

瀚蓝环境（600323）

24 年分红预案超预期，派息同增 67%，锁定 25-26 年股息率底线

买入（维持）

2025 年 02 月 18 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）	14.51	11.59	9.87	9.53	8.81

投资要点

- **事件：**2025 年 2 月 17 日，公司接到控股股东的母公司南控集团《关于瀚蓝环境股份有限公司 2024 年度利润分配预案的提议》，建议 2024 年度每股派发现金红利 0.80 元（含税）。
- **2024 年派息同增 67%，当前股价对应 2024 年股息率 3.94%，同时锁定 2025-2026 年股息率底线。**2024 年分红预案中每股派息 0.80 元，同比 +67%，对应派息总额 6.52 亿元，当前股价对应 2024 年股息率为 3.94%。2024 年 7 月，公司发布股东分红回报规划，承诺未来三年（2024-2026 年度）每股派发的现金股利同比增长不低于 10%。预计 2025、2026 年公司每股派发现金红利分别不低于 0.88、0.97 元，当前股价对应 2025、2026 年股息率预计分别不低于 4.33%、4.76%。（估值日期：2025/2/17）
- **政府&大股东支持，2024 年解决存量应收 24 亿元超年初预期。**23 年解决存量应收 9.88 亿元。24 全年解决存量应收 24 亿元，超出 23 年报中 20 亿元预期，基本解决 1 年以上应收，按政府客户应收组合平均坏账准备率测算，对应坏账冲回预计超 1 亿元。
- **现金并购粤丰，增厚业绩&现金流，“地方化债-促进重组-地方国企成长”闭环！1) 加码优质资产：**参考 24H1 末在手规模，并购粤丰后，瀚蓝垃圾焚烧将从在手 45,050 吨/日（含控股运营、在筹建，及参股）提至 99,590 吨/日。粤丰在广东、广西、贵州、江西等 12 个省份垃圾发电 36 个项目规模 54,540 吨/日，其中 33 个已运营 43,690 吨/日（控股已运营 34,940 吨/日）。粤丰在手项目 49%位于广东，具备区位优势且协同。24H1 粤丰产能利用率 109%，吨发 371 度/吨，自用电率 13.7%优于行业均值，蒸汽销售同比+183%至 14.7 万吨。2) **显著增厚盈利：**重组前瀚蓝 23、24H1 归母为 14.30、8.87 亿元，重组后 23、24H1 备考归母净利为 17.59 亿、10.50 亿，分别增长 23%、18%。3) **可持续现金流大增：**瀚蓝环境 23、24H1 剔除 14 号文影响经营性现金流净额 27.38、9.61 亿元，资本开支 23.00、11.18 亿元，自由现金流 4.38、-1.57 亿元；根据粤丰业绩简报，23、24H1 剔除 14 号文影响经营性现金流净额 19.35、9.60 亿港元；资本开支 14.62、4.60 亿港元，自由现金流 4.72、5.00 亿港元，根据规划项目预计未来资本支出较少。4) **协同增效可期：**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。
- **期待固废及污水顺价推进，商业模式 C 端理顺，促现金流长期改善&价值重估。**政策要求建立垃圾收费制度、构建覆盖污水处理和污泥处置成本并合理盈利的价格机制，期待顺价机制进一步落实，解决付费痛点。
- **盈利预测与投资评级：**大固废佼佼者稳健增长，构成“化债-重组-成长”闭环。24 年派息同比大增 67%，公司承诺 25-26 年每股派息同比增速不低于 10%。暂不考虑并购增厚，我们维持公司 24-26 年归母净利润预测 16.79/17.39/18.81 亿元，对应 PE 为 10/10/9 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**重组进展不及预期，应收风险，资本开支超预期上行等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.32
一年最低/最高价	15.52/23.98
市净率(倍)	1.26
流通 A 股市值(百万元)	16,567.85
总市值(百万元)	16,567.85

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 年三季报点评：24Q1-3 归母同增 19%，政府支持解决存量应收》

2024-10-29

《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)	11.59	9.87	9.53	8.81
营运资本变动	(813)	(138)	(26)	(54)	P/B (现价)	1.37	1.23	1.09	0.97

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>