

投资评级 **买入** 维持

业绩基本符合预期，固废收入增长明显

股票数据

6 个月内目标价 (元)	19.20
03 月 14 日收盘价 (元)	15.58
52 周股价波动 (元)	11.36-16.25
总股本/流通 A 股 (百万股)	766/629
总市值/流通市值 (百万元)	11938/9795

主要估值指标

	2016	2017E	2018E
市盈率	23.5	19.5	16.9
市净率	2.5	2.3	2.0
市销率	3.24	2.93	2.55
EV/EBITDA	10.7	15.7	9.9
分红率 (%)	1.28	1.28	1.28

相关研究

《增资顺德固废处理公司，瀚蓝模式首次异地复制》2016.09.30

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	3.6	9.4	11.7
相对涨幅 (%)	3.0	5.3	9.4

资料来源：海通证券研究所

分析师:张一弛

Tel:(021)23219402

Email:zyc9637@htsec.com

证书:S0850516060003

联系人:张磊

Tel:(021)23212001

Email:zsl10996@htsec.com

联系人:赵树理

Tel:(021)23219748

Email:zsl10869@htsec.com

投资要点:

● **3 月 14 日公司年报披露。**2016 年，公司实现营业收入 36.90 亿元，同比增加 9.93%，归属于上市公司股东的净利润 5.09 亿元，同比增长 26.23%。全面摊薄每股收益 0.66 元，分红预案为每 10 股派现金 2 元。

● **业绩基本符合预期，固废收入增长明显，财务费用下降。**公司 2016 年实现营业收入 36.90 亿元，同比增加 9.93%。其中，供水收入 8.61 亿元，同比增长 23.03%；污水收入 1.60 亿元，同比减少 7.77%；固废收入 13.28 亿元，同比增长 32.57%；燃气收入 11.63 亿元，同比减少 13.25%。收入增长主要源于固废板块收入的增长，2016 年公司垃圾焚烧量 405.96 万吨，同比增长 20.33%，发电量 10.91 亿千瓦时，同比增长 32.99%。同期，公司销售费用同比减少 4.5%至 7138 万元，财务费用同比减少 16.12%至 2.07 亿元，管理费用同比增长 21.6%至 2.65 亿元。财务费用大幅减少主要源于利息支出和汇兑损失的减少。得益于增值税即征即退、桂城水厂迁移补偿、创冠业绩补偿款等的大幅增加，公司同期营业外收支同比增长 78.76%，达到 1.39 亿元。

● **看点：危废拓展，“瀚蓝模式”异地复制。**危废拓展：2016 年 5 月公司与德国瑞曼迪斯成立合资公司，建设首个佛山危废处理项目（5 万吨/年），预计 2018 年底投产。2016 年 8 月公司拟以不超过 1.3 亿的价格收购威辰环境 70% 的股权，其拥有湖北省规模最大的危废处理项目（32 万吨/年），业绩承诺 2017-2019 年扣非净利润分别为 2000、3500、5000 万元。“瀚蓝模式”异地复制：2016 年 9 月公司全资子公司“瀚蓝固废”中标“顺控环投增资扩股项目”，负责顺德区固废处理项目建设，包括生活垃圾（3000 吨/日）、污泥处理（700 吨/日）、餐厨垃圾等，预计总投资 18 亿元（不包含餐厨垃圾），标志着公司“瀚蓝模式”首次异地复制启动，在环保标准日益趋严的背景下，“瀚蓝模式”以其高标准、集约化、循环利用的特点，打造固废处理的业界标杆，并受到当地民众的高度认可，有效解决“邻避”问题，预计将成为未来固废处理的主流趋势。

● **盈利预测与估值。**预计公司 17/18 年归属净利润分别为 6.11、7.04 亿元，对应 EPS 分别为 0.80、0.92 元，参考可比公司估值和公司的业务拓展，给予公司 2017 年 24 倍 PE，对应目标价 19.2 元，买入评级。

● **风险提示。**（1）危废项目建设进度不达预期；（2）竞争加剧，毛利迅速下降；（3）燃气、自来水、污水等税收、价格政策变化。

主要财务数据及预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3356.97	3690.34	4072.96	4682.84	5524.72
(+/-)YoY(%)	37.85%	9.93%	10.37%	14.97%	17.98%
净利润(百万元)	402.90	508.57	611.31	704.39	871.26
(+/-)YoY(%)	30.51%	26.23%	20.20%	15.23%	23.69%
全面摊薄 EPS(元)	0.53	0.66	0.80	0.92	1.14
毛利率(%)	31.48%	32.39%	32.84%	32.74%	33.72%
净资产收益率(%)	9.17%	10.54%	11.57%	12.08%	13.30%

资料来源：公司年报（2014-2015），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润。

事件:

公司 2016 年年报披露。2016 年，公司实现营业收入 36.90 亿元，同比增加 9.93%，归属于上市公司股东的净利润 5.09 亿元，同比增长 26.23%。全面摊薄每股收益 0.66 元，分红预案为每 10 股派现金 2 元。

点评:

公司 2016 年归属于上市公司股东的净利润同比增加 26.23%，主要源于收入的增长和财务费用的下降。

公司未来看点主要在于危废业务的拓展和“瀚蓝模式”的异地复制。公司承建的首个佛山危废处理项目（5 万吨/年），同时 2016 年 8 月收购的威辰环境，拥有湖北省规模最大的危废处理项目（32 万吨/年），2017 年也将贡献利润，其业绩承诺 2017-2019 年扣非净利润分别为 2000、3500、5000 万元。公司 2016 年 9 月中标“顺控环投增资扩股项目”，实现“瀚蓝模式”的首次异地复制，在环保标准日益趋严的背景下，“瀚蓝模式”有望成为未来固废集中处理的主流趋势，为公司的长期业绩增长提供坚实支撑。

预计公司 17/18 年归属净利润分别为 6.11、7.04 亿元，对应 EPS 分别为 0.80、0.92 元，参考可比公司估值和公司的业务拓展，给予公司 2017 年 24 倍 PE，对应目标价 19.2 元，买入评级。

风险提示。（1）危废项目建设进度不达预期；（2）竞争加剧，毛利迅速下降；（3）燃气、自来水、污水等税收、价格政策变化。

（详细分析见下文）

1. 财务分析

（1）收入情况

16年，瀚蓝环境实现营业收入36.90亿元，同比增加9.93%。其中，供水收入8.61亿元，同比增长23.03%；污水收入1.60亿元，同比减少7.77%；固废收入13.28亿元，同比增长32.57%；燃气收入11.63亿元，同比减少13.25%。收入增长主要源于固废板块收入的增长。

表 1 瀚蓝环境 16 年收入情况（百万元）

	营业收入					分业务收入			
	Q1	Q2	Q3	Q4	全年	供水	污水	固废	燃气
2015	779.71	884.99	862.00	830.26	3356.97	699.50	173.23	1001.61	1340.55
2016	825.05	899.28	984.00	982.01	3690.34	860.57	159.78	1327.79	1162.87
同比变化	5.81%	1.61%	14.15%	18.28%	9.93%	23.03%	-7.77%	32.57%	-13.25%

资料来源：瀚蓝环境 2015、2016 年报，海通证券研究所

（2）盈利情况

2016年，公司综合毛利率32.39%，同比上升0.90个百分点。其中供水毛利率24.08%，同比上升2.24个百分点；污水毛利率28.47%，同比减少5.6个百分点；固废毛利率39.86%，同比减少3.00个百分点；燃气毛利率27.62%，同比上升2.38个百分点。综合毛利率基本保持了平稳，固废和污水的毛利率下滑主要由增值税政策变化引起。

表2 瀚蓝环境16年毛利率情况

	综合毛利率					分业务毛利率			
	Q1	Q2	Q3	Q4	全年	供水	污水	固废	燃气
2015	31.18%	31.09%	33.44%	30.17%	31.48%	21.84%	34.07%	42.86%	25.24%
2016	32.65%	35.28%	34.15%	27.74%	32.39%	24.08%	28.47%	39.86%	27.62%
同比变化	1.47%	4.19%	0.71%	-2.42%	0.90%	2.24%	-5.60%	-3.00%	2.38%

资料来源：瀚蓝环境2015、2016年报，海通证券研究所

（3）费用方面

2016年，公司销售费用与财务费用下降，管理费用上升。销售费用同比减少4.5%至7138万元，财务费用同比减少16.12%至2.07亿元，管理费用同比增长21.6%至2.65亿元。销售费用减少主要源于工资薪酬、车辆使用费、租赁费等的减少。财务费用减少主要源于利息支出和汇兑损失的减少。管理费用增加主要源于工资薪酬、科研投入等的增加。

表3 瀚蓝环境16年毛利与费用情况（百万元）

	毛利	毛利率	销售费用	销售费用率	管理费用	管理费用率	财务费用	财务费用率	资产减值损失	占营业收入比例
2015	1056.92	31.48%	74.74	2.23%	217.98	6.49%	246.20	7.33%	-0.52	-0.02%
2016	1195.14	32.39%	71.38	1.93%	265.06	7.18%	206.52	5.60%	5.90	0.16%
同比变化	13.08%	0.90%	-4.50%	-0.29%	21.60%	0.69%	-16.12%	-1.74%	-1227.74%	0.18%

资料来源：瀚蓝环境2015、2016年报，海通证券研究所

（4）其他收益

2016年，公司投资收益为134万元，同比下降74.19%。营业外收支为1.39亿元，同比增长78.76%，主要源于增值税即征即退、桂城水厂迁移补偿、创冠业绩补偿款等的大幅增加。

表4 瀚蓝环境利润拆分（百万元）

	投资收益	利润总额	占利润总额比例	营业外收支	占利润总额比例	所得税	所得税率
2015	5.19	575.51	0.90%	77.83	13.52%	129.86	22.56%
2016	1.34	748.57	0.18%	139.13	18.59%	192.46	25.71%
同比变化	-74.19%	30.07%	-0.72%	78.76%	5.06%	48.20%	3.15%

资料来源：瀚蓝环境2015、2016年报，海通证券研究所

2. 公司看点

- 危废拓展：**2016年5月公司与德国瑞曼迪斯成立合资公司，建设首个佛山危废处理项目（5万吨/年）。2016年8月公司拟以不超过1.3亿的价格收购威辰环境70%的股权，其拥有湖北省规模最大的危废处理项目（32万吨/年），业绩承诺2017-2019年扣非净利润分别为2000、3500、5000万元。
- “瀚蓝模式”异地复制：**2016年9月公司全资子公司“瀚蓝固废”中标“顺控环投增资扩股项目”，负责顺德区固废处理项目建设，包括生活垃圾（3000吨/日）、污泥处理（700吨/日）、餐厨垃圾等，预计总投资18亿元（不含餐厨垃圾），标志着公司“瀚蓝模式”首次异地复制启动，在环保标准日益趋严的背景下，“瀚蓝模式”以其高

标准、集约化、循环利用的特点，打造固废处理的业界标杆，并受到当地民众的高度认可，有效解决“邻避”问题，预计将成为未来固废处理的主流趋势。

3. 盈利预测与估值

预计公司 17/18 年归属净利润分别为 6.11、7.04 亿元，对应 EPS 分别为 0.80、0.92 元，参考可比公司估值和公司的业务拓展，给予公司 2017 年 24 倍 PE，对应目标价 19.2 元，买入评级。

表 6 可比公司估值情况（倍）

可比公司	PE (TTM)	PE (2016E)	PE (2017E)
东江环保	32.12	35.34	29.33
盛运环保	108.60	39.61	21.78
中国天楹	38.37	32.67	24.64
平均值	59.70	35.87	25.25

资料来源：wind 一致预期（2017/3/14），海通证券研究所

4. 风险提示

（1）危废项目建设进度不达预期；（2）竞争加剧，毛利迅速下降；（3）燃气、自来水、污水等税收、价格政策变化。

信息披露

分析师声明

张一弛 公用事业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：大通燃气,福能股份,富瑞特装,聚光科技,武汉控股,广安爱众,金圆股份,黔源电力,上海电力,雪浪环境,梅安森,维尔利,三维丝,盈峰环境,中联环,华自科技,中能股份,清新环境,崇达技术,长春燃气,江南水务,韶能股份,国投电力,盛运环保,三川智慧,天壕环境,兴蓉环境,雪迪龙,森远股份,川投能源,长江电力,瀚蓝环境,津膜科技,大众公用,南方汇通,富春环保,派思股份,百川能源,创业环保,金海环境,龙马环卫,新界泵业,吉电股份,金鸿能源,深圳燃气,启迪桑德,博世科,国新能源,迪森股份,巴安水务,碧水源,首创股份,启源装备,天瑞仪器,双良节能,盾安环境,建投能源,华西能源,伟明环保,国祯环保

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。