

瀚蓝环境 (600323)

2021年三季报点评：固废稳健盈利增强，燃气积极调价拓展客户
买入（维持）

2021年10月28日

证券分析师 袁理

执业证号：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 赵梦妮

zhaomn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,481	9,251	10,507	11,820
同比(%)	21.5%	23.7%	13.6%	12.5%
归母净利润(百万元)	1,057	1,284	1,530	1,761
同比(%)	15.9%	21.5%	19.1%	15.1%
每股收益(元/股)	1.30	1.57	1.88	2.16
P/E(倍)	16.93	13.94	11.71	10.17

投资要点

- **事件：**公司发布 2021 年三季报，2021 年前三季度公司营收 71.24 亿元，同增 38.40%，归母净利润 9.29 亿元，同增 20.82%，扣非归母净利润 8.94 亿元，同增 18.76%。2021 年单三季度公司营收 25.73 亿元，同增 27.95%，归母净利润 3.02 亿元，同减 1.96%，扣非归母净利润 2.85 亿元，同减 5.39%，符合我们的预期。
- **固废业务稳健增长盈利增强，燃气业务销量恢复成本攀升影响 Q3 业绩。**公司四大业务均实现稳健增长，前三季度净利润增幅低于营收增速的主要原因包括新投产有机废弃物及工业危废项目仍处于产能爬坡期、燃气价格上行带来成本提升影响燃气业务盈利、疫情补贴不再延续、计提坏账准备等。1) **固废处理：项目稳步投产，运营占比提高加强盈利质量。**2021Q3 固废收入 12.52 亿元，同增 15.13%；净利润 2.01 亿元，同增 29.83%，占比总利润 67%，项目陆续进入运营期后抬升整体盈利能力。截至 2021 年 9 月公司焚烧发电项目总规模达 34150 吨/日（不含顺德项目），已投运 23750 吨/日，试运营 1800 吨/日，在建 3050 吨/日，筹建 2250 吨/日，未建 3300 吨/日，吨上网电量提升至 317 度。2) **能源业务：售气量恢复增长，成本短期压制。**2021Q3 能源收入 8.92 亿元，同增 86.33%，天然气售气量同增 56.07%。受新增建筑陶瓷企业客户盈利能力较低和国际能源价格持续上涨，燃气业务盈利出现下滑，以改善盈利质量，公司积极申请调整天然气最高限价，大力拓展工业用户，前三季度销量实现同增 61%。3) **供水业务：**2021Q3 供水收入 2.62 亿元，同增 0.41%，供水量同增 8.08%至 3.4 亿吨。4) **排水业务：**2021Q3 排水收入 1.19 亿元，同增 8.65%，污水处理量同增 5.6%至 1.66 亿吨。
- **费用管控良好，期间费用率下降 0.91pct 至 12.48%。**2021 年前三季度公司销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.07pct、下降 0.41pct、下降 0.23pct、下降 0.2pct 至 1.14%、5.54%、1.24%、4.57%。
- **政府结算加快，经营性现金流持续改善。**2021 年前三季度，1) 经营活动现金流净额 16.51 亿元，同增 35.35%；2) 投资活动现金流净额-24.56 亿元，同增 12.53%；3) 筹资活动现金流净额 17.05 亿元，同减 1.23%。
- **垃圾焚烧行业刚性扩容，商业模式改善&碳中和价值增量。**我们预计十四五期间行业稳步增长复合增速近 11%，全国垃圾处理收费制度加快推进，垃圾处理费划转至税务部门征收，终端收费能力提升顺价逻辑加强。CCER 贡献 12%的利润弹性，通过碳交易市场手段降低补贴依赖度，商业模式和现金流改善确定性增强。
- **盈利预测：**我们认为公司凭借其优秀的横向扩张&整合能力，长期盈利份额提升可期。我们维持 2021-2023 年归母净利润预测 12.84/15.30/17.61 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 分别为 1.57/1.88/2.16 元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 14/12/10 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策推广项目进展不及预期，行业竞争加剧，政策风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.96
一年最低/最高价	19.85/29.10
市净率(倍)	1.94
流通 A 股市值(百万元)	17905.02

基础数据

每股净资产(元)	11.33
资产负债率(%)	65.13
总股本(百万股)	815.35
流通 A 股(百万股)	815.35

相关研究

- 1、《瀚蓝环境 (600323)：新一期高管激励出台，挂钩业绩&市值助力高质量发展》2021-08-22
- 2、《瀚蓝环境 (600323)：2021 年一季报点评：归母净利润高增 78.34% 业务恢复良好，现金流大幅改善》2021-04-28
- 3、《瀚蓝环境 (600323)：2020 年年报点评：大固废格局逐步成型，三年分红比例规划不低于 30%》2021-04-02

瀚蓝环境三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3,711	4,464	4,140	6,398	营业收入	7,481	9,251	10,507	11,820
现金	1,017	1,016	836	2,310	减:营业成本	5,268	6,568	7,387	8,256
应收账款	1,028	1,364	1,352	1,704	营业税金及附加	52	58	64	77
存货	554	579	695	729	营业费用	86	106	105	130
其他流动资产	1,112	1,505	1,257	1,656	管理费用	490	571	627	709
非流动资产	21,218	24,923	27,621	29,716	研发费用	111	130	126	160
长期股权投资	499	622	747	872	财务费用	324	367	469	477
固定资产	5,596	8,892	10,830	12,225	资产减值损失	26	31	36	40
在建工程	4,071	2,478	1,569	1,113	加:投资净收益	80	71	74	73
无形资产	10,138	12,041	13,613	14,676	其他收益	127	119	123	121
其他非流动资产	914	889	861	831	资产处置损益	0	0	0	0
资产总计	24,929	29,387	31,761	36,115	营业利润	1,297	1,610	1,889	2,165
流动负债	7,793	8,155	7,865	9,437	加:营业外净收支	1	25	21	24
短期借款	1,158	1,158	1,158	1,158	利润总额	1,299	1,635	1,910	2,189
应付账款	2,722	3,330	3,476	4,130	减:所得税费用	241	331	377	424
其他流动负债	3,914	3,667	3,231	4,149	少数股东损益	0	19	3	3
非流动负债	8,965	11,878	13,180	14,371	归属母公司净利润	1,057	1,284	1,530	1,761
长期借款	7,064	9,977	11,279	12,470	EBIT	1,804	2,227	2,635	2,954
其他非流动负债	1,902	1,902	1,902	1,902	EBITDA	2,780	3,414	4,146	4,716
负债合计	16,758	20,033	21,045	23,809					
少数股东权益	613	632	635	639	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
归属母公司股东权益	7,557	8,721	10,080	11,667	每股收益(元)	1.30	1.57	1.88	2.16
负债和股东权益	24,929	29,387	31,761	36,115	每股净资产(元)	9.60	11.05	12.80	14.85
					发行在外股份(百万股)	767	815	815	815
					ROIC(%)	8.5%	8.7%	9.1%	9.7%
					ROE(%)	12.9%	14.0%	14.4%	14.4%
					毛利率(%)	29.6%	29.0%	29.7%	30.1%
					销售净利率(%)	14.1%	13.9%	14.6%	14.9%
					资产负债率(%)	67.2%	67.4%	65.6%	63.8%
					收入增长率(%)	21.5%	23.7%	13.6%	12.5%
					净利润增长率(%)	15.9%	21.5%	19.1%	15.1%
					P/E	16.93	13.94	11.71	10.17
					P/B	2.29	1.99	1.72	1.48
					EV/EBITDA	10.44	9.12	7.90	6.87

数据来源: WIND, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>