

瀚蓝环境(600323)

报告日期: 2024 年 10 月 28 日

并购稳步推进, 供热业务增量明显

——瀚蓝环境 2024 年三季报点评

投资要点

- ❑ **事件:** 公司发布 2024 年三季报, 前三季度实现营业收入 87.3 亿元, 同比减少 2.6%; 实现归母净利润 13.9 亿元, 同比增长 18.8%; 实现经营性净现金流 13.4 亿元。
- ❑ **固废运营巩固核心利润, 首笔绿证交易完成。** 2024 年前三季度, 固废处理业务实现营收 45.11 亿元 (yoy-2.10%), 占总收入的 53.03%; 实现净利润 9.54 亿元 (yoy+14.89%), 占总净利润的 68.87%。各运营项目生活垃圾焚烧量 968.35 万吨 (yoy+3.14%), 完成上网电量 31.40 亿度 (yoy+6.19%), 产能利用率超过 120%。公司生活垃圾焚烧发电在手订单 (不含参股项目) 合计规模 35,750 吨/日, 其中已投运项目规模为 30,600 吨/日 (三季度新增福清改扩建项目 800 吨/日), 在建项目大连项目一期扩建 (650 吨/日) 预计今年四季度投运。截至报告披露日已核发了贵阳、南海绿电、大连等项目约 880 万张绿证, 贵阳项目完成首笔垃圾焚烧发电绿证批量交易。
- ❑ **供热及海外业务快速拓展。** 2024 年前三季度, 实现对外供热 104.23 万吨 (yoy+33.30%), 新增 3 个蒸汽余热对外供热业务协议, 累计已签订 13 个; 公司参股 40% 的新源能源已投运泰国曼谷农垦垃圾焚烧发电项目一期 (500 吨/日), 农垦二期 (1400 吨/日) 和安努项目 (1400 吨/日) 已于今年 2 月开工。
- ❑ **资本开支保持下行趋势, 部分存量应收账款解决。** 2024 年前三季度, 公司资本性支出约为 13.09 亿元 (剔除解释第 14 号影响), 同比减少约 2.82 亿元。随着在建项目的陆续完工及新开工项目的减少, 预计 2024 年全年资本性支出将保持下降趋势。并且, 随着固废、排水业务经营回款增加以及垃圾处理费拨付机制完善, 自由现金流将持续好转; 已经解决了 7.87 亿元存量应收账款, 预计年内相关存量应收账款将较大幅度下降。为顺利推进粤丰环保私有化交易 (不超过 113 亿元港币/105 亿元人民币), 公司拟与高质量发展基金 (广东恒健与南海控股各出资 10 亿元) 共同增资瀚蓝佛山, 合计 40.2 亿元。同时, 向银行申请不超过 61 亿元的并购贷款。目前交易进展顺利, 多项先决条件达成。
- ❑ **盈利预测与估值**
现阶段盈利预测暂不将并购纳入考量。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 16.5/18.2/20.3 亿元, 对应每股收益为 2.02/2.23/2.49 元, 当前股价对应 PE 为 11.32/10.24/9.21 倍, 维持“买入”评级。
- ❑ **风险提示**
国际能源价格波动; 应收账款回收不及预期; 供热业务推进不及预期; 行业竞争加剧; 政策风险。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 谢超波
执业证书号: S1230523120002
xiechaobo@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 22.88
总市值(百万元)	18,655.14
总股本(百万股)	815.35

股票走势图



相关报告

- 1 《趁“势”反弹》 2024.10.06
- 2 《上半年现金流大幅改善, 拟收购粤丰环保持续推进中》 2024.08.26
- 3 《拟收购粤丰环保, 或将成为 A 股规模最大的垃圾焚烧上市公司》 2024.07.09

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	12,541	12,800	13,366	14,123
(+/-) (%)	-2.59%	2.06%	4.42%	5.66%
归母净利润	1,430	1,648	1,822	2,026
(+/-) (%)	25.23%	15.28%	10.55%	11.22%
每股收益(元)	1.75	2.02	2.23	2.49
P/E	13.05	11.32	10.24	9.21

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	7,808	11,632	14,478	14,569
现金	1,523	5,678	8,914	9,191
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	3,280	2,944	2,534	2,316
其它应收款	163	166	173	183
预付账款	201	205	214	227
存货	235	232	237	247
其他	2,406	2,406	2,406	2,406
非流动资产	27,990	29,316	30,573	31,687
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	1,075	1,280	1,506	1,758
固定资产	5,740	5,706	5,635	5,522
无形资产	11,836	12,614	13,284	13,841
在建工程	280	270	236	186
其他	9,060	9,445	9,911	10,381
资产总计	35,798	40,947	45,052	46,256
流动负债	9,908	9,619	9,774	9,916
短期借款	1,964	1,717	1,809	1,804
应付款项	3,374	3,332	3,395	3,542
预收账款	0	0	0	0
其他	4,570	4,570	4,570	4,570
非流动负债	13,050	17,225	19,775	19,275
长期借款	10,346	14,521	17,071	16,571
其他	2,704	2,704	2,704	2,704
负债合计	22,958	26,844	29,549	29,191
少数股东权益	721	767	818	875
归属母公司股东权益	12,119	13,337	14,685	16,190
负债和股东权益	35,798	40,947	45,052	46,256

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,482	3,310	3,777	3,987
净利润	1,470	1,694	1,873	2,083
折旧摊销	1,152	1,088	1,188	1,286
财务费用	502	691	792	820
投资损失	(68)	(65)	(63)	(65)
营运资金变动	(818)	191	313	214
其它	244	(288)	(326)	(351)
投资活动现金流	(2,237)	(1,962)	(1,918)	(1,865)
资本支出	(53)	(461)	(403)	(335)
长期投资	(355)	(205)	(226)	(252)
其他	(1,828)	(1,296)	(1,289)	(1,278)
筹资活动现金流	187	2,807	1,377	(1,846)
短期借款	188	(247)	92	(5)
长期借款	1,573	4,175	2,550	(500)
其他	(1,573)	(1,121)	(1,266)	(1,341)
现金净增加额	432	4,155	3,236	277

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	12,541	12,800	13,366	14,123
营业成本	9,382	9,265	9,439	9,849
营业税金及附加	84	84	86	93
营业费用	118	120	126	133
管理费用	646	635	665	710
研发费用	81	83	87	91
财务费用	502	691	792	820
资产减值损失	162	115	138	127
公允价值变动损益	2	0	0	1
投资净收益	68	65	63	65
其他经营收益	186	185	186	186
营业利润	1,822	2,058	2,281	2,552
营业外收支	9	9	9	9
利润总额	1,831	2,066	2,290	2,560
所得税	361	372	417	477
净利润	1,470	1,694	1,873	2,083
少数股东损益	40	46	51	57
归属母公司净利润	1,430	1,648	1,822	2,026
EBITDA	3,484	3,840	4,265	4,661
EPS (最新摊薄)	1.75	2.02	2.23	2.49

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-2.59%	2.06%	4.42%	5.66%
营业利润	30.26%	12.95%	10.86%	11.86%
归属母公司净利润	25.23%	15.28%	10.55%	11.22%
获利能力				
毛利率	25.19%	27.62%	29.38%	30.26%
净利率	11.72%	13.24%	14.01%	14.75%
ROE	11.70%	12.23%	12.31%	12.44%
ROIC	6.97%	7.05%	6.99%	7.42%
偿债能力				
资产负债率	64.13%	65.56%	65.59%	63.11%
净负债比率	63.76%	69.17%	71.78%	70.93%
流动比率	0.79	1.21	1.48	1.47
速动比率	0.76	1.19	1.46	1.44
营运能力				
总资产周转率	0.36	0.33	0.31	0.31
应收账款周转率	4.14	4.05	4.58	5.17
应付账款周转率	2.83	2.83	2.88	2.91
每股指标(元)				
每股收益	1.75	2.02	2.23	2.49
每股经营现金	3.04	4.06	4.63	4.89
每股净资产	14.86	16.36	18.01	19.86
估值比率				
P/E	13.05	11.32	10.24	9.21
P/B	1.54	1.40	1.27	1.15
EV/EBITDA	8.06	8.44	7.48	6.68

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>