

瀚蓝环境(600323)

拟启动 10-30 亿元基础设施公募 REITs，轻资产成长加速

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%	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)	14.30	12.13	10.17	8.78

投资要点

- 事件：**公司公告，1) 启动基础设施公募 REITs 发行工作，预计规模 10-30 亿元；2) 拟投资佛山市三水区生活垃圾焚烧发电项目，总处理规模 1800 吨/日，总投资约 14.88 亿元，按股权比例出资。
- 拟启动 10-30 亿元基础设施公募 REITs 发行工作，盘活存量资产，轻资产成长加速。**公司拟入池资产为排水或固废处理业务相关资产，预计规模 10-30 亿元。REITs 发行能够有效促进公司投资良性循环，增强可持续发展能力：**1) 盘活存量资产**，运用基础设施 REITs 将有效提高存量资产流动性，盘活存量资产回收资金，加速新项目投资和存量收并购，**轻资产扩张打开成长天花板**；**2) 创新投融资机制**，拓宽融资渠道，优化经营模式，减少债务融资的财务成本；**3) 改善企业现金流及 ROE 水平**，优质运营资产迎价值重估。首批上市的富国首创水务 REIT 和中航首钢生物质 REIT 底层资产分别为水务和固废项目，上市后溢价率较高反映市场对优质运营资产价值的认可，富国首创 REIT 和中航首钢生物质 REIT 自成立以来涨幅分别为 29%、28%，溢价率分别为 27%、43%。从 PB 来看，水务 REITs 项目 PB 估值为 1.27，较原运营方首创环保的 PB 估值 1.25 高，从市价/分红来看，对水务项目分派现金流的估值水平是首创环保的 1.95 倍。随着 REITs 扩募，将带动行业内具备高股息兼具成长性的优质运营资产的价值重估，进而提振板块估值。
- 拟新增 1800 吨/日垃圾焚烧项目，行业稳健发展期头部公司竞争优势显现。**公司拟以子公司瀚蓝(佛山三水)生物环保为主体(公司持股 49%)，投资佛山市三水区生活垃圾焚烧发电项目，总处理规模 1800 吨/日，总投资约 14.88 亿元，公司按股权比例出资，项目合作期 30 年(含 2 年建设期)。截至 2022 年 3 月底，公司生活垃圾焚烧发电在手订单合计规模 34,150 吨/日，其中已投产(含试运营)项目规模 26,050 吨/日，在建、筹建、未建项目规模分别为 3,350、1,450、3,300 吨/日。垃圾焚烧行业已进入稳健增长期，公司本次新投垃圾焚烧项目规模较大，体现出头部公司在新增优质项目获取上的竞争优势，助力公司垃圾焚烧处理规模的稳步提升，稳定盈利持续增长。
- 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，REITs 启动将助力公司盘活存量资产，打开轻资产成长模式。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 12/10/9 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 08 月 03 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)	20.41
一年最低/最高价	17.41/27.69
市净率(倍)	1.65
流通 A 股市值(百万元)	16,641.24
总市值(百万元)	16,641.24

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)：2022 年一季报点评：固废净利高增 69%，股东增持坚定信心》

2022-04-29

《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 年三季度报点评：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					
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					
负债合计	18,743	20,686	22,092	23,638	毛利率(%)	22.96	23.46	25.61	26.85
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					
所有者权益合计	10,536	11,484	12,602	13,886	收入增长率(%)	57.41	7.43	5.76	6.64
负债和股东权益	29,278	32,170	34,694	37,524	归母净利润增长率(%)	10.01	17.90	19.29	15.90

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)	14.30	12.13	10.17	8.78
营运资本变动	-1,799	161	-44	-2	P/B(现价)	1.68	1.54	1.40	1.26

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>