

瀚蓝环境 (600323.SH)

利润高增，业绩释放值得期待

2023Q1 营收稳定增长，净利润实现高增。公司发布 2023 年一季度报告，实现营业收入 28.0 亿元 (yoy+2.8%)，归母净利润 3.1 亿元 (yoy+94.9%)。公司净利润增幅大于营业收入增幅的主要原因是：2022 年天然气业务受国际能源价格持续上涨因素影响，天然气综合采购成本不断攀升，而受限于限价政策，导致能源业务 2022 年一季度出现亏损。2023 年一季度天然气业务进销价差有所改善，能源业务 2023 年一季度经营情况有所好转。

固废贡献核心收入、能源、排水持续增长。分业务看，固废处理为公司核心增长动力，实现营收 15.2 亿元 (yoy+0.6%)，占比 55.5%，主要系生活垃圾焚烧发电项目业务增加。能源业务实现营收 8.5 亿元 (yoy+2.6%)，占比 31.0%，主要系公司积极理顺天然气价格机制，拓展燃气工程业务、非燃业务等；供水实现 2.1 亿 (yoy-1.8%)，主要受经济下行影响，售水量下降；排水业务实现 1.6 亿 (yoy+8.1%)，主要系去年下半年陆续新增污水处理厂投入运营带来收入增加。

毛利率改善，经营活动现金流下滑，三费持续下降。公司 2023Q1 毛利率实现 25.2% (yoy+6.2pct)；经营活动现金流净额为-1.9 亿元，同比净流出增加 0.8 亿元，主要系环卫及排水业务应收账款回款未有明显改善，公司预计持续加强与各个地方政府客户的沟通，加强应收账款管理和催收工作，年内加快应收账款的回款。三费持续下降：销售费率实现 1.0% (yoy-0.05pct)；管理费率实现 5.1% (yoy-0.03pct)；财务费率实现 4.4% (yoy-0.13pct)。

深入纵横一体化模式，产能持续扩张。公司固废处理板块 2017-2022 年营收 CAGR37.1%，我们看好固废业务发展：1) 生活垃圾焚烧项目充足，且仍持续增加，2022 年新增焚烧发电项目权益产能 2782 吨/日。2) 公司横向延伸固废相关产业链，拓展环卫 (2022 年营收 yoy+74.8%)、餐厨 (2022 年营收 yoy+20.0%) 等板块，新增订单有望持续超预期。

注重中长期激励，调动管理层积极性。2021 年公司发布《高级管理人员薪酬和绩效考核管理办法》，提出高管增值奖励挂钩业绩及市值，以虚拟股权中长期激励。公司激励方案充分调动管理层积极性，未来业绩值得期待。

投资建议：公司在手垃圾焚烧项目充足，项目密集投产保障业绩增长。预计公司 2023-2025 年归母净利润 14.8/17.1/18.8 亿元，对应 PE 分别为 11.0/9.5/8.7X，维持“买入”评级。

风险提示：固废项目投产进度不及预期、行业竞争加剧、政策变动风险等。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	11,777	12,875	14,104	15,574	17,209
增长率 yoy (%)	57.4	9.3	9.5	10.4	10.5
归母净利润 (百万元)	1,163	1,146	1,484	1,707	1,878
增长率 yoy (%)	10.0	-1.5	29.5	15.0	10.0
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.43	1.41	1.82	2.09	2.30
净资产收益率 (%)	11.3	10.1	11.7	12.1	12.0
P/E (倍)	14.0	14.2	11.0	9.5	8.7
P/B (倍)	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1

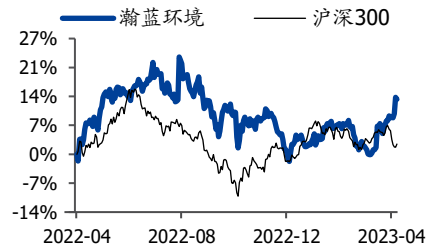
资料来源：Wind，国盛证券研究所注：股价为 2023 年 4 月 27 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	环境治理
前次评级	买入
4月27日收盘价(元)	19.96
总市值(百万元)	16,274.33
总股本(百万股)	815.35
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	3.56

股价走势



作者

分析师 杨心成

执业证书编号：S0680518020001

邮箱：yangxincheng@gszq.com

相关研究

- 《瀚蓝环境 (600323.SH)：固废持续增长，敬待燃气修复》2023-04-07
- 《瀚蓝环境 (600323.SH)：固废陆续投产，燃气静候修复》2022-10-27
- 《瀚蓝环境 (600323.SH)：固废根深叶茂，燃气迎拐点》2022-08-19



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4846	6432	6651	7397	8164
现金	1307	1107	1017	1166	995
应收票据及应收账款	1731	2784	2640	3589	4059
其他应收款	115	201	111	246	143
预付账款	214	171	578	210	574
存货	270	264	400	281	488
其他流动资产	1208	1904	1905	1905	1905
非流动资产	24433	26856	28510	30239	31948
长期投资	550	720	957	1198	1437
固定资产	5345	5611	6232	7036	7899
无形资产	9430	10689	10969	11210	11475
其他非流动资产	9108	9837	10351	10796	11137
资产总计	29278	33288	35161	37636	40112
流动负债	7588	9867	9940	10154	10982
短期借款	856	1776	2600	2700	2800
应付票据及应付账款	3151	3453	2877	2098	1966
其他流动负债	3581	4638	4464	5356	6216
非流动负债	11154	11822	12281	12972	12853
长期借款	9020	9584	10067	10750	10634
其他非流动负债	2134	2238	2214	2222	2219
负债合计	18743	21688	22221	23126	23834
少数股东权益	631	716	751	793	863
股本	815	815	815	815	815
资本公积	2455	2455	2455	2455	2455
留存收益	6573	7540	8823	10299	11943
归属母公司股东权益	9905	10883	12188	13716	15415
负债和股东权益	29278	33288	35161	37636	40112

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	878	422	1920	2004	2568
净利润	1186	1176	1520	1749	1948
折旧摊销	885	967	1023	1142	1231
财务费用	466	494	340	456	470
投资损失	-73	-55	-68	-66	-67
营运资金变动	-1799	-2288	-871	-1284	-1010
其他经营现金流	214	129	-25	7	-4
投资活动现金流	-2008	-2334	-2608	-2804	-2872
资本支出	2003	2394	1440	1481	1472
长期投资	-54	-19	-237	-240	-240
其他投资现金流	-59	41	-1405	-1563	-1640
筹资活动现金流	1422	1688	600	948	134
短期借款	-302	920	824	100	100
长期借款	1957	564	483	683	-117
普通股增加	49	0	0	0	0
资本公积增加	967	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1248	204	-708	165	151
现金净增加额	293	-224	-89	148	-170

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	11777	12875	14104	15574	17209
营业成本	9073	10242	10919	11815	13105
营业税金及附加	80	80	197	226	258
营业费用	107	124	226	265	241
管理费用	582	618	677	748	826
研发费用	128	92	136	140	153
财务费用	466	494	340	456	470
资产减值损失	-88	-32	-14	-8	-11
其他收益	146	183	150	120	110
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	73	55	68	66	67
资产处置收益	2	4	1	1	2
营业利润	1411	1399	1841	2119	2346
营业外收入	38	28	25	27	29
营业外支出	12	17	15	16	16
利润总额	1436	1410	1851	2130	2359
所得税	250	233	331	381	411
净利润	1186	1176	1520	1749	1948
少数股东损益	23	30	35	42	70
归属母公司净利润	1163	1146	1484	1707	1878
EBITDA	2929	3083	3299	3743	4077
EPS (元)	1.43	1.41	1.82	2.09	2.30

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	57.4	9.3	9.5	10.4	10.5
营业利润(%)	8.7	-0.9	31.6	15.1	10.7
归属于母公司净利润(%)	10.0	-1.5	29.5	15.0	10.0
获利能力					
毛利率(%)	23.0	20.4	22.6	24.1	23.8
净利率(%)	9.9	8.9	10.5	11.0	10.9
ROE(%)	11.3	10.1	11.7	12.1	12.0
ROIC(%)	7.4	6.6	6.4	6.6	6.8
偿债能力					
资产负债率(%)	64.0	65.2	63.2	61.4	59.4
净负债比率(%)	109.5	126.3	122.6	119.2	112.1
流动比率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	8.5	5.7	5.2	5.0	4.5
应付账款周转率	3.1	3.1	3.5	4.8	6.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.43	1.41	1.82	2.09	2.30
每股经营现金流(最新摊薄)	1.08	0.52	2.35	2.46	3.15
每股净资产(最新摊薄)	12.15	13.35	14.95	16.82	18.91
估值比率					
P/E	14.0	14.2	11.0	9.5	8.7
P/B	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.7	10.3	10.0	9.2	8.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 股价为 2023 年 4 月 27 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com