

瀚蓝环境 (600323)

2022 年一季报点评：固废净利高增 69%，股东增持坚定信心

买入（维持）

2022 年 04 月 29 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

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%	7%	6%	7%
归属母公司净利润（百万元）	1,163	1,372	1,636	1,896
同比	10%	18%	19%	16%
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）	12.95	10.99	9.21	7.95

投资要点

- **事件：**2022 年一季度公司实现营业收入 27.27 亿元，同比增长 32.04%；归母净利润 1.59 亿元，同比减少 34.3%。
- **固废净利润高增约 69%，燃气购销差价扭亏转盈在即。**1) **固废板块：**收入同增 38.42%至 15.13 亿元，净利润高增 69%至 2.48 亿元，主要受益于垃圾焚烧新项目投产、环卫收入增加、项目产能利用率及吨上网持续上行，2022Q1 公司吨垃圾上网提升至 330 度。2) **能源板块：**收入同增 35.83%至 8.28 亿元，主要系天然气销量增加、销售均价提升所致。由于国际气价上行&配气限价政策，2022Q1 能源业务亏损约 1.6 亿元。公司已积极推进顺价&气源供应多样化，3 月中下旬起工业客户部分气量、气价均有所提升，预计 4 月天然气购、销差价倒挂情况得到扭转。3) **排水板块：**收入同增 42.92%至 1.47 亿元，主要是补确认部分污水处理厂过渡期间污水处理结算收益，污水管网运营收入增加所影响。
- **“大固废”战略稳步推行，未投运垃圾焚烧项目规模占比 25%。**截至 2022 年 3 月底，公司生活垃圾焚烧发电在手项目规模 34,150 吨/日（不含参股项目），其中已投产规模 25,550 吨/日，试运营规模 500 吨/日，在建规模 3,350 吨/日，筹建规模 1,450 吨/日，未建规模 3,300 吨/日。
- **剔除会计政策影响，经营性现金流净额约为 1 亿元。**1) 2022Q1 公司经营现金流净额同降 123.56%至-1.12 亿元，主要系能源业务 Q1 同比亏损、应收账款回款未有明显改善和执行解释第 14 号及相关列报规定所致。如剔除解释第 14 号的影响，经营活动现金流净额约为 1 亿元；2) 投资活动现金流净额-8.86 亿元，同增 6.75%；3) 筹资活动现金流净额 7.42 亿元，同增 21.36%。
- **费控良好，期间费用率下降 2.54pct 至 11.43%。**其中，销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.24pct、下降 0.95pct、下降 0.64pct、下降 0.71pct 至 1.03%、5.13%、0.79%、4.49%。
- **控股股东增持，彰显长期发展信心。**公司控股股东母公司南海控股计划在未来 6 个月内增持公司股票总计不低于 600 万股且不超过 1000 万股。截至 4 月 28 日，南海控股已累计增持 313.47 万股，占总股本的 0.38%。
- **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。**十四五期间国家推进 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，燃气业务有望顺价迎来恢复式增长。我们维持 2022-2024 年归母净利润预测 13.72/16.36/18.96 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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.48
一年最低/最高价	17.41/27.69
市净率(倍)	1.50
流通 A 股市值(百万元)	15,067.62
总市值(百万元)	15,067.62

基础数据

每股净资产(元,LF)	12.35
资产负债率(% ,LF)	64.37
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 年年报点评：固废收入高增 62.62%，燃气承压有望顺价》

2022-04-01

《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
流动资产	4,846	6,345	7,542	9,022	营业总收入	11,777	12,652	13,380	14,268
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
非流动资产	24,433	25,825	27,152	28,502	财务费用	466	417	455	493
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	营业利润	1,411	1,686	2,013	2,334
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
资产总计	29,278	32,170	34,694	37,524	利润总额	1,436	1,694	2,021	2,342
流动负债	7,588	8,252	8,607	9,119	减:所得税	250	296	353	409
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,124	2,274	2,474	2,724	净利润	1,186	1,398	1,668	1,933
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	归属母公司净利润	1,163	1,372	1,636	1,896
其他流动负债	2,040	2,183	2,233	2,305	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.43	1.68	2.01	2.33
非流动负债	11,154	12,434	13,484	14,519	EBIT	1,882	2,084	2,444	2,798
长期借款	7,964	9,164	10,164	11,164	EBITDA	2,792	2,296	2,611	2,982
应付债券	1,056	1,056	1,056	1,056	毛利率(%)	22.96	23.46	25.61	26.85
租赁负债	112	192	242	277	归母净利率(%)	9.88	10.84	12.23	13.29
其他非流动负债	2,023	2,023	2,023	2,023	收入增长率(%)	57.41	7.43	5.76	6.64
负债合计	18,743	20,686	22,092	23,638	归母净利润增长率(%)	10.01	17.90	19.29	15.90
归属母公司股东权益	9,905	10,826	11,912	13,159					
少数股东权益	631	658	690	727					
所有者权益合计	10,536	11,484	12,602	13,886					
负债和股东权益	29,278	32,170	34,694	37,524					

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)	12.95	10.99	9.21	7.95
营运资本变动	-1,799	161	-44	-2	P/B (现价)	1.52	1.39	1.26	1.15

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>