



2017 年 03 月 23 日

增持(首次评级)

当前价: 14.29 元

电力环保行业研究组

分析师: 王凤华

执业编号: S0300516060001

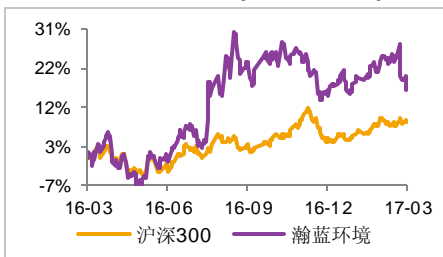
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 邓晖

电话: 18810806632

邮箱: denghui@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	3690	4321	5089	5903
(+/-)	9.9%	17.1%	17.8%	16.0%
净利润	556	621	751	891
(+/-)	24.8%	11.7%	21.0%	18.6%
EPS(元)	0.66	0.81	0.98	1.16
P/E	21.53	17.63	14.58	12.29

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

瀚蓝环境(600323.SH)

【联讯环保年报点评】瀚蓝环境：固废成为增长核心，进军危废领域

投资要点

✧ 事件：2016 年报

3 月 15 日，公司公布 2016 年报，实现营业收入 **36.9 亿元**，同比增长 **9.9%**；归母净利润 **5.1 亿元**，同比增长 **26%**；EPS 0.66 元，同比增长 24.5%；扣非 EPS 0.64 元，同比增长 30.6%；利润分配拟 10 派 2 元。

公司净利润同比增长 **1.1 亿元**，主要由于毛利及增值税即征即退增加 **1.84 亿元**，三费及税费等增加 **0.2 亿元**；其中财务费用 2.5 亿元，同比降低 0.4 亿元，主要由于偿还长短期借款 10.9 亿元。

✧ 固废成为增长核心，进军危废领域

2016 年固废收入 **13.3 亿元**，增长 **33%**，营收占比 **36%**，毛利率 **40%**，固废业务已成为公司增长核心；垃圾焚烧处理 **385 万吨**，增长 **25%**，主要由于一厂改扩建项目、创冠廊坊、惠安二期投产。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到 **18350 吨/日**、**1350 吨/日**、**1150 吨/日**。创冠中国 2016 扣非净利润 1.32 亿，较业绩承诺低 0.32 亿，主要由于廊坊、大连项目推迟投运；2016 年末廊坊项目已满负荷运营，大连项目预计 2017 年 6 月投产。公司收购漳州焚烧项目 1000 吨/日，哈尔滨、大庆、牡丹江餐厨垃圾项目 550 吨/日及粪便处理 50 吨/日。南海区固废产业园首次异地复制，参股顺控环投热电项目 **34%** 股权，包括焚烧 **3000 吨/日**、污泥 **700 吨/日**，餐厨垃圾 **300 吨/日**，投运后运营公司由瀚蓝环境参股 **70%**。拟收购威辰环境 **70%** 股权，增加危废处理能力 **22 万吨/年**，威辰环境资质尚在办理中。

✧ 阶梯水价政策利好，污水厂网一体化扩张是潜力点

2016 年供水收入 **8.6 亿元**，增加 **23%**，营收占比 **23%**，毛利率 **24%**；供水 **4.35 亿立方米**，增长 **15%**。主要由于新增樵南水务并表；2016 年 1 月起南海区水价增加 **15%**。2016 年参与佛山市第二水源项目建设并增资西江公司。目前产能 136 万立方米/日，预计 2018 年 8 月新投产产能 25 万立方米/日。污水处理收入 **1.6 亿元**，下降 **8%**，营收占比 **4%**，毛利率 **28%**（下降 **5.6%**）；处理污水 **1.58 万吨**，降低 **4.9%**。主要由于污水处理增值税 2015 年 7 月起由免征调整为即征即退 **70%**；污水处理厂来水不足。2016 年增资瀚泓公司获得南海区污水收集管网运营权，打造污水处理厂网一体化；启动平洲污水处理厂提标改造及扩建项目。目前产能 56.3 万吨/日，预计 2017 年 8 月新投产产能 4 万吨/日。

✧ 燃气收入略降，盈利预期稳定

2016 年燃气收入 **11.6 亿元**，下降 **13%**，营收占比 **32%**，毛利率 **28%**；燃气供应 **3.37 亿立方米**，增长 **4.9%**；液化气供应 **1.96 万吨**，同比持平。公司抓住南海铝型材行业推行清洁能源政策，拓展铝型材企业天然气转换业务，实



现净利润 1.72 亿元，完成业绩承诺。收购瀚蓝能源 70%股权，获得江西樟树市 11 个镇街燃气特许经营权。

✧ 盈利预测及投资建议

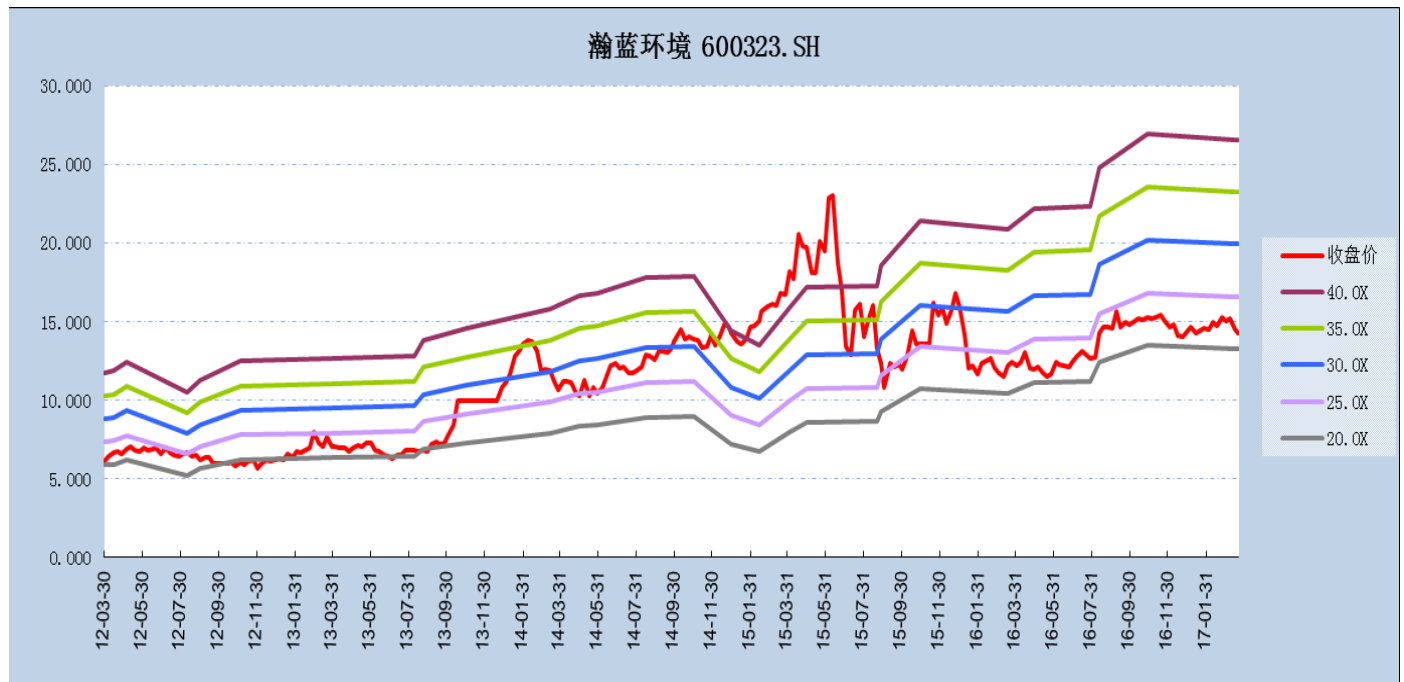
固废和危废项目是公司 2017 年核心增长点，垃圾焚烧和危废行业处于快速增长期，顺控环投热电项目、威辰环境危废布局、新增固废和危废订单是公司今年看点。预计 17/18/19 年，公司归母净利润分别为 6.2 亿元、7.5 亿元、8.9 亿元，EPS 分别为 0.81 元、0.98 元、1.16 元，对应 PE 为 18、15、12 倍，参考可比公司估值，结合公司固废、燃气、水务结构，给予“增持”评级。

✧ 风险提示

顺控环投热电项目建设进度不及预期，威辰环境资质审批风险

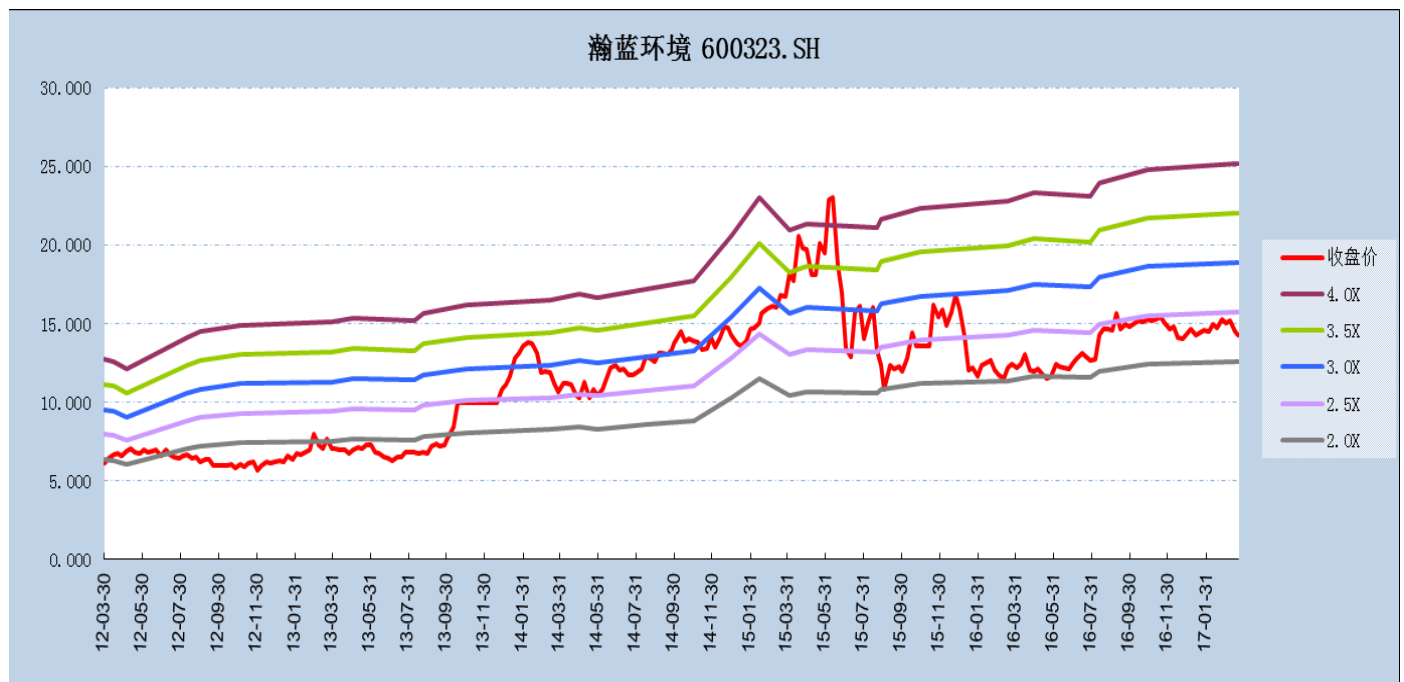


图表1： 瀚蓝环境 PE band (TTM)



资料来源：联讯证券，WIND

图表2： 瀚蓝环境 PB band



资料来源：联讯证券，WIND



附录：公司财务预测表

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3690	4321	5089	5903	净利润	556	621	751	891
营业成本	2495	2938	3461	4014	折旧摊销	569	1015	1015	1056
营业税金及附加	38	45	53	61	财务费用	207	190	185	176
销售费用	71	84	98	114	经营性应收项目变动净额	-89	-106	421	-87
管理费用	265	310	366	424	经营活动净现金流	1181	1795	2130	2108
财务费用	207	190	185	176	投资活动净现金流	-656	-1342	-1442	-1542
资产减值损失	6	3	3	3	筹资活动净现金流	-732	-197	-419	-333
营业利润	609	751	925	1111	现金净增加额	-206	255	268	233
营业外收入	142	79	79	79	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
营业外支出	3	3	3	3	成长能力				
利润总额	749	828	1002	1188	营业收入增长率	10%	17%	18%	16%
所得税	192	207	250	297	营业利润增长率	22%	23%	23%	20%
净利润	556	621	751	891	归属母公司净利润增长率	26%	22%	21%	19%
少数股东损益	48	0	0	0	获利能力				
归属母公司净利润	509	621	751	891	毛利率	32.39%	32.00%	32.00%	32.00%
EPS（元）	0.66	0.81	0.98	1.16	净利率	15.07%	14.37%	14.76%	15.09%
资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	总资产净利率	8.04%	8.11%	9.73%	10.45%
货币资金	1169	1425	1693	1926	ROE	10.54%	11.64%	12.62%	13.32%
应收账款	342	554	501	723	偿债能力				
存货	223	93	279	152	资产负债率	53%	52%	55%	53%
流动资产合计	423	762	1162	1491	流动比率	15%	25%	35%	43%
固定资产	4685	5841	5836	7121	营运能力				
无形资产	6355	5613	4872	4131	总资产周转率	0.31	0.34	0.42	0.45
资产总计	11842	12563	12186	13056	应收账款周转率	14.09	14.34	14.06	14.48
应付账款	1915	2022	2389	2525	每股指标(元)				
短期借款	0	102	0	0	每股收益	0.66	0.81	0.98	1.16
流动负债合计	1915	2125	2389	2525	每股经营现金	1.54	2.34	2.78	2.75
长期借款	3226	3226	3226	3226	每股净资产	6.30	6.96	7.77	8.73
负债合计	6285	6495	6759	6895	估值比率				
所有者权益	5540	6051	6670	7404	P/E	21.53	17.63	14.58	12.29
负债和所有者权益合计	11825	12546	13429	14299	P/B	2.27	2.05	1.84	1.64

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

- 买入：相对大盘涨幅大于 10%；
- 增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
- 持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
- 减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

- 增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
- 中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
- 减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com