



证券研究报告·上市公司简评

水务

固废驱动核心增长，燃气、水务 前景良好，期待异地拓展

事件

公司发布 2016 年年度报告

瀚蓝环境发布 2016 年年度报告，实现营业收入 36.90 亿元，同比增长 9.93%，实现归属于上市公司股东的净利润 5.09 亿元，同比增长 26.23%，略低于预期。非经常性损益 1578 万元，其中政府补助 880 万元。EPS 0.66 元/股，ROE 11.04%。公司 2016 年度利润分配预案每 10 股派发现金红利 2 元（含税）。报告期内，公司继续沿四大主营业务方向稳步发展：固废处理、燃气、供水、污水处理。

简评

固废处理已成增长核心，收购威辰环境规模扩大可期

固废处理业务收入 13.28 亿元，同比增长 32.57%，营收占比达 35.98%；毛利率 39.86%，同比下降 3.00 个百分点。项目方面，南海固废产业园一厂、二厂均满负荷运行。受廊坊和大连项目推迟投运，及环保排放提标导致投入加大、税收优惠调整，创冠中国 2016 年依然未能完成承诺净利润，已积极应对：1）廊坊项目推动垃圾收集量增加，已满负荷运行；2）大连项目预计 6 月投产；3）晋江项目已提价，其他项目稳步推进。

目前公司垃圾焚烧发电规模 18350 吨/日，垃圾处置费平均达到 70 元/吨以上水平，能够保持良好的现金流。另外还有污泥处理、餐厨垃圾处理规模分别 1350 吨/日、1150 吨/日。报告期内，公司与德国瑞曼迪斯签署成立合资公司，进军危废市场；子公司瀚蓝固废拟收购威辰环境 70% 股权，完成后将获得 22 万吨/年危废处理规模，进一步推动资源及产业协同，提升公司固废处理的核心竞争力。

燃气业务超额完成承诺，对外拓展实现零突破

2016 年全年燃气业务收入 11.63 亿元，同比下降 13.35%，营收占比达 31.51%，主要受国际油价影响，销售和采购价格同步下调；毛利率 27.63%，同比增加 2.38 个百分点。公司把握行业机会，积极拓展南海铝型材企业天然气转换工作，实现净利润 1.72 亿元，净利润率 14.77%，其中燃气发展盈利承诺完成率为 128.04%，发展势头良好。报告期内，燃气业务实现对外拓展零突破，收购瀚蓝能源 70% 股权，并获得江西樟树市 11 个镇街的燃气特许经营协议。根据之前协议，我们看好公司在年底前将燃气发展剩余 30% 股权收入上市公司。

请参阅最后一页的重要声明

瀚蓝环境 (600323)

调低

增持

王祎佳

wangyijia@csc.com.cn

010-85130453

执业证书编号：S1440513090007

研究助理：朱瀚清

zhuhanqing@csc.com.cn

021-68821600-805

发布日期：2017 年 3 月 16 日

当前股价：14.66 元

目标价格 6 个月：16.50 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-1.54/-2.28	4.12/0.90	27.9/14.53
12 个月最高/最低价 (元)		16.25/11.36
总股本 (万股)		76626.40
流通 A 股 (万股)		62871.00
总市值 (亿元)		112.33
流通市值 (亿元)		92.17
近 3 月日均成交量 (万)		441.81
主要股东		
佛山市南海供水集团有限公司		17.98%

股价表现



相关研究报告

16.12.30 以固废处理为核心，打造全国性环保大平台



水务业务快步前进，看好污水处理规模扩张

报告期内，供水业务收入 8.61 亿元，同比增长 23.03%，营收占比 23.32%，主要由于新增樵南水务并表、南海水价上调以及水损治理获得成效；毛利率 24.08%，同比增加 2.24 个百分点。污水业务收入 1.60 亿元，同比下降 7.77%，营收占比 4.33%，主要由于污水处理增值税自 2015 年 7 月从免征调整为即征即退 70%；处理毛利率 28.47%，同比下降 5.60 个百分点。今年增值税政策影响稳定，公司已开始平洲污水处理厂提标改造及扩建项目，且大沥镇工业废水处理厂有望重启，看好污水处理规模继续扩张。

异地拓展步伐加快可期，给予“增持”评级

我们认为，瀚蓝环境在“十三五”期间，仍将以固废处理业务为核心来拓展，包括市政垃圾以及工业固废方面，通过并购加合作模式扩大规模。公司打造南海固废产业园，创冠项目示范效应也已显现，在一定程度上将扩大品牌影响力，使公司更容易获取订单。目前公司广东省内业务营收占比仍高达 80%，未来有望进一步加大在异地拓展步伐。我们调整公司 2017、2018 年归母净利润至 6.10 亿元、7.20 亿元，折合 EPS 分别为 0.80、0.94 元/股，分别对应估值 18.4、15.6 倍，下调评级至“增持”。

表 1：瀚蓝环境盈利预测（单位：百万元，元）

	2015	2016	2017E	2018E
营业总收入	3357.0	3690.3	4402.9	5047.4
收入增速	37.8%	9.9%	19.3%	14.6%
营业总成本	2864.5	3082.2	3664.4	4147.9
营业成本	2300.0	2495.2	2981.2	3376.5
营业税金及附加	26.0	38.2	45.5	40.4
销售费用	74.7	71.4	79.3	90.9
管理费用	218.0	265.1	316.2	362.5
财务费用	246.2	206.5	242.2	277.6
资产减值损失	-0.5	5.9	0.0	0.0
其他经营收益	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	5.2	1.3	0.0	0.0
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	5.2	1.3	0.0	0.0
汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	497.7	609.4	738.6	899.5
加：营业外收入	87.8	142.3	150.0	150
减：营业外支出	10.0	3.1	0.0	0.0
利润总额	575.5	748.6	888.6	1049.5
减：所得税	129.9	192.5	228.4	269.8
净利润	445.6	556.1	660.1	779.7
减：少数股东损益	42.7	47.5	50.0	60.0
归属于母公司所有者的净利润	402.9	508.6	610.1	719.7
增速	30.5%	26.2%	20.0%	18.0%
EPS	0.53	0.66	0.80	0.94

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部



分析师介绍

王祎佳：环保行业首席分析师，毕业于英国剑桥大学，计算生物学硕士。2012 年加入中信建投证券研究所，曾任煤炭行业分析师，2015 年新财富煤炭行业最佳分析师第二名团队。2015 年 12 月起任环保行业分析师，2016 年新财富环保行业最佳分析师入围。善于抓住环保行业细分领域的投资机会，打造差异化研究。

研究助理 朱瀚清：2015 年毕业于伦敦政治经济学院，金融与经济学硕士。2016 年加入中信建投证券研究发展部，2016 年新财富环保行业最佳分析师入围团队。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn

刘凯 010-86451013 liukaizgs@csc.com.cn

上海地区销售经理

陈诗泓 021-68821600 chenshihong@csc.com.cn

邓欣 021-68821600 dengxin@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

肖垚 021-68821631 xiaoyao@csc.com.cn

吉佳 021-68821600 jijia@csc.com.cn

朱丽 021-68821600 zhuli@csc.com.cn

杨晶 021-68821600 yangjingzgs@csc.com.cn

谈祺阳 021-68821600 tanqiyang@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

王留阳 0755-22663051 wangliuyang@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622