

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

瀚蓝环境 (600323. SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

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

郭雪 环保联席首席分析师

执业编号: S1500525030002

邮箱: guoxue@cindasc.com

吴柏莹 环保行业分析师

执业编号: S1500524100001

邮箱: wuboying@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

存量业务提质增效，粤丰有望 25 年上半年实现并表

2025 年 4 月 13 日

事件: 2025 年 4 月 10 日晚，瀚蓝环境发布 2024 年度报告。2024 年公司实现营业收入 118.86 亿元，同比减少 5.22%；实现归母净利润 16.64 亿元，同比增加 16.39%；扣非后净利润 16.25 亿元，同比增加 15.52%。经营活动现金流量净额 32.73 亿元，同比增加 31.85%；基本每股收益 2.04 元/股，同比增加 16.57%。

2024Q4，公司实现营业收入 31.55 亿元，同比减少 11.85%，环比增加 8.53%；实现归母净利润 2.79 亿元，同比增加 5.65%。2024 年年度拟向全体股东每 10 股派 8 元（含税），分红比例约为 39.2%，同比提升 11.82 个百分点。

点评:

- **存量业务提质增效，供热量提升贡献增量收益。**公司收入下降而利润增长主要来自一次性收入确认、供热量拓展及提质增效。分业务结构来看，**(1) 固废处理业务:** 板块实现收入 60.08 亿元，同比下降 6.61%，实现净利润 10.25 亿元，同比增长 3.8%，主要由于在手工程项目订单陆续完工，PPP 业务收入规模下降。垃圾焚烧业务稳健增长，实现营收 35.37 亿元，同比增长 8.24%，实现净利 9.32 亿元，同比增长 21.63%，毛利率 48.39%。主要由于垃圾进厂量增加、济宁确认往期电费收入、贵阳确认国补收入贡献收益。2024 年垃圾焚烧量 1278.67 万吨，同比增长 1.78%；实现吨发电量 376 度/吨，吨上网电量 326 度/吨，同时公司积极拓展供热业务，供热量 148.23 万吨，同比增长 33.53%，实现营收 2.12 亿元，同比增加 5000 万元，主要由于新增项目供热以及主要客户用热量提升。截至 2024 年，公司已经实现 17 个项目签订供热协议，其中 12 个项目已经实现供热，供热量存在进一步提高的潜力。**(2) 能源业务:** 板块收入 37.58 亿元，同比下降 7.48%，主要由于销售单价随气源价格下降，及天然气售气量微降影响；全年天然气售气量 9.83 万吨，盈利逐步回归正常水平，毛利率为 10.94%。**(3) 供排水业务:** 供水业务稳健运营，全年实现营业收入 9.72 亿元，同比增加 1%，毛利率为 23.13%；排水业务实现收入 7.46 亿元，同比增加 3.6%，主要由于排水美佳东南厂及丹灶金沙扩建项目根据 BOT 补充协议新增确认污水运营收入及轻资产运营贡献收入。
- **25 年再设定 20 亿应收回款目标，自由现金流有望持续向好。**应收账款回款速度加快，2024 年在政府的支持下，公司收回 24 亿应收账款，全年实现经营活动现金流净额 32.73 亿元，同比增加 7.91 亿元，伴随资本支出的减少，公司全年实现自由现金流为 13.58 亿元，同比增长 723.81%。2025 年公司预计收回应收款不少于 20 亿元，叠加在建项目陆续完工，公司现金流有望进一步向好，分红能力有望持续增强。
- **24 年每股分红同比提高 67%，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%。2024 年公司拟派发现金红利 0.8 元/股（含税），同比提高 66.7%，分红比例为 39.20%，兑现分红承诺。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，以 4 月 11 日收盘价计算，25-26 年公司股息率分别为 3.8%、4.2%。

- **粤丰环保收购事项稳步推进，预计 25 年上半年收购完成。**截至年报披露日，本次收购粤丰环保事项已完成反垄断审查、境外投资登记备案等审批，所有先决条件均已达成，公司预计如境外程序等顺利推进，2025 年上半年有望完成本次交易。收购完成后，瀚蓝环境在运规模将由每日 3 万吨提升至每日超 7 万吨，在手规模超 9 万吨/日，垃圾焚烧发电规模跃升 A 股上市公司首位。
- **盈利预测及评级：瀚蓝环境为全国综合性综合环境运营商，主业盈利稳健，自由现金流回正。伴随收购事项推进，公司有望实现规模和盈利能力的双提升。**综合考虑到公司现有资产及未来业绩成长性，我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 117.82/118.18/119.81 亿元，归母净利润 17.52/17.87/18.45 亿元，按 4 月 11 日收盘价计算，对应 PE 为 10.85x/10.64x/10.31x，我们看好公司稳健成长能力及分红潜力，维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**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。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	12,541	11,886	11,782	11,818	11,981
同比(%)	-2.6%	-5.2%	-0.9%	0.3%	1.4%
归属母公司净利润	1,430	1,664	1,752	1,787	1,845
同比(%)	25.2%	16.4%	5.3%	2.0%	3.3%
毛利率(%)	25.2%	28.9%	29.0%	29.3%	29.8%
ROE(%)	11.8%	12.4%	12.1%	11.5%	11.1%
EPS（摊薄）（元）	1.75	2.04	2.15	2.19	2.26
P/E	13.30	11.43	10.85	10.64	10.31
P/B	1.57	1.42	1.31	1.22	1.14
EV/EBITDA	7.95	8.62	8.11	7.78	7.28

资料来源：wind，信达证券研发中心预测。注：截至 2025 年 4 月 11 日收盘价。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7,808	10,943	13,468	16,415	18,821
货币资金	1,523	4,258	6,284	8,584	10,892
应收票据	6	5	5	5	5
应收账款	3,274	4,252	4,832	5,533	5,663
预付账款	201	181	167	150	143
存货	235	226	211	207	195
其他	2,568	2,022	1,970	1,937	1,923
非流动资产	27,990	28,362	28,712	28,594	28,288
长期股权投资	1,075	1,344	1,609	1,817	1,907
固定资产(合计)	5,740	5,616	5,465	5,208	4,942
无形资产	11,836	12,121	12,321	12,321	12,221
其他	9,339	9,281	9,317	9,247	9,217
资产总计	35,798	39,305	42,180	45,009	47,109
流动负债	9,908	10,397	11,455	12,438	12,900
短期借款	1,964	2,517	3,317	4,117	4,617
应付票据	85	0	93	0	94
应付账款	3,290	3,139	3,363	3,599	3,412
其他	4,570	4,740	4,683	4,723	4,777
非流动负债	13,050	13,688	14,386	15,136	15,681
长期借款	10,346	9,964	10,764	11,564	12,164
其他	2,704	3,724	3,623	3,573	3,518
负债合计	22,958	24,084	25,842	27,574	28,581
少数股东权益	721	1,819	1,840	1,861	1,884
归属母公司股东权益	12,119	13,402	14,499	15,573	16,644
负债和股东权益	35,798	39,305	42,180	45,009	47,109

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	12,541	11,886	11,782	11,818	11,981
同比(%)	-2.6%	-5.2%	-0.9%	0.3%	1.4%
归属母公司净利润	1,430	1,664	1,752	1,787	1,845
同比(%)	25.2%	16.4%	5.3%	2.0%	3.3%
毛利率(%)	25.2%	28.9%	29.0%	29.3%	29.8%
ROE%	11.8%	12.4%	12.1%	11.5%	11.1%
EPS(摊薄)(元)	1.75	2.04	2.15	2.19	2.26
P/E	13.30	11.43	10.85	10.64	10.31
P/B	1.57	1.42	1.31	1.22	1.14
EV/EBITDA	7.95	8.62	8.11	7.78	7.28

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	12,541	11,886	11,782	11,818	11,981
营业成本	9,382	8,447	8,360	8,355	8,413
营业税金及附加	84	108	108	108	109
销售费用	118	116	114	112	114
管理费用	646	726	660	650	659
研发费用	81	74	73	59	60
财务费用	502	499	480	515	538
减值损失合计	-58	-20	-10	-20	-20
投资净收益	68	127	118	122	122
其他	84	62	103	120	124
营业利润	1,822	2,085	2,198	2,241	2,314
营业外收支	9	12	10	10	11
利润总额	1,831	2,097	2,208	2,251	2,325
所得税	361	413	435	443	458
净利润	1,470	1,684	1,774	1,808	1,867
少数股东损益	40	20	21	22	22
归属母公司净利润	1,430	1,664	1,752	1,787	1,845
EBITDA	3,502	3,636	3,786	3,861	3,966
EPS(当年)(元)	1.75	2.04	2.15	2.19	2.26

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,482	3,273	2,967	2,875	3,282
净利润	1,470	1,684	1,774	1,808	1,867
折旧摊销	1,191	1,152	1,119	1,116	1,126
财务费用	513	510	531	591	641
投资损失	-68	-127	-118	-122	-122
营运资金变动	-813	-130	-463	-624	-297
其它	189	184	125	107	66
投资活动现金流	-2,237	-1,837	-1,385	-902	-684
资本支出	-2,045	-1,664	-1,127	-807	-706
长期投资	-269	-242	-265	-208	-90
其他	77	69	7	112	112
筹资活动现金流	187	1,308	444	327	-289
吸收投资	3	1,219	0	0	0
借款	1,761	171	1,600	1,600	1,100
支付利息或股息	-738	-903	-1,197	-1,323	-1,435
现金流净增加额	432	2,744	2,026	2,300	2,309

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，CPA，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、下属煤矿副矿长，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、钢铁及上下游领域研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

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，天津大学电气工程及其自动化专业学士，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。

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，从事公用环保行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

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，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1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本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

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。