

瀚蓝环境 (600323)

2024 年三季度报点评: 24Q1-3 归母同增 19%, 政府支持解决存量应收

买入 (维持)

2024 年 10 月 29 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

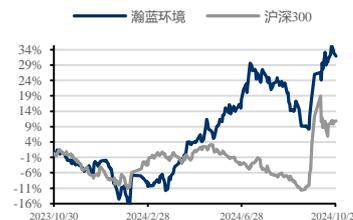
执业证书: S0600523070006
chenzw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	12875	12541	12733	13371	14130
同比 (%)	9.33	(2.59)	1.53	5.02	5.67
归母净利润 (百万元)	1142	1430	1679	1739	1881
同比 (%)	(1.88)	25.23	17.41	3.58	8.19
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.40	1.75	2.06	2.13	2.31
P/E (现价&最新摊薄)	16.34	13.05	11.11	10.73	9.92

投资要点

- **事件:** 2024Q1-3 公司实现营收 87.31 亿元, 同比-2.58%, 归母净利润 13.85 亿元, 同比+18.82%。2024Q3 单季度营收 29.07 亿元, 同比-4.21%, 环比-6.48%, 归母净利润 4.98 亿元, 同比+4.65%, 环比-1.58%。
- **固废水务运营稳健增长, 燃气销量承压进销差改善。** 2024Q1-3 营收下降净利润增长, 主要系固废工程收入下滑, 天然气收入略降但进销差改善, 以及持续降本增效。2024Q1-3 公司销售毛利率为 31.44%, 同比+4.36pct, 销售净利率 16.13%, 同比+2.81pct。分业务来看, 1) **固废:** 营收 45.11 亿元, 同比-2.10%; 净利润 9.54 亿元, 同比+14.89%。其中, 工程与装备收入 3.13 亿元, 同比-61.98%, 净利润 0.15 亿元, 同比-75.52%。2) **能源:** 营收 27.84 亿元, 同比-6.11%, 主要系天然气销售价格下降, 天然气销售量 7.29 亿方, 同比-3.36%。3) **供水:** 营收 7.09 亿元, 同比持平, 售水量 3.40 亿吨, 同比+0.75%。4) **排水:** 实现营收 5.03 亿元, 同比+12.91%, 污水处理量 2.00 亿吨, 同比+7.34%, 收入增长主要系丹灶金沙厂扩建项目和新东南厂补充确认收入, 同时新增雨水管网委托运营轻资产业务。
- **2024Q1-3 垃圾焚烧运营净利同增 22%, 对外供热量同增 33%至 104 万吨。** 2024Q1-3 垃圾焚烧运营收入 26.80 亿元, 同比+10.31%, 净利润 8.23 亿元, 同比+22.14%, 其中济宁项目补确认 2020 年 11 月至 2024 年 8 月电费收入影响净利润约 1.2 亿元。**从产能端看:** 截至 2024Q3 末, 公司垃圾焚烧发电在手规模 35,750 吨/日 (不含参股), 其中已投产 30,600 吨/日 (2024Q3 投产 800 吨/日), 在建 650 吨/日, 筹建 750 吨/日, 未建 3,750 吨/日。2023 年 8 月, 公司受让新源能源 40% 股权, 新源能源拥有垃圾发电 4500 吨/日, 其中海外项目 (泰国曼谷) 规模 3300 吨/日, 泰国曼谷农垦二期项目 (1400 吨/日) 和安努项目 (1400 吨/日) 已于 2024 年 2 月开工, 目前进展顺利。**从经营数据来看:** 2024Q1-3 公司垃圾焚烧产能利用率超 120%, 垃圾焚烧量 968.35 万吨, 同比+3.14%, 吨发 376 度/吨, 同比+1.94%, 吨上网 324 度/吨, 同比+2.96%, 对外供热 104.23 万吨, 同比+33.30%。2024 年以来, 新增签订孝感、安溪、廊坊等 3 个项目的供热协议, 累计已实现 13 个垃圾焚烧发电项目对外供热。
- **固废排水回款改善, 2024Q1-3 解决存量应收 7.87 亿元, 资本开支持续下降。** 2024Q1-3 经营性现金流净额 13.43 亿元, 同比减少 2.88 亿元, 同比-17.66%, 23Q3 收到应收债权转让款 9.87 亿元, 剔除该影响后同比增加约 7.0 亿元, 主要系固废及排水业务经营回款增加。随着价格市场化改革推进, 期待商业模式进一步 C 端理顺, 提升回款保障度。在政府支持下, 2024Q1-3 解决存量应收 7.87 亿元存量应收账款, 并已制订 4 季度回款方案。2024Q1-3 资本支出约 13.09 亿元 (剔除 14 号文影响), 预计全年将保持下降趋势。
- **盈利预测与投资评级:** 固废水务运营稳健增长&燃气盈利修复, 公司拟收购粤丰环保, 凭借优秀整合能力加码优质固废项目, 预计增厚盈利与现金流。暂不考虑收购影响, 我们维持 24-26 年归母净利润预测 16.79/17.39/18.81 亿元, 对应 PE 为 11/11/10 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)	22.88
一年最低/最高价	14.15/23.98
市净率(倍)	1.42
流通 A 股市值(百万元)	18,655.14
总市值(百万元)	18,655.14

基础数据

每股净资产(元,LF)	16.10
资产负债率(% ,LF)	63.13
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): 2024 年中报点评: 业绩同增 29%, 经营性现金流净额大幅改善》
2024-08-27
- 《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》
2024-07-08

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
流动资产	7,808	8,696	11,091	13,911	营业总收入	12,541	12,733	13,371	14,130
货币资金及交易性金融资产	1,523	2,432	4,638	7,220	营业成本(含金融类)	9,382	9,219	9,682	10,179
经营性应收款项	3,482	3,458	3,565	3,704	税金及附加	84	85	90	93
存货	235	221	223	225	销售费用	118	120	126	131
合同资产	1,614	1,628	1,700	1,788	管理费用	646	662	691	729
其他流动资产	954	957	965	975	研发费用	81	76	80	82
非流动资产	27,990	28,606	28,859	28,843	财务费用	502	529	560	585
长期股权投资	1,075	1,431	1,786	2,142	加:其他收益	184	178	187	198
固定资产及使用权资产	5,857	5,677	5,416	5,084	投资净收益	68	56	53	52
在建工程	282	229	197	178	公允价值变动	2	0	0	0
无形资产	11,836	12,536	12,727	12,707	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	营业利润	1,822	2,158	2,275	2,482
其他非流动资产	8,413	8,205	8,205	8,205	营业外净收支	9	0	0	0
资产总计	35,798	37,302	39,949	42,755	利润总额	1,831	2,158	2,275	2,482
流动负债	9,908	9,548	9,900	10,275	减:所得税	361	435	490	551
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,293	4,000	4,100	4,200	净利润	1,470	1,723	1,785	1,931
经营性应付款项	3,374	3,316	3,483	3,661	减:少数股东损益	40	45	46	50
合同负债	296	301	316	334	归属母公司净利润	1,430	1,679	1,739	1,881
其他流动负债	1,945	1,931	2,002	2,080	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.75	2.06	2.13	2.31
非流动负债	13,050	13,551	14,051	14,551	EBIT	2,312	2,687	2,835	3,067
长期借款	10,346	10,846	11,346	11,846	EBITDA	3,502	3,904	4,073	4,323
应付债券	501	501	501	501	毛利率(%)	25.19	27.60	27.59	27.96
租赁负债	92	92	92	92	归母净利率(%)	11.40	13.18	13.00	13.31
其他非流动负债	2,111	2,113	2,113	2,113	收入增长率(%)	(2.59)	1.53	5.02	5.67
负债合计	22,958	23,099	23,952	24,826	归母净利润增长率(%)	25.23	17.41	3.58	8.19
归属母公司股东权益	12,119	13,437	15,185	17,066					
少数股东权益	721	766	812	862					
所有者权益合计	12,840	14,202	15,997	17,929					
负债和股东权益	35,798	37,302	39,949	42,755					

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	3,484	3,674	3,856	每股净资产(元)	14.86	16.48	18.62	20.93
投资活动现金流	(2,237)	(1,782)	(1,445)	(1,196)	最新发行在外股份(百万股)	815	815	815	815
筹资活动现金流	187	(794)	(23)	(78)	ROIC(%)	6.89	7.44	7.21	7.17
现金净增加额	432	909	2,206	2,582	ROE-摊薄(%)	11.80	12.49	11.45	11.02
折旧和摊销	1,191	1,217	1,238	1,256	资产负债率(%)	64.13	61.93	59.96	58.07
资本开支	(2,045)	(1,693)	(1,143)	(893)	P/E (现价&最新股本摊薄)	13.05	11.11	10.73	9.92
营运资本变动	(813)	(138)	(26)	(54)	P/B (现价)	1.54	1.39	1.23	1.09

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>