

# 瀚蓝环境 (600323)

## 瀚蓝环境拟私有化粤丰环保，增厚盈利&可持续现金流，协同增效空间广阔

买入 (维持)

2024年07月07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

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	12875	12541	12925	13538	14288
同比 (%)	9.33	(2.59)	3.06	4.75	5.54
归母净利润 (百万元)	1142	1430	1571	1714	1862
同比 (%)	(1.88)	25.23	9.90	9.07	8.63
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.40	1.75	1.93	2.10	2.28
P/E (现价&最新摊薄)	15.20	12.14	11.04	10.13	9.32

### 投资要点

- **事件:** 公司公告拟联合广东恒健和南海控股私有化粤丰环保，估值 119 亿港元，交易完成后，三者合计将持有粤丰环保约 92.77% 股份。
- **债务置换可节约财务费用 2 亿港元，真实并购估值 PE10 倍。** 2023 年粤丰环保归母净利润 10.01 亿港元 (按历史汇率对应 9.07 亿元人民币)，本次交易 100% 股权对应 119.54 亿港元，对应 PE 11.9 倍。瀚蓝 2023 年带息债务为 151 亿港元，利息支出 5.14 亿港元，平均利率为 3.40%；粤丰 2023 年带息债务 139 亿港元，利息支出 6.76 亿港元，平均利率 4.85%。若粤丰平均利率降至瀚蓝水平，利息支出将节约 2.02 亿港元，真实并购 PE 9.9 倍。
- **加码优质垃圾焚烧项目，并购后在手规模超 9 万吨/日位列 A 股第一行业前三。** 截至 2023 年底，瀚蓝垃圾焚烧在手规模 3.575 万吨/日 (不含参股)，其中已投产 2.980 万吨/日，在建 1450 吨/日，筹建 750 吨/日，未建项目 3750 吨/日；粤丰在手规模 5.454 万吨/日，已投运 4.369 万吨/日，规划中项目 1.085 万吨/日；并购后合计在手规模超 9 万吨/日，瀚蓝有望跃至 A 股第一、行业前三。粤丰环保项目覆盖广东、上海、四川等 12 个省市，其中广东项目规模占比 49%。**瀚蓝历史并购验证其外延能力上的 alpha，此次与粤丰存在区域协同、财务协同、管理协同，有望进一步释放项目盈利，实现双向赋能。**
- **假设瀚蓝环境持股粤丰环保 50%-80%，并购将增厚业绩 28%-45%。** 1) **瀚蓝环境 2024 年可持续业绩预测:** 我们此前预计 2024 年归母净利润 15.71 亿元，考虑 2024Q2 追溯济宁项目 2020 年 11 月-2024 年 5 月 (合计 3 年零 7 个月) 期间发电收入对应净利润 1.17 亿元，年化 0.326 亿元，则 2024 年常态归母净利润为 16 亿元。2) **粤丰环保业绩拆分:** 根据粤丰环保年报，2023 年总营收 44.78 亿元，归母净利润 9.07 亿元，其中运营收入 35.63 亿元，建造收入 9.16 亿元，运营收入占比 80%。3) **并购增厚业绩:** 若并购后瀚蓝环境持股 50%-80%，预计净利增厚 4.54~7.26 亿元。并购后预计常态归母净利润 20.58~23.29 亿元，在瀚蓝 2024 年常态归母净利润基础上增厚 28%-45%，并购后瀚蓝 PE 7.5~8.5 倍。
- **我们测算并购后可持续自由现金流大增 167%。** 1) **瀚蓝环境现金流分析:** 2023 年剔除 14 号文影响后的真实经营性现金流净额为 27.38 亿元，扣除 2023Q3 南控集团向公司支付的应收账款债权转让款 9.88 亿元后为 17.50 亿元，随着运营项目积累及燃气毛差修复，我们预计 2024 年经营性现金流净额有望达到 20 亿元 (不含政府解决 20 亿元应收)。公司预计 2024 年新增项目的资本性支出约 13.8 亿元，则 2024 年瀚蓝环境内生自由现金流有望达 6.2 亿元。2) **粤丰环保现金流分析:** 根据粤丰环保 2023 年全年业绩简报，2023 年真实经营性现金流净额 19.35 亿港元 (按历史汇率对应约 17.54 亿元)，资本开支 14.62 亿港元 (按历史汇率对应约 13.25 亿元)。假设 2024 年粤丰环保经营性净额较 2023 年略增至 18 亿港元，考虑到 2024 年初无在建项目，3 个筹建项目 (惠东项目 1500 吨/日，百色一期 700 吨/日，曲阳一期 700 吨/日) 按吨投 50 万元预估总投资 15 亿元，建造期约 2 年，假设 2024 年资本开支 8 亿港元，2024 年自由现金流有望达 10 亿港元。3) **并购带来可持续现金流:** 假设瀚蓝环境持股 50%+，并购后对应 2024 年自由现金流有望达 16 亿港元，较并购前增厚 167%。
- **盈利预测与投资评级:** 公司凭借优秀的整合能力加码优质固废项目，增厚盈利与现金流。暂不考虑 24Q2 追溯电费收入和并购增厚业绩，我们维持 2024-2026 年归母净利润预测 15.71/17.14/18.62 亿元，对应 PE 为 11/10/9 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 重组进展不及预期，资本开支超预期上行，应收风险等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	21.28
一年最低/最高价	14.15/21.87
市净率(倍)	1.39
流通 A 股市值(百万元)	17,350.59
总市值(百万元)	17,350.59

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	15.32
资产负债率(% LF)	63.82
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 年报点评: 固废稳健增长&燃气盈利修复, 自由现金流转正提分红》

2024-04-14

《瀚蓝环境(600323): 2023 年三季度点评: 天然气盈利修复, 固废开启国际化发展探索》

2023-10-29

## 瀚蓝环境三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>7,808</b>	<b>10,137</b>	<b>12,549</b>	<b>15,427</b>	<b>营业总收入</b>	<b>12,541</b>	<b>12,925</b>	<b>13,538</b>	<b>14,288</b>
货币资金及交易性金融资产	1,523	3,782	6,020	8,666	营业成本(含金融类)	9,382	9,527	9,859	10,293
经营性应收款项	3,482	3,515	3,612	3,748	税金及附加	84	86	93	100
存货	235	229	227	228	销售费用	118	121	129	136
合同资产	1,614	1,653	1,722	1,808	管理费用	646	666	698	740
其他流动资产	954	959	967	977	研发费用	81	96	102	107
<b>非流动资产</b>	<b>27,990</b>	<b>28,318</b>	<b>28,471</b>	<b>28,356</b>	财务费用	502	519	525	557
长期股权投资	1,075	1,431	1,786	2,142	加:其他收益	184	181	181	181
固定资产及使用权资产	5,857	5,677	5,416	5,084	投资净收益	68	52	53	54
在建工程	282	229	197	178	公允价值变动	2	0	0	0
无形资产	11,836	12,136	12,227	12,107	减值损失	(162)	(120)	(110)	(100)
商誉	413	413	413	413	资产处置收益	2	2	2	2
长期待摊费用	115	115	115	115	<b>营业利润</b>	<b>1,822</b>	<b>2,024</b>	<b>2,259</b>	<b>2,492</b>
其他非流动资产	8,413	8,317	8,317	8,317	营业外净收支	9	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>35,798</b>	<b>38,456</b>	<b>41,020</b>	<b>43,783</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,831</b>	<b>2,024</b>	<b>2,259</b>	<b>2,492</b>
<b>流动负债</b>	<b>9,908</b>	<b>10,426</b>	<b>10,715</b>	<b>11,059</b>	减:所得税	361	408	494	573
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,293	4,723	4,823	4,923	<b>净利润</b>	<b>1,470</b>	<b>1,616</b>	<b>1,766</b>	<b>1,919</b>
经营性应付款项	3,374	3,427	3,546	3,702	减:少数股东损益	40	45	52	58
合同负债	296	305	320	337	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,430</b>	<b>1,571</b>	<b>1,714</b>	<b>1,862</b>
其他流动负债	1,945	1,972	2,027	2,097	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.75	1.93	2.10	2.28
非流动负债	13,050	13,559	14,059	14,559	EBIT	2,312	2,543	2,784	3,050
长期借款	10,346	10,846	11,346	11,846	EBITDA	3,502	3,760	4,022	4,306
应付债券	501	501	501	501	毛利率(%)	25.19	26.29	27.18	27.96
租赁负债	92	92	92	92	归母净利率(%)	11.40	12.16	12.66	13.03
其他非流动负债	2,111	2,120	2,120	2,120	收入增长率(%)	(2.59)	3.06	4.75	5.54
<b>负债合计</b>	<b>22,958</b>	<b>23,986</b>	<b>24,774</b>	<b>25,618</b>	归母净利润增长率(%)	25.23	9.90	9.07	8.63
归属母公司股东权益	12,119	13,704	15,428	17,289					
少数股东权益	721	766	818	876					
<b>所有者权益合计</b>	<b>12,840</b>	<b>14,470</b>	<b>16,246</b>	<b>18,165</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>35,798</b>	<b>38,456</b>	<b>41,020</b>	<b>43,783</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,482	3,415	3,607	3,818	每股净资产(元)	14.86	16.81	18.92	21.20
投资活动现金流	(2,237)	(1,505)	(1,346)	(1,094)	最新发行在外股份(百万股)	815	815	815	815
筹资活动现金流	187	348	(23)	(78)	ROIC(%)	6.89	6.92	6.84	6.85
现金净增加额	432	2,258	2,239	2,646	ROE-摊薄(%)	11.80	11.46	11.11	10.77
折旧和摊销	1,191	1,217	1,238	1,256	资产负债率(%)	64.13	62.37	60.40	58.51
资本开支	(2,045)	(1,293)	(1,043)	(793)	P/E (现价&最新股本摊薄)	12.14	11.04	10.13	9.32
营运资本变动	(813)	(73)	(74)	(78)	P/B (现价)	1.43	1.27	1.12	1.00

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。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),北交所基准指数为北证 50 指数),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>