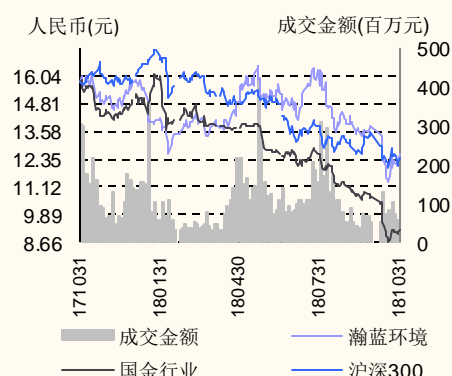


瀚蓝环境 (600323.SH) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 12.55 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	766.26
总市值(百万元)	9,616.61
年内股价最高最低(元)	16.45/11.34
沪深 300 指数	3153.82
上证指数	2602.78

**相关报告**

- 1.《坐拥优质运营资产，发行可转债促项目加速-瀚蓝环境》，2018.8.25

孙春旭 分析师 SAC 执业编号: S1130518090002
sunchunxu@gjzq.com.cn

业绩稳健增长，在手垃圾焚烧项目充足**公司基本情况(人民币)**

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.664	0.851	1.020	1.177	1.392
每股净资产(元)	6.30	6.95	7.77	8.75	9.94
每股经营性现金流(元)	1.52	1.95	1.58	1.80	2.41
市盈率(倍)	21.64	18.75	12.31	10.66	9.02
净利润增长率(%)	26.23%	25.35%	20.23%	13.60%	17.96%
净资产收益率(%)	10.54%	9.52%	13.12%	13.46%	14.00%
总股本(百万股)	766.26	766.26	766.26	766.26	766.26

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 10月29日，公司发布2018年三季度报告，报告期内公司实现营业收入为35.85亿元，同比增长17.16%，归母净利为7.44亿元，同比增长36.30%，扣非后归母净利为5.98亿，同比增长20.33%。

经营分析

- **归母净利提高36%，毛利率同比提升2.02个百分点：**公司业绩增长原因：处置官窑市场收益；报告期内完成南海燃气30%股权收购，燃气业务销量增长；固废业务大连项目投产；污水管网运营收入增加；供水业务水损治理取得一定成效。报告期间毛利率为34.20%，同比提升2.02pct。期间费用为4.35亿，同比增加18.21%，期间费用率为12.13%，同比提升0.1pct，保持稳定。18年第三季度发电量和上网电量分别为40442和34154万度，同比提高9.81%和11.36%，环比第二季度下滑1.69%和0.12%，原因是部分垃圾焚烧发电厂检修。第三季度自来水供应量保持稳定；污水处理量为5721万吨，同比提高13%，均价为0.99元/吨，提高24%。
- **垃圾焚烧行业依然保持高增长，公司在手项目充足：**“十三五”末全国垃圾焚烧处理设施规模要达到59.14万吨/日。17年的总处理能力达到30.4万吨/日，要完成2020年的目标，未来三年的行业复合增长率要达到24.83%。公司固废处理业务板块已经投运产能11300吨/日，在建及筹建产能为13800吨/日，在手项目充足。9月6日，公司发行可转换公司债券的申请受到证监会受理。公司募集10亿元可转债投入三个垃圾焚烧项目，项目建成投产后，将满足所在地快速增长的垃圾处理需求，有利于增强公司业绩。
- **国投电力战略入股，协同效应凸显：**今年4月，国投电力签署通过协议转让的方式受让公司股份总数的8.615%，成为公司战略投资股东。国投集团与各地地方政府长久的紧密合作关系，将有利于瀚蓝环境项目落地率提高。在财务融资方面，国投集团及国投电力有助于帮助瀚蓝降低运营项目的债务融资成本，进一步提升项目的盈利能力。

盈利预测

- 预计公司2018-2020营业收入为48.23、53.08和61.19亿元，对应的归母净利7.81、9.02、10.67亿元，18-20年EPS分别为1.02、1.18和1.39元，对应动态PE为12倍、11倍、9倍。给予“买入”评级。

风险提示

- 项目进度不达预期的风险，政策执行力度不达预期的风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	3,357	3,690	4,202	4,823	5,308	6,119
增长率		9.9%	13.9%	14.8%	10.1%	15.3%
主营业务成本	-2,300	-2,495	-2,873	-3,064	-3,431	-3,902
%销售收入	68.5%	67.6%	68.4%	63.5%	64.6%	63.8%
毛利	1,057	1,195	1,329	1,759	1,877	2,217
%销售收入	31.5%	32.4%	31.6%	36.5%	35.4%	36.2%
营业税金及附加	-26	-38	-43	-48	-53	-61
%销售收入	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-75	-71	-70	-87	-90	-104
%销售收入	2.2%	1.9%	1.7%	1.8%	1.7%	1.7%
管理费用	-218	-265	-294	-338	-345	-428
%销售收入	6.5%	7.2%	7.0%	7.0%	6.5%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	738	821	923	1,287	1,389	1,624
%销售收入	22.0%	22.2%	22.0%	26.7%	26.2%	26.5%
财务费用	-246	-207	-179	-188	-199	-218
%销售收入	7.3%	5.6%	4.3%	3.9%	3.7%	3.6%
资产减值损失	1	-6	-37	-16	-2	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	5	1	9	2	11	13
%税前利润	0.9%	0.2%	1.0%	0.2%	0.9%	0.9%
营业利润	498	609	812	1,085	1,200	1,426
营业利润率	14.8%	16.5%	19.3%	22.5%	22.6%	23.3%
营业外收支	78	139	38	33	37	47
税前利润	576	749	900	1,118	1,237	1,473
利润率	17.1%	20.3%	21.4%	23.2%	23.3%	24.1%
所得税	-130	-192	-202	-279	-284	-351
所得税率	22.6%	25.7%	22.5%	25.0%	23.0%	23.8%
净利润	446	556	697	838	952	1,123
少数股东损益	43	48	45	57	50	56
归属于母公司的净利润	403	509	652	781	902	1,067
净利率	12.0%	13.8%	15.5%	16.2%	17.0%	17.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	446	556	697	838	952	1,123
非现金支出	474	559	625	190	171	158
非经营收益	269	221	193	168	129	176
营运资金变动	52	-173	-23	18	130	388
经营活动现金净流	1,241	1,163	1,492	1,214	1,382	1,844
资本开支	-1,322	-818	-1,026	-269	-274	-363
投资	-1,256	-289	-293	-11	0	0
其他	896	450	41	2	11	13
投资活动现金净流	-1,682	-656	-1,278	-278	-263	-350
股权筹资	942	5	2	0	0	0
债权筹资	422	-411	281	244	8,910	1,300
其他	-419	-325	-388	-338	-350	-369
筹资活动现金净流	946	-731	-105	-93	8,560	931
现金净流量	505	-224	109	843	9,679	2,425

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,379	1,169	1,295	2,138	11,817	14,242
应收账款	279	319	435	499	550	627
存货	139	223	184	210	244	257
其他流动资产	135	94	187	213	217	236
流动资产	1,931	1,805	2,102	3,059	12,828	15,361
%总资产	15.6%	13.6%	14.9%	20.1%	51.1%	55.1%
长期投资	114	250	405	416	416	416
固定资产	4,731	4,685	4,884	5,189	5,490	5,890
%总资产	38.3%	35.3%	34.6%	34.1%	21.9%	21.1%
无形资产	5,512	6,411	6,594	6,430	6,270	6,116
非流动资产	10,428	11,468	12,011	12,145	12,296	12,531
%总资产	84.4%	86.4%	85.1%	79.9%	48.9%	44.9%
资产总计	12,359	13,273	14,113	15,204	25,124	27,893
短期借款	1,326	906	814	650	660	660
应付款项	1,714	1,915	1,873	2,029	2,220	2,625
其他流动负债	181	243	278	267	296	379
流动负债	3,221	3,064	2,964	2,946	3,176	3,664
长期贷款	3,157	2,232	2,665	3,165	3,165	3,965
其他长期负债	1,067	2,437	2,386	2,308	11,200	11,711
负债	7,445	7,733	8,014	8,419	17,541	19,340
普通股股东权益	4,394	4,824	5,325	5,954	6,703	7,616
少数股东权益	519	715	773	830	880	936
负债股东权益合计	12,359	13,273	14,113	15,204	25,124	27,893

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.526	0.664	0.851	1.020	1.177	1.392
每股净资产	5.735	6.296	6.949	7.770	8.748	9.940
每股经营现金净流	1.619	1.518	1.947	1.585	1.804	2.407
每股股利	4.374	4.374	0.200	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	9.17%	10.54%	9.52%	13.12%	13.46%	14.00%
总资产收益率	3.26%	3.83%	3.59%	5.14%	3.59%	3.82%
投入资本收益率	5.99%	6.20%	6.28%	8.19%	8.50%	8.61%
增长率						
主营业务收入增长率	37.85%	9.93%	13.87%	14.78%	10.06%	15.28%
EBIT增长率	33.91%	11.16%	12.44%	39.45%	7.95%	16.92%
净利润增长率	30.51%	26.23%	25.35%	20.23%	13.60%	17.96%
总资产增长率	12.56%	7.39%	6.33%	7.73%	65.25%	11.02%
资产管理能力						
应收账款周转天数	24.8	24.9	26.1	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	18.7	26.4	25.9	25.0	26.0	24.0
应付账款周转天数	151.7	149.5	128.2	120.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	379.5	338.7	298.3	267.5	249.9	228.7
偿债能力						
净负债/股东权益	63.19%	53.47%	52.12%	39.38%	-92.27%	#####
EBIT利息保障倍数	3.0	4.0	5.2	6.9	7.0	7.5
资产负债率	60.24%	58.26%	56.79%	55.37%	69.82%	69.33%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	8	10	17	37	52
增持	3	3	3	4	7
中性	1	1	1	2	5
减持	0	0	0	0	0
评分	1.42	1.36	1.24	1.19	1.27

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-03-16	买入	14.66	N/A
2	2018-08-25	买入	14.28	16.30~20.80

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH