

瀚蓝环境 (600323)

2022 年年报点评：固废稳定燃气有望改善，REITs&地方支持改善现金流

买入 (维持)

2023 年 04 月 10 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 赵梦妮

执业证书：S0600522090002

zhaomn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	12,875	12,249	13,029	13,451
同比	9%	-5%	6%	3%
归属母公司净利润 (百万元)	1,146	1,325	1,554	1,736
同比	-1%	16%	17%	12%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.41	1.62	1.91	2.13
P/E (现价&最新股本摊薄)	13.48	11.66	9.94	8.90

关键词：#行业整合 #产能扩张

投资要点

- **事件**：2022 年公司实现营收 128.75 亿元，同增 9.33%；归母净利润 11.46 亿元，同减 1.46%；扣非归母净利润 11.12 亿元，同减 1.07%。2023 年 Q1 公司预计实现归母净利润 3.02 亿元，同增 90%。
- **固废稳健增长，燃气承压拖累全年业绩，2023Q1 燃气已扭亏转盈**。2022 年公司实现收入的稳健增长，主要系天然气量价齐升&固废业务新项目陆续投产所贡献。但燃气成本上升顺价不畅，导致能源业务亏损约 0.65 亿元拖累全年业绩。2023 年 Q1 公司能源业务实现盈利，较去年同期亏损 1.6 亿元已有明显改善，同比恢复到高增态势，如燃气业务延续目前市场趋势，预计全年可实现盈利。
- **固废核心利润快速增长，盈利能力稳定**。2022 年公司固废业务实现净利润 9.07 亿元，占比 77.11%，同增 26.57%，剔除工程与装备业务后实现净利润 8.13 亿元，同增 32%，是公司的核心增长动力。其中，生活垃圾焚烧(不含工程与装备)实现收入 28.28 亿元，同增 12%，毛利率 47.7%，盈利水平及运营水平均维持高位。2022 年公司生活垃圾焚烧发电产能利用率 110%，吨发电量、吨上网电量分别达 383 度和 324 度。截至 2023 年 4 月 7 日，公司垃圾焚烧发电在手规模 **35,750 吨/日** (不含参股)，其中 2022 年底已投产规模 **28,050 吨/日**，在建规模 **1,450 吨/日**，筹建项目规模 **1,500 吨/日**，未建项目规模 **3,000 吨/日**。可再生能源补贴方面，公司在手 35,750 吨/日中，属于非竞争配置项目的共 26,050 吨/日；非竞争配置项目中有 18,100 吨/日补贴资金全部由中央承担，其余为央地分摊。
- **补贴回笼 Q4 现金流大幅改善，应收账款回款有望加快**。2022 年公司实现经营性现金流净额 4.22 亿元，同减 51.90%，主要系燃气亏损及应收账款回款不及时。但 Q4 经营性现金流净额约 3.19 亿元，系可再生能源补贴的回款，2022 年公司收回可再生能源补贴约 3.1 亿元，改善明显。
- **REITs 叠加地方支持，资金实力增强奠定扩张基础**。1) 拟启动 **10-30 亿基础设施公募 REITs** 发行工作，以排水业务及固废处理业务相关资产发行。2) 南海区政府大力支持，有望解决 **15 亿元存量应收账款回款** 问题。3) 拟转让 **10 亿应收款至控股股东母公司南海控股**，同时接受 **10 亿元财务资助**。以上多种举措将有效盘活资产，加快资金回收，改善公司现金流状况，增强资金实力，为未来**可持续扩张奠定基础**。
- **盈利预测与投资评级**：我们认为公司凭借其优秀的横向扩张&整合能力，有望持续拓展提升盈利规模。考虑到公司能源业务仍面临进销价差的不确定性，我们将 2023-2024 年归母净利润自 13.72/16.36 亿元下调至 13.25/15.54 亿元，预计 2025 年归母净利润为 17.36 亿元，对应 2023-2025 年 PE 为 12/10/9 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示**：政策推广项目进展不及预期，行业竞争加剧，政策风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.95
一年最低/最高价	17.00/21.96
市净率(倍)	1.42
流通 A 股市值(百万元)	15,450.83
总市值(百万元)	15,450.83

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.35
资产负债率(% ,LF)	65.15
总股本(百万股)	815.35
流通 A 股(百万股)	815.35

相关研究

《瀚蓝环境(600323)：2022 年三季报点评：固废增长稳健，燃气依旧承压》

2022-10-29

《瀚蓝环境(600323)：2022 年中报点评：固废稳健增长，燃气压力缓解顺价持续》

2022-08-20

事件：公司发布 2022 年年度报告及 2023 年一季度业绩预增公告，2022 年公司实现营业收入 128.75 亿元，同比增长 9.33%；归母净利润 11.46 亿元，同比减少 1.46%；扣非归母净利润 11.12 亿元，同比减少 1.07%。2023 年第一季度公司预计实现归母净利润 3.02 亿元，同增 90%，扣非归母净利润 2.88 亿元，同增 90%。

1. 固废稳健燃气拖累，Q4 现金流大幅改善

固废稳健增长，燃气承压拖累全年业绩。2022 年公司实现营业收入的稳健增长，主要系天然气量价齐升&固废业务新项目陆续投产所贡献。但 2022 年天然气业务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，导致能源业务 2022 年亏损约 0.65 亿元，净利润同比减少约 1 亿元，因此公司整体业绩出现小幅下滑。2022 年，**1) 固废处理业务：**实现收入 68.80 亿元，占公司主营收入的 54.99%，同增 4.74%；实现净利润为 9.07 亿元，占公司净利润的 77.11%，同增 26.57%，毛利率同比提升 0.43pct 至 28.30%；**2) 能源业务：**实现收入 40.69 亿元，占公司主营收入的 32.53%，同增 21.20%，毛利率同比下降 3.91pct 至 1.45%，主要是天然气业务气源采购成本上涨，但受限价政策的影响，进销价差同比收窄所致；**3) 供水业务：**实现收入 9.61 亿元，占公司主营收入的 7.68%，同降 2.33%，毛利率同比下降 6.27pct 至 22.51%，主要是受经济下行、有效需求不足影响，南海区售水量及售水单价均同比略降，但电费、制水药剂、管网维修费、折旧及摊销费用等同比增加较多所致；**4) 排水业务：**实现收入 6 亿元，占公司主营收入的 4.79%，同增 7.23%，毛利率同比下降 8.86pct 至 40.93%。收入增长主要来自部分污水厂执行提标新单价、部分污水处理厂结算量提升以及新项目投运。毛利率的降低主要是 2021 年同期含补确认往期管网运营收益，2022 年污水厂工程投入增加、药剂采购成本上涨、电价改革电费成本上升等影响。

2023Q1 燃气价差有所改善，预计归母净利润高增 90%。2023 年 Q1 公司天然气业务进销价差有所改善，能源业务 2023 年一季度实现盈利，较去年同期亏损 1.6 亿元已有明显改善，公司预计 2023Q1 实现归母净利润 3.02 亿元，同比高增 90%。

费用管控得当，期间费用率下降 0.58pct 至 10.31%。2022 年公司期间费用同比增长 3.56%至 13.28 亿元，期间费用率下降 0.57pct 至 10.31%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别增加 15.98%、增加 6.28%、减少 28.33%、增加 6.09%至 1.24 亿元、6.18 亿元、0.92 亿元、4.94 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别上升 0.06pct、下降 0.14pct、下降 0.37pct、下降 0.12pct 至 0.96%、4.80%、0.71%、3.84%。

补贴回笼 Q4 现金流大幅改善，应收账款回款有望加快。2022 年公司实现，1) 经营活动现金流净额 4.22 亿元，同比减少 51.90%，主要原因是能源业务同比出现较大亏损，以及受经济下行等情况影响，应收账款回款未有明显改善。但公司**第四季度经营活动产生的现金流量净额约 3.19 亿元**，较前三季度单季有较大改善，主要系可再生能

源补贴的回款，2022 年公司收回可再生能源补贴约 3.1 亿元，同比去年有较大改善。2) 投资活动现金流净额-23.34 亿元，同比减少 16.25%；3) 筹资活动现金流净额 16.88 亿元，同比增加 18.67%。

2. 固废核心利润稳定增长，“瀚蓝模式” 2.0 持续推进

固废核心利润快速增长，盈利能力稳定。2022 年公司固废业务实现净利润 9.07 亿元，占公司净利润的 77.11%，同增 26.57%，剔除工程与装备业务后，实现收入 44.49 亿元，同增 23.36%，实现净利润 8.13 亿元，同增 32%，是公司的核心增长动力。其中，生活垃圾焚烧业务（不含工程与装备）实现收入 28.28 亿元，同增 12%，毛利率 47.7%，保持较高的盈利水平，2022 年公司生活垃圾焚烧发电产能利用率 110%，在对外供热量上升 205.28%的情况下，垃圾焚烧吨发电量、吨上网电量基本维持去年水平，分别达 382.98 度和 324.39 度，体现了公司较强的运营管理能力。截至 2023 年 4 月 7 日，公司生活垃圾焚烧发电在手订单合计规模 35,750 吨/日（不含参股项目），其中 2022 年底已投产项目规模为 28,050 吨/日（2022 年新增投产 2,500 吨/日），2023Q1 新增投产规模为 1,750 吨/日，在建项目规模 1,450 吨/日，筹建项目规模 1,500 吨/日，未建项目规模 3,000 吨/日。可再生能源补贴方面，公司在手订单 35,750 吨/日中，属于非竞争配置项目的共 26,050 吨/日；非竞争配置项目中有 18,100 吨/日补贴资金全部由中央承担，其余为央地分摊。

纵横一体化对标无废城市，实现“瀚蓝模式”的 2.0 升级。1) **生活垃圾焚烧新增与协同并进。**2022 年公司新增南海区生活垃圾焚烧发电项目（1500 吨/日）、开平市固废综合处理中心一期一阶段改扩建项目（400 吨/日），佛山市三水绿色环保项目之三水区生活垃圾焚烧发电项目（1800 吨/日，参股 49%）。2) **积极拓展纵横一体化。横向一体化重点对标“无废城市”，**以生活垃圾焚烧发电为核心，横向一体化协同处理餐厨垃圾、污泥、工业废弃物、农业废弃物、医疗废物等污染源，形成无害化处理、资源循环、系统发展的产业新模式，截至 2023 年底公司在建项目中有机垃圾转运规模达 1539 吨/日，农业垃圾处理项目规模达 30 吨/日，生活垃圾转运项目规模达 750 吨/日。**纵向一体化中重点打造环卫服务业务，**争取将环卫与垃圾焚烧发电项目形成良好的管理和业务协同，提升垃圾焚烧发电业务的运营成效。2022 年公司实现 7 个环卫轻资产运营的纵向一体化项目拓展；预计 2023 年项目规模将进一步提升。3) **“瀚蓝模式”的 2.0 升级。**公司依托南海固废处理环保产业园实现“瀚蓝模式”的 2.0 升级。除了继续探索佛山市南海区范围内固体废弃物的无害化处理方法外，把资源化利用作为重点，促使各种固体废弃物之间协同处置、能源互换和资源循环利用，以产生更大的经济效益和价值。2022 年公司在南海区新增生活垃圾焚烧发电项目处理规模 1500 吨/日、新增厨余和餐厨垃圾处理规模 1000 吨/日、炉渣综合利用项目 55 万吨/年。

表 1：报告期内公司固废在建项目一览

垃圾焚烧项目			
序号	项目名称	项目规模 (吨/日)	预计建成时间
1	福清改扩建项目	800	2024 年上半年
2	大连项目一期扩建	650	2024 年上半年
有机垃圾处理项目			
序号	项目名称	项目规模 (吨/日)	预计建成时间
1	廊坊餐厨项目	餐厨垃圾处理 200, 粪便 300, 废弃油 20	2023 年上半年
2	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
3	惠安餐厨项目一期	餐厨垃圾 100	2023 年上半年
4	晋江餐厨项目	餐厨垃圾 150, 废弃油脂 30	2023 年下半年
5	哈尔滨餐厨项目二期	餐厨垃圾 200	2023 年下半年
6	安溪餐厨项目	餐厨垃圾 39	2023 年下半年
农业垃圾处理项目			
序号	项目名称	项目规模 (吨/日)	预计建成时间
1	江门项目	30	2023 年上半年
生活垃圾转运项目			
序号	项目名称	项目规模 (吨/日)	预计建成时间
1	惠安县生活垃圾中转站 PPP 项目	750	2023 年下半年

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 2023Q1 燃气修复明显扭亏转盈，全年有望实现盈利

燃气修复明显，2023 年有望实现盈利。能源业务 2022 年净利润亏损约 0.65 亿元，同比减少 1 亿元，大幅下降 279.59%，主要系国际能源成本上行，顺价受限所致。2023 年 Q1 天然气业务进销价差有所改善，如延续目前市场趋势，预计全年可实现盈利。公司积极采取多项举措：1) 向政府主管部门沟通理顺天然气价格机制；2) 推进上游优质气源供应多元化和结构多样化，打造稳健的气源保障体系。(3) 继续加强与供应商、客户及政府的沟通，并积极拓展燃气工程业务、非燃业务等，提升利润增长空间，提升整体盈利水平。

布局制氢业务，探索新型能源。公司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。

4. REITs 叠加地方支持，资金实力增强奠定扩张基础

拟启动 10-30 亿元基础设施公募 REITs 发行工作，现金有望回笼。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，促进公司投资的良性循环，增强可持续发展能力：1) **盘活存量资产**，运用基础设施 REITs 将有效提高存量资产流动性，盘活存量资产回收资金，加速新项目投资和存

量收并购，轻资产扩张打开成长天花板；2) 创新投融资机制，拓宽融资渠道，优化经营模式，减少债务融资的财务成本。

南海区政府大力支持，有望回笼 15 亿元存量应收账款。2022 年末公司应收账款 27.81 亿元，占总资产的 8.36%，同比增加 60.71%。公司将持续加强与各个地方政府客户的沟通，加强应收账款管理和催收工作，加快应收账款的回款。其中，在南海区政府的支持下，公司将通过多种方式，解决至少 15 亿元存量应收账款回款问题。公司积极与各地政府推进完善和落实费用拨付机制，加快回款速度，并推动垃圾处理费等收费机制逐步完善。

集团支持力度高，财务资助&应收款转让盘活资产。1) 转让 10 亿元应收：瀚蓝下属子公司拟将基于相关特许经营协议或服务协议在南海区提供垃圾处理服务、环卫保洁服务、污水管网运营维护、污水处理服务等形成的不超过 10 亿元的应收南海区相关镇（街）政府或主管部门服务费债权及与之相关的责、权、利，以非公开协议转让的方式转让予公司控股股东佛山南海供水集团的母公司南海控股。2) 接受 10 亿元财务资助。公司拟接受南海控股不超过 10 亿元的财务资助。期限一年，利率不高于同期全国银行间同业拆借中心公布的一年期贷款市场报价利率（LPR），公司对该项财务资助无需提供抵押、质押等任何形式的担保措施。本次转让及财务资助将有效盘活资产，加快资金回收，改善公司现金流状况。

盈利预测与投资评级：我们认为公司凭借其优秀的横向扩张&整合能力，有望在固废一体化拓展过程中持续提升盈利规模。考虑到公司能源业务仍然面临进销价差的不确定性，我们将 2023-2024 年归母净利润自 13.72/16.36 亿元下调至 13.25/15.54 亿元，预计 2025 年归母净利润为 17.36 亿元，当前市值对应 2023-2025 年 PE 为 12/10/9 倍，维持“买入”评级。

风险提示：政策推广项目进展不及预期，行业竞争加剧，政策风险

瀚蓝环境三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,432	7,297	8,549	9,761	营业总收入	12,875	12,249	13,029	13,451
货币资金及交易性金融资产	1,107	3,461	4,452	5,509	营业成本(含金融类)	10,242	9,307	9,802	10,021
经营性应收款项	2,956	1,994	2,119	2,185	税金及附加	80	86	91	81
存货	264	306	322	329	销售费用	124	122	130	135
合同资产	1,092	490	521	538	管理费用	618	666	638	588
其他流动资产	1,013	1,046	1,135	1,199	研发费用	92	147	156	161
非流动资产	26,856	28,230	29,538	30,869	财务费用	494	489	509	547
长期股权投资	720	770	820	870	加:其他收益	183	147	156	161
固定资产及使用权资产	5,760	5,979	6,093	6,240	投资净收益	55	80	85	87
在建工程	357	1,157	1,857	2,457	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	10,689	10,969	11,399	11,929	减值损失	-69	-20	-20	-20
商誉	413	413	413	413	资产处置收益	4	1	1	1
长期待摊费用	117	116	115	114	营业利润	1,399	1,639	1,923	2,149
其他非流动资产	8,800	8,825	8,840	8,845	营业外净收支	11	8	8	8
资产总计	33,288	35,527	38,087	40,629	利润总额	1,410	1,647	1,931	2,157
流动负债	9,867	9,916	10,382	10,759	减:所得税	233	287	337	376
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,481	4,631	4,831	5,081	净利润	1,176	1,359	1,594	1,781
经营性应付款项	3,453	3,321	3,498	3,576	减:少数股东损益	30	34	40	45
合同负债	238	326	343	351	归属母公司净利润	1,146	1,325	1,554	1,736
其他流动负债	1,695	1,639	1,710	1,752	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.41	1.62	1.91	2.13
非流动负债	11,822	13,102	14,152	15,187	EBIT	1,833	2,101	2,400	2,659
长期借款	8,773	9,973	10,973	11,973	EBITDA	2,837	2,332	2,586	2,862
应付债券	811	811	811	811	毛利率(%)	20.45	24.02	24.76	25.50
租赁负债	122	202	252	287	归母净利率(%)	8.90	10.82	11.93	12.90
其他非流动负债	2,116	2,116	2,116	2,116	收入增长率(%)	9.33	-4.86	6.37	3.24
负债合计	21,688	23,018	24,534	25,946	归母净利润增长率(%)	-1.46	15.58	17.29	11.69
归属母公司股东权益	10,883	11,758	12,762	13,848					
少数股东权益	716	751	791	836					
所有者权益合计	11,599	12,509	13,553	14,684					
负债和股东权益	33,288	35,527	38,087	40,629					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	422	3,417	2,276	2,496	每股净资产(元)	13.35	14.42	15.65	16.98
投资活动现金流	-2,334	-1,535	-1,420	-1,457	最新发行在外股份(百万股)	815	815	815	815
筹资活动现金流	1,688	472	136	18	ROIC(%)	6.43	6.44	6.77	6.94
现金净增加额	-224	2,354	992	1,056	ROE-摊薄(%)	10.53	11.27	12.18	12.53
折旧和摊销	1,004	231	186	203	资产负债率(%)	65.15	64.79	64.42	63.86
资本开支	-2,369	-1,541	-1,441	-1,491	P/E (现价&最新股本摊薄)	13.48	11.66	9.94	8.90
营运资本变动	-2,288	1,478	22	-5	P/B (现价)	1.42	1.31	1.21	1.12

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

