

固废业务持续增长，静待能源业务好转

瀚蓝环境 (600323.SH)

推荐 维持评级

核心观点:

- **事件:**瀚蓝环境发布2022年三季报,前三季度实现营收96.10亿元,同比增长34.89%;实现归母净利润8.68亿元(扣非后8.52亿元),同比下降6.56%(扣非同比下降4.77%)。
- **Q3单季度业绩有所增长,能源业务亏损导致盈利能力下降。**Q3单季度实现营业收入34.74亿元,同比增长35.05%;实现归母净利润3.18亿元(扣非后3.02亿元),同比增长5.47%(扣非同比增长5.72%)。前三季度公司毛利率为20.89%,同比减少6.74pct;净利率为9.20%,同比减少3.96pct。能源业务亏损以及疫情影响应收账款回款是导致公司盈利能力下降的主要原因。
- **固废处理业务持续扩张,智慧化管理提升运营效率。**前三季度,公司固废业务实现收入52.44亿元,同比增长43.46%,占总收入55.80%;实现净利润7.51亿元,同比增长32.03%。固废处理业务是公司核心增长动力。截至9月底,公司生活垃圾焚烧发电在手订单合计规模34250吨/日(不含参股项目),其中已投产项目规模为26050吨/日前三季度投产500吨/日,在建项目规模4550吨/日,筹建项目规模650吨/日,未建项目规模3000吨/日。
运营方面,前三季度供热量达到59.45万吨,同比大幅增加270%,主要是新增漳州、万载、黄石供热项目。吨垃圾发电量为381.66千瓦时,吨垃圾上网电量为321.91千瓦时,同比均有所提升。公司积极探索利用智慧化手段提高各项目运营管理水平,降低运营成本,提升项目的运行效率与经济效益,保障公司固废业务稳定成长。
- **三季度气源采购成本再次上涨,进销差价较第二季度有所缩窄。**前三季度,公司能源业务实现收入30.04亿元,同比增长31.25%,占总收入31.97%。天然气销量和售价的增长带动该业务板块收入增长。但该业务前三季度净利润亏损约0.8亿元,主要是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,一季度出现天然气采购、销售价格倒挂的现象,虽然二季度进销价差倒挂情况得到扭转,环比扭亏为盈,但三季度受气源采购成本再次上涨的影响,进销差价较第二季度有所缩窄。公司将通过顺价、保障体系建设、业务拓展等手段积极应对。此外,公司在建设运营5个加氢站(合计规模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,今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,为未来新型能源应用布局。
- **疫情导致供水业务下滑,将通过提高服务水平保障稳定经营。**前三季度,公司供水业务实现收入7.07亿元,同比下降1.77%,占总收入7.53%。供水业务收入下降的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。未来公司积极提升智慧水务水平,进一步提升水损治理、人均效能等核心指标,全面提高供水服务水平。

分析师

陶贻功

☎: 010-80927673

✉: taoyigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030001

严明

☎: 010-80927667

✉: yanming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520070002

研究助理

梁悠南

☎: 010-80927656

✉: liangyounan_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2022-10-26

A股收盘价(元)	19.42
A股一年内最高价(元)	22.86
A股一年内最低价(元)	16.50
上证指数	2,999.50
市盈率	14.58
总股本(万股)	81,534.71
实际流通A股(万股)	81,534.71
限售的流通A股(万股)	0.00
流通A股市值(亿元)	158.34

相对上证指数表现

2022-10-26



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

排水业务规模持续扩大，积极拓展轻资产运营服务。前三季度排水业务实现收入 4.43 亿元，同比增长 35.40%，占总收入 4.71%。主要原因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、执行解释第 14 号影响等。报告期内，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，这些项目在年内陆续投产，保障公司排水业务持续增长。此外，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。

投资建议：预计公司 2022/2023/2024 年公司归母净利润分别为 12.2 亿、16.0 亿和 18.4 亿，对应 PE 为 13x、9.9x 和 8.6x。公司充足的在手项目充足保障业绩增长，维持“推荐”评级。

风险提示：项目投产进度不及预期风险，垃圾焚烧发电电价下调风险，补贴拖欠风险，燃气购销差价倒挂的风险。

附录：

1. 盈利预测

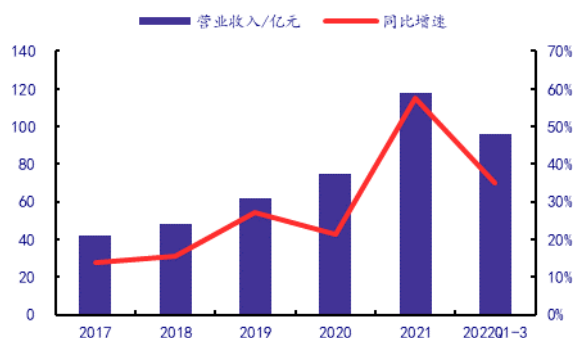
表 1. 瀚蓝环境盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	11776.51	13830.50	15096.15	16487.20
收入增长率	57.41%	17.44%	9.15%	9.21%
归母净利润（百万元）	1163.38	1221.86	1600.25	1840.85
利润增速	10.01%	5.03%	30.97%	15.04%
毛利率	22.96%	22.01%	24.61%	26.06%
摊薄 EPS（元）	1.43	1.50	1.96	2.26
PE	13.61	12.96	9.89	8.60

资料来源：wind，中国银河证券研究院

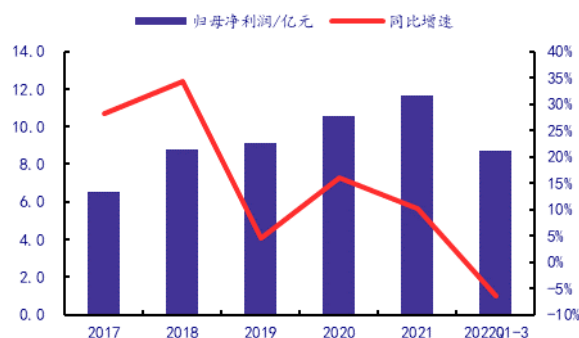
2. 公司经营情况

图 1：2017-2022Q3 瀚蓝环境营业收入



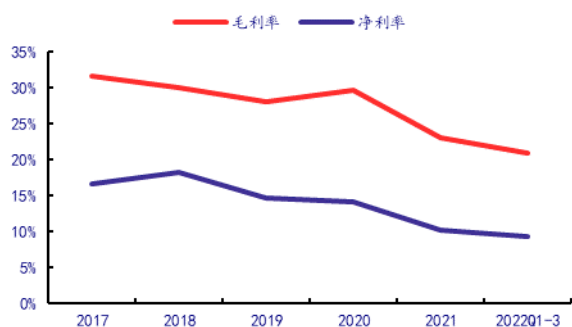
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 2：2017-2022Q3 瀚蓝环境归母净利润



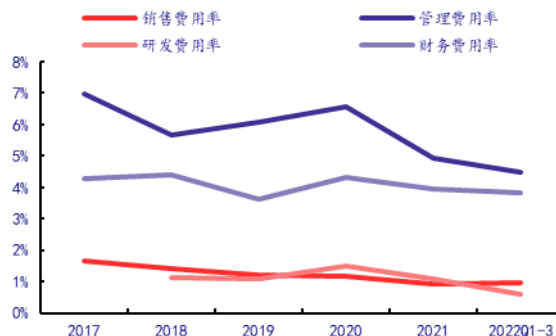
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 3：2017-2022Q3 瀚蓝环境毛利率与净利率



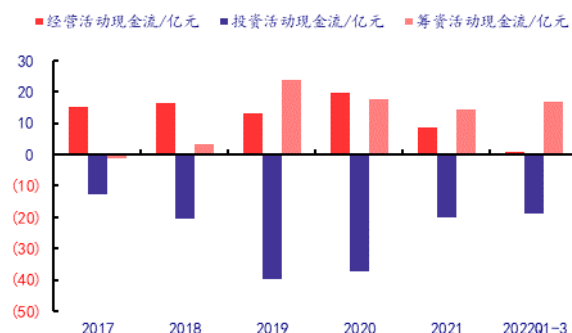
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 4：2017-2022Q3 瀚蓝环境费用率



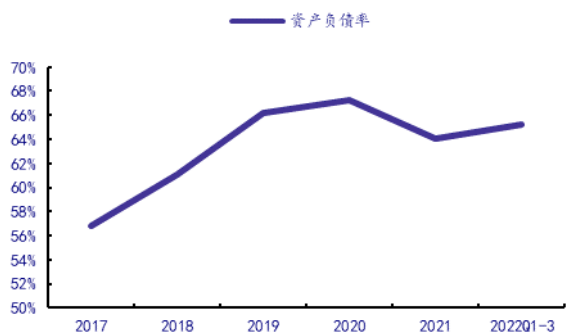
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 5：2017-2022Q3 瀚蓝环境现金流情况



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 6：2017-2022Q3 瀚蓝环境资产负债率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 2. 2021-2022Q3 瀚蓝环境分季度营收和净利润情况

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
营业收入/亿元	20.65	24.86	25.73	46.53	27.27	34.08	34.75
营业收入同比增长率	46.34%	44.09%	27.95%	99.32%	32.04%	37.10%	35.05%
归母净利润/亿元	2.42	3.85	3.02	2.35	1.59	3.91	3.18
归母净利润同比增长率	78.34%	18.35%	-1.96%	-18.73%	-34.30%	1.48%	5.47%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

3. 公司重大工程建设及投产情况

表 3. 生活垃圾焚烧发电项目

项目阶段	项目名称	项目规模 (吨/日)	投产时间/预计建成时间
新增完工并确认收入	常德项目一期	500	2022 年上半年
在建	平和项目一期	550	2023 年上半年
	贵阳项目	2000	2022 年四季度
	桂平项目一期	800	2022 年四季度
	开平一期改扩建	400	2023 年上半年

	福清改扩建项目	800	2024 年上半年
筹建	大连项目一期扩建	650	2024 年上半年

资料来源：瀚蓝环境三季报，中国银河证券研究院

表 4. 试运营固废项目

项目名称	业务类型	项目规模（吨/日）
开平餐厨项目一期	有机垃圾处理项目	餐厨垃圾 150，污泥 100，油脂 15
大庆项目	有机垃圾处理项目	餐厨垃圾 150，粪便 50
桂城街道生活垃圾中转站项目	生活垃圾中转站项目	1270
南海工业铝灰处理项目	危险废弃物项目	3 万吨/年
廊坊医废项目一期	危险废弃物项目	15

资料来源：瀚蓝环境三季报，中国银河证券研究院

表 5. 在建固废项目

项目阶段	项目名称	项目规模（吨/日）	投产时间/预计建成时间
生活垃圾转运站	惠安县生活垃圾中转站 PPP 项目	1650	2022 年下半年
有机垃圾处理	哈尔滨餐厨项目二期	餐厨垃圾 200	2023 年上半年
	廊坊餐厨项目	餐厨垃圾 200，粪便 300，废弃油脂 20	2023 年上半年
	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	2023 年上半年
	晋江餐厨项目	餐厨垃圾 150，废弃油脂 30	2022 年下半年
	安溪餐厨项目	餐厨垃圾 39	2023 年上半年
	惠安餐厨项目一期	餐厨垃圾 100	2023 年上半年
农业垃圾处理	江门项目	30	2022 年下半年
	肇庆驼王项目二期	40	2023 年上半年

资料来源：瀚蓝环境三季报，中国银河证券研究院

表 6. 筹建固废项目

项目名称	项目规模	预计建成时间
桂平农业资源循环利用处理中心项目	20 吨/日	2024 年下半年

资料来源：瀚蓝环境三季报，中国银河证券研究院

表 7. 新增与在建能源、供水和排水业务

板块	项目名称	项目规模	正式/预计建成时间
能源业务	制氢项目	2200 吨/年	2023 年上半年
排水业务	大石污水处理厂（二期）	2 万方/日	2022 年三季度
	金沙城污水处理厂（二期）	2 万方/日	2022 年二季度
	九江明净污水处理厂（三期）	3 万方/日	2022 年三季度
	和桂污水处理厂（二期）	1 万方/日	2022 年四季度
	西北污水处理厂（二期）	2.5 万方/日	2023 年上半年

资料来源：瀚蓝环境三季报，中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学（北京），超过10年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022年1月加入中国银河证券。

严明，环保行业分析师，材料科学与工程专业硕士，毕业于北京化工大学。于2018年加入中国银河证券研究院，从事环保行业研究。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn