瀚蓝环境（600323.SH）

增持（首次）

收购扩张+提质增效，固废龙头更上一层楼

公司于 2025 年 6 月完成私有化粤丰环保，未来两家企业有望在区位协同、拓展供热、降本增效等方面实现优势互补，有望带来整体规模和盈利水平的提升。首次覆盖，给予“增持”投资评级。

- **公司深耕环境服务领域数十年，持续收购扩张，成长为全国性环保龙头。**公司自成立以来，通过收并购陆续进入污水处理、垃圾发电、燃气等领域。截至 2025 年 3 月底，公司生活垃圾焚烧发电在手订单合计规模达到 3.575 万吨/日，已投运项目中，有 36%位于福建，19.5%位于广东。伴随业务规模扩张，2019-2024 年公司营业收入 CAGR 达到 14.05%，归母净利润 CAGR 达到 12.76%。分业务来看，固废处理业务为公司主要的收入和毛利来源。2024 年，公司固废处理/能源/供水/排水业务收入占比分别为 51%/32%/8%/6%，毛利占比分别为 64%/12%/7%/13%。2023、2024 年受建造业务收入下降影响，固废处理整体收入分别同比下滑 6.5%、6.6%。近年来公司新增项目逐渐减少，随着已投产项目逐渐进入稳定运营期，公司盈利水平有望持续提升。公司水务和能源业务相对稳健，其中，供水业务售水价格存在上浮潜力，燃气业务受益顺价推行，盈利有望维持合理稳定水平，能够为公司提供稳定的现金流支撑。
- **私有化粤丰环保，规模和盈利水平均有望提升。**2025 年 6 月，公司完成私有化粤丰环保，垃圾焚烧产能大幅提升至 9.759 万吨/日，位列全国第三。粤丰环保为广东最大的民营垃圾焚烧发电企业。截至 2024 年底，粤丰共有 35 个已签订的垃圾焚烧发电项目，生活垃圾总处理能力达到 5.254 万吨/日，已投运项目中有 56%的项目位于广东省。本次收购事项是两家固废龙头的强强联合，有望带来整体规模和盈利水平的提升，具体看点包括：**1）区位资源重叠，发挥协同优势。**瀚蓝环境收购粤丰环保后，公司整体将有 40.5%的在运项目位于广东，处理规模达到 2.99 万吨/日，有望充分发挥当地业务资源协同优势，并逐步释放规模效益。除广东外，合并前两家公司在运垃圾焚烧业务布局有 6 个省份相重合，未来也有协同发展的潜力；**2）拓展供热业务，打开利润新增长点。**瀚蓝环境具有丰富的供热项目拓展经验，当前已有 12 个项目实现对外供热，可为其带来可观收入，而粤丰环保存量项目开展供热业务较少，挖潜空间较大；**3）降本增效，提高综合盈利能力。**两家公司在吨发电量、吨上网电量、产能利用率方面均处于行业领先水平。二者合并后，瀚蓝环境有望充分发挥国资背景优势，输出高效的管理经验，帮助粤丰降低管理和财务费率，从而进一步整体提高资金使用效率和盈利水平；**4）现金流改善，分红有提升空间。**当前瀚蓝环境分红率处于行业中游偏上水平，2024 年分红率为 39.2%，对应股息率 3.39%。公司于 2024 年承诺 2025、2026 年每股股利同比增长不低于 10%，体现了其对收购粤丰后公司整体效益提升的信心。同时，预计随着在建项目陆续投运，公司资本支出将持续下降，自由现金流有望继续改善，公司整体分红仍有继续提升的潜力。
- **盈利预测与估值。**预计公司 2025-2027 年实现营业收入 146.62、168.10、173.69 亿元，同比增长 23%、15%、3%；归母净利润 19.12、22.20、23.92

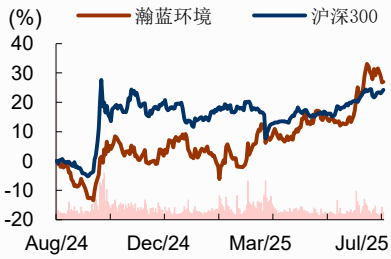
周期/环保及公用事业
目标估值：NA
当前股价：26.6 元

基础数据

总股本（百万股）	815
已上市流通股(百万股)	815
总市值（十亿元）	21.7
流通市值（十亿元）	21.7
每股净资产（MRQ）	17.0
ROE（TTM）	12.3
资产负债率	59.4%
主要股东	佛山市南海供水集团有限公
主要股东持股比例	17.15%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	25	29
相对表现	8	19	5



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

宋盈盈 S1090520080001
songyingying@cmschina.com.cn
卢湘雪 研究助理
luxiangxue@cmschina.com.cn

亿元，同比增长 15%、16%、8%；当前股价对应 PE 分别为 11.3x、9.8x、9.1x，首次覆盖，给予“增持”评级。

- **风险提示：收购整合效果不及预期、应收账款回收不及预期、电价补贴下降或取消、项目投产进度不及预期等。**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	12541	11886	14662	16810	17369
同比增长	-3%	-5%	23%	15%	3%
营业利润(百万元)	1822	2085	2395	2781	2997
同比增长	30%	14%	15%	16%	8%
归母净利润(百万元)	1430	1664	1912	2220	2392
同比增长	25%	16%	15%	16%	8%
每股收益(元)	1.75	2.04	2.34	2.72	2.93
PE	15.2	13.0	11.3	9.8	9.1
PB	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 全国领先的综合环保企业，持续收购扩大规模.....6
1、 立足广东南海，通过并购成长为环保龙头企业.....6
2、 运营收入占比上升，盈利质量提高.....7
二、 强强联合，打造粤皖固废龙头.....10
1、 瀚蓝：收并购推动产能扩张，运营质量持续提高.....10
2、 粤丰：深耕广东辐射全国，在手产能充足.....13
3、 强强联合，各取所长，实现 1+1＞2.....17
三、 水务&能源业务稳健，贡献稳定现金流.....22
1、 水务：水价有望上调，增厚板块盈利.....22
2、 能源：顺价逐渐顺畅，盈利回归稳定.....23
四、 盈利预测.....25
五、 风险提示.....27

图表目录

图 1：瀚蓝环境发展历程.....6
图 2：公司股权结构.....7
图 3：公司营业收入（亿元）及同比增速.....7
图 4：公司归母净利润（亿元）及同比增速.....7
图 5：公司分业务收入（亿元）.....8
图 6：公司分业务收入占比.....8
图 7：公司分业务毛利（亿元）.....8
图 8：公司分业务毛利占比.....8
图 9：公司毛利率、净利率和 ROE.....9
图 10：公司现金流情况（亿元）.....9
图 11：公司应收账款（亿元）及同比增速.....9
图 12：公司每股股利（元）及分红比例.....9
图 13：公司垃圾焚烧发电产能（吨/日）.....11
图 14：公司在运垃圾焚烧发电项目分布.....11
图 15：主要垃圾焚烧发电上市公司在运产能（吨/日，截至 2024 年底）.....11

图 16：公司供热量（万吨）及同比增速 12
图 17：公司发电量、上网电量（亿千瓦时）及厂用电率 12
图 18：公司纵横一体化“大固废”全产业链 12
图 19：公司固废产业园处理模式 12
图 20：粤丰环保在运垃圾焚烧项目分布 14
图 21：粤丰环保营业收入（亿港元）及同比增速 14
图 22：粤丰环保归母净利润（亿港元）及同比增速 14
图 23：粤丰环保分业务收入结构（亿港元） 15
图 24：粤丰环保分业务收入结构（占比） 15
图 25：粤丰环保分业务毛利结构（亿港元） 15
图 26：粤丰环保分业务毛利结构（占比） 15
图 27：粤丰环保分业务毛利率 16
图 28：粤丰环保毛利率、净利率及 ROE 16
图 29：粤丰环保一般及行政费用（亿港元）和费用率 16
图 30：粤丰环保利息费用（亿港元）和费用率 16
图 31：粤丰环保应收账款（亿港元）及同比增速 16
图 32：粤丰环保现金流情况（亿港元） 16
图 33：瀚蓝环境私有化粤丰环保示意图 17
图 34：收购完成后瀚蓝环境在运产能分布（吨/日） 18
图 35：瀚蓝环境和粤丰环保供热量（万吨） 19
图 36：截至 2025 年 6 月底供热业务签订情况（个） 19
图 37：主要垃圾发电公司吨发电量（千瓦时/吨） 19
图 38：主要垃圾发电公司吨上网电量（千瓦时/吨） 19
图 39：主要垃圾发电公司产能利用率 20
图 40：主要垃圾发电公司运营板块毛利率 20
图 41：主要垃圾发电公司管理费率 20
图 42：主要垃圾发电公司财务费率 20
图 43：主要垃圾发电公司经营性净现金流（亿元） 21
图 44：主要垃圾发电投资活动净现金流（亿元） 21
图 45：主要垃圾发电公司股利支付率 21
图 46：公司供水量（亿吨）及同比增速 22

图 47：公司售水单价（元/吨）及毛利率 22
图 48：公司污水处理量（亿吨）及同比增速 23
图 49：公司污水处理单价（元/吨）及毛利率 23
图 50：公司天然气销售量（亿方）及同比增速 23
图 51：公司液化气销售量（万吨）及同比增速 23
图 52：公司能源业务营业收入（亿元）及同比增速 24
图 53：公司能源业务毛利（亿元）及毛利率 24
图 54：瀚蓝环境历史 PE Band 27
图 55：瀚蓝环境历史 PB Band 27

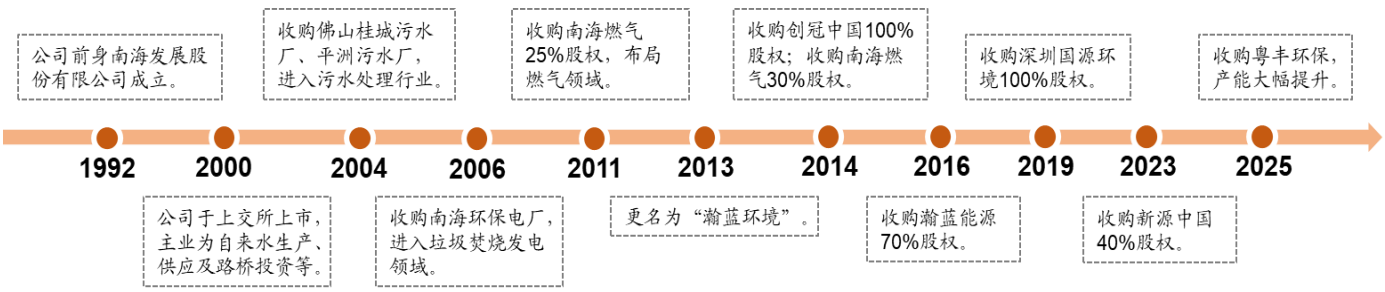
表 1：瀚蓝环境在运垃圾焚烧发电项目梳理（截至 2025 年 3 月底） 10
表 2：粤丰环保在运垃圾焚烧发电项目梳理（截至 2024 年底） 13
表 3：销售收入结构预测 25
表 4：盈利预测简表 26
附：财务预测表 28

一、全国领先的综合环保企业，持续收购扩大规模

1、立足广东南海，通过并购成长为环保龙头企业

公司深耕环境服务领域数十年，持续收购扩张，成长为全国性环保龙头。公司前身为南海发展股份有限公司，设立于 1992 年 12 月。1999 年，公司进行重大资产重组，主业由贸易变更为自来水生产、供应及路桥投资等公用事业；2000 年，公司于上交所上市。2004 年，公司收购佛山桂城污水厂、平洲污水厂，进入污水处理行业；2006 年，公司收购南海环保电厂，拓展垃圾发电业务；2011、2014 年，公司陆续收购南海燃气 25%、30%股权，布局燃气领域。2013 年，公司更名为“瀚蓝环境”，随后继续通过收购扩大公司规模：2014 年收购创冠中国，2015 年收购成功环保，2016 年收购瀚蓝能源，2019 年收购深圳国源，2023 年收购新源能源。公司在成长历史中多次成功并购，积累了充足的并购经验，并逐步成长为环保行业的龙头企业。目前，公司业务领域涵盖固废处理、能源、供水、排水等，是中国环境企业十强、连续十一年被评为全国固废处理十大影响力企业。截至 2025 年 3 月底，公司拥有 11 个固废处理环保产业园，24 个生活垃圾焚烧发电项目，生活垃圾焚烧发电在手订单合计规模达到 3.575 万吨/日（不含参股项目），其中已投产项目规模 3.125 万吨/日，在建项目规模 750 吨/日，未建项目规模 3750 吨/日。2025 年 6 月，公司完成私有化粤丰环保，垃圾焚烧产能大幅提升至 9.759 万吨/日，位列全国第三。

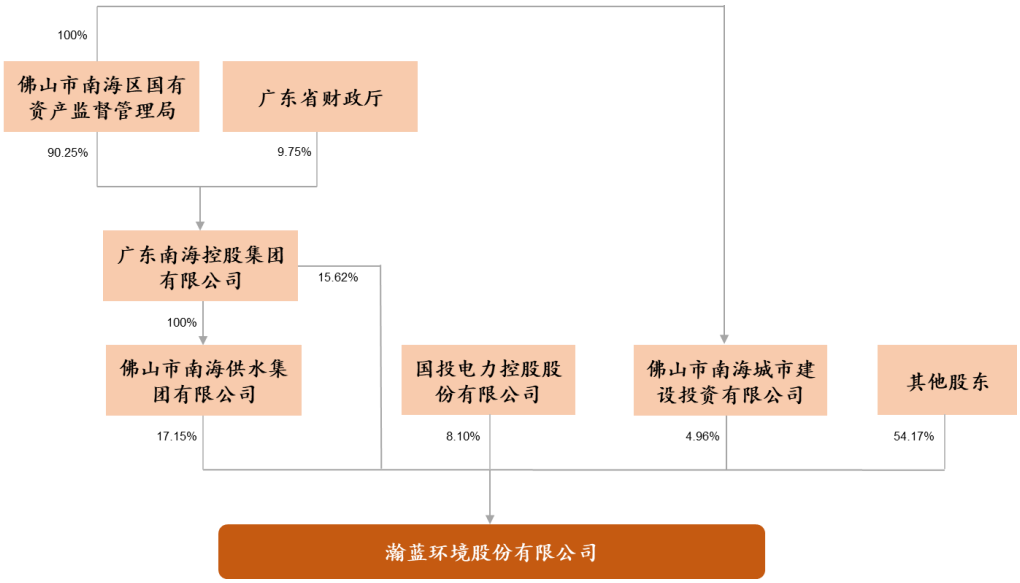
图 1：瀚蓝环境发展历程



资料来源：公司公告、公司官网、招商证券

公司控股股东为广东南海控股集团，实控人为南海区国资委。南海控股集团为佛山市南海区资产规模最大、资本实力最雄厚的综合性国有投资集团。截至 2025 年 3 月底，南海控股集团合计持有公司 32.77%的股权。南海区国资委通过南海控股集团、南海城市建设投资合计持有公司 34.53%的股权。

图 2：公司股权结构

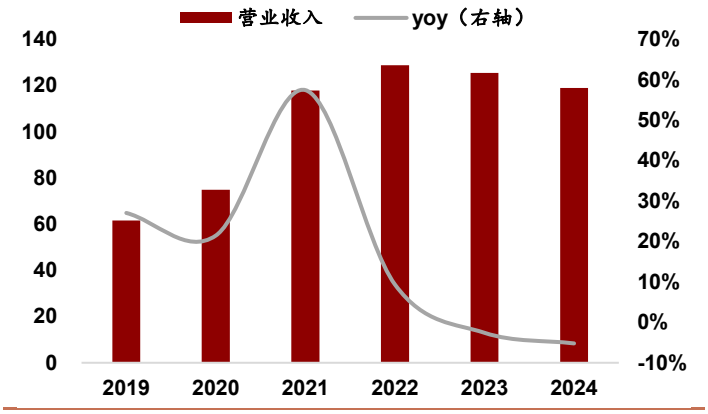


资料来源：wind、招商证券

2、运营收入占比上升，盈利质量提高

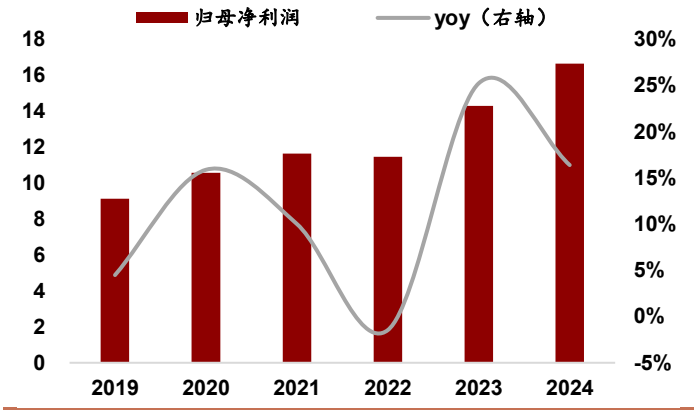
规模扩张带动业绩增长，工程收入收缩导致短期收入下滑。公司通过收并购持续扩张规模，营业收入和业绩整体呈现上升趋势。营业收入从 2019 年的 61.6 亿元增长至 2024 年的 118.86 亿元，CAGR 达到 14.05%。2021 年公司营业收入同比大幅增长 57.4%，主要系 BOT 建造收入和燃气收入增加所致。2023、2024 年公司收入分别同比下滑 2.6%、5.2%，主要系公司工程业务收入下滑所致。公司归母净利润持续增长，从 2019 年的 9.13 亿元增长至 2024 年的 16.64 亿元，CAGR 达到 12.76%。

图 3：公司营业收入（亿元）及同比增速



资料来源：iFinD、招商证券

图 4：公司归母净利润（亿元）及同比增速

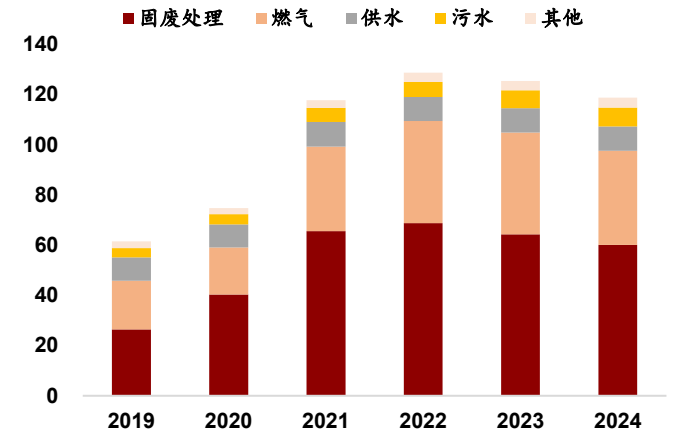


资料来源：iFinD、招商证券

固废处理业务贡献主要收入和利润。分业务来看，公司固废处理业务收入从 2019 年的 26.5 亿元快速提升至 2022 年的 68.8 亿元。2023、2024 年受建造业务收入下降影响，固废处理整体收入分别同比下滑 6.5%、6.6%，占公司整体收入的比重维持在 51%左右。燃气业务为公司第二大收入来源，2022、2023 年收入规模稳定在 40 亿元左右，2024 年受到上游采购气价下降以及售气量微降的影响，公司燃气业务实现收入 37.58 亿元，同比下滑 7.5%。近 3 年公司燃气收入占比

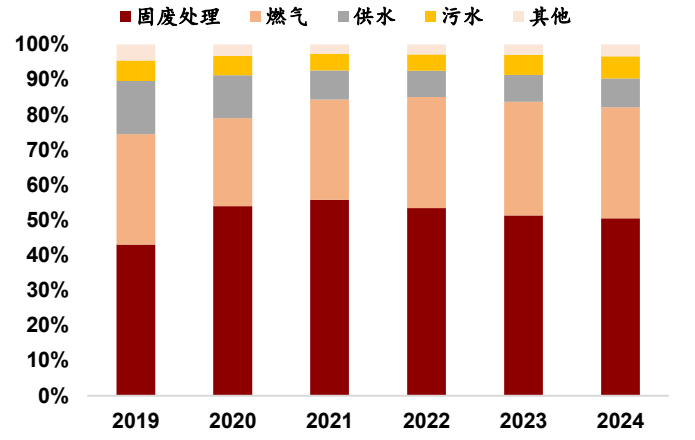
稳定在 32%左右。利润方面，固废处理业务贡献主要毛利，从 2019 年的 8.35 亿元增长至 2024 年的 21.96 亿元，占公司整体毛利的比重从 48%提升至 64%。除 2021、2022 年气价高涨时期，燃气业务贡献利润基本在 3-4 个亿左右，占公司整体毛利的比重持续下滑，从 2019 年的 22%降至 2024 年的 12%。

图 5：公司分业务收入（亿元）



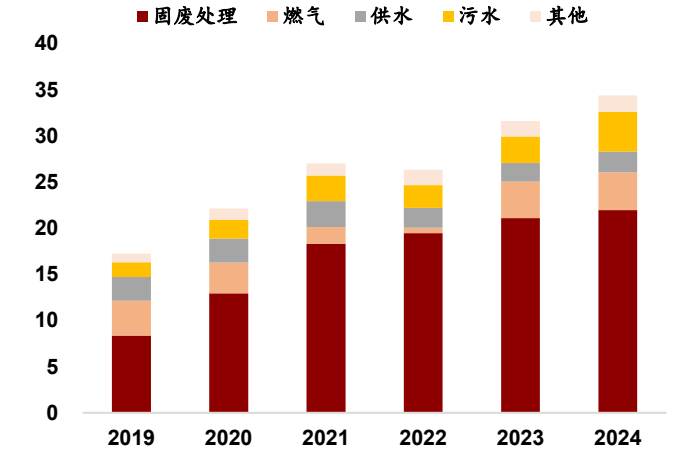
资料来源：iFinD、招商证券

图 6：公司分业务收入占比



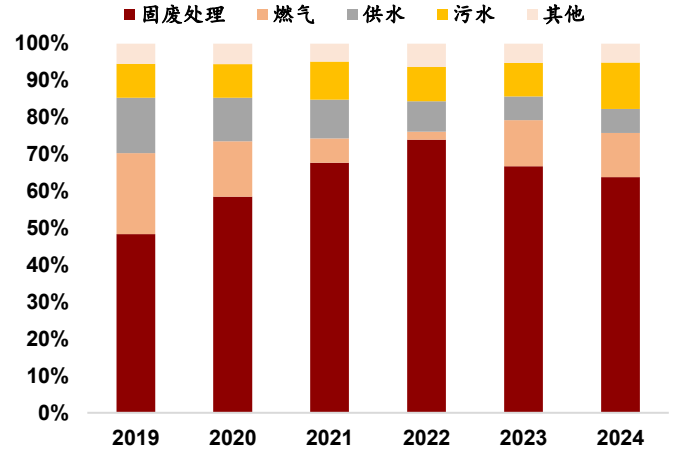
资料来源：iFinD、招商证券

图 7：公司分业务毛利（亿元）



资料来源：iFinD、招商证券

图 8：公司分业务毛利占比



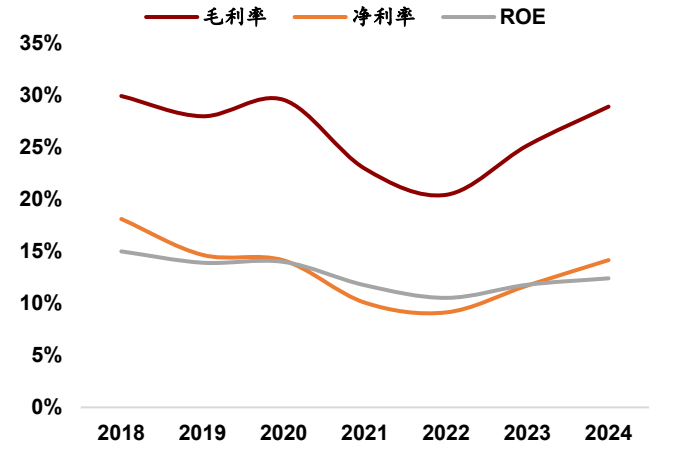
资料来源：iFinD、招商证券

资本开支高峰期已过，盈利水平有望持续提升。2021 年公司实现毛利率 23.0%，同比下滑 6.6pct，其中固废业务毛利率同比下滑 4.2pct，主要是由于新投产餐厨、工业危废产能利用率不足，盈利水平较低所致；能源业务毛利率同比下滑 12.33pct，主要是由于上游采购成本上涨，但受限价政策的影响，天然气采购、销售价格出现倒挂。2022 年公司整体毛利率进一步同比下滑，主要受到天然气上游成本高企、售水量和售水单价下降等因素影响。公司资本开支于 2019、2020 年见顶，随后随着在建项目减少，资本开支逐渐下降。固废业务方面，毛利率较低的固废工程业务收入占比下降，而毛利率较高的运营收入占比提升；能源业务方面，天然气采购价同比回落，公司进销价差提高，带动整体毛利率逐渐修复。随着公司在建项目的陆续完工及新开工项目的减少，在没有新项目增加的情况下，预计 2025 年全年公司资本性支出将保持下降趋势，同时随着已投产项目逐渐进入稳定运营期，公司盈利水平仍有望持续提升。

应收账款回收情况改善，公司现金流持续向好，分红和股息率有望进一步提升。

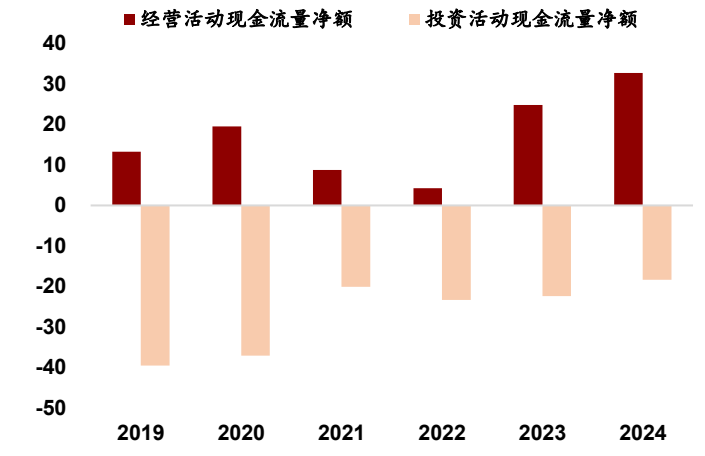
在相关政府的支持下，公司不断推进完善和落实相关应收账款回款计划，2023年以来应收账款增长明显放缓，回款情况持续改善。2024 年公司存量应收账款回款超过 24 亿元，根据公司公告，2025 年拟收回存量应收账款不少于 20 亿元。回款形势改善带动公司经营活动现金流量金额持续向好，2023、2024 年分别同比增长 488%、32%。公司于 2024 年发布《股东分红回报规划（2024-2026 年）》，承诺 2024-2026 年每年派发的现金股利同比增长不低于 10%。2024 年，公司每股股利 0.8 元，同比增长 66.7%，分红比例达到 39.20%，同比提升 11.83pct。随着公司现金流情况持续改善，未来分红水平有望进一步提高。若 2025 年每股股利同比增长 10%至 0.88 元，对应公司当前股息率为 3.31%；2026 年每股股利将增长至 0.968 元，对应公司当前股息率为 3.65%。

图 9：公司毛利率、净利率和 ROE



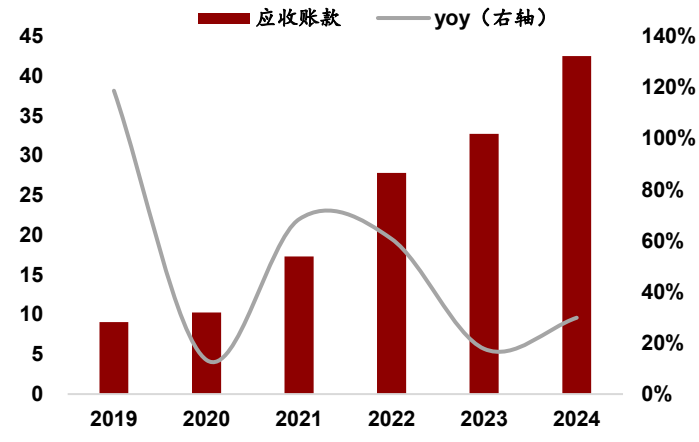
资料来源：iFinD、招商证券

图 10：公司现金流情况（亿元）



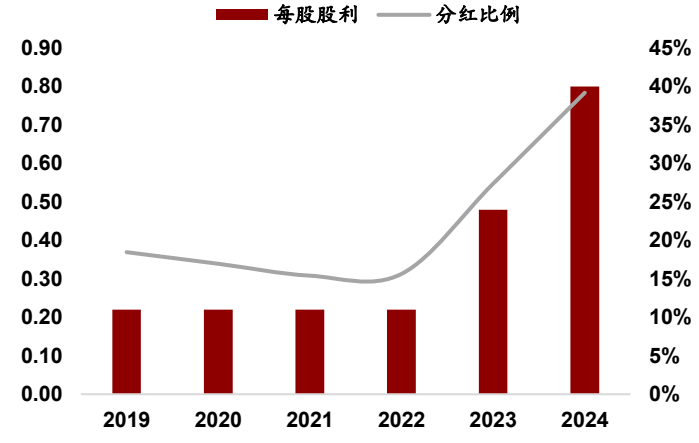
资料来源：iFinD、招商证券

图 11：公司应收账款（亿元）及同比增速



资料来源：iFinD、招商证券

图 12：公司每股股利（元）及分红比例



资料来源：iFinD、招商证券

二、强强联合，打造粤皖固废龙头

1、瀚蓝：收并购推动产能扩张，运营质量持续提高

公司通过持续收并购推动固废产能扩张，项目主要分布在福建和广东。复盘瀚蓝环境发展历史，公司通过持续收并购不断提高固废处理产能。2006 年，公司收购南海环保电厂一期，拓展垃圾焚烧业务；2014 年，公司以 18.5 亿元收购创冠中国 100%股权，垃圾处理规模由 3000 吨/日大幅提升至 1.435 万吨/日；2019 年，公司收购盛运环保下属的济宁二期、宣城二期、海阳项目、乌兰察布项目、淮安项目等，合计产能 4300 吨/日。截至 2025 年 3 月底，公司生活垃圾焚烧发电在手订单规模合计 3.575 万吨/日（不含参股项目），其中已投产规模 3.125 万吨/日，在建规模 750 吨/日，未建规模 3750 吨/日。从项目分布来看，截至 2025 年 3 月底，公司已投运的项目中，有 36%位于福建，19.5%位于广东，合计达到 55.7%，其他项目分布在湖北、贵州、辽宁、河北、山东、安徽等地。

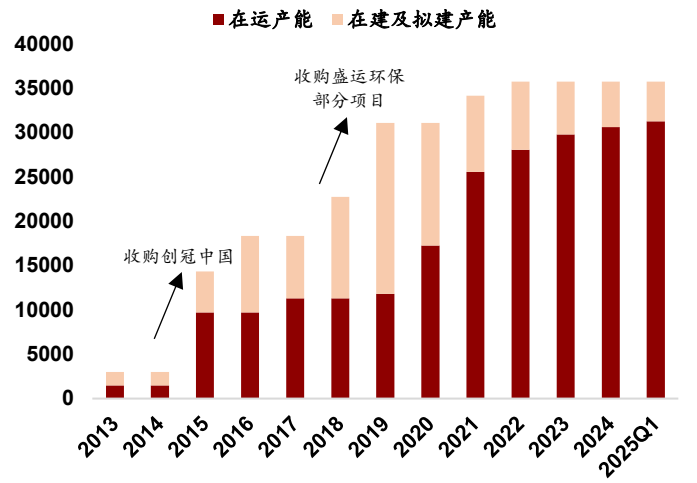
表 1：瀚蓝环境在运垃圾焚烧发电项目梳理（截至 2025 年 3 月底）

项目名称	项目规模（吨/日）	地理位置
晋江市垃圾焚烧发电综合处理厂项目一、二期	1800	福建省
福清市生活垃圾焚烧厂项目一、二期	900	福建省
惠安县生活垃圾焚烧发电厂特许经营项目一、二期	1200	福建省
安溪县生活垃圾焚烧发电厂特许经营项目一、二期	600	福建省
廊坊市生活垃圾焚烧发电项目一期	1000	河北省
佛山市南海区垃圾焚烧发电项目一、二期	3000	广东省
黄石市生活垃圾焚烧发电厂项目一、二期	1200	湖北省
廊坊市生活垃圾焚烧发电厂技改及扩建项目（二期）	500	河北省
大连金州新区生活垃圾焚烧处理项目一期	1000	辽宁省
南海垃圾焚烧发电厂提标扩能项目(三厂)	1500	广东省
漳州南部生活垃圾焚烧发电厂项目	1000	福建省
安溪县垃圾焚烧发电厂改扩建项目	750	福建省
晋江市垃圾焚烧发电综合处理厂提标改建工程	1500	福建省
南平市“三线一中心”城市生活垃圾焚烧发电厂一期+改扩建	1200	福建省
饶平县宝斗石生活垃圾填埋场升级改造及综合处理资源化利用工程（PPP 项目）	600	广东省
宣城市生活垃圾焚烧发电二期项目	1000	安徽省
开平市固废综合处理中心一期一阶段（PPP 项目）	600	广东省
海阳生活垃圾焚烧发电项目	500	山东省
济宁市生活垃圾焚烧二期改扩建项目	800	山东省
漳州北部片区垃圾焚烧发电一期（PPP 项目）	1000	福建省
淮安垃圾焚烧发电项目	800	江苏省
万载县生活垃圾焚烧发电项目	800	江西省
乌兰察布生活垃圾焚烧发电项目一期	800	内蒙古自治区
常德市西部生活垃圾焚烧发电项目	500	湖南省
贵阳市生活垃圾焚烧发电项目	2000	贵州省
开平市固废综合处理中心一期一阶段改扩建（PPP 项目）	400	广东省
桂平市生活垃圾焚烧发电项目一期	800	广西壮族自治区
平和县生活垃圾焚烧发电厂一期（PPP 项目）	550	福建省
孝感市生活垃圾焚烧发电综合处理一期（PPP 项目）	1500	湖北省

福清市生活垃圾焚烧发电厂改扩建项目	800	福建省
大连市生活垃圾焚烧发电项目一期扩建	650	辽宁省
合计	31250	

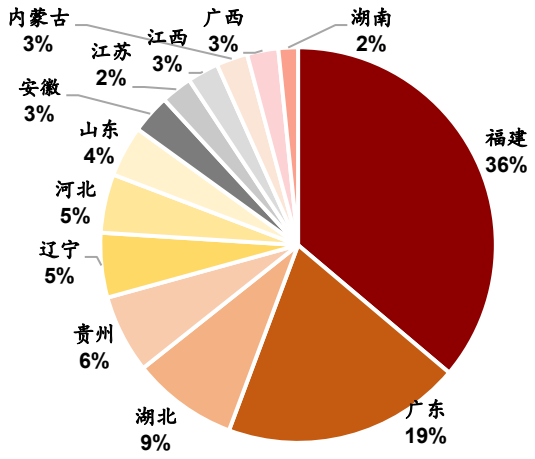
资料来源：公司官网、公司公告、招商证券

图 13：公司垃圾焚烧发电产能（吨/日）



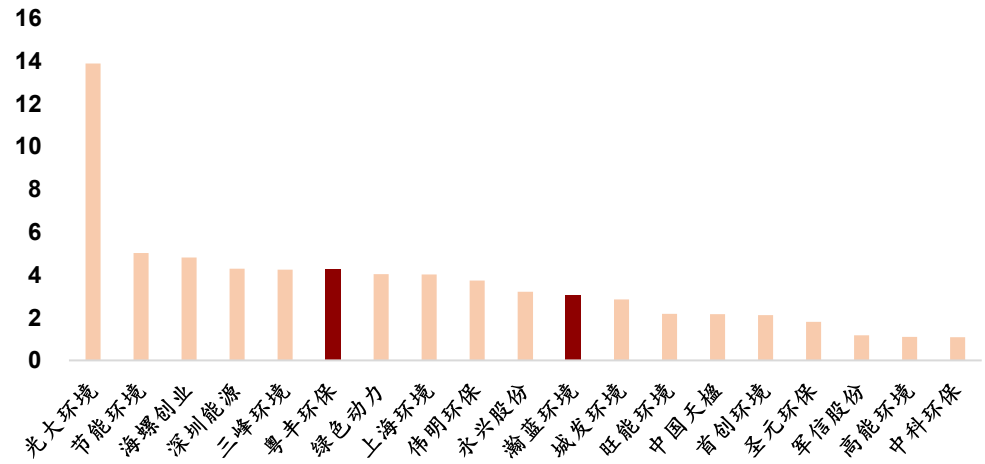
资料来源：公司公告、招商证券

图 14：公司在运垃圾焚烧发电项目分布



资料来源：公司公告、招商证券

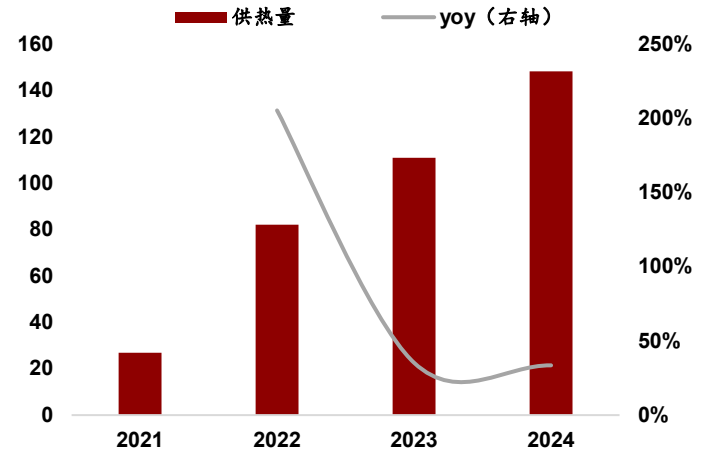
图 15：主要垃圾焚烧发电上市公司在运产能（吨/日，截至 2024 年底）



资料来源：公司公告、招商证券

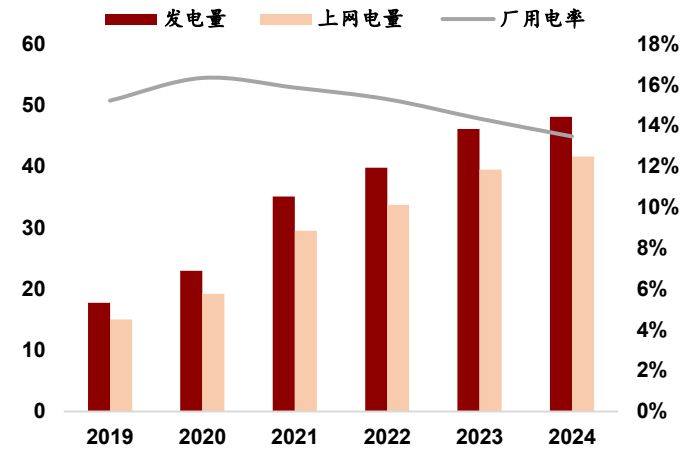
拓展供热+降本增效，运营质量持续提高。为应对国补退坡，增强收入稳定性，公司积极开展供热业务，供热量从 2021 年的 26.88 万吨快速增长至 2024 年的 148.23 万吨，CAGR 达到 76.67%。2024 年，公司实现供热收入 2.12 亿元，同比增长约 31%，累计已实现 17 个垃圾焚烧发电项目对外供热业务协议的签订，12 个项目已实现供热，供热业务有望成为公司未来重要的成长方向。与此同时，公司通过降本增效，不断提高运营效率。公司厂用电率从 2020 年的 16%下降至 2024 年的 13%，产能利用率由 2020 年的 96%提升至 2024 年的 114%。

图 16：公司供热量（万吨）及同比增速



资料来源：公司公告、招商证券

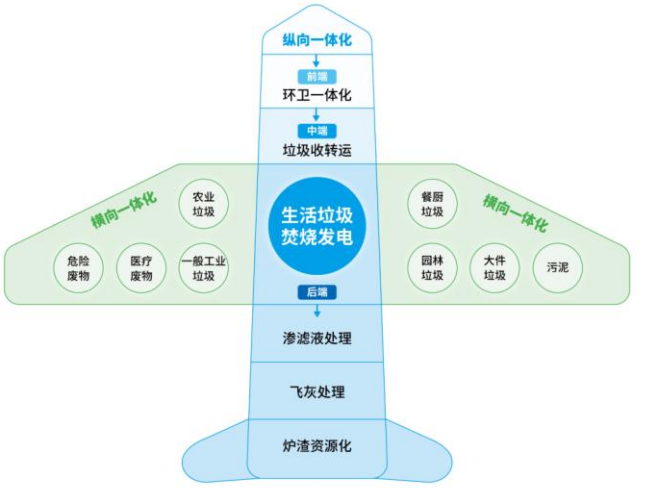
图 17：公司发电量、上网电量（亿千瓦时）及厂用电率



资料来源：公司公告、招商证券

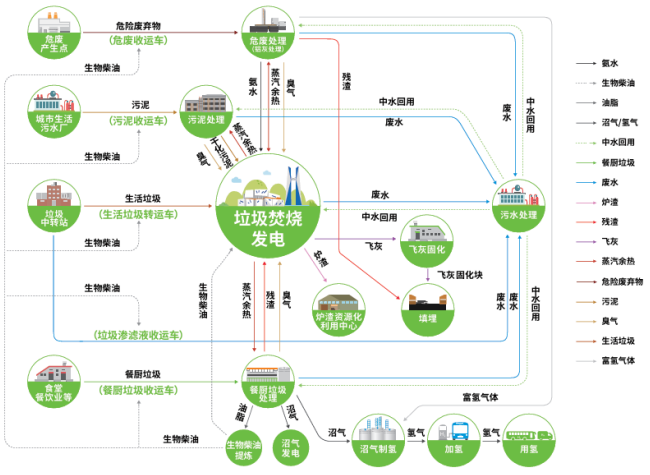
打造“瀚蓝模式”，推进多元固废处理一体化。公司在固废处理领域，已形成集前端环卫一体化、中端转运及后端处理的纵向全链条发展模式，也形成了生活垃圾、餐厨垃圾、污泥、工业废弃物、农业废弃物、医疗废物、大件垃圾等多种污染源治理及协同资源化的横向一体化业务布局，具备对标“无废城市”建设、提供固废处理全产业链综合服务能力。公司建成的南海固废处理环保产业园，是国内率先建成并成功运营的具有完整固废处理产业链的固废处理产业园，目前已投运产能达4500吨/日。产业园内各项目不仅解决了南海区400万居民的生活垃圾，而且解决了20多座城市生活污水处理厂每日所产生的污泥，还可以满足60万居民日常生活用电需求。相比其他固废处理方式，其最大优势是实现社会综合成本最小化，被称为破解“垃圾围城”的“瀚蓝模式”。截至目前，“瀚蓝模式”获得业内和各地政府的高度认可，并已实现了在南平、开平、饶平、晋江、安溪、惠安、孝感、廊坊、乌兰察布、桂平10个项目的园区化模式输出。

图 18：公司纵横一体化“大固废”全产业链



资料来源：公司官网、招商证券

图 19：公司固废产业园处理模式



资料来源：公司官网、招商证券

探索海外市场，打开垃圾发电新空间。当前我国垃圾发电市场已进入存量竞争的阶段，国内企业竞争主要聚焦提升运营管理水平，实现降本增效。与此同时，生活垃圾综合解决方案在海外市场，尤其是“一带一路”沿线国家尚有较大的发展潜力，有望成为各垃圾发电企业下一步扩张的方向。2023年9月，公司以总对

价不超过 2 亿元受让新源能源 40%股权，开启国际化探索。新源能源拥有垃圾焚烧发电规模 4500 吨/日，其中海外项目（泰国曼谷）规模 3300 吨/日，其中曼谷农垦二期 1400 吨/日项目和安怒 1400 吨/日项目已于 2024 年 2 月开工。

2、粤丰：深耕广东辐射全国，在手产能充足

粤丰环保电力公司为广东最大的民营垃圾焚烧发电企业。2003 年，粤丰环保正式进军环保行业，成为全国最早的垃圾焚烧企业之一，在东莞市取得第一个垃圾无害化处理特许经营权。2014 年 12 月，公司于香港联交所上市，成为国内最早一批以垃圾焚烧为主业对接资本市场的企业。截至 2024 年底，公司共有 35 个已签订的垃圾焚烧发电项目，生活垃圾总处理能力达到 5.254 万吨/日，其中有 32 个项目投入运营，处理能力达到 4.249 万吨/日，其中 56%的项目位于广东省，其他项目位于上海、江西、广西、贵州等地。

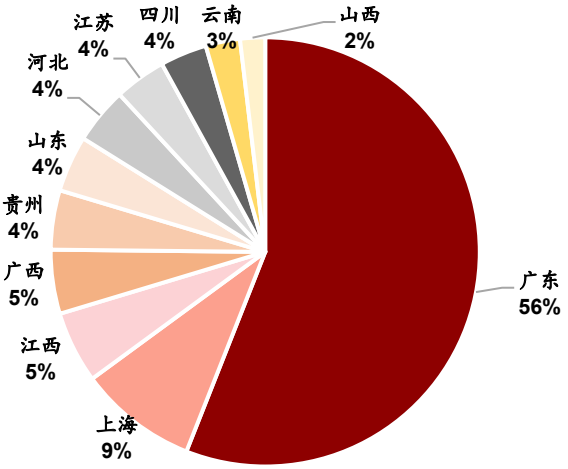
表 2：粤丰环保在运垃圾焚烧发电项目梳理（截至 2024 年底）

项目名称	项目规模（吨/日）	地理位置
科伟垃圾焚烧发电厂一期	1800	广东省
科伟垃圾焚烧发电厂二期	1500	广东省
科维垃圾焚烧发电厂	1800	广东省
东莞粤丰垃圾焚烧发电厂一期	1800	广东省
东莞粤丰垃圾焚烧发电厂二期	1200	广东省
麻涌垃圾焚烧发电厂	2250	广东省
湛江垃圾焚烧发电厂	1500	广东省
清远垃圾焚烧发电厂一期	1500	广东省
清远垃圾焚烧发电厂二期	1000	广东省
中山垃圾焚烧发电厂一期	1040	广东省
中山垃圾焚烧发电厂二期	2250	广东省
陆丰垃圾焚烧发电厂一期	1200	广东省
信宜垃圾焚烧发电厂	1000	广东省
徐闻垃圾焚烧发电厂	750	广东省
电白垃圾焚烧发电厂一期	1500	广东省
韶关垃圾焚烧发电厂一期	700	广东省
惠州垃圾焚烧发电厂	1000	广东省
来宾垃圾焚烧发电厂一期	1000	广西省
北流垃圾焚烧发电厂一期	700	广西省
北流垃圾焚烧发电厂二期	350	广西省
兴义垃圾焚烧发电厂一期	700	贵州省
兴义垃圾焚烧发电厂二期	500	贵州省
黔东南州南部片区垃圾焚烧发电厂一期	700	贵州省
枣庄垃圾焚烧发电厂一期	1000	山东省
枣庄垃圾焚烧发电厂二期	800	山东省
宝山垃圾焚烧发电厂	3800	上海
靖江垃圾焚烧发电厂一期	800	江苏省
泰州垃圾焚烧发电厂	850	江苏省
简阳垃圾焚烧发电厂一期	1500	四川省
瑞丽垃圾焚烧发电厂一期	600	云南省
祥云垃圾焚烧发电厂一期	500	云南省
满城垃圾焚烧发电厂一期	500	河北省
满城垃圾焚烧发电厂二期	500	河北省

易县垃圾焚烧发电厂	800	河北省
临汾垃圾焚烧发电厂一期	800	山西省
营口垃圾焚烧发电厂一期	1500	江西省
信丰垃圾焚烧发电厂一期	400	江西省
信丰垃圾焚烧发电厂二期	400	江西省

资料来源：公司公告、招商证券

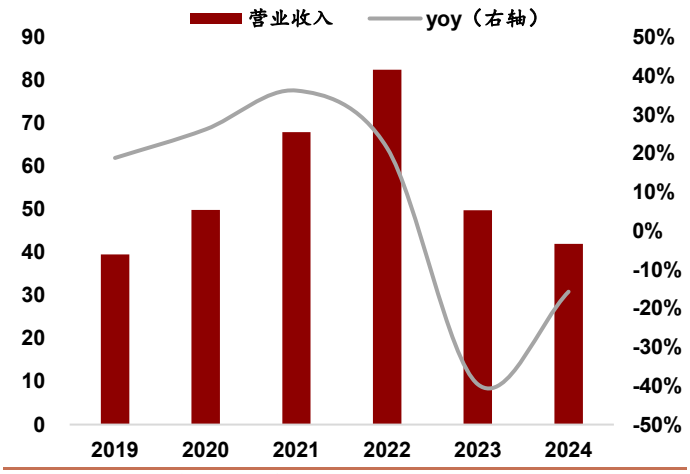
图 20：粤丰环保在运垃圾焚烧项目分布



资料来源：公司公告、招商证券

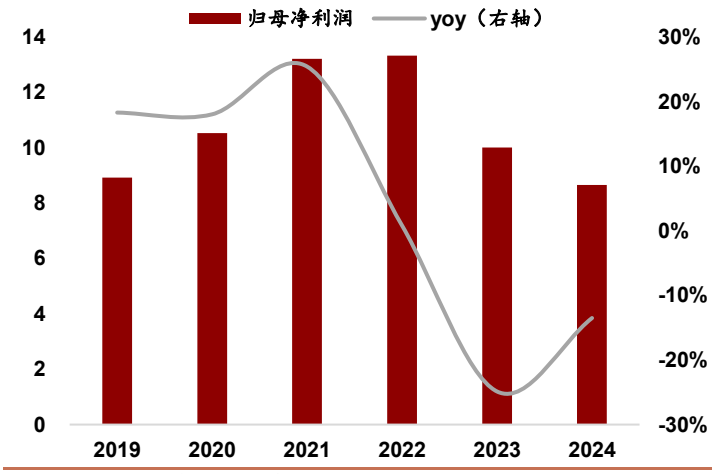
2019-2022 年公司营收和业绩快速增长，后随着在建工程规模下降，营收和业绩出现下滑。2019-2022 年间，公司营业收入从 39.52 亿港元增长至 82.47 亿港元，CAGR 达到 27.8%；归母净利润从 8.93 亿港元增长至 13.33 亿港元，CAGR 达到 14.3%。2023 年起，公司在建工程体量逐渐下降，BOT 建造收入下滑，导致 2023、2024 年公司营业收入分别同比下滑 39.6%、15.7%，归母净利润分别同比下滑 24.9%、13.5%。

图 21：粤丰环保营业收入（亿港元）及同比增速



资料来源：公司官网、招商证券

图 22：粤丰环保归母净利润（亿港元）及同比增速

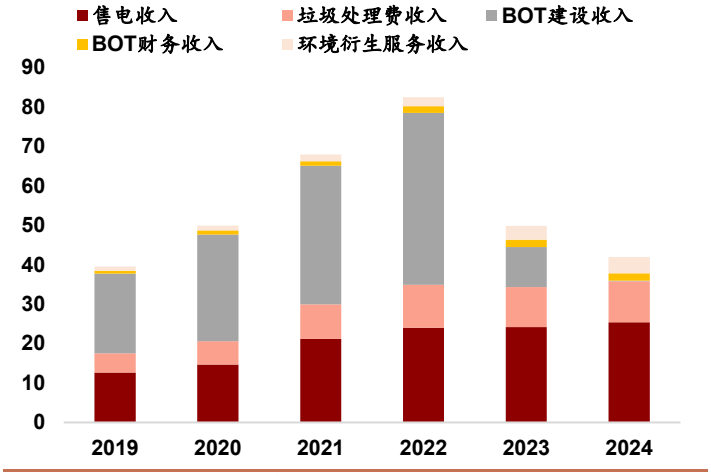


资料来源：公司官网、招商证券

分业务来看，2022 年及之前，公司营收主要来源为 BOT 建设收入。2022 年公司建设收入达到峰值 43.61 亿港元，随后于 2023 年大幅降至 10.18 亿港元，2024 年进一步下降至 2245 万港元。毛利方面，公司 BOT 建设毛利于 2022 年达到峰值 6.65 亿港元，随后于 2023 年降至 1.56 亿港元，于 2024 年降至 374.2 万港

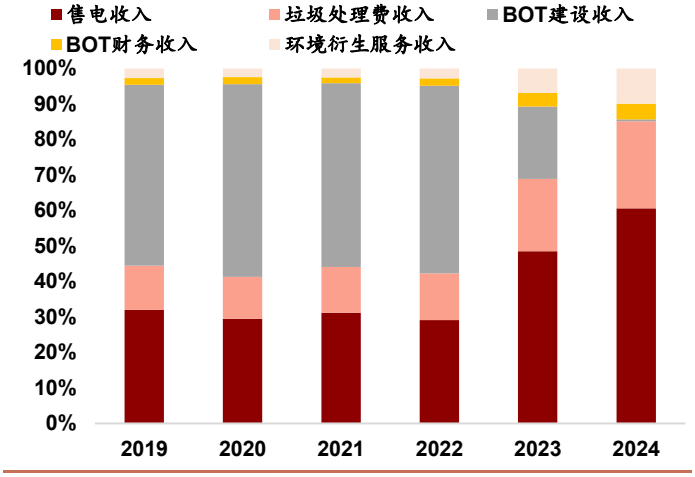
元。从金额绝对值来看，BOT 建设业务后续对于公司营收和业绩的影响基本已经消除。与此同时，公司运营业务收入和毛利持续增加，其中，售电收入从 2019 年的 12.64 亿港元增长至 2024 年的 25.44 亿港元，垃圾处理费收入从 4.93 亿港元增长至 10.32 亿港元，二者合计占公司总收入的比重从 44%提升至 85%。毛利方面，公司售电及垃圾处理运营毛利从 2019 年的 8.36 亿港元增长至 2024 年的 16.74 亿港元，占整体毛利的比重从 66.1%上升至 82.6%。

图 23：粤丰环保分业务收入结构（亿港元）



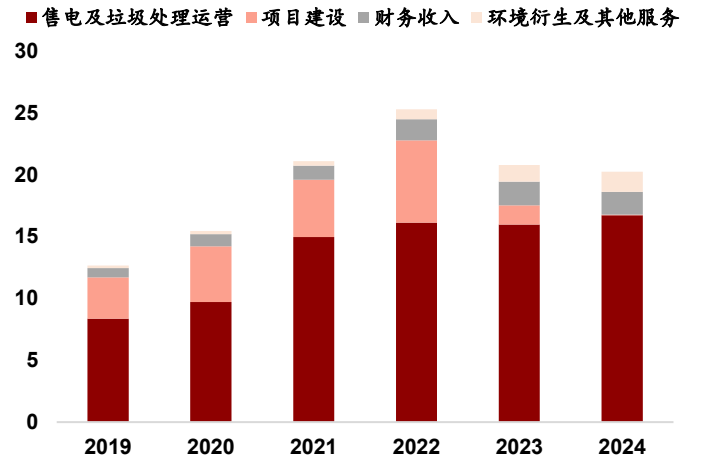
资料来源：公司官网、招商证券

图 24：粤丰环保分业务收入结构（占比）



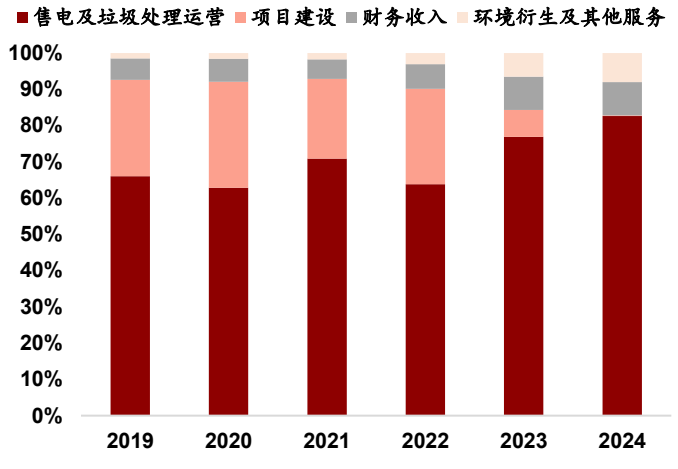
资料来源：公司官网、招商证券

图 25：粤丰环保分业务毛利结构（亿港元）



资料来源：公司官网、招商证券

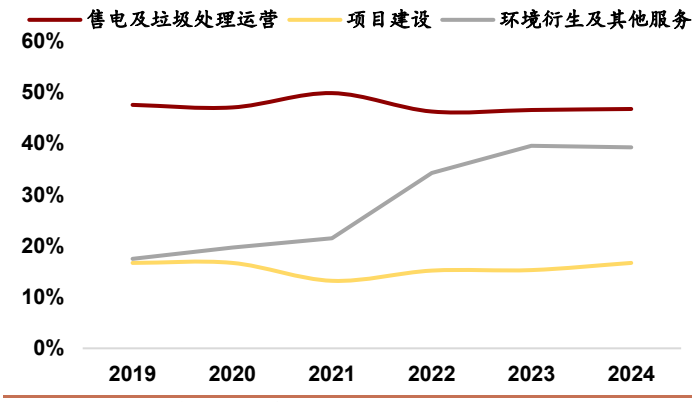
图 26：粤丰环保分业务毛利结构（占比）



资料来源：公司官网、招商证券

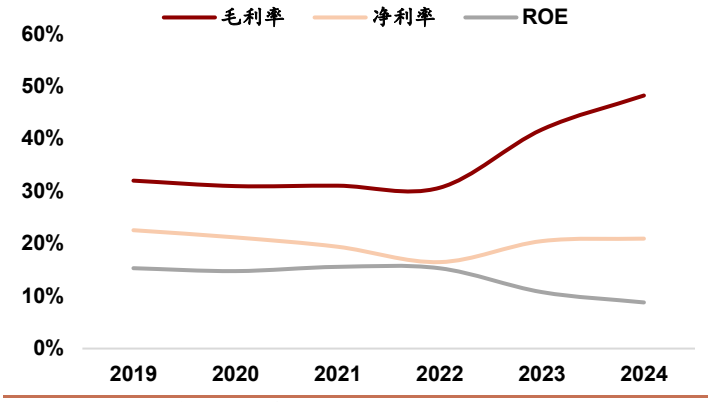
随着毛利率较低的建造业务收入占比下降，公司整体盈利水平有所改善。2019-2024 年，公司售电及垃圾处理运营业务毛利率基本稳定在 47%左右，项目建设毛利率大致在 15%-17%，环境衍生及其他服务毛利率整体呈上升趋势，2024 年为 39%。2023 年起，毛利率较低的建造业务收入占比大幅下滑，带动公司整体盈利水平改善，2023 年公司毛利率、净利率分别同比提升 11pct 和 4pct，2024 年分别同比提升 6pct 和 1pct。净利率的改善幅度不及毛利率，推测主要系公司 2023、2024 年一般及行政费用和利息费用绝对值相当，但由于收入下降幅度较大，导致费用率有所提升。

图 27：粤丰环保分业务毛利率



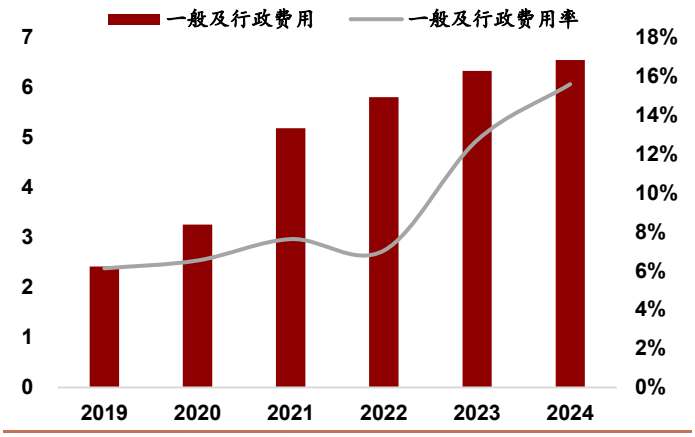
资料来源：公司官网、招商证券

图 28：粤丰环保毛利率、净利率及 ROE



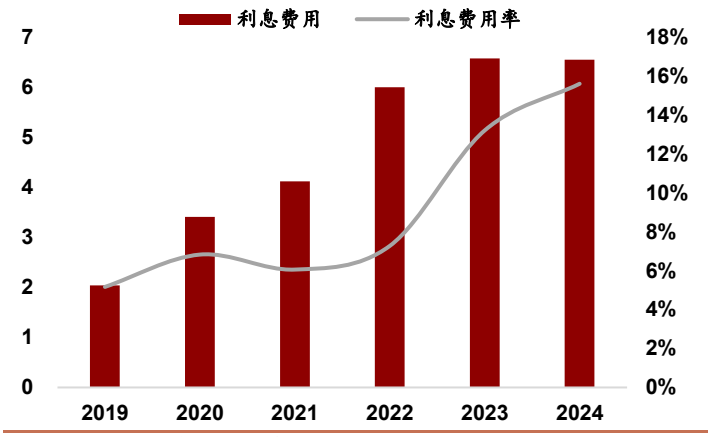
资料来源：公司官网、招商证券

图 29：粤丰环保一般及行政费用（亿港元）和费用率



资料来源：公司官网、招商证券

图 30：粤丰环保利息费用（亿港元）和费用率

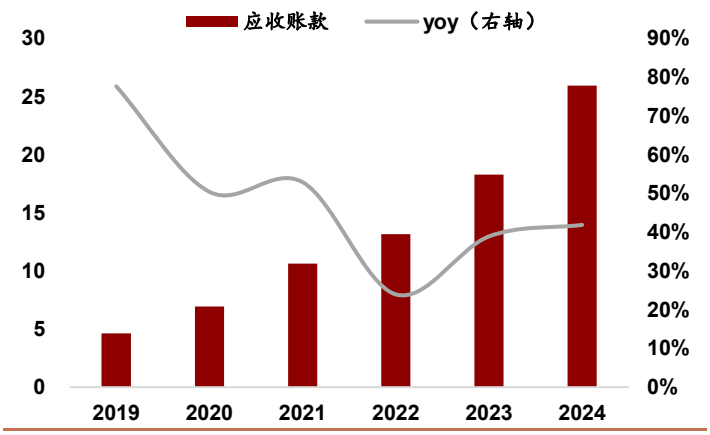


资料来源：公司官网、招商证券

应收账款规模持续增长，资本开支降低，公司自由现金流实现转正且持续向好。

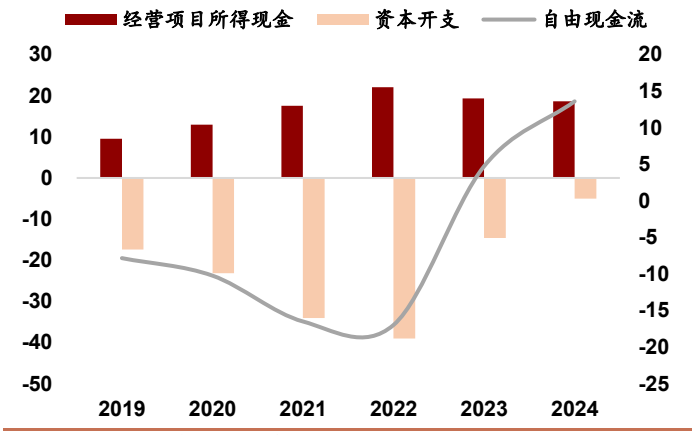
公司应收账款规模持续上升，2019-2024 年间 CAGR 达到 41.22%，主要系公司运营收入规模增加以及部分项目回款减缓所致。截至 2024 年底，公司应收账款为 25.95 亿港元，同比增长 41.9%，其中国补 8.54 亿港元，同比增长 37.3%。公司下游客户主要为国家及地方政府，应收账款回款风险可控。在资本开支大幅下降的背景下，公司自由现金流于 2023 年实现了转正，并于 2024 年进一步增长至 13.61 亿港元。

图 31：粤丰环保应收账款（亿港元）及同比增速



资料来源：公司官网、招商证券

图 32：粤丰环保现金流情况（亿港元）

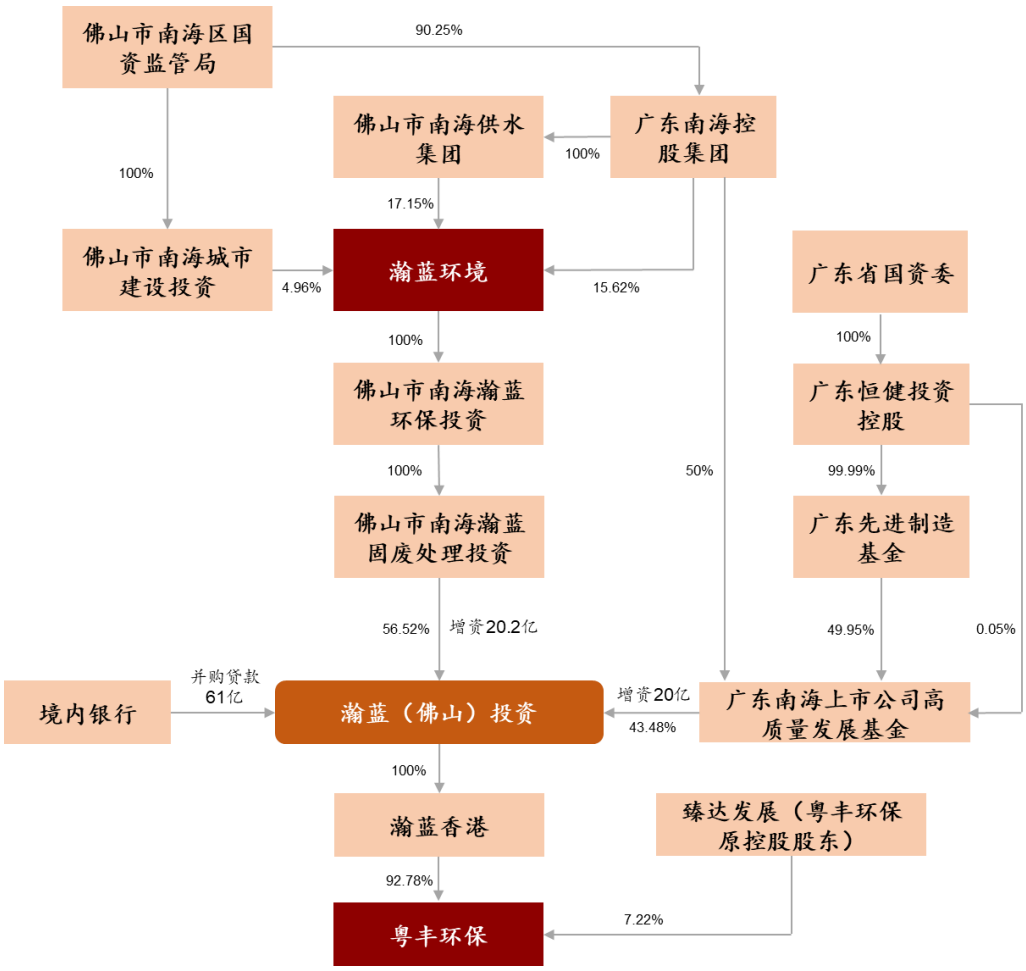


资料来源：公司官网、招商证券

3、强强联合，各取所长，实现 1+1＞2

收购粤丰环保，产能翻倍，成为 A 股最大规模垃圾发电公司。2024 年 7 月，瀚蓝环境首次宣布启动对粤丰环保的收购事项，拟通过控股子公司瀚蓝香港以协议安排方式对粤丰环保进行私有化。2024 年 8 月，该事项获得佛山市国资委批复，并且完成了反垄断审查。2025 年 1 月，公司完成对瀚蓝佛山增资 46 亿元，满足交易关键先决条件。2025 年 3 月，公司公告本次交易所有先决条件均已达成。2025 年 5 月，粤丰环保按照开曼群岛大法院指示召开法院会议及股东特别大会，对交易相关决议案进行审议表决。2025 年 6 月 2 日，公司公告私有化粤丰环保所有条件达成，粤丰环保从香港联交所退市，本次交易总价达 110.99 亿港元。收购完成后，公司垃圾焚烧总规模达到 9.759 万吨/日，在国内排名第三，为 A 股最大垃圾焚烧发电上市公司。当前，瀚蓝环境合计持有粤丰环保 52.44%股权。2024 年，粤丰环保实现归母净利润 9.24 亿港元，假设并购贷款人民币 61 亿元利率为 3%，据此计算，粤丰环保并表后将增厚瀚蓝环境 2024 年归母净利润约 3.5 亿元，增幅达到 21%。假设 2025 年该利润维持稳定，考虑到粤丰于 2025 年 6 月并表，则预计将为瀚蓝环境 2025 年归母净利润贡献 2.04 亿元。

图 33：瀚蓝环境私有化粤丰环保示意图



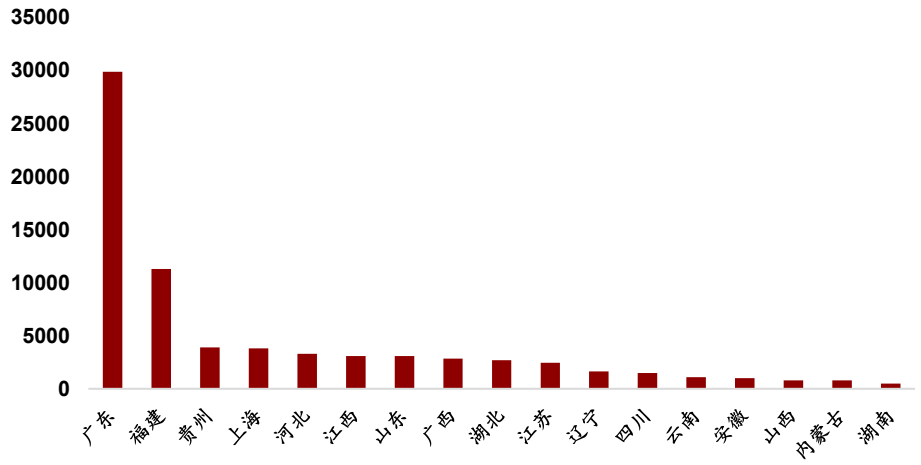
资料来源：公司公告、招商证券

合并看点 1：区位资源重叠，发挥协同优势

将粤丰列入固废事业二部，有望发挥区位协同效应。为适应本次重大资产重组后

的战略发展要求，公司将原固废事业部调整为固废事业一部，新成立固废事业二部，将原粤丰环保的焚烧业务列入固废事业二部，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。业务布局方面，瀚蓝环境收购粤丰环保后，公司整体将有 40.5%的在运项目位于广东，处理规模达到 2.99 万吨/日，有望充分发挥当地业务资源协同优势，并逐步释放规模效益。除广东外，合并前两家公司在运垃圾焚烧业务布局有 6 个省份相重合，包括贵州、河北、江西等，未来也有协同发展的潜力。此外，瀚蓝环境具备成熟的一体化固废处理模式，私有化粤丰也为其在更多区域推行“瀚蓝模式”提供了可能。

图 34：收购完成后瀚蓝环境在运产能分布（吨/日）



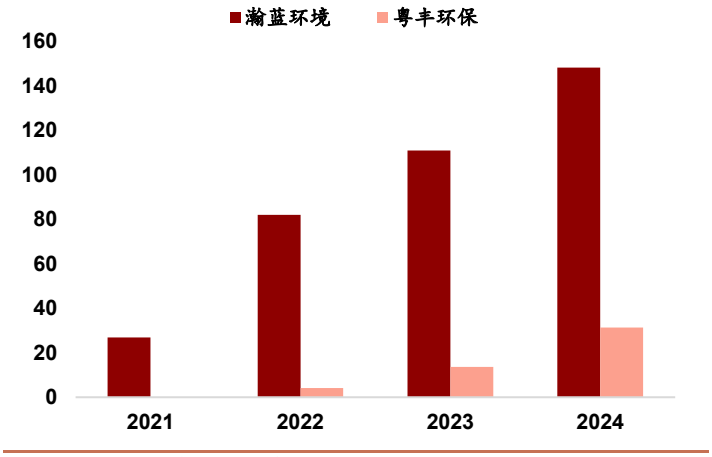
资料来源：公司公告、招商证券

合并看点 2：拓展供热业务，打开利润新增长点

积极拓展供热，粤丰存量项目挖潜空间较大。据瀚蓝环境统计，2024 年，固废事业一部（原瀚蓝固废事业部）供热业务实现营业收入 2.12 亿元，同比增加约 5000 万元。2025 年一季度，固废事业一部已有 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，同比增加 17.88 万吨，增幅 58.91%；供热业务实现营业收入 0.70 亿元，同比增加 0.27 亿元，增幅 62.02%。固废事业二部（原粤丰固废业务）截至 2024 年末已有 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已实现对外供热，2024 年度对外供热量 31.3 万吨，同比增长 130.10%，实现对外供热收入约 6410 万港元，存量项目还存在较大挖潜空间。公司有望持续输出客户开发经验，帮助粤丰拓展供热业务。

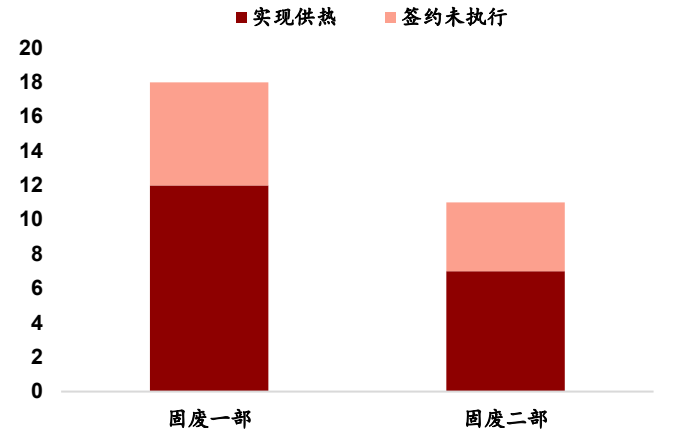
在瀚蓝固废一部和二部的共同努力下，供热业务拓展已取得较大进展。据公司统计，2025 年上半年新增 4 个项目签订对外供热协议（固废事业一部 1 个，二部 3 个），目前合计已有 29 个焚烧项目签订对外供热协议（固废事业一部 18 个，二部 11 个），其中 19 个项目已实现对外供热（2025 年上半年二部新增中山项目）。固废事业一部南海项目、贵阳项目和平和项目，固废事业二部东莞市区项目和横沥项目预计在今年下半年也将以管道供热或移动供热的形式，开始对外供热，有望为全年带来可观收入。

图 35：瀚蓝环境和粤丰环保供热量（万吨）



资料来源：公司官网、招商证券

图 36：截至 2025 年 6 月底供热业务签订情况（个）

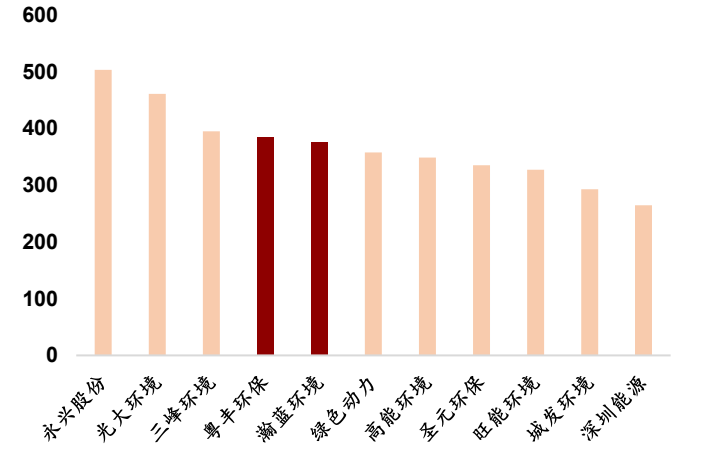


资料来源：公司官网、招商证券

合并看点 3：降本增效，提高综合盈利能力

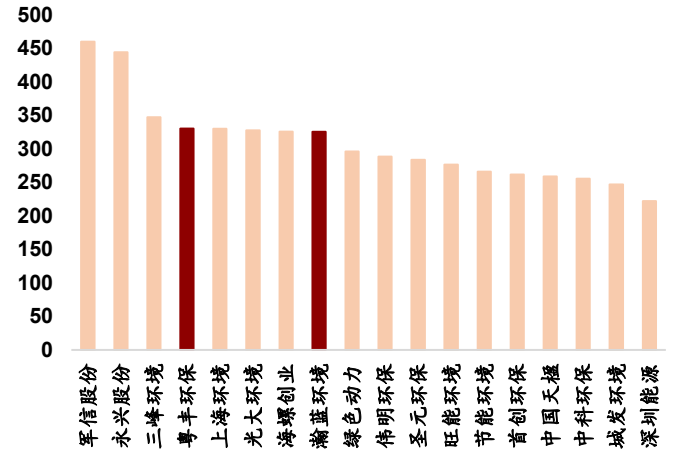
粤丰、瀚蓝吨发电量、吨上网电量、产能利用率均处于行业前列。对比 2024 年主要公司垃圾发电经营指标来看，粤丰、瀚蓝吨垃圾发电量均处于行业前列，2024 年分别达到 384 千瓦时/吨和 376 千瓦时/吨；吨垃圾上网电量也相对靠前，2024 年分别达到 330 千瓦时/吨和 326 千瓦时/吨，在全国性垃圾发电公司中有明显优势。两家公司产能利用率均已超过了 100%，其中瀚蓝环境接近 120%，可向粤丰输出垃圾拓展经验，优化垃圾处理结构。毛利率方面，粤丰环保 2024 年运营毛利率为 46.8%，处于领先水平；瀚蓝环境固废处理毛利率为 36.55%，假设工程业务毛利率 10%，测算运营毛利率约为 39.12%，依然有提升空间。

图 37：主要垃圾发电公司吨发电量（千瓦时/吨）



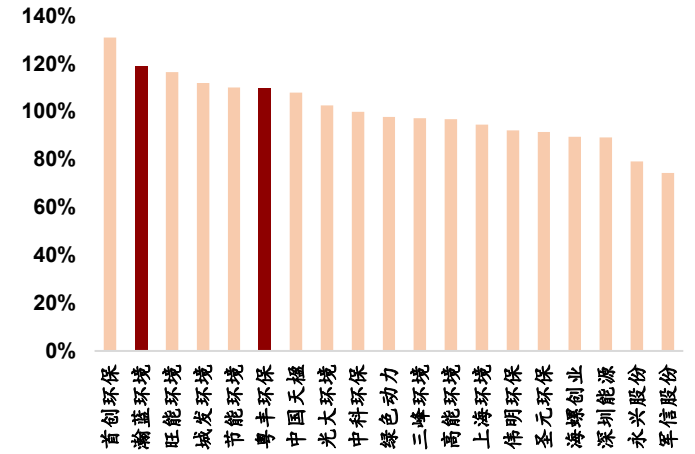
资料来源：各公司公告、招商证券

图 38：主要垃圾发电公司吨上网电量（千瓦时/吨）



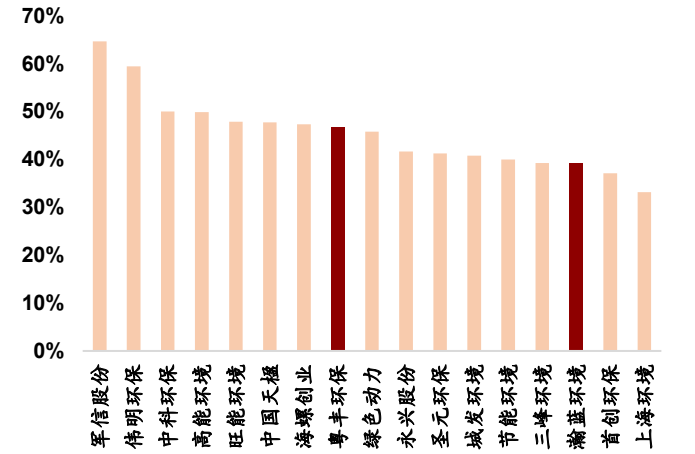
资料来源：各公司公告、招商证券

图 39：主要垃圾发电公司产能利用率



资料来源：各公司公告、招商证券

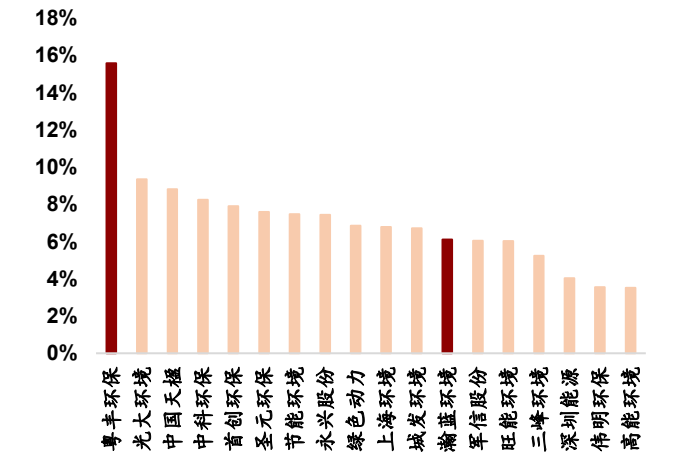
图 40：主要垃圾发电公司运营板块毛利率



资料来源：各公司公告、招商证券

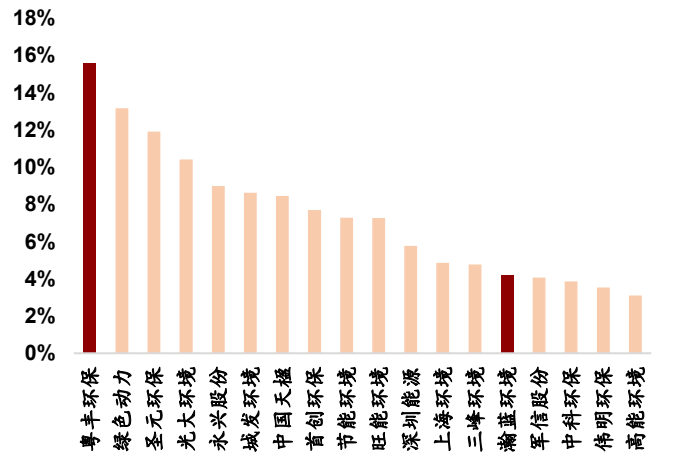
发挥国资背景优势，压降管理、财务费率。2024 年，瀚蓝环境实现管理费用 7.26 亿元，管理费率为 6.11%；粤丰环保一般及行政费用 6.54 亿港元（约 5.95 亿元），费用率为 16%。由于二者有多个项目分布在同一区域，合并后可以通过供应链集采等集约化管理措施降低管理成本。此外，瀚蓝环境实控人为南海区国资委，依靠国资背景，公司融资成本相对较低，而粤丰环保原为民营企业，贷款利率相对更高。据公司公告，截至 2024 年底，粤丰环保实际利率区间为 2.60%-7.95%，而瀚蓝环境长期借款期末余额的利率区间为 2.41%-4.30%，具有明显优势。2024 年，瀚蓝环境财务费用为 4.99 亿元，财务费率为 4.2%；粤丰环保利息费用为 6.55 亿港元（约 5.96 亿元），利息费用率为 16%。瀚蓝环境管理费率、财务费率在行业可比公司中均处于较低水平，表明其管理运营水平较高，而粤丰费用率为行业最高。二者融合后，瀚蓝环境有望输出其高效的管理经验，整体费用率有望进一步降低，资金使用效率和盈利水平有望提高。

图 41：主要垃圾发电公司管理费率



资料来源：各公司公告、招商证券

图 42：主要垃圾发电公司财务费率



资料来源：各公司公告、招商证券

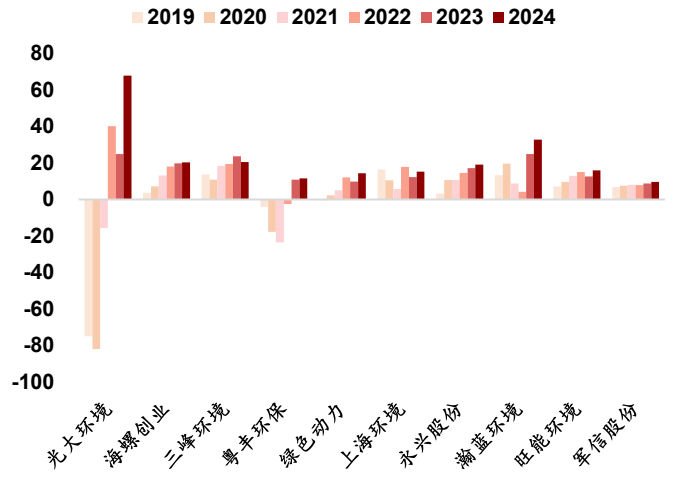
合并看点 4：行业进入存量运营时代，现金流改善，分红有提升空间

垃圾发电行业新增项目释放速度趋缓，行业进入存量竞争时代。2019 年以来，我国垃圾发电项目中标数量持续下滑。据北极星垃圾发电网统计，2024 年生活垃圾焚烧项目开标数量为 32 个，较去年开标数量下滑 41.8%；中标金额累计约 66.89 亿元，较去年大幅缩水近 100 亿元；项目建设规模累计 18348 吨/日，较

去年相比下滑幅度近 60%。

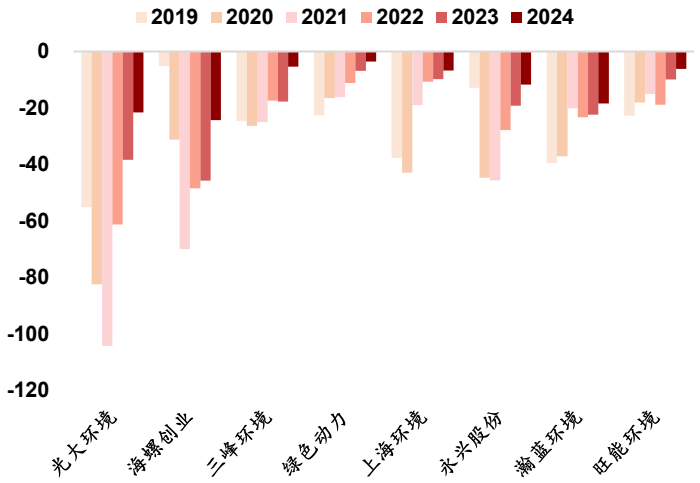
垃圾发电企业现金流改善，为分红提升打下基础。随着资本开支逐渐下降，以及产能利用率提升，主要垃圾发电企业现金流整体呈现增长趋势。2024 年，瀚蓝环境制定了《股东回报规划（2024 年-2026 年）》，明确公司未来三年每股派发现金股利较上一年同比增长不低于 10%。按照每年 DPS 同比增长 10%测算，2025、2026 年每股股利将分别达到 0.88 元和 0.968 元。当前公司分红率处于行业中游偏上水平，预计随着在建项目陆续投运，公司资本支出将持续下降，自由现金流有望继续改善，分红仍有继续提升的潜力。

图 43：主要垃圾发电公司经营性净现金流（亿元）



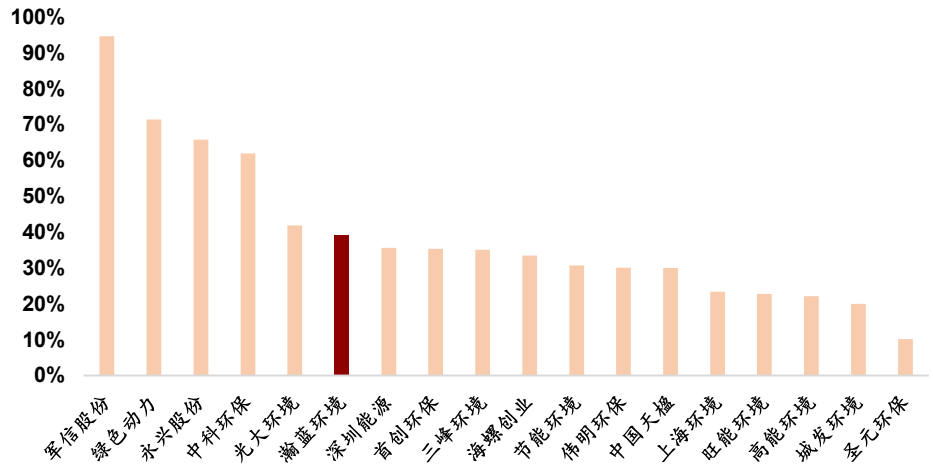
资料来源：iFinD、招商证券注：光大环境、粤丰环保单位为亿港元

图 44：主要垃圾发电投资活动净现金流（亿元）



资料来源：iFinD、招商证券　注：光大环境单位为亿港元

图 45：主要垃圾发电公司股利支付率



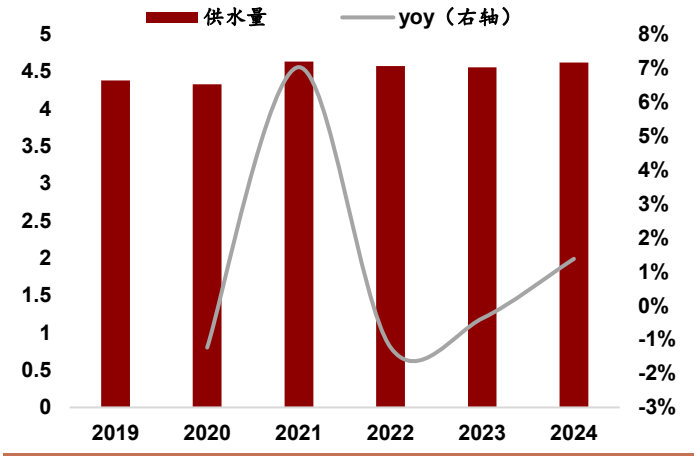
资料来源：iFinD、招商证券

三、水务&能源业务稳健，贡献稳定现金流

1、水务：水价有望上调，增厚板块盈利

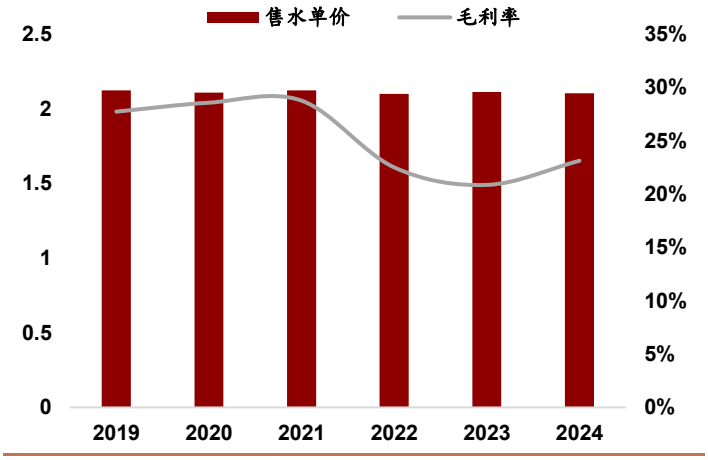
公司拥有供水服务全产业链，包括取水、制水到终端的客户服务，业务区域主要集中在佛山市南海区。公司在南海区供水市场占有率长期保持在 90%以上，具有区域市场垄断地位。2019-2024 年，公司供水量保持稳健增长，从 4.38 亿吨增长至 4.62 亿吨，供水业务收入从 9.31 亿元增长至 9.72 亿元，测算售水单价呈现下降趋势。由于电费、药剂费、维修费等成本有所上涨，而售水单价下降，公司供水业务毛利率由 2021 年的 28.77%下滑至 2023 年的 20.87%。2024 年，由于水损率和电费同比下降，且自 2024 年 12 月起水资源费从生产成本调整至税金及附加列报，公司供水业务毛利率回升至 23.13%。

图 46：公司供水量（亿吨）及同比增速



资料来源：公司公告、招商证券

图 47：公司售水单价（元/吨）及毛利率

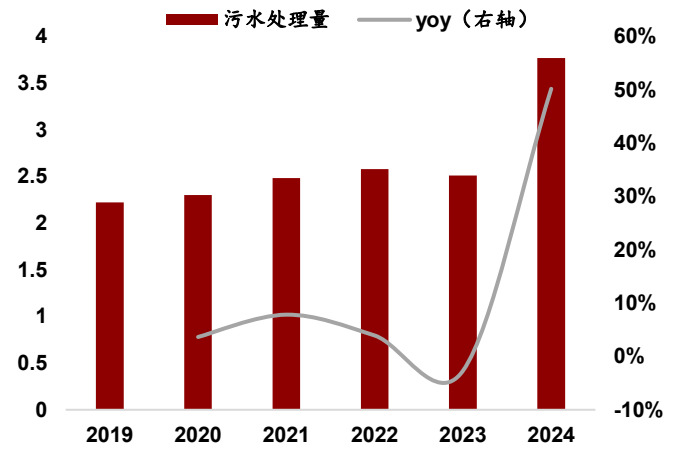


资料来源：公司公告、招商证券

广东多地水价上调，或有望带动公司水价上涨。2024 年下半年起，广东多个地区水价上调。其中，江门市新会区自 2024 年 12 月 1 日起，自来水综合价格由 1.77 元/方上调至 2.04 元/方，涨幅 15.3%；深圳市于 2025 年 4 月召开听证会，拟将自来水综合价格由 3.449 元/方调整为 3.8991 元/方，涨幅 13.05%；广州市自 2025 年 6 月 1 日起，居民生活用水第一/二/三阶梯价格分别上调 0.57/0.85/3.69 元/方；东莞市自 2025 年 8 月 1 日起，现行居民用水第一阶梯价格低于 1.88 元/立方米的，将调整至 1.88 元/立方米。公司供水业务所在的南海区水价至今已有 9 年未调整，在省内多地水价上调的背景下存在上涨空间，有望增厚公司盈利。

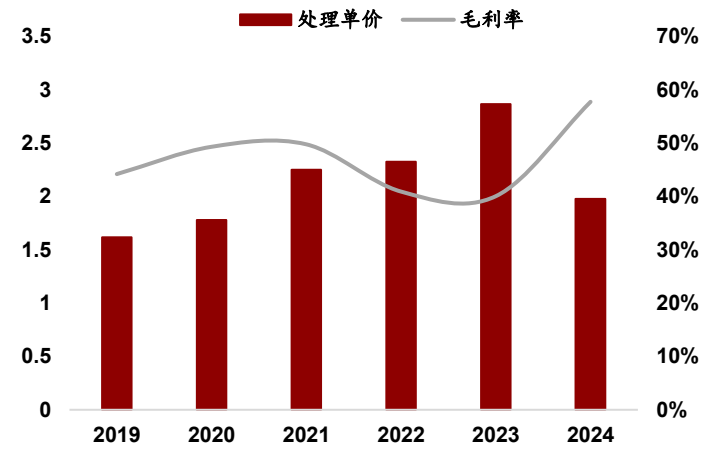
污水处理量稳定增长，提标改造增厚收入。公司排水业务包括污水处理和管网运营，截至 2024 年底，公司通过 BOT、TOT、委托运营等模式拥有水质净化厂 21 座、雨/污/废水管网 4010 公里（配套泵站 386 座）及农污站 88 座等，生活污水处理总规模达到 99.9 万吨/日，工业废水处理总规模为 2 万吨/日。2019 年以来，公司污水处理量整体稳定增长，提标改造下处理单价也有所提升。2024 年，公司污水处理量达到 3.77 亿吨，同比大幅增长 50.20%，毛利率达到 57.76%，同比+17.7pct，主要是 2024 年签订东南厂 BOT 补充协议，一次性确认之前污水结算量和污水运营收入。

图 48：公司污水处理量（亿吨）及同比增速



资料来源：公司公告、招商证券

图 49：公司污水处理单价（元/吨）及毛利率

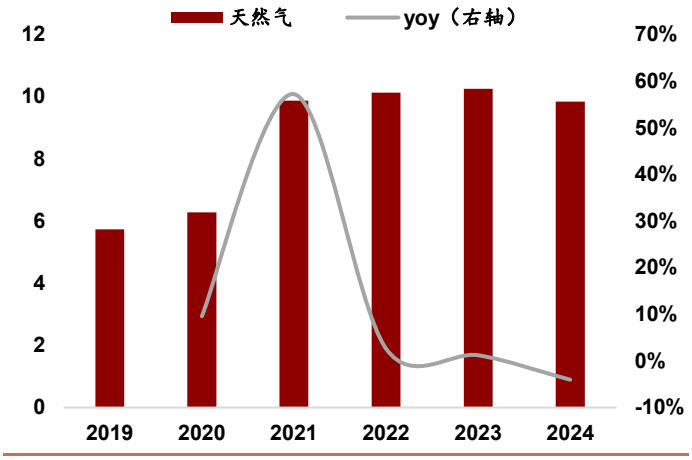


资料来源：公司公告、招商证券

2、能源：顺价逐渐顺畅，盈利回归稳定

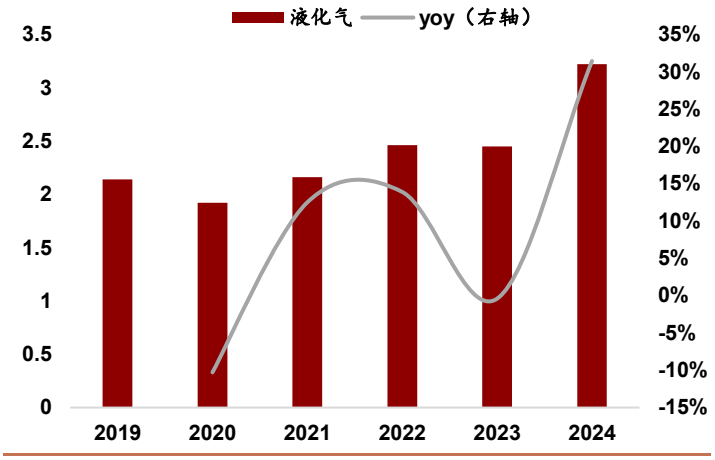
天然气销量趋稳，液化气销量持续增长。公司能源业务主要包括管道天然气、液化石油气及氢气供应。其中，南海燃气业务覆盖整个佛山南海区域，具备垄断地位，整体供气规模不断攀升。2024 年，公司实现天然气销量 9.83 亿方，同比下滑 4.04%；液化气销量 3.22 万吨，同比增长 31.43%；氢气销量 748.92 吨，同比增长 84.21%。

图 50：公司天然气销售量（亿方）及同比增速



资料来源：公司公告、招商证券

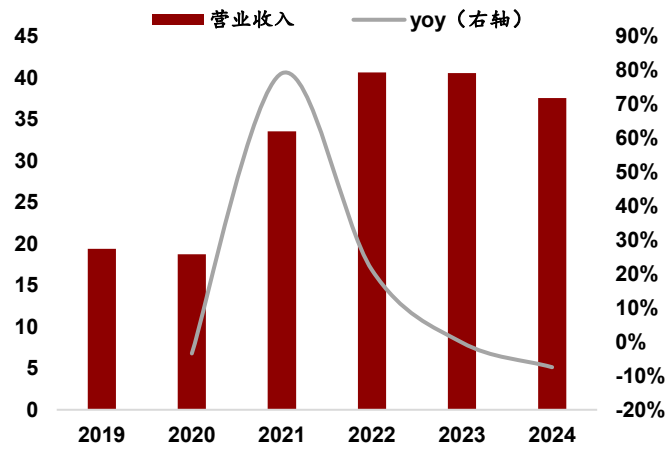
图 51：公司液化气销售量（万吨）及同比增速



资料来源：公司公告、招商证券

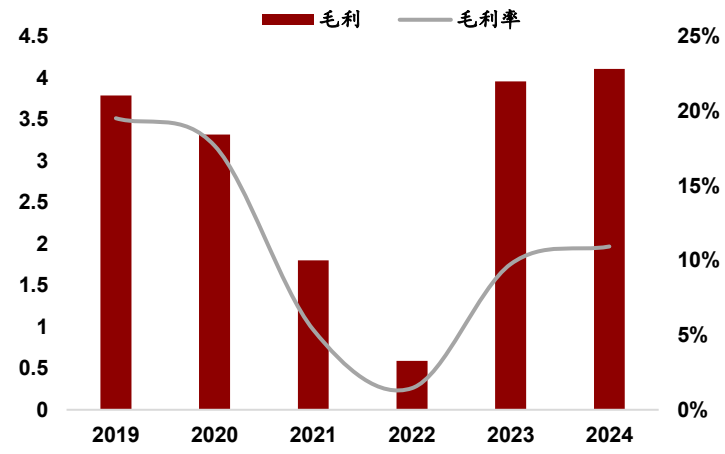
下游顺价逐渐顺畅，板块盈利修复。2021-2022 年气价高企，但受限价政策影响，燃气销售价格并未同步调整，导致公司进销价差收窄，能源业务毛利率出现大幅下降。2023 年起，各地陆续出台顺价政策，由于公司燃气下游用户主要为工商业用户，价格承受能力较居民用户更高，顺价推行更为顺畅。伴随气价回落和顺价落地，公司价差得到明显改善，毛利率也得到持续修复。2025、2026 年全球预计有多个气田投产，天然气供应形势预计相对宽松，公司能源板块盈利有望保持合理稳定水平。

图 52：公司能源业务营业收入（亿元）及同比增速



资料来源：公司公告、招商证券

图 53：公司能源业务毛利（亿元）及毛利率



资料来源：公司公告、招商证券

四、盈利预测

收购扩张+降本增效并举，固废龙头更上一层楼。公司自成立以来，通过收并购陆续进入污水处理、垃圾发电、燃气等领域。截至 2025 年 3 月底，公司生活垃圾焚烧发电在手订单合计规模达到 3.575 万吨/日，已投运项目中，有 36%位于福建，19.5%位于广东。伴随业务规模扩张，2019-2024 年公司营业收入 CAGR 达到 14.05%，归母净利润 CAGR 达到 12.76%。分业务来看，固废处理业务为公司主要的收入和毛利来源。2024 年，公司固废处理/能源/供水/排水业务收入占比分别为 51%/32%/8%/6%，毛利占比分别为 64%/12%/7%/13%。随着已投产项目逐渐进入稳定运营期，公司盈利水平有望持续提升。2025 年 6 月，公司完成私有化粤丰环保，垃圾焚烧产能大幅提升至 9.759 万吨/日，位列全国第三。本次收购事项是两家固废龙头的强强联合，有望带来整体规模和盈利水平的提升，具体看点包括：1）区位资源重叠，发挥协同优势；2）拓展供热业务，打开利润新增长点；3）降本增效，提高综合盈利能力；4）现金流改善，分红有提升空间。公司水务和能源业务相对稳健，其中，供水业务售水价格存在上浮潜力，燃气业务受益顺价推行，盈利有望维持合理稳定水平，能够为公司提供稳定的现金流支撑。预计公司 2025-2027 年实现营业收入 146.62、168.10、173.69 亿元，同比增长 23%、15%、3%；归母净利润 19.12、22.20、23.92 亿元，同比增长 15%、16%、8%；当前股价对应 PE 分别为 11.3x、9.8x、9.1x，首次覆盖，给予“增持”评级。盈利预测关键假设如下：

- **固废事业一部（原瀚蓝固废事业部）：**截至 2024 年底，在运生活垃圾焚烧发电产能为 3.06 万吨/日，2025Q1 投产 650 吨/日项目，在运产能提升至 3.125 万吨/日。结合当前在建项目，假设固废事业一部 2025-2027 年生活垃圾焚烧发电产能分别为 3.125、3.2、3.275 万吨/日。同时，考虑到近年来公司供热业务发展迅速，预计 2025-2027 年该事业部供热量分别达到 200、260、338 万吨。
- **固废事业二部（原粤丰固废业务）：**截至 2024 年底，在运生活垃圾焚烧发电产能为 4.25 万吨/日，假设 2025-2027 年间随着产能利用率的提升，该事业部垃圾处理量适度增长。考虑到并入瀚蓝后两个事业部在供热业务方面会有更多协同，假设 2025-2027 年固废事业二部供热量分别达到 63、113、180 万吨。

表 3：销售收入结构预测

单位：亿元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	**125.41**	**118.86**	**146.62**	**168.10**	**173.69**
yoy	*-2.6%*	*-5.2%*	*23.4%*	*14.7%*	*3.3%*
固废处理收入	**64.33**	**60.08**	**86.33**	**106.68**	**111.07**
yoy	*-6.5%*	*-6.6%*	*43.7%*	*23.6%*	*4.1%*
生活垃圾焚烧在运产能（吨/日）	29800	30600	73740	74490	75240
上网电量（亿千瓦时）	93.01	97.87	100.25	102.78	104.30
供热量（万吨）	111.01	148.23	262.71	372.82	518.47
能源业务收入	**40.61**	**37.58**	**38.67**	**39.83**	**41.02**
yoy	*-0.2%*	*-7.5%*	*2.9%*	*3.0%*	*3.0%*
天然气销售量（亿方）	10.25	9.83	10.33	10.64	10.95

供水业务收入	**9.63**	**9.72**	**9.82**	**9.82**	**9.82**
yoy	*0.2%*	*0.9%*	*1.0%*	*0.0%*	*0.0%*
售水量（亿吨）	4.56	4.62	4.67	4.67	4.67
排水业务收入	**7.20**	**7.46**	**7.80**	**7.78**	**7.78**
yoy	*20.0%*	*3.6%*	*4.5%*	*-0.2%*	*0.0%*
污水处理量（亿吨）	2.51	3.77	4.15	4.36	4.36
其他业务收入	**3.64**	**4.02**	**4.00**	**4.00**	**4.00**

资料来源：公司数据、招商证券

表 4：盈利预测简表

单位：亿元	**2023A**	**2024A**	**2025E**	**2026E**	**2027E**
营业收入	125.41	118.86	146.62	168.10	173.69
营业成本	93.82	84.47	106.00	121.01	124.70
营业税金及附加	0.84	1.08	0.88	1.01	1.01
营业费用	1.18	1.16	1.32	1.51	1.56
管理费用	6.46	7.26	9.53	10.93	10.94
研发费用	0.81	0.74	0.73	0.84	0.87
财务费用	5.02	4.99	7.33	8.07	7.82
资产减值损失	-1.60	-1.30	-0.98	-1.63	-1.69
公允价值变动收益	0.02	-0.11	0.00	0.00	0.00
其他收益	1.84	1.82	2.35	2.69	2.78
投资收益	0.68	1.27	1.76	2.02	2.08
营业利润	18.22	20.85	23.95	27.81	29.97
营业外收入	0.21	0.23	0.29	0.33	0.34
营业外支出	0.12	0.11	0.14	0.16	0.17
利润总额	18.31	20.97	24.09	27.98	30.15
所得税	3.61	4.13	4.74	5.51	5.93
少数股东损益	0.40	0.20	0.23	0.27	0.29
归属于母公司净利润	14.30	16.64	19.12	22.20	23.92
EPS（元）	**1.75**	**2.04**	**2.34**	**2.72**	**2.93**

资料来源：公司数据、招商证券

五、风险提示

我们认为未来公司主要的风险因素在于收购整合效果不及预期、应收账款回收不及预期、电价补贴下降或取消、项目投产进度不及预期四个方面。

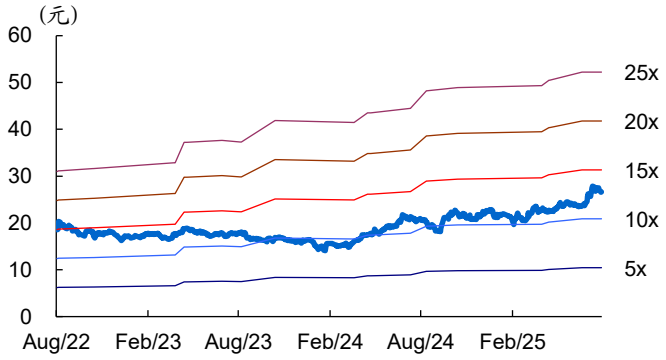
1）收购整合效果不及预期：瀚蓝环境具备国资背景，而粤丰环保原为民营企业，二者合并后，可能存在企业管理、经营理念等方面不一致的问题，对两家公司的协同效益造成不利影响。

2）应收账款回收不及预期：垃圾发电项目的收入包括垃圾处理费和发电收入，其中垃圾处理费回收情况与当地政府的财政状况紧密相关，若当地政府财政状况偏紧，可能会导致回款情况不及预期。此外，发电收入中，国补的金额和回收进度也存在不确定性。

3）电价补贴下降或取消：《2021 年生物质发电项目建设工作方案》提出，2021 年以后开工的项目需参加竞争性配置，国补逐步退坡，可能会导致项目收益不及预期。

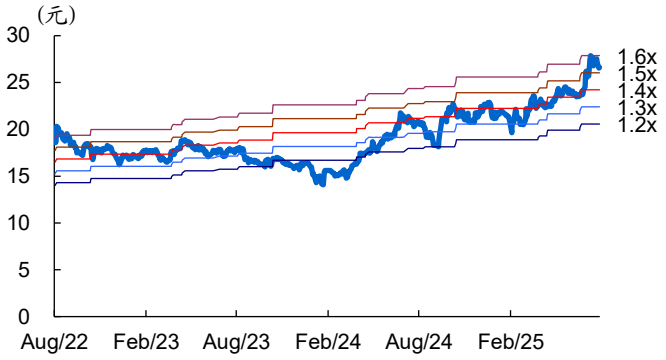
4）项目投产进度不及预期：当前公司固废事业一部在建生活垃圾焚烧发电产能为 750 吨/日，预计于 2026 年投产，若项目投产进度不及预期，将对公司盈利造成负面影响。

图 54：瀚蓝环境历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 55：瀚蓝环境历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	7808	10943	16011	19537	22476
现金	1523	4258	7789	10133	12766
交易性投资	0	139	139	139	139
应收票据	6	5	6	7	7
应收款项	3274	4252	5245	6013	6213
其它应收款	163	121	149	171	177
存货	235	226	283	323	333
其他	2607	1943	2400	2751	2841
非流动资产	27990	28362	26975	25727	24603
长期股权投资	1075	1344	1344	1344	1344
固定资产	5740	5616	5502	5398	5302
无形资产商誉	12249	12534	11281	10153	9138
其他	8926	8868	8848	8832	8820
资产总计	**35798**	**39305**	**42986**	**45264**	**47079**
流动负债	9908	10397	6695	7443	7626
短期借款	1964	2517	0	0	0
应付账款	3374	3139	3939	4497	4634
预收账款	296	370	464	530	546
其他	4274	4370	2291	2415	2446
长期负债	13050	13688	19788	19788	19788
长期借款	10346	9964	16064	16064	16064
其他	2704	3724	3724	3724	3724
负债合计	**22958**	**24084**	**26483**	**27231**	**27414**
股本	815	815	815	815	815
资本公积金	2443	2451	2451	2451	2451
留存收益	8861	10136	11396	12898	14501
少数股东权益	721	1819	1842	1869	1898
归属于母公司所有者权益	12119	13402	14662	16165	17767
负债及权益合计	**35798**	**39305**	**42986**	**45264**	**47079**

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2482	3273	3525	3743	4063
净利润	1470	1684	1935	2247	2421
折旧摊销	1152	1113	1732	1594	1469
财务费用	513	510	733	807	782
投资收益	(68)	(127)	(411)	(471)	(486)
营运资金变动	(608)	41	(465)	(434)	(123)
其它	24	51	0	0	0
投资活动现金流	(2237)	(1837)	65	125	141
资本支出	(2048)	(1665)	(346)	(346)	(346)
其他投资	(189)	(171)	411	471	486
筹资活动现金流	187	1308	(60)	(1524)	(1571)
借款变动	1258	1244	1326	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(12)	8	0	0	0
股利分配	(179)	(391)	(652)	(718)	(789)
其他	(879)	448	(733)	(807)	(782)
现金净增加额	432	2744	3531	2344	2633

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	12541	11886	14662	16810	17369
营业成本	9382	8447	10600	12101	12470
营业税金及附加	84	108	88	101	101
营业费用	118	116	132	151	156
管理费用	646	726	953	1093	1094
研发费用	81	74	73	84	87
财务费用	502	499	733	807	782
资产减值损失	(160)	(130)	(98)	(163)	(169)
公允价值变动收益	2	(11)	0	0	0
其他收益	184	182	235	269	278
投资收益	68	127	176	202	208
营业利润	1822	2085	2395	2781	2997
营业外收入	21	23	29	33	34
营业外支出	12	11	14	16	17
利润总额	1831	2097	2409	2798	3015
所得税	361	413	474	551	593
少数股东损益	40	20	23	27	29
归属于母公司净利润	1430	1664	1912	2220	2392

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-3%	-5%	23%	15%	3%
营业利润	30%	14%	15%	16%	8%
归母净利润	25%	16%	15%	16%	8%
获利能力					
毛利率	25.2%	28.9%	27.7%	28.0%	28.2%
净利率	11.4%	14.0%	13.0%	13.2%	13.8%
ROE	12.4%	13.0%	13.6%	14.4%	14.1%
ROIC	7.1%	7.1%	8.0%	8.6%	8.7%
偿债能力					
资产负债率	64.1%	61.3%	61.6%	60.2%	58.2%
净负债比率	40.9%	37.5%	37.4%	35.5%	34.1%
流动比率	0.8	1.1	2.4	2.6	2.9
速动比率	0.8	1.0	2.3	2.6	2.9
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
存货周转率	37.6	36.7	41.7	39.9	38.0
应收账款周转率	4.1	3.2	3.1	3.0	2.8
应付账款周转率	2.7	2.6	3.0	2.9	2.7
每股资料(元)					
EPS	1.75	2.04	2.34	2.72	2.93
每股经营净现金	3.04	4.01	4.32	4.59	4.98
每股净资产	14.86	16.44	17.98	19.83	21.79
每股股利	0.48	0.80	0.88	0.97	1.06
估值比率					
PE	15.2	13.0	11.3	9.8	9.1
PB	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	15.3	13.9	8.7	8.2	8.1

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。