

公司研究/年报点评

2017年03月15日

公用事业/环保 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 15.58
合理价格区间(元): 18.22~19.04

何昕 执业证书编号: S0570515050001
研究员 010-56793937
hexin6573@htsc.com

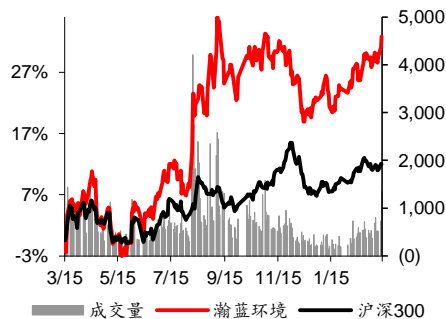
武云泽 021-28972081
联系人 wuyunze@htsc.com

徐科 010-56793939
联系人 xuke2@htsc.com

相关研究

- 1《瀚蓝环境(600323):固废供水高增长 大额补偿款到位》2016.03
- 2《瀚蓝环境(600323):拓展燃气固废业务 估值低业绩稳健》2015.11
- 3《瀚蓝环境(600323):宣布定增方案 拓展燃气固废业务》2015.11

股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	766.26
流通 A 股 (百万股)	628.71
52 周内股价区间 (元)	11.48-15.95
总市值 (百万元)	11,938
总资产 (百万元)	13,273
每股净资产 (元)	6.30

资料来源: 公司公告

模式升级、异地扩张的丰收年

瀚蓝环境(600323)

2016 年营收增长 9.93%，归母净利润增长 26.23%，每 10 股派 2 元

公司发布 2016 年年报，全年营业收入 36.90 亿元，同比增长 9.93%；归母净利润 5.09 亿元，同比增长 26.23%；归母扣非净利润 4.93 亿元，同比增长 31.83%。公司拟每 10 股分红 2 元，共计派发现金红利 1.53 亿元。

业务亮点频频，收入利润稳定增长

报告期内，公司各项业务稳步推进。其中供水业务由于樵南水务并表且佛山市实行阶梯水价，收入增长 23.03%，毛利率增长 2.24%。固废业务由于 2015 年下半年以来 3 个垃圾焚烧项目投运，收入同比增长 32.57%，占总收入比重由 15Y 的 29.8% 增加至 35.98%。燃气业务：由于佛山煤改气执行较严，销气量增加 3.66%，但由于对大用户执行降价政策，尽管非居民门站气下调带来购销差价略增，毛利润仍下滑 5.0%。

现金流充裕，财务费用有望持续减少

报告期内，公司应收账款同比增长 8.2%，低于营收增速 1.7 pct；一年以内应收账款比例 93.7%，账龄结构较为健康；应收账款周转天数与去年持平，维持在 25 天的较好水平。公司经营净现金流同比下滑 6.7% 至 11.79 亿元，16 年度收到桂城水厂补偿款 4.3 亿元，发行公司债券 10 亿元，当前在手现金 11.7 亿元，现金流十分充裕。财务费用同比减少 16% 至 2.07 亿元，考虑到公司优异的现金流状况，预计 17 年有望进一步下降。

异地扩张丰收年，转型危废打开想象空间

我们认为 2016 年是公司异地扩张的丰收年。首先，公司转型危废，在佛山落地 5 万吨无害化项目，在湖北黄石拟收购 17 万吨资源化项目 70% 股权。其次，公司生活垃圾板块落地顺控环投产业园、漳州南部、东北餐厨垃圾等项目，垃圾焚烧、污泥、餐厨垃圾处理规模分别达到 18350、1350、1150 吨/日。此外，公司 17 年 1 月收购江西瀚蓝能源 70% 股权，获得江西樟树市 11 个镇街的燃气特许经营协议，预计新增净利润 2,000 万元。

公司 16 年最大的收获是找到了最适合自己的发展模式

回顾公司历史，14 年收购的创冠中国连年未能完成业绩承诺，该次异地扩张难言成功。然而，自 16 年开始，公司严守自身技术标准，把握在手渠道资源，一方面拓宽业务领域，一方面在本地和异地不断获取优质项目，此外通过高管薪酬改革优化经营效率，体现了经营理念和模式上的升级。我们认为这是公司收购创冠不利之后的重新起航，有望带来长远利好。尽管定增事项未能落地，公司仍有充足上升空间。

低估值的长线投资标的，维持“买入”评级

我们预测公司 2017-2019 年归母净利润为 6.35, 7.49, 9.18 亿元，对应动态 PE 为 19x, 16x, 13x。按 22-23x 目标 PE 区间，给予 17 年目标价 18.22-19.04 元，维持“买入”评级。

风险提示：危废、固废项目建设进度不及预期，项目拓展不及预期。

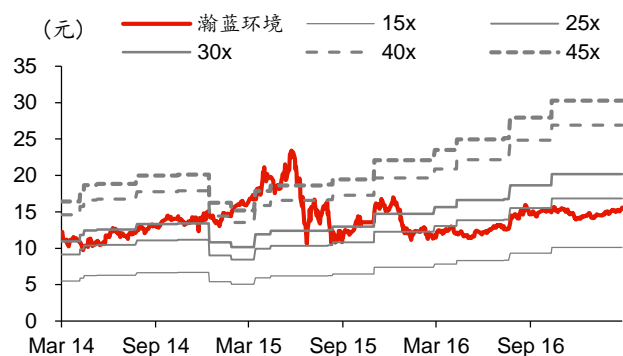
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	3,357	3,690	3,986	4,483	5,207
+/-%	37.85	9.93	8.02	12.46	16.15
净利润 (百万元)	402.90	508.57	634.50	749.27	918.48
+/-%	30.51	26.23	24.76	18.09	22.58
EPS (元)	0.53	0.66	0.83	0.98	1.20
PE (倍)	29.63	23.47	18.82	15.93	13.00

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

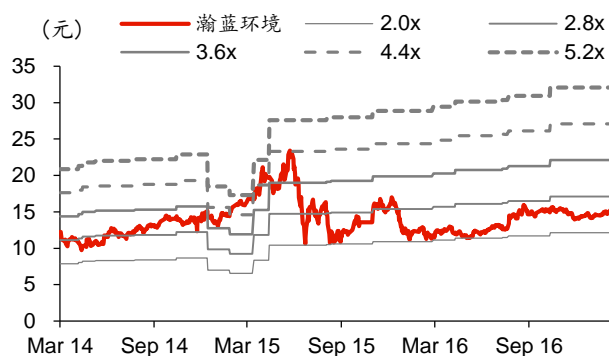
PE/PB - Bands

图表1: 瀚蓝环境历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 瀚蓝环境历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,931	1,805	1,640	1,787	2,003
现金	1,379	1,169	1,000	1,000	1,181
应收账款	242.03	261.91	309.39	350.07	407.45
其他应收账款	36.49	57.27	64.17	64.75	78.84
预付账款	55.86	22.35	24.23	26.94	30.86
存货	138.62	222.95	163.43	266.17	225.95
其他流动资产	79.12	71.24	79.00	79.00	79.00
非流动资产	10,428	11,468	11,825	12,602	13,098
长期投资	20.19	161.45	170.00	180.00	190.00
固定投资	3,491	3,425	4,026	4,396	4,540
无形资产	5,065	6,027	6,327	7,027	7,527
其他非流动资产	1,852	1,854	1,301	998.60	841.10
资产总计	12,359	13,273	13,465	14,389	15,101
流动负债	3,221	3,064	3,063	3,152	3,016
短期借款	164.85	0.00	265.36	275.55	0.00
应付账款	1,016	1,027	1,136	1,263	1,447
其他流动负债	2,040	2,037	1,662	1,613	1,569
非流动负债	4,225	4,669	4,178	4,352	4,393
长期借款	3,157	2,232	2,232	2,232	2,232
其他非流动负债	1,067	2,437	1,946	2,120	2,160
负债合计	7,445	7,733	7,241	7,504	7,408
少数股东权益	519.45	715.27	764.78	816.62	870.86
股本	766.26	766.26	766.26	766.26	766.26
资本公积	1,745	1,738	1,738	1,738	1,738
留存公积	1,851	2,283	2,954	3,564	4,318
归属母公司股	4,394	4,824	5,459	6,068	6,822
负债和股东权益	12,359	13,273	13,465	14,389	15,101

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	1,263	1,179	742.69	1,657	1,892
净利润	0.00	556.12	684.00	801.12	972.72
折旧摊销	496.22	568.69	541.07	584.27	616.17
财务费用	246.20	206.52	150.80	157.60	150.97
投资损失	(5.19)	(1.34)	(5.00)	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	51.88	(173.32)	(165.94)	(53.45)	115.96
其他经营现金	473.56	21.86	(462.24)	172.47	41.50
投资活动现金	(1,682)	(655.93)	(920.25)	(1,370)	(1,120)
资本支出	1,324	817.85	300.00	350.00	300.00
长期投资	(268.00)	(161.62)	8.55	10.00	10.00
其他投资现金	(626.72)	0.31	(611.70)	(1,010)	(810.00)
筹资活动现金	945.93	(731.59)	8.24	(287.00)	(591.36)
短期借款	46.85	(164.85)	265.36	10.19	(275.55)
长期借款	361.25	(925.14)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	49.47	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	685.01	(7.08)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(196.65)	365.49	(257.12)	(297.19)	(315.81)
现金净增加额	526.37	(208.82)	(169.32)	0.00	180.96

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,357	3,690	3,986	4,483	5,207
营业成本	2,300	2,495	2,705	3,007	3,445
营业税金及附加	26.04	38.17	39.86	44.83	52.07
营业费用	74.74	71.38	79.72	89.66	104.14
管理费用	217.98	265.06	259.10	291.39	338.46
财务费用	246.20	206.52	150.80	157.60	150.97
资产减值损失	(0.52)	5.90	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.19	1.34	5.00	5.00	5.00
营业利润	497.67	609.44	757.00	897.21	1,122
营业外收入	87.82	142.26	150.00	150.00	150.00
营业外支出	9.99	3.12	7.00	0.00	0.00
利润总额	575.51	748.57	900.00	1,047	1,272
所得税	129.86	192.46	216.00	246.09	298.81
净利润	445.65	556.12	684.00	801.12	972.72
少数股东损益	42.75	47.55	49.50	51.84	54.24
归属母公司净利润	402.90	508.57	634.50	749.27	918.48
EBITDA (倍)	1,240	1,385	1,449	1,639	1,889
EPS (元)	0.53	0.66	0.83	0.98	1.20

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	37.85	9.93	8.02	12.46	16.15
营业利润	9.62	22.46	24.21	18.52	25.00
归属母公司净利润	30.51	26.23	24.76	18.09	22.58
获利能力 (%)					
毛利率	31.48	32.39	32.15	32.92	33.84
净利率	12.00	13.78	15.92	16.71	17.64
ROE	9.17	10.54	11.62	12.35	13.46
ROIC	6.59	6.41	6.92	7.47	8.71
偿债能力					
资产负债率 (%)	60.24	58.26	53.78	52.15	49.06
净负债比率 (%)	60.22	40.58	45.54	44.08	40.93
流动比率	0.60	0.59	0.54	0.57	0.66
速动比率	0.56	0.52	0.48	0.48	0.59
营运能力					
总资产周转率	0.29	0.29	0.30	0.32	0.35
应收账款周转率	13.83	14.26	13.73	13.23	13.43
应付账款周转率	2.41	2.44	2.50	2.51	2.54
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.53	0.66	0.83	0.98	1.20
每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	1.54	0.97	2.16	2.47
每股净资产(最新摊薄)	5.73	6.30	7.12	7.92	8.90
估值比率					
PE (倍)	29.63	23.47	18.82	15.93	13.00
PB (倍)	2.72	2.47	2.19	1.97	1.75
EV_EBITDA (倍)	12.37	11.08	10.59	9.36	8.12

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com