2020 年 08 月 13 日
公司研究●证券研究报告

瀚蓝环境（600323.SH）

公司快报

“瀚蓝模式”生命力强，业绩显韧性

投资要点

◆ **二季度经营恢复，业绩显示韧性**

2020 上半年，公司实现营业总收入 31.4 亿元，同比增长 17.4%；归母净利润 4.6 亿元，同比微幅增长 0.02%。其中，公司二季度积极恢复生产，扭转了一季度经营下滑态势，收入 17.3 亿元，同比增长 21.8%，环比增长 22%；归母净利润 3.3 亿元，同比增长 17.0%，环比强劲增长 139.5%。公司业绩显示出较强韧性，符合我们预期。

◆ **垃圾发电投运项目带动增长，综合处置“瀚蓝模式”生命力强**

上半年固废主业大幅增长 51.7%，增量主要来自 4100 吨/日的垃圾发电新项目投运以及收购的国源环保并网，原有已投运垃圾发电、危废、餐厨固废项目，由于疫情影响产能利用率不足，经营受到一定挑战。在订单获取上，公司新增常德、平和、枣庄合计 2700 吨/日的垃圾发电合同， 500 吨饶平垃圾转运、300 吨锦江餐厨项目，以及 4 个环卫项目。其中，垃圾转运和餐厨项目都是原垃圾焚烧项目基础上取得的，印证城市固废一体化处置的“瀚蓝模式”具有可复制的生命力。

◆ **在手固废项目排产充实，产能释放潜力足**

目前公司已投运垃圾发电项目处理能力达 1.59 万吨/日，另有在建项目 1.32 万吨/日，预计 2H2020/2021/2022 年将分别有 8050/2100/3050 吨/日的垃圾发电产能投入运营。此外，2H2020 危废、有机垃圾的新投运产能将达到 12.5 万吨/年、280 吨/日，2021 年垃圾转运、有机垃圾新投运产能将达到 1650 吨/日、200 吨/日。

◆ **投资建议：**我们公司预测 2020 年至 2022 年每股收益分别为 1.34、 1.72 和 2.09 元。净资产收益率分别为 12.8%、 14.3% 和 15.1%，给予买入-A 建议。

◆ **风险提示：**在建项目进度若不及预期，或将影响业绩释放。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,848	6,160	6,958	8,461	9,952
YoY(%)	15.4	27.1	13.0	21.6	17.6
净利润(百万元)	876	913	1,025	1,316	1,602
YoY(%)	34.2	4.2	12.4	28.4	21.7
毛利率(%)	30.0	28.0	28.9	29.5	29.5
EPS(摊薄/元)	1.14	1.19	1.34	1.72	2.09
ROE(%)	13.7	12.7	12.8	14.3	15.1
P/E(倍)	19.9	19.1	17.0	13.2	10.9
P/B(倍)	3.0	2.7	2.4	2.0	1.7
净利率(%)	18.1	14.8	14.7	15.6	16.1

数据来源：贝格数据华金证券研究所

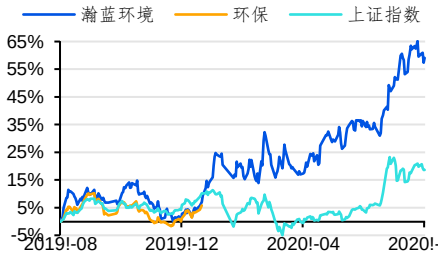
电力及公用事业 | 环保 III

投资评级	买入-A(上调)
股价(2020-08-13)	26.15 元

交易数据

总市值（百万元）	20,037.80
流通市值（百万元）	20,037.80
总股本（百万股）	766.26
流通股本（百万股）	766.26
12 个月价格区间	16.28/27.90 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.45	7.96	39.76
绝对收益	4.6	22.8	57.72

分析师 雒文
SAC 执业证书编号：S0910520060001
luowen@huajinsc.cn

相关报告

瀚蓝环境：步步为营，行稳致远 2020-07-04

瀚蓝环境：业绩增长稳健，固废产业园+水环境治理注入增长潜力 2017-08-20

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2384	3265	4618	6328	6486
现金	1224	993	2783	3384	3981
应收票据及应收账款	415	907	586	1229	906
预付账款	276	418	366	588	534
存货	180	355	241	477	368
其他流动资产	289	592	641	649	697
非流动资产	14109	17805	18904	20701	22249
长期投资	390	442	550	658	766
固定资产	3352	4589	5866	7532	9002
无形资产	7066	7589	7829	8005	8087
其他非流动资产	3300	5185	4660	4506	4394
资产总计	16492	21071	23522	27028	28735
流动负债	3790	6696	9151	12249	13424
短期借款	240	1272	3523	5164	6293
应付票据及应付账款	1354	2160	1760	2965	2591
其他流动负债	2197	3264	3868	4119	4540
非流动负债	**6277**	**7244**	**6387**	**5644**	**4739**
长期借款	4523	5526	4669	3926	3021
其他非流动负债	1755	1718	1718	1718	1718
负债合计	10068	13940	15538	17893	18163
少数股东权益	590	573	570	561	554
股本	766	766	766	766	766
资本公积	1521	1479	1479	1479	1479
留存收益	3504	4260	5099	6168	7474
归属母公司股东权益	5834	6558	7415	8574	10018
负债和股东权益	16492	21071	23522	27028	28735

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1652	1324	2398	2707	3268
净利润	879	904	1022	1308	1594
折旧摊销	623	744	792	943	1104
财务费用	214	224	328	320	294
投资损失	-177	-56	-96	-106	-118
营运资金变动	74	-443	352	242	393
其他经营现金流	39	-49	0	0	0
投资活动现金流	-2051	-3955	-1795	-2633	-2534
筹资活动现金流	326	2393	-1064	-1113	-1266
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.14	1.19	1.34	1.72	2.09
每股经营现金流(最新摊薄)	2.16	1.73	3.13	3.53	4.26
每股净资产(最新摊薄)	7.61	8.56	9.68	11.19	13.07

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4848	6160	6958	8461	9952
营业成本	3396	4435	4947	5964	7013
营业税金及附加	38	42	61	71	79
营业费用	69	74	108	124	141
管理费用	274	374	450	533	609
研发费用	55	68	39	59	87
财务费用	214	224	328	320	294
资产减值损失	29	-20	0	0	0
公允价值变动收益	0	-1	-0	-0	-0
投资净收益	177	56	96	106	118
营业利润	1103	1066	1252	1619	1974
营业外收入	15	54	64	44	44
营业外支出	6	4	5	5	5
利润总额	1113	1116	1312	1658	2013
所得税	234	212	289	351	419
税后利润	879	904	1022	1308	1594
少数股东损益	3	-9	-3	-9	-8
归属母公司净利润	876	913	1025	1316	1602
EBITDA	2012	2272	2462	2999	3537

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	15.4	27.1	13.0	21.6	17.6
营业利润(%)	28.0	-3.4	17.5	29.3	21.9
归属于母公司净利润(%)	34.2	4.2	12.4	28.4	21.7
获利能力					
毛利率(%)	30.0	28.0	28.9	29.5	29.5
净利率(%)	18.1	14.8	14.7	15.6	16.1
ROE(%)	13.7	12.7	12.8	14.3	15.1
ROIC(%)	8.4	7.9	7.1	7.9	8.7
偿债能力					
资产负债率(%)	61.0	66.2	66.1	66.2	63.2
流动比率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
速动比率	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	12.9	9.3	9.3	9.3	9.3
应付账款周转率	2.9	2.5	2.5	2.5	2.5
估值比率					
P/E	19.9	19.1	17.0	13.2	10.9
P/B	3.0	2.7	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA	11.9	11.5	10.6	8.8	7.4

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

雒文声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn