

## 证券研究报告

### 公司研究——年报点评

#### 瀚蓝环境（600323.sh）

|    |    |    |    |
|----|----|----|----|
| 买入 | 增持 | 持有 | 卖出 |
|----|----|----|----|

上次评级：增持，2017.08.18

**范海波** 行业分析师

执业编号：S1500510120021

联系电话：+86 10 83326800

邮箱：fanhaibo@cindasc.com

**吴漪** 行业分析师

执业编号：S1500512110003

联系电话：+86 10 83326720

邮箱：wuyi@cindasc.com

**丁士涛** 行业分析师

执业编号：S1500514080001

联系电话：+86 10 83326718

邮箱：dingshitao@cindasc.com

**王伟** 行业分析师

执业编号：S1500515070001

联系电话：+86 10 83326719

邮箱：wangwei2@cindasc.com

**唐伊辰** 研究助理

联系电话：+86 10 83326717

邮箱：tangyichen@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

## 综合型环保平台公司，业绩增长稳健

2018年3月21日

**事件：**3月21日，瀚蓝环境发布2017年年报，公司实现营业收入42.02亿元，较上年同期上涨13.87%；归属于上市公司股东的净利润6.52亿元，较上年同期增长28.25%；实现基本每股收益0.85元。公司发布利润分配预案，以当前股本为基数，拟每10股派息2元（含税），共计派发现金红利1.53亿元，占2017年度归属于母公司所有者净利润的23.50%。

### 点评：

- **各业务板块齐发展，公司业绩再创新高。**经过多年精耕细作，目前公司已经形成了包括供水、污水处理、固废处理、燃气供应等循环相扣的完整生态环境服务产业链。2017年公司实现营业收入42.02亿元，同比增幅为13.87%，各大业务板块均取得不俗成绩，其中供水业务收入11.08亿元，同比增长4.33%；污水处理业务收入1.88亿元，同比增长17.85%；固废处理业务收入14.28亿元，同比增长7.01%；燃气业务收入14.79亿元，同比增长21.57%。受环保政策影响，部分污染企业开始改用天然气，此外公司对工业用户采取优惠气价政策，使得公司燃气业务营收获得较大幅度的增长，成为公司营收的最大增量。
- **成本管控能力增强，现金流充沛稳健。**报告期内，公司不断优化业务运营管理的精细化水平，“三费”控制成果突出，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为1.66%、6.99%、4.26%，同比均有所降低，助力公司业绩进一步增厚。此外，公司经营性现金流量净额持续为正且充沛稳健，2017年经营活动产生的现金流高达15亿，同比增长28.03%，占到营收比重的35%。
- **“瀚蓝模式”再获认可，坚定不移走“大固废”道路。**继广东省佛山市顺德热电项目后，2017年4月，公司成功中标广东省开平市固废综合处理中心一期一阶段PPP项目，独创的固废处理“瀚蓝模式”再次实现省内复制。此外，“瀚蓝模式”入选国家“砥砺奋进的五年”大型成就展，体现了公司固废处理产业园模式已经获得了市场和官方的高度认可。另一方面，公司固废处理产业链仍在继续延伸，报告期内，公司与德国瑞曼迪斯合作的实体项目佛山绿色工业服务中心工程（南海），已取得广东省环保厅环评批复，收集处理危险废物总规模为9.3万吨/年。公司未来发展核心仍是固废处理业务，将继续执行“大固废”战略，前景值得期待。
- **盈利预测及评级：**我们预计公司18-20年实现EPS分别为0.94元、1.03元、1.18元，按照2018-03-20收盘价，对应PE分别为15、14和12倍，维持“增持”评级。
- **风险因素：**在建项目不能如期投产运营；并购整合风险；污水处理厂与垃圾焚烧发电厂处置量不足。

### 公司报告首页财务数据

|               | 2016A    | 2017A    | 2018E    | 2019E    | 2020E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 3,690.34 | 4,202.08 | 4,578.78 | 4,974.55 | 5,346.37 |
| 增长率 YoY %     | 9.93%    | 13.87%   | 8.96%    | 8.64%    | 7.47%    |
| 归属母公司净利润(百万元) | 508.57   | 652.24   | 716.94   | 788.39   | 902.86   |
| 增长率 YoY%      | 26.23%   | 28.25%   | 9.92%    | 9.97%    | 14.52%   |
| 毛利率%          | 32.39%   | 31.63%   | 33.04%   | 33.13%   | 34.41%   |
| 净资产收益率 ROE%   | 11.03%   | 12.85%   | 12.79%   | 12.78%   | 13.31%   |
| 每股收益 EPS(元)   | 0.66     | 0.85     | 0.94     | 1.03     | 1.18     |
| 市盈率 P/E(倍)    | 21       | 17       | 15       | 14       | 12       |
| 市净率 P/B(倍)    | 2.27     | 2.05     | 1.86     | 1.70     | 1.53     |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为2018年3月20日收盘价

**资产负债表**

单位:百万元

| 会计年度           | 2016A     | 2017A     | 2018E     | 2019E     | 2020E     |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>流动资产</b>    | 1,805.05  | 2,101.86  | 2,567.76  | 3,099.85  | 3,734.17  |
| 货币资金           | 1,169.32  | 1,294.61  | 1,734.71  | 2,212.04  | 2,800.55  |
| 应收票据           | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      |
| 应收账款           | 261.91    | 339.74    | 370.20    | 402.19    | 432.26    |
| 预付账款           | 22.35     | 66.56     | 71.03     | 77.07     | 81.24     |
| 存货             | 222.95    | 184.38    | 196.76    | 213.48    | 225.05    |
| 其他             | 128.51    | 216.57    | 195.07    | 195.07    | 195.07    |
| <b>非流动资产</b>   | 11,467.62 | 12,010.82 | 12,232.39 | 12,433.87 | 12,625.93 |
| 长期投资           | 161.45    | 375.69    | 375.69    | 375.69    | 375.69    |
| 固定资产           | 3,424.53  | 3,434.21  | 4,195.69  | 4,965.88  | 5,031.26  |
| 无形资产           | 6,027.48  | 6,209.48  | 6,396.86  | 6,554.25  | 6,681.63  |
| 其他             | 1,854.17  | 1,991.45  | 1,264.15  | 538.05    | 537.35    |
| <b>资产总计</b>    | 13,272.67 | 14,112.69 | 14,800.14 | 15,533.72 | 16,360.10 |
| <b>流动负债</b>    | 3,063.90  | 2,964.27  | 3,059.60  | 3,180.15  | 3,271.14  |
| 短期借款           | 0.00      | 45.00     | 45.00     | 45.00     | 45.00     |
| 应付账款           | 1,027.09  | 991.38    | 1,057.94  | 1,147.86  | 1,210.07  |
| 其他             | 2,036.82  | 1,927.88  | 1,956.66  | 1,987.29  | 2,016.07  |
| <b>非流动负债</b>   | 4,669.25  | 5,050.50  | 5,029.87  | 5,029.87  | 5,029.87  |
| 长期借款           | 2,232.32  | 2,664.92  | 2,664.92  | 2,664.92  | 2,664.92  |
| 其他             | 2,436.93  | 2,385.58  | 2,364.95  | 2,364.95  | 2,364.95  |
| <b>负债合计</b>    | 7,733.15  | 8,014.77  | 8,089.47  | 8,210.02  | 8,301.01  |
| 少数股东权益         | 715.27    | 773.24    | 822.80    | 877.31    | 939.73    |
| 归属母公司股东权益      | 4,824.25  | 5,324.68  | 5,887.88  | 6,446.39  | 7,119.36  |
| <b>负债和股东权益</b> | 13,272.67 | 14,112.69 | 14,800.14 | 15,533.72 | 16,360.10 |

**重要财务指标**

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2016A    | 2017A    | 2018E    | 2019E    | 2020E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入      | 3,690.34 | 4,202.08 | 4,578.78 | 4,974.55 | 5,346.37 |
| 同比        | 9.93%    | 13.87%   | 8.96%    | 8.64%    | 7.47%    |
| 归属母公司净利润  | 508.57   | 652.24   | 716.94   | 788.39   | 902.86   |
| 同比        | 26.23%   | 28.25%   | 9.92%    | 9.97%    | 14.52%   |
| 毛利率       | 32.39%   | 31.63%   | 33.04%   | 33.13%   | 34.41%   |
| ROE       | 11.03%   | 12.85%   | 12.79%   | 12.78%   | 13.31%   |
| 每股收益(元)   | 0.66     | 0.85     | 0.94     | 1.03     | 1.18     |
| P/E       | 21       | 17       | 15       | 14       | 12       |
| P/B       | 2.27     | 2.05     | 1.86     | 1.70     | 1.53     |
| EV/EBITDA | 9.84     | 9.10     | 8.81     | 8.08     | 7.28     |

**利润表**

单位:百万元

| 会计年度            | 2016A    | 2017A    | 2018E    | 2019E    | 2020E    |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>营业收入</b>     | 3,690.34 | 4,202.08 | 4,578.78 | 4,974.55 | 5,346.37 |
| 营业成本            | 2,495.21 | 2,873.16 | 3,066.03 | 3,326.64 | 3,506.93 |
| 营业税金及附加         | 38.17    | 43.02    | 46.88    | 50.93    | 54.74    |
| 营业费用            | 71.38    | 69.73    | 75.98    | 82.55    | 88.72    |
| 管理费用            | 265.06   | 293.55   | 319.87   | 347.52   | 373.49   |
| 财务费用            | 206.52   | 179.01   | 150.31   | 145.11   | 139.97   |
| 资产减值损失          | 5.90     | 36.55    | 6.79     | 10.12    | 11.29    |
| 公允价值变动收益        | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 投资净收益           | 1.34     | 9.26     | 5.27     | 5.29     | 6.61     |
| <b>营业利润</b>     | 609.44   | 861.82   | 918.19   | 1,016.97 | 1,177.84 |
| 营业外收入           | 142.26   | 43.98    | 91.35    | 91.35    | 91.35    |
| 营业外支出           | 3.12     | 6.21     | 6.44     | 5.26     | 5.97     |
| <b>利润总额</b>     | 748.57   | 899.59   | 1,003.10 | 1,103.06 | 1,263.22 |
| 所得税             | 192.46   | 202.26   | 236.59   | 260.17   | 297.94   |
| <b>净利润</b>      | 556.12   | 697.33   | 766.51   | 842.90   | 965.28   |
| 少数股东损益          | 47.55    | 45.09    | 49.57    | 54.51    | 62.42    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 508.57   | 652.24   | 716.94   | 788.39   | 902.86   |
| EBITDA          | 1,530.18 | 1,691.62 | 1,748.30 | 1,906.22 | 2,114.64 |
| EPS (摊薄)        | 0.66     | 0.85     | 0.94     | 1.03     | 1.18     |

**现金流量表**

单位:百万元

| 会计年度           | 2016A     | 2017A     | 2018E    | 2019E    | 2020E    |
|----------------|-----------|-----------|----------|----------|----------|
| <b>经营活动现金流</b> | 1,178.53  | 1,508.92  | 1,554.56 | 1,704.66 | 1,853.24 |
| 净利润            | 556.12    | 697.33    | 766.51   | 842.90   | 965.28   |
| 折旧摊销           | 568.69    | 605.68    | 582.61   | 640.57   | 688.83   |
| 财务费用           | 212.91    | 186.36    | 162.60   | 162.60   | 162.60   |
| 投资损失           | -1.34     | -9.26     | -5.27    | -5.29    | -6.61    |
| 营运资金变动         | -173.32   | -23.20    | 41.62    | 55.68    | 33.89    |
| 其它             | 15.47     | 52.02     | 6.49     | 8.22     | 9.25     |
| <b>投资活动现金流</b> | -655.93   | -1,278.49 | -798.61  | -834.85  | -872.25  |
| 资本支出           | -817.63   | -1,026.38 | -803.87  | -840.14  | -878.86  |
| 长期投资           | -127.16   | -74.63    | 5.27     | 5.29     | 6.61     |
| 其他             | 288.86    | -177.48   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| <b>筹资活动现金流</b> | -731.59   | -104.62   | -315.85  | -392.47  | -392.47  |
| 吸收投资           | 4.90      | 1.62      | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 借款             | -1,404.49 | 281.28    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 支付利息或股息        | 319.64    | 387.52    | 315.85   | 392.47   | 392.47   |
| <b>现金净增加额</b>  | -208.82   | 125.81    | 440.10   | 477.33   | 588.51   |

## 研究团队简介

**范海波**，信达证券研发中心执行总监，有色金属/钢铁行业首席研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management ,Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

**吴漪**，环保行业研究员。北京大学化学学士、环境生态学硕士。2010 年加入信达证券，从事有色金属和钢铁行业研究。2013 年开始负责环保行业研究。

**丁士涛**，有色金属行业研究员。中央财经大学管理学硕士，3 年银行业工作经验，2012 年 2 月加盟信达证券研究开发中心，从事有色金属行业研究。

**王伟**，钢铁行业研究员。澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士，矿产大宗商品行业 1 年工作经验，2013 年 4 月加盟信达证券研究开发中心，从事钢铁行业研究。

**唐伊辰**，有色金属行业研究助理。对外经济贸易大学金融学硕士，2016 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事有色金属行业研究。

## 机构销售联系人

| 区域 | 姓名  | 办公电话         | 手机          | 邮箱                       |
|----|-----|--------------|-------------|--------------------------|
| 华北 | 袁 泉 | 010-63081270 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com        |
| 华北 | 张 华 | 010-63081254 | 13691304086 | zhanghuac@cindasc.com    |
| 华北 | 巩婷婷 | 010-63081128 | 13811821399 | gongtingting@cindasc.com |
| 华东 | 王莉本 | 021-63570071 | 18121125183 | wangliben@cindasc.com    |
| 华东 | 文襄琳 | 021-61678569 | 13681810356 | wenxianglin@cindasc.com  |
| 华东 | 洪 辰 | 021-61678568 | 13818525553 | hongchen@cindasc.com     |
| 华南 | 袁 泉 | 010-63081270 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com        |
| 国际 | 唐 蕾 | 010-63080945 | 18610350427 | tanglei@cindasc.com      |

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准   | 股票投资评级                        | 行业投资评级                  |
|---|-------------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；   | <b>看好：</b> 行业指数超越基准；    |
|   | <b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%； | <b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平； |
|   | <b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；   | <b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。    |
|   | <b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。    |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。