

瀚蓝环境（600323）：固废板块发力，半年报业绩超预期

——瀚蓝环境（600323）2019 年中报点评

2019 年 08 月 16 日

强烈推荐/维持

瀚蓝环境 公司报告

投资要点：

- **事件：**公司披露 2019 年半年报，上半年公司实现营业收入 26.70 亿元，同比增长 16.63%；归属母公司净利润 4.50 亿元，同比减少 10.83%；扣非后归属母公司净利润 4.47 亿元，同比增长 25.75%。
- **半年报扣非业绩超预期，固废与污水业务发力增长。**2019 年上半年，公司实现营业收入 26.70 亿元，同比增长 16.63%；扣非后归属母公司净利润 4.47 亿元，同比增长 25.75%。公司营收增长主要源于固废、污水、燃气板块的稳健增长，1) 固废业务营收 10.98 亿元，同比增长 37.01%，增长一方面来自于公司的南海三期、晋江、安溪、孝感、漳州南、开平、饶平、万载等多个垃圾焚烧项目处于建设期，公司确认的工程收入有所增长，另一方面，江西赣州危废、廊坊二期项目今年的投运，及部分已投运项目去年的提价也有所贡献；2) 污水业务营收 1.42 亿，同比增长 37.37%，主要是由于公司 46 万吨/日污水处理产能提标改造完成，污水处理单价有所提升；3) 燃气业务实现营收 9.27 亿元，同比增长 17.17%，主要是公司重点拓展村级工业园及陶瓷企业用户取得良好成效，售气量有所增长；4) 供水业务实现营收 4.22 亿元，同比减少 0.78%，南海第二水厂四期工程项目建设仍在推进中。**公司半年报营收增长符合预期，业绩超预期主要是由于公司的固废业务盈利能力好于此前市场预期，项目提价及江西赣州危废的投运对冲了工程收入增加对板块毛利率的负面影响，固废板块上半年毛利率 40.1%，较 18 年全年 35.2%有 4.9bp 的增加。公司扣非前净利润增速与扣非后净利润增速不匹配主要是由于 18 年同期公司处置官窑市场公司股权，带来非经常性损益 1.4 亿。**
- **公用事业板块稳健，大固废引领成长。**未来几年，公司公用事业板块整体较为稳健，增长点主要在大固废。生活固废方面，廊坊、顺德项目已投入运营，漳州南即将投运，成为今年固废板块的主要增量，开平、饶平、南海三期、孝感、安溪二期、晋江二期、万载等项目有望在明后两年开始贡献业绩，接手的盛运项目将在远期贡献业绩。同时，公司哈尔滨、牡丹江等餐厨项目、乐昌、怀集、遂溪农业固废项目进展顺利。危废方面，公司积极扩张，赣州宏华环保已投产，南海危废项目也计划于今年年底建成，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发力期，固废营收占公司总营收比重的提升，将抬升公司整体估值。
- **承接盛运环保部分垃圾焚烧项目，运营体量再获提升。**公司与盛运环保于今年 6 月达成战略合作协议，已初步确定承接盛运环保旗下济宁二期（800 吨/日）、宣城二期（1000 吨/日）、海阳项目（500 吨/日）、乌兰察布项目（1200 吨/日）、蒙阴项目（500 吨/日）和淮安二期（800 吨/日）共 6 个焚烧发电项目合计 4800 吨/日的特许经营权，公司目前在手合同总规模 2.8 万吨/日，本次合作使得公司的运营体量获得 15.6%的提升。公司引入战投国电电力后，背靠央企稳健进取，瀚蓝产业园模式有望提速向省外拓展，助力大固废战略推进。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019-2021 年主营收入分别为 58.67 亿、66.36 亿和 73.74 亿元，归母净利润分别为 9.45 亿、11.06 亿和 12.59 元，对应 EPS 分别为 1.23 元、1.44 元和 1.64 元，对应 PE 分别为 14 倍、12 倍和 10 倍，维持公司“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**天然气价格大幅下降；固废项目进展不达预期。

公司简介：

公司是一家专注于环境服务产业的上市公司，致力为各地政府提供系统性环境服务方案，覆盖自来水供应、污水处理、固废处理全产业链。

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

交易数据

52 周股价区间（元）	16.8-14.14
总市值（亿元）	128.73
流通市值（亿元）	128.73
总股本/流通 A 股（万股）	76626/76626
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.72

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：洪一

0755-82832082

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110001

研究助理：沈一凡

010-66554020

shenyf@dxzq.net.cn

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,202.08	4,848.49	5,867.49	6,636.38	7,374.49
增长率（%）	13.87%	15.38%	21.02%	13.10%	11.12%
净利润（百万元）	652.24	875.51	945.17	1,106.17	1,259.12
增长率（%）	28.25%	34.23%	7.96%	17.03%	13.83%
净资产收益率（%）	12.25%	15.01%	14.43%	14.82%	14.81%
每股收益(元)	0.85	1.14	1.23	1.44	1.64
PE	19.76	14.74	13.62	11.64	10.22
PB	2.42	2.21	1.97	1.73	1.51

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表						单位: 百万元		利润表			单位: 百万元		
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		
流动资产合计	2102	2384	3077	3422	3856	营业收入	4202	4848	5867	6636	7374		
货币资金	1295	1224	1760	1991	2315	营业成本	2873	3396	4216	4759	5292		
应收账款	340	415	502	567	631	营业税金及附加	43	38	59	66	74		
其他应收款	96	125	151	171	190	营业费用	70	69	79	86	92		
预付款项	67	276	276	276	276	管理费用	294	274	317	338	354		
存货	184	180	223	252	280	财务费用	179	214	202	213	195		
其他流动资产	95	164	164	164	164	资产减值损失	36.55	29.31	10.00	0.00	0.00		
非流动资产合	12011	14109	15130	15746	16155	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	376	390	390	390	390	投资净收益	9.26	177.08	19.77	36.09	36.09		
固定资产	3434.21	3352.28	3396.62	3373.46	3341.55	营业利润	862	1103	1005	1209	1403		
无形资产	6209	7066	8049	8693	9138	营业外收入	43.98	15.43	195.67	195.67	195.67		
其他非流动资	72	167	167	167	167	营业外支出	6.21	5.64	0.00	0.00	0.00		
资产总计	14113	16492	18206	19167	20011	利润总额	900	1113	1201	1405	1599		
流动负债合计	2964	3790	4450	4486	4277	所得税	202	234	253	296	336		
短期借款	45	240	596	418	0	净利润	697	879	948	1109	1262		
应付账款	991	1354	1657	1871	2080	少数股东损益	45	3	3	3	3		
预收款项	209	242	242	242	242	归属母公司净利润	652	876	945	1106	1259		
一年内到期的	769	877	877	877	877	EBITDA	7507	8622	1816	2098	2315		
非流动负债合	5050	6277	6549	6559	6569	EPS (元)	0.85	1.14	1.23	1.44	1.64		
长期借款	2665	3527	3827	3827	3827	主要财务比率							
应付债券	995	996	996	996	996		2017A	2018A	2019F	2020F	2021F		
负债合计	8015	10068	10999	11044	10846	成长能力							
少数股东权益	773	590	593	596	600	营业收入增长	13.87%	15.38%	21.02%	13.10%	11.12%		
实收资本(或股	766	766	766	766	766	营业利润增长	41.41%	27.99%	-8.85%	20.28%	16.02%		
资本公积	1738	1521	1521	1521	1521	归属于母公司净利	7.96%	17.03%	7.96%	17.03%	13.83%		
未分配利润	2375	3097	3831	4716	5723	获利能力							
归属母公司股	5325	5834	6549	7462	8500	毛利率(%)	31.48%	32.39%	31.59%	29.95%	28.15%		
负债和所有者	14113	16492	18184	19145	19989	净利率(%)	16.59%	18.12%	16.16%	16.72%	17.12%		
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	1.54%	4.62%	5.31%	5.19%	5.77%		
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	12.25%	15.01%	14.43%	14.82%	14.81%		
经营活动现金	32	-20	814	1448	1897	偿债能力							
净利润	167	283	426	616	773	资产负债率(%)	57%	61%	60%	58%	54%		
折旧摊销	1139.17	1493.26	0.00	325.25	328.64	流动比率	0.71	0.63	0.69	0.76	0.90		
财务费用	27	48	91	95	130	速动比率	0.65	0.58	0.64	0.71	0.84		
应收账款减少	0	0	-636	-496	-604	营运能力							
预收帐款增加	0	0	1350	1802	2353	总资产周转率	0.31	0.32	0.34	0.36	0.38		
投资活动现金	-232	-244	908	-73	-73	应收账款周转率	14	13	13	12	12		
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.16	4.14	3.90	3.76	3.73		
长期股权投资	0	0	0	0	0	每股指标(元)							
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊	0.85	1.14	1.23	1.44	1.64		
筹资活动现金	264	250	-787	-291	-688	每股净现金流(最	0.16	-0.09	0.70	0.30	0.42		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	6.95	7.61	8.55	9.74	11.09		
长期借款增加	0	0	50	100	150	估值比率							
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	19.76	14.74	13.62	11.64	10.22		
资本公积增加	0	17	0	0	0	P/B	2.42	2.21	1.97	1.73	1.51		
现金净增加额	64	-15	935	1084	1135	EV/EBITDA	2.14	2.01	10.17	8.10	7.02		

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	瀚蓝环境（600323）2018 年报点评：业绩持续向好，固废占比提升	2019-03-22
公司	瀚蓝环境（600323）深度报告二：公用事业稳健保后方，大固废引领业绩成长	2019-02-21
公司	瀚蓝环境（600323）2018 三季报点评：燃气与污水板块持续向好，三季报业绩符合预期	2018-10-30
公司	瀚蓝环境（600323）2018 年中报点评：业绩持续向好，燃气业务超预期	2018-08-08

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

洪一

中山大学金融硕士，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

研究助理：沈一凡

康奈尔大学硕士，纽约大学本科，曾供职于中国能建华东电力设计院，5 年基础设施建设经验，2018 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。