

谨慎增持

——维持

日期：2016年8月8日

行业：电力、燃气及水的生产和供



SHANGHAI SECURITIES CO.,LTD.

分析师：冀丽俊

Tel: 021-53686156

Email: jilijun@shzq.com

SAC 证书编号：S0870510120017

基本数据（2016H1）

报告日股价（元）	12.70
12mth A股价格区间（元）	10.35/17.26
总股本（百万股）	766.26
无限售A股/总股本	82.04%
流通市值（亿元）	79.85
每股净资产（元）	5.98
PBR（X）	2.12

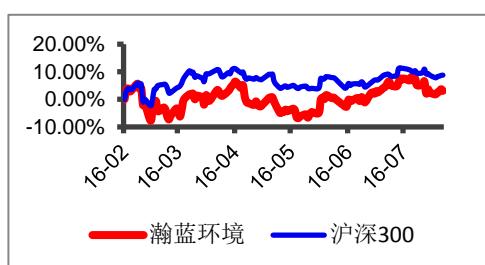
主要股东（2016H1）

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	12.63%

收入结构（2016H1）

供水业务	22.04%
固废处理业务	37.00%
污水处理业务	4.52%
燃气业务	33.64%

最近6个月股价与沪深300指数比较



报告编号：JLJ16-CT08

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

业绩增长略超预期，固废业务继续扩展

■ 动态事项

公司公布2016年中报。2016年上半年，公司实现营业收入17.24亿元，同比增长3.58%；归属于上市公司股东的净利润2.62亿元，同比增加38.39%；EPS为0.34元。

■ 主要观点

业绩增幅近四成

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。

2016年上半年，公司实现营业收入17.24亿元，同比增长3.58%；实现营业利润3.24亿元，同比增长23.54%；归属于母公司股东的净利润2.62亿元，同比增长38.39%。

利润增幅远高于营业收入增幅，主要是由于燃气业务的销售价格及采购价格均同比下降，使其营业收入同比下降而利润同比保持稳定；固废处理业务则实现了营收和利润的双增长。

固废处理和燃气业务贡献八成利润

2016年上半年，固废处理业务实现营业收入6.38亿元，同比增长24.66%，在公司业务收入占比提升至37%，税前净利润占比提升至41.78%，固废处理业务已成为公司盈利增长的核心动力。毛利率同比上升增加3.25个百分点，主要是绿电公司一厂改扩建项目投产后运营效率提升。

由于受国际油价影响，燃气业务的销售价格和采购价格在2015年同步下调。上半年，燃气业务实现营业收入5.80亿元，同比增长-15.23%，在公司业务收入占比下降至33.63%，税前净利润占比下降至34.06%。毛利率31.08%，同比上升5.01个百分点，主要是天然气及液化气销售价格下滑幅度小于采购价格下降幅度等。

上半年，供水业务收入3.80亿元，同比增加22.12%。收入增长主要是由于：1)公司于2015年全面完成对南海区各镇街自来水公司股权的收购，基本实现了对全南海区供水区域的全覆盖，供水模式从原来的批发为主转变为零售到户；2)2016年1月起，南海区进行了水价调整，整体上调0.27元/立方米，增幅约为15%。由此，供水业务毛利率21.46%，同比增加4.48个百分点。

上半年，公司污水处理业务收入7,799万元，同比下降17.42%。

收入下滑主要由于受到污水处理增值税政策变化的影响。污水处理毛利率 29.19%，同比减少 12.81 个百分点。

固废业务继续扩展

上半年，绿电公司辖下南海固废处理环保产业园内各个项目正常运营，垃圾发电一厂改扩建项目、二厂均满负荷运行，发电效率保持较高水平。创冠中国辖下已运营项目生产情况稳定，公司加大投入技改力度，使运行效率、发电效率均有所提升；扩建项目福清二期项目（300 吨/日）于今年 4 月完成并进入调试阶段、黄石二期项目（400 吨/日）于今年 1 月开工，预计于年底完成；新建项目大连项目（1000 吨/日）已于 2015 年 9 月开工、力争于 2017 年初完成。

对外拓展方面，公司收购福建省漳州市南部垃圾焚烧发电项目（1000 吨/日），收购哈尔滨、大庆、牡丹江三市有机垃圾处理项目（包括餐厨垃圾处理 550 吨/日及粪便处理 50 吨/日），使公司垃圾焚烧发电规模和餐厨垃圾处理规模分别达到 15350 吨/日和 850 吨/日。

2016 年 5 月，公司与德国瑞曼迪斯正式签署成立合资公司的协议，进入危废处理市场。

近日，公司公告拟通过收购威辰环境 70% 股权获得凯程环保危废处理资质中的 22 万吨处理规模，凯程环保拥有 32 万吨/年的危废处理资质。业绩承诺 2017-2019 年扣非净利润 2000 万、3500 万和 5000 万元。此次收购将与创冠黄石项目形成资源互补，有利于扩大公司在危废领域的规模。

表 1 公司分产品情况

分产品	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年年增减 (%)	营业成本比上年年增减 (%)	毛利率比上年年增减
供水业务	37,996	29,842	21.46	22.12	15.53	增加 4.48 个百分点
污水业务	7,799	5,522	29.19	-17.42	0.81	减少 12.81 个百分点
固废业务	63,790	35,603	44.19	24.66	17.80	增加 3.25 个百分点
燃气业务	58,011	39,980	31.08	-15.23	-20.97	增加 5.01 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	2016H1	2015H1	变动比例 (%)
营业收入	172433.32	166470.49	3.58
营业成本	113771.18	114647.29	-0.76
销售费用	2763.98	3261.61	-15.26
管理费用	11118.19	9255.88	20.12
财务费用	11104.51	11956.56	-7.13

经营活动产生的现金流量净额	46428.06	58584.52	-20.75
投资活动产生的现金流量净额		63.67	
筹资活动产生的现金流量净额		139272.21	-107.60
研发支出	378.27	949.75	-60.17

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36.44亿元和41.12亿元，同比增长为8.54%和12.86%；归于母公司的净利润分别为5.30亿元和6.25亿元，同比增长31.47%和17.94%；每股收益为0.69元和0.82元，对应的动态市盈率为18.37倍和15.56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	3,643.77	4,112.23
二、营业总成本	1,981.28	2,864.49	2,977.45	3,311.15
营业成本	1,677.66	2,300.05	2,379.87	2,677.87
营业税金及附加	14.81	26.04	32.79	37.01
销售费用	71.55	74.74	109.31	82.24
管理费用	120.02	217.98	236.84	267.30
财务费用	95.07	246.20	218.63	246.73
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	671.32	806.08
加：营业外收入	17.23	87.82	90.00	90.00
减：营业外支出	3.85	9.99	10.00	10.00
五、利润总额	467.39	575.51	751.32	886.08
减：所得税	115.76	129.86	187.83	221.52
六、净利润	351.63	445.65	563.49	664.56
减：少数股东损益	42.92	42.75	33.81	39.87
归属于母公司所有者的净利润	308.71	402.90	529.68	624.69
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	0.69	0.82

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。