瀚蓝环境 20260901

瀚蓝环境：并购粤丰提质增效，财务优化与现金流强劲支撑分红上行

摘要

- 瀚蓝环境通过供应链与技术优化，使粤丰环保上半年吨上网电量同比提升 8.7 度至 332.8 度，内生垃圾焚烧业务吨上网电量亦提升 9.1 度，经营效率显著改善。
- 财务优化成效显著，粤丰环保总贷款较交割日降 27 亿元，资产负债率降至 55.82%；人民币融资利率上限由 4.75%降至 3.785%，港币利率降至 HIBOR+0.73%。
- 2026H1 经营现金流净额 16.3 亿元，同比增 33.65%，国补回收 4.77 亿元远超去年同期；随资本开支减少，分红比例有望从 43.39%向 70%-80%的理论上限提升。
- 供热业务增长储备充足，已有 31 个项目签协议且 25 个已供热；能源业务预计 2026 年净利 2 亿元，供排水业务预计年贡献净利 3 亿元，水价调整预期利好回款。
- 公司拟发行股份及支付现金收购粤丰剩余股权，若 2027 年实现 100%并表，预计增厚 2027 年 EPS 约 5%；并购最快 2026 年内完成，2027 年业绩存在上修空间。
- 2026Q2 受并购贷款影响财务费用率升 0.79pct 导致净利率承压，但随业务增长与债务置换，预计 2026-2028 年 PE 分别为 11 倍、8 倍、7.8 倍，具备配置价值。

Q&A

请基于瀚蓝环境 2026 年中报，分析其核心业务板块，特别是粤丰环保和公司内生垃圾焚烧业务的经营表现和关键变化？

根据 2026 年上半年财务报告，瀚蓝环境实现营业收入 77.37 亿元，归母净利润 12.06 亿元。其中，并表的粤丰环保贡献了 21.47 亿元营收和 2.59 亿元归母净利润。粤丰环保的经营效率显著提升，上半年吨垃圾发电量和吨上网电量分别同比增长 9.7 度和 8.7 度，达到 397.9 度和 332.8 度的水平，这主要得益于瀚蓝在供应链改善和技术优化方面的提质增效措施。同时，瀚蓝内生的垃圾焚烧业务也

表现出稳健增长，上半年垃圾处理量同比增长 0.9%，而发电量和上网电量分别同比增长 3%和 3.5%，使得吨发电量和吨上网电量分别提升了 8.4 度和 9.1 度。即便在供热量小幅增加的背景下，发电效率依然得到改善，显示出公司经营效率的持续优化。

瀚蓝环境在收购粤丰环保后，采取了哪些措施改善其资产质量和财务状况，具体取得了怎样的成效？

自 2025 年 6 月 1 日交割日以来，瀚蓝环境通过一系列财务优化措施显著改善了粤丰环保的资产质量。截至 2026 年上半年末，粤丰的总贷款规模较交割日降低了约 27 亿元，资产负债率从 61.68%降至 55.82%。具体措施包括资金调拨、贷款置换和降息。得益于瀚蓝的国资背景和低成本融资能力，粤丰的人民币融资利率区间从并购前的 2.75%-4.75%降至 2%-3.785%；港币融资利率也从 HIBOR+2.05%至 HIBOR+2.17%的水平，大幅降低到 HIBOR+0.7%至 HIBOR+0.73%。这些举措有效改善了粤丰的债务结构并降低了财务成本，相关成效已在其财务报表中体现。

瀚蓝环境的供热业务以及能源、供水、排水等其他业务板块在上半年的发展情况和未来的盈利预期如何？

在供热业务方面，公司增长储备充足。截至 2026 年中报，已有 31 个垃圾焚烧发电项目签订了对外供热协议，其中 25 个已实现供热。预计下半年将有多个项目的供热规模增加，有望带动垃圾焚烧业务业绩持续上行。其他业务板块方面，能源业务上半年实现营收 18.31 亿元，同比基本持平，预计 2026 年全年可维持约 2 亿元的净利润水平。供水业务上半年营收 4.57 亿元，同比持平；排水业务营收 3.73 亿元，同比增长 11.4%，主要受益于污水处理量及管网泵站等轻资产运营收入的增加。供水与排水业务合计预计每年能贡献约 3 亿元净利润。此外，佛山市正在推进的水价调整若能落实，将有利于改善当地政府的现金流，并可能促进公司水务相关业务的回款。

从 2026 年第二季度的财务报表来看，瀚蓝环境的盈利能力和费用结构呈现出哪些特点？

2026 年第二季度，瀚蓝环境的净利率为 18.4%，同比略微下降 0.78 个百分点。毛利率为 34.8%，同比微降 0.33 个百分点。期间费用率同比提升 0.13 个百分点，其中销售、管理、研发费用率分别同比下降 0.3、0.18 和 0.18 个百分点，而财务费用率同比增加了 0.79 个百分点。财务费用率的增长主要是受收购粤丰环保产生的并购贷款所影响。尽管短期净利率承压，但考虑到粤丰及瀚蓝内生业务增长的确定性，预计从下一季度开始，净利率水平同比将逐步改善。

瀚蓝环境 2026 年上半年的现金流表现如何，特别是在国补回收和经营性现金流方面有哪些亮点？这对公司未来的分红政策可能产生什么影响？

2026 年上半年，瀚蓝环境的经营活动产生的现金流量净额为 16.3 亿元，同比增长 33.65%，其中并购粤丰是主要贡献因素。公司现金流表现强劲，上半年回收国补 4.77 亿元，远超上年同期的 1 亿元。2025 年全年，不含粤丰在内，公司回收的存量应收账款超过 20 亿元，整体经营现金流同比增长 23%。强劲的现金流为提升分红提供了坚实基础。2025 年，公司分红比例已同比提升 4.2 个百分点至 43.39%。鉴于垃圾焚烧项目通常具有较高的净现比（约 150%或更高），理论上可支撑 70%-80%的分红率。在完成对粤丰的并购后，公司无大规模资本开支计划，预计未来分红比例有较大的提升空间和持续提高的趋势。

关于瀚蓝环境收购粤丰环保剩余股权的方案进展如何？若收购完成，将对公司 2027 年的每股收益产生何种影响？

公司已披露收购粤丰环保剩余股权的初步方案，计划通过发行股份及支付现金的方式进行，并配套募集不超过 12 亿元的资金，以实现对粤丰的 100%控股。根据方案，若以 25.38 元/股的发行价计算，并假设增发在 2027 年前完成，粤丰从 2027 年 1 月 1 日起实现 100%并表，预计此次收购将对公司 2027 年的 EPS 带来约 5%的增厚。根据近期的业绩交流会信息，此项并购最快可能在 2026 年内完成，这意味着公司 2027 年的业绩存在上修的可能性。

综合来看，瀚蓝环境未来的核心投资逻辑、业绩增长驱动力以及当前的估值水平是怎样的？

瀚蓝环境的投资逻辑主要建立在多重增长驱动力之上。首先，公司内生垃圾焚烧业务能保持每年数个百分点的稳定增长。其次，对粤丰环保的精细化管理和运营效率提升将持续释放业绩。第三，财务成本的降低，尤其是在债务置换完成后，将提供额外的利润空间。第四，完成对粤丰剩余股权的收购将带来一次性的业绩增厚。在完成并购后，公司资本支出减少，现金流将持续向好，为分红比例的提升提供了保障。基于粤丰能在 2027 年 1 月 1 日实现 100%并表的假设，预计公司 2026 年至 2028 年的市盈率水平分别约为 11 倍、8 倍和 7.8 倍，具备较高的性价比和绝对收益配置属性。

