

证券研究报告—动态报告

公用事业

环保 II

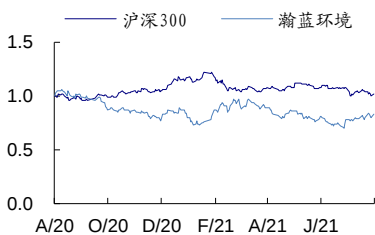
瀚蓝环境(600323)
买入

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 23 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	815/815
总市值/流通(百万元)	19,169/19,169
上证综指/深圳成指	3,477/14,536
12 个月最高/最低(元)	31.10/19.85

相关研究报告:

《瀚蓝环境-600323-2019 年报点评: 业绩符合预期, 优质固废运营龙头进入新发展阶段》——2020-04-16

《瀚蓝环境-600323-深度报告: 攻守兼备的优质环保运营巨头》——2019-10-23

《瀚蓝环境-600323-2019 半年报点评: 业绩符合预期, 经营稳健的优质固废运营龙头》——2019-08-16

《瀚蓝环境-600323-2018 年三季报点评: 优质运营标的, 业绩持续向好》——2018-11-01

《瀚蓝环境-600323-2018 年半年报点评: 现金流充沛, 业绩增长显著》——2018-08-08

证券分析师: 黄秀杰

电话: 021-61761029

E-MAIL: huangxiujie@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521060002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

固废带动快速增长, 现金流企稳回升

● 2021H1 营收与归母净利大幅增长, 毛利率微减

2021H1 实现营收 45.51 亿元 (+45.1%), 归母净利润 6.27 亿元 (+36.0%), 扣非归母净利润 6.09 亿元 (+34.9%)。其中二季度单季营收 24.86 亿元 (+44.1%), 归母净利润 3.85 亿元 (+18.3%), 扣非归母净利润 3.79 亿元 (+18.4%)。2021H1 销售毛利率 28.8%, 同比微减 0.73pct; 销售净利率维持在 13.8%, 同比下滑 0.76pct。

● 销售现金比有所回升, ROE 持续提升

2020H1 经营性净现金流 10.74 亿元, 同比增长+94.6%, 远高于业绩增速; 销售现金比 83%, 同比提高 2pct; 公司 ROE 为 7.66%, 同比提升 0.87pct, 主要得益于资产周转率的提升, 从 2020H1 的 0.14 倍提升至 2021H1 的 0.17 倍。随着新建项目投产, 运营收入占比得到提高, 净利率和资产周转率都将得到提升, 公司 ROE 仍有较大提升空间。

● 职业经理人完善公司治理, 考核方案愈加科学

职业经理人完善公司治理, 考核方案愈加科学。近期, 公司通过《瀚蓝环境股份有限公司高级管理人员 2021-2023 年绩效考核方案》。其中职业经理人薪酬依然体现短期与长期激励相结合, 其中增值现金奖励(长期激励)与业绩、市值挂钩, 实现公司管理团队与公司利益、股东利益相一致的长效机制。达到业绩条件及考核分数的, 将向激励对象计算发放相应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, 分红现金奖励=Q*分红金额(元/股, 税后), X 为申请兑现时公司股价, Q 为用于测算增值奖励的虚拟份额数量。

● 风险提示: 行业政策风险; 项目进展不及预期; 项目回报率不及预期。

● 投资建议: 维持“买入”评级。

我们预计 2021-2023 年收入 94.2、112.3、131.6 亿元, 同比增速 25.9%、19.2%、17.1%; 归母净利润 13.5、15.8、17.4 亿元, 同比增速 27.4%、16.9%、10.2%; EPS 为 1.65、1.93、2.13 元, 当前股价对应 PE 为 13.8、11.8、10.7x。给予公司 2021 年 20 倍 PE 估值, 对应 33.0 元/股合理价值, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

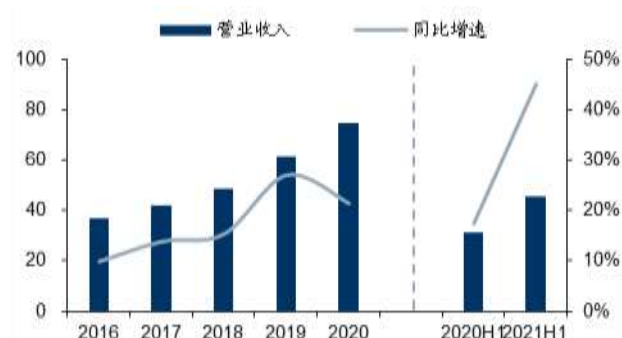
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,160	7,481	9,420	11,230	13,155
(+/-%)	27.1%	21.5%	25.9%	19.2%	17.1%
净利润(百万元)	913	1057	1347.00	1574.70	1734.84
(+/-%)	4.2%	15.9%	27.4%	16.9%	10.2%
摊薄每股收益(元)	1.19	1.38	1.65	1.93	2.13
EBIT Margin	20.8%	21.4%	21.8%	20.4%	19.5%
净资产收益率(ROE)	13.9%	14.0%	15.5%	15.7%	15.1%
市盈率(PE)	19.1	16.5	13.8	11.8	10.7
EV/EBITDA	15.5	13.3	12.3	12.1	11.8
市净率(PB)	2.66	2.31	2.14	1.85	1.62

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

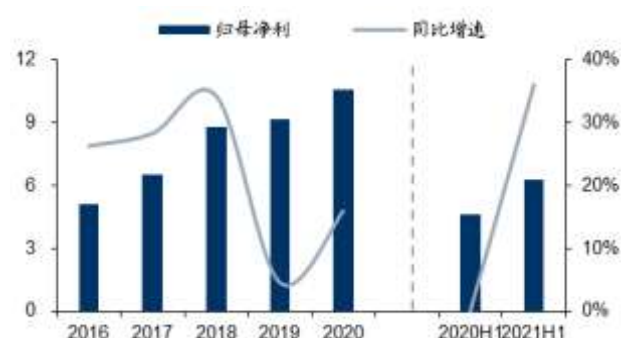
营收与归母净利大幅增长。2021H1 实现营收 45.51 亿元 (+45.1%)，归母净利润 6.27 亿元 (+36.0%)，扣非归母净利润 6.09 亿元 (+34.9%)。其中二季度单季营收 24.86 亿元 (+44.1%)，归母净利润 3.85 亿元 (+18.3%)，扣非归母净利润 3.79 亿元 (+18.4%)，公司业绩保持较快增长。

图 1：公司营业收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司归母净利及增速（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

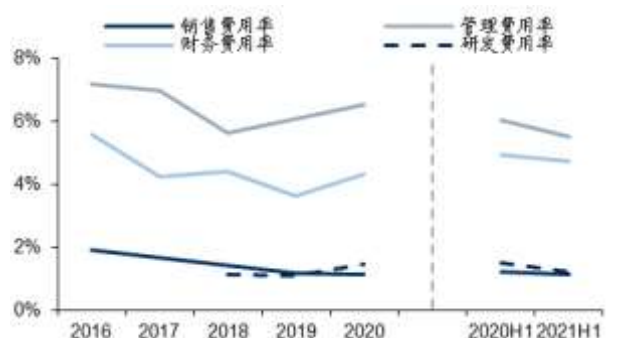
毛利率、净利率小幅下滑，期间费用率下降明显。2021H1 销售毛利率 28.8%，同比微减 0.73pct。销售费用率 1.2% (-0.1pct)、管理费用率 5.5% (-0.5pct)、研发费用率 1.2% (-0.3pct)、财务费用率 4.7% (-0.2pct)，期间费用率合计 12.7%，同比下降 1.09pct。销售净利率维持在 13.8%，同比下滑 0.76pct。公司毛利率和净利率下滑的主要原因是：1、利润率较低的燃气板块增幅较快；2、部分新投产产能利用率不高；3、去年同期收到绿电公司 4600 万的垃圾外运补贴，使去年的净利润相对偏高。

图 3：公司毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

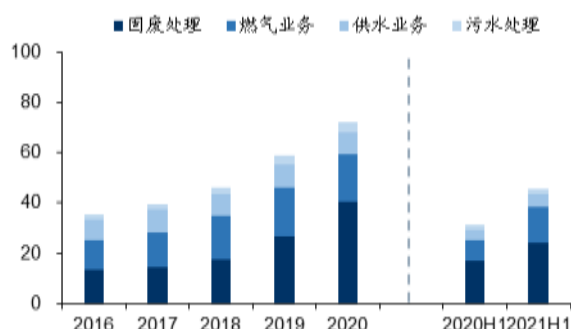
图 4：公司三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

固废业务是增长核心驱动，燃气业务增长最快。2021H1 固废处理业务营业收入 24.04 亿元 (+44.3%)，占公司主营业务收入的 53.8%，实现净利润为 3.68 亿元 (+34.4%)，占公司净利润的 58.5%；燃气业务收入 13.97 亿元 (+71.2%)，占公司主营业务收入的 31.3%，主要原因是去年底顺利完成佛山市南海区建筑陶瓷企业清洁能源改造工程，上半年新增陶瓷企业用气量约 1 亿方，同时疫情影响降低；供水业务收入 4.58 亿元 (+14.2%)，占公司主营业务收入的 10.3%；污水处理业务收入 2.08 亿元 (+7.1%)，占公司主营业务收入的 4.7%。

图 5：公司分板块营业收入（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：公司分板块毛利率（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

经营性现金流稳步增长，销售现金比有所回升。2020H1 经营性净现金流 10.74 亿元，同比增长+94.6%，远高于业绩增速；销售现金比 83%，同比提高 2pct；投资性净现金流和融资性净现金流分别为-15.9、13.3 亿元，基本保持稳定，预计全年公司资本性支出将达 50 亿元。随着在建项目投产，公司的经营性现金流将得到极大改善。

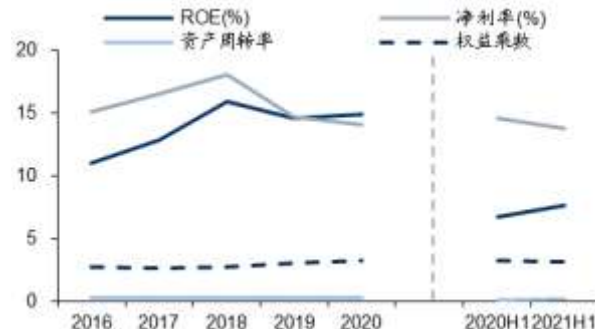
ROE 稳步提升，未来仍有较大空间。2021H1 公司 ROE 为 7.66%，同比提升 0.87pct，主要得益于资产周转率的提升，从 2020H1 的 0.14 倍提升至 2021H1 的 0.17 倍。2016-2020 年，公司 ROE 从 11.04% 提升至 14.96%，提升 3.92pct，主要得益于权益乘数和资产周转率的提升，权益乘数从 2.8 提升至 3.3，资产周转率从 0.29 倍提升至 0.33 倍。随着新建项目投产，运营收入占比将得到提高，净利率和资产周转率都将得到提升，公司 ROE 仍有较大提升空间。

图 7：公司现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：公司 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

职业经理人完善公司治理，考核方案愈加科学。近期，公司通过《瀚蓝环境股份有限公司高级管理人员 2021-2023 年绩效考核方案》。其中职业经理人薪酬依然体现短期与长期激励相结合，其中增值现金奖励（长期激励）与业绩、市值挂钩，实现公司管理团队与公司利益、股东利益相一致的长效机制。达到业绩条件及考核分数的，将向激励对象计算发放相应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，分红现金奖励=Q*分红金额（元/股，税后），X 为申请兑现时公司股价，Q 为用于测算增值奖励的虚拟份额数量。

盈利预测及投资建议：我们预计 2021-2023 年收入 94.2、112.3、131.6 亿元，同比增速 25.9%、19.2%、17.1%；归母净利润 13.5、15.8、17.4 亿元，同比增速 27.4%、16.9%、10.2%；摊薄 EPS 为 1.65、1.93、2.13 元，当前股价对应 PE 为 13.8、11.8、10.7x。公司处于项目集中建设投产期，2021-2023 归母

净利增速复合增速为 15%左右，由于公司资产优异，管理优秀，给予公司 2021 年 20 倍 PE 估值，对应 33.0 元/股合理价值，较目前股价有 40%的溢价空间，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 210823	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (20A)	PEG (21E)	投资 评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E			
600323	瀚蓝环境	23.51	192	1.38	1.65	1.93	2.13	16.49	13.78	11.78	10.70	14%	16%	买入
603568	伟明环保	28.34	356	1.00	1.29	1.58	1.85	28.34	21.99	17.89	15.30	26%	24%	无
601827	三峰环境	8.89	149	0.47	0.72	0.76	0.89	18.91	12.41	11.75	9.97	11%	14%	无
601200	上海环境	11.28	127	0.64	0.66	0.77	0.88	17.52	17.17	14.62	12.80	8%	7%	无
601330	绿色动力	8.76	122	0.43	0.53	0.66	0.81	20.37	16.55	13.31	10.85	14%	11%	无
002034	旺能环境	17.19	72	1.25	1.56	1.90	2.19	13.75	11.03	9.03	7.83	12%	12%	无

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注：除瀚蓝环境外均为 Wind 一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E	利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1017	1078	1029	1041	营业收入	7481	9420	11230	13155
应收款项	1129	1421	1694	1985	营业成本	5268	6567	7951	9420
存货净额	554	692	840	998	营业税金及附加	52	65	77	91
其他流动资产	1011	1273	977	658	销售费用	86	109	130	152
流动资产合计	3711	4464	4541	4682	管理费用	1143	1367	1455	1567
固定资产	9768	11106	12318	13455	财务费用	324	412	501	565
无形资产及其他	10138	12847	15656	18492	投资收益	80	80	80	80
投资性房地产	814	814	814	814	资产减值及公允价值变动	(26)	(30)	(35)	(40)
长期股权投资	499	540	590	639	其他收入	634	703	772	730
资产总计	24929	29772	33919	38082	营业利润	1297	1653	1933	2129
短期借款及交易性金融负债	2784	2068	1450	583	营业外净收支	1	1	1	1
应付款项	2724	3406	4135	4909	利润总额	1299	1654	1934	2130
其他流动负债	2286	2860	3466	4110	所得税费用	241	307	359	395
流动负债合计	7793	8334	9051	9602	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	7064	10064	12064	14064	归属于母公司净利润	1057	1347	1575	1735
其他长期负债	1902	2072	2178	2331					
长期负债合计	8965	12135	14241	16394					
负债合计	16758	20469	23292	25996					
少数股东权益	613	613	613	614					
股东权益	7557	8690	10013	11472					
负债和股东权益总计	24929	29772	33919	38082					

现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1057	1347	1575	1735
资产减值准备	5	5	5	5
折旧摊销	976	1134	1162	1210
公允价值变动损失	5	5	5	5
财务费用	324	412	501	565
营运资本变动	42	563	1210	1289
其它	(130)	327	416	481
经营活动现金流	1956	3381	4373	4725
资本开支	(3565)	(5187)	(5187)	(5187)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(3709)	(5228)	(5237)	(5236)
权益性融资	130	0	0	0
负债净变化	1623	3000	2000	2000
支付股利、利息	(169)	(215)	(251)	(277)
其它融资现金流	328	(716)	(618)	(867)
融资活动现金流	1767	1907	816	524
现金净变动	24	61	(49)	12
货币资金的期初余额	993	1017	1078	1029
货币资金的期末余额	1017	1078	1029	1041
企业自由现金流	(1243)	(1821)	(945)	(601)
权益自由现金流	708	128	29	71

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.38	1.65	1.93	2.13
每股红利	0.22	0.26	0.31	0.34
每股净资产	9.86	10.66	12.28	14.07
ROIC	8%	9%	9%	9%
ROE	14%	16%	16%	15%
毛利率	30%	30%	29%	28%
EBIT Margin	21%	22%	20%	19%
EBITDA Margin	34%	34%	31%	29%
收入增长	21%	26%	19%	17%
净利润增长率	16%	27%	17%	10%
资产负债率	70%	71%	70%	70%
息率	1.0%	1.2%	1.4%	1.6%
P/E	16.5	13.8	11.8	10.7
P/B	2.3	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA	13.3	12.3	12.1	11.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032