

瀚蓝环境 (600323)

2020 年年报点评: 大固废格局逐步成型, 三年分红比例规划不低于 30%

买入 (维持)

2021 年 04 月 02 日

证券分析师 袁理

执业证号: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	7,481	8,251	9,372	10,543
同比 (%)	21.5%	10.3%	13.6%	12.5%
归母净利润 (百万元)	1,057	1,284	1,530	1,761
同比 (%)	15.9%	21.4%	19.2%	15.1%
每股收益 (元/股)	1.36	1.65	1.97	2.26
P/E (倍)	20.05	16.68	13.99	12.16

投资要点

- **事件:** 公司发布 2020 年年报, 实现营收 74.81 亿元, 同增 21.45%; 归母净利润 10.57 亿元, 同增 15.87%; 扣非 10.20 亿元, 同增 17.57%, 符合我们的预期; 加权平均 ROE 同增 0.35pct, 至 14.96%。公司拟每 10 股派发 2.2 元现金红利, 股息率为 0.85%(按年报披露前一日股价计算)。
- **项目投产&深圳国源股权合并催化固废收入高增 52.39%, 燃气供水板块受疫情影响盈利水平微降。** 2020 年公司毛利率同比提升 1.57pct 至 29.58%。扣非净利润增幅低于营收主要系疫情影响部分固废项目产能利用率不足及能源业务盈利水平有所下降所致。**1) 固废业务:** 2020 年固废收入 40.39 亿元, 同增 52.39%, 毛利率同升 0.57pct 至 32.08%。主要系新增 5450 吨/日垃圾焚烧项目及合并深圳国源 100% 股权所贡献。**2) 能源业务:** 2020 年能源收入 18.74 亿元, 同降 3.43%, 毛利率同降 1.84pct 至 17.69%。全年天然气销量同增 9.58% 至 6.28 亿方创新高, 但天然气配气价格限价、疫情政策影响使盈利能力有所下降, 长期有望反弹。**3) 供水业务:** 2020 年供水收入 9.13 亿元, 同降 1.92%, 毛利率同升 0.84pct 至 28.58%。**4) 排水业务:** 2020 年排水收入 4.10 亿元, 同增 14.22%, 毛利率同升 5.11pct 至 49.33%。
- **“大固废”战略稳步推行, 横纵一体化格局成型可期。** 报告期内公司新增传统垃圾焚烧项目, 同时拓展多个餐厨、环卫、垃圾转运、医废等项目, 持续完善固废产业链拓展。截至年报披露日, 公司已投产生活垃圾焚烧发电规模为 22,350 吨/日 (不含顺德项目), 在建项目中垃圾焚烧发电项目规模达 4550 吨/日, 生活垃圾转运规模达 2920 吨/日, 餐厨垃圾处理规模达 750 吨/日, 农业垃圾处理项目规模达 105 吨/日。
- **2020 年拟每 10 股派发 2.2 元现金红利, 三年分红比例规划不低于 30%。** 公司发布 3 年股东分红回报规划(2021-2023), 计划以现金方式累计分配利润原则上不少于当年均可分配利润的 30%, 我们认为国内优质稳定运营标的随着分红能力及盈利能力的增强有望迎来估值提升。
- **2020 年经营现金流净额大幅改善 47.68% 至 19.56 亿元,** 投资现金流净额 -37.09 亿元, 同增 6.21%; 筹资现金流净额 17.67 亿元, 同减 26.15%。
- **碳中和价值增量&行业刚性扩容模式改善, 优秀整合能力助力份额扩张。** 碳中和助力大国崛起, 我们测算垃圾焚烧项目受益 CCER 30 元碳价项目利润弹性 12%, 零填埋预期提升加速行业刚性扩容增速保持 15%, 长期商业模式有望向 C 端理顺, 现金流改善估值修复。我们认为公司凭借其优秀的横向扩张&整合能力, 长期盈利份额提升可期。
- **盈利预测:** 我们维持 2021-2022 年归母净利润预测 12.84/15.30 亿元, 预计 2023 年归母净利润 17.61 亿元, 对应 2021-2023 年 EPS 分别为 1.65/1.97/2.26 元, 当前市值对应 2021-2023 年 PE 17/14/12 倍, 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, 政策风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	27.50
一年最低/最高价	18.86/31.10
市净率(倍)	2.83
流通 A 股市值(百万元)	21410.24

基础数据

每股净资产(元)	9.71
资产负债率(%)	67.22
总股本(百万股)	778.55
流通 A 股(百万股)	778.55

相关研究

- 1、《瀚蓝环境 (600323): 营收同增 20.50%, Q3 单季经营数据同比改善》2020-10-26
- 2、《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
- 3、《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

事件:

2020 年公司实现营业收入 74.81 亿元, 同比增长 21.45%; 归母净利润 10.57 亿元, 同比增长 15.87%; 扣非归母净利润 10.20 亿元, 同比增长 17.57%, 符合我们的预期; 加权平均 ROE 同比提高 0.35pct, 至 14.96%。公司拟每 10 股派发 2.2 元现金红利, 股息率为 0.85% (按年报披露前一日股价计算)。

1. 固废处理业务营收高增 52.39%, “大固废”战略稳步推进

营收同比增长 21.45%至 74.81 亿元, 扣非净利润同增 15.87%至 17.57%。2020 年全年公司实现营收 74.81 亿元, 同增 21.45%; 归母净利润 10.57 亿元, 同增 15.87%; 扣非归母净利润 10.20 亿元, 同增 17.57%。公司毛利率同比提升 1.57pct 至 29.58%。扣非净利润增幅少于营业收入增幅, 主要是报告期内部分固废项目陆续完工投产, 投产初期叠加疫情影响使得产能利用不足, 但项目固定成本费用投入 (如折旧、无形资产摊销、借款利息费用化等) 较大, 同时能源业务受疫情及政策影响盈利水平有所下降所致。

项目投产&深圳国源股权合并催化固废收入高增 52.39%, 燃气供水板块受疫情影响盈利水平微降。分板块来看, **1) 固废处理业务:** 2020 年固废处理业务实现收入 40.39 亿元, 同比增长 52.39%, 固废处理业务毛利率同比上升 0.57 个百分点至 32.08%。报告期间虽然受疫情影响, 餐厨、危废和部分垃圾焚烧发电项目产能利用率不足, 但由于公司新增生活垃圾焚烧发电项目处理规模共 5450 吨/日, 同时合并深圳国源 100% 股权, 两者为固废业务提供了较大增量, 使得固废处理业务营业收入实现大幅增长。**2) 能源业务:** 2020 年能源业务实现收入 18.74 亿元, 同比下降 3.43%, 能源业务毛利率同比下降 1.84pct 至 17.69%。公司顺利完成佛山市南海区建筑陶瓷企业清洁能源改造工程, 为新增用气量奠定基础。同时全年天然气销量同比增长 9.58%至 6.28 亿方创新高, 但受天然气配气价格限价、疫情期间实行相关优惠措施等政策影响, 盈利能力有所下降。**3) 供水业务:** 2020 年供水业务实现收入 9.13 亿元, 同比下降 1.92%, 供水业务毛利率同比上升 0.84 个百分点至 28.58%, 供水量同比下滑 1.24%至 4.33 亿吨, 供水收入有所下滑主要系疫情对工商业售水、供水工程安装业务影响较大。**4) 排水业务:** 2020 年排水业务实现收入 4.10 亿元, 同比增长 14.22%, 排水业务毛利率同比上升 5.11 个百分点至 49.33%, 污水处理量同比增长 3.66%至 2.30 亿吨, 排水盈利能力提升主要系大部分污水处理厂陆续按提标改造后新价格结算收入所致, 未来公司将继续推进厂网一体化建设, 积极开展管网运营等轻资产服务。

“大固废”战略稳步推行, 横纵一体化格局成型可期。报告期内公司新增中标常德、平和县、大连金普新区 3 个生活垃圾焚烧发电项目, 新增垃圾焚烧规模达 2550 吨/日, 除生活垃圾焚烧项目以外, 公司接连中标了潮州市饶平垃圾转运项目、开平市固废综合

处理中心一期二阶段项目、晋江市餐厨垃圾处理设施项目，并购廊坊医疗废物处理项目等等，实现在原有服务区域从生活垃圾焚烧发电向其他类型固废处理的横向覆盖，进一步发挥市政垃圾(含生活垃圾、餐厨垃圾、污泥等)、工业危险废物、农业有机垃圾等污染源治理的横向协同优势；2020年公司新增环卫合同年化金额1.6亿元，持续完善固废产业链上游拓展。截至2020年，公司已投产生活垃圾焚烧项目规模达17,250吨/日(不含顺德项目)，2021年一季度新增投产生活垃圾焚烧发电项目处理规模共5,100吨/日。截至年报披露日，公司已投产生活垃圾焚烧发电规模为22,350吨/日(不含顺德项目)，在建项目中垃圾焚烧发电项目规模达4550吨/日，生活垃圾转运规模达2920吨/日，餐厨垃圾处理规模达750吨/日，农业垃圾处理项目规模达105吨/日。

表1: 报告期内公司在建项目一览

垃圾焚烧发电项目			
序号	项目名称	项目规模 (吨/日)	预计投产时间
1	漳州北部片区垃圾焚烧发电及配套工程 PPP 项目	1500	2021 年上半年
2	常德项目一期	500	2021 年底
3	平和项目一期	550	2022 年上半年
4	贵阳项目	2000	2022 年上半年
	合计	4550	
生活垃圾转运站项目			
序号	项目名称	项目规模 (吨/日)	预计投产时间
1	惠安县生活垃圾中转站 PPP 项目	1650	2021 年上半年
2	桂城街道生活垃圾中转站项目	1270	2021 年底
	合计	2920	
有机垃圾处理项目			
序号	项目名称	项目规模 (吨/日)	预计投产时间
1	哈尔滨餐厨项目(二期)	200	2021 年上半年
2	牡丹江餐厨项目	100	2021 年上半年
3	大庆项目	餐厨垃圾处理 150, 粪便处理 50	2021 年上半年
4	廊坊项目	餐厨垃圾处理 200, 粪便 300, 废弃油 20	2021 年下半年
5	南平餐厨项目	100	2021 年下半年
农业垃圾处理项目			
序号	项目名称	项目规模 (吨/日)	预计投产时间
1	怀集项目	25	2021 年上半年
2	涿水项目	40	2021 年上半年
3	遂溪项目	40	2021 年下半年
	合计	105	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

新项目投产&研发投入增强，期间费用率上升 1.51pct 至 13.52%。2020 年公司期间费用同比增长 36.7%至 10.11 亿元，期间费用率上升 1.51pct 至 13.52%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别增加 16.14%、增加 31.22%、增加 63.94%、增加 44.45%至 0.86 亿元、4.9 亿元、1.11 亿元、3.24 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.05pct、上升 0.49pct、上升 0.38pct、上升 0.69pct 至 1.16%、6.55%、1.48%、4.33%。期间费用率上升主要系新项目投产，加大业务范围使得管理费用率上升，财务利息支出从资本化转费用化、对外融资规模扩大使得财务费用率提升，以及加大研发投入力度所影响。

2020 年拟每 10 股派发 2.2 元现金红利，三年分红比例规划不低于 30%。公司拟每 10 股派发 2.2 元现金红利，股息率为 0.85%（按年报披露前一日股价计算）。同时公司发布股东分红回报规划(2021 年-2023 年)，在 2021 年至 2023 年三个连续年度内，公司以现金方式累计分配的利润原则上不少于该三年实现的年均可分配利润的 30%，我们认为国内优质稳定运营标的随着分红能力及盈利能力的增强有望迎来估值提升。

2. 资产负债率上升，营运效率提高

资产负债率同升 1.07pct，营运效率提高。2020 年公司资产负债率为 67.22%，同比上升 1.07pct。2020 年公司应收账款同比增长 13.34%至 10.28 亿元，应收账款周转天数同比增加 7.93 天至 46.54 天；存货同比增长 55.95%至 5.54 亿元，存货周转天数同比增加 9.34 天至 31.04 天；应付账款同比增长 27.65%至 27.22 亿元，应付账款周转天数同比增加 24.36 天至 165.84 天，使净营业周期同比减少 7.09 天至-88.26 天。

杠杆加大带动 ROE 提升 0.35pct 至 14.96%。2020 年公司加权平均净资产收益率同比上升 0.35pct 至 14.96%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2020 年公司销售净利率为 14.14%，同比下降 0.53pct，总资产周转率为 0.33（次），同比持平，权益乘数从 2019 年的 3.03 上升至 2020 年的 3.26。

3. 经营性现金流净额大幅改善 47.68%，现金回款能力良好

2020 年公司经营性现金流净额同比增加 47.68%至 19.56 亿元。1) 2020 年年度公司经营活动现金流净额 19.56 亿元，同比增加 47.68%；2) 投资活动现金流净额-37.09 亿元，同比增加 6.21%；3) 筹资活动现金流净额 17.67 亿元，同比减少 26.15%。

4. 碳中和价值增量&行业刚性扩容模式改善，优秀整合能力助力

份额扩张

碳交易背景下 30 元碳价 CCER 利润端弹性达 12%，公司早期注册 CDM 抢占先发优势。 温室气体减排规划部署已久，多次宣示“3060”碳达峰碳中和目标彰显决心。在碳中和的政策背景下，碳交易市场也成为关注的重点。根据已审定的生活垃圾焚烧项目单位上网电量减排量均值 1.32 tCO₂e/MWh/年，以及北京 2020 年碳市场 CCER 价格 30 元/tCO₂e 测算，中性情况下生活垃圾焚烧企业 CCER 度电收入将达到近 4 分钱，收入端弹性 4.5%，利润端弹性 12%，乐观情况下，收入端弹性可以增加至 9%，利润端弹性 24%。公司早期注册联合国 CDM，可在国际碳市场中进行交易。2010 年 12 月，国家发展改革委批准佛山市南海绿电再生能源有限公司的佛山市南海垃圾焚烧发电二厂项目作为清洁发展机制项目，预计年减排量为 137,146 吨二氧化碳当量。同时，**公司目前拥有 CCER 审定项目规模共 6350 吨/日**，占已审定垃圾焚烧项目总规模的 5%，规模位列拥有 CCER 审定项目的生活垃圾焚烧企业前 5，体现了管理层长远的布局与国际化视野，全国碳市场建设成熟及国际碳市场接轨后公司有望优先获益。

零填埋加速行业增速预期提升至 15%，成长确定性增强。 根据 2020 年 8 月发布的《城镇生活垃圾分类和处理设施补短板强弱项实施方案》及 2021 年 3 月发布的十四五规划均指出城市生活垃圾日清运量超过 300 吨地区实现原生垃圾零填埋，开展小型生活垃圾焚烧设施建设试点。据统计年鉴，2019 年 679 个城市生活垃圾清运总量达 2.4 亿吨，其中生活垃圾日清运量大于 300 吨的城市数量达 405 个，数量占比 60%，清量规模占比 93%，结合各地清运规模与垃圾焚烧厂合理设计规模来看，**我们预计至 2025 年焚烧占比预计提升至 85%**。根据 2010-2019 年我国城市生活垃圾清运量复合增长率 4.85%向未来进行推演，我们预计全国城市生活垃圾清运量将从 2019 年的 2.42 亿吨增至 3.22 亿吨，**2025 年垃圾焚烧处理量将增至 2.73 亿吨，是 2019 年的 2.25 倍，6 年复合增速近 15%，垃圾焚烧行业长期仍保持刚性扩容。**

商业模式有望 C 端理顺，垃圾焚烧电价补贴退坡实际影响有限。 国补最新政策明确 2021 年以后新开工/新核准项目采用竞价上网，我们测算若补贴退坡 0.05/0.1/0.15 元/Kwh，项目净利率将下降 2.24/4.77/7.64pct，垃圾处理费需上涨 21.54%/43.08%/64.62%可抵消退坡影响。按我们统计的主流公司项目产能进度表，主流上市公司受竞价上网影响不足 3 成，上海环境/瀚蓝环境等风险收益比较高。考虑 1) CCER 附加收入可冲减部分国补退坡；2) 垃圾处理费调价机制有望启动，若国补退坡部分顺价至 C 端，对应人均垃圾处理费上升幅度为 3.99/7.99/11.98 元/年，最多仅占居民可支配收入的 0.03%，支付难度小。

并购整合效果佳，优秀治理水平提升管理效率及经营业绩。 公司通过并购创冠中国使经营区域拓展到全国，实现业务版图与经营区域的双扩张，优秀整合能力得到验证，有利于加速公司在具有良好现金流模式的大固废领域实现份额扩张。公司 ROE 水平从 2015 年收购创冠中国时的 9.81%稳步提升至 2020 年的 14.98%，盈利能力提升明显。另

外，焚烧发电效率加速提升，公司单吨上网电量从 2015 年的 265.9kWh 提升至 2020 年的 379.40kWh，提高了 42.69%。创冠中国 2020 年实现营收 8.36 亿元/净利润 1.64 亿元，分别较并购前的 2013 年提升了 1.4 倍/4.7 倍，净利率也较 2013 年提升了 11.35pct 至 19.60%。

盈利预测：我们维持 2021-2022 年归母净利润预测 12.84/15.30 亿元，预计 2023 年归母净利润 17.61 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 分别为 1.65/1.97/2.26 元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 17/14/12 倍，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，政策风险

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3,711	4,422	5,138	5,912	营业收入	7,481	8,251	9,372	10,543
现金	1,017	982	593	552	减:营业成本	5,268	5,792	6,546	7,328
应收账款	1,028	1,723	2,636	3,389	营业税金及附加	52	56	66	73
存货	554	445	684	580	营业费用	86	103	106	116
其他流动资产	1,112	1,273	1,225	1,391	管理费用	490	550	623	700
非流动资产	21,218	22,280	23,298	24,238	财务费用	324	259	265	263
长期股权投资	499	594	696	806	资产减值损失	-26	0	0	0
固定资产	5,596	8,020	9,572	10,503	加:投资净收益	80	81	98	79
在建工程	4,071	2,236	1,268	734	其他收益	1	0	0	0
无形资产	10,138	10,542	10,901	11,363	营业利润	1,297	1,571	1,864	2,143
其他非流动资产	914	889	861	831	加:营业外净收支	1	28	19	23
资产总计	24,929	26,703	28,436	30,149	利润总额	1,299	1,600	1,883	2,166
流动负债	7,793	8,394	9,194	10,028	减:所得税费用	241	297	349	402
短期借款	1,158	1,158	1,158	1,158	少数股东损益	0	19	3	3
应付账款	2,722	2,615	3,417	3,335	归属母公司净利润	1,057	1,284	1,530	1,761
其他流动负债	3,914	4,621	4,620	5,535	EBIT	1,669	1,801	2,083	2,355
非流动负债	8,965	8,992	8,555	7,836	EBITDA	2,644	2,863	3,352	3,804
长期借款	7,064	7,091	6,653	5,934					
其他非流动负债	1,902	1,902	1,902	1,902	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	16,758	17,386	17,749	17,864	每股收益(元)	1.36	1.65	1.97	2.26
少数股东权益	613	632	635	639	每股净资产(元)	9.60	11.05	12.80	14.85
					发行在外股份(百万 股)	767	779	779	779
归属母公司股东权益	7,557	8,685	10,051	11,647	ROIC(%)	7.1%	7.2%	7.8%	8.4%
负债和股东权益	24,929	26,703	28,436	30,149	ROE(%)	12.9%	14.0%	14.4%	14.4%
					毛利率(%)	29.6%	29.8%	30.2%	30.5%
现金流量表 (百万 元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	14.1%	15.6%	16.3%	16.7%
经营活动现金流	1,956	2,250	2,332	3,070	资产负债率(%)	67.2%	65.1%	62.4%	59.3%
投资活动现金流	-3,709	-2,044	-2,188	-2,311	收入增长率(%)	21.5%	10.3%	13.6%	12.5%
筹资活动现金流	1,767	-242	-532	-800	净利润增长率(%)	15.9%	21.4%	19.2%	15.1%
现金净增加额	14	-36	-388	-41	P/E	20.25	16.68	13.99	12.16
折旧和摊销	976	1,063	1,269	1,450	P/B	2.87	2.49	2.15	1.85
资本开支	3,565	967	915	830	EV/EBITDA	12.30	11.44	9.86	8.60
营运资本变动	-374	-294	-637	-328					

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、意见及推测不一致的报告。

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,并注明出处为东吴证券研究所,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>

