



资产重组寻求新跨越，打造一流综合环境服务商

2013. 12. 24

姚伟(首席分析师) 徐闯(助理研究员)

电话: 020-88836125 020-88836126

邮箱: yaow@gzgzs.com.cn xuchuang@gzgzs.com.cn

执业编号: A1310512110002

事件:

12月23日瀚蓝环境发布公告，公司拟向创冠环保（香港）有限公司发行股份及支付现金购买其所持创冠环保（中国）有限公司100%股权；拟向佛山市南海城市建设投资有限公司发行股份购买其所持佛山市南海燃气发展有限公司30%股权，两项交易价格初步确定为18.5亿元和3.84亿元。

点评:

- **收购创冠中国，确立公司垃圾发电领域领先地位：**公司之前投建的南海固废处理环保产业园已形成固废全产业链处理能力，包括前端的垃圾集中压缩转运系统；中端的生活垃圾焚烧处理系统、污泥干化焚烧处理系统；以及末端的渗滤液处理系统、飞灰处理系统等。南海项目系统的整体规划成为国内同行业标杆。

创冠中国是国内领先的垃圾焚烧发电企业，拥有福建、湖北、河北等地共10个垃圾焚烧发电厂项目，日均处理垃圾能力超过1.1万吨（含已建成和拟建项目）。收购创冠中国可迅速的将公司固废处理业务推向全国，实现区域集约一体化固废处理“南海模式”的异地复制、全国布局。公司将融合自身和创冠中国在经营、技术、服务等方面的优势，确立垃圾发电领域的领先地位。

- **持续增资燃气公司，业务范围逐步拓宽：**2012年6月，公司向燃气发展公司单方增资2.2亿元，使公司对燃气发展公司的持股比例从25%提高至40%。本次交易使得公司持股进一步提高至70%，成为公司的控股子公司。公司主营业务将形成自来水供应、污水处理、固废处理、燃气供应四个板块。燃气业务进一步拓宽了公司的业务范围，有利于公司发挥协同效应，进一步提升系统化环境服务能力。同时，燃气发展经营稳健，业绩处于上升通道，良好的盈利能力 and 现金流可为公司业务扩张提供资金支持。
- **公司城市水务和污水处理业务平稳发展：**公司全资拥有桂城水厂和第二水厂，控股九江水厂（60%），日供水能力126万吨。公司供水业务收入基本保持稳定，为公司提供稳定现金流。

目前公司拥有18个污水处理项目的特许经营权，总处理能力约55.8万吨/日。随着污水处理项目产能利用率的提高以及配套管网的完善，未来污水处理业务毛利率有望逐步提升。

谨慎推荐(首次)

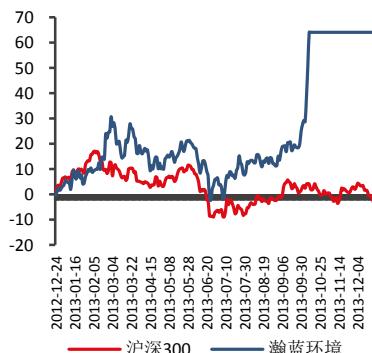
现价: 10.22

目标价: 12.50

股价空间: 22.31%

环保行业

股价走势



股价表现

	涨跌(%)	1M	3M	6M
瀚蓝环境	0.0	38.9	52.9	
水务行业	-6.1	1.2	8.1	
沪深300	-4.7	-6.1	-1.4	

基本资料

总市值(亿元)	50.05
总股本(万股)	57,924.29
流通股比例	84.23%
资产负债率	50.77%
大股东	佛山市南海供水集团有限公司
大股东持股	23.79%

相关报告

- **风险提示：**收购整合风险；项目拓展低于预期。

- **盈利预测与估值：**

在未考虑资产重组和增发摊薄影响的情况下，我们预计公司 13-15 年 EPS 分别为 0.39、0.47、0.57 元，目前股价分别对应 23、18、15 倍 PE。（鉴于目前无法获取重组资产的详细财务报表，附录财务预测未考虑资产重组和增发摊薄的影响。）

创冠中国 2012 年和 2013 前三季度分别实现净利润-5410 万、773.6 万元。盈利状况不佳主要原因在于部分 BOT 项目在建设期，未有确认收入；或 BOT 项目运营初期费用、摊销较大，盈利未进入正常轨道。我们认为，随着项目运营经验逐步走向成熟以及技术、管理的不断融合，创冠中国的盈利将逐步向好，初步预计 2014、2015 年贡献净利润 3500 万、6000 万元。

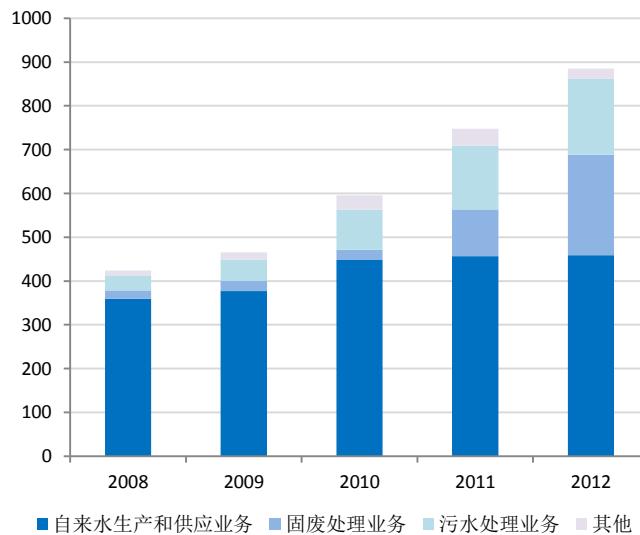
燃气发展 2012 年和 2013 年前三季度分别实现净利润 9979.5 万、9877.7 万元，盈利稳健增长。我们认为，随着天然气用气量的增加，燃气发展业绩处于上升通道，未来将保持年均 15%-20% 的增长。

综合来看，我们认为此次资产重组显示出公司全方位布局环保领域的发展思路，同时也彰显了公司突破区域发展瓶颈，立志布局全国的决心。考虑到资产重组和增发摊薄的影响，我们预计公司 14-15 年 EPS 分别为 0.41、0.55 元，目前股价分别对应 25、18 倍 PE，给予公司“谨慎推荐”评级。

主要财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	885.27	1019.78	1177.84	1393.39
同比(%)	18.40%	15.19%	15.50%	18.30%
归属母公司净利润	190.26	223.68	271.78	327.30
同比(%)	26.77%	17.57%	21.50%	20.43%
ROE(%)	9.29%	9.37%	10.51%	11.54%
每股收益(元)	0.33	0.39	0.47	0.57
P/E	19.55	26.47	21.78	18.09
P/B	1.64	2.43	2.23	2.02
EV/EBITDA	15.25	14.18	11.74	11.01

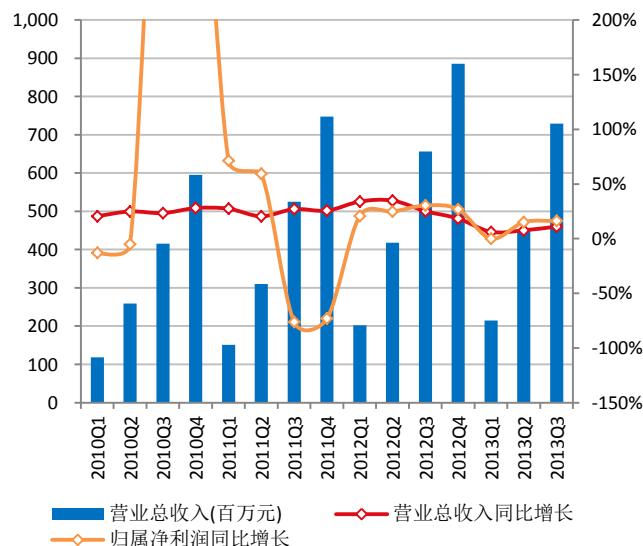


图表 1 公司近年收入结构



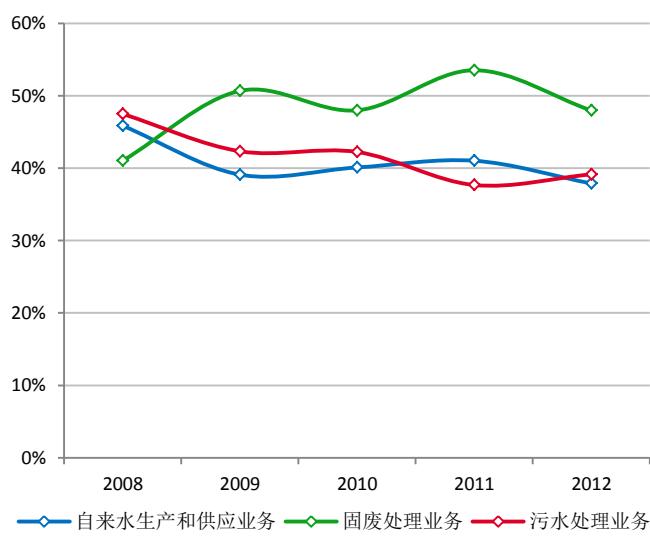
资料来源: WIND, 广证恒生

图表 2 公司营收及增长率 (季度)



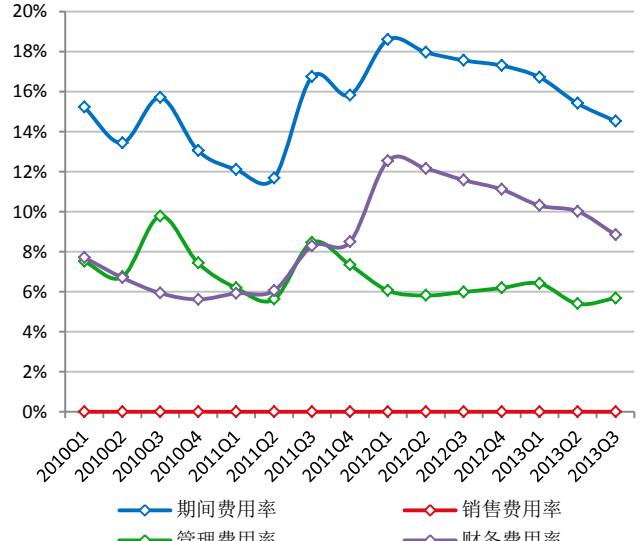
资料来源: WIND, 广证恒生

图表 3 公司分业务毛利率变化情况



资料来源: WIND, 广证恒生

图表 4 公司近年三项期间费用率情况 (季度)



资料来源: WIND, 广证恒生



附录：公司财务预测表

资产负债表	2012	2013E	2014E	2015E	现金流量表		2012	2013E	2014E	2015E
					经营活动现金流	投资活动现金流				
流动资产	876.39	908.03	672.17	1039.38	经营	活动现金流	0.00	135.07	1166.51	310.10
现金	747.52	407.91	506.47	473.75	净利润		192.02	228.92	277.66	331.59
应收账款	49.19	73.50	88.14	94.04	折旧摊销		0.00	229.76	263.81	301.59
其它应收款	29.45	0.12	35.88	11.38	财务费用		98.38	94.20	105.50	112.23
预付账款	7.27	392.13	1.25	411.12	投资损失		-22.17	-26.58	-29.60	-31.56
存货	24.59	27.60	31.61	37.86	营运资金变动		411.82	-391.54	549.06	-403.59
其他	18.36	6.77	8.83	11.23	其它		-680.06	0.31	0.08	-0.16
非流动资产	3758.91	4381.31	5020.70	5858.65	投资	活动现金流	-732.47	-825.89	-873.69	-1107.82
长期投资	254.80	526.83	801.85	1078.88	资本支出		230.31	352.67	363.30	561.60
固定资产	1124.54	1282.43	1441.19	1671.14	长期投资		244.59	272.96	274.72	276.92
无形资产	1615.04	1801.94	2010.98	2319.79	其他		-257.56	-200.26	-235.67	-269.30
其他	764.53	770.11	766.68	788.85	筹资活动现金流		415.98	-26.64	-335.24	-278.51
资产总计	4635.30	5289.34	5692.88	6898.03	短期借款		-15.00	0.00	0.00	0.00
流动负债	725.68	1384.61	1775.44	2870.81	长期借款		-16.50	-175.89	-212.82	-166.78
短期借款	0.00	377.84	518.82	1562.33	其他		447.47	149.25	-122.42	-111.73
应付账款	242.32	372.81	357.29	481.76	现金净增加额		-316.49	-717.45	-42.42	-1076.23
其他	483.36	633.95	899.32	826.72						
非流动负债	1607.69	1431.80	1218.98	1052.20	主要财务比率		2012	2013E	2014E	2015E
长期借款	1590.58	1414.69	1201.87	1035.09	成长能力					
其他	17.11	17.11	17.11	17.11	营业收入增长率		18.4%	15.2%	15.5%	18.3%
负债合计	2333.37	2816.40	2994.41	3923.01	营业利润增长率		17.5%	20.6%	20.6%	19.9%
少数股东权益	35.29	40.54	46.41	50.71	归属于母公司净利润		26.8%	17.6%	21.5%	20.4%
归属母公司股东权益	2266.64	2432.40	2652.05	2924.32	盈利能力		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
负债和股东权益	4635.30	5289.34	5692.88	6898.03	毛利率		40.7%	40.9%	41.7%	41.2%
					净利率		21.7%	22.4%	23.6%	23.8%
利润表	2012	2013E	2014E	2015E	ROE		9.3%	9.4%	10.5%	11.5%
营业收入	885.27	1019.78	1177.84	1393.39	ROIC		6.7%	5.8%	6.8%	6.7%
营业成本	525.39	602.69	686.68	819.31	偿债能力					
营业税金及附加	4.89	6.60	7.19	8.41	资产负债率		50.3%	53.2%	52.6%	56.9%
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	净负债比率		71.4%	86.8%	78.2%	102.2%
管理费用	54.74	71.22	80.52	92.91	流动比率		120.8%	65.6%	37.9%	36.2%
财务费用	98.38	94.20	105.50	112.23	速动比率		117.4%	63.6%	36.1%	34.9%
资产减值损失	0.46	2.02	2.40	2.10	营运能力		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率		20.7%	20.6%	21.5%	22.1%
投资净收益	22.17	26.58	29.60	31.56	应收账款周转率		5.6%	7.2%	7.5%	6.7%
营业利润	223.58	269.62	325.15	389.98	应付账款周转率		201.8%	196.0%	188.1%	195.3%
营业外收入	2.42	2.74	2.58	2.66	每股指标(元)		0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.66	1.37	1.21	1.41	每股收益(最新摊薄)		0.33	0.39	0.47	0.57
利润总额	224.33	270.99	326.53	391.23	每股经营现金流(最新)		0.00	0.23	2.01	0.54
所得税	32.32	42.07	48.87	59.64	每股净资产(最新摊)		3.97	4.27	4.66	5.14
净利润	192.02	228.92	277.66	331.59	估值比率		0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	1.76	5.24	5.88	4.29	P/E		19.55	26.47	21.78	18.09
归属母公司净利润	190.26	223.68	271.78	327.30	P/B		1.64	2.43	2.23	2.02
EBITDA	306.09	543.97	646.37	777.18	EV/EBITDA		15.25	14.18	11.74	11.01
EPS(摊薄)	0.33	0.39	0.47	0.57						

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生

分析师简介：

姚玮 广证恒生研究团队总监，首席分析师

浙江大学工学博士，5年国内外新能源及电力电子设备研发经历，4年证券研究经验。把握产业发展及行业演变规律功底深厚，特别擅长超前挖掘行业及个股的投资机会。带队获得多项分析师奖项，曾获2013年中国证券报“金牛分析师”高端装备研究领域第一名。主要研究方向电力设备与新能源、环保、高端装备等。

徐闻 环保、新能源汽车行业，研究员

中南财经政法大学投资学硕士，具备工科、财务、投资分析复合背景，2年证券行业研究经验，2013年中国证券报“金牛分析师”高端装备研究领域第一名团队核心成员。主要研究方向为环保行业和新能源汽车等。

机构销售团队：

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北业务拓展部	金子娟	(86)13701038621	jinj@gzgzs.com.cn
	陈璐	(86)18618493777	chenlu_a@gzgzs.com.cn
	阳思程	(86)18600497273	yangsc@gzgzs.com.cn
华南业务拓展部	莫汝晨	(86)18627410877	morc@gzgzs.com.cn
	王亮	(86)13241806575	wangl_a@gzgzs.com.cn
	韦祎	(86)18666825368	weiy@gzgzs.com.cn
海外业务拓展部	杨嵛	(86)18988978715	yangy@gzgzs.com.cn
	徐辅军	(86)13813871632	xufj@gzgzs.com.cn
	梁振山	(86)13928899038	liangzs@gzgzs.com.cn
	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzs.com.cn

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券有限责任公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。