

瀚蓝环境 (600323)

2023 年报点评：固废稳健增长&燃气盈利修复，自由现金流转正提分红

2024 年 04 月 14 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

买入 (维持)

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	12,875	12,541	12,925	13,538	14,288
同比	9.33%	-2.59%	3.06%	4.75%	5.54%
归母净利润 (百万元)	1,142	1,430	1,571	1,714	1,862
同比	-1.88%	25.23%	9.90%	9.07%	8.68%
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.40	1.75	1.93	2.10	2.28
P/E (现价&最新摊薄)	12.31	9.83	8.94	8.20	7.54

投资要点

- **事件**: 2023 年公司实现营收 125.41 亿元, 同减 2.59%; 归母净利润 14.30 亿元, 同增 25.23%; 扣非归母净利润 14.07 亿元, 同增 27.07%。
- **固废运营核心利润稳健增长, 积极开拓供热&开启国际化探索**。2023 年公司固废业务实现营收 64.33 亿元, 同减 6.49%, 实现净利润为 9.86 亿元, 同增 9.34%, 其中①**工程与装备业务**营收 11.73 亿元, 同减 51.74%, 实现净利润 0.73 亿元, 同减 59.76%。②**剔除工程与装备后固废业务**营收 54.81 亿元, 同增 17.40%。其中**垃圾焚烧运营**收入 32.68 亿元, 同增 15.57%, 主要系新项目投产及存量项目拓展的贡献, 净利润 7.66 亿元, 同增 11%, 毛利率为 44.70%, 同减 3pct。2023 年公司垃圾焚烧发电产能利用率 119%, 吨发电量 367 度 (同比-4%), 吨上网电量 315 度 (同比-3%), 主要系积极开拓供热, **2023 年对外供热 111.01 万吨, 同增 35%**。截至 2023 年 4 月 11 日, 公司垃圾焚烧发电在手规模 **35,750 吨/日** (不含参股), 其中已投产规模 **29,800 吨/日**, 在建规模 **1,450 吨/日**, 筹建项目规模 **750 吨/日**, 未建项目规模 **3750 吨/日**。公司受让新源能源 40% 的股权, 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。泰国曼谷农垦二期项目 (1400 吨/日) 和安努项目 (1400 吨/日) 已于 2024 年 2 月开工。
- **能源业绩修复, 预计后续将保持正常盈利**。2023 年能源业务营收 40.61 亿元, 同降 0.20%, 净利润 1.57 亿元, **同增 2.22 亿元**, 主要系气源成本下行, 同时积极争取顺价、推进气源多元化、拓展工程及非燃业务保障盈利稳定。此外, 公司餐厨垃圾制氢已投产, 产能约 2200 吨氢气/年。
- **新项目投产&轻资产运营带动排水营收高增**。2023 年排水业务营收 7.20 亿元, 同增 20.03%, 主要系 22H2 新增污水厂投运以及推进轻资产运营业务。2023 年建成投产 8.5 万方/日, 另有 5 万方/日预计 24H1 投产。
- **政府支持解决应收+资本开支下降, 自由现金流将持续增厚**。剔除 14 号文影响, 2023 年公司经营性现金流净额 **27.38 亿元**, 同比增加 **15.43 亿元**, 资本性支出约 **23 亿元**, 同比减少约 **9 亿元**, 自由现金流转正。2023 年公司收到南控集团支付的应收债权转让款 9.88 亿元, 在相关政府支持下, **公司预计 2024 年解决至少 20 亿存量应收账款回款**, 2024 年新增项目的资本性支出约 **13.8 亿元**, 自由现金流有望进一步增厚。
- **积极提升分红比例, 规划未来三年每股分红同比 10%+**。2023 年公司分红比例 27.38%, 同比提升 11.73pct。公司发布股东分红回报规划 (2024 年-2026 年) 草案, **每股派发的现金股利同比增长不低于 10%**。
- **盈利预测与投资评级**: 公司凭借优秀的横向扩张&整合能力, 在固废领域持续拓展提升盈利规模, 燃气进销价改善后续有望保持稳定。随着资本开支下降, 应收回款加快, 自由现金流将持续增厚保障分红。考虑减值计提及所得税优惠期限, 我们将 2024-2025 年归母净利润预测从 16.83/18.07 亿元下调至 15.71/17.14 亿元, 预计 2026 年归母净利润 18.62 亿元, 对应 2024-2026 年 PE 为 9/8/8 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示**: 政策推广项目进展不及预期, 行业竞争加剧, 政策风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.23
一年最低/最高价	14.15/20.68
市净率(倍)	1.16
流通 A 股市值(百万元)	14,048.43
总市值(百万元)	14,048.43

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.86
资产负债率(% LF)	64.13
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): 2023 年三季报点评: 天然气盈利修复, 固废开启国际化发展探索》
2023-10-29
- 《瀚蓝环境(600323): 应收转让落地在即盘活资产, 携手央企共拓海外固废市场》
2023-09-24

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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7,808	9,708	12,119	14,998	营业总收入	12,541	12,925	13,538	14,288
货币资金及交易性金融资产	1,523	3,353	5,591	8,238	营业成本(含金融类)	9,382	9,527	9,859	10,293
经营性应收款项	3,482	3,515	3,612	3,748	税金及附加	84	86	93	100
存货	235	229	227	228	销售费用	118	121	129	136
合同资产	1,614	1,653	1,722	1,808	管理费用	646	666	698	740
其他流动资产	954	959	967	977	研发费用	81	96	102	107
非流动资产	27,990	28,414	28,567	28,452	财务费用	502	519	536	566
长期股权投资	1,075	1,431	1,786	2,142	加:其他收益	184	181	181	181
固定资产及使用权资产	5,857	5,677	5,416	5,084	投资净收益	68	52	53	54
在建工程	282	229	197	178	公允价值变动	2	0	0	0
无形资产	11,836	12,136	12,227	12,107	减值损失	(162)	(120)	(110)	(100)
商誉	413	413	413	413	资产处置收益	2	2	2	2
长期待摊费用	115	115	115	115	营业利润	1,822	2,024	2,248	2,484
其他非流动资产	8,413	8,413	8,413	8,413	营业外净收支	9	0	0	0
资产总计	35,798	38,122	40,686	43,450	利润总额	1,831	2,024	2,248	2,484
流动负债	9,908	10,096	10,385	10,729	减:所得税	361	408	483	564
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,293	4,393	4,493	4,593	净利润	1,470	1,616	1,765	1,920
经营性应付款项	3,374	3,427	3,546	3,702	减:少数股东损益	40	45	51	58
合同负债	296	305	320	337	归属母公司净利润	1,430	1,571	1,714	1,862
其他流动负债	1,945	1,972	2,027	2,097	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.75	1.93	2.10	2.28
非流动负债	13,050	13,550	14,050	14,550	EBIT	2,312	2,543	2,784	3,050
长期借款	10,346	10,846	11,346	11,846	EBITDA	3,502	3,760	4,022	4,306
应付债券	501	501	501	501	毛利率(%)	25.19	26.29	27.18	27.96
租赁负债	92	92	92	92	归母净利率(%)	11.40	12.16	12.66	13.03
其他非流动负债	2,111	2,111	2,111	2,111	收入增长率(%)	(2.59)	3.06	4.75	5.54
负债合计	22,958	23,646	24,435	25,279	归母净利润增长率(%)	25.23	9.90	9.07	8.68
归属母公司股东权益	12,119	13,710	15,434	17,296					
少数股东权益	721	766	817	875					
所有者权益合计	12,840	14,476	16,251	18,171					
负债和股东权益	35,798	38,122	40,686	43,450					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,482	3,391	3,607	3,819	每股净资产(元)	14.86	16.81	18.93	21.21
投资活动现金流	(2,237)	(1,597)	(1,346)	(1,094)	最新发行在外股份(百万股)	815	815	815	815
筹资活动现金流	187	36	(23)	(78)	ROIC(%)	6.89	6.96	6.94	6.95
现金净增加额	432	1,830	2,238	2,647	ROE-摊薄(%)	11.80	11.46	11.10	10.77
折旧和摊销	1,191	1,217	1,238	1,256	资产负债率(%)	64.13	62.03	60.06	58.18
资本开支	(2,045)	(1,293)	(1,043)	(793)	P/E(现价&最新股本摊薄)	9.83	8.94	8.20	7.54
营运资本变动	(813)	(73)	(74)	(78)	P/B(现价)	1.16	1.02	0.91	0.81

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>