

天然气盈利改善，固废探索国际化之路

2024 年 04 月 12 日

► **事件：**4 月 11 日，公司发布 2023 年年报，2023 年实现营业收入 125.41 亿元，同比下降 2.59%；归母净利润 14.30 亿元，同比增加 25.23%；扣非归母净利润 14.07 亿元，同比增长 27.07%；四季度，实现营业收入 35.79 亿元，同比增长 9.60%；归母净利润 2.64 亿元，同比下降 4.07%；扣非归母净利润 2.70 亿元，同比增长 3.54%。每 10 股派发现金红利 4.8 元（含税）。

► **夯实固废主业，探索国际化之路：**2023 年，固废板块实现营收 64.33 亿元，同比下降 6.49%；实现净利润 9.86 亿元，同比增长 9.34%。主要由于工程与装备业务收入规模下降，同时毛利率较高的垃圾焚烧运营收入同比增长 15.57%。2023 年，公司实现垃圾焚烧量 1256.28 万吨，同比增长 20.85%；发电量 46.14 亿度，同比增长 15.89%；上网电量 39.52 亿度，同比增长 17.19%；吨垃圾发电量为 367.27 度，产能利用率 119%，同比增长约 9 个 pct；厂自用电率为 14.35%，同比下降 0.95 个 pct。整体上，公司运营管理效率提升，降本增效明显。2023 年 8 月，公司以 2 亿元受让新源能源 40% 的股权，新源能源拥有海外项目规模 3300 吨/日（泰国曼谷），公司开启国际化探索之路。截至 2023 年底，公司在手垃圾焚烧发电产能 35750 吨/日（不含参股），已投运产能 29800 吨/日，储备产能 5950 吨/日，为公司业绩增长提供动力。

► **天然气盈利改善明显，餐厨制氢项目投产：**2023 年，公司天然气销售量 10.25 亿 m³，同比增长 1.22%；能源业务实现营收 40.61 亿元，同比下降 0.20%，毛利率为 9.76%，同比上升 8.31 个 pct，主要受益于天然气业务进销价差有所改善，盈利能力增强。同时，2200 吨/年餐厨垃圾制氢项目已顺利投产，标志着公司氢能业务“制、加、输、用”一体化实现全面贯通。

► **水务运营稳健，巩固现金流基础：**2023 年，公司累计新增投产规模 8.5 万方/日，供水量 4.94 亿吨，同比下降 0.96%；实现营收 9.63 亿元，同比增长 0.19%，水损率由 2022 年的 8.26% 收窄至 2023 年的 7.72%，运营管理能力提升，处于行业领先水平。2023 年公司污水处理量 2.55 亿吨，同比增长 7.79%；实现营收 7.20 亿元，同比增长 20.03%。2024 年，随着大沥城西项目逐步投运，水务板块有望实现稳步增长，为其他业务发展奠定现金流基础。

► **投资建议：**公司固废板块运营比重提升，资产结构优化，储备项目较为丰富；天然气进销价差改善，盈利能力提升明显；水务运营整体稳健，提供稳定的现金流。根据业务经营状况，调整对公司的盈利预测，预计公司 24/25 年 EPS 分别为 1.87/2.11 元/股（前值 2.02/2.26 元/股），新增 26 年 EPS 为 2.29 元/股，对应 2024 年 4 月 11 日收盘价 PE 分别为 9/8/8 倍，给予 2024 年 12.0 倍 PE，目标价 22.44 元/股，维持“谨慎推荐”评级。

► **风险提示：**行业政策风险；原材料价格波动；行业竞争加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	12,541	13,083	13,925	14,624
增长率 (%)	-2.6	4.3	6.4	5.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,430	1,526	1,720	1,869
增长率 (%)	25.2	6.7	12.7	8.7
每股收益 (元)	1.75	1.87	2.11	2.29
PE	10	9	8	8
PB	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 11 日收盘价）

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

17.44 元

目标价：

22.44 元



分析师 严家源

执业证书：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

分析师 尚硕

执业证书：S0100524030002

邮箱：shangshuo@mszq.com

相关研究

- 瀚蓝环境 (600323.SH) 2023 年三季报点评：新增投运贡献增量，天然气业务盈利改善-2023/10/27
- 瀚蓝环境 (600323.SH) 2023 年中报点评：固废运营稳步向好，餐厨垃圾制氢值得期待-2023/08/18
- 瀚蓝环境 (600323.SH) 2023 年一季报点评：稳步经营，现金流有望改善，氢能布局值得关注-2023/04/28
- 瀚蓝环境 (600323.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报预增公告点评：能源板块盈利有望改善，氢能业务乘南海“东风”-2023/04/07
- 瀚蓝环境 (600323.SH) 2022 年三季报点评：固废板块经营稳健，能源单季保持盈利-2022/10/27

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	12,541	13,083	13,925	14,624
营业成本	9,382	9,841	10,374	10,793
营业税金及附加	84	92	97	102
销售费用	118	118	125	132
管理费用	646	654	696	731
研发费用	81	65	70	73
EBIT	2,312	2,410	2,666	2,901
财务费用	502	476	484	529
资产减值损失	-58	-49	-51	-53
投资收益	68	65	70	73
营业利润	1,822	1,951	2,200	2,392
营业外收支	9	9	9	9
利润总额	1,831	1,960	2,209	2,401
所得税	361	392	442	480
净利润	1,470	1,568	1,767	1,921
归属于母公司净利润	1,430	1,526	1,720	1,869
EBITDA	3,502	3,666	4,048	4,356

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,523	2,460	1,135	2,177
应收账款及票据	3,280	3,199	3,405	3,576
预付款项	201	197	207	216
存货	235	194	205	213
其他流动资产	2,568	2,540	2,653	2,747
流动资产合计	7,808	8,590	7,604	8,928
长期股权投资	1,075	1,141	1,210	1,283
固定资产	5,740	6,166	6,562	7,014
无形资产	11,836	12,413	12,962	13,509
非流动资产合计	27,990	29,100	30,143	31,244
资产合计	35,798	37,690	37,747	40,171
短期借款	1,964	2,764	3,564	4,364
应付账款及票据	3,374	3,316	3,496	3,637
其他流动负债	4,570	4,581	2,349	2,427
流动负债合计	9,908	10,661	9,409	10,428
长期借款	10,346	10,346	10,346	10,346
其他长期负债	2,704	2,704	2,704	2,704
非流动负债合计	13,050	13,049	13,049	13,049
负债合计	22,958	23,711	22,459	23,477
股本	815	815	815	815
少数股东权益	721	763	811	863
股东权益合计	12,840	13,979	15,289	16,694
负债和股东权益合计	35,798	37,690	37,747	40,171

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-2.59	4.32	6.43	5.02
EBIT 增长率	26.10	4.25	10.60	8.85
净利润增长率	25.23	6.72	12.71	8.70
盈利能力 (%)				
毛利率	25.19	24.78	25.50	26.20
净利润率	11.40	11.66	12.35	12.78
总资产收益率 ROA	3.99	4.05	4.56	4.65
净资产收益率 ROE	11.80	11.54	11.88	11.81
偿债能力				
流动比率	0.79	0.81	0.81	0.86
速动比率	0.50	0.55	0.50	0.57
现金比率	0.15	0.23	0.12	0.21
资产负债率 (%)	64.13	62.91	59.50	58.44
经营效率				
应收账款周转天数	95.28	92.00	92.00	92.00
存货周转天数	9.15	9.00	9.00	9.00
总资产周转率	0.36	0.36	0.37	0.38
每股指标 (元)				
每股收益	1.75	1.87	2.11	2.29
每股净资产	14.86	16.21	17.76	19.42
每股经营现金流	3.04	4.07	4.29	4.60
每股股利	0.48	0.56	0.63	0.69
估值分析				
PE	10	9	8	8
PB	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	7.97	7.62	6.90	6.41
股息收益率 (%)	2.75	3.22	3.63	3.94

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,470	1,568	1,767	1,921
折旧和摊销	1,191	1,256	1,382	1,455
营运资金变动	-813	-40	-219	-226
经营活动现金流	2,482	3,321	3,502	3,754
资本开支	-2,045	-2,252	-2,308	-2,434
投资	-269	0	0	0
投资活动现金流	-2,237	-2,252	-2,308	-2,434
股权募资	3	0	0	0
债务募资	1,008	800	-1,529	800
筹资活动现金流	187	-132	-2,519	-277
现金净流量	432	937	-1,325	1,042

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026