

# 瀚蓝环境（600323）：龙头稳健经营，上游一体化布局可期

## ——2020 年年报点评

2021 年 4 月 9 日

强烈推荐/维持

瀚蓝环境 公司报告

公司披露 2020 年年报，全年公司实现营业收入 74.81 亿元，同比增长 21.45%；归母扣非净利润 10.20 亿元，同比增长 17.57%。瀚蓝环境披露了略超市场预期的年报后，市场对公司的业绩持续性关注度较高，我们现就市场关注的投资逻辑，未来看点，持续性等问题提出自己的观点。

### 1) 公司的核心竞争力在哪？

相对其他纯正的垃圾焚烧企业，公司有公用事业板块，能提供充足的现金流支持垃圾焚烧板块的资本开支。同时，公司是市场化运作的国有企业，职业经理人制度已落地，加上虚拟股权激励的实施，使得公司既有国企的融资和资源优势，又有民企的扩张动能。

### 2) 如何看待分歧较大的危废业务？

公司目前已有危废处理处置产能 19.6 万吨/年。相较其他危废处置企业，公司的危废项目质地优良，处置能力以目前相对紧张的无害化为主，尤其是南海 9.3 万吨危废项目，地处南海区危废处置需求旺盛，投运以后产能利用率有望较快爬坡。我们看好公司的危废业务，随着疫情恢复，下游工业企业危废处置需求提升，公司危废业务有望量价齐升。

### 3) 垃圾焚烧投运高峰期过后，公司的看点在哪里？

公司收购国源环境后，已切入垃圾焚烧上游的环卫服务领域，2020 年新增环卫合同年化金额 1.6 亿元。我们认为，公司作为佛山市南海区公用事业平台，未来有望立足佛山南海区以及存量垃圾焚烧项目所在地，做上游一体化的延伸，从源头保障后端处置设施的平稳运营，环卫服务将成为公司另一业绩增长点，公司有望成为少数能完成纵向延伸布局的垃圾处置企业之一。

**盈利预测：**预计公司归母净利润 13.27/15.62/18.34 亿元，EPS 分别为 1.70/2.01/2.36 元，对应 2021.04.01 收盘价 17.50 元，PE 分别为 16X/14X/12X。维持公司“强烈推荐”评级。

**风险提示：**行业政策变化；项目进展不达预期。

## 财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,160.03	7,481.44	9,253.77	10,465.35	11,723.51
增长率(%)	27.05%	21.45%	23.69%	13.09%	12.02%
归母净利润(百万元)	912.60	1,057.48	1,326.57	1,562.04	1,833.93
增长率(%)	4.24%	15.87%	25.45%	17.75%	17.41%
净资产收益率(%)	13.92%	13.99%	15.39%	15.68%	15.90%
每股收益(元)	1.19	1.38	1.70	2.01	2.36
PE	23.11	19.93	16.14	13.71	11.67
PB	3.21	2.79	2.48	2.15	1.86

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

### 公司简介：

瀚蓝环境成立于 1992 年，是佛山市南海区公用事业经营平台，经营范围涵盖自来水供应、污水处理、固废处理及燃气供应。（资料来源源于公司招股说明书及 2020 年年报）

### 未来 3-6 个月重大事项提示：

2021-04-27 2021 年一季度报预计披露

### 发债及交叉持股介绍：

2020-04-07 发行 9.9 亿元 6 年期可转债

### 交易数据

52 周股价区间(元)	31.10/18.86
总市值(亿元)	216
流通市值(亿元)	216
总股本/流通 A 股(万股)	77855/77855
流通 B 股/H 股(万股)	
52 周日均换手率	0.8172

### 52 周股价走势图



资料来源：Wind 资讯、东兴证券研究所

### 分析师：洪一

0755-82832082

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110001

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产合计</b>	3265	3711	4535	5013	5516	<b>营业收入</b>	6160	7481	9254	10465	11724
货币资金	993	1017	1388	1570	1759	<b>营业成本</b>	4435	5268	6644	7513	8439
应收账款	907	1028	1271	1438	1610	营业税金及附加	42	52	64	72	81
其他应收款	106	101	125	141	158	营业费用	74	86	107	121	117
预付款项	418	235	235	235	235	管理费用	374	490	660	733	797
存货	355	554	700	789	887	财务费用	224	324	350	335	294
合同资产	0	200	240	265	291	研发费用	68	111	127	140	154
其他流动资产	371	576	576	576	576	资产减值损失	-20	-26	-26	-26	-26
<b>非流动资产合计</b>	17805	21218	23332	23583	23813	信用减值损失	-26	-34	-36	-37	-39
长期股权投资	442	499	499	499	499	资产处置损益	0	0	0	0	0
固定资产	4589	5596	6027	6128	6216	公允价值变动收益	55.84	79.91	79.91	79.91	79.91
在建工程	4238	4069	4069	4069	4069	投资净收益	1066	1297	1499	1762	2065
无形资产	7589	10138	11831	11989	12140	加:其他收益	112	127	139	153	169
商誉	413	413	413	413	413	<b>营业利润</b>	1066	1297	1628	1917	2250
其他非流动资产	266	180	180	180	180	营业外收入	54	20	20	20	20
<b>资产总计</b>	21071	24929	27867	28596	29328	营业外支出	4	19	19	19	19
<b>流动负债合计</b>	6696	7793	8590	8986	9653	<b>利润总额</b>	1116	1299	1629	1918	2252
短期借款	1272	1158	1238	1173	1338	所得税	212	241	302	356	418
应付账款	2132	2722	3393	3828	4300	<b>净利润</b>	904	1058	1327	1562	1834
预收款项	155	0	0	0	0	少数股东损益	-9	0	0	0	0
合同负债	0	223	268	295	324	归属母公司净利润	913	1057	1327	1562	1834
应付职工薪酬	217	248	248	248	248	<b>主要财务比率</b>					
应交税费	153	155	155	155	155	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	
其他应付款	806	583	583	583	583	<b>成长能力</b>					
一年内到期的非流动负债	877	1626	1626	1626	1626	营业收入增长	27.05%	21.45%	23.69%	13.09%	12.02%
<b>非流动负债合计</b>	7244	8965	9968	8970	7474	营业利润增长	-3.36%	21.71%	15.51%	17.56%	17.22%
长期借款	4521	6144	7144	6144	4644	归属于母公司净利润增长	25.21%	16.19%	25.21%	16.19%	16.06%
应付债券	1005	919	919	919	919	<b>获利能力</b>					
长期应付款	87	109	109	109	109	毛利率(%)	31.48%	32.39%	31.59%	29.95%	28.01%
递延所得税负债	219	231	231	231	231	净利率(%)	14.67%	14.14%	14.31%	14.70%	15.23%
<b>负债合计</b>	13940	16758	18558	17957	17127	总资产净利润(%)	4.33%	4.24%	4.89%	5.54%	6.10%
少数股东权益	573	613	690	679	666	ROE(%)	13.92%	13.99%	15.41%	15.53%	15.62%
实收资本	766	767	779	779	779	<b>偿债能力</b>					
资本公积	1479	1488	1488	1488	1488	资产负债率(%)	66%	67%	66%	62%	58%
盈余公积	407	406	433	466	504	流动比率	0.49	0.48	0.56	0.67	0.88
未分配利润	3854	4741	5842	7145	8675	速动比率	0.43	0.41	0.47	0.57	0.78
归属母公司股东权益合计	6558	7557	8619	9961	11535	<b>营运能力</b>					
<b>负债和所有者权益</b>	21071	24929	27867	28596	29328	总资产周转率	0.33	0.33	0.36	0.38	0.41
<b>现金流量表</b>						应收账款周转率	9	8	8	8	8
<b>单位:百万元</b>						应付账款周转率	3.53	3.08	3.03	2.9	2.88
<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>每股指标(元)</b>						
<b>经营活动净现金流</b>	1324	1956	2730	2982	3240	每股收益(最新摊薄)	1.19	1.38	1.7	1.98	2.29
<b>投资活动净现金流</b>	-3955	-3709	-2894	-1144	-1144	每股净现金流(最新摊薄)	-0.31	0.02	0.48	0.67	2.27
<b>筹资活动净现金流</b>	2393	1767	534	-1657	-1907	每股净资产(最新摊薄)	8.56	9.86	11.04	12.73	14.69
汇率变动影响	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
现金及等价物净增加	-238	14	386	182	189	P/E	23.11	19.93	16.17	13.92	11.99
期初现金及等价物余额	1226	989	1002	1388	1569	P/B	3.21	2.79	2.49	2.16	1.87
期末现金及等价物余额	989	1002	1388	1569	1758	EV/EBITDA	13.64	11.52	11.27	9.08	7.89

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 分析师：洪一

中山大学金融学硕士, CPA、CIIA, 4 年投资研究经验, 2016 年加盟东兴证券研究所, 主要覆盖环保、电力设备与新能源等研究领域, 从业期间获得 2017 年水晶球公募榜入围, 2020 年 wind 金牌分析师第 5。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526