



其他公用事业/公用事业

瀚蓝环境 (600323)

扣非增速 20%，单季扣非净利润创新高

2019 年三季度报点评

	徐强 (分析师)	邵潇 (分析师)	韩佳蕊 (分析师)
	010-59312815	0755-23976520	010-59312760
	xuqiang@gtjas.com	shaoxiao@gtjas.com	hanjiarui@gtjas.com
证书编号	S0880517040002	S0880517070004	S0880517030004

本报告导读:

三季度业绩符合预期,单季扣非净利润创历史新高,主要由新投产项目贡献业绩增量,维持增持评级。

投资要点:

投资建议: 维持预测公司 2019-2021 年扣非净利润为 8.3/9.5/10.7 亿,对应 EPS 为 1.09/1.24/1.39 元。考虑估值切换,给予公司 2020 年 20 倍 PE,上调目标价至 24.80 元,维持“增持”评级。

业绩符合预期,单季扣非净利润创历史新高,新增固废项目为主要业绩增长点。 1) 公司 2019 前三季度实现营收 42.69 亿,同比增加 19%;扣非归属净利润 7.19 亿,同比增长 20%,业绩符合预期。2) 公司 2019Q3 单季扣非归属净利润 2.72 亿,创历史新高。增量业绩主要由顺德、廊坊二期及江西危废项目等贡献。

利润率稳定,资产负债率略增,资本开支持续加大,现金流良好。 1) 2019Q3 毛利率 29.5%、净利率 17.1%,与 2019H1 相比保持稳定。2) 资产负债率 63.6%,较上期略增。3) 资本开支持续加大,本期较上期增加 11.6 亿达 27.1 亿,大额资本开支预示着项目投运高峰期将随后到来。4) 现金流良好,收现比 90%与上期相近、净现比 100%较上期 92%有所提升。

在手项目推进顺利,危废业务持续拓展。 1) 漳州南项目、南海三厂项目以及南海危废项目预计在年底前完工;与盛运环保合作的 6 个项目积极推进中。2) 继南海及江西危废项目之后,2019Q3 公司新增收购嘉兴创新环保科技有限公司 94.91% 股权,并投资平湖经济技术开发区危险废物处置项目,该项目主要通过物化工艺对液体危险废物进行无害化处置,合计 3.1 万吨/年,关注后续项目进度。

风险提示: 垃圾焚烧行业补贴政策变化,项目投产进度低于预期。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,202	4,848	5,828	6,822	8,012
(+/-)%	14%	15%	20%	17%	17%
经营利润 (EBIT)	923	1,071	1,158	1,326	1,464
(+/-)%	12%	16%	8%	15%	10%
净利润 (归母)	652	876	832	953	1,068
(+/-)%	28%	34%	-5%	14%	12%
每股净收益 (元)	0.85	1.14	1.09	1.24	1.39
每股股利 (元)	0.04	0.09	0.07	0.08	0.07

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	22.0%	22.1%	19.9%	19.4%	18.3%
净资产收益率 (%)	12.2%	15.0%	12.6%	12.7%	12.5%
投入资本回报率 (%)	7.9%	8.1%	7.1%	8.2%	9.4%
EV/EBITDA	11.5	11.1	11.0	9.3	7.9
市盈率	22.0	16.4	17.3	15.1	13.5
股息率 (%)	0.2%	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 24.80

上次预测: 21.55

当前价格: 18.76

2019.10.29

交易数据

52 周内股价区间 (元)	11.96-19.25
总市值 (百万元)	14,375
总股本/流通 A 股 (百万股)	766/766
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	4.44
日均成交值 (百万元)	79.84

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	6,415
每股净资产	8.37
市净率	2.2
净负债率	105.43%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.17	0.25
Q2	0.24	0.35
Q3	0.30	0.36
Q4	0.43	0.13
全年	1.14	1.09

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	6%	8%	57%
相对指数	4%	7%	40%

相关报告

《扣非净利润同比增 26%，业绩超预期》
2019.08.15

《拟承接盛运部分优质项目，产能弹性提升至 117%》
2019.06.10

《扣非归母净利润同比增 9.7%，符合预期》
2019.04.25

《扣非净利润增长 21.5% 符合预期，经营稳健》
2019.03.22

《垃圾焚烧价值双击：扩张加速、经营提质》
2019.01.20

模型更新时间: 2019.10.29

股票研究

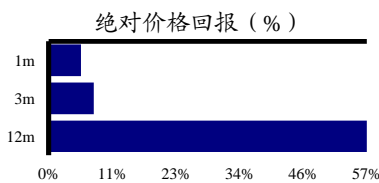
公用事业
其他公用事业

瀚蓝环境 (600323)

评级: **增持**
上次评级: 增持
目标价格: **24.80**
上次预测: 21.55
当前价格: 18.76

公司网址
www.grandblue.cn

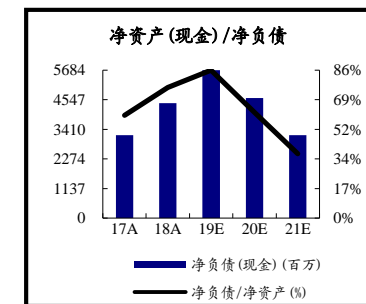
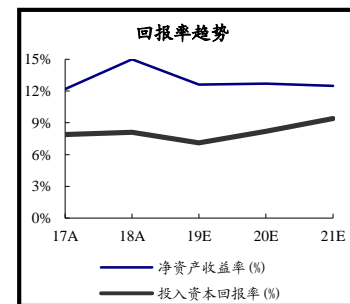
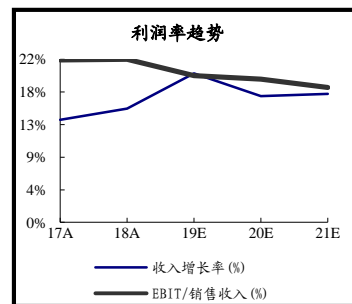
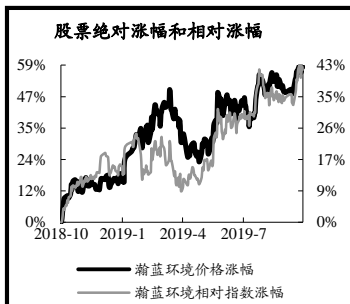
公司简介
公司是一家专注于环境服务产业的上市公司,致力为各地政府提供系统性环境服务方案,覆盖自来水供应、污水处理、固废处理全产业链。
供水业务方面,公司目前拥有桂城水厂和南海第二水厂,控股佛山市南海九江自来水有限公司,供水水质一直达到并超过国家规定的水质标准。



52 周价格范围 11.96-19.25
市值 (百万) 14,375

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	4,202	4,848	5,828	6,822	8,012
营业成本	2,873	3,396	4,081	4,780	5,616
税金及附加	43	38	58	68	80
销售费用	70	69	122	171	232
管理费用	294	274	408	478	620
EBIT	923	1,071	1,158	1,326	1,464
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	9	177	121	140	134
财务费用	179	214	202	224	208
营业利润	862	1,158	1,077	1,242	1,389
所得税	202	234	259	296	331
少数股东损益	45	3	10	10	10
净利润	652	876	832	953	1,068
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,295	1,224	934	988	2,814
其他流动资产	121	164	0	0	0
长期投资	405	416	416	416	416
固定资产合计	5,253	6,021	6,466	6,477	6,453
无形及其他资产	6,666	7,616	8,033	8,113	8,189
资产合计	14,113	16,492	16,883	17,270	19,328
流动负债	2,964	3,790	4,743	3,926	4,761
非流动负债	5,050	6,277	492	5,223	5,423
股东权益	5,325	5,834	6,617	7,511	8,524
投入资本(IC)	9,050	10,603	12,488	12,311	11,908
现金流量表					
NOPLAT	715	856	886	1,014	1,120
折旧与摊销	606	623	670	709	748
流动资金增量	-142	204	33	259	459
资本支出	-1,026	-1,896	-1,508	-783	-780
自由现金流	153	-212	80	1,199	1,547
经营现金流	1,509	1,652	1,906	2,007	2,355
投资现金流	-1,278	-2,051	-1,387	-643	-646
融资现金流	-105	326	-808	-1,311	117
现金流净增加额	126	-73	-289	53	1,826
财务指标					
成长性					
收入增长率	13.9%	15.4%	20.2%	17.1%	17.4%
EBIT 增长率	12.4%	16.1%	8.1%	14.5%	10.4%
净利润增长率	28.2%	34.3%	-5.0%	14.5%	12.1%
利润率					
毛利率	31.6%	30.0%	30.0%	29.9%	29.9%
EBIT 率	22.0%	22.1%	19.9%	19.4%	18.3%
净利润率	15.5%	18.1%	14.3%	14.0%	13.3%
收益率					
净资产收益率(ROE)	12.2%	15.0%	12.6%	12.7%	12.5%
总资产收益率(ROA)	4.6%	5.3%	4.9%	5.5%	5.5%
投入资本回报率(ROIC)	7.9%	8.1%	7.1%	8.2%	9.4%
运营能力					
存货周转天数	26	20	23	21	22
应收账款周转天数	26	28	27	28	28
总资产周转天数	1189	1152	1045	914	834
净利润现金含量	2.31	1.89	2.29	2.11	2.21
资本支出/收入	24%	39%	26%	11%	10%
偿债能力					
资产负债率	56.8%	61.0%	57.3%	53.0%	52.7%
净负债率	59.7%	75.7%	85.9%	61.3%	37.3%
估值比率					
PE	22.0	16.4	17.3	15.1	13.5
PB	2.7	2.5	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	11.5	11.1	11.0	9.3	7.9
P/S	3.4	3.0	2.5	2.1	1.8
股息率	0.2%	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gt_jaresearch@gtjas.com		