

瀚蓝环境 (600323)

业绩持续修复，管理层激励有效增加成长动能

事件：公司发布三季度财务报告，2020 年前三季度实现营收 51.47 亿元，同比增长 20.5%；实现归母净利润 7.69 亿元，同比增长 4.4%。

点评：

业绩持续修复，现金流表现优异

2020Q1-3 公司实现营收 51.47 亿元，同比增长 20.5%，增速环比加快 3.08pct；归母净利润 7.69 亿元，同比增长 4.4%，环比加快 4.38pct。收入增速明显快于利润增速，主要系前三季度部分固废项目陆续投产，投产初期叠加疫情影响，产能利用不足，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，盈利水平下降。此外，公司 Q3 计提信用减值损失 2200 万元，对业绩也构成较大拖累。费用率方面，Q1-3 销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.21/5.95/4.77/1.47%，同比-0.10/+0.43/+0.89/+0.56pct；期间费用率 13.40%，同比+1.77pct。盈利能力方面，Q1-3 实现毛利率 30.23%，同比略升 0.75pct；净利率 14.96%，同比降 2.13pct。

现金流层面，Q1-3 经营性现金流 12.2 亿元，同比增长 67.8%；应收账款与合同资产同比增长 38%，增长较多，主要系收入增加带动应收增加、疫情影响地方政府审批流程拉长、部分垃圾发电收入中的可再生能源补贴暂未收回等因素影响。

项目建设进度正常推进，年内还将投产 8050 吨/日

围绕“大固废”战略，公司上半年新增常德、平和、枣庄 3 个垃圾焚烧项目，新增规模 2700 吨/日；建设进度方面，上半年新增投运南海三期、常山、宣城、饶平等 4 个垃圾焚烧发电项目，新增产能 4100 吨/日，已投运规模达到 1.59 万吨/日；在建项目已于 2 季度全部复工，根据公司披露的预计进度，2020 年内还将有 8050 吨/日项目投产。

管理层激励制度落地，有效增加成长动能

公司 2020 年 5 月正式完成“高级管理人员转聘职业经理人合同签署仪式”，成为南海区国资系统改革的先行试点。具体来讲，公司高管人员将脱离体制内身份，与公司重新签订市场化劳动合同，涉及高管包括总经理、副总经理、董事会秘书、财务负责人、及董事会认定的其他核心骨干。管理层激励采取职业经理人制度，对公司管理层的体制内身份进行市场化转换，有利于调动高管的积极性、主动性和创造性，有效增加公司成长动能。

盈利预测与投资评级

继续看好公司战略与执行力，预计 2020-2021 年将实现净利润 10.57 亿元、13.49 亿元，对应当前股价 PE 分别为 18 倍、14 倍，维持“买入”评级

风险提示：项目进度低于预期、融资成本高于预期、国补下发慢于预期

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,848.49	6,160.03	7,742.10	9,130.48	10,499.45
增长率(%)	15.38	27.05	25.68	17.93	14.99
EBITDA(百万元)	1,822.15	2,028.28	2,262.88	2,748.36	3,061.77
净利润(百万元)	875.51	912.60	1,056.95	1,349.36	1,550.91
增长率(%)	34.23	4.24	15.82	27.67	14.94
EPS(元/股)	1.14	1.19	1.38	1.76	2.02
市盈率(P/E)	22.13	21.23	18.33	14.36	12.50
市净率(P/B)	3.32	2.95	2.63	2.29	1.99
市销率(P/S)	4.00	3.15	2.50	2.12	1.85
EV/EBITDA	8.48	9.94	12.82	10.37	8.59

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	公用事业/环保工程及服务
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	25.29 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	766.26
流通 A 股股本(百万股)	766.26
A 股总市值(百万元)	19,378.82
流通 A 股市值(百万元)	19,378.82
每股净资产(元)	9.35
资产负债率(%)	66.96
一年内最高/最低(元)	31.10/16.48

作者

郭丽丽 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520030001
guolili@tfzq.com

杨阳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520050001
yangyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《瀚蓝环境-半年报点评:上半年业绩增速转正，固废业务增长强劲》 2020-08-14
- 2 《瀚蓝环境-公司深度研究:焕发新生机》 2020-07-20
- 3 《瀚蓝环境-季报点评:疫情影响 Q1 产能利用率，复工复产加快业绩修复》 2020-04-28

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,223.70	992.93	1,247.94	1,471.73	1,692.39
应收票据及应收账款	414.59	906.73	753.95	1,204.54	1,047.59
预付账款	276.17	418.49	513.64	209.88	418.35
存货	179.63	354.92	328.64	394.87	400.88
其他	289.41	592.40	362.30	331.92	402.40
流动资产合计	2,383.51	3,265.47	3,206.47	3,612.93	3,961.61
长期股权投资	390.17	442.29	442.29	442.29	442.29
固定资产	3,352.28	4,588.96	5,277.17	5,754.81	6,061.32
在建工程	2,668.54	4,239.18	3,511.34	2,889.07	2,391.26
无形资产	7,066.35	7,588.76	11,125.21	11,621.66	11,598.11
其他	631.35	946.25	705.54	668.17	626.15
非流动资产合计	14,108.68	17,805.43	21,061.55	21,376.00	21,119.12
资产总计	16,492.19	21,070.91	24,268.01	24,988.94	25,080.74
短期借款	239.80	1,272.07	1,501.13	2,497.86	3,565.41
应付票据及应付账款	1,353.52	2,160.14	2,345.16	2,357.68	2,668.14
其他	2,197.10	3,263.62	2,599.64	2,469.01	3,019.17
流动负债合计	3,790.42	6,695.84	6,445.94	7,324.55	9,252.72
长期借款	3,526.87	4,520.83	6,234.02	5,387.11	2,790.59
应付债券	995.97	1,004.85	2,000.00	1,500.00	1,000.00
其他	1,754.59	1,718.23	1,621.28	1,698.04	1,679.18
非流动负债合计	6,277.43	7,243.91	9,855.30	8,585.15	5,469.78
负债合计	10,067.86	13,939.75	16,301.24	15,909.70	14,722.50
少数股东权益	589.84	573.06	594.05	600.03	607.29
股本	766.26	766.26	766.26	766.26	766.26
资本公积	1,521.18	1,479.28	1,479.28	1,479.28	1,479.28
留存收益	5,025.02	5,739.76	6,606.46	7,712.94	8,984.68
其他	(1,477.96)	(1,427.21)	(1,479.28)	(1,479.28)	(1,479.28)
股东权益合计	6,424.33	7,131.16	7,966.78	9,079.24	10,358.23
负债和股东权益总	16,492.19	21,070.91	24,268.01	24,988.94	25,080.74

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	878.75	903.64	1,056.95	1,349.36	1,550.91
折旧摊销	623.04	744.26	753.18	848.18	914.85
财务费用	221.22	237.33	211.36	278.01	284.38
投资损失	(177.08)	(55.84)	(55.84)	(55.84)	(55.84)
营运资金变动	315.30	129.66	15.12	(210.83)	759.79
其它	(209.38)	(634.69)	20.99	5.98	7.25
经营活动现金流	1,651.86	1,324.36	2,001.76	2,214.86	3,461.34
资本支出	2,247.58	4,222.30	4,346.95	1,123.25	718.85
长期投资	14.48	52.12	0.00	0.00	0.00
其他	(4,312.82)	(8,229.02)	(8,541.11)	(2,267.40)	(1,363.01)
投资活动现金流	(2,050.76)	(3,954.60)	(4,194.16)	(1,144.16)	(644.16)
债权融资	5,639.82	7,675.05	10,576.15	10,250.14	8,217.16
股权融资	(425.81)	(256.49)	(262.83)	(277.41)	(283.78)
其他	(4,887.84)	(5,025.74)	(7,865.91)	(10,819.63)	(10,529.90)
筹资活动现金流	326.18	2,392.83	2,447.41	(846.91)	(2,596.52)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(72.73)	(237.41)	255.01	223.79	220.66

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,848.49	6,160.03	7,742.10	9,130.48	10,499.45
营业成本	3,396.17	4,434.79	5,592.79	6,511.62	7,538.73
营业税金及附加	37.76	41.68	52.38	61.78	71.04
营业费用	69.10	74.47	93.68	110.48	127.04
管理费用	274.38	373.70	464.53	502.18	556.47
研发费用	55.08	67.52	84.87	100.09	115.09
财务费用	213.96	224.05	211.36	278.01	284.38
资产减值损失	29.31	(19.60)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	(0.66)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	177.08	55.84	55.84	55.84	55.84
其他	(507.39)	(157.79)	(111.68)	(111.68)	(111.68)
营业利润	1,103.05	1,066.01	1,298.34	1,622.17	1,862.54
营业外收入	15.43	53.62	37.68	35.58	42.29
营业外支出	5.64	3.81	5.22	4.89	4.64
利润总额	1,112.84	1,115.83	1,330.80	1,652.86	1,900.20
所得税	234.09	212.20	252.85	297.51	342.04
净利润	878.75	903.64	1,077.95	1,355.34	1,558.16
少数股东损益	3.24	(8.97)	20.99	5.98	7.25
归属于母公司净利润	875.51	912.60	1,056.95	1,349.36	1,550.91
每股收益（元）	1.14	1.19	1.38	1.76	2.02

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	15.38%	27.05%	25.68%	17.93%	14.99%
营业利润	27.99%	-3.36%	21.79%	24.94%	14.82%
归属于母公司净利润	34.23%	4.24%	15.82%	27.67%	14.94%
获利能力					
毛利率	29.95%	28.01%	27.76%	28.68%	28.20%
净利率	18.06%	14.81%	13.65%	14.78%	14.77%
ROE	15.01%	13.92%	14.34%	15.91%	15.91%
ROIC	11.48%	9.92%	9.21%	9.16%	10.00%
偿债能力					
资产负债率	61.05%	66.16%	67.17%	63.67%	58.70%
净负债率	68.74%	93.70%	117.09%	96.69%	62.99%
流动比率	0.63	0.49	0.50	0.49	0.43
速动比率	0.58	0.43	0.45	0.44	0.38
营运能力					
应收账款周转率	12.86	9.32	9.32	9.32	9.32
存货周转率	26.64	23.05	22.65	25.24	26.39
总资产周转率	0.32	0.33	0.34	0.37	0.42
每股指标（元）					
每股收益	1.14	1.19	1.38	1.76	2.02
每股经营现金流	2.16	1.73	2.61	2.89	4.52
每股净资产	7.61	8.56	9.62	11.07	12.73
估值比率					
市盈率	22.13	21.23	18.33	14.36	12.50
市净率	3.32	2.95	2.63	2.29	1.99
EV/EBITDA	8.48	9.94	12.82	10.37	8.59
EV/EBIT	12.68	15.39	19.21	15.00	12.25

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com