

瀚蓝环境 (600323.SH)

固废根深叶茂，燃气迎拐点

业绩符合预期，燃气业务迎拐点。公司于 2022H1 实现营收 61.4 亿元，yoy+34.8%；主要系（1）子板块业务增长；（2）执行解释第 14 号。实现归母净利润 5.5 亿元，yoy-12.3%；主要系能源业务受天然气综合采购成本不断攀升及限价政策影响。公司能源业务 Q1 亏损 1.6 亿元，经积极推动顺价机制，当前天然气终端售价已有所提升，Q2 扭亏实现盈利 0.7 亿元。我们认为公司能源业务已迎来拐点，展望全年有望填补 Q1 亏损，对利润、经营活动现金流负面影响有望消除。

固废贡献核心利润、能源、排水业务高增。分业务看，固废处理实现营收 33.4 亿元（yoy+38.7%），主要系漳州北、乌兰察布、常德项目一期、平餐厨项目一期等新项目陆续投产，环卫业务收入增加；固废板块占业务收入 55.4%，并贡献 90.2% 利润，为公司核心增长动力。能源业务实现营收 19.5 亿元（yoy+39.6%），主要系天然气业务量价齐升；占比 32.4%。供水实现 4.5 亿（yoy-2.1%），主要系疫情影响，供水安装工程收入减少以及售水量下降。排水业务实现 2.9 亿（yoy+36.6%）；主要系补确认部分污水处理结算收益，生活污水管网及泵站运营业务收入增加。

毛利率、经营活动现金流下滑，费用管控得当。2022H1 毛利率实现 21.4%（yoy-7.4%），主要系成本随固废项目投产相应增加、天然气采购成本大幅提升；经营活动现金流实现 1.6 亿元（yoy-98.5%）；主要系能源业务亏损较大、应收账款回款未有明显改善，及执行解释第 14 号所致。费用方面，三费管控得当。其中，销售费率实现 0.9%（yoy-0.2%）；管理费实现 4.6%（yoy-1.0%）；财务费率实现 4.0%（yoy-0.8%）。

在手项目充足，产能持续扩张。公司固废处理板块 2016-2021 年营收 CAGR137.7%，我们看好固废业务发展：1）生活垃圾焚烧项目充足，当前在手订单合计 34250 吨/日，未来两年为项目密集投产期。2）公司横向延伸固废相关产业链，拓展环卫（2021 年营收 yoy+43.4%）、餐厨（yoy+66.6%）、工业危废（yoy+231.8%）等板块，新增订单有望持续超预期。

注重中长期激励，调动管理层积极性。2021 年公司发布《高级管理人员薪酬和绩效考核管理办法》，明确高管薪酬标准及激励方式，提出增值奖励挂钩业绩及市值，以虚拟股权中长期激励，授予价格为 23.89 元/股。公司激励方案充分调动管理层积极性，未来业绩值得期待。

投资建议：公司在手垃圾焚烧项目充足，项目密集投产保障业绩增长。燃气业务已于 Q2 迎来拐点。预计公司 2022-2024 年归母净利润 13.6/16.4/19.8 亿元，对应 PE 分别为 12.0/9.9/8.2X，维持“买入”评级。

风险提示：固废项目投产进度不及预期、行业竞争加剧、政策变动风险等。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	7,481	11,777	14,017	15,975	17,953
增长率 yoy（%）	21.5	57.4	19.0	14.0	12.4
归母净利润（百万元）	1,057	1,163	1,360	1,636	1,976
增长率 yoy（%）	15.9	10.0	16.9	20.3	20.7
EPS 最新摊薄（元/股）	1.30	1.43	1.67	2.01	2.42
净资产收益率（%）	12.9	11.3	11.7	12.6	13.6
P/E（倍）	15.4	14.0	12.0	9.9	8.2
P/B（倍）	2.2	1.6	1.5	1.3	1.1

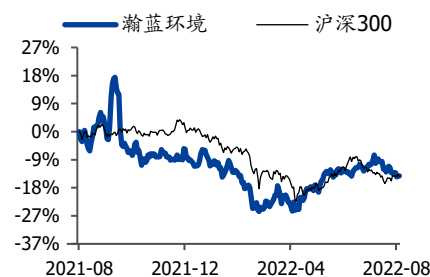
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 8 月 18 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	环境治理
前次评级	买入
8 月 18 日收盘价(元)	19.94
总市值(百万元)	16,258.02
总股本(百万股)	815.35
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	3.84

股价走势



作者

分析师 杨心成

执业证书编号：S0680518020001

邮箱：yangxincheng@gszq.com

相关研究

- 《瀚蓝环境（600323.SH）：产能再增，REITs 发行望深度受益》2022-08-03
- 《瀚蓝环境（600323.SH）：纵横一体化，加速推进“瀚蓝模式 2.0”》2022-07-05
- 《瀚蓝环境（600323.SH）：燃气板块影响净利，期待未来顺价》2022-04-29

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3711	4846	6000	6581	8127	营业收入	7481	11777	14017	15975	17953
现金	1017	1307	1632	2204	2967	营业成本	5268	9073	10787	12032	13428
应收票据及应收账款	1028	1731	1659	2163	2147	营业税金及附加	52	80	196	232	269
其他应收款	101	115	175	143	219	营业费用	86	107	224	272	251
预付账款	235	214	435	536	525	管理费用	490	582	911	1050	1167
存货	554	270	893	328	1062	研发费用	111	128	171	217	226
其他流动资产	777	1208	1207	1207	1207	财务费用	324	466	233	302	284
非流动资产	21218	24433	27095	29369	31509	资产减值损失	-26	-88	-14	-8	-12
长期投资	499	550	655	745	847	其他收益	127	146	128	120	110
固定资产	5596	5345	6844	8168	9521	公允价值变动收益	1	0	0	0	0
无形资产	10138	9430	9559	9745	9874	投资净收益	80	73	54	39	52
其他非流动资产	4986	9108	10038	10712	11267	资产处置收益	0	2	0	0	1
资产总计	24929	29278	33096	35950	39636	营业利润	1297	1411	1691	2038	2501
流动负债	7793	7588	9679	10233	12061	营业外收入	20	38	25	27	28
短期借款	1158	856	900	600	600	营业外支出	19	12	15	14	14
应付票据及应付账款	2724	3151	3834	3957	4738	利润总额	1299	1436	1701	2051	2514
其他流动负债	3912	3581	4946	5676	6724	所得税	241	250	323	390	465
非流动负债	8965	11154	11683	12501	12489	净利润	1058	1186	1378	1661	2049
长期借款	7064	9020	9616	10412	10408	少数股东损益	0	23	18	25	73
其他非流动负债	1902	2134	2066	2089	2081	归属母公司净利润	1057	1163	1360	1636	1976
负债合计	16758	18743	21362	22734	24551	EBITDA	2780	2929	2978	3484	4053
少数股东权益	613	631	649	674	747	EPS (元)	1.30	1.43	1.67	2.01	2.42
股本	767	815	815	815	815	主要财务比率					
资本公积	1488	2455	2455	2455	2455	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
留存收益	5147	6573	7736	9139	10869	成长能力					
归属母公司股东权益	7557	9905	11085	12542	14339	营业收入(%)	21.5	57.4	19.0	14.0	12.4
负债和股东权益	24929	29278	33096	35950	39636	营业利润(%)	21.7	8.7	19.8	20.5	22.7
						归属于母公司净利润(%)	15.9	10.0	16.9	20.3	20.7
						获利能力					
						毛利率(%)	29.6	23.0	23.0	24.7	25.2
						净利率(%)	14.1	9.9	9.7	10.2	11.0
						ROE(%)	12.9	11.3	11.7	12.6	13.6
						ROIC(%)	7.7	7.4	6.4	6.7	7.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	67.2	64.0	64.5	63.2	61.9
						净负债比率(%)	128.5	109.5	110.7	103.8	91.1
						流动比率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7
						速动比率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
						营运能力					
						总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
						应收账款周转率	7.7	8.5	8.3	8.4	8.3
						应付账款周转率	2.2	3.1	3.1	3.1	3.1
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.30	1.43	1.67	2.01	2.42
						每股经营现金流(最新摊薄)	2.40	1.08	3.10	3.81	4.61
						每股净资产(最新摊薄)	9.17	12.15	13.60	15.38	17.59
						估值比率					
						P/E	15.4	14.0	12.0	9.9	8.2
						P/B	2.2	1.6	1.5	1.3	1.1
						EV/EBITDA	9.8	9.7	10.0	8.8	7.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 8 月 18 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38124100 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com