

瀚蓝环境(600323)

营收同增 20.50%，Q3 单季经营数据同比改善

买入（维持）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6,160	7,541	8,317	9,565
同比（%）	27.1%	22.4%	10.3%	15.0%
归母净利润（百万元）	913	1,024	1,284	1,530
同比（%）	4.2%	12.2%	25.4%	19.2%
每股收益（元/股）	1.19	1.34	1.68	2.00
P/E（倍）	21.23	18.93	15.09	12.66

投资要点

- 事件:**2020 年前三季度公司实现营业收入 51.47 亿元，同比增长 20.50%；归母净利润 7.69 亿元，同比增长 4.40%；扣非归母净利润 7.53 亿元，同比增长 4.71%；加权平均 ROE 同比降低 0.73pct，至 11.08%。
- 营收同增 20.50%，项目投产固定成本加大&疫情影响净利润增速放缓。**20 年前三季度公司实现营收 51.47 亿元，同增 20.50%；归母 7.69 亿元，同增 4.40%；毛利率 30.23%，同增 0.75pct；净利率 14.96%，同减 2.13pct。公司净利润增速较收入增速放缓主要系部分固废项目完成投产，投产初期叠加疫情影响使产能利用率不足，但项目固定成本费用投入较大，同时能源业务受疫情及政策影响，整理盈利水平有所下降所致。
- 20Q3 归母净利润增速 11.73%，环比 H1 增速持续改善，提升 11.71pct。**20Q3 单季度营收 20.11 亿元，同增 25.64%；归母 3.08 亿元，同增 11.73%，环比 Q2 归母净利润增速 16.98% 下降 5.25pct，环比 H1 归母净利润增速 0.02% 持续改善，预计四季度疫情影响减弱，业绩有望持续回暖。
- 广东区域固废处理发电量高增 34.79%，南海污水处理量同增 4.50%，Q3 单季增速恢复明显。**1) 固废：20 年前三季度广东省内固体废物处理发电量 4.66 亿度，同增 34.79% (去年口径为华南地区)，省外发电量 9.02 亿度，同增 21.06%。Q3 单季省内发电量 2.29 亿度，同增 69.87%，省外发电量 4.01 亿度，同增 28.50%。2) 水务：20 年前三季度南海区供水量 3.15 亿吨，同降 1.65%，污水处理量 1.72 亿吨，同增 4.50%。Q3 单季供水量同增 1.80% 至 1.23 亿吨，污水处理量同增 5.60% 至 5985 万吨。固废及水务板块 Q3 单季增速恢复明显。
- 期间费用率上升 1.77pct 至 13.4%。**20 年前三季度，销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.1pct、上升 0.43pct、上升 0.56pct、上升 0.89pct 至 1.21%、5.95%、1.47%、4.77%。
- 税费减少&拆迁补偿使经营性现金流净额同增 67.76%。**20 年前三季度，1) 经营性现金流净额 12.2 亿元，同增 67.76%；2) 投资性现金流净额-28.08 亿元，同增 1.75%；3) 筹资性现金流净额 17.26 亿元，同减 14.3%。
- 优秀整合能力助力份额扩张，固废产业园降本增效实现异地复制。**大固废佼佼者优秀整合得到验证，并购创冠中国后 ROE 从 15 年的 9.81% 稳步提升 4.8pct 至 19 年的 14.61%，强整合能力提升盈利助力份额扩张。宏观政策积极鼓励固废综合环保产业园模式，公司已形成纵横一体化的大固废全产业链布局，并打造了国内首个固废全产业链综合园区——南海固废处理环保产业园，具备社会综合成本最小化的优势，契合“无废城市”发展理念，具有先发优势。综合产业园可通过能源协同、环保设施协同、处理处置协同三大优势，实现降本增效，现已在顺德、开平等多省市成功移植推广，积累了成功经验，未来复制推广可期。
- 盈利预测：**我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.34、1.68、2.00 元，对应 19、15、13 倍 PE，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，现金回款风险

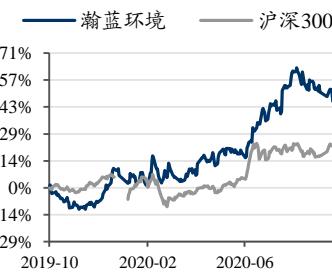
2020 年 10 月 26 日

证券分析师 袁理

执业证号：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

股价走势**市场数据**

收盘价(元)	25.29
一年最低/最高价	16.32/31.10
市净率(倍)	2.71
流通 A 股市值(百万元)	19378.82

基础数据

每股净资产(元)	9.35
资产负债率(%)	66.96
总股本(百万股)	766.26
流通 A 股(百万股)	766.26

相关研究

- 《瀚蓝环境(600323)：固废业务营收高增 52.93%，Q2 单季度业绩增速环比提升 42.73pct 大幅改善》**2020-08-17
- 《瀚蓝环境(600323)：高管薪酬激励落地增强活力，大固废佼佼者份额扩张可期》**2020-05-17
- 《瀚蓝环境(600323)：优秀整合能力助力份额扩张，大固废综合产业园降本增效扩张可期》**2020-04-19

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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,265	3,388	4,446	5,246	营业收入	6,160	7,541	8,317	9,565
现金	993	460	679	475	减:营业成本	4,435	5,410	5,838	6,714
应收账款	907	1,607	2,261	3,204	营业税金及附加	42	66	70	76
存货	355	297	407	403	营业费用	74	90	83	96
其他流动资产	1,011	1,024	1,098	1,165	管理费用	374	498	541	622
非流动资产	17,805	20,845	21,283	21,848	财务费用	224	248	269	266
长期股权投资	442	515	593	674	资产减值损失	-20	0	0	0
固定资产	4,589	8,460	10,128	11,287	加:投资净收益	56	61	76	92
在建工程	4,239	3,120	1,660	930	其他收益	-1	-0	-0	-0
无形资产	7,589	7,829	8,005	8,087	营业利润	1,066	1,289	1,592	1,884
其他非流动资产	946	921	897	870	加:营业外收支	50	30	39	34
资产总计	21,071	24,233	25,729	27,094	利润总额	1,116	1,319	1,631	1,919
流动负债	6,696	7,664	8,261	9,097	减:所得税费用	212	251	310	365
短期借款	1,272	1,272	1,272	1,272	少数股东损益	-9	38	31	21
应付账款	2,132	2,120	2,469	2,808	归属母公司净利润	913	1,029	1,289	1,533
其他流动负债	3,292	4,272	4,521	5,016	EBIT	1,417	1,507	1,833	2,108
非流动负债	7,244	8,539	8,274	7,409	EBITDA	2,161	2,381	2,946	3,383
长期借款	5,526	6,821	6,555	5,690					
其他非流动负债	1,718	1,718	1,718	1,718					
负债合计	13,940	16,203	16,535	16,505					
少数股东权益	573	611	643	663					
归属母公司股东权益	6,558	7,419	8,551	9,926					
负债和股东权益	21,071	24,233	25,729	27,094					
现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,324	1,615	2,026	2,532	毛利率(%)	28.0%	28.3%	29.8%	29.8%
投资活动现金流	-3,955	-3,854	-1,475	-1,748	销售净利率(%)	14.8%	13.7%	15.5%	16.0%
筹资活动现金流	2,393	1,706	-332	-989	资产负债率(%)	66.2%	66.9%	64.3%	60.9%
现金净增加额	-237	-533	219	-204	收入增长率(%)	27.1%	22.4%	10.3%	15.0%
折旧和摊销	744	875	1,113	1,275	净利润增长率(%)	4.2%	12.8%	25.3%	18.9%
资本开支	3,655	2,967	360	483	P/E	21.23	18.93	15.09	12.66
营运资本变动	-443	-515	-601	-470	P/B	2.95	2.61	2.27	1.95
					EV/EBITDA	13.02	13.21	10.41	9.13

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

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、意见及推測不一致的报告。

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，并注明出自为东吴证券研究所，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>