

# 瀚蓝环境 (600323.SH)

## 高管薪酬激励方案落地, 挂钩业绩及市值增长

### 核心观点:

- **高管薪酬及激励方案落地, 增值奖励挂钩业绩及市值。**8月21日公司公告《高级管理人员薪酬和绩效考核管理办法》, 明确高管人员薪酬标准及激励方式, 以总经理为例, 其收入可分为基础薪酬、绩效薪酬及增值奖励三大部分: (1) 基础薪酬为 50.4 万元; (2) 绩效薪酬=个人绩效薪酬基准值×个人绩效系数, 其中基准值为 69.6 万元, 系数为 0~1.3; (3) 增值奖励挂钩业绩和市值, 在完成公司业绩条件及个人绩效考核下, 增值奖励=(申请兑现时公司股价-增值奖励份额授予价)×奖励虚拟份额数量, 并且虚拟股权份额享有分红权力。
- **虚拟股权价格测算达 23.70 元/股, 职业经理人制度强化发展动力。**本次虚拟股权份额授予价格取基准日前 60 个交易日及 120 个交易日收盘价均价之较高者, 测算得出本次虚拟股权价格达 23.70 元/股, 公司当前股价仅 22.76 元/股。本方案实施以公司职业经理人制度为前提, 公司高管完成身份转换, 脱离体制内身份、重新签订市场化的劳动合同, 实现管理人员与公司成长深度绑定, 启发企业业绩及市值增长的活力。
- **布局固废产业全链条, 融资优势保障业绩增长。**截至 2021H1, 公司焚烧在运产能已达 2.30 万吨/日, 试运营+在建+筹建产能合计 1.12 万吨/日。从“焚烧+”布局来看: 环卫已签合同总金额 3.7 亿元, 危废、中转以及有机垃圾项目(含餐厨)布局也已成熟。叠加今年已滚动发行的 35.4 亿元超短融债券, 订单叠加融资保障下, 公司成长性依旧突出。
- **盈利预测与投资建议: 公司治理持续优化, 成长属性突出, 维持“买入”评级。**预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.58/1.91/2.29 元/股, 按最新收盘价对应 PE 分别为 14.38/11.94/9.94 倍。公司处于产能集中建设投产期, 预期 2021-2023 业绩仍将保持 20%+成长, 给予 2021 年 20 倍 PE 估值, 对应 31.66 元/股合理价值, 维持“买入”评级。
- **风险提示。**固废项目建设进度不达预期; 新建项目资产回报率下滑。

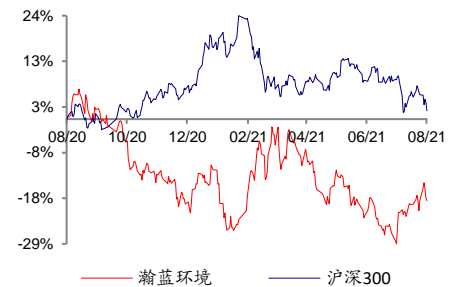
### 盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,160	7,481	8,863	10,009	11,205
增长率(%)	27.0	21.5	18.5	12.9	12.0
EBITDA(百万元)	1,912	2,450	2,914	3,464	3,944
归母净利润(百万元)	913	1,057	1,291	1,555	1,868
增长率(%)	4.5	15.9	22.1	20.4	20.1
EPS(元/股)	1.19	1.38	1.58	1.91	2.29
市盈率(P/E)	14.73	17.99	14.38	11.94	9.94
ROE(%)	13.9	14.0	14.5	14.9	15.2
EV/EBITDA	10.52	11.37	10.43	8.63	6.92

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	22.76 元
合理价值	31.66 元
前次评级	买入
报告日期	2021-08-22

### 相对市场表现



### 分析师:

郭鹏



SAC 执证号: S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

### 分析师:

许洁



SAC 执证号: S0260518080004

SFC CE No. BNU965



021-38003625



xujie@gf.com.cn

### 相关研究:

瀚蓝环境(600323.SH):优质 2021-08-13

现金流支撑高质量增长, 产业链一体化势头强劲

瀚蓝环境(600323.SH):上半 2021-07-21

年业绩预增 30~38%, 高成长的低估值固废龙头

瀚蓝环境(600323.SH):一季 2021-04-27

度业绩同比增长 78%, 产能投产进度符合预期

联系人: 陈龙 021-38003624

shchenlong@gf.com.cn

**资产负债表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>3,265</b>	<b>3,711</b>	<b>4,620</b>	<b>5,119</b>	<b>8,093</b>
货币资金	993	1,017	1,240	1,350	3,945
应收及预付	1,325	1,262	1,528	1,585	1,621
存货	355	554	688	770	861
其他流动资产	592	878	1,163	1,414	1,666
<b>非流动资产</b>	<b>17,805</b>	<b>21,218</b>	<b>24,997</b>	<b>26,123</b>	<b>25,567</b>
长期股权投资	442	499	549	589	619
固定资产	4,589	5,596	6,193	6,541	6,548
在建工程	4,239	4,071	4,771	4,271	3,271
无形资产	7,589	10,138	12,539	13,748	14,125
其他长期资产	946	914	944	974	1,004
<b>资产总计</b>	<b>21,071</b>	<b>24,929</b>	<b>29,616</b>	<b>31,242</b>	<b>33,660</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,696</b>	<b>7,793</b>	<b>10,141</b>	<b>9,711</b>	<b>9,761</b>
短期借款	1,272	1,158	3,398	2,485	2,000
应付及预收	2,315	2,724	2,582	2,890	3,231
其他流动负债	3,108	3,912	4,160	4,336	4,530
<b>非流动负债</b>	<b>7,244</b>	<b>8,965</b>	<b>9,965</b>	<b>10,465</b>	<b>10,965</b>
长期借款	4,521	6,144	7,144	7,644	8,144
应付债券	1,005	919	919	919	919
其他非流动负债	1,718	1,902	1,902	1,902	1,902
<b>负债合计</b>	<b>13,940</b>	<b>16,758</b>	<b>20,106</b>	<b>20,177</b>	<b>20,726</b>
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	6,438	7,992	9,860
归属母公司股东权益	6,558	7,557	8,897	10,452	12,319
少数股东权益	573	613	613	614	614
<b>负债和股东权益</b>	<b>21,071</b>	<b>24,929</b>	<b>29,616</b>	<b>31,242</b>	<b>33,660</b>

**利润表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>6,160</b>	<b>7,481</b>	<b>8,863</b>	<b>10,009</b>	<b>11,205</b>
营业成本	4,435	5,268	6,279	7,027	7,858
营业税金及附加	42	52	62	70	67
销售费用	74	86	97	110	112
管理费用	374	490	579	631	684
研发费用	68	111	133	150	157
财务费用	224	324	375	424	391
资产减值损失	-20	-26	-29	-20	-35
公允价值变动收益	-1	1	0	0	0
投资净收益	56	80	89	120	101
<b>营业利润</b>	<b>1,066</b>	<b>1,297</b>	<b>1,573</b>	<b>1,895</b>	<b>2,281</b>
营业外收支	50	1	21	25	25
<b>利润总额</b>	<b>1,116</b>	<b>1,299</b>	<b>1,594</b>	<b>1,920</b>	<b>2,306</b>
所得税	212	241	303	365	438
<b>净利润</b>	<b>904</b>	<b>1,058</b>	<b>1,291</b>	<b>1,555</b>	<b>1,868</b>
少数股东损益	-9	0	0	0	1
<b>归属母公司净利润</b>	<b>913</b>	<b>1,057</b>	<b>1,291</b>	<b>1,555</b>	<b>1,868</b>
EBITDA	1,912	2,450	2,914	3,464	3,944
EPS (元)	1.19	1.38	1.58	1.91	2.29

**现金流量表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,324</b>	<b>1,956</b>	<b>2,192</b>	<b>3,387</b>	<b>3,953</b>
净利润	904	1,058	1,291	1,555	1,868
折旧摊销	744	976	1,202	1,444	1,616
营运资金变动	-479	-374	-608	74	121
其它	156	297	307	314	348
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3,955</b>	<b>-3,709</b>	<b>-4,872</b>	<b>-2,426</b>	<b>-936</b>
资本支出	-3,651	-3,564	-4,880	-2,477	-977
投资变动	-345	-174	-70	-60	-50
其他	41	28	79	110	91
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,393</b>	<b>1,767</b>	<b>2,903</b>	<b>-851</b>	<b>-422</b>
银行借款	5,158	10,287	3,240	-413	15
股权融资	18	130	49	0	0
其他	-2,783	-8,649	-386	-437	-437
<b>现金净增加额</b>	<b>-237</b>	<b>14</b>	<b>223</b>	<b>110</b>	<b>2,595</b>
期初现金余额	1,226	989	1,017	1,240	1,350
期末现金余额	989	1,002	1,240	1,350	3,945

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	27.0%	21.5%	18.5%	12.9%	12.0%
营业利润增长	-3.2%	21.7%	21.2%	20.5%	20.4%
归母净利润增长	4.5%	15.9%	22.1%	20.4%	20.1%
<b>获利能力</b>					
毛利率	28.0%	29.6%	29.1%	29.8%	29.9%
净利率	14.7%	14.1%	14.6%	15.5%	16.7%
ROE	13.9%	14.0%	14.5%	14.9%	15.2%
ROIC	6.4%	6.7%	6.1%	6.9%	7.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	66.2%	67.2%	67.9%	64.6%	61.6%
净负债比率	195.5%	205.1%	211.4%	182.3%	160.3%
流动比率	0.49	0.48	0.46	0.53	0.83
速动比率	0.35	0.35	0.33	0.38	0.67
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.29	0.30	0.30	0.32	0.33
应收账款周转率	6.79	7.28	7.30	8.11	9.13
存货周转率	17.36	13.52	12.88	13.00	13.01
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.19	1.38	1.58	1.91	2.29
每股经营现金流	1.73	2.55	2.69	4.15	4.85
每股净资产	8.56	9.86	10.91	12.82	15.11
<b>估值比率</b>					
P/E	14.73	17.99	14.38	11.94	9.94
P/B	2.05	2.52	2.09	1.78	1.51
EV/EBITDA	10.52	11.37	10.43	8.63	6.92

## 广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 许 浩：资深分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 张 淼：高级分析师，武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：研究助理，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 龙：研究助理，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。