

# 瀚蓝环境 (600323.SH)

## 燃气盈利反转超预期，期待固废并购加速

### 核心观点：

- **燃气盈利反转超预期，固废保持高增长下全年业绩可期。**公司发布2022年半年报，上半年实现营业收入61.35亿元（同比+34.8%）、归母净利润5.50亿元（同比-12.3%）。业绩负增长主要系天然气价格上涨导致燃气业务Q1亏损1.6亿，但Q2燃气盈利已经扭转，实现0.7亿元（与去年同期基本持平）。扣除燃气业务后，公司2022年H1归母净利润6.4亿元（同比+19.2%）。展望后续，燃气销量提升叠加进销差扭转下盈利弹性空间突出，此外固废业务持续放量下全年业绩可期。
- **大固废业务增长强劲，“无废城市”订单持续开拓。**2022H1公司固废业务实现收入33.35亿元（同比+38.7%）、净利润5.08亿元（同比+38.2%），固废项目进入业绩放量期。截至2022年6月底，公司垃圾焚烧在运规模2.61万吨/日，3350吨/日在建项目将在今年放量，并且众多餐厨（839吨/日）、中转站（2920吨/日）、危废（3万吨/年）等“焚烧+”项目和10万方/日排水项目将在2022年内建成投产。依托“瀚蓝2.0”模式不断新签“无废城市”优质订单，包括三水绿色环保及智慧城市管家项目（含焚烧产能1800t/d），长期成长潜力依旧突出。
- **公募REITs盘活存量资产，期待公司后续再投资（并购）加速。**近期公司发布公告，启动基础设施公募REITs发行工作：公司拟选取排水或固废处理相关资产作为入池标的、规模约10-30亿元。“十四五”期间垃圾焚烧进入存量时代，资产并购整合加速、无废城市等综合固废投资需求增加。公司通过将存量资产REITs化可提前收回投资，形成“投资-运营-REITs-再投资（并购）”的良性扩张逻辑。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2022-2024年归母净利润为14.55/18.18/21.81亿元，对应PE为11.17/8.94/7.45倍。参考同业给予2022年15倍PE估值，合理价值26.77元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**REITs推进、产能投产不及预期，新项目回报率下滑等。

### 盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	7,481	11,777	11,822	12,267	12,901
增长率（%）	21.5	57.4	0.4	3.8	5.2
EBITDA（百万元）	2,450	2,717	3,324	3,863	4,376
归母净利润（百万元）	1,057	1,163	1,455	1,818	2,181
增长率（%）	15.9	10.0	25.1	24.9	20.0
EPS（元/股）	1.38	1.43	1.78	2.23	2.68
市盈率（x）	17.99	14.70	11.17	8.94	7.45
ROE（%）	14.0	11.7	12.8	13.8	14.2
EV/EBITDA（x）	11.37	9.96	7.49	6.07	4.88

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

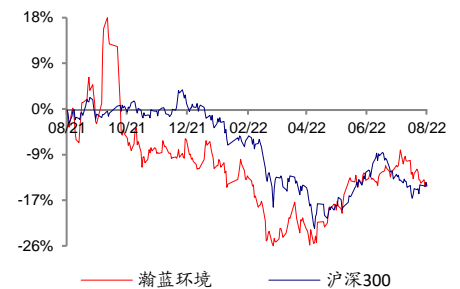
识别风险，发现价值

### 公司评级

买入

当前价格	19.94元
合理价值	26.77元
前次评级	买入
报告日期	2022-08-19

### 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) :启动 REITs 盘活存量资产，助力并购扩张 2022-08-03
- 瀚蓝环境 (600323.SH) :燃气亏损利空出清，固废业务维持高增长 2022-04-28
- 瀚蓝环境 (600323.SH) :低估值环保白马龙头，股东增持彰显发展信心 2022-04-11

### 联系人：

陈龙 021-38003623

shchenlong@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

## 目录索引

一、燃气盈利反转超预期，固废业务保持高成长 .....	4
二、固废仍为核心增长驱动，加速夯实大固废布局.....	6
（一）固废业务进入投产放量高峰期，保障未来 2~3 年业绩成长性 .....	6
（二）燃气+水务业务提供稳定现金流，期待气价理顺后供热盈利恢复 .....	8
三、REITS 盘活存量资产，“无废城市”潜力突出 .....	9
四、盈利预测和投资建议.....	11
五、风险提示 .....	11

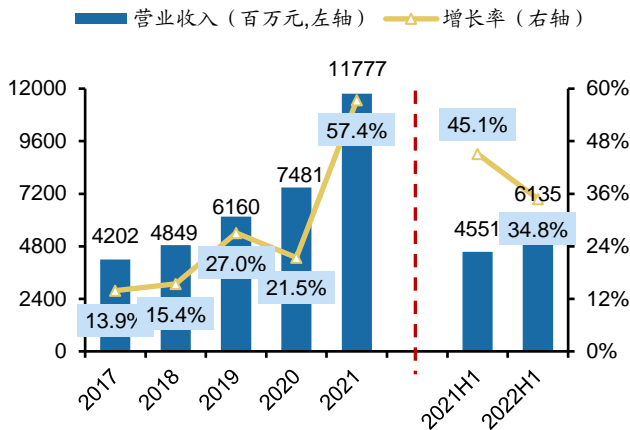
## 图表索引

图 1: 公司 2022H1 营收同比增长 34.8%.....	4
图 2: 公司 2022H1 归母净利润同比减少 12.3%.....	4
图 3: 2022H1 公司毛利率及净利率水平分别达 21.4%和 9.0%.....	4
图 4: 2022H1 公司管理费用 (含研发) 达 3.21 亿元.....	5
图 5: 2022H1 公司期间费率同比下降 2.5 个 pct.....	5
图 6: 调整后 2022H1 经营性现金流净额达 4.44 亿元.....	5
图 7: 公司现金流净额情况.....	5
图 8: 应收账款体量及占营收比重.....	6
图 9: 应收账款结构划分.....	6
图 10: 公司分部业务营收情况.....	6
图 11: 公司分部业务毛利率情况.....	6
图 12: 2022 年 H1 垃圾焚烧量同比增长 15.6%.....	7
图 13: 2022 年 H1 上网电量同比增长 16.5%.....	7
图 14: 业务持续高速外延扩张, 公司垃圾焚烧项目战略布局情况 (截至 2022 年 H1).....	8
图 15: 燃气业务 2022 年营收同比增长 37.6%.....	8
图 16: 子公司燃气发展营业收入及净利润.....	8
图 17: 供水业务 2022 年 H1 实现收入 4.48 亿元.....	9
图 18: 排水业务 2022 年 H1 实现收入 2.85 亿元.....	9
图 19: 供水业务产销量情况.....	9
图 20: 排水处理业务产销量情况.....	9
图 21: 公募 REITs 盘活存量、加速项目融资.....	10
图 22: 公司打通固废全产业链.....	10
表 1: 公司 2022 年 H1 投产 500 吨/日.....	7
表 2: 瀚蓝环境同业对比 (收盘价 2022/8/18).....	11

## 一、燃气盈利反转超预期，固废业务保持高成长

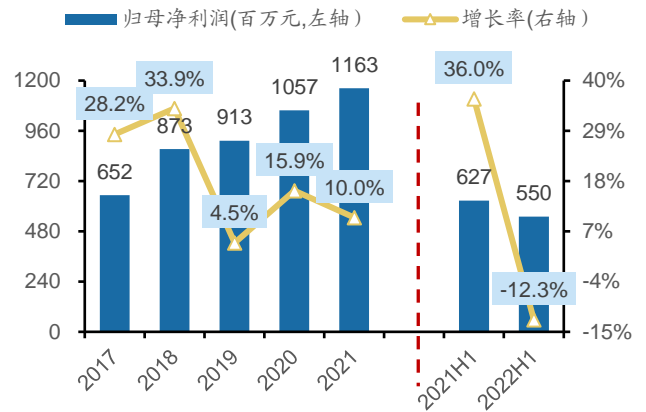
燃气盈利反转超预期，固废保持高增长下全年业绩可期。公司发布2022年半年报，上半年实现营业收入61.35亿元(同比+34.8%)、归母净利润5.50亿元(同比-12.3%)。业绩负增长主要系天然气价格上涨导致燃气业务Q1亏损1.6亿，但Q2燃气盈利已经扭转，实现0.7亿元(与去年同期基本持平)。扣除燃气业务后，公司2022年H1归母净利润6.4亿元(同比+19.2%)。展望后续，燃气销量提升叠加进销差扭转下盈利弹性空间突出，此外固废业务持续放量下全年业绩可期。

图 1: 公司2022H1营收同比增长34.8%



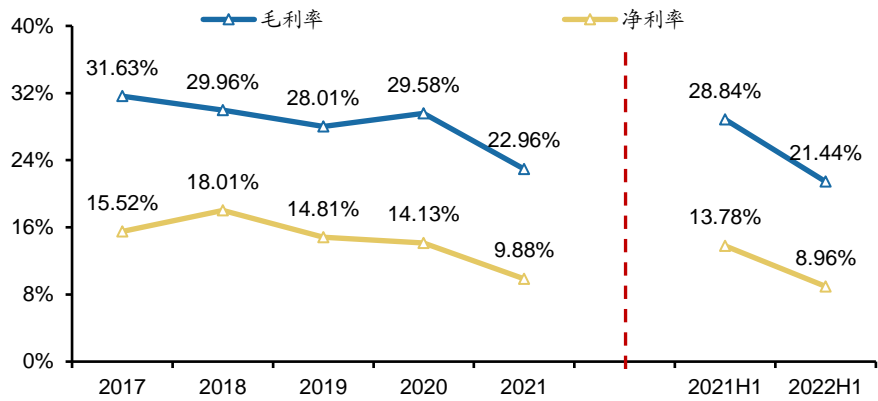
数据来源: 公司定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

图 2: 公司2022H1归母净利润同比减少12.3%



数据来源: 公司定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

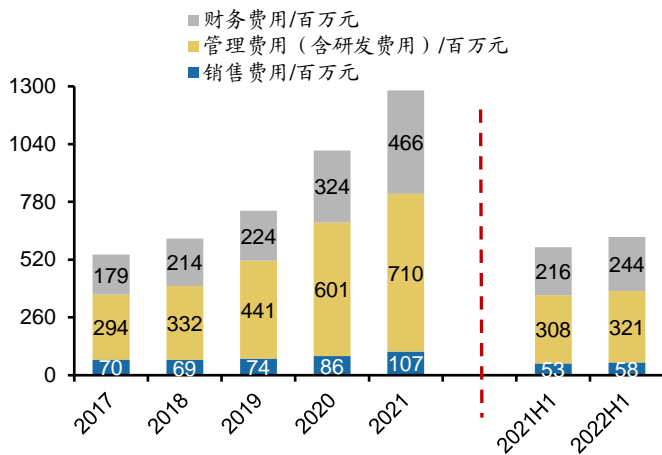
图 3: 2022H1公司毛利率及净利率水平分别达21.4%和9.0%



数据来源: 公司定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

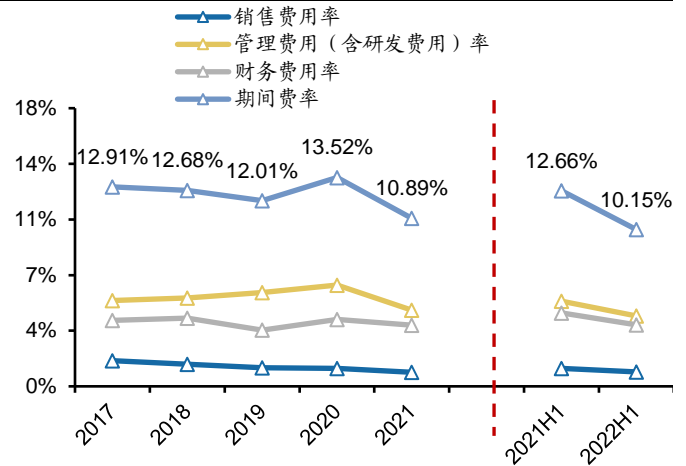
2022年上半年期间费用率10.15%同比下降2.51个pct。公司2022年上半年管理费用率(含研发费用)达4.55%(同比-0.97个pct)，其中管理费用达2.79亿元(同比+11.21%)、研发费用达0.42亿元(同比-26.00%)，公司管理及研发费用控制得当；此外新项目投产，融资规模扩张以及部分固废项目相继转固、相关利息支出增加的影响，公司2022年H1财务费用率达3.97%(财务费用达2.44亿元，同比+12.61%)；2022年H1销售费率达0.94%。

图 4: 2022H1公司管理费用(含研发)达3.21亿元



数据来源: 公司定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

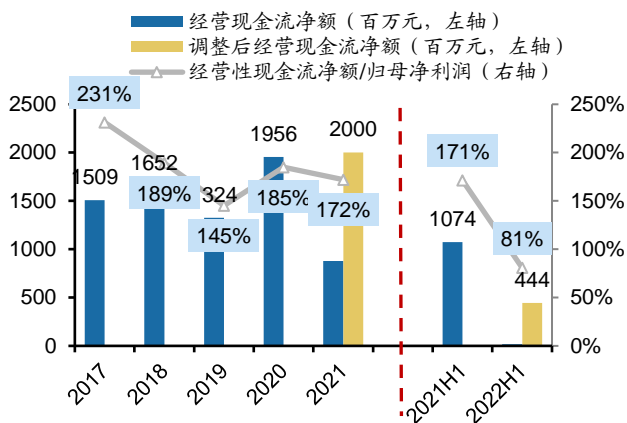
图 5: 2022H1公司期间费率同比下降2.5个pct



数据来源: 公司定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

受能源业务亏损影响, 2022年上半年调整后经营性现金流净额约4.44亿元。受益于公司固废、燃气、水务业务在运营期能够提供稳定的现金流, 公司历史五年净现比(经营性现金流净额/归母净利润)均值达1.65, 2022年H1经营性现金流0.16亿元(同比-98.53%)。经营性现金流同比下滑的主要原因是公司执行解释第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。我们预期伴随着在手项目的陆续投产落地和燃气价格理顺, 公司经营性现金流净额有望进一步提升, 稳态经营现金净流入保障业务扩张。

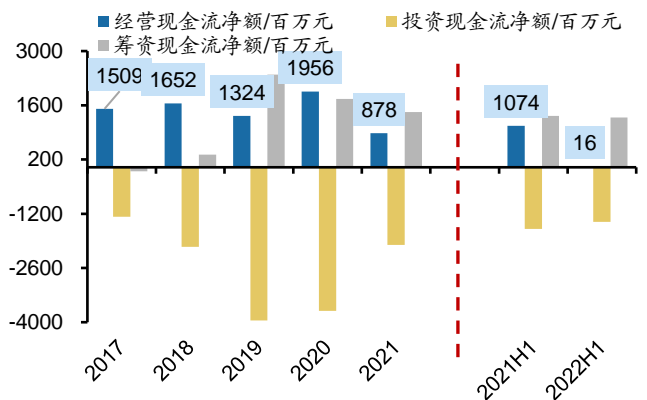
图 6: 调整后2022H1经营性现金流净额达4.44亿元



数据来源: 公司定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 2021年和2022H1的净现比均由调整后的调整后的经营性现金流净额计算

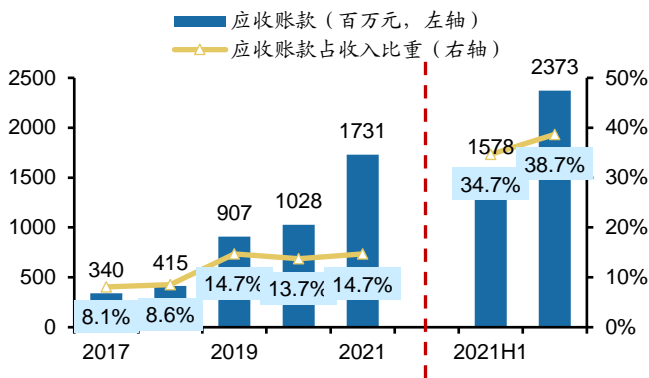
图 7: 公司现金流净额情况



数据来源: 公司定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

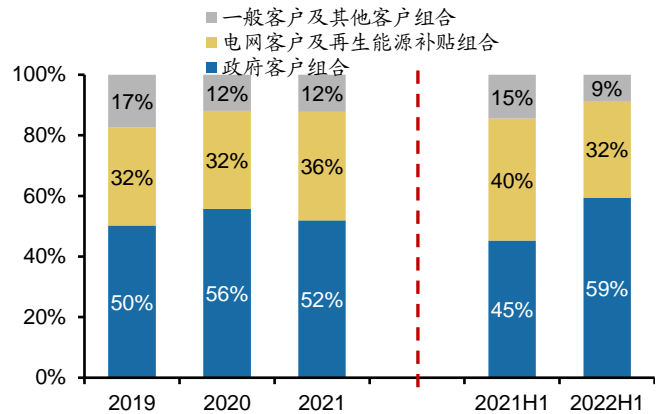
国补应收账款账面价值已达7.58亿元, 期待补贴发放优化现金流。从公司应收账款来看, 由于2021年大规模项目纳入国补清单后, 公司应收账款体量规模呈现明显上升趋势(相应国家可再生能源补助电费收入取得无条件收取对价的权利, 合同资产转为应收账款)。截至2022年H1, 国补应收账款体量已达7.58亿元(占应收账款32%)。2022年政府基金支出预算中, 包含可再生能源补贴的其他政府性基金大幅增加至4529亿, 预期国补资金加速回流下有望进一步优化公司现金流结构。

图 8: 应收账款体量及占营收比重



数据来源: 公司定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

图 9: 应收账款结构划分



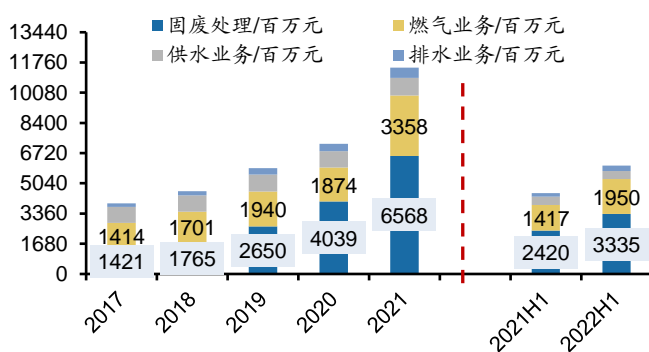
数据来源: 公司定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

## 二、固废仍为核心增长驱动，加速夯实大固废布局

### (一) 固废业务进入投产放量高峰期，保障未来 2~3 年业绩成长性

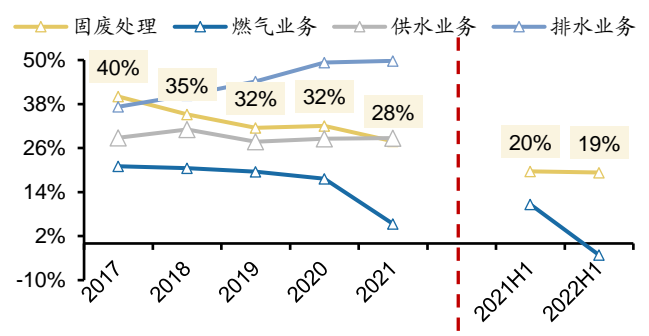
固废业务营收占比持续提升，仍是公司未来业绩增长的主要驱动力。从收入结构来看，公司现已形成聚焦固废、燃气+供水+排水协同发展的业务格局，2022年H1分别实现收入33.35亿元、19.50亿元、4.48亿元、2.85亿元。固废业务为核心增长驱动，2022年H1收入占比在50%以上。受垃圾焚烧工程业务确认收入的影响，固废业务毛利率有所下降。我们预期一方面公司在手项目投产支撑持续成长性，另一方面无废城市建设打开环卫、再生资源、危废等超万亿元的综合固废需求，公司固废业务仍有望保持高速增长。

图 10: 公司分部业务营收情况



数据来源: 公司定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

图 11: 公司分部业务毛利率情况

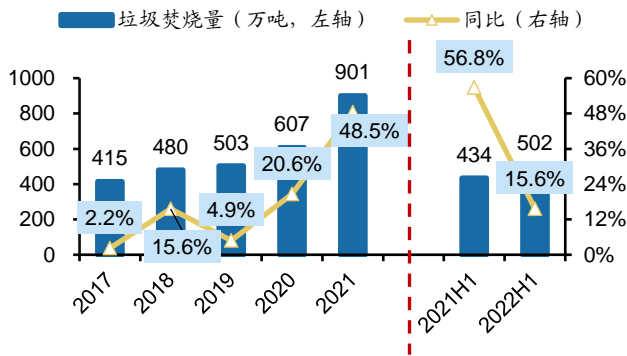


数据来源: 公司定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 公司中报披露的分部财务信息将排水业务和污水业务合并为水务业务, 因此并未在本图中呈现

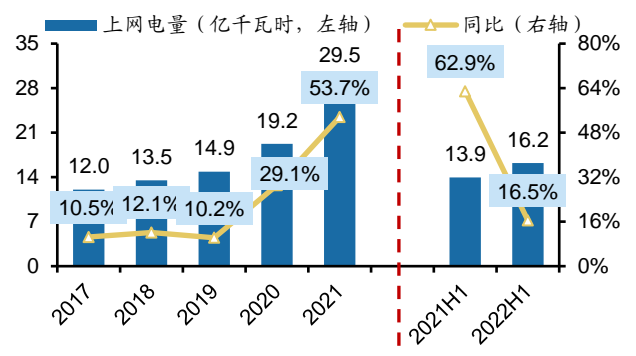
2021年至今固废项目加速投产下垃圾处理量、上网电量大幅提升, 2022年H1上网电量同比增长16.5%。从经营数据来看, 公司在投产大规模增加、产能利用率爬坡的情况下, 运营能力依然稳步提升, 垃圾焚烧量及上网电量分别同比增长15.6%和16.5%, 吨发电量和吨上网电量分别同比增长0.5%、0.7%。

图 12: 2022年H1垃圾焚烧量同比增长15.6%



数据来源: 公司定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

图 13: 2022年H1上网电量同比增长16.5%



数据来源: 公司定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

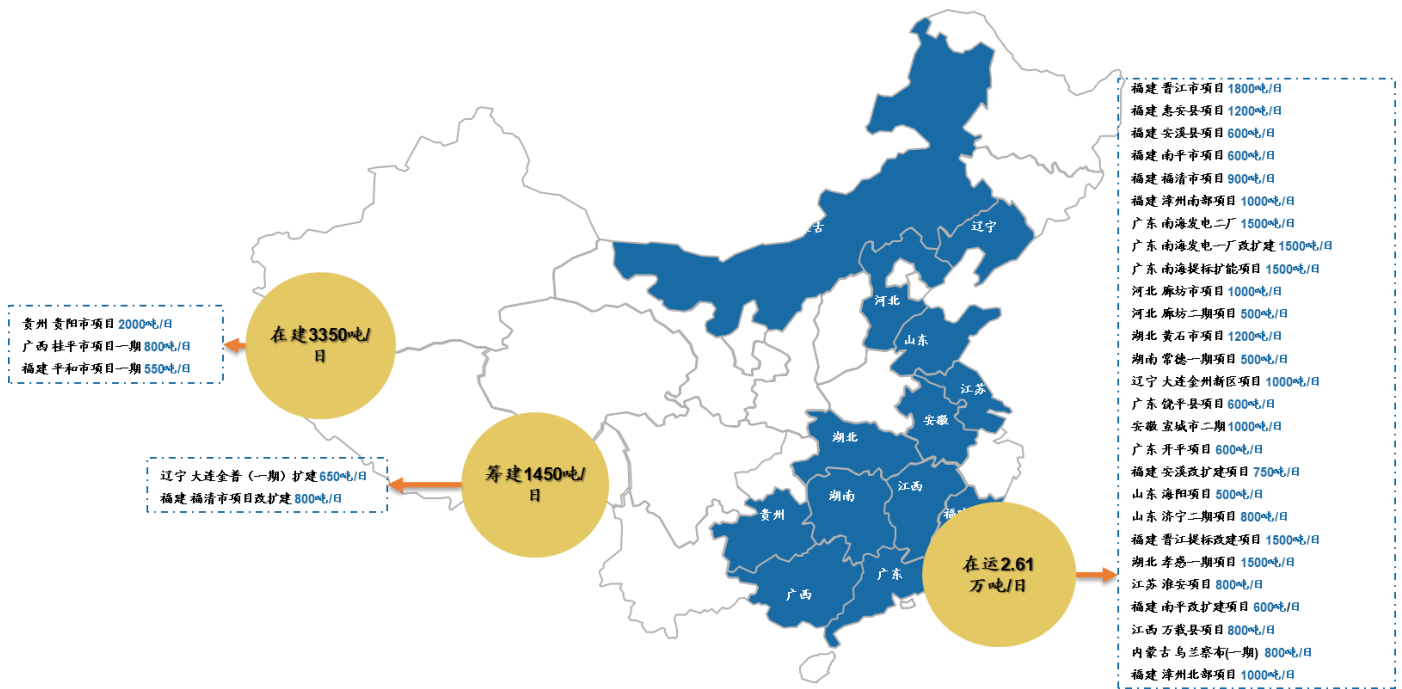
焚烧产能加速释放推动业绩增长,“焚烧+”布局拓宽成长赛道。2022年H1公司固废业务收入33.35亿元(同比+38.72%),仍为核心增长驱动力;此外燃气和水务分别实现收入19.50和7.33亿元。截至2022年H1,公司在运产能已达2.61万吨/日,在建规模3350吨/日,筹建规模1450吨/日,未建项目规模3400吨/日。

表 1: 公司 2022 年 H1 投产 500 吨/日

运营				
序号	业务	项目名称	项目规模 (吨/日)	正式投产时间
1	生活垃圾焚烧发电	常德项目一期	500	-
合计			500	
在建				
序号	业务	项目名称	项目规模 (吨/日)	预计建成时间
1	生活垃圾焚烧发电	贵阳项目	2000	2022 年下半年
2	生活垃圾焚烧发电	平和项目一期	550	2022 年下半年
3	生活垃圾焚烧发电	桂平项目一期	800	2022 年下半年
合计			3350	
筹建				
序号	业务	项目名称	项目规模 (吨/日)	预计建成时间
1	生活垃圾焚烧发电	大连项目一期扩建	650	2024 年上半年
2	生活垃圾焚烧发电	福清改扩建项目	800	2024 年上半年
合计			1450	

数据来源: 定期报告, 公司官网等, 广发证券发展研究中心

图 14: 业务持续高速外延扩张, 公司垃圾焚烧项目战略布局情况 (截至2022年H1)

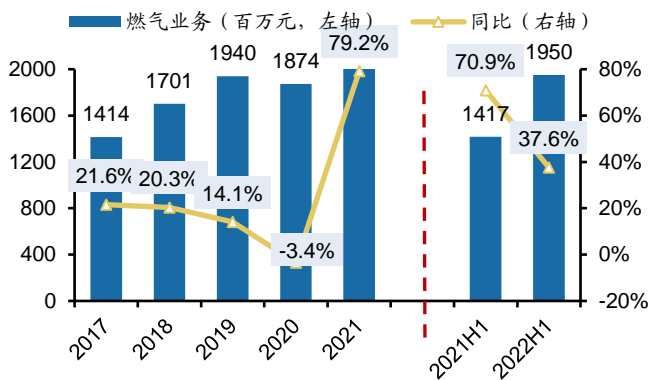


数据来源: 公司定期报告, 公司官网等, 广发证券发展研究中心

(二) 燃气+水务业务提供稳定现金流, 期待气价理顺后供热盈利恢复

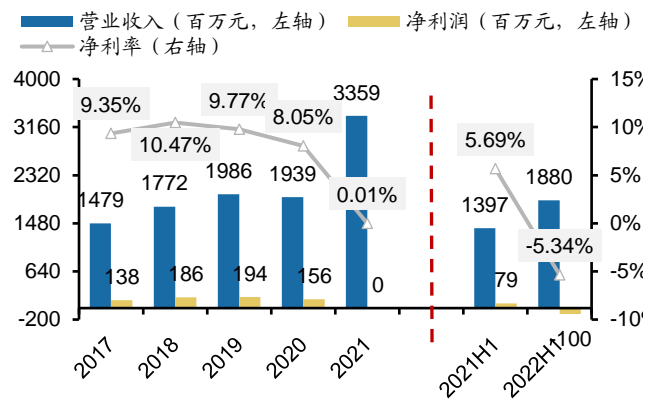
短期采购成本攀升造成燃气业务盈利承压, 未来气价理顺、盈利恢复是大概率事件。2022年H1公司燃气业务收入达19.50亿元(同比+39.57%), 天然气产量达4.84亿立方米(同比+8.82%)。2022H1天然气业务受国际能源价格持续上涨因素影响, 天然气综合采购成本不断攀升, 而受限于限价政策, 天然气业务一季度亏损 1.6 亿元, 天然气业务第二季度进销价差倒挂情况得到扭转, 第二季度环比扭亏为盈, 但能源业务上半年仍亏损约 0.9 亿元, 较去年同期同比下降约1.8 亿元。

图 15: 燃气业务2022年营收同比增长37.6%



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 16: 子公司燃气发展营业收入及净利润

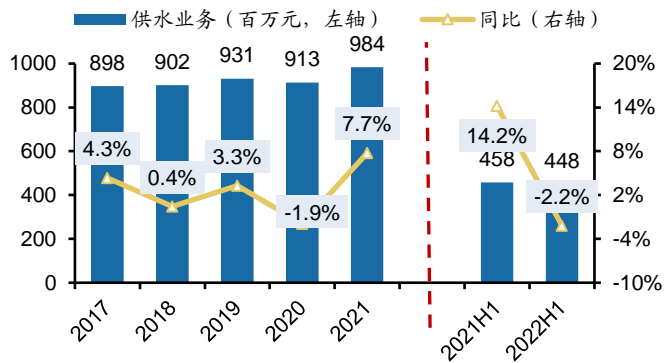


数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

水务(供水+排水)业务平稳运营, 提供稳定的利润及现金流支持。(1) 供水业务:

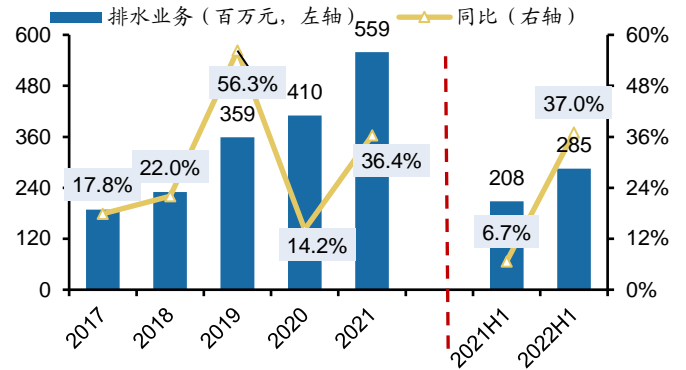
产能利用率基本稳定在90%以上，整体保持平稳发展，2022年H1售水量2.14亿吨；且供水价格一般不会出现大幅度变化，可为公司提供稳定的利润及现金流。（2）排水业务：2022年H1销售量达1.12亿吨，一方面受益于污水处理均价提升带来盈利能力的提升，另一方面各污水运营厂产能利用率仍有提升空间（2019年报披露为78%），我们预期该业务未来可保持平稳增长。

图 17：供水业务2022年H1实现收入4.48亿元



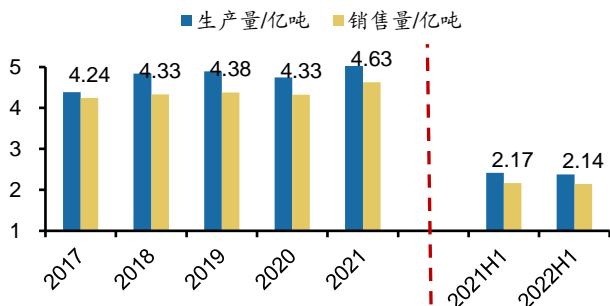
数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图 18：排水业务 2022 年 H1 实现收入 2.85 亿元



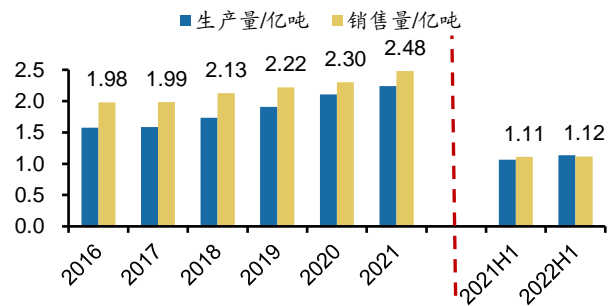
数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图 19：供水业务产销量情况



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图 20：排水处理业务产销量情况

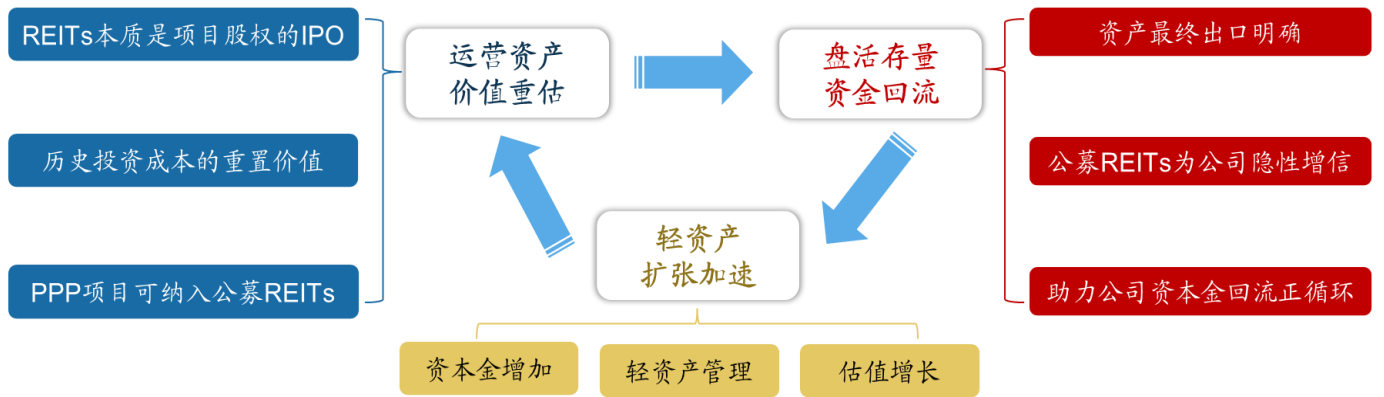


数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

### 三、REITs 盘活存量资产，“无废城市”潜力突出

瀚蓝环境启动公募 REITs 项目发行，“投资-运营-REITs-再投资（并购）”的良性扩张加速形成。2022 年 8 月，瀚蓝环境启动基础设施公募 REITs 发行工作：公司拟选取排水或固废处理相关资产作为入池标的、规模约 10-30 亿元。“十四五”期间垃圾焚烧进入存量时代，资产并购整合加速、无废城市等综合固废投资需求增加；公司通过将存量资产 REITs 化可提前收回投资，加快项目并购，并有力支撑新业务的开拓。

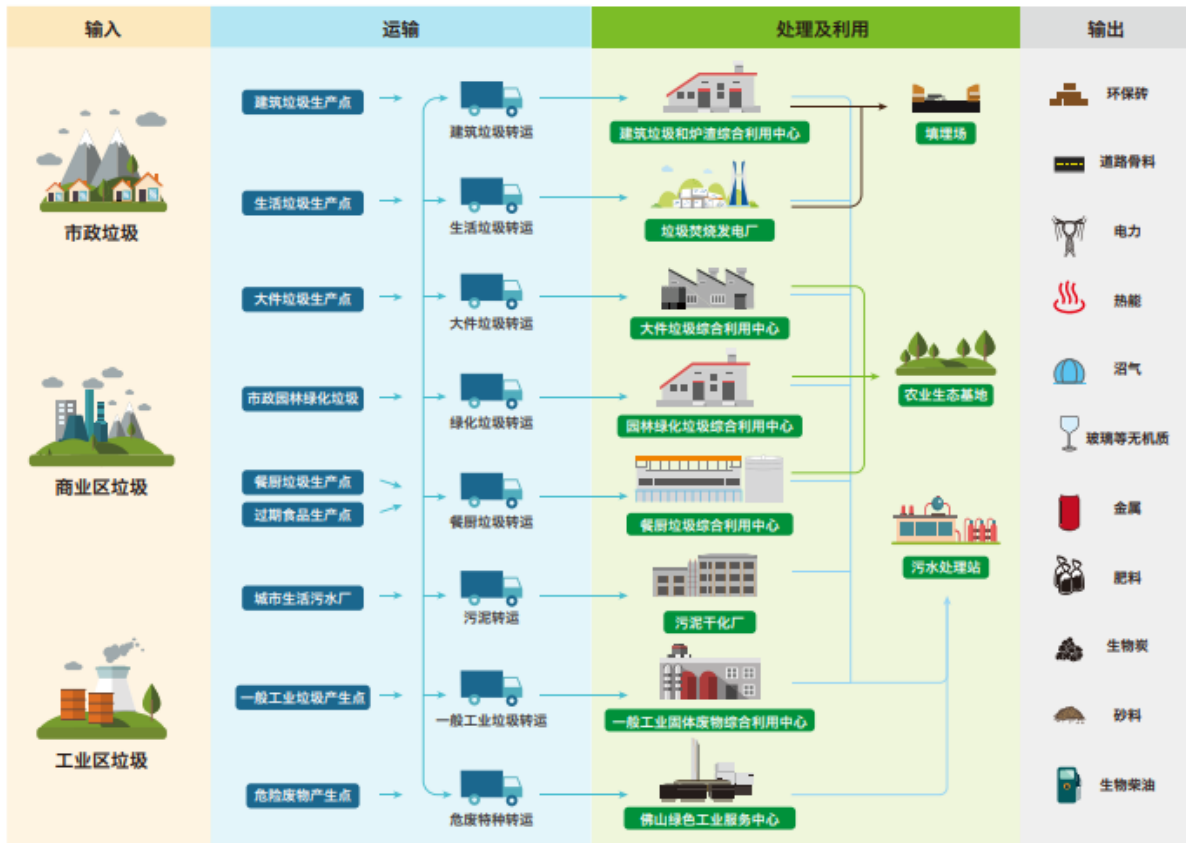
图 21: 公募REITs盘活存量、加速项目融资



数据来源: 广发证券发展研究中心

“无废城市”建设需求释放在即，公司具备先发优势及规模效应。根据《“十四五”时期“无废城市”建设工作方案》，“无废城市”将从 2019 年的 11+5 试点扩展到 2022 年的百余座城市，随之延伸出的环卫、再生资源、危废等超万亿元的综合固废需求有望全面释放。瀚蓝环境作为垃圾焚烧龙头企业，已打造全面对标无废城市的“瀚蓝模式 2.0”模式，借助“南海固废循环产业园”示范效应实现了在南平、开平等 8 个项目的园区模式输出；通过横纵一体化，环卫、餐厨垃圾、危废、农业垃圾处置多点开花，在“无废城市”建设浪潮中有望占得先机。

图 22: 公司打通固废全产业链



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

## 四、盈利预测和投资建议

布局固废产业全链条，融资优势保障业绩增长，维持“买入”评级。预计公司2022-2024年归母净利润为14.55/18.18/21.81亿元，对应PE为11.17/8.94/7.45倍。参考同业给予2022年15倍PE估值，合理价值26.77元/股，维持“买入”评级。

表 2：瀚蓝环境同业对比（收盘价 2022/8/18）

公司代码	公司名称	市值/亿元	最新收盘价 元/股	单位	EPS 元/股			PE 倍		
					2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
600323.SH	瀚蓝环境	162.58	19.94	CNY	1.43	<b>1.78</b>	2.23	14.70	<b>11.17</b>	8.94
603568.SH	伟明环保	454.73	26.84	CNY	1.18	<b>1.16</b>	1.58	31.01	<b>23.06</b>	17.02
601330.SH	绿色动力	106.32	7.63	CNY	0.50	<b>0.72</b>	0.83	20.85	<b>10.66</b>	9.20
601827.SH	三峰环境	120.67	7.19	CNY	0.74	<b>0.78</b>	0.92	12.09	<b>9.26</b>	7.85
002034.SZ	旺能环境	95.35	22.2	CNY	1.51	<b>1.96</b>	2.47	11.45	<b>11.30</b>	8.99

数据来源：A 股同业公司盈利预测来自 Wind 一致预测，Wind，广发证券发展研究中心

## 五、风险提示

REITs推进、产能投产不及预期，新项目回报率下滑等。

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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>3,711</b>	<b>4,846</b>	<b>7,048</b>	<b>8,902</b>	<b>11,406</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>1,956</b>	<b>878</b>	<b>3,293</b>	<b>3,331</b>	<b>3,836</b>
货币资金	1,017	1,307	2,573	4,326	6,688	净利润	1,058	1,186	1,456	1,819	2,182
应收及预付	1,262	1,945	2,056	1,945	1,851	折旧摊销	976	910	1,202	1,287	1,366
存货	554	270	957	949	958	营运资金变动	-374	-1,799	266	-153	-111
其他流动资产	878	1,323	1,462	1,682	1,909	其它	297	581	369	378	400
<b>非流动资产</b>	<b>21,218</b>	<b>24,433</b>	<b>24,861</b>	<b>25,095</b>	<b>25,139</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-3,709</b>	<b>-2,008</b>	<b>-1,532</b>	<b>-1,435</b>	<b>-1,321</b>
长期股权投资	499	550	600	640	670	资本支出	-3,564	-2,000	-1,523	-1,427	-1,326
固定资产	5,596	5,345	5,442	5,515	5,562	投资变动	-174	-63	-70	-60	-50
在建工程	4,071	336	386	436	486	其他	28	55	61	51	55
无形资产	10,138	9,430	9,631	9,672	9,559	<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,767</b>	<b>1,422</b>	<b>-495</b>	<b>-142</b>	<b>-153</b>
其他长期资产	914	8,773	8,803	8,833	8,863	银行借款	10,287	8,680	-56	300	300
<b>资产总计</b>	<b>24,929</b>	<b>29,278</b>	<b>31,909</b>	<b>33,997</b>	<b>36,545</b>	股权融资	130	46	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>7,793</b>	<b>7,588</b>	<b>8,964</b>	<b>9,432</b>	<b>9,998</b>	其他	-8,649	-7,304	-439	-442	-453
短期借款	1,158	856	1,000	1,500	2,000	<b>现金净增加额</b>	<b>14</b>	<b>293</b>	<b>1,266</b>	<b>1,753</b>	<b>2,361</b>
应付及预收	2,724	3,151	3,590	3,561	3,595	<b>期初现金余额</b>	<b>989</b>	<b>1,002</b>	<b>1,307</b>	<b>2,573</b>	<b>4,326</b>
其他流动负债	3,912	3,581	4,374	4,371	4,403	<b>期末现金余额</b>	<b>1,002</b>	<b>1,295</b>	<b>2,573</b>	<b>4,326</b>	<b>6,688</b>
<b>非流动负债</b>	<b>8,965</b>	<b>11,154</b>	<b>10,954</b>	<b>10,754</b>	<b>10,554</b>						
长期借款	6,144	7,964	7,764	7,564	7,364						
应付债券	919	1,056	1,056	1,056	1,056						
其他非流动负债	1,902	2,134	2,134	2,134	2,134						
<b>负债合计</b>	<b>16,758</b>	<b>18,743</b>	<b>19,918</b>	<b>20,187</b>	<b>20,552</b>						
股本	767	815	815	815	815						
资本公积	1,488	2,455	2,455	2,455	2,455						
留存收益	5,147	6,573	8,028	9,846	12,028						
归属母公司股东权益	7,557	9,905	11,360	13,178	15,360						
少数股东权益	613	631	632	632	633						
<b>负债和股东权益</b>	<b>24,929</b>	<b>29,278</b>	<b>31,909</b>	<b>33,997</b>	<b>36,545</b>						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>7,481</b>	<b>11,777</b>	<b>11,822</b>	<b>12,267</b>	<b>12,901</b>
营业成本	5,268	9,073	8,730	8,660	8,743
营业税金及附加	52	80	83	86	103
销售费用	86	107	130	135	155
管理费用	490	582	579	613	671
研发费用	111	128	177	196	219
财务费用	324	466	431	429	401
资产减值损失	-26	-88	-29	-20	-35
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资净收益	80	73	71	61	65
<b>营业利润</b>	<b>1,297</b>	<b>1,411</b>	<b>1,794</b>	<b>2,251</b>	<b>2,705</b>
营业外收支	1	26	26	22	23
<b>利润总额</b>	<b>1,299</b>	<b>1,436</b>	<b>1,820</b>	<b>2,273</b>	<b>2,728</b>
所得税	241	250	364	455	546
<b>净利润</b>	<b>1,058</b>	<b>1,186</b>	<b>1,456</b>	<b>1,819</b>	<b>2,182</b>
少数股东损益	0	23	0	1	1
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,057</b>	<b>1,163</b>	<b>1,455</b>	<b>1,818</b>	<b>2,181</b>
EBITDA	2,450	2,717	3,324	3,863	4,376
EPS (元)	1.38	1.43	1.78	2.23	2.68

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	21.5%	57.4%	0.4%	3.8%	5.2%
营业利润增长	21.7%	8.7%	27.1%	25.5%	20.1%
归母净利润增长	15.9%	10.0%	25.1%	24.9%	20.0%
<b>获利能力</b>					
毛利率	29.6%	23.0%	26.2%	29.4%	32.2%
净利率	14.1%	10.1%	12.3%	14.8%	16.9%
ROE	14.0%	11.7%	12.8%	13.8%	14.2%
ROIC	6.7%	6.8%	7.3%	8.1%	8.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	67.2%	64.0%	62.4%	59.4%	56.2%
净负债比率	205.1%	177.9%	166.1%	146.2%	128.5%
流动比率	0.48	0.64	0.79	0.94	1.14
速动比率	0.35	0.51	0.59	0.76	0.96
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.30	0.40	0.37	0.36	0.35
应收账款周转率	7.28	6.80	7.30	8.11	9.13
存货周转率	13.52	43.54	12.36	12.93	13.47
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.38	1.43	1.78	2.23	2.68
每股经营现金流	2.55	1.08	4.04	4.09	4.70
每股净资产	9.86	12.15	13.93	16.16	18.84
<b>估值比率</b>					
P/E	17.99	14.70	11.17	8.94	7.45
P/B	2.52	1.73	1.43	1.23	1.06
EV/EBITDA	11.37	9.96	7.49	6.07	4.88

## 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：联席首席分析师，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：资深分析师，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：高级研究员，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。
- 荣 凌 琪：研究员，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 许 子 怡：研究员，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 舒 心：研究员，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 郝 兆 升：研究员，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 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 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 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。