

# 天然气业务继续承压，“大固废”战略稳步推进

——瀚蓝环境（600323）2022年三季度报点评

## 核心观点

事件：公司发布 2022 年三季度报，前三季度实现营业收入 96.1 亿元，同比+34.9%；归母净利润 8.7 亿元，同比-6.6%。Q3 单季度公司实现营业收入 34.7 亿元（+35.1%），归母净利润 3.2 亿元（+5.5%）。

- **固废板块是公司收入增长的核心动力。**2022 年前三季度，固废处理业务收入 52.44 亿元，同比+43.46%，净利润 7.51 亿元，同比+32.03%。主要来源于自 2021 年下半年起，漳州北、乌兰察布等垃圾焚烧项目陆续投产，2022 年前三季度垃圾焚烧量 761 万吨，同比+14.45%，上网电量同比+16.12%；前三季度餐厨垃圾处理量同比+6.26%；
- **天然气量价齐增，营收同比+31.25%。**2022 年前三季度，能源业务实现收入 30.04 亿元，同比+31.25%，收入增加主要是由于天然气销量增加和销售均价提升，净利润-0.8 亿元，较 Q2 盈利下滑主要是气源成本上升。
- **紧抓“无废城市”发展机遇，坚定推进“大固废”战略。**公司持续推进固废产业链纵横一体化延伸发展的“大固废”战略。在垃圾焚烧项目所在地积极向上游拓展换位业务，横向拓展餐厨垃圾等其他固废项目。今年以来在广东三水、福建安溪、广东饶平、山东沂源、山东潍坊等地实现环卫项目突破，以及拓展惠安、安溪餐厨垃圾项目、南海工业铝灰项目、安溪大件垃圾项目等，截至 2022 年 9 月底，公司生活垃圾焚烧发电在手订单合计规模 34,250 吨/日，其中已投产项目规模为 26,050 吨/日（2022 年前三季度投产 500 吨/日），在建项目规模 4,550 吨/日，筹建项目规模 650 吨/日，未建项目规模 3,000 吨/日；在建餐厨及厨余垃圾处理项目规模 889 吨/日。

## 盈利预测与投资建议

- 虽然能源业务板块持续承压，但公司稳步推进固废项目开发及建设形成有效产能，增厚业绩，我们调整 2022-2024 年归母净利润分别为 12.57/15.43/15.30 亿元（原值分别为 12.90/15.94/17.75 亿元），对应 EPS 分别为 1.54/1.89/1.88 元，根据可比公司 2022 年 PE 14 倍，给予目标价为 21.56 元，维持买入评级。

## 风险提示

- **固废项目推进可能不及预期；天然气成本可能继续走高拖累能源板块业绩。**

## 公司主要财务信息

|               | 2020A | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|---------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 7,481 | 11,777 | 12,328 | 13,113 | 12,776 |
| 同比增长(%)       | 21.5% | 57.4%  | 4.7%   | 6.4%   | -2.6%  |
| 营业利润(百万元)     | 1,297 | 1,411  | 1,527  | 1,880  | 1,863  |
| 同比增长(%)       | 21.7% | 8.7%   | 8.2%   | 23.1%  | -0.9%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1,057 | 1,163  | 1,257  | 1,543  | 1,530  |
| 同比增长(%)       | 15.9% | 10.0%  | 8.1%   | 22.8%  | -0.9%  |
| 每股收益(元)       | 1.30  | 1.43   | 1.54   | 1.89   | 1.88   |
| 毛利率(%)        | 29.6% | 23.0%  | 23.6%  | 25.1%  | 26.2%  |
| 净利率(%)        | 14.1% | 9.9%   | 10.2%  | 11.8%  | 12.0%  |
| 净资产收益率(%)     | 15.0% | 13.3%  | 12.1%  | 13.3%  | 11.8%  |
| 市盈率           | 14.2  | 12.9   | 11.9   | 9.7    | 9.8    |
| 市净率           | 2.0   | 1.5    | 1.4    | 1.2    | 1.1    |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

| 投资评级            | 买入（维持）        |
|-----------------|---------------|
| 股价（2022年10月28日） | 18.38元        |
| 目标价格            | 21.56元        |
| 52周最高价/最低价      | 22.3/16.5元    |
| 总股本/流通A股（万股）    | 81,535/81,535 |
| A股市值（百万元）       | 14,986        |
| 国家/地区           | 中国            |
| 行业              | 环保            |
| 报告发布日期          | 2022年10月31日   |

## 股价表现

|       | 1周    | 1月    | 3月     | 12月    |
|-------|-------|-------|--------|--------|
| 绝对表现  | -6.98 | -3.67 | -12.51 | -15.41 |
| 相对表现  | -1.59 | 3.84  | 3.68   | 11.79  |
| 沪深300 | -5.39 | -7.51 | -16.19 | -27.2  |



## 证券分析师

|     |   |
|-----|---|
| 卢日鑫 | 021-63325888*6118<br>lurixin@orientsec.com.cn<br>执业证书编号：S0860515100003                    |
| 谢超波 | 021-63325888*6070<br>xiechaobo@orientsec.com.cn<br>执业证书编号：S0860517090001                  |
| 施静  | 021-63325888*3206<br>shijing1@orientsec.com.cn<br>执业证书编号：S0860520090002<br>香港证监会牌照：BMO306 |

## 联系人

|     |                           |
|-----|---------------------------|
| 李少甫 | lishaofu@orientsec.com.cn |
|-----|---------------------------|

## 相关报告

|                   |            |
|-------------------|------------|
| 燃气业务压力缓解，固废业务稳步增长 | 2022-08-28 |
| 业绩符合预期，打造固废处理全产业链 | 2021-08-13 |
| 业绩符合预期，固废板块收入占比提升 | 2021-04-28 |

**表 1：可比公司估值表**

| 公司    | 代码     | 最新价格（元）    |       |       |       | 每股收益（元） |       |       | 市盈率   |       |       |  |
|-------|--------|------------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|--|
|       |        | 2022/10/28 | 2021A | 2022E | 2023E | 2021A   | 2022E | 2023E | 2021A | 2022E | 2023E |  |
| 伟明环保  | 603568 | 19.10      | 0.91  | 1.05  | 1.38  | 21.07   | 18.18 | 13.88 |       |       |       |  |
| 玉禾田   | 300815 | 15.36      | 1.42  | 1.55  | 1.82  | 10.80   | 9.89  | 8.45  |       |       |       |  |
| 上海环境  | 601200 | 8.68       | 0.61  | 0.58  | 0.68  | 14.19   | 14.97 | 12.70 |       |       |       |  |
| 高能环境  | 603588 | 9.85       | 0.48  | 0.64  | 0.83  | 20.71   | 15.49 | 11.92 |       |       |       |  |
| 绿色动力  | 601330 | 6.52       | 0.50  | 0.68  | 0.78  | 13.02   | 9.59  | 8.37  |       |       |       |  |
| 深圳燃气  | 601139 | 6.52       | 0.47  | 0.45  | 0.57  | 13.85   | 14.49 | 11.40 |       |       |       |  |
| 调整后平均 |        |            |       |       |       |         | 15.44 | 13.71 | 11.12 |       |       |  |

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

**盈利预测核心假设**

|               | 2020A   | 2021A    | 2022E    | 2023E    | 2024E    |
|---------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| <b>固废处理业务</b> |         |          |          |          |          |
| 销售收入（百万元）     | 4,038.8 | 6,568.0  | 7,060.2  | 7,741.7  | 7,212.7  |
| 增长率           | 52.4%   | 62.6%    | 7.5%     | 9.7%     | -6.8%    |
| 毛利率           | 32.1%   | 27.9%    | 30.0%    | 30.0%    | 30.0%    |
| <b>燃气业务</b>   |         |          |          |          |          |
| 销售收入（百万元）     | 1,873.8 | 3,357.8  | 3,601.3  | 3,780.4  | 3,971.2  |
| 增长率           | -3.4%   | 79.2%    | 7.3%     | 5.0%     | 5.0%     |
| 毛利率           | 17.7%   | 5.4%     | 5.0%     | 10.0%    | 15.0%    |
| <b>供水业务</b>   |         |          |          |          |          |
| 销售收入（百万元）     | 913.2   | 984.0    | 984.1    | 905.4    | 905.4    |
| 增长率           | -1.9%   | 7.7%     | 0.0%     | -8.0%    | 0.0%     |
| 毛利率           | 28.6%   | 28.8%    | 28.8%    | 28.8%    | 28.8%    |
| <b>污水处理业务</b> |         |          |          |          |          |
| 销售收入（百万元）     | 410.1   | 559.3    | 374.4    | 378.4    | 379.2    |
| 增长率           | 14.2%   | 36.4%    | -33.1%   | 1.1%     | 0.2%     |
| 毛利率           | 49.3%   | 49.8%    | 49.8%    | 49.8%    | 49.8%    |
| <b>其他业务</b>   |         |          |          |          |          |
| 销售收入（百万元）     | 245.6   | 307.5    | 307.5    | 307.5    | 307.5    |
| 增长率           | -12.1%  | 25.2%    | 0.0%     | 0.0%     | 0.0%     |
| 毛利率           | 50.0%   | 42.8%    | 45.0%    | 45.0%    | 45.0%    |
| 合计            | 7,481.4 | 11,776.5 | 12,327.5 | 13,113.5 | 12,776.0 |
| 增长率           | 21.5%   | 57.4%    | 4.7%     | 6.4%     | -2.6%    |
| 综合毛利率         | 29.6%   | 23.0%    | 23.6%    | 25.1%    | 26.2%    |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

附表：财务报表预测与比率分析

| 资产负债表            |                |                |                |                |                | 利润表              |              |              |              |              |              |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元           | 2020A          | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          | 单位:百万元           | 2020A        | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
| 货币资金             | 1,017          | 1,307          | 10,626         | 12,389         | 14,245         | 营业收入             | 7,481        | 11,777       | 12,328       | 13,113       | 12,776       |
| 应收票据、账款及款项融资     | 1,028          | 1,731          | 1,812          | 1,927          | 1,878          | 营业成本             | 5,268        | 9,073        | 9,421        | 9,826        | 9,429        |
| 预付账款             | 235            | 214            | 224            | 239            | 232            | 营业税金及附加          | 52           | 80           | 84           | 89           | 87           |
| 存货               | 554            | 270            | 281            | 293            | 281            | 营业费用             | 86           | 107          | 143          | 141          | 134          |
| 其他               | 878            | 1,323          | 1,350          | 1,389          | 1,372          | 管理费用及研发费用        | 601          | 710          | 855          | 850          | 857          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>3,711</b>   | <b>4,846</b>   | <b>14,293</b>  | <b>16,237</b>  | <b>18,008</b>  | 财务费用             | 324          | 466          | 393          | 435          | 496          |
| 长期股权投资           | 499            | 550            | 550            | 550            | 550            | 资产、信用减值损失        | 60           | 152          | 124          | 112          | 129          |
| 固定资产             | 5,596          | 5,345          | 5,925          | 6,649          | 7,295          | 公允价值变动收益         | 1            | (0)          | 0            | 0            | 0            |
| 在建工程             | 4,069          | 335            | 1,887          | 2,306          | 2,292          | 投资净收益            | 80           | 73           | 73           | 73           | 73           |
| 无形资产             | 10,138         | 9,430          | 9,923          | 10,579         | 11,175         | 其他               | 127          | 148          | 146          | 146          | 146          |
| 其他               | 916            | 8,774          | 610            | 570            | 551            | <b>营业利润</b>      | <b>1,297</b> | <b>1,411</b> | <b>1,527</b> | <b>1,880</b> | <b>1,863</b> |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>21,218</b>  | <b>24,433</b>  | <b>18,896</b>  | <b>20,654</b>  | <b>21,862</b>  | 营业外收入            | 20           | 38           | 38           | 38           | 38           |
| <b>资产总计</b>      | <b>24,929</b>  | <b>29,278</b>  | <b>33,189</b>  | <b>36,891</b>  | <b>39,870</b>  | 营业外支出            | 19           | 12           | 12           | 12           | 12           |
| 短期借款             | 1,158          | 856            | 856            | 856            | 856            | <b>利润总额</b>      | <b>1,299</b> | <b>1,436</b> | <b>1,552</b> | <b>1,905</b> | <b>1,889</b> |
| 应付票据及应付账款        | 2,724          | 3,151          | 3,272          | 3,413          | 3,275          | 所得税              | 241          | 250          | 270          | 332          | 329          |
| 其他               | 3,912          | 3,581          | 3,594          | 3,612          | 3,604          | <b>净利润</b>       | <b>1,058</b> | <b>1,186</b> | <b>1,282</b> | <b>1,573</b> | <b>1,560</b> |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>7,793</b>   | <b>7,588</b>   | <b>7,722</b>   | <b>7,881</b>   | <b>7,735</b>   | 少数股东损益           | 0            | 23           | 25           | 30           | 30           |
| 长期借款             | 6,144          | 7,964          | 10,700         | 12,860         | 14,660         | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>1,057</b> | <b>1,163</b> | <b>1,257</b> | <b>1,543</b> | <b>1,530</b> |
| 应付债券             | 919            | 1,056          | 1,056          | 1,056          | 1,056          | 每股收益(元)          | 1.30         | 1.43         | 1.54         | 1.89         | 1.88         |
| 其他               | 1,902          | 2,134          | 2,134          | 2,134          | 2,134          |                  |              |              |              |              |              |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>8,965</b>   | <b>11,154</b>  | <b>13,890</b>  | <b>16,050</b>  | <b>17,850</b>  | 主要财务比率           |              |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>      | <b>16,758</b>  | <b>18,743</b>  | <b>21,613</b>  | <b>23,931</b>  | <b>25,586</b>  |                  | 2020A        | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
| 少数股东权益           | 613            | 631            | 656            | 686            | 716            | <b>成长能力</b>      |              |              |              |              |              |
| 实收资本(或股本)        | 767            | 815            | 815            | 815            | 815            | 营业收入             | 21.5%        | 57.4%        | 4.7%         | 6.4%         | -2.6%        |
| 资本公积             | 1,488          | 2,455          | 2,455          | 2,455          | 2,455          | 营业利润             | 21.7%        | 8.7%         | 8.2%         | 23.1%        | -0.9%        |
| 留存收益             | 5,147          | 6,573          | 7,651          | 9,003          | 10,299         | 归属于母公司净利润        | 15.9%        | 10.0%        | 8.1%         | 22.8%        | -0.9%        |
| 其他               | 156            | 62             | 0              | 0              | 0              | <b>获利能力</b>      |              |              |              |              |              |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>8,170</b>   | <b>10,536</b>  | <b>11,577</b>  | <b>12,959</b>  | <b>14,285</b>  | 毛利率              | 29.6%        | 23.0%        | 23.6%        | 25.1%        | 26.2%        |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>24,929</b>  | <b>29,278</b>  | <b>33,189</b>  | <b>36,891</b>  | <b>39,870</b>  | 净利率              | 14.1%        | 9.9%         | 10.2%        | 11.8%        | 12.0%        |
|                  |                |                |                |                |                | ROE              | 15.0%        | 13.3%        | 12.1%        | 13.3%        | 11.8%        |
|                  |                |                |                |                |                | ROIC             | 8.0%         | 7.8%         | 6.7%         | 7.0%         | 6.4%         |
| 现金流量表            |                |                |                |                |                | <b>偿债能力</b>      |              |              |              |              |              |
| 单位:百万元           | 2020A          | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          | 资产负债率            | 67.2%        | 64.0%        | 65.1%        | 64.9%        | 64.2%        |
| 净利润              | 1,058          | 1,186          | 1,282          | 1,573          | 1,560          | 净负债率             | 108.1%       | 93.4%        | 28.1%        | 28.2%        | 25.2%        |
| 折旧摊销             | 961            | 849            | 853            | 966            | 1,071          | 流动比率             | 0.48         | 0.64         | 1.85         | 2.06         | 2.33         |
| 财务费用             | 324            | 466            | 393            | 435            | 496            | 速动比率             | 0.41         | 0.60         | 1.81         | 2.02         | 2.29         |
| 投资损失             | (80)           | (73)           | (73)           | (73)           | (73)           | <b>营运能力</b>      |              |              |              |              |              |
| 营运资金变动           | 42             | (389)          | 5              | (22)           | (62)           | 应收账款周转率          | 7.7          | 8.5          | 7.0          | 7.0          | 6.7          |
| 其它               | (349)          | (1,160)        | 8,062          | 0              | (0)            | 存货周转率            | 11.6         | 22.0         | 34.2         | 34.2         | 32.8         |
| <b>经营活动现金流</b>   | <b>1,956</b>   | <b>878</b>     | <b>10,522</b>  | <b>2,880</b>   | <b>2,992</b>   | 总资产周转率           | 0.3          | 0.4          | 0.4          | 0.4          | 0.3          |
| 资本支出             | (3,705)        | 4,356          | (3,440)        | (2,725)        | (2,279)        | <b>每股指标(元)</b>   |              |              |              |              |              |
| 长期投资             | (57)           | (51)           | 0              | 0              | 0              | 每股收益             | 1.30         | 1.43         | 1.54         | 1.89         | 1.88         |
| 其他               | 53             | (6,313)        | 73             | 73             | 73             | 每股经营现金流          | 2.55         | 1.08         | 12.91        | 3.53         | 3.67         |
| <b>投资活动现金流</b>   | <b>(3,709)</b> | <b>(2,008)</b> | <b>(3,366)</b> | <b>(2,652)</b> | <b>(2,206)</b> | 每股净资产            | 9.27         | 12.15        | 13.39        | 15.05        | 16.64        |
| 债权融资             | 2,309          | 1,490          | 2,736          | 2,160          | 1,800          | <b>估值比率</b>      |              |              |              |              |              |
| 股权融资             | 9              | 1,016          | 0              | 0              | 0              | 市盈率              | 14.2         | 12.9         | 11.9         | 9.7          | 9.8          |
| 其他               | (551)          | (1,083)        | (572)          | (626)          | (730)          | 市净率              | 2.0          | 1.5          | 1.4          | 1.2          | 1.1          |
| <b>筹资活动现金流</b>   | <b>1,767</b>   | <b>1,422</b>   | <b>2,164</b>   | <b>1,534</b>   | <b>1,070</b>   | EV/EBITDA        | 10.5         | 10.0         | 9.8          | 8.3          | 7.9          |
| 汇率变动影响           | 0              | 0              | -0             | -0             | -0             | EV/EBIT          | 16.7         | 14.5         | 14.1         | 11.7         | 11.5         |
| <b>现金净增加额</b>    | <b>14</b>      | <b>293</b>     | <b>9,320</b>   | <b>1,763</b>   | <b>1,856</b>   |                  |              |              |              |              |              |

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)