

2019年11月01日

公司研究

评级：增持（维持）

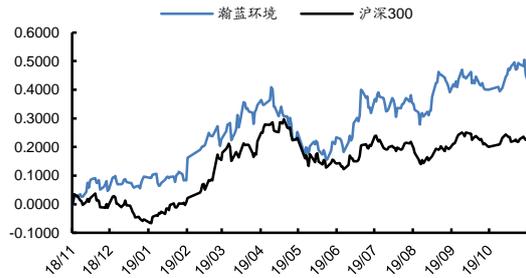
研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
证券分析师：赵越 S0350518110003
zhaoy01@ghzq.com.cn

业绩稳健、资金充裕，“大固废”阔步

——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	2.7	6.2	46.7
沪深300	1.9	2.2	22.3

市场数据

	2019-10-31
当前价格（元）	18.20
52周价格区间（元）	12.46 - 19.25
总市值（百万）	13946.01
流通市值（百万）	13946.01
总股本（万股）	76626.40
流通股（万股）	76626.40
日均成交额（百万）	92.96
近一月换手（%）	12.07

相关报告

- 《瀚蓝环境（600323）事件点评：扣非业绩增长26%，“大固废”扛鼎》——2019-08-19
- 《瀚蓝环境（600323）事件点评：业绩持续稳健，“大固废”布局有力推进》——2018-10-31
- 《瀚蓝环境（600323）事件点评：业绩增幅显著，拟发行可转债加速固废业务布局》——2018-05-07

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2019年三季报，前三季度实现营业收入42.69亿元，同比增长19.05%；归母净利润7.36亿元，同比减少0.99%，扣非后归母净利润同比增长20.18%。

投资要点：

- **业绩保持稳健。**随着固废项目陆续投产，同时污水处理提标改造完成处理单价上涨，公司营收规模保持稳健增长，前三季度实现42.69亿元，同比增长19.05%。前三季度累计归母净利润同比减少0.99%，主要是去年有确认官窑市场股权处置收益，扣非后公司归母净利润较同比增长20.18%，保持稳健。
- **向“大固废”战略目标阔步迈进。**公司在“大固废”战略指引下不断前进，通过与盛运环保开展合作，拟收购合计4300吨/日的生活垃圾焚烧发电项目，主要位于安徽、山东等地，项目质地较好，收购完成后将显著提升公司垃圾焚烧发电规模，夯实公司第一梯队竞争优势。危废领域获得持续突破，江西赣州危废项目年内投运，佛山绿色工业服务中心工程（南海）危废项目预计今年底建成；三季度公司收购嘉兴创新环保科技有限公司94.91%股权，主要对液体危废进行无害化处置。项目全部投产后，公司危废处理处置产能有望达到近20万吨/年，“大固废”将逐渐成为公司业绩增长的核心。
- **充裕资金支撑项目拓展与落地。**公司现金流优异，前三季度经营性净现金流7.27亿元，账面货币资金11.38亿元，自有资金充裕。融资方面，近日证监会对公司可转债发行恢复审查，公司此次拟发行10亿元用于垃圾焚烧发电项目的建设。公司于近期还完成2019年第一期5亿元规模的超短融发行，票面利率仅2.96%；拟发行5.5亿元中期票据，预计发行利率也可在较低水平。充沛的自有资金，以及大规模、低成本的融资资金将有力支撑公司加快“大固废”项目规模扩张，从而支撑公司业绩持续稳健增长。
- **盈利预测和投资评级：**我们看好公司“大固废”战略持续落地及其兼具成长与稳健的双重属性。暂不考虑公开发行可转换债券后续对公司股本的可能影响及收购影响，考虑2018年公司有官窑市场股权出质的非经常性收益，我们略微下调公司2019年业绩预测，预计公司2019-2021年EPS分别为1.19、1.47和1.67元/股，对应当前股价

PE 为 15.24、12.41 和 10.89 倍，维持公司“增持”评级。

- **风险提示:** 项目推进进度不达预期风险; 固废处理行业竞争加剧风险; 产能利用率不足风险; 可转换债券发行不确定性风险; 收购盛运环保生活垃圾焚烧发电项目失败风险。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	4848	5802	6821	7886
增长率(%)	15%	20%	18%	16%
归母净利润(百万元)	876	915	1124	1281
增长率(%)	34%	5%	23%	14%
摊薄每股收益(元)	1.14	1.19	1.47	1.67
ROE(%)	13.63%	12.47%	13.28%	13.14%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：瀚蓝环境盈利预测表（暂不考虑可转债发行后续对股本的影响及收购影响）

证券代码:	600323.SH				股价:	18.20	投资评级:	增持		日期:	2019-10-31
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值		2018	2019E	2020E	2021E	
盈利能力					每股指标						
ROE	14%	12%	13%	13%	EPS		1.14	1.19	1.47	1.67	
毛利率	30%	30%	31%	30%	BVPS		7.61	8.80	10.27	11.93	
期间费率	12%	14%	13%	12%	估值						
销售净利率	18%	16%	16%	16%	P/E		15.93	15.24	12.41	10.89	
成长能力					P/B		2.39	2.07	1.77	1.53	
收入增长率	15%	20%	18%	16%	P/S		2.88	2.40	2.04	1.77	
利润增长率	34%	5%	23%	14%							
营运能力					利润表（百万元）		2018	2019E	2020E	2021E	
总资产周转率	0.29	0.31	0.33	0.35	营业收入		4848	5802	6821	7886	
应收账款周转率	8.99	8.99	8.99	8.99	营业成本		3396	4063	4724	5496	
存货周转率	18.91	18.91	18.91	18.91	营业税金及附加		38	45	53	61	
偿债能力					销售费用		69	83	97	112	
资产负债率	61%	61%	59%	56%	管理费用		274	395	464	536	
流动比	0.63	0.93	1.19	1.47	财务费用		214	268	269	267	
速动比	0.58	0.88	1.14	1.41	其他费用/（-收入）		148	190	190	190	
资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E	营业利润		1103	1138	1403	1603	
现金及现金等价物	1224	2492	3793	5410	营业外净收支		10	25	25	25	
应收款项	540	646	759	878	利润总额		1113	1163	1428	1628	
存货净额	180	217	253	294	所得税费用		234	245	300	342	
其他流动资产	441	527	620	717	净利润		879	919	1128	1285	
流动资产合计	2384	3882	5424	7298	少数股东损益		3	3	4	5	
固定资产	3352	3438	3521	3600	归属于母公司净利润		876	915	1124	1281	
在建工程	2667	2867	3067	3167	现金流量表（百万元）						
无形资产及其他	7066	7559	7406	7228	经营活动现金流		1652	1510	1724	1909	
长期股权投资	390	410	430	450	净利润		879	919	1128	1285	
资产总计	16492	18789	20481	22376	少数股东权益		3	3	4	5	
短期借款	240	290	340	390	折旧摊销		603	487	515	511	
应付款项	1354	1637	1904	2215	公允价值变动		0	0	0	0	
预收帐款	242	290	341	394	营运资金变动		167	(562)	(559)	(621)	
其他流动负债	1955	1955	1955	1955	投资活动现金流		(2051)	(306)	(302)	(199)	
流动负债合计	3790	4172	4539	4954	资本支出		(1136)	(286)	(282)	(179)	
长期借款及应付债券	4523	5523	5723	5923	长期投资		(14)	(20)	(20)	(20)	
其他长期负债	1755	1755	1755	1755	其他		(900)	0	0	0	
长期负债合计	6277	7277	7477	7677	筹资活动现金流		1667	1047	246	246	
负债合计	10068	11449	12017	12631	债务融资		1058	1050	250	250	
股本	766	766	766	766	权益融资		38	0	0	0	
股东权益	6424	7340	8464	9745	其它		571	(3)	(4)	(4)	
负债和股东权益总计	16492	18789	20481	22376	现金净增加额		1268	2251	1667	1955	

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【环保组介绍】

谭倩，9年行业研究经验，研究所副所长（主持工作）、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。

2018 福布斯中国最佳分析师第七名、2018 年同花顺第一届 iFinD 最佳分析师 公用事业 第三名、今日投资 2018 年天眼中国最佳证券分析师 建筑装饰 行业第 2 名、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，3 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】

赵越、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】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者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。