

固废板块深化布局，燃气价格逐步理顺

2022 年 08 月 19 日

➤ **事件概述：**8 月 18 日，公司发布 2022 年半年报，报告期内实现营业收入 61.35 亿元，同比增长 34.81%；归母净利润 5.50 亿元，同比下降 12.34%；扣非归母净利润 5.50 亿元，同比下降 9.69%。2Q22 实现营业收入 34.08 亿元，同比增长 37.10%；归母净利润 3.91 亿元，同比增长 1.48%；扣非归母净利润 3.98 亿元，同比增长 4.99%。

➤ **践行“无废城市”理念，大固废板块亮点多：**1H22 固废处理业务实现营收 33.35 亿元，同比增长 38.72%；实现净利润 5.08 亿元，同比增长 38.15%。截至 2022 年 6 月，公司在手垃圾焚烧项目产能为 34250 吨/日，在运产能为 26050 吨/日。1H22 公司处理生活垃圾 502.25 万吨，同比增长 15.6%，产能利用率超 100%（处理垃圾量口径）。吨垃圾发电量、吨垃圾上网电量分别为 383.14 度和 323.26 度，同比分别提升 1.89 度和 2.38 度，垃圾焚烧项目运营效率明显提升。大固废板块中，工程与装备、环卫业务、农业垃圾处理营收分别同比增长 81.74%、71.86%、45.65%，产业布局加快。现金流方面，剔除 14 号文影响，公司经营活动现金流量净额约为 4.44 亿元，同比下滑约 59%，主要受能源业务亏损及应收账款回款影响。

➤ **天然气价格机制逐步理顺，二季度扭亏为盈：**1H22 能源业务实现营收 19.50 亿元，同比增长 39.57%；实现净利润亏损约 0.9 亿元，同比下降约 1.8 亿元。1H22 公司实现天然气销售量约 4.84 亿 m³，同比增长 8.82%。其中，一季度天然气业务亏损约 1.6 亿元，二季度天然气价格机制逐步理顺，实现扭亏为盈，按照当前顺价进展，全年能源业务有望实现盈亏平衡。同时，公司探索固废处理与能源业务的协同，在建制氢项目产能 2200 吨/年，预计于 2023 上半年完工。

➤ **供排水业务有条不紊，储备产能待释放：**1H22 供水业务实营收 4.48 亿元，同比下降 2.12%，主要受疫情影响导致供水安装工程建设减少及售水量下降。1H22 排水业务实现营收 2.85 亿元，同比增长 36.63%。在建污水处理项目 5 座，产能合计 10.5 万方/日，预计将于未来一年内集中释放。

➤ **投资建议：**公司践行“无废城市”理念，打通固废全产业链，实现多点开花；天然气价格机制理顺，全年有望实现盈亏平衡；供排水业务运营稳定，产能释放增厚盈利。根据业务经营状况，上调公司盈利预测，预计公司 22/23/24 年 EPS 分别为 1.76/2.02/2.25 元/股，对应 2022 年 8 月 18 日收盘价 PE 分别为 11.3/9.8/8.8 倍，给予公司 2022 年 13.0 倍 PE，目标价 22.88 元/股，维持对公司“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业政策风险；原材料价格波动；行业竞争加剧。

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

19.94 元

目标价：

22.88 元


分析师 严家源

执业证书：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

相关研究

1.瀚蓝环境 (600323.SH) 首次覆盖报告：而立之年，开启固废综合处理新征程-2022/05/17

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	11,777	13,193	14,065	15,173
增长率 (%)	57.4	12.0	6.6	7.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,163	1,434	1,651	1,839
增长率 (%)	10.0	23.3	15.1	11.4
每股收益 (元)	1.43	1.76	2.02	2.25
PE	14.0	11.3	9.8	8.8
PB	1.6	1.5	1.3	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 08 月 18 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	11,777	13,193	14,065	15,173
营业成本	9,073	10,287	10,857	11,707
营业税金及附加	80	90	96	103
销售费用	107	120	128	138
管理费用	582	653	696	751
研发费用	128	145	155	167
EBIT	1,882	1,898	2,133	2,307
财务费用	466	391	376	341
资产减值损失	-88	-15	-15	-15
投资收益	73	92	98	106
营业利润	1,411	1,749	2,015	2,245
营业外收支	26	15	15	15
利润总额	1,436	1,764	2,030	2,260
所得税	250	307	354	394
净利润	1,186	1,456	1,676	1,867
归属于母公司净利润	1,163	1,434	1,651	1,839
EBITDA	2,792	2,894	3,195	3,450

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,307	2,809	2,240	2,334
应收账款及票据	1,731	1,807	1,927	2,079
预付款项	214	237	250	269
存货	270	310	327	353
其他流动资产	1,323	1,471	1,706	1,950
流动资产合计	4,846	6,635	6,449	6,985
长期股权投资	550	600	650	700
固定资产	5,345	5,707	6,328	7,016
无形资产	9,430	9,007	8,828	8,729
非流动资产合计	24,433	24,970	25,700	26,453
资产合计	29,278	31,605	32,150	33,437
短期借款	856	1,168	768	368
应付账款及票据	3,151	3,551	3,748	4,041
其他流动负债	3,581	3,703	3,780	3,891
流动负债合计	7,588	8,422	8,296	8,300
长期借款	7,964	7,964	7,964	7,964
其他长期负债	3,190	3,447	2,697	2,397
非流动负债合计	11,154	11,412	10,662	10,362
负债合计	18,743	19,834	18,957	18,662
股本	815	815	815	815
少数股东权益	631	653	678	706
股东权益合计	10,536	11,771	13,192	14,775
负债和股东权益合计	29,278	31,605	32,150	33,437

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	57.41	12.03	6.61	7.88
EBIT 增长率	20.95	0.84	12.34	8.18
净利润增长率	10.01	23.30	15.08	11.37
盈利能力 (%)				
毛利率	22.96	22.03	22.80	22.84
净利率	10.07	11.04	11.92	12.30
总资产收益率 ROA	3.97	4.54	5.13	5.50
净资产收益率 ROE	11.75	12.90	13.19	13.07
偿债能力				
流动比率	0.64	0.79	0.78	0.84
速动比率	0.51	0.68	0.66	0.71
现金比率	0.17	0.33	0.27	0.28
资产负债率 (%)	64.02	62.76	58.97	55.81
经营效率				
应收账款周转天数	53.64	50.00	50.00	50.00
存货周转天数	10.88	11.00	11.00	11.00
总资产周转率	0.40	0.42	0.44	0.45
每股指标 (元)				
每股收益	1.43	1.76	2.02	2.25
每股净资产	12.15	13.64	15.35	17.26
每股经营现金流	1.08	3.69	3.60	3.97
每股股利	0.22	0.27	0.31	0.35
估值分析				
PE	14	11	10	9
PB	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	9.38	8.73	7.73	6.93
股息收益率 (%)	1.10	1.36	1.57	1.74

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1,186	1,456	1,676	1,867
折旧和摊销	910	996	1,062	1,143
营运资金变动	-1,799	235	-111	-37
经营活动现金流	878	3,010	2,934	3,237
资本开支	-2,000	-1,453	-1,712	-1,816
投资	-63	-70	-70	-70
投资活动现金流	-2,008	-1,441	-1,694	-1,790
股权募资	46	0	0	0
债务募资	2,075	569	-1,150	-700
筹资活动现金流	1,422	-67	-1,810	-1,353
现金净流量	293	1,502	-570	94

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026