

2023年09月24日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 陈孜文

执业证书: S0600523070006

chenzw@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.58
一年最低/最高价	17.26/20.68
市净率(倍)	1.26
流通 A 股市值(百万元)	14,333.80
总市值(百万元)	14,333.80

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.97
资产负债率(% ,LF)	65.86
总股本(百万股)	815.35
流通 A 股(百万股)	815.35

相关研究

《瀚蓝环境(600323): 2023 年中报点评: 固废运营稳健增长, 燃气盈利显著修复》

2023-08-20

《瀚蓝环境(600323): 2022 年年报点评: 固废稳定燃气有望改善, REITs&地方支持改善现金流》

2023-04-10

买入(维持)

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	12,875	12,249	13,029	13,451
同比	9%	-5%	6%	3%
归属母公司净利润(百万元)	1,146	1,325	1,554	1,736
同比	-1%	16%	17%	12%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	1.41	1.62	1.91	2.13
P/E(现价&最新股本摊薄)	12.50	10.82	9.23	8.26

关键词: #行业整合

投资要点

- **事件:** 2023年9月21日, 公司发布下属子公司向关联方转让应收账款债权的进展公告。
- **应收转让合同已签订 4.28 亿元, 公司预计 9 月底前完成合同签订和收款, 资产盘活&现金流改善在即。**公司下属子公司拟将基于相关特许经营协议或服务协议在南海区提供垃圾处理服务、环卫保洁服务、污水管网运营维护、污水处理服务等形成的不超过 10 亿元的应收南海区相关镇(街)政府或主管部门服务费债权及与之相关的责、权、利, 以非公开协议转让的方式转让予公司控股股东的母公司南海控股, 以评估价值作为定价依据(评估结果为没有减值)。截至 2023 年 9 月 21 日, 公司已与南海区部分镇街完成合同签署手续, 已完成签订金额为 4.28 亿元, 公司预计将于 9 月底前完成所有合同的签订并收到转让款。应收转让将有效盘活公司资产, 加快资金回收, 改善公司现金流状况。
- **REITs 叠加地方支持, 资金实力增强奠定扩张基础。**1) 拟启动 10-30 亿基础设施公募 REITs 发行工作, 以排水业务及固废处理业务相关资产发行。2) 南海区政府大力支持, 有望解决 15 亿元存量应收账款回款问题。3) 拟转让 10 亿应收账款至控股股东母公司南海控股, 同时接受 10 亿元财务资助。以上多种举措将有效盘活资产, 加快资金回收, 改善公司现金流状况, 增强资金实力, 为未来可持续扩张奠定基础。
- **固废运营稳健增长, 纵横一体化拓展成效显著。**随新项目投运, 公司垃圾焚烧运营收入稳健增长。截至 2023H1 公司垃圾焚烧发电在手规模 35,750 吨/日(不含参股), 其中已投产 29,800 吨/日(2023H1 投产 1,750 吨/日), 在建 1,450 吨/日, 筹建 750 吨/日, 未建 3,750 吨/日, 已实现 9 个垃圾焚烧发电项目对外供热业务协议的签订。协同拓展持续推进, 2023H1 餐厨厨余与环卫业务营收同比增速超 30%。
- **携手央企实现垃圾发电出海, 开启海外发展新篇章。**2023 年 8 月 28 日, 公司公告以总对价不超过 2 亿元收购新源中国 40% 股权, 新增垃圾焚烧发电规模 4500 吨/日, 其中海外项目(曼谷)规模 3300 吨/日。新源中国是央企国投电力的控股投资企业。本次并购实现和央企国投电力的合作, 双方携手共同开发东南亚固废处理市场。
- **盈利预测与投资评级:** 我们认为公司凭借其优秀的横向扩张&整合能力, 有望持续拓展提升盈利规模, 应收转让有效盘活资产改善现金流。我们维持 2023-2025 年归母净利润预测 13.25/15.54/17.36 亿元, 对应 2023-2025 年 PE 为 11/9/8 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 若政策推广项目进展不及预期, 行业竞争加剧, 政策风险。

瀚蓝环境三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,432	7,592	9,162	11,097	营业总收入	12,875	12,249	13,029	13,451
货币资金及交易性金融资产	1,107	2,535	3,867	5,689	营业成本(含金融类)	10,242	9,307	9,802	10,021
经营性应收款项	2,956	2,795	2,962	3,047	税金及附加	80	76	78	79
存货	264	230	233	228	销售费用	124	118	122	124
合同资产	1,092	1,029	1,085	1,111	管理费用	618	649	664	669
其他流动资产	1,013	1,003	1,015	1,022	研发费用	92	111	117	120
非流动资产	26,856	27,979	28,740	29,193	财务费用	494	526	513	503
长期股权投资	720	890	1,060	1,230	加:其他收益	183	147	156	168
固定资产及使用权资产	5,760	5,838	5,804	5,662	投资净收益	55	49	52	56
在建工程	357	379	400	422	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	10,689	11,492	12,096	12,499	减值损失	(69)	(30)	(30)	(30)
商誉	413	413	413	413	资产处置收益	4	4	4	4
长期待摊费用	117	117	117	117	营业利润	1,399	1,632	1,913	2,135
其他非流动资产	8,800	8,849	8,849	8,849	营业外净收支	11	0	0	0
资产总计	33,288	35,571	37,902	40,290	利润总额	1,410	1,632	1,913	2,135
流动负债	9,867	10,876	11,613	12,220	减:所得税	233	272	320	353
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,481	5,910	6,410	6,910	净利润	1,176	1,359	1,594	1,781
经营性应付款项	3,453	3,138	3,304	3,378	减:少数股东损益	30	34	40	45
合同负债	238	226	240	248	归属母公司净利润	1,146	1,325	1,554	1,736
其他流动负债	1,695	1,602	1,658	1,684	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.41	1.62	1.91	2.13
非流动负债	11,822	11,923	11,923	11,923	EBIT	1,833	2,157	2,426	2,638
长期借款	8,773	8,773	8,773	8,773	EBITDA	2,837	3,017	3,298	3,518
应付债券	811	811	811	811	毛利率(%)	20.45	24.02	24.76	25.50
租赁负债	122	122	122	122	归母净利率(%)	8.90	10.81	11.92	12.91
其他非流动负债	2,116	2,217	2,217	2,217	收入增长率(%)	9.33	(4.86)	6.37	3.24
负债合计	21,688	22,799	23,536	24,143	归母净利润增长率(%)	(1.46)	15.55	17.28	11.76
归属母公司股东权益	10,883	12,021	13,575	15,311					
少数股东权益	716	751	791	836					
所有者权益合计	11,599	12,772	14,366	16,147					
负债和股东权益	33,288	35,571	37,902	40,290					

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	422	2,590	2,998	3,214	每股净资产(元)	13.35	14.74	16.65	18.78
投资活动现金流	(2,334)	(1,885)	(1,577)	(1,272)	最新发行在外股份 (百万股)	815	815	815	815
筹资活动现金流	1,688	723	(89)	(119)	ROIC(%)	6.43	6.63	6.87	6.96
现金净增加额	(224)	1,428	1,332	1,823	ROE-摊薄(%)	10.53	11.02	11.44	11.34
折旧和摊销	1,004	859	872	880	资产负债率(%)	65.15	64.09	62.10	59.92
资本开支	(2,369)	(1,759)	(1,459)	(1,159)	P/E (现价&最新股本摊薄)	12.50	10.82	9.23	8.26
营运资本变动	(2,288)	(182)	(31)	(36)	P/B (现价)	1.32	1.19	1.06	0.94

数据来源:Wind,东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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提供。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

 东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>