

瀚蓝环境 (600323)

证券研究报告
2024年07月09日

拟收购粤丰环保，迈入固废处理行业第一梯队

7月7日，瀚蓝环境发布关于筹划重大资产重组的提示性公告：

1、拟联合广东恒健（广东省级国有资本运营公司）和南海控股（瀚蓝环境控股股东的母公司）对瀚蓝佛山进行增资。

2、拟通过瀚蓝佛山全资子公司瀚蓝香港，以协议安排方式私有化港交所上市公司粤丰环保。交易完成后，瀚蓝香港将持有粤丰环保约 92.77% 股份，其余股份由粤丰环保原控股股东臻达发展继续持有。

交易对价：标的公司全部股权对应 119.54 亿港元

本次交易示意性注销价暂定为 4.90 港元/股，较粤丰环保 7 月 5 日收盘价 4.06 港元/股的溢价率为 20.69%，100% 股权对应的整体金额为 119.54 亿港元。2023 年粤丰环保实现净利润 10.01 亿港元，该收购价对应 PE 12X。

交易影响：瀚蓝焚烧规模有望达 A 股第一、行业前三，双方强强联手、协同增长

截至 2023 年底，粤丰环保已投运 33 个垃圾焚烧项目，对应日处理垃圾 4.37 万吨。2023 年，粤丰年处理垃圾约 1662 万吨，年发电量达 62 亿千瓦时，吨垃圾发电量达 374 度。其中，16 个项目位于广东省内，对应 58% 的垃圾处理量、59% 的发电量，广东省内项目吨发电量约 383 度。

2023 年，粤丰环保建造收入占比由过去三年的 50%+ 下降至 20.45%，也因此，公司销售毛利率由 2022 年的 30.7% 大幅提升至 41.8%；现金流层面，2023 年公司经营活动产生的现金流净额为 2016 年以来的首次转正。我们认为，粤丰环保已逐渐由建造期转向运营期，其经营质量、现金流量均有望持续向好。

并购完成后，瀚蓝垃圾焚烧规模有望达 A 股第一、行业前三，稳居固废处理行业第一梯队。我们认为，双方有望将在经营协同、资金管理、供应链优化、新业态发展、海外项目开拓等多方面强强联手，协力共赢，持续创造增量价值。

投资建议：上调 24/25 年盈利预测至 17.14/19.20 亿元，维持“买入”评级

我们预测 2024-2026 年公司归母净利润为 17.14、19.20、20.78 亿元，同比增长 19.92%、12.00%、8.24%。摊薄 EPS 分别为 2.10、2.35、2.55 元，7 月 9 日股价对应 PE 分别为 10.93、9.76、9.02 倍。维持“买入”评级。

注：归母净利润预测前值分别为 15.71、17.67、20.25，调整原因：1、公司济宁项目确认收入，一次性贡献净利润 1.17 亿元；2、近期广州市调整水价，佛山南海仍在执行 2015 年水价，我们认为不排除佛山南海在 24/25 年进行水价调整的可能性；3、由于目前并购事宜暂未落地，我们未在盈利预测中考虑收并购的影响。

风险提示：收并购被否决，或节奏未及预期的风险；并购整合后，未能如期释放经营利润的风险；应收账款回款不及预期、需计提坏账的风险；标的公司存在外币借款，存在外币借款利率攀升或人民币贬值的风险等

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	13,040.51	14,206.15	15,287.87
增长率(%)	9.33	(2.59)	3.98	8.94	7.61
EBITDA(百万元)	2,818.52	3,539.02	3,942.60	4,279.06	4,556.08
归属母公司净利润(百万元)	1,146.34	1,429.64	1,714.40	1,920.14	2,078.29
增长率(%)	(1.46)	24.71	19.92	12.00	8.24
EPS(元/股)	1.41	1.75	2.10	2.35	2.55
市盈率(P/E)	16.35	13.11	10.93	9.76	9.02
市净率(P/B)	1.72	1.55	1.41	1.28	1.18
市销率(P/S)	1.46	1.49	1.44	1.32	1.23
EV/EBITDA	6.97	5.60	5.65	4.90	4.25

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	22.99 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)	18,744.83
流通 A 股市值(百万元)	18,744.83
每股净资产(元)	15.32
资产负债率(%)	63.82
一年内最高/最低(元)	23.04/14.15

作者

郭丽丽	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520030001	
guolili@tfzq.com	
胡冰清	分析师
SAC 执业证书编号：S1110524070004	
hubingqing@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《瀚蓝环境-年报点评报告: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》 2024-04-18
- 《瀚蓝环境-半年报点评:业绩增长强劲，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

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	1,826.99	1,420.61	1,528.79
应收票据及应收账款	2,784.25	3,279.58	2,049.74	2,190.38	2,333.15
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
流动资产合计	5,339.22	6,193.95	7,552.24	7,770.03	8,401.68
长期股权投资	719.79	1,075.28	1,323.36	1,559.04	1,782.94
固定资产	5,610.60	5,739.76	5,440.20	5,098.57	4,723.26
在建工程	357.37	281.60	292.37	302.07	309.83
无形资产	10,688.65	11,835.79	12,448.76	12,641.74	12,610.45
其他	9,479.72	9,057.77	9,411.66	9,719.24	10,243.97
非流动资产合计	26,856.13	27,990.20	28,916.36	29,320.66	29,670.45
资产总计	33,287.77	35,797.70	36,468.60	37,090.69	38,072.13
短期借款	1,776.10	1,963.94	1,767.54	1,992.38	1,972.86
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	5,532.80	6,020.54
流动负债合计	9,628.96	9,612.09	10,411.36	11,282.86	11,883.14
长期借款	8,773.14	10,345.86	7,572.15	5,397.51	4,318.01
应付债券	811.00	501.42	2,001.42	2,501.42	2,501.42
其他	2,237.70	2,202.32	2,410.50	2,511.86	2,612.38
非流动负债合计	11,821.84	13,049.59	11,984.07	10,410.79	9,431.81
负债合计	21,688.45	22,957.83	22,395.43	21,693.65	21,314.95
少数股东权益	716.12	720.92	754.45	790.02	826.23
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	9,983.49	11,267.60	12,588.63
其他	73.15	75.40	77.02	81.20	84.10
股东权益合计	11,599.32	12,839.87	14,073.17	15,397.04	16,757.18
负债和股东权益总计	33,287.77	35,797.70	36,468.60	37,090.69	38,072.13

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,176.12	1,469.65	1,714.40	1,920.14	2,078.29
折旧摊销	966.71	1,151.76	1,202.69	1,250.30	1,288.41
财务费用	496.75	512.55	443.37	327.44	295.69
投资损失	(55.06)	(67.58)	(188.96)	(70.52)	(74.04)
营运资金变动	(3,352.05)	(314.79)	672.97	(671.50)	(829.10)
其它	1,190.01	(269.54)	47.98	53.18	56.97
经营活动现金流	422.47	2,482.05	3,892.45	2,809.05	2,816.21
资本支出	2,533.63	2,690.81	1,318.70	1,009.98	789.04
长期投资	170.12	355.49	248.08	235.68	223.90
其他	(5,038.03)	(5,283.17)	(2,904.68)	(2,286.44)	(1,828.43)
投资活动现金流	(2,334.28)	(2,236.88)	(1,337.89)	(1,040.78)	(815.49)
债权融资	2,426.33	572.73	(1,721.69)	(1,525.18)	(1,117.43)
股权融资	(167.74)	(401.19)	(529.08)	(649.46)	(775.11)
其他	(570.79)	15.66	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	1,687.79	187.20	(2,250.77)	(2,174.64)	(1,892.54)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(224.01)	432.37	303.79	(406.38)	108.17

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
营业收入	12,875.06	12,541.29	13,040.51	14,206.15	15,287.87
营业成本	10,242.36	9,381.52	9,599.21	10,274.33	11,049.13
营业税金及附加	79.58	83.68	88.82	97.73	106.23
销售费用	124.07	117.53	120.89	132.43	141.08
管理费用	618.06	646.22	653.78	712.93	763.38
研发费用	91.71	81.24	79.76	86.02	91.65
财务费用	493.96	502.50	443.37	327.44	295.69
资产/信用减值损失	(68.86)	(161.59)	(2.90)	(81.67)	(84.83)
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	188.96	70.52	74.04
其他	(159.24)	(0.88)	0.00	(0.00)	(0.00)
营业利润	1,398.71	1,822.00	2,240.74	2,564.10	2,829.94
营业外收入	27.87	21.00	23.17	24.01	22.73
营业外支出	16.98	12.50	13.99	14.49	13.66
利润总额	1,409.61	1,830.50	2,249.92	2,573.63	2,839.01
所得税	233.49	360.86	487.54	600.31	703.75
净利润	1,176.12	1,469.65	1,762.38	1,973.32	2,135.26
少数股东损益	29.77	40.01	47.98	53.18	56.97
归属于母公司净利润	1,146.34	1,429.64	1,714.40	1,920.14	2,078.29
每股收益(元)	1.41	1.75	2.10	2.35	2.55

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	9.33%	-2.59%	3.98%	8.94%	7.61%
营业利润	-0.85%	30.26%	22.98%	14.43%	10.37%
归属于母公司净利润	-1.46%	24.71%	19.92%	12.00%	8.24%
获利能力					
毛利率	20.45%	25.19%	26.39%	27.68%	27.73%
净利率	8.90%	11.40%	13.15%	13.52%	13.59%
ROE	10.53%	11.80%	12.87%	13.15%	13.05%
ROIC	13.15%	12.05%	11.80%	13.15%	13.95%
偿债能力					
资产负债率	65.15%	64.13%	61.41%	58.49%	55.99%
净负债率	111.72%	106.05%	85.52%	73.02%	61.55%
流动比率	0.65	0.79	0.73	0.69	0.71
速动比率	0.63	0.76	0.70	0.67	0.69
营运能力					
应收账款周转率	5.70	4.14	4.89	6.70	6.76
存货周转率	48.19	50.25	57.96	67.62	73.36
总资产周转率	0.41	0.36	0.36	0.39	0.41
每股指标(元)					
每股收益	1.41	1.75	2.10	2.35	2.55
每股经营现金流	0.52	3.04	4.77	3.45	3.45
每股净资产	13.35	14.86	16.34	17.92	19.54
估值比率					
市盈率	16.35	13.11	10.93	9.76	9.02
市净率	1.72	1.55	1.41	1.28	1.18
EV/EBITDA	6.97	5.60	5.65	4.90	4.25
EV/EBIT	10.36	8.13	8.13	6.93	5.92

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