

分析师: 唐俊男  
 登记编码: S0730519050003  
 tangjn@ccnew.com 021-50586738

## 大固废战略持续推进，固废白马特征显著

——瀚蓝环境(600323)中报点评

### 证券研究报告-中报点评

**增持(维持)**

市场数据(2020-08-14)

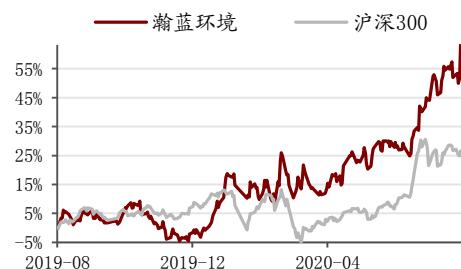
发布日期: 2020年08月17日

收盘价(元)	28.15
一年内最高/最低(元)	28.35/16.48
沪深300指数	4704.63
市净率(倍)	3.29
流通市值(亿元)	215.70

基础数据(2020-6-30)

每股净资产(元)	8.94
每股经营现金流(元)	0.72
毛利率(%)	29.57
净资产收益率-摊薄(%)	6.64
资产负债率(%)	67.02
总股本/流通股(万股)	76626.4/76626.4
B股/H股(万股)	0/0

### 个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

### 相关报告

- 1 《瀚蓝环境(600323)年报点评: 业绩稳健, 固废处理产能进入集中投放期》  
2020-04-20
- 2 《瀚蓝环境(600323)中报点评: 固废业务拓展稳健, 业绩步入稳步增长期》  
2019-08-19
- 3 《瀚蓝环境(600323)年报点评: 固废燃气业务持续发力, 项目落地促增长》  
2019-03-25

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

### 事件:

公司公布2020年中报。上半年公司实现营业总收入31.36亿元, 同比增长17.43%; 归属于上市公司股东的净利润4.61亿元, 同比增长0.02%; 经营活动产生的现金流量净额5.52亿元, 同比增长33.62%; 基本每股收益0.60元/股。

### 点评:

- **二季度盈利回升, 韧性十足。** 受益于南海发电厂三期、常山项目、宣城项目和饶平生活垃圾焚烧发电项目投产和深圳国源并表, 上半年公司营业总收入同比增长17.43%。但受制于项目投产初期产能爬坡以及疫情影响产能利用率不足和成本费用增长较快等因素, 公司盈利能力降低, 净利润增速低于收入增速。值得关注的是, 2020Q2公司营业总收入17.25亿元(YOY+21.75%), 归母净利润3.25亿元(YOY+16.98%), 呈现回升趋势。公司秉承“大固废”发展战略, 产业链布局完善, 投运项目增加和固废业务范围扩张构成业务持续增长动力。
- **固废业务发展势头迅猛, 预计下半年发展趋势进一步向好。** 2020H1公司实现固废处理营业收入16.66亿元, 同比增长51.71%, 呈现高速增长趋势。
  - (1) 从经营数据来看, 上半年公司新增4100吨/日的生活垃圾焚烧发电运营能力, 累计运营能力15900吨/日; 上半年累计发电量10.28亿度, 同比增长19.58%。公司在建生活垃圾焚烧发电处理能力13200吨/日, 为目前运营能力的0.83倍; 具体投运进度方面, 公司预计于下半年、2021年、2022年分别投放8050、2100、3050吨/日产能。值得一提的是, 在目前生活垃圾焚烧发电市场下沉和订单向头部央企、国企焚烧发电企业聚集的背景下, 新增项目获取难度加大。公司于2020H1新增常德市焚烧发电项目(800吨/日)、平和县项目(1100吨/日)、枣庄市项目(800吨/日), 凸显市场竞争力。预计随着下半年焚烧发电项目密集投产, 公司处理能力步入新台阶, 公司总体产能利用率将先下滑再回升, 发展后劲较足。
  - (2) 固废产业链延伸方面, 公司新增山东省邹城市、聊城市、南海区里水镇和丹灶镇环卫保洁及垃圾分类项目, 中标500吨/日的潮州市饶平垃圾转运项目, 获得300吨/日的晋江市餐厨垃圾处理项目, 实现从前端的环卫服务、中端收转运和末端处理产业链一体化布局。同时, 公司在建项目中包含南海和嘉兴合计12.5万吨/年的危废处理能力, 预计2020年3、4季度投产; 1050吨/日的惠安县生活垃圾转运能力, 预计2021年投产; 480吨/日的餐厨垃圾处理项目, 预计于2020下半年和2021上半年投产。目前垃圾焚烧发电以外的固废处理业务利润贡献度不高, 预计随着业务规模的持续扩大和运营能力的提升, 将构成

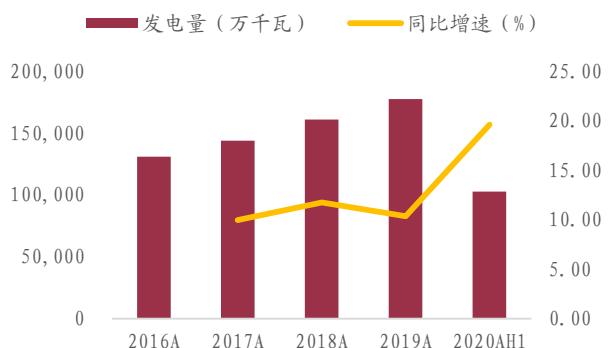
固废处理板块业绩重要贡献者。

- 燃气业务下滑，水务业务平稳，构成固废业务发展的重要补充。**2020H1公司燃气业务实现收入8.16亿元，同比下滑12.09%。收入下滑的主要原因为疫情冲击减少工程安装量，同时受配气价格限价以及优惠政策影响，购销价差降低。供水业务受工程安装量减少影响，营收4.01亿元，同比下滑4.84%。污水处理业务受厂区提标改造，污水处理价格提升影响，上半年实现收入1.95亿元，同比增长36.96%。公司水务和燃气业务主要在南海地区，外地扩张能力有限，但两块业务为公司贡献稳定的经营活动现金流，有利于推动固废处理业务的持续发展。
- 财务费用高增，高信用评级、通畅融资渠道降低财务风险。**受大量的在手固废项目投资建设影响，公司面临一定的资本开支压力。2020H1公司构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金16.32亿元；其中，生活垃圾焚烧发电新建和扩建、污水处理厂提标改造以及餐厨垃圾项目建设等投资12.92亿元，构成资本开支最大部分。2020H1公司利息支出1.72亿元，财务费用1.55亿元，同比增长43.97%。公司融资渠道通畅，依靠银行项目贷款、公司债券、可转换公司债券等多种方式融资，且信用评级为AA+，融资成本较为低廉。考虑到公司在手的大量生活垃圾焚烧发电项目在2020年下半年落地，不考虑其他因素，公司资本开支在2021年将会逐渐减低。下半年生活垃圾焚烧发电项目在建工程转固，利息费用化，公司财务费用预计继续高增，但公司偿债能力强劲且可转债转股动力较足，财务结构依然稳健。
- 维持公司“增持”投资评级。**暂不考虑公司可转债转股影响，预计公司20、21年全面摊薄EPS分别为1.37元、1.73元，按照8月14日28.15元/股收盘价计算，对应PE分别为20.5和16.3倍。相对于公司成长预期基本合理。考虑下半年公司将迎来在建项目投产高峰，且持续在大固废处理领域完善布局，公司成长预期较为确定，维持公司“增持”投资评级。

**风险提示：**项目建设进度不及预期；生活垃圾焚烧发电项目获取难度加大，竞争趋于激烈。

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,848	6,160	7,294	8,822	9,227
增长比率(%)	15.4	27.1	18.4	20.9	4.6
净利润(百万元)	876	913	1,051	1,324	1,491
增长比率(%)	34.2	4.2	15.2	25.9	12.6
每股收益(元)	1.14	1.19	1.37	1.73	1.95
市盈率(倍)	24.6	23.6	20.5	16.3	14.5

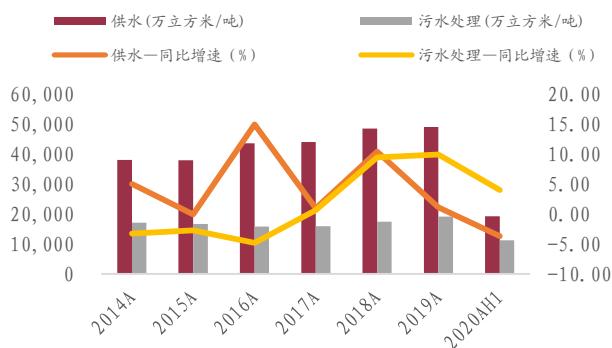
资料来源：贝格数据，中原证券

**图 1：16-20 年公司生活垃圾焚烧发电量和同比增速**


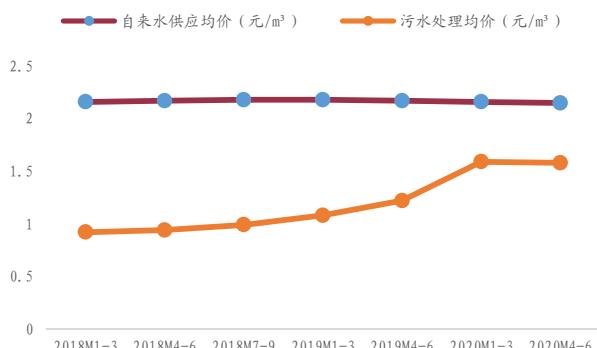
资料来源：公司公告，中原证券

**图 2：16-20 年公司固废处理营收和同比增速**


资料来源：公司公告，中原证券

**图 3：14—20 年公司供水和污水处理量及同比增速**


资料来源：公司公告，中原证券

**图 4：18—20 年公司供水和污水处理均价**


资料来源：公司公告，中原证券

**表 1：公司在建的生活垃圾焚烧发电项目预计投产进度**

序号	项目名称	项目规模	预计投产时间
1	济宁二期项目	800	2020 年三季度
2	开平项目(一期)	600	2020 年三季度
3	安溪改扩建项目	750	2020 年三季度
4	万载项目	800	2020 年三季度
5	海阳项目	500	2020 年四季度
6	晋江提标改建项目	1500	2020 年四季度
7	乌兰察布项目一期	800	2020 年四季度
8	淮安项目	800	2020 年四季度
9	孝感一期项目	1500	2020 年四季度
10	漳州北部片区垃圾焚烧发电及配套工程 PPP 项目	1500	2021 年一季度
11	南平改扩建项目	600	2021 年一季度
12	常德项目一期	500	2022 年一季度
13	平和项目一期	550	2022 年一季度
14	贵阳项目	2000	2022 年一季度

资料来源：公司公告，中原证券

## 财务报表预测和估值数据汇总

**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>2384</b>	<b>3265</b>	<b>2193</b>	<b>3361</b>	<b>2162</b>
现金	1224	993	199	407	0
应收票据及应收账款	415	907	658	1234	745
其他应收款	125	106	168	164	183
预付账款	276	418	404	591	450
存货	180	355	278	479	298
其他流动资产	164	486	486	486	486
<b>非流动资产</b>	<b>14109</b>	<b>17805</b>	<b>21491</b>	<b>23687</b>	<b>24251</b>
长期投资	390	442	494	547	599
固定资产	3352	4589	8266	10103	11148
无形资产	7066	7589	8504	10010	10196
其他非流动资产	3300	5185	4226	3029	2309
<b>资产总计</b>	<b>16492</b>	<b>21071</b>	<b>23684</b>	<b>27049</b>	<b>26413</b>
<b>流动负债</b>	<b>3790</b>	<b>6696</b>	<b>6987</b>	<b>8732</b>	<b>7005</b>
短期借款	240	1272	1781	2493	1532
应付票据及应付账款	1354	2160	2001	2976	2134
其他流动负债	2197	3264	3205	3263	3339
<b>非流动负债</b>	<b>6277</b>	<b>7244</b>	<b>8682</b>	<b>9173</b>	<b>9019</b>
长期借款	4523	5526	6964	7455	7301
其他非流动负债	1755	1718	1718	1718	1718
<b>负债合计</b>	<b>10068</b>	<b>13940</b>	<b>15670</b>	<b>17905</b>	<b>16024</b>
少数股东权益	590	573	573	573	573
股本	766	766	766	766	766
资本公积	1521	1479	1479	1479	1479
留存收益	3504	4260	5118	6197	7412
归属母公司股东权益	5834	6558	7441	8570	9816
<b>负债和股东权益</b>	<b>16492</b>	<b>21071</b>	<b>23684</b>	<b>27049</b>	<b>26413</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>4848</b>	<b>6160</b>	<b>7294</b>	<b>8822</b>	<b>9227</b>
营业成本	3396	4435	5252	6282	6449
营业税金及附加	38	42	49	60	62
营业费用	69	74	88	107	112
管理费用	274	374	443	535	560
研发费用	55	68	80	97	101
财务费用	214	224	216	269	270
资产减值损失	29	-20	0	0	0
其他收益	154	112	133	161	168
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0
投资净收益	177	56	0	0	0
资产处置收益	-0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1103</b>	<b>1066</b>	<b>1298</b>	<b>1634</b>	<b>1841</b>
营业外收入	15	54	0	0	0
营业外支出	6	4	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1113</b>	<b>1116</b>	<b>1298</b>	<b>1634</b>	<b>1841</b>
所得税	234	212	247	311	350
<b>净利润</b>	<b>879</b>	<b>904</b>	<b>1051</b>	<b>1324</b>	<b>1491</b>
少数股东损益	3	-9	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>876</b>	<b>913</b>	<b>1051</b>	<b>1324</b>	<b>1491</b>
EBITDA	1975	2194	2656	3238	3563
EPS (元)	1.14	1.19	1.37	1.73	1.95

**主要财务比率**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	15.4	27.1	18.4	20.9	4.6
营业利润 (%)	28.0	-3.4	21.8	25.9	12.6
归属母公司净利润 (%)	34.2	4.2	15.2	25.9	12.6
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	30.0	28.0	28.0	28.8	30.1
净利率 (%)	18.1	14.8	14.4	15.0	16.2
ROE (%)	13.7	12.7	13.1	14.5	14.3
ROIC	8.2	7.5	6.8	7.5	8.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	61.0	66.2	66.2	66.2	60.7
净负债比率 (%)	93.3	114.7	129.9	125.2	103.5
流动比率	0.6	0.5	0.3	0.4	0.3
速动比率	0.5	0.3	0.1	0.2	0.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	12.9	9.3	9.3	9.3	9.3
应付账款周转率	2.9	2.5	2.5	2.5	2.5
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.14	1.19	1.37	1.73	1.95
每股经营现金流(最新摊薄)	2.23	3.30	3.89	3.86	4.21
每股净资产(最新摊薄)	7.61	8.56	9.71	11.18	12.81
<b>估值比率</b>					
P/E	24.6	23.6	20.5	16.3	14.5
P/B	3.7	3.3	2.9	2.5	2.2
EV/EBITDA	14.3	13.8	12.3	10.4	9.2

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1652</b>	<b>1324</b>	<b>2981</b>	<b>2955</b>	<b>3226</b>
净利润	879	904	1051	1324	1491
折旧摊销	623	744	1142	1335	1452
财务费用	214	224	216	269	270
投资损失	-177	-56	0	0	0
营运资金变动	74	-443	572	27	13
其他经营现金流	39	-49	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2051</b>	<b>-3955</b>	<b>-4827</b>	<b>-3532</b>	<b>-2016</b>
资本支出	1900	3655	3633	2145	512
长期投资	-6	-5	-52	-52	-52
其他投资现金流	-157	-305	-1246	-1439	-1556
<b>筹资活动现金流</b>	<b>326</b>	<b>2393</b>	<b>1052</b>	<b>786</b>	<b>-1902</b>
短期借款	195	1032	509	712	-1247
长期借款	863	1003	1439	491	-154
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-217	-42	0	0	0
其他筹资现金流	-515	400	-896	-418	-501
<b>现金净增加额</b>	<b>-73</b>	<b>-237</b>	<b>-794</b>	<b>208</b>	<b>-692</b>

资料来源：贝格数据，中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。