

瀚蓝环境（600323）2022年年报点评

## 燃气拖累增速，固废稳中有增

### 事项:

- 2023年4月6日瀚蓝环境发布2022年年度报告，报告期内公司实现营业收入128.75亿元，同比增长9.33%；归属于上市公司股东的净利润11.46亿元，同比减少1.46%。

### 评论:

- 营收良性增长，燃气影响利润。** 尽管面对经济下行和天然气价格上涨等不利因素，公司的营业收入仍保持了良性增长。**1)** 固废业务2022年实现营收68.80亿元(yoy+4.74%)，净利润9.07亿元(yoy+25.67%)，占公司归母净利润的比例由2021年的62%提升至77%，进一步抬升公司的估值中枢。**2)** 尽管售气量和销售单价提升使能源业务实现营收40.69亿元(yoy+21.2%)，但进销价差的收窄对利润造成了不小的负面影响(-0.65亿元，同比下滑279.59%)。**3)** 供水安装工程收入减少以及售水量下降使公司供水板块营收较去年下滑2.33%至9.61亿元，排水板块营收同比增长7%至6亿元。
- 焚烧项目有序投运，盈利因子保持稳定。** 2022年公司新增投产垃圾焚烧项目2500吨/日，投产规模达到28050吨/日，垃圾焚烧量同比增长15.38%至1039.56万吨。公司仍有7700吨/日的项目尚待投运，未来增长亦有保证。盈利因子方面，生活垃圾焚烧发电吨垃圾发电电量、吨垃圾上网电量基本维持去年水平，分别达382.98度(-0.45pct)和324.39度(+0.22pct)。其他固废板块中环卫项目实现营业收入7.31亿元，同比增长75%，增速亮眼但填埋、农业垃圾处理、工业危废和装备业务增速承压。
- 能源板块困境反转，23Q1实现盈利。** 2022年公司售气量达到10.12亿立方米(+2.62pct)，但国际能源价格持续上涨再叠加限价政策，能源净利润大幅下降279.59%。公司一方面积极与政府协商调高限价，另一方面继续寻找优质气源，2023Q1天然气业务进销价差已经有所改善，预计实现归母净利润3.02亿元，同比增长90%左右。
- 补贴回收顺利，Q4现金流大幅改善。** 报告期内公司经营活动产生的现金流量净额为4.22亿元，同比下降51.90%，主要系Q1能源业务同比出现较大亏损所致。但随着补贴资金的加速收回(全年共3.1亿元)，公司单Q4的经营性现金流已出现大幅改善(环比Q3+267.82%)。
- 投资建议:** 考虑到2022年燃气业务承压，我们略微下调了23、24年公司的盈利预测，并新增25年的预测，预计23-25年公司的归母净利润为15.36、18.08亿元(前值为16.08、18.28亿元)和19.30亿元，同比增长34%/18%/7%。考虑到公司是业内龙头，结合同行业公司的平均估值，给予公司2023年13倍PE，对应目标价24.44元，维持“强推”评级。
- 风险提示:** 固废项目落地、获取不及预期；市场竞争加剧；燃气供水业务单价下滑；天然气价格上涨。

### 主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	12,875	14,277	15,279	15,937
同比增速(%)	9.3%	10.9%	7.0%	4.3%
归母净利润(百万)	1,146	1,536	1,808	1,930
同比增速(%)	-1.5%	34.0%	17.7%	6.8%
每股盈利(元)	1.41	1.88	2.22	2.37
市盈率(倍)	13	10	8	8
市净率(倍)	1.4	1.2	1.1	0.9

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2023年4月7日收盘价

## 强推（维持）

目标价：24.44元

当前价：18.63元

### 华创证券研究所

证券分析师：庞天一

电话：010-63214656

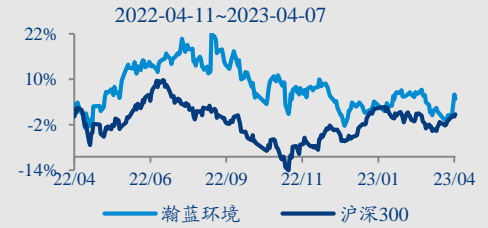
邮箱：pangtianyi@hcyjs.com

执业编号：S0360518070002

### 公司基本数据

总股本(万股)	81,534.71
已上市流通股(万股)	81,534.71
总市值(亿元)	151.90
流通市值(亿元)	151.90
资产负债率(%)	65.15
每股净资产(元)	13.35
12个月内最高/最低价	21.73/17.36

### 市场表现对比图(近12个月)



### 相关研究报告

《瀚蓝环境（600323）2022 三季度报点评：固废业务拉动营收，燃气板块单季盈利》

2022-10-31

《瀚蓝环境（600323）2022 年半年报点评：燃气板块亏损收窄，白马静待估值修复》

2022-08-19

《瀚蓝环境（600323）2022 年一季度报点评：股东增持夯实信心，燃气顺价未来可期》

2022-05-01

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,107	12,144	21,768	31,156
应收票据	3	1	1	1
应收账款	2,781	2,311	2,529	2,750
预付账款	171	501	381	358
存货	264	673	649	521
合同资产	1,092	539	720	833
其他流动资产	1,013	1,208	1,249	1,268
流动资产合计	6,432	17,377	27,297	36,887
其他长期投资	63	70	75	78
长期股权投资	720	720	720	720
固定资产	5,611	5,884	6,037	6,018
在建工程	356	456	581	681
无形资产	10,689	10,995	11,302	11,664
其他非流动资产	9,418	9,442	9,466	9,485
非流动资产合计	26,856	27,567	28,181	28,645
<b>资产合计</b>	<b>33,288</b>	<b>44,943</b>	<b>55,478</b>	<b>65,531</b>
短期借款	1,776	2,696	3,616	4,536
应付票据	123	54	53	67
应付账款	3,329	4,668	4,719	4,541
预收款项	0	0	0	0
合同负债	238	264	282	294
其他应付款	640	640	640	640
一年内到期的非流动负债	2,705	2,705	2,705	2,705
其他流动负债	1,055	1,204	1,304	1,363
流动负债合计	9,867	12,231	13,318	14,147
长期借款	8,773	16,510	24,090	31,318
应付债券	811	811	811	811
其他非流动负债	2,238	2,238	2,238	2,238
非流动负债合计	11,822	19,559	27,138	34,367
<b>负债合计</b>	<b>21,688</b>	<b>31,789</b>	<b>40,457</b>	<b>48,513</b>
归属母公司所有者权益	10,883	12,419	14,227	16,157
少数股东权益	716	735	795	861
<b>所有者权益合计</b>	<b>11,599</b>	<b>13,154</b>	<b>15,021</b>	<b>17,018</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>33,288</b>	<b>44,943</b>	<b>55,478</b>	<b>65,531</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>422</b>	<b>4,914</b>	<b>3,612</b>	<b>3,652</b>
现金收益	2,637	3,439	3,800	4,002
存货影响	7	-409	24	128
经营性应收影响	-979	174	-66	-167
经营性应付影响	368	1,269	50	-163
其他影响	-1,610	441	-196	-149
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,334</b>	<b>-2,240</b>	<b>-2,168</b>	<b>-2,064</b>
资本支出	-2,512	-2,199	-2,159	-2,066
股权投资	-170	0	0	0
其他长期资产变化	348	-42	-9	2
<b>融资活动现金流</b>	<b>1,688</b>	<b>8,364</b>	<b>8,180</b>	<b>7,800</b>
借款增加	2,920	8,657	8,500	8,148
股利及利息支付	-720	-356	-382	-410
股东融资	40	40	40	40
其他影响	-553	23	23	21

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>12,875</b>	<b>14,277</b>	<b>15,279</b>	<b>15,937</b>
营业成本	10,242	11,186	11,756	12,189
税金及附加	80	95	101	105
销售费用	124	138	147	154
管理费用	618	685	733	765
研发费用	92	102	109	114
财务费用	494	344	370	400
信用减值损失	-37	-60	-60	-60
资产减值损失	-32	-32	-32	-32
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	55	55	55	55
其他收益	183	183	183	183
<b>营业利润</b>	<b>1,399</b>	<b>1,877</b>	<b>2,212</b>	<b>2,363</b>
营业外收入	28	28	28	28
营业外支出	17	17	17	17
<b>利润总额</b>	<b>1,410</b>	<b>1,888</b>	<b>2,223</b>	<b>2,373</b>
所得税	233	313	368	393
<b>净利润</b>	<b>1,176</b>	<b>1,576</b>	<b>1,855</b>	<b>1,980</b>
少数股东损益	30	40	47	50
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,146</b>	<b>1,536</b>	<b>1,808</b>	<b>1,930</b>
NOPLAT	1,588	1,863	2,164	2,314
EPS(摊薄) (元)	1.41	1.88	2.22	2.37

**主要财务比率**

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	9.3%	10.9%	7.0%	4.3%
EBIT 增长率	0.1%	17.3%	16.2%	6.9%
归母净利润增长率	-1.5%	34.0%	17.7%	6.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	20.4%	21.6%	23.1%	23.5%
净利率	9.1%	11.0%	12.1%	12.4%
ROE	10.5%	12.4%	12.7%	11.9%
ROIC	10.6%	7.9%	6.7%	5.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	65.2%	70.7%	72.9%	74.0%
债务权益比	140.5%	189.7%	222.7%	244.5%
流动比率	0.7	1.4	2.0	2.6
速动比率	0.6	1.4	2.0	2.6
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.2
应收账款周转天数	63	64	57	60
应付账款周转天数	114	129	144	137
存货周转天数	9	15	20	17
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.41	1.88	2.22	2.37
每股经营现金流	0.52	6.03	4.43	4.48
每股净资产	13.35	15.23	17.45	19.82
<b>估值比率</b>				
P/E	13	10	8	8
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	10	8	7	7

## 环保与公用事业组团队介绍

**组长、首席分析师：庞天一**

吉林大学工学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟环保行业新锐分析师第一名。

**研究员：霍鹏浩**

阿姆斯特丹大学量化金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

**研究员：刘汉轩**

英国帝国理工学院理学硕士。2022 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	高级销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	上海机构销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未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, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522