

## 瀚蓝环境 (600323)

### 2022 年中报点评：固废稳健增长，燃气压力缓解顺价持续

买入（维持）

2022 年 08 月 20 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）	15.23	12.92	10.83	9.34

#### 投资要点

- **事件:**2022 年上半年,公司实现营业收入 61.35 亿元,同比增长 34.81%;归母净利润 5.50 亿元,同比下降 12.34%;扣非归母净利润 5.50 亿元,同比下降 9.69%。
- **固废业务稳健增长,积极拓展固废一体化。**2022H1 公司实现收入的快速增长主要系固废新项目陆续投产,燃气销售量价提升所致,其中固废业务实现收入 33.35 亿元,同增 38.72%,净利润 5.08 亿元,同增 38.15%。截至 2022H1,公司生活垃圾焚烧发电在手订单合计规模 **34,250 吨/日** (不含参股项目),其中已投产规模 **26,050 吨/日**,在建规模 **3,350 吨/日**,筹建规模 **1,450 吨/日**,未建规模 **3,400 吨/日**。公司积极拓展固废一体化,纵向重点开拓**环卫**,2022H1 实现广东三水、福建安溪、广东饶平、山东沂源、山东潍坊等地环卫项目拓展,横向打造**固废产业园**,积极协同餐厨、污泥、农业/工业废弃物等业务。
- **燃气二季度扭亏转盈,顺价机制持续推行。**2022H1 能源收入 19.50 亿元,同增 39.57%。受到天然气业务气源成本上涨,下游销售受限于限价政策影响,2022Q1 燃气业务发生亏损 1.6 亿元,但在公司积极争取顺价、推动气源结构多样化的努力下,4 月起天然气购销差价倒挂情况得到扭转,Q2 单季环比实现扭亏为盈,燃气业务盈利约 7000 万元。2022 年 7 月起,佛山市管道天然气非居民销售价格最高限价调整为 **4.28 元/立方米**,有望进一步完成顺价机制,实现能源业务 2022 年盈亏平衡。
- **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,盘活存量资产,改善企业现金流及 ROE 水平,优质运营资产迎价值重估。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。
- **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。**十四五期间我国将推进 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。我们维持公司 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 13/11/9 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。

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价(元)	21.73
一年最低/最高价	17.41/27.69
市净率(倍)	1.72
流通 A 股市值(百万元)	17,717.49
总市值(百万元)	17,717.49

#### 基础数据

每股净资产(元,LF)	12.61
资产负债率(% ,LF)	65.09
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):拟启动 10-30 亿元基础设施公募 REITs,轻资产成长加速》

2022-08-03

《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

**事件：**

2022 年上半年公司实现营业收入 61.35 亿元，同比增长 34.81%；归母净利润 5.50 亿元，同比下降 12.34%；扣非归母净利润 5.50 亿元，同比下降 9.69%。

**1. 固废稳健增长，燃气二季度扭亏转盈**

**2022 年上半年营业收入同增 34.81%，固废稳健增长，燃气压力释放。**2022 年上半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，天然气销量售价双双提升，且排水业务补确认部分污水处理厂过渡期间污水处理结算收益，生活污水管网及泵站运营业务收入增加所致。2022 年上半年归母净利润同比下降 12.34%，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，下游销售受限限价政策，从而于 2022 年一季度发生亏损 1.6 亿元，但是公司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，实现盈利约 7000 万元，业绩改善明显。

**费用管控良好，期间费用率下降 2.51pct 至 10.15%。**2022 年上半年公司期间费用同比增长 26.79%至 6.22 亿元，期间费用率下降 2.51pct 至 10.15%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别增加 10.19%、增加 11.21%、减少 26.00%、增加 12.61%至 0.58 亿元、2.79 亿元、0.42 亿元、2.44 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.21pct、下降 0.97pct、下降 0.56pct、下降 0.78pct 至 0.94%、4.55%、0.68%、3.97%。

**受燃气亏损&应收账款延迟回款影响，经营性现金流净额有所下降。**2022 年上半年公司经营活动现金流净额 0.16 亿元，同比减少 98.53%，主要原因是能源业务上半年同比出现较大亏损，应收账款回款未有明显改善，以及执行解释第 14 号及相关列报规定，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 4.44 亿元，同比下降 58.71%。

**资产负债率稳定，营运效率提高。**2022 年上半年公司资产负债率为 65.09%，同比下降 0.2pct。2022 年上半年公司应收账款同比增长 50.37%至 23.73 亿元，应收账款周转天数同比增加 8.67 天至 60.19 天；存货同比减少 40.26%至 2.87 亿元，存货周转天数同比减少 18.33 天至 10.42 天；应付账款同比减少 5.52%至 27.65 亿元，应付账款周转天数同比减少 46.62 天至 110.35 天，使净营业周期同比增加 36.95 天至-39.74 天。

**2. 固废项目陆续投运，无废城市升级“瀚蓝模式”**

**2022 年上半年固废收入增长 38.72%，净利润 5.08 亿元占比达 90.15%。**2022 年上半年公司固废收入 33.35 亿元，占公司主营业务收入的 55.42%，同比增长 38.72%；实现净利润 5.08 亿元，占公司净利润 90.15%，同比增长 38.15%，固废业务是公司的核心

增长动力，固废收入高增主要系漳州北、乌兰察布等新项目自 2021 年下半年陆续投产，新增常德项目一期 500 吨/日以及开平餐厨项目一期投产，环卫业务收入增加及执行解释第 14 号影响。

**对标无废城市，积极拓展固废纵横一体化。**1) 生活垃圾焚烧持续新增。2022 年上半年公司新增新增开平市固废综合处理中心一期一阶段改扩建项目（400 吨/日），佛山市三水绿色环保项目之三水区生活垃圾焚烧发电项目（1800 吨/日），中标河南省台前县静脉产业园生活垃圾焚烧发电项目（600 吨/日）运行、检修维护技术服务。截至 2022 年 6 月底，公司生活垃圾焚烧发电在手订单合计规模 34,250 吨/日（不含参股项目），其中已投产项目规模为 26,050 吨/日，在建项目规模 3,350 吨/日，筹建项目规模 1,450 吨/日，未建项目规模 3,400 吨/日。2) 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，将环卫与垃圾焚烧发电项目形成良好的管理和业务协同。2022 年上半年实现广东三水、福建安溪、广东饶平、山东沂源、山东潍坊等地环卫项目拓展；佛山市南海区的“大市政”全链条管理项目规模进一步提升。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 2022 年 6 月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 939 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	
有机垃圾处理项目			
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	餐厨垃圾 200	2022 年上半年
2	廊坊项目	餐厨垃圾 200，粪便 300，废弃油 20	2022 年上半年
3	大庆项目	餐厨垃圾 150，粪便 50	2022 年下半年
4	孝感市静脉产业园二期生活垃圾分类末端处置项目	餐厨垃圾 100，厨余+粪便 100，污泥 100，污水 300	2022 年下半年
5	晋江餐厨	餐厨垃圾 150，废弃油脂 30	2022 年下半年

6	安溪餐厨	餐厨垃圾 39	2022 年下半年
7	惠安餐厨项目一期	餐厨垃圾 100	2023 年上半年
<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	70	
<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 吨/日	2023 年上半年
2	南海工业铝灰处理项目	3 万吨/年	2022 年下半年

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3. 燃气售气量增长，积极顺价初现成效

**能源业务收入增长 39.57%，气源成本压力缓解&顺价持续。**2022 年上半年能源收入 19.50 亿元，同比增长 39.57%，收入增长系天然气销量增加，天然气销售均价提升所致。但受国际能源价格持续上涨、天然气综合采购成本不断攀升，且限价政策影响，2022 年一季度天然气业务发生亏损约 1.6 亿元。2022 年 4 月起，公司天然气购销差价倒挂情况得到扭转，第二季度环比实现扭亏为盈，燃气业务盈利约 7000 万元。

**多管齐下积极顺价，2022 年力争盈亏平衡：**1) 积极向政府主管部门沟通理顺天然气价格机制，2022 年 7 月，佛山市发展和改革局发布《关于动态调整管道天然气非居民销售价格最高限价的通知》，从 2022 年 7 月 1 日起，佛山市管道天然气**非居民销售价格最高限价调整为 4.28 元/立方米**，有望进一步完成顺价机制。2) 推进上游优质气源供应多元化和结构多样化，积极拓展燃气工程业务、非燃业务等业务，争取实现能源业务 2022 年盈亏平衡。

### 4. 排水稳健增长，疫情影响导致供水小幅下降

**受疫情影响，供水营收小幅下降。**2022 年上半年供水实现收入 4.48 亿元，占公司主营业务收入 7.45%，同比下降 2.12%，收入下降主要原因是受疫情影响，供水安装工程收入减少以及售水量下降。

**排水收入增长 36.38%，项目扩建与管网运营积极推进。**2022 年上半年排水实现收入 2.85 亿元，占公司主营业务收入的 4.73%，同比增长 36.63%，收入增长系补确认部分污水处理厂过渡期间污水处理结算收益，生活污水管网及泵站运营业务收入增加等所致。2022 年上半年公司积极推进建设金沙城北污水处理厂（二期）等 5 个扩建项目（总规模 10.5 万方/日），预计将于 2022 年下半年到 2023 年上半年陆续投产。公司积极拓展



农村污水处理装置运营等轻资产运营服务，持续扩大水环境综合治理领域业务。

## 5. 固废产业园模式有望复制，优秀整合能力&reits 启动助力扩张

**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。

**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。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。

**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。我们维持公司 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 13/11/9 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

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>营业总收入</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>	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	<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>	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	<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	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
<b>负债合计</b>	<b>18,743</b>	<b>20,686</b>	<b>22,092</b>	<b>23,638</b>	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					
<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>负债和股东权益</b>	<b>29,278</b>	<b>32,170</b>	<b>34,694</b>	<b>37,524</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)	15.23	12.92	10.83	9.34
营运资本变动	-1,799	161	-44	-2	P/B (现价)	1.79	1.64	1.49	1.35

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 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>

