

# 瀚蓝环境 (600323.SH)

单三季度固废业务净利增长 30%，大固废布局优势显著

## 核心观点:

- 前三季度业绩同比增长 20.8%，固废业务保持稳健高增长。公司发布 2021 年三季报，前三季度实现营收 71.24 亿元 (同比+38.40%)，归母净利润 9.29 亿元 (同比+20.82%)。其中受疫情税收优惠取消、购销差价倒挂导致燃气业务净利润阶段性下滑等因素影响，公司单三季度实现业绩 3.02 亿元 (同比-1.96%)，值得注意的是公司固废业务依旧展现出强势成长性，单三季度实现净利润 2.01 亿元 (同比+29.83%)。此外，公司前三季度实现经营性现金流 16.51 亿元 (同比+35.35%)。
- 前三季度上网电量同比增长 53%，“焚烧+”大固废布局成效显著。从经营数据来看，公司前三季度垃圾焚烧量及上网电量分别同比增长 49% 和 53%，餐厨及工业危废处理量亦分别同比增长 88% 和 159%，焚烧+业务也已进入放量期。截至 2021 三季末已投产焚烧产能达 2.34 万吨/日，在手总规模为 3.42 万吨/日，焚烧运营产能 2~3 年内仍有 44% 提升空间。公司立足夯实大固废产业布局，成长属性依旧突出。
- 虚拟股权落地持续强化管理活力，低成本融资优势保障业绩增长。8 月 21 日公司高管薪酬及激励方案落地，其中增值奖励挂钩业绩及市值，对应虚拟行权价格达 23.89 元/股，职业经理人制度强化发展动力。此外 2021 年至今公司已滚动发行 37.4 亿元超短融债券，发行利率仅 2.35~2.9%。融资畅通保障充裕项目投产，持续保障公司未来成长性。
- 盈利预测与投资建议：大固废布局彰显成长性，维持“买入”评级。预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.53/1.86/2.22 元/股，最新收盘价对应 PE 分别为 14.84/12.23/10.21 倍。目前公司正处于产能集中建设投产期，预期 2021-2023 业绩仍将保持高复合成长，此外“焚烧+”业务持续开拓，内生与外延并举添活力，我们给予公司 2021 年 20 倍 PE 估值，对应 30.63 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。

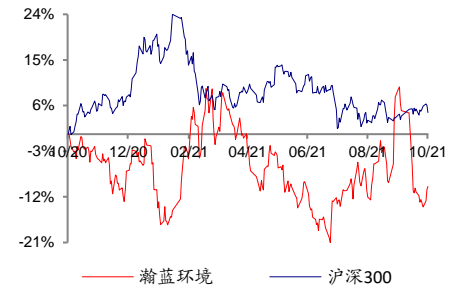
## 盈利预测:

|              | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E  | 2023E  |
|--------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)   | 6,160 | 7,481 | 9,413 | 10,171 | 11,165 |
| 增长率 (%)      | 27.0  | 21.5  | 25.8  | 8.1    | 9.8    |
| EBITDA (百万元) | 1,912 | 2,450 | 2,843 | 3,409  | 3,880  |
| 归母净利润 (百万元)  | 913   | 1,057 | 1,249 | 1,515  | 1,814  |
| 增长率 (%)      | 4.5   | 15.9  | 18.1  | 21.4   | 19.7   |
| EPS (元/股)    | 1.19  | 1.38  | 1.53  | 1.86   | 2.22   |
| 市盈率 (P/E)    | 14.73 | 17.99 | 14.84 | 12.23  | 10.21  |
| ROE (%)      | 13.9  | 14.0  | 14.1  | 14.6   | 14.9   |
| EV/EBITDA    | 10.52 | 11.37 | 10.64 | 8.76   | 7.06   |

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 | 22.72 元    |
| 合理价值 | 30.63 元    |
| 前次评级 | 买入         |
| 报告日期 | 2021-10-28 |

## 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):高 2021-08-22

管薪酬激励方案落地，挂钩业绩及市值增长

瀚蓝环境 (600323.SH):优 2021-08-13

质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 2021-07-21

半年业绩预增 30~38%，高成长的低估值固废龙头

联系人: 陈龙 021-38003624

shchenlong@gf.com.cn

| 资产负债表          |               |               |               |               |               | 现金流量表          |               |               |               |               |              |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| 单位: 百万元        |               |               |               |               |               | 单位: 百万元        |               |               |               |               |              |
| 至 12 月 31 日    | 2019A         | 2020A         | 2021E         | 2022E         | 2023E         | 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>4,809</b>  | <b>5,178</b>  | <b>7,973</b>  | <b>经营活动现金流</b> | <b>1,324</b>  | <b>1,956</b>  | <b>2,311</b>  | <b>3,243</b>  | <b>3,850</b> |
| 货币资金           | 993           | 1,017         | 1,240         | 1,350         | 3,827         | 净利润            | 904           | 1,058         | 1,249         | 1,516         | 1,814        |
| 应收及预付          | 1,325         | 1,262         | 1,632         | 1,616         | 1,618         | 折旧摊销           | 744           | 976           | 1,202         | 1,444         | 1,616        |
| 存货             | 355           | 554           | 750           | 792           | 864           | 营运资金变动         | -479          | -374          | -439          | -27           | 71           |
| 其他流动资产         | 592           | 878           | 1,188         | 1,421         | 1,664         | 其它             | 156           | 297           | 299           | 310           | 349          |
| <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> | <b>投资活动现金流</b> | <b>-3,955</b> | <b>-3,709</b> | <b>-4,866</b> | <b>-2,425</b> | <b>-936</b>  |
| 长期股权投资         | 442           | 499           | 549           | 589           | 619           | 资本支出           | -3,651        | -3,564        | -4,880        | -2,477        | -977         |
| 固定资产           | 4,589         | 5,596         | 6,193         | 6,541         | 6,548         | 投资变动           | -345          | -174          | -70           | -60           | -50          |
| 在建工程           | 4,239         | 4,071         | 4,771         | 4,271         | 3,271         | 其他             | 41            | 28            | 84            | 112           | 90           |
| 无形资产           | 7,589         | 10,138        | 12,539        | 13,748        | 14,125        | <b>筹资活动现金流</b> | <b>2,393</b>  | <b>1,767</b>  | <b>2,778</b>  | <b>-709</b>   | <b>-437</b>  |
| 其他长期资产         | 946           | 914           | 944           | 974           | 1,004         | 银行借款           | 5,158         | 10,287        | 3,114         | -273          | 1            |
| <b>资产总计</b>    | <b>21,071</b> | <b>24,929</b> | <b>29,806</b> | <b>31,301</b> | <b>33,540</b> | 股权融资           | 18            | 130           | 49            | 0             | 0            |
| <b>流动负债</b>    | <b>6,696</b>  | <b>7,793</b>  | <b>10,373</b> | <b>9,852</b>  | <b>9,777</b>  | 其他             | -2,783        | -8,649        | -384          | -436          | -438         |
| 短期借款           | 1,272         | 1,158         | 3,272         | 2,499         | 2,000         | <b>现金净增加额</b>  | <b>-237</b>   | <b>14</b>     | <b>223</b>    | <b>110</b>    | <b>2,477</b> |
| 应付及预收          | 2,315         | 2,724         | 2,815         | 2,973         | 3,243         | <b>期初现金余额</b>  | <b>1,226</b>  | <b>989</b>    | <b>1,017</b>  | <b>1,240</b>  | <b>1,350</b> |
| 其他流动负债         | 3,108         | 3,912         | 4,286         | 4,380         | 4,534         | <b>期末现金余额</b>  | <b>989</b>    | <b>1,002</b>  | <b>1,240</b>  | <b>1,350</b>  | <b>3,827</b> |
| <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>20,338</b> | <b>20,318</b> | <b>20,742</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         | 6,395         | 7,911         | 9,724         |                |               |               |               |               |              |
| 归属母公司股东权益      | 6,558         | 7,557         | 8,855         | 10,370        | 12,184        |                |               |               |               |               |              |
| 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>29,806</b> | <b>31,301</b> | <b>33,540</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>9,413</b> | <b>10,171</b> | <b>11,165</b> |
| 营业成本            | 4,435        | 5,268        | 6,846        | 7,230         | 7,885         |
| 营业税金及附加         | 42           | 52           | 66           | 71            | 67            |
| 销售费用            | 74           | 86           | 104          | 112           | 112           |
| 管理费用            | 374          | 490          | 615          | 641           | 681           |
| 研发费用            | 68           | 111          | 141          | 153           | 156           |
| 财务费用            | 224          | 324          | 373          | 423           | 392           |
| 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           | 94           | 122           | 100           |
| <b>营业利润</b>     | <b>1,066</b> | <b>1,297</b> | <b>1,521</b> | <b>1,846</b>  | <b>2,215</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>1,542</b> | <b>1,871</b>  | <b>2,240</b>  |
| 所得税             | 212          | 241          | 293          | 356           | 426           |
| <b>净利润</b>      | <b>904</b>   | <b>1,058</b> | <b>1,249</b> | <b>1,516</b>  | <b>1,814</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>1,249</b> | <b>1,515</b>  | <b>1,814</b>  |
| EBITDA          | 1,912        | 2,450        | 2,843        | 3,409         | 3,880         |
| EPS (元)         | 1.19         | 1.38         | 1.53         | 1.86          | 2.22          |

| 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%  | 25.8%  | 8.1%   | 9.8%   |
| 营业利润增长          | -3.2%  | 21.7%  | 17.2%  | 21.4%  | 20.0%  |
| 归母净利润增长         | 4.5%   | 15.9%  | 18.1%  | 21.4%  | 19.7%  |
| <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 毛利率             | 28.0%  | 29.6%  | 27.3%  | 28.9%  | 29.4%  |
| 净利率             | 14.7%  | 14.1%  | 13.3%  | 14.9%  | 16.3%  |
| ROE             | 13.9%  | 14.0%  | 14.1%  | 14.6%  | 14.9%  |
| ROIC            | 6.4%   | 6.7%   | 5.9%   | 6.7%   | 7.2%   |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 资产负债率           | 66.2%  | 67.2%  | 68.2%  | 64.9%  | 61.8%  |
| 净负债比率           | 195.5% | 205.1% | 214.8% | 185.0% | 162.1% |
| 流动比率            | 0.49   | 0.48   | 0.46   | 0.53   | 0.82   |
| 速动比率            | 0.35   | 0.35   | 0.33   | 0.38   | 0.65   |
| <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 总资产周转率          | 0.29   | 0.30   | 0.32   | 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  | 12.55  | 12.84  | 12.92  |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |        |
| 每股收益            | 1.19   | 1.38   | 1.53   | 1.86   | 2.22   |
| 每股经营现金流         | 1.73   | 2.55   | 2.83   | 3.98   | 4.72   |
| 每股净资产           | 8.56   | 9.86   | 10.86  | 12.72  | 14.94  |
| <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |        |
| P/E             | 14.73  | 17.99  | 14.84  | 12.23  | 10.21  |
| P/B             | 2.05   | 2.52   | 2.09   | 1.79   | 1.52   |
| EV/EBITDA       | 10.52  | 11.37  | 10.64  | 8.76   | 7.06   |

## 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 洁：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：资深分析师，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：高级分析师，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<br>26 号广发证券大厦 35<br>楼 | 深圳市福田区益田路<br>6001 号太平金融大厦<br>31 层 | 北京市西城区月坛北<br>街 2 号月坛大厦 18 层 | 上海市浦东新区南泉<br>北路 429 号泰康保险<br>大厦 37 楼 | 香港德辅道中 189 号<br>李宝椿大厦 29 及 30<br>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。