

## 瀚蓝环境（600323）

### 2022 年三季报点评：固废增长稳健，燃气依旧承压

买入（维持）

2022 年 10 月 28 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 赵梦妮

执业证书：S0600522090002

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）	12.88	10.93	9.16	7.90

#产能扩张

#### 投资要点

- **事件：**2022 年前三季度公司实现营收 96.10 亿元，同增 34.89%，归母净利润 8.68 亿元，同减 6.56%。单三季度实现营收 34.75 亿元，同增 35.05%，归母净利润 3.18 亿元，同增 5.47%。
- **固废作为核心增长动力，项目投产贡献稳健增长。**2022 前三季度，固废实现收入 52.44 亿元，同增 43.46%，占比主营收入的 55.80%，净利润 7.51 亿元，同增 32.03%，增长来自于在手垃圾焚烧项目陆续投产、环卫业务规模扩大。截至 2022 年 9 月底，公司垃圾焚烧项目总规模达 34250 吨/日（不含参股项目），其中已投运 26050 吨/日，在建 4550 吨/日，筹建 650 吨/日，未建规模 3000 吨/日，吨上网电量提升至 321.91 度。
- **燃气量价提升，受制成本上行盈利仍然承压。**2022 前三季度，能源收入 30.04 亿元，同增 31.25%，占主营收入的 31.97%，收入增加主要系天然气销量增加及销售均价提升所致。净利润亏损约 0.8 亿元，较去年同期下降约 1.8 亿元，其中 Q3 盈利约 0.1 亿元，较 Q2 盈利下降主要系 Q3 气源成本再次上涨，进销差价较 Q2 有所缩窄所致。面对国际能源价格上涨，公司持续推进与政府部门沟通天然气价格机制，促进上游气源供应多元化&结构多样化，加强与供应商+客户+政府多边协调，拓展燃气工程&非燃业务，以期缓解燃气成本压力，恢复能源板块盈利能力。
- **供水受疫情影响保持平稳，排水运营收入增加。**2022 前三季度，供水收入 7.07 亿元，同减 1.77%，系疫情影响供水工程&售水量下滑所致。排水收入 4.43 亿元，同增 35.40%，主要受益于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，此外公司亦积极推进 5 个污水处理厂扩建项目及农村污水处理装置运营等轻资产运营服务，以扩大水环境综合治理业务盈利规模。
- **费用管控良好，期间费用率下降 2.6pct 至 9.88%。**2022 年前三季度公司销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.17pct、下降 1.06pct、下降 0.63pct、下降 0.74pct 至 0.97%、4.48%、0.61%、3.83%。
- **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，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&整合能力有望持续提升盈利规模，燃气业务有望迎来修复。我们维持公司 2022-2024 年归母净利润预测 13.72/16.36/18.96 亿元，对应 2022-2024 年 PE 为 11/9/8 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)	19.41
一年最低/最高价	16.68/22.54
市净率(倍)	1.49
流通 A 股市值(百万元)	15,825.89
总市值(百万元)	15,825.89

#### 基础数据

每股净资产(元,LF)	13.00
资产负债率(% ,LF)	65.25
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 年中报点评：固废稳健增长，燃气压力缓解顺价持续》

2022-08-20

《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

瀚蓝环境三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		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)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		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)	12.88	10.93	9.16	7.90
营运资本变动	-1,799	161	-44	-2	P/B (现价)	1.51	1.38	1.26	1.14

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>

