

**瀚蓝环境 ( 600323 )**
**强烈推荐**
**行业：水务**

# 创冠并表固废业务大幅增长，自来水业务盈利改善可期

公司公告，2015年上半年实现收入 16.65 亿 ( +47.22% )，归属于母公司净利润 1.89 亿 ( +15.15% )，略低于市场预期。

## 投资要点：

- ✧ **创冠并表固废业务大幅增长，自来水业务短期下滑拖累业绩。** ( 1 ) 公司固废业务实现收入 5.12 亿 ( +184.59% )，净利润 1.2 亿 ( +153.56% )，主要源于创冠并表和南海产业园的增长，毛利率整体趋于稳定。 ( 2 ) 自来水业务实现收入 3.11 亿 ( 32.43% )，实现净利润 1043 万 ( -85.34% )，主要受供水子公司亏损、新桂城水厂投产后新增折旧以及桂城增压泵站费用和财务费用的增加，毛利率下滑 19.34% , 净利率下滑 26.91% 。 ( 3 ) 燃气业务实现收入 6.84 亿 ( 15.47% )，净利润 1.22 亿 ( +28.51% )，污水业务实现收入 9445 万 ( -0.41% )，净利润 3075 万 ( -2.58% )
- ✧ **固废业务下半年由于项目投产持续增长，未来受益于南海产业园的拓展和创冠项目的持续投运。** 公司南海产业园 15 年 7 月新投产垃圾焚烧一厂 ( 1500 吨 / 日产能 ) 和餐厨垃圾处理项目 ( 300 吨 / 日产能 )，创冠廊坊 1000 吨产能 7 月投产，下半年业绩持续增长。此外，南海产业园是国内唯一集垃圾收运、生活垃圾、餐厨垃圾、飞灰、污泥处置一体并且实现终端协同发展的产业园，其发展模式有望在对污泥、餐厨等处理需求旺盛的一二线城市拓展。子公司创冠 15 年投运焚烧产能将达到 6600 吨 / 日，未来在手 2750 吨 / 日产能带来增量业绩 ( 除去暂停的 2000 吨贵阳项目 )。
- ✧ **自来水将受益于管理效率的提高和自来水价改革调释放利润空间。** 上半年，公司获得大沥和樵南 60% 股权，完成南海区的供水整合，整合后营运效率有望提高。近期，南海区已启动水价调整工作，预计后期将提升公司盈利水平。其次，桂城水厂搬迁造成的折旧费未来也有望在土地补偿收益中得到平衡。
- ✧ **价值性地方环保平台，静待弹性提升。** 公司是我们现目前比较看好的地方性平台，处于价值投资区间，并且未来弹性有望提升，主要基于： ( 1 ) 公司内生增长好于大多数地方环保平台，并且我们看好南海产业园模式的拓展。 ( 2 ) 管理层动力比较强，积极推进并购、引入战投以及员工持股。 ( 3 ) 公司传统业务现金流较好，每年 8 亿左右经营现金流净额，并且瀚蓝广场和桂城土地补偿未来将产生比较大的现金回流。我们预计 15~17 年 EPS0.55 、 0.71 、 0.98 元，对应 PE21 、 16 、 12 倍，我们给予 16 年 24 倍 PE ，目标价 17.75 元，强烈推荐。
- ✧ **风险提示：**项目推进不及预期、财务状况恶化、政策推行不及预期

**作者**

署名人：张雷

S0960511020006

0755-82026705

zanglei@china-invs.cn

**参与人：罗文**

S0960114120011

0755-82026951

luowen@china-invs.cn

**6 - 12 个月目标价： 17.75**

当前股价： 11.06

评级调整： 首次

**基本资料**

总股本(百万股)	766
流通股本(百万股)	579
总市值(亿元)	85
流通市值(亿元)	64
成交量(百万股)	16.46
成交额(百万元)	184.15

**股价表现**

**相关报告**

## 主要财务指标

单位 : 百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2435	3472	4047	4910
收入同比(%)	13%	43%	17%	21%
归属母公司净利润	309	394	508	704
净利润同比(%)	7%	27%	29%	39%
毛利率(%)	31.1%	30.6%	32.0%	32.5%
ROE(%)	9.3%	10.8%	12.5%	15.1%
每股收益(元)	0.43	0.55	0.71	0.98
P/E	26.93	21.13	16.37	11.81
P/B	2.50	2.28	2.04	1.79
EV/EBITDA	16	11	9	8

资料来源：中国中投证券研究总部

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	1556	1222	1369	1958
现金	854	300	347	781
应收账款	213	267	275	286
其它应收款	50	61	72	87
预付账款	296	410	468	564
存货	97	145	165	199
其他	46	40	42	41
<b>非流动资产</b>	9424	10047	10715	11342
长期投资	0	0	0	0
固定资产	3005	3554	3752	3768
无形资产	4242	4964	5749	6524
其他	2177	1529	1214	1050
<b>资产总计</b>	10980	11269	12085	13300
<b>流动负债</b>	3652	3069	2928	3207
短期借款	118	306	100	100
应付账款	895	1077	1310	1546
其他	2638	1686	1518	1562
<b>非流动负债</b>	3640	4125	4589	4843
长期借款	2796	3596	4096	4396
其他	844	529	492	447
<b>负债合计</b>	7291	7194	7517	8050
少数股东权益	359	424	500	593
股本	717	717	717	717
资本公积	1060	1060	1060	1060
留存收益	1524	1846	2264	2851
归属母公司股东权益	3329	3651	4068	4656
<b>负债和股东权益</b>	10980	11269	12085	13300

**现金流量表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	829	-170	1461	1676
净利润	352	458	583	798
折旧摊销	234	255	293	324
财务费用	95	302	362	376
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	126	-1026	216	170
其它	23	-158	5	8
<b>投资活动现金流</b>	-1067	-885	-956	-950
资本支出	1075	90	90	80
长期投资	0	-0	0	0
其他	8	-796	-866	-870
<b>筹资活动现金流</b>	357	501	-458	-293
短期借款	59	188	-206	0
长期借款	1734	800	500	300
普通股增加	138	0	0	0
资本公积增加	642	0	0	0
其他	-2216	-486	-752	-593
<b>现金净增加额</b>	119	-554	47	433

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	2435	3472	4047	4910
营业成本	1678	2411	2754	3316
营业税金及附加	15	21	24	29
营业费用	72	35	32	25
管理费用	120	174	198	236
财务费用	95	302	362	376
资产减值损失	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	454	529	674	925
营业外收入	17	13	15	15
营业外支出	4	3	2	1
<b>利润总额</b>	467	539	686	939
所得税	116	81	103	141
<b>净利润</b>	352	458	583	798
少数股东损益	43	65	76	94
<b>归属母公司净利润</b>	309	394	508	704
EBITDA	783	1085	1330	1625
EPS (元)	0.43	0.55	0.71	0.98
<b>主要财务比率</b>				
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力</b>				
营业收入	12.9%	42.6%	16.6%	21.3%
营业利润	9.0%	16.5%	27.4%	37.3%
归属于母公司净利润	7.3%	27.5%	29.1%	38.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	31.1%	30.6%	32.0%	32.5%
净利率	12.7%	11.3%	12.6%	14.3%
ROE	9.3%	10.8%	12.5%	15.1%
ROIC	6.0%	8.2%	9.7%	11.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	66.4%	63.8%	62.2%	60.5%
净负债比率	50.38%	65.35%	62.48%	60.82%
流动比率	0.43	0.40	0.47	0.61
速动比率	0.40	0.35	0.41	0.55
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.29	0.31	0.35	0.39
应收账款周转率	15	14	14	17
应付账款周转率	2.57	2.44	2.31	2.32
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.43	0.55	0.71	0.98
每股经营现金流(最新摊薄)	1.16	-0.24	2.04	2.34
每股净资产(最新摊薄)	4.64	5.09	5.68	6.50
<b>估值比率</b>				
P/E	26.93	21.13	16.37	11.81
P/B	2.50	2.28	2.04	1.79
EV/EBITDA	16	11	9	8

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

张镭,中国中投证券研究所首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

罗文,中国中投证券环保行业分析师,中山大学岭南学院金融学士,香港中文大学工商管理学院金融硕士

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

**中国中投证券有限责任公司研究总部**

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务  
中心 A 座 19 楼  
邮编：518000  
传真：( 0755 ) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际  
大厦 15 层  
邮编：100032  
传真：( 010 ) 63222939

### 上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大  
厦 5 楼  
邮编：200082  
传真：( 021 ) 62171434