

公司研究

垃圾焚烧产能密集投运，21&22 年业绩高增长确定性强

——瀚蓝环境（600323.SH）2020 年年度报告点评

要点

事件：公司发布 2020 年年度报告，2020 年实现营业收入 74.81 亿元，同比增长 21.45%；实现归母净利润 10.57 亿元，同比增长 15.87%；拟每股派发现金红利 0.22 元（含税）。

2020 年多项目落地，固废业务保持快速增长态势。分项业务中，**固废处理业务**维持高速增长态势，全年共有 6 个项目（总产能 5450 吨/日）投产，2020 年末已投产垃圾焚烧项目规模达 1.73 万吨/日（不包含正处于试运营的 3 个项目共 2200 吨/日），公司优秀的项目管控能力亦带来吨发电量的持续提升（同比+5.26%至 379.40 度/吨），在疫情影响下仍实现了垃圾处理量和上网电量的双重提升（垃圾处理量同比+22.99%至 605.36 万吨，上网电量同比+29.11%至 19.21 亿千瓦时）；叠加合并深圳国源股权带来的环卫业务收入，该板块 2020 年营业收入同比+52.39%至 40.39 亿元，毛利率则在下半年各项目产能利用率回升的基础上同比小幅提升 0.57 个 pct 至 32.08%。**能源业务**受疫情和天然气配气价格限价影响，营业收入同比-3.43%至 18.74 亿元，毛利率同比-1.84 个 pct 至 28.58%。供水业务受疫情影响量价均有所下滑，营业收入同比-1.92%至 9.13 亿元。**排水业务**在大部分污水处理厂提标后按新价格结算收入和污水管网运营收入提升的情况下，营业收入同比+14.22%至 4.10 亿元。

21/22 年各计划有 7100/2250 吨/日项目投产，业绩增长确定性强。公司 21 年 1 季度已投产 5 个项目（总产能 5100 吨/日），另有 4 个在建项目分别计划于 21/22 年投产（每年各 2 个，总产能分别为 2000/2550 吨/日），叠加已于 2020 年进入试运营的 3 个项目（总产能 2200 吨/日），公司 22 年底累计投产垃圾焚烧项目规模有望突破 2.7 万吨/日。此外，公司佛山绿色工业服务中心（危废）项目已于 2020Q4 投产，并另有惠安县、桂城街道等转运站和哈尔滨餐厨（二期）、牡丹江、大庆等有机垃圾处理项目计划于 2021 年投产，公司纵横一体化大固废战略（瀚蓝模式“2.0”）的成功开拓将给公司未来的业绩增长带来有效保障。

维持“买入”评级：根据公司垃圾焚烧项目投产进度规划，我们小幅调整公司 21/22 年盈利预测，引入 23 年盈利预测，预计公司 21-23 年实现归母净利润 13.52/15.57/17.25 亿元（下调 2.42%/上调 7.73%/新增），21-23 年对应 EPS 为 1.76/2.03/2.25 元，当前股价对应 21-23 年 PE 为 15/13/11 倍。考虑到公司是兼具成长和稳定盈利的公用事业公司，垃圾焚烧项目质量优异，2021/22 年为产能落地高峰期，在建项目顺利投产将持续增厚公司业绩，**维持“买入”评级。**

风险提示：垃圾焚烧国补增量政策总补贴额低于预期；公司项目进度低于预期；公司水务、燃气业务毛利率下滑。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6,160	7,481	9,452	10,925	12,173
营业收入增长率	27.05%	21.45%	26.33%	15.59%	11.42%
净利润（百万元）	913	1,057	1,352	1,557	1,725
净利润增长率	4.24%	15.87%	27.80%	15.18%	10.81%
EPS（元）	1.19	1.38	1.76	2.03	2.25
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.92%	13.99%	15.46%	15.42%	14.89%
P/E	22	19	15	13	11
P/B	3.0	2.6	2.3	2.0	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-03-30

买入（维持）

当前价：25.74 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebcn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebcn.com

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

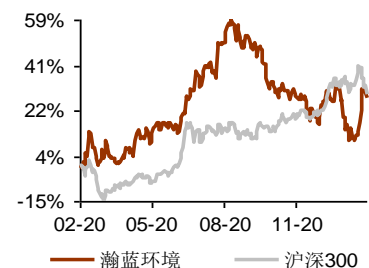
0755-23915357

huangshuaibin@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	7.67
总市值(亿元):	197.35
一年最低/最高(元):	18.86/31.10
近 3 月换手率:	52.26%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3.11	4.12	-8.47
绝对	-2.87	3.75	30.19

资料来源：Wind

相关研报

短期疫情影响无碍长期发展，未来业绩增长确定性强——瀚蓝环境（600323.SH）2020 年半年度报告点评（2020-08-13）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,160	7,481	9,452	10,925	12,173
营业成本	4,435	5,268	6,671	7,726	8,636
折旧和摊销	718	930	1,205	1,428	1,588
税金及附加	42	52	66	76	85
销售费用	74	86	113	115	122
管理费用	374	490	614	634	694
研发费用	68	111	104	120	134
财务费用	224	324	416	553	612
投资收益	56	80	80	80	80
营业利润	1,066	1,297	1,674	1,932	2,142
利润总额	1,116	1,299	1,694	1,952	2,162
所得税	212	241	339	390	432
净利润	904	1,058	1,356	1,562	1,730
少数股东损益	-9	0	4	5	5
归属母公司净利润	913	1,057	1,352	1,557	1,725
EPS(按最新股本计)	1.19	1.38	1.76	2.03	2.25

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,324	1,956	2,603	3,458	3,837
净利润	913	1,057	1,352	1,557	1,725
折旧摊销	718	930	1,205	1,428	1,588
净营运资金增加	-679	71	590	225	200
其他	373	-103	-544	248	324
投资活动产生现金流	-3,955	-3,709	-4,919	-4,920	-2,920
净资本支出	-3,651	-3,564	-5,000	-5,000	-3,000
长期投资变化	442	499	0	0	0
其他资产变化	-746	-644	81	80	80
融资活动现金流	2,393	1,767	2,717	1,683	-730
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	2,035	2,172	3,302	2,439	116
无息负债变化	1,837	646	305	507	422
净现金流	-237	14	401	221	187

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	28.0%	29.6%	29.4%	29.3%	29.1%
EBITDA 率	33.2%	34.8%	34.2%	35.2%	35.1%
EBIT 率	21.1%	21.8%	21.4%	22.1%	22.1%
税前净利润率	18.1%	17.4%	17.9%	17.9%	17.8%
归母净利润率	14.8%	14.1%	14.3%	14.2%	14.2%
ROA	4.3%	4.2%	4.6%	4.6%	4.8%
ROE (摊薄)	13.9%	14.0%	15.5%	15.4%	14.9%
经营性 ROIC	7.4%	7.6%	7.4%	7.6%	7.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	66%	67%	69%	69%	66%
流动比率	0.49	0.48	0.45	0.44	0.51
速动比率	0.43	0.41	0.39	0.38	0.44
归母权益/有息债务	0.85	0.77	0.66	0.65	0.74
有形资产/有息债务	1.67	1.43	1.27	1.21	1.27

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	21,071	24,929	29,723	34,027	36,062
货币资金	993	1,017	1,418	1,639	1,826
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	907	1,028	1,244	1,438	1,602
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	106	101	142	164	183
存货	355	554	667	773	864
其他流动资产	371	576	773	921	1,045
流动资产合计	3,265	3,711	4,710	5,443	6,065
其他权益工具	22	41	41	41	41
长期股权投资	442	499	499	499	499
固定资产	4,589	5,596	6,727	7,140	7,495
在建工程	4,238	4,069	4,309	5,193	5,179
无形资产	7,589	10,138	12,362	14,438	15,409
商誉	413	413	413	413	413
其他非流动资产	266	180	180	180	180
非流动资产合计	17,805	21,218	25,013	28,585	29,997
总负债	13,940	16,758	20,366	23,312	23,851
短期借款	1,272	1,158	3,460	4,899	4,016
应付账款	2,132	2,722	3,336	3,863	4,318
应付票据	28	2	0	0	0
预收账款	155	0	0	0	0
其他流动负债	1,016	1,076	1,076	1,076	1,076
流动负债合计	6,696	7,793	10,401	12,347	11,885
长期借款	4,521	6,144	7,144	8,144	9,144
应付债券	1,005	919	919	919	919
其他非流动负债	1,499	1,561	1,561	1,561	1,561
非流动负债合计	7,244	8,965	9,965	10,965	11,965
股东权益	7,131	8,170	9,357	10,716	12,211
股本	766	767	767	767	767
公积金	1,886	1,894	1,894	1,894	1,894
未分配利润	3,854	4,741	5,924	7,277	8,768
归属母公司权益	6,558	7,557	8,740	10,094	11,584
少数股东权益	573	613	617	622	627

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1.21%	1.16%	1.20%	1.05%	1.00%
管理费用率	6.07%	6.55%	6.50%	5.80%	5.70%
财务费用率	3.64%	4.33%	4.40%	5.06%	5.03%
研发费用率	1.10%	1.48%	1.10%	1.10%	1.10%
所得税率	19%	19%	20%	20%	20%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.22	0.22	0.27	0.31	0.34
每股经营现金流	1.73	2.55	3.39	4.51	5.00
每股净资产	8.56	9.86	11.40	13.17	15.11
每股销售收入	8.04	9.76	12.33	14.25	15.88

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	22	19	15	13	11
PB	3.0	2.6	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	13.9	11.9	10.4	9.4	8.5
股息率	0.9%	0.9%	1.0%	1.2%	1.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE