



公司研究 | 深度报告 | 瀚蓝环境 (600323.SH)

**瀚蓝环境深度：并购粤丰+提升分红，看好垃圾
焚烧龙头 EPS+股息率同步成长**

报告要点

瀚蓝环境是全国性垃圾焚烧企业，已投产垃圾焚烧产能 30,600 吨/日，另有 5150 吨/日规模产能在建拟建，整体经营效率位于行业前列。公司拟私有化粤丰环保，若交易顺利完成，瀚蓝环境将持有粤丰环保 52.4% 股权，利润或增厚 3.50 亿元（占 2023 年归母净利润 24.5%），未来粤丰运营效率仍有提升空间。2024 年以来公司已发布多项提升分红公告，估计公司 2024 年分红比例提升至 39.6%，股息率提升至 3.76%。

分析师及联系人



徐科

SAC: S0490517090001

SFC: BUV415



任楠

SAC: S0490518070001

SFC: BUZ393



贾少波

SAC: S0490520070003



李博文

SAC: S0490524080004



盛意

瀚蓝环境 (600323.SH)

瀚蓝环境深度：并购粤丰+提升分红，看好垃圾焚烧龙头 EPS+股息率同步成长

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

瀚蓝环境——立足垃圾焚烧的系统性环境服务公司

瀚蓝环境是佛山市南海区国资委旗下环保平台企业（间接持股 34.3%），以佛山南海为基地，主营业务包括固废处理、燃气供应、污水处理及自来水供应，当前以垃圾焚烧发电业务为发展核心。从公司主营业务来看：

垃圾焚烧：①产能：2023 年公司垃圾焚烧量为 1256 万吨，截至 2024Q3 已投产 30,600 吨/日产能，在手仍有 5150 吨/日规模产能在建拟建，未来存旧产能提效、新投产项目贡献增量、海外参股项目贡献投资收益逻辑。**②效率：**2023 年公司吨发电量/吨上网电量为 367/315 千瓦时，较 2018 年提升 10%/12%，上网电量占比达 85.7%，整体经营效率持续上行。**③同业对比：**公司产能规模位列行业第二梯队，产能利用率（115.5%）、吨发电量、吨上网电量均居行业前列，吨垃圾收入（260 元）在行业第一梯队。公司执行“大固废”战略，环卫、危废、餐厨固废等方面发展平稳，待投产项目预计对未来 3 年内生增长起到一定贡献。

能源：①燃气：2021-2023 年受能源价格上行+限价政策影响，公司燃气业务毛利率由 2020 年的 18%分别降至 5.4%/1.5%/10%，2023 年 4 月公司燃气顺价完成，盈利性逐步修复，预计后续相关业绩维持稳定。**②氢气：**2023H1 建成餐厨垃圾制氢业务，预计年营收超过 5000 万元。

供排水：2021 年底起无新增供水产能，2024Q3 末已无在建筹建排水项目，2025 年预计部分新投产排水项目产能爬坡带来一定内生增长。未来供水单价有望提升，污水付费机制已改善。

新看点——收购粤丰环保带来 EPS 增量

2024 年 7 月公司公告拟私有化粤丰环保，若交易顺利完成，瀚蓝环境将持有粤丰环保 52.4% 股权，并购粤丰环保或增厚瀚蓝环境利润 3.50 亿元（占 2023 年归母净利润 24.5%）。目前并购先决条件尚需进行标的公司子公司解除担保。从粤丰环保业务情况来看：**①产能：**截至 2024 年底，粤丰运营产能为 4.37 万吨/日，在建/规划中产能为 0.89 万吨/日，2023 年至今无新项目落地，2019-2024 年粤丰环保垃圾焚烧量 CAGR 达 22.5%。**②效率：**2024 年吨发电量/吨上网电量为 384/330 千瓦时，厂用电率/厂使用率约 14%/110%，近 10 年受新项目落地产能利用率爬坡影响，经营指标下行，未来有一定提升空间。**③优势：**2023 年公司广东省/其他省份吨发电量为 383/362 千瓦时，垃圾处理费为 76-100/49-107 元/吨，粤丰具备一定区位优势，预计未来瀚蓝可对粤丰运营效率进行进一步赋能。

财务分析与盈利预测

财务分析：公司整体发展稳健，燃气对盈利能力短期扰动已明显改善，费用率稳定；经营性现金流净额向好，收现比稳步提升；2024 年以来公司已发布多项提升分红公告，估计公司 2024 年分红比例提升至 39.6%，参考 2025/03/13 收盘价，公司股息率预计提升至 3.76%。

盈利预测：预计 2024-2026 年公司实现归母净利润 16.45 亿元、18.43 亿元、23.02 亿元，同比增速分别为 15.1%、12.0%、24.9%，三年复合增速为 17.2%，对应 PE 估值分别为 10.5x、9.4x、7.5x，给予“买入”评级。

风险提示

1、盈利性不达预期风险；2、项目进度低于预期风险；3、国补退坡风险；4、盈利预测假设不成立或不及预期风险。

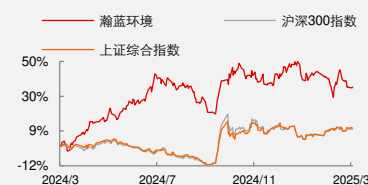
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	21.28
总股本(万股)	81,535
流通A股/B股(万股)	81,535/0
每股净资产(元)	16.10
近12月最高/最低价(元)	23.98/15.52

注：股价为 2025 年 3 月 13 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《瀚蓝环境：2024 年分红比例预计大幅提升》
2025-02-23
- 《瀚蓝环境 2024Q3 业绩点评：前三季度业绩同比增 18.8%，存量应收账款解决 7.9 亿元》
2024-11-02
- 《瀚蓝环境 2024H1 业绩点评：收入结构持续好转，期待并购粤丰增厚 EPS》
2024-08-26



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

立足垃圾焚烧的系统性环境服务公司.....	7
概况：全国性垃圾焚烧企业，协同发展气、水业务	7
管理：佛山南海区国资背景，高管长期深耕行业	10
固废：垃圾焚烧已投产 30,600 吨/日，另有 5,150 吨/日在建拟建	11
能源：燃气顺价中，制氢项目贡献增量	15
供排水：供水单价有望提升，污水付费机制已改善	18
收购粤丰环保带来 EPS 增量	19
并表比例或达 52.4%，目前进展良好	19
粤丰环保：立足广东，全国布局的垃圾焚烧企业	21
财务分析：经营稳健，现金流向好带来分红提升	26
利润表：业绩保持上行，盈利能力修复	26
资产负债表：负债率稳定，应收账款持续回笼	27
现金流量表：经营性现金流净额向好，利于分红提升	28
预计公司未来三年业绩复合增速约 17.2%	30
风险提示	32

图表目录

图 1：瀚蓝环境纵横一体化产业链布局	7
图 2：瀚蓝环境产业链布局情况	8
图 3：瀚蓝环境营业收入及增速	9
图 4：瀚蓝环境归母净利润及增速	9
图 5：瀚蓝环境分业务营业收入情况	9
图 6：瀚蓝环境营业收入构成情况	9
图 7：瀚蓝环境分业务毛利率情况	10
图 8：瀚蓝环境股权结构（2025-03-03）	10
图 9：瀚蓝环境垃圾焚烧产能结构	12
图 10：瀚蓝环境垃圾焚烧量情况	12
图 11：瀚蓝环境发电量&上网电量&上网电量占比情况	12
图 12：瀚蓝环境吨发电量情况	13
图 13：瀚蓝环境吨上网电量情况	13
图 14：垃圾焚烧公司运营产能对比（单位：万吨/日）	13
图 15：垃圾焚烧公司产能利用率对比	13
图 16：垃圾焚烧公司吨发电量对比（单位：千瓦时/吨）	13
图 17：垃圾焚烧公司吨上网电量对比（单位：千瓦时/吨）	13
图 18：垃圾焚烧公司自用电比例	14
图 19：垃圾焚烧公司吨垃圾收入（单位：元/吨）	14
图 20：瀚蓝环境固废业务产能情况（截至 2024 年 4 月）	14

图 21: 佛山市燃气供销示意图	16
图 22: 瀚蓝环境天然气产量&YoY	16
图 23: 瀚蓝环境液化气产量&YoY	16
图 24: 瀚蓝环境燃气业务收入&利润情况	17
图 25: 瀚蓝环境餐厨垃圾制氢项目模式	17
图 26: 瀚蓝环境氢气产量情况	18
图 27: 瀚蓝环境供水业务情况	18
图 28: 瀚蓝环境污水处理业务情况	18
图 29: 瀚蓝香港私有化粤丰环保资金情况及对瀚蓝环境影响	20
图 30: 瀚蓝香港私有化粤丰环保后粤丰环保股权结构情况	20
图 31: 粤丰环保发展历史	21
图 32: 粤丰环保股权结构情况 (截至 2025 年 2 月)	21
图 33: 粤丰环保营业总收入情况 (单位: 亿港元)	22
图 34: 粤丰环保归属普通股股东净利润情况 (单位: 亿港元)	22
图 35: 粤丰环保收入拆分情况 (单位: 亿港元)	22
图 36: 粤丰环保毛利润拆分情况 (单位: 亿港元)	22
图 37: 粤丰环保产能结构	23
图 38: 粤丰环保建造业务收入占比情况	23
图 39: 粤丰环保建造业务毛利润占比情况	23
图 40: 粤丰环保垃圾焚烧量情况	24
图 41: 粤丰环保发电量&上网电量&上网电量占比情况	24
图 42: 粤丰环保吨发电电量情况	24
图 43: 粤丰环保吨上网电量情况	24
图 44: 粤丰环保各地区项目日处理能力 (单位: 吨/日)	25
图 45: 粤丰环保项目分地区吨发电量对比 (2023 年, 单位: 千瓦时)	25
图 46: 粤丰环保垃圾处理费情况 (单位: 元/吨)	25
图 47: 粤丰环保 2023 年分地区垃圾处理量情况 (单位: 万吨)	25
图 48: 私有化前运营处理能力市占率	26
图 49: 私有化后运营处理能力市占率	26
图 50: 粤丰环保与瀚蓝环境吨发电量对比 (单位: 千瓦时)	26
图 51: 粤丰环保与瀚蓝环境吨上网电量对比 (单位: 千瓦时)	26
图 52: 瀚蓝环境营业收入&YoY	27
图 53: 瀚蓝环境归母净利润&YoY	27
图 54: 瀚蓝环境毛利率&净利率&ROE	27
图 55: 瀚蓝环境期间费用率	27
图 56: 瀚蓝环境资产负债率&有息负债率	28
图 57: 瀚蓝环境在建工程&无形资产&固定资产	28
图 58: 瀚蓝环境应收账款&票据情况	28
图 59: 瀚蓝环境现金流情况 (单位: 亿元)	29
图 60: 瀚蓝环境收现比&净现比	29
图 61: 瀚蓝环境分红情况	29

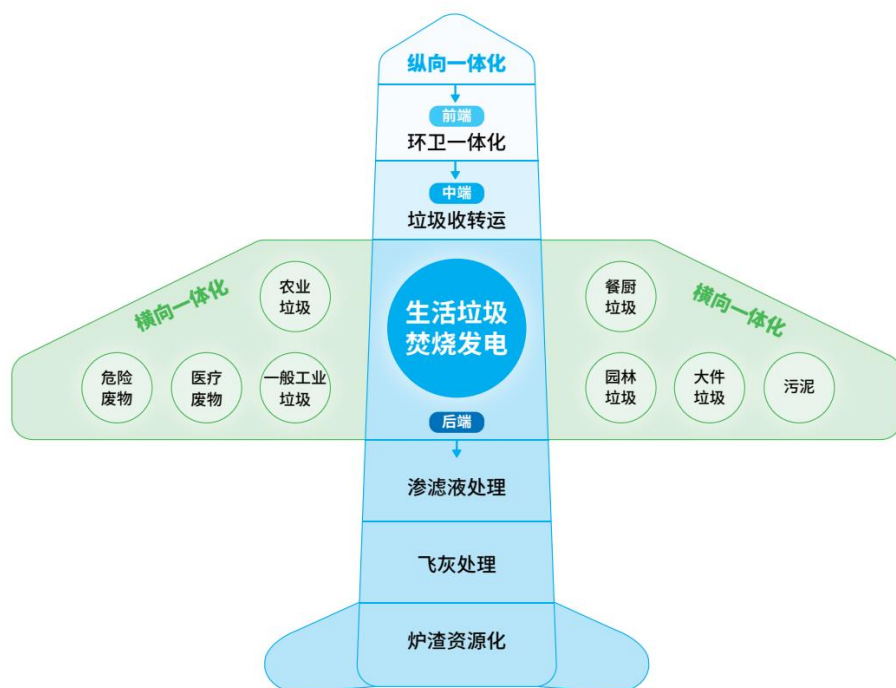
表 1：瀚蓝环境高管情况（截至 2025 年 2 月）	11
表 2：瀚蓝环境其他固废业务相关数据	14
表 3：瀚蓝环境在建/筹建项目情况.....	15
表 4：瀚蓝环境业务拆分	30
表 5：瀚蓝环境核心财务指标（2025-03-13）	31

立足垃圾焚烧的系统性环境服务公司

概况：全国性垃圾焚烧企业，协同发展气、水业务

瀚蓝环境是佛山市南海区国资委旗下环保平台企业（间接持股 34.5%），公司以佛山南海为基地，主营业务包括固废处理、燃气供应、污水处理及自来水供应。当前公司以垃圾焚烧发电业务为核心进行纵向、横向一体化发展，拓深垃圾焚烧前端运输及后端资源化处理、拓宽垃圾处理方式。

图 1：瀚蓝环境纵横一体化产业链布局



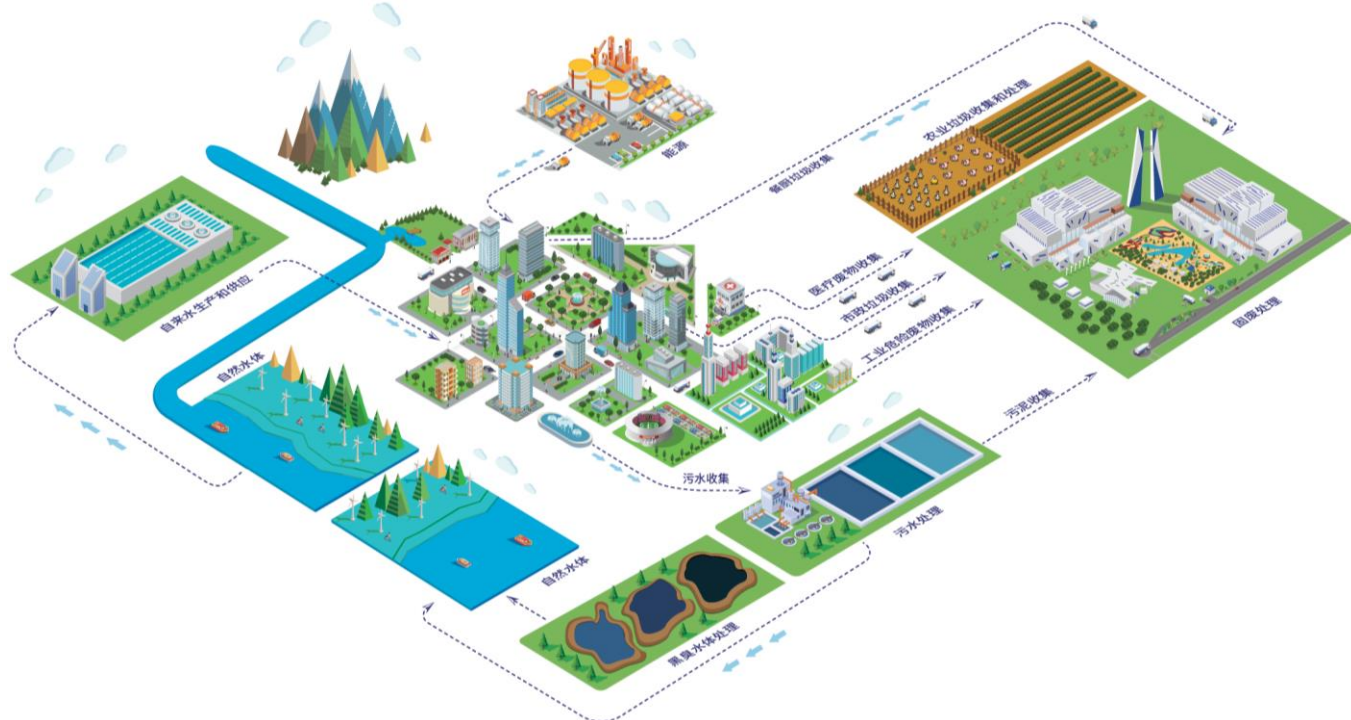
资料来源：公司官网，长江证券研究所

从公司主要业务发展历史来看：

- **燃气：**公司燃气业务主要依托于南海燃气发展子公司进行，其于 1994 年正式成立，随后多个子公司逐步建立，2012 年-2018 年公司通过受让股权、增资扩股、发股收购、竞价收购方式获得燃气发展 100% 股权；2016 年收购江西瀚蓝能源 70% 股权，实现跨区经营。南海区管道天然气年供气量从 1995 年的 5 万立方米持续增长至 2021 年的 9.87 亿立方米，公司燃气业务规模同步保持上升趋势。
- **供水：**公司 1999 年完成资产置换，主营业务转向自来水生产等公用实业方向为主，发展至当前，公司已拥有供水服务全产业链，包括取水、制水、输水到终端客户服务。
- **排水：**公司于 2004 年起基于供水业务开始拓展排水业务。当前公司排水业务已辐射南海全区所有街镇，拥有管网维护、泵站管理、污水处理厂运营管理的排水服务全产业链。

- **固废处理:** 2014 年公司通过并购创冠中国实现垃圾焚烧业务体量由 3,000 吨/日升至 14,350 吨/日,垃圾焚烧业务由佛山南海走向全国,随后依托存量项目进行扩建,经过几年精耕细作,公司整体吨垃圾上网电量达到行业前列;2019 年收购盛运环保部分在建项目(规模合计 3,500 吨/日),体量规模进一步扩充。2016 年公司通过成立合资公司进军危废领域;2019 年公司收购国源环境 100%股权进军环卫领域,大固废业务布局逐步搭建。

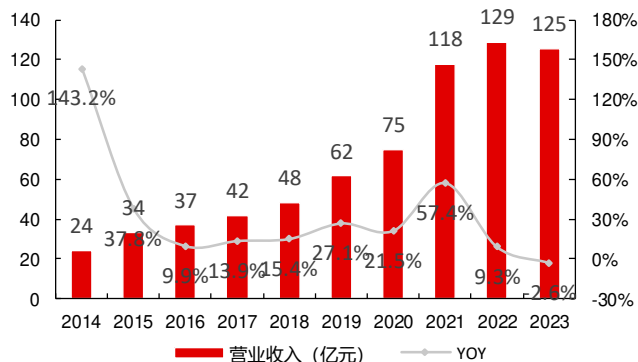
图 2: 瀚蓝环境产业链布局情况



资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

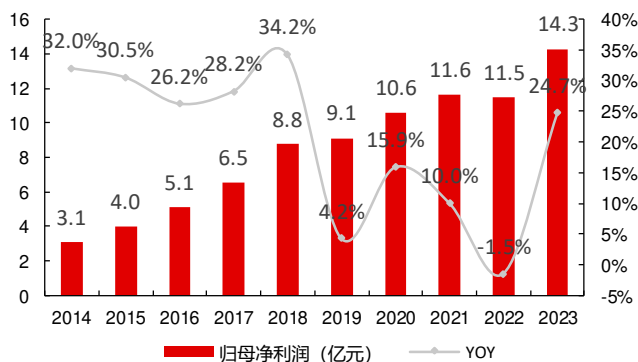
2014 年起步入快速发展期, 收入利润增速表现亮眼。2014 年并购创冠中国后公司正式步入发展快车道, 2014-2023 年营收/归母净利润 CAGR 为 29%/20%, 各项业务同时扩张带来整体高速发展。2023 年公司营收同比略降 2.6%但净利润增长 24.7%, 主因资本开支下行垃圾焚烧建设收入下滑, 当年工程与装备业务收入同比下降 51.7%, 但固废处理业务实际净利润同比增 9.3%, 表明公司垃圾焚烧运营能力有进一步发展; 此外 2023 年公司燃气业务扭亏, 主要得益于 2023 年 4 月燃气顺价完成, 盈利性修复。2024Q1-3 营收同比下滑 2.58%, 建设收入持续下行, 归母净利润同比增长 18.8%, 整体盈利性向好。

图 3：瀚蓝环境营业收入及增速



资料来源：公司公告，长江证券研究所

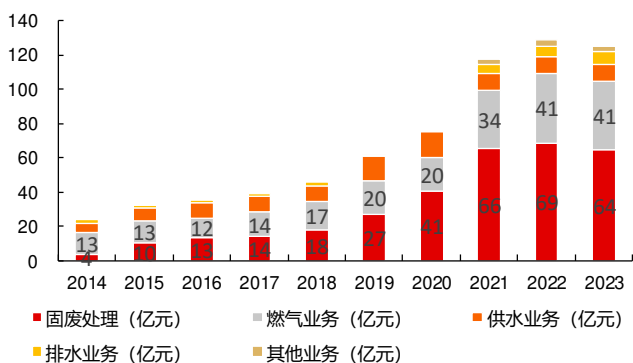
图 4：瀚蓝环境归母净利润及增速



资料来源：公司公告，长江证券研究所

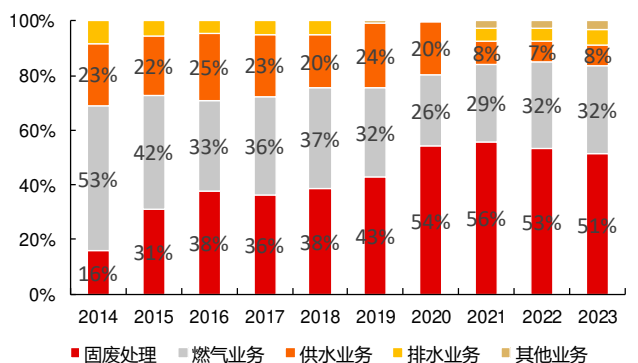
固废处理收入占比保持上行趋势，近 3 年毛利率受燃气业务影响有下滑。2014 年-2023 年公司固废处理业务营收由 3.78 亿元增长至 64.3 亿元，占营收比例由 16%提升至 51%。2022-2023 年固废处理收入略有下降主因在建工程逐渐投运，预计未来工程收入下滑对公司影响将持续弱化。公司整体毛利率于 2014 年、2021 年有两次明显下台阶，2014 年公司并购大量垃圾焚烧业务，对整体毛利率有一定影响，此后公司通过垃圾焚烧场提效推动毛利率上行；2021 年年报起 BOT 项目确认建造收入，对固废业务毛利率存一定拖累，且 2021 年受燃气成本上涨及销售端限价影响燃气业务毛利率明显下降，2022 年趋势延续，2023 年燃气顺价完成后毛利率明显修复。

图 5：瀚蓝环境分业务营业收入情况



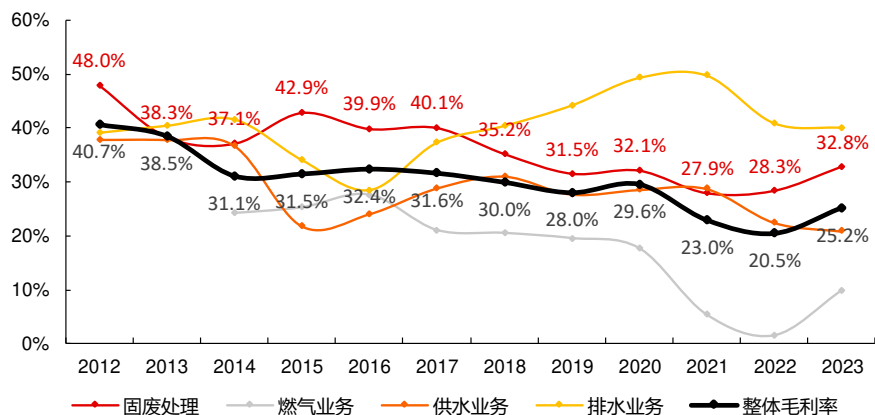
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 6：瀚蓝环境营业收入构成情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 7：瀚蓝环境分业务毛利率情况

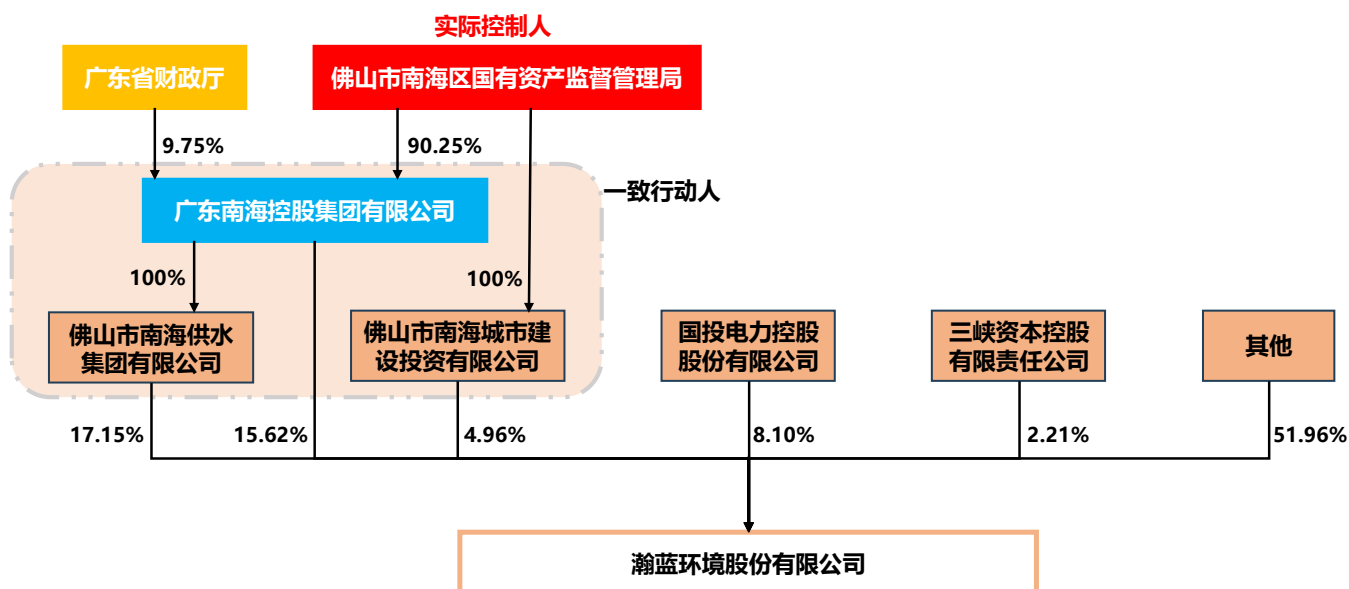


资料来源：公司公告，长江证券研究所

管理：佛山南海区国资背景，高管长期深耕行业

佛山市南海区国资委为公司实际控制人，其通过南海控股、南海供水集团、南海城建投（三者为一致行动人）间接持股瀚蓝环境 34.53%股份；公司于 2018 年 4 月获得国投电力二级市场大宗交易投资，其当前持股比例为 8.10%。

图 8：瀚蓝环境股权结构（2025-03-03）



资料来源：Wind，长江证券研究所

管理层深耕行业，带领公司规模跻身行业前列。

- 董事长张厚祥先生曾任南海市国资委党组书记、局长等职务，2024 年起于公司任职；总经理金铎女士自 2004 年起在公司任职；副总经理雷鸣先生于 2005 年起在公司工作，曾任投资发展部部长；副总经理刘泳全先生于 2009 年起在瀚蓝环境子公司燃气发展工作，曾担任总经理，2014 年起担任瀚蓝环境副总裁。

- 2014 年（垃圾焚烧行业发展初期）公司管理层带领公司完成对当时垃圾焚烧体量行业前十的创冠中国的收购（有业绩承诺+抵押款），垃圾焚烧设计产能由 3,000 吨/日升至 14,350 吨/日，在行业低点实现焚烧项目的全国布局，后续以存量项目为依托进行大量扩建。

表 1：瀚蓝环境高管情况（截至 2025 年 2 月）

姓名	职务	任职日期	持股数量	工作经历
张厚祥	董事长	2024/6/28	-	历任南海市共青团平洲区委副书记，南海市（区）平洲街道党委委员，南海区桂城街道办事处副主任、党工委委员，广东金融高新区管委会三山新城建设局局长，桂城街道三山新城社会管理处党委书记，南海区三山新城建设局局长，南海区九江镇党委副书记、镇长，西樵山风景名胜（文化旅游区）管委会副主任，南海区九江镇人民政府党委副书记、镇长、一级主任科员、四级调研员，南海区委统战部副部长，南海区工商联党组书记、常务副主席、四级调研员，南海区国有资产监督管理局党组书记、局长、四级调研员，南海区人大常委会委员。现任瀚蓝环境股份有限公司党委书记。
金铎	副董事长 总经理	2011/6/28 (自 2005/6/28 起任董事)	9.67 万股	2004 年 3 月至今在瀚蓝环境股份有限公司工作，历任副总经理、常务副总经理、董事会秘书、总裁、副董事长等职务。2005 年 6 月起任瀚蓝环境董事，2011 年 6 月起任瀚蓝环境总经理，2014 年 6 月起任瀚蓝环境副董事长。
雷鸣	副总经理	2014/6/30	0.32 万股	2005 年至今均在瀚蓝环境股份有限公司工作，历任投资发展部副部长、部长。2014 年 6 月起任瀚蓝环境股份有限公司副总裁。
刘泳全	副总经理	2014/6/30	-	2009 年 3 月至 2014 年 6 月在燃气发展工作，历任副总经理、副书记、董事、董事长、总经理。2014 年 6 月起任瀚蓝环境股份有限公司副总裁，2020 年 9 月起任瀚蓝环境股份有限公司党委委员。

资料来源：Wind，长江证券研究所

固废业务稳中有增，短期关注燃气价格波动

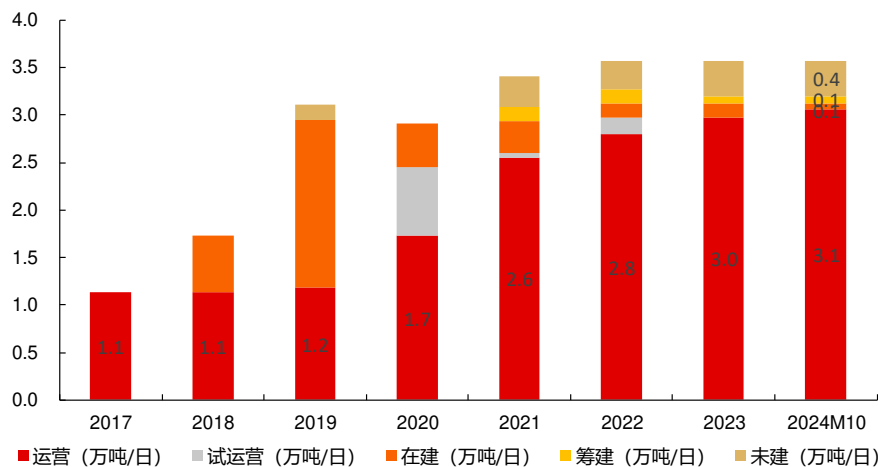
固废：垃圾焚烧已投产 30,600 吨/日，另有 5,150 吨/日在建拟建

垃圾焚烧项目运营良好

在手产能 86%已投运，未来仍有增量贡献。截至 2024 年 10 月，瀚蓝环境生活垃圾焚烧发电在手订单合计规模 35,750 吨/日（不含参股项目），其中已投产项目规模为 30,600 吨/日，在建项目规模 650 吨/日，筹建项目规模 750 吨/日，未建项目规模 3,750 吨/日，在建+筹建+未建项目合计产能 5,150 吨/日，未来随着项目逐渐投运将仍有一定运营利润贡献。

- **海外拓展：**国内市场已逐渐饱和，公司已开始积极布局东南亚等海外市场。公司于 2023 年收购新源能源 40% 股权（国投环能持股 60%，瀚蓝参股经营），其拥有垃圾焚烧发电规模 4,500 吨/日，其中海外项目泰国曼谷农垦二期项目（1,400 吨/日）和安努项目（1,400 吨/日）已于 2024 年 2 月开工，项目投运将增厚公司投资收益。

图 9：瀚蓝环境垃圾焚烧产能结构

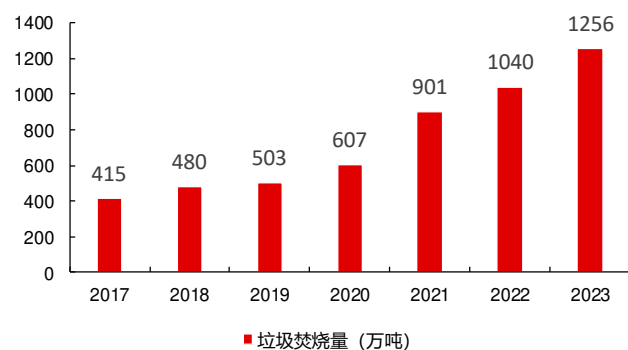


资料来源：公司公告，长江证券研究所

垃圾焚烧量持续扩张，经营效率保持上行。2018-2023 年瀚蓝环境垃圾焚烧量 CAGR 达 20.3%，2023 年全年垃圾焚烧量为 1256 万吨；2023 年公司吨发电量/吨上网电量为 367/315 千瓦时，较 2018 年提升 10%/12%，吨发电量、吨上网电量均保持上行趋势；上网电量占比达 85.7%，持续攀新高。

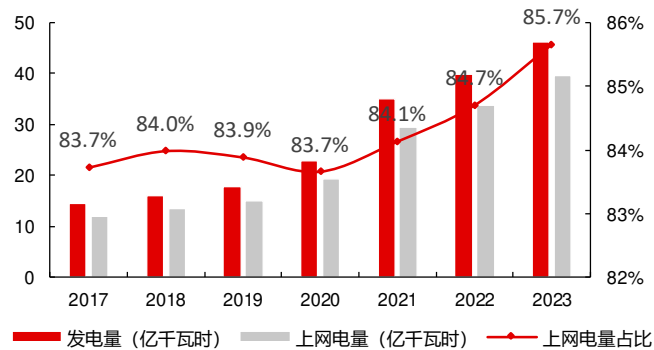
➤ **2022 年起吨发电量&吨上网电量下降原因：**1) 部分新增项目热值略低；2) 公司开始拓展盈利能力更强、现金流更好的供热业务，部分垃圾用于供热而非上网。截至 2024Q3 公司已累计签订 13 个垃圾焚烧发电项目对外供热协议，2024Q1-3 供热量达 104.23 万吨，同比增 33.3%。

图 10：瀚蓝环境垃圾焚烧量情况



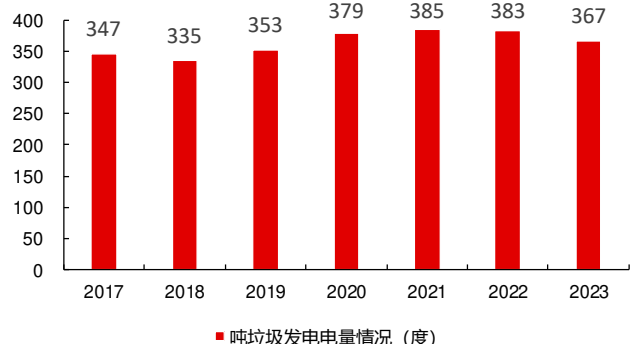
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 11：瀚蓝环境发电量&上网电量&上网电量占比情况



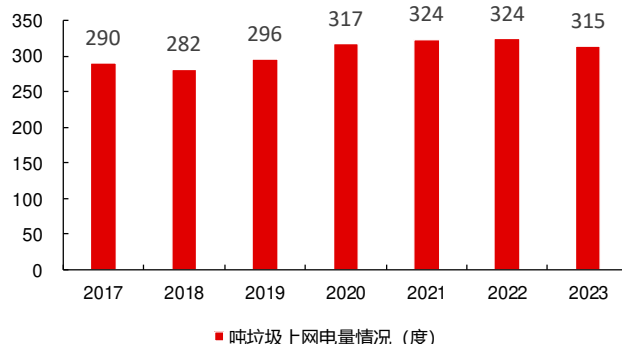
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 12: 瀚蓝环境吨发电量情况



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

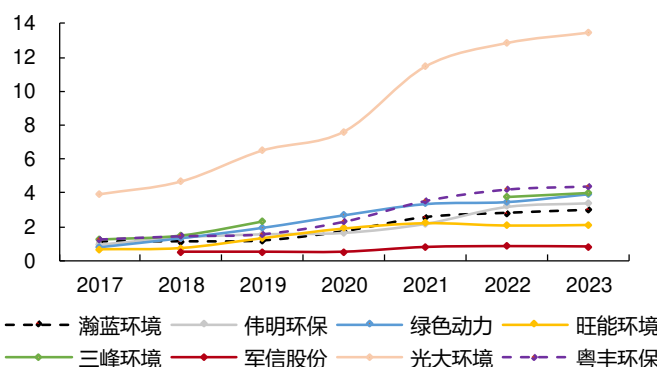
图 13: 瀚蓝环境吨上网电量情况



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

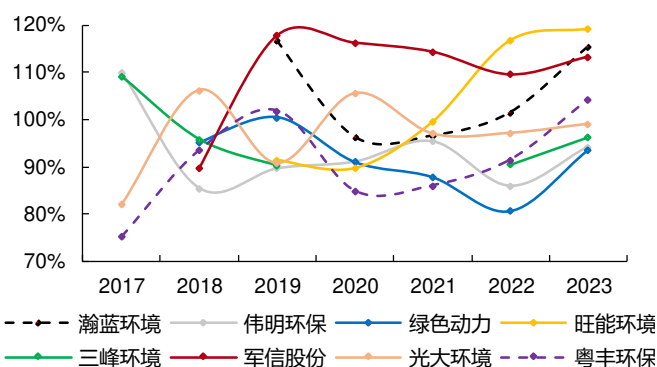
产能居行业前列, 运营指标优异。2023 年瀚蓝环境运营产能 2.98 万吨/日, 位列行业第二梯队; 产能利用率达 115.5%, 居于行业第二; 吨发电量、吨上网电量均位于行业前列, 自用电比例较低, 整体经营效率良好; 吨垃圾收入 260 元, 居于行业第一梯队, 主要系公司优秀经营效率叠加主动拓展供热业务影响。

图 14: 垃圾焚烧公司运营产能对比 (单位: 万吨/日)



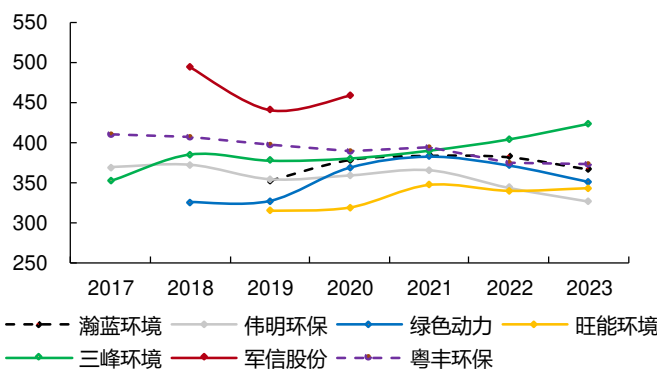
资料来源: 各公司公告, 长江证券研究所

图 15: 垃圾焚烧公司产能利用率对比



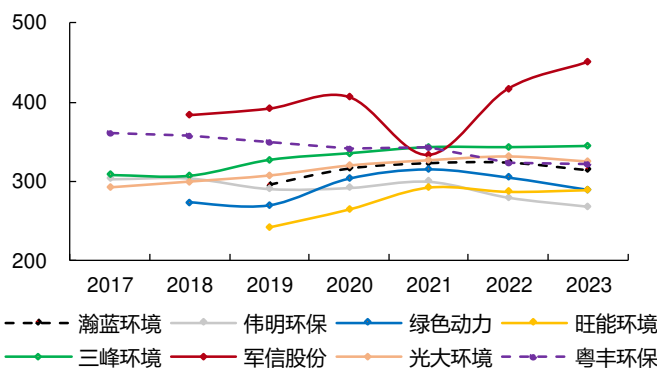
资料来源: 各公司公告, 长江证券研究所

图 16: 垃圾焚烧公司吨发电量对比 (单位: 千瓦时/吨)



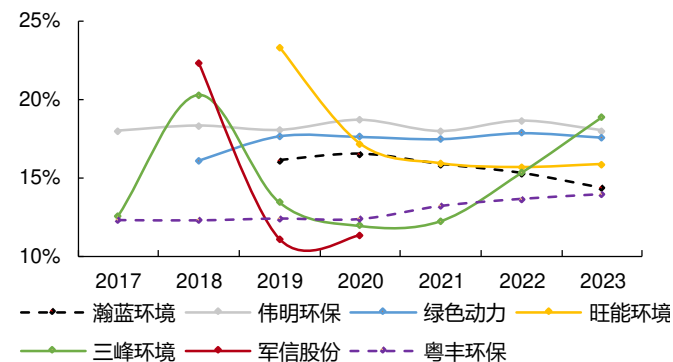
资料来源: 各公司公告, 长江证券研究所

图 17: 垃圾焚烧公司吨上网电量对比 (单位: 千瓦时/吨)



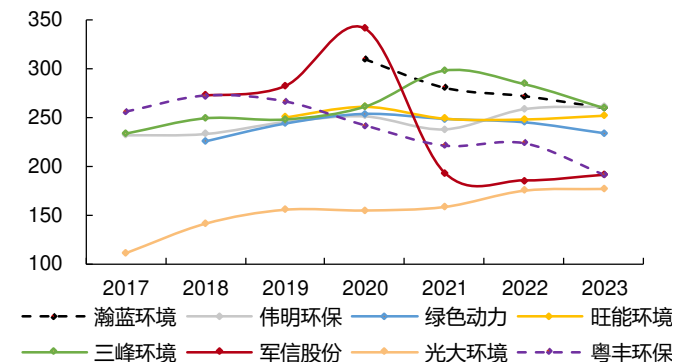
资料来源: 各公司公告, 长江证券研究所

图 18：垃圾焚烧公司自用电比例



资料来源：各公司公告，长江证券研究所

图 19：垃圾焚烧公司吨垃圾收入 (单位：元/吨)



资料来源：各公司公告，长江证券研究所

其他固废业务平稳发展中

公司执行“大固废”战略，在环卫服务、工业危废、餐厨/厨余处理、农业垃圾处理等方面均有涉及，业务规模平稳发展：

- **环卫**：公司环卫业务重点在垃圾焚烧发电项目所在地拓展前端的环卫业务，立足南海区、依托并购的瀚蓝城服实现规模增长，当前瀚洁公司环卫业务也持续推进中，截至 2024 年 8 月已实现山东济宁、江苏淮安等地项目拓展；
- **危废**：截至 2024 年 4 月，公司共有 4 个工业废物处理项目，2 个位于佛山市，其他位于浙江省嘉兴市和江西省赣州市，整体工业废物处理规模为 22.55 万吨/年。
- **餐厨**：公司开发了国内首个智慧化餐厨收运体系，从收集、运输、接收端全过程信息化处理，当前已实现餐厨垃圾 100%全资源化利用。

图 20：瀚蓝环境固废业务产能情况 (截至 2024 年 4 月)



资料来源：公司官网，长江证券研究所

表 2：瀚蓝环境其他固废业务相关数据

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
垃圾转运量 (万吨)	122	157	199	196	199	239	248
污泥处理量 (万吨)	10.4	10.5	13.7	12.7	15.9	27.6	27.6

飞灰处理量（万吨）	4.1	4.0	4.4	5.1	5.7	5.5	6.2
餐厨垃圾处理量（万吨）	7	9	25	18	25	26	40
餐厨垃圾发电量（万千瓦时）			1580	1668	1773	1776	1115
垃圾填埋量（万吨）	26.8	24.6	33.9	32.5	45.7	29.3	2.6
工业危废处理量（万吨）			3.6	4.1	9.0	8.9	9.7
农业垃圾处理量（万吨）					38	34	73

资料来源：公司公告，长江证券研究所

待投产项目支撑未来 3 年内生增长

截至 2024Q3，公司仍有 2 个垃圾焚烧发电项目（规模合计 1,400 吨/日）、4 个其他固废项目在建/筹建，预计确认收入时间从 2024 年四季度到 2026 年，则在手待投产项目未来仍能支持 3 年左右内生增长。此外，2024 年有 1 个 800 吨/日规模的垃圾焚烧发电项目、3 个其他固废项目和 1 个 5 万方/日规模的污水处理项目投运，预计到 2025 年仍有一定产能爬坡空间，同样贡献内生增长。

表 3：瀚蓝环境在建/筹建项目情况

项目类型	项目名称	项目状态	产能规模	预计确认收入时间
生活垃圾焚烧发电	大连项目一期扩建	在建	650 吨/日	2024Q4
生活垃圾焚烧发电	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	筹建	生活垃圾焚烧发电：750 吨/日 炉渣综合利用项目：55 万吨/年	2026A
生活垃圾转运站	惠安县生活垃圾中转站 PPP 项目（黄塘站）	在建	150 吨/日	2025H1
有机垃圾处理	哈尔滨餐厨项目二期	在建	200 吨/日	2025H2
农业垃圾处理	桂平农业资源循环利用处理中心项目	在建	20 吨/日	2025H1（建成时间）
固废处理环保产业园	南海区生物质资源综合利用中心项目一期	筹建	400 吨/日	2026A

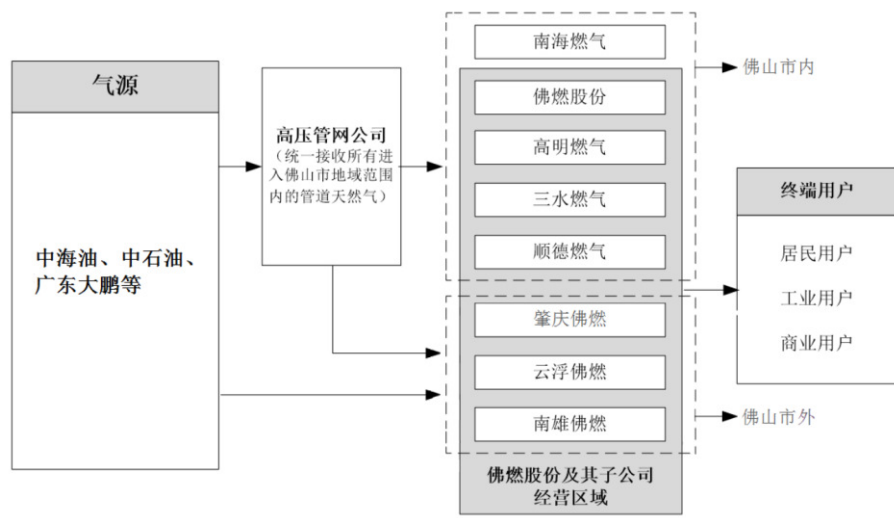
资料来源：公司公告，长江证券研究所

能源：燃气顺价中，制氢项目贡献增量

气源通过高压管网公司供应，由燃气发展运输至终端用户。公司燃气业务主要由子公司燃气发展（南海燃气）进行，燃气发展须向高压管网公司采购管道天然气，高压管网公司拥有统一接收所有进入佛山市地域范围内管道天然气的独家特许经营权。燃气发展与高压管网公司签订了为期 25 年的照付不议《天然气分销合同》（合同量+超额量，合同量部分价格固定，超额部分按照市场价格），履行期限至 2031 年，整体气源稳定。

➤ **跨区经营：**公司于 2016 年收购江西瀚蓝能源 70% 股权，获得江西省樟树市 11 个街镇的燃气特许经营权。

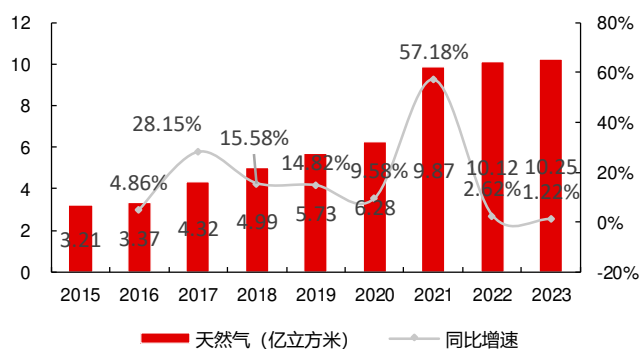
图 21：佛山市燃气供销示意图



资料来源：佛燃能源招股说明书，长江证券研究所

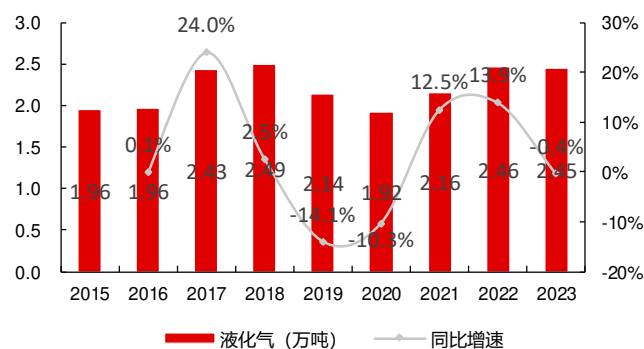
顺价持续进行，盈利波动预计减少。公司燃气产量 2021 年同比增 57%，主因 2020 年完成南海区建筑陶瓷企业清洁能源改造工程（煤改气），奠定新增用气量基础，但受国际能源价格上涨影响公司采购成本上升，限价政策影响下公司大用户在 2021Q3 起出现购销差倒挂的情况，当年燃气业务毛利率降至 5.4%；2022 年趋势延续，毛利率进一步降至 1.4%；2023 年燃气顺价开始推动，毛差逐步修复，毛利率回升至 10%；2024 年盈利水平已基本恢复正常，上半年实现净利润约 1.17 亿元。预计未来公司将持续推进理顺天然气价格机制、积极推进上游优质气源供应多元化和结构多样化，整体燃气业务业绩将维持稳定。

图 22：瀚蓝环境天然气产量&YoY



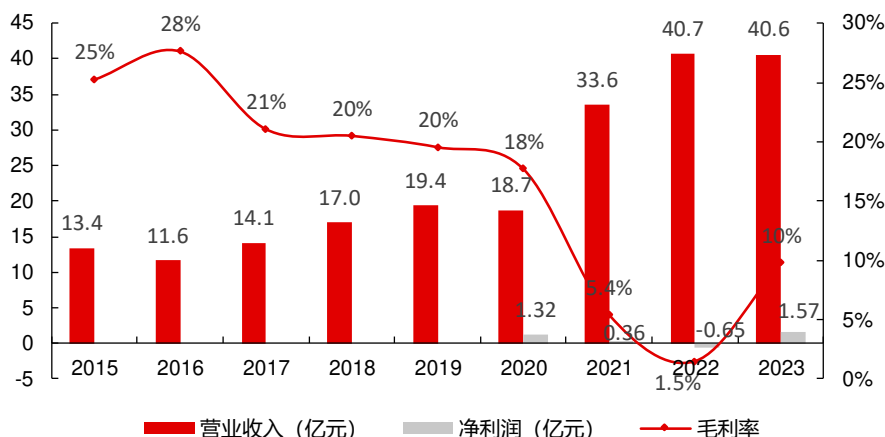
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 23：瀚蓝环境液化气产量&YoY



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 24：瀚蓝环境燃气业务收入&利润情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

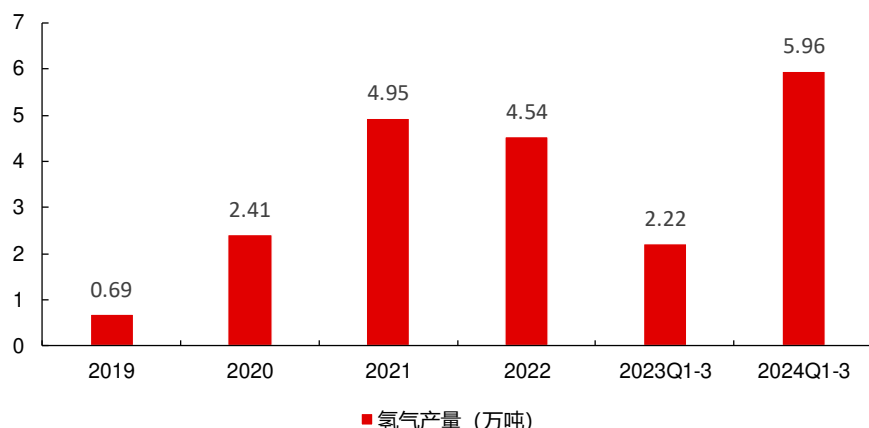
2023H1 建成餐厨垃圾制氢业务，预计年营收超过 5000 万元。公司于 2022 年启动在佛山南海建设餐厨垃圾制氢项目，设计规模年产约 2200 吨氢气，结合在南海已建设运营的 5 个加氢站（3.5 吨/日），以及氢能环卫车和公交车的应用，形成制氢、加氢、用氢一体化模式。2024H1 餐厨垃圾发电量同比降幅 68.76%、氢气同比增 293.04%，主要是绿电餐厨项目沼气发电业务自 2023 年下半年起改为销售沼气业务至餐厨垃圾制氢项目用作制氢原料。

图 25：瀚蓝环境餐厨垃圾制氢项目模式



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 26：瀚蓝环境氢气产量情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

供排水：供水单价有望提升，污水付费机制已改善

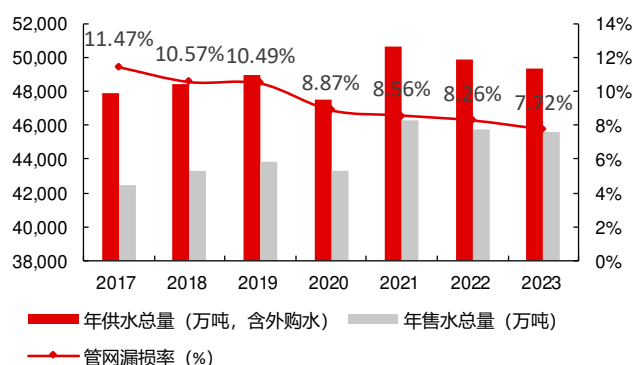
供水：2021 年公司供水产能达到 150 万吨/日后无新增产能，2023 年供水量和销售水量分别达到 4.94 亿吨和 4.56 亿吨，漏损率降至 7.72%，主因公司在 2015 年之前售水以趸售为主，2015 年改为以直供为主，售水方式的不同导致水损率上升较快，经过 3 年的经营，水损率持续下降。

- **供水单价未来有提升预期：**公司 2020 年发布的可转债跟踪评级报告显示“自 2016 年 2 月以来，公司自来水销售的平均水价未发生变化”，且 2021-2023 年公司供水收入基本未变化。由于供水行业属合理收益率定价模式，在人工、药剂成本持续上行的前提下，供水单价未来有望得到提升。

污水：截至 2024Q3 末，公司已无在建筹建排水项目，2025 年预计部分 2024 年投产的排水项目产能爬坡带来一定内生增长，后续维持相对稳定。

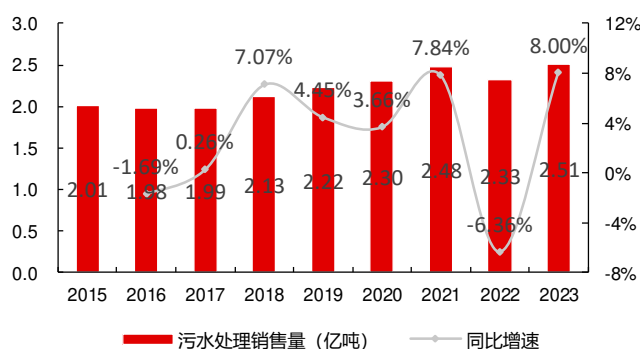
- **2023Q4 起污水处理费付费机制改善：**公司 2023 年年报披露“南海区污水处理费付费机制于第四季度调整，加速污水处理费回收，第四季度收到南海区代收污水处理费约 2 亿元”，付费机制调整对公司经营性现金流净额有明显促进。

图 27：瀚蓝环境供水业务情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 28：瀚蓝环境污水处理业务情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

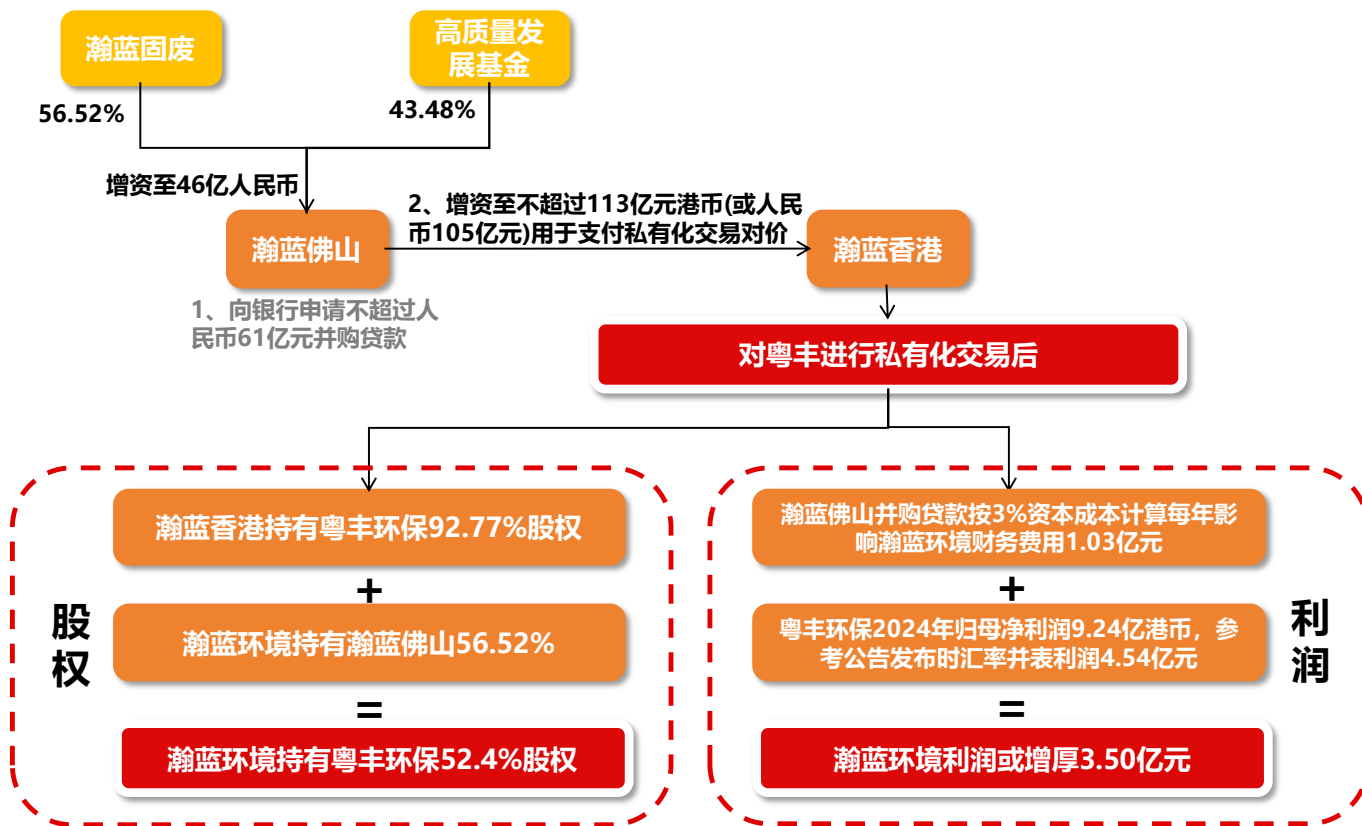
收购粤丰环保带来 EPS 增量 并表比例或达 52.4%，目前进展良好

2024 年 7 月 7 日，瀚蓝环境发布公告，拟联合投资人广东恒健、南海控股向公司境内间接子公司瀚蓝（佛山）投资有限公司增资，并通过瀚蓝佛山直接子公司瀚蓝香港提出协议安排计划，以协议安排方式私有化香港联交所上市公司粤丰环保。

2024 年 7 月 22 日，瀚蓝环境公告私有化细节，1) 拟批准瀚蓝香港作为要约人，在满足先决条件的前提下向计划股东和购股权持有人提出私有化粤丰环保的建议；2) 瀚蓝固废及高质量发展基金向瀚蓝佛山子公司增资至 46 亿人民币，增资完成后，瀚蓝固废将持有瀚蓝佛山 56.52% 股权，高质量基金将持有瀚蓝佛山 43.48% 股权。同时，瀚蓝佛山拟向银行申请不超过人民币 61 亿元的并购贷款。此后由瀚蓝佛山向瀚蓝香港增资至不超过 113 亿港元（或人民币 105 亿元），用于支付本次私有化交易对价。

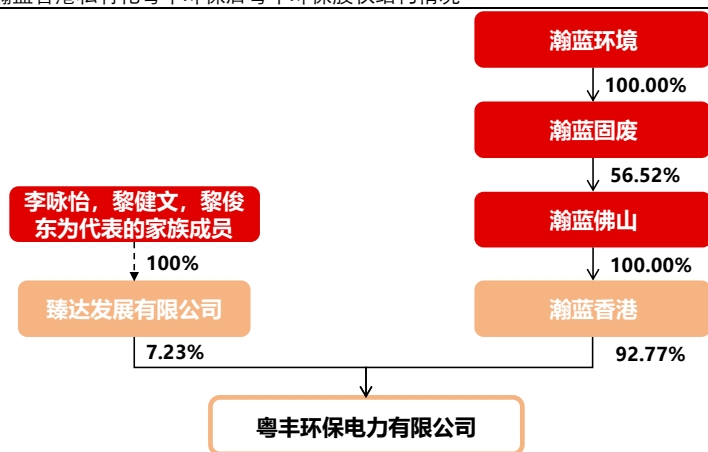
- **粤丰股权变化：**如果交易顺利完成，若全部购股权均未行权，瀚蓝香港将持有粤丰环保 92.77% 股权，瀚蓝香港为瀚蓝佛山全资境外子公司，增资完成后瀚蓝环境持有瀚蓝佛山 56.52% 股权，即，瀚蓝环境持有粤丰环保 52.44% 股权。
- **瀚蓝利润变化：**粤丰环保 2024 年归母净利润为 9.24 亿港元，按照公告披露日汇率计算约 8.65 亿人民币，则瀚蓝环境并表利润约 4.54 亿元人民币（ $52.44\% \times 9.24 \text{ 亿港元} \times 0.9371 \text{ 人民币/港元}$ ）。瀚蓝佛山拟向银行申请不超过人民币 61 亿元的并购贷款，按照 3% 资金成本计算，则约影响瀚蓝环境财务费用 1.83 亿元，新增财务费用对瀚蓝环境归母净利润影响约 1.03 亿元（ $61 \text{ 亿元} \times 3\% \times 56.52\%$ ），则考虑财务费用后，并购粤丰环保或增厚瀚蓝环境利润 3.50 亿元（占瀚蓝环境 2023 年归母净利润 24.5%）。

图 29：瀚蓝香港私有化粤丰环保资金情况及对瀚蓝环境影响



资料来源：瀚蓝环境公司公告，长江证券研究所

图 30：瀚蓝香港私有化粤丰环保后粤丰环保股权结构情况



资料来源：瀚蓝环境公司公告，长江证券研究所

并购进展：截至 2025/3/13，当前并购前提条件已完成：1、粤丰环保剥离粤展环境；2、瀚蓝环境董事会、股东大会批注；3、向瀚蓝佛山增资 46 亿元；4、获得境外投资批注；5、获得反垄断批准。目前尚需进行标的公司子公司解除担保。

粤丰环保：立足广东，全国布局的垃圾焚烧企业

概况：深耕垃圾焚烧业务的广东民企

粤丰环保首家主要附属公司于 2003 年成立，随后不断扩大广东省内垃圾焚烧业务规模；2014 年粤丰环保于香港交易所上市，开始拓展广东省外垃圾焚烧项目；2020 年起公司向综合智能城市管理服务商转型，扩展环卫、智慧城市管理服务业务。截至 2024 年底，公司垃圾焚烧运营产能为 4.37 万吨/日，在建/规划中产能为 0.89 万吨/日。

图 31：粤丰环保发展历史

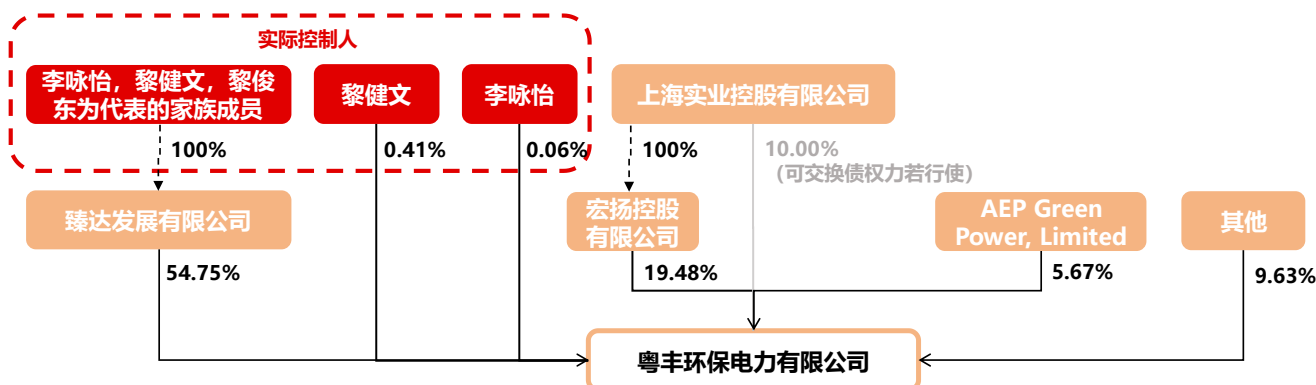
● 本集团首家主要附属公司科伟成立	● 收购广东省以外的首个项目-来宾垃圾焚烧发电项目100%的股权	● 向上实控股于一级市场配售10亿港元股份	● 与上实控股首次展开项目层面的合作 ● 与上实控股及中国宝武集团于上海宝山垃圾焚烧发电项目进行合作		● 获延续一笔28亿港元的绿色银团贷款	● 首次进军安徽省环卫领域，中标城市管家服务项目				
2003年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020-21年	2022年	2023年	2024年
	● 完成对东莞粤丰的收购 ● 3位投资者于上市前投资 ● 在香港交易所上市		● 向国际金融公司发行4.65港元可换股债券 ● 获纳入深港通		● 上实控股于二级市场购入约2.89亿港元股份 ● 成功从国际金融公司及6家金融机构取得14亿港元的贷款额度		● 实现多个项目同步建设及竣工投产 ● 垃圾焚烧发电业务进入成熟发展阶段，公司转型成为综合智能城市管理服务提供商 ● 力拓轻资产业务		● 环卫业务实现规模突破、市场突破、区域突破，全产业链发展取得丰厚成果 ● 首次在核证碳标准平台成功注册，实现碳资产开发的突破	

资料来源：粤丰环保官网，长江证券研究所

创始家族控股，与二股东上海实业深度合作。公司控股股东为臻达发展有限公司，持有公司 54.75% 股份，实控人为李咏怡、黎健文、黎俊东为代表的家族成员。上市以来粤丰与上海实业有股权、业务方面合作，截至 2025 年 2 月上海实业通过全资子公司宏扬间接控股粤丰 19.48% 股份，持有本金金额为 16.37 亿港元的可交换债券，该可交换债券赋予上实与臻达发展交换不超过 2.44 亿股粤丰股份的权力（约占粤丰总股本 10%），臻达发展承诺私有化文件发布前取得上实书面同意解除质押。

➤ **截至 2024 年粤丰与上实合作情况：1) 股权：**粤丰环保持有四川上实 30% 股权（四川上实拥有达州佳境 100% 股权）；粤丰环保持有上实宝金刚 18% 股权。**2) 业务：**粤丰环保 2022 年 2 月与上实宝金刚签订运营管理协议；粤丰科维 2022 年 9 月与达州佳境（拥有达州上实 100% 股权）订立运营管理协议；粤丰粤展于 2023 年 3 月与达州上实签订了废物处理服务协议。

图 32：粤丰环保股权结构情况（截至 2025 年 2 月）



资料来源：Wind，长江证券研究所

收入伴随规模增长快速上行，2023 年以来建造收入下降，运营业务良好发展。2011 年以来粤丰环保持续拓展新项目，整体规模快速提升，2022 年营收达到峰值 83.2 亿港元，随后公司新增项目减少，建造收入大幅下降，2024 年营收/净利润分别为 42.0/9.24 亿港元。2024 年公司垃圾焚烧业务收入/毛利润同比增加 4.3%/4.7%，占整体比例分别为 85%/83%，运营业务良好发展。

图 33：粤丰环保营业总收入情况（单位：亿港元）



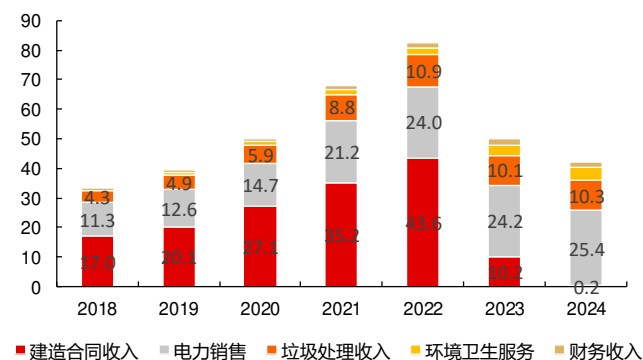
资料来源：粤丰环保公司公告，长江证券研究所

图 34：粤丰环保归属普通股股东净利润情况（单位：亿港元）



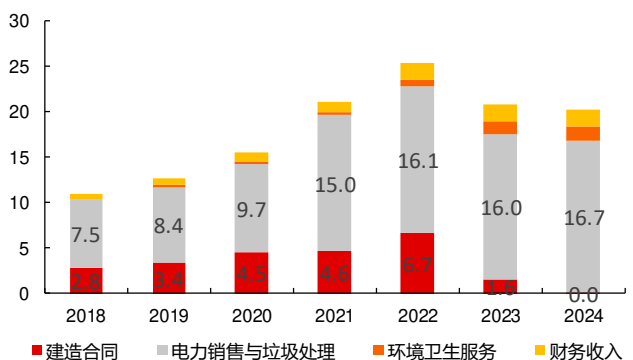
资料来源：粤丰环保公司公告，长江证券研究所

图 35：粤丰环保收入拆分情况（单位：亿港元）



资料来源：粤丰环保公司公告，长江证券研究所

图 36：粤丰环保毛利润拆分情况（单位：亿港元）

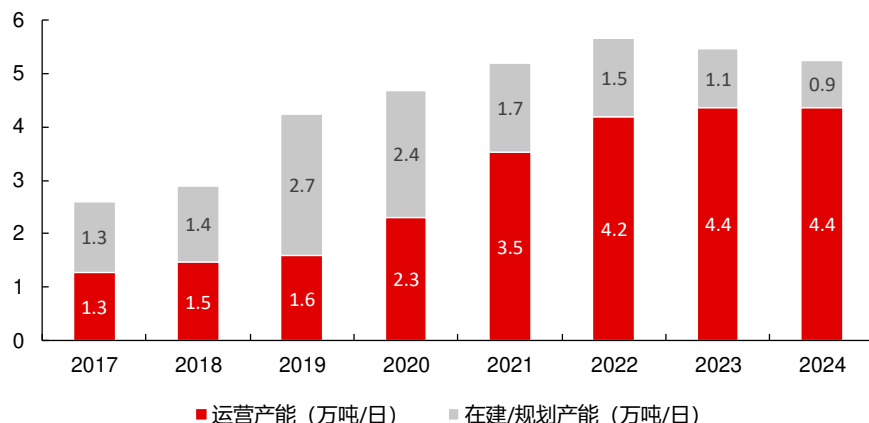


资料来源：粤丰环保公司公告，长江证券研究所

垃圾焚烧：建设期转入运营期，效率提升为后续看点

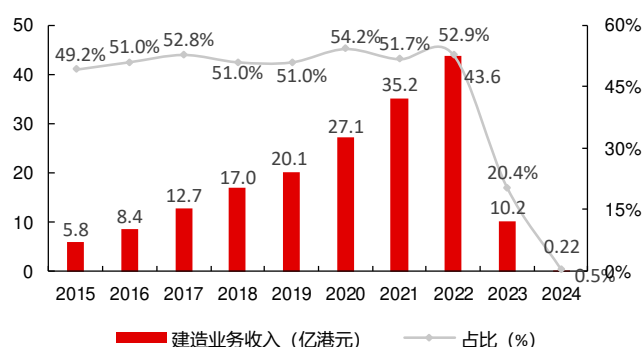
粤丰环保当前由建设期转入运营期，收入结构改善中。截至 2024 年底，粤丰环保运营产能规模 4.37 万吨/日，建设/规划中产能规模 0.89 万吨/日，2023 年底至今无新项目落地，目前惠东（1,500 吨/日）、百色（1,200 吨/日）项目在规划中。2024 年公司建造业务收入占整体 0.5%，毛利润占整体 0.2%，公司建造收入近 2 年大幅下滑，建设收入下行预计带来公司收入结构改善，后续业绩稳定性将持续向好。

图 37：粤丰环保产能结构



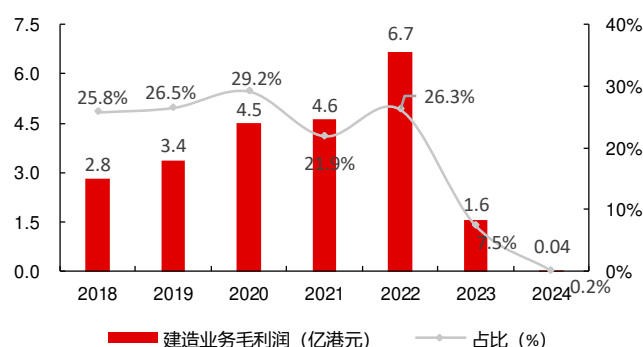
资料来源：粤丰环保公司公告，长江证券研究所

图 38：粤丰环保建造业务收入占比情况



资料来源：粤丰环保公司公告，长江证券研究所

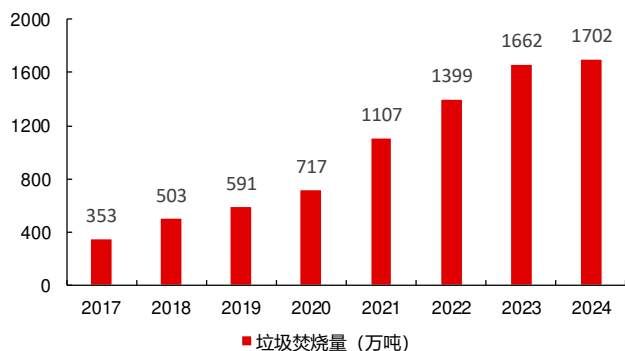
图 39：粤丰环保建造业务毛利润占比情况



资料来源：粤丰环保公司公告，长江证券研究所

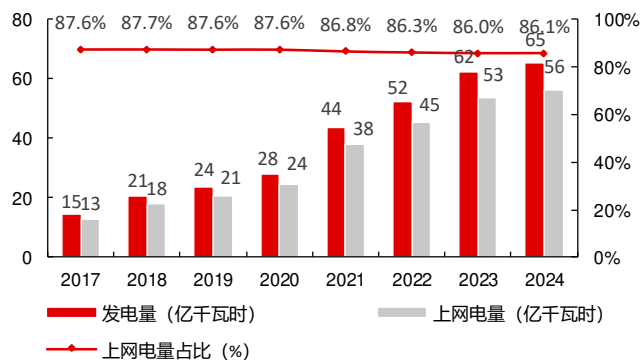
项目投运带来近 10 年垃圾焚烧量快速上行，预计未来经营效率将提升。2024 年粤丰环保全年垃圾焚烧量为 1702 万吨，吨发电量/吨上网电量为 384/330 千瓦时。2019-2024 年粤丰环保垃圾焚烧量 CAGR 达 22.5%，项目陆续落地带来垃圾焚烧量快速提升；随之吨发电量及吨上网电量趋势下行，主因新项目投产后存产能爬坡时间，厂用电率/厂使用率约 14%/110%。伴随存量项目产能利用率提升，预计后续粤丰环保吨发电量、吨上网电量保持上行，带动整体经营效率提升。

图 40：粤丰环保垃圾焚烧量情况



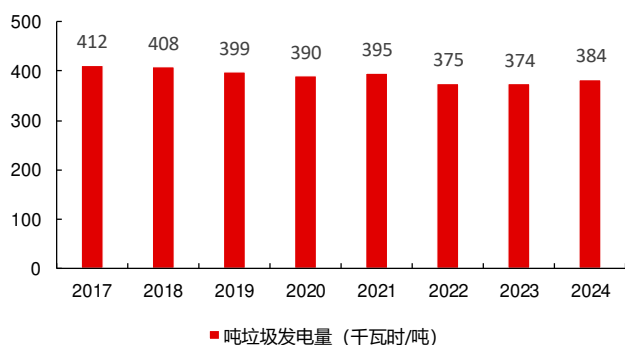
资料来源：粤丰环保公司公告，长江证券研究所

图 41：粤丰环保发电量&上网电量&上网电量占比情况



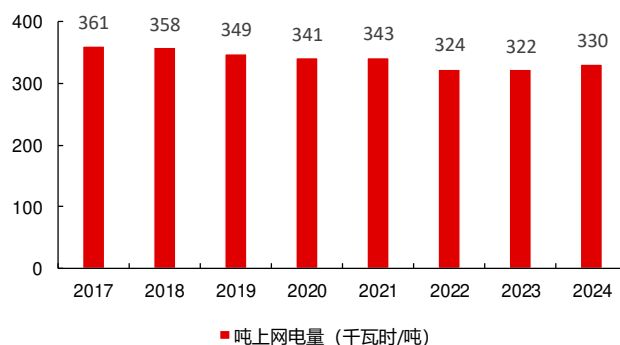
资料来源：粤丰环保公司公告，长江证券研究所

图 42：粤丰环保吨发电量情况



资料来源：粤丰环保公司公告，长江证券研究所

图 43：粤丰环保吨上网电量情况

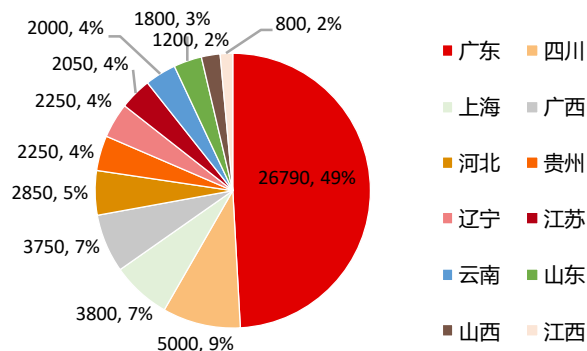


资料来源：粤丰环保公司公告，长江证券研究所

立足广东，吨发电量区位优势明显。截至 2024 年 8 月 21 日，粤丰环保已签约项目日处理能力达 5.45 万吨，其中 49%位于广东。粤丰环保从广东发展起家，将广东定位为策略性发展省市，主因当地经济发展良好、垃圾量大、垃圾热值高、垃圾处理费较高。

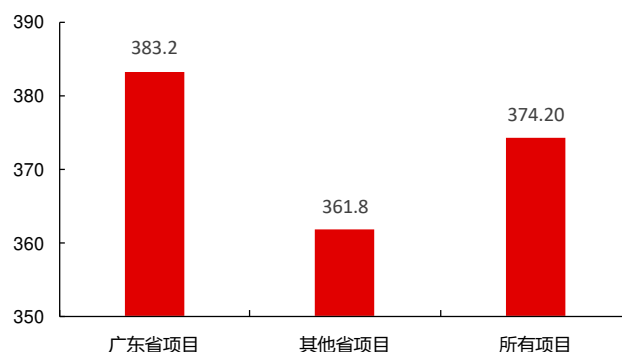
- **从吨发电量数据来看**，2023 年粤丰环保广东省项目吨发电量为 383 千瓦时，其他省份项目吨发电量为 362 千瓦时，广东省项目吨发电量明显高于其他省份。
- **从垃圾处理费单价来看**，粤丰环保广东省项目垃圾处理费单价在 76-110 元/吨之间，多个项目单价居于上限；粤丰环保其他省份项目除了与上实合作的宝山项目单价在 250 元/吨以外，其他项目垃圾处理费均单价在 49-107 元/吨之间。

图 44：粤丰环保各地区项目日处理能力（单位：吨/日）



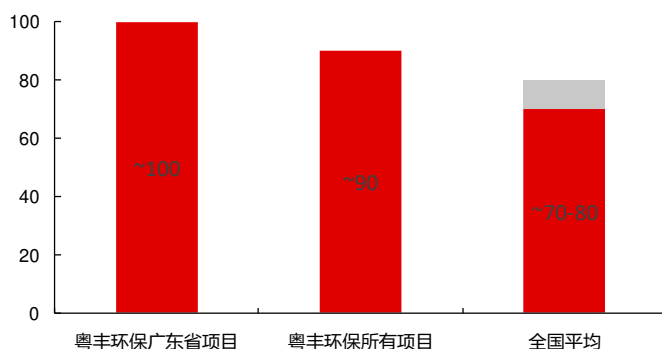
资料来源：粤丰环保公司公告，长江证券研究所（注：截至 2024 年 8 月 21 日。）

图 45：粤丰环保项目分地区吨发电量对比（2023 年，单位：千瓦时）



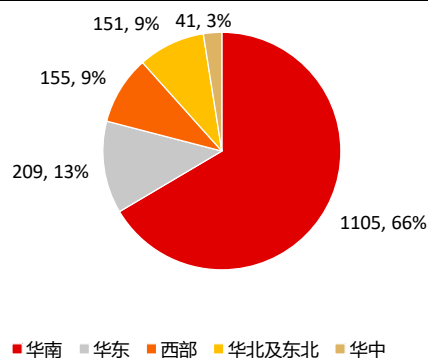
资料来源：粤丰环保公司公告，长江证券研究所

图 46：粤丰环保垃圾处理费情况（单位：元/吨）



资料来源：粤丰环保公司公告，长江证券研究所

图 47：粤丰环保 2023 年分地区垃圾处理量情况（单位：万吨）

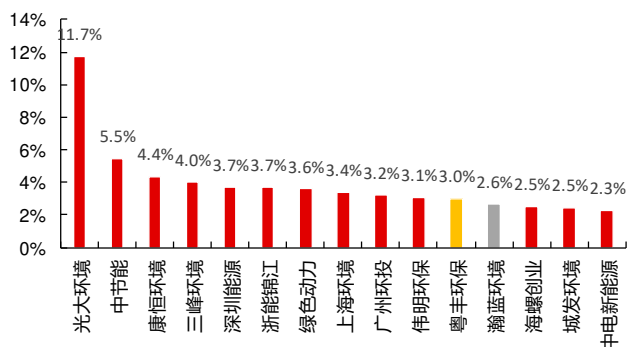


资料来源：粤丰环保公司公告，长江证券研究所

私有化后：瀚蓝市占率预计跻身行业前二，运营效率有提升预期

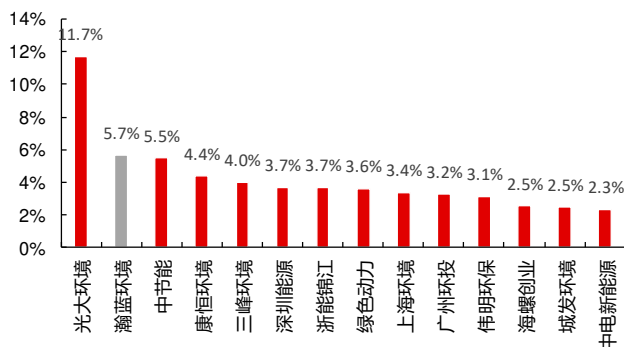
瀚蓝环境市占率预计将跻身行业第二。我们统计全国生活垃圾焚烧发电厂数据，截至 2024M2 瀚蓝环境/粤丰环保已投运垃圾焚烧产能为 2.93/3.35 万吨/日，市占率分别为 2.6%/3.0%，私有化后瀚蓝环境已投运垃圾焚烧产能市占率达到 5.7%，排名行业第二，仅次于光大环境的 11.7%。

图 48：私有化前运营处理能力市占率



资料来源：生活垃圾焚烧发电厂自动监测数据公开平台，长江证券研究所（注：数据截至 2024M2。）

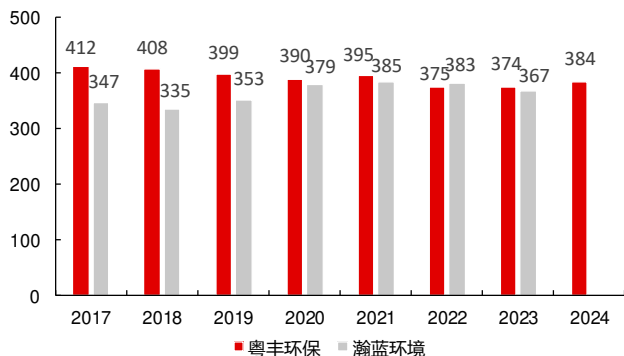
图 49：私有化后运营处理能力市占率



资料来源：生活垃圾焚烧发电厂自动监测数据公开平台，长江证券研究所（注：数据截至 2024M2。）

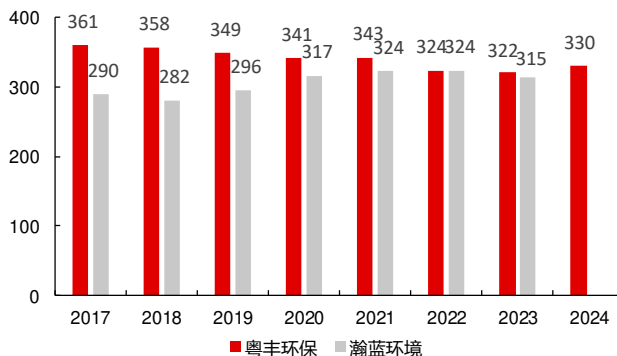
瀚蓝环境有望赋能粤丰环保带来运营效率提升。受持续拓展广东省外项目影响，粤丰近几年吨发电量、吨上网电量呈下行趋势，而瀚蓝在产能持续扩张同时仍能保持吨发电量、吨上网电量整体上行，这主要得益于瀚蓝在垃圾焚烧行业长期深耕积累的强大运营实力。私有化结束后瀚蓝可对粤丰项目赋能实现运营效率提升。此外，粤丰 12 个项目所在省份中有 8 个与瀚蓝项目所在省份重合，且广东同为二者发展基地，预计未来瀚蓝与粤丰在业务端将有更多协同，公司整体效率将持续提升。

图 50：粤丰环保与瀚蓝环境吨发电量对比（单位：千瓦时）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 51：粤丰环保与瀚蓝环境吨上网电量对比（单位：千瓦时）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

财务分析：经营稳健，现金流向好带来分红提升

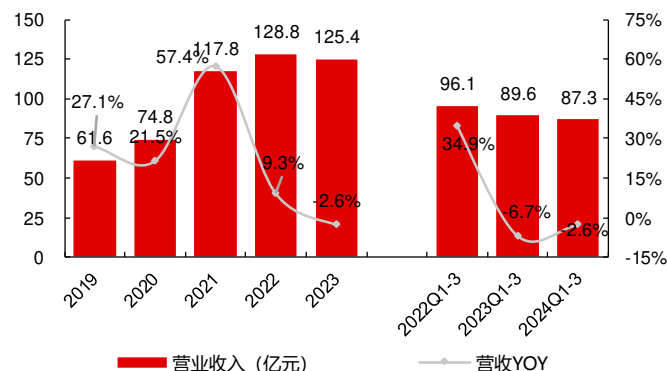
利润表：业绩保持上行，盈利能力修复

公司整体发展稳健，燃气对盈利能力短期扰动已明显改善，费用率稳定：

- **营业收入&归母净利润：**伴随垃圾焚烧项目投产、处理量规模上行，公司 2019-2023 年营业收入 CAGR 达 20.9%，2023 年同比略降 2.6% 主因新建收入减少，工程与装备收入同比下降 51.74%；2019-2023 年归母净利润 CAGR 达 10.3%，2023 年同比增 25.2% 主要系燃气业务于 2023 年 4 月初完成顺价带来利润修复。2024Q1-3 公司营收、归母净利润同比 -2.6%、+18.8%，建造收入下滑影响仍存，但对利润的影响已较小。

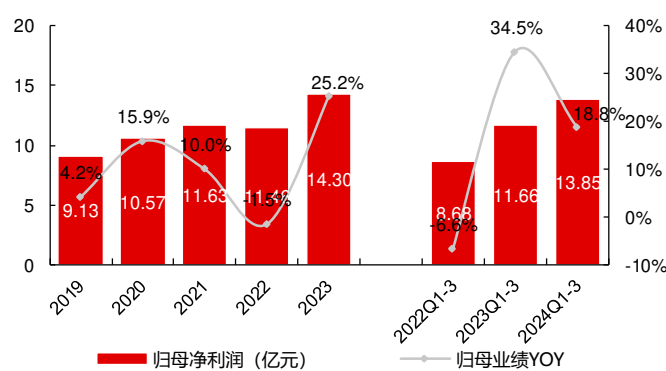
- **盈利能力:** 2021-2023 年公司利润受燃气成本上行影响,净利率由 2020 年的 14.1% 降至 2022 年的 9.1%, 2023 年燃气顺价完成后全年净利率已回升至 11.7%, 2024Q1-3 净利率同比提升 2.8%, 盈利能力持续修复中。
- **费用情况:** 近几年整体费用率小幅波动主要系建造收入下滑影响, 整体相对正常。2024Q1-3 期间费用率增长 0.43pct 至 11.35%, 主要是管理费用率提升 0.44pct 所致, 推测与公司推动并购粤丰导致费用提升有关。

图 52: 瀚蓝环境营业收入&YoY



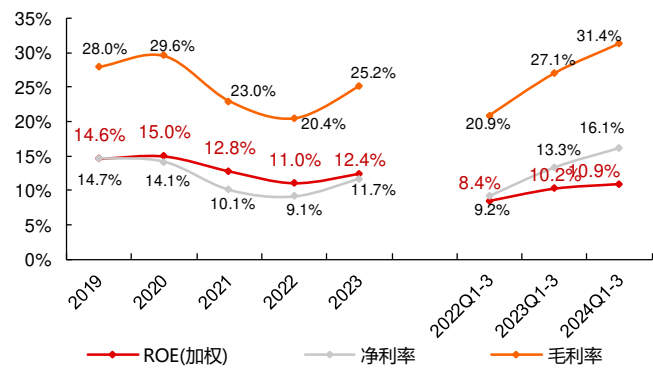
资料来源: iFinD, 长江证券研究所

图 53: 瀚蓝环境归母净利润&YoY



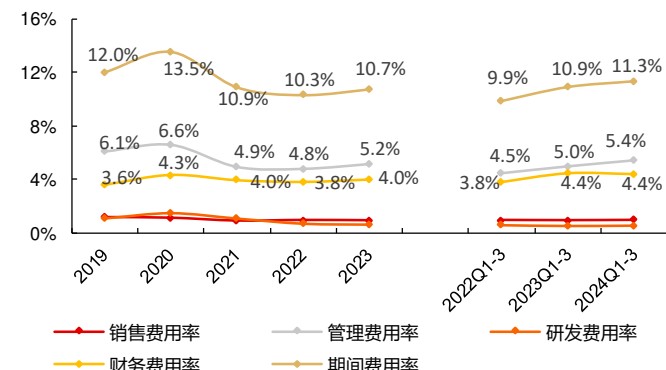
资料来源: iFinD, 长江证券研究所

图 54: 瀚蓝环境毛利率&净利率&ROE



资料来源: iFinD, 长江证券研究所

图 55: 瀚蓝环境期间费用率

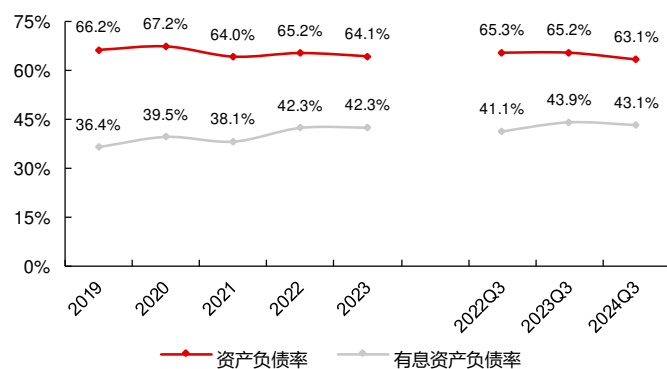


资料来源: iFinD, 长江证券研究所

资产负债表: 负债率稳定, 应收账款持续回笼

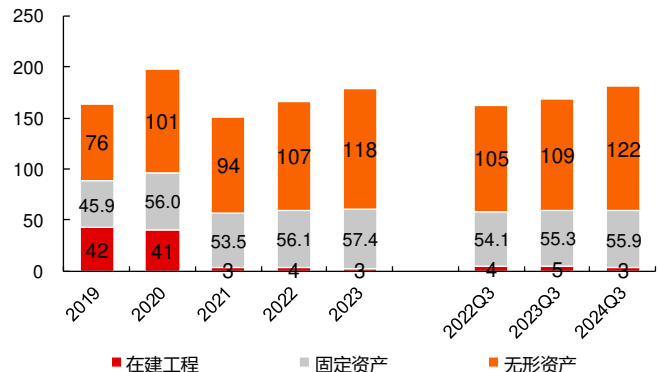
产能基本投放完毕, 整体负债率相对稳定。截至 2024Q3 公司资产负债率为 63.1%、有息资产负债率为 43.1%, 过去几年产能基本投放完毕, 基本无在建产能, 整体负债率情况相对稳定。

图 56：瀚蓝环境资产负债率&有息负债率



资料来源：iFinD，长江证券研究所

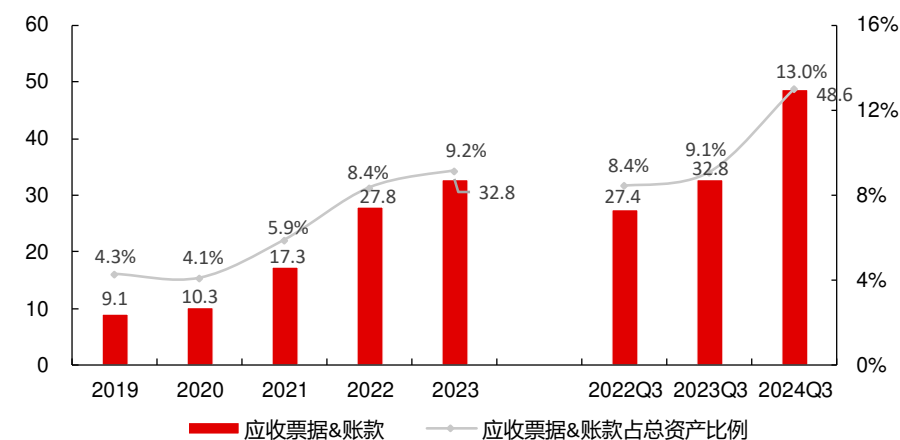
图 57：瀚蓝环境在建工程&无形资产&固定资产



资料来源：iFinD，长江证券研究所

应收账款绝对额增加，公司协同股东共同进行应收账款催回。受公司垃圾处理量不断扩大、地方财政压力偏大部分应收账款周期拉长影响，过去几年公司应收账款&票据规模持续提升，2024Q3 末应收账款&票据总额同比增 48.2%，账款回笼存在一定压力。2024 年初公司目标“在相关政府支持下，全年解决 20 亿元应收账款”，实际 2024 年全年累计收到 2023 年及以前年度的存量应收账款回款约 24 亿元，存量应收账款回款进展良好，预计 2025 年相关事项将持续进展。

图 58：瀚蓝环境应收账款&票据情况



资料来源：iFinD，长江证券研究所

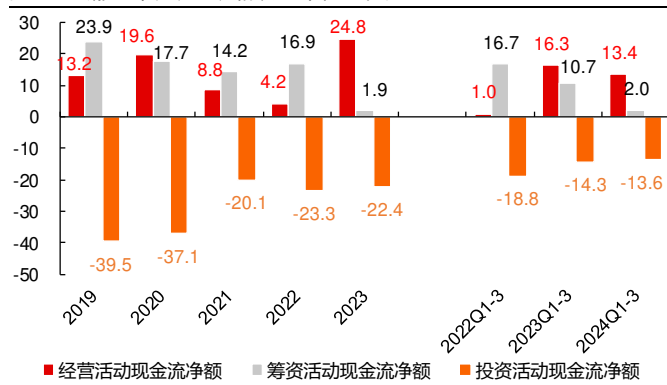
现金流量表：经营性现金流净额向好，利于分红提升

经营性现金流净额向好，收现比稳步提升，迈入分红提升阶段。

- **现金流：**2021 年行业行至建造高峰期，此后新建项目快速减少，瀚蓝新项目数量与行业趋势相似，近几年筹资、投资活动现金流净额均同步收缩，经营活动现金流净额提升。未来公司基本无新项目筹建，预计经营性现金流净额将持续向好。
- **收现比&净现比：**2023-2024 年公司收现比有一定程度提升，主因公司持续进行应收账款回款工作，且实际未贡献现金流入的建造业务减少；净现比整体呈上升趋势，

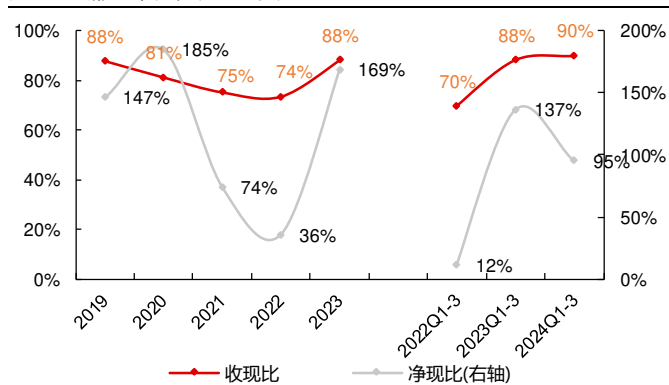
2023 年快速提升得益于当年 Q3 收到南控集团支付的应收账款债权转让款 9.88 亿元、Q4 收到南海区代收污水处理费约 2 亿元。

图 59：瀚蓝环境现金流情况（单位：亿元）



资料来源：iFinD，长江证券研究所

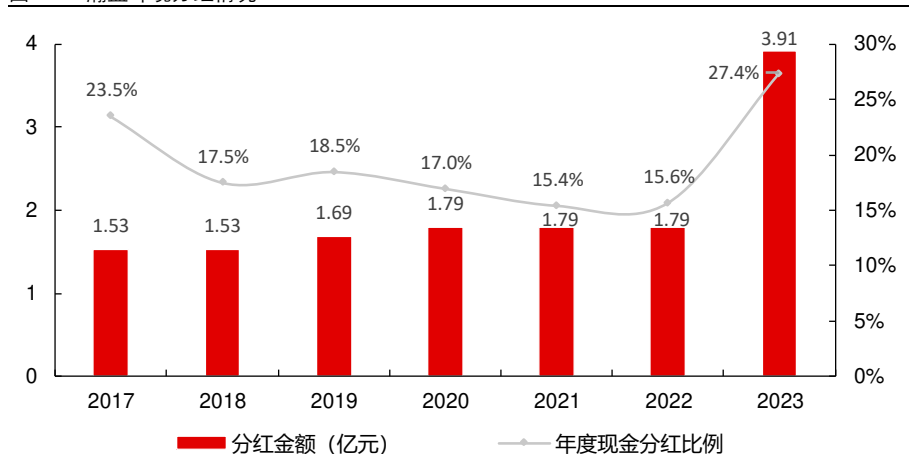
图 60：瀚蓝环境收现比&净现比



资料来源：iFinD，长江证券研究所

- **分红提升进行时：**公司于 2024 年 1 月 18 日接到控股股东的母公司南控集团的建议，2023 年每股现金股利（含税）比 2022 年度提升不低于 100%；2024 年 7 月 5 日，公司发布 2024-2026 年股东分红回报规划，提出 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 17 日，公司接到南控集团的建议，2024 年度每股派发现金红利 0.80 元（含税）。现金流转好为公司提升分红创造了良好条件。
- **股息率提升至 3.76%：**目前公司总股本 8.15 亿股，按此计算预计公司 2024 年年度分红合计 6.52 亿元，按照 2025/03/13 收盘价计算，对应股息率约 3.76%，具备一定吸引力。此外，按照 2024 年 16.5 亿元归母净利润计算，分红比例由 2023 年的 27.4%提升至 39.6%。

图 61：瀚蓝环境分红情况



资料来源：iFinD，长江证券研究所

预计公司未来三年业绩复合增速约 17.2%

考虑 2025 年年中完成粤丰环保收购，核心盈利预测假设：

- **固废处理：1) 垃圾焚烧运营：**由于公司目前已基本无新增产能投放，预计 2024-2026 年公司垃圾焚烧业务收入增长主要来自项目自身提效，假设增速分别为 3.1%/2.0%/2.0%，毛利率分别为 35.0%/35.3%/36.0%。**2) 工程与装备：**预计未来 3 年公司工程与装备收入主要来自此前投运项目的项目款，假设 2024-2026 年相关收入绝对值为 6.0/2.0/1.0 亿元。**3) 其他：**填埋合同于 2023 年结束，假设后续该部分业务收入为 0；假设 2024-2026 年环卫/餐厨/工业废物/农业垃圾/内部抵消收入均与 2023 年一致。
- **燃气业务：1) 天然气：**当前公司燃气项目所在地用气需求基本饱和，假设 2024-2026 年公司燃气销售量均为 10 亿立方米，销售均价均为 3.5 元/立方米；**2) 液化石油气：**假设 2024-2026 年公司液化石油气销售量均为 1.75 万立方米，销售均价均为 5714 元/立方米。假设 2024-2026 年公司整体燃气业务毛利率在 13.0%。
- **供水业务：**2021 年底供水日供水能力 150 万吨，此后无新增供水产能，假设 2024 年、2025 年、2026 年公司供水单价为 2.18、2.18、2.51 元/立方米，年售水总量高于供水总量 2000 万吨，产能利用率保持 90% 水平，毛利率为 20%、19%、25%。
- **污水处理：**参考公司产能规划，截至 2024Q3 公司无筹建在建排水产能，假设 2024-2026 年公司产能无新增，污水处理价格每年提升 3%，管网长度每年提升 6%，毛利率保持 40%。
- **粤丰环保：**假设 2025 年中公司并表粤丰环保，由于 2024H1 粤丰环保已无建造收入，取 2025 年并表收入等于 2024H1 粤丰环保收入，2026 年并表收入取 2 倍 2024H1 粤丰环保收入，粤丰环保整体毛利率参考 2024H1 水平取 48.5%。

预计 2024-2026 年公司实现归母净利润 16.45 亿元、18.43 亿元、23.02 亿元，同比增速分别为 15.1%、12.0%、24.9%，三年复合增速为 17.2%，对应 PE 估值分别为 10.5x、9.4x、7.5x，给予“买入”评级。

表 4：瀚蓝环境业务拆分

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（亿元）	128.8	125.4	118.5	135.0	154.6
固废处理业务	68.8	64.3	60.3	57.0	56.7
燃气业务	40.7	40.6	36.9	36.9	36.9
供水业务	9.61	9.63	10.9	10.9	12.5
污水处理业务	6.00	7.20	6.44	6.65	6.87
其他业务	3.65	3.64	4.00	4.00	4.00
粤丰环保				19.7	39.3
毛利率	20.45%	25.19%	27.39%	30.39%	33.66%
固废处理业务	28.30%	32.80%	35.00%	35.30%	36.00%
燃气业务	1.45%	9.76%	13.00%	13.00%	13.00%
供水业务	22.51%	20.87%	20.00%	19.00%	25.00%
污水处理业务	40.93%	40.06%	40.00%	40.00%	40.00%
其他业务	45.23%	44.98%	45.00%	44.00%	44.00%

粤丰环保	48.50%	48.50%
------	--------	--------

资料来源：iFinD，长江证券研究所

表 5：瀚蓝环境核心财务指标（2025-03-13）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万）	11,777	12,875	12,541	11,848	13,501	15,619
YOY	—	9.33%	-2.59%	-5.53%	13.96%	15.69%
归母净利润（百万）	1163	1142	1430	1645	1843	2302
YOY	—	-1.88%	25.23%	15.06%	12.03%	24.90%
ROE	11.75%	10.49%	11.80%	11.95%	11.79%	12.81%
净利率	9.88%	8.87%	11.40%	13.88%	13.65%	14.74%
资产负债率	64.02%	65.17%	64.13%	61.88%	63.03%	60.95%
市盈率（PE）	14.5	13.2	9.9	10.5	9.4	7.5
市净率（PB）	1.73	1.38	1.17	1.26	1.11	0.97

资料来源：iFinD，长江证券研究所

风险提示

- 1、盈利性不达预期风险：垃圾焚烧项目特许经营周期较长，垃圾处理费单价能否长期维持与成本变化同样涨幅存在一定的不确定性。
- 2、项目进度低于预期风险：固废项目建设、投运需要 1-2 年时间，项目进度受多方影响，项目进度较慢将会影响收入的确认进度。
- 3、国补退坡风险：垃圾焚烧上网电价中部分收入来自于国家可再生能源基金补贴，在“央地共担”的政策推动下，国家补贴逐渐退出，若地方政府没有及时调整垃圾处置费，则项目收益率会有下行风险。
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期风险：在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于公司 2025 年中并表粤丰环保进行系列假设，基于上述假设，我们预计 2024-2026 年公司实现归母净利润 16.45 亿元、18.43 亿元、23.02 亿元，同比增速分别为 15.1%、12.0%、24.9%，若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于粤丰环保并表时间不及预期等，悲观假设下，若后续并购进展不及预期，则 2024-2026 年公司归母净利润 16.45 亿元、13.53 亿元、23.02 亿元，同比增速分别为 15.1%、-17.7%、70.1%。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	12541	11848	13501	15619	货币资金	1523	4322	10620	14566
营业成本	9382	8602	9409	10431	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	3160	3245	4092	5189	应收账款	3274	1755	1934	2184
%营业收入	25%	27%	30%	33%	存货	235	196	216	242
营业税金及附加	84	79	90	104	预付账款	201	184	202	224
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	2574	2476	2711	3012
销售费用	118	115	131	172	流动资产合计	7808	8933	15682	20227
%营业收入	1%	1%	1%	1%	长期股权投资	1075	1431	1786	2142
管理费用	646	675	837	1093	投资性房地产	1	1	1	1
%营业收入	5%	6%	6%	7%	固定资产合计	5740	6291	6264	6222
研发费用	81	77	87	101	无形资产	11836	11629	11206	10775
%营业收入	1%	1%	1%	1%	商誉	413	413	413	413
财务费用	502	538	548	587	递延所得税资产	264	264	264	264
%营业收入	4%	5%	4%	4%	其他非流动资产	8662	9148	9334	9520
加：资产减值损失	-58	-28	-60	-60	资产总计	35798	38109	44951	49563
信用减值损失	-103	-30	-100	-170	短期贷款	1964	0	0	0
公允价值变动收益	2	0	0	0	应付款项	3290	3017	3299	3658
投资收益	68	64	68	125	预收账款	0	0	0	0
营业利润	1822	2106	2511	3263	应付职工薪酬	294	269	294	326
%营业收入	15%	18%	19%	21%	应交税费	328	310	353	409
营业外收支	9	0	0	0	其他流动负债	4033	3935	4036	4165
利润总额	1831	2106	2511	3263	流动负债合计	9908	7530	7983	8558
%营业收入	15%	18%	19%	21%	长期借款	10346	13346	17346	18346
所得税费用	361	415	452	555	应付债券	501	201	201	201
净利润	1470	1691	2059	2708	递延所得税负债	538	538	538	538
归属于母公司所有者的净利润	1430	1645	1843	2302	其他非流动负债	1664	1964	2264	2564
少数股东损益	40	46	216	406	负债合计	22958	23580	28333	30207
EPS (元)	1.75	2.02	2.26	2.82	归属于母公司所有者权益	12119	13762	15635	17967
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	721	767	983	1389
	2023A	2024E	2025E	2026E	股东权益	12840	14529	16618	19356
经营活动现金流净额	2482	4573	3793	4494	负债及股东权益	35798	38109	44951	49563
取得投资收益收回现金	31	64	68	125	基本指标				
长期股权投资	-355	-355	-355	-355		2023A	2024E	2025E	2026E
资本性支出	-2045	-1927	-866	-866	每股收益	1.75	2.02	2.26	2.82
其他	132	0	0	0	每股经营现金流	3.04	5.61	4.65	5.51
投资活动现金流净额	-2237	-2219	-1154	-1096	市盈率	9.90	10.55	9.41	7.54
债券融资	-310	-300	0	0	市净率	1.17	1.26	1.11	0.97
股权融资	3	0	0	0	EV/EBITDA	7.95	7.95	6.89	5.37
银行贷款增加 (减少)	1761	1036	4000	1000	总资产收益率	4.0%	4.3%	4.1%	4.6%
筹资成本	-738	-592	-641	-751	净资产收益率	11.8%	12.0%	11.8%	12.8%
其他	-529	300	300	300	净利率	11.4%	13.9%	13.6%	14.7%
筹资活动现金流净额	187	444	3659	549	资产负债率	64.1%	61.9%	63.0%	60.9%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	432	2798	6298	3947	总资产周转率	0.35	0.31	0.30	0.32

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。