

## 证券研究报告

## 公司研究——事项点评

## 瀚蓝环境（600323.sh）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持 2015.10.30

范海波 CFA，行业分析师  
 执业编号：S1500510120021  
 联系电话：+86 10 63081252  
 邮 箱：fanhaibo@cindasc.com

吴漪 行业分析师  
 执业编号：S1500512110003  
 联系电话：+86 10 63081085  
 邮 箱：wuyi@cindasc.com

丁士涛 行业分析师  
 执业编号：S1500514080001  
 联系电话：+86 10 63080936  
 邮箱：dingshitao@cindasc.com

王伟 行业分析师  
 执业编号：S1500515070001  
 联系电话：+86 10 63081273  
 邮箱：wangwei2@cindasc.com

相关研究  
 《业绩大幅提升，外延扩张能力不断加强》  
 2015.10.30

信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO.,LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院  
 1号楼6层研究开发中心  
 邮编：100031

# 拟定增收购燃气发展剩余股权，提升盈利能力

2015年11月17日

**事件：**2015年11月17日，瀚蓝环境发布公告，拟非公开发行A股股票不超过77,824,266股，募集资金总额不超过93,000万元，扣除发行费用后的募集资金净额拟用于收购燃气有限持有的燃气发展30%股权，建设大连金州新区生活垃圾焚烧发电项目，和偿还部分公司债。

**点评：**

- **拟向三家公司定增，收购燃气发展剩余30%股权。**公司本次非公开发行股票数量不超过77,824,266股。其中，燃气有限以其持有燃气发展价值23,000万元的股权认购19,246,861股，惟冉投资出资60,000万元认购50,209,205股，赛富通泽出资10,000万元认购8,368,200股。本次定增的增发价为11.95元/股，募集资金总额不超过93,000万元。扣除发行费用的净额中，38,570万元用于收购燃气发展公司的剩余30%股权，54,073.24万元投入大连金州新区生活垃圾焚烧发电项目，剩余偿还部分2016年7月到期的公司债。
- **燃气发展成为全资子公司，提升盈利能力。**根据2014年12月瀚蓝环境首次收购燃气发展70%股权时的业绩承诺，15-16年度，燃气发展的净利润分别不低于13,124.73万元和13,244.62万元，具有较强的盈利能力，资产质量良好。通过收购燃气发展股权，公司的盈利能力将进一步提升。燃气发展成为公司全资子公司后，公司环保业务结构得到进一步完善，而燃气发展良好的盈利能力和现金流，将支持公司的业务扩张，加强公司的可持续发展能力。以收购价和公司15年净利润测算，本次收购的P/E为9.8倍，收购价格合理。
- **公司十三五确立“综合环境服务领跑者”定位。**公司明确以固废处理为突破口，实施全国性的业务扩张。本次募集资金中，54,073.24万元用于投资“大连金州新区生活垃圾焚烧发电项目”，在瀚蓝环境完成收购创冠中国股权后，进一步增加垃圾处理能力，以及提高公司在固废处理业务的行业地位。项目顺利实施和投产后，公司的固废处理业务规模将增加1,000吨/日，预计项目达产后将为公司增加约8,000万元的营业收入，营业利润超过3,000万元。
- **盈利预测及评级：**我们预计公司15-17年实现EPS 0.56元、0.67元、0.84元。我们看好公司从区域型环保公司向全国综合环保服务商的转型及公司后续的外延扩张能力，维持“增持”评级。
- **风险因素：**政策支持不达预期；在建项目不能如期投产运营；财务风险。

**公司报告首页财务数据**

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,001.45	2,435.30	3,348.06	3,991.17	4,432.83
增长率 YoY %	13.12	143.18	37.48	19.21	11.07
归属母公司净利润(百万元)	233.88	308.71	428.64	511.80	647.00
增长率 YoY%	22.93	32.00	38.85	19.40	26.42
毛利率%	38.50	31.11	35.53	37.60	38.74
净资产收益率 ROE%	9.93	10.70	10.95	10.76	12.12
每股收益 EPS(元)	0.31	0.40	0.56	0.67	0.84
市盈率 P/E(倍)	45	34	24	20	16
市净率 P/B(倍)	4.0	2.9	2.3	2.1	1.9

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2015 年 11 月 16 日收盘价

资产负债表

	单位:百万元				
会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	832.62	1,556.14	1,280.53	1,738.72	2,624.04
货币资金	392.10	854.28	386.27	710.43	1,504.44
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	79.67	213.24	293.16	349.47	388.14
预付账款	254.61	295.50	380.18	438.70	478.32
存货	52.04	97.02	124.82	144.03	157.04
其他	54.20	96.10	96.10	96.10	96.10
<b>非流动资产</b>	4,595.79	9,423.71	11,189.12	11,526.79	11,497.56
长期投资	508.02	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,199.31	3,005.15	3,683.71	6,093.15	6,473.04
无形资产	1,777.17	4,241.63	4,062.78	3,895.09	3,721.80
其他	1,111.28	2,176.94	3,442.63	1,538.55	1,302.72
<b>资产总计</b>	5,428.40	10,979.85	12,469.65	13,265.51	14,121.60
<b>流动负债</b>	1,209.33	3,651.53	3,937.61	4,175.77	4,338.31
短期借款	59.45	118.00	118.00	118.00	118.00
应付账款	300.60	895.45	1,152.05	1,329.37	1,449.44
其他	849.29	2,638.08	2,667.56	2,728.40	2,770.87
<b>非流动负债</b>	1,735.33	3,639.97	3,626.37	3,626.37	3,626.37
长期借款	1,061.83	2,796.22	2,796.22	2,796.22	2,796.22
其他	673.49	843.75	830.16	830.16	830.16
<b>负债合计</b>	2,944.66	7,291.49	7,563.98	7,802.14	7,964.69
少数股东权益	41.15	359.30	403.50	449.39	495.94
<b>归属母公司股东权益</b>	2,442.59	3,329.06	4,502.17	5,013.97	5,660.97
<b>负债和股东权益</b>	5,428.40	10,979.85	12,469.65	13,265.51	14,121.60

重要财务指标

	单位:百万元				
主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,001.45	2,435.30	3,348.06	3,991.17	4,432.83
同比	13.12%	143.18%	37.48%	19.21%	11.07%
归属母公司净利润	233.88	308.71	428.64	511.80	647.00
同比	22.93%	32.00%	38.85%	19.40%	26.42%
毛利率	38.50%	31.11%	35.53%	37.60%	38.74%
ROE	9.93%	10.70%	10.95%	10.76%	12.12%
每股收益(元)	0.40	0.48	0.58	0.67	0.84
P/E	45	34	24	20	16
P/B	4.0	2.9	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	17.52	17.07	13.39	11.86	10.04

利润表

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	1,001.45	2,435.30	3,348.06	3,991.17	4,432.83
营业成本	615.92	1,677.66	2,158.40	2,490.63	2,715.58
营业税金及附加	6.60	14.81	20.37	24.28	26.96
营业费用	0.00	71.55	83.70	83.81	93.09
管理费用	72.34	120.02	194.19	247.45	274.84
财务费用	86.39	95.07	317.91	466.13	475.36
资产减值损失	2.25	2.17	3.13	3.73	4.15
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	47.67	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	265.61	454.01	570.36	675.13	842.85
营业外收入	12.46	17.23	17.23	17.23	17.23
营业外支出	1.54	3.85	3.85	3.85	3.85
<b>利润总额</b>	276.52	467.39	583.74	688.52	856.23
所得税	41.68	115.76	110.91	130.82	162.68
<b>净利润</b>	234.84	351.63	472.83	557.70	693.55
少数股东损益	0.96	42.92	44.19	45.90	46.54
<b>归属母公司净利润</b>	233.88	308.71	428.64	511.80	647.00
EBITDA	560.85	815.72	1,090.10	1,231.46	1,453.81
EPS (摊薄)	0.31	0.40	0.56	0.67	0.84

现金流量表

	单位:百万元				
会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	496.56	829.20	1,073.96	1,205.74	1,363.26
净利润	234.84	351.63	472.83	557.70	693.55
折旧摊销	181.42	233.79	331.51	368.09	422.73
财务费用	102.91	114.53	174.85	174.85	174.85
投资损失	-47.67	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营运资金变动</b>	42.82	126.15	90.55	100.39	67.09
其它	-17.77	3.10	4.22	4.71	5.04
投资活动现金流	-1,208.59	-1,066.71	-2,148.46	-706.73	-394.39
资本支出	-680.28	-1,073.67	-2,148.46	-706.73	-394.39
长期投资	-32.78	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-495.52	6.96	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	356.61	356.64	569.63	-174.85	-174.85
吸收投资	2.25	131.45	744.48	0.00	0.00
借款	266.16	711.58	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	161.80	225.56	174.85	174.85	174.85
现金净增加额	-355.42	119.14	-504.87	324.15	794.02

## 分析师简介

**范海波**, CFA, 行业高级研究员。中国科学院理学(地球化学)硕士, 加拿大 Concordia 大学管理学(金融)硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师, 在加拿大学习工作 7 年, 从事北美金融市场实证研究, 多篇金融市场论文在包括 *Review of Futures Markets*, *Journal of Portfolio Management*, *Journal of Trading* 等著名欧美期刊发表。

**吴漪**, 行业研究员。北京大学化学学士、环境生态学硕士。2010 年加入信达证券。

**丁士涛**, 行业研究员。中央财经大学管理学硕士, 3 年银行业工作经验, 2012 年 2 月加盟信达证券研究开发中心。

**王伟**, 行业研究员。澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士, 矿产大宗商品行业 1 年工作经验, 2013 年 4 月加盟信达证券研究开发中心。

## 环保行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码								
华西能源	002630	东江环保	002672	桑德环境	000826	瀚蓝环境	600323	盛运股份	300090
凯美特气	002549	迪森股份	300335	三维丝	300056	雪迪龙	002658	先河环保	300137
国中水务	600187	中国天楹	000035	龙净环保	600388	格林美	002340		

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘 晨	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	高 放	010-63081256	13691257256	gaofang@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投資目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推測仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入：股价相对强于基准 20% 以上；	看高：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。