

评级：买入 维持评级

公司点评

市场价格（人民币）：14.66元

长期竞争力评级：高于行业均值高于行业均值

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)	11,938.39
年内股价最高最低(元)	15.95/11.48
沪深300指数	3456.69
上证指数	3239.33

**相关报告**

- 1.《业绩保持高增长，继续推进固废扩张-瀚蓝环境公司点评》，2016.10.30
- 2.《战略增资顺控环投，异地首次复制瀚蓝模式-瀚蓝环境公司点评》，2016.9.30
- 3.《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
- 4.《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

固废驱动业绩持续增长，“瀚蓝模式”示范效应显现**公司基本情况(人民币)**

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.526	0.664	0.790	0.916	1.127
每股净资产(元)	5.73	6.30	7.04	7.95	9.08
每股经营性现金流(元)	1.62	1.52	1.50	2.09	2.57
市盈率(倍)	30.52	21.64	18.57	16.01	13.01
行业优化市盈率(倍)	22.16	22.16	22.16	22.16	22.16
净利润增长率(%)	30.51%	26.23%	18.98%	15.96%	23.09%
净资产收益率(%)	9.17%	10.54%	11.22%	11.51%	12.41%
总股本(百万股)	766.26	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

- 2016年度，公司实现营收36.90亿元，同比增长9.93%；归母净利润5.09亿元，同比增长26.23%；扣非净利润4.93亿元，同比增长31.83%，基本每股收益0.66元，同比增加24.53%。公司拟每10股分红2元，共计派发现金红利1.53亿元。

经营分析

- **业绩增长符合预期，主因固废业务增长(+32.57%)和财务费用减少(-16.12%)。**固废板块实现营收13.28亿元，同比增长32.57%，主因2015年下半年起3个垃圾焚烧项目相继投产（创冠廊坊、惠安二期、一厂改扩建项目）。垃圾焚烧量405.96万吨，同比增长20.33%，发电量10.91亿千瓦时，同比增长32.99%。另因樵南水务并表以及水价上调，供水收入同比增长23.03%，毛利率增长2.24%。三费总额相对上一年度基本持平，其中财务费用大幅下降至2.07亿元，主因利息支出和汇兑损失的减少。整体上16年公司录得归母净利润5.09亿元，同比增长26.23%，但2015年收购的创冠中国未达到业绩承诺值，差额约0.32亿元。
- **固废驱动业绩持续增长，危废是未来新增长点。**固废处理业务在公司营业收入中占比从15年的29.84%提升至35.98%，固废毛利率因增值税政策而减少3个百分点，但仍达38.86%。目前垃圾焚烧发电规模、污泥处理规模、餐厨垃圾处理规模分别达18350吨/日、1350吨/日、1150吨/日。**首度进入危废市场，项目落地成新增长点。**公司先后通过外延合作的方式，优先抢占佛山危废处理市场。在佛山落地5万吨无害化项目，预计18年底投产；并承接威辰环境22万吨危废处理资质。未来随着异地扩张的持续，固废、危废项目逐步投产，业绩增长无忧。
- **控股热电项目运营，“瀚蓝模式”首次实现异地复制，未来业绩或超预期。**公司参与投资（占34%股权）的顺控环投热电项目将投资建设包括日处理规模为3000吨的生活垃圾焚烧发电项目、700吨的污泥处理项目以及300吨的餐厨垃圾处理项目在内的固废处理环保产业园，同时，公司将组建运营公司（占比70%），负责顺控环投热电项目建成投产后的生产运营。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

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

陈苗苗 联系人
 (8621)60230249
 chenmiaomiao@gjzq.com.cn

司固废处理业务拓展和影响力的提升具有战略性意义。

盈利调整

- 根据 16 年实际公告数据，我们调整盈利预测。预计公司 2017-19 年实现归属母公司所有的净利润 6.05、7.02、8.64 亿元，对应 EPS 分别为 0.79、0.92、1.13 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 2017 年 24 倍 PE，对应目标价 19 元。

投资建议

- 我们认为瀚蓝环境估值低，战略增资参股进一步巩固佛山地域优势，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危废项目投产可期，维持“买入”评级。

风险提示

收购湖北威辰，参股顺控环投后，相应项目建设及投产时间不达预期，产能释放存在变数。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	2,435	3,357	3,690	4,045	4,697	5,498		2014	2015	2016	2017E	2018E
增长率	37.8%	9.9%	9.6%	16.1%	17.1%		货币资金	854	1,379	1,169	500	500
主营业务成本	-1,678	-2,300	-2,495	-2,705	-3,135	-3,655	应收款项	263	279	319	373	413
%销售收入	68.9%	68.5%	67.6%	66.9%	66.7%	66.5%	存货	97	139	223	160	180
毛利	758	1,057	1,195	1,339	1,562	1,843	其他流动资产	342	135	94	26	29
%销售收入	31.1%	31.5%	32.4%	33.1%	33.3%	33.5%	流动资产	1,556	1,931	1,805	1,059	1,122
营业税金及附加	-15	-26	-38	-40	-47	-55	%总资产	14.2%	15.6%	13.6%	8.2%	8.2%
%销售收入	0.6%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	长期投资	89	114	250	260	270
营业费用	-72	-75	-71	-78	-91	-106	固定资产	4,385	4,731	4,685	5,066	5,415
%销售收入	2.9%	2.2%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	%总资产	39.9%	38.3%	35.3%	39.2%	39.4%
管理费用	-120	-218	-265	-283	-319	-374	无形资产	4,630	5,512	6,411	6,404	6,813
%销售收入	4.9%	6.5%	7.2%	7.0%	6.8%	6.8%	非流动资产	9,424	10,428	11,468	11,848	12,617
息税前利润 (EBIT)	551	738	821	938	1,105	1,308	%总资产	85.8%	84.4%	86.4%	91.8%	89.6%
%销售收入	22.6%	22.0%	22.2%	23.2%	23.5%	23.8%	资产总计	10,980	12,359	13,273	12,907	13,739
财务费用	-95	-246	-207	-213	-257	-240	短期借款	877	1,326	906	404	175
%销售收入	3.9%	7.3%	5.6%	5.3%	5.5%	4.4%	应付款项	2,566	1,714	1,915	1,968	2,236
资产减值损失	-2	1	-6	0	0	0	其他流动负债	209	181	243	240	279
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	流动负债	3,652	3,221	3,064	2,612	2,690
投资收益	0	5	1	5	5	5	长期贷款	2,796	3,157	2,232	3,132	3,132
%销售收入	0.0%	0.9%	0.2%	0.6%	0.5%	0.4%	其他长期负债	844	1,067	2,437	1,006	1,006
税前利润	0.0%	0.9%	0.2%	0.6%	0.5%	0.4%	负债	7,291	7,445	7,733	6,750	6,829
营业利润	454	498	609	730	854	1,074	普通股股东权益	3,329	4,394	4,824	5,392	6,094
营业利润率	18.6%	14.8%	16.5%	18.0%	18.2%	19.5%	少数股东权益	359	519	715	765	816
营业外收支	13	78	139	143	150	150	负债股东权益合计	10,980	12,359	13,273	12,907	13,739
税前利润	467	576	749	873	1,004	1,224						
利润率	19.2%	17.1%	20.3%	21.6%	21.4%	22.3%						
所得税	-116	-130	-192	-218	-251	-306						
所得税率	24.8%	22.6%	25.7%	25.0%	25.0%	25.0%						
净利润	352	446	556	655	753	918						
少数股东损益	43	43	48	50	51	54						
归属于母公司的净利润	309	403	509	605	702	864						
净利率	12.7%	12.0%	13.8%	15.0%	14.9%	15.7%						
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析					
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E
净利润	352	446	556	655	753	918	每股指标					
非现金支出	223	474	559	447	493	543	每股收益	0.431	0.526	0.664	0.790	0.916
非经营收益	115	269	221	-74	111	98	每股净资产	4.644	5.735	6.296	7.037	7.953
营运资金变动	126	52	-173	123	245	411	每股经营现金净流	1.139	1.619	1.518	1.501	2.091
经营活动现金净流	816	1,241	1,163	1,150	1,602	1,969	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000
资本开支	-1,074	-1,322	-818	-675	-1,102	-1,202						
投资	0	-1,256	-289	-11	-10	-10	回报率					
其他	7	896	450	5	5	5	净资产收益率	9.27%	9.17%	10.54%	11.22%	11.51%
投资活动现金净流	-1,067	-1,682	-656	-681	-1,107	-1,207	总资产收益率	2.81%	3.26%	3.83%	4.69%	5.11%
股权筹资	131	942	5	0	0	0	投入资本收益率	5.22%	5.99%	6.20%	6.58%	7.39%
债权筹资	712	422	-411	-871	-229	-175						
其他	-486	-419	-325	-267	-266	-253	增长率					
筹资活动现金净流	357	946	-731	-1,139	-495	-428	主营业务收入增长率	143.18%	37.85%	9.93%	9.60%	16.13%
现金净流量	106	505	-224	-669	0	334	EBIT增长率	79.81%	33.91%	11.16%	14.26%	17.88%
							净利润增长率	32.00%	30.51%	26.23%	18.98%	15.96%
							总资产增长率	102.27%	12.56%	7.39%	-2.75%	6.44%
							资产管理能力					
							应收账款周转天数	21.9	24.8	24.9	27.9	27.1
							存货周转天数	16.2	18.7	26.4	21.6	21.0
							应付账款周转天数	130.1	151.7	149.5	150.0	145.0
							固定资产周转天数	450.4	379.5	338.7	330.3	299.9
							偿债能力					
							净负债/股东权益	88.66%	63.19%	53.47%	65.45%	55.01%
							EBIT利息保障倍数	5.8	3.0	4.0	4.4	4.3
							资产负债率	66.41%	60.24%	58.26%	52.30%	49.71%

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	1	3	15
增持	0	0	0	0	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.32

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
7	2016-09-30	买入	14.39	17.00~20.00
8	2016-10-30	买入	15.28	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