

瀚蓝环境 (600323.SH)

第二期高管股权激励发布，未来发展可期

瀚蓝发布第二期高管激励制度。公司发布《高级管理人员薪酬和绩效考核管理办法》，激励对象为总经理、副总经理、财务负责人、董秘及董事会认为应当适用的其他人员。高管人员薪酬由基础薪酬、绩效薪酬、增值奖励及特别贡献奖构成。增值奖励是以现金方式发放的奖励，包括市值增长现金奖励和分红现金奖励，市值增长现金奖励= $(X-P) * Q$ ，其中X为申请兑现时公司股价，P为增值奖励份额授予价，我们估算为23.7元/股，Q为增值奖励的虚拟份额数量，据现在的总股本我们估算总经理、业务副总、职能高管分别为101.9万股、32.6万股、20.4万股；另外分红现金奖励= $Q * 分红金额$ 。绩效薪酬是与公司经济效益和高管人员个人业绩贡献、履职表现挂钩的浮动收入，根据年度绩效考核结果兑现，个人绩效系数幅度为0~1.3。年度绩效考核考核指标包括公司业绩指标、分管业务指标和个人履职表现指标，经济效益指标由总资产(权重10%)、净资产(权重10%)、营业收入(权重20%)、扣非归母净利润(权重60%)构成。

激发高管动力，巩固优秀治理水平。为推动公司治理市场化改革，2019年4月公司开始实施职业经理人经营制度，发布了第一期高管薪酬激励方案，此次为第二期高管薪酬激励方案。方案的增值奖励与公司的业绩和市值挂钩，鼓励高管人员将短期利益与公司长远利益、股东利益统一，进一步激发高管动力，保持优秀的管理能力，以提升公司治理水平。

垃圾焚烧项目产能加速释放，向大固废布局迈进。2021H公司在手垃圾焚烧项目34150吨/日(不含顺德项目)，已投产22950吨/日，其中2021H新增投产5700吨/日，2021H新拓展2100吨/日。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，2021H新增9100万元环卫年化订单，公司有望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13.6/16.8/18.5亿元，对应PE分别为13.6/11.1/10.0X，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	9,387	11,124	12,007
增长率 yoy (%)	27.1	21.5	25.5	18.5	7.9
归母净利润(百万元)	913	1,057	1,363	1,675	1,854
增长率 yoy (%)	4.2	15.9	28.9	22.9	10.7
EPS 最新摊薄(元/股)	1.12	1.30	1.67	2.05	2.27
净资产收益率(%)	12.7	12.9	14.5	15.4	14.7
P/E(倍)	20.3	17.5	13.6	11.1	10.0
P/B(倍)	2.8	2.5	2.1	1.8	1.6

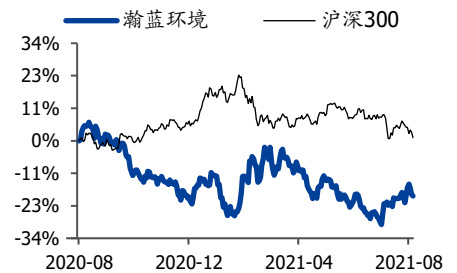
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年8月20日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	环保工程及服务
前次评级	买入
8月20日收盘价(元)	22.76
总市值(百万元)	18,557.30
总股本(百万股)	815.35
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	8.87

股价走势



作者

分析师 杨心成

执业证书编号: S0680518020001

邮箱: yangxincheng@gszq.com

分析师 崔丰文

执业证书编号: S0680521050002

邮箱: cuifengwen@gszq.com

相关研究

- 1、《瀚蓝环境(600323.SH): 业绩持续优异增长, 产能释放加速》2021-08-13
- 2、《瀚蓝环境(600323.SH): 业绩增速优异, 产能释放加速》2021-04-27
- 3、《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



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3,265	3,711	4,229	3,860	4,594	营业收入	6,160	7,481	9,387	11,124	12,007
现金	993	1,017	939	890	961	营业成本	4,435	5,268	6,597	7,763	8,339
应收票据及应收账款	907	1,028	1,319	928	1,473	营业税金及附加	42	52	61	72	78
其他应收款	0	101	26	124	38	营业费用	74	86	117	133	144
预付账款	418	235	585	386	662	管理费用	374	490	620	723	780
存货	355	554	584	755	683	财务费用	224	324	387	467	494
其他流动资产	592	777	777	777	777	资产减值损失	-20	-26	19	4	-13
非流动资产	17,805	21,218	24,148	26,920	28,873	公允价值变动收益	-1	1	0	0	0
长期投资	442	499	633	765	879	投资净收益	56	80	81	98	79
固定资产	4,589	5,596	7,096	8,096	9,096	营业利润	1,066	1,297	1,666	2,059	2,264
无形资产	7,589	10,138	11,090	12,447	13,460	营业外收入	54	20	32	28	29
其他非流动资产	5,185	4,986	5,329	5,612	5,437	营业外支出	4	19	12	15	14
资产总计	21,071	24,929	28,377	30,780	33,466	利润总额	1,116	1,299	1,686	2,072	2,279
流动负债	6,696	7,793	9,047	9,105	10,695	所得税	212	241	320	394	422
短期借款	1,272	1,158	2,331	2,856	2,995	净利润	904	1,058	1,366	1,678	1,858
应付票据及应付账款	2,132	2,722	2,353	2,083	2,682	少数股东损益	-9	0	3	3	4
其他流动负债	3,292	3,914	4,363	4,166	5,019	归属母公司净利润	913	1,057	1,363	1,675	1,854
非流动负债	7,244	8,965	10,049	10,785	11,157	EBITDA	2,279	2,787	2,985	3,662	4,085
长期借款	5,526	7,064	7,647	7,903	7,744	EPS (元/股)	1.12	1.30	1.67	2.05	2.27
其他非流动负债	1,718	1,902	2,402	2,883	3,413						
负债合计	13,940	16,758	19,096	19,890	21,852						
少数股东权益	573	613	616	619	623						
股本	766	767	815	815	815						
资本公积	1,479	1,488	1,488	1,488	1,488						
留存收益	4,260	5,147	6,255	7,636	9,164						
归属母公司股东权益	6,558	7,557	8,665	10,271	10,991						
负债和股东权益	21,071	24,929	28,377	30,780	33,466						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,324	1,956	2,345	2,943	3,263
净利润	904	1,058	1,366	1,678	1,858
折旧摊销	744	976	972	1,196	1,390
财务费用	224	324	387	467	494
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
投资活动现金流	-3,955	-3,709	-3,821	-3,870	-3,264
资本支出	3,655	3,565	2,695	2,540	1,788
长期投资	-5	1	-134	-123	-114
其他投资现金流	-305	-143	-1,260	-1,453	-1,589
筹资活动现金流	2,393	1,767	725	553	133
短期借款	1,032	-114	500	200	200
长期借款	1,003	1,538	584	255	-158
普通股增加	0	0	49	0	0
资本公积增加	-42	8	0	0	0
其他筹资现金流	400	334	-407	98	91
现金净增加额	-237	14	-751	-374	132

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	27.1	21.5	25.5	18.5	7.9
营业利润(%)	-3.4	21.7	28.4	23.6	9.9
归属于母公司净利润(%)	4.2	15.9	28.9	22.9	10.7
获利能力					
毛利率(%)	28.0	29.6	29.7	30.2	30.6
净利率(%)	14.8	14.1	14.5	15.1	15.4
ROE(%)	12.7	12.9	14.5	15.4	14.7
ROIC(%)	7.9	7.7	7.3	7.9	7.9
偿债能力					
资产负债率(%)	66.2	67.2	67.3	64.6	65.3
净负债比率(%)	93.7	108.1	109.5	104.3	91.5
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
营运能力					
总资产周转率	0.33	0.33	0.35	0.38	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
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.12	1.30	1.67	2.05	2.27
每股经营现金流(最新摊薄)	3.10	2.83	2.88	3.61	4.00
每股净资产(最新摊薄)	8.04	9.17	10.69	12.53	14.60
估值比率					
P/E	20.3	17.5	13.6	11.1	10.0
P/B	2.8	2.5	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	12.0	10.6	10.6	9.1	8.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 20 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：021-38124100

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