

瀚蓝环境（600323）研究报告

着眼大固废领域，优化治理迎新发展

买入（首次）

盈利及估值重要数据

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,357	3,919	4,355	5,081
同比(+/-%)	37.8%	16.7%	11.1%	16.7%
净利润(百万元)	403	464	633	768
同比(+/-%)	30.5%	15.1%	36.5%	21.3%
毛利率(%)	31.5%	30.4%	31.8%	31.9%
净资产收益率(%)	9.2%	10.0%	12.8%	14.4%
每股收益(元)	0.53	0.55	0.75	0.91
PE	23.45	22.44	16.44	13.55
PB	2.15	2.25	2.11	1.95

投资要点:

- **发力固废，全国布局：**1) 公司原名南海发展，上市后通过整合当地水务资产、收购创冠中国、燃气发展后逐步形成固废、燃气、污水、供水四大板块，拥有垃圾焚烧处理能力1.54万吨/日（当前0.92，远期0.62）。2) 公司未来将重点围绕生活垃圾、危废、餐厨垃圾、污泥处理等固废领域布局，打造收入重要构成。公司近期通过收购哈尔滨、大庆、牡丹江餐厨项目以及漳州垃圾焚烧项目，快速扩张下全国化的固废平台初步显现。3) 公司2015年与复星旗下复星惟实合作成立投资公司，借力资本实现进一步外延。
- **强强合作进军危废，异地并购扩张可期：**1) 佛山地区2014年全市危废产量高达6.9万吨但资质企业缺乏，处理需求迫切。2) 公司出资510万元（持股51%）与德国最大环保企业瑞曼迪斯（成立于1934年的全球前五环保企业，业务范围遍布35国家，危废处理50余年经验，处理能力110万吨/年）合作成立佛山瀚蓝瑞曼迪斯环境服务有限公司负责当地危废处理，项目规模5万吨/年预期2017年建成投产。3) 危废行业年运行市场超千亿元，高资质壁垒+市场分散下行业亟待整合，与瑞曼迪斯的合作将使公司掌握核心技术、提升行业影响力，未来有望通过新建和并购大力扩张。
- **引入战投，优化激励：**1) 11.95元/股向燃气有限、惟冉投资（复星旗下）、赛富通泽分别发行1925、5021、837万股用于收购燃气发展30%股权（2.3亿换股/1.56亿现金，实现100%控股）、建设大连垃圾发电项目（4亿）和偿还公司债（1.44亿），定增引入复星等战略投资者将不断优化公司治理结构。2) 公司2016年5月30日发布新的管理层薪酬方案，市场化激励机制带来管理效率提升，且股权激励有望提上日程。
- **盈利预测与估值：**预测公司16-18年EPS 0.55、0.75、0.91元对应PE 22/16/14倍，成长+估值优势兼备，首次给与买入评级。
- **风险提示：**垃圾焚烧发电业务拓展不及预期。

2016年6月24日

首席证券分析师 袁理

执业资格证书号码：

S0600511080001

021-60199782

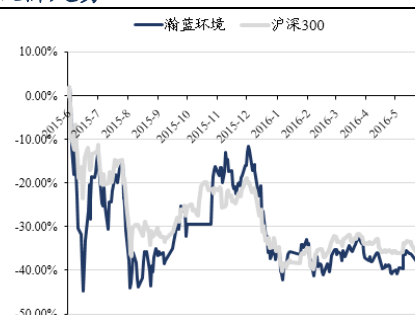
yuanl@dwzq.com.cn

联系人 翟堃

021-60199789

zhaik@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.33
一年最低价/最高价	16.05/11.11
市净率	2.08
流通A股市值(百万元)	7695

基础数据

每股净资产(元)	5.88
资产负债率(%)	58.53
总股本(百万股)	766
流通A股(百万股)	629

相关研究

图表 1 瀚蓝环境盈利预测

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1930.9	2769.8	3664.7	4839.3	营业收入	3357.0	3918.7	4354.9	5080.7
现金	1378.8	2073.3	2894.9	3942.4	营业成本	2300.0	2727.1	2971.9	3461.7
应收款项	278.5	375.8	417.6	487.2	营业税金及附加	26.0	31.3	34.8	40.6
存货	138.6	164.4	179.1	208.6	营业费用	74.7	78.4	87.1	101.6
其他	135.0	156.3	173.1	201.0	管理费用	453.4	404.0	424.5	462.6
非流动资产	10428.4	10055.5	9680.1	9291.5	财务费用	246.2	212.2	197.6	194.5
长期股权投资	20.2	20.2	20.2	20.2	投资净收益	5.2	0.0	0.0	0.0
固定资产	4730.9	4526.9	4314.7	4083.9	其他	236.0	168.8	163.2	157.8
无形资产	5065.3	4896.5	4733.3	4575.5	营业利润	497.7	634.6	802.2	977.4
其他	611.9	611.9	611.9	611.9	营业外净收支	77.8	20.0	20.0	20.0
资产总计	12359.3	12825.3	13344.7	14130.8	利润总额	575.5	654.6	822.2	997.4
流动负债	3220.8	3434.8	3637.7	4039.7	所得税费用	129.9	150.6	189.1	229.4
短期借款	1326.4	1200.0	1200.0	1200.0	少数股东损益	42.7	40.3	0.0	0.0
应付账款	1016.4	1205.1	1313.2	1529.7	归属母公司净利润	402.9	463.7	633.1	768.0
其他	878.1	1029.8	1124.5	1310.1	EBIT	738.2	846.8	999.8	1171.9
非流动负债	4224.6	4224.6	4224.6	4224.6	EBITDA	1212.6	1393.6	1583.0	1770.6
长期借款	3157.5	3157.5	3157.5	3157.5					
其他	1067.1	1067.1	1067.1	1067.1	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
负债总计	7445.4	7659.4	7862.3	8264.3	每股收益(元)	0.53	0.55	0.75	0.91
少数股东权益	519.4	539.6	539.6	539.6	每股净资产(元)	5.73	5.48	5.86	6.31
					发行在外股份(百万股)	766.3	844.1	844.1	844.1
归属母公司股东权益	4394.4	4626.3	4942.8	5326.8	ROIC(%)	6.7%	7.2%	9.2%	11.6%
负债和股东权益总计	12359.3	12825.3	13344.7	14130.8	ROE(%)	9.2%	10.0%	12.8%	14.4%
					毛利率(%)	31.5%	30.4%	31.8%	31.9%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	EBIT Margin(%)	22.0%	21.6%	23.0%	23.1%
经营活动现金流	1262.7	1227.0	1345.8	1641.7	销售净利率(%)	12.0%	11.8%	14.5%	15.1%
投资活动现金流	-1682.2	-174.2	-207.7	-210.2	资产负债率(%)	60.2%	59.7%	58.9%	58.5%
筹资活动现金流	945.9	-358.2	-316.6	-384.0	收入增长率(%)	37.8%	16.7%	11.1%	16.7%
现金净增加额	526.4	694.5	821.5	1047.6	净利润增长率(%)	30.5%	15.1%	36.5%	21.3%
企业自由现金流	751.0	1220.6	1274.8	1565.9					

数据来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

