

2014年08月12日

证券研究报告·公司研究·公用事业

增持(首次)

当前价: 12.72元



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

瀚蓝环境(600323) 2014年中报点评

## 业绩稳健增长, 待收购做大固废产业

### 投资要点

- 业绩总结:** 2014年1-6月, 公司实现营业收入5.25亿元, 同比增长16.75%; 实现营业利润1.57亿元, 同比增长28.01%; 实现归属母公司所有者净利润1.40亿元, 同比增长24.26%; 每股收益为0.24元。
- 三大业务增势良好, 公司业绩稳健增长。** 公司主营包括供水、污水处理和固废处理三大业务, 业务主要集中在南海地区。上半年公司供水和污水处理业务收入保持稳定增长, 固废处理业务增长30%, 收入延续稳定增长势头。公司净利润同比增长24.26%, 高于收入增速, 主要是由于: 1) 固废处理业务利润增幅较大; 2) 对燃气发展的投资收益大幅增加。
- 毛利率及期间费用率保持稳定, 投资收益大幅增长。** 公司综合毛利率为39.46%, 下跌0.5个百分点; 期间费用率为14.97%, 下跌0.44个百分点, 总体来看均保持稳定。另一方面, 公司实现投资收益3,282万元, 同比增长118.7%。投资收益大幅增加主要是由于去年下半年公司将燃气发展持股比例从25%提升至40%。燃气发展的业绩稳定增长, 待公司收购其30%股权实施之后, 公司将持有70%股权, 达到控股地位, 其业绩贡献也将进一步增强。
- 供水及污水处理业务均稳定增长。** 上半年, 公司供水量保持平稳, 由于去年下半年起新增西岸、铂锦两个项目, 售水量同比增长7.92%。自来水业务实现收入2.35亿元, 同比增长9.79%, 收入占比达到45%; 毛利率为36.32%, 同比下降0.8个百分点, 主要是受新增项目毛利率较低影响。污水处理业务方面, 公司污水处理厂运营保持稳定, 污水处理业务实现收入0.95亿元, 同比增长3.54%; 毛利率为44.17%, 同比上升1.02个百分点, 稳中有升。
- 固废处理收入增长三成, 收购创冠中国后规模将迅速扩大。** 上半年, 公司污泥干化收入、垃圾处理收费量、垃圾转运量、上网电量及飞灰处理量均有所增加, 固废处理业务实现收入1.80亿元, 同比增长30.35%; 毛利率为40.31%, 同比小幅下降1.49个百分点, 主要是因为市政部门提供的垃圾量超过垃圾焚烧发电二厂的产能, 部分垃圾须外运填埋处置。上半年, 公司新设立了瀚蓝工程、承接南海餐厨垃圾处理项目, 固废处理业务实力得到进一步加强。公司拟收购的创冠中国是国内固废处理行业的领先企业之一, 目前拥有10个垃圾焚烧发电厂项目, 总规模11,350吨/日(其中已建成项目7个, 合计规模6,200吨/日)。收购创冠中国100%股权后, 公司的垃圾处理总规模将达到约15,000吨/日, 规模迈入国内第一梯队阵营, 业务将迈向全国布局, 行业地位及竞争实力有望大幅提升。
- 盈利预测及投资评级:** 由于公司非公开发行方案处于中止审查状态, 尚有较大不确定性, 我们暂不考虑非公开方案的影响, 预计公司2014-2016年EPS分别为0.48元、0.56元和0.65元, 对应最新收盘价12.72元计算, 动态市盈率分别为26倍、23倍和20倍, 给予公司“增持”的投资评级。
- 风险提示:** 非公开发行进展不确定; 项目进展低于预期; 盈利能力低于预期。

指标年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1001.45	1139.59	1305.24	1509.72
增长率	13.12%	13.79%	14.54%	15.67%
归属母公司净利润(百万元)	233.88	280.61	326.55	374.03
增长率	22.93%	19.98%	16.37%	14.54%
每股收益EPS(元)	0.40	0.48	0.56	0.65
净资产收益率ROE	9.57%	10.57%	11.26%	11.76%
PE	31.50	26.26	22.56	19.70
PB	3.02	2.78	2.54	2.32

数据来源: 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王恭哲

执业证号: S1250513060003

电话: 010-57631225

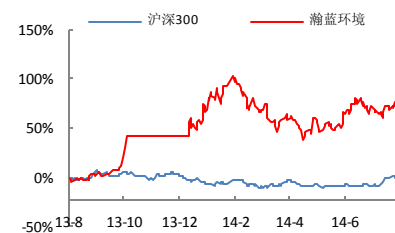
邮箱: wgz@swsc.com.cn

研究助理: 王颖婷

电话: 023-67610701

邮箱: wyting@swsc.com.cn

### 相对指数表现



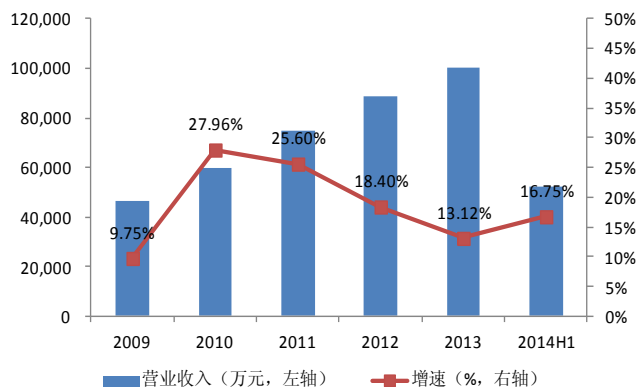
数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	5.79
流通A股(亿股)	4.88
52周内股价区间(元)	6.78-15.06
总市值(亿元)	73.68
总资产(亿元)	58.53
每股净资产(元)	4.36

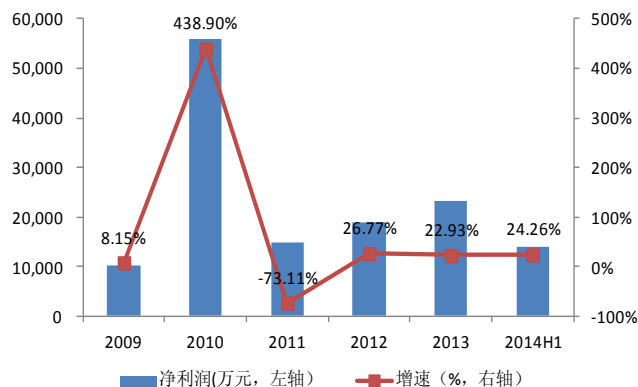
### 相关研究

图 1: 公司 2009-2014H1 收入及增速



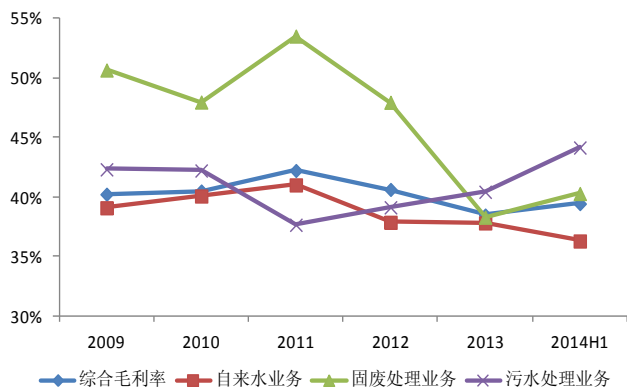
数据来源: 公司公告,西南证券

图 2: 公司 2009-2014H1 归属母公司所有者净利润及增速



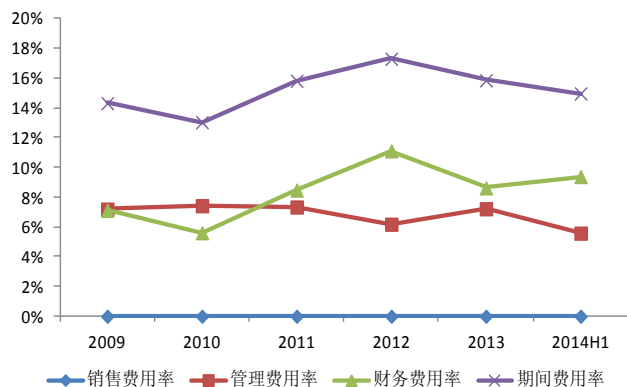
数据来源: 公司公告,西南证券

图 3: 公司 2009-2014H1 毛利率情况 (单位: %)



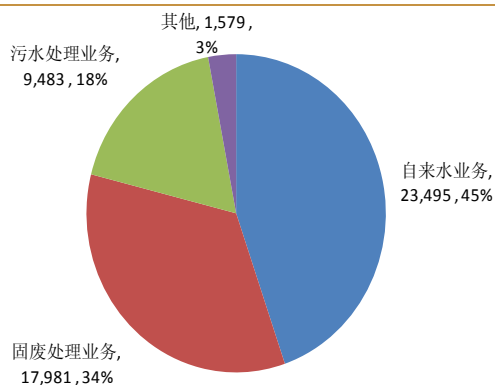
数据来源: 公司公告,西南证券

图 4: 公司 2009-2014H1 期间费用率情况 (单位: %)



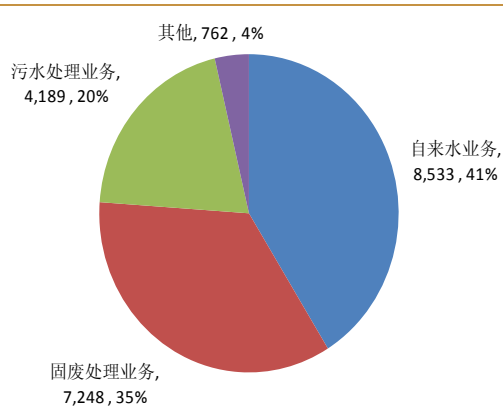
数据来源: 公司公告,西南证券

图 5: 公司 2014H1 主营业务收入占比情况 (单位: 万元, %)



数据来源: 公司公告,西南证券

图 6: 公司 2014H1 主营业务毛利占比情况 (单位: 万元, %)



数据来源: 公司公告,西南证券

附：财务预测表（单位：百万元）

资产负债表	2013A	2014E	2015E	2016E	利润表	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	325.94	341.88	391.57	452.92	营业收入	1001.45	1139.59	1305.24	1509.72
应收和预付款项	366.29	326.70	386.82	437.79	减:营业成本	615.92	699.59	794.48	917.73
存货	52.04	64.56	79.89	103.65	营业税金及附加	6.60	7.01	8.02	9.28
其他流动资产	22.19	22.19	22.19	22.19	营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	508.02	573.02	653.02	743.02	管理费用	72.34	82.32	94.28	109.05
投资性房地产	21.43	18.17	14.92	11.67	财务费用	86.39	104.32	125.49	146.36
固定资产和在建工程	1911.23	2600.28	3257.34	3882.39	资产减值损失	2.25	2.25	2.25	2.25
无形资产和开发支出	1777.17	1693.48	1609.79	1526.10	加:投资收益	47.67	65.00	80.00	90.00
其他非流动资产	263.57	263.57	263.57	263.57	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>5340.07</b>	<b>5994.13</b>	<b>6767.49</b>	<b>7529.76</b>	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	59.45	491.11	934.37	1376.32	<b>营业利润</b>	<b>265.61</b>	<b>309.10</b>	<b>360.72</b>	<b>415.05</b>
应付和预收款项	917.73	927.87	1010.96	1048.34	加:其他非经营损益	10.92	10.92	10.92	10.92
长期借款	1707.27	1707.27	1707.27	1707.27	<b>利润总额</b>	<b>276.52</b>	<b>320.02</b>	<b>371.64</b>	<b>425.96</b>
其他负债	171.87	171.87	171.87	171.87	减:所得税	41.68	38.25	43.75	50.39
<b>负债合计</b>	<b>2856.32</b>	<b>3298.12</b>	<b>3824.46</b>	<b>4303.80</b>	净利润	234.84	281.76	327.90	375.57
股本	579.24	579.24	579.24	579.24	减:少数股东损益	0.96	1.16	1.35	1.54
资本公积	546.39	546.39	546.39	546.39	归属母公司股东净利润	233.88	280.61	326.55	374.03
留存收益	1316.96	1528.07	1773.74	2055.14	<b>现金流量表</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
归属母公司股东权益	2442.59	2653.70	2899.38	3180.77	经营性现金净流量	497.19	548.07	602.67	648.12
少数股东权益	41.15	42.31	43.65	45.20	投资性现金净流量	-1208.59	-790.72	-790.72	-790.72
<b>股东权益合计</b>	<b>2483.74</b>	<b>2696.01</b>	<b>2943.03</b>	<b>3225.97</b>	筹资性现金净流量	356.61	258.58	237.74	203.94
负债和股东权益合计	5340.07	5994.13	6767.49	7529.76	<b>现金流量净额</b>	<b>-354.78</b>	<b>15.93</b>	<b>49.70</b>	<b>61.34</b>

数据来源：西南证券

## 独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

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。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。我公司及其雇员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。我公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

## 西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 西南证券研究发展中心

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼  
邮编：400023  
电话：（023）63725713  
网站：www.swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层  
邮编：100033  
电话：（010）57631234  
邮箱：research@swsc.com.cn