

无废城市新风口，大固废龙头扬帆起航

——瀚蓝环境（600323）点评报告

买入（维持）

2021年09月23日

报告关键要素：

9月16日，生态环境部发布了关于公开征求《“十四五”时期深入推进“无废城市”建设工作方案（征求意见稿）》和《“无废城市”建设指标体系（2021年版）（征求意见稿）》意见的通知，将推动100个左右地级及以上城市开展“无废城市”建设，到2025年，城市固体废物产生强度稳步下降，综合利用水平和比例大幅提升。作为大固废纵横一体化的产业龙头，公司已率先在南海区打造“无废城市”集约协同处理的瀚蓝模式。公司2021年半年报披露，报告期内实现营业收入45.51亿元，同比增长45.11%；归属上市公司股东的净利润6.27亿元，同比增长36.02%。

投资要点：

主营业务实现反弹，下半年或迎来平稳增长：公司主营业务包括固废处理业务、能源业务、供水业务和排水业务，其中固废处理业务和能源业务分别占公司主营业务收入53.81%和31.28%。固废处理业务方面，由于去年同期受到疫情影响基数较低，今年上半年该业务分部实现收入同比增长44.25%，净利润同比增长34.39%，疫情导致的业绩大幅增长可能在下半年转为平稳增长；能源业务方面，因为公司销售天然气差价较低、气源价格上涨、配气价格限价政策等原因，毛利率和净利率或将下降，使得该部分业绩有所波动。

新建在建项目众多，有望带来收入增长：公司于今年积极开展业务拓展，集中于生活垃圾焚烧发电领域。2021年上半年，即有海阳项目、济宁二期项目、晋江提标改建项目等共计5700吨/日规模的新建项目，并且仍有共计规模1600吨/日的试运营项目或将于下半年实现收入确认，共计1500吨/日的在建项目将在下半年建成。目前，固废处理业务需求旺盛，众多的新项目有望在下半年为企业带来业绩增长，冲抵外部因素的负面影响。

开展“大固废”战略，新格局带来新机遇：2021年为“十四五”规划开局之年，“碳达峰”与“碳中和”目标被提出，生态文明建设将成为国家重点扶持领域，固废危废处理等污染治理业务有望发力。2021年9月，《关于深化生态保护补偿制度改革的意见》发布，强调积极稳妥发展生态产业，安排优惠政策落地等措施。公司积极开展“大固废”战

基础数据

总股本(百万股)	815.35
流通A股(百万股)	815.35
收盘价(元)	23.84
总市值(亿元)	194.38
流通A股市值(亿元)	194.38

个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

在建项目投产高峰，焚烧产能高速扩张

分析师：

江维

执业证书编号：S0270520090001

电话：01056508507

邮箱：jiangwei@wlzq.com

研究助理：

黄星

电话：13929126885

邮箱：huangxing@wlzq.com.cn

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7481.44	9065.15	10053.67	11097.53
增长比率(%)	21	21	11	10
净利润(百万元)	1057.48	1245.82	1482.12	1803.11
增长比率(%)	16	18	19	22
每股收益(元)	1.30	1.53	1.82	2.21
市盈率(倍)	18.38	15.60	13.11	10.78
市净率(倍)	2.57	1.84	1.39	1.08

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

略，完备纵横一体化固废处理产业链，对标“无废城市”建设，对市政垃圾、工业垃圾、农业有机垃圾进行治理，有望在“十四五”规划扶持下实现业绩的快速增长。

盈利预测与投资建议：预计公司 2021-23 年实现营业收入 90.65/100.54/110.98 亿元，归母净利润分别为 12.46/14.82/18.03 亿元，对应 EPS 为 1.53/1.82/2.21 元。

风险因素：国网补贴不及预期，环保政策不及预期，产能释放不及预期。

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7481	9065	10054	11098
%同比增速	21%	21%	11%	10%
营业成本	5268	6528	7081	7676
毛利	2213	2537	2973	3422
%营业收入	30%	28%	30%	31%
税金及附加	52	63	70	77
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	86	110	120	133
%营业收入	1%	1%	1%	1%
管理费用	490	567	636	703
%营业收入	7%	6%	6%	6%
研发费用	111	117	133	149
%营业收入	1%	1%	1%	1%
财务费用	324	427	477	465
%营业收入	4%	5%	5%	4%
资产减值损失	-26	-22	-20	-20
信用减值损失	-34	0	0	0
其他收益	127	180	187	208
投资收益	80	131	124	141
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	1297	1540	1828	2224
%营业收入	17%	17%	18%	20%
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	1299	1540	1828	2224
%营业收入	17%	17%	18%	20%
所得税费用	241	295	346	421
净利润	1058	1246	1482	1803
%营业收入	14%	14%	15%	16%
归属于母公司的净利润	1057	1246	1482	1803
%同比增速	16%	18%	19%	22%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	1.30	1.53	1.82	2.21

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	1.30	1.53	1.82	2.21
BVPS	9.27	12.92	17.15	22.02
PE	18.38	15.60	13.11	10.78
PEG	1.21	0.88	0.69	0.50
PB	2.57	1.84	1.39	1.08
EV/EBITDA	11.37	8.96	8.86	7.87
ROE	14%	12%	11%	10%
ROIC	7%	6%	6%	7%

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1017	918	1369	987
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1028	1197	1371	1499
存货	554	575	654	714
预付款项	235	439	455	476
合同资产	200	121	157	186
其他流动资产	677	778	685	601
流动资产合计	3711	4028	4690	4462
长期股权投资	499	524	549	574
固定资产	5596	8194	11092	14202
在建工程	4071	4956	5604	6195
无形资产	10138	10335	10597	10925
商誉	413	413	413	413
递延所得税资产	171	171	171	171
其他非流动资产	330	360	390	420
资产总计	24929	28981	33505	37361
短期借款	1158	1372	1439	1078
应付票据及应付账款	2724	3181	3520	3816
预收账款	0	152	126	132
合同负债	223	138	175	203
应付职工薪酬	248	304	334	361
应交税费	155	203	223	244
其他流动负债	4443	5187	5067	4575
流动负债合计	7793	9165	9446	9331
长期借款	6144	5844	6644	6644
应付债券	919	919	919	919
递延所得税负债	231	231	231	231
其他非流动负债	1670	1670	1670	1670
负债合计	16758	17830	18911	18796
归属于母公司的所有者权益	7557	10538	13981	17953
少数股东权益	613	613	613	613
股东权益	8170	11151	14594	18566
负债及股东权益	24929	28981	33505	37361

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	1956	3512	2775	3226
投资	-174	-45	-45	-45
资本性支出	-3564	-3314	-2960	-3025
其他	28	121	114	131
投资活动现金流净额	-3709	-3238	-2892	-2938
债权融资	0	0	0	0
股权融资	130	0	0	0
银行贷款增加(减少)	10287	-87	868	-361
筹资成本	-593	-286	-300	-309
其他	-8057	0	0	0
筹资活动现金流净额	1767	-373	568	-670
现金净流量	14	-99	451	-382

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场