



Research and
Development Center

瀚蓝环境：收购粤丰持续推进，垃圾焚烧龙头行稳致远

—瀚蓝环境（600323.SH）公司首次覆盖报告

2025年3月12日

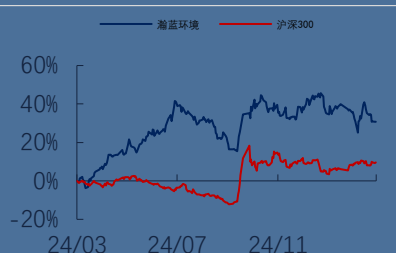
证券研究报告

公司研究

公司首次覆盖报告

瀚蓝环境 (600323. SH)

投资评级 买入



资料来源：聚源，信达证券研发中心

左前明 能源行业首席分析师

执业编号：S1500518070001

联系电话：010-83326712

邮箱：zuoqianming@cindasc.com

李春驰 电力公用联席首席分析师

执业编号：S1500522070001

联系电话：010-83326723

邮箱：lichunchi@cindasc.com

公司主要数据

收盘价(元)	21.22
52周内股价波动区间(元)	23.65-15.63
最近一月涨跌幅(%)	-3.59
总股本(亿股)	8.15
流通A股比例(%)	100
总市值(亿元)	45.26

资料来源：聚源，信达证券研发中心

瀚蓝环境：收购粤丰持续推进，垃圾焚烧龙头行稳致远

2025年3月12日

本期内容提要：

- **瀚蓝环境背靠佛山市南海区国资委，是垃圾焚烧行业盈利稳定、产业链完备的优质龙头公司。**公司以供水业务起家，上市20余年来不断通过并购扩张等方式拓展业务版图，形成以垃圾焚烧业务为主体，能源、水务业务为辅的“一体两翼”格局。2024Q3公司归母净利润13.85亿元，同比增长18.82%。
- **23年自由现金流转正，24年每股分红同比提高66.7%，彰显回报股东信心。**公司承诺2024-2026年每股分红同比增长不低于10%。2025年2月，公司发布公告拟派发现金红利0.8元/股（含税），同比提高66.7%，大幅超过分红承诺。以此测算2024年静态股息率为3.4%，按分红承诺假设未来两年分红，25-26年公司股息率均有望超过4%。
- **垃圾焚烧主业稳健运营，水务及能源业务贡献稳定现金流。**截止2024Q3，公司垃圾焚烧发电在手项目规模3.58万吨/日，在运规模约3.1万吨/日。主要增长来自（1）降本增效，厂用电率下降及供热量提升保障盈利；（2）国内及海外项目投产短中期产能增加；（3）电费确认预计为24年增厚收入1.54亿元，以后每年增收3700万元。水务及能源业务现金流回款佳，或将受益于公用事业市场化改革推进。佛山市供水价格9年未调，存在上浮空间；燃气业务用户主要为工商业用户，调价相对顺畅，板块盈利已逐步趋稳。
- **拟收购粤丰环保，瀚蓝环境有望实现“量质双升”。**瀚蓝环境拟不超过113亿港元私有化粤丰环保，交易完成后，瀚蓝环境拟持有粤丰环保股权52.45%。对瀚蓝的影响（1）垃圾处理规模跃升A股上市公司首位。收购完成后，瀚蓝环境在运规模由约3.1万吨/日提升至7.43万吨/日，在手项目规模超9万吨/日；（2）25-26年有望分别为瀚蓝增厚利润4.18亿元、4.33亿元；（3）业务&管理协同效应增强。降低粤丰环保财务成本，乐观情况下一年有望节省利息2.21亿港元。
- **2021年以来公司涨业绩杀估值，估值修复与盈利增厚可期。**2021-2024年公司归母净利润涨幅43.7%，而估值从15x左右下降至10x左右。截止2025年3月11日，瀚蓝环境PE-TTM为10.49x，处在历史13.7%分位数。当前公司估值低于行业平均水平，考虑到公司运营稳健且分红能力持续增强，中性预期下，我们参考行业可比公司，给予公司12x估值，对应2026年公司目标市值为218亿元，对应当前还有市场空间25.7%，若成功收购粤丰环保对应目标市值为267亿元，市场空间54.3%。
- **盈利预测及投资评级：**公司为全国性综合环境运营商，主业盈利稳健，自由现金流回正。我们预测公司2024-2026年营业收入分别为132.77/134.19/139.71亿元，归母净利润17.08/17.24/18.13亿元，

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

按3月11日收盘价计算，对应PE为10.13x/10.04x/9.54x，低于行业平均12x左右估值。首次覆盖给予公司“买入”评级。

- **风险提示：**收购粤丰环保进度不及预期、应收账款回收风险、公用事业价格市场化改革进度缓慢、产能推进不及预期。

主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	12,875	12,541	13,277	13,419	13,971
同比(%)	9.3%	-2.6%	5.9%	1.1%	4.1%
归属母公司净利润 （百万元）	1,142	1,430	1,708	1,724	1,813
同比(%)	-1.9%	25.2%	19.5%	0.9%	5.2%
毛利率(%)	20.4%	25.2%	27.1%	26.5%	26.7%
ROE(%)	10.5%	11.8%	13.0%	12.1%	11.9%
EPS（摊薄）（元）	1.40	1.75	2.10	2.11	2.22
P/E	15.16	12.10	10.13	10.04	9.54
P/B	1.59	1.43	1.31	1.22	1.13
EV/EBITDA	9.81	7.95	8.55	8.43	7.98

资料来源：wind，信达证券研发中心预测，股价为2025年3月11日收盘价

投资聚焦

分红承诺每年 DPS 同比增长 10%，24 年 DPS 同比提高 66.7%，彰显回报股东信心。2025 年 2 月，公司发布公告拟派发现金红利 0.8 元/股（含税），同比提高 66.7%，大幅超过分红承诺。以此测算 2024 年静态股息率为 3.4%，按分红承诺假设未来两年分红，25-26 年公司股息率均超过 4%。

21 年以来涨业绩杀估值，当前估值低于行业水平。2021-2024 年公司归母净利润涨幅 43.7%，而估值从 15x 左右下降至 10x 左右。当前公司估值低于行业平均约 12x 水平，考虑到公司运营稳健且分红能力持续增强，公司估值有望迎来修复。

垃圾焚烧行业进入存量竞争时期，瀚蓝环境仍存内生&外延的成长性。内生增长方面，公司主业经营稳健，垃圾焚烧业务在建产能陆续投产，供热业务开展提高吨垃圾收益，厂用电率持续下降，板块盈利或呈现稳步上行趋势；水务和能源业务伴随公用事业市场化改革推进，成本上升有望通过用户端调价疏导，板块盈利趋稳。外延增长方面，若成功收购粤丰环保后，公司在手垃圾焚烧在手项目规模有望超 9 万吨/日，或上升至 A 股上市公司首位。

投资聚焦	4
一、瀚蓝环境：从南海到全国，行稳致远的综合环境运营商	7
1.1 背靠佛山市南海区国资委，战略并购驱动全国化布局	7
1.2 盈利稳健、自由现金流回正，24 年提高分红回报股东	8
二、聚焦环保主业，“一体两翼”助力可持续发展	11
2.1 固废业务：垃圾焚烧主业为本，“大固废”产业链实现纵深发展	11
2.2 水务业务：立足南海区市场，价格改革驱动盈利增厚	14
2.3 能源业务：毛利率回归稳定，持续贡献现金流	15
三、与粤丰环保强强联合，瀚蓝有望步入发展新阶段	16
3.1 粤丰环保：广东规模最大、运营优质的民营垃圾焚烧公司	17
3.2 收购粤丰，不仅“量增”更是“质升”	19
四、盈利预测	22
五、风险提示	26

表 1：公司管理层任职情况	8
表 2：瀚蓝环境应收账款结构（亿元）	10
表 3：公司在建、筹建垃圾焚烧产能（截止 2024Q3）	12
表 4：2024 年下半年自来水价调整进程	15
表 5：瀚蓝环境燃气业务经营情况	16
表 6：合并后瀚蓝环境垃圾焚烧发电规模（吨/日）	19
表 7：公司 2025 年归母净利润对产能增速和产能利用率的敏感性分析（百万港元）	20
表 8：垃圾焚烧发电板块营收预测（亿港元）	20
表 9：其他业务板块营收预测（亿港元）	21
表 10：粤丰环保盈利预测（百万港元）	21
表 11：瀚蓝环境与粤丰环保融资成本对比	22
表 12：瀚蓝环境分板块营收预测	23
表 13：瀚蓝环境三次股价上涨原因分析	25
表 14：2026 年不同估值水平情况下瀚蓝环境市值假设	25
表 15：可比公司估值表	26

图 1：瀚蓝环境发展脉络图	7
图 2：瀚蓝环境股权结构图	7
图 3：2019-2024H1 瀚蓝环境营业收入	9
图 4：2019-2024H1 瀚蓝环境归母净利润	9
图 5：2019-2023 年瀚蓝环境毛利结构情况（亿元）	9
图 6：2019-2023 年瀚蓝环境毛利率情况	9
图 7：2019-2024Q3 瀚蓝环境现金流情况（亿元）	10
图 8：2019-2024H1 瀚蓝环境应收账款情况	10
图 9：2019-2024H1 瀚蓝环境期间费用率（%）	11
图 10：2019-2023 年瀚蓝环境负债率情况	11
图 11：2010 年以来瀚蓝环境分红比例情况	11
图 12：2010 年以来瀚蓝环境每股分红与股息率（元/股；%）	11
图 13：瀚蓝环境垃圾焚烧产能（吨/日）	12
图 14：2023 年全国主要垃圾焚烧公司产能情况（吨/日）	12
图 15：瀚蓝环境厂用电率持续下行	12
图 16：瀚蓝环境吨发电量、吨上网电量情况	12
图 17：瀚蓝环境“无废城市”解决方案	13
图 18：供水业务收入占比稳定在 7%-8%	14
图 19：瀚蓝环境售水量保持稳定	14
图 20：公司供水业务毛利率在 20%左右	14
图 21：瀚蓝环境执行水价情况	14
图 22：污水处理业务毛利率在 40%以上（亿元）	15
图 23：污水处理销售量情况（亿吨）	15
图 24：2019-2023 年公司天然气销售量（亿立方米）	16
图 25：2019-2023 年公司液化气销售量（万吨）	16

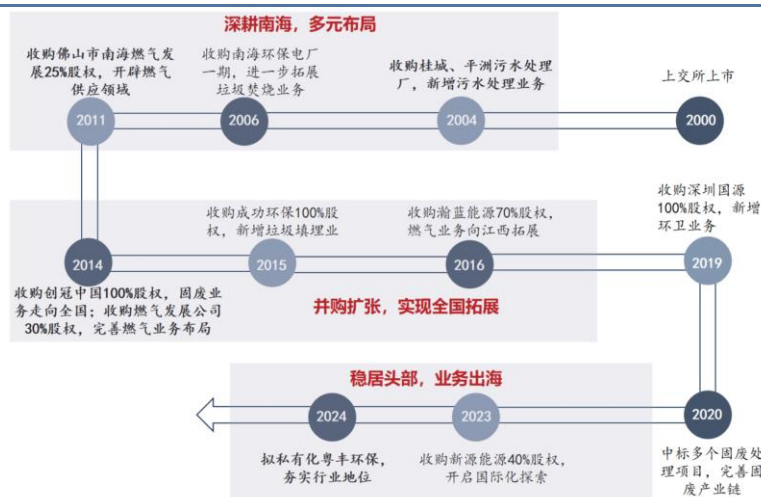
图 26: 并购粤丰环保的交易示意图.....	17
图 27: 粤丰环保在手产能分布图 (吨/日) (截至 2024H1)	17
图 28: 粤丰环保产能运营情况 (吨/日; %)	18
图 29: 粤丰环保吨发、售电量情况.....	18
图 30: 2019-2024H1 粤丰环保归母净利润	18
图 31: 2019-2024H1 粤丰环保毛利结构 (亿港元)	18
图 32: 2019-2024H1 粤丰环保现金流表现 (亿港元)	19
图 33: 2019-2024H1 粤丰环保资产负债率、有息负债率	19
图 34: 2010 年以来, 瀚蓝环境股价及估值业绩复盘	24
图 35: 2015 年至今瀚蓝环境 PE-bands 走势图	25
图 36: 2015 年至今瀚蓝环境 PB-bands 走势图	25

一、瀚蓝环境：从南海到全国，行稳致远的综合环境运营商

1.1 背靠佛山市南海区国资委，战略并购驱动全国化布局

上市 20 余年征程，并购扩张助力瀚蓝环境成长为全国性综合环境服务商。公司 2000 年于上交所上市，主业为供水业务；2004 年、2006 年、2011 年通过收购的方式分别进入污水处理、垃圾焚烧及燃气领域；2014 年开始，公司开始进行全国业务拓展。公司先后通过收购创冠中国、瀚蓝能源，实现固废业务和燃气业务的异地拓展；2023 年，公司收购二股东下属公司新源能源 40% 的股权，业务探索延伸至泰国；2024 年公司拟私有化粤丰环保，目标进一步扩大规模，夯实行业领先地位，开启头部环境运营商的发展新征程。

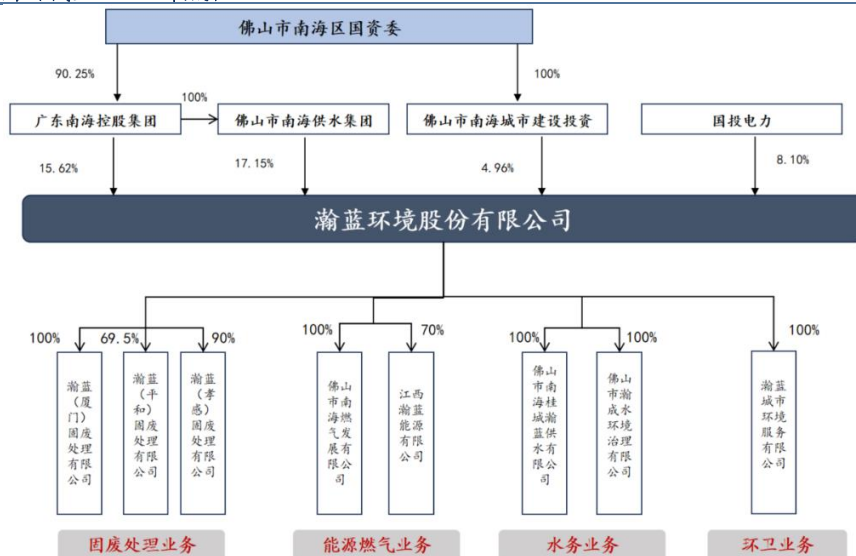
图 1：瀚蓝环境发展脉络图



资料来源：IFinD，公司公告，信达证券研发中心

公司实控人为佛山市南海区国资委，股东背景坚实助力公司长期发展。公司大股东为南海控股集团，直接和间接持股 34.5%，实控人为佛山市南海区国资委。大股东南海控股在区域内资源财力较为雄厚，在私有化粤丰环保过程中，南海控股联合广东恒健对瀚蓝佛山进行增资，助力公司实现收购；二股东国投电力作为央企公司，海外拓展的运营经验丰富，瀚蓝环境通过收购国投电力下属公司新源中国 40% 股权，进入东南亚市场。未来，瀚蓝环境有望与其他股东实现优势互补，为公司市场开拓奠定基础。

图 2：瀚蓝环境股权结构图（截至 2024 年底）



资料来源：IFinD，信达证券研发中心

管理团队人员变动小，核心成员多由内部晋升，公司治理的连续性与稳定性强。公司的核心管理层进入公司时间较早，多数入职超过 10 年，继而保证高管层对公司业务及战略规划有充分的理解。近 10 年来，总经理、财务负责人等核心高管未发生重大变动，且 5 年来，多位高管由内部培养晋升，保障公司的长远战略规划得到有效执行，公司治理稳定连续。

表 1: 公司管理层任职情况 (截至 2024 年底)

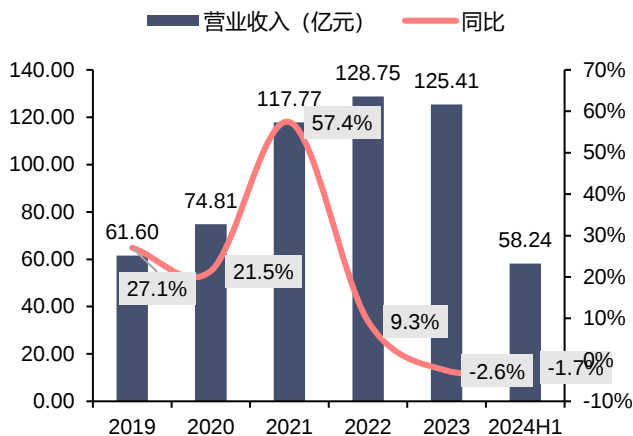
姓名	职务	进入公司时间	任职时间	加入公司时长
张厚祥	董事长,董事,党委书记	2024 年 6 月任公司董事长	2024 年	1 年
金铎	副董事长,董事,总经理	2004 年 3 月	2011 年	21 年
周伟明	监事会主席,监事,纪委书记	2020 年	2020 年	5 年
伍志雄	职工监事	2002 年	2014 年	23 年
刘泳全	副总经理	2009 年	2014 年	16 年
吴志勇	副总经理,财务负责人	2005 年	2017 年	10 年
曾飞	副总经理	2012 年	2023 年	13 年
汤玉云	副总经理,董事会秘书	2003 年	2020 年任董秘	22 年
蒋元杰	副总经理	2011 年	2020 年	14 年
雷鸣	副总经理	2005 年	2014 年	20 年
高海鸣	副总经理	2015 年	2020 年	10 年

资料来源: IFinD, 公司公告, 信达证券研发中心

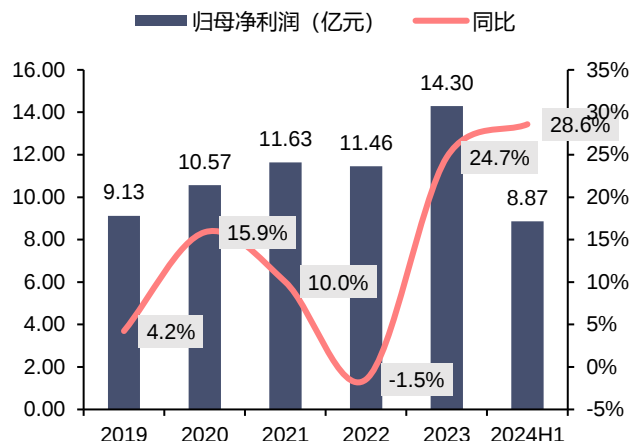
战略规划清晰，彰显积极进取的企业底色。上市以来，公司以 5 年为周期，逐步加大并购力度，实现业务领域与市场区域的双面拓展。**业务方面**，公司打造了包括污水、固废、燃气、环卫、餐厨、工业危废的横纵一体化公用环保处理全产业链；**市场区域方面**，公司从地方性公用事业企业，成长为全国性综合生态环境服务企业，并探索海外市场。**公司“十四五”战略规划提出“十年百城”的愿景，意在继续扩大市场规模，巩固行业领先地位。**公司在谋求全产业链发展、辐射全国的同时，广东省内营收占比始终高于 55%，2020 至 2023 年，固废处理的营收超过 50%，展现出稳健的业务与市场拓展策略。

1.2 盈利稳健、自由现金流回正，24 年提高分红回报股东

固废业务快速扩张支撑公司业绩增长，工程业务收缩对盈利影响正在逐步消化。2019-2023 年营业收入复合增速达 19.5%，归母净利润复合增速达 11.9%。2023 年由于固废工程业务大幅收缩，导致营业收入出现下滑。而归母净利润不降反升，主要由于工程业务毛利率较低，且 2023 年天然气业务进销价差改善，盈利情况转好，公司归母净利润实现同比增长 24.7%，盈利能力进一步提升。2024 上半年公司归母净利润 8.87 亿元，同比增加 28.59%，得益于济宁项目补确认电费收入，增加净利润约 1.2 亿元，若剔除济宁项目影响，归母净利同比增加 11.2%。

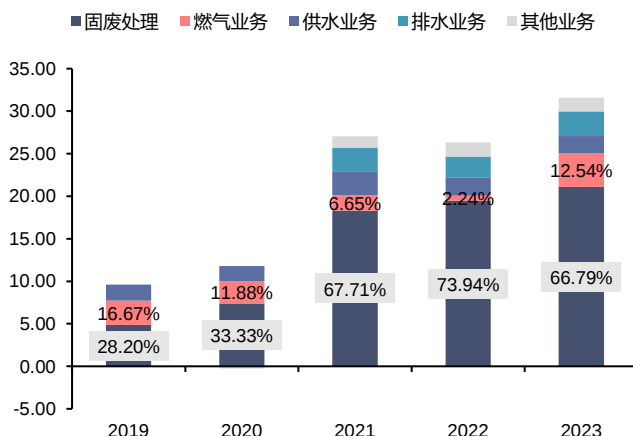
图 3：2019-2024H1 瀚蓝环境营业收入


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

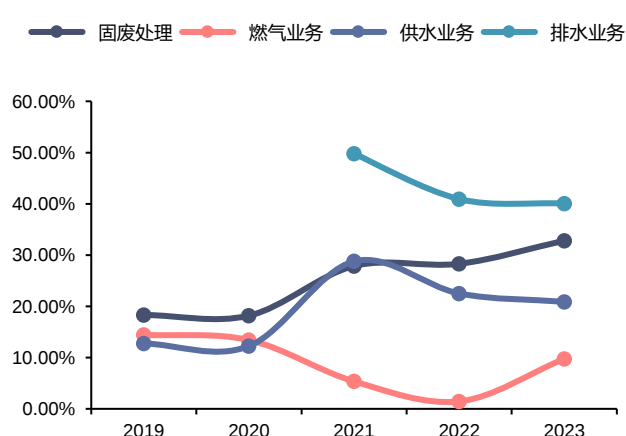
图 4：2019-2024H1 瀚蓝环境归母净利润


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

降本增效助力固废主业盈利能力上行，能源、水务业务盈利回归稳定。固废业务：2023 年毛利占比超过 65%，为公司盈利增长的主要支撑。伴随毛利率较低的固废工程业务缩量及降本增效推进，板块毛利率持续抬升。排水业务：2023 年毛利占比保持在 10%左右，2021 年以来毛利率略有下滑，但仍保持 40%以上，处于行业较好水平；能源业务：2023 年毛利占比为 12.5%，2022 年由于国际能源价格上涨，板块业务盈利受限，2023 年经营好转，毛利率回升至 10%；供水业务：2023 年毛利占比为 6.4%，毛利率稳定在 20%左右。

图 5：2019-2023 年瀚蓝环境毛利结构情况（亿元）


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 6：2019-2023 年瀚蓝环境毛利率情况


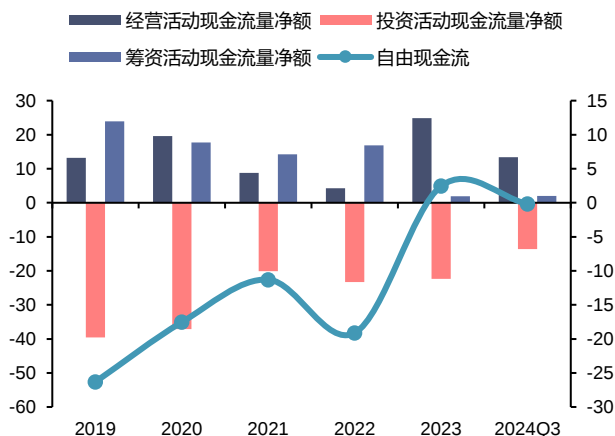
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

2023 年以来，公司经营性现金流持续向好，费用回收节奏加快。2023 年公司经营活动现金流量净额为 24.82 亿，若剔除会计准则 14 号的影响，公司经营活动现金流量净额为 27.38 亿，同比增加 15.43 亿元。主要由于公司收到南控集团支付的应收账款债券转让款 9.88 亿元。同时，公司积极与地方政府沟通，推进付费机制完善，应收污水处理费、垃圾处理费回款速度加快，2023 年收到南海区代收污水处理费 2 亿元。2024 年上半年回款形势继续向好，剔除会计准则因素影响，公司经营活动现金流净额为 9.61 亿元，同比增加 5.57 亿元。

伴随在建项目陆续完工及新开工项目减少，公司资本开支呈现下降趋势。2023 年底，剔除会计准则第 14 号影响，公司资本性支出约为 23 亿元，同比减少约 9 亿元。2024 年前三季度，公司资本性支出约为 13.09 亿元，同比减少约 2.82 亿元。伴随公司经营性现金流向好及资本开支收缩，2023 年公司自由现金流首度实现回正。

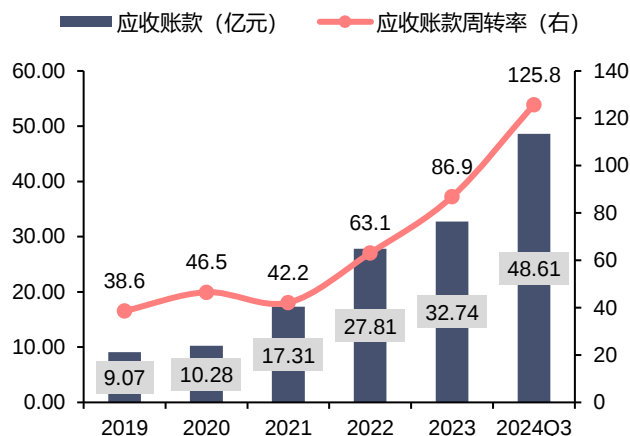
公司加大力度解决应收回款问题补充现金流，2024 年已解决存量应收 24 亿。2019-2024Q3 公司应收账款规模逐年扩大，达到存量的 125.8 亿元，尤其 2023 年以来应收加速累加，应收账款周转率超过 4 个月。从应收结构来看，政府客户的应收款占比达到 71%，且有明显增加趋势，主要是来自应收污水处理费、垃圾处理费等；应收可再生能源电费补贴占比约为 20%。截至 2024 年底，公司实际解决 24 亿应收回款，超过计划的 20 亿应收回款。我们预计伴随地方化债进程推进，政府债务压力有望出现缓和，企业端应收回款或呈现积极回收趋势。

图 7：2019-2024Q3 瀚蓝环境现金流情况（亿元）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 8：2019-2024H1 瀚蓝环境应收账款情况



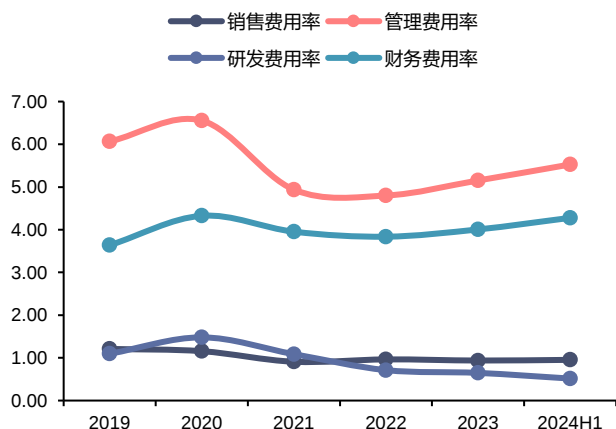
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

表 2：瀚蓝环境应收账款结构（亿元）

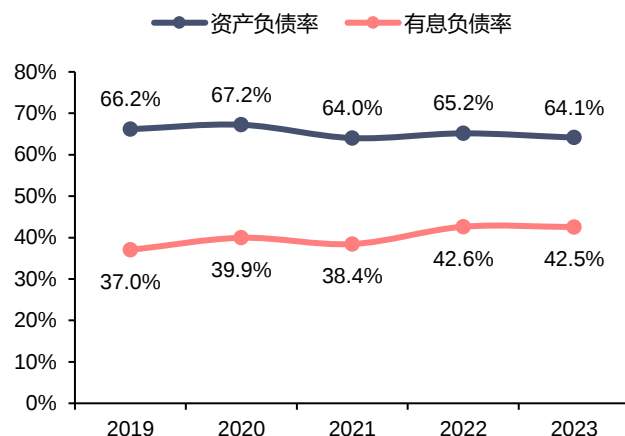
名称	2023 年		2024H1		备注
	应收账款	占比	应收账款	占比	
政府客户组合	21.66	60.9%	33.78	71.1%	应收政府客户的应收款项
电网客户组合	1.21	3.4%	1.30	2.7%	应收电网的标杆电费
可再生能源补贴组合	9.11	25.6%	10.10	21.2%	应收电费可再生能源补贴款项
一般客户及其他客户组合	3.14	8.8%	1.94	4.1%	应收一般客户及其他客户的应收款项
合计	35.54	100.0%	47.54	100.0%	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司期间费用率、负债率整体保持稳定。期间费用率整体保持稳定，截至 2024H1 公司期间费用率为 11.27%。2019-2023 年资产负债率保持在 65% 左右，有息负债率在 40% 左右。公司收购粤丰环保资金部分来自银行贷款，因此若收购成功短期内会使资产负债率上升。根据公司公告，交易完成后 2023 年资产负债率将从 64.13% 上升至 75.6%，但同时公司盈利及现金流增厚，负债率有望伴随有息负债到期还款而逐步回到正常水平。

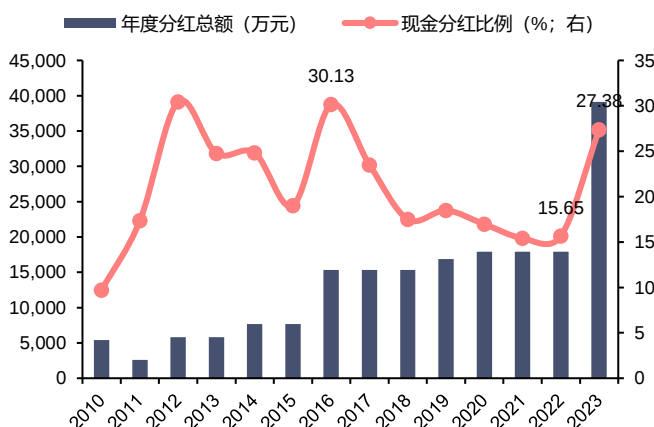
图 9：2019-2024H1 瀚蓝环境期间费用率（%）


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

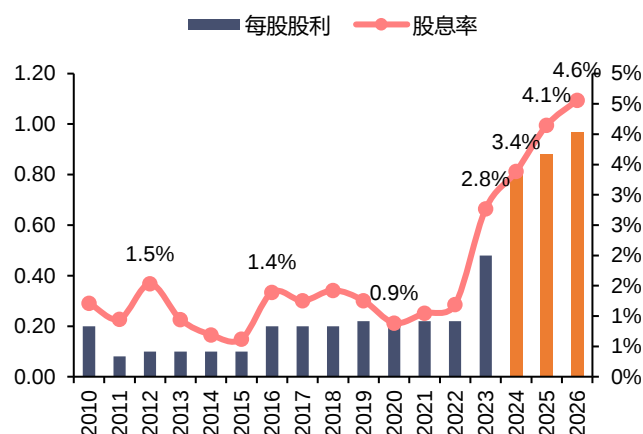
图 10：2019-2023 年瀚蓝环境负债率情况


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

2024 年每股分红同比增长 67%，未来预计股息率有望超过 4%。2024 年 7 月，瀚蓝环境发布 2024-2026 年分红规划，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%。2025 年 2 月 8 日，公司发布《2024 年度利润分配预案》，拟派发现金红利 0.8 元/股（含税），同比提高 66.7%，大幅超过分红承诺。以此测算 2024 年静态股息率为 3.4%，若后两年每股分红按承诺最低水平即每年 10% 增长，按 3.11 日股价进行计算，2025-2026 年公司股息率为 4.1%、4.6%。

图 11：2010 年以来瀚蓝环境分红比例情况


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 12：2010 年以来瀚蓝环境每股分红与股息率（元/股；%）


资料来源：iFinD，信达证券研发中心 注：2024-2026 年股息率=预测每股股利/股价（2025.3.11）

二、聚焦环保主业，“一体两翼”助力可持续发展

2.1 固废业务：垃圾焚烧主业为本，“大固废”产业链实现纵深发展

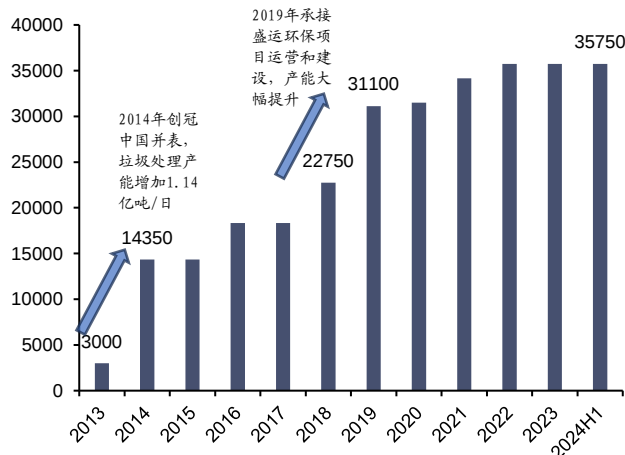
2.1.1 垃圾焚烧业务步入稳定运营期，提质增效增强盈利能力

对外收购助力产能规模扩张，在运垃圾焚烧发电规模约 3.1 万吨/日。2006 年，瀚蓝环境收购南海环保电厂一期，开展垃圾焚烧业务；2014 年收购创冠中国 100% 股权，垃圾处理产能由 3000 吨/日提升至近 14350 吨/日，并实现业务全国布局；2019 年公司承接盛运环保垃圾焚烧发电资产，产能迈入 30000 吨/日大关。截至 2024Q3，公司在手垃圾焚烧项目规模 35750 吨/日，在运 30600 吨/日，在建项目规模 650 吨/日，筹建项目规模 750 吨/日，未

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 11

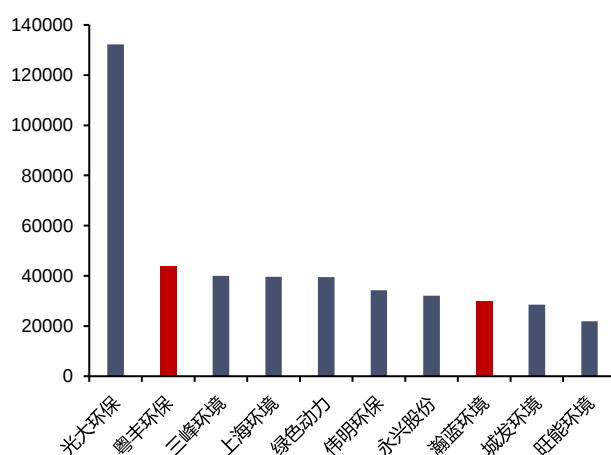
建项目规模 3750 吨/日。根据已披露的投产进度，我们预计 2026 年垃圾焚烧产能有望达到 3.2 万吨/日。

图 13: 瀚蓝环境垃圾焚烧产能 (吨/日)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 14: 2023 年全国主要垃圾焚烧公司产能情况 (吨/日)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

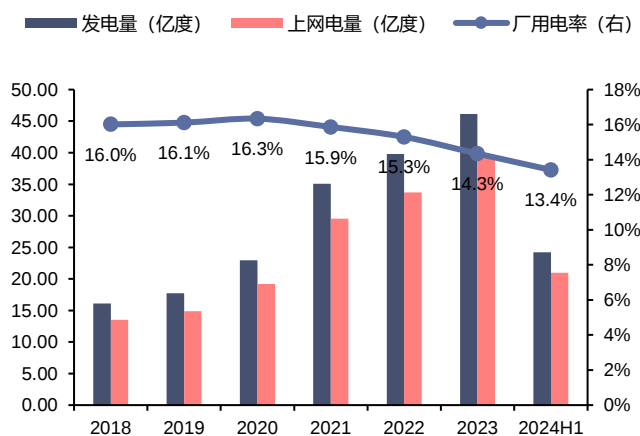
表 3: 公司在建、筹建垃圾焚烧产能 (截止 2024Q3)

项目状态	项目名称	项目规模 (吨/日)	预计确认收入时间
新增完工并确认收入项目	福清改扩建项目	800	2024 年下半年
在建项目	大连项目一期扩建	650	2024 年下半年
筹建	南海生活垃圾焚烧发电厂提标扩能工程 (二期) 及配套炉渣综合利用项目	生活垃圾焚烧发电 750 吨/日; 配套炉渣综合利用项目规模为 55 万吨/年	2026 年

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

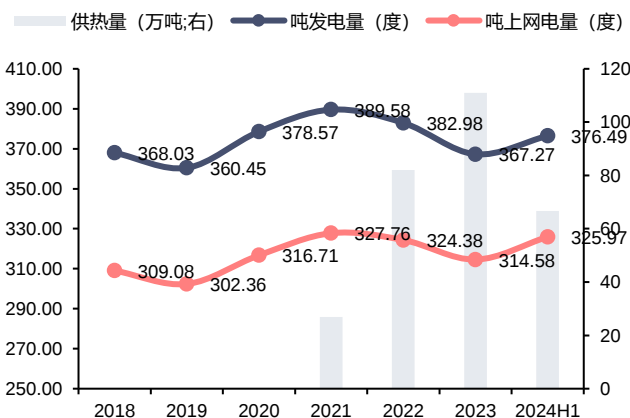
通过降低厂用电率&拓展供热, 积极提升运营管理效率。为了应对国补退坡的挑战, 公司提高运营效率, 开拓供热业务。(1) 降本增效。厂用电率持续下降, 从 2018 年 16% 下降到 2024H1 的 13.4%; 同时, 产能利用率不断提高, 从 2021 年 97% 提升至 2024H1 超过 120%; (2) 发展热电联产业务增加供热销售收入。公司利用垃圾焚烧发电项目的热源和区位优势, 开拓管道供热和长距离移动供热项目, 供热量自 2021 年以来持续增长。

图 15: 瀚蓝环境厂用电率持续下行



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 16: 瀚蓝环境吨发电量、吨上网电量情况



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

业务出海, 以参股泰国项目为起点迈向全球。2023 年 8 月, 公司以总对价不超过 2 亿元受

让新源能源 40%的股权，开启国际化发展探索。新源能源拥有垃圾焚烧发电规模 4500 吨/日，其中海外项目（泰国曼谷）规模 3300 吨/日。其中，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。

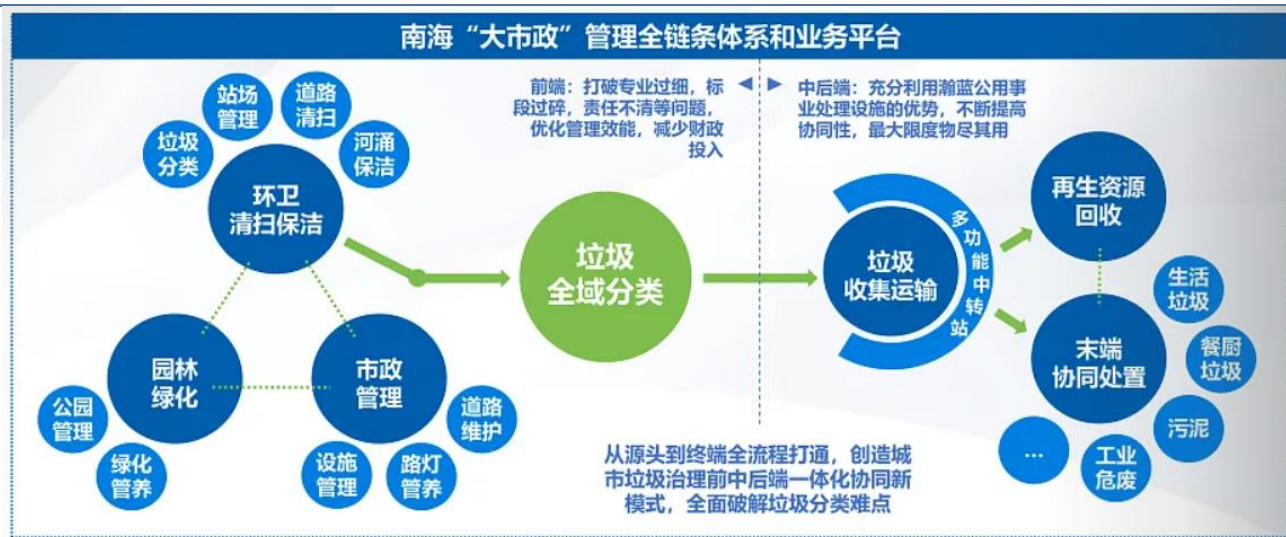
子公司确认电费收入，我们测算有望为公司 2024 年增加收入 1.54 亿元。2024 年 6 月，公司公告瀚蓝济宁收到 2020 年 11 月-2024 年 5 月的发电电费，合计 1.326 亿元，公司预计增加当期净利润 1.17 亿元。测算单月项目收入为 308.37 万元，因此我们预计济宁项目 2024 年全年增厚营收 15419 万元（一次性收入 1.326 亿元+7 个月电费 2159 万元），以后每年新增收入约 3700 万元。

2.1.2 打造“瀚蓝模式”，实现纵横一体化的固废产业链协同

瀚蓝环境匹配“无废城市”建设打造了纵横一体化的固废治理整体解决方案，目前已在湖北、福建等多地实现差异化复制。

- ✦ **前端：“大市政”服务模式，打破城市碎片化管理。**公司通过项目整合提高运营效率，将原来 178 个零散项目整合为 60 个大市政项目，从而减少约 60% 的人员数量、减少 50% 的场地需求，实现人员统筹管理和成本压降；
- ✦ **中端：采用集约型“大分流”+“细分类”的转运处理模式。**设立垃圾收集运输的多功能中转站。多功能中转站可以覆盖生活垃圾、工业垃圾、绿化垃圾等多样化垃圾转运处理。全国首创多站点、集约化的生活垃圾集中控制运营管理信息化系统，实现垃圾转运的统一规划、统一调度；
- ✦ **末端：多元固废、协同处理。**以垃圾焚烧发电为能源核心，对餐厨垃圾、污泥、危废等不同形式垃圾进行协同处置和资源化利用。同时又进一步对资源进行深度开发及产品化升级，形成建筑材料、有机肥料、生物柴油等多形式、高附加值的产品。

图 17：瀚蓝环境“无废城市”解决方案



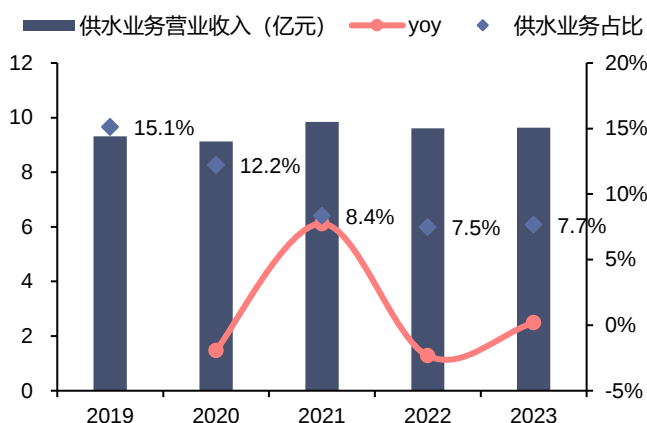
资料来源：瀚蓝环境公司介绍，信达证券研发中心

2.2 水务业务：立足南海区市场，价格改革驱动盈利增厚

2.2.1 供水业务

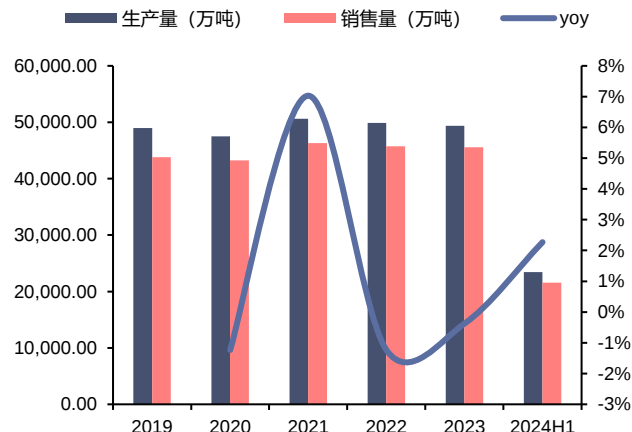
公司在南海区供水市场具有垄断地位。公司运营第二水厂、新桂城水厂、九江水厂、西江水厂，日均供水能力达到 169.6 万立方米，在南海区水务市场覆盖率超过 90%。2021-2023 年，板块收入贡献占比整体稳定在 7%-8%之间。售水量保持稳定，2019-2023 年复合增长率为 1%。

图 18：供水业务收入占比稳定在 7%-8%



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 19：瀚蓝环境售水量保持稳定

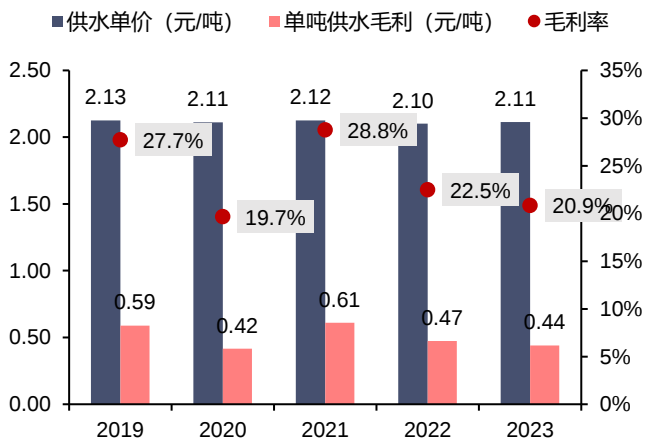


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

受到供水成本提升影响，毛利率小幅下滑。2022 年受到有效需求不足影响，南海区售水量及售水单价均有所下滑，但电费、药剂费、维修费等仍有上涨，因此毛利率略有下滑，2023 年公司供水业务毛利率保持在 20%。

南海区水价 9 年未调，伴随水价市场化改革持续推进，水价存在上调可能。当前瀚蓝环境执行水价依据 2016 年 2 月印发的《南海区调整自来水价格实施方案》中规定的阶梯水价，至今已经有 9 年未调整。2024 年下半年以来，广东多个城市推进水价调整，其中广东省广州市拟上调水价 25%-30%、江门市新会区上调水价 15.3%，普宁市上调水价 24%，调整后价格均显著高于公司现行水价。佛山市南海区或存水价上涨空间，有望为公司带来盈利增厚。

图 20：公司供水业务毛利率在 20%左右



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 21：瀚蓝环境执行水价情况

	单价（元/立方米）
居民用水	第一级≤23m³: 1.85
	23m³<第二级≤36m³: 2.75
	第三级>36m³: 5.45
非居民用水（除学校、幼儿园、福利机构）	2.45
特种用水	4.43
趸售用水	镇级 1.572 村（居）委 1.637
合表水价	1.95
学校、幼儿园、福利机构等用水	1.85

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

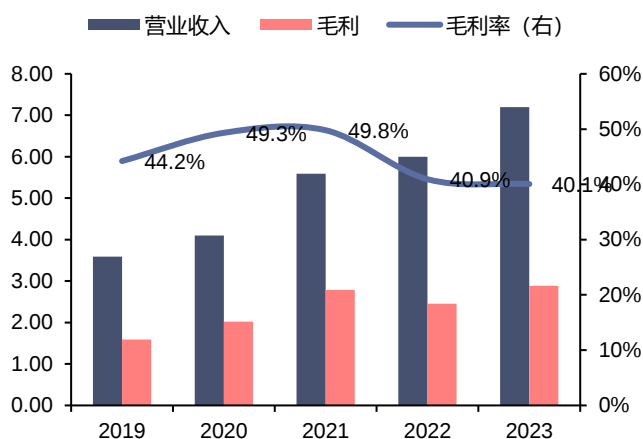
表 4：2024 年下半年自来水价调整进程

省份	城市	听证会时间	执行时间	原第一阶梯水价 (元/方)	调整后第一阶梯 水价 (元/方)	调价幅度 (元/ 方)	涨幅	距上次调价 时间 (年)
江苏省	南京市	2024/8/23	2025/1/1	1.42	1.8	0.38	26.8%	12
广东省	江门市新会区		2024/12/1	1.77	2.04	0.27	15.3%	15
	广州市	2024/5/9	拟调整	1.98	2.6	0.62	31.3%	12
				1.98	2.46	0.48	24.2%	
广东省	普宁市	2024/11/8	2025/1/1	1.81	2.25	0.44	24.3%	
湖南省	长沙市	2024/5/11	2024/8/1	1.51	1.9	0.39	25.8%	12
江西省	九江市	2024/11/15	拟调整	1.41	1.59	0.18	12.8%	10
陕西省	宝鸡凤翔区	2024/10/10	拟调整	2.05	2.37	0.32	15.6%	
				2.05	2.33	0.28	13.7%	

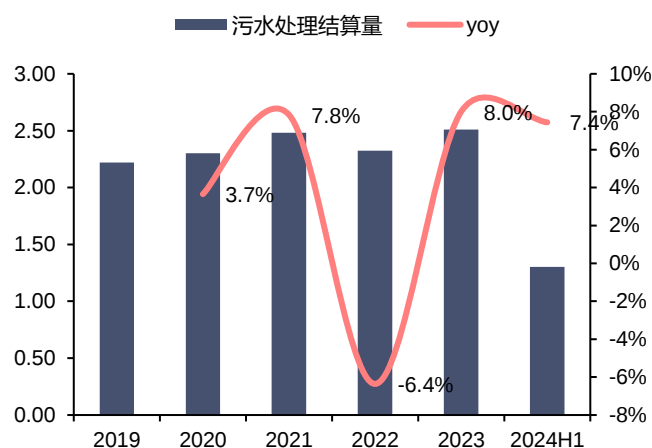
资料来源：各政府官网，信达证券研发中心

2.2.2 污水业务

在运污水处理规模约 81 万吨/日，毛利率稳定在 40%。截至 2023 年底，公司生活污水处理规模 80.8 万吨/日，在南海区的市场占有率达 70%以上。另有工业废水处理规模 2 万吨/日，采用市场化经营模式。2019-2023 年污水处理厂陆续投产，板块营业收入复合增长率为 19%，污水销售量复合增长率为 3.1%，2023 年，污水处理产能进入稳定期，板块收入贡献占比为 5.7%，毛利率稳定在 40%以上。

图 22：污水处理业务毛利率在 40%以上（亿元）


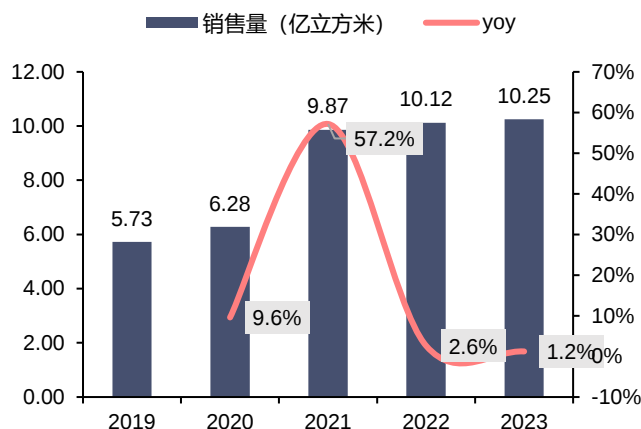
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 23：污水处理销售量情况（亿吨）


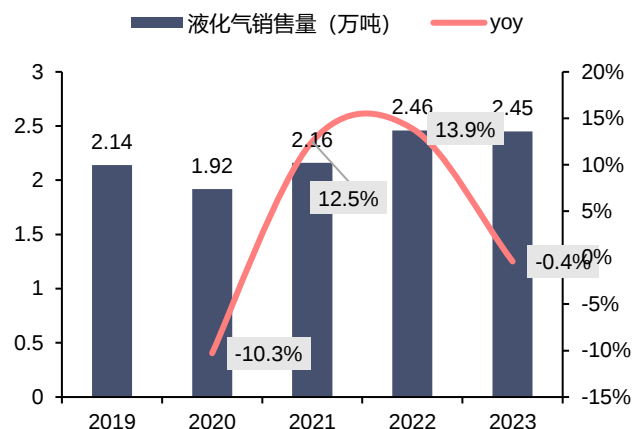
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

2.3 能源业务：毛利率回归稳定，持续贡献现金流

公司为佛山南海区唯一城市管道燃气供应商，天然气销量持续提高。公司能源业务主要为管道天然气和液化石油气的供应，子公司南海燃气在南海区管道天然气市占率为 100%，具有垄断优势；2016 年公司收购江西瀚蓝 70%股权，业务主要覆盖江西省樟树市，拥有 11 个镇街的燃气特许经营协议。截至 2023 年，南海燃气拥有燃气管网 2233.50 公里，管网设计日供气能力为 400 万立方米。

图 24：2019-2023 年公司天然气销售量（亿立方米）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 25：2019-2023 年公司液化气销售量（万吨）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

下游用户主要为工商业用户，调价相对顺畅，当前板块盈利趋于稳定。子公司南海燃气主要从佛山市天然气高压管网有限公司采购管道天然气，气源主要为西二线气、海气和澳洲气。2022 年国际能源价格上涨，天然气采购成本上升，能源业务亏损 0.65 亿元；2023 年进销价差改善，毛利率恢复至近 10%。公司非居用气量占比约 90%，伴随天然气价格机制的逐步理顺，公司能源业务盈利有望趋稳。

表 5：瀚蓝环境燃气业务经营情况

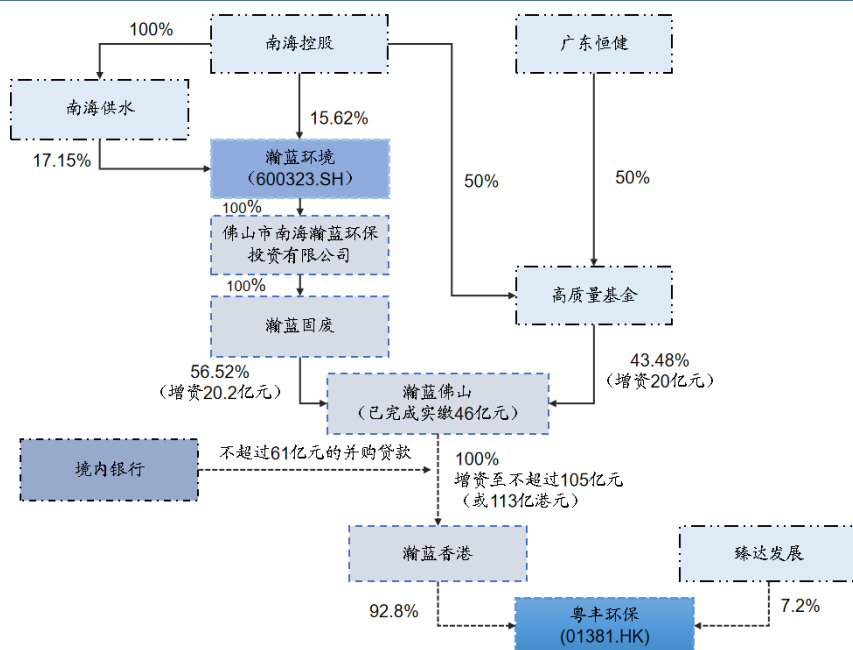
	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
营业收入（亿元）	19.9	19.6	33.6	40.7	40.6	41.6
yoy	0.0%	-1.5%	71.4%	21.2%	-0.2%	-3.9%
毛利（亿元）	2.88	2.63	1.80	0.59	3.96	4.96
yoy	0.0%	-8.6%	-31.6%	-67.2%	571.9%	97.4%
毛利率（%）	14.5%	13.4%	5.4%	1.4%	9.8%	8.9%
收入贡献占比（%）	32.3%	26.2%	28.5%	31.6%	32.4%	32.8%
毛利贡献占比（%）	16.7%	11.9%	6.7%	2.2%	12.5%	9.4%
天然气销售均价（元/立方米）	3.19	-	3.24	3.83	3.77	-

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

三、与粤丰环保强强联合，瀚蓝有望步入发展新阶段

瀚蓝计划以不超过 113 亿元港币现金收购粤丰环保。2024 年 11 月 21 日，瀚蓝环境发布的《重大资产购买报告书》，公司拟批准瀚蓝香港作为要约人，对粤丰环保实施私有化。公司全资子公司瀚蓝固废与联合投资人高质量发展基金共同向瀚蓝佛山合计增资 40.2 亿元。其中，高质量发展基金由母公司南海控股和广东恒健合资成立，出资为了支持广东省企业转型升级。增资完成后，瀚蓝环境持股瀚蓝佛山 56.52% 股权、高质量发展基金持股 43.48%。同时，瀚蓝佛山拟向境内银行申请不超过人民币 61 亿元的并购贷款。获得上述增资款和并购贷款后，瀚蓝佛山拟向其境外全资子公司瀚蓝香港增资至总股本不超过 113 亿元港币（或人民币 105 亿元），用于支付本次私有化交易对价。交易完成后，瀚蓝环境拟持有粤丰环保股权 52.45%。截至 2025 年 1 月 17 日，已完成向瀚蓝佛山的 46 亿元注资。

图 26: 并购粤丰环保的交易示意图

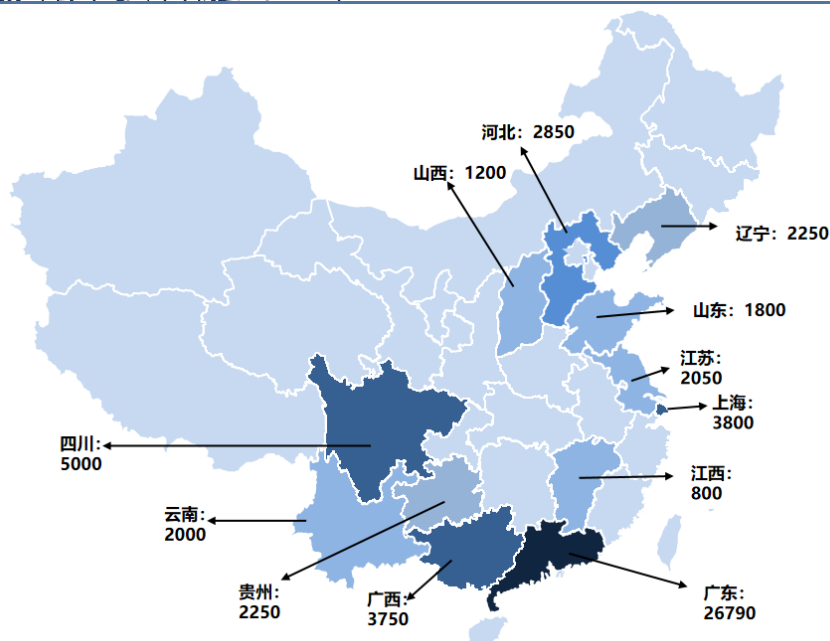


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

3.1 粤丰环保: 广东规模最大、运营优质的民营垃圾焚烧公司

粤丰环保垃圾焚烧业务扎根广东、布局全国, 是广东最大民营垃圾发电企业。截至 2024H1, 公司在手垃圾焚烧发电项目 36 个, 产能 54540 吨/日, 其中 33 个项目已投入运营, 在运产能 43690 吨/日 (占比 80%)。公司业务覆盖全国 12 个省份, 其中广东地区产能占比接近 50%, 此外在四川、广西、上海等地均有布局, 产能占比约为 9.2%、6.9%、7%。

图 27: 粤丰环保在手产能分布图 (吨/日) (截至 2024H1)

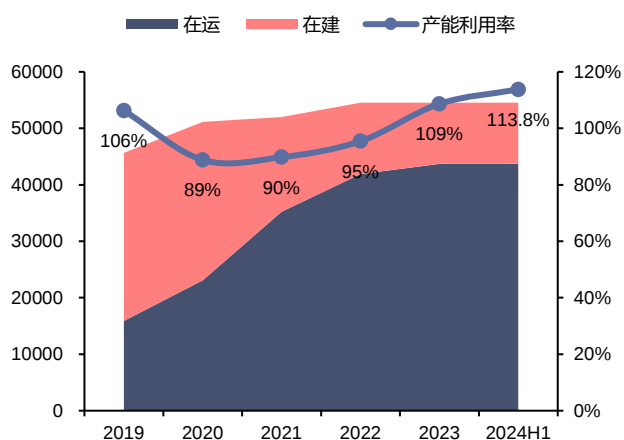


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司精细化管理提高运营管理效率。公司产能利用率持续保持高位, 我们按照一年运营
请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 17

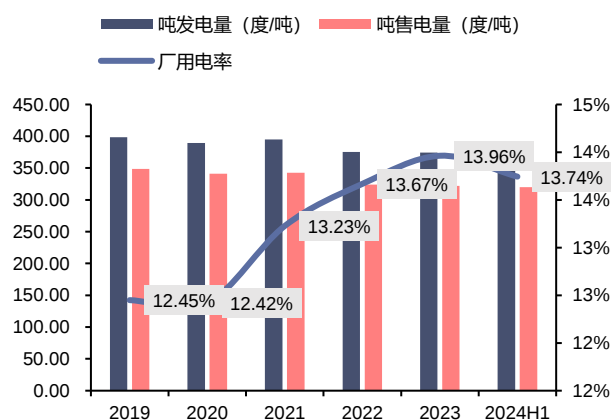
350 天测算，除 2019-2021 年在建项目大量投产，产能爬坡期产能利用率略有下滑之外，公司基本处于产能达满状态，2024H1 产能利用率超过 110%。同时公司厂用电率 13.74%，低于行业 15%-20% 的平均水平。

图 28: 粤丰环保产能运营情况 (吨/日; %)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心 注: 假设一年运营 350 天

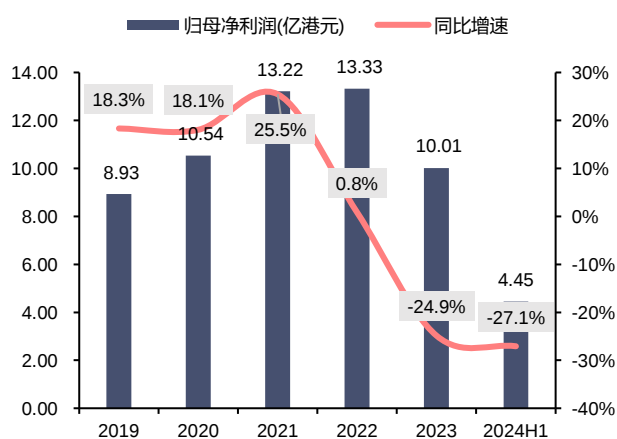
图 29: 粤丰环保吨发、售电量情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

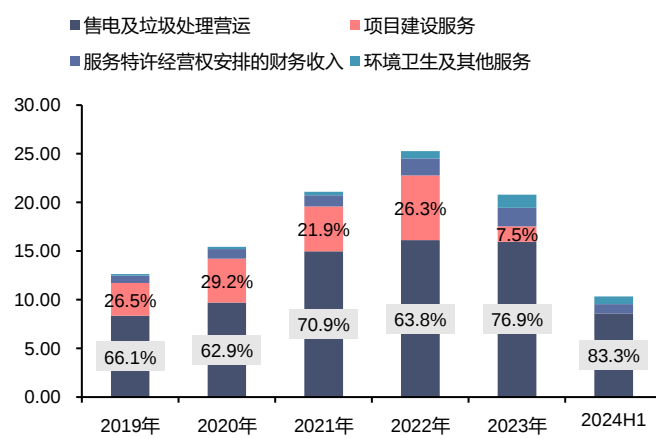
2023 年工程业务萎缩影响利润，毛利率得到进一步提升。2019-2022 年，得益于新项目投运及项目建设收入增加，公司归母净利润保持连续增长，年复合增长率为 14.2%。2023 年，伴随大部分项目完工投产，建设收入大幅减少，叠加境外利率大增导致利息支出增加 10%，以及人民币汇率年内下跌 7%，导致公司归母净利润下降 25%。剔除工程业务萎缩影响，公司运营类业务收入同比增加 1.6%。截至 2024H1，公司垃圾焚烧发电板块毛利贡献超过 80%，由于毛利率较低的建设收入大幅减少后，公司运营毛利率由上年同期 38% 提升至 48.5%。我们预计未来工程业务收入减少对公司影响有限，盈利能力逐步趋稳。

图 30: 2019-2024H1 粤丰环保归母净利润



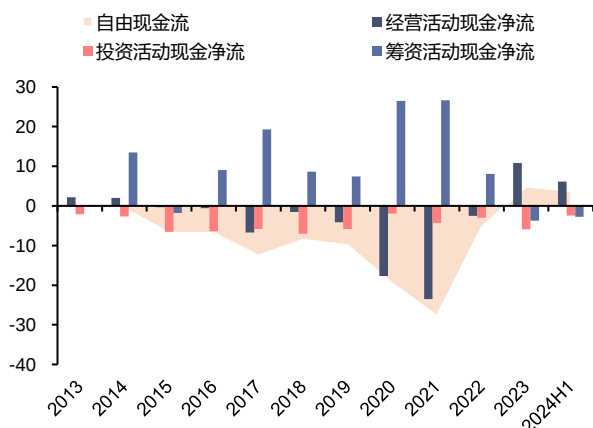
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 31: 2019-2024H1 粤丰环保毛利结构 (亿港元)

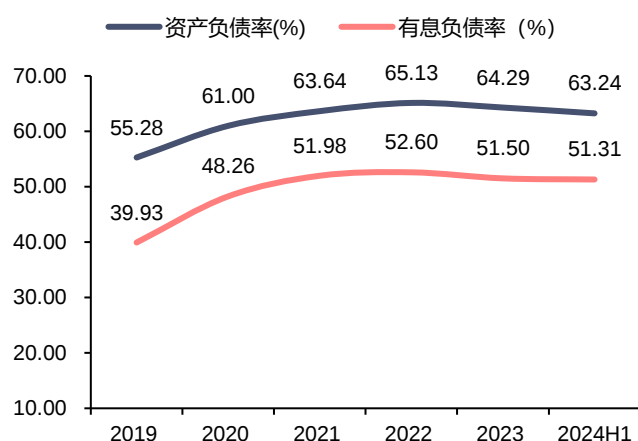


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

现金流显著改善，造血能力持续增强。2023 年公司自由现金流 4.9 亿港元，实现 2014 年以来首次转正，同时资产负债率同比下降 0.84 个 pct 至 64.3%，有息负债率同比下降 1.1 个 pct 至 51.5%，且 2024 年上半年仍然延续向好态势，反映公司逐渐资本开支收缩，项目逐步从建设期转向运营期，财务状况日趋稳健。

图 32： 2019-2024H1 粤丰环保现金流表现（亿港元）


资料来源：iFinD，信达证券研发中心 注：自由现金流=经营性现金流净额+投资性现金流净额

图 33： 2019-2024H1 粤丰环保资产负债率、有息负债率


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

3.2 收购粤丰，不仅“量增”更是“质升”

3.2.1 瀚蓝环境垃圾焚烧发电规模有望扩张至 9 万吨/日，稳居行业第一梯队

如果合并完成，瀚蓝环境在运规模将由约 3.1 万吨/日提升至 7.43 万吨/日，增幅为 143%，有望位列 A 股第一。截至 2024Q3，瀚蓝环境垃圾焚烧发电规模 35750 吨/日，其中在运 30600 吨/日，在建项目规模 650 吨/日。若成功收购粤丰环保，瀚蓝环境在运垃圾焚烧发电规模达到 7.43 万吨/日，在手项目规模超过 9 万吨/日。垃圾处理规模位列国内行业前三，有望至 A 股上市公司首位。

表 6： 合并后瀚蓝环境垃圾焚烧发电规模（吨/日）

	在运	待建	总计
瀚蓝环境	30600	5150	35750
粤丰环保	43690	10850	54540
合并后	74290	16000	90290

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.2.2 2026 年有望为瀚蓝环境增厚利润 4.12 亿元

粤丰环保经营预测：

1、垃圾处理与发电收入

（1）垃圾处理能力假设：

产能规模：截至 2024 年底，粤丰环保在手产能为 54540 吨/日，在建及规划项目 11625 吨/日。由于行业发展进入成熟期，新增项目规模有限，因此假设公司未来三年在手产能无新增，在运产能增加来自新建投产；**产能利用率：**公司 2020 年以来产能利用率逐渐提升，按一年 350 天假设，公司 2020 年-2024H1 产能利用率为 88.8%、89.8%、95.4%、108.7%、114.4%，因此假设 2025-2027 年产能维持高位水平。我们对产能增速与产能利用率进行敏感性分析并选取中性假设，即 2024-2026 年公司每年产能增速为 1%，产能利用率保持 115%，公司 2025 年归母净利润为 8.27 亿港元。

表 7：公司 2025 年归母净利润对产能增速和产能利用率的敏感性分析（百万港元）

		产能增速				
		0%	1%	3%	5%	7%
产能利用率	80%	526.86	533.49	546.76	560.02	573.29
	90%	609.76	617.23	632.15	647.07	662.00
	100%	692.67	700.96	717.54	734.12	750.71
	110%	775.58	784.70	802.94	821.18	839.42
	120%	858.49	868.43	888.33	908.23	928.13
	130%	941.39	952.17	973.73	995.28	1016.84

资料来源：公司公告，信达证券研发中心测算

（2）发电能力假设

吨发电量：2022-2024 年公司吨发电量为 375 度/吨、374 度/吨、384 度/吨，假设 2024-2026 年吨发电量为 380 度/吨、375 度/吨、370 度/吨。**厂用电率：**近几年保持在 14%左右，假设 2024-2026 年延续 2023 年水平。**电价：**伴随国补退坡，公司新增并网项目电价下降，公司综合售电价格呈下行趋势；

（3）毛利率

2024-2026 年，伴随部分项目国补到期，毛利率或呈现逐渐下降趋势；

表 8：垃圾焚烧发电板块营收预测（亿港元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营预测						
在手产能（吨/日）	54540	54540	52540	54540	54540	54541
在运产能（吨/日）	41890	43690	42490	42915	43344	43777
yoy	18.9%	4.3%	-2.7%	1.0%	1.0%	1.0%
产能利用率	95%	109%	114%	115%	115%	115%
无害化处理垃圾量（万吨）	1399.4	1661.6	1701.6	1727.3	1744.6	1762.0
吨发电量（度/吨）	375.14	374.20	383.95	380.00	375.00	370.00
吨售电量（度/吨）	323.87	321.95	330.46	327.06	322.75	318.45
厂用电率（%）	13.7%	14.0%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%
业绩预测						
总营收（亿港元）	34.87	34.30	35.76	35.39	34.29	33.19
其中：电力销售	23.99	24.17	25.44	24.86	23.65	22.44
垃圾处理	10.87	10.13	10.32	10.54	10.64	10.75
毛利（亿港元）	16.14	15.98	16.74	16.49	15.91	15.27
yoy	8%	-1%	5%	-1%	-4%	-4%
毛利率	46.3%	46.6%	46.8%	46.6%	46.4%	46.0%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心测算

2、其他业务

（1）由 BOT 产生的财务收入：2022-2024 年板块营收增速为 50%、11%、-2.4%，我们保守假设 2025-2026 年按每年收入增速-2%；

（2）环境卫生服务收入：2022-2024 年板块营收增速为 36%、51%、21%，我们保守假设 2024-2026 年每年收入增速为 20%。我们预测毛利率与 2024 年 39%毛利率水平保持一致。

（3）由 BOT 安排产生的建设收入：2023-2024 年工程建设收入大幅下降 77%、97.8%，

主要由于公司大部分项目已经投产，新增建设规模减小。考虑公司仍有约 1 万吨/日产能规划建设，因此假设 2025-2026 年板块收入增速为-50%、-50%。毛利率保持在 15%。

表 9：其他业务板块营收预测（亿港元）

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
营业收入						
其中：由 BOT 安排产生的财务收入	1.15	1.72	1.90	1.86	1.82	1.78
yoy	16.4%	49.8%	10.5%	-2.4%	-2.0%	-2.0%
环境卫生服务收入	1.67	2.27	3.42	4.15	4.98	5.97
yoy	37.3%	35.8%	50.7%	21.2%	20.0%	20.0%
由 BOT 安排产生的建设收入	35.15	43.61	10.18	0.22	0.11	0.06
yoy	29.9%	24.1%	-76.7%	-97.8%	-50.0%	-50.0%
毛利率						
其中：由 BOT 安排产生的财务收入	100%	100%	100%	100%	100%	100%
环境卫生服务收入	22%	34%	40%	39%	39%	39%
由 BOT 安排产生的建设收入	13%	15%	15%	17%	15%	15%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心测算

（3）粤丰环保盈利预测

合并后瀚蓝环境拟持有粤丰环保 52.45% 股权。我们预计粤丰环保 2025-2027 年营业收入为 42.3 亿港元、42.1 亿港元、42.14 亿港元，增速分别为 0.8%、-0.5%、0.1%；归母净利润为 8.27 亿港元、8.45 亿港元、8.65 亿港元（合人民币 7.69 亿元、7.86 亿元、8.05 亿元）。

合并完成后瀚蓝环境将拟持有粤丰环保 52.45% 股权，假设 25 年年中完成合并，我们预计 2025-2026 年收购将为瀚蓝环境增厚利润 2 亿元、4.12 亿元，我们预计，收购后瀚蓝环境 2025-2026 年盈利有望达到 19.25 亿元、22.25 亿元，增幅为 11.7%、22.7%。

表 10：粤丰环保盈利预测（百万港元）

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,198	4,230	4,210	4,214
yoy	-15.7%	0.8%	-0.5%	0.1%
营业成本	2,173	2,203	2,207	2,232
管理费用	654	635	589	548
财务费用	655	556	564	573
净利润	938	901	920	941
少数股东损益	15	17	17	18
归属母公司净利润	866	827	845	865
yoy	-13.5%	-4.6%	2.3%	2.4%
EPS（元）	0.36	0.34	0.35	0.35

资料来源：公司公告，信达证券研发中心测算

3.2.3 业务&管理协同效应或进一步增强

- （1）**业务充分协同。**两家企业垃圾焚烧产能都主要集中在广东地区，且在贵州、广西、山东、江苏等地区均有业务布局，可以形成技术、运营等方面达成协作，合理调配产能实现运营效率的优化；同时，瀚蓝环境有较为丰富的智慧化固废治理经验，可以协助标粤丰环保推进垃圾焚烧发电项目管理精细化、流程数字化、工艺设备智能

化，提升发电项目的运行效率与经济效益；此外，合并后瀚蓝环境有望发挥集采优势，有利于降低采购成本。

- (2) **财务成本降低。**粤丰环保融资成本整体高于瀚蓝环境，2023 年粤丰环保平均融资成本约为 4.8%，而瀚蓝环境则约为 3.3%。若成功整合，瀚蓝环境可充分发挥国企资源优势，进一步提高标的公司的融资能力，降低其财务成本。按粤丰环保 2024H1 有息负债金额 139.22 亿港元计算，假设收购后粤丰环保融资成本由 4.8% 降低至 3.3%，一年将节省利息 2.21 亿港元。

表 11: 瀚蓝环境与粤丰环保融资成本对比

	瀚蓝环境			粤丰环保		
	带息负债 (亿元)	利息支出 (亿元)	平均融资成本	带息负债 (亿港元)	利息支出 (亿港元)	平均融资成本
2019	78.01	2.21	2.8%	53.77	2.04	3.8%
2020	99.57	3.23	3.2%	91.80	3.51	3.8%
2021	112.56	4.63	4.1%	127.04	4.23	3.3%
2022	141.87	4.89	3.4%	135.82	6.14	4.5%
2023	152.32	4.97	3.3%	139.45	6.76	4.8%

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

3.2.4 收购后还款压力基本可控

61 亿并购贷款利率或不高于 2.7%，前三年还本付息的压力较小。根据公司公告，本次并购计划申请不超过 61 亿元并购贷款，预批复的贷款期限为 7 年，公司预计年利率不超过 2.7%。此外，公司计划每年还本比例分别为 1%、5%、9%、20%、20%、20%和 25%，因此公司前三年还款压力较小，后 4 年每年还本金额在 12.2-15.25 亿元之间。

瀚蓝环境与粤丰环保经营性现金流较为充裕，还本付息压力整体可控。剔除会计准则 14 号文的影响，2023 年瀚蓝环境经营活动产生的现金流量净额为 27.38 亿元，粤丰环保经营活动产生的现金流量净额为 18.33 亿元，合计现金净流入 45.71 亿元。同时，两家公司已经进入成熟运营期，新增项目支出规模有限，现金流具备偿还贷款能力。

四、盈利预测

盈利假设:

1、固废板块:

垃圾焚烧业务: 根据公司披露的在建和筹建项目预计投产时间，我们预测 2024-2026 年垃圾焚烧在运产能为 31250 吨/日、31250 吨/日、32000 吨/日；考虑佛山市为人口流入地区，生活垃圾量或呈上升趋势，且公司近两年垃圾处理量保持增长，2023 年产能利用率为 119%，假设 2024-2026 年垃圾焚烧业务产能利用率保持高位，分别为 120%、121%、122%。厂用电率由于效率提升而小幅下降，吨发电量、吨上网电量延续 2023 年水平。由于济宁项目补确认收入，我们预计 2024 年全年增厚营收 15419 万元，以后每年新增收入 3700 万元。**工程装备业务:** 由于垃圾焚烧项目建造高峰期已过，我们预计 24-26 年业务营收增速为 -30%、-20%、-20%。环卫和其他业务保持 2023 年的增长趋势。我们预计 2024-2026 年固废板块营收增速为 5.4%、3%、7.6%，毛利率为 33.9%、33%、32.3%。

2、能源板块：假设 2024-2026 年天然气销售量每年 1%的增长，总量保持在约 10 亿立方米。伴随价格机制理顺，天然气毛差有望趋于稳定，毛利率稳定在 10%-11%。

3、供水板块：假设供水产能保持不变，供水单价不考虑居民水价调涨影响，工商业用户增加使售水价格小幅上涨，每年保持 0.3%左右的增幅。24-26 年毛利率保持在 21%。

4、排水板块：24-26 年污水处理产能为 85.8 万吨/日，产能利用率保持在 100%，毛利率伴随效率提升呈现上行趋势，分别为 40%、41%、42%。

表 12：瀚蓝环境分板块营收预测

固废业务					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	68.8	64.3	67.8	69.8	75.1
营收增速（%）	4.7%	-6.5%	5.4%	3.0%	7.6%
其中：垃圾焚烧	28.28	32.68	36.05	35.30	36.60
环卫	12.79	16.02	19.22	23.07	27.68
工程装备	24.31	11.73	8.21	6.57	5.25
餐厨、危废等其他	3.43	3.91	4.30	4.85	5.58
毛利率（%）	28.3%	32.8%	33.9%	33.0%	32.3%
能源业务					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	40.69	40.61	40.66	40.66	40.24
营收增速（%）	21.2%	-0.2%	0.1%	0.0%	-1.0%
毛利率（%）	1.4%	9.8%	10.0%	10.5%	10.7%
供水业务					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	9.61	9.63	9.65	9.69	9.73
营收增速（%）	-2.3%	0.2%	0.2%	0.4%	0.4%
毛利率（%）	22.5%	20.9%	21.0%	22.0%	23.0%
排水业务					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	6.00	7.20	9.43	9.90	10.39
营收增速（%）	7.2%	20.0%	30.9%	5.0%	5.0%
毛利率（%）	40.9%	40.1%	40.0%	41.0%	42.0%
其他业务					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	3.65	3.64	3.71	3.79	3.86
营收增速（%）	18.8%	-0.3%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率（%）	45.2%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%
其他业务					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	128.75	125.41	132.77	134.19	139.71
营收增速（%）	9.3%	-2.6%	5.9%	1.1%	4.1%
营业成本（亿元）	102.42	93.82	96.73	98.63	102.40
毛利（亿元）	26.33	31.60	36.05	35.57	37.31
毛利率（%）	20.4%	25.2%	27.1%	26.5%	26.7%

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

业绩&估值复盘：

2010-2024 年，瀚蓝环境股价涨幅 93.6%、相较于沪深 300 指数超额收益率为 82.3%。回顾过去，公司经历了三轮比较大幅的股价上涨，跑赢大盘，我们对其原因进行复盘：

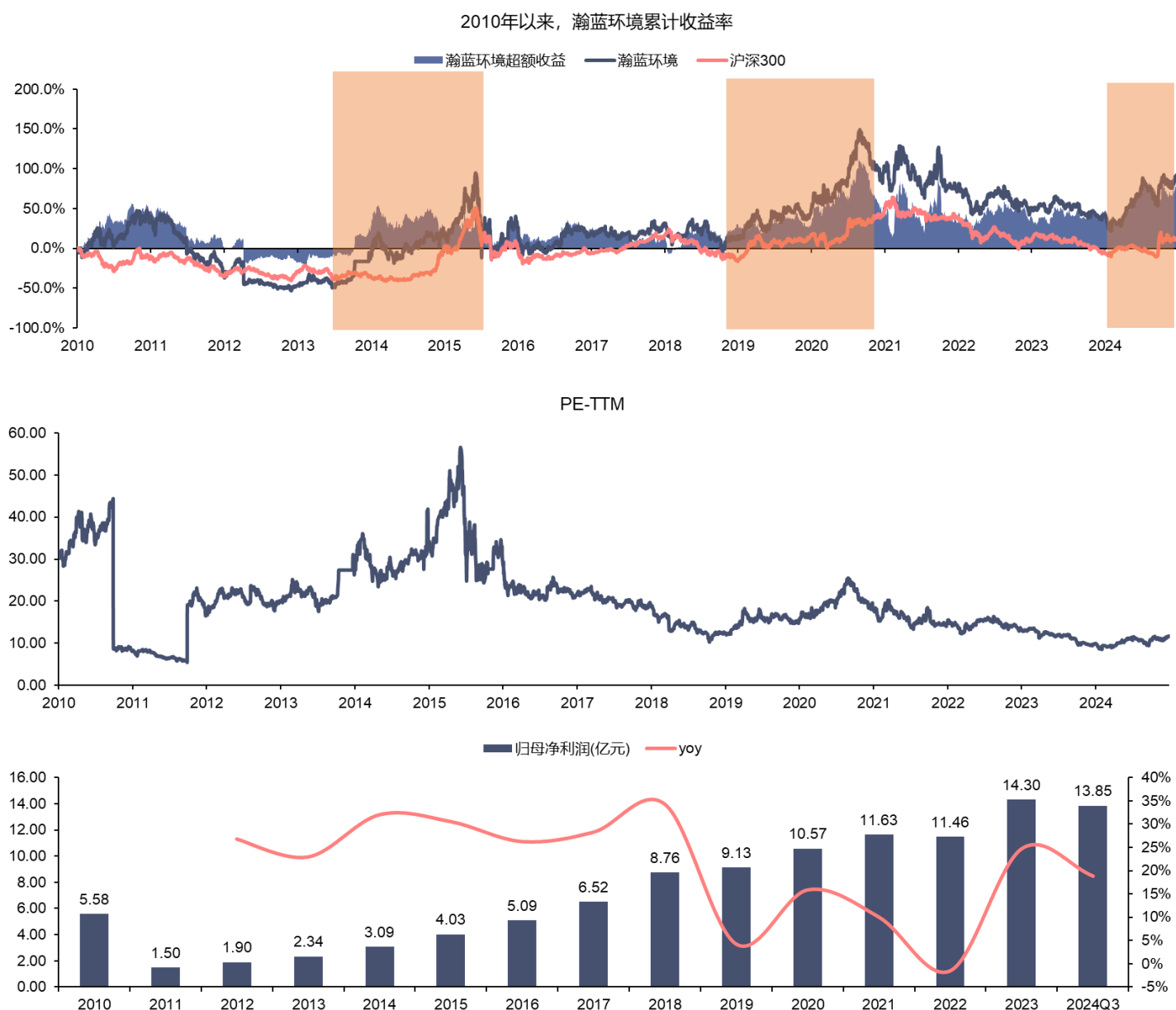
- **2013-2015 年，涨估值+涨业绩。**2014 年公司收购创冠环保 100%股权，实现了业务布局从佛山市南海区面向全国的发展，固废业务扩张到全国多个省市，垃圾焚烧发电规模从 3000 吨/日增加到 14350 吨/日。叠加 2015 年牛市行情，公司 2015 年中股价

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 23

较 2013 年中股价上涨 158.3%，其中业绩增长贡献 36.3%、估值上涨贡献 63.7%，PE 最高达到 55x。2015H1 后估值逐步回落至 15x-20x。

- **2018-2020 年，主要涨估值。**2019 年公司承接盛运环保部分垃圾焚烧项目的投资、建设及运营，固废产能进一步扩大。公司估值从 2018Q3 的 12x 上涨至 2020Q3 的 22x，同期产能扩张带动归母净利涨幅 11%。区间股价上涨 102.8%，其中估值贡献 88%，业绩贡献 12%。
- **2021-2024 年，涨业绩杀估值。**2021 年至 2024 年，公司盈利持续上涨，而估值从 15x 左右下降至 10x 左右。期间公司股价涨幅 12.6%，其中业绩贡献 189%，估值贡献-89%。瀚蓝环境运营业务毛利率趋于稳定，如成功收购粤丰环保将会扩大主业规模增厚盈利，公司有望业绩稳中向上，估值逐步修复。

图 34：2010 年以来，瀚蓝环境股价及估值业绩复盘



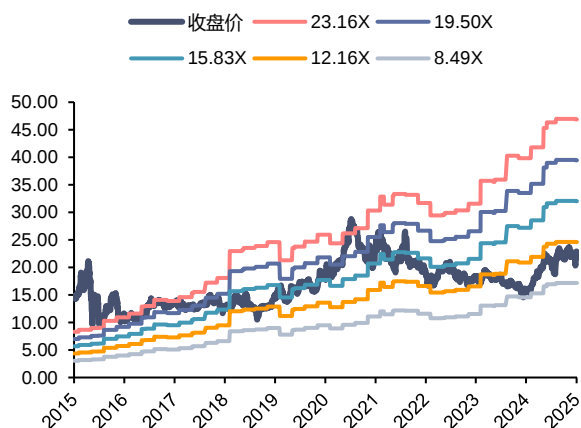
资料来源：IFind，信达证券研发中心 注：2010 年由于转让土地获得营业外收入，当年归母净利润同比增长 496.93%

表 13: 瀚蓝环境三次股价上涨原因分析

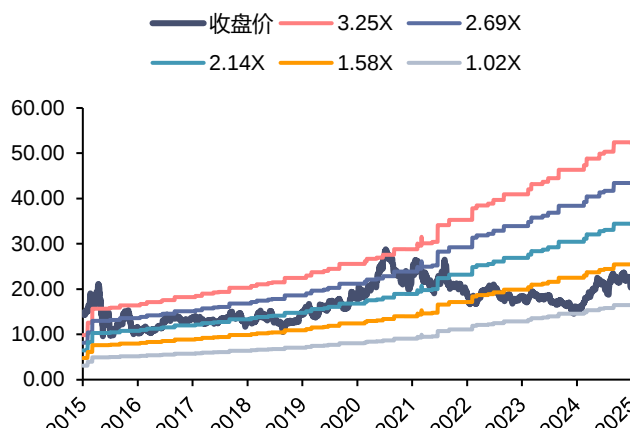
	股价涨幅	归母净利润 (TTM) 涨幅	PE (TTM) 涨幅	业绩贡献占比	估值贡献占比
2013Q2-2015Q2	158.3%	62.8%	109.9%	36.3%	63.7%
2018Q3-2020Q3	102.8%	11.1%	82.4%	11.9%	88.1%
2021Q4-2024Q4	12.6%	43.7%	-20.6%	189.0%	-89.0%

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心 注: 2024 年归母净利润为同花顺一致预测

对比公司历史数据, 当前估值处在低位。截至 2025 年 3 月 11 日, 瀚蓝环境 PE-TTM 为 10.49x, 处在近十年 13.7%分位数上; 瀚蓝环境 PB-MRQ 为 1.32x, 处在近十年 13.5%分位数。我们预测瀚蓝环境 2024-2026 年 PE 分别为 10.13x/10.04x/9.54x, 低于行业可比公司 PE 平均值 14.42x、11.9x、10.56x。

图 35: 2015 年至今瀚蓝环境 PE-bands 走势图


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心 注: 截止至 2025.3.11

图 36: 2015 年至今瀚蓝环境 PB-bands 走势图


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心 注: 截止至 2025.3.11

公司垃圾焚烧公司运营属性突出, 且行业资本开支逐渐减少, 进入发展成熟阶段, 行业公司估值在 10x-15x 之间。

- ✓ 谨慎预期下, 公司维持现有约 10xPE 估值, 2026 年目标市值将达到 181 亿, 市场空间 4.8%; 若成功收购粤丰环保对应目标市值为 222.53 亿元, 市场空间 28.6%。
- ✓ 假设在中性预期下, 给予公司行业平均 12 倍 PE 估值, 对应 2026 年瀚蓝环境目标市值 217.56 亿元, 市场空间 25.7%; 若成功收购粤丰环保对应目标市值为 267 亿元, 市场空间 54.3%。
- ✓ 乐观预期下, 公司受益于盈利稳健且每股分红不断提高, 市场给予公司 15x 估值, 公司在成功收购后, 目标市值有望达到 334 亿, 市场空间 92.9%。

公司为全国性综合环境运营商, 主业盈利稳健, 自由现金流回正, 且公司当前估值较低, 我们看好公司在收购粤丰后盈利稳健性及成熟阶段分红能力, 首次覆盖给予公司“买入”评级。

表 14: 2026 年不同估值水平情况下瀚蓝环境市值假设

		2025 年				2026 年			
PE 假设 (x)		市值 (未考虑收购)	对应空间	市值 (完成收购)	对应空间	市值 (未考虑收购)	对应空间	市值 (完成收购)	对应空间
谨慎预期	10	172.4	-0.4%	213.63	23.5%	181.3	4.8%	222.53	28.6%
中性预期	12	206.9	19.6%	256.36	48.2%	217.56	25.7%	267.04	54.3%
乐观预期	15	258.6	49.5%	320.45	85.2%	271.95	57.2%	333.80	92.9%

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心 注: 截止至 2025.3.11

表 15: 可比公司估值表

公司简称	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE (x)				PB (MRQ)
		2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
伟明环保	352.01	20.48	27.62	34.91	42.61	13.31	12.74	10.07	8.25	2.80
旺能环境	72.67	6.03	6.34	7.13	7.59	10.86	11.49	10.19	9.56	1.09
三峰环境	137.43	11.66	12.64	13.89	15.05	10.81	10.89	9.92	9.17	1.24
永兴股份	127.71	7.35	7.84	9.19	10.30	-	15.51	13.20	11.80	1.24
中国天楹	119.54	3.37	7.04	11.97	15.52	36.96	17.04	9.99	7.73	1.09
上海环境	109.04	5.47	5.77	6.11	6.44	18.45	18.84	18.00	16.88	0.98
平均值						18.08	14.42	11.90	10.56	1.41
瀚蓝环境	173.02	14.30	17.08	17.24	18.13	9.88	10.13	10.04	9.54	1.32

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心 注: 截止至 2025.3.11; 瀚蓝环境盈利预测为信达证券研发中心预测, 其他公司参考同花顺一致预期

五、风险提示

- 1、收购粤丰环保进度不及预期。本次收购粤丰环保仍在进行批准程序, 获得最终批准的时间存在不确定性, 存在收购进程有滞后、暂停的可能性;
- 2、应收账款回收风险。公司应收款主要来自地方政府, 受到地方财政情况影响较为明显。存在应规模扩大、账期延长或不能按期收回的风险, 对公司现金流和经营业绩造成负面影响;
- 3、公用事业价格市场化改革进度缓慢。水价、气价、垃圾处理费向下游用户端进行成本疏导为改革趋势, 但调价的流程一般较长, 且可能存在舆论压力, 价格的调整的时间及幅度存在不确定性;
- 4、产能推进不及预期。公司在国内及海外均有在建产能, 若工期延长导致投产时间之后, 可能对公司盈利有一定影响。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
流动资产	6,432	7,808	9,779	10,852	11,955
货币资金	1,107	1,523	1,773	1,998	2,874
应收票据	3	6	5	6	6
应收账款	2,781	3,274	5,059	5,914	5,997
预付账款	171	201	222	237	256
存货	264	235	274	248	293
其他	2,105	2,568	2,445	2,449	2,529
非流动资产	26,856	27,990	28,997	29,886	30,685
长期股权投资	720	1,075	1,267	1,443	1,561
固定资产(合计)	5,611	5,740	5,788	5,813	5,815
无形资产	10,689	11,836	12,636	13,386	14,086
其他	9,837	9,339	9,306	9,245	9,224
资产总计	33,288	35,798	38,776	40,738	42,640
流动负债	9,867	9,908	10,079	10,505	10,957
短期借款	1,776	1,964	2,264	2,564	2,864
应付票据	123	85	23	32	25
应付账款	3,329	3,290	3,179	3,122	3,136
其他	4,638	4,570	4,612	4,787	4,933
非流动负债	11,827	13,050	14,741	15,191	15,536
长期借款	8,773	10,346	10,646	11,146	11,546
其他	3,054	2,704	4,095	4,045	3,991
负债合计	21,693	22,958	24,820	25,696	26,494
少数股东权益	716	721	769	817	868
归属母公司股东权益	10,879	12,119	13,188	14,225	15,278
负债和股东权益	33,288	35,798	38,776	40,738	42,640

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
营业总收入	12,875	12,541	13,277	13,419	13,971
同比(%)	9.3%	-2.6%	5.9%	1.1%	4.1%
归属母公司净利润	1,142	1,430	1,708	1,724	1,813
同比(%)	-1.9%	25.2%	19.5%	0.9%	5.2%
毛利率(%)	20.4%	25.2%	27.1%	26.5%	26.7%
ROE%	10.5%	11.8%	13.0%	12.1%	11.9%
EPS(摊薄)(元)	1.40	1.75	2.10	2.11	2.22
P/E	15.16	12.10	10.13	10.04	9.54
P/B	1.59	1.43	1.31	1.22	1.13
EV/EBITDA	9.81	7.95	8.55	8.43	7.98

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
营业总收入	12,875	12,541	13,277	13,419	13,971
营业成本	10,242	9,382	9,673	9,863	10,240
营业税金及附加	80	84	89	90	93
销售费用	124	118	129	127	133
管理费用	618	646	744	738	768
研发费用	92	81	86	67	70
财务费用	494	502	488	531	557
减值损失合计	-32	-58	-10	-20	-20
投资净收益	55	68	64	69	69
其他	150	84	48	144	150
营业利润	1,399	1,822	2,172	2,196	2,310
营业外收支	11	9	15	11	12
利润总额	1,410	1,831	2,187	2,207	2,321
所得税	238	361	431	435	458
净利润	1,171	1,470	1,756	1,772	1,864
少数股东损益	30	40	48	48	51
归属母公司净利润	1,142	1,430	1,708	1,724	1,813
EBITDA	2,869	3,502	3,838	3,966	4,177
EPS(当年)(元)	1.40	1.75	2.10	2.11	2.22

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
经营活动现金流	422	2,482	1,491	2,745	3,541
净利润	1,171	1,470	1,756	1,772	1,864
折旧摊销	1,004	1,191	1,211	1,276	1,349
财务费用	497	513	495	540	567
投资损失	-55	-68	-64	-69	-69
营运资金变动	-2,288	-813	-2,073	-881	-235
其它	94	189	166	106	65
投资活动现金流	-2,334	-2,237	-2,159	-2,123	-2,064
资本支出	-2,369	-2,045	-2,022	-2,006	-2,005
长期投资	-22	-269	-215	-175	-118
其他	57	77	78	59	59
筹资活动现金流	1,688	187	918	-397	-601
吸收投资	40	3	0	0	0
借款	1,729	1,761	600	800	700
支付利息或股息	-720	-738	-1,144	-1,247	-1,347
现金流净增加额	-224	432	250	225	876

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，4年卖方经验。曾就职于国投证券、德邦证券。2025年3月加入信达证券研究所，从事环保行业及其上下游以及双碳产业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学硕士，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。