

2021年10月28日

瀚蓝环境 (600323.SH)

公司快报

证券研究报告

水务

固废龙头业绩稳健增长，“大固废”战略持续推进

■事件：公司发布2021年三季度报告，2021年前三季度营收71.24亿元，同比增长38.4%；归母净利润为9.29亿元，同比增长20.82%。单三季度营收25.73亿元，同比增长27.95%，归母净利润为3.02亿元，同比减少1.96%。业绩稳步增长，符合预期。

■固废板块稳健增长，能源板块收入大幅提升：根据公司公告，公司第三季度固废处理业务主营业务收入12.52亿元，占主营业务收入的49.58%，增幅15.13%，净利润2.01亿元，同比增长29.83%，主要原因是新项目投产、公司积极开拓及疫情影响减弱，产能利用率提升；前三季度垃圾焚烧量达664.99万吨，同比增长48.6%，上网电量21.1亿千瓦时，同比增长53.29%。能源业务主营业务收入8.92亿元，占主营业务收入的35.33%，增幅86.33%，主要是佛山市南海区建筑陶瓷企业清洁能源改造工程完成及疫情影响减弱等影响，三季度天然气售气量同比提升56.07%，以及随着上游气价上涨，天然气销售单价有所提升。

■在手订单充足，顶住压力积极进取：根据公司公告，截至2021年9月底公司生活垃圾焚烧发电在手订单项目规模34,150吨/日（不含顺德项目），其中已投产项目规模为23,750吨/日，试运营项目规模1,800吨/日，在建项目规模3,050吨/日，筹建项目规模2,250吨/日，未建项目规模3,300吨/日。前三季度新增完工并确认收入的生活垃圾焚烧发电项目合计6,500吨/日，已完工并投入试运营（但还未确认收入）的生活垃圾焚烧发电项目合计1,800吨/日，在建生活垃圾焚烧发电项目合计3,050吨/日，筹建生活垃圾焚烧发电项目合计2,250吨/日。公司顶住新冠疫情局部爆发及国际大宗商品持续上涨等压力，积极生产经营，推进重点工程建设。

■多因素导致短期业绩承压，但长期成长性不改：根据公司公告，新投产有机废弃物处理项目、工业危废处理项目等产能利用率不足，盈利能力低于垃圾焚烧发电项目；三季度天然气盈利能力下降，主要系新增对建筑陶瓷企业客户的盈利能力较低，且受国际能源价格持续上涨因素影响，天然气综合采购成本不断攀升，而受限于限价政策，导致大用户在第三季度普遍出现购、销差价倒挂现象，天然气净利润出现阶段性同比下滑，天然气业务盈利能力同比下降；同时去年同期享

投资评级 买入-A

维持评级

6个月目标价：30.47元

股价（2021-10-27）22.72元

交易数据

总市值(百万元)	18,524.69
流通市值(百万元)	18,524.69
总股本(百万股)	815.35
流通股本(百万股)	815.35
12个月价格区间	19.93/27.90元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-17.08	-1.38	-19.78
绝对收益	-17.65	3.98	-10.32

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080002
shaoll@essence.com.cn
021-35082107

周喆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521060003
zhouzhe@essence.com.cn
021-35082029

相关报告

瀚蓝环境：固废项目密集投产，经营业绩持续稳健/邵琳琳	2021-08-13
瀚蓝环境：固废龙头业绩大增，项目投产密集表现亮眼/邵琳琳	2021-04-27
瀚蓝环境：业绩符合预期，固废龙头经营稳健/邵琳琳	2021-03-31
瀚蓝环境：净利润增速放缓，期待Q4产能进一步投放/邵琳琳	2020-10-27
瀚蓝环境：“大固废战略”坚定执行，业务拓展积极有力/邵琳琳	2020-08-14

受疫情税收、社保等优惠政策，今年同期相关优惠政策基本不再延续等因素，公司三季度净利润同比下降。随着固废处理业务运营效率提升，未来天然气盈利能力稳定，公司业绩压力将逐步缓解。

■ **“大固废”战略持续推进，“瀚蓝模式”升级：**公司坚持执行“大固废”战略，扩大生活垃圾焚烧发电规模，同时加快拓展轻资产运营的环卫业务；做强工业危废和有机质固废处理业务；持续推进纵横一体化大固废战略，打造全面对标无废城市的“瀚蓝模式 2.0”。2021 年 9 月 16 日，生态环境部发布了公开征求《“十四五”时期深入推进“无废城市”建设工作方案(征求意见稿)》和《“无废城市”建设指标体系(2021 年版)(征求意见稿)》意见的通知：推动 100 个左右地级及以上城市开展“无废城市”建设，到 2025 年，城市固体废物产生强度稳步下降，综合利用水平和比例大幅提升，区域处置设施缺口基本补齐，减污降碳协同增效作用明显。“无废”理念得到广泛认同，作为行业龙头，公司已率先在南海固废处理环保产业园内各处理环节实现资源共享、资源互换，同时在节省土地资源、降低处理成本、减少污染排放等方面优势突出。并实现在多个城市进行差异化复制输出。

■ **投资建议：**公司管理团队优秀，围绕大固废持续扩张，“瀚蓝模式”升级，公司业绩有望进一步提升。我们预计公司 2021 年-2023 年的 EPS 分别为 1.54、1.90、2.37 元/股，对应 PE 分别为 14.7x、11.9x、9.6x，给予买入-A 投资评级。

■ **风险提示：**项目推进进度不及预期、国补不及预期、政策变动的风险、大宗商品波动的风险、市场竞争加剧

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	6,160.0	7,481.4	9,725.9	12,157.3	14,831.9
净利润	912.6	1,057.5	1,257.9	1,551.9	1,931.5
每股收益(元)	1.12	1.30	1.54	1.90	2.37
每股净资产(元)	8.04	9.27	10.41	11.97	13.93

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	20.3	17.5	14.7	11.9	9.6
市净率(倍)	2.8	2.5	2.2	1.9	1.6
净利润率	14.8%	14.1%	12.9%	12.8%	13.0%
净资产收益率	13.9%	14.0%	14.8%	15.9%	17.0%
股息收益率	0.9%	1.0%	1.2%	1.5%	1.8%
ROIC	9.9%	9.9%	9.1%	11.3%	11.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,160.0	7,481.4	9,725.9	12,157.3	14,831.9	成长性					
减:营业成本	4,434.8	5,268.2	7,070.7	8,850.5	10,797.7	营业收入增长率	27.1%	21.5%	30.0%	25.0%	22.0%
营业税费	41.7	51.6	68.1	86.0	108.3	营业利润增长率	-3.4%	21.7%	18.9%	23.2%	24.3%
销售费用	74.5	86.5	131.3	172.6	200.2	净利润增长率	4.2%	15.9%	19.0%	23.4%	24.5%
管理费用	373.7	490.4	641.9	814.5	993.7	EBITDA 增长率	11.0%	28.1%	4.2%	20.0%	19.8%
研发费用	67.5	110.7	85.6	107.0	130.5	EBIT 增长率	6.8%	27.3%	17.2%	20.2%	21.3%
财务费用	224.1	323.7	309.7	325.2	338.5	NOPLAT 增长率	0.5%	26.4%	13.7%	20.2%	21.3%
资产减值损失	-19.6	-26.4	-20.0	-20.0	-20.0	投资资本增长率	26.0%	24.2%	-3.3%	19.6%	0.3%
加:公允价值变动收益	-0.7	0.9	-	-	-	净资产增长率	11.0%	14.6%	11.3%	14.0%	15.3%
投资和汇兑收益	55.8	79.9	104.3	80.0	80.0						
营业利润	1,066.0	1,297.4	1,542.9	1,901.5	2,363.1	利润率					
加:营业外净收支	49.8	1.2	7.0	7.0	17.0	毛利率	28.0%	29.6%	27.3%	27.2%	27.2%
利润总额	1,115.8	1,298.6	1,549.9	1,908.5	2,380.1	营业利润率	17.3%	17.3%	15.9%	15.6%	15.9%
减:所得税	212.2	240.9	294.5	362.6	452.2	净利润率	14.8%	14.1%	12.9%	12.8%	13.0%
净利润	912.6	1,057.5	1,257.9	1,551.9	1,931.5	EBITDA/营业收入	31.8%	33.6%	26.9%	25.8%	25.3%
						EBIT/营业收入	20.2%	21.1%	19.0%	18.3%	18.2%
						运营效率					
						固定资产周转天数	232	245	237	237	230
						流动营业资本周转天数	-111	-110	-113	-100	-97
						流动资产周转天数	165	168	145	143	143
						应收账款周转天数	45	52	44	47	48
						存货周转天数	16	22	17	19	20
						总资产周转天数	1,098	1,107	943	827	757
						投资资本周转天数	696	716	601	518	463
						投资回报率					
						ROE	13.9%	14.0%	14.8%	15.9%	17.0%
						ROA	4.3%	4.2%	4.8%	5.2%	5.9%
						ROIC	9.9%	9.9%	9.1%	11.3%	11.5%
						费用率					
						销售费用率	1.2%	1.2%	1.4%	1.4%	1.4%
						管理费用率	6.1%	6.6%	6.6%	6.7%	6.7%
						研发费用率	1.1%	1.5%	0.9%	0.9%	0.9%
						财务费用率	3.6%	4.3%	3.2%	2.7%	2.3%
						四费/营业收入	12.0%	13.5%	12.0%	11.7%	11.2%
						偿债能力					
						资产负债率	66.2%	67.2%	65.1%	65.2%	63.3%
						负债权益比	195.5%	205.1%	186.3%	187.7%	172.4%
						流动比率	0.49	0.48	0.41	0.48	0.43
						速动比率	0.43	0.41	0.38	0.41	0.38
						利息保障倍数	5.55	4.89	5.98	6.85	7.98
						分红指标					
						DPS(元)	0.21	0.22	0.27	0.34	0.41
						分红比率	18.5%	17.0%	17.6%	17.7%	17.4%
						股息收益率	0.9%	1.0%	1.2%	1.5%	1.8%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	903.6	1,057.7	1,257.9	1,551.9	1,931.5	EPS(元)	1.12	1.30	1.54	1.90	2.37
加:折旧和摊销	744.3	975.5	763.2	911.2	1,056.9	BVPS(元)	8.04	9.27	10.41	11.97	13.93
资产减值准备	45.1	26.4	-	-	-	PE(X)	20.3	17.5	14.7	11.9	9.6
公允价值变动损失	0.7	-0.9	-	-	-	PB(X)	2.8	2.5	2.2	1.9	1.6
财务费用	237.3	326.4	309.7	325.2	338.5	P/FCF	90.8	1,794.3	34.0	30.5	27.1
投资损失	-55.8	-79.9	-104.3	-80.0	-80.0	P/S	3.0	2.5	1.9	1.5	1.2
少数股东损益	-9.0	0.2	-2.5	-6.1	-3.7	EV/EBITDA	10.3	11.1	9.9	8.9	7.0
营运资金的变动	115.9	-163.4	1,440.2	-763.7	2,051.3	CAGR(%)	19.6%	22.2%	12.6%	19.6%	22.2%
经营活动产生现金流量	1,324.4	1,955.8	3,664.2	1,938.5	5,294.6	PEG	1.0	0.8	1.2	0.6	0.4
投资活动产生现金流量	-3,954.6	-3,709.2	-1,455.7	-3,184.0	-3,060.0	ROIC/WACC	1.2	1.2	1.1	1.4	1.4
融资活动产生现金流量	2,392.8	1,767.0	-1,903.3	1,576.1	-1,870.9	REP	1.3	1.4	1.5	1.1	1.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034