



## 瀚蓝环境 (600323)

投资评级: 买入

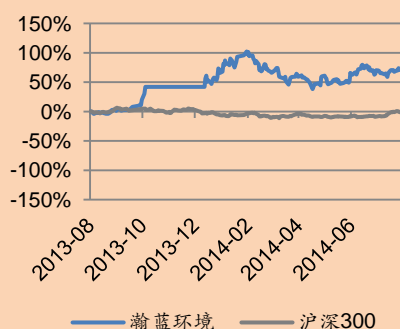
报告日期: 2014-8-11

当前价格 (元) 12.31

目标价格 (元)

目标期限 (月) 6

股价走势:



主要数据

总股本(百万股)	579.24
A 股股本(百万股)	579.24
B/H 股股本(百万股)	-/-
总市值 (亿元)	71.3
A 股流通比例 (%)	84.2
第一大股东	南海供水集团
第一大股东持股比例	23.79%
12 个月最高/最低(元)	15.2/9.95

节能环保研究组

朱程辉

021-60956109

zhuxdong@163.com

S0010514050001

联系人: 李梦雪

021-60956108

Lmxhazq@163.com

S0010114010028

## 主业稳增长, 收购进行时

——事件点评报告

**事件:** 公司发布中报, 本期实现营收 5.25 亿元, 同比增 16.75%, 实现归母净利润 1.4 亿元, 同比增 24.26%, 业绩符合市场预期。

**主要观点:**

### □ 新项目投产、费用下降带动本期业绩增长

供水、污水增长来自去年下半年新增西岸自来水、铂锦水务, 和樵汇污水, 带动供水、污水营收同比增 9.79%、3.54%。固废增长来自新增污泥干化收入, 以及垃圾处理收费量、转运量、上网电量及飞灰处理量增加, 营收增 30.35%。本期综合毛利率为 39.46%, 较上年同期略降 0.5 个百分点, 主因新增的供水公司毛利率较低及垃圾外运处置量增加和处理成本增长。公司费用控制良好, 三费占比 15%, 较去年同期下降 0.4 个百分点。收入增加、费用下降共同带动本期归母净利润增长 24.26%。

### □ 储备项目积极推进, 有望明年贡献收益

桂城水厂整体迁移工程完工 96.5%, 焚烧一厂改扩建完工 65%, 两个项目预计明年开始贡献收益。此外, 公司与狮山镇、丹灶镇、里水镇、大沥镇、西樵镇的供水合作、南海餐厨垃圾处理项目正在有序推进。总体来看, 公司在南海地区公用事业将继续平稳增长。

### □ 积极关注重大重组审批进程

由于创冠香港在商务部的申请尚未拿到批文, 公司暂停在证监会的申请, 公司表示在获得商务部批文后恢复申请。我们认为公司最终通过核准为大概率事件。收购创冠将使公司业务布局拓展至全国, 未来有望依托各地项目平台, 复制公司固废运营领域的核心竞争优势, 将对提升公司行业地位、增强盈利能力、增强可持续发展能力具有战略性意义。

### □ 盈利预测与评级

我们看好公司在现有业务稳增长的基础上, 通过收购拓展市场区域、复制运营优势, 以及长远的跨区域复制现有业务模式的前景。假设公司收购资产第四季度并表, 考虑摊薄, 预计公司 2014-2016 年全面摊薄 EPS 分别为 0.4/0.57/0.76 元, 对应 PE 为 31/21/16 倍, 给予“买入”评级。

**风险提示:** 资产收购进度不及预期或终止。

**盈利预测:**

财务指标	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1001	1212	1999	2639
收入同比 (%)	13%	21%	65%	32%
归属母公司净利润	234	303	440	585
净利润同比 (%)	23%	29%	45%	33%
毛利率 (%)	38.5%	39.2%	37.1%	36.5%
ROE (%)	9.5%	7.6%	10.0%	11.8%
每股收益	0.31	0.40	0.57	0.76
P/E	40.31	31.13	21.41	16.11
P/B	2.92	1.63	1.51	1.37
EV/EBITDA	14	14	10	8

资料来源: wind、华安证券研究所

**附录：财务报表预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	833	2,662	3,302	4,191	<b>营业收入</b>	1,001	1,212	1,999	2,639
现金	392	2,188	2,631	3,127	营业成本	616	736	1,257	1,676
应收账款	112	127	203	279	营业税金及附加	7	8	12	16
其他应收款	32	33	62	79	销售费用	0	4	50	63
预付账款	255	277	317	576	管理费用	72	82	138	179
存货	52	43	80	116	财务费用	86	47	30	22
其他流动资产	(10)	(7)	10	15	资产减值损失	2	0	0	(0)
<b>非流动资产</b>	4,596	4,617	5,172	5,450	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	508	508	508	508	投资净收益	48	50	49	49
固定资产	1,200	1,124	1,048	972	<b>营业利润</b>	266	384	561	732
无形资产	1,777	1,659	1,548	1,445	营业外收入	12	13	10	10
其他非流动资产	1,111	1,326	2,068	2,525	营业外支出	2	2	2	2
<b>资产总计</b>	5,428	7,279	8,474	9,641	<b>利润总额</b>	277	396	569	740
<b>流动负债</b>	1,209	1,078	1,816	2,422	所得税	42	59	85	111
短期借款	59	49	37	24	<b>净利润</b>	235	337	484	629
应付账款	301	391	621	845	少数股东损益	1	34	44	44
其他流动负债	849	638	1,158	1,553	<b>归属母公司净利润</b>	234	303	440	585
<b>非流动负债</b>	1,735	1,748	1,817	1,869	EBITDA	524	626	777	933
长期借款	1,062	1,062	1,062	1,062	<b>EPS (元)</b>	0.31	0.40	0.57	0.76
其他非流动负债	673	686	755	808					
<b>负债合计</b>	2,945	2,825	3,633	4,292					
少数股东权益	41	75	118	162					
股本	579	766	766	766					
资本公积	546	2,051	2,051	2,051					
留存收益	1,317	1,562	1,905	2,370					
归属母公司股东权益	2,443	4,379	4,722	5,187					
<b>负债和股东权益</b>	5,428	7,279	8,474	9,641					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	497	294	523	588	<b>成长能力</b>				
净利润	235	303	440	585	营业收入	13.12%	21.00%	65.00%	32.00%
折旧摊销	181	194	187	179	营业利润	18.80%	44.72%	45.90%	30.46%
财务费用	103	47	30	22	归属于母公司净利润	22.93%	29.49%	45.40%	32.87%
投资损失	(48)	(50)	(49)	(49)	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	(18)	(234)	(128)	(192)	毛利率(%)	38.50%	39.23%	37.11%	36.48%
其他经营现金流	43	34	44	44	净利率(%)	23.35%	24.99%	22.02%	22.17%
<b>投资活动现金流</b>	(1,209)	55	49	49	ROE(%)	9.46%	7.56%	10.00%	11.76%
资本支出	0	0	0	0	ROIC(%)	11.21%	10.40%	13.36%	20.43%
长期投资	(253)	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	(955)	55	49	49	资产负债率(%)	54.25%	38.82%	42.87%	44.52%
<b>筹资活动现金流</b>	357	1,517	(130)	(142)	净负债比率(%)	12.01%	-25.91%	-34.01%	-24.89%
短期借款	59	(10)	(12)	(14)	流动比率	0.69	2.47	1.82	1.73
长期借款	115	0	0	0	速动比率	0.65	2.43	1.77	1.68
普通股增加	0	187	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	0	1,505	0	0	总资产周转率	0.20	0.19	0.25	0.29
其他筹资现金流	182	(164)	(118)	(129)	应收账款周转率	15.54	13.98	17.00	15.44
<b>现金净增加额</b>	(355)	1,866	442	496	应付账款周转率	3.69	3.50	3.95	3.60

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.40	0.57	0.76	P/E	40.3	31.1	21.4	16.1
每股经营现金流(最新摊薄)	0.86	0.51	0.90	1.02	P/B	2.9	1.6	1.5	1.4
每股净资产(最新摊薄)	4.22	7.56	8.15	8.95	EV/EBITDA	13.95	14.16	10.14	7.61

资料来源：华安证券研究所

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

## 信息披露

### 分析师承诺

本人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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。