

2025 年 05 月 14 日

投资评级：买入（首次）

证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
蔡思
SAC: S1350524070005
caisi@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 05 月 13 日

收盘价 (元)	24.01
一年内最高/最低 (元)	24.88/18.47
总市值 (百万元)	19,576.48
流通市值 (百万元)	19,576.48
总股本 (百万股)	815.35
资产负债率 (%)	59.43
每股净资产 (元/股)	16.96

资料来源：聚源数据

瀚蓝环境 (600323. SH)

——综合环境治理运营龙头 收购粤丰实现跨越增长

投资要点：

- 综合环境治理运营龙头，一体两翼均衡发展。瀚蓝环境成立于 1992 年，经过多年的发展，公司当前已形成以“固废处理为核心，水务能源协同发展”的一体两翼业务布局，从业务占比来看，近几年公司固废业务收入占比过半，利润占比达到 2/3。截至 2024 年底，佛山市南海供水集团为第一大股东，公司实控人为佛山市南海区国有资产监督管理局。
- 自由现金流连续两年转正，公司承诺 2024-2026 年 DPS 每年增长 10%。2021-2024 年公司剔除会计解释 14 号影响后的资本性开支逐年下降，自由现金流连续两年转正，与之对应，2023-2024 年公司每股股利大幅提升，从 2022 年的 0.22 元/股增长至 2024 年的 0.8 元/股，体现了公司与全体股东共享发展成果的信心和决心。此外，2024 年公司发布股东分红回报规划（2024-2026），提出 2024-2026 年公司每股派发的现金股利，较上一年度同比增长不低于 10%。若未来三年公司总股本增加，公司将维持每股现金分红金额同比增长不低于 10% 的规划不变。按照 2025 年每股分红增长 10% 考虑（即 0.88 元/股），公司当前股息率 3.7%。
- 固废：对标“无废城市”纵横发展，运营效率较高。公司已经形成前端环卫一体化、中端转运、后端资源化处理的一体化运营模式。截至 2024 年年报公司在运产能 3.13 万吨/日，主要分布在东南沿海、北部省份。公司运营效率较高，产能利用率达到 119%，同时积极拓展供热提高盈利。2024 年固废板块实现净利润 10.25 亿元，其中垃圾焚烧 9.32 亿元（占比 91%），建造业务 0.22 亿元（占比 2%），其余运营业务 0.71 亿元（占比 7%）。
- 私有化粤丰进入尾声，协同发展迎来新成长。2024 年 7 月公司公告拟私有化方式收购粤丰环保，交易对价 111 亿港元，交易完成后，瀚蓝环境将拥有粤丰环保 52.45% 的股权。粤丰环保在手运营垃圾处理产能 4.25 万吨/日，2024 年实现归母净利润 8.66 亿港元，ROE 9.1%。从地区分布来看，广东地区产能 2.68 万吨/日，占比达 51%，剩余主要位于广西、上海、四川、河北等地。收购完成后，公司拥有产能将达到 8.8 万吨/日，仅次于光大环境，一举跃升为 A 股最大的全国性垃圾焚烧运营商。
- 水务：盈利较为稳定，水价开启提价周期。公司现有供水产能 170 万立方米/日，污水处理产能 80 万吨/日，年均贡献净利润 3-4 亿元（含其他业务），盈利稳定。2025 年广东省内深圳市、广州市相继开启水价上涨，佛山市已经 8-9 年未调过水价，未来有望开启提价周期，为公司盈利提升奠定基础。我们测算水价上涨 0.1 元/立方米将带来净利润弹性 0.35 亿元。
- 燃气：下游顺价较为顺畅，毛差持续修复。公司在佛山市南海区和江西省樟树市拥有城市燃气特许经营权，2021-2024 年燃气销售量 9.8-10.2 亿立方米。下游客户中工商业用户占比 90%，调价顺畅，2022 年以来公司销气毛差持续修复。
- 盈利预测与评级：我们预计公司 2025-2027 年分别实现营业收入 119.3、120.1、122.2 亿元，同比增长率分别为 0.38%、0.65%、1.78%，实现归母净利润分别为 17.7、18.9、20.4 亿元，同比增长率分别为 6.21%、6.79%、8.08%。当前股价对应的 PE 分别为 11、10、10 倍，我们选取军信股份、旺能环境、伟明环保、永兴股份作为可比公司进行估值，2025 年可比公司估值平均为 13 倍，公司当前估值水平低于行业平均，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示。新增项目投产进度存在不确定性、垃圾入厂量存在波动、燃气上游价格波动风险

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	12,541	11,886	11,931	12,008	12,222
同比增长率 (%)	-2.59%	-5.22%	0.38%	0.65%	1.78%
归母净利润（百万元）	1,430	1,664	1,767	1,887	2,040
同比增长率 (%)	24.71%	16.39%	6.21%	6.79%	8.08%
每股收益 (元/股)	1.75	2.04	2.17	2.31	2.50
ROE (%)	11.80%	12.42%	12.23%	12.14%	12.20%
市盈率 (P/E)	13.69	11.77	11.08	10.37	9.60

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年分别实现营业收入 119.3、120.1、122.2 亿元，同比增长率分别为 0.38%、0.65%、1.78%，实现归母净利润分别为 17.7、18.9、20.4 亿元，同比增长率分别为 6.21%、6.79%、8.08%。当前股价对应的 PE 分别为 11、10、10 倍，我们选取军信股份、旺能环境、伟明环保、永兴股份作为可比公司进行估值，2025 年可比公司估值平均为 13 倍，公司当前估值水平低于行业平均，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

- 1) 考虑到公司在建项目进度,假设 2025-2027 年垃圾焚烧产能分别增加 650 吨/日、750 吨/日、0 吨/日;
- 2) 考虑到项目爬坡进度,假设 2025-2027 年垃圾焚烧项目产能利用率分别为 110%、110%、118%;
- 3) 吨垃圾上网电量与 2024 年保持一致;
- 4) 2025-2027 年燃气供应量增速分别为 5%、5%、5%。

投资逻辑要点

公司当前业务以“固废处理为核心，水务能源协同发展”，其中固废、污水处理、供水业务的盈利基本保持稳定，仅燃气业务盈利波动较大，但影响较小。随着公司近几年资本性开支逐年下降，自由现金流已经连续两年转正，与之对应，2023-2024 年公司每股股利大幅提升，充分体现公司与股东分享利益的决心。公司承诺 2024-2026 年每年现金股利同比增长不低于 10%，**公司盈利稳定，现金流持续改善，红利资产属性突出，2025 年股息率预计将达 4%左右。**

一方面，公司提质增效实现内生稳定增长。公司垃圾处理项目运营效率较高，产能利用率达到 119%，未来公司持续拓展垃圾来源增加效益，同时积极拓展供热提高盈利；

另一方面，收购粤丰环保实现外延扩张，2024 年 7 月公司发布公告拟私有化方式收购粤丰环保，交易对价 111 亿港元，交易完成后，瀚蓝环境将拥有粤丰环保 52.45%的股权。粤丰环保在手运营垃圾处理产能 4.25 万吨/日,2024 年实现归母净利润 8.66 亿港元,ROE 9.1%。从地区分布来看，广东地区产能 2.68 万吨/日，占比达 51%，剩余主要位于广西、上海、四川、河北等地。**收购完成后，公司拥有产能将达到 8.8 万吨/日，仅次于光大环境，一举跃升为仅次于 A 股最大的全国性垃圾焚烧运营商。**

核心风险提示

新增项目投产进度存在不确定性，垃圾入厂量存在波动风险，燃气上游价格波动风险

内容目录

1. 综合环境治理运营龙头 一体两翼均衡发展	5
2. 固废：对标“无废城市” 收购粤丰进入尾声	7
2.1. 围绕垃圾焚烧纵横延申 产能利用率行业标杆	7
2.2. 私有化粤丰进入尾声 协同发展迎来新成长	9
3. 水价开启提价周期 燃气毛差持续修复	10
4. 盈利预测与估值	13
5. 风险提示	13

图表目录

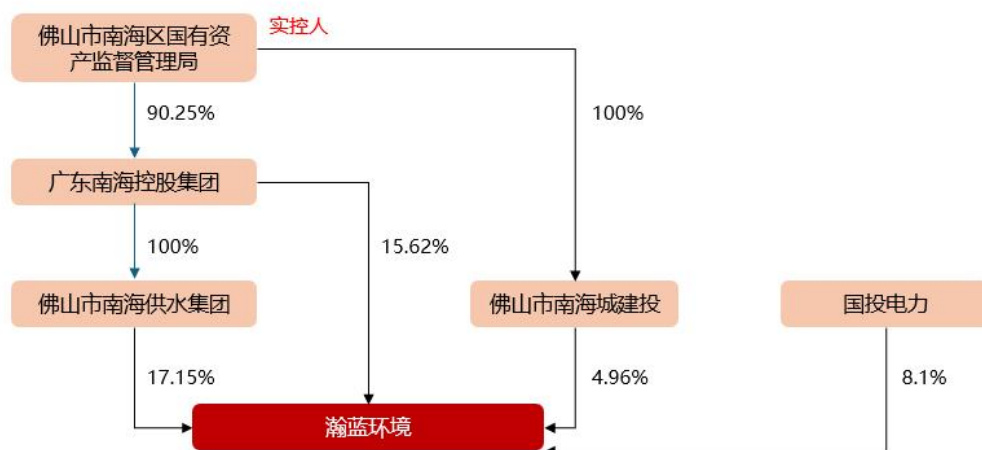
图表 1： 公司股权结构（截至 2024 年年报）	5
图表 2： 2018-2024 年公司分业务收入（亿元）	6
图表 3： 2018-2024 年公司分业务毛利（亿元）	6
图表 4： 公司分业务盈利情况	6
图表 5： 2021-2024 年公司经营现金流、资本开支和自由现金流（亿元）	7
图表 6： 公司上市以来每股股利和股利支付率	7
图表 7： 公司固废业务主要项目及产能情况	7
图表 8： 固废板块分业务收入和净利润（单位：亿元）	8
图表 9： 公司 2020-2024 年经营情况	9
图表 10： 2020-2024 年粤丰环保产能（吨/日）	10
图表 11： 截至 2024 年底粤丰环保产能分布	10
图表 12： 2019-2024 年粤丰环保分业务收入（亿港元）	10
图表 13： 2019-2024 年各业务毛利率	10
图表 14： 公司在运水厂产能、投运时间等（单位：万立方米/日，元/立方米）	11
图表 15： 2018-2024 年公司供水业务收入（亿元）	11
图表 16： 2018-2024 年公司供水业务毛利率	11
图表 17： 2019-2024 年公司污水处理业务情况	11
图表 18： 2019-2024 年公司污水销售量（亿吨）	12
图表 19： 2018-2024 年公司污水处理业务毛利率	12
图表 20： 2019-2024 年公司燃气销量（亿立方米）	12
图表 21： 2014-2024 年公司燃气业务毛利率	12
图表 22： 核心假设	13
图表 23： 可比公司估值表	13

1. 综合环境治理运营龙头 一体两翼均衡发展

从南海供水起家，多次收购形成一体两翼业务布局。瀚蓝环境成立于 1992 年，前身为南海发展股份有限公司，成立初期主要业务为供水，2004 年公司收购佛山桂城、平洲污水厂进入污水处理行业，2006 年收购南海环保电厂进入垃圾焚烧发电领域，2011 年收购南海燃气发展 25% 的股权进入燃气领域（2014 年再次收购该公司 30% 的股权），2019 年收购国源环境进入环卫领域，公司将收购作为业务开拓的重要方式，并且能够对并购资产整合运营，释放资产潜力。经过多年的发展，公司当前已形成以“固废处理为核心，水务能源协同发展”的一体两翼业务布局。

佛山市南海供水集团为第一大股东，公司实控人为佛山市南海区国有资产监督管理局。截至 2024 年底，公司第一大股东为佛山市南海供水集团，其与广东南海控股集团、佛山市南海城市建设投资有限公司为一致行动人，其合计持股比例为 37.73%，公司实控人为佛山市南海区国有资产监督管理局。

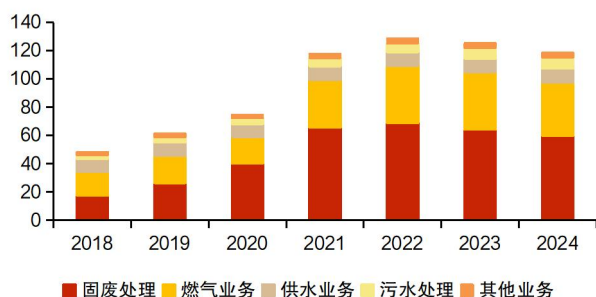
图表 1：公司股权结构（截至 2024 年年报）



资料来源：wind，华源证券研究所

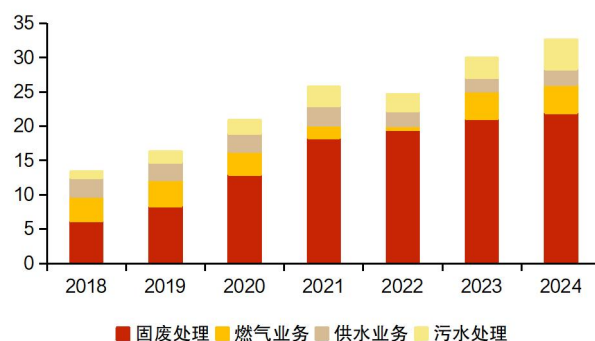
从业务占比来看，固废业务成为主导，近几年公司固废业务收入占比过半，利润占比达到 2/3。2024 年固废、燃气、供水、污水业务收入占比分别为 50.5%、31.6%、8.2%和 6.3%，毛利占比分别为 63.9%、12%、6.5%、12.5%，2023 年固废、燃气、水务及其他企业（含供水和污水处理）净利润占比分别为 67%、11%和 22%。从各个业务的盈利表现来看，固废、污水处理、供水业务的盈利基本保持稳定，燃气业务受上游原材料价格影响盈利波动较大。

图表 2：2018-2024 年公司分业务收入（亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 3：2018-2024 年公司分业务毛利（亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 4：公司分业务盈利情况

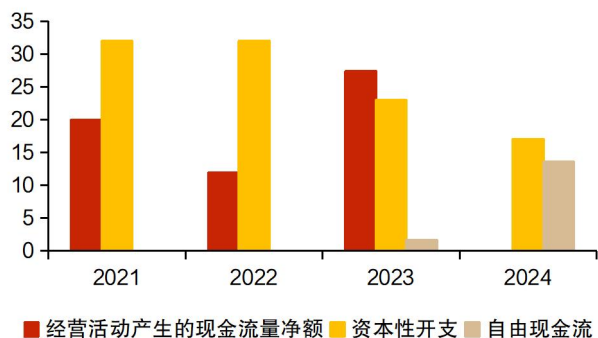
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
固废业务	营业收入（亿元）	17.65	26.50	40.39	65.68	68.80	64.33	60.08
	毛利（亿元）	6.21	8.35	12.96	18.31	19.47	21.10	22.0
	毛利率	35.2%	31.5%	32.1%	27.9%	28.3%	32.8%	36.6%
	净利润（亿元）				7.17	9.07	9.86	
	净利率				10.9%	13.2%	15.3%	
燃气业务	营业收入（亿元）	17.01	19.40	18.74	33.58	40.69	40.61	37.6
	毛利（亿元）	3.49	3.79	3.32	1.80	0.59	3.96	4.11
	毛利率	21%	20%	18%	5%	1%	10%	11%
	净利润（亿元）				0.36	-0.65	1.57	
	净利率				1.1%	-1.6%	3.9%	
供水业务	营业收入（亿元）	9.02	9.31	9.13	9.84	9.61	9.63	9.72
	毛利（亿元）	2.80	2.58	2.61	2.83	2.16	2.01	2.25
	毛利率	31.0%	27.7%	28.6%	28.8%	22.5%	20.9%	23.1%
污水处理业务	营业收入（亿元）	2.30	3.59	4.10	5.59	6.00	7.20	7.46
	毛利（亿元）	0.93	1.59	2.02	2.78	2.45	2.88	4.31
	毛利率	40.4%	44.3%	49.3%	49.7%	40.8%	40.0%	57.8%
供水+污水+其他净利润					4.33	3.34	3.27	
净利率					23.4%	17.3%	16.0%	

资料来源：wind，华源证券研究所

自由现金流连续两年转正，公司承诺 2024-2026 年 DPS 每年增长 10%。根据公司公告，2021-2024 年公司剔除会计解释 14 号影响后的资本性开支逐年下降，2024 年降至 17 亿元，2023-2024 年公司自由现金流连续两年转正，2024 年自由现金流达到 13.6 亿元。与之对应，2023-2024 年公司每股股利大幅提升，从 2022 年的 0.22 元/股增长至 2024 年的 0.8 元/股，体现了公司与全体股东共享发展成果的信心和决心。

此外，2024 年公司发布股东分红回报规划（2024-2026），提出 2024-2026 年公司每股派发的现金股利，较上一年度同比增长不低于 10%。若未来三年公司总股本增加，公司将维持每股现金分红金额同比增长不低于 10% 的规划不变。按照 2025 年每股分红增长 10% 考虑（即 0.88 元/股），当前股价对应的股息率达到 3.7%。

图表 5：2021-2024 年公司经营现金流、资本开支和自由现金流（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

注：经营活动产生的现金流量净额和资本性开支均为剔除会计解释 14 号的影响

图表 6：公司上市以来每股股利和股利支付率



资料来源：wind，华源证券研究所

公司治理水平优异，管理水平优秀。一方面，公司管理团队稳定，核心成员多从内部晋升，以金铎（当前任瀚蓝环境副董事长）为代表的核心管理层入职时间超过 10 年，对公司业务有深入且持续的理解，能够保障公司战略的连续性；另一方面，公司管理架构更扁平化，在多次收购合作中展现出较强的运营管理效率。此外，公司信息披露兑现度较高，能够给予资本市场稳定的预期。

2. 固废：对标“无废城市” 收购粤丰进入尾声

2.1. 围绕垃圾焚烧纵横延申 产能利用率行业标杆

从垃圾焚烧发电纵横延申，当前运营产能达 3.13 万吨/日。公司对标“无废城市”，固废业务从垃圾焚烧发电纵横延申至环卫、炉渣资源化等，已经形成前端环卫一体化、中端转运、后端资源化处理的一体化运营模式。截至 2024 年年报，公司在手垃圾焚烧产能 3.58 万吨/日，其中在运产能 3.13 万吨/日，主要分布在东南沿海、北部省份，除此之外，公司还有炉渣资源化项目 55 万吨/年，生活垃圾卫生填埋总库容量 204 万立方米，垃圾压缩转运 8115 吨/日、餐厨垃圾、油脂和粪便处理 3814 吨/日、污泥处理 1400 吨/日、工业危废处理 22.55 万吨/年、农业垃圾处理 335 吨/日、医疗废物处理 30 吨/日、大件垃圾处理项目 40 吨/日。

图表 7：公司固废业务主要项目及产能情况

类别	项目数量	规模
----	------	----

1	固废处理环保产业园	11	
2	生活垃圾焚烧发电项目	24	35750 吨/日
3	炉渣资源化项目	1	55 万吨/年
4	生活垃圾卫生填埋项目	3	总库容 204 万立方米
5	垃圾压缩转运项目	7	8115 吨/日
6	餐厨垃圾、油脂和粪便处理项目	12	3814 吨/日
7	污泥处理项目	5	1400 吨/日
8	工业危废处理项目	4	22.55 万吨/年
9	农业垃圾处理项目	7	335 吨/日
10	医疗废物处理项目	1	30 吨/日
11	大件垃圾处理项目	2	40 吨/日

资料来源：公司官网，华源证券研究所

建造收入占比逐步下降,2024年固废业务板块运营收入占比达到91%,净利润占比98%。
 随着公司在建项目逐步投产,2020-2024年,公司建造收入占比从39%降至9%,运营收入占比从61%增长至91%,其中垃圾焚烧和环卫业务贡献主要收入。2024年公司固废板块实现营收60.1亿元,其中建造业务收入5.3亿元(占比9%),垃圾焚烧业务35.37亿元(占比59%),环卫业务16.65亿元(占比28%),其余垃圾处理、填埋业务6.8亿元(占比11%)。
 (注:另外还有内部抵消4亿元)

在利润端,2022-2024年,公司建造业务利润逐步下滑,运营业务利润逐步提升,**2024年固废板块合计实现净利润10.25亿元,其中垃圾焚烧9.32亿元(占比91%),建造业务0.22亿元(占比2%),其余运营业务0.71亿元(占比7%)。**

图表8: 固废板块分业务收入和净利润(单位:亿元)

	2020	2021	2022	2023	2024
固废处理收入	40.39	65.68	68.80	64.33	60.08
垃圾焚烧	18.77	25.69	28.28	32.68	35.37
建造业务	15.73	29.64	24.31	11.73	5.30
环卫业务	5.10	7.31	12.70	16.02	16.65
其余垃圾处理、填埋业务	2.10	5.59	5.71	6.11	6.78
内部抵消	-1.31	-2.55	-2.20	-2.21	-4.02
固废处理净利润		7.17	9.07	9.86	10.25
其中:垃圾焚烧			6.9	7.66	9.32
建造业务			1.82	0.73	0.22
其他业务(环卫、其余垃圾处理、填埋业务等)			0.35	1.47	0.71

资料来源：公司公告，华源证券研究所

垃圾焚烧产能利用率接近120%，积极拓展供热增加盈利。近几年公司垃圾焚烧项目的产能利用率逐步提升,2024年实现垃圾处理量1279万吨,同比增长1.78%,产能利用率达到119%,锅炉运行小时超过8200小时,运营效率位于行业前列。此外,公司当前积极进行供热拓展,2024年实现供热量148万吨,同比增长33.5%,实现供热收入2.12亿元,同比增加约0.5亿元。

图表 9：公司 2020-2024 年经营情况

垃圾焚烧	2020	2021	2022	2023	2024
在手订单合计规模（吨/日）			35750	35750	35750
投运规模（吨/日）	17250	25550	28050	29800	30600
垃圾焚烧量（万吨）	606.7	901	1039.6	1256.3	1278.7
垃圾焚烧量同比增速		48.5%	15.4%	20.8%	1.8%
发电量（亿千瓦时）	23	35.1	39.81	46.14	48.13
上网电量（亿千瓦时）	19.2	29.5	33.72	39.52	41.6
吨垃圾发电量（千瓦时）	379.4	384.72	382.98	367.27	376.4
吨垃圾上网电量（千瓦时）		324	324	315	326
供热量（万吨）		26.88	82.06	111.01	148.23
增速			205.3%	35.3%	33.5%

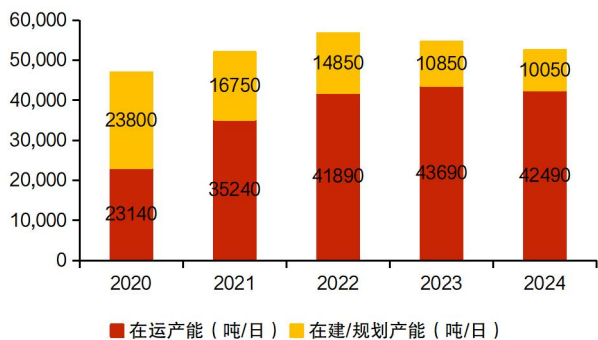
资料来源：公司公告，华源证券研究所

2.2. 私有化粤丰进入尾声 协同发展迎来新成长

2024 年 7 月公司发布公告拟私有化方式收购粤丰环保，交易对价 111 亿港币。根据公司公告，公司将通过控股子公司瀚蓝香港，以协议安排方式私有化粤丰环保，从而使粤丰环保成为瀚蓝香港控股子公司并从香港联交所退市，**交易方案为：1）交易主体：**瀚蓝环境通过全资子公司瀚蓝固废与联合投资人高质量基金共同向瀚蓝固废境内控股子公司瀚蓝佛山增资，瀚蓝佛山向其境外全资子公司瀚蓝香港增资，增资款将用于瀚蓝香港支付本次私有化交易对价，**2）交易对价：**瀚蓝香港拟向计划股东按照 4.90 港元/股支付现金对价，向购股权持有人按照 0.51 港元/份支付现金对价，交易对价约 111 亿港币；**3）资金来源：**本次为现金收购，瀚蓝固废与联合投资人高质量基金共同向瀚蓝佛山增资 40.2 亿元，增资完成后瀚蓝佛山注册资本为 46 亿元，同时瀚蓝佛山申请不超过 61 亿元的并购贷款，获得增资和并购贷款后，瀚蓝佛山拟向瀚蓝香港增资至总股本不超过 113 亿元港币，用于支付本次私有化交易对价。本次交易完成后，瀚蓝环境将拥有粤丰环保 52.4%的股权。

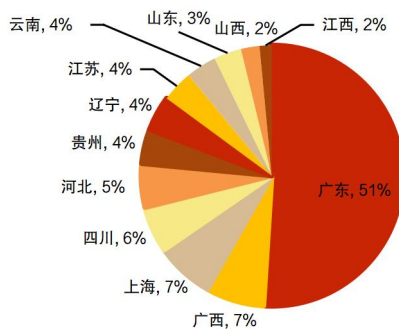
粤丰环保在手运营垃圾处理产能 4.25 万吨/日，2024 年实现归母净利润 8.66 亿港元，ROE 9.1%。截至 2024 年底，公司拥有垃圾焚烧总产能 5.25 万吨/日，其中在运产能 4.25 万吨/日，从地区分布来看，广东地区产能 2.68 万吨/日，占比达 51%，剩余主要位于广西、上海、四川、河北等地。从收入占比来看，随着在建项目逐步投产，公司建造板块收入占比持续下降，2024 年运营收入占比 95%，毛利占比 91%。

图表 10：2020-2024 年粤丰环保产能（吨/日）



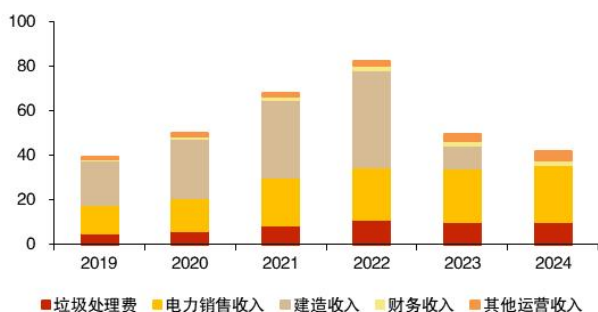
资料来源：粤丰环保官网，华源证券研究所

图表 11：截至 2024 年底粤丰环保产能分布



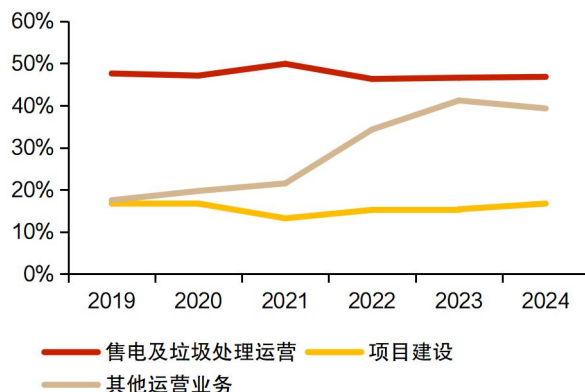
资料来源：粤丰环保官网，华源证券研究所

图表 12：2019-2024 年粤丰环保分业务收入（亿港元）



资料来源：粤丰环保公告，华源证券研究所

图表 13：2019-2024 年各业务毛利率



资料来源：粤丰环保公告，华源证券研究所

收购完成后，公司拥有产能将达到 8.8 万吨/日，成为仅次于光大环境的全国性固废处理龙头。粤丰环保在手垃圾焚烧总产能 5.25 万吨/日（含待建），若收购完成，瀚蓝环境在手垃圾焚烧产能将达到 8.8 万吨/日（5.25 万吨/日+3.58 万吨/日），仅次于光大环境，一举跃升为 A 股最大的全国性垃圾焚烧运营商，且多数项目位于华南、华东地区，项目区位优势。

3. 水价开启提价周期 燃气毛差持续修复

1) 供水业务：垄断南海区供水业务 水价有望迎来上涨

公司从南海供水起家，现有供水产能 170 万立方米/日。公司从南海供水起家，拥有供水服务全产业链，自来水销售范围覆盖整个南海区，2019 年在南海区水务市场占有率 92.87%。公司当前运营第二水厂，新桂城水厂，九江水厂和西江水厂，日均供水能力达到 170 万立方米，年均供水量 4-5 亿立方米。

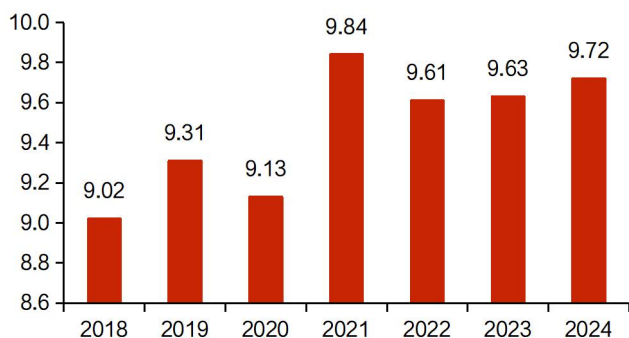
自 2021 年上半年第二水厂四期扩建工程投产后，公司暂无其他在建供水项目，2022-2024 年收入年均 9.6-9.7 亿元，基本保持稳定，2024 年公司供水业务毛利率 23.13%。

图表 14：公司在运水厂产能、投运时间等（单位：万立方米/日，元/立方米）

水厂	设计产能	投运产能	持股比例	投产时间	结算单价	供水范围
第二水厂		75	100%	1999 年	2.19	南海
第二水厂四期扩建	138	25	100%	2021 年上半年	2.19	南海
新桂城水厂	38	38	100%	2014 年 11 月	2.19	南海
九江水厂	12	12	60%	2004 年 9 月	2.19	九江
西江水厂		20				

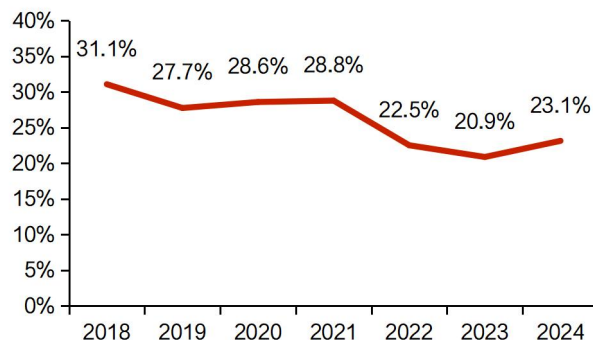
资料来源：公司官网，公司公告，华源证券研究所

图表 15：2018-2024 年公司供水业务收入（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 16：2018-2024 年公司供水业务毛利率



资料来源：公司公告，华源证券研究所

2025 年深圳、广州相继开展水价提价，公司所在地区也有望开启提价周期。2025 年 4 月 11 日，深圳市发改委组织召开自来水价格调整听证会，计划将深圳市自来水综合价格从 3.449 元/立方米调整为 3.8991 元/立方米（含税），涨幅 13.05%；另外，近期广州市宣布从 6 月 1 日起，对中心城区自来水价格进行调整，第一阶梯价格从 1.98 元/立方米上涨至 2.55 元/立方米，涨幅为 28.78%（该事项已于 2024 年召开听证会）。

我们认为，与深圳 8 年未调整过水价（其现行水价为 2017 年制定）类似，佛山市已经 8-9 年未调过水价，这意味着，公司在近 10 年的经营中持续增加的投资尚未向水价端进行传导，盈利持续承压，本次深圳水价调整计划的出台，或为其他地区调整水价树立标杆，佛山市有望开启提价周期，为公司盈利提升奠定基础。我们测算，水价上涨 0.1 元/立方米将带来净利润弹性 0.35 亿元。

2) 污水处理业务：在运产能 80 万吨/日，2024 年确认一次性收益

2021-2024 年公司污水处理产能持续增长，截至 2024 年底，公司拥有污水处理产能超 80 万吨/日。2019-2023 年公司污水处理规模维持在 2.1-2.5 亿吨，产能利用率超过 90%，毛利率维持在 40%-50%。2024 年公司污水处理结算量 3.77 亿吨，主因 2024 年签订东南厂 BOT 补充协议，一次性确认之前污水结算量，也使得公司污水处理毛利率大幅增长至 57.8%。

图表 17：2019-2024 年公司污水处理业务情况

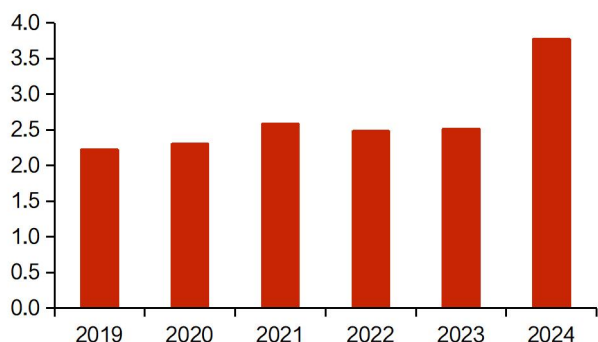
污水处理	2019	2020	2021	2022	2023	2024
------	------	------	------	------	------	------

供应产能（万立方米/日）	66.8	66.8	66.8	66.8	75.3	80.3
处理量（亿立方米）	2.22	2.3	2.58	2.48	2.51	3.77
产能利用率	91.1%	94.3%	105.8%	101.7%	91.3%	128.6%
污水处理价格（元/吨，不含税）	1.62	1.78	2.17	2.42	2.87	1.98
收入（亿元）	3.59	4.10	5.59	6.00	7.20	7.46

资料来源：公司公告，华源证券研究所。

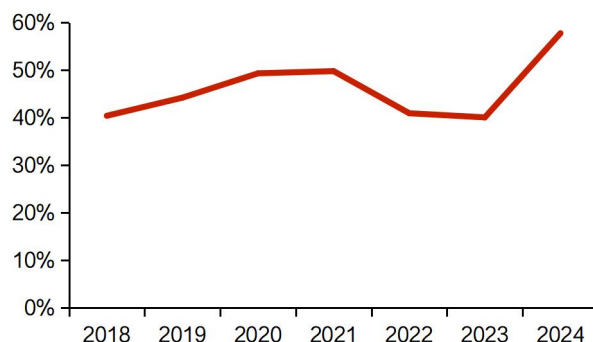
注：污水处理价格=收入/污水处理量；产能利用率=处理量/（投运规模*365）*10000

图表 18：2019-2024 年公司污水销售量（亿吨）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 19：2018-2024 年公司污水处理业务毛利率



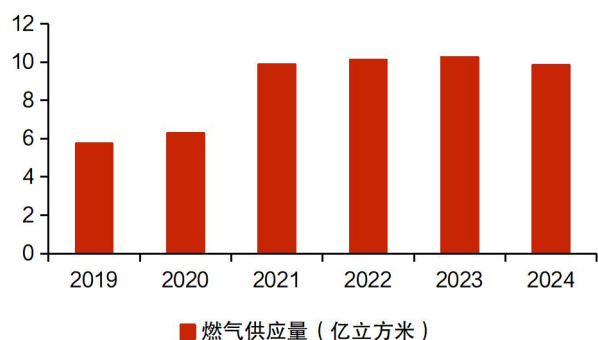
资料来源：公司公告，华源证券研究所

3）能源业务：燃气业务为主，盈利波动受原材料价格影响

公司在佛山市南海区和江西省樟树市拥有城市燃气特许经营权，其中子公司南海燃气覆盖整个南海区域，江西瀚蓝能源拥有江西省樟树市 11 个镇街的燃气特许经营，2021-2024 年公司燃气销售量 9.8-10.2 亿立方米。

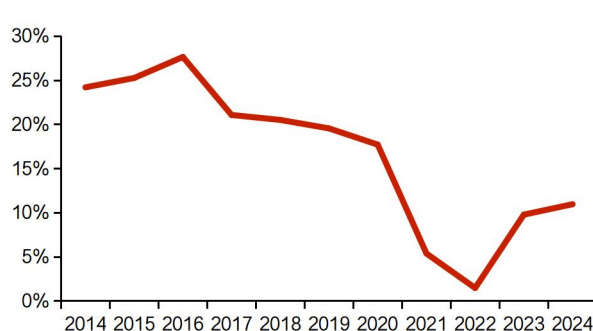
工商业用户占比 90%，调价顺畅，2022 年以来公司销气毛差持续修复。城燃业务中，公司下游用户 90%为工商业用户，调价更为顺畅，2021 年-2022 年受原材料成本上扬影响，公司毛利率下降明显，2022 年能源业务亏损近 0.65 亿元；2023 年以来区域内顺价逐步执行，能源业务盈利持续改善，公司能源板块实现净利润 1.57 亿元。

图表 20：2019-2024 年公司燃气销量（亿立方米）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 21：2014-2024 年公司燃气业务毛利率



资料来源：公司公告，华源证券研究所

4. 盈利预测与估值

不考虑粤丰环保，我们对公司的核心假设如下：

1) 考虑到公司在建项目进度，假设 2025-2027 年垃圾焚烧产能分别增加 650 吨/日、750 吨/日、0 吨/日；

2) 考虑到项目爬坡进度，假设 2025-2027 年垃圾焚烧项目产能利用率分别为 110%、110%、118%；

3) 吨垃圾上网电量与 2024 年维持一致；

4) 2025-2027 年燃气供应量增速分别为 5%、5%、5%。

图表 22：核心假设

	2025E	2026E	2027E
垃圾焚烧新增产能（吨/日）	650	750	0
垃圾焚烧项目产能利用率	110%	110%	118%
吨垃圾上网电量（kwh/吨）	326	326	326
燃气供应量增速	5%	5%	5%

资料来源：华源证券研究所

在上述假设下，我们预计公司 2025-2027 年分别实现营业收入 119.3、120.1、122.2 亿元，同比增长率分别为 0.38%、0.65%、1.78%，实现归母净利润分别为 17.7、18.9、20.4 亿元，同比增长率分别为 6.21%、6.79%、8.08%。当前股价对应的 PE 分别为 11、10、10 倍，我们选取军信股份、旺能环境、伟明环保、永兴股份作为可比公司进行估值，2025 年可比公司估值平均为 13 倍，公司当前估值水平低于行业平均，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 23：可比公司估值表

公司简称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE			PB（If）
	2025/5/13	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
军信股份	120	7.5	8.1	8.7	16.0	14.9	13.8	1.5
旺能环境	77	6.6	7.1	7.6	11.5	10.7	10.0	1.1
永兴股份	137	9.2	10.2	11.3	15.0	13.5	12.2	1.4
伟明环保	336	32.4	38.1	43.1	10.4	8.8	7.8	2.4
均值					13.2	12.0	11.0	
瀚蓝环境	196	17.7	18.9	20.4	11.1	10.4	9.6	1.4

资料来源：wind，华源证券研究所

注：永兴股份和瀚蓝环境盈利预测来源于华源证券研究，其余公司盈利预测来源于 wind 一致预测

5. 风险提示

1) 新增项目投产进度存在不确定性，公司当前在建垃圾焚烧项目 750 吨/日，其实际投产日期存在不确定性；

2) 垃圾入厂量存在波动风险，其受到经济环境、人口流动等影响较大，每年垃圾处理量存在波动风险；

3) 燃气上游价格波动风险，公司燃气业务外采天然气，其价格受到行业供需影响较大，价格存在波动风险。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,258	4,383	4,462	4,566
应收票据及账款	5,298	5,318	5,353	5,448
预付账款	181	182	183	186
其他应收款	121	122	122	125
存货	226	226	224	224
其他流动资产	859	861	866	879
流动资产总计	10,943	11,092	11,211	11,428
长期股权投资	1,344	1,471	1,598	1,725
固定资产	5,722	5,836	6,394	6,765
在建工程	274	637	500	500
无形资产	12,121	12,040	12,424	12,771
长期待摊费用	98	54	5	5
其他非流动资产	8,803	9,301	9,300	9,298
非流动资产合计	28,362	29,340	30,220	31,064
资产总计	39,305	40,432	41,431	42,492
短期借款	2,517	2,017	1,517	1,017
应付票据及账款	3,139	3,149	3,119	3,121
其他流动负债	4,740	4,751	4,716	4,730
流动负债合计	10,397	9,917	9,352	8,868
长期借款	11,564	12,100	12,543	12,892
其他非流动负债	2,123	2,123	2,123	2,123
非流动负债合计	13,688	14,224	14,666	15,015
负债合计	24,084	24,141	24,018	23,883
股本	815	815	815	815
资本公积	2,451	2,451	2,451	2,451
留存收益	10,136	11,186	12,284	13,455
归属母公司权益	13,402	14,452	15,550	16,721
少数股东权益	1,819	1,840	1,863	1,888
股东权益合计	15,221	16,292	17,413	18,609
负债和股东权益合计	39,305	40,432	41,431	42,492

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	1,684	1,528	1,649	1,804
折旧与摊销	1,152	1,159	1,257	1,293
财务费用	499	408	407	404
投资损失	-127	-127	-127	-127
营运资金变动	-130	-4	-104	-98
其他经营现金流	195	321	321	321
经营性现金净流量	3,273	3,284	3,403	3,596
投资性现金净流量	-1,837	-2,070	-2,070	-2,070
筹资性现金净流量	1,308	-1,090	-1,254	-1,423
现金流量净额	2,744	125	79	104

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,886	11,931	12,008	12,222
营业成本	8,447	8,473	8,392	8,397
税金及附加	108	109	110	112
销售费用	116	116	117	119
管理费用	726	716	720	733
研发费用	74	74	74	76
财务费用	499	408	407	404
资产减值损失	-20	-20	-21	-21
信用减值损失	-113	-113	-114	-116
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	127	127	127	127
公允价值变动损益	-11	0	0	0
资产处置收益	3	3	3	3
其他收益	182	182	182	182
营业利润	2,085	2,215	2,366	2,558
营业外收入	23	23	23	23
营业外支出	11	11	11	11
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	2,097	2,227	2,378	2,570
所得税	413	438	468	506
净利润	1,684	1,789	1,910	2,064
少数股东损益	20	21	23	25
归属母公司股东净利润	1,664	1,767	1,887	2,040
EPS(元)	2.04	2.17	2.31	2.50

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-5.22%	0.38%	0.65%	1.78%
营业利润增长率	14.43%	6.24%	6.83%	8.12%
归母净利润增长率	16.39%	6.21%	6.79%	8.08%
经营现金流增长率	31.85%	0.36%	3.62%	5.67%
盈利能力				
毛利率	28.93%	28.99%	30.11%	31.30%
净利率	14.17%	14.99%	15.91%	16.89%
ROE	12.42%	12.23%	12.14%	12.20%
ROA	4.23%	4.37%	4.55%	4.80%
估值倍数				
P/E	11.77	11.08	10.37	9.60
P/S	1.65	1.64	1.63	1.60
P/B	1.46	1.35	1.26	1.17
股息率	3.33%	3.67%	4.03%	4.43%
EV/EBITDA	9	9	8	8

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。