

公司研究 | 点评报告 | 瀚蓝环境 (600323.SH)

纵横向一体化项目持续拓展， 能源业务 Q2 扭亏为盈

报告要点

瀚蓝环境 2022 年上半年实现营业收入 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%。其中 Q2 营业收入 34.08 亿元，同比增长 37.10%，归母净利润 3.91 亿元，同比增长 1.48%。其中：1) 固废处理业务实现收入 33.35 亿元，同比增长 38.7%，2) 能源业务实现收入 19.50 亿元，同比增长 39.57%。垃圾焚烧在手项目较为充裕，未来仍有一定成长空间。

分析师及联系人



徐科

SAC: S0490517090001



任楠

SAC: S0490518070001



贾少波

SAC: S0490520070003



李博文

瀚蓝环境 (600323.SH)

2022-08-19

纵横向一体化项目持续拓展， 能源业务 Q2 扭亏为盈

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

瀚蓝环境 2022 年上半年实现营业收入 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%。其中 Q2 营业收入 34.08 亿元，同比增长 37.10%，归母净利润 3.91 亿元，同比增长 1.48%。

事件评论

- **2022 年上半年营业收入分业务板块来看，1) 固废处理业务实现收入 33.35 亿元，同比增长 38.7%。**其中生活垃圾焚烧运营收入 14.54 亿元，同比增长 12%，主要原因在于漳州北、乌兰察布等新项目自 2021 年下半年陆续投产，此外执行新会计解释 14 号影响较大，工程与装备收入 11.9 亿元，同比增长 82%；**2) 能源业务实现收入 19.50 亿元，同比增长 39.57%**，主要在于天然气的销量及销售均价有所提升，该业务上半年净利润亏损约 0.9 亿元，较去年同期同比下降约 1.8 亿元，主要原因在于今年 1 季度受制于限价政策，燃气业务亏损 1.6 亿元，而从 2 季度开始，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；**3) 供水业务实现收入 4.48 亿元，同比下降 2.12%**，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；**4) 排水业务实现收入 2.85 亿元，同比增长 36.63%**，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，生活污水管网及泵站运营业务收入增加及执行解释第 14 号影响。
- **垃圾焚烧在手项目较为充裕，未来仍有一定成长空间。**截至 2022 年 6 月末，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（2022 年上半年投产 500 吨/日），另有在建+筹建项目合计产能 8,200 吨/日，随着项目逐渐投运，未来仍有一定运营利润贡献。**固废业务经营数据持续改善。**2022 年上半年，吨垃圾发电电量、吨垃圾上网电量持续稳步提升，2022 年上半年同比分别提升 1.89 度和 2.38 度，分别达 382.14 度和 323.26 度，表明公司运营管理水平持续优化，未来项目盈利水平仍有进一步提升空间。
- **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。**公司 2022H1 期间费用率为 10.15%，同比下降 2.51pct，其中管理及研发费用率下降 1.53pct 至 5.23%，主要因会计准则调整收入上行所致，财务费用率下降 0.78pct 至 3.97%，销售费用率相对稳定，同比下降 0.21pct。现金流：2022H1 收现比为 70.95%，去年同期为 83.23%（2021 年全年为 75.31%），主要是近期公司新增项目较多，暂未纳入国补目录导致国补拖欠所致，剔除解释第 14 号的影响，公司上半年经营活动现金流量净额约为 4.44 亿元。
- **纵横向一体化项目持续拓展，新布局氢能。**公司积极在垃圾焚烧发电项目所在地横向拓展相关业务，上半年新增开平一期改扩建项目 400 吨/日及佛山三水项目 1800 吨/日，此外计划 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。**预计公司 2022-2023 年归母净利润分别为 14.38 亿元、16.93 亿元，对应的 PE 分别为 11.3x、9.6x、维持“买入”评级。**

风险提示

- 1、项目进度低于预期风险；
- 2、国补退坡风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	19.94
总股本(万股)	81,535
流通A股/B股(万股)	81,535/0
资产负债率	65.09%
每股净资产(元)	12.61
市盈率(当前)	14.97
市净率(当前)	1.64
近12月最高/最低价(元)	29.10/16.68

注：股价为 2022 年 8 月 18 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《固废项目投运带动收入提升，燃气成本上涨拖累业绩》2022-04-29
- 《固废项目投运加速，燃气成本上涨拖累业绩》2022-03-31
- 《各板块收入稳健增长，燃气成本上涨制约业绩提升》2021-10-28


 更多研报请访问
长江研究小程序

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	11777	13470	12269	13375	货币资金	1307	3018	4040	6421
营业成本	9073	10320	8854	9528	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	2704	3150	3416	3847	应收账款	1731	1950	1769	1935
%营业收入	23%	23%	28%	29%	存货	270	288	244	264
营业税金及附加	80	92	83	91	预付账款	214	244	209	225
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	1323	1406	1347	1402
销售费用	107	122	111	121	流动资产合计	4846	6905	7609	10247
%营业收入	1%	1%	1%	1%	长期股权投资	550	601	651	702
管理费用	582	665	606	660	投资性房地产	1	0	-1	-2
%营业收入	5%	5%	5%	5%	固定资产合计	5345	5875	7014	7456
研发费用	128	146	133	145	无形资产	9430	9691	9681	9488
%营业收入	1%	1%	1%	1%	商誉	413	413	413	413
财务费用	466	462	467	504	递延所得税资产	205	205	205	205
%营业收入	4%	3%	4%	4%	其他非流动资产	8490	9799	10749	11458
加: 资产减值损失	-88	-99	-106	-111	资产总计	29278	33489	36322	39968
信用减值损失	-64	-80	-80	-80	短期贷款	856	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	3145	3577	3069	3302
投资收益	73	123	123	147	预收账款	0	0	0	0
营业利润	1411	1776	2105	2450	应付职工薪酬	232	264	227	244
%营业收入	12%	13%	17%	18%	应交税费	144	165	150	164
营业外收支	26	0	0	0	其他流动负债	3211	3329	3191	3254
利润总额	1436	1776	2105	2450	流动负债合计	7588	7335	6636	6964
%营业收入	12%	13%	17%	18%	长期借款	7964	10964	12464	13464
所得税费用	250	309	379	441	应付债券	1056	756	756	756
净利润	1186	1467	1726	2009	递延所得税负债	434	434	434	434
归属于母公司所有者的净利润	1163	1438	1693	1970	其他非流动负债	1700	2000	2300	2600
少数股东损益	23	28	33	38	负债合计	18743	21489	22591	24218
EPS (元)	1.45	1.76	2.08	2.42	归属于母公司所有者权益	9905	11341	13039	15019
					少数股东权益	631	659	692	731
现金流量表 (百万元)					股东权益	10536	12000	13731	15750
	2021A	2022E	2023E	2024E	负债及股东权益	29278	33489	36322	39968
经营活动现金流净额	878	3009	2763	3597					
取得投资收益收回现金	22	123	123	147	基本指标				
长期股权投资	-51	-51	-51	-51		2021A	2022E	2023E	2024E
资本性支出	-2000	-3023	-3094	-2034	每股收益	1.45	1.76	2.08	2.42
其他	21	0	0	0	每股经营现金流	1.08	3.69	3.39	4.41
投资活动现金流净额	-2008	-2951	-3022	-1937	市盈率	14.47	11.30	9.60	8.25
债券融资	0	-300	0	0	市净率	1.73	1.43	1.25	1.08
股权融资	46	0	0	0	EV/EBITDA	9.69	8.72	7.89	6.73
银行贷款增加(减少)	8680	2144	1500	1000	总资产收益率	4.0%	4.3%	4.7%	4.9%
筹资成本	-630	-491	-518	-579	净资产收益率	11.7%	12.7%	13.0%	13.1%
其他	-6674	300	300	300	净利率	9.9%	10.7%	13.8%	14.7%
筹资活动现金流净额	1422	1653	1282	721	资产负债率	64.0%	64.2%	62.2%	60.6%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	293	1711	1022	2380	总资产周转率	0.40	0.40	0.34	0.33

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情形内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。