

评级：买入 维持评级

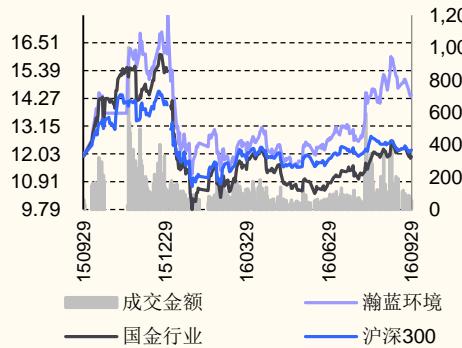
公司点评

市场价格（人民币）：14.39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)	11,026.54
年内股价最高最低(元)	17.61/11.21
沪深300指数	3244.39
上证指数	2998.48
人民币(元)	
成交金额(百万元)	

**相关报告**

- 1.《瀚蓝环境：低估值快速增长的固废新秀-瀚蓝环境公司研究》，2016.8.12
- 2.《固废，燃气业务提升1季度盈利水平，大固废业务是全年看点-瀚蓝...》，2016.4.26
- 3.《业绩稳定增长，定增价凸显安全边际-瀚蓝环境年报点评：业绩稳定...》，2016.3.12
- 4.《持续外延收购，或为未来异地扩张奠定基础-瀚蓝环境公司点评》，2016.2.24
- 5.《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

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.431	0.526	0.708	0.928	1.190
每股净资产(元)	4.64	5.73	6.34	7.17	8.26
每股经营性现金流(元)	1.16	1.65	3.47	2.25	2.68
市盈率(倍)	33.60	30.52	20.46	15.62	12.17
行业优化市盈率(倍)	28.75	37.61	39.90	39.90	39.90
净利润增长率(%)	32.00%	30.51%	34.72%	30.95%	28.34%
净资产收益率(%)	9.27%	9.17%	11.17%	12.94%	14.41%
总股本(百万股)	716.80	766.26	766.26	766.26	766.26

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司上半年实现营业收入17亿，同比增长4%；归母净利润2.6亿，同比增长38%；扣非净利润2.5亿，同比增长33%。受益于固废处理产业园产能利用率较去年增加，现有投产垃圾焚烧一、二期项目满负荷运转以及发电效率的提高，固废收入占总收入比例从2014年16%上升到去年的31%，达6.4亿元，固废毛利率44.2%，为4项主营业务第一，是业绩增长的主要驱动力之一。燃气业务受益于对南海燃气发展有限公司70%股权收购，近两年业务量一跃成为公司目前第一大业务，售气量较收购前增加23%，受国际原油价格下降等因素影响，上半年燃气业务营收同比下降15%，毛利率有所上升。

经营分析

- 中标顺控环投公开增资扩股项目，战略布局巩固佛山地域优势。今日（9月29日），公司下属全资子公司佛山市南海瀚蓝固废处理投资有限公司确认预中标广东顺控环境投资有限公司的公开增资扩股项目。瀚蓝固废出资29,971.81万元持有广东顺控环境投资有限公司增资扩股后的34%股权。顺控环投是佛山市国有资产运营和资本运作平台——广东顺德控股集团有限公司下属控股子公司，主要经营固废处理全产业链相关业务。这是公司继2015年收购创冠中国，异地拓展固废垃圾焚烧业务后，又一次具有战略意义的扩张性增资参股。有利于公司稳固佛山市固废处理产业链，吸收地区优质资源和项目，巩固公司在佛山市的地域优势，同时参股拥有国资背景的顺控环投，可谓强强联手，增强公司未来以佛山为基础，外延拿项目的竞争力。
- 控股热电项目运营，复制南海“瀚蓝模式”，未来业绩或超预期。此外，该增资扩股项目内容还包括：公司与顺控环投控股股东广东顺控发展股份有限公司共同出资组建运营公司，负责顺控环投热电项目建成投产后的生产运营，瀚蓝固废占运营公司70%的股权。该热电项目为公司第一个异地复制的固废处理产业园，项目包括生活垃圾焚烧发电3000吨/日（引进国外先进设备，4台750吨/日的机械炉排炉）、污泥处理700吨/日、餐厨垃圾处理，项目总投资预估18亿元（不含餐厨垃圾处理）。预计2017年建设完工投产试运行后，将为公司带来5%-10%的新增业绩，公司固废处理服务区域和处理规模将进一步扩大，对于公司固废处理业务拓展和影响力的提升具有战略性。

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号：S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

意义。

盈利调整

- 我们维持公司原有盈利预测，预计公司 2016-18 年可实现营业收入 36.96、42.76、50.45 亿元，实现归属母公司所有的净利润 5.43、7.11、9.12 亿元，对应 EPS 分别为 0.71、0.93、1.19 元。参考同行业估值和公司在固废领域的迅速拓展，给予公司 2016 年 25 倍 PE，对应目标价 17.75 元，给予“买入”评级。

投资建议

- 我们认为瀚蓝环境估值低，地域优势明显，此次战略增资参股进一步巩固地域优势，且自身固废处理业务利润高，再加上水价升高、燃气采购价格下降以及固废处理需求量增加的良好预期，强烈推荐，给予“买入”评级。

风险提示

- 顺德固废产业园及其他在建项目建设投产时间不达预期。项目工程完工后，产能是否能完全释放和需要多长时间完全释放目前未知。此外，公司贵阳和孝感项目由于选址和环评问题暂停，何时可以筹建仍然未知。燃气价格受国际石油价格波动的影响，不确定性很多。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
主营业务收入	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	
增长率		143.2%	37.8%	10.1%	15.7%	18.0%	货币资金	392	854	1,379	3,782	5,755	7,061
主营业务成本	-616	-1,678	-2,300	-2,466	-2,835	-3,316	应收账款	112	263	279	314	363	428
%销售收入	61.5%	68.9%	68.5%	66.7%	66.3%	65.7%	存货	52	97	139	101	117	136
毛利	386	758	1,057	1,230	1,441	1,728	其他流动资产	277	342	135	134	145	159
%销售收入	38.5%	31.1%	31.5%	33.3%	33.7%	34.3%	流动资产	833	1,556	1,931	4,331	6,380	7,786
营业税金及附加	-7	-15	-26	-25	-29	-34	%总资产	15.3%	14.2%	15.6%	30.6%	41.7%	46.4%
%销售收入	0.7%	0.6%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	长期投资	593	89	114	114	114	114
营业费用	0	-72	-75	-95	-110	-130	固定资产	1,911	4,385	4,731	3,905	3,113	3,321
%销售收入	0.0%	2.9%	2.2%	2.6%	2.6%	2.6%	%总资产	35.2%	39.9%	38.3%	27.6%	20.4%	19.8%
管理费用	-72	-120	-218	-222	-257	-303	无形资产	1,806	4,630	5,512	5,763	5,625	5,492
%销售收入	7.2%	4.9%	6.5%	6.0%	6.0%	6.0%	非流动资产	4,596	9,424	10,428	9,839	8,907	8,980
息税前利润（EBIT）	307	551	738	888	1,045	1,261	%总资产	84.7%	85.8%	84.4%	69.4%	58.3%	53.6%
%销售收入	30.6%	22.6%	22.0%	24.0%	24.4%	25.0%	资产总计	5,428	10,980	12,359	14,170	15,287	16,766
财务费用	-86	-95	-246	-171	-120	-86	短期借款	203	877	1,326	1,100	1,050	1,000
%销售收入	8.6%	3.9%	7.3%	4.6%	2.8%	1.7%	应付款项	918	2,566	1,714	3,147	3,620	4,239
资产减值损失	-2	-2	1	0	0	0	其他流动负债	88	209	181	298	327	365
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	流动负债	1,209	3,652	3,221	4,544	4,997	5,605
投资收益	48	0	5	0	0	0	长期贷款	1,062	2,796	3,157	3,157	3,158	3,158
%税前利润	17.2%	0.0%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	其他长期负债	673	844	1,067	1,045	1,032	1,024
营业利润	266	454	498	717	925	1,175	负债总计	2,945	7,291	7,445	8,747	9,187	9,787
营业利润率	26.5%	18.6%	14.8%	19.4%	21.6%	23.3%	普通股股东权益	2,443	3,329	4,394	4,861	5,495	6,330
营业外收支	11	13	78	15	17	19	少数股东权益	41	359	519	562	605	648
税前利润	277	467	576	732	942	1,194	负债股东权益合计	5,428	10,980	12,359	14,170	15,287	16,766
利润率	27.6%	19.2%	17.1%	19.8%	22.0%	23.7%	比率分析						
所得税	-42	-116	-130	-146	-188	-239	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	
所得税率	15.1%	24.8%	22.6%	20.0%	20.0%	20.0%	每股指标						
净利润	235	352	446	586	754	955	每股收益	0.404	0.431	0.526	0.708	0.928	1.190
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	4.217	4.644	5.735	6.343	7.171	8.261
非现金支出	184	236	496	379	340	336	每股经营现金流	0.857	1.157	1.648	3.468	2.251	2.676
非经营收益	35	115	269	217	204	202	每股股利	0.150	0.200	0.080	0.100	0.100	0.100
营运资金变动	43	126	52	1,476	427	558	回报率						
经营活动现金净流	497	829	1,263	2,657	1,725	2,051	净资产收益率	9.57%	9.27%	9.17%	11.17%	12.94%	14.41%
资本开支	-680	-1,074	-1,322	223	609	-390	总资产收益率	4.31%	2.81%	3.26%	3.83%	4.65%	5.44%
投资	-553	0	-1,256	0	0	0	投入资本收益率	5.93%	5.22%	5.99%	7.23%	8.00%	8.94%
其他	25	7	896	0	0	0	增长率						
投资活动现金净流	-1,209	-1,067	-1,682	223	609	-390	主营业务收入增长率	13.12%	143.18%	37.85%	10.11%	15.69%	17.96%
股权募资	2	131	942	0	0	0	EBIT 增长率	2.11%	79.81%	33.91%	20.31%	17.71%	20.65%
债权募资	266	712	422	-254	-65	-59	净利润增长率	22.93%	32.00%	30.51%	34.72%	30.95%	28.34%
其他	88	-486	-419	-224	-295	-295	总资产增长率	17.11%	102.27%	12.56%	14.65%	7.88%	9.68%
筹资活动现金净流	357	357	946	-478	-360	-354	资产负债能力						
现金净流量	-355	119	526	2,403	1,973	1,306	应收账款周转天数	23.5	21.9	24.8	24.0	24.0	24.0
							存货周转天数	22.7	16.2	18.7	15.0	15.0	15.0
							应付账款周转天数	160.9	130.1	151.7	150.0	150.0	150.0
							固定资产周转天数	437.1	450.4	379.5	272.9	176.9	172.2
							偿债能力						
							净负债/股东权益	61.13%	88.66%	63.19%	8.77%	-25.37%	-41.60%
							EBIT 利息保障倍数	3.5	5.8	3.0	5.2	8.7	14.6
							资产负债率	54.25%	66.41%	60.24%	61.73%	60.10%	58.38%

来源：公司年报、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	2015-09-10	增持	12.47	14.20~14.20
2	2015-10-30	增持	13.67	14.20~14.20
3	2016-02-24	增持	12.80	14.20~14.20
4	2016-03-12	增持	11.59	N/A
5	2016-04-26	增持	12.07	N/A
6	2016-08-12	买入	14.07	17.00~20.00

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