

瀚蓝环境 (600323)

大固废整合佼佼者，并购粤丰正式完成，协同增效空间大

买入 (维持)

2025年06月02日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 陈孜文

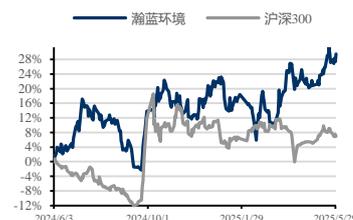
执业证书: S0600523070006
chenzw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	12,541	11,886	13,567	16,139	16,511
同比 (%)	(2.59)	(5.22)	14.14	18.96	2.31
归母净利润 (百万元)	1,430	1,664	1,860	2,117	2,214
同比 (%)	25.23	16.39	11.79	13.82	4.58
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.75	2.04	2.28	2.60	2.72
P/E (现价&最新摊薄)	14.18	12.18	10.90	9.57	9.15

投资要点

- **事件:** 2025年6月2日, 公司公告粤丰环保从香港联交所退市。
- **瀚蓝并购粤丰环保正式完成, 2025年6月起并表, 规模跃升&增厚盈利及现金流。** 自24年7月7日瀚蓝环境启动私有化粤丰环保到25年6月2日粤丰环保从港交所退市, 瀚蓝并购粤丰圆满落幕, 25年6月起合并粤丰报表。**1) 规模扩张:** 并购后垃圾焚烧规模达到97590吨/日, 国内行业排名前三、A股首位。此外, 公司新增香港垃圾中转运营业务, 继参股曼谷垃圾焚烧发电项目后, 境外市场再下一子。**2) 增厚盈利:** 此前参考粤丰环保24年可持续经营净利润, 假设粤丰25Q2末并表, 预计25-26年公司归母净利润18.6、21.2亿元, 对应PE为10、9倍, 粤丰实际并表时间较预期提前。**3) 可持续现金流大增:** 24年瀚蓝环境剔除14号文影响后的经营性现金流净额33.15亿元, 资本开支17.08亿元, 简易自由现金流16.07亿元; 24年粤丰环保剔除14号文影响后的经营性现金流净额18.67亿港元, 资本开支5.07亿港元, 简易自由现金流13.60亿港元(按0.92汇率换算约12.51亿元人民币)。步入成熟运营期, 随着资本开支下降, 自由现金流将进一步增厚, 提分红潜力大。
- **并购引领公司跨越式发展, 协同增效空间大。** 从2006年并购南海环保电厂, 到2014年并购创冠中国, 再到并购粤丰环保, 公司是连续成功整合实现跨越式发展的大固废企业。参照并购创冠, 其盈利能力持续提升, ROE从14年5.1%提至24年10.7%。此次并购粤丰后, 协同增效空间大。**1) 区位协同:** 瀚蓝与粤丰固废业务布局有9个省份重合, 垃圾焚烧总产能超过50%位于广东省和福建省, 瀚蓝拥有成熟的固废处理“纵横一体化”业务布局, 新增粤丰项目为瀚蓝模式的推广复制提供更多落地空间;**2) 运营协同:** 智慧管理平台应用、供应链协同降本;**3) 财务协同:** 降低存量贷款利率、提高资金使用效率, 按财务费用/期末有息负债测算, 24年粤丰环保综合融资成本5.1%, 相较于瀚蓝环境3.0%有较大下降空间;**4) 增量拓展协同:** 供热、AIDC拓展、绿色环境权益挖潜等方面存在协同, 将提升企业整体盈利增长点, ①**供热:** 24年瀚蓝供热量148万吨, 供热均价为143元/吨, 24年粤丰供热量仅31万吨, 供热均价为205港元/吨, 若粤丰供热量对标瀚蓝, 按150元/吨蒸汽价格测算, 存1.8亿元供热收入增量; ②**AIDC合作:** 并购粤丰后, 满足区位(京津冀、长三角、粤港澳)和规模(1000吨/日及以上)要求的项目占总运营规模的比例为45%。
- **大固废整合佼佼者, 并购跨越发展+协同增效, 促估值&ROE双升。1) 并购协同带来跨越式成长:** 公司数次跨越式发展均是通过战略并购而实现, 参照创冠整合, 此次并购粤丰协同增效空间大!**2) 内生增长超预期:** 25Q1公司收入26.01亿元(-4%), 归母4.20亿元(+10%), 具备内生增长潜力。25Q1吨发397度(+5%), 吨上网349度(+6%), 供汽量48.23万吨(+59%)。**3) 现金流分红大增:** 化债持续推进, 24全年解决存量应收24亿元, 超出原20亿元计划规模, 25年公司争取收回存量应收不少于20亿元。垃圾焚烧及污水处理有望推进居民端收费, 商业模式C端理顺。公司资本开支持续下降, 自由现金流增厚。24年公司每股派息同比+67%, 承诺24-26年每股派息同比增长不低于10%。
- **盈利预测与投资评级:** 公司凭借优秀整合能力实现跨越发展, 并购成长+协同增效促估值&ROE双升。我们维持2025-2027年归母净利润预测18.60、21.17、22.14亿元, 对应PE为11/10/9倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 应收回款不及预期, 资本开支超预期上行, 政策风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	24.86
一年最低/最高价	18.47/25.30
市净率(倍)	1.47
流通A股市值(百万元)	20,269.53
总市值(百万元)	20,269.53

基础数据

每股净资产(元,LF)	16.96
资产负债率(% ,LF)	59.43
总股本(百万股)	815.35
流通A股(百万股)	815.35

相关研究

- 《瀚蓝环境(600323): 2024年报点评: 业绩稳健增长&派息大增, 并购粤丰增厚在即》
2025-04-13
- 《瀚蓝环境(600323): 24年分红预案超预期, 派息同增67%, 锁定25-26年股息率底线》
2025-02-18

瀚蓝环境三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	10,943	12,305	15,209	17,649	营业总收入	11,886	13,567	16,139	16,511
货币资金及交易性金融资产	4,398	3,691	5,228	7,591	营业成本(含金融类)	8,447	9,384	10,802	11,032
经营性应收款项	4,440	6,169	7,245	7,305	税金及附加	108	122	148	157
存货	226	241	268	265	销售费用	116	125	148	157
合同资产	1,039	1,347	1,584	1,601	管理费用	726	828	1,001	1,024
其他流动资产	840	858	884	888	研发费用	74	79	94	96
非流动资产	28,362	48,062	47,408	46,494	财务费用	499	799	1,138	1,079
长期股权投资	1,344	2,544	2,544	2,544	加:其他收益	182	244	274	281
固定资产及使用权资产	5,722	8,178	7,837	7,390	投资净收益	127	170	190	198
在建工程	274	344	327	256	公允价值变动	(11)	0	0	0
无形资产	12,121	25,655	25,289	24,823	减值损失	(133)	(157)	(197)	(207)
商誉	413	2,927	2,927	2,927	资产处置收益	3	4	5	5
长期待摊费用	98	98	98	98	营业利润	2,085	2,492	3,081	3,245
其他非流动资产	8,390	8,315	8,385	8,455	营业外净收支	12	12	12	12
资产总计	39,305	60,367	62,616	64,144	利润总额	2,097	2,504	3,093	3,257
流动负债	10,397	14,098	15,121	15,368	减:所得税	413	476	588	619
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,774	7,487	7,587	7,687	净利润	1,684	2,028	2,506	2,638
经营性应付款项	3,139	3,910	4,501	4,597	减:少数股东损益	20	168	388	424
合同负债	370	422	502	514	归属母公司净利润	1,664	1,860	2,117	2,214
其他流动负债	2,113	2,279	2,531	2,571	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.04	2.28	2.60	2.72
非流动负债	13,688	29,723	29,223	28,723	EBIT	2,484	3,303	4,231	4,335
长期借款	9,964	24,964	24,464	23,964	EBITDA	3,636	4,987	5,950	6,063
应付债券	1,530	1,530	1,530	1,530	毛利率(%)	28.93	30.83	33.07	33.19
租赁负债	71	71	71	71	归母净利率(%)	14.00	13.71	13.12	13.41
其他非流动负债	2,123	3,159	3,159	3,159	收入增长率(%)	(5.22)	14.14	18.96	2.31
负债合计	24,084	43,821	44,344	44,091	归母净利润增长率(%)	16.39	11.79	13.82	4.58
归属母公司股东权益	13,402	12,959	14,297	15,654					
少数股东权益	1,819	3,587	3,975	4,399					
所有者权益合计	15,221	16,546	18,273	20,053					
负债和股东权益	39,305	60,367	62,616	64,144					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,273	4,198	4,849	5,468	每股净资产(元)	16.44	15.89	17.54	19.20
投资活动现金流	(1,837)	(21,252)	(915)	(657)	最新发行在外股份(百万股)	815	815	815	815
筹资活动现金流	1,308	16,347	(2,398)	(2,448)	ROIC(%)	6.69	6.51	6.69	6.67
现金净增加额	2,744	(707)	1,537	2,363	ROE-摊薄(%)	12.42	14.35	14.81	14.14
折旧和摊销	1,152	1,684	1,719	1,728	资产负债率(%)	61.28	72.59	70.82	68.74
资本开支	(1,664)	(20,298)	(1,033)	(783)	P/E(现价&最新股本摊薄)	12.18	10.90	9.57	9.15
营运资本变动	(130)	(1,170)	(574)	(71)	P/B(现价)	1.51	1.56	1.42	1.29

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准 -5% 与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>