



业绩符合预期，环保大平台稳步推进

2017年10月27日

推荐/维持

瀚蓝环境

财报点评

——瀚蓝环境（600323）2017年三季报点评

| | | | |
|-----|---------------------------------|------------------------|--|
| 杨若木 | 分析师 | 执业证书编号: S1480510120014 | |
| | yangrm@dxzq.net.cn 010-66554032 | | |
| 洪一 | 分析师 | 执业证书编号: S1480516110001 | |
| | hongyi@dxzq.net.cn 010-66554046 | | |
| 庞天一 | 研究助理 | | |
| | pangty@dxzq.net.cn 010-66554128 | | |

事件:

公司发布三季报。2017年前三季度公司实现营业收入人民币30.60亿元，同比增长13.00%；实现归属于股东的净利润人民币5.46亿元，同比增长26.13%。

公司分季度财务指标

| 指标 | 2016Q1 | 2016Q2 | 2016Q3 | 2016Q4 | 2017Q1 | 2017Q2 | 2017Q3 |
|------------|--------|--------|--------|---------|--------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 825.05 | 899.28 | 984 | 982.01 | 945.28 | 1016.75 | 1098.39 |
| 增长率（%） | 5.81% | 1.61% | 14.15% | 18.28% | 14.57% | 13.06% | 11.62% |
| 毛利率（%） | 32.65% | 35.28% | 34.15% | 27.74% | 29.78% | 32.36% | 34.08% |
| 期间费用率（%） | 15.40% | 13.66% | 15.22% | 14.60% | 11.99% | 11.56% | 12.52% |
| 营业利润率（%） | 16.45% | 20.95% | 18.20% | 10.81% | 16.36% | 21.80% | 24.66% |
| 净利润（百万元） | 115.35 | 171.14 | 187.21 | 82.42 | 137.59 | 202.62 | 248.16 |
| 增长率（%） | 24.10% | 39.80% | 32.27% | -07.13% | 19.28% | 18.40% | 32.56% |
| 每股盈利（季度，元） | 0.14 | 0.20 | 0.22 | 0.10 | 0.17 | 0.24 | 0.30 |
| 资产负债率（%） | 58.53% | 59.03% | 57.41% | 58.26% | 57.45% | 58.23% | 57.17% |
| 净资产收益率（%） | 2.29% | 3.33% | 3.52% | 1.49% | 2.42% | 3.56% | 4.18% |
| 总资产收益率（%） | 0.95% | 1.37% | 1.50% | 0.62% | 1.03% | 1.49% | 1.79% |

观点:

- **营收稳步增长，业绩符合预期。**2017年前三季度公司实现营业收入人民币30.60亿元，同比上升13.00%；实现归属于股东的净利润人民币5.46亿元，同比上升26.13%。净利润的大幅增长主要三方面原因：1)供水业务水损治理、电费等成本控制取得成效；2)固废处理业务发电效率提高；3)去年公司以较低利率发行公司债使财务费用同比下降。总体来看公司各业务板块发展稳健，业绩符合预期。
- **继续看好固废业务引领公司成长。**1)收购创冠中国使得公司垃圾焚烧产能一举跻身垃圾焚烧发电行业第一梯队，同时打破地域限制，为后续持续增长打下了坚实基础。2)危废领域联手瑞曼迪斯，同时收购威

辰环境, 通过内生外延实现了规模的快速扩张和异地拓展。3) 作为全国固废产业园标杆典范, 中标顺控环投项目标志着南海产业园异地复制之路的正式开启。

- **水务燃气提供后方坚实保障。**公司旗下的自来水供应、污水处理以及燃气业务处于区域垄断地位, 其特许经营模式保障了公司较为稳定的收益, 且能够提供良好的现金流, 是固废产业向外扩张的坚固后方和经济保障。当前燃气市场发展迅速, 公司也在不断尝试走出当地市场, 年初与樟树市11个镇街的燃气特许经营协议对公司燃气业务发展具有重要战略意义, 有利于后续根据当地市场发展进入下游城市燃气服务市场, 进而打开向外扩张模式。

结论:

我们预计公司2017-2019年主营收入分别为43.38亿、51.89亿和61.37亿元, 归母净利润分别为6.94亿、8.48亿和10.28亿元, 对应EPS分别为0.81元、1.00元和1.21元, 对应PE分别为19倍、15倍和13倍, 维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示:

固废项目推进不达预期。

公司盈利预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|---------------|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--|--|--|
| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | | |
| 流动资产合计 | 1931 | 1805 | 2447 | 4135 | 5894 | 营业收入 | 3357 | 3690 | 4338 | 5189 | 6137 | | | |
| 货币资金 | 1379 | 1169 | 1688 | 3195 | 4750 | 营业成本 | 2300 | 2495 | 2937 | 3497 | 4124 | | | |
| 应收账款 | 242 | 262 | 297 | 355 | 420 | 营业税金及附加 | 26 | 38 | 48 | 57 | 68 | | | |
| 其他应收款 | 36 | 57 | 67 | 81 | 95 | 营业费用 | 75 | 71 | 82 | 99 | 117 | | | |
| 预付款项 | 56 | 22 | 52 | 87 | 128 | 管理费用 | 218 | 265 | 304 | 363 | 430 | | | |
| 存货 | 139 | 223 | 257 | 307 | 362 | 财务费用 | 246 | 207 | 170 | 190 | 200 | | | |
| 其他流动资产 | 73 | 66 | 85 | 111 | 139 | 资产减值损失 | -0.52 | 5.90 | 15.00 | 15.00 | 15.00 | | | |
| 非流动资产合计 | 10428 | 11468 | 10382 | 9413 | 8499 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | |
| 长期股权投资 | 20 | 161 | 161 | 161 | 161 | 投资净收益 | 5.19 | 1.34 | 5.00 | 5.00 | 5.00 | | | |
| 固定资产 | 3490.7 | 3424.5 | 4259.3 | 3838.0 | 3416.8 | 营业利润 | 498 | 609 | 787 | 973 | 1189 | | | |
| 无形资产 | 5065 | 6027 | 5425 | 4882 | 4394 | 营业外收入 | 87.82 | 142.26 | 50.00 | 50.00 | 50.00 | | | |
| 其他非流动资产 | 32 | 73 | 0 | 0 | 0 | 营业外支出 | 9.99 | 3.12 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | | | |
| 资产总计 | 12359 | 13273 | 12829 | 13548 | 14393 | 利润总额 | 576 | 749 | 836 | 1022 | 1238 | | | |
| 流动负债合计 | 3221 | 3064 | 3227 | 3546 | 3910 | 所得税 | 130 | 192 | 142 | 174 | 211 | | | |
| 短期借款 | 165 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 446 | 556 | 694 | 848 | 1028 | | | |
| 应付账款 | 1016 | 1027 | 1126 | 1341 | 1582 | 少数股东损益 | 43 | 48 | 70 | 84 | 100 | | | |
| 预收款项 | 185 | 249 | 335 | 439 | 562 | 归属母公司净利润 | 403 | 509 | 624 | 764 | 928 | | | |
| 一年内到期的非流 | 1162 | 906 | 906 | 906 | 906 | EBITDA | 6048 | 7094 | 1981 | 2126 | 2299 | | | |
| 非流动负债合计 | 4225 | 4669 | 3743 | 3753 | 3763 | BPS (元) | 0.53 | 0.66 | 0.81 | 1.00 | 1.21 | | | |
| 长期借款 | 3157 | 2232 | 2232 | 2232 | 2232 | 主要财务比率 | | | | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 993 | 0 | 0 | 0 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | | | |
| 负债合计 | 7445 | 7733 | 6970 | 7299 | 7673 | 成长能力 | | | | | | | | |
| 少数股东权益 | 519 | 715 | 785 | 869 | 969 | 营业收入增长 | 37.85% | 9.93% | 17.55% | 19.61% | 18.28% | | | |
| 实收资本(或股本) | 766 | 766 | 766 | 766 | 766 | 营业利润增长 | 9.62% | 22.46% | 29.20% | 23.53% | 22.27% | | | |
| 资本公积 | 1745 | 1738 | 1738 | 1738 | 1738 | 归属于母公司净利润 | 22.74% | 22.39% | 22.74% | 22.39% | 21.44% | | | |
| 未分配利润 | 1481 | 1898 | 1679 | 1412 | 1087 | 盈利能力 | | | | | | | | |
| 归属母公司股东权 | 4394 | 4824 | 5037 | 5342 | 5713 | 毛利率(%) | 31.48% | 32.39% | 29.70% | 29.00% | 29.00% | | | |
| 负债和所有者权 | 12359 | 13273 | 12829 | 13548 | 14393 | 净利率(%) | 13.28% | 15.07% | 16.00% | 16.34% | 16.75% | | | |
| 现金流量表 | | | | | 单位:百万元 | 总资产净利润(%) | 12.90% | 3.26% | 3.83% | 4.87% | 5.64% | | | |
| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | ROE(%) | 9.17% | 10.54% | 12.39% | 14.30% | 16.24% | | | |
| 经营活动现金流 | 1263 | 1179 | 1943 | 2165 | 2321 | 偿债能力 | | | | | | | | |
| 净利润 | 446 | 556 | 694 | 848 | 1028 | 资产负债率(%) | 60% | 58% | 54% | 54% | 53% | | | |
| 折旧摊销 | 5304.3 | 6277.6 | 0.00 | 421.25 | 421.25 | 流动比率 | 0.60 | 0.59 | 0.76 | 1.17 | 1.51 | | | |
| 财务费用 | 246 | 207 | 170 | 190 | 200 | 速动比率 | 0.56 | 0.52 | 0.68 | 1.08 | 1.41 | | | |
| 应收账款减少 | 0 | 0 | -35 | -58 | -65 | 营运能力 | | | | | | | | |
| 预收帐款增加 | 0 | 0 | 87 | 104 | 123 | 总资产周转率 | 0.29 | 0.29 | 0.33 | 0.39 | 0.44 | | | |
| 投资活动现金流 | -1682 | -656 | 52 | -10 | -10 | 应收账款周转率 | 15 | 15 | 16 | 16 | 16 | | | |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 3.51 | 3.61 | 4.03 | 4.21 | 4.20 | | | |
| 长期股权投资减少 | 0 | 0 | 25 | 0 | 0 | 每股指标(元) | | | | | | | | |
| 投资收益 | 5 | 1 | 5 | 5 | 5 | 每股收益(最新摊薄) | 0.53 | 0.66 | 0.81 | 1.00 | 1.21 | | | |
| 筹资活动现金流 | 946 | -732 | -1475 | -648 | -757 | 每股净现金流(最新) | 0.69 | -0.27 | 0.68 | 1.97 | 2.03 | | | |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | -993 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊 | 5.73 | 6.30 | 6.57 | 6.97 | 7.46 | | | |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | | | | |
| 普通股增加 | 49 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/E | 28.68 | 23.03 | 18.66 | 15.25 | 12.55 | | | |
| 资本公积增加 | 685 | -7 | 0 | 0 | 0 | P/B | 2.65 | 2.41 | 2.31 | 2.18 | 2.04 | | | |
| 现金净增加额 | 526 | -209 | 519 | 1507 | 1555 | EV/EBITDA | 2.44 | 2.06 | 6.61 | 5.45 | 4.37 | | | |

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长, 9 年证券行业研究经验, 擅长从宏观经济背景下, 把握化工行业的发展脉络, 对周期性行业的业绩波动有比较准确判断, 重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名, “今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名, 金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师, 《证券通》化工行业金牌分析师。

洪一

中山大学金融硕士, CPA、CIIA, 2 年新三板投资研究经验, 2016 年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

庞天一

吉林大学环境科学硕士, 3 年环保产业从业经验, 2016 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看高：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。