

瀚蓝环境 (600323.SH) 燃气水务行业

评级：增持 维持评级

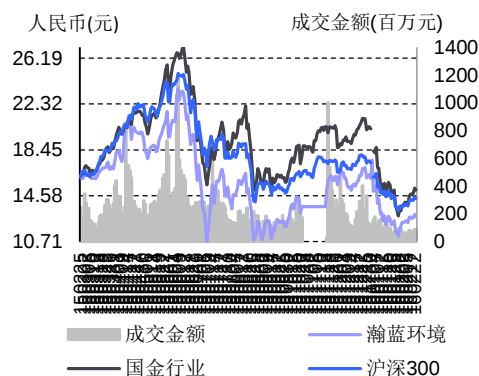
公司点评

市场价格(人民币)：12.80 元
 目标价格(人民币)：14.20-14.20 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	628.71
总市值(百万元)	9,808.18
年内股价最高最低(元)	23.61/10.71
沪深 300 指数	3089.36
上证指数	2903.33



相关报告

- 1.《业绩增速稳定，经营状况持续改善-瀚蓝环境三季报点评：业绩增速...》，2015.10.20
- 2.《放眼大固废领域，探索环保小 PPP 模式-瀚蓝环境：放眼大固废...》，2015.9.10

持续外延收购，或为未来异地扩张奠定基础

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015	2016	2017
摊薄每股收益(元)	0.49	0.46	0.55	0.68	0.76
每股净资产(元)	4.38	5.15	5.37	6.01	6.73
每股经营性现金流(元)	1.20	1.16	3.11	2.04	2.23
市盈率(倍)	21.61	31.46	23.25	18.71	16.79
净利润增长率(%)	33.5%	-6.1%	19.7%	24.3%	11.5%
净资产收益率(%)	10.7%	5.1%	4.7%	5.2%	5.0%
总股本(百万股)	579.24	716.80	766.26	766.26	766.26

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 瀚蓝环境 23 日晚间发布公告，宣布旗下全资子公司瀚蓝固废以 3000 万资金购买福建中雁持有的漳州中雁公司 70% 的股权，漳州中雁已中标漳州南部生活垃圾焚烧发电项目。

经营分析

- 完善福建项目网的布局：漳州南部项目处理费用 85 元/吨，规模在 1000 吨/日，显著好于最近市场披露出的同行中标价格。我们估计项目建成后，年收入规模在 2700 万元，盈利水平将明显高于目前市场平均水平。公司目前在福建有 5 处垃圾焚烧项目，均为接手的创冠项目，此次收购福建漳州项目，将有利于进一步巩固福建项目网，为未来公司在福建进一步拓展固废业务打下良好基础。
- 公司最近扩张并购动作频频，或为未来异地扩张布局：公司最近密集发布了一系列收购公告，加速在固废领域规模扩张的步伐。1 月底，公司收购哈尔滨、大庆、牡丹江三市餐厨垃圾项目股权，合计为公司增加 800 吨/日的潜在餐厨处理能力。我们认为，公司在继续收尾创冠的垃圾焚烧项目的同时，也在积极布局其他异地处理基地，我们看好公司在先期布局后，将南海固废园部分或全部复制到当地的潜力。
- 水价调整是近期盈利的有利因素：佛山市 15 年底全面实行阶梯水价后，我们预计，在水务方面，将累计提高公司近 9% 的盈利水平，此外，阶梯水价施行后，带来的污水处理费的后续上涨，将进一步利好污泥处理业务，进一步带动公司业绩提升。

盈利调整

- 我们给予公司 2015/2016 净利润 4.04/5.24 亿的预测，对应 EPS 0.55/0.68 元/股。

投资建议

- 目前股价对应摊薄后 18.7x16PE，在可类比标的中处于较低水平，安全边际较高。我们看好公司未来异地扩张的前景和南海模式的可复制性。维持增持评级。

戚政韬

CFA 联系人
 (8621)60230246
 qizhengtao@gjzq.com.cn

张磊

联系人
 (8621)61038296
 zhanglei1@gjzq.com.cn

张帅

分析师 SAC 执业编号：S1130511030009
 (8621)60230213
 zhangshuai@gjzq.com.cn

公司财务报表摘要

损益表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
主营业务收入	885	2,156	2,435	3,468	4,150	4,807
增长率		144%	13%	42%	20%	16%
主营业务成本	-525	-1,506	-1,678	-2,365	-2,727	-3,171
% 销售收入	59.3%	69.8%	68.9%	68.2%	65.7%	66.0%
毛利	360	651	758	1,103	1,424	1,636
% 销售收入	40.7%	30.2%	31.1%	31.8%	34.3%	34.0%
营业税金及附加	-5	-14	-15	-35	-42	-48
% 销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	0	-57	-72	-104	-125	-144
% 销售收入	0.0%	2.6%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用	-55	-97	-120	-173	-208	-240
% 销售收入	6.2%	4.5%	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润（EBIT）	300	484	551	790	1,050	1,204
% 销售收入	33.9%	22.4%	22.6%	22.8%	25.3%	25.0%
财务费用	-98	-65	-95	-248	-297	-357
% 销售收入	11.1%	3.0%	3.9%	7.1%	7.2%	7.4%
资产减值损失	0	-2	-2	-5	-7	-9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	22	0	0	0	0	0
% 税前利润	9.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	224	417	454	538	746	837
营业利润率	25.3%	19.3%	18.6%	15.5%	18.0%	17.4%
营业外收支	1	11	13	75	50	50
税前利润	224	428	467	613	796	887
利润率	25.3%	19.8%	19.2%	17.7%	19.2%	18.5%
所得税	-32	-96	-116	-153	-199	-222
所得税率	14.4%	22.4%	24.8%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	192	332	352	460	597	665
少数股东损益	2	44	43	56	73	81
归属于母公司的净利润	190	288	309	404	524	584
净利率	21.5%	13.3%	12.7%	11.6%	12.6%	12.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
净利润	192	332	352	460	597	665
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	164	210	238	351	415	481
非经营收益	83	80	114	248	297	357
营运资金变动	58	71	126	1,324	253	208
经营活动现金净流	497	693	829	2,382	1,562	1,711
资本开支	-531	-754	-1,074	-2,150	-2,193	-2,237
投资	-202	5	7	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-732	-749	-1,067	-2,150	-2,193	-2,237
股权募资	460	-223	-94	-332	-402	-474
债权募资	-43	-36	712	2,042	991	1,189
其他	-1	250	-261	0	0	0
筹资活动现金净流	416	-8	357	1,710	589	716
现金净流量	181	-64	119	1,942	-42	190

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
货币资金	748	723	854	2,796	2,754	2,944
应收款项	49	89	213	380	567	790
存货	25	88	97	0	0	0
其他流动资产	55	321	392	0	0	0
流动资产	876	1,220	1,556	3,176	3,321	3,734
% 总资产	18.9%	21.1%	14.2%	22.5%	20.4%	20.0%
长期投资	255	0	0	0	0	0
固定资产	1,125	1,535	3,005	4,219	5,425	6,600
% 总资产	24.3%	26.5%	27.4%	29.9%	33.4%	35.4%
无形资产	2,380	3,033	6,419	6,711	7,510	8,325
非流动资产	3,759	4,568	9,424	10,930	12,935	14,925
% 总资产	81.1%	78.9%	85.8%	77.5%	79.6%	80.0%
资产总计	4,635	5,788	10,980	14,106	16,256	18,659
短期借款	0	59	118	248	297	357
应付款项	242	410	895	2,375	2,835	3,293
其他流动负债	483	1,044	2,638	2,491	2,981	3,453
流动负债	726	1,514	3,652	5,113	6,113	7,102
长期贷款	947	1,062	2,796	4,708	5,650	6,780
其他长期负债	661	673	844	171	-113	-377
负债	2,333	3,249	7,291	9,993	11,650	13,505
普通股股东权益	2,267	2,339	3,329	3,698	4,117	4,585
少数股东权益	35	201	359	415	488	570
负债股东权益合计	4,635	5,788	10,980	14,106	16,256	18,659

比率分析

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	0.367	0.490	0.460	0.551	0.684	0.762
每股净资产	3.974	4.384	5.146	5.368	6.010	6.726
每股经营现金净流	0.858	1.197	1.157	3.109	2.038	2.233
每股股利	0.100	0.100	0.107	0.110	0.137	0.152
回报率						
净资产收益率	7.96%	10.71%	5.09%	4.73%	5.15%	4.95%
总资产收益率	6.47%	8.32%	5.00%	5.57%	6.42%	6.40%
投入资本收益率	4.93%	7.71%	4.99%	5.07%	5.66%	5.41%
增长率						
主营业务收入增长率	18.40%	143.58%	12.94%	42.39%	19.69%	15.83%
EBIT增长率	18.26%	60.68%	13.99%	43.13%	32.77%	14.44%
净利润增长率	19.48%	72.98%	5.86%	30.77%	29.85%	11.45%
总资产增长率	18.72%	24.88%	89.69%	28.47%	15.24%	14.78%
资产管理能力						
应收账款周转天数	32.5	21.3	39.5	40.0	50.0	60.0
存货周转天数	17.1	21.4	21.1	21.0	21.0	21.0
应付账款周转天数	245.6	181.0	366.7	250.0	250.0	250.0
固定资产周转天数	-195.9	-138.3	-306.1	-189.0	-179.0	-169.0
偿债能力						
净负债/股	8.65%	15.69%	5.85%	52.51%	69.34%	81.35%
EBIT利息保障倍数	3.0	7.4	5.8	3.2	3.5	3.3
资产负债率	50.34%	56.13%	66.41%	70.84%	71.67%	72.38%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-07-08	增持	12.27	15.00~16.00
2	2014-08-11	增持	12.31	N/A
3	2014-08-15	增持	12.70	N/A
4	2015-09-10	增持	12.47	14.20~14.20
5	2015-10-30	增持	13.67	14.20~14.20

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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：021-60753903

传真：021-61038200

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：010-66216979

传真：010-66216793

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD