

经营稳扎稳打，重点开拓固废处理业务

投资要点

- **事件:** 日前, 我们与公司业务和未来发展情况进行了交流。
- **主营业务稳扎稳打, 固废处理业务为未来主要发展方向。** 年初定增完成后, 公司完成对创冠中国 100% 股权和燃气发展 30% 股权的收购, 实现了燃气业务的大幅增长, 培育出重要的利润增长点。同时, 并购创冠中国后公司的固废处理业务扩张到全国多个省市, 垃圾焚烧发电规模从 3000 吨/日增加到 14350 吨/日, 晋升成为我国垃圾焚烧商中的一流梯队。未来公司在传统业务稳步发展的基础上将重点发展固废业务, 固废业务将是长期的利润增长点和持续看点。
- **综合性的环保服务商, 能提供系统化的城市环境服务解决方案。** 公司是佛山市供排水的龙头企业, 定增完成后公司具备城市供排水、燃气供应、固废全处理链业务提供的能力, 是综合性的城市服务+环保服务商, 能提供系统化的城市环境服务解决方案, 业务范围广泛且全面, 平台型公司优势明显。
- **在建项目稳步推进, 期待南海模式的复制。** 公司多个项目建设稳步推进, 供排水领域, 新桂城水厂去年底投运, 南海供水业务目前正持续整合。污水处理领域, 污水管网委托运营和新建项目正持续进行。固废领域, 惠安二期项目(500 吨/日), 南海垃圾发电项目(1500 吨/日)及餐厨项目有望年内完成; 福清二期(300 吨/日)、金州项目(1000 吨/日)准备开建; 廊坊项目已建成(1000 吨/日), 因多方因素尚未投运, 预计年内取得突破。公司投资 20 亿元以上建设的南海固废环保产业园正稳步推进, 南海项目具备固废全产业链服务能力, 得到住建部及各政府和业界的认可, 未来期待该模式在全国更多地区实现复制。
- **联手复星, 外延式扩张想象空间进一步打开。** 公司联手复星集团成立复蓝环保, 复蓝环保类似于产业并购基金, 后续将以固废等环保项目的开拓为主要方向。复星集团是中国最大的民营企业之一, 在国内外拥有广泛知名度和影响力, 参控股数家上市企业, 投资实力强劲, 政府资源雄厚, 公司是系统化的城市服务商。两者的强强联合, 能够充分发挥各自的优势, 我们认为后续瀚蓝环境外延式的并购扩张和外阜业务的拓展有望加速, 想象空间将进一步打开。
- **估值与评级:** 预计公司 2015-2017 年 EPS 为 0.57 元、0.79 元、1.05 元, 对应 PE 分别为 38 倍、27 倍和 20 倍, 公司经营稳健, 现金流良好, 在环保板块属于业绩优良且滞涨品种, 联手复星后外延式增长预期进一步打开。我们维持公司“买入”评级, 给予公司 2015 年 45 倍估值, 对应目标价位为 25.7 元。
- **风险提示:** 竞争致毛利率下滑风险; 项目进展低于预期风险。

指标/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2435.30	3508.82	4484.49	5469.67
增长率	12.94%	44.08%	27.81%	21.97%
归属母公司净利润(百万元)	308.71	435.79	601.80	802.95
增长率	7.31%	41.16%	38.09%	33.43%
每股收益 EPS(元)	0.49	0.57	0.79	1.05
净资产收益率 ROE	13.60%	11.84%	14.44%	16.66%
PE	43.73	37.68	27.29	20.45
PB	4.93	4.46	3.94	3.41

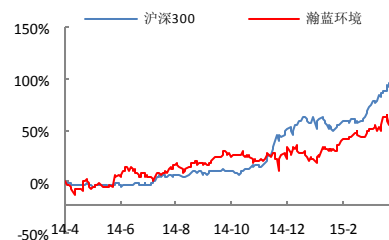
数据来源: Wind, 西南证券

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

联系人: 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)	7.66
流通 A 股(亿股)	4.88
52 周内股价区间(元)	9.83-21.98
总市值(亿元)	164.21
总资产(亿元)	109.80
每股净资产(元)	4.64

相关研究

1. 瀚蓝环境(600323): 传统业务持续增长, 固废及燃气业务表现亮眼 (2015-03-30)
2. 瀚蓝环境(600323): 业绩稳健增长, 待收购做大固废产业 (2014-08-12)

一、公司概况：佛山供排水龙头企业，固废是未来发展重点

公司是佛山市供排水的龙头企业，目前供排水业务市场占有率超过 80%，传统的供排水主营业务发展稳定且持续。“水十条”出台后，各地水务资产建设将迎来新一轮高潮，公司作为佛山地区水务龙头企业，后续佛山及周边水务项目的建设过程中，公司有望重点受益。

供水业务：供水设计能力 126 万立方米/日，供水范围覆盖南海区 700 多平方千米，服务人口 100 多万，供水水质一直到并超过国家规定的水质标准。2013 年起陆续开展供水整合，业务从批发延伸至终端。

污水处理业务：拥有 20 个污水处理项目的特许经营权，目前污水处理规模约 60 万立方米/日，涵盖生活污水处理、工业污水处理及污水管网运营。

固废处理业务：年初定增完成后，公司完成对创冠中国 100%股权和燃气发展 30%股权的收购，实现了燃气业务的大幅增长，培育出重要的利润增长点。同时，并购创冠中国后公司的固废处理业务扩张到全国多个省市，垃圾焚烧发电规模从 3000 吨/日增加到 14350 吨/日，晋升成为我国垃圾焚烧商中的一流梯队。

收购完成后，公司主营业务范围实现大幅度的扩大，目前公司三大主营业务的城市供排水、燃气和固废处理持续增长，经营稳扎稳打。未来公司在传统业务稳步发展的基础上将重点发展固废业务，固废业务将是公司长期的重要利润增长点和持续看点。

表 1：2014 年公司主要产销量数据

	生产量（立方米或吨）			销售量（立方米或吨）		
	2014 年	2013 年	变动比例(%)	2014 年	2013 年	变动比例(%)
供水	379,102,823	361,143,969	4.97%	363,833,455	349,811,165	4.01%
污水处理	170,501,973	176,346,841	-3.31%	205,245,282	206,006,291	-0.37%
固废处理						
其中：垃圾焚烧	663,267	629,201	5.41%	1,062,539	969,496	9.60%
垃圾转运	959,905	875,013	9.70%	959,905	875,013	9.70%
污泥处理	93,075	23,181	301.51%	93,075	23,181	301.51%
飞灰处理	32,934	27,549	19.55%	32,934	27,549	19.55%

数据来源：公司公告，西南证券整理

二、在建工程项目稳步推进，期待南海模式可复制性

公司多个在建项目建设稳步推进，业绩将持续释放。

供排水领域，新桂城水厂去年底投运，南海供水业务目前正持续整合。

污水处理领域，污水管网委托运营和新建项目正持续进行。

固废领域，惠安二期项目（500 吨/日），南海垃圾发电项目（1500 吨/日）及餐厨项目有望年中完成；福清二期（300 吨/日）、金州项目（1000 吨/日）准备开建；廊坊项目已建成（1000 吨/日），因多方因素尚未投运，预计年内能取得突破。

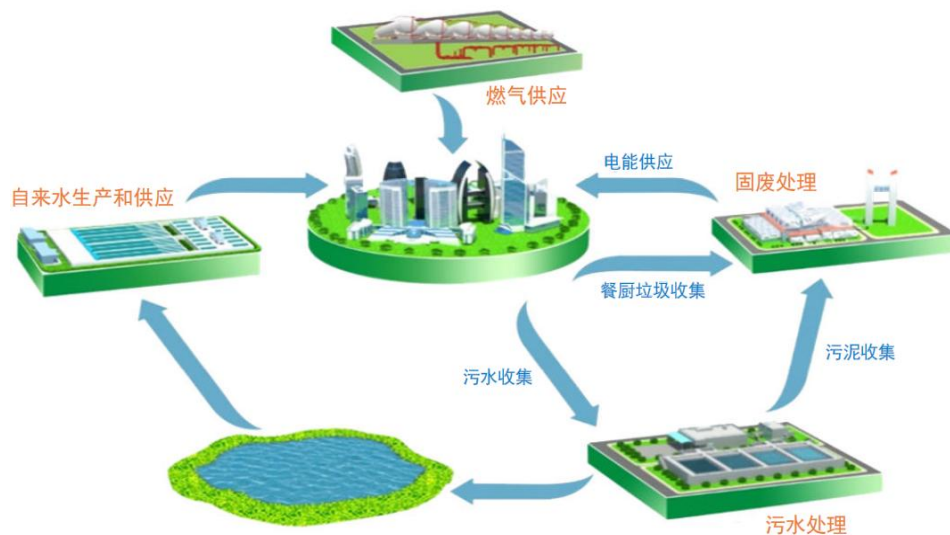
表 2：在建项目进程状况

项目	时间	规模（吨/日）	垃圾处理价格（元/吨）	进展
大连金州新区生活垃圾焚烧处理项目	2012 年 7 月	1000	78	前期工作完成，近期有望开工
贵阳市生活垃圾焚烧发电 BOT 特许经营项目	2013 年 5 月	2000		筹建（目前暂停）
惠安二期生活垃圾焚烧处理项目	2013 年 5 月	500（连同一期是 1200）		正在建设中，预计 5 月投产
福清二期生活垃圾焚烧处理项目	2014 年 6 月	300（连同一期是 900）		施工设计，准备建
廊坊市生活垃圾焚烧发电项目	2009 年 12 月	1000	58	已建成尚未投运，预计年内有突破
孝感市垃圾焚烧发电厂项目	2010 年 4 月	1050（一期 700）		暂时停工
南海垃圾焚烧一厂改扩建项目	2013 年	1500		正在建设中，预计 2015 年 6 月投产
南海餐厨垃圾处理项目	2014 年 1 月	项目总投资 2.59 亿元		BOT 项目，预计 6 月建成，将确认工程收入

数据来源：西南证券整理

公司投资 20 亿元以上建设的南海固废环保产业园正稳步推进，南海项目具备固废全产业链服务能力，得到住建部及各政府和业界的认可，未来期待该模式在全国更多地区的复制。

图 1：固废处理产业链模式



数据来源：公司公告，西南证券整理

三、联手复星集团，外延式扩张想象空间进一步打开

公司联手复星集团成立复蓝环保，复蓝环保类似于产业并购基金，后续将以固废等环保项目的开拓为主要方向。

复星集团是中国最大的民营企业之一，在国内外拥有广泛知名度和影响力，参控股数家上市企业，投资实力强劲，政府资源雄厚，公司是系统化的城市服务商。两者的强强联合，能够充分发挥各自的优势，我们认为后续瀚蓝环境外延式的并购扩张和外阜业务的拓展有望加速，想象空间将进一步打开。

四、盈利预测与投资建议

预计公司 2015-2017 年 EPS 为 0.57 元、0.79 元、1.05 元，对应 PE 分别为 38 倍、27 倍和 20 倍，公司经营稳健，现金流良好，在环保板块属于业绩优良且滞涨品种，联手复星集团后外延式增长预期进一步打开。我们维持公司“买入”评级，给予公司 2015 年 45 倍估值，对应目标价位为 25.7 元。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2435.30	3508.82	4484.49	5469.67	净利润	351.63	478.79	644.80	845.95
营业成本	1677.66	2381.76	3027.79	3685.44	折旧与摊销	233.79	744.38	744.38	944.38
营业税金及附加	14.81	21.34	27.28	33.27	财务费用	95.07	205.01	216.85	200.33
销售费用	71.55	103.51	143.50	164.09	资产减值损失	2.17	1.63	1.63	1.63
管理费用	120.02	173.69	224.22	273.48	经营营运资本变动	1715.96	-317.64	-168.03	-406.93
财务费用	95.07	205.01	216.85	200.33	其他	-1568.09	201.00	181.43	183.33
资产减值损失	2.17	1.63	1.63	1.63	经营活动现金流净额	830.53	1313.16	1621.05	1768.68
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-905.76	-2000.00	-1000.00	-500.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-160.95	12.38	12.38	12.38
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1066.71	-1987.62	-987.62	-487.62
营业利润	454.01	621.88	843.23	1111.43	短期借款	118.00	1276.74	1168.73	436.82
其他非经营损益	13.38	16.50	16.50	16.50	长期借款	3247.08	3247.08	3247.08	3247.08
利润总额	467.39	638.38	859.73	1127.93	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	115.76	159.60	214.93	281.98	支付股利	-57.92	-83.10	-114.76	-153.12
净利润	351.63	478.79	644.80	845.95	其他	-2950.51	-3568.76	-4739.34	-4614.80
少数股东损益	42.92	43.00	43.00	43.00	筹资活动现金流净额	356.64	871.96	-438.29	-1084.02
归属母公司股东净利润	308.71	435.79	601.80	802.95	现金流量净额	120.47	197.50	195.14	197.03
资产负债表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	854.28	701.76	896.90	1093.93	成长能力				
应收和预付款项	558.79	712.67	818.37	1112.49	销售收入增长率	12.94%	44.08%	27.81%	21.97%
存货	97.02	141.16	215.05	276.34	营业利润增长率	8.97%	36.97%	35.59%	31.81%
其他流动资产	45.44	45.44	45.44	45.44	净利润增长率	7.31%	36.16%	34.67%	31.20%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-	99.57%	14.70%	24.82%
投资性房地产	20.50	17.24	13.99	10.73	获利能力				
固定资产和在建工程	4385.41	5849.22	6313.03	6076.83	毛利率	31.11%	32.12%	32.48%	32.62%
无形资产和开发支出	4568.75	4366.25	4163.75	3961.25	三费率	11.77%	13.74%	13.04%	11.66%
其他非流动资产	279.80	405.29	401.23	397.18	净利率	14.44%	13.65%	14.38%	15.47%
资产总计	10979.85	12239.03	12867.75	12974.19	ROE	13.60%	11.84%	14.44%	16.66%
短期借款	118.00	1276.74	1168.73	436.82	ROA	5.30%	6.88%	8.36%	10.23%
应付和预收款项	2565.68	2660.78	2867.47	3012.98	ROIC	9.99%	8.81%	9.23%	10.90%
长期借款	3247.08	3247.08	3247.08	3247.08	EBITDA/销售收入	32.64%	45.21%	40.58%	41.53%
其他负债	1360.73	956.80	956.80	956.80	营运能力				
负债合计	7291.49	8141.40	8240.08	7653.68	总资产周转率	0.23	0.29	0.35	0.42
股本	716.80	716.80	716.80	716.80	固定资产周转率	0.81	0.91	1.35	1.20
资本公积	1060.21	1060.21	1060.21	1060.21	应收账款周转率	11.42	13.78	14.66	12.92
留存收益	1552.05	1904.73	2391.77	3041.61	存货周转率	17.29	16.87	14.08	13.34
归属母公司股东权益	3329.06	3681.74	4168.78	4818.61	销售毛利率/净利率	1.10	——	——	——
少数股东权益	359.30	402.30	445.30	488.30	资本结构				
股东权益合计	3688.36	4084.04	4614.08	5306.92	资产负债率	65.04%	66.52%	64.04%	58.99%
负债和股东权益合计	10979.85	12239.03	12867.75	12974.19	带息债务/总负债	48.86%	55.57%	53.59%	48.13%
					流动比率	0.35	0.34	0.41	0.60
					速动比率	0.31	0.30	0.36	0.52
					股利支付率	18.76%	19.07%	19.07%	19.07%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	794.93	1586.44	1819.63	2271.31	每股收益	0.49	0.57	0.79	1.05
PE	43.73	37.68	27.29	20.45	每股净资产	4.34	4.80	5.44	6.29
PB	4.93	4.46	3.94	3.41	每股经营现金	1.08	1.71	2.12	2.31
PS	6.74	4.68	3.66	3.00	每股股利	0.08	0.11	0.15	0.20
EV/EBITDA	23.98	12.78	11.11	8.60					
股息率	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，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，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

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

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@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

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

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn