

环保

2025 年 02 月 18 日

瀚蓝环境 (600323)

——拟大幅提升分红，公司分红与成长兼备

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **事件：**2月17日，公司公告收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》，提议2024年度每股派发现金红利0.8元（含税）。
- **预计2024年DPS 0.8元，对应2024年分红率达38%，股息率4%，公司分红率及DPS显著提升。**参照此前我们预测的2024年17.21亿净利润（对应EPS 2.11元），2024年DPS 0.8元计算，2024年公司分红率达38%，对应股息率4%。相比公司2022-2023年分红率（分别为16%、27%）及2022-2023年DPS（分别为0.22、0.48），公司分红率及DPS持续大幅提升。
- **公司承诺2024-2026年DPS每年增长10%，保障持续分红。**2024年7月，公司发布《股东分红回报规划（2024年-2026年）》，明确公司未来三年（2024-2026年度），每股派发的现金股利，较上一年度同比增长不低于10%。
- **应收款回款+Capex下降推动现金流改善。**根据公司公告，剔除解释第14号影响，2023年公司经营现金净流入为27.38亿元，2024年上半年则为9.61亿元，同比增长138%，未来有望持续提升。1) 应收款：2024年底公司公告，公司2024年度累计收到2023年及以前年度的存量应收账款回款约24亿元（此前公司曾提出预计2024年解决至少20亿元存量应收账款回款），顺利完成此前承诺目标。2) Capex：剔除14号影响，2023年Capex约23亿元，预计2024年Capex为14亿元。
- **拟收购粤丰优质资产进展顺利，助力增厚利润及现金流。**2024年7月，公司公告拟111亿港币收购粤丰93%股权，粤丰投运规模达4.369万吨/天，其中55%位于广东，资产质量优，管理能力好。收购后公司垃圾焚烧超9万吨/日，投运超7.4万吨/日，位列行业第二，同时在管理、费用等多方面协同空间大。本次为现金收购，按照瀚蓝持股52.43%，则有望增厚利润3.05亿元，利润弹性约21%。公司自由现金流有望从6亿元提升至16亿元。
- **投资分析意见：**我们维持公司2024-26年归母净利润预测为17.21/17.59/19.02亿元，对应PE为10/9/9倍。考虑公司主业稳健运营，分红持续提升，同时收购粤丰完成后有望进一步增厚利润，当前股息率达4%，成长与分红兼备，维持“买入”评级。
- **风险提示：**收购粤丰无法顺利完成的风险；国补到期风险；天然气价格波动及顺价不及预期风险；应收账款持续增加及回收风险；负债规模上升风险。

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	12,541	8,731	12,287	12,155	12,459
同比增长率（%）	-2.6	-2.6	-2.0	-1.1	2.5
归母净利润（百万元）	1,430	1,385	1,721	1,759	1,902
同比增长率（%）	25.2	18.8	20.4	2.2	8.1
每股收益（元/股）	1.75	1.70	2.11	2.16	2.33
毛利率（%）	25.2	31.4	28.0	27.9	28.7
ROE（%）	11.8	10.6	12.9	12.0	11.8
市盈率	12		10	9	9

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

市场数据： 2025 年 02 月 17 日

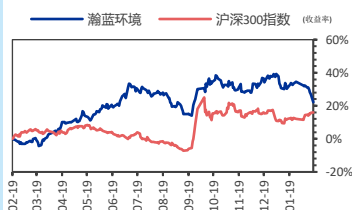
收盘价 (元)	20.32
一年内最高/最低 (元)	23.98/15.52
市净率	1.3
息率 (分红/股价)	2.36
流通 A 股市值 (百万元)	16,568
上证指数/深证成指	3,355.83/10,791.06

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2024 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	16.10
资产负债率%	63.13
总股本/流通 A 股 (百万)	815/815
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

莫龙庭 A0230523080005
molt@swsresearch.com

研究支持

莫龙庭 A0230523080005
molt@swsresearch.com

联系人

莫龙庭
(8621)23297818x
molt@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	12,875	12,541	12,287	12,155	12,459
其中: 营业收入	12,875	12,541	12,287	12,155	12,459
减: 营业成本	10,242	9,382	8,846	8,762	8,887
减: 税金及附加	80	84	82	81	83
主营业务利润	2,553	3,075	3,359	3,312	3,489
减: 销售费用	124	118	115	114	117
减: 管理费用	618	646	633	626	642
减: 研发费用	92	81	80	79	81
减: 财务费用	494	502	519	426	389
经营性利润	1,225	1,728	2,012	2,067	2,260
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-37	-103	-71	-71	-71
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-32	-58	-50	-50	-50
加: 投资收益及其他	238	252	255	256	255
营业利润	1,399	1,822	2,147	2,203	2,397
加: 营业外净收入	11	9	9	9	9
利润总额	1,410	1,831	2,155	2,211	2,405
减: 所得税	238	361	393	406	454
净利润	1,171	1,470	1,763	1,805	1,952
少数股东损益	30	40	42	46	50
归属于母公司所有者的净利润	1,142	1,430	1,721	1,759	1,902

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。