

瀚蓝环境 (600323.SH) 环保工程与服务行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

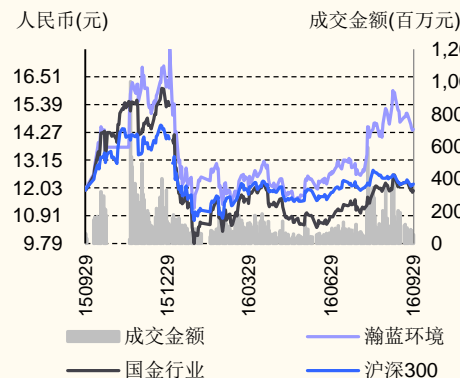
市场价格 (人民币): 14.39 元

战略增资顺控环投, 异地首次复制瀚蓝模式

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



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

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, 定价价凸显安全边际-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

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)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,001	2,435	3,357	3,696	4,276	5,045
增长率		143.2%	37.8%	10.1%	15.7%	18.0%
主营业务成本	-616	-1,678	-2,300	-2,466	-2,835	-3,316
%销售收入	61.5%	68.9%	68.5%	66.7%	66.3%	65.7%
毛利	386	758	1,057	1,230	1,441	1,728
%销售收入	38.5%	31.1%	31.5%	33.3%	33.7%	34.3%
营业税金及附加	-7	-15	-26	-25	-29	-34
%销售收入	0.7%	0.6%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	0	-72	-75	-95	-110	-130
%销售收入	0.0%	2.9%	2.2%	2.6%	2.6%	2.6%
管理费用	-72	-120	-218	-222	-257	-303
%销售收入	7.2%	4.9%	6.5%	6.0%	6.0%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	307	551	738	888	1,045	1,261
财务费用	-86	-95	-246	-171	-120	-86
%销售收入	8.6%	3.9%	7.3%	4.6%	2.8%	1.7%
资产减值损失	-2	-2	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	48	0	5	0	0	0
%税前利润	17.2%	0.0%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	266	454	498	717	925	1,175
营业利润率	26.5%	18.6%	14.8%	19.4%	21.6%	23.3%
营业外收支	11	13	78	15	17	19
税前利润	277	467	576	732	942	1,194
利润率	27.6%	19.2%	17.1%	19.8%	22.0%	23.7%
所得税	-42	-116	-130	-146	-188	-239
所得税率	15.1%	24.8%	22.6%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	235	352	446	586	754	955
少数股东损益	1	43	43	43	43	43
归属于母公司的净利润	234	309	403	543	711	912
净利率	23.4%	12.7%	12.0%	14.7%	16.6%	18.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	235	352	446	586	754	955
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	184	236	496	379	340	336
非经营收益	35	115	269	217	204	202
营运资金变动	43	126	52	1,476	427	558
经营活动现金净流	497	829	1,263	2,657	1,725	2,051
资本开支	-680	-1,074	-1,322	223	609	-390
投资	-553	0	-1,256	0	0	0
其他	25	7	896	0	0	0
投资活动现金净流	-1,209	-1,067	-1,682	223	609	-390
股权募资	2	131	942	0	0	0
债权募资	266	712	422	-254	-65	-59
其他	88	-486	-419	-224	-295	-295
筹资活动现金净流	357	357	946	-478	-360	-354
现金净流量	-355	119	526	2,403	1,973	1,306

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	392	854	1,379	3,782	5,755	7,061
应收款项	112	263	279	314	363	428
存货	52	97	139	101	117	136
其他流动资产	277	342	135	134	145	159
流动资产	833	1,556	1,931	4,331	6,380	7,786
%总资产	15.3%	14.2%	15.6%	30.6%	41.7%	46.4%
长期投资	593	89	114	114	114	114
固定资产	1,911	4,385	4,731	3,905	3,113	3,321
%总资产	35.2%	39.9%	38.3%	27.6%	20.4%	19.8%
无形资产	1,806	4,630	5,512	5,763	5,625	5,492
非流动资产	4,596	9,424	10,428	9,839	8,907	8,980
%总资产	84.7%	85.8%	84.4%	69.4%	58.3%	53.6%
资产总计	5,428	10,980	12,359	14,170	15,287	16,766
短期借款	203	877	1,326	1,100	1,050	1,000
应付款项	918	2,566	1,714	3,147	3,620	4,239
其他流动负债	88	209	181	298	327	365
流动负债	1,209	3,652	3,221	4,544	4,997	5,605
长期贷款	1,062	2,796	3,157	3,157	3,157	3,158
其他长期负债	673	844	1,067	1,045	1,032	1,024
负债	2,945	7,291	7,445	8,747	9,187	9,787
普通股股东权益	2,443	3,329	4,394	4,861	5,495	6,330
少数股东权益	41	359	519	562	605	648
负债股东权益合计	5,428	10,980	12,359	14,170	15,287	16,766

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.404	0.431	0.526	0.708	0.928	1.190
每股净资产	4.217	4.644	5.735	6.343	7.171	8.261
每股经营现金净流	0.857	1.157	1.648	3.468	2.251	2.676
每股股利	0.150	0.200	0.080	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	9.57%	9.27%	9.17%	11.17%	12.94%	14.41%
总资产收益率	4.31%	2.81%	3.26%	3.83%	4.65%	5.44%
投入资本收益率	5.93%	5.22%	5.99%	7.23%	8.00%	8.94%
增长率						
主营业务收入增长率	13.12%	143.18%	37.85%	10.11%	15.69%	17.96%
EBIT 增长率	2.11%	79.81%	33.91%	20.31%	17.71%	20.65%
净利润增长率	22.93%	32.00%	30.51%	34.72%	30.95%	28.34%
总资产增长率	17.11%	102.27%	12.56%	14.65%	7.88%	9.68%
资产管理能力						
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