

# 固废“瀚蓝模式”接连异地复制，燃气板块业绩增长较快

——瀚蓝环境(600323.SH)首次覆盖报告

首次覆盖报告

邱懿峰(分析师)

qiuyifeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280517080002

黄红卫(联系人)

010-69004537

huanghongwei@xsdzq.cn

证书编号: S0280118010010

赵腾辉(联系人)

010-83561349

zhaotenghui@xsdzq.cn

证书编号: S0280118020015

## ● 业绩增速较快，成本管控能力突出：

瀚蓝环境(600323.SH)定位于“领先的生态环境服务商”，公司主营业务涵盖供水、污水处理、固废处理及燃气供应业务等循环相扣的完整生态环境服务产业链。公司旗下供水、污水处理和燃气业务在南海区占有相对优势地位，固废处理业务处于行业发展的扩张期。2017年公司实现营业收入42.02亿元(同比+13.87%)，超额完成原计划目标(40亿元)；其中供水业务收入11.08亿元，污水处理业务收入1.88亿元，固废处理业务收入14.28亿元，燃气业务收入14.79亿元；实现归母净利润6.52亿元(同比+28.25%)，业绩增长较快。营业成本和三项费用控制较好，2017年实际成本费用率为81.27%(原计划成本费用率为≤85%)，成本管控能力较强。根据年报披露，公司2018年计划实现营业收入48亿元(同比+14.23%)，成本费用率控制在85%左右。

## ● 水务板块稳定增长，现金流充裕：

公司拥有“取水、制水、输水到终端客户服务”的供水服务全产业链，供水业务集中在佛山市南海区。2017年，供水业务实现营业收入8.98亿元(+4.33%)，毛利率28.85%(+4.77个百分点)。2017年底，自来水供应产能136万立方米/日，产能利用率88.43%，产能利用率高于行业水平(~60-70%)。2017年，公司生产自来水43896.10万吨，销售自来水42429.09万吨，水损治理成效显著，产销率进一步降低至3.34%(行业水平在10-20%之间)，从而进一步改善供水业务盈利情况。目前，公司自来水供应在建产能为25万立方米/日(第二水厂四期)，预计将于2018年底投产。公司污水业务包括生活污水处理和工业污水处理，拥有污水处理管网维护、泵站管理、污水处理厂运营管理、河涌治理的污水处理服务全产业链。2017年，污水处理实现营收1.89亿元(+17.85%)，毛利率为37.27%(+8.80个百分点)。2017年底，公司污水处理产能达58.3万立方米/日，产能利用率74.51%。当前，污水处理在建产能为2万吨/日(大沥工业废水处理厂)，预计将于2018年6月投产。总体而言，瀚蓝环境的供水及污水处理业绩稳定，现金流充裕，为公司开展高成长性的固废业务提供现金支持。

## ● 布局固废全产业链，“瀚蓝模式”接连异地复制：

固废行业正处于快速成长阶段，公司连续4年被评选为中国固废处理行业十大影响力企业。公司拥有固废处理服务全产业链：包括前端的垃圾集中压缩转运；中端的垃圾填埋、生活垃圾焚烧发电、污泥干化处理、餐厨垃圾处理、粪便处理、危险废物处理处置、畜禽废弃物及动物固体废物无害化处理；及末端的渗滤液处理、飞灰处理在内的全产业链覆盖。公司建成的南海固废处理环保产业园，是目前国内唯一已建成并成功运营的具有完整固废处理产业链的固废处理产业园。产业园模式在节省土地资源、降低处理成本、减少污染物排放、便利监管等方面的特点十分突出，被称为破解垃圾围城的“瀚蓝模式”。2017年4月，继去年广东顺德项目后，“瀚蓝模式”又在广

## 推荐(首次评级)

市场数据

时间 2018.03.23

收盘价(元): 13.59

一年最低/最高(元): 12.56/16.53

总股本(亿股): 7.66

总市值(亿元): 104.14

流通股本(亿股): 7.66

流通市值(亿元): 104.14

近3月换手率: 39.37%

## 股价一年走势



## 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	3.28	-9.14	-16.09
绝对	-0.8	-12.83	-3.3

## 相关报告

东开平市再次复制，体现了瀚蓝环境固废处理环保产业园的优势和市场认可。2017年，公司固废处理业务实现垃圾焚烧量 396.97 万吨、发电量 143.92 万千瓦时、垃圾装运量 122.13 万吨、污泥处理量 10.40 万吨、飞灰处理量 4.05 万吨、餐厨垃圾处理量 6.61 万吨、垃圾填埋量 26.83 万吨。危废领域，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，预计收集处理危险废物总规模为 9.3 万吨/年。2017 年，公司固废业务实现营收 14.21 亿元（+7.01%），毛利率 40.05%（+0.19 个百分点）。

#### ● 燃气板块区域垄断性强，业绩增速较快：

瀚蓝环境的燃气业务包括管道燃气、瓶装气等。公司在佛山市南海区和江西省樟树市从事燃气供应业务，是佛山市南海区的唯一管道燃气供应商，在樟树市拥有 11 个镇街的燃气特许经营权。根据中国《能源发展战略行动计划 2014-2020》：中国能源消费结构中，天然气消费占比将从 2015 年 8% 提升至 2020 年 11%。佛山市作为工业城市，对能源需求量大，且煤改天然气的进程持续推进。2017 年，公司销售天然气 41776 万立方米（+27.80%）、液化气 2.47 万吨（+22.89%）。2017 年，公司燃气业务实现营业收入 14.14 亿元（21.57%），燃气业务高速增长，毛利率 21.05%（减少 6.57 个百分点）。

#### ● 看好“瀚蓝模式”异地扩张，首次覆盖给予“推荐”评级：

我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 7.40、8.43、9.38 亿元，对应 EPS 分别为 0.97、1.10 和 1.22 元。当前股价对应 18-20 年分别为 14.5、12.8 和 11.5 倍。考虑到公司固废“瀚蓝模式”异地复制势头强劲，燃气板块业绩增长较快，我们看好公司未来成长空间，首次覆盖给予“推荐”评级。

● **风险提示：**固废产业园异地扩张进程不及预期风险；燃气销售不及预期。

#### 财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3690	4,202	4,811	5,435	6,108
增长率(%)	9.9	13.9	14.5	13.0	12.4
净利润(百万元)	508.6	652	740	843	938
增长率(%)	26.2	28.2	13.5	13.8	11.3
毛利率(%)	32.4	31.6	32.2	32.7	32.5
净利率(%)	13.8	15.5	15.4	15.5	15.4
ROE(%)	10.0	11.4	11.7	12.0	11.9
EPS(摊薄/元)	0.66	0.85	0.97	1.10	1.22
P/E(倍)	21.15	16.5	14.5	12.8	11.5
P/B(倍)	2.23	2.0	1.8	1.6	1.4

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	1805	2102	1652	988	1064
现金	1169	1295	789	0	0
应收账款	262	340	349	429	446
其他应收款	57	96	79	118	104
预付账款	22	67	35	80	49
存货	223	184	278	240	345
其他流动资产	71	121	121	121	121
<b>非流动资产</b>	11468	12011	13333	14618	15469
长期投资	161	376	380	385	389
固定资产	3425	3434	4544	5392	6056
无形资产	6027	6209	6833	7563	7981
其他非流动资产	1854	1991	1577	1279	1043
<b>资产总计</b>	<b>13273</b>	<b>14113</b>	<b>14985</b>	<b>15606</b>	<b>16534</b>
<b>流动负债</b>	3064	2964	3574	3902	4642
短期借款	0	45	45	333	362
应付账款	1027	991	1301	1266	1630
其他流动负债	2037	1928	2227	2303	2650
<b>非流动负债</b>	4669	5050	4675	4181	3491
长期借款	3226	3659	3284	2790	2100
其他非流动负债	1444	1391	1391	1391	1391
<b>负债合计</b>	<b>7733</b>	<b>8015</b>	<b>8249</b>	<b>8084</b>	<b>8133</b>
少数股东权益	715	773	824	883	948
股本	766	766	766	766	766
资本公积	1738	1738	1738	1738	1738
留存收益	2283	2782	3379	4056	4808
归属母公司股东权益	4824	5325	5912	6640	7453
<b>负债和股东权益</b>	<b>13273</b>	<b>14113</b>	<b>14985</b>	<b>15606</b>	<b>16534</b>

现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	1179	1509	1901	1478	2427
净利润	556	697	791	901	1003
折旧摊销	569	606	539	654	746
财务费用	207	179	73	94	102
投资损失	-1	-9	-4	-5	-5
营运资金变动	-173	-23	501	-166	580
其他经营现金流	22	59	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-656	-1278	-1857	-1934	-1593
资本支出	818	1031	1318	1280	847
长期投资	-162	-212	-4	-6	-5
其他投资现金流	0	-459	-543	-659	-751
<b>筹资活动现金流</b>	-732	-105	-550	-621	-864
短期借款	-165	45	0	0	0
长期借款	68	434	-376	-494	(690)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-7	0	0	0	0
其他筹资现金流	-628	-584	-174	-127	-174
<b>现金净增加额</b>	<b>-209</b>	<b>126</b>	<b>-506</b>	<b>-1077</b>	<b>-30</b>

利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>3690</b>	<b>4202</b>	<b>4811</b>	<b>5435</b>	<b>6108</b>
营业成本	2495	2873	3264	3655	4123
营业税金及附加	38	43	50	56	63
营业费用	71	70	80	90	101
管理费用	265	294	341	382	431
财务费用	207	179	73	94	102
资产减值损失	6	37	25	38	37
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	9	4	5	5
<b>营业利润</b>	<b>609</b>	<b>862</b>	<b>983</b>	<b>1125</b>	<b>1256</b>
营业外收入	142	44	44	44	44
营业外支出	3	6	6	6	6
<b>利润总额</b>	<b>749</b>	<b>900</b>	<b>1021</b>	<b>1162</b>	<b>1294</b>
所得税	192	202	230	261	291
<b>净利润</b>	<b>556</b>	<b>697</b>	<b>791</b>	<b>901</b>	<b>1003</b>
少数股东损益	48	45	51	58	65
<b>归属母公司净利润</b>	<b>509</b>	<b>652</b>	<b>740</b>	<b>843</b>	<b>938</b>
EBITDA	1495	1711	1646	1916	2142
EPS(元)	0.66	0.85	0.97	1.10	1.22

主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	9.9	13.9	14.5	13.0	12.4
营业利润(%)	22.5	41.4	14.1	14.4	11.7
归属于母公司净利润(%)	26.2	28.2	13.5	13.8	11.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	32.4	31.6	32.2	32.7	32.5
净利率(%)	13.8	15.5	15.4	15.5	15.4
ROE(%)	10.0	11.4	11.7	12.0	11.9
ROIC(%)	6.7	7.8	7.6	8.2	9.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	58.3	56.8	55.0	51.8	49.2
净负债比率(%)	53.5	52.1	49.9	53.5	40.7
流动比率	0.6	0.7	0.5	0.3	0.2
速动比率	0.5	0.6	0.4	0.2	0.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	14.6	14.0	14.0	14.0	14.0
应付账款周转率	2.4	2.8	2.8	2.8	2.8
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.66	0.85	0.97	1.10	1.22
每股经营现金流(最新摊薄)	1.98	1.71	2.48	1.93	3.17
每股净资产(最新摊薄)	6.30	6.95	7.71	8.66	9.73
<b>估值比率</b>					
P/E	21.15	16.49	14.53	12.77	11.47
P/B	2.23	2.02	1.82	1.62	1.44
EV/EBITDA	10.52	9.3	9.8	8.8	7.6

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**邱懿峰**，美国德克萨斯大学金融学硕士，南开大学国贸系本科，2015年就职于银河证券研究部，拥有两年以上行业研究经验，2017年加入新时代证券，现任环保行业首席分析师

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕筱琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	<b>史月琳 销售经理</b>
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>