

瀚蓝环境

600323

审慎增持 (维持)

9.9 亿可转债加速推进，支撑公司大固废产能建设

2019 年 11 月 29 日

市场数据

市场数据日期	2019-11-28
收盘价(元)	17.36
总股本(百万股)	766.26
流通股本(百万股)	766.26
总市值(百万元)	13302.34
流通市值(百万元)	13302.34
净资产(百万元)	7018.14
总资产(百万元)	19287.76
每股净资产	8.37

相关报告

《【兴业环保公用】瀚蓝环境 2019 年三季报点评：三季报扣非业绩增长 20%，污水厂提标提价》2019-10-29

分析师：

蔡屹

cai yi@xyzq.com.cn

S0190518030002

邓晖

denghui@xyzq.com.cn

S0190518110002

汪洋

wang_yang@xyzq.com.cn

S0190512070002

研究助理：

苗蒙

miaomeng@xyzq.com.cn

团队成员：

蔡屹、邓晖、苗蒙、汪洋

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,848	5,785	6,787	7,623
同比增长(%)	15.38%	19.32%	17.32%	12.32%
净利润(百万元)	876	913	1,088	1,284
同比增长(%)	34.23%	4.30%	19.19%	17.95%
毛利率(%)	29.95%	29.90%	30.20%	30.50%
净利润率(%)	18.06%	15.78%	16.04%	16.84%
净资产收益率(%)	15.01%	13.85%	14.63%	15.23%
每股收益(元)	1.14	1.19	1.42	1.68
每股经营现金流(元)	2.16	1.42	3.00	3.34

投资要点

事件：11月28日，公司董事会审议通过《关于调整公司公开发行可转换公司债券方案的议案》，同时公告《公开发行可转换公司债券预案（二次修订稿）》。

9.9 亿可转债加速推进，支撑公司大固废产能建设。1) 根据证监会《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》，对于本次董事会决议日前六个月至本次发行前新投入和拟投入的财务性投资金额，应从本次募集资金总额中扣除。本次调整后可转债方案为：拟募资总额 9.92 亿元，初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日均价和前 1 个交易日均价，可转债期限 6 年；用途为南海垃圾焚烧厂扩建项目、安溪垃圾焚烧厂扩建项目、漳州南部垃圾焚烧厂项目。2) 同时，公司拟变更“佛山市南海瀚蓝房地产有限公司”（瀚蓝广场项目公司）的经营范围和项目用途，即 a) 瀚蓝广场商业地产项目所涉房产全部由本公司自用；b) 瀚蓝广场项目全部转入固定资产核算；c) 瀚蓝房地产公司经营范围中删除“房地产投资、开发、经营、销售”的相关内容，该措施将加速推进本次可转债发行，支撑公司大固废产能建设。

大固废建设稳步推进，Q3 污水处理均价+44%。前三季度，公司实现营业收入 42.69 亿元，同比 +19.05%；归母净利润 7.36 亿元，同比 -0.99%；扣非归母净利润 7.19 亿元，同比 +20.18%。1) 2019 前三季度，公司收入 +19.05%，其中固废处理累计已结算电量 10.98 亿千瓦时，同比 +8.29%；累计污水处理量 1.64 亿吨，同比 +3.24%，Q3 污水处理量 5667 万吨，同比 -0.94%，均价 1.4 元/吨，同比 +44.33%，主要原因是 2018 年 8 月-2019 年 9 月八间污水厂根据提标改造相关协议执行了新的单价。2) 财务杠杆方面，公司资产负债率 63.61%，同比增长 5.16pct，主要由于项目建设进度较快，短期借款同比增长 10.64 亿元，长期借款同比增长 12.84 亿元。

承接盛运 0.48 万吨焚烧产能，在手订单储备充足。

1) 整体产能方面，公司目前垃圾焚烧总规划产能超 2.78 万吨（含承接盛运 0.48 万吨），运营产能超 1.1 万吨/日，在建筹建产能超 1.68 万吨/日，支撑固废板块 3 年稳步增长。

2) 承接盛运环保订单方面，公司目前已初步确定承接 6 个项目，合计承接焚烧产能 0.48 万吨/日，是现有运营项目产能的 44%，包括济宁二期（800 吨/日）、宣城二期（1000 吨/日）、海阳（500 吨/日）、乌兰察布（1200 吨/日）、蒙阴（500 吨/日）、淮安二期（800 吨/日）项目。

3) 重点订单方面，哈尔滨餐厨项目进入试运行，漳州南部垃圾焚烧项目已完工，江西赣州危废项目已投运，南海垃圾焚烧三厂项目预计 9 月底完工，佛山南海危废项目预计年底建成。

投资建议：维持“审慎增持”评级。公司是区域公用事业龙头，大固废板块稳步增长，看好未来 3 年垃圾焚烧产能翻倍，属于稳健型现金牛。我们维持公司 2019-2021 年归母净利润预测为 9.13/10.88/12.84 亿，同比增速 4.3%/19.2%/18.0%，对应 11 月 28 日估值 14.6/12.2/10.4 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：固废项目进度风险，燃气购销差价波动风险，政策风险。



资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2384	2978	3383	3773	营业收入	4848	5785	6787	7623
货币资金	1224	1157	1357	1525	营业成本	3396	4055	4737	5298
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	38	45	53	59
应收账款	415	657	771	866	销售费用	69	76	89	100
其他应收款	125	149	175	197	管理费用	274	320	375	422
存货	180	365	368	433	财务费用	214	269	295	264
非流动资产	14109	15876	16158	16432	资产减值损失	29	21	23	24
可供出售金融资产	25	25	25	25	公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	390	437	437	437	投资收益	177	50	50	50
投资性房地产	1	295	295	295	营业利润	1103	1049	1265	1506
固定资产	3352	3953	4419	4771	营业外收入	15	118	124	130
在建工程	2669	3335	2988	2710	营业外支出	6	6	6	6
油气资产	0	0	0	0	利润总额	1113	1162	1384	1631
无形资产	7066	7232	7426	7643	所得税	234	244	291	343
资产总计	16492	18854	19542	20205	净利润	879	917	1093	1288
流动负债	3790	4888	5128	5128	少数股东损益	3	4	4	4
短期借款	240	1220	1131	858	归属母公司净利润	876	913	1088	1284
应付票据	0	0	0	0	EPS(元)	1.14	1.19	1.42	1.68
应付账款	1354	1419	1658	1854					
其他	2197	2249	2338	2416					
非流动负债	6277	6778	6378	6044	主要财务比率				
长期借款	3527	4227	3827	3427	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
其他	2751	2551	2551	2618	成长性(%)				
负债合计	10068	11666	11506	11173	营业收入增长率	15.4%	19.3%	17.3%	12.3%
股本	766	766	766	766	营业利润增长率	28.0%	-4.9%	20.6%	19.1%
资本公积	1521	1521	1521	1521	净利润增长率	34.2%	4.3%	19.2%	18.0%
未分配利润	3097	3890	4725	5706					
少数股东权益	590	594	598	602	盈利能力(%)				
股东权益合计	6424	7188	8036	9032	毛利率	30.0%	29.9%	30.2%	30.5%
负债及权益合计	16492	18854	19542	20205	净利率	18.1%	15.8%	16.0%	16.8%
					ROE	15.0%	13.8%	14.6%	15.2%
					偿债能力(%)				
					资产负债率	61.0%	61.9%	58.9%	55.3%
					流动比率	0.63	0.61	0.66	0.74
					速动比率	0.58	0.53	0.59	0.65
					营运能力(次)				
					资产周转率	31.7%	32.7%	35.4%	38.4%
					应收账款周转率	1215.8	1022.1	899.7%	881.7%
					每股资料(元)				
					每股收益	1.14	1.19	1.42	1.68
					每股经营现金	2.16	1.42	3.00	3.34
					每股净资产	7.61	8.61	9.71	11.00
					估值比率(倍)				
					PE	15.2	14.6	12.2	10.4
					PB	2.3	2.0	1.8	1.6

现金流量表				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	876	913	1088	1284
折旧和摊销	623	687	811	918
资产减值准备	29	21	23	24
无形资产摊销	384	454	530	593
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	221	269	295	264
投资损失	-177	-50	-50	-50
少数股东损益	3	4	4	4
营运资金的变动	74	-542	132	61
经营活动产生现金流量	1652	1087	2302	2556
投资活动产生现金流量	-2051	-2411	-1074	-1160
融资活动产生现金流量	326	1257	-1028	-1229
现金净变动	-73	-67	200	167
现金的期初余额	1285	1224	1157	1357
现金的期末余额	1213	1157	1357	1525

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn