

谨慎增持

——维持

日期: 2016 年 3 月 15 日

行业: 电力、燃气及水的生产和供



SHANGHAI SECURITIES CO.,LTD.

冀丽俊

021-53686156

jilijun@shzq.com

从业证书编号: S0870510120017

基本数据 (2015)

报告日股价 (元)	11.91
12mth A 股价格区间 (元)	10.30/24.55
总股本 (百万股)	766.26
无限售 A 股/总股本	82.04%
流通市值 (亿元)	7412
每股净资产 (元)	5.73
PBR (X)	2.08

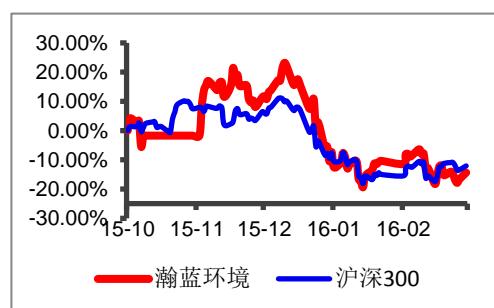
主要股东 (2015)

佛山市南海供水集团有限公司	17.98%
广东南海控股投资有限公司	11.92%

收入结构 (2015)

供水业务	20.84%
固废处理业务	29.84%
污水处理业务	5.16%
燃气业务	39.93%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: JLJ16-CT02

首次报告日期: 2014 年 12 月 4 日

相关报告:

瀚蓝环境 (600323)

证券研究报告/公司研究/公司动态

外延收购促业绩大增

■ 动态事项

公司公布 2015 年年报。2015 年, 公司实现营业收入 33.57 亿元, 同比增长 37.85%; 归属于上市公司股东的净利润 4.03 亿元, 同比增加 30.51%; EPS 为 0.53 元。

■ 主要观点

外延收购促业绩大增

公司主营业务包括供水业务、污水处理业务、固废处理业务和城市燃气供应业务。收入和利润大增主要是由于创冠中国并表和燃气业务的增长。

2015 年, 供水业务营业收入 6.99 亿元, 同比增长 28.74%。实现供水 3.87 亿立方米, 同比增长 6.38%, 业务量增长主要由于大沥镇和西樵镇供水整合工作完成, 公司全面完成了南海区供水整合工作, 供水产能达到 136 万立方米/日, 基本实现了全南海供水区域的全覆盖, 供水模式从原来的批发为主转变为零售到户。

污水处理实现营业收入 1.73 亿元, 同比下降 9.77%。污水处理量 2.01 亿立方米, 同比下降 1.83%, 收入下滑幅度较大主要由于受到污水处理增值税政策变化的影响。

固废处理实现营业收入 10.02 亿元, 同比增长 165.32%。业绩增长主要由于创冠中国业务量纳入合并范围及原有业务规模扩大的原因。其中垃圾焚烧 337.37 万吨, 同比增长 217.51%; 虽然增值税政策变化对固废处理收入造成一定负面影响, 但是固废处理业务依然大幅增长, 已成为公司盈利增长的核心动力。

燃气业务实现营业收入 13.4 亿元, 同比增长 6.29%, 天然气供应量 3.15 亿立方米, 同比增长 22.87%。业绩增长主要由于南海区大力推进清洁能源使用以及气源采购价格下降。

拟定增收购燃气公司剩余 30% 股权, 增强盈利能力

公司拟定增收购燃气发展公司的剩余 30% 股权、投入大连金州新区生活垃圾焚烧发电项目和偿还部分公司债。此次非公开发行后, 燃气发展将成为公司全资子公司, 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平现金流, 将支持公司的业务扩张, 加强公司的可持续发展能力。

定位于综合环境服务领跑者

公司已形成包括供水、污水处理、固废处理、城市燃气供应等循环相扣的完整环境服务产业链，具备为城市提供环境服务可持续发展规划、提供综合环境服务的能力。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。

公司建成的南海固废处理环保产业园，具备从生活垃圾收运、垃圾处理（含餐厨垃圾处理）、污泥处理、渗滤液及灰渣处理的完整产业链，是国内固废处理服务领域唯一一家可以提供完整固废处理服务的公司，且建设与运营水平处于全国前列，形成了固废处理的竞争优势。

表1 公司分产品情况

分产品	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上 年增减 (%)	营业成本比上 年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
供水业务	69949.7	54674.95	21.84	28.74	59.10	减少 14.92 个百分 点
污水处理	17323.38	11420.48	34.07	-9.77	1.87	减少 7.53 个百分 点
固废处理	100160.8	57230.98	42.86	165.32	141.02	增加 5.76 个百分 点
燃气业务	134054.5	100215.4	25.24	6.29	4.80	增加 1.06 个百分 点

数据来源：公司公告 上海证券研究所

表2 公司财务数据 单位：万元

科目	2015	2014	变动比例 (%)
营业收入	335696.7	243529.6	37.85
营业成本	230004.7	167765.8	37.10
销售费用	7474.302	7154.881	4.46
管理费用	21797.66	12002.29	81.61
财务费用	24619.91	9507.038	158.97
经营活动产生的现金流量净额	126265.8	82920.45	52.27
投资活动产生的现金流量净额	-168222	-106671	-57.70
筹资活动产生的现金流量净额	94592.75	35664.47	165.23
研发支出	3860.253	2660.526	45.09
企业所得税	12985.87	11576.39	12.18

数据来源：公司公告 上海证券研究所

■ 投资建议

未来六个月内，给予“谨慎增持”评级。

我们预测，2016、2017年公司营业收入分别为37.82亿元和44.0

亿元，同比增长为 12.67% 和 16.33%；归于母公司的净利润分别为 4.74 亿元和 5.64 亿元，同比增长 18.52% 和 18.31%；每股收益为 0.62 元和 0.74 元，对应的动态市盈率为 19.11 倍和 16.15 倍，公司估值略低于行业平均估值。考虑到政策对环保投入的加大以及清洁能源的推广使用，公司规模也处于扩张期，给予公司“谨慎增持”评级。

■ 风险因素

环保风险、整合风险、定价政策风险等。

表 3 公司盈利预测 单位：百万元

指标名称	2014A	2015A	2016E	2017E
一、营业收入	2,435.30	3,356.97	3,782.43	4,399.92
二、营业总成本	1,981.28	2,864.49	3,130.07	3,623.53
营业成本	1,677.66	2,300.05	2,547.57	2,945.94
营业税金及附加	14.81	26.04	34.04	39.60
销售费用	71.55	74.74	113.47	132.00
管理费用	120.02	217.98	245.86	285.99
财务费用	95.07	246.20	189.12	220.00
资产减值损失				
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	5.19	5.00	5.00
四、营业利润	454.01	497.67	657.36	781.39
加：营业外收入	17.23	87.82	20.00	20.00
减：营业外支出	3.85	9.99	0.00	0.00
五、利润总额	467.39	575.51	677.36	801.39
减：所得税	115.76	129.86	169.34	200.35
六、净利润	351.63	445.65	508.02	601.05
减：少数股东损益	42.92	42.75	30.48	36.06
归属于母公司所有者的净利润	308.71	402.90	477.54	564.98
最新总股本（百万股）	766.26	766.26	766.26	766.26
七、摊薄每股收益（元）	0.40	0.53	0.62	0.74

资料来源：Wind 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或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，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。