

## 瀚蓝环境 (600323)

# 大固废战略持续推进，看好公司长期发展

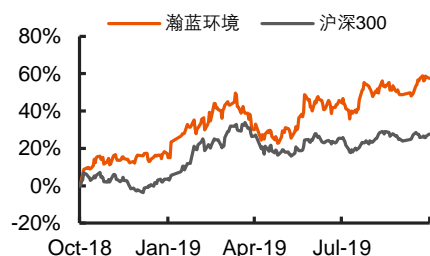
### 推荐 (维持)

现价: 18.76 元

#### 主要数据

行业	环保公用
公司网址	www.grandblue.cn
大股东/持股	佛山市南海供水集团有限公司 /17.98%
实际控制人	佛山市南海区国有资产监督管理局
总股本(百万股)	766
流通 A 股(百万股)	766
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	143.75
流通 A 股市值(亿元)	143.75
每股净资产(元)	8.37
资产负债率(%)	63.6

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

《瀚蓝环境“600323”业绩稳健增长，大固废战略持续推进》 2019-03-22

#### 证券分析师

庞文亮 投资咨询资格编号  
S1060518110002  
010-53827011  
PANGWENLIANG732@PINGAN.CO  
M.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

#### 事项:

公司发布三季报，前三季度实现营收42.69亿元，同比增长19.05%，实现归母净利润7.36亿元，同比下降0.99%，实现扣非归母净利润7.19亿元，同比增长20.18%，业绩符合预期。

#### 平安观点:

- **内生外延驱动公司业绩稳健增长。**2019 年前三季度公司实现营收 42.69 亿元，同比增长 19.05%，三季度单季实现营收 15.99 亿元，同比增长 23.34%。收入稳健增长一是公司投运固废项目产能利用率提升带动上网电量上升，前三季度公司上网电量达 10.98 亿度，同比增长 9.74%，二是公司参股公司顺控环投（3000 吨/日）于 2018 年底投运，带来约 4000 万元的投资收益增量。另外，公司 2018 年底收购的赣州危废项目以及污水提价也带来部分收入增量。
- **大固废战略持续推进。**2019 年三季度公司新增收购嘉兴创新环保科技有限公司 94.91%股权。嘉兴创新环保项目是公司危废业务在长江三角洲的首个项目，产能合计 3.1 万吨/年，为公司固废业务切入该地区奠定了基础。公司前期与盛运环保签署的合作框架协议也于近期取得实质进展，公司拟以 2.23 亿元收购盛运环保 4 个固废项目，产能合计 3500 吨/日。另外，近期公司与深圳市国源环境集团有限公司签署股权转让框架协议，进一步向产业链上游延伸，实现生活垃圾从前端清扫到末端无害化处置的完整产业链。综合来看，公司大固废战略持续推进，公司长期业绩增长有保障。
- **低成本融资优势支撑公司快速扩张。**2019 年 10 月，公司成功发行 5 亿元的超短期融资券，票面利率仅 2.96%。公司 2016 年发行的债券虽于近期上调票面利率 105 个基点至 4.10%，但仍远低于同行。近期公司拟申请注册发行不超过 5.5 亿元的中期票据，预计票面利率仍处于较低水平。在行业融资趋紧背景下，公司依靠低成本融资优势将实现快速扩张。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,202	4,848	5,871	6,951	7,850
YoY(%)	13.9	15.4	21.1	18.4	12.9
净利润(百万元)	652	876	990	1,194	1,405
YoY(%)	28.2	34.2	13.1	20.6	17.7
毛利率(%)	31.6	30.0	28.8	29.1	29.2
净利率(%)	15.5	18.1	16.9	17.2	17.9
ROE(%)	11.4	13.7	13.7	14.4	14.7
EPS(摊薄/元)	0.85	1.14	1.29	1.56	1.83
P/E(倍)	22.0	16.4	14.5	12.0	10.2
P/B(倍)	2.7	2.5	2.2	1.9	1.6

- **投资建议：**我们维持公司 2019-2021 年归母净利润预测分别为 9.90、11.94、14.05 亿元，对应 PE 分别为 14.5、12.0、10.2。公司大固废战略持续推进，未来两年大量垃圾焚烧项目进入投产周期，且公司估值在行业中处于较低水平，基于此，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 固废项目建设进度低于预期：目前国家对工程类项目建设审批趋严，可能对公司在建固废项目进度产生影响；2) 项目拓展不及预期：目前垃圾焚烧领域竞争激烈，且优质项目逐渐减少，在此背景下，公司存在新项目拓展不及预期风险；3) 天然气价格持续下降风险：未来从环保和国家降低企业用气成本考虑，天然气价格仍有继续下降的风险，公司燃气业务毛利率可能进一步下降；4) 补贴政策变化风险，公司生活垃圾、污水处理都享受增值税即征即退 70% 的优惠，未来如果税收政策变化可能对公司利润生产影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	2384	3565	2629	3956
现金	1224	2000	934	2552
应收票据及应收账款	415	455	614	432
其他应收款	125	110	168	146
预付账款	276	311	351	396
存货	180	517	379	238
其他流动资产	164	172	182	192
<b>非流动资产</b>	14109	15182	16418	17393
长期投资	390	650	920	1200
固定资产	3352	3558	3787	4026
无形资产	7066	7457	7996	8294
其他非流动资产	3300	3517	3715	3873
<b>资产总计</b>	16492	18747	19047	21350
<b>流动负债</b>	3790	4829	5394	5946
短期借款	240	1000	1100	1200
应付票据及应付账款	1354	1632	1768	1937
其他流动负债	2197	2197	2527	2809
<b>非流动负债</b>	6277	6653	5342	5837
长期借款	4523	4818	4414	3809
其他非流动负债	1755	1835	929	2028
<b>负债合计</b>	10068	11482	10737	11783
少数股东权益	590	594	598	603
股本	766	766	766	766
资本公积	1521	1521	1521	1521
留存收益	3504	4283	5235	6357
<b>归属母公司股东权益</b>	5834	6671	7712	8964
<b>负债和股东权益</b>	16492	18747	19047	21350

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	1652	1357	2243	2940
净利润	879	994	1198	1410
折旧摊销	623	655	737	812
财务费用	214	225	241	256
投资损失	-177	-60	-70	-80
营运资金变动	74	-454	136	542
其他经营现金流	39	-3	1	0
<b>投资活动现金流</b>	-2051	-1670	-1903	-1707
资本支出	1900	854	961	691
长期投资	-6	-260	0	-280
其他投资现金流	-157	-1076	-941	-1296
<b>筹资活动现金流</b>	326	1089	-1407	385
短期借款	195	760	100	100
长期借款	863	295	-405	-605
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-217	0	0	0
其他筹资现金流	-515	33	-1102	890
<b>现金净增加额</b>	-73	777	-1066	1618

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	4848	5871	6951	7850
营业成本	3396	4180	4930	5557
营业税金及附加	38	41	45	47
营业费用	69	88	97	102
管理费用	274	235	292	290
研发费用	55	59	70	78
财务费用	214	225	241	256
资产减值损失	29	35	40	45
其他收益	154	180	200	220
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	177	60	70	80
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	1103	1248	1506	1773
营业外收入	15	16	17	18
营业外支出	6	5	6	6
<b>利润总额</b>	1113	1259	1517	1786
所得税	234	265	319	376
<b>净利润</b>	879	994	1198	1410
少数股东损益	3	4	4	5
<b>归属母公司净利润</b>	876	990	1194	1405
EBITDA	2012	2057	2426	2751
EPS(元)	1.14	1.29	1.56	1.83

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	15.4	21.1	18.4	12.9
营业利润(%)	28.0	13.1	20.7	17.8
归属于母公司净利润(%)	34.2	13.1	20.6	17.7
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	30.0	28.8	29.1	29.2
净利率(%)	18.1	16.9	17.2	17.9
ROE(%)	13.7	13.7	14.4	14.7
ROIC(%)	8.4	7.2	8.7	8.8
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	61.0	61.2	56.4	55.2
净负债比率(%)	93.3	92.0	81.1	61.8
流动比率	0.6	0.7	0.5	0.7
速动比率	0.5	0.5	0.3	0.5
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	12.9	13.5	13.0	15.0
应付账款周转率	2.9	2.8	2.9	3.0
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.14	1.29	1.56	1.83
每股经营现金流(最新摊薄)	2.23	1.77	2.93	3.84
每股净资产(最新摊薄)	7.61	8.71	10.06	11.70
<b>估值比率</b>				
P/E	16.4	14.5	12.0	10.2
P/B	2.5	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	10.4	10.5	8.9	7.6

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融  
融中心 62 楼  
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033