

瀚蓝环境 (600323)

2023 年三季度报点评：天然气盈利修复，固废开启国际化发展探索

买入 (维持)

2023 年 10 月 29 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 陈孜文

执业证书：S0600523070006
chenzw@dwzq.com.cn

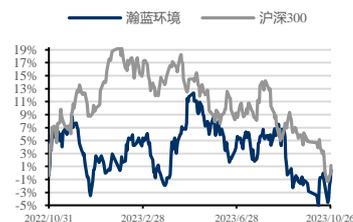
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	12,875	12,249	13,029	13,451
同比	9%	-5%	6%	3%
归属母公司净利润 (百万元)	1,146	1,525	1,683	1,807
同比	-1%	33%	10%	7%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.41	1.87	2.06	2.22
P/E (现价&最新股本摊薄)	12.70	9.55	8.65	8.06

关键词：#业绩超预期

投资要点

- **事件**：2023Q1-3，公司实现营收 89.62 亿元，同减 6.74%，归母净利润 11.66 亿元，同增 34.53%，加权平均 ROE 同增 1.81pct 至 10.24%。
- **2023Q1-3 天然气进销差改善盈利同增 2.2 亿元，固废水务稳健增长**。2023 年前三季度收入下降利润增长，主要系固废工程收入下滑，天然气进销差改善盈利修复，固废运营随投运规模提升而增长。2023Q1-3 公司销售毛利率为 27.08%，同增 6.19pct，销售净利率 13.32%，同增 4.12pct。分业务来看，1) **固废**：营收 46.08 亿元，同减 12.13%；净利润 8.30 亿元，同增 10.68%。其中，工程与装备收入 8.24 亿元，同减 59.20%，净利润 0.68 亿元，同减 62.05%。2) **能源**：营收 29.65 亿元，同减 1.32%；净利润 1.40 亿元，同增约 2.2 亿元。公司积极争取顺价&推进气源多元化&拓展燃气工程非燃业务，预计 2023 年将保持盈利；餐厨垃圾制氢项目已建成并试生产。3) **供水**：营收 7.09 亿元，同增 0.29%，水损率控制在 8.36%，同降 1.04pct。4) **排水**：实现营收 4.46 亿元，同增 0.64%。
- **2023Q1-3 垃圾焚烧产能利用率达 120%，供热提效&开启国际化发展探索**。2023Q1-3，公司垃圾焚烧产能利用率约 120%，同增约 9pct，吨发和吨上网电量分别为 368 度/吨 (同比-3.5%) 和 315 度/吨 (同比-2.2%)，主要是因为公司积极利用焚烧发电的热源和区位优势，开拓管道供热和长距离移动供热，提升效益。2023Q1-3，公司对外供热 78.19 万吨 (同比+31.52%)，新增签订平和、廊坊、晋江三个项目的蒸汽余热对外供热协议，累计已实现 9 个垃圾焚烧发电项目对外供热。从在手项目来看，截至 2023Q3 公司垃圾焚烧发电在手规模 35,750 吨/日 (不含参股)，其中已投产 29,800 吨/日 (2023Q1-3 投产 1,750 吨/日)，在建 1,450 吨/日，筹建 750 吨/日，未建 3,750 吨/日。对外拓展方面，2023 年 8 月，公司以总对价不超过 2 亿元受让新源 (中国) 环境 40% 的股权，新增焚烧发电规模 4500 吨/日，其中海外项目 (泰国曼谷) 规模 3300 吨/日。
- **经营性现金流大幅改善，资本开支下降**。2023Q1-3，公司经营性现金流净额 16.31 亿元，同增 15.28 亿元，主要系 1) 收到广东南海控股集团支付的应收账款债权转让款 9.88 亿元；2) 剔除《企业会计准则解释第 14 号》影响为 17.76 亿元，同增 10.70 亿元。应收账款回收的重点地区的付费机制已基本建立，现金流有望持续改善。2023Q1-3 资本支出约 16 亿元，随在建完工及新开工减少，公司预计全年资本开支约 20 亿元。
- **盈利预测与投资评级**：公司凭借其优秀的横向扩张&整合能力，有望持续拓展提升盈利规模。能源业务进销价显著改善，我们将 2023-2025 年归母净利润预测从 13.25/15.54/17.36 亿元上调至 15.25/16.83/18.07 亿元，对应 2023-2025 年 PE 为 9.6/8.7/8.1 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示**：项目建设进展不及预期，行业竞争加剧，政策风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.86
一年最低/最高价	16.72/20.68
市净率(倍)	1.23
流通 A 股市值(百万元)	14,562.10
总市值(百万元)	14,562.10

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.55
资产负债率(% ,LF)	65.25
总股本(百万股)	815.35
流通 A 股(百万股)	815.35

相关研究

《瀚蓝环境(600323)：应收转让落地在即盘活资产，携手央企开拓海外固废市场》

2023-09-24

《瀚蓝环境(600323)：2023 年中报点评：固废运营稳健增长，燃气盈利显著修复》

2023-08-20

瀚蓝环境三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,432	7,316	9,290	11,741	营业总收入	12,875	12,249	13,029	13,451
货币资金及交易性金融资产	1,107	2,263	3,999	6,336	营业成本(含金融类)	10,242	9,211	9,710	9,944
经营性应收款项	2,956	2,793	2,960	3,045	税金及附加	80	76	78	81
存货	264	227	230	226	销售费用	124	114	120	124
合同资产	1,092	1,029	1,085	1,111	管理费用	618	576	612	629
其他流动资产	1,013	1,003	1,015	1,022	研发费用	92	92	98	101
非流动资产	26,856	28,505	29,298	29,715	财务费用	494	497	542	550
长期股权投资	720	890	1,060	1,230	加:其他收益	183	171	178	175
固定资产及使用权资产	5,760	6,025	6,175	6,208	投资净收益	55	49	52	54
在建工程	357	394	417	430	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	10,689	11,389	11,839	12,039	减值损失	(69)	(30)	(30)	(30)
商誉	413	413	413	413	资产处置收益	4	4	4	4
长期待摊费用	117	117	117	117	营业利润	1,399	1,878	2,073	2,226
其他非流动资产	8,800	9,277	9,277	9,277	营业外净收支	11	0	0	0
资产总计	33,288	35,822	38,588	41,455	利润总额	1,410	1,878	2,073	2,226
流动负债	9,867	10,922	11,661	12,275	减:所得税	233	314	346	372
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,481	5,997	6,497	6,997	净利润	1,176	1,565	1,727	1,854
经营性应付款项	3,453	3,105	3,273	3,352	减:少数股东损益	30	40	44	47
合同负债	238	226	240	248	归属母公司净利润	1,146	1,525	1,683	1,807
其他流动负债	1,695	1,594	1,650	1,677	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.41	1.87	2.06	2.22
非流动负债	11,822	11,924	12,224	12,624	EBIT	1,833	2,375	2,615	2,776
长期借款	8,773	8,773	9,073	9,473	EBITDA	2,837	3,414	3,734	3,970
应付债券	811	811	811	811	毛利率(%)	20.45	24.80	25.47	26.07
租赁负债	122	122	122	122	归母净利率(%)	8.90	12.45	12.92	13.43
其他非流动负债	2,116	2,218	2,218	2,218	收入增长率(%)	9.33	(4.86)	6.37	3.24
负债合计	21,688	22,846	23,885	24,899	归母净利润增长率(%)	(1.46)	33.03	10.36	7.36
归属母公司股东权益	10,883	12,220	13,903	15,710					
少数股东权益	716	756	799	846					
所有者权益合计	11,599	12,976	14,703	16,556					
负债和股东权益	33,288	35,822	38,588	41,455					

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	422	2,935	3,397	3,655	每股净资产(元)	13.35	14.99	17.05	19.27
投资活动现金流	(2,334)	(2,606)	(1,855)	(1,554)	最新发行在外股份(百万股)	815	815	815	815
筹资活动现金流	1,688	828	194	236	ROIC(%)	6.43	7.27	7.27	7.10
现金净增加额	(224)	1,157	1,736	2,337	ROE-摊薄(%)	10.53	12.48	12.11	11.50
折旧和摊销	1,004	1,039	1,119	1,194	资产负债率(%)	65.15	63.78	61.90	60.06
资本开支	(2,369)	(2,038)	(1,737)	(1,437)	P/E (现价&最新股本摊薄)	12.70	9.55	8.65	8.06
营运资本变动	(2,288)	(219)	(29)	(30)	P/B (现价)	1.34	1.19	1.05	0.93

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准 -5% 与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>