾处理费单价 85 元/吨，根据合同约定的建设工期，一期预计可在 2018 年 10 月份投产。截至目前，公司在手固废处理项目总产能已达到 21350 吨/日，能够提供充足的项目储备和业绩增长支撑。此外，公司还有危废处理前期项目产能共 31.8 万吨，有望进一步提

升公司核心竞争力。

- **剩余燃气股权资产有望注入。**目前公司拥有南海城投所持燃气发展70%的股权，南海城投承诺将在2017年12月24日前将剩余30%的燃气发展股权继续注入上市公司，我们认为今年执行承诺的可能性较大，执行后对公司的业绩贡献将超过5000万，具有积极影响。

- **维持公司“增持”评级：**我们看好公司水务与燃气提供稳定现金流、固废危废提供业绩增长点的盈利模式，预计2017-2019年EPS分别为0.80、1.13、1.70元，对应当前股价PE为18.38、13.09、8.70，维持“增持”评级。

- **风险提示：**固废处理行业竞争加剧风险；项目推进进度不达预期风险；应收账款风险；负债增长风险；资产注入和股权收购进程不确定风险。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	3690	4330	5541	7649
增长率(%)	10%	17%	28%	38%
净利润（百万元）	509	615	864	1300
增长率(%)	26%	21%	40%	51%
摊薄每股收益（元）	0.66	0.80	1.13	1.70
ROE(%)	9.18%	9.91%	12.10%	15.22%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1：瀚蓝环境盈利预测表

证券代码:	600323.SH		股价:	14.75	投资评级:	增持		日期:	2017-04-28
财务指标	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**	**每股指标与估值**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
盈利能力					**每股指标**				
ROE	9%	10%	12%	15%	EPS	0.66	0.80	1.13	1.70
毛利率	32%	34%	35%	36%	BVPS	6.30	7.09	8.21	9.90
期间费率	16%	14%	12%	11%	**估值**				
销售净利率	14%	14%	16%	17%	P/E	22.22	18.38	13.09	8.70
成长能力					P/B	2.34	2.08	1.80	1.49
收入增长率	10%	17%	28%	38%	P/S	3.06	2.61	2.04	1.48
利润增长率	26%	21%	40%	51%					
营运能力					**利润表（百万元）**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
总资产周转率	0.28	0.30	0.36	0.43	**营业收入**	**3690**	**4330**	**5541**	**7649**
应收账款周转率	11.56	9.98	8.78	7.84	营业成本	2495	2877	3625	4915
存货周转率	11.19	11.19	11.19	11.19	营业税金及附加	38	35	44	61
偿债能力					销售费用	71	74	83	99
资产负债率	58%	56%	54%	52%	管理费用	265	311	398	549
流动比	0.59	0.94	1.18	1.34	财务费用	207	176	167	158
速动比	0.52	0.86	1.09	1.24	其他费用/（-收入）	(5)	(1)	(1)	(1)
					营业利润	**609**	**857**	**1223**	**1865**
资产负债表（百万元）	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**	营业外净收支	139	48	48	48
现金及现金等价物	1169	2346	3294	4291	**利润总额**	**749**	**905**	**1271**	**1913**
应收款项	319	434	631	976	所得税费用	192	233	327	492
存货净额	223	260	328	445	**净利润**	556	672	944	1421
其他流动资产	94	109	138	188	少数股东损益	48	57	81	122
流动资产合计	**1805**	**3144**	**4385**	**5895**	**归属于母公司净利润**	**509**	**615**	**864**	**1300**
固定资产	3425	3303	3188	3079					
在建工程	1256	1256	1256	1256	**现金流量表（百万元）**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
无形资产及其他	6027	5724	5905	6571	**经营活动现金流**	**1179**	**1190**	**1520**	**2109**
长期股权投资	161	181	201	221	净利润	556	672	944	1421
资产总计	**13273**	**14207**	**15534**	**17620**	少数股东权益	48	57	81	122
短期借款	0	55	55	55	折旧摊销	554	412	394	396
应付款项	1032	1204	1517	2058	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	249	292	373	515	营运资金变动	21	(383)	(688)	(1195)
其他流动负债	1783	1783	1783	1783	**投资活动现金流**	**(656)**	**101**	**95**	**89**
流动负债合计	**3064**	**3334**	**3729**	**4412**	资本支出	10	121	115	109
长期借款及应付债券	3226	3226	3226	3226	长期投资	(141)	(20)	(20)	(20)
其他长期负债	1444	1444	1444	1444	其他	(525)	0	0	0
长期负债合计	**4669**	**4669**	**4669**	**4669**	**筹资活动现金流**	**654**	**51**	**(5)**	**(8)**
负债合计	**7733**	**8004**	**8398**	**9081**	债务融资	(97)	55	0	0
股本	766	766	766	766	权益融资	5	0	0	0
股东权益	5540	6203	7136	8539	其它	746	(4)	(5)	(8)
负债和股东权益总计	**13273**	**14207**	**15534**	**17620**	**现金净增加额**	**1177**	**1343**	**1610**	**2191**

资料来源：公司数据、国海证券研究所

【环保组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。
赵越，工程硕士，厦门大学经济学学士，3 年多元化央企战略研究与分析经验，2016 年进入国海证券，从事环保行业及上市公司研究。
任春阳，华东师范大学经济学硕士，1 年证券行业经验，2016 年进入国海证券，从事环保行业上市公司研究。

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数;
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数;
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间;
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间;
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己

的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。