

# 瀚蓝环境 (600323.SH)

## 业绩增速优异，产能释放加速

**业绩持续优异增长。**2020Q1 公司实现营收 20.7 亿元，同增 46.3%，归母净利润 2.4 亿元，同增 78.3%，加权平均 ROE 为 3.2，同增 1.1pct，分业务来看，其中固废处理业务收入 10.9 亿元，同增 43.4%，能源业务收入 6.1 亿元，同增 80.0%，供水业务收入 2.2 亿元，同增 17.31%，排水业务收入 1.0 亿元，同增 3.2%。各项盈利指标实现大幅增长，主要原因包括①去年同期受新冠疫情影响基数偏小：去年同期餐厨垃圾处理、工业危废处理、以及部分生活垃圾焚烧发电项目产能利用率不足，工程建设滞后，且燃气和供水板块工商业用户用气用水量同比下降；②新增规模：本期新增 5700 吨/日生活垃圾焚烧项目投产，新增部分环卫业务，工程建设业务收入增加；③能源业务方面：南海区陶瓷洁具行业清洁能源改造完成，复产复工后天然气用量提升；④供水业务方面：售水量提升、供水工程业务收入增加等。

**毛利率提升，现金流大幅改善。**2020Q1 公司毛利率、净利率分别为 27.9%、11.6%，分别同比提升 2.7、2.4pct，回升明显；销售、管理、财务费用率分别为 1.3%/6.1%/5.2%，同比下降 0.0/0.4/0.0pct，费用管控得当；经营活动现金流 4.8 亿元，同比大幅增长 907.0%，主要是去年同期受疫情影响，政府支付结算进度延迟，使得去年基数较低。

**垃圾焚烧项目产能加速释放，向大固废布局迈进。**2021Q1 末公司已投产生活垃圾焚烧发电规模为 22950 吨/日（不含顺德项目），其中 2020 年新增投产规模 5450 吨/日，2021Q1 新增投产 5700 吨/日，垃圾焚烧产能加速释放。此外，公司从生活垃圾焚烧发电向其他类型固废处理业务延伸，进行“大固废”纵横一体化布局，在固废高景气背景下，公司望借助垃圾焚烧的项目资源，在已布点城市不断延伸产业链至环卫、餐厨等项目，订单值得期待。

**燃气、水务稳健增长，提供现金流。**公司燃气水务业务集中在南海区，其中 1、燃气业务受益于工业客户煤改气，2016-2020 年售气量 CAGR 近 18%，未来随着陶瓷等行业煤改气的深入，售气量预计仍有 30%左右增长空间；2、污水业务受益于量价提升，过去三年 CAGR 超过 25%，未来仍将稳步增长。此外，供水业务稳中略升，提供稳定现金流。

**投资建议：**公司在手垃圾焚烧项目充足，保障未来业绩增长，且依靠在手项目资源，布局区域的环卫、餐厨等固废项目值得期待。此外，公司燃气、水务板块稳步增长，提供优良现金流。预计公司 2021-2023 年归母净利润 13.5/16.6/18.3 亿元，对应 PE 分别为 14.8/12.1/10.9X，公司管理优异、估值优势明显，维持“买入”评级。

**风险提示：**固废项目投产进度不及预期、行业竞争加剧、政策变动风险等。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,202	7,481	9,281	11,057	11,923
增长率 yoy (%)	27.1	21.5	24.1	19.1	7.8
归母净利润(百万元)	913	1,057	1,350	1,655	1,829
增长率 yoy (%)	4.2	15.9	27.6	22.6	10.5
EPS 最新摊薄(元/股)	1.17	1.36	1.73	2.13	2.35
净资产收益率(%)	12.7	12.9	14.4	15.3	14.6
P/E(倍)	21.9	18.9	14.8	12.1	10.9
P/B(倍)	3.0	2.7	2.3	2.0	1.7

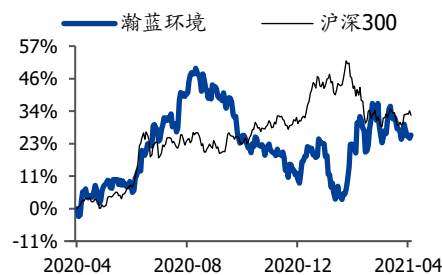
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 26 日收盘价

买入(维持)

### 股票信息

行业	环保工程及服务
前次评级	买入
04月26日收盘价	25.62
总市值(百万元)	19,946.56
总股本(百万股)	778.55
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	4.45

### 股价走势



### 作者

分析师 杨心成

执业证书编号：S0680518020001

邮箱：yangxincheng@gszq.com

研究助理 余楷丽

邮箱：yukai@gszq.com

### 相关研究

- 《瀚蓝环境(600323.SH): 业绩持续优异增长，向大固废布局迈进》2021-03-31
- 《瀚蓝环境(600323.SH): 布局大固废，厚积而薄发》2021-03-24
- 《瀚蓝环境(600323)G-ESG 评级报告》2021-01-06



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	3,265	3,711	4,167	3,876	4,528
现金	993	1,017	928	885	954
应收票据及应收账款	907	1,028	1,293	941	1,444
其他应收款	0	101	24	125	36
预付账款	418	235	576	390	651
存货	355	554	570	759	667
其他流动资产	592	777	777	777	777
<b>非流动资产</b>	17,805	21,218	24,100	26,899	28,847
长期投资	442	499	633	765	879
固定资产	4,589	5,596	7,096	8,096	9,096
无形资产	7,589	10,138	11,090	12,447	13,460
其他非流动资产	5,185	4,986	5,281	5,591	5,411
<b>资产总计</b>	21,071	24,929	28,268	30,775	33,375
<b>流动负债</b>	6,696	7,793	8,981	9,186	10,650
短期借款	1,272	1,158	2,355	2,901	3,048
应付票据及应付账款	2,132	2,722	2,291	2,113	2,613
其他流动负债	3,292	3,914	4,335	4,171	4,989
<b>非流动负债</b>	7,244	8,965	10,022	10,778	11,152
长期借款	5,526	7,064	7,620	7,895	7,739
其他非流动负债	1,718	1,902	2,402	2,883	3,413
<b>负债合计</b>	13,940	16,758	19,003	19,964	21,802
少数股东权益	573	613	616	619	623
股本	766	767	779	779	779
资本公积	1,479	1,488	1,488	1,488	1,488
留存收益	4,260	5,147	6,244	7,609	9,117
归属母公司股东权益	6,558	7,557	8,650	10,192	10,951
<b>负债和股东权益</b>	21,071	24,929	28,268	30,775	33,375

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	1,324	1,956	2,329	2,937	3,255
净利润	904	1,058	1,353	1,658	1,833
折旧摊销	744	976	970	1,192	1,386
财务费用	224	324	387	485	515
投资损失	-56	-80	-81	-98	-79
营运资金变动	-443	-374	-300	-300	-400
其他经营现金流	-49	53	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-3,955	-3,709	-3,771	-3,893	-3,255
资本支出	3,655	3,565	2,648	2,566	1,783
长期投资	-5	1	-134	-123	-114
其他投资现金流	-305	-143	-1,258	-1,449	-1,585
<b>筹资活动现金流</b>	2,393	1,767	657	565	122
短期借款	1,032	-114	500	200	200
长期借款	1,003	1,538	556	275	-156
普通股增加	0	0	12	0	0
资本公积增加	-42	8	0	0	0
其他筹资现金流	400	334	-412	90	78
<b>现金净增加额</b>	-237	14	-786	-390	122

**利润表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	6,160	7,481	9,281	11,057	11,923
营业成本	4,435	5,268	6,517	7,709	8,271
营业税金及附加	42	52	60	72	78
营业费用	74	86	116	133	143
管理费用	374	490	613	719	775
财务费用	224	324	387	485	515
资产减值损失	-20	-26	19	4	-13
公允价值变动收益	-1	1	0	0	0
投资净收益	56	80	81	98	79
<b>营业利润</b>	1,066	1,297	1,650	2,035	2,234
营业外收入	54	20	32	28	29
营业外支出	4	19	12	15	14
<b>利润总额</b>	1,116	1,299	1,670	2,047	2,249
所得税	212	241	317	389	416
<b>净利润</b>	904	1,058	1,353	1,658	1,833
少数股东损益	-9	0	3	3	4
<b>归属母公司净利润</b>	913	1,057	1,350	1,655	1,829
EBITDA	2,279	2,787	2,967	3,636	4,054
EPS (元)	1.17	1.36	1.73	2.13	2.35

**主要财务比率**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	27.1	21.5	24.1	19.1	7.8
营业利润(%)	-3.4	21.7	27.2	23.3	9.8
归属于母公司净利润(%)	4.2	15.9	27.6	22.6	10.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	28.0	29.6	29.8	30.3	30.6
净利率(%)	14.8	14.1	14.5	15.0	15.3
ROE(%)	12.7	12.9	14.4	15.3	14.6
ROIC(%)	7.9	7.7	7.3	7.8	7.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	66.2	67.2	67.2	64.9	65.3
净负债比率(%)	93.7	108.1	110.1	105.3	92.5
流动比率	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.33	0.33	0.35	0.37	0.37
应收账款周转率	9.3	7.7	8.0	9.9	10.0
应付账款周转率	2.5	2.2	2.6	3.5	3.5
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.17	1.36	1.73	2.13	2.35
每股经营现金流(最新摊薄)	3.25	2.96	2.99	3.77	4.18
每股净资产(最新摊薄)	8.42	9.60	11.13	13.05	15.18
<b>估值比率</b>					
P/E	21.9	18.9	14.8	12.1	10.9
P/B	3.0	2.7	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	12.6	11.1	11.1	9.5	8.7

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年04月26日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38934111  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com