

垃圾焚烧持续发力，对标“无废城市”树立行业标杆

瀚蓝环境 (600323.SH)

核心观点

2022年度，公司实现营业收入128.75亿元，同比增长9.33%；归母净利润11.46亿元，同比下降1.46%。分业务来看，固废业务表现出色，2022年实现净利润8.13亿元，同比增长32%，纵横拓展扩大业务规模；能源业务方面基于燃料价格影响而承压严重，公司针对性多措并举，成功在2023Q1实现扭亏，业绩反转可能性大；供排水业务则稳定发展，通过推进基础设施公募REITs促进轻资产运作。我们预计2023~2025年公司归母净利润分别为14.89亿元、17.81亿元、20.24亿元，维持“买入”评级。

事件

瀚蓝环境发布2022年年度报告

2022年度，公司实现营业收入128.75亿元，同比增长9.33%；归母净利润为11.46亿元，同比下降1.46%；扣非归母净利润为11.12亿元，同比下降1.07%；每股净收益0.49元，较去年下降0.04元/股；加权平均净资产收益率11.03%，同比减少1.74个百分点。

简评

燃料价格高企拖累能源业务，固废投产拉动业绩增长

公司为佛山市南海区控股的地方国企，主要为地方政府提供系统性环境服务方案。2022年全年，公司实现营业收入128.75亿元，同比增加9.33%；实现营业成本116.50亿元，同比增加11.64%；实现归母净利润11.46亿元，同比下降1.46%。2022年公司营收增长主要系固废处理陆续投产、天然气销售量价抬升及环卫收入规模扩大；成本增长主要系受燃料价格高企抬高能源板块成本；利润同比减小主要系能源业务亏损拉低公司整体效益。2022年，公司销售费率、管理费率及财务费率分别0.96%、4.80%和3.84%，同比变化+0.06ppt、-0.14ppt、-0.12ppt，费用管理较为稳健。

固废业务稳健增长，纵横拓展扩大业务规模

公司主营业务为固废处理、能源、供水和排水，2022年营收占总收入比例分别为54.99%、32.53%、7.68%、4.79%，同比增长4.74%、

维持

买入

高兴

gaoxing@csc.com.cn

021-68821600

SAC 编号:s1440519060004

发布日期：2023年04月11日

当前股价：18.95元

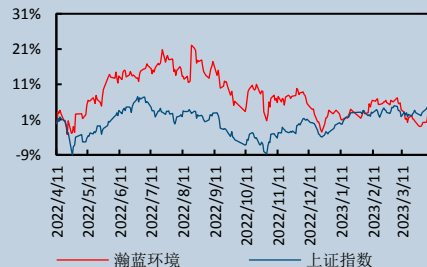
目标价格6个月：27元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1个月	3个月	12个月
	0.69/-0.51	3.72/-0.66	1.61/-0.34
12月最高/最低价(元)			21.73/17.36
总股本(万股)			81,534.71
流通A股(万股)			81,534.71
总市值(亿元)			154.51
流通市值(亿元)			154.51
近3月日均成交量(万)			250.86
主要股东			
佛山市南海供水集团有限公司			17.15%

股价表现



相关研究报告

- 2022-10-28 【中信建投环境治理】瀚蓝环境(600323):固废业务快速增长,纵横发力打造瀚蓝模式2.0
- 2022-08-19 【中信建投环保】瀚蓝环境(600323):Q2季度利润明显改善,纵横发力打造瀚蓝模式2.0

21.20%、-2.33%、7.23%，固废业务占比大、增速稳，是公司发展的核心动力。2022 年，公司固废业务实现营业收入 68.8 亿元；实现净利 8.13 亿元，同比增长 32%，主要原因是新项目投产及环卫业务的增加。此外，固废业务净利润增幅大于营收增幅主要系新增投产项目贡献、降本增效成效显现以及去年同期计提济宁、乌兰察布、牡丹江等项目计提资产减值准备所致。

公司积极拓展业务矩阵，推进“大固废战略”。2022 年，公司生活垃圾焚烧发电在手订单合计规模 35750 吨/日，同比增长 4.69%。其中已投产为 28050 吨/日；2022 新增投产为 2500 吨/日，2023Q1 新增投产为 1750 吨/日；在建为 1450 吨/日；筹建及未建为 4500 吨/日。公司着力于产能精细管理，2022 年生活垃圾焚烧的产能利用率达到 110%，锅炉有效利用时长超 8100 小时；垃圾焚烧量达 1039.56 万吨，同比增长 15.38%，对应发电量 39.81 亿千瓦时，同比增长 13.42%。公司对标国家“无废城市”要求，积极建设“瀚蓝模式 2.0”，在工业危废、大件垃圾处理、餐厨处理一即垃圾焚烧前端环卫项目等方面纵横发力，迅速推进核心固废处理业务的发展。

多措并举释放能源业务压力，2023 年有望扭亏为盈

2022 年公司能源业务实现主营业务收入 40.69 亿元，同比增长 21.20%；实现主营业务成本 40.10 亿元，同比增加 26.2%。能源收入增长主要系天然气销量增加；成本增长主要系去年国际能源价格维持高位。2022 年公司天然气销量达 10.12 亿立方米，同比增加 2.62%；2022 年总气源采购成本达 38.90 亿元，同比增长 27.16%，占能源业务总成本 96.27%；综合来看 2022 年能源业务成本端压力巨大，全年能源业务净利润亏损约 0.65 亿元。为此公司一方面积极与有关部门沟通天然气价格机制，一方面拓展燃气工程、非燃等业务并探索佛山南海 2200 吨等制氢项目，增强固废能源的协同发展，降低天然气价格波动风险。公司的一季度业绩预增公告中指出，2023Q1 公司在能源业务上实现盈利，进销价差有所改善；考虑到目前全球能源价格呈现下跌趋势，我们预计公司在 2023 年能源业务有望实现扭亏为盈。

供排水业务稳定发展，基础设施公募 REITs 促进轻资产架构建立

供排水业务上，公司积极提升核心指标，全面提高供水服务水平。2022 年全年，供水业务实现营业收入 9.61 亿元，同比微降 2.33%；排水业务实现营收 6.00 亿元，同比增长 7.23%。供水营收微降主要系疫情影响下公司供水安装工程收入与售水量下降；排水营收增长主要系补确认部分污水处理厂过渡期间污水处理结算收益，生活污水管网及泵站运营业务收入增加等。

两水业务未来增长点主要在于污水处理厂规模扩大，以及拓展 REITs 形式轻资产运营。2022 年，公司积极推进 5 个扩建项目，总规模 13.5 万方/日。其中，和桂污水处理厂（二期）、九江明净污水处理厂（三期）已分别于 2023 年 1 月与 2 月投运，其余 3 个项目将在 2023 年起陆续投运，项目进展较为迅速。此外，2022 年公司启动以排水业务和固废处理业务相关资产发行基础设施公募 REITs，规模预计为 10-30 亿元。我们预计该项创新有助于公司盘活存量基础设施资产，拓宽融资渠道及轻资产运作的途径，促进公司投资的良性循环。

着力 ESG 维度建设“瀚蓝模式”，维持瀚蓝环境“买入”评级

作为中国领先的全国性综合环境服务上市公司，瀚蓝环境连续两年发布 ESG 报告，以“共建人与自然和谐生活”使命为可持续发展的目标和方向，在环境管理、环境影响治理、水资源管理、能源及碳管理等领域多管齐下。公司积极建设特色固废处理产业园“瀚蓝模式”以助力“无废城市”规划，并已在多地实现复刻，对未来业绩表现形成有力支持。我们预期公司 2023 年-2025 年营业收入分别为 130.43 亿元、141.86 亿元、148.65 亿元，归母净利润分别为 14.89 亿、17.81 亿和 20.24 元，对应 EPS 分别为 1.94、2.32 和 2.64 元/股，维持“买入”评级。

表 1：瀚蓝环境盈利预测（单位：百万元，元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	11776.5	12875.1	13042.5	14186.4	14864.8
营业成本	9072.8	10242.4	9736.1	10384.2	10682.5
营业税金及附加	80.0	79.6	90.0	97.8	102.5
销售费用	107.0	124.1	150.8	164.0	171.8
管理费用	581.6	618.1	795.6	865.4	906.8
研发费用	128.0	91.7	100.9	111.0	122.1
财务费用	465.6	494.0	560.8	610.0	639.2
资产减值损失	-87.7	-31.7	-50.0	-50.0	-50.0
信用减值损失	-64.1	-37.2	-30.0	-30.0	-30.0
公允价值变动净收益	-0.3	-0.4	0.0	0.0	0.0
投资净收益	73.2	55.1	70.0	70.0	70.0
其他收益	146.1	183.2	222.0	238.8	253.7
营业利润	1410.7	1398.7	1820.3	2182.8	2483.6
营业外收入	38.0	27.9	27.9	27.9	27.9
营业外支出	12.5	17.0	17.0	17.0	17.0
利润总额	1436.3	1409.6	1831.2	2193.7	2494.5
所得税	250.2	233.5	303.6	366.1	417.9
净利润	1186.1	1176.1	1527.6	1827.6	2076.5
少数股东损益	22.7	29.8	38.7	46.3	52.6
归属母公司净利润	1163.4	1146.3	1489.0	1781.4	2024.0
EPS	1.43	1.41	1.94	2.32	2.64

资料来源：公司公告，中信建投

风险分析

在建工程投产不及预期风险：公司项目建设受到疫情、天气等多因素影响，项目建设进度存在不确定性，存在在建工程投产速度不及预期的风险，则公司的营收及利润增长也将有不及预期的风险。

可再生能源补贴政策调整风险：可再生能源补贴下发仍有不确定性，如果公司可再生能源补贴持续无法回款，则将对公司现金流情况产生不良影响，并且面临坏账减值计提的风险。

燃气价格持续上涨的风险：当前全球地缘政治紧张，国际能源品价格处于高位，加入燃气气源涨价，公司城燃业务面临难以及时顺价的风险，造成公司燃气业务盈利能力下滑。

分析师介绍

高兴

高兴：华中科技大学工学学士，清华大学热能工程系硕士，三年电力设备行业工作经验，2017 年开始从事卖方研究工作。2018 年加入中信建投证券，2021 年起担任公用环保首席分析师，带领团队获取 2021-2022 年新财富电力公用事业入围、2022 年水晶球电力公用入围（第五名）等奖项。

研究助理

罗焱曦

luoyanxi@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：(8610) 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2106 室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk