

瀚蓝环境 (600323.SH)

成长+分红兼备，被低估的城市公用事业龙头

核心观点：

- **百亿级收购落地，成长性+分红潜力兼备。**历时 11 个月公司私有化粤丰事项终落地，公司垃圾焚烧产能规模跃升至 9.76 万吨/日，**位居 A 股第一、全行业前三**。合并以后瀚蓝未来 3 年将有望保持**双位数的营收、业绩复合增速**，成长性更强但估值明显低于同业。公司降本增效、供热拓展、财务协同等新增长点亟待释放，在资本开支收缩、现金流改善背景下**分红潜力将进一步提升**。
- **强强联合开启新征程，静待协同效应释放。**优秀的管理团队是协同效应释放的基础，公司核心管理人员任职超 10 年，主导过 14 年创冠环保收购整合；虚拟股权激励更是将高管和投资者利益绑定。**期待粤丰整合协同效应：**(1) 运营管理：项目区域重合度较高，可通过统一管理和供应链集采降低成本，更为**供热业务拓展打下基础**。我们测算当蒸汽售价 145 元/吨时，单吨垃圾供热可增厚利润约 50 元。(2) 财务协同：粤丰平均融资成本高于瀚蓝 1.49pct，瀚蓝可凭借自身国企+信用评级优势，通过债务置换等降低利息费用。
- **被低估的城市公用事业龙头。**(1) 对比煤炭、电力、交运、银行等红利资产，瀚蓝具备高成长增速、优秀的净现比和 ROE，且边际改善效果更强：收购强化竞争地位、投资收窄、FCFF 向好、承诺分红提升；(2) **相对估值**：以红利资产 25 年平均 PE14.4x 为参考，瀚蓝优势在于成长增速及安全边际，劣势在于股息率较低及应收账款隐忧，可给予公司 2025 年 13xPE，对应 31.10 元/股。(3) **绝对估值**：考虑特许经营权到期、国补退坡及到期等，DCF 得出每股价值为 31.32 元/股。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计 25-27 年归母净利润为 19.51、22.09、23.10 亿元，对应最新 PE 为 10.78、9.52、9.10x。参考同业给予 2025 年 13xPE 估值，对应合理价值为 31.10 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**业务整合低于预期；国补发放低预期；政府回款低预期等。

盈利预测：

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	12541	11886	13988	15912	16044
增长率（%）	-2.6%	-5.2%	17.7%	13.8%	0.8%
EBITDA（百万元）	3502	3636	5687	6571	6706
归母净利润（百万元）	1430	1664	1951	2209	2310
增长率（%）	25.2%	16.4%	17.2%	13.3%	4.5%
EPS（元/股）	1.75	2.04	2.39	2.71	2.83
市盈率（P/E）	9.90	11.58	10.78	9.52	9.10
ROE（%）	11.8%	12.4%	13.3%	13.8%	13.2%
EV/EBITDA	7.95	8.62	9.08	7.51	6.92

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

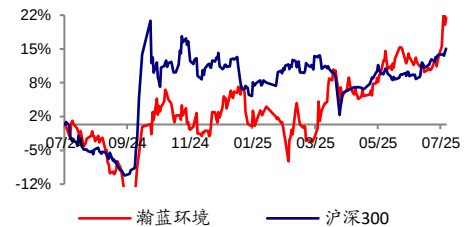
买入

当前价格	25.79 元
合理价值	31.10 元
前次评级	买入
报告日期	2025-07-21

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	815.35/815.35
总市值/流通市值（百万元）	21028/21028
一年内最高/最低（元）	26.21/18.75
30 日日均成交量/成交额（百万）	5.53/136.85
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	14.55/18.15

相对市场表现



分析师：

郭鹏



SAC 执证号：S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师：

陈龙



SAC 执证号：S0260523030004



021-38003623



shchenlong@gf.com.cn

分析师：

荣凌琪



SAC 执证号：S0260523120006



021-38003686



ronglingqi@gf.com.cn

请注意，陈龙、荣凌琪并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

瀚蓝环境 (600323.SH) :Q1 2025-05-05

业绩、现金流超预期，管理

能力优秀

目录索引

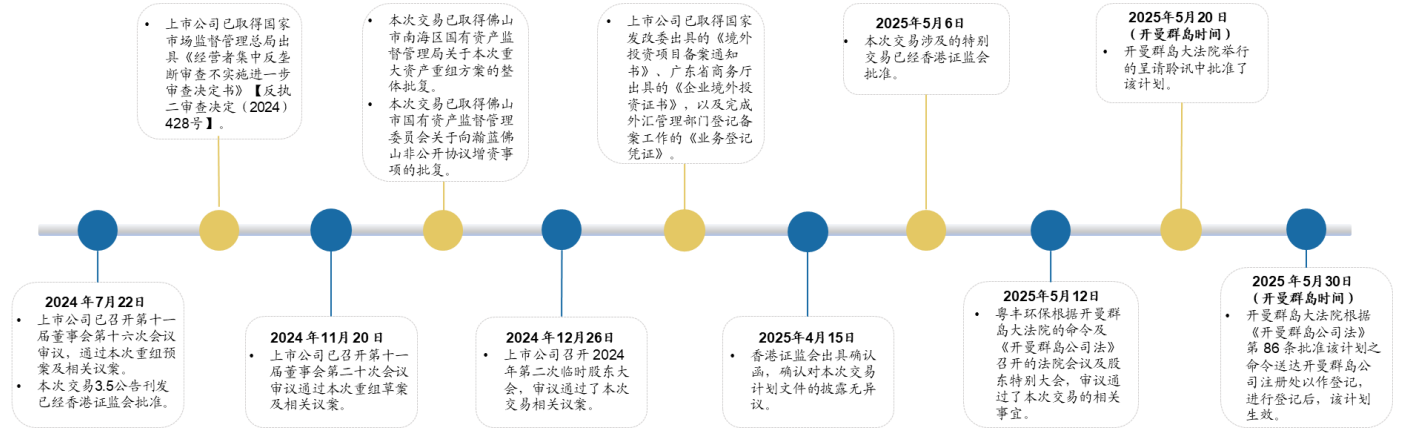
一、百亿级收购落地，固废白马迈入新征程.....	5
（一）历经约 11 个月私有化粤丰落地，2025 年 5 月 31 日起并表.....	5
（二）粤丰在运产能达 4.25 万吨/日，半数位于广东省内	6
（三）粤丰环保——利润稳、回款佳的优质固废标的.....	10
二、强强联合，静待协同效应释放	14
（一）优秀的管理团队：人员稳定、说到做到，奖金与业绩及市值挂钩	14
（二）项目区域重合度高，期待供热、资源化协同贡献增量.....	16
（三）瀚蓝平均融资成本较粤丰低 1.49PCT，可通过债务整合降低利息	21
三、估值探讨：成长性+分红潜力兼备，被低估的城市公用事业	22
（一）瀚蓝：竞争优势加强、CAPEX 下降、FCFF 向好、分红有潜力	22
（二）城市公用事业资产，投资价值仍被低估.....	26
四、盈利预测及投资建议.....	29
（一）盈利预测：未来 3 年预计营收、业绩保持双位数复合增速增长.....	29
（二）分红展望：若分红比例持平，则 26 年股息率预计将突破 4%.....	32
（三）相对估值：参考红利资产给予 25 年 13xPE，合理价值 31.10 元/股	33
（四）DCF 视角：考虑特许经营权到期、国补退坡及到期等，合理价值 31.32 元/股	35
（五）结论	36
五、风险提示	37

图表索引

图 1: 私有化后, 瀚蓝持有粤丰环保 52% 股权 (截至 2025/6/11, 《重大资产购买实施情况报告书》公告日)	5
图 2: 本次交易的实施过程: 历经 11 个月, 5 月 30 日正式落地, 进度快于市场预期	6
图 3: 粤丰环保发展历程: 立足广东省的垃圾焚烧项目, 逐步实现全国拓展	7
图 4: 粤丰环保垃圾焚烧项目地域分布	7
图 5: 截至 24 年底粤丰环保在运、建设/规划中产能分别为 4.25、1.01 万吨/日 ..	8
图 6: 总产能: 广东省产能占比一半 (截至 24 年底)	9
图 7: 总发电量: 广东省内占比接近六成 (2024 年)	9
图 8: 垃圾处理量: 广东省内占比近 57% (2024 年)	9
图 9: 广东省内垃圾处置费高于其他地区 (2024 年)	9
图 10: 粤丰垃圾焚烧产能利用率	9
图 11: 粤丰环保吨发电量及吨售电量	9
图 12: 粤丰环保 2024 年营业收入为 39 亿元人民币	10
图 13: 粤丰环保 2024 年净利润为 8.02 亿元人民币	10
图 14: 粤丰环保分业务营业收入 (单位: 亿元人民币)	10
图 15: 粤丰环保分业务营收占比	10
图 16: 粤丰环保分业务毛利率情况	11
图 17: 粤丰环保分类型营业收入 (单位: 亿元人民币)	11
图 18: 粤丰环保分类型营收占比	11
图 19: 粤丰历年管理费用、财务费用	12
图 20: 24 年粤丰管理费用率、财务费用率均提升	12
图 21: 粤丰环保历年负债情况 (单位: 亿元人民币)	12
图 22: 粤丰环保资产负债率及有息负债率	12
图 23: 粤丰环保平均借款利率: 2024 年提升至 5.08%	12
图 24: 截至 24 年底公司应收账款总额为 24 亿元人民币	13
图 25: 应收账款结构: 国补占 33% (2024 年)	13
图 26: 粤丰环保历年现金流情况 (单位: 亿元)	13
图 27: 2024 年公司的经营项目所得现金超过投资支出额 (单位: 亿元)	14
图 28: 合并后瀚蓝环境在固废领域的布局情况	17
图 29: 2025Q1 瀚蓝供热量 48 万吨 (同比+59%)	19
图 30: 2025Q1 瀚蓝供热收入约 0.70 亿元	19
图 31: 公司蒸汽平均销售单价约为 140~145 元/吨	19
图 32: 平均借贷成本: 2024 年瀚蓝环境低于粤丰环保 1.49pct	21
图 33: CAPEX: 2020-24 年, 瀚蓝环境的资本开支显著收缩	25
图 34: 资产负债率: 2020-25Q1, 瀚蓝环境持续降杠杆	25
图 35: 近 5 年 PE-TTM/PB-LF 估值分位数: 瀚蓝为 44%/60% (收盘价: 2025/7/18)	27
图 36: 近 10 年 PE-TTM/PB-LF 估值分位数: 瀚蓝为 23%/30% (收盘价: 2025/7/18)	27

图 37: 情景一情况: 现金分红金额同比+10%	33
图 38: 情景一情况: 2027 年股息率预计达 4.1%	33
图 39: 情景二情况: 分红比例与 24 年持平	33
图 40: 情景二情况: 2026 年股息率预计达 4.1%	33
图 41: 瀚蓝环境 FCFF 情况 (2025~2054 年, 单位: 亿元)	36
表 1: 按照方案, 粤丰环保因资产剥离等事项预计将获得 3.6 亿元人民币的资金回 流	6
表 2: 粤丰环保在广东省内垃圾焚烧项目 17 个、对应产能 26790 吨/日	8
表 3: 瀚蓝环境上市以来历任董事长、总经理	14
表 4: 瀚蓝环境高管平均任期时长位居行业第一	15
表 5: 近年来瀚蓝环境的主要经营目标均达成——“说到做到”	15
表 6: 瀚蓝环境的高管激励计划详情——高管与投资者利益一致	16
表 7: 瀚蓝环境项目列表: 总产能 97590 吨/日	17
表 8: 不同蒸汽销售单价、吨垃圾产生蒸汽量情况下的单吨垃圾供热收入测算 ..	20
表 9: 不同蒸汽销售单价、吨垃圾产生蒸汽量情况下的单吨垃圾增量收入测算 ..	20
表 10: 不同蒸汽销售单价、吨垃圾产生蒸汽量情况下的单吨垃圾增量利润测算 ..	20
表 11: 公司存续债券利率情况: 2025 年新发行中票票面利率低至 1.90~1.92% ..	21
表 12: 本文选取的红利类资产代表公司	22
表 13: 横向对比: 瀚蓝成长增速更快、不输其他行业的净现比和 ROE、分红率较 低	23
表 14: 关注具备竞争优势、CAPEX 下降、FCFF 向好、分红有潜力的标的	24
表 15: FCFF: 资本开支显著收缩带动自由现金流转正	26
表 16: 平均分红率: 固废板块分红提升趋势更为明显, 水务保持高位	26
表 17: 从海外 ROE 定价经验看红利类资产红利类资产的估值水平 (收盘价: 2025/7/18)	28
表 18: 瀚蓝环境固废业务营业收入拆分	29
表 19: 粤丰环保固废业务营业收入拆分	31
表 20: 合并粤丰后, 瀚蓝环境收入预测	32
表 21: 传统红利、固废、水务估值对比 (最新收盘价: 2025/7/18)	34
表 22: 可比公司估值表 (最新收盘价: 2025/7/18)	34
表 23: 瀚蓝环境营业收入、归母净利润、FCFF 测算 (2025~2054 年, 单位: 亿 元)	35

图 2：本次交易的实施过程：历经11个月，5月30日正式落地，进度快于市场预期



数据来源：瀚蓝环境《20250611 重大资产购买实施情况报告书》，广发证券发展研究中心

资产剥离及资金回流：粤丰环保会因部分资产出售、股份激励计划等获得超3.6亿元人民币的资金回流。根据粤丰环保《20240722 联合公告》，臻达、黎健文、李咏怡承诺：土地出售、智慧停车、写字楼出售事项的登记手续需在最终生效日期（最终交割日）前办妥，且不会导致粤丰环保集团的账面亏损及税务责任。粤丰环保预计土地出售的对价为1.35亿元人民币、智慧停车出售为3000万元港币、写字楼出售为1.65亿元港币，即上述资产处置事项预计带来3.6亿元人民币的现金回流。根据瀚蓝环境《20250611重大资产购买实施情况报告书》，相关出售事项资产过户已完成。此外，粤丰环保部分员工持有未授予的股份奖励计划1010万股（包含在本次要约计划内），按约定在要约计划生效后，粤丰环保将会获得上述股份奖励计划对应的资金回流，约为4949万元港币（1010万股*4.90港元/股）。

表 1：按照方案，粤丰环保因资产剥离等事项预计会获得3.6亿元人民币的资金回流

类别	项目/业务	对价	详细内容
子公司出售	粤展环境	-	将粤丰持有的粤展环境的全部股权及债务转让予并非股东的独立第三方。
	土地	1.35 亿元 RMB	土地使用权及建筑物
	写字楼	1.65 亿元 HKD	2 项商业物业、2 个停车位、1 个天台
资产出售	智慧停车	3000 万元 HKD	出售粤丰科技（在中国从事提供智慧停车解决方案的业务）的所有股权予臻达或其附属人士。
	股票激励	4949 万元 HKD	1010 万股*4.90 港元/股
合计		折合约 3.63 亿元 RMB	《预案》中按照 100 港元折合 93.27 元人民币计算。

数据来源：粤丰环保《20240722 联合公告》，瀚蓝环境《20250611 重大资产购买实施情况报告书》，广发证券发展研究中心

（二）粤丰在运产能达 4.25 万吨/日，半数位于广东省内

粤丰环保：立足广东的垃圾焚烧龙头企业，总在手产能达52540万吨/日，遍布全国12省市。根据粤丰环保2024年全年业绩简报，粤丰集团共有35个垃圾焚烧发电项目（运营中32个+规划中3个），总处理产能约52540吨/日（在运产能42490吨/日），遍布全国12个省市，包括广东省、广西壮族自治区、贵州省、江西省、四川省、山

东省、山西省、河北省、云南省、黑龙江省、江苏省、辽宁省及上海市。

图 3: 粤丰环保发展历程: 立足广东省的垃圾焚烧项目，逐步实现全国拓展

● 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	

数据来源：粤丰环保 2024 年全年业绩简报，广发证券发展研究中心

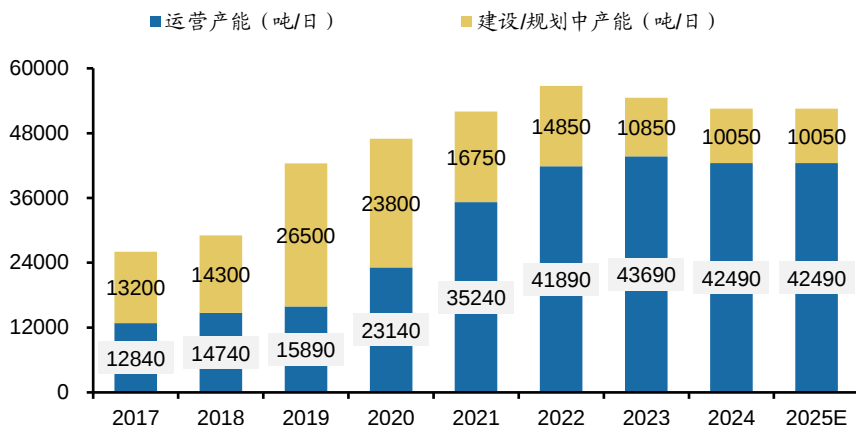
图 4: 粤丰环保垃圾焚烧项目地域分布



数据来源：粤丰环保 2024 年全年业绩简报，广发证券发展研究中心

截至24年底粤丰环保在运、建设/规划中产能分别为4.25、1.01万吨/日。2017年以来，伴随项目的有序投运，粤丰环保在运产能持续稳健增长。根据粤丰环保2024年全年业绩简报，截至24年底，粤丰环保总在手垃圾焚烧项目35个，总产能为52540吨/日，其中：在运项目共32个、总在运产能达42490吨/日；建设及规划中产能合计10050吨/日。

图 5：截至24年底粤丰环保在运、建设/规划中产能分别为4.25、1.01万吨/日



数据来源：粤丰环保 2022、2023 年全年业绩简报，广发证券发展研究中心

备注：由于投资回报的变动，粤丰环保于 2023 年 2 月出售常宁垃圾焚烧发电项目 55% 股权以及莘县垃圾焚烧发电项目 20% 股权。2024 年 12 月粤丰完成出售达州项目全部 30% 股权。

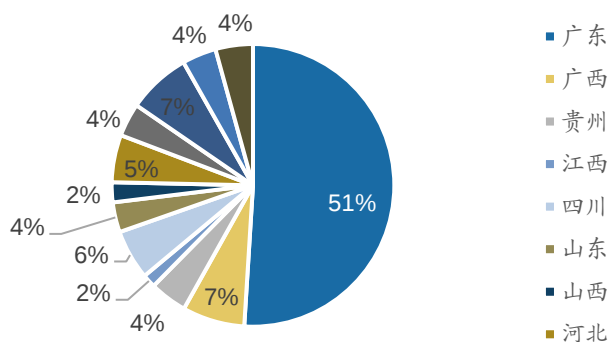
广东省内垃圾焚烧产能占比接近一半，项目禀赋优，垃圾处置费、垃圾量、发电量等均具备优势。从地域分布来看，垃圾焚烧发电项目位于广东、广西、贵州、江西、四川等12个省及直辖市。其中，广东省内有17个项目、合计总产能为26790吨/日，占粤丰总在手产能的51%。广东省内项目的垃圾处理量、发电量占比达60%、57%。经济发达、人口密集的广东省在人均垃圾量、垃圾热值等方面均具备优势，且垃圾处置费均价亦高于公司的其他项目及全国平均值，可达100元/吨。

表 2：粤丰环保在广东省内垃圾焚烧项目17个、对应产能26790吨/日

	项目数量	每日城市生活垃圾处理能力
		(吨)
广东	17	26790
广西	3	3750
贵州	2	2250
江西	1	800
四川	1	3000
山东	1	1800
山西	1	1200
河北	3	2850
云南	2	2000
上海	1	3800
江苏	2	2050
辽宁	1	2250
合计	35	52540

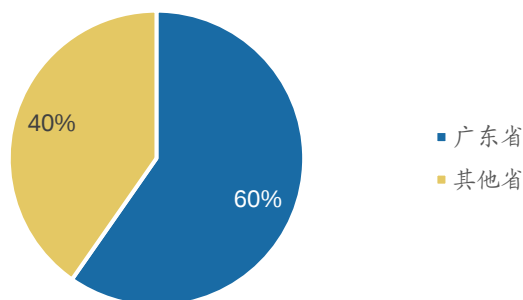
数据来源：粤丰环保历年财报，广发证券发展研究中心

图 6：总产能：广东省产能占比一半（截至24年底）



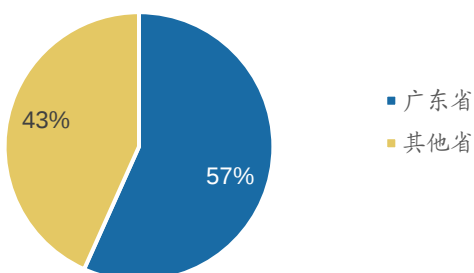
数据来源：粤丰环保 24 年业绩简报，广发证券发展研究中心

图 7：总发电量：广东省内占比接近六成（2024 年）



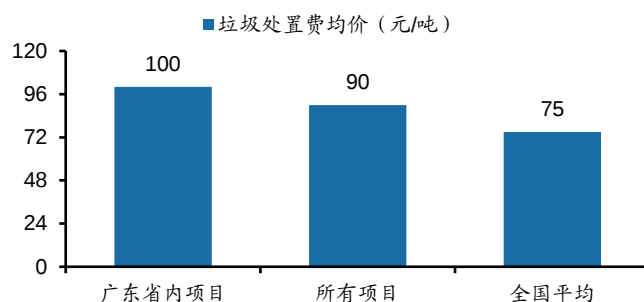
数据来源：粤丰环保 24 年业绩简报，广发证券发展研究中心

图 8：垃圾处理量：广东省内占比近57%（2024年）



数据来源：粤丰环保 24 年业绩简报，广发证券发展研究中心

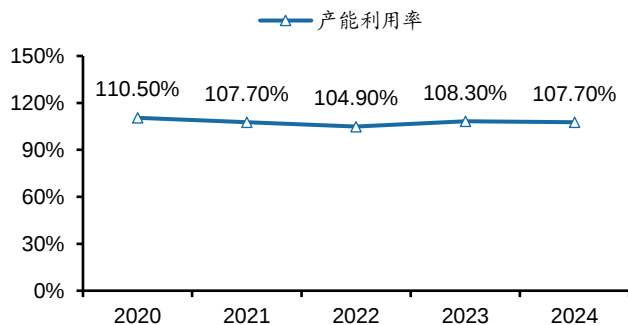
图 9：广东省内垃圾处置费高于其他地区（2024 年）



数据来源：粤丰环保 24 年业绩简报，广发证券发展研究中心

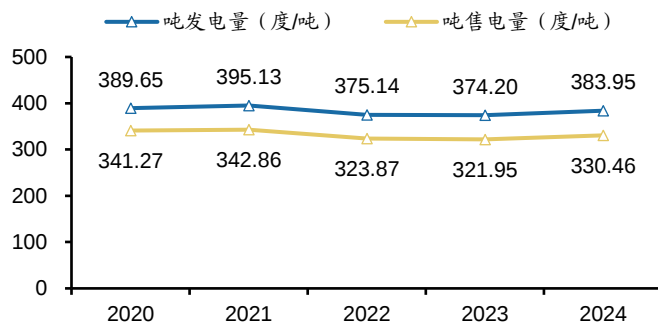
从经营效率来看，2024年粤丰环保在运项目的产能利用率为107.7%，且多年保持在100%以上；2024年吨发电量、吨售电量分别为383.95度/吨、330.46度/吨，亦保持在较高水平。

图 10：粤丰垃圾焚烧产能利用率



数据来源：粤丰环保历年财报，广发证券发展研究中心

图 11：粤丰环保吨发电量及吨售电量

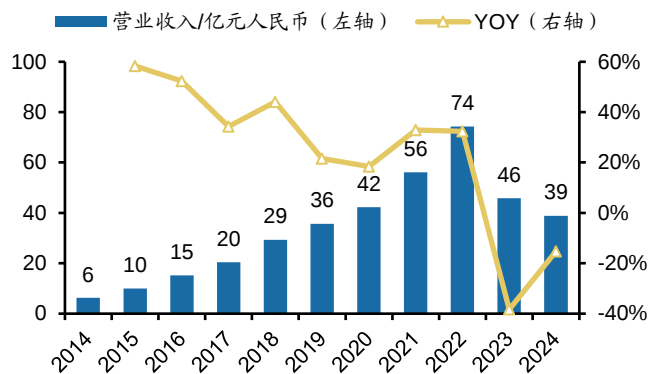


数据来源：粤丰环保历年财报，广发证券发展研究中心

（三）粤丰环保——利润稳、回款佳的优质固废标的

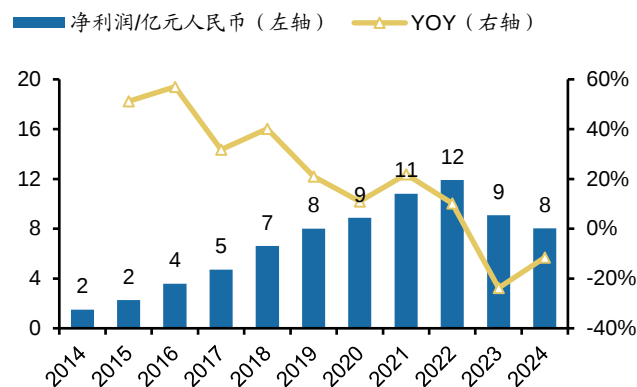
2024年粤丰营业收入、净利分别为38.9亿元、8.02亿元人民币，建造业务收缩压制业绩。2024年公司营业总收入同比下滑15%、净利润同比下滑12%，根据粤丰环保2024年财报，收入利润下跌主要系公司大部分垃圾焚烧发电项目已投产，行业已进入成熟阶段、新增项目减少，导致公司建造收入下滑所致。

图 12：粤丰环保2024年营业收入为39亿元人民币



数据来源：粤丰环保历年财报，广发证券发展研究中心

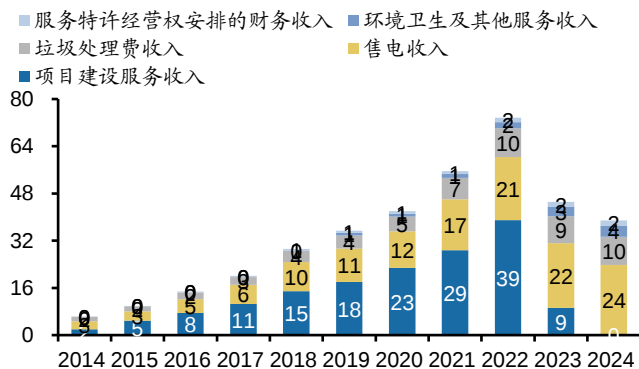
图 13：粤丰环保 2024 年净利润为 8.02 亿元人民币



数据来源：粤丰环保历年财报，广发证券发展研究中心

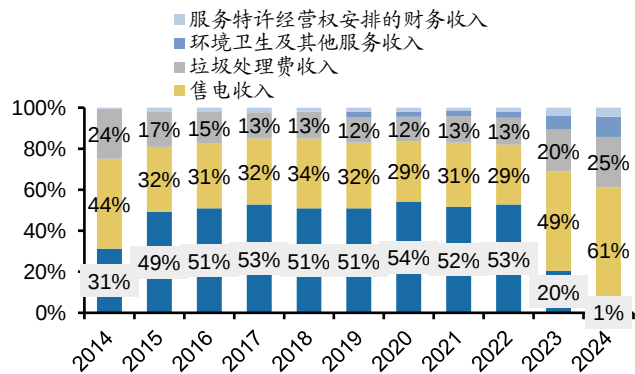
垃圾焚烧为公司核心业务，占公司总营收的九成以上。分业务来看，公司业务以垃圾焚烧为核心，2024年垃圾焚烧项目建设服务收入、垃圾处理费收入、售电收入、服务特许经营权安排的财务收入分别为0.21、9.55、23.56、1.72亿元人民币。此外，公司延伸产业链拓展了环卫业务，2024年实现营收3.84亿元人民币。

图 14：粤丰环保分业务营业收入（单位：亿元人民币）



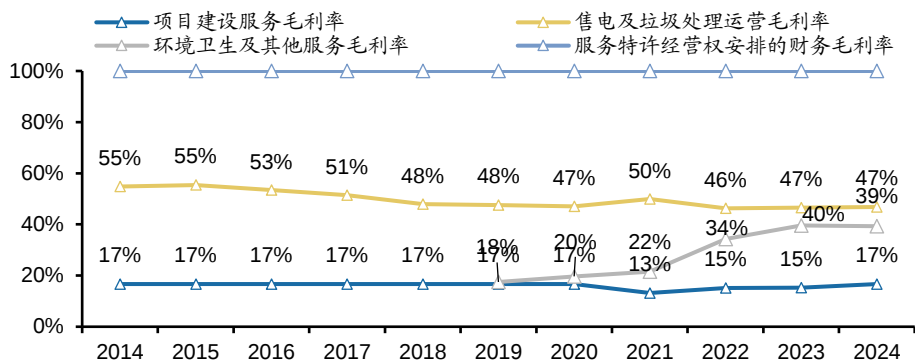
数据来源：粤丰环保历年财报，广发证券发展研究中心

图 15：粤丰环保分业务营收占比



数据来源：粤丰环保历年财报，广发证券发展研究中心

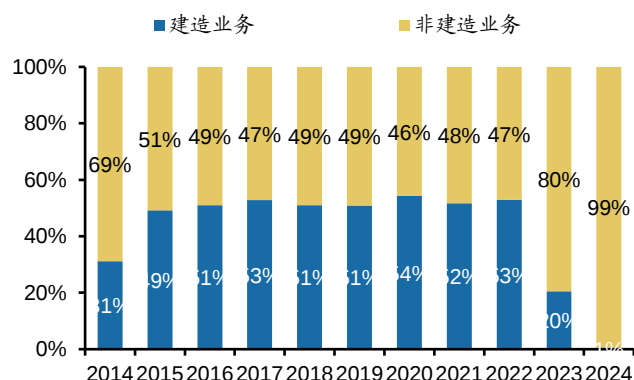
图 16: 粤丰环保分业务毛利率情况



数据来源: 粤丰环保历年财报, 广发证券发展研究中心

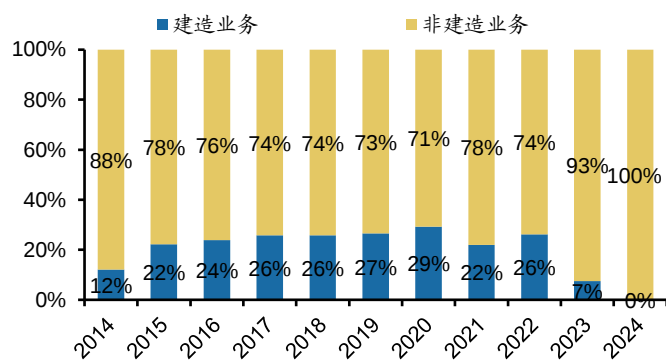
2024年公司建造业务营收下滑至0.21亿元人民币, 粤丰已为纯运营企业。若按照业务类型进行分类, 建造服务收入2024年为0.21亿元人民币, 与2022年的39亿元、2023年的9亿元人民币营收相比大幅下滑; 而运营业务(包括售电、垃圾处理及环境卫生及其他服务收入)则保持稳健增长趋势, 且2024年运营部分合计占总营收比重约99%。从毛利的角度看, 2024年建造业务毛利润占比可以忽略不计, 而运营业务为粤丰稳定的业绩支撑。

图 17: 粤丰环保分类型营业收入(单位: 亿元人民币)



数据来源: 粤丰环保历年财报, 广发证券发展研究中心

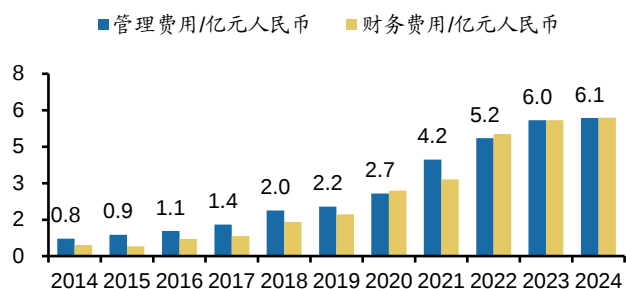
图 18: 粤丰环保分类型营收占比



数据来源: 粤丰环保历年财报, 广发证券发展研究中心

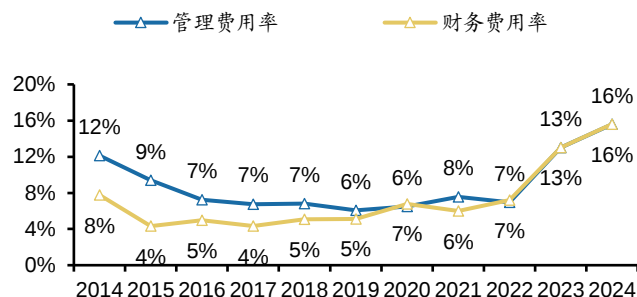
运营项目增加导致公司管理费用提升, 财务费用略有提升。粤丰环保的管理费用(一般及行政费用)2024年为6.06亿元, 同比+2%, 主要系运营中的垃圾焚烧发电项目增加所致。粤丰环保财务费用同比+2%至6.07亿元。此外, 2024年粤丰环保收入下滑较多(建造项目减少)因而费用率增长明显。

图 19: 粤丰历年管理费用、财务费用



数据来源: 粤丰环保历年财报, 广发证券发展研究中心

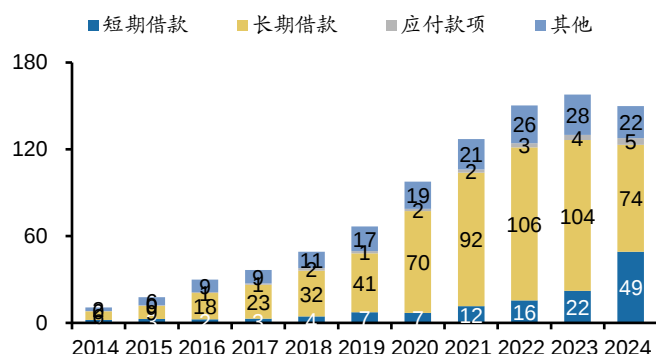
图 20: 24 年粤丰管理费用率、财务费用率均提升



数据来源: 粤丰环保历年财报, 广发证券发展研究中心

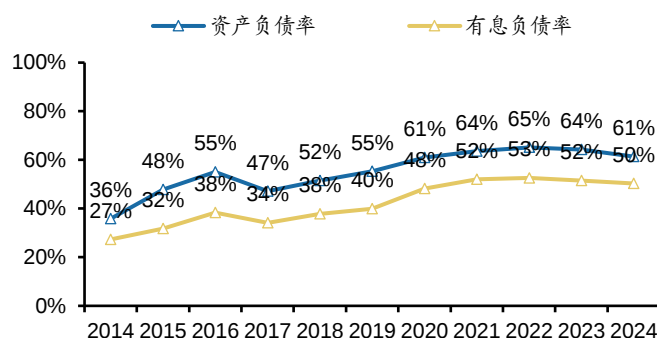
截至24年底, 粤丰环保有息负债率为50%, 平均借款利率为5.08%。从负债结构来看, 截至24年底, 公司短期借款、长期借款分别为49亿元、74亿元人民币。截至24年底公司的资产负债率、有息负债率分别为61%、50%。且2024年平均借款利率(财务费用/长短期借款)为5.08%, 与2023年的4.85%相比有所提升。根据粤丰环保2024年财报, 截至24年底, 公司实际利率区间为2.60%~7.95%(2023年为2.35%~7.95%)。

图 21: 粤丰环保历年负债情况 (单位: 亿元人民币)



数据来源: 粤丰环保历年财报, 广发证券发展研究中心

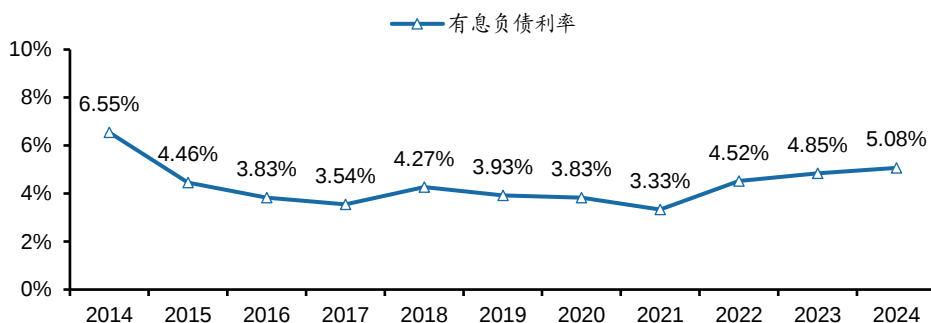
图 22: 粤丰环保资产负债率及有息负债率



数据来源: 粤丰环保历年财报, 广发证券发展研究中心

备注: 有息负债=长期借款+短期借款

图 23: 粤丰环保平均借款利率: 2024年提升至5.08%



数据来源: 粤丰环保历年财报, 广发证券发展研究中心

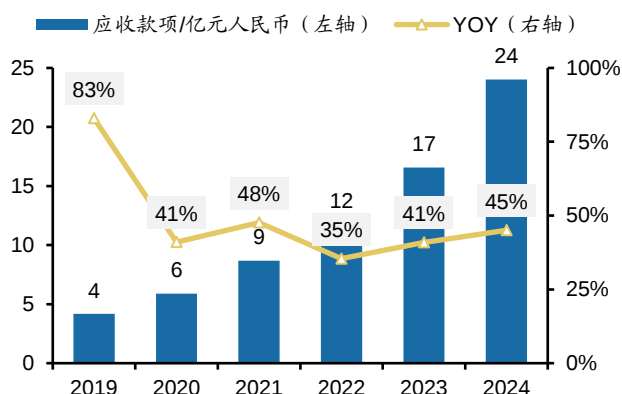
借款利率=财务费用/(长期借款+短期借款)

截至24年底国补欠款总额为8.54亿元港币, 占24年总营收的20%、占应收账款的

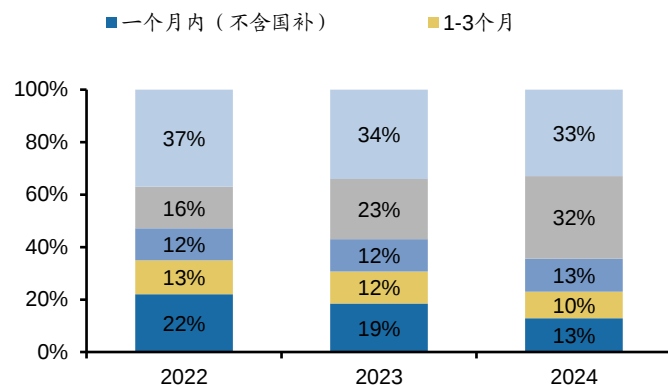
33%。24年底粤丰应收账款账面价值为24.03亿元人民币（同比+45%），从结构来看，公司2024年政府上网电价补贴（即国补）应收款项为8.54亿元港币（2024年为6.22亿元港币，同比+37%），占应收账款总额的33%（23年占比为34%）。由于国补的发放情况与政府和电网公司资金分配情况有关，公司未设该部分应收款的还款到期日；剔除国补后，截至24年底，公司1个月以内、6个月以上的应收账款占比分别为13%、32%。

图 24: 截至24年底公司应收账款总额为24亿元人民币

图 25: 应收账款结构: 国补占 33% (2024 年)



数据来源: 粤丰环保历年财报, 广发证券发展研究中心

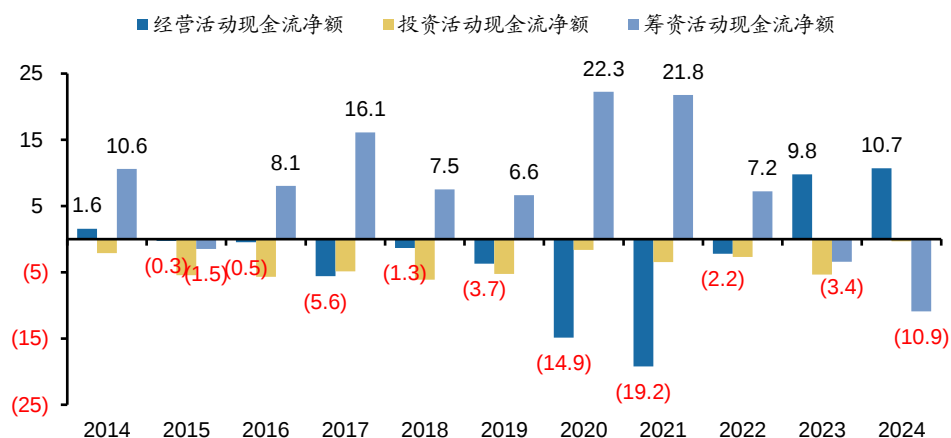


数据来源: 粤丰环保历年财报, 广发证券发展研究中心

备注: 可再生能源补贴未设置还款到期日, 故单独列示。

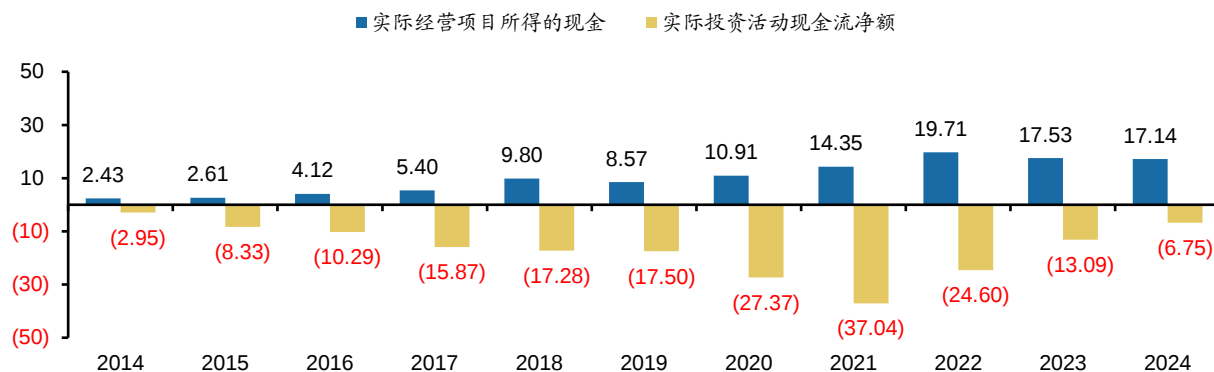
公司实际净现比2.14左右，自由现金流持续向好。因公司将建设各垃圾焚烧发电厂投入的资金计入经营活动所得现金净额，剔除该因素影响后，23年公司实际经营项目所得的现金为17.14亿元人民币，对应24年净现比得2.14。而24年公司投资支出（投资活动现金净流出额0.31亿元+建设BOT项目投入资金6.44亿元）为6.75亿元人民币，24年公司自由现金流持续向好。

图 26: 粤丰环保历年现金流情况（单位: 亿元）



数据来源: 粤丰环保历年财报, 广发证券发展研究中心

图 27：2024年公司的经营项目所得现金超过投资支出额（单位：亿元）



数据来源：粤丰环保历年财报，广发证券发展研究中心

备注：实际经营项目所得现金=经营性现金流净额+建设 BOT 项目（垃圾焚烧发电厂）投入资金；实际投资活动现金流净额=投资活动现金净流出额-建设 BOT 项目（垃圾焚烧发电厂）投入资金

二、强强联合，静待协同效应释放

（一）优秀的管理团队：人员稳定、说到做到，奖金与业绩及市值挂钩

瀚蓝核心领导班子接管粤丰并成立固废二部，与固废一部（瀚蓝主体）形成良性协同。根据瀚蓝环境《重大资产购买实施情况报告书》，粤丰环保的李咏怡、黎健文、袁国桢、黎俊东、冯骏、沙振权、陈锦坤、钟国南、李颂华签署辞职函生效，辞去董事职务；同时任命金铎为董事会主席、执行董事，任命曾飞为总经理，王天华为财务总监，粤丰环保原有高级管理人员卸任。从组织结构来看，瀚蓝原固废事业部调整为固废事业一部，原粤丰焚烧业务列入新成立的固废事业二部，负责原有的生活垃圾焚烧发电、飞灰及炉渣处理、填埋场以及相关延伸业务的运营管理。此外，原粤丰城服业务（即“粤展”）并入城服事业部。

公司核心高管团队稳定，战略规划具备高一致性及高完成度，形成优秀的资本市场形象。从核心高管任职年限来看，瀚蓝环境高管平均任期为5.38年，位居固废行业首位，其中有4位高管任期超过10年。瀚蓝环境总经理金铎总自2004年进入公司，2005年~2011年担任公司董秘一职，2011年6月起至今担任公司总经理。在金总任职期间，公司的经营目标及战略规划具备高完成度：（1）十二五公司明确“以固废处理为突破口，实现全国性的业务扩张”；2014年~2015年公司完成收购“创冠环保”，固废处理规模从3000吨/日跃升至1.4万吨/日，覆盖13省31市。（2）十三五公司提出“由资源无害化处理向资源循环再生和再利用探索”；拓展供热、农废、餐厨、工废、飞灰等多种焚烧+业务，实现“瀚蓝模式”的多地复制。（3）十四五瀚蓝提出“位居固废第一梯队”；2025年并购粤丰，公司产能规模成功实现翻倍扩张。（4）**2024**年公司提出3年分红规划，2024~2026年每股股利同比提升不低于10%；实际公司2024年每股股利同比+67%。

表 3：瀚蓝环境上市以来历任董事长、总经理

任职周期	董事长	任职周期	总经理
1999 年 11 月之前	陈贵生	1999 年 11 月之前	陈贵生

1999 年 11 月~2003 年 10 月	谢育智	1999 年 11 月~2001 年 8 月	廖满雄
		2001 年 8 月~2003 年 9 月	冯成桂
2003 年 10 月~2014 年 6 月	何向明	2003 年 9 月~2004 年 3 月	胡荣强
		2004 年 3 月~2011 年 6 月	何向明
		2011 年 6 月至今	金铎
2014~2020 年	林耀棠		
2020~2024 年	陈国灿		
2024 年至今	张厚祥		

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 4：瀚蓝环境高管平均任期时长位居行业第一

公司	平均任期时长	任期>5 年	任期>10 年	高管平均年龄
瀚蓝环境	5.38	9	4	50
伟明环保	5.35	9	5	51
军信股份	4.22	9	0	51
绿色动力	3.38	7	3	50
中科环保	3.16	9	0	50
上海环境	3.1	3	0	50
永兴股份	2.62	0	0	52
三峰环境	1.93	2	0	51
城发环境	1.39	2	0	51

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 5：近年来瀚蓝环境的主要经营目标均达成——“说到做到”

瀚蓝经营策略	实际完成情况
2024 年提出 3 年分红规划，每股股利同比提升不低于 10%	2024 年每股股利同比+67%
2021 年提出“位居固废第一梯队”	2025 年私有化粤丰环保（总规模达 9.76 万吨/日，A 股第一）
2016 年提出“综合环境服务领跑者”，由资源无害化处理向资源循环再生和再利用探索。	十三五期间实现了“瀚蓝模式”的多地复制
2012 年，瀚蓝环境十二五规划明确以固废处理为突破口，实施全国性的业务扩张。	2014 年底公司完成收购“创冠环保”，固废处理规模从 3000 吨/日跃升至 1.4 万吨/日，覆盖 13 省 31 市。

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

奖金与业绩及市值挂钩，高管人员与股东利益统一。2021年公司推出《高级管理人员2021-2023年绩效考核方案》，适用人员包括公司总经理、副总经理、财务负责人、董事会秘书等其他。每期激励计划以3年为周期（如2021-2023年、2024-2026年）。市值增长奖励按40%、30%、30%分3年解锁，确保中长期目标实现。**高管人员薪酬由基础薪酬、绩效薪酬、增值奖励及特别贡献奖构成：**（1）基础薪酬总经理为50.4万元，其他高管人员为总经理基础薪酬的70%。（2）绩效薪酬根据年度绩效考核结

果，总经理绩效薪酬基准值为69.6万元，其他高管人员为总经理的70%。（3）增值奖励以现金形式发放，高管可获得与公司股价和分红挂钩的虚拟股权，含股价增值权（收益=申请兑现时股价-授予价）和分红收益。

表 6：瀚蓝环境的高管激励计划详情——高管与投资者利益一致

激励类型	详细信息
基础薪酬	总经理基础年薪为 50.4 万元，其他高管（副总经理、财务负责人等）按总经理的 70% 计算（约 35.3 万元）
绩效年薪	总经理基准值为 69.6 万元，其他高管为 70%（约 48.7 万元）。 <u>实际发放与公司业绩和个人考核挂钩，浮动范围为 0-1.3 倍</u> 。若公司年度亏损，绩效年薪为 0 且高管需承担基础年薪 30% 的惩罚金额
增值奖励（虚拟股权）	高管可获得与公司股价和分红挂钩的虚拟股权，<u>含股价增值权（收益=申请兑现时股价-授予价）和分红收益</u>。 授予价：取公告日前 60/120 日均价较高者。 分配比例：总经理占虚拟股权总额的 25%，业务副总 8%，职能高管 5%，总量不超过公司总股本的 0.5%。 时间周期：每期激励计划以 3 年为周期（如 2021-2023 年、2024-2026 年）。市值增长奖励按 40%、30%、30%<u>分 3 年解锁</u>，确保中长期目标实现。 限制：增值奖励的年度税后收益，总经理、业务副总、职能高管分别不能超过本人当年基础薪酬与绩效薪酬税后数之和的 2、1.5、1 倍。

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）项目区域重合度高，期待供热、资源化协同贡献增量

瀚蓝与粤丰项目布局重合度高，期待资源整合优化后带来的经营效率提升。根据瀚蓝环境官网，合并后瀚蓝生活垃圾处理总产能可达97590吨/日，广泛分布在广东、福建、湖北、湖南等20个省区市、合计54个城市，同时也是广东省和福建省规模最大的垃圾焚烧发电企业。从区位布局来看，瀚蓝与粤丰项目布局有9个省份重合，其中广东省内重合度更高，瀚蓝在广东省已有南海、安溪、开平项目，结合粤丰覆盖的东莞、湛江等地，后续可通过整合资源优化经营效率，如供热管网共享、管理及技术共享等，进而提升盈利增长点。

图 28：合并后瀚蓝环境在固废领域的布局情况



数据来源：瀚蓝环境官网，广发证券发展研究中心

表 7：瀚蓝环境项目列表：总产能97590吨/日

省份	地级市	项目	产能	合计	单位
福建省	安溪县	安溪项目	1350	12350	吨/日
	福清市	福清项目	1700		吨/日
	惠安县	惠安项目	1200		吨/日
	晋江市	晋江项目	3300		吨/日
	南平市	建阳区项目	1200		吨/日
	漳州市	南部项目	1000		吨/日
		北部项目	1500		吨/日
		西部项目	1100		吨/日
广东省	东莞市	科伟项目	3300	39190	吨/日
		南城区项目	3000		吨/日
		科维项目	1800		吨/日
		麻涌项目	2250		吨/日
	佛山市	南海区项目	6000		吨/日
		顺德项目	3000		吨/日
		三水项目	1800		吨/日
	惠州市	仲恺高新区项目	1000		吨/日
		惠东县项目	1500		吨/日
	开平市	开平项目	1000		吨/日
	陆丰市	陆丰项目	1600		吨/日
	茂名市	电白区项目	2250		吨/日
		信宜县项目	1000		吨/日

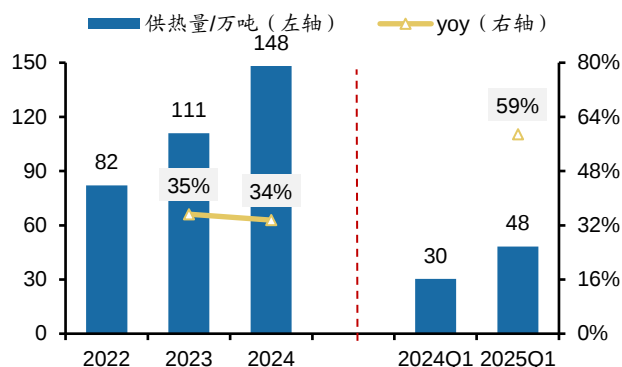
	清远市	清远项目	2500		吨/日
	饶平县	饶平项目	600		吨/日
	韶关市	韶关项目	1050		吨/日
	湛江市	湛江项目	1500		吨/日
		徐闻县项目	750		吨/日
	中山市	中山项目	3290		吨/日
广西壮族自治区	百色市	百色项目	1200	5050	吨/日
	桂平市	桂平市项目	1300		吨/日
	来宾市	来宾市项目	1500		吨/日
	玉林市	北流项目	1050		吨/日
贵州省	贵阳市	贵阳项目	2000	5450	吨/日
	黎平市	黎平项目	1050		吨/日
	六盘水	六盘水项目	1200		吨/日
	兴义市	兴义项目	1200		吨/日
河北省	保定市	曲阳项目	1050	4350	吨/日
		满城项目	1000		吨/日
		易县项目	800		吨/日
	廊坊市	廊坊项目	1500		吨/日
湖北省	黄石市	黄石项目	1200	3450	吨/日
	孝感市	孝感项目	2250		吨/日
湖南省	常德市	常德项目	800	800	吨/日
江苏省	淮安市	淮安项目	800	2850	吨/日
	泰州市	靖江项目	1200		吨/日
		泰州项目	850		吨/日
江西省	万载县	万载项目	800	1600	吨/日
	信丰	信丰项目	800		吨/日
辽宁省	大连市	大连项目	1650	3900	吨/日
	营口市	营口项目	2250		吨/日
内蒙古自治区	乌兰察布	乌兰察布市项目	1200	1200	吨/日
山东省	海阳市	海阳项目	500	3100	吨/日
	济宁市	济宁项目	800		吨/日
	枣庄市	枣庄项目	1800		吨/日
云南省	大理市	祥云项目	1000	2000	吨/日
	瑞丽市	瑞丽项目	1000		吨/日
四川省	成都市	简阳项目	3000	3000	吨/日
山西省	临汾市	临汾项目	1200	1200	吨/日
上海市	上海市	宝山项目	3800	3800	吨/日
安徽省	宣城市	宣城项目	1000	1000	吨/日
泰国	安努	安努项目	1400	1200	吨/日
	农垦	农垦项目	1900		吨/日

数据来源：瀚蓝环境微信公众号，广发证券发展研究中心

供热量快速增长，2024年/2025Q1分别同比增长34%/59%。根据瀚蓝环境公众号，2022~2024年，公司实现对外供热82.06万吨、111.01万吨和148.23万吨，截至25Q1公司已有17个焚烧项目签订对外供热协议，其中12个项目已实现对外供热，对外供热48.23万吨、同比+58.91%。公司平均蒸汽销售单价在140~145元/吨左右，2024年、2025Q1供热收入分别为2.12亿元、0.70亿元。固废事业二部（粤丰）截至24年底已有8个焚烧项目签订对外供热协议，其中6个垃圾焚烧发电项目供热，2024年度对外供热量31.3万吨、同比+130.10%，实现对外供热收入约6410万港元。

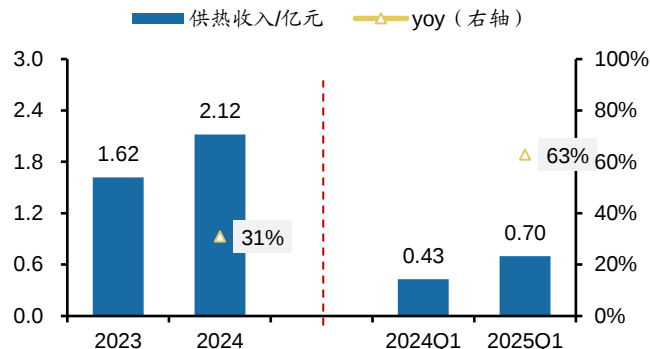
预计瀚蓝环境2025年新增约9个项目对外供热。根据瀚蓝环境公众号，2025H1公司新增4个项目签订对外供热协议（固废事业一部1个，二部3个），目前合计已有29个焚烧项目签订对外供热协议（固废事业一部18个，二部11个），其中19个项目已实现对外供热（2025年上半年二部新增中山项目）。固废事业一部南海项目、贵阳项目、平和项目，固废事业二部东莞市区项目和横沥项目预计在今年下半年也将以管道供热或移动供热的形式，开始对外供热。

图 29：2025Q1瀚蓝供热量48万吨（同比+59%）



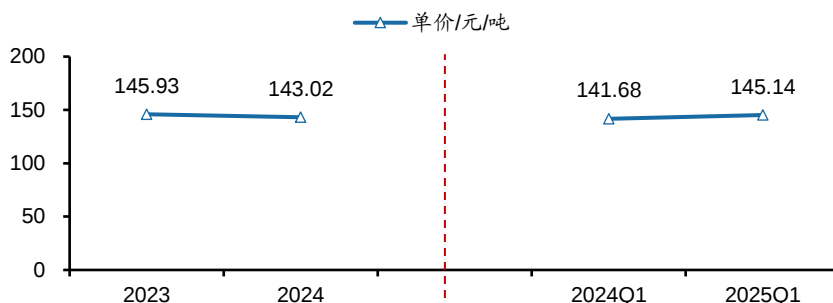
数据来源：瀚蓝环境公众号，广发证券发展研究中心

图 30：2025Q1 瀚蓝供热收入约 0.70 亿元



数据来源：瀚蓝环境公众号，广发证券发展研究中心

图 31：公司蒸汽平均销售单价约为140~145元/吨



数据来源：瀚蓝环境公众号，广发证券发展研究中心

参考垃圾焚烧行业平均水平，一吨生活垃圾可以产生1.5~2.5吨蒸汽；而1吨蒸汽的发电量在200千瓦时左右。

单吨垃圾发电改为供热，增量收入/利润测算：

（1）若当1吨垃圾产生1.8吨蒸汽、单吨蒸汽售价为145元时，1吨垃圾用于供热（收

入270元)比纯发电上网可带来增量收入**67元**。考虑到垃圾焚烧供热主要产品为蒸汽(为发电的前序步骤),预计热电联产下单吨垃圾成本不变,增厚收入约为增厚毛利;考虑所得税率25%,则增量净利润约为**50元**。

(2)若蒸汽销售价格下跌到100元/吨,垃圾蒸汽供热无法带来增量收入及利润,此时更适合发电上网。

瀚蓝环境2022~2024年实现对外供热82.06万吨、111.01万吨和148.23万吨,取平均值1吨垃圾产生1.8吨蒸汽来计算,则瀚蓝环境用于对外供热的垃圾量约为45.59、61.67、82.35万吨,占公司当年垃圾处置量的4.39%、4.91%、6.44%。

行业内较为领先的公司可做到20%的垃圾用于供热,若假设瀚蓝(含粤丰)可将其中的20%的垃圾量用于供热,即(瀚蓝2024年垃圾处置量1279万吨+粤丰2024年垃圾处置量1702万吨)*20%=596万吨,假设蒸汽单吨售价为145元/吨,则可增厚收入**596万吨*67元=3.97亿元**,同时考虑所得税率后,增厚利润约为**2.98亿元**。

表 8: 不同蒸汽销售单价、吨垃圾产生蒸汽量情况下的单吨垃圾供热收入测算

1吨垃圾供热产生的蒸汽收入(元)		1吨垃圾产生的蒸汽量(吨)				
		1.5	1.7	1.8	1.9	2
蒸汽销售价格(元/吨)	200	300	340	360	380	400
	170	255	289	306	323	340
	145	217.5	246.5	<u>261</u>	275.5	290
	120	180	204	216	228	240
	100	150	170	180	190	200

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 9: 不同蒸汽销售单价、吨垃圾产生蒸汽量情况下的单吨垃圾增量收入测算

1吨垃圾供热多产生的收入(元)		1吨垃圾产生的蒸汽量(吨)				
		1.5	1.7	1.8	1.9	2
蒸汽销售价格(元/吨)	200	138.00	156.40	165.60	174.80	184.00
	170	93.00	105.40	111.60	117.80	124.00
	145	55.50	62.90	<u>66.60</u>	70.30	74.00
	120	18.00	20.40	21.60	22.80	24.00
	100	(12.00)	(13.60)	(14.40)	(15.20)	(16.00)

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 10: 不同蒸汽销售单价、吨垃圾产生蒸汽量情况下的单吨垃圾增量利润测算

1吨垃圾供热多产生的净利润(元)		1吨垃圾产生的蒸汽量(吨)				
		1.5	1.7	1.8	1.9	2
蒸汽销售价格(元/吨)	200	103.50	117.30	124.20	131.10	138.00
	170	69.75	79.05	83.70	88.35	93.00
	145	41.63	47.18	<u>49.95</u>	52.73	55.50
	120	13.50	15.30	16.20	17.10	18.00

	100	(9.00)	(10.20)	(10.80)	(11.40)	(12.00)
--	-----	--------	---------	---------	---------	---------

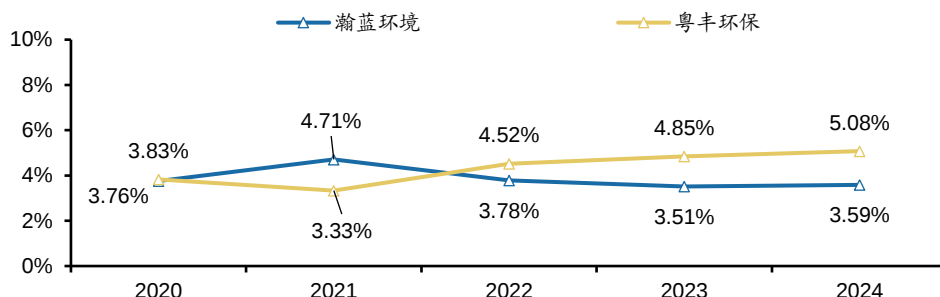
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（三）瀚蓝平均融资成本较粤丰低 1.49pct，可通过债务整合降低利息

广东国企、资质优秀，瀚蓝融资成本低于粤丰 1.49pct，最新中票票面利率低至 1.9%。一方面，我们用“财务费用利息支出/（短期借款+长期借款+一年以内非流动负债）”来衡量贷款成本，粤丰环保 2024 年平均借款利率为 5.08%，而瀚蓝环境该值为 3.59%，较粤丰环保低 1.49pct。另一方面，瀚蓝 2025 年发行了 2 期 5 年期中期票据，票面利率已经降低至 1.90、1.92%，进一步降低了其融资成本。

乐观情景下，粤丰利息费用有 1.83 亿元的降低空间。若交易完成后，瀚蓝环境可充分发挥自身融资成本优势，国企股东背景加持下粤丰环保的存量贷款信用评级有望提升，进而带动利息负担有望下降；此外，亦可通过新发行低利率的长期借款用以置换较高利率的存量债务等。我们假设若粤丰存量债务借款利率可降低至和瀚蓝同水平，仅考虑存量债务，粤丰环保预计可节省利息费用 1.83 亿元（ $1.49\% \times (\text{短期借款 } 49.29 \text{ 亿元} + \text{长期借款 } 73.73 \text{ 亿元})$ ）。

图 32：平均借贷成本：2024 年瀚蓝环境低于粤丰环保 1.49pct



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：平均借贷成本=财务费用利息支出/（短期借款+长期借款+一年以内非流动负债）

表 11：公司存续债券利率情况：2025 年新发行中票票面利率低至 1.90~1.92%

序号	债券代码	债券简称	债券类别	发行日期	到期日	发行规模 (亿元)	当期票面利率	主体/债项评级
1	102581632.IB	25 瀚蓝 MTN002	中期票据	2025-04-15	2030-04-17	5.00	1.92	AA+/-
2	102580169.IB	25 瀚蓝 MTN001	中期票据	2025-01-09	2030-01-10	5.00	1.90	AA+/-
3	102481691.IB	24 瀚蓝 MTN003(绿色)	中期票据	2024-04-19	2029-04-22	5.00	2.58	AA+/-
4	102480948.IB	24 瀚蓝 MTN002	中期票据	2024-03-14	2026-03-15	5.00	2.53	AA+/-
5	102480116.IB	24 瀚蓝 MTN001	中期票据	2024-01-10	2026-01-12	5.00	2.70	AA+/-
6	102383026.IB	23 瀚蓝 MTN001	中期票据	2023-11-08	2025-11-10	5.00	2.94	AA+/-
7	012580161.IB	25 瀚蓝 SCP001	超短期融资券(SCP)	2025-01-13	2025-09-26	5.00	1.75	AA+/-

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

三、估值探讨：成长性+分红潜力兼备，被低估的城市公用事业

（一）瀚蓝：竞争优势加强、CAPEX 下降、FCFF 向好、分红有潜力

根据广发策略组外发报告《从交易边际变化到认知内在价值：如何看红利调整？》，按照交易逻辑，红利资产可以分为两类。一类是依靠牌照优势，可以维持供给侧的壁垒，从而可以维持ROE的稳定性，比如公用事业、铁路公路、港口、运营商、银行等；另一类是周期资源品，受到国内外大宗价格影响较大，比如煤炭、有色、石油石化等。两类红利资产在近期行情中也展现出差异和分化，我们以瀚蓝环境为主要研究对象，对比牌照类红利资产的基本面及估值差异，选取的样本股如下表所示：

表 12：本文选取的红利类资产代表公司

牌照红利类资产	代表公司
动力煤	中国神华
	陕西煤业
水电	长江电力
	国投电力
	川投能源
核电	中国核电
	中国广核
火电	华能国际
	华电国际
	国电电力
铁路	广深铁路
	京沪高铁
	大秦铁路
高速	招商公路
	宁沪高速
港口	唐山港
银行	工商银行
	农业银行
运营商	中国移动
	中国电信
水务	洪城环境
	重庆水务
固废	瀚蓝环境
	三峰环境
	伟明环保
	军信股份
	永兴股份
	绿色动力

	旺能环境
	上海环境

数据来源：广发证券发展研究中心

综合考虑未来三年成长性、股息率水平、ROE三要素，瀚蓝成长增速更快、不输其他行业的净现比和ROE，分红率较低但具备较高的提升潜力。

（1）成长性：Wind一致预期2024~2027年归母净利润复合增速。红利类资产未来三年业绩复合增速平均值在5%左右，而瀚蓝依托于自身产能利用率提升、降本增效、粤丰注入等增速预期可达双位数。

（2）盈利水平：2024年加权ROE。2024年瀚蓝环境为13%，高于红利类资产平均值（11%），低于动力煤、火电板块，但高于银行、铁路等。

（3）分红水平及潜力：2024年净现比、分红率。2024年瀚蓝净现比约为1.97，受ToG商业模式的影响，与银行、水电、核电、运营商等板块相比明显较低，但依然是较为优秀的水平。从分红率来看，2024年公司为39.2%，低于传统红利板块，但伴随公司CAPEX收窄、自由现金流改善，未来分红潜力十分突出。

表 13：横向对比：瀚蓝成长增速更快、不输其他行业的净现比和ROE、分红率较低

牌照红利类资产	代表公司	2024-2027 业绩复合增速	ROE-加权	近 3 年平均股息率	2024 年分红率	净现比
动力煤	中国神华	-2%	14.04%	7.21%	76.53%	159.1
	陕西煤业	-2%	21.32%	7.94%	58.45%	189.4
水电	长江电力	5%	15.71%	3.59%	15.81%	183.56
	国投电力	7%	11.80%	3.01%	55.01%	371.17
核电	川投能源	9%	11.10%	2.74%	43.26%	19.51
	中国核电	12%	9.44%	2.39%	4.30%	463.93
火电	中国广核	4%	9.33%	2.85%	44.36%	351.55
	华能国际	9%	13.14%	2.20%	41.82%	498.55
铁路	华电国际	10%	11.66%	3.35%	14.35%	286.47
	国电电力	-4%	18.60%	3.20%	16.33%	565.96
高速	广深铁路	7%	3.96%	1.58%	46.77%	255.65
	京沪高铁	7%	6.42%	1.47%	45.29%	157.15
港口	大秦铁路	5%	6.10%	5.48%	26.10%	103.07
	招商公路	7%	7.94%	4.58%	53.44%	133.79
银行	宁沪高速	4%	13.63%	4.46%	49.90%	127.69
	唐山港	2%	9.76%	5.75%	59.89%	118.43
运营商	工商银行	2%	9.88%	5.95%	13.97%	158.31
	农业银行	3%	10.46%	6.17%	14.44%	479.66
水务	中国移动	5%	10.36%	4.70%	72.64%	228.18
	中国电信	7%	7.34%	4.20%	72.01%	440.05
固废	洪城环境	5%	13.63%	5.24%	50.07%	165.9
	重庆水务	6%	4.61%	3.64%	80.09%	297.04
	瀚蓝环境	不含收购约为 6% 含收购约为 12%	13.05%	2.45%	39.20%	196.69
	三峰环境	7%	10.83%	3.15%	35.07%	175.81

伟明环保	17%	22.24%	1.53%	30.07%	89.88
军信股份	17%	10.25%	5.59%	94.59%	181.08
永兴股份	11%	8.18%	1.38%	65.81%	232.48
绿色动力	10%	7.32%	2.87%	23.82%	245.86
旺能环境	11%	8.47%	3.09%	15.32%	284.59
上海环境	5%	5.26%	1.15%	23.40%	265.93

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：除瀚蓝外各公司 2024~2027 年业绩（归母净利润）复合增速来自 Wind 一致预期；瀚蓝来自本文模型预测。

相比时点值，更需要关注边际变化。与“竞争格局稳固”的动力煤、水电、铁路、港口、运营商等资产相比，我们认为更应关注“潜在稳定类资产”。以瀚蓝为代表的固废各公司进入到成熟期，依托并购资产仍具备成长性，行业格局相对稳定且瀚蓝环境产能规模位居A股TOP1，具备龙头优势；CAPEX、杠杆率均处于下降阶段，带动FCFF快速改善、分红能力提升。

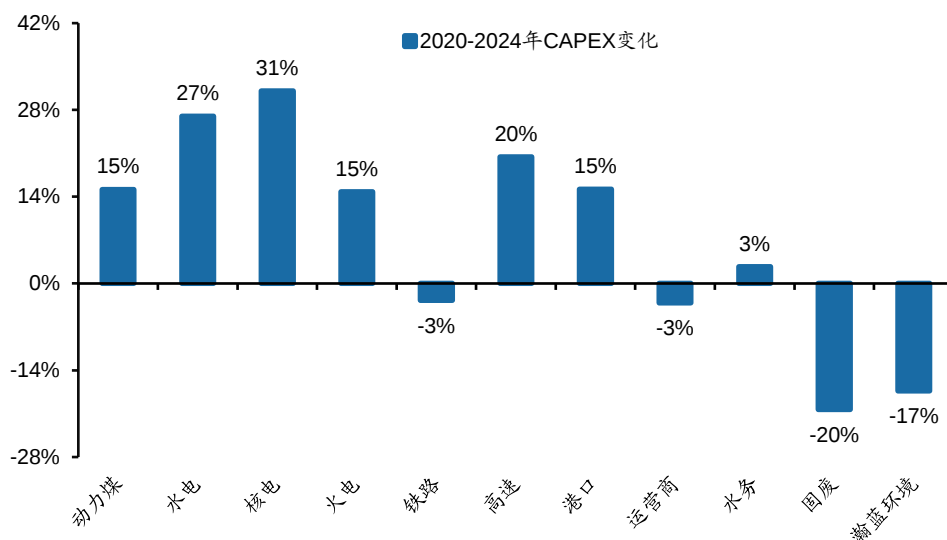
表 14：关注具备竞争优势、CAPEX下降、FCFF向好、分红有潜力的标的

类型	行业	竞争格局优化	去杠杆、去产能		分红潜力抬升		需求端稳定
		行业集中度提升 或维持	杠杆率下 降	CAPEX 下 行	FCFF 提升 /保持高位	分红提升 /保持高位	营收利润增速保持
竞争格局稳固	动力煤	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	水电	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	铁路	✓	✓	✓	✓	✓	×
	港口	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	运营商	✓	✓	✓	✓	✓	×
后天格局优化 潜在 稳定类资产	水务	格局固化	波动	波动	波动（资本开支 影响）	保持高位	归母净利复合增速 5- 10%左右
	固废 （瀚蓝环境等）	并购整合集中度 提升	下降	大幅收窄	提升	提升	归母净利复合增速 10%左右

数据来源：广发证券发展研究中心

CAPEX：2020-24年，瀚蓝环境的资本开支显著收缩。我们选取“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”来代表公司的CAPEX情况。2020年-2024年瀚蓝环境资本开支明显收缩，复合降幅达17%（24年相对于20年），与固废板块整体趋势相匹配，收缩幅度明显快于其他红利类资产板块。

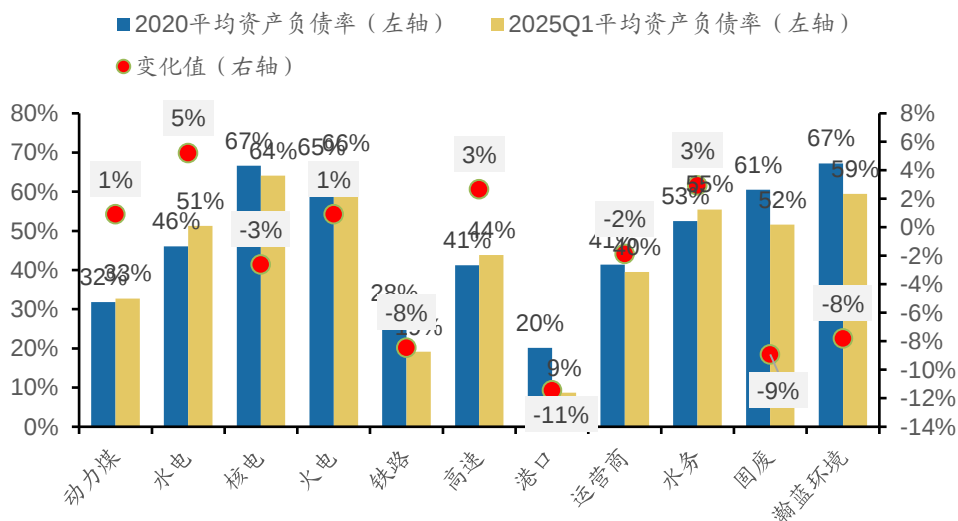
图 33: CAPEX: 2020-24年, 瀚蓝环境的资本开支显著收缩



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

杠杆率: 瀚蓝环境持续降杠杆, 25Q1相较于2020年已降低8pct。对比各板块2020年及2025Q1平均资产负债率, 固废、通信运营商、铁路、核电板块呈下降趋势, 截止25Q1瀚蓝平均资产负债率为59%。与2020年的67%相比下降了8pct。

图 34: 资产负债率: 2020-25Q1, 瀚蓝环境持续降杠杆



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

FCFF: 资本开支显著收缩带动瀚蓝自由现金流转正, 2024年进一步改善。2020-24年, 固废板块重点公司的资本开支显著收缩, 带动FCFF逐年改善, 2024年板块的自由现金流已转正。瀚蓝环境表现更为明显, 2023年已完成自由现金流转正, 2024年FCFF进一步增长至12.41亿元。

表 15: FCFF: 资本开支显著收缩带动自由现金流转正

单位: 亿元	2020	2021	2022	2023	2024
动力煤	886.43	1251.04	1399.39	839.26	1034.79
水电	574.77	245.30	369.56	622.12	473.20
核电	122.32	344.37	122.09	-162.22	-372.16
火电	106.05	-474.16	-270.12	-249.75	-341.55
铁路	202.81	284.91	108.79	283.95	257.76
高速	4.39	57.33	10.58	61.48	38.64
港口	30.72	-6.08	23.69	19.32	19.36
运营商	1366.88	1812.31	1125.98	1766.24	2692.83
水务	5.26	-4.09	1.10	-22.07	-2.71
固废	-99.97	-61.91	-32.42	-8.33	17.70
瀚蓝环境	-12.61	2.97	-19.18	2.83	12.41

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

平均分红率: 逐年增长、2024年分红率达39%, 未来提升空间大。伴随FCFF的改善, 固废板块重点公司2021-2024年逐年提升分红率水平, 24年平均为50%。瀚蓝环境分红率亦逐年提升, 2024年为39%。

表 16: 平均分红率: 固废板块分红提升趋势更为明显, 水务保持高位

	2021	2022	2023	2024
动力煤	81%	66%	68%	67%
水电	59%	65%	58%	56%
核电	39%	40%	39%	43%
火电	-17%	704%	36%	39%
铁路	36%	-11%	51%	50%
高速	49%	57%	54%	52%
港口	99%	70%	62%	60%
运营商	49%	65%	71%	72%
水务	48%	46%	51%	53%
固废	17%	27%	38%	50%
瀚蓝环境	15%	16%	27%	39%

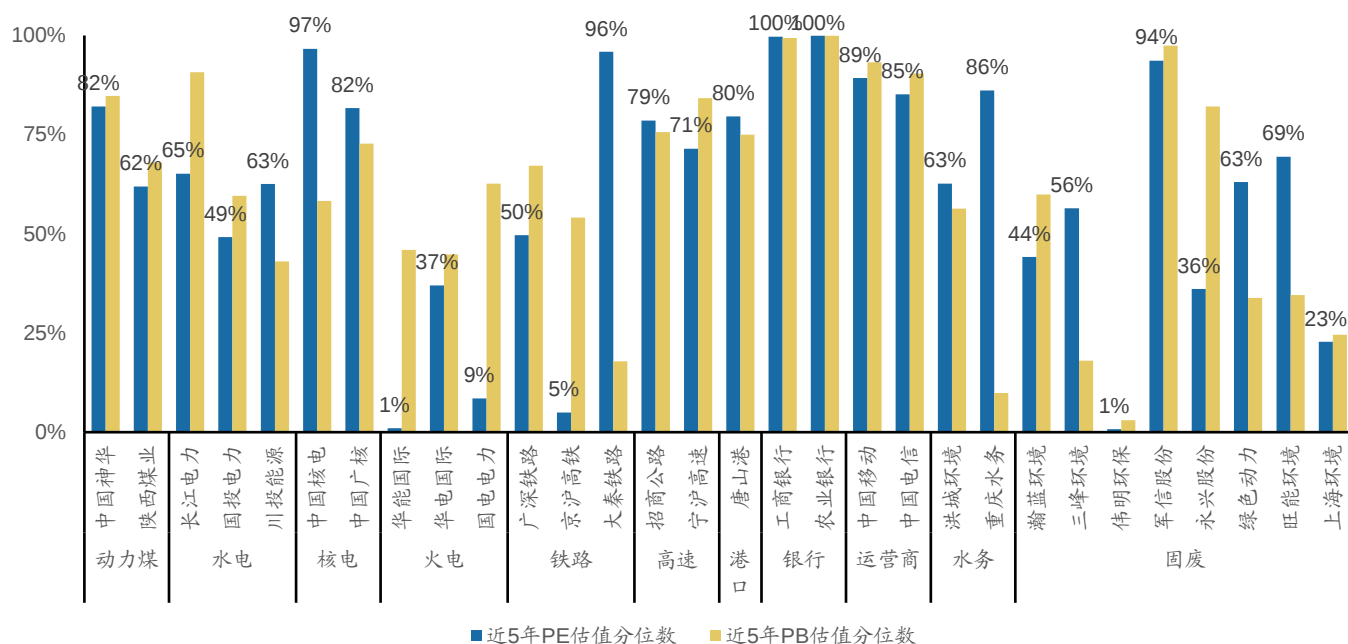
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 城市公用事业资产, 投资价值仍被低估

1. 纵向对比: 近5年/近10年动态估值分位数低于红利资产, 考虑并购后估值更低

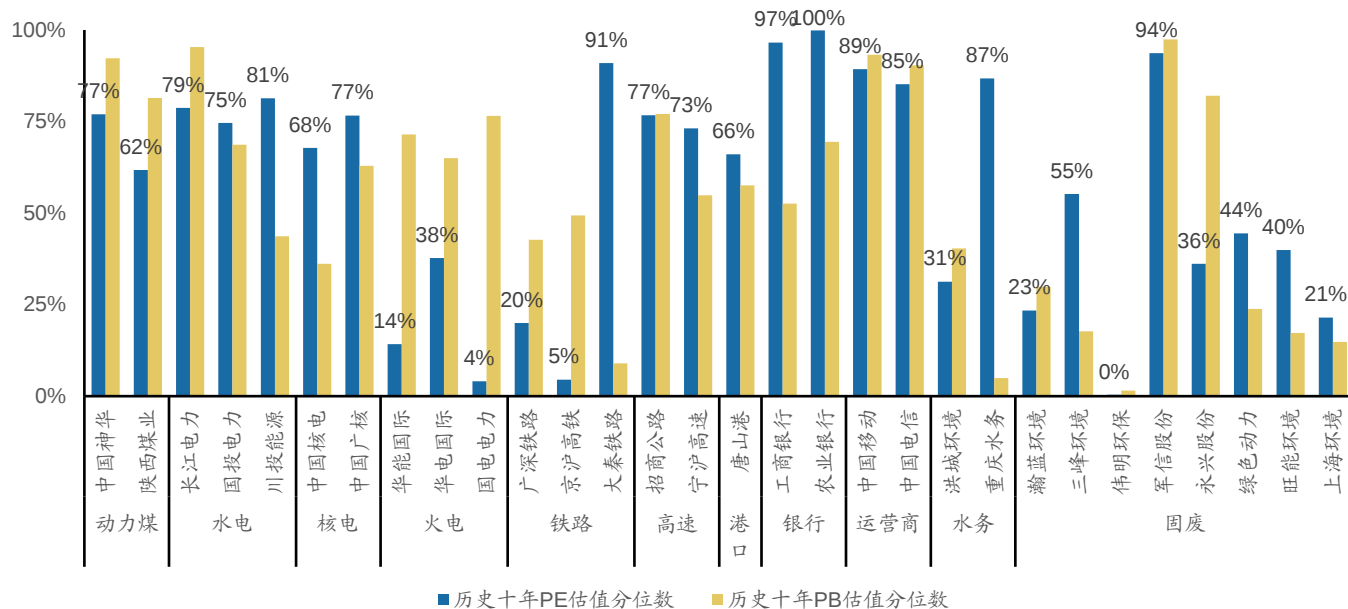
我们各类红利资产统计“近5年PE-TTM/PB-LF估值分位数”、“近10年PE-TTM/PB-LF估值分位数”情况。(1) 近5年维度, 大部分红利类资产的估值平均值处于60%的分位数水平, 瀚蓝动态PE/PB估值分位数为44%/60%, 低于行业平均。(2) 近十年维度, 动力煤、水电、高速等估值分位数依然处于较高水平, 瀚蓝动态PE/PB估值分位数仅为23%/30%。考虑到PE-ttm、PB-LF均未反映粤丰资产注入情况, 公司2025年预计PE、PB水平将更低。

图 35：近5年PE-TTM/PB-LF估值分位数：瀚蓝为44%/60%（收盘价：2025/7/18）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 36：近10年PE-TTM/PB-LF估值分位数：瀚蓝为23%/30%（收盘价：2025/7/18）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2. 横向对比：对标海外红利资产估值，瀚蓝依然为较低估水平

根据广发策略组外发报告《中国资产ROE如何实现层级跃迁？》，牌照/特许经营权类的红利资产由于供给侧的壁垒较强，是A股市场中ROE稳定预期最强的方向，因此主要采用净资产估值的PB-LF海外红利类资产的对应关系如下：ROE 位于16%-

20%，对应PB 2.5倍-4.0倍；ROE 位于10%-14%，对应PB 1.5倍-2.5倍；ROE 位于6%-8%，对应PB 1.0倍-1.5倍。综合比较，瀚蓝2024年ROE为13.05%，不考虑收购的PB-LF仅为1.6x，考虑收购后则更为低估。

表 17：从海外ROE定价经验看红利类资产红利类资产的估值水平（收盘价：2025/7/18）

牌照红利类资产	代表公司	ROE-加权	海外的 ROE 定价经验	A 股龙头公司 PB 水平	PB (LF)	PE-ttm
动力煤	中国神华	14.04%	ROE 10%-14%; PB 1.5-2.5 倍	合理偏高	1.91	13.58
	陕西煤业	21.32%	ROE 16%-20%; PB 2.5-4.0 倍	合理	2.17	8.24
水电	长江电力	15.71%	ROE 10%-14% PB 1.5-2.5 倍	较高	3.65	21.41
	国投电力	11.80%	ROE 10%-14% PB 1.5-2.5 倍	合理偏高	1.82	17.76
	川投能源	11.10%	ROE 10%-14% PB 1.5-2.5 倍	合理	1.86	16.39
核电	中国核电	9.44%	ROE 10%-14% PB 1.5-2.5 倍	合理偏高	1.74	21.44
	中国广核	9.33%	ROE 6%-9%; PB 1.0-1.5 倍	较高	1.58	18.21
火电	华能国际	13.14%	ROE 10%-14% PB 1.5-2.5 倍	合理	1.91	10.50
	华电国际	11.66%	ROE 6%-9%; PB 1.0-1.5 倍	合理偏高	1.27	10.17
	国电电力	18.60%	ROE 10%-14% PB 1.5-2.5 倍	合理	1.50	8.50
铁路	广深铁路	3.96%	ROE 6%-9%; PB 1.0-1.5 倍	低估	0.76	21.51
	京沪高铁	6.42%	ROE 6%-9%; PB 1.0-1.5 倍	合理偏高	1.37	21.27
	大秦铁路	6.10%	ROE 6%-9%; PB 1.0-1.5 倍	低估	0.80	15.10
高速	招商公路	7.94%	ROE 10%-14% PB 1.5-2.5 倍	合理	1.19	14.96
	宁沪高速	13.63%	ROE 10%-14% PB 1.5-2.5 倍	合理	1.91	15.44
港口	唐山港	9.76%	ROE 6%-9%; PB 1.0-1.5 倍	较高	1.21	13.23
银行	工商银行	9.88%	ROE 10%-14% PB 1.5-2.5 倍	低估	0.76	7.64
	农业银行	10.46%	ROE 10%-14% PB 1.5-2.5 倍	低估	0.84	7.68
运营商	中国移动	10.36%	ROE 10%-14% PB 1.5-2.5 倍	合理	1.80	17.32
	中国电信	7.34%	ROE 6%-9%; PB 1.0-1.5 倍	合理	1.54	20.95
水务	洪城环境	13.63%	ROE 10%-14% PB 1.5-2.5 倍	低估	1.34	10.09
	重庆水务	4.61%	ROE 6%-9%; PB 1.0-1.5 倍	合理	1.36	27.20
固废	瀚蓝环境	13.05%	ROE 10%-14% PB 1.5-2.5 倍	低估	1.60	12.35
	三峰环境	10.83%	ROE 10%-14% PB 1.5-2.5 倍	低估	1.23	12.05

	伟明环保	22.24%	ROE 16%-20%; PB 2.5-4.0 倍	合理	2.48	11.99
	军信股份	10.25%	ROE 10%-14% PB 1.5-2.5 倍	低估	1.65	20.46
	永兴股份	8.18%	ROE 6%-9%; PB 1.0-1.5 倍	合理	1.39	17.34
	绿色动力	7.32%	ROE 6%-9%; PB 1.0-1.5 倍	合理	1.29	16.42
	旺能环境	8.47%	ROE 6%-9%; PB 1.0-1.5 倍	低估	1.14	12.93
	上海环境	5.26%	ROE 6%-9%; PB 1.0-1.5 倍	合理	0.97	18.09

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

四、盈利预测及投资建议

(一) 盈利预测: 未来 3 年预计营收、业绩保持双位数复合增速增长

1. 固废一部 (即瀚蓝主体固废板块)

重要假设: (1) 公司 2024 年在运产能为 31250 吨/日, 根据 2024 年年报披露的项目投建规划, 预计 2025-2027 年固废一部在运项目产能分别为 31250、32000、32000 吨/日。(2) 假设伴随项目运营, 2025~2027 年产能利用率逐步提升, 垃圾处置费与上网电价等与 2024 年保持一致, 吨发电量、吨上网电量与 2024 年保持持平。(3) 供热量快速增长, 2024 年固废一部供热量为 148.23 万吨, 根据公司供热协议的拓展情况, 假设 2025-2027 年供热量分别为 200、300、400 万吨, 平均蒸汽销售价格与 2024 年持平为 143 元/吨。

垃圾焚烧运营: 我们预计 2025~2027 年营业收入为 37、39、40 亿元, 分别同比 +4%、5%、4%, 毛利率整体保持稳定, 2025~2027 年为 48%。

工程与装备: 由于公司在建项目的减少, 该业务营收将大幅下滑, 预计 2025-2027 年为 4、3、2 亿元, 毛利率维持在 20% 左右。

公司稳步拓展产业链上下游, 包括资源化及环卫业务: 我们预计 2025~2027 年餐厨处理业务收入增速为 15%、12%、10%, 毛利率与 2024 年持平; 环卫业务 2025~2027 年收入增速为 5%、5%、0%, 毛利率与 2024 年持平; 农业垃圾处理业务 2025~2027 年收入增速为 30%、25%、20%, 毛利率与 2024 年保持持平。

瀚蓝垃圾焚烧运营: 我们预计固废一部业务收入 2025~2027 年同比增长 3%、4%、1%, 分别为 62、64、65 亿元, 毛利率稳定增长, 分别为 38.61%、38.99%、39.52%。

表 18: 瀚蓝环境固废业务营业收入拆分

垃圾焚烧运营	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	28	33	35	37	39	40
营业增速 (%)		16%	8%	4%	5%	4%
营业成本 (亿元)	16	18	18	19	20	21
毛利润 (亿元)	13	15	17	18	19	20

毛利率 (%)	45%	45%	48%	48%	48%	48%
工程与装备	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	24	12	5	4	3	2
营业增速 (%)		-52%	-55%	-25%	-25%	-33%
营业成本 (亿元)	19	9	4	3	2	2
毛利润 (亿元)	5	2	1	1	1	0
毛利率 (%)	20%	20%	20%	20%	20%	20%
餐厨处理业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	2	3	3	4	4	4
营业增速 (%)		31%	17%	15%	12%	10%
营业成本 (亿元)	2	1	2	2	2	2
毛利润 (亿元)	0	1	1	2	2	2
毛利率 (%)	20%	45%	45%	45%	45%	45%
环卫业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	13	16	17	17	18	18
营业增速 (%)		25%	4%	5%	5%	0%
营业成本 (亿元)	12	13	13	14	15	15
毛利润 (亿元)	1	3	3	3	4	4
毛利率 (%)	10%	18%	20%	20%	20%	20%
农业垃圾处理	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)		1	1	1	2	2
营业增速 (%)			44%	30%	25%	20%
营业成本 (亿元)		1	1	1	1	2
毛利润 (亿元)		0	0	0	1	1
毛利率 (%)		30%	30%	30%	30%	30%
垃圾焚烧合计	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	69	64	60	62	64	65
营业增速 (%)		-6%	-7%	3%	4%	1%
营业成本 (亿元)	49	43	37	38	39	39
毛利润 (亿元)	19	21	23	24	25	26
毛利率 (%)	28%	33%	38%	38.61%	38.99%	39.52%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

2. 固废二部 (即粤丰环保)

重要假设: (1) 目前对于规划中产能的具体投建计划暂未可知, 故保守起见我们暂不考虑 2025-2027 年有新增产能投产, 在运产能假设与 2024 年底保持持平。(2) 假设伴随项目运营, 产能利用率逐步提升; 垃圾处置费与上网电价等与 2024 年保持一致。(3) 考虑到没有建设计划, 故建造收入均为 0。

根据分项目量价拆分情况, 我们预计固废二部业务收入 2025~2027 年同比+1%、+2%、+1%, 分别为 39、40、40 亿元, 毛利率整体与 2024 年保持稳定, 均为 48%。

表 19：粤丰环保固废业务营业收入拆分

垃圾焚烧运营	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	31	31	33	33	33	33
营业增速（%）		0%	5%	0%	0%	0%
营业成本（亿元）	17	17	17	17	17	17
毛利润（亿元）	14	14	15	15	15	15
毛利率（%）	46%	47%	47%	47%	47%	47%
建造收入	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	39	9	0			
营业增速（%）		-76%	-98%			
营业成本（亿元）	33	8	0			
毛利润（亿元）	6	1	0			
毛利率（%）	15%	15%	17%			
环卫业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	2	3	4	5	5	6
营业增速（%）		53%	22%	20%	15%	10%
营业成本（亿元）	1	2	2	3	3	3
毛利润（亿元）	1	1	1	2	2	2
毛利率（%）	34%	40%	39%	39%	39%	39%
合计	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	74	45	38	39	40	40
营业增速（%）		-39%	-15%	1%	2%	1%
营业成本（亿元）	51	26	20	20	20	21
毛利润（亿元）	23	19	18	19	19	19
毛利率（%）	31%	42%	48%	48%	48%	48%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

3. 燃气

2024 年天然气销售量为 10 亿立方米，我们预计售气量保持持平。价格方面与 2024 年的单立方米售价及单立方米毛利保持整体持平。我们预计燃气收入 2025-2027 年增速分别为 0%，毛利率均为 13%。

4. 供水

桂城水厂、第二水厂、九江水厂等稳健运营，公司供水产能保持稳定，产能利用率保持稳定，水价方面亦延续历史水价。我们预计供水收入 2025-2027 年增速分别为 0%，毛利率均为 25%。

5. 污水处理

在运污水厂保持稳健运营，产能利用率逐年爬坡，我们预计排水业务 2025-2027 年收入增速分别为 5%、1%、0%，毛利率均为 40%。

6. 合并后

2025/5/31 粤丰并表，即 2025 年将贡献 7 个月营收。合并后，我们预计 2025~2027 年公司营收为 139.9、159.1、160.4 亿元，分别同比+18%、+14%、+1%；未来 3 年（2024~2027）年收入复合增速可达 11%；2025~2027 年毛利率为 32%、34%、35%。

表 20：合并粤丰后，瀚蓝环境收入预测

合计	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	128.75	125.41	118.86	139.88	159.12	160.44
营业增速（%）		-3%	-5%	18%	14%	1%
营业成本（亿元）	102.42	93.82	84.47	94.58	104.58	105.04
毛利润（亿元）	26.33	31.60	34.39	45.30	54.54	55.40
毛利率（%）	20%	25%	29%	32%	34%	35%
瀚蓝主体	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	128.75	125.41	118.86	117.23	119.60	120.40
营业增速（%）		-3%	-5%	-1%	2%	1%
营业成本（亿元）	102.42	93.82	84.47	82.85	84.06	84.21
毛利润（亿元）	26.33	31.60	34.39	34.37	35.54	36.19
毛利率（%）	20%	25%	29%	29%	30%	30%
粤丰	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	73.67	45.13	38.30	38.84	39.52	40.04
营业增速（%）		-39%	-15%	1%	2%	1%
营业成本（亿元）	51.09	26.29	19.82	20.10	20.52	20.84
毛利润（亿元）	22.58	18.84	18.48	18.73	19.00	19.21
毛利率（%）	31%	42%	48%	48%	48%	48%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

盈利预测：考虑到粤丰2025/5/31并表以及瀚蓝持股52%粤丰股份，结合上述收入预测，我们预计公司25-27年归母净利润为19.51、22.09、23.10亿元，分别同比增长17.2%、13.3%、4.5%，未来3年（2024~2027）年归母净利润复合增速可达12%，对应最新PE为10.78、9.52、9.10x。

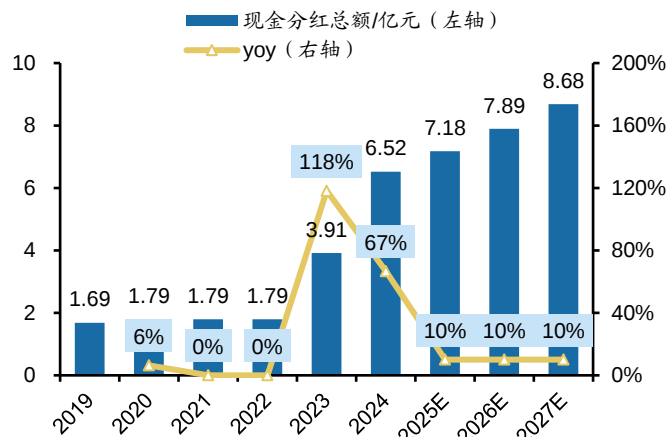
（二）分红展望：若分红比例持平，则 26 年股息率预计将突破 4%

23 年股利支付率仅 27%，三年分红规划彰显分红意愿。2024 年公司每股派发现金红利 0.88 元（含税），同比+67%，24 年合计派发现金红利 6.52 亿元，占当年归母净利润的 39%，与 23 年 27%的分红率相比提升了 12pct。伴随公司在建项目减少、capex 收窄、自由现金流改善，我们认为公司分红能力未来三年有望明显提升。

情景一：参考分红规划假设每股股利每年同比+10%，2027 年公司预计股息率突破 4%。根据《股东分红回报规划（2024 年-2026 年）》，公司 2024-2026 年每股派发的现金股利，较上一年度同比增长不低于 10%。以此为参考，假设公司总股本不变，分红金额 2025-2027 年每年同比+10%，对应为 7.18、7.89、8.68 亿元；以我们模型预测的归母净利润为基数，则 2025-2027 年分红率预计为 36%、36%、38%；2025-2027 股息率预计为 3.43%、3.78%、4.16%。

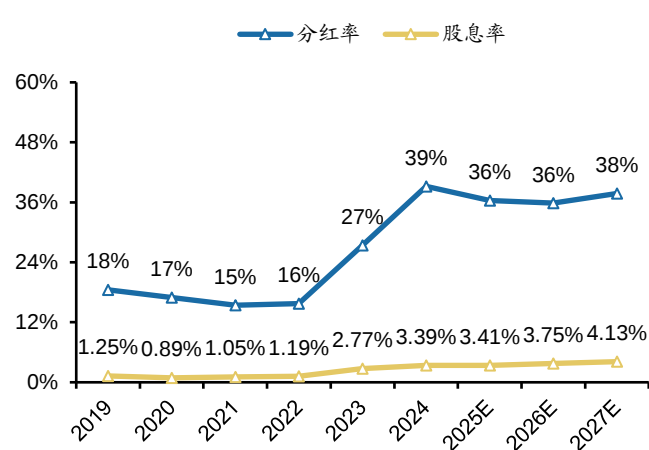
情景二：假设分红比例与 24 年保持持平，2026 年公司股息率预计达 4.13%。假设公司 2025~2027 年分红比例与 24 年保持一致，均为 39.20%，以我们模型预测的归母净利润为基数，则现金分红总额分别为 7.74、8.64、9.01 亿元，分别同比+19%、+12%、+4%，2025-2027 股息率预计为 3.70%、4.13%、4.31%。

图 37：情景一情况：现金分红金额同比+10%



数据来源：瀚蓝环境定期财报，Wind，广发证券发展研究中心

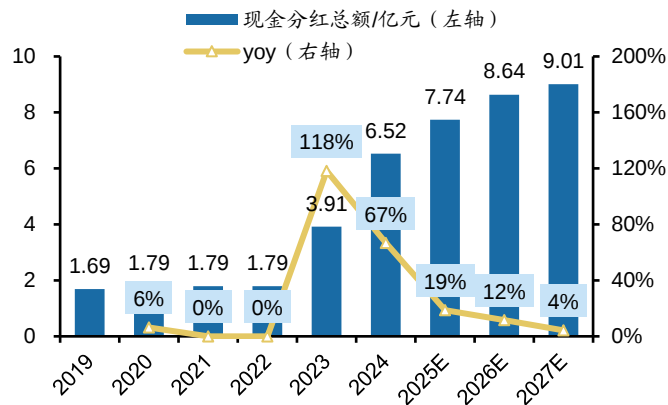
图 38：情景一情况：2027 年股息率预计达 4.1%



数据来源：瀚蓝环境定期财报 Wind，广发证券发展研究中心

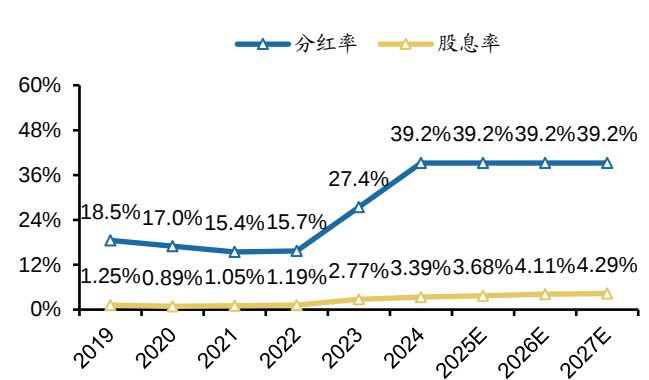
备注：收盘价为 2025/7/18

图 39：情景二情况：分红比例与 24 年持平



数据来源：瀚蓝环境定期财报，Wind，广发证券发展研究中心

图 40：情景二情况：2026 年股息率预计达 4.1%



数据来源：瀚蓝环境定期财报 Wind，广发证券发展研究中心

备注：收盘价为 2025/7/18

（三）相对估值：参考红利资产给予 25 年 13xPE，合理价值 31.10 元/股

参考章节三，我们以全行业红利属性资产作为估值参考，红利板块 2025 年平均 PE 为 14.4x，其中固废板块 2025 年平均 PE 为 13.9x、水务板块为 15.6x。结合前述分析，瀚蓝环境的优势在于利润成长性较高，2025-2027 利润复合增速达 12%；而除了固废、水务外的传统红利资产平均增速为 5%。而瀚蓝的劣势在于当前股息率低于传统红利资产，但考虑到公司承诺分红提升，伴随自由现金流改善下公司股息率仍有较大向上空间。

综合考虑我们认为可参考行业平均值给予瀚蓝环境 2025 年 13xPE 估值，对应合理价

值为31.10元/股。

表 21：传统红利、固废、水务估值对比（最新收盘价：2025/7/18）

类型	未来 3 年复合增速	平均 2025 年 PE	平均股息率 TTM	平均 PB
传统红利资产	5%	14.37	3.70%	1.58
固废（除瀚蓝）	11%	13.88	3.08%	1.45
水务	7%	15.57	2.63%	1.31

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 22：可比公司估值表（最新收盘价：2025/7/18）

分类	公司	代码	总市值/亿元	归母净利润/亿元				PE				股息率 TTM	PB
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E		
动力煤	中国神华	601088.SH	7431	587	526	539	553	14.7	14.1	13.8	13.4	6.0%	1.91
	陕西煤业	601225.SH	1856	224	193	202	212	10.1	9.6	9.2	8.7	7.0%	2.17
水电	长江电力	600900.SH	7218	325	344	360	373	22.2	21.0	20.1	19.3	3.2%	3.65
	国投电力	600886.SH	1187	66	72	77	81	18.6	16.4	15.4	14.6	3.1%	1.82
	川投能源	600674.SH	773	45	52	55	58	18.7	14.9	14.1	13.3	2.5%	1.86
核电	中国核电	601985.SH	1898	88	103	111	125	22.4	18.4	17.1	15.2	1.9%	1.74
	中国广核	003816.SZ	1863	108	106	113	123	19.3	17.5	16.5	15.2	2.6%	1.58
火电	华能国际	600011.SH	1104	101	116	124	133	10.5	9.5	8.9	8.3	3.8%	1.91
	华电国际	600027.SH	587	57	65	72	76	10.1	9.0	8.2	7.7	3.8%	1.27
	国电电力	600795.SH	838	98	72	82	88	8.3	11.6	10.2	9.5	4.3%	1.50
铁路	广深铁路	601333.SH	211	11	11	12	13	22.9	19.8	17.9	16.4	2.3%	0.76
	京沪高铁	601816.SH	2715	128	135	145	157	23.7	20.2	18.8	17.3	2.1%	1.37
	大秦铁路	601006.SH	1293	90	99	102	103	14.1	13.1	12.6	12.5	4.0%	0.80
高速	招商公路	001965.SZ	801	53	58	61	65	17.9	13.9	13.1	12.4	3.5%	1.19
	宁沪高速	600377.SH	758	49	51	53	55	15.6	14.8	14.3	13.8	3.3%	1.91
港口	唐山港	601000.SH	241	20	20	20	21	14.1	12.2	11.8	11.5	4.9%	1.21
银行	工商银行	601398.SH	27693	3659	3645	3745	3883	6.7	7.6	7.4	7.1	4.0%	0.76
	农业银行	601288.SH	21769	2821	2869	2978	3126	6.6	7.6	7.3	7.0	3.9%	0.84
运营商	中国移动	600941.SH	24138	1384	1455	1526	1600	18.4	16.6	15.8	15.1	4.2%	1.80
	中国电信	601728.SH	6973	330	354	377	402	20.0	19.7	18.5	17.4	3.4%	1.54
水务	洪城环境	600461.SH	121	12	13	13	14	10.7	9.6	9.1	8.7	4.9%	1.34
	重庆水务	601158.SH	228	8	8	9	9	30.0	27.0	25.9	24.6	2.8%	1.36
固废	三峰环境	601827.SH	143	12	13	13	14	12.3	11.4	10.7	10.1	2.9%	1.23
	伟明环保	603568.SH	325	27	32	38	43	13.6	10.0	8.5	7.5	2.5%	2.48
	军信股份	301109.SZ	120	5	7	8	9	16.0	16.0	14.9	13.9	4.2%	1.65
	永兴股份	601033.SH	141	8	9	10	11	15.9	15.2	13.6	12.4	3.8%	1.39
	绿色动力	601330.SH	104	6	7	7	8	15.6	15.2	14.2	13.4	4.0%	1.29
	旺能环境	002034.SZ	75	6	7	7	8	11.8	11.3	10.5	9.8	2.8%	1.14
	上海环境	601200.SH	109	6	6	6	7	19.1	18.1	17.3	16.6	1.2%	0.97
平均值								15.7	14.4	13.5	12.7	3.5%	1.47

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

（四）DCF 视角：考虑特许经营权到期、国补退坡及到期等，合理价值 31.32 元/股

我们对瀚蓝（含粤丰）进行了DCF模型测算。关键假设如下：

- （1）垃圾焚烧项目、污水处理项目的特许经营权在到期后即转移运营权；
- （2）考虑垃圾焚烧项目国补到期、2021年以后的新项目采取竞价上网模式；
- （3）2025~2027年各类经营指标、毛利率假设与“收入拆分”章节保持一致，假设项目所在地的人口、经济发展水平保持稳定，所产生的垃圾量、所需供水量及污水处理量保持稳定，暂不考虑技术进步、提标改造带来的效率提升，假设项目产能利用率、经营效率保持稳定，假设2028年及以后各项业务毛利率、经营指标与2027年保持持平。
- （4）参考十年期国债到期收益率，假设无风险收益率为1.66%；
- （5）贝塔：选取沪深300为基准，计算得贝塔约为0.64；
- （6）市场预期收益率：红利指数（000015.SH）近5年平均收益率为6.02%，以此为参考将市场预期收益率设定为6%。
- （7）短期利率假设为2.8%、长期利率假设为4%、所得税率假设为25%；同时参考本文模型中瀚蓝2025年长短期借款预测值。
- （8）计算得出WACC为3.43%。

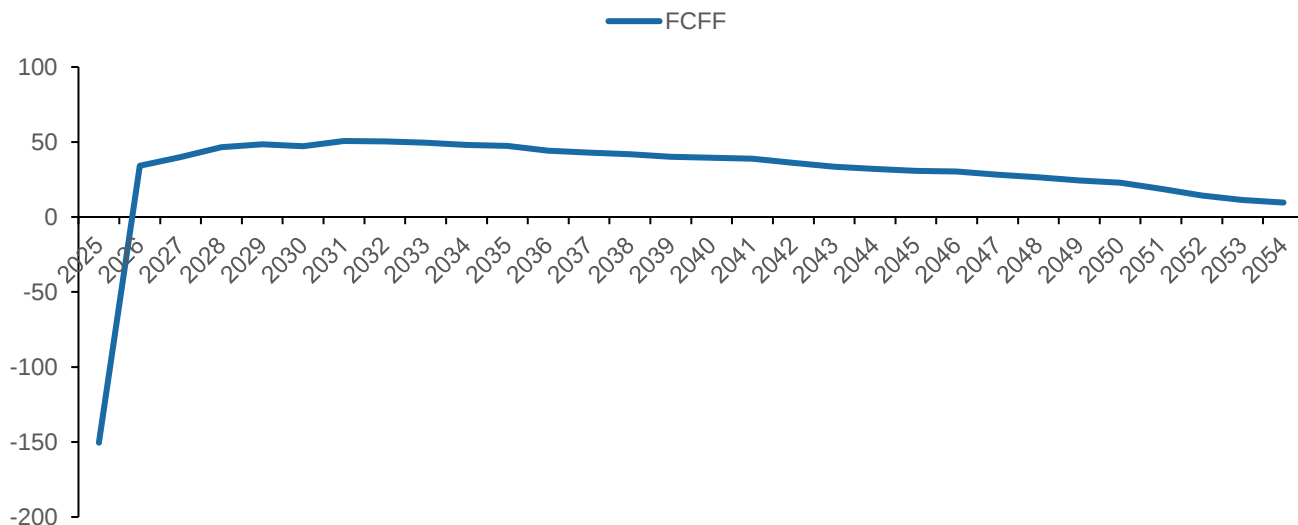
将公司2025~2054年的预测FCFF分别以3.43%的折现率折现到当前，并扣除债权价值部分，参考当前总股本，对应公司每股价值为31.32元/股。

表 23：瀚蓝环境营业收入、归母净利润、FCFF 测算（2025~2054 年，单位：亿元）

收入利润	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	...	2053E	2054E
营业收入	119	140	159	162	162	164	166	...	93	89
yoy	-5%	-1%	3%	2%	0%	2%	1%	...	-3%	-2%
归母净利润	16.64	19.51	22.09	23.10	23.27	23.82	24.27	...	6.13	5.05
yoy	16%	17%	13%	5%	1%	2%	2%	...	-24%	-18%
FCFF 计算	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	...	2053E	2054E
企业自由现金流=净利润+利息支出×（1-所得税率）+折旧及摊销-年资本性支出-年营运资金增加额									...	
FCFF	12.41	(150.45)	34.20	39.91	46.49	48.49	47.25	...	11.30	9.72

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 41: 瀚蓝环境FCFF情况 (2025~2054年, 单位: 亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(五) 结论

我们对比相对估值法、绝对估值法, 保守起见选择前者。考虑到粤丰2025/5/31并表, 结合上述收入预测, 我们预计公司25-27年归母净利润为19.51、22.09、23.10亿元, 分别同比增长17.2%、13.3%、4.5%, 未来3年(2024~2027)年归母净利润复合增速可达12%, 对应最新PE为对应最新PE为10.78、9.52、9.10x。参考同业给予2025年13xPE估值, 对应合理价值为31.10元/股, 维持买入评级。

五、风险提示

业务整合不及预期：瀚蓝环境和粤丰环保同为垃圾焚烧发电头部企业。粤丰环保项目质量与模式优势突出。通过本次交易，瀚蓝环境将凭借丰富的并购整合经验和优秀的运营管理能力，大幅提升在行业内的竞争地位与业务规模。但双方能否顺利整合并发挥协同效应仍具有一定的不确定性，如果整合效果未达预期，则可能会对上市公司未来经营业绩造成一定的不利影响。

国补发放低预期：公司应收账款体量持续扩大，其中一部分来自于国家可再生能源补贴款，若国家可再生能源补贴电费政策落实不到位，垃圾焚烧项目补贴电费回收滞后，可能降低公司资产流动性、影响现金流。

地方政府回款低预期：由于公司部分收入来自当地政府的财政补贴，倘若当地财政压力较大，可能对于项目的回款造成一定影响，进而影响公司当期的利润及现金流情况。

垃圾供应量不稳定风险：垃圾焚烧发电厂的经营效益取决于生活垃圾供应量和热值，生活垃圾主要由地方政府以陆地交通方式运送至公司生活垃圾焚烧电厂，其供应主要受到当地垃圾收运体系和人口数量的影响。如果地方政府缺少或未能按时建立完备的垃圾收运体系，或项目所在地出现严重的人口流失，则无法向公司持续且稳定地供应足量生活垃圾，导致公司项目产能利用率不足，从而影响公司的运营效率和盈利能力。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7,808	10,943	13,178	15,977	17,855
货币资金	1,523	4,258	2,141	3,543	5,044
应收及预付	3,481	4,438	6,669	7,672	8,033
存货	235	226	327	348	334
其他流动资产	2,568	2,022	4,042	4,415	4,444
非流动资产	27,990	28,362	48,019	46,992	45,551
长期股权投资	1,075	1,344	2,644	2,644	2,644
固定资产	5,740	5,616	7,963	7,844	7,465
在建工程	282	274	304	311	287
无形资产	11,836	12,121	25,741	24,835	23,809
其他长期资产	9,058	9,007	11,367	11,358	11,345
资产总计	35,798	39,305	61,197	62,969	63,406
流动负债	9,908	10,397	16,289	16,902	16,550
短期借款	1,964	2,517	3,217	3,017	2,617
应付及预收	3,374	3,139	4,209	4,654	4,674
其他流动负债	4,570	4,740	8,863	9,231	9,259
非流动负债	13,050	13,688	28,210	27,559	26,508
长期借款	10,346	9,964	23,964	23,464	22,664
应付债券	501	1,530	2,030	1,880	1,630
其他非流动负债	2,202	2,195	2,216	2,215	2,214
负债合计	22,958	24,084	44,498	44,460	43,058
股本	815	815	815	815	815
资本公积	2,443	2,451	2,451	2,451	2,451
留存收益	8,785	10,058	11,291	12,711	14,152
归属母公司股东权益	12,119	13,402	14,639	16,059	17,501
少数股东权益	721	1,819	2,060	2,449	2,848
负债和股东权益	35,798	39,305	61,197	62,969	63,406

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	12541	11886	13988	15912	16044
营业成本	9382	8447	9458	10458	10504
营业税金及附加	84	108	140	159	160
销售费用	118	116	140	159	160
管理费用	646	726	853	971	979
研发费用	81	74	87	99	99
财务费用	502	499	760	1035	957
资产减值损失	-58	-20	-16	-16	-16
公允价值变动收益	2	-11	0	0	0
投资净收益	68	127	140	143	128
营业利润	1822	2085	2721	3233	3372
营业外收支	9	12	8	8	8
利润总额	1831	2097	2729	3241	3380
所得税	361	413	538	642	673
净利润	1470	1684	2192	2599	2708
少数股东损益	40	20	241	390	398
归属母公司净利润	1430	1664	1951	2209	2310
EBITDA	3502	3636	5687	6571	6706
EPS (元)	1.75	2.04	2.39	2.71	2.83

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,482	3,273	4,678	5,215	5,602
净利润	1,470	1,684	2,192	2,599	2,708
折旧摊销	1,191	1,152	2,197	2,295	2,369
营运资金变动	-813	-130	-539	-750	-495
其它	634	567	828	1,070	1,021
投资活动现金流	-2,237	-1,837	-21,701	-1,115	-789
资本支出	-2,045	-1,664	-20,673	-1,248	-909
投资变动	-269	-242	-1,302	-2	-2
其他	77	69	273	135	122
筹资活动现金流	187	1,308	14,906	-2,697	-3,312
银行借款	1,761	171	14,700	-700	-1,200
股权融资	3	1,219	0	0	0
其他	-1,576	-81	206	-1,997	-2,112
现金净增加额	432	2,744	-2,118	1,402	1,501
期初现金余额	1,071	1,503	4,247	2,129	3,532
期末现金余额	1,503	4,247	2,129	3,532	5,033

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-2.6%	-5.2%	17.7%	13.8%	0.8%
营业利润	30.3%	14.4%	30.5%	18.8%	4.3%
归母净利润	25.2%	16.4%	17.2%	13.3%	4.5%
获利能力					
毛利率	25.2%	28.9%	32.4%	34.3%	34.5%
净利率	11.7%	14.2%	15.7%	16.3%	16.9%
ROE	11.8%	12.4%	13.3%	13.8%	13.2%
ROIC	6.6%	6.3%	5.7%	6.8%	6.8%
偿债能力					
资产负债率	64.1%	61.3%	72.7%	70.6%	67.9%
净负债比率	178.8%	158.2%	266.5%	240.2%	211.6%
流动比率	0.79	1.05	0.81	0.95	1.08
速动比率	0.50	0.84	0.57	0.70	0.83
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.32	0.28	0.26	0.25
应收账款周转率	4.14	3.16	2.61	2.29	2.11
存货周转率	37.59	36.67	34.26	31.02	30.81
每股指标 (元)					
每股收益	1.75	2.04	2.39	2.71	2.83
每股经营现金流	3.04	4.01	5.74	6.40	6.87
每股净资产	14.86	16.44	17.95	19.70	21.46
估值比率					
P/E	9.90	11.58	10.78	9.52	9.10
P/B	1.17	1.44	1.44	1.31	1.20
EV/EBITDA	7.95	8.62	9.08	7.51	6.92

广发证券环保及公用事业研究小组

郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。

姜 涛：联席首席分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。

陈 龙：资深分析师，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

荣 凌 琪：资深分析师，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

许 子 怡：资深分析师，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。

陈 舒 心：资深分析师，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

郝 兆 升：资深分析师，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

刘 恒 君：高级研究员，同济大学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。