

## 固废运营业务占比提升，能源业务全年有望实现盈利

瀚蓝环境 (600323.SH)

**推荐** 维持评级

### 核心观点:

- **事件:**瀚蓝环境发布 2022 年年报,公司全年实现营收 128.75 亿元,同比增长 9.33%;实现归母净利润 11.46 亿元(扣非后 11.12 亿元),同比下降 1.46%(扣非同比下降 1.07%)。此外,公司还发布了 23 年一季度业绩预增公告,预计 23Q1 归母净利润增加 1.43 亿元,同比增长 90%左右。
- **能源业务亏损影响盈利能力,现金流年内有望改善。**2022 年全年公司毛利率为 20.45%,同比减少 2.51pct,净利率为 9.13%,同比减少 0.94pct,受天然气进销价差的影响,能源业务出现较大亏损,导致公司整体盈利能力下滑。2022 年公司经营活动现金流净额为 4.22 亿元,同比下降 51.90%,除了能源业务亏损外,应收账款回款慢也是导致经营性现金流下降的重要原因。今年公司在南海区政府的支持下,将通过多种方式,解决至少 15 亿元存量应收账款回款问题,大幅改善现金流,夯实可持续发展基础。
- **固废运营业务占比持续提升,降本增效保障稳定成长。**2022 年公司固废业务实现收入 68.8 亿元,同比增长 4.7%,占主营业务收入 55%;实现净利润 7.51 亿元,同比增长 32.03%。剔除工程与装备业务后,实现收入 44.5 亿元,净利润 8.1 亿元。公司生活垃圾焚烧发电在手订单合计规模 35750 吨/日(不含参股项目),其中 22 年底已投产项目规模为 28050 吨/日,23Q1 新投产 1750 吨/日,在建 1450 吨/日,随着在手项目陆续建成投产,公司固废业务运营能力持续提升,成为公司核心增长动力。  
运营管理方面,2022 年公司生活垃圾焚烧发电产能利用率达到 110%,锅炉有效运行小时数超过 8100 小时。在对外供热量上升 205%的情况下,生活垃圾吨垃圾发电量达 383 度,吨垃圾上网电量达 324 度,基本维持去年水平。公司积极探索利用智慧化手段提高各项目运营管理水平,降低运营成本,提升项目的运行效率与经济效益,保障公司固废业务稳定成长。
- **天然气进销价差改善,23 年能源业务有望实现盈利。**2022 年公司能源业务实现收入 40.7 亿元,同比增长 21.2%,占主营业务收入 32.5%;净利润净亏损约 0.65 亿元,同比减少 1 亿元。能源业务亏损的主要原因是国际能源价格持续上涨导致天然气综合采购成本不断攀升,而销售端又受限于限价出现进销价差倒挂的情况。公司也采取了顺价、优化气源结构等手段提升盈利水平。23Q1 公司天然气业务进销价差有所改善,已经实现盈利,如延续目前市场趋势,预计全年燃气业务有望扭亏为盈。

此外,公司也在加强固废处理业务与能源业务的协同,2022 年启动在佛山南海建设餐厨垃圾制氢项目,设计规模年产约 2200 吨氢气,预计 2023 年上半年完工。结合在南海已建设运营的 5 个加氢站(3.5 吨/日),以及氢能环卫车和公交车的应用,形成制氢、加氢、用氢一体化模式。

### 分析师

陶贻功

☎: 010-80927673

✉: taoyigong\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030001

严明

☎: 010-80927667

✉: yanming\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520070002

### 研究助理

梁悠南

☎: 010-80927656

✉: liangyounan\_yj@chinastock.com.cn

### 市场数据

2023-04-06

|               |           |
|---------------|-----------|
| A 股收盘价(元)     | 18.84     |
| A 股一年内最高价(元)  | 21.96     |
| A 股一年内最低价(元)  | 17.00     |
| 上证指数          | 3312.63   |
| 市盈率           | 13.40     |
| 总股本(万股)       | 81,534.71 |
| 实际流通 A 股(万股)  | 81,534.71 |
| 限售的流通 A 股(万股) | 0.00      |
| 流通 A 股市值(亿元)  | 153.61    |

### 相对上证指数表现

2022-04-06



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

**优秀的运营管理能力保障供排水业务稳定发展。**2022 年公司供水业务实现收入 9.6 亿元，同比下降 2.33%，占主营业务收入 7.7%；排水业务实现收入 6.0 亿元，同比增长 7.23%，占主营业务收入 4.8%。供水方面，公司积极提升智慧水务水平，全面提高供水服务水平。全年水损率控制在 8.26%，同比下降 0.3pct，处于行业前列，体现公司优秀的运营管理能力。排水方面，公司积极推进 5 个扩建项目（总规模 13.5 万方/日）陆续建成投产。也向雨水管网运营等轻资产运营服务领域拓展，持续扩大水环境综合治理领域业务。

**推动发行基础设施公募 REITs，盘活公司存量资产。**2022 年，公司启动以排水业务和固废处理业务相关资产发行基础设施公募 REITs，规模预计为 10-30 亿元，目前相关工作正有序推进。通过发行基础设施公募 REITs，能盘活存量基础设施资产，拓宽融资渠道，拓宽公司轻资产运作的途径，促进公司投资的良性循环。

**投资建议：**预计公司 2023-2025 年公司归母净利润分别为 14.3 亿、17.3 亿、19.4 亿，对应 PE 为 11x、8.9x、7.9x，维持“推荐”评级。

**风险提示：**项目投产进度不及预期风险，垃圾焚烧发电电价下调风险，补贴拖欠风险，燃气购销差价倒挂的风险。

## 附录：

### 1. 盈利预测

表 1. 瀚蓝环境盈利预测

|            | 2022A    | 2023E    | 2024E    | 2025E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）  | 12875.06 | 14139.05 | 15539.68 | 16570.45 |
| 收入增长率      | 9.33%    | 9.82%    | 9.91%    | 6.63%    |
| 归母净利润（百万元） | 1146.34  | 1434.43  | 1733.53  | 1938.25  |
| 利润增速       | -1.46%   | 25.13%   | 20.85%   | 11.81%   |
| 毛利率        | 20.45%   | 21.64%   | 22.36%   | 23.19%   |
| 摊薄 EPS（元）  | 1.41     | 1.76     | 2.13     | 2.38     |
| PE         | 13.40    | 10.71    | 8.86     | 7.93     |

资料来源：iFind，中国银河证券研究院

### 2. 公司经营情况

图 1：2018-2022 瀚蓝环境营业收入/亿元

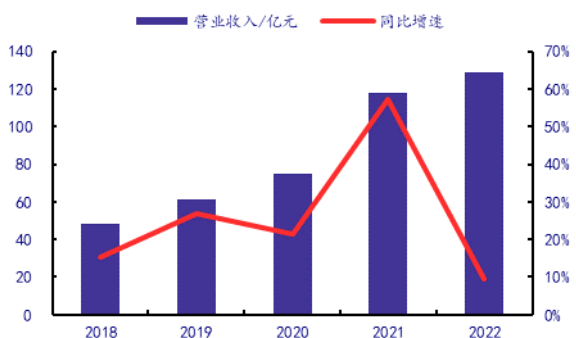
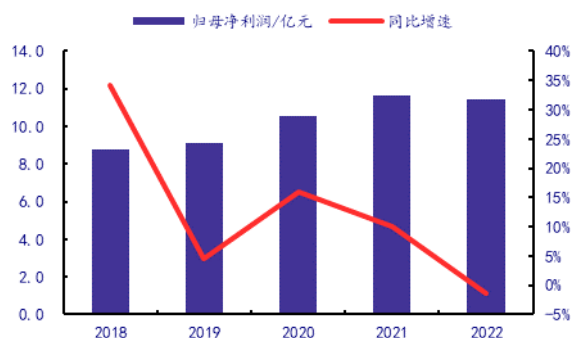
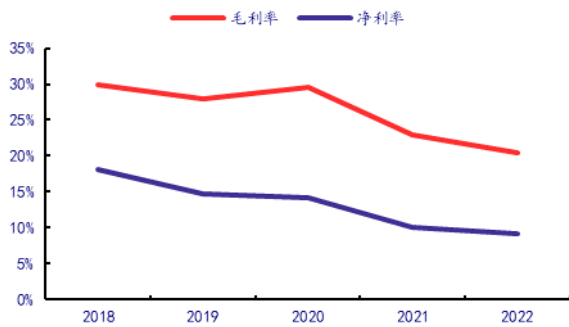


图 2：2018-2022 瀚蓝环境归母净利润/亿元



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

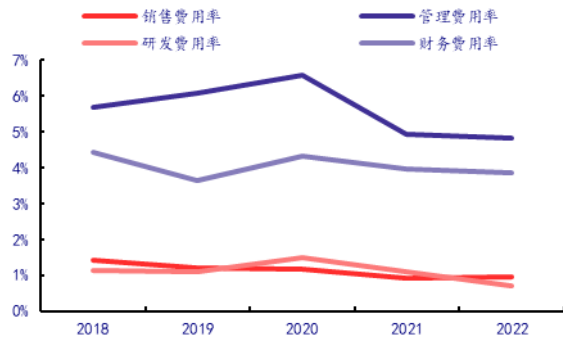
图 3: 2018-2022 瀚蓝环境毛利率与净利率



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

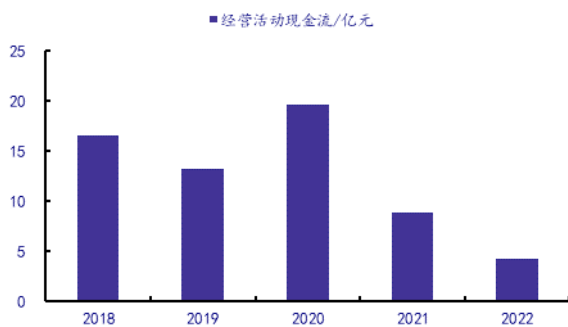
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图 4: 2018-2022 瀚蓝环境费用率情况



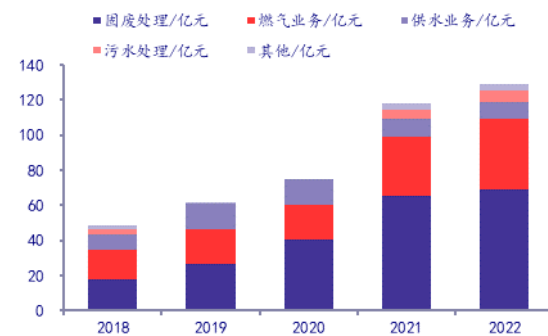
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图 5: 2018-2022 瀚蓝环境经营活动现金流/亿元



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图 6: 2018-2022 瀚蓝环境分业务收入/亿元



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

表 2. 2021-2022 瀚蓝环境分季度营收和净利润情况

|            | 2021Q1 | 2021Q2 | 2021Q3 | 2021Q4  | 2022Q1  | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4  |
|------------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|---------|
| 营业收入/亿元    | 20.65  | 24.86  | 25.73  | 46.53   | 27.27   | 34.08  | 34.75  | 32.65   |
| 营业收入同比增长率  | 46.34% | 44.09% | 27.95% | 99.32%  | 32.04%  | 37.10% | 35.05% | -29.82% |
| 归母净利润/亿元   | 2.42   | 3.85   | 3.02   | 2.35    | 1.59    | 3.91   | 3.18   | 2.79    |
| 归母净利润同比增长率 | 78.34% | 18.35% | -1.96% | -18.73% | -34.30% | 1.48%  | 5.47%  | 18.69%  |

资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

### 3. 公司重大工程建设及投产情况

表 3. 生活垃圾焚烧发电项目

| 项目阶段      | 项目名称                               | 项目规模 (吨/日)                               | 投产时间/预计建成时间 |
|-----------|------------------------------------|------------------------------------------|-------------|
| 新增完工并确认收入 | 常德项目一期                             | 500                                      | 2022 年      |
|           | 贵阳项目                               | 2000                                     | 2022 年      |
|           | 平和项目一期                             | 550                                      | 2023 年一季度   |
|           | 桂平项目一期                             | 800                                      | 2022 年一季度   |
|           | 开平一期改扩建                            | 400                                      | 2023 年一季度   |
| 在建        | 福清改扩建项目                            | 800                                      | 2024 年上半年   |
|           | 大连项目一期扩建                           | 650                                      | 2024 年上半年   |
| 筹建        | 南海生活垃圾焚烧发电厂提标扩能工程 (二期) 及配套炉渣综合利用项目 | 生活垃圾焚烧发电 1500 吨/日; 配套炉渣综合利用项目规模为 55 万吨/年 | 2026 年      |

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院

**表 4. 试运营固废项目**

| 项目名称                   | 业务类型      | 项目规模 (吨/日)              |
|------------------------|-----------|-------------------------|
| 开平餐厨项目一期               | 有机垃圾处理    | 餐厨垃圾 150, 污泥 100, 油脂 15 |
| 大庆项目                   | 有机垃圾处理    | 餐厨垃圾 150, 粪便 50         |
| 桂城街道生活垃圾中转站项目          | 生活垃圾中转站   | 1270                    |
| 孝感市静脉产业园二期生活垃圾分类末端处置项目 | 有机垃圾处理    | 餐厨垃圾 100                |
| 惠安县生活垃圾中转站 PPP 项目      | 生活垃圾中转站   | 900                     |
| 南海工业铝灰处理项目             | 危险废弃物     | 3 万吨/年                  |
| 廊坊医废项目一期               | 危险废弃物     | 15                      |
| 肇庆驼王项目二期               | 病死禽畜无害化处理 | 40                      |

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院

**表 5. 在建固废项目**

| 项目阶段    | 项目名称                   | 项目规模 (吨/日)                | 投产时间/预计建成时间 |
|---------|------------------------|---------------------------|-------------|
| 有机垃圾项目  | 廊坊餐厨项目                 | 餐厨垃圾 200, 粪便 300, 废弃油脂 20 | 2023 年上半年   |
|         | 孝感市静脉产业园二期生活垃圾分类末端处置项目 | 厨余+粪便 100, 污泥 100, 污水 300 | 2023 年上半年   |
|         | 惠安餐厨项目一期               | 餐厨垃圾 100                  | 2023 年上半年   |
|         | 晋江餐厨项目                 | 餐厨垃圾 150, 废弃油脂 30         | 2022 年下半年   |
|         | 哈尔滨餐厨项目二期              | 餐厨垃圾 200                  | 2023 年下半年   |
|         | 安溪餐厨项目                 | 餐厨垃圾 39                   | 2023 年下半年   |
| 农业垃圾处理  | 江门项目                   | 30                        | 2023 年上半年   |
| 生活垃圾转运站 | 惠安县生活垃圾中转站 PPP 项目      | 750                       | 2023 年下半年   |

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院

**表 6. 筹建固废项目**

| 项目名称               | 项目规模 (吨/日) | 预计建成时间 |
|--------------------|------------|--------|
| 桂平农业资源循环利用处理中心项目   | 20         | 2024 年 |
| 南海区生物质资源综合利用中心项目一期 | 400        | 2026 年 |

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院

**表 7. 新增与在建能源、供水和排水业务**

| 板块   | 项目名称             | 项目规模     | 正式/预计建成时间 |
|------|------------------|----------|-----------|
| 能源业务 | 制氢项目             | 2200 吨/年 | 2023 年上半年 |
| 排水业务 | 西北污水处理厂 (二期)     | 2.5 万方/日 | 2023 年下半年 |
|      | 大石污水处理厂 (二期) 二阶段 | 2 万方/日   | 2023 年下半年 |
|      | 大沥城西污水处理厂 (二期)   | 5 万方/日   | 2024 年上半年 |

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学（北京），超过10年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022年1月加入中国银河证券。

严明，环保行业分析师，材料科学与工程专业硕士，毕业于北京化工大学。于2018年加入中国银河证券研究院，从事环保行业研究。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn