

中信证券研究部



李想
 首席公用分析师
 S1010515080002

核心观点

固废业务上半年增长强劲，收入增长高达 51.71%；公司目前在建项目约 1.3 万吨，焚烧发电正进入密集投运周期，为明后两年业绩释放打下坚实基础；公司持续深耕固废市场，以大固废为核心发展战略，随着职业经理人制度在上半年落地，公司长期战略实施和业务发展迎来制度保障；维持“买入”评级，目标价 35.60 元

■ **2020H1 净利润 4.61 亿元，基本符合预期。**H1 公司实现营收 31.36 亿元，同比增幅 17.43%；归母净利润 4.61 亿元，同比持平；折算 EPS0.60 元。公司上半年业绩基本符合预期。分季度看，Q2 公司实现营收 17.25 亿元，同比增长 21.8%；归母净利润 3.25 亿元，同比增长 20.3%；折算 EPS0.42 元。

■ **固废业务增长势头强劲，现金流表现优异。**公司上半年共有南海三厂等 4 个焚烧发电项目投产，产能合计 4,100 吨/日，推动 H1 发电量增长 16.7%至 10.28 亿千瓦时，新项目投产及大量项目在建助 H1 固废营收增长 51.71%至 16.66 亿元，增速在各业务板块总表现抢眼；虽然高毛利率的运营业务 H1 增长较快，但新焚烧发电项目投运后存在爬坡期，存量运营项目利用率受到疫情冲击，燃气价格还面临政策让利等因素，共同导致 H1 综合毛利率同比略减 0.2 个百分点至 29.6%；期间费用方面，费用利息化导致财务费用率增加 1 个百分点至 4.9%；公司正处于资本支出高峰期，H1 资产负债率提升 4 个百分点至 67%，但杠杆依然可控；H1 经营活动现金流净额为 5.52 亿，和净利润匹配较好，延续一贯优异表现。

■ **焚烧发电进入密集投运周期，大固废模式日益成型。**H1 新中标三个焚烧发电项目，规模 2,700 吨/日，为长期发展提供保障。目前在建焚烧发电项目约有 1.32 万吨，按计划将于今年下半年和明年一季度陆续投产，届时公司焚烧发电规模将增至近 3.0 万吨/年，相比 2019 年末的 1.3 万吨有明显规模放量，为公司明后两年业绩高增打下坚实基础。公司 H1 中标饶平垃圾收转运项目、晋江餐厨处理项目等，在项目当地实现业务从单一焚烧发电向综合固废处置延伸，大固废战略推进顺利；去年末收购的国源环境补全公司生活垃圾处置全链条，且其在上半年疫情期表现靓丽，预计贡献净利约 0.3 亿元，为公司顺利渡过疫情期冲击做出相应贡献。

■ **风险因素：**在建项目进度不及预期；焚烧发电补贴政策调整；政府支付能力下降等。

■ **投资建议：**我们维持公司 2020~2022 年 EPS 预测为 1.36/1.78/2.17 元，当前股价对应 PE 分别为 19/15/12 倍。综合考虑历史估值及可比估值，结合公司竞争护城河不断加宽，给予 2021 年 20 倍目标 P/E，对应目标价为 35.60 元，维持“买入”评级。

瀚蓝环境	600323
评级	买入（维持）
当前价	26.15 元
目标价	35.60 元
总股本	766 百万股
流通股本	766 百万股
52 周最高/最低价	26.45/16.58 元
近 1 月绝对涨幅	-0.23%
近 6 月绝对涨幅	10.97%
近 12 月绝对涨幅	31.66%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,848	6,160	7,102	7,448	7,766
营业收入增长率	15.4	27.1	15.3	4.9	4.3
净利润(百万元)	876	913	1,044	1,363	1,661
净利润增长率	34.2	4.2	14.4	30.5	21.8
每股收益 EPS(基本)(元)	1.14	1.19	1.36	1.78	2.17
净资产收益率 ROE%	15.0	13.9	14.1	16.1	16.9
PE	23	22	19	15	12
PB	3.4	3.1	2.7	2.4	2.0

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 8 月 13 日收盘价

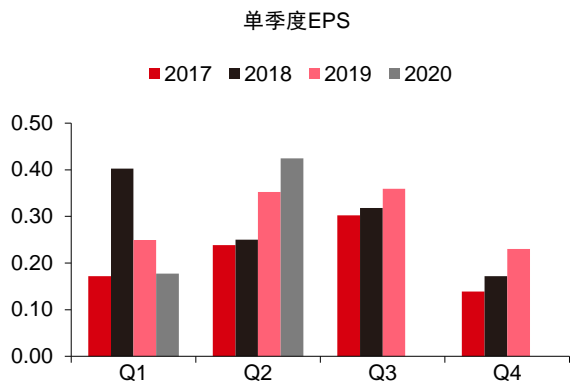
插图目录

图 1：2018~2020 年单季度 EPS	1
图 2：2018~2020 年单季度毛利率	1
图 3：2018~2020 年公司期间费用率变动趋势	1
图 4：2018~2020 年公司净利润及经营活动先进里趋势	1
图 5：公司 PE Band	1
图 6：公司 PB Band	1

表格目录

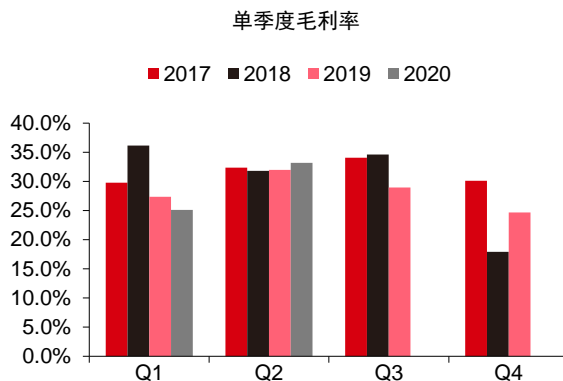
表 1：季度财务数据简表	2
--------------------	---

图 1: 2018~2020 年单季度 EPS



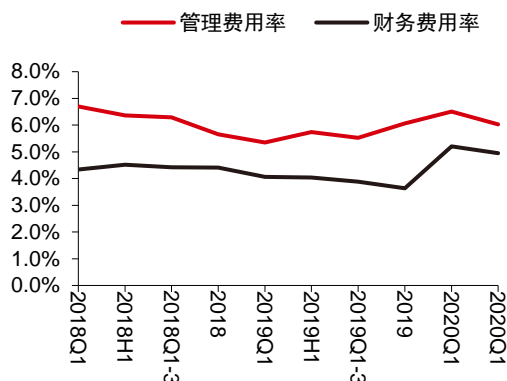
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 2: 2018~2020 年单季度毛利率



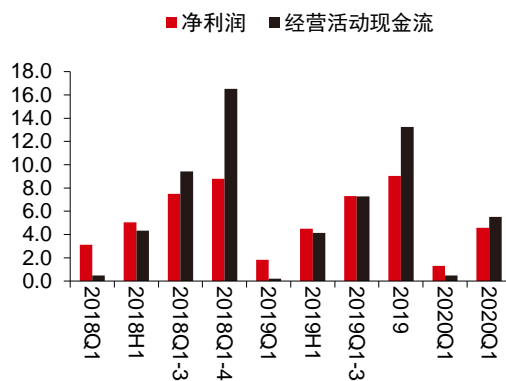
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 3: 2018~2020 年公司期间费用率变动趋势



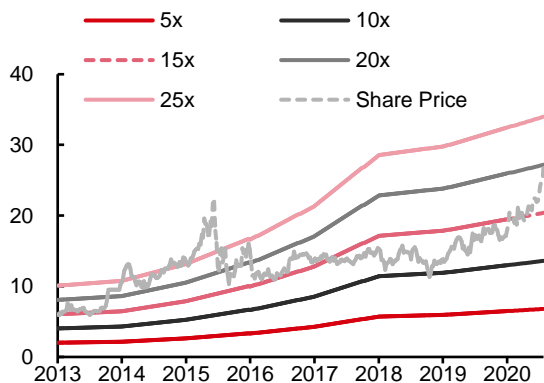
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 4: 2018~2020 年公司净利润及经营活动先进里趋势 (单位: 亿元)



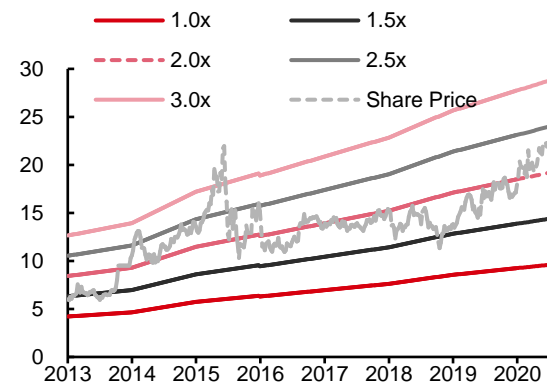
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 5: 公司 PE Band



资料来源: Wind, 公司公告, 中信证券研究部

图 6: 公司 PB Band



资料来源: Wind, 公司公告, 中信证券研究部

表 1: 季度财务数据简表

单位: mn		4Q2018	1Q2019	2Q2019	3Q2019	4Q2019	1Q2020	2Q2020
营业收入	mn	1,263	1,254	1,416	1,599	1,891	1,411	1,725
营业成本	mn	1,037	911	963	1,136	1,424	1,056	1,152
毛利	mn	226	343	452	463	467	355	573
销售费用	mn	19	18	18	20	19	17	22
管理费用	mn	49	67	86	83	138	92	97
财务费用	mn	55	51	57	58	58	73	82
资产减值损失	mn	29	-3	5	0	-22	0	0
投资净收益	mn	84	10	12	24	10	7	33
营业利润	mn	151	223	335	337	172	172	391
利润总额	mn	156	231	340	338	206	172	394
所得税	mn	27	48	74	58	32	42	67
净利润	mn	129	183	266	280	174	130	327
少数股东损益	mn	-3	-8	-4	5	-2	-6	2
归属于母公司所有者的净利润	mn	132	191	270	275	176	136	325
基本每股收益	mn	0.17	0.25	0.35	0.36	0.23	0.18	0.42
% 收入同比	%	10.6%	10.5%	22.6%	23.3%	49.7%	12.6%	21.8%
% 收入环比	%	-2.6%	-0.7%	12.9%	12.9%	18.3%	-25.4%	22.2%
% 利润同比	%	23.7%	-38.1%	40.9%	13.0%	33.7%	-28.8%	20.3%
% 利润环比	%	-45.9%	44.8%	41.6%	1.9%	-36.0%	-23.0%	139.5%
% 毛利率	%	17.9%	27.4%	32.0%	28.9%	24.7%	25.1%	33.2%
% 管理费用率	%	3.9%	5.4%	6.1%	5.2%	7.3%	6.5%	5.6%
% 财务费用率	%	4.4%	4.1%	4.0%	3.6%	3.1%	5.2%	4.7%
% 净利润率	%	10.4%	15.2%	19.1%	17.2%	9.3%	9.6%	18.9%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,848	6,160	7,102	7,448	7,766
营业成本	3,396	4,435	4,974	4,880	4,860
毛利率	29.95%	28.01%	29.96%	34.49%	37.42%
营业税金及附加	38	42	50	52	54
销售费用	69	74	86	90	92
营业费用率	1.43%	1.21%	1.21%	1.21%	1.19%
管理费用	274	374	412	454	481
管理费用率	5.66%	6.07%	5.80%	6.10%	6.20%
财务费用	214	224	382	406	382
财务费用率	4.41%	3.64%	5.38%	5.45%	4.91%
投资收益	177	56	53	59	65
营业利润	1,103	1,066	1,332	1,761	2,145
营业利润率	22.75%	17.31%	18.76%	23.64%	27.62%
营业外收入	15	54	0	0	0
营业外支出	6	4	0	0	0
利润总额	1,113	1,116	1,332	1,761	2,145
所得税	234	212	266	370	450
所得税率	21.04%	19.02%	20.00%	21.00%	21.00%
少数股东损益	3	-9	21	28	34
归属于母公司股东的净利润	876	913	1,044	1,363	1,661
净利率	18.06%	14.81%	14.71%	18.30%	21.38%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,224	993	1,775	1,862	1,941
存货	180	355	331	357	339
应收账款	415	907	1,184	1,345	1,510
其他流动资产	566	1,011	1,011	1,011	1,011
流动资产	2,384	3,265	4,301	4,575	4,802
固定资产	3,352	4,589	5,095	5,739	6,148
长期股权投资	390	442	489	541	598
无形资产	7,066	7,589	8,553	9,850	10,728
其他长期资产	3,300	5,185	6,510	5,450	4,729
非流动资产	14,109	17,805	20,647	21,580	22,203
资产总计	16,492	21,071	24,948	26,155	27,005
短期借款	240	1,272	1,766	1,389	1,254
应付账款	1,354	2,132	2,170	2,427	2,452
其他流动负债	2,197	3,292	3,280	3,289	3,286
流动负债	3,790	6,696	7,216	7,105	6,992
长期借款	4,523	5,526	8,026	8,226	7,826
其他长期负债	1,755	1,718	1,718	1,718	1,718
非流动性负债	6,277	7,244	9,744	9,944	9,544
负债合计	10,068	13,940	16,960	17,049	16,536
股本	766	766	766	766	766
资本公积	1,521	1,479	1,479	1,479	1,479
归属于母公司所有者权益合计	5,834	6,558	7,394	8,484	9,813
少数股东权益	590	573	594	622	656
股东权益合计	6,424	7,131	7,988	9,106	10,469
负债股东权益总计	16,492	21,071	24,948	26,155	27,005

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	876	913	1,044	1,363	1,661
所得税支出	-234	-212	-266	-370	-450
折旧和摊销	603	718	805	919	1,034
营运资金的变化	74	-443	-227	78	-126
其他经营现金流	333	349	616	745	801
经营现金流合计	1,652	1,324	1,973	2,736	2,920
资本支出	-1,900	-3,655	-3,600	-1,800	-1,600
投资收益	2	3	6	7	8
其他投资现金流	-153	-303	0	0	0
投资现金流合计	-2,051	-3,955	-3,594	-1,793	-1,592
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	1,115	2,901	2,500	200	-400
股息支出	153	169	209	273	332
其他融资现金流	-942	-677	-306	-1,329	-1,180
融资现金流合计	326	2,393	2,403	-856	-1,248
现金及现金等价物净增加额	-73	-237	783	87	79

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	15.4	27.1	15.3	4.9	4.3
营业利润增长率	28.0	-3.4	25.0	32.2	21.8
净利润增长率	34.2	4.2	14.4	30.5	21.8
毛利率	30.0	28.0	30.0	34.5	37.4
EBITDA Margin	34.5	31.7	33.6	38.8	42.6
净利率	18.1	14.8	14.7	18.3	21.4
净资产收益率	15.0	13.9	14.1	16.1	16.9
总资产收益率	5.3	4.3	4.2	5.2	6.1
资产负债率	61.0	66.2	68.0	65.2	61.2
所得税率	21.0	19.0	20.0	21.0	21.0
股利支付率	17.5	18.5	20.0	20.0	20.0

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。