

瀚蓝环境 (600323.SH)

大固废产能加速扩张，期待 CCER 重启增厚业绩

核心观点：

- **大固废产能加速扩张彰显运营实力，“无废城市”打开成长天花板。**公司发布公告：将在佛山南海新增垃圾焚烧发电项目 1500 吨/日、餐厨垃圾处置项目 1000 吨/日、炉渣综合利用项目 55 万吨/年，总投资额约 15.81 亿元。项目建成后，公司在南海垃圾焚烧发电产能将从 4500 吨/日增至 6000 吨/日，餐厨垃圾处理规模将从 300 吨/日增至 1300 吨/日。在行业增量有限的背景下，公司打造“瀚蓝模式 2.0”充分挖掘当地固废资源化处置需求，实现项目规模逆势扩张。“无废城市”推动万亿级循环再生市场打开，公司成长天花板有望进一步打开。
- **能源板块亏损有望持续收窄，固废高增保障全年业绩向上。**(1) 能源：前三季度亏损 0.8 亿元拖累整体业绩，顺价政策对冲下已实现单季度盈利反转，气价理顺及多种气源开拓的加持下能源板块全年亏损有望收窄。(2) 固废：前三季度实现净利润 7.51 亿元 (同比+32.03%)，依托新项目投产及发电效率提升，固废业务有望持续高增长；餐厨处置、垃圾中转、危废处置等“焚烧+”项目以及 10.5 万方/日排水项目均将于 2022-2023 年建成投产，“无废城市”订单开拓保障中长期成长潜力。
- **CCER 重启信号逐渐明朗，固废利润水平有望增厚。**2022 年以来 CCER 重启信号逐渐明朗：1 月河北省提出推动北京与雄安联合设立国家级 CCER 交易市场，近日生态环境部应对气候变化司司长李高再次强调“争取尽早中国 CCER 市场”。垃圾焚烧为 CCER 的重要组成，交易市场重启有望带动公司利润水平增厚。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2022-2024 年归母净利润为 12.90/15.33/18.37 亿元，对应 PE 为 12.16/10.23/8.54 倍。参考同业给予 2022 年 15xPE 估值，合理价值 23.74 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**REIT 推进低预期；产能投产低预期；新项目回报率下滑等。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	7,481	11,777	12,500	12,801	13,804
增长率 (%)	21.5	57.4	6.1	2.4	7.8
EBITDA (百万元)	2,450	2,717	3,110	3,501	3,938
归母净利润 (百万元)	1,057	1,163	1,290	1,533	1,837
增长率 (%)	15.9	10.0	10.9	18.8	19.9
EPS (元/股)	1.38	1.43	1.58	1.88	2.25
市盈率 (x)	17.99	14.70	12.16	10.23	8.54
ROE (%)	14.0	11.7	11.5	12.0	12.6
EV/EBITDA (x)	11.37	9.96	7.77	6.56	5.35

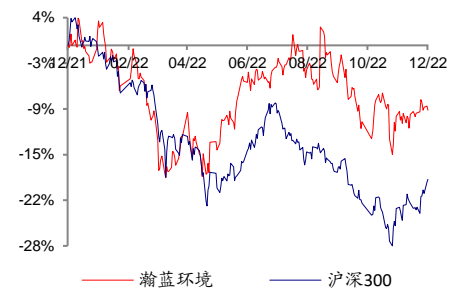
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	19.24 元
合理价值	23.74 元
前次评级	买入
报告日期	2022-12-07

相对市场表现



分析师：

郭鹏



SAC 执证号：S0260514030003



SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师：

许洁



SAC 执证号：S0260518080004



SFC CE No. BNU965



021-38003625



xujie@gf.com.cn

相关研究：

瀚蓝环境 (600323.SH) : 固 2022-10-28

废高增长持续，启动 REITs 助力并购扩张

瀚蓝环境 (600323.SH) : 燃 2022-08-19

气盈利反转超预期，期待固废并购加速

瀚蓝环境 (600323.SH) : 启 2022-08-03

动 REITs 盘活存量资产，助力并购扩张

联系人：荣凌琪 021-38003800

ronglingqi@gf.com.cn

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,711	4,846	7,454	9,045	11,502
货币资金	1,017	1,307	2,712	4,228	6,417
应收及预付	1,262	1,945	2,194	2,059	2,021
存货	554	270	1,057	1,054	1,114
其他流动资产	878	1,323	1,492	1,705	1,949
非流动资产	21,218	24,433	24,861	25,095	25,139
长期股权投资	499	550	600	640	670
固定资产	5,596	5,345	5,442	5,515	5,562
在建工程	4,071	336	386	436	486
无形资产	10,138	9,430	9,631	9,672	9,559
其他长期资产	914	8,773	8,803	8,833	8,863
资产总计	24,929	29,278	32,316	34,140	36,641
流动负债	7,793	7,588	9,535	10,026	10,889
短期借款	1,158	856	1,000	1,500	2,000
应付及预收	2,724	3,151	3,965	3,954	4,182
其他流动负债	3,912	3,581	4,570	4,572	4,707
非流动负债	8,965	11,154	10,954	10,754	10,554
长期借款	6,144	7,964	7,764	7,564	7,364
应付债券	919	1,056	1,056	1,056	1,056
其他非流动负债	1,902	2,134	2,134	2,134	2,134
负债合计	16,758	18,743	20,489	20,780	21,443
股本	767	815	815	815	815
资本公积	1,488	2,455	2,455	2,455	2,455
留存收益	5,147	6,573	7,863	9,396	11,233
归属母公司股东权益	7,557	9,905	11,195	12,728	14,565
少数股东权益	613	631	631	632	632
负债和股东权益	24,929	29,278	32,316	34,140	36,641

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7,481	11,777	12,500	12,801	13,804
营业成本	5,268	9,073	9,642	9,614	10,170
营业税金及附加	52	80	88	90	110
销售费用	86	107	125	128	138
管理费用	490	582	613	627	676
研发费用	111	128	125	128	138
财务费用	324	466	431	429	402
资产减值损失	-26	-88	-29	-20	-35
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资净收益	80	73	75	64	69
营业利润	1,297	1,411	1,587	1,895	2,274
营业外收支	1	26	26	22	23
利润总额	1,299	1,436	1,613	1,917	2,297
所得税	241	250	323	383	459
净利润	1,058	1,186	1,291	1,533	1,838
少数股东损益	0	23	0	0	1
归属母公司净利润	1,057	1,163	1,290	1,533	1,837
EBITDA	2,450	2,717	3,110	3,501	3,938
EPS (元)	1.38	1.43	1.58	1.88	2.25

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,956	878	3,427	3,091	3,660
净利润	1,058	1,186	1,291	1,533	1,838
折旧摊销	976	910	1,202	1,287	1,366
营运资金变动	-374	-1,799	570	-104	61
其它	297	581	365	375	395
投资活动现金流	-3,709	-2,008	-1,528	-1,433	-1,317
资本支出	-3,564	-2,000	-1,523	-1,427	-1,326
投资变动	-174	-63	-70	-60	-50
其他	28	55	65	54	59
筹资活动现金流	1,767	1,422	-495	-142	-153
银行借款	10,287	8,680	-56	300	300
股权融资	130	46	0	0	0
其他	-8,649	-7,304	-439	-442	-453
现金净增加额	14	293	1,405	1,516	2,190
期初现金余额	989	1,002	1,307	2,712	4,228
期末现金余额	1,002	1,295	2,712	4,228	6,417

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	21.5%	57.4%	6.1%	2.4%	7.8%
营业利润增长	21.7%	8.7%	12.5%	19.4%	20.0%
归母净利润增长	15.9%	10.0%	10.9%	18.8%	19.9%
获利能力					
毛利率	29.6%	23.0%	22.9%	24.9%	26.3%
净利率	14.1%	10.1%	10.3%	12.0%	13.3%
ROE	14.0%	11.7%	11.5%	12.0%	12.6%
ROIC	6.7%	6.8%	6.6%	7.1%	7.6%
偿债能力					
资产负债率	67.2%	64.0%	63.4%	60.9%	58.5%
净负债比率	205.1%	177.9%	173.3%	155.5%	141.1%
流动比率	0.48	0.64	0.78	0.90	1.06
速动比率	0.35	0.51	0.58	0.71	0.87
营运能力					
总资产周转率	0.30	0.40	0.39	0.37	0.38
应收账款周转率	7.28	6.80	7.30	8.11	9.13
存货周转率	13.52	43.54	11.83	12.15	12.39
每股指标 (元)					
每股收益	1.38	1.43	1.58	1.88	2.25
每股经营现金流	2.55	1.08	4.20	3.79	4.49
每股净资产	9.86	12.15	13.73	15.61	17.86
估值比率					
P/E	17.99	14.70	12.16	10.23	8.54
P/B	2.52	1.73	1.40	1.23	1.08
EV/EBITDA	11.37	9.96	7.77	6.56	5.35

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 许 洁：联席首席分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：资深分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 龙：高级研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 荣 凌 琪：研究员，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 许 子 怡：研究员，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 舒 心：研究员，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 郝 兆 升：研究员，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。