

评级：增持 维持评级

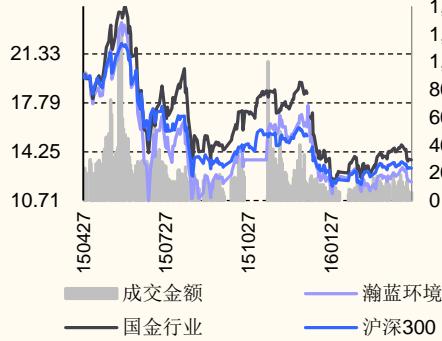
公司点评

市场价格（人民币）：12.07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)	9,248.81
年内股价最高最低(元)	23.61/10.71
沪深 300 指数	3162.03
上证指数	2946.67
人民币(元)	
成交金额(百万元)	
1,400	

**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	0.53	0.67	0.76
每股净资产(元)	4.38	5.15	6.41	7.02	7.71
每股经营性现金流(元)	1.20	1.16	1.65	3.69	1.99
市盈率(倍)	21.61	31.46	22.77	18.02	15.89
净利润增长率(%)	33.5%	-6.1%	15.2%	26.4%	13.4%
净资产收益率(%)	13.1%	9.5%	9.1%	6.4%	6.3%
总股本(百万股)	579.24	716.80	766.26	766.26	766.26

业绩简评

- 瀚蓝环境于 4 月 25 日晚间发布 1 季报，录得营业收入为 8.25 亿元，较上年同期增 5.81%；归属于母公司所有者的净利润为 1.06 亿元，较上年同期增 30.66%；EPS 为 0.14 元，较上年同期增 27.27%。

经营分析

- **燃气与固废业务是业绩提升的主要因素：**我们第一时间和公司交流后获悉，一季度公司燃气业务收入与上年同期基本持平，但因为采购价格的降低导致毛利润水平较明显提升，使整个板块业务利润较去年同期大幅增加。同时，一季度廊坊项目进料水平已经达到约 800 吨/天规模，我们估算，全年将贡献超过 2000 万收入。
- **大固废仍是今年公司的主要看点：**目前公司大连，黄石二期的项目已经开工，漳州南项目也在规划施工阶段，预期竣工后将为公司增加 2400 吨/天的处理能力。与此同时，我们密切关注公司同德国瑞曼迪斯的合作，预期公司今年将完成合资公司的设立以及危废业务初步布局的工作。德国瑞曼迪斯公司专注于危险废物的无害化处理和循环利用，将弥补瀚蓝环境在此领域的技术短板。
- **定增着眼于战略投资者的引进，短期内恢复仍取决于参与人备案的进度：**我们认为，公司此次定增一方面需要补充营运资金，另一方面也考虑到引入长期战略投资者以弥补公司异地发展的一些短板。我们注意到此次定增中止是由于复星方面参与主体备案进度拖后的原因造成的，考虑到目前整个行业备案收紧的大背景，我们认为短期内恢复与否仍具有不确定性。

盈利调整

- 我们依然看好公司作为低估值防守品种的潜力，维持公司 2016/2017 收入 39/43.3 亿元的预测，净利润 5.13/5.82 亿，对应 EPS 0.67/0.76 元/股。

投资建议

- 目前股价对应摊薄后 22x16PE，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

张帅

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

图表 1：瀚蓝环境主要财务指标

损益表 (人民币 百万元)							资产负债表 (人民币 百万元)						
	2012	2013	2014	2015	2016	2017		2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
主营业务收入	885	2,156	2,435	3,357	3,901	4,329	货币资金	748	723	854	1,379	4,707	6,557
增长率	144%	13%	38%	16%	11%		应收账款	49	89	213	242	320	356
主营业务成本	-525	-1,506	-1,678	-2,300	-2,513	-2,791	存货	25	88	97	139	144	161
%销售收入	59.3%	69.8%	68.9%	68.5%	64.4%	64.5%	其他流动资产	55	321	392	171	0	0
毛利	360	651	758	1,057	1,389	1,539	流动资产	876	1,220	1,556	1,931	5,171	7,073
%销售收入	40.7%	30.2%	31.1%	31.5%	35.6%	35.5%	%总资产	18.9%	21.1%	14.2%	15.6%	36.0%	43.4%
营业税金及附加	-5	-14	-15	-26	-39	-43	长期投资	256	0	0	20	0	0
%销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.8%	1.0%	1.0%	固定资产	1,125	1,535	3,005	3,491	3,400	3,307
营业费用	0	-57	-72	-75	-117	-130	%总资产	24.3%	26.5%	27.4%	28.2%	23.6%	20.3%
%销售收入	0.0%	2.6%	2.9%	2.2%	3.0%	3.0%	无形资产	2,380	3,033	6,419	6,917	5,809	5,902
管理费用	-55	-97	-120	-218	-234	-216	非流动资产	3,759	4,568	9,424	10,428	9,209	9,209
%销售收入	6.2%	4.5%	4.9%	6.5%	6.0%	5.0%	%总资产	81.1%	78.9%	85.8%	84.4%	64.0%	56.6%
息税前利润(EBIT)	300	484	551	738	998	1,149	资产总计	4,635	5,788	10,980	12,359	14,380	16,282
%销售收入	33.9%	22.4%	22.6%	22.0%	25.6%	26.5%	短期借款	0	59	118	165	214	257
财务费用	-98	-65	-95	-246	-257	-309	应付款项	242	410	895	1,016	2,665	2,965
%销售收入	11.1%	3.0%	3.9%	7.3%	6.6%	7.1%	其他流动负债	483	1,044	2,638	2,040	2,122	2,355
资产减值损失	0	-2	-2	1	-4	-4	流动负债	726	1,514	3,652	3,221	5,001	5,578
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	947	1,062	2,796	3,157	4,072	4,886
投资收益	22	0	0	5	0	0	其他长期负债	661	673	844	1,067	-73	-89
%税前利润	9.9%	0.0%	0.0%	0.9%	0.0%	0.0%	负债	2,333	3,249	7,291	7,445	9,001	10,375
营业利润	224	417	454	498	737	836	普通股股东权益	2,267	2,339	3,329	4,394	4,805	5,271
营业利润率	25.3%	19.3%	18.6%	14.8%	18.9%	19.3%	少数股东权益	35	201	359	519	574	636
营业外收支	1	11	13	78	0	0	负债股东权益合计	4,635	5,788	10,980	12,359	14,380	16,282
税前利润	224	428	467	576	737	836							
利润率	25.3%	19.8%	19.2%	17.1%	18.9%	19.3%							
所得税	-32	-96	-116	-130	-170	-192							
所得税率	14.4%	22.4%	24.8%	22.6%	23.0%	23.0%							
净利润	192	332	352	446	568	644							
少数股东损益	2	44	43	43	54	62							
归属于母公司的净利润	190	288	309	403	513	582							
净利率	21.5%	13.3%	12.7%	12.0%	13.2%	13.4%							
现金流量表 (人民币 百万元)							比率分析						
	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
净利润	192	332	352	446	568	644	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.367	0.490	0.460	0.530	0.670	0.760
非现金支出	164	210	238	500	404	327	每股净资产	3.974	4.384	5.146	6.413	7.020	7.708
非经营收益	83	80	114	265	257	309	每股经营活动现金净流	0.858	1.197	1.157	1.648	3.694	1.994
营运资金变动	58	71	126	52	1,602	248	每股股利	0.100	0.100	0.107	0.100	0.134	0.152
经营活动现金净流	497	693	829	1,263	2,831	1,528	回报率						
资本开支	-531	-754	-1,074	-1,322	-108	-110	净资产收益率	8.34%	13.08%	9.53%	9.07%	6.42%	6.26%
投资	-202	5	7	-360	0	0	总资产收益率	6.47%	8.32%	5.00%	5.98%	6.92%	7.03%
其他	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	4.93%	7.71%	4.99%	5.41%	5.88%	5.83%
投资活动现金净流	-732	-749	-1,067	-1,682	-108	-110	增长率						
股权筹资	460	-223	-94	516	-360	-425	主营业务收入增长率	18.40%	143.58%	12.94%	37.85%	16.21%	10.97%
债权筹资	-43	-36	712	422	964	857	EBIT增长率	18.26%	60.68%	13.99%	34.53%	34.65%	15.09%
其他	-1	250	-261	8	0	0	净利润增长率	19.48%	72.98%	5.86%	26.74%	27.42%	13.38%
筹资活动现金净流	416	-8	357	946	604	432	总资产增长率	18.72%	24.88%	89.69%	12.56%	16.35%	13.23%
现金净流量	181	-64	119	526	3,326	1,849	资产管理能力						

来源: Wind, 国金证券研究所

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
6	2016-02-24	增持	12.80	14.20~14.20
7	2016-03-12	增持	11.59	N/A

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 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 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%以上。

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