

纵横一体化固废业务持续增长；能源业务有望扭亏

——瀚蓝环境 2022 年报点评

核心观点

事件：公司近期发布 2022 年年报，全年实现营业收入 128.8 亿元，同比+9.3%；实现归母净利润 11.5 亿元，同比-1.5%。

- **纵横一体化发展，垃圾焚烧为基础的固废业务是公司核心增长动力。**2022 年，公司固废处理业务实现主营业务收入 68.80 亿元（+4.74%），占公司主营业务收入的 54.99%；实现净利润为 9.07 亿元（+26.57%），占公司净利润的 77.11%。22 年新增投产生活垃圾焚烧处理能力 2500 吨/日。目前在建垃圾焚烧处理能力 3200 吨/日，预计 23-24 年陆续投产。垃圾焚烧毛利率 47.7%，保持较高水平。环卫业务主营收入同比大增 75%。工程订单陆续完工，工程与装备收入规模减少 18%。
- **天然气综合采购成本不断攀升，能源业务增收不增利，导致营收与归母净利润增速不匹配。**22 年天然气综合采购成本不断攀升，能源业务营收增长 21.20%，但净利润同比下降 279.59%。1Q23 天然气业务进销价差有所改善，已经实现盈利。全年来看，在国际能源价格趋稳的背景下，天然气业务盈利能力有望修复。氢能方面，餐厨垃圾制氢项目预计 23 年投产，可满足自有 5 座加氢站的气源需求，下游面向氢能环卫车、公交车等应用场景，实现制、加、用一体化发展，形成新的增长点。
- **水损率持续下降，供水业务稳定发展；5 个污水处理扩建项目 23 年陆续投产。**受经济下行影响，2022 年公司售水量下降，导致供水业务收入同比下降 2.33%。全年水损率维持较低水平，运营效率不断提高。污水处理业务 23 年合计处理能力 13.5 万方的 5 个扩建项目将逐步投产。

盈利预测与投资建议

- 由于公司 1Q23 天然气业务进销价差有所改善，能源业务已经实现盈利，全年天然气市场价格趋稳，我们上调了公司 23-24 年能源业务毛利率。公司固废在建项目进度有所延后，以及垃圾焚烧新增项目需求减少导致工程收入减少，我们下调了公司 23 年固废业务盈利预期。综合以上因素，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 14.15/16.07/17.92 亿元（此前预测 23-24 年为 15.43/15.30 亿元）。参考可比公司平均估值，给予公司 2023 年 14 倍 PE 估值，对应目标价 24.36 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 在建项目建设进度不及预期；国际能源价格波动；氢能业务推进不及预期；

公司主要财务信息

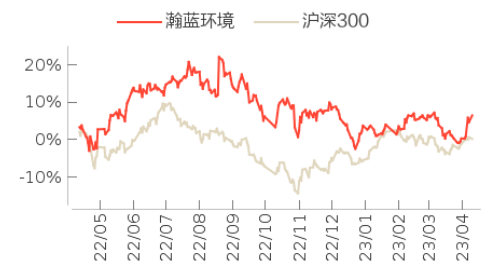
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,777	12,875	13,970	14,565	15,169
同比增长(%)	57.4%	9.3%	8.5%	4.3%	4.2%
营业利润(百万元)	1,411	1,399	1,729	1,965	2,192
同比增长(%)	8.7%	-0.9%	23.6%	13.6%	11.6%
归属母公司净利润(百万元)	1,163	1,146	1,415	1,607	1,792
同比增长(%)	10.0%	-1.5%	23.4%	13.6%	11.5%
每股收益(元)	1.43	1.41	1.74	1.97	2.20
毛利率(%)	23.0%	20.4%	22.7%	23.7%	24.8%
净利率(%)	9.9%	8.9%	10.1%	11.0%	11.8%
净资产收益率(%)	13.3%	11.0%	12.3%	12.6%	12.6%
市盈率	13.3	13.5	10.9	9.6	8.6
市净率	1.6	1.4	1.3	1.1	1.0

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2023年04月10日）	18.95 元
目标价格	24.36 元
52 周最高价/最低价	21.96/16.82 元
总股本/流通 A 股（万股）	81,535/81,535
A 股市值（百万元）	15,451
国家/地区	中国
行业	环保
报告发布日期	2023 年 04 月 13 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	6.17	2.54	4.64	2.7
相对表现	5.82	-0.93	2.47	5.68
沪深 300	0.35	3.47	2.17	-2.98



证券分析师

卢日鑫	021-63325888*6118 lurixin@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515100003
谢超波	021-63325888*6070 xiechaobo@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090001
施静	021-63325888*3206 shijing1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520090002 香港证监会牌照：BMO306
周迪	zhoudi1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521050001

联系人

李少甫	lishaofu@orientsec.com.cn
-----	---------------------------

相关报告

天然气业务继续承压，“大固废”战略稳步推进：——瀚蓝环境（600323）2022 年三季度点评	2022-10-31
燃气业务压力缓解，固废业务稳步增长业绩符合预期，打造固废处理全产业链	2022-08-28
	2021-08-13

表 1：可比公司估值表（数据截至 2023.4.10 收盘价）

公司	代码	最新价格（元）	每股收益（元）					市盈率			
		2023/4/10	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
伟明环保	603568	18.37	0.91	1.04	1.38	1.86	20.27	17.61	13.31	9.89	
盈峰环境	000967	5.24	0.23	0.24	0.29	0.33	22.87	21.50	17.84	15.86	
上海环境	601200	9.33	0.64	0.46	0.53	0.61	14.69	20.15	17.65	15.33	
高能环境	603588	10.32	0.48	0.55	0.74	0.95	21.68	18.83	13.90	10.90	
绿色动力	601330	7.35	0.50	0.53	0.61	0.69	14.68	13.75	12.08	10.60	
深圳燃气	601139	6.77	0.47	0.41	0.55	0.65	14.38	16.51	12.34	10.40	
调整后平均							18.00	18.00	14.00	12.00	

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,307	1,107	1,901	2,347	3,938	营业收入	11,777	12,875	13,970	14,565	15,169
应收票据、账款及款项融资	1,731	2,784	3,021	3,150	3,280	营业成本	9,073	10,242	10,794	11,108	11,410
预付账款	214	171	186	194	202	营业税金及附加	80	80	86	90	94
存货	270	264	278	286	294	营业费用	107	124	131	139	146
其他	1,323	2,105	2,215	2,275	2,336	管理费用及研发费用	710	710	881	871	932
流动资产合计	4,846	6,432	7,601	8,252	10,050	财务费用	466	494	493	526	545
长期股权投资	550	720	720	720	720	资产、信用减值损失	152	69	94	105	89
固定资产	5,345	5,611	5,718	5,747	5,761	公允价值变动收益	(0)	(0)	0	0	0
在建工程	335	356	545	445	469	投资净收益	73	55	55	55	55
无形资产	9,430	10,689	11,909	12,714	13,273	其他	148	188	183	183	183
其他	8,774	9,481	9,850	10,343	10,840	营业利润	1,411	1,399	1,729	1,965	2,192
非流动资产合计	24,433	26,856	28,743	29,969	31,063	营业外收入	38	28	28	28	28
资产总计	29,278	33,288	36,344	38,221	41,113	营业外支出	12	17	17	17	17
短期借款	856	1,776	2,380	1,776	1,776	利润总额	1,436	1,410	1,740	1,976	2,203
应付票据及应付账款	3,151	3,453	3,639	3,744	3,846	所得税	250	233	288	327	365
其他	3,581	4,638	4,658	4,669	4,680	净利润	1,186	1,176	1,452	1,649	1,838
流动负债合计	7,588	9,867	10,677	10,189	10,302	少数股东损益	23	30	37	42	47
长期借款	7,964	8,773	9,762	10,697	11,887	归属于母公司净利润	1,163	1,146	1,415	1,607	1,792
应付债券	1,056	811	811	811	811	每股收益(元)	1.43	1.41	1.74	1.97	2.20
其他	2,134	2,238	2,238	2,238	2,238						
非流动负债合计	11,154	11,822	12,810	13,745	14,936	主要财务比率					
负债合计	18,743	21,688	23,487	23,935	25,238		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	631	716	753	795	841	成长能力					
实收资本(或股本)	815	815	815	815	815	营业收入	57.4%	9.3%	8.5%	4.3%	4.2%
资本公积	2,455	2,455	2,455	2,455	2,455	营业利润	8.7%	-0.9%	23.6%	13.6%	11.6%
留存收益	6,573	7,540	8,775	10,162	11,703	归属于母公司净利润	10.0%	-1.5%	23.4%	13.6%	11.5%
其他	62	73	58	60	61	获利能力					
股东权益合计	10,536	11,599	12,857	14,286	15,875	毛利率	23.0%	20.4%	22.7%	23.7%	24.8%
负债和股东权益总计	29,278	33,288	36,344	38,221	41,113	净利率	9.9%	8.9%	10.1%	11.0%	11.8%
						ROE	13.3%	11.0%	12.3%	12.6%	12.6%
						ROIC	7.8%	6.7%	6.8%	7.1%	7.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	64.0%	65.2%	64.6%	62.6%	61.4%
净利润	1,186	1,176	1,452	1,649	1,838	净负债率	93.4%	111.7%	107.0%	95.5%	83.4%
折旧摊销	849	909	944	1,045	1,132	流动比率	0.64	0.65	0.71	0.81	0.98
财务费用	466	494	493	526	545	速动比率	0.60	0.63	0.69	0.78	0.95
投资损失	(73)	(55)	(55)	(55)	(55)	营运能力					
营运资金变动	(590)	(1,936)	(192)	(100)	(107)	应收账款周转率	8.2	5.3	4.5	4.4	4.4
其它	(959)	(166)	(318)	(442)	(451)	存货周转率	22.0	38.3	39.8	39.4	39.3
经营活动现金流	878	422	2,324	2,622	2,903	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
资本支出	123	(1,924)	(2,505)	(1,815)	(1,762)	每股指标(元)					
长期投资	(51)	(170)	0	0	0	每股收益	1.43	1.41	1.74	1.97	2.20
其他	(2,080)	(240)	55	55	55	每股经营现金流	1.08	0.52	2.85	3.22	3.56
投资活动现金流	(2,008)	(2,334)	(2,450)	(1,760)	(1,707)	每股净资产	12.15	13.35	14.84	16.55	18.44
债权融资	1,490	2,000	988	935	1,190	估值比率					
股权融资	1,016	0	0	0	0	市盈率	13.3	13.5	10.9	9.6	8.6
其他	(1,083)	(313)	(68)	(1,351)	(796)	市净率	1.6	1.4	1.3	1.1	1.0
筹资活动现金流	1,422	1,688	920	(415)	395	EV/EBITDA	10.4	10.1	9.0	8.0	7.3
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	15.1	15.0	12.8	11.4	10.4
现金净增加额	293	(224)	794	446	1,591						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。