瀚蓝环境（600323）

固废业务营收高增 52.93%，Q2 单季度业绩增速环比提升 42.73pct 大幅改善

买入（维持）

2020 年 08 月 17 日

证券分析师 袁理
执业证号：S0600511080001
021-60199782
yuanl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6,160	7,541	8,317	9,565
同比（%）	27.1%	22.4%	10.3%	15.0%
归母净利润（百万元）	913	1,029	1,289	1,533
同比（%）	4.2%	12.8%	25.3%	18.9%
每股收益（元/股）	1.19	1.34	1.68	2.00
P/E（倍）	23.64	20.96	16.73	14.07

投资要点

- **事件：**2020 年上半年公司实现营业收入 31.36 亿元，同比增长 17.43%；归母净利润 4.61 亿元，同比增长 0.02%；扣非归母净利润 4.51 亿元，同比增长 0.86%；加权平均 ROE 同比降低 0.77pct，至 6.79%。
- **并购国源&项目投产带动固废处理营收高增 52.93%，分版块毛利率下降整体持平。**20H1 公司实现营收 31.36 亿元，同增 17.43%；归母净利润 4.61 亿元，同增 0.02%；整体毛利率 29.57%，同减 0.22pct。分业务来看，固废业务营收 16.80 亿元，同增 52.93%，毛利率 19.79%，同降 20.34pct；燃气业务营收 8.29 亿元，同减 10.54%，毛利率 11.82%，同降 6.34pct；供水业务实现营收 6.27 亿元，同增 48.75%。
- **2020Q2 业绩增速环比 Q1 改善显著，环比提升 42.73pct。**20Q2 单季度实现营收 17.25 亿元，同增 21.75%；归母净利润 3.25 亿元，同增 16.98%，Q2 单季度归母净利润增速环比 Q1 归母净利润增速-25.75%提升 42.73pct 改善显著，预计下半年疫情影响减弱，业绩有望加速回暖。
- **垃圾焚烧已投产规模达 15900 吨/日，在建产能占已投运规模 83%。**报告期内，公司新中标垃圾焚烧产能 2700 吨/日，已投运产能 15900 吨/日（不含顺德项目），在建产能达 13200 吨/日，占已投运规模的 83%，预计下半年仍有 8050 吨/日项目投产。此外公司积极拓展市政垃圾、工业危废、农业有机垃圾、环卫保洁等固废上下游项目，进一步夯实“大固废”纵横一体化业务格局。
- **经营性现金流净额同比增加 33.68%，收现比提升 2.14pct。**1）20H1 公司经营活动现金流净额 5.52 亿元，同增 33.68%，收现比提高 2.14pct 至 17.61%；2）投资活动现金流净额-16.83 亿元，同减 3.4%；3）筹资活动现金流净额 12.8 亿元，同减 0.67%。
- **优秀整合能力助力份额扩张，固废产业园降本增效实现异地复制。**大固废佼佼者优秀整合得到验证，并购创冠中国后 ROE 从 15 年的 9.81%稳步提升 4.8pct 至 19 年的 14.61%，强整合能力提升盈利助力份额扩张。宏观政策积极鼓励固废综合环保产业园模式，公司已形成纵横一体化的大固废全产业链布局，并**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**，具备社会综合成本最小化的优势，契合“无废城市”发展理念，具有先发优势。综合产业园可通过能源协同、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：**我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.34、1.68、2.00 元，对应 21、17、14 倍 PE，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，现金回款风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	28.15
一年最低/最高价	15.78/28.35
市净率(倍)	3.15
流通 A 股市值(百万元)	21570.33

基础数据

每股净资产(元)	8.94
资产负债率(%)	67.02
总股本(百万股)	766.26
流通 A 股(百万股)	766.26

相关研究

1、《瀚蓝环境（600323）：高管薪酬激励落地增强活力，大固废佼佼者份额扩张可期》2020-05-17

2、《瀚蓝环境（600323）：优秀整合能力助力份额扩张，大固废综合产业园降本增效扩张可期》2020-04-19

请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件：

2020 年上半年公司实现营业收入 31.36 亿元，同比增长 17.43%；归母净利润 4.61 亿元，同比增长 0.02%；扣非归母净利润 4.51 亿元，同比增长 0.86%；加权平均 ROE 同比降低 0.77pct，至 6.79%。

点评：

1. 并购&项目投产带动固废处理营收高增 52.93%，Q2 单季度业绩增速环比显著提升

并购国源&项目投产带动固废处理营收高增 52.93%，分版块毛利率下降整体持平。2020 年上半年公司实现营业收入 31.36 亿元，同比增长 17.43%；归母净利润 4.61 亿元，同比增长 0.02%；扣非归母净利润 4.51 亿元，同比增长 0.86%。整体毛利率为 29.57%，同比下降 0.22pct。分业务来看，1）固废处理业务实现收入 16.80 亿元，同比增长 52.93%，毛利率 19.79%，同比下降 20.34pct。上半年受疫情影响固废处理板块的餐厨、危废和部分垃圾焚烧发电项目产能利用率不足，但得益于新增合并深圳国源股权，以及新增南海垃圾焚烧发电三厂项目、常山项目、宣城项目、饶平项目等项目投产，固废业务实现高速增长；2）燃气业务实现主营业务收入 8.29 亿元，同比下降 10.54%，毛利率 11.82%，同比下降 6.34pct。主要是受疫情影响，工程安装收入减少，同时受天然气配气价格限价、实行相关优惠措施等政策影响。3）供水业务实现主营业务收入 6.27 亿元，同比增长 48.75%。其中主要是排水业务实现营收 1.95 亿元，同比增加 36.96%带动整体业务增长，主要系大部分污水处理厂陆续按提标改造后新价格结算收入所致。

2020Q2 业绩增速环比 Q1 改善显著，环比提升 42.73pct。2020 年 Q2 单季度实现营业收入 17.25 亿元，同比增长 21.75%；归母净利润 3.25 亿元，同比增长 16.98%，Q2 单季度归母净利润增速环比 Q1 归母净利润增速-25.75%提升 42.73pct 改善显著，预计下半年疫情影响减弱，业绩有望加速回暖。

新签垃圾焚烧项目 2700 吨/日，截止 20H1 垃圾焚烧已投产规模达 15900 吨/日。报告期内，公司中标垃圾焚烧、餐厨垃圾处理、环卫、转运等多个固废处理项目。其中新增中标常德市生活垃圾焚烧发电厂 PPP 项目、平和县生活垃圾焚烧发电厂 PPP 项目、枣庄市中区生活垃圾焚烧发电项目，合计新增 2700 吨/日的生活垃圾焚烧产能。此外还中标了潮州市饶平垃圾转运项目、晋江市餐厨垃圾处理设施项目，实现在原有服务区域从生活垃圾焚烧发电向其他类型固废处理的横向覆盖，发挥市政垃圾（含生活垃圾、餐厨垃圾、污泥等）、工业危险废物、农业有机垃圾等污染源治理的横向协同优势；新增山东省邹城市、山东省聊城市、佛山市南海区里水镇和丹灶镇环卫保洁及垃圾分类等环卫保洁项目，进一步完善产业链前端业务，提升前端环卫、中端收转运、末端处理的纵向

协同优势。截止 20H1，公司生活垃圾焚烧处理已投产规模达 15900 吨/日（不含顺德项目），在建固废项目已于 2 季度全部复工，其中生活垃圾焚烧项目在建产能达 13200 吨/日，工业危废处理项目在建产能达 12.5 万吨/年，生活垃圾转运项目在建产能达 1650 吨/日，农业有机垃圾处理项目在建产能达 480 吨/日。

表 1：截止 2020H1，公司在建项目一览

生活垃圾焚烧发电项目			
序号	项目名称	项目规模	预计投产时间
1	济宁二期项目	800 吨/日	2020 年三季度
2	开平项目(一期)	600 吨/日	2020 年三季度
3	安溪改扩建项目	750 吨/日	2020 年三季度
4	万载项目	800 吨/日	2020 年三季度
5	海阳项目	500 吨/日	2020 年四季度
6	晋江提标改建项目	1500 吨/日	2020 年四季度
7	乌兰察布项目一期	800 吨/日	2020 年四季度
8	淮安项目	800 吨/日	2020 年四季度
9	孝感一期项目	1500 吨/日	2020 年四季度
10	漳州北部片区 PPP 项目	1500 吨/日	2021 年一季度
11	南平改扩建项目	600 吨/日	2021 年一季度
12	常德项目一期	500 吨/日	2022 年一季度
13	平和项目一期	550 吨/日	2022 年一季度
14	贵阳项目	2000 吨/日	2022 年一季度
	合计	13200 吨/日	
工业危废处理项目			
序号	项目名称	项目规模	预计投产时间
1	南海危废项目	9.3 万吨/年	2020 年三季度
2	嘉兴危废项目	3.2 万吨/年	2020 年四季度
	合计	12.5 万吨/年	
生活垃圾转运项目			
序号	项目名称	项目规模	预计投产时间
1	惠安县生活垃圾中转站 PPP 项目	1,650 吨/日	2021 年二季度
	合计	1,650 吨/日	
农业有机垃圾处理项目			
序号	项目名称	项目规模	预计投产时间
1	牡丹江餐厨项目	100 吨/日	2020 年三季度
2	南平餐厨项目	100 吨/日	2020 年三季度
3	驼王遂溪项目	40 吨/日	2020 年三季度
4	驼王涞水项目	40 吨/日	2020 年三季度
5	大庆餐厨项目	餐厨处理每天 150 吨/日，粪便处理 50 吨/日	2021 年二季度
	合计	480 吨/日	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

期间费用率上升 1.61pct 至 13.75%。2020 年上半年公司期间费用同比增长 33.09%

至 4.31 亿元，期间费用率上升 1.61pct 至 13.75%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别增加 9.47%、增加 22.80%、增加 75.74%、增加 43.97%至 0.39 亿元、1.89 亿元、0.48 亿元、1.55 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.09pct、上升 0.80pct、上升 0.51pct、上升 0.91pct 至 1.25%、7.56%、1.53%、4.95%。

净利率下降使 ROE 同比下降 0.87pct。2020 年上半年公司净资产收益率同比下降 0.87pct 至 6.83%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2020 年上半年公司销售净利率为 14.70%，同比下降 2.57pct，总资产周转率为 0.14（次）,同比下降 0.01（次），权益乘数从 19 年上半年的 2.9 上升至 20 年上半年的 3.25。

2. 资产负债率上升，净营业周期减少

资产负债率上升，营运效率提高。2020 年上半年公司资产负债率为 67.02%，同比上升 3.96pct，较年初上升 0.86pct。2020 年上半年公司应收账款同比增长 54.08%至 10.43 亿元，应收账款周转天数同比增加 19.15 天至 55.96 天；存货同比减少 35.31%至 3.82 亿元，存货周转天数同比减少 6.95 天至 30.03 天；应付账款同比增长 55.46%至 21.05 亿元，应付账款周转天数同比增加 42.64 天至 172.66 天，使净营业周期同比减少 30.44 天至-86.67 天。

3. 经营性现金流净额大幅改善 33.68%，收现比提升 2.14pct

2020H1 经营性现金流净额同比增加 33.68%至 5.52 亿元。1）2020 年上半年公司经营活动现金流净额 5.52 亿元，同比增加 33.68%。经营活动现金流净额/营业收入提高 2.14pct 至 17.61%，经营性现金流净额大幅改善系去年同期一次性支付原桂城水厂拆迁补偿所得税所致；2）投资活动现金流净额-16.83 亿元，同比减少 3.4%；3）筹资活动现金流净额 12.8 亿元，同比减少 0.67%。

4. 大固废佼佼者持续高增长，大固废综合产业园降本增效助力扩张

大固废佼佼者持续高增长，2020 迎来投产大年。公司为全国领先的综合环境服务商，19 年实现营收 61.60 亿元，同比增长 27.04%，归母净利润 9.13 亿元，同比增长 4.49%，扣非业绩 8.68 亿元，同比增长 20.49%，10-19 年扣非业绩复合增速高达 24.71%，经营业绩持续高增长。截止 20H1，公司垃圾焚烧在建项目规模 13200 吨/日，占已投运

规模的 83%，其中 2020 年为投产大年，上半年已有 4100 吨/日垃圾焚烧项目投产，按项目建设进度，预计下半年还有 8050 吨/日的垃圾焚烧项目投产。

垃圾焚烧市场空间翻番，优秀整合能力助力份额扩张。我们预计到 2025 年，随着城镇化率及人均垃圾量的提升，我国生活垃圾处理量可达 3.06 亿吨。此外，考虑到垃圾焚烧处理工艺的经济性优势、焚烧占比提升的政策驱动以及成熟市场焚烧占比为 78.5%的海外对标，预计我国生活垃圾焚烧处理占比可提升至 70%。两者结合预计到 2025 年，生活垃圾焚烧处理量将增至 2.14 亿吨，是 2017 年的 2.5 倍。公司方面，瀚蓝通过产业链扩张，从原先只经营佛山市南海区单一供水业务的企业，发展成涵盖大固废治理、燃气、供水、污水治理 4 大板块协同发展的全国领先的综合环境服务商，通过并购创冠中国使经营区域拓展到全国，实现业务版图与经营区域的双扩张，优秀整合能力得到验证，有利于加速公司在具有良好现金流模式的大固废领域实现份额扩张。公司 ROE 水平从 2015 年收购创冠中国时的 9.81%稳步提升至 2019 年的 14.61%，盈利能力提升明显。另外，焚烧发电效率加速提升，公司单吨上网电量从 2015 年的 265.9kWh 提升至 2019 年的 340.6kWh，提高了 28.12%。创冠中国 2019 年实现营收 7.94 亿元/净利润 1.6 亿元，分别较并购前的 13 年提升了 1.3 倍/4.6 倍，净利率也较 13 年提升了 11.87pct 至 20.12%。

固废产业园具备先发优势对标“无废城市”建设，降本增效实现异地复制。宏观政策积极鼓励固废综合环保产业园模式，并在项目规划、选址、邻避等方面出台相关支持政策。公司已形成纵横一体化的大固废全产业链布局，并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，具备社会综合成本最小化的优势，契合“无废城市”发展理念，具有先发优势。综合产业园可通过能源协同、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。

燃气污水供水协同发展，为公司未来拓展提供稳定现金流。19 年公司燃气/供水/污水业务分别实现营收 19.40/9.31/3.59 亿元，同比增长 14.06%/3.27%/56.29%，这三大业务为公用事业属性，现金流回款良好，提供稳定资金来源。2010-19 年经营活动现金净流入占投资活动现金净流出的平均比例接近 70%。公司的经营活动现金流能够较大程度覆盖投资活动现金支出，为资本开支提供了稳定的资金来源。

盈利预测：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.34、1.68、2.00 元，对应 21、17、14 倍 PE，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，现金回款风险

瀚蓝环境三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**3,265**	**3,388**	**4,446**	**5,246**
现金	993	460	679	475
应收账款	907	1,607	2,261	3,204
存货	355	297	407	403
其他流动资产	1,011	1,024	1,098	1,165
非流动资产	**17,805**	**20,845**	**21,283**	**21,848**
长期股权投资	442	515	593	674
固定资产	4,589	8,460	10,128	11,287
在建工程	4,239	3,120	1,660	930
无形资产	7,589	7,829	8,005	8,087
其他非流动资产	946	921	897	870
资产总计	**21,071**	**24,233**	**25,729**	**27,094**
流动负债	**6,696**	**7,664**	**8,261**	**9,097**
短期借款	1,272	1,272	1,272	1,272
应付账款	2,132	2,120	2,469	2,808
其他流动负债	3,292	4,272	4,521	5,016
非流动负债	**7,244**	**8,539**	**8,274**	**7,409**
长期借款	5,526	6,821	6,555	5,690
其他非流动负债	1,718	1,718	1,718	1,718
负债合计	**13,940**	**16,203**	**16,535**	**16,505**
少数股东权益	573	611	643	663
归属母公司股东权益	6,558	7,419	8,551	9,926
负债和股东权益	**21,071**	**24,233**	**25,729**	**27,094**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,324	1,615	2,026	2,532
投资活动现金流	-3,955	-3,854	-1,475	-1,748
筹资活动现金流	2,393	1,706	-332	-989
现金净增加额	-237	-533	219	-204
折旧和摊销	744	875	1,113	1,275
资本开支	3,655	2,967	360	483
营运资本变动	-443	-515	-601	-470

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**6,160**	**7,541**	**8,317**	**9,565**
减:营业成本	4,435	5,410	5,838	6,714
营业税金及附加	42	66	70	76
营业费用	74	90	83	96
管理费用	374	498	541	622
财务费用	224	248	269	266
资产减值损失	-20	0	0	0
加:投资净收益	56	61	76	92
其他收益	-1	-0	-0	-0
营业利润	**1,066**	**1,289**	**1,592**	**1,884**
加:营业外净收支	50	30	39	34
利润总额	**1,116**	**1,319**	**1,631**	**1,919**
减:所得税费用	212	251	310	365
少数股东损益	-9	38	31	21
归属母公司净利润	**913**	**1,029**	**1,289**	**1,533**
EBIT	1,417	1,507	1,833	2,108
EBITDA	2,161	2,381	2,946	3,383

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.19	1.34	1.68	2.00
每股净资产(元)	8.56	9.68	11.16	12.95
发行在外股份(百万股)	766	766	766	766
ROIC(%)	7.3%	6.5%	7.4%	8.2%
ROE(%)	12.7%	13.3%	14.4%	14.7%
毛利率(%)	28.0%	28.3%	29.8%	29.8%
销售净利率(%)	14.8%	13.7%	15.5%	16.0%
资产负债率(%)	66.2%	66.9%	64.3%	60.9%
收入增长率(%)	27.1%	22.4%	10.3%	15.0%
净利润增长率(%)	4.2%	12.8%	25.3%	18.9%
P/E	23.64	20.96	16.73	14.07
P/B	3.29	2.91	2.52	2.17
EV/EBITDA	14.03	13.87	11.18	9.63

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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