

# 2021年年报点评：固废收入高增62.62%，燃气承压有望顺价

**买入（维持）**

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	11,777	12,652	13,380	14,268
同比	57.41	7.43	5.76	6.64
归属母公司净利润(百万元)	1,163	1,372	1,636	1,896
同比	10.01	17.90	19.29	15.90
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	1.43	1.68	2.01	2.33
P/E(现价&最新股本摊薄)	13.08	11.10	9.30	8.03

## 投资要点

- 事件：**公司发布2021年年度报告，2021年实现营收117.77亿元，同增57.41%；归母净利润11.63亿元，同增10.01%，低于我们的预期。公司拟每10股派发现金红利2.2元（含税），股息率为1.2%（按年报披露前一日股价计算）。
- 固废收入高增62.62%，燃气承压有望顺价。**2021年公司营收高增57.41%，主要系固废新项目投产，天然气销量创新高、销售均价提升所致，其中固废营收65.68亿元，同增62.62%，净利润7.17亿元，占公司净利润60.41%，为公司主要增长点。公司净利润增幅低于营收主要原因1)燃气业务受国际气价上行&配气限价政策影响，下半年出现亏损导致毛利率同降12.33pct至5.36%，公司已积极推进顺价，预计自4月起燃气盈利能力有望改善。2)会计政策变动，确认毛利率较低的PPP建造收入及成本；3)部分固废项目盈利未达预期，计提资产减值损失约0.81亿元；4)去年同期享约5000万元的疫情优惠补贴及绿电公司4600万垃圾外运补贴不再延续等影响。剔除会计政策影响，2021年经营性现金流净额约20亿元。
- “大固废”战略稳步推进，横纵一体化格局深度推进。**截至2021年公司垃圾焚烧在手规模34150吨/日（不含参股项目），其中已投运规模25,550吨/日（2021年投产8300吨/日），试运营+在建+筹建项目规模5300吨/日（2021年新增规模2100吨/日）。公司积极拓展固废一体化，纵向重点开拓环卫，横向打造固废产业园。
- 助力双碳目标，积极布局新型能源应用。**1)积极开展碳资产管理，提前布局碳资产，2021年公司完成96万吨VCS和7.2万吨CCER交易。2)打造氢能一体化应用示范，2022年启动年产2200吨氢气项目，配合公司在建设运营5个加氢站（3.5吨/日）及储备的氢能环卫车应用场景，打造制氢、加氢、用氢一体化模式。
- 固废产业园具备先发优势对标“无废城市”，降本增效实现异地复制。**十四五期间约推进100个“无废城市”建设。公司打造了国内首个固废全产业链综合园区—南海固废处理环保产业园，具备社会综合成本最小化的优势和先发优势。综合产业园可通过能源协同、环保设施协同、处理处置协同三大优势，实现降本增效，现已在顺德、开平等多省市成功移植推广，积累了成功经验，未来复制推广可期。
- 盈利预测与投资评级：**我们认为公司凭借其优秀的横向扩张&整合能力，有望持续拓展提升盈利规模。考虑国际能源价格持续上行，燃气业务面临较大成本压力，我们将2022-2023年归母净利润自15.30/17.61亿元下调至13.72/16.36亿元，预计2024年归母净利润为18.96亿元，当前市值对应2022-2024年PE为11/9/8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

2022年04月01日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

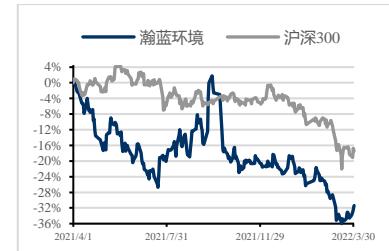
yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 赵梦妮

执业证书：S0600120100018

zhaomn@dwzq.com.cn

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	18.67
一年最低/最高价	17.41/27.69
市净率(倍)	1.54
流通A股市值(百万元)	15,222.53
总市值(百万元)	15,222.53

## 基础数据

每股净资产(元,LF)	12.15
资产负债率(% ,LF)	64.02
总股本(百万股)	815.35
流通A股(百万股)	815.35

## 相关研究

《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》

2021-10-28

《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

《瀚蓝环境(600323)：2021年中报点评：业务良性增长，现金流大幅改善》

2021-08-13

**事件：**

公司发布2021年年度报告，2021年公司实现营业收入117.77亿元，同比增长57.41%；归母净利润11.63亿元，同比增长10.01%；扣非归母净利润11.24亿元，同比增长10.17%，由于燃气业务成本大幅上行，因此全年盈利规模低于我们的预期。公司拟每10股派发现金红利2.2元（含税），股息率为1.2%（按年报披露前一日股价计算）。

## 1. 归母净利润同增10%，收入快速增长

**2021年归母净利润同增10%，固废稳健增长，燃气压力释放。**2021年全年公司营业收入大幅增加，主要系固废项目陆续投产贡献工程及运营收入，且天然气销量创新高，气价有所提升所致。全年归母净利润增幅低于营业收入增幅，主要考虑到天然气采购成本受国际能源价格持续上涨影响，下游销售受限于限价政策，从而于2021年下半年出现亏损现象，此外会计政策变更，公司确认了毛利率较低的PPP建造收入和成本，同时去年同期部分疫情影响优惠政策补贴取消，部分项目计提资产减值损失等综合因素叠加，使得公司盈利能力有所下降。

**新项目投产致财务费用增加，期间费用率下降2.63pct至10.89%。**2021年公司期间费用同比增长26.79%至12.82亿元，期间费用率下降2.63pct至10.89%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别增加23.68%、增加18.6%、增加15.58%、增加43.86%至1.07亿元、5.82亿元、1.28亿元、4.66亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别下降0.25pct、下降1.62pct、下降0.39pct、下降0.37pct至0.91%、4.94%、1.09%、3.95%。财务费用变动原因系多个固废项目相继投产，利息资本化转费用化。

**剔除会计政策影响，经营性现金流净额约20亿元。**1) 2021年公司经营活动现金流量净额8.78亿元，同比减少55.09%，主要是执行解释第14号及相关列报规定，将与形成其他非流动资产相关的投资活动产生的现金支出调整至经营活动产生的现金支出。如剔除解释第14号的影响，经营活动产生的现金流量净额约为20亿元，同比增长约2.24%。2) 投资活动现金流量净额-20.08亿元，同比增加45.87%，主要是将与形成其他非流动资产相关的投资活动产生的现金支出调整至经营活动产生的现金支出，使得当期经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额同比出现较大波动；3)筹资活动现金流量净额14.22亿元，同比减少19.51%。

**资产负债率同降3.21pct，营运效率提高。**2021年公司资产负债率为64.02%，同比下降3.21pct。2021年公司应收账款同比增长68.41%至17.31亿元，应收账款周转天数同比减少4.38天至42.16天；存货同比减少51.14%至2.7亿元，存货周转天数同比减少14.69天至16.35天；应付账款同比增长15.54%至31.45亿元，应付账款周转天数同比减少49.46天至116.38天，使净营业周期同比增加30.39天至-57.88天。

**周转加快&杠杆减轻使 ROE 下降 2.19pct 至 12.77%。**2021 年公司加权平均净资产收益率同比下降 2.19pct 至 12.77%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2021 年公司销售净利率为 10.07%，同比下降 4.07pct，总资产周转率为 0.43 (次)，同比上升 0.11 (次)，权益乘数从 20 年的 3.26 下降至 21 年的 3.1。

## 2. 固废项目陆续投运增长强劲，无废城市升级“瀚蓝模式”

**2021 年固废收入高增 62.62%，净利润 7.17 亿元占比达 60%。**2021 年公司固废收入 65.68 亿元，占公司主营业务收入的 57.27%，同比增长 62.62%；实现净利润 7.17 亿元，占公司净利润 60.41%，同比增长 27.18%，固废业务是公司的核心增长动力。2021 年固废业务毛利率同比下降 4.21pct 至 27.87%，固废收入高增主要系垃圾焚烧及工业危废项目的陆续投产，以及会计政策变更确认了更多建造收入所致。毛利率微降、净利润增长幅度低于收入增长幅度的主要原因是新投产有机废弃物处理项目、工业危废处理项目等产能利用率不足，盈利能力低于垃圾焚烧发电项目，且对盈利能力较弱的项目计提相应坏账准备所影响。

**对标无废城市，积极拓展固废纵横一体化。**1) 生生活垃圾焚烧新增与协同并进。2021 年公司新增拓展生活垃圾焚烧发电项目 2100 吨/日；截至 2021 年 12 月底，公司生活垃圾焚烧发电在手订单合计规模 34150 吨/日（不含参股项目），其中已投产项目规模为 25,550 吨/日（2021 年投产 8300 吨/日），试运营+在建+筹建项目规模 5300 吨/日。b) 积极拓展横纵一体化。纵向一体化中重点打造环卫服务业务，争取将环卫与垃圾焚烧发电项目形成良好的管理和业务协同，提升垃圾焚烧发电业务的运营成效。2021 年公司实现 8 个环卫轻资产运营的纵向一体化项目拓展；继续推进在佛山市南海区的“大市政”全链条管理业务，预计 2022 年项目规模将进一步提升。横向一体化重点对标“无废城市”，以生活垃圾焚烧发电为核心，横向一体化协同处理餐厨垃圾、污泥、工业废弃物、农业废弃物、医疗废物等污染源，形成无害化处理、资源循环、系统发展的产业新模式，截至 2021 年底公司在建项目中生活垃圾转运规模达 2920 吨/日，餐厨垃圾处理规模达 700 吨/日，农业垃圾处理项目规模达 70 吨/日。

表 1：报告期内公司固废在建项目一览

垃圾焚烧发电项目			
序号	项目名称	项目规模 (吨/日)	预计建成时间
1	平和项目一期	550	2022 年上半年
2	贵阳项目	2000	2022 年上半年
3	桂平项目一期	800	2023 年上半年
合计		3350	
生活垃圾转运站项目			

序号	项目名称	项目规模 (吨/日)	预计建成时间
1	惠安县生活垃圾中转站 PPP 项目	1650	2022 年下半年
2	桂城街道生活垃圾中转站项目	1270	2022 年上半年
	合计	2920	
<b>有机垃圾处理项目</b>			
序号	项目名称	项目规模 (吨/日)	预计建成时间
1	哈尔滨餐厨项目二期	200	2022 年上半年
2	廊坊项目	餐厨垃圾处理 200, 粪便 300, 废弃油 20	2022 年上半年
3	开平餐厨项目一期	150	2022 年上半年
4	大庆项目	餐厨垃圾处理 150, 粪便 50	2022 年下半年
<b>农业垃圾处理项目</b>			
序号	项目名称	项目规模 (吨/日)	预计建成时间
1	江门项目	30	2022 年下半年
2	肇庆驼王项目二期	40	2023 年上半年
	合计	170	
<b>危险废弃物项目</b>			
序号	项目名称	项目规模 (吨/日)	预计建成时间
1	廊坊医废项目一期	15	2022 年上半年
2	南海工业铝灰处理项目	82	2022 年上半年
	合计	97	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3. 燃气销售创新高，成本压力较大期待顺价

能源业务收入高增 79.19%，气源成本大幅上行盈利受损。能源业务 2021 年实现主营业务收入 33.58 亿元，占公司主营业务收入的 29.28%，同比增长 79.19%，毛利率同比下降 12.33pct 至 5.36%。佛山市南海区建筑陶瓷企业清洁能源改造工程完成，天然气销售量同比增加 57.18% 达 9.87 亿方创历史新高。燃气净利润下降主要是受国际能源价格持续上涨、天然气综合采购成本不断攀升，而受限于限价政策，导致大用户在 Q3 开始出现购、销差价倒挂现象，天然气业务下半年出现亏损，能源板块盈利能力同比下降。

多管齐下积极顺价，4 月起盈利有望改善：1) 积极向政府主管部门沟通理顺天然气价格机制；2) 推进上游优质气源供应多元化和结构多样化，打造稳健的气源保障体系。公司自 3 月中下旬起工业客户部分气量已经实施协议采购，天然气销售均价有所提升，公司预计 2022 年 4 月起，天然气购、销差价倒挂情况有望得到改善，天然气业务可争取实现扭亏。

### 4. 供水稳健增长，排水工程带动高增

**疫情影响降低&运维管控良好，供水营收稳健增长。**2021 年供水实现收入 9.84 亿元，占公司主营业务收入的 8.58%，同比增长 7.75%，供水毛利率同升 0.19pct 至 28.77%。供水收入增长主要系疫情影响降低，工商业售水、供水工程安装业务恢复到疫情前水平所致。公司落实降本增效举措，积极提升智慧水务水平，全年水损率控制在 8.56%，处于行业前列，运营管理能力优秀。

**排水收入高增 36.38%，项目扩建与管网运营积极推进。**2021 年排水实现收入 5.59 亿元，占公司主营业务收入的 4.88%，同比增长 36.38%，排水毛利率同升 0.46pct 至 49.79%。排水收入增长主要系新增大沥工业废水管网及泵站运营收入（含补确认以往年度），及受会计政策调整新增确认建造收入所致。2021 年公司积极推进建设金沙城北污水处理厂（二期）等 4 个扩建项目（总规模 8 万方/日），预计将于 2022 年陆续投产。

## 5. 固废产业园模式有望复制，优秀整合能力助力份额扩张

**对标无废城市，公司固废产业园模式一体化优势显著。**《“十四五”城镇生活垃圾分类和处理设施发展规划》规划鼓励统筹规划固体废物综合处置基地，积极推广静脉产业园建设模式，探索建设集生活垃圾、建筑垃圾、医疗废物、危险废物、农林垃圾等各类固废综合处置基地。公司已形成纵横一体化的大固废全产业链布局，并打造了国内首个固废全产业链综合园区——南海固废处理环保产业园，契合“无废城市”发展理念，具有先发优势，且建设与运营水平处于全国前列，形成了固废处理的竞争优势。产业园以垃圾焚烧发电项目为能源核心，配置生活垃圾转运、污泥处理、餐厨垃圾处理、渗滤液处理、飞灰处理等完整的生活垃圾处理设施，实现生活垃圾的无害化处理、资源化循环利用。同时，产业园模式在节省土地资源、降低处理成本、减少污染物排放、便利监管等方面的特点十分突出，具有社会成本最小化的显著优势，已实现了在全国多个城市的差异化复制输出。

**助力双碳目标，积极布局新型能源应用。**1) 积极开展碳资产管理，垃圾焚烧项目作为可再生能源项目具备减碳价值，公司早期注册联合国 CDM，可在国际碳市场中进行交易。在 CCER 机制审批开放期中，公司拥有 CCER 审定项目规模共 6350 吨/日，占已审定垃圾焚烧项目总规模的 5%，规模位列拥有 CCER 审定项目的生活垃圾焚烧企业前 5，体现了管理层长远的布局与国际化视野，全国碳市场建设成熟及国际碳市场接轨后公司有望优先获益。2021 年公司已完成 96 万吨 VCS 和 7.2 万吨 CCER 碳减排交易。  
2) 打造氢能一体化应用示范，公司在建设运营 5 个加氢站（3.5 吨/日）及具备氢能环卫车应用场景的基础上，积极探索固废处理业务与能源业务的协同，2022 年启动在佛山南海建设一个设计规模年产约 2200 吨氢气的制氢项目，形成制氢、加氢、用氢一体化模式。项目投资金额为 9200 万元，公司预计建成投产后年经营收入 5000 多万元，具有较好的投资回报。

**并购整合效果佳，优秀治理水平提升管理效率及经营业绩。**公司通过并购创冠中国使经营区域拓展到全国，实现业务版图与经营区域的双扩张，优秀整合能力得到验证，有利于加速公司在具有良好现金流模式的大固废领域实现份额扩张。公司 ROE 水平从 2015 年收购创冠中国时的 9.81% 稳步提升至 2021 年的 12.77%，盈利能力提升明显。另外，焚烧发电效率加速提升，公司单吨上网电量从 2015 年的 265.9kWh 提升至 2021 年的 323.7kWh，提高了 21.73%。

**盈利预测与投资评级：**我们认为公司凭借其优秀的横向扩张&整合能力，有望在固废一体化拓展过程中持续提升盈利规模。考虑到国际能源价格持续上行，公司燃气业务仍面临较大成本压力，我们将 2022-2023 年归母净利润自 15.30/17.61 亿元下调至 13.72/16.36 亿元，预计 2024 年归母净利润为 18.96 亿元，当前市值对应 2022-2024 年 PE 为 11/9/8 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

## 瀚蓝环境三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>4,846</b>	<b>6,345</b>	<b>7,542</b>	<b>9,022</b>	<b>营业收入</b>	<b>11,777</b>	<b>12,652</b>	<b>13,380</b>	<b>14,268</b>
货币资金及交易性金融资产	1,307	2,475	3,434	4,653	营业成本(含金融类)	9,073	9,683	9,953	10,436
经营性应收款项	1,945	2,062	2,173	2,313	税金及附加	80	89	96	103
存货	270	318	327	343	销售费用	107	152	174	185
合同资产	462	506	535	571	管理费用	582	688	757	790
其他流动资产	861	984	1,072	1,142	研发费用	128	152	161	171
<b>非流动资产</b>	<b>24,433</b>	<b>25,825</b>	<b>27,152</b>	<b>28,502</b>	<b>财务费用</b>	<b>466</b>	<b>417</b>	<b>455</b>	<b>493</b>
长期股权投资	550	600	650	700	加: 其他收益	146	152	161	171
固定资产及使用权资产	5,481	5,719	5,852	6,018	投资净收益	73	82	87	93
在建工程	336	1,136	1,836	2,436	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	9,430	9,710	10,140	10,670	减值损失	-152	-20	-20	-20
商誉	413	413	413	413	资产处置收益	2	1	1	1
长期待摊费用	99	98	97	96	<b>营业利润</b>	<b>1,411</b>	<b>1,686</b>	<b>2,013</b>	<b>2,334</b>
其他非流动资产	8,124	8,149	8,164	8,169	营业外净收支	26	8	8	8
<b>资产总计</b>	<b>29,278</b>	<b>32,170</b>	<b>34,694</b>	<b>37,524</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,436</b>	<b>1,694</b>	<b>2,021</b>	<b>2,342</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,588</b>	<b>8,252</b>	<b>8,607</b>	<b>9,119</b>	<b>减: 所得税</b>	<b>250</b>	<b>296</b>	<b>353</b>	<b>409</b>
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,124	2,274	2,474	2,724	<b>净利润</b>	<b>1,186</b>	<b>1,398</b>	<b>1,668</b>	<b>1,933</b>
经营性应付款项	3,151	3,456	3,552	3,724	减: 少数股东损益	23	27	32	37
合同负债	273	339	348	365	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,163</b>	<b>1,372</b>	<b>1,636</b>	<b>1,896</b>
其他流动负债	2,040	2,183	2,233	2,305					
非流动负债	11,154	12,434	13,484	14,519	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.43	1.68	2.01	2.33
长期借款	7,964	9,164	10,164	11,164	EBIT	1,882	2,084	2,444	2,798
应付债券	1,056	1,056	1,056	1,056	EBITDA	2,792	2,296	2,611	2,982
租赁负债	112	192	242	277					
其他非流动负债	2,023	2,023	2,023	2,023					
<b>负债合计</b>	<b>18,743</b>	<b>20,686</b>	<b>22,092</b>	<b>23,638</b>	<b>毛利率(%)</b>	<b>22.96</b>	<b>23.46</b>	<b>25.61</b>	<b>26.85</b>
归属母公司股东权益	9,905	10,826	11,912	13,159	归母净利率(%)	9.88	10.84	12.23	13.29
少数股东权益	631	658	690	727					
<b>所有者权益合计</b>	<b>10,536</b>	<b>11,484</b>	<b>12,602</b>	<b>13,886</b>	<b>收入增长率(%)</b>	<b>57.41</b>	<b>7.43</b>	<b>5.76</b>	<b>6.64</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>29,278</b>	<b>32,170</b>	<b>34,694</b>	<b>37,524</b>	<b>归母净利润增长率(%)</b>	<b>10.01</b>	<b>17.90</b>	<b>19.29</b>	<b>15.90</b>

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	878	2,159	2,172	2,584	每股净资产(元)	12.15	13.28	14.61	16.14
投资活动现金流	-2,008	-1,532	-1,418	-1,452	最新发行在外股份 (百万股)	815	815	815	815
筹资活动现金流	1,422	541	205	87	ROIC(%)	7.81	7.49	7.96	8.30
现金净增加额	293	1,168	959	1,219	ROE-摊薄(%)	11.75	12.67	13.74	14.41
折旧和摊销	910	212	167	184	资产负债率(%)	64.02	64.30	63.68	62.99
资本开支	-2,000	-1,541	-1,441	-1,491	P/E (现价&最新股本摊薄)	13.08	11.10	9.30	8.03
营运资本变动	-1,799	161	-44	-2	P/B (现价)	1.54	1.41	1.28	1.16

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、意见及推測不一致的报告。

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>