

# 瀚蓝环境 (600323)

证券研究报告

2024年04月18日

## 运营资产提质增效，看好公司未来现金流持续改善 ——2023 年年报点评

**事件：**公司 2023 年实现营业收入 125.41 亿元，同比-2.59%；实现归母净利润 14.30 亿元，同比+25.23%。拟每 10 股派 4.8 元（含税），分红总额 3.91 亿元。

### 公司归母净利润增速为何大幅跑赢收入增速？

1、能源业务全年实现净利润 1.6 亿，同比去年多增 2.2 亿。在不考虑能源业务扰动 的情况下，公司归母净利润同比增长约 5%。

2、固废业务结构优化，工程大幅缩量之下，公司收入增长承压，但固废板块毛利率 同比提升 4.5pct 至 32.8%。具体来看，公司垃圾焚烧发电产能利用率同比提升 9pct 至 119%，存量资产运营高质高效，我们看好公司运营资产在未来持续发力。

### 为何 Q4 单季归母净利润同比增速为负？

1、四季度能源板块贡献净利润约 0.17 亿（前三季度季均贡献净利润 0.47 亿），能 源板块盈利增幅收窄，与上年同期（22Q4）基本持平。

2、四季度费用及减值计提相对较多，管理费用环比三季度多增约 0.5 亿，同时应 收账款承压下公司计提较多信用减值。

3、所得税率增长。公司污水及固废项目享受所得税三免三减半优惠，17 年/20 年 投产项目于 23 年分别结束减半/免税。鉴于十三五期末~十四五期初为公司固废产 能投产高峰期，我们预计公司 24 年所得税率仍有进一步抬升可能。

### 如何看待公司三年分红规划（草案稿，尚需提交股东大会审议）？

分红额的增长通常来自两部分：1、EPS 增厚；2、分红比例提升。如果不考虑公司 未来 EPS 持续增厚、假设公司每年分红比例提升 10%，则 26 年预期分红比例：27.4% （23 年分红比例）\*1.1\*1.1\*1.1=36.5%。尽管短期分红比例仍难和其他高股息公司 相较，但公司回馈股东态度积极。

### 投资建议：维持“买入”评级

我们认为，公司 24 年业绩的主要影响因素有：1、工程缩量结构优化，向内掘金降 本增效，利润率有望持续提升。2、公司预计 2024 年解决至少 20 亿存量应收账款 回款，长账龄应收账款的信用减值损失有望冲回。3、所得税政策影响下，公司利 润总额增速向归母净利润增速的传导可能有轻微折扣。

我们预测 2024-2026 年公司归母净利润为 15.71、17.67、20.25 亿元，同比增长 9.87%、 12.50%、14.59%（24-25 年预测前值分别为 16.32、18.39，因公司工程业务缩量较 快及所得税有所增长，我们对盈利预测进行了调整）；摊薄 EPS 分别为 1.93、2.17、 2.48 元，4 月 17 日股价对应 PE 分别为 9.22、8.19、7.15 倍。维持“买入”评级。

**风险提示：**项目建设进度低于预期的风险；电价补贴持续退坡的风险；天然气价格 攀高的风险；应收账款回款不及预期、需计提坏账的风险；三免三减半退坡、缴纳 所得税额持续提高的风险等

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,875.06	12,541.29	13,173.07	14,266.98	15,489.14
增长率(%)	9.33	(2.59)	5.04	8.30	8.57
EBITDA(百万元)	2,818.52	3,539.02	3,739.91	4,069.44	4,431.60
归属母公司净利润(百万元)	1,146.34	1,429.64	1,570.81	1,767.16	2,025.02
增长率(%)	(1.46)	24.71	9.87	12.50	14.59
EPS(元/股)	1.41	1.75	1.93	2.17	2.48
市盈率(P/E)	12.63	10.13	9.22	8.19	7.15
市净率(P/B)	1.33	1.19	1.10	1.01	0.92
市销率(P/S)	1.12	1.15	1.10	1.01	0.93
EV/EBITDA	6.97	5.60	4.90	4.23	3.58

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	环保/环境治理
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	17.76 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	815.35
流通 A 股股本(百万股)	815.35
A 股总市值(百万元)	14,480.57
流通 A 股市值(百万元)	14,480.57
每股净资产(元)	14.86
资产负债率(%)	64.13
一年内最高/最低(元)	20.68/14.15

### 作者

<b>郭丽丽</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520030001	
guolili@tfzq.com	
<b>胡冰清</b>	联系人
hubingqing@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《瀚蓝环境-半年报点评：业绩增长强 韧，固废运营稳健——2023 年半年报点 评》 2023-08-30
- 《瀚蓝环境-年报点评报告：固废业务 稳健增长，能源业务 23Q1 预计大增—— 公司 2022 年年报及 2023 年一季报业绩 预增公告点评》 2023-04-12
- 《瀚蓝环境-季报点评：“大固废” 战略稳步推进，前三季度业绩同比增长 21%》 2021-10-28

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,106.55	1,523.20	1,276.47	1,382.47	1,500.90
应收票据及应收账款	2,784.25	3,279.58	2,604.30	2,856.38	3,119.04
预付账款	171.46	201.16	218.58	235.62	252.14
存货	263.91	235.21	214.75	205.41	211.37
其他	1,013.04	954.81	3,242.18	3,718.01	4,076.23
<b>流动资产合计</b>	<b>5,339.22</b>	<b>6,193.95</b>	<b>7,556.28</b>	<b>8,397.89</b>	<b>9,159.69</b>
长期股权投资	719.79	1,075.28	1,288.63	1,491.32	1,683.87
固定资产	5,610.60	5,739.76	5,347.43	4,939.37	4,523.70
在建工程	357.37	281.60	292.37	302.07	309.83
无形资产	10,688.65	11,835.79	12,188.06	12,423.73	12,559.51
其他	9,479.72	9,057.77	9,446.39	9,786.96	10,343.04
<b>非流动资产合计</b>	<b>26,856.13</b>	<b>27,990.20</b>	<b>28,562.88</b>	<b>28,943.44</b>	<b>29,419.95</b>
<b>资产总计</b>	<b>33,287.77</b>	<b>35,797.70</b>	<b>36,119.16</b>	<b>37,341.33</b>	<b>38,579.64</b>
短期借款	1,776.10	1,963.94	2,508.46	3,375.58	4,313.46
应付票据及应付账款	3,452.80	3,374.32	3,581.28	3,757.68	3,889.74
其他	4,400.07	4,273.84	5,062.54	5,406.77	5,736.33
<b>流动负债合计</b>	<b>9,628.96</b>	<b>9,612.09</b>	<b>11,152.27</b>	<b>12,540.03</b>	<b>13,939.53</b>
长期借款	8,773.14	10,345.86	7,877.50	6,395.43	4,759.27
应付债券	811.00	501.42	710.52	708.03	757.59
其他	2,237.70	2,202.32	2,410.50	2,511.86	2,612.38
<b>非流动负债合计</b>	<b>11,821.84</b>	<b>13,049.59</b>	<b>10,998.52</b>	<b>9,615.32</b>	<b>8,129.25</b>
<b>负债合计</b>	<b>21,688.45</b>	<b>22,957.83</b>	<b>22,150.79</b>	<b>22,155.35</b>	<b>22,068.78</b>
少数股东权益	716.12	720.92	750.00	781.63	816.43
股本	815.35	815.35	815.35	815.35	815.35
资本公积	2,454.94	2,442.86	2,442.86	2,442.86	2,442.86
留存收益	7,539.76	8,785.34	9,883.13	11,064.94	12,352.12
其他	73.15	75.40	77.02	81.20	84.10
<b>股东权益合计</b>	<b>11,599.32</b>	<b>12,839.87</b>	<b>13,968.37</b>	<b>15,185.98</b>	<b>16,510.86</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>33,287.77</b>	<b>35,797.70</b>	<b>36,119.16</b>	<b>37,341.33</b>	<b>38,579.64</b>

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,176.12	1,469.65	1,570.81	1,767.16	2,025.02
折旧摊销	966.71	1,151.76	1,195.38	1,249.22	1,300.24
财务费用	496.75	512.55	461.49	393.83	351.65
投资损失	(55.06)	(67.58)	(68.55)	(73.29)	(76.78)
营运资金变动	(3,352.05)	(314.79)	118.41	(782.95)	(948.99)
其它	1,190.01	(269.54)	41.61	47.29	54.75
<b>经营活动现金流</b>	<b>422.47</b>	<b>2,482.05</b>	<b>3,319.15</b>	<b>2,601.27</b>	<b>2,705.89</b>
资本支出	2,533.63	2,690.81	957.91	985.17	927.60
长期投资	170.12	355.49	213.35	202.68	192.55
其他	(5,038.03)	(5,283.17)	(2,268.78)	(2,201.05)	(2,071.45)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,334.28)</b>	<b>(2,236.88)</b>	<b>(1,097.52)</b>	<b>(1,013.20)</b>	<b>(951.30)</b>
债权融资	2,426.33	572.73	(1,984.44)	(885.23)	(881.26)
股权融资	(167.74)	(401.19)	(483.92)	(596.84)	(754.89)
其他	(570.79)	15.66	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,687.79</b>	<b>187.20</b>	<b>(2,468.36)</b>	<b>(1,482.07)</b>	<b>(1,636.16)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(224.01)</b>	<b>432.37</b>	<b>(246.73)</b>	<b>106.00</b>	<b>118.43</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>12,875.06</b>	<b>12,541.29</b>	<b>13,173.07</b>	<b>14,266.98</b>	<b>15,489.14</b>
营业成本	10,242.36	9,381.52	9,795.32	10,542.22	11,376.22
营业税金及附加	79.58	83.68	89.73	98.15	107.62
销售费用	124.07	117.53	119.65	132.12	141.66
管理费用	618.06	646.22	650.62	701.12	757.38
研发费用	91.71	81.24	80.57	86.39	92.85
财务费用	493.96	502.50	461.49	393.83	351.65
资产/信用减值损失	(68.86)	(161.59)	2.56	(70.40)	(74.65)
公允价值变动收益	(0.35)	1.50	0.00	0.00	0.00
投资净收益	55.06	67.58	68.55	73.29	76.78
其他	(159.24)	(0.88)	0.00	0.00	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>1,398.71</b>	<b>1,822.00</b>	<b>2,046.80</b>	<b>2,316.03</b>	<b>2,663.90</b>
营业外收入	27.87	21.00	26.07	24.98	24.02
营业外支出	16.98	12.50	13.99	14.49	13.66
<b>利润总额</b>	<b>1,409.61</b>	<b>1,830.50</b>	<b>2,058.88</b>	<b>2,326.52</b>	<b>2,674.26</b>
所得税	233.49	360.86	446.46	512.07	594.49
<b>净利润</b>	<b>1,176.12</b>	<b>1,469.65</b>	<b>1,612.41</b>	<b>1,814.45</b>	<b>2,079.77</b>
少数股东损益	29.77	40.01	41.61	47.29	54.75
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,146.34</b>	<b>1,429.64</b>	<b>1,570.81</b>	<b>1,767.16</b>	<b>2,025.02</b>
每股收益(元)	1.41	1.75	1.93	2.17	2.48

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	9.33%	-2.59%	5.04%	8.30%	8.57%
营业利润	-0.85%	30.26%	12.34%	13.15%	15.02%
归属于母公司净利润	-1.46%	24.71%	9.87%	12.50%	14.59%
<b>获利能力</b>					
毛利率	20.45%	25.19%	25.64%	26.11%	26.55%
净利率	8.90%	11.40%	11.92%	12.39%	13.07%
ROE	10.53%	11.80%	11.88%	12.27%	12.90%
ROIC	13.15%	12.05%	11.03%	12.39%	13.68%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	65.15%	64.13%	61.33%	59.33%	57.20%
净负债率	111.72%	106.05%	88.35%	77.33%	67.20%
流动比率	0.65	0.79	0.68	0.67	0.66
速动比率	0.63	0.76	0.66	0.65	0.64
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.70	4.14	4.48	5.23	5.18
存货周转率	48.19	50.25	58.55	67.91	74.33
总资产周转率	0.41	0.36	0.37	0.39	0.41
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.41	1.75	1.93	2.17	2.48
每股经营现金流	0.52	3.04	4.07	3.19	3.32
每股净资产	13.35	14.86	16.21	17.67	19.25
<b>估值比率</b>					
市盈率	12.63	10.13	9.22	8.19	7.15
市净率	1.33	1.19	1.10	1.01	0.92
EV/EBITDA	6.97	5.60	4.90	4.23	3.58
EV/EBIT	10.36	8.13	7.20	6.10	5.06

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com