



四大业务板块稳健增长，年报业绩略超预期

2018年3月25日

推荐/维持

瀚蓝环境

财报点评

——瀚蓝环境（600323）2017年年报点评

姓名	分析师: 洪一	执业证书编号: S1480516110001
Email:hongyi@dxzq.net.cn 010-66554046		

事件:

公司发布2017年年度报告，2017年全年公司实现营业收入42.02亿元，同比增长13.87%；归属于上市公司股东的净利润6.52亿元，同比增长28.25%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润5.95亿元，同比增长20.64%。

观点:

1、四大业务板块稳健增长，年报业绩略超预期。

公司全年营收42.02亿元，同比增长13.87%；归母净利润6.52亿，同比增长28.25%。公司营收增长主要源于四大业务板块的稳健增长，1) 固废业务全年营收14.28亿元，同比增长7.01%，增量主要来自于300吨的福清二期项目（2016年4月运营）与400吨的黄石二期项目（2016年年底运营）；2) 供水全年营收11.08亿，同比增长4.33%，主要是售水量同比有所增加；3) 燃气实现营收14.79亿元，同比增长21.57%，主要是受益于工业客户煤改气，售气量有较大增长；4) 污水处理全年营收1.88亿元，同比增长17.85%，主要得益于污水管网运营收入增加。

公司营收与利润增速不匹配主要是由于：1) 公司期间费用率有所下降，其中财务费用占营收比例为4.3%，较去年减少1.3%，管理费用占营收比例为7.0%，较去年减少0.2%，销售费用占营收比例为1.7%，较去年减少0.3%；2) 公司全年非经常性损益项目金额57,725,405.18元，较去年同期上升265.72%。主要是由于计入当期损益的政府补助和创冠业绩补偿款较去年有所增长。

2、生活固废+工业危废，大固废将成公司未来业绩增长点。

生活固废方面，廊坊二期、大连金州、顺德项目投入运营将成为今年固废板块的主要增量，漳州、开平，饶平、南海三期、孝感、贵阳等项目将陆续开工建设，有望在明后两年贡献业绩。农业危废方面，公司收购驼王生物60%股权，布局病死牲畜处理领域。远期9.8万吨南海危废项目，包括3万吨焚烧，3万吨物化，3.3万吨工业污泥，5000吨收转运，该项目投运后，公司固废板块利润将得到较大幅度增厚。未来几年，是公司固废板块增长的高峰期，固废占公司营收总比重的提升，将抬升公司整体估值。

3、创冠减持不改公司内在价值, 稳健进取, 开启产业园复制之路。

公司全资子公司瀚蓝固废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%股权。顺控环投负责顺德区固废处理项目建设, 包括生活垃圾 3000 吨/日, 污泥 700 吨/日。该项目是佛山市力推的固废处理产业园模式复制代表作, 未来公司的产业园模式将逐步向省外拓展。公司产业园复制之路可期, 固废为核心发力点, 公用事业为后方, 整体业绩稳健, 创冠减持不改公司内在价值。

结论:

我们预计公司 2018–2020 年主营收入分别为 47.75 亿、54.42 亿和 61.75 亿元, 归母净利润分别为 7.90 亿、9.63 亿和 11.57 亿元, 对应 EPS 分别为 1.03 元、1.26 元和 1.51 元, 对应 PE 分别为 14 倍、11 倍和 9 倍, 维持公司“推荐”评级。

风险提示:

天然气售价大幅下降; 固废项目进展不达预期。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	1805	2102	2318	3665	4821	营业收入	3690	4202	4775	5442	6175
货币资金	1169	1295	1432	2682	3733	营业成本	2495	2873	3235	3673	4129
应收账款	262	340	386	440	499	营业税金及附加	38	43	48	54	62
其他应收款	57	96	109	124	141	营业费用	71	70	72	76	80
预付款项	22	67	67	67	67	管理费用	265	294	327	369	414
存货	223	184	208	236	265	财务费用	207	179	182	174	154
其他流动资产	66	95	95	95	95	资产减值损失	5.90	36.55	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	11468	12011	11549	11141	10733	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	161	376	376	376	376	投资净收益	1.34	9.26	16.56	44.15	55.19
固定资产	3424.5	3434.2	4541.8	4199.9	3858.1	营业利润	609	862	927	1141	1391
无形资产	6027	6209	6147	6086	6025	营业外收入	142.26	43.98	150.00	160.00	160.00
其他非流动资产	73	72	0	0	0	营业外支出	3.12	6.21	0.00	0.00	0.00
资产总计	13273	14113	13867	14806	15554	利润总额	749	900	1077	1301	1551
流动负债合计	3064	2964	3248	3747	3977	所得税	192	202	242	292	349
短期借款	0	45	254	0	0	净利润	556	697	835	1008	1202
应付账款	1027	991	1101	1250	1405	少数股东损益	48	45	45	45	45
预收款项	249	209	209	209	209	归属母公司净利润	509	652	790	963	1157
非流动负债合计	4669	5050	4160	4170	4180	BPS (元)	0.66	0.85	1.03	1.26	1.51
长期借款	2232	2665	2665	2665	2665	主要财务比率					
应付债券	993	995	0	0	0	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
负债合计	7733	8015	7408	7916	8156	成长能力					
少数股东权益	715	773	818	863	909	营业收入增长	9.93%	13.87%	13.62%	13.99%	13.46%
实收资本(或股本)	766	766	766	766	766	营业利润增长	22.46%	41.41%	7.59%	23.02%	21.95%
资本公积	1738	1738	1738	1738	1738	归属于母公司净利润	21.12%	21.93%	21.12%	21.93%	20.15%
未分配利润	1898	2375	2198	1982	1723	获利能力					
归属母公司股东权	4824	5325	5602	5987	6450	毛利率 (%)	31.48%	32.39%	31.55%	32.23%	32.52%
负债和所有者权	13273	14113	13867	14806	15554	净利率 (%)	15.07%	16.59%	17.49%	18.53%	19.47%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润 (%)	3.83%	4.62%	5.70%	6.51%	7.44%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE (%)	10.54%	12.25%	14.10%	16.09%	17.94%
经营活动现金流	1179	1509	1387	2211	1844	偿债能力					
净利润	556	697	835	1008	1202	资产负债率 (%)	58%	57%	53%	53%	52%
折旧摊销	6277.6	6465.7	0.00	341.8	341.86	流动比率	0.59	0.71	0.71	0.98	1.21
财务费用	207	179	182	174	154	速动比率	0.52	0.65	0.65	0.92	1.15
应收账款减少	0	0	-46	-54	-59	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.29	0.31	0.34	0.38	0.41
投资活动现金流	-656	-1278	73	44	55	应收账款周转率	15	14	13	13	13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.61	4.16	4.56	4.63	4.65
长期股权投资减少	0	0	23	0	0	每股指标(元)					
投资收益	1	9	17	44	55	每股收益(最新摊薄)	0.66	0.85	1.03	1.26	1.51
筹资活动现金流	-732	-105	-1322	-1006	-849	每股净现金流(最新)	-0.27	0.16	0.18	1.63	1.37
应付债券增加	0	0	-995	0	0	每股净资产(最新摊)	6.30	6.95	7.31	7.81	8.42
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	21.61	16.78	13.83	11.34	9.44
资本公积增加	-7	0	0	0	0	P/B	2.27	2.05	1.95	1.83	1.69
现金净增加额	-209	126	138	1250	1050	EV/EBITDA	1.96	1.88	8.71	6.80	5.45

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

洪一

中山大学金融学硕士, CPA、CIIA, 2 年投资研究经验, 2016 年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

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：

看好：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。