

## 燃气扭亏业绩超预期，固废稳健增长积极探索发展空间

### ——瀚蓝环境 2023 年三季报点评

#### 核心观点：

- **事件：**公司发布 2023 年三季报，前三季度实现营收 89.62 亿元，同比减少 6.74%；实现归母净利润 11.66 亿元，同比增长 34.53%。23Q3 单季度实现营收 30.35 亿元，同比减少 12.66%；实现归母净利润 4.76 亿元，同比增长 48.56%。
- **燃气业务大幅扭亏 Q3 业绩超预期，现金流大幅提升。**公司前三季度收入下降的同时净利润实现了较大幅度增长，主要是因为毛利相对较低的固废工程业务收入下降以及天然气业务同比扭亏为盈。报告期公司毛利率、净利率分别为 27.08%、13.32%，同比+6.19pct、+4.12pct；期间费用率 10.92%，同比+1.04pct，ROE(加权)10.24%，同比+1.80pct。报告期公司资产负债率 65.25%，同比持平、处于相对较高水平。报告期公司经现净额 16.31 亿元，同比大幅增加 1489.21%，主因是收到 9.88 亿债券转让款。
- **固废业务：垃圾焚烧稳定增长，积极探索新的发展空间。**报告期，公司固废业务实现营收 46.08 亿元，同比下降 12.13%；实现净利润 8.30 亿元，同比增加 0.80 亿元，同比增长 10.68%。其中垃圾发电毛利率 50%，营收 24.13 亿，同比增长 15.66%，实现净利 7.16 亿元，同比增长 23.23%。工程与装备业务实现营收 8.24 亿，同比下降 59.20%；实现净利 0.68 亿，同比下降 62.05%。  
公司垃圾发电等运营类业务收入稳定增长；公司也积极探索新的发展空间。一方面，公司 8 月份受让新源（中国）40%股权，新增垃圾发电规模 4500 吨/日（其中泰国曼谷 3300 吨/日），开启国际化发展道路；另一方面，公司积极开拓供热业务，已签订 9 个垃圾焚烧项目供热协议。
- **能源业务：大幅扭亏为盈，多举措开源节流，业绩稳定性有望提升。**报告期能源业务营收 29.65 亿，同比下降 1.32%，净利 1.4 亿，同比增加 2.2 亿元。公司采取多项措施应对天然气价格波动，一方面公司积极同政府部门沟通，争取进一步理顺价格机制，另一方面，公司推进气源多元化供应，打造稳健的气源保障体系，同时也开拓产业链内外相关能源业务提升利润增长空间，未来公司能源业务业绩稳定性有望提升。另外，公司餐厨垃圾制氢项目正式投产，产能约 2200 吨氢气/年，标志着公司打通氢气“制、加、输、用”一体化。
- **供排水业务：稳中有升，运营管理能力优异，持续拓展业务空间。**报告期供水营收 7.09 亿，同比增长 0.29%，水损率控制在 8.36%，同比降低 1.04 个百分点，处于行业前列，体现公司优秀的运营管理能力。报告期排水业务营收 4.46 亿元，同比增长 0.64%，公司积极推进 3 个污水处理厂的扩建项目（总规模 9.5 万方/日），预计 2024 年上半年之前陆续投产。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。
- **估值分析与评级说明：**预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 15.37 亿元、17.85 亿元、19.99 亿元，对应 PE 分别为 9.3 倍、8.0 倍、7.2 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**公司业务拓展不及预期的风险，天然气价格超预期波动的风险等。

瀚蓝环境(600323)

推荐 (维持)

#### 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

梁悠南

☎：010-80927656

✉：liangyounan-yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070002

#### 市场数据

2023-10-26

股票代码	600323
A 股收盘价(元)	17.58
上证指数	2,988.30
总股本万股	81,535
实际流通 A 股万股	81,535
流通 A 股市值(亿元)	143

#### 相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

#### 相关研究

【银河环保公用】公司点评\_环保\_瀚蓝环境：能源业务经营情况好转，固废运营稳定增长

表1: 主要财务指标预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12875.06	12572.91	13235.51	14081.83
收入增长率%	9.33	-2.35	5.27	6.39
归母净利润(百万元)	1146.34	1537.09	1785.16	1999.39
利润增速%	-1.46	34.09	16.14	12.00
毛利率%	20.45	23.79	25.09	26.17
摊薄 EPS(元)	1.41	1.89	2.19	2.45
PE	12.50	9.33	8.03	7.17
PB	1.32	1.17	1.02	0.89
PS	1.11	1.14	1.08	1.02

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

## 附录:

### (一) 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>6431.65</b>	<b>6833.58</b>	<b>9399.96</b>	<b>10838.43</b>	营业收入	12875.06	12572.91	13235.51	14081.83
现金	1106.55	3801.02	3928.61	7250.94	营业成本	10242.36	9581.63	9915.32	10396.11
应收账款	2781.31	945.16	3079.05	1275.43	营业税金及附加	79.58	75.44	79.41	84.49
其它应收款	201.12	60.26	226.36	81.40	营业费用	124.07	119.44	125.42	133.93
预付账款	171.46	226.74	211.67	221.98	管理费用	618.06	590.93	608.83	657.16
存货	263.91	235.99	281.32	261.08	财务费用	493.96	465.12	465.66	519.51
其他	1907.29	1564.40	1672.95	1747.59	资产减值损失	-31.69	-20.00	-20.00	-20.00
<b>非流动资产</b>	<b>26856.13</b>	<b>28490.96</b>	<b>30113.09</b>	<b>31718.62</b>	公允价值变动收益	-0.35	0.00	0.00	0.00
长期投资	719.79	719.79	719.79	719.79	投资净收益	55.06	75.32	72.22	76.58
固定资产	5610.60	7142.25	8601.85	10005.09	营业利润	1398.71	1889.97	2192.36	2452.52
无形资产	10688.65	10668.65	10648.65	10628.65	营业外收入	27.87	0.00	0.00	0.00
其他	9837.09	9960.27	10142.80	10365.09	营业外支出	16.98	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>33287.77</b>	<b>35324.54</b>	<b>39513.05</b>	<b>42557.05</b>	利润总额	1409.61	1889.97	2192.36	2452.52
<b>流动负债</b>	<b>9866.61</b>	<b>9504.63</b>	<b>10860.33</b>	<b>10851.56</b>	所得税	233.49	311.84	359.55	399.76
短期借款	1776.10	2135.42	2571.41	3062.49	净利润	1176.12	1578.12	1832.81	2052.76
应付账款	3329.36	2773.24	3525.92	3084.26	少数股东损益	29.77	41.03	47.65	53.37
其他	4761.15	4595.97	4763.00	4704.81	归属母公司净利润	1146.34	1537.09	1785.16	1999.39
<b>非流动负债</b>	<b>11821.84</b>	<b>12821.84</b>	<b>13821.84</b>	<b>14821.84</b>	EBITDA	2836.98	2944.93	3363.67	3789.92
长期借款	8773.14	9773.14	10773.14	11773.14	EPS (元)	1.41	1.89	2.19	2.45
其他	3048.71	3048.71	3048.71	3048.71					
<b>负债合计</b>	<b>21688.45</b>	<b>22326.47</b>	<b>24682.17</b>	<b>25673.40</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	716.12	757.16	804.81	858.18	营业收入	9.33%	-2.35%	5.27%	6.39%
归属母公司股东权益	10883.20	12240.91	14026.08	16025.47	营业利润	-0.85%	35.12%	16.00%	11.87%
<b>负债和股东权益</b>	<b>33287.77</b>	<b>35324.54</b>	<b>39513.05</b>	<b>42557.05</b>	归属母公司净利润	-1.46%	34.09%	16.14%	12.00%
					毛利率	20.45%	23.79%	25.09%	26.17%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	净利率	8.90%	12.23%	13.49%	14.20%
<b>经营活动现金流</b>	<b>422.47</b>	<b>4226.45</b>	<b>1561.06</b>	<b>4852.75</b>	ROE	10.53%	12.56%	12.73%	12.48%
净利润	1176.12	1578.12	1832.81	2052.76	ROIC	5.93%	6.73%	6.85%	6.90%
折旧摊销	1003.62	645.17	757.87	874.47	资产负债率	65.15%	63.20%	62.47%	60.33%
财务费用	496.75	487.25	541.68	598.08	净负债比率	186.98%	171.77%	166.42%	152.06%
投资损失	-55.06	-75.32	-72.22	-76.58	流动比率	0.65	0.72	0.87	1.00
营运资金变动	-2288.38	1571.23	-1519.08	1384.01	速动比率	0.41	0.51	0.67	0.79
其它	89.43	20.00	20.00	20.00	总资产周转率	0.39	0.36	0.33	0.33
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2334.28</b>	<b>-2224.68</b>	<b>-2327.78</b>	<b>-2423.42</b>	应收帐款周转率	4.63	13.30	4.30	11.04
资本支出	-2368.77	-2300.00	-2400.00	-2500.00	应付帐款周转率	3.87	4.53	3.75	4.57
长期投资	-22.15	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.41	1.89	2.19	2.45
其他	56.64	75.32	72.22	76.58	每股经营现金	0.52	5.18	1.91	5.95
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1687.79</b>	<b>692.70</b>	<b>894.31</b>	<b>893.00</b>	每股净资产	13.35	15.01	17.20	19.65
短期借款	919.91	359.33	435.98	491.08	P/E	12.50	9.33	8.03	7.17
长期借款	808.88	1000.00	1000.00	1000.00	P/B	1.32	1.17	1.02	0.89
其他	-40.99	-666.63	-541.68	-598.08	EV/EBITDA	9.92	8.86	8.14	6.74
<b>现金净增加额</b>	<b>-224.01</b>	<b>2694.47</b>	<b>127.59</b>	<b>3322.32</b>	P/S	1.11	1.14	1.08	1.02

数据来源: 公司数据 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，北京化工大学材料科学与工程专业硕士。于 2018 年加入中国银河证券研究院，从事环保行业研究。

**梁悠南**，公用事业行业分析师，毕业于清华大学（本科），加州大学洛杉矶分校（硕士），纽约州立大学布法罗分校（硕士）。于 2021 年加入中国银河证券研究院，从事公用事业行业研究。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

## 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。

## 联系人

### 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

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

### 机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。