

能源业务经营情况好转，固废运营稳定增长

瀚蓝环境 (600323.SH)

推荐(维持评级)

核心观点:

● 事件:

瀚蓝环境发布 2023 年半年报，上半年实现营收 59.27 亿元，同比下降 3.38%；实现归母净利润 6.90 亿元（扣非 6.70 亿元），同比增长 26.30%（扣非同比增长 22.64%）。23Q2 单季度实现营收 31.25 亿元，同比下降 8.30%；实现归母净利润 3.80 亿元，同比下降 1.91%。

● 天然气进销价差有所改善，带动公司盈利能力回升

2023H1 公司毛利率 25.93%（同比+4.49pct），净利率 11.97%（同比+2.78pct）。期间费用率 10.77%（同比+0.63pct），上半年天然气业务进销价差有所改善，带动公司盈利能力回升。公司经营性现金流净额为 2.69 亿元，同比大幅增长，如剔除解释第 14 号影响，上半年公司经营性现金流净额为 4.04 亿元，同比下降约 8.91%，主要是去年同期收到原桂城水厂迁移补贴款约 0.54 亿元。

● 固废处理：工程业务有所下滑，运营业务稳定增长

2023H1 固废处理业务实现收入 31.03 亿元，占公司主营业务收入的 53.65%，同比下降 6.96%；实现净利润 5.15 亿元，同比增长 2.30%。其中，工程与装备业务实现收入 6.29 亿元，同比下降 48.15%，实现净利润 0.54 亿元，同比下降 60.21%；生活垃圾焚烧业务实现收入为 15.64 亿元，同比增长 12.20%，实现净利润为 4.36 亿元，同比增长 9.58%，毛利率为 49.45%。在工程类业务收入大幅下降的背景下，运营类业务收入保持稳定增长并维持较高的盈利水平，体现公司较强的运营管理能力。

截至 2023 年 6 月底，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），其中已投产项目规模为 29800 吨/日（2023 年上半年投产 1750 吨/日），在建项目规模 1450 吨/日，筹建项目规模 750 吨/日，未建项目规模 3750 吨/日。

此外，公司积极利用生活垃圾焚烧发电项目的热源和区位优势，开拓管道供热和长距离移动供热，提升效益。报告期内，实现对外供热 48.92 万吨，同比增长 20.88%，新增签订平和、廊坊、晋江三个垃圾焚烧发电项目的蒸汽余热对外供热业务协议。截至目前，公司累计已实现 9 个垃圾焚烧发电项目对外供热业务协议的签订。

● 能源业务：经营情况有所好转，餐厨垃圾制氢项目开始试生产

2023H1 能源业务实现收入 19.35 亿元，占公司主营业务收入的 33.45%，同比下降 0.79%；实现净利润 0.60 亿元，比去年同期增长约 1.48 亿元。上半年天然气进销价差有所改善，能源业务经营情况有所好转，公司将积极采取顺价、优化气源结构、拓展燃气工程业务、非燃业务等手段提升盈利水平。此外，公司在佛山南海建设餐厨垃圾制氢项目已建成，目前正处于试生产阶段，未来有望结合公司在南海已建设运营的 5 个加气站（3.5 吨/日），以及氢能环卫车和公交车的应用，形成制氢、加气、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

梁悠南

☎: 010-80927656

✉: liangyounan_yj@chinastock.com.cn

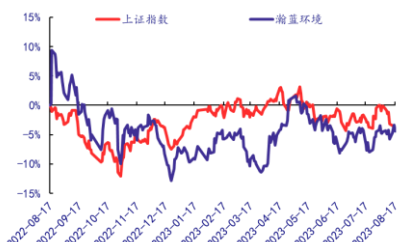
分析师登记编码: S0130523070002

市场数据

2023-8-17

A 股收盘价(元)	18.79
股票代码	600323.SH
A 股一年内最高价(元)	21.96
A 股一年内最低价(元)	17.26
沪深 300	3,163.74
市盈率(TTM)	11.88
总股本(万股)	81,534.71
实际流通 A 股(万股)	81,534.71
流通 A 股市值(亿元)	153.20

相对上证指数表现图



● **供水&排水业务：优秀的运营能力保障业务稳定发展**

2023H1 公司供水业务实现主营收入 4.41 亿元，占公司主营业务收入的 7.62%，同比下降 1.70%。受经济下行影响，售水量及工程收入有所下降。公司积极提升智慧水务水平，进一步提升水损治理、人均效能等核心指标，全面提高供水服务水平。报告期内水损率控制在 9.73%，处于行业前列，体现公司优秀的运营管理能力。

排水业务报告期内实现主营业务收入 3.05 亿元，占公司主营业务收入收入的 5.27%，同比增长 7.17%。去年下半年陆续新增污水处理厂投入运营以及稳步推进轻资产运营业务等带来收入增加。公司积极推进建设西北污水处理厂（二期）等 3 个扩建项目（总规模 9.5 万方/日），预计将于 2023 年三季度到 2024 年上半年陆续投产。

● **估值分析与评级说明**

预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 13.98/16.75/18.79 亿元，对应 EPS 分别为 1.71/2.05/2.30 元/股，对应 PE 分别为 11.0x/9.1x/8.2x，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。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	12875.06	13525.71	14694.29	15513.83
收入增长率%	9.33%	5.05%	8.64%	5.58%
归母净利润（百万元）	1146.34	1397.80	1675.43	1878.55
利润增速%	-1.46%	21.94%	19.86%	12.12%
毛利率%	20.45%	22.03%	22.89%	23.96%
摊薄 EPS(元)	1.41	1.71	2.05	2.30
PE	13.36	10.96	9.14	8.16

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司财务预测表 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6431.65	7433.79	9602.62	11230.62	营业收入	12875.06	13525.71	14694.29	15513.83
现金	1106.55	3968.66	3809.93	7167.16	营业成本	10242.36	10545.66	11331.07	11796.22
应收账款	2781.31	1227.56	3240.18	1557.11	营业税金及附加	79.58	87.98	94.71	99.62
其它应收款	201.12	80.06	238.14	100.92	营业费用	124.07	132.19	141.25	150.02
预付账款	171.46	249.56	241.89	251.87	管理费用	618.06	695.05	733.62	777.13
存货	263.91	286.29	304.89	310.56	财务费用	493.96	465.12	462.31	521.89
其他	1907.29	1621.65	1767.58	1842.99	资产减值损失	-31.69	-20.00	-20.00	-20.00
非流动资产	26856.13	28490.96	30113.09	31718.62	公允价值变动收益	-0.35	0.00	0.00	0.00
长期投资	719.79	719.79	719.79	719.79	投资净收益	55.06	81.03	80.18	84.37
固定资产	5610.60	7142.25	8601.85	10005.09	营业利润	1398.71	1720.57	2062.60	2312.09
无形资产	10688.65	10668.65	10648.65	10628.65	营业外收入	27.87	0.00	0.00	0.00
其他	9837.09	9960.27	10142.80	10365.09	营业外支出	16.98	0.00	0.00	0.00
资产总计	33287.77	35924.75	39715.71	42949.24	利润总额	1409.61	1720.57	2062.60	2312.09
流动负债	9866.61	10257.98	11337.30	11651.67	所得税	233.49	295.60	350.95	392.94
短期借款	1776.10	2135.42	2571.41	3062.49	净利润	1176.12	1424.97	1711.65	1919.15
应付账款	3329.36	3387.23	3811.34	3689.07	少数股东损益	29.77	27.17	36.22	40.60
其他	4761.15	4735.33	4954.55	4900.11	归属母公司净利润	1146.34	1397.80	1675.43	1878.55
非流动负债	11821.84	12821.84	13821.84	14821.84	EBITDA	2836.98	2769.83	3222.59	3644.07
长期借款	8773.14	9773.14	10773.14	11773.14	EPS (元)	1.41	1.71	2.05	2.30
其他	3048.71	3048.71	3048.71	3048.71					
负债合计	21688.45	23079.83	25159.14	26473.52	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	716.12	743.30	779.52	820.13	营业收入	9.33%	5.05%	8.64%	5.58%
归属母公司股东权益	10883.20	12101.62	13777.05	15655.60	营业利润	-0.85%	23.01%	19.88%	12.10%
负债和股东权益	33287.77	35924.75	39715.71	42949.24	归属母公司净利润	-1.46%	21.94%	19.86%	12.12%
					毛利率	20.45%	22.03%	22.89%	23.96%
					净利率	8.90%	10.33%	11.40%	12.11%
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE	10.53%	11.55%	12.16%	12.00%
经营活动现金流	422.47	4388.38	1266.78	4879.86	ROIC	5.93%	6.20%	6.49%	6.58%
净利润	1176.12	1424.97	1711.65	1919.15	资产负债率	65.15%	64.24%	63.35%	61.64%
折旧摊销	1003.62	645.17	757.87	874.47	净负债比率	186.98%	179.68%	172.84%	160.68%
财务费用	496.75	487.25	541.68	598.08	流动比率	0.65	0.72	0.85	0.96
投资损失	-55.06	-81.03	-80.18	-84.37	速动比率	0.41	0.51	0.64	0.76
营运资金变动	-2288.38	1892.02	-1684.23	1552.52	总资产周转率	0.39	0.38	0.37	0.36
其它	89.43	20.00	20.00	20.00	应收帐款周转率	4.63	11.02	4.54	9.96
投资活动现金流	-2334.28	-2218.97	-2319.82	-2415.63	应付帐款周转率	3.87	3.99	3.86	4.21
资本支出	-2368.77	-2300.00	-2400.00	-2500.00	每股收益	1.41	1.71	2.05	2.30
长期投资	-22.15	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	0.52	5.38	1.55	5.99
其他	56.64	81.03	80.18	84.37	每股净资产	13.35	14.84	16.90	19.20
筹资活动现金流	1687.79	692.70	894.31	893.00	P/E	13.36	10.96	9.14	8.16
短期借款	919.91	359.33	435.98	491.08	P/B	1.41	1.27	1.11	0.98
长期借款	808.88	1000.00	1000.00	1000.00	EV/EBITDA	9.92	9.71	8.84	7.31
其他	-40.99	-666.63	-541.68	-598.08	P/S	1.19	1.13	1.04	0.99
现金净增加额	-224.01	2862.11	-158.73	3357.23					

数据来源: iFinD, 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。

梁悠南，公用事业行业分析师，毕业于清华大学（本科），加州大学洛杉矶分校（硕士），纽约州立大学布法罗分校（硕士）。于2021年加入中国银河证券研究院，从事公用事业行业研究。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

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，并不构成对客户的具体投资建议，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：

深沪地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn