

瀚蓝环境 (600323.SH) 燃气水务行业
评级：增持 维持评级
业绩点评
霍也佳

 联系人
(8621)60870950
huoyj@gjzq.com.cn

邬煜

 分析师 SAC 执业编号: S1130513100002
(8621)60230219
wuyu@gjzq.com.cn

业绩符合预期，静待重组审批完成

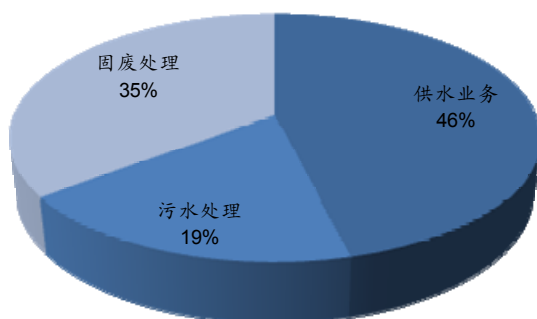
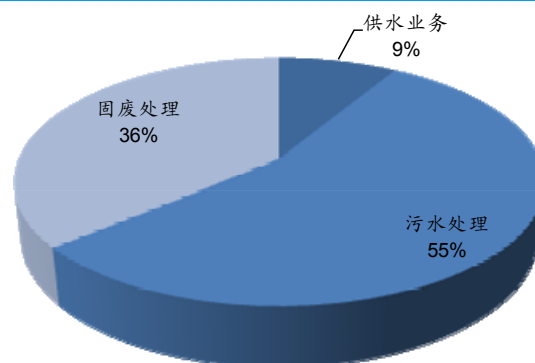
事件：公司公布 2014 年上半年业绩报告

- 今日，公司发布 2014 年上半年业绩报告，2014 年上半年公司实现营业收入 5.25 亿元，同比增长 16.75%；实现归属于上市公司股东的净利润为 1.397 亿元，同比增长 24.26%，实现基本每股收益 EPS 为 0.24 元，符合预期。

我们的点评与分析

本部南海区业务稳健发展

- 公司上半年营业收入的增长主要来自于固废处理业务，2014 年上半年，固废处理业务营业收入为 1.80 亿元，同比增长 30.35%；供水和污水处理业务较为平稳，营业收入分别同比增长 9.79%和 3.54%。燃气发展上半年实现净利润 8205 万元，同比增长 36.7%，由于公司股权比例提升至 40%，导致投资收益部分增长 118.70%。

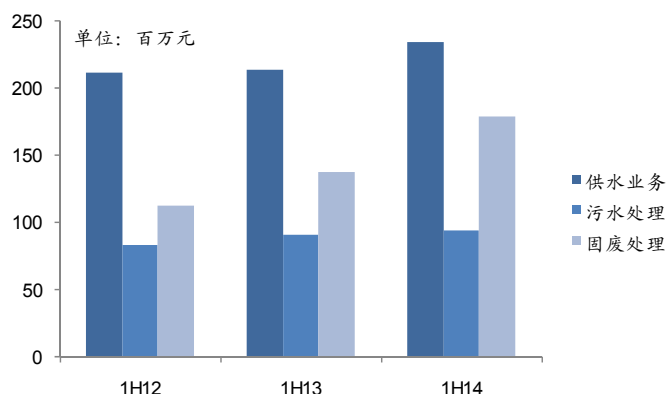
图表 1：瀚蓝环境 1H14 主营业务收入占比

图表 2：瀚蓝环境 1H14 主营业务毛利占比


来源：公司公告，国金证券研究所

- 1) 供水和污水处理业务：截至报告期末，公司供水能力 126 万吨/日（大部分为批发），污水处理能力 46.1 万吨/日；6 月以来公司继续推进区域供水终端市场整合，以为后续实施阶梯水价奠定基础，先后与南海区里水镇、狮山镇、丹灶镇、西樵镇、大沥镇开展供水合作，合计日处理能力 76 万吨/日，基本完成南海区内供水终端市场整合。此外，公司还将投资建设南海区大沥镇工业废水处理厂一期工程 BOT 项目（2 万吨/日），实现工业废水处理市场零突破。
- 2) 本部固废处理业务：由于 2013 年 8 月污泥项目（300 吨/日）投产以及垃圾转运量和处理量的增加，固废业务收入同比增长 30.35%。截至报告期日，公司焚烧发电一厂 1500 吨/日改扩建项目已完成工程量的 65%，餐厨垃圾项目完成约 20%，均将于 2015 年陆续投运。
- 3) 燃气业务：目前已持股 40% 南海燃气公司，购买其余 30% 股权的议案仍在推进过程之中；上半年由于气源中部分替换为西二气，供气成本下降导致燃气发展净利润同比增长 36.7%。

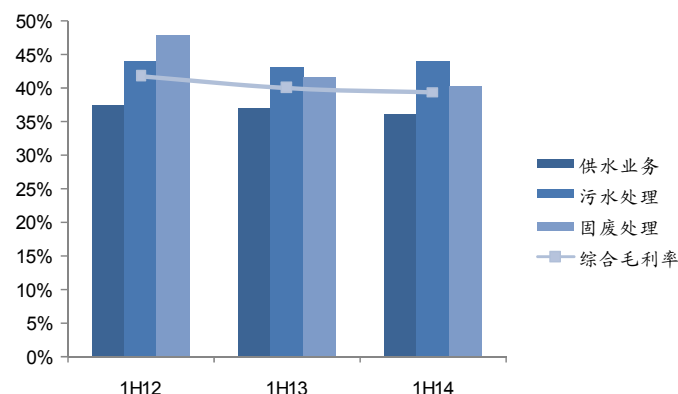
- 报告期内，公司综合毛利率稳定于 40%左右水平，由于公司焚烧二厂超负荷运转，部分垃圾需外运填埋处置，导致成本增加，本部固废处理业务毛利润略微下降 1.49 个百分点。

图表 3：瀚蓝环境分业务营业收入



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：瀚蓝环境分业务毛利润



固废综合平台已具雏型，静待重组事项完成

- 目前公司收购创冠中国 100%股权事项仍待商务部核准和证监会审批，公司目前已按相关要求向商务部上报材料，正在商务部审批过程中，待拿到商务部批文后，公司将立即向证监会申请恢复核查公司重大资产重组事项。

图表 5：收购创冠环保（中国）事项进程回顾

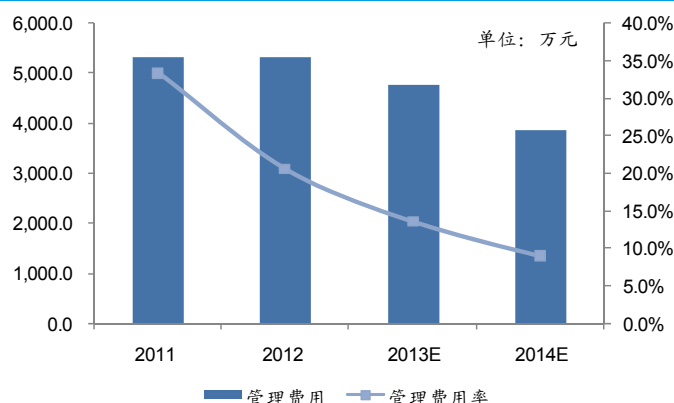


来源：公司公告，国金证券研究所

- 待公司收购创冠中国完成后，垃圾焚烧发电处理规模将达到 14350 吨/日，将一跃成为国内垃圾处理规模排名前十位的垃圾焚烧发电企业；未来随着创冠现有投运项目盈利能力的提升以及在建和筹建项目的陆续投运，将对公司未来确定性的成长带来良好支撑。
- 由于垃圾量、管理和财务费用问题，创冠现有项目盈利性一般，公司入驻创冠之后，首先将通过管理和技术的改善，将其盈利扭转。
 - 1) 现有项目运营效率提升：1) 垃圾焚烧项目在刚投产的时候经营情况都一般，需要进行各种调试，随着项目投运时间拉长，运营状况将好转；2) 公司将把绿电项目良好运营经验运用于创冠项目，通过垃圾池的管理、设备检修等手段，提升项目运营效率。
 - 2) 管理费用率逐步下降：随着现有项目日趋成熟，业务拓展相关的工资薪酬、交际应酬费及差旅费等相应减少；另外随着在建项目的投产运营，各项目公司独立运营能力的形成，创冠母公司总部管理职能将发生改变，管理费用率逐步下降。

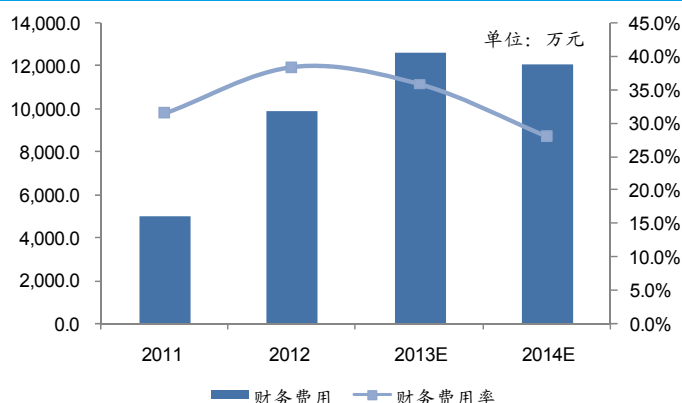
- 3) 财务费用高峰期已过：由于创冠此前项目的贷款被银行收取了较多财务顾问费（一次性）以及部分项目完工借款利息停止资本化，公司财务费用较高；目前财务费用高峰期已过，未来财务费用将下降。

图表 6：创冠中国管理费用将逐步下降



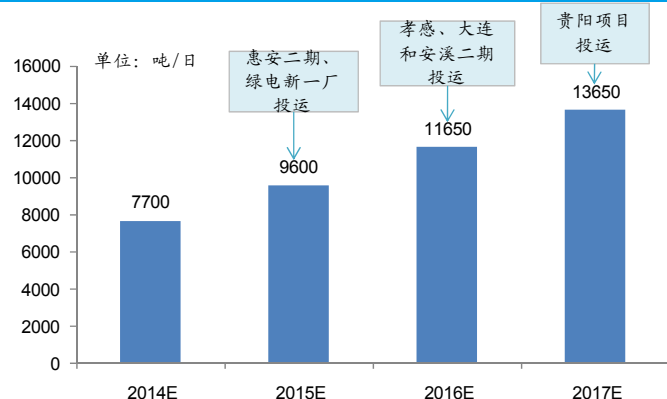
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：创冠中国财务费用将逐步下降



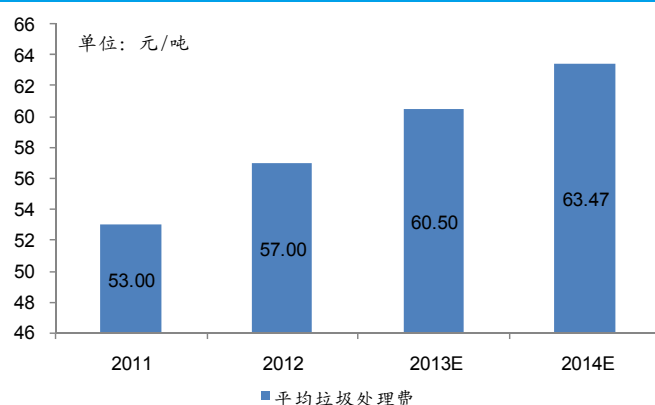
- 创冠中国目前目前已建成规模达到 6200 吨/日（其中廊坊 1000 吨/日项目尚未投运），在建和筹建项目的垃圾处理规模合计为 5150 吨/日，未来三年伴随项目的陆续投产，公司投运的垃圾焚烧能力将快速增长，15-16 年投运焚烧能力复合增速 23%。

图表 8：瀚蓝环境垃圾焚烧运营能力快速增长



来源：国金证券研究所 注：假设 2014 年完成收购重组事项

图表 9：创冠中国垃圾处理费逐步提高



- 除了创冠中国，公司绿电新一厂（1500 吨/日）和餐厨垃圾项目（300 吨/日）也将于 2015 年投运，保障公司未来确定性的成长。
- 瀚蓝环境拥有完整的固废产业链，包括生活垃圾收运、垃圾处理、渗滤液及灰渣处理、餐厨、污泥处理等业务，其发展战略非常符合我们提出的固废平台论的战略方向；未来公司将依托创冠在各地的垃圾焚烧项目，整合当地资源，待后续其它固废领域景气周期的到来，围绕这个点将南海模式复制，即餐厨、污泥、危废等各个内容，形成一个当地的固废处理平台。

盈利预测及投资建议

分业务盈利预测拆分：

- 在不考虑购并的创冠和南海燃气 30% 股权的盈利贡献，公司南海本部我们预测 14-16 年净利润分别为 2.25 亿元、2.47 亿元和 2.50 亿元；
- 南海燃气我们预测 14-16 年净利润分别为 1.30 亿元、1.31 亿元和 1.32 亿元，14 年之前气源主要是海上的卡气和澳气，14 年之后开始使用西二线的管道气；

- 购并的创冠环保（中国）我们预测 14-16 年净利润分别为 0.68 亿元、1.05 亿元和 1.64 亿元。
- 除去盈利弹性较大的创冠环保（中国），我们预测公司 14-16 年的净利润分别为 3.16 亿、3.40 亿和 3.40 亿；假设收购能够完成，总股本扩至 8.14 亿股左右；目前 12.31 元股价对应 100 亿市值，考虑到异地扩张打开带来公司的估值提升，我们给予 14 年 20 倍 PE，则原有业务市值空间为 65 亿左右，以下我们分析创冠的市值合理中枢是多少。
- 创冠中国备考 2014-2016 年度实现的净利润分别不低于 6844.23 万元、10504.69 万元和 16379.95 万元，创冠 13 年的净利润仅 945.61 万元，可以看到公司 13 年盈利转正，14 年之后开始逐渐正常化，我们认为如果用公司盈利恢复初期的水平去看其潜力提升空间难免会低估其潜力，此时从资产情况去看更能说明问题。
- 截至 2013Q3，创冠中国的总资产为 37.31 亿元，假设按照这个资产规模去评估盈利的话，则备考的 13-16 年的 ROA 水平约为 0.25%、1.83%、2.81%和 4.38%，仍明显偏低，按照垃圾发电项目 IRR8-10%中性水平看，合理全投资收益率应该在 5.5-6.5%之间；因此这也可以看到如果南海管理层优质，公司盈利提升的潜力空间是很大的。
- 因此我们对于公司市值中枢的测算，假设资产的盈利性能够达到 6%，则 11350 吨/日垃圾焚烧项目资产能够贡献的盈利约为 2.8 亿元，我们给予达到合理盈利水平下保守 22-25 倍 PE，则市值中枢在 62-70 亿左右。
- **投资建议：**综合以上看，在购并创冠后，盈利提升带来的公司合理市值中枢应该在 130 亿市值左右（对应目标价 15-16 元），距离目前 100 亿市值尚存 30%左右空间，考虑我们对于公司的投资逻辑点在于盈利提升+平台价值，130 亿市值仅反映了公司盈利提升的价值，但是平台价值尚未体现；因此我们建议这个价位仍可大胆配置，仅盈利提升这一项目前价位仍具安全边际，后续更大的机会在于博取公司平台价值逐渐体现并落地带来的机会，仍是我们固废平台论中的长期底仓配置品种之一。

投资评级的说明:

- 买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%;
中性: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%;
减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD