

瀚蓝环境（600323）：行业市场化提升浪潮，大固废版图持续推进

2019年10月30日

强烈推荐/维持

瀚蓝环境 公司报告

报告摘要：

我们认为，瀚蓝环境的核心优势在于，既有作为地方国企的融资成本优势，同时公司又有充满事业激情优秀的管理层，使得公司在具有扩张的野心和行业的前瞻性同时，脚踏实地的落地项目建设与运营管理。

行业发电补贴或取消：我们认为补贴政策的变化有利于龙头企业整合行业，从而提升市场集中度，一、补贴范围的缩小意味着不再是所有项目都能取得发电补贴，发电补贴的获取需要通过市场化的方式比拼环保排放、项目效率、运营能力等方面的要素，而行业龙头企业拥有技术、运营、政府资源等多方面的优势，较民营企业能争取更多更多发电补贴；二、民营企业的融资成本相对较高，一旦拿不到国补，增量项目的运营可能会出现亏损，这类企业将产生项目转让的意愿；三、龙头企业在环保管理上也更值得信赖，并且具备焚烧技术优势，补贴的降低可由高参数技术的应用、吨发提升来弥补，应而在获取项目时，可接受更低的吨垃圾焚烧处理费。

投资者对于收购盛运项目质量的担忧，为什么瀚蓝能收购盛运资产：一是纯垃圾焚烧企业如光大国际、绿色动力等等，自身通过招投标已经承接了较多新项目，存量的资本开支已较大，没有太多精力参与盛运项目的收购。而瀚蓝作为地方性的公用事业龙头，水务燃气等公用事业板块每年贡献充足的现金流，自身通过招投标去扩张竞争优势不明显，通过并购的方式可以加快项目体量增长速度。二是相对上海环境、兴蓉环境等公用事业地方性龙头，瀚蓝环境此前收购创冠中国，取得优异的成效，拥有并购整合经验，公司对于市场和项目的跟踪具有高度敏锐性。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2019-2021 年主营收入分别为 58.67 亿、66.36 亿和 73.74 亿元，归母净利润分别为 9.24 亿、11.09 亿和 12.63 元，对应 EPS 分别为 1.21 元、1.45 元和 1.65 元，对应 PE 分别为 16 倍、13 倍和 12 倍，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：固废项目进展不达预期，天然气业务毛差缩窄。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,202.08	4,848.49	5,867.49	6,636.38	7,374.49
增长率(%)	13.87%	15.38%	21.02%	13.10%	11.12%
净利润(百万元)	652.24	875.51	923.67	1,109.41	1,262.72
增长率(%)	28.25%	34.23%	5.50%	20.11%	13.82%
净资产收益率(%)	12.25%	15.01%	14.14%	14.90%	14.88%
每股收益(元)	0.85	1.14	1.21	1.45	1.65
PE	22.40	16.70	15.80	13.15	11.55
PB	2.74	2.50	2.23	1.96	1.72

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司是一家专注于环境服务产业的上市公司，致力为各地政府提供系统性环境服务方案，覆盖自来水供应、污水处理、固废处理全产业链。

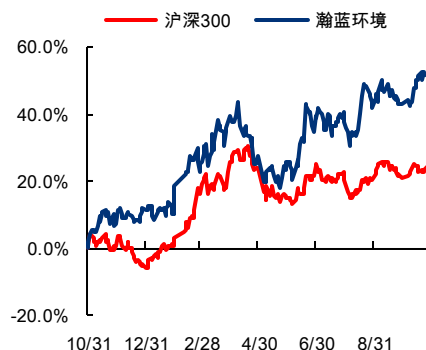
未来 3-6 个月重大事项提示：

无

交易数据

52 周股价区间(元)	19.04-12.05
总市值(亿元)	145.9
流通市值(亿元)	145.9
总股本/流通 A 股(万股)	76626/76626
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	0.73

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：洪一

0755-82832082

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110001

研究助理：沈一凡

010-66554020

shenyf@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480118080040

1. 垃圾焚烧发电补贴或取消, 市场化变革利好龙头集中度提升

1.1 已有项目延续现有补贴, 增量项目补贴或将调整

财政部网站发布财政部《对十三届全国人大二次会议第 8443 号建议的答复》(财建函〔2019〕61 号), 就全国人大代表王毅在今年全国两会上提出的“关于保障垃圾处理产业健康稳定发展的建议”作出答复。

回复中明确提出, 可再生能源电价附加补贴政策属于能源政策, 设立目的是解决能源结构问题, 而非环保政策; 在生态环境保护领域, 中央层面有专门的政策和支出途径, 近年来中央财政支出力度都是不断增大的。经财政部、国家发展改革委、国家能源局、行业协会等方面认真研究, 一方面, 拟对已有项目延续现有补贴政策; 另一方面, 考虑到垃圾焚烧发电项目效率低、生态效益欠佳等情况, 将逐步减少新增项目纳入补贴范围的比例, 引导通过垃圾处理费等市场化方式对垃圾焚烧发电产业予以支持。下一步, 拟对可再生能源电价附加补助政策进行调整, 放开目录管理, 由电网企业直接确认符合补贴要求的项目及对应补贴金额。

1.2 行业市场化变革利好龙头集中度提升

此次回复解答了市场此前一直担忧的行业补贴取消的问题, 我们认为随着市场化程度的提升, 增量垃圾发电项目上网电价补贴减少、补贴范围缩小、差异化补贴等或将成为必然趋势。我们认为补贴政策的变化有利于龙头企业整合行业, 从而提升市场集中度: 一、补贴范围的缩小意味着不再是所有项目都能取得发电补贴, 发电补贴的获取需要通过市场化的方式比拼环保排放、项目效率、运营能力等方面的要素, 而行业龙头企业拥有技术、运营、政府资源等多方面的优势, 较民营企业能争取更多发电补贴; 二、民营企业的融资成本相对较高, 一旦拿不到国补, 增量项目的运营可能会出现亏损, 这类企业将产生项目转让的意愿, 使得过去分散的市场得到加快整合; 三、龙头企业在环保管理上也更值得信赖, 并且具备焚烧技术优势, 补贴的降低可由高参数技术的应用、吨发提升来弥补, 应而在获取项目时, 可接受更低的吨垃圾焚烧处理费, 从而获得地方政府的信赖。

目前, 垃圾焚烧企业的收入包含两大部分, 一是政府给予的垃圾处理费补贴, 目前全国垃圾处理费平均水平在 65 左右, 不同项目间的处理费差异较大。二是垃圾发电取得的上网电费; 上网电量的电价, 根据发改委政策, 每吨生活垃圾上网电量 280 度以内部分, 执行全国统一垃圾发电标杆上网电价每千瓦时 0.65 元(含税); 其余上网电量执行当地同类燃煤发电机组上网电价; 其中 0.65/度电价包含了基础电价、省补电价和国补电价; 省补为每度电 0.1 元, 每度电的国补为(0.65-0.1-当地火电标杆电价)。

目前, 市场对于垃圾焚烧行业最主要的担忧就是电价补贴下调, 尽管短期内补贴电价全面下调的可能性很小, 但补贴电价一旦下调, 对垃圾焚烧行业的利润将有显著的影响。我们以 1000/吨垃圾焚烧项目为例, 假设吨垃圾处理费及其他条件不改的情形下, 测算国补取消前后 IRR 变化。

表 1: 国补取消前后垃圾焚烧 IRR 测算表

科目	当前 (单位: 元)	国补取消后 (单位: 元)	备注
年处理垃圾量 (吨)	333,333	333,333	1000 吨/日项目, 8000 利用小时
年发电量 (度)	110,000,000	110,000,000	按每吨垃圾 330 度发电量计算
年上网电量 (度)	93,500,000	93,500,000	15% 自用电率
年处理费 (元/吨)	75	75	
年处理费收入 (元)	21,551,724	21,551,724	
上网发电收入 (元)	52,392,241	41,913,793	
营业收入 (元)	73,943,966	63,465,517	
年均税收返还 (元)	4,958,286	3,013,486	
年均税金及附加 (元)	1,109,159	951,983	
年均总成本费用 (元)	47,285,714	47,285,714	包括外购原料、燃料及动力费、其他制造费用、折旧摊销、维修费、人工费、其他管理费等
年均利润总额 (元)	30,507,377	18,241,306	
年均净利润 (元)	22,880,533	13,680,979	
建设总投资	400,000,000	400,000,000	按每吨 40 万投资额计算
项目毛利率	38.8%	28.6%	
IRR	7.5%	4.8%	
项目 ROE	18.2%	10.9%	

资料来源: 资料整理, 东兴证券研究所

在补贴下调、环保监管压力加大的背景下, 未来高参数技术或成制胜法宝, 看好具有运营+技术优势、较强政府资源和融资能力的企业, 未来逐渐整合市场。目前我国的垃圾焚烧发电厂基本上都采用中温中压参数 (400,4.0MPa), 热效率在 22%-25% 之间, 若余热锅炉采用中温次高压参数 (450,6.5MPa), 可使吨垃圾发电量提升 20%, 热效率也可以达到 25% 以上。以此来计算, 中温次高压技术的应用可弥补 80% 国补取消带来的影响, 若进一步提高发电参数, 采用中温超高压, 则在完全弥补国补取消带来的发电收入下滑后, 仍有所盈余。

2. 收购盛运环保部分垃圾焚烧项目, 瀚蓝大固废版图持续推进

2.1 水务与燃气板块稳健, 固废板块发力

10 月 28 日, 瀚蓝环境披露 2019 年三季报, 前三季度公司实现营业收入 42.69 亿元, 同比增长 19.05%; 归属母公司净利润 7.36 亿元, 同比减少 0.99%; 扣非后归属母公司净利润 7.19 亿元, 同比增长 20.18%, 业绩增速略超市场预期。公司业绩增长主要是由于: 一、公司大连、廊坊等项目投运带动上网电量提升, 前三季度公司上网电量达 10.98 亿度, 同比增长 9.74%; 二、公司收购的赣州危废项目投产, 今年开始贡献利润; 三、从 2018 年 8 月至 2019 年 9 月, 先后有八间污水厂根据提标改造相关协议执行了新的单价, 19 年 7-9 月污水处理业务均价比 2018 年均价增长 44.33%, 污水处理提价也贡献了部分增量。总体来看, 公司的水务与燃气板块业务稳健, 为现金流提供有力支持, 未来大固废将成为主要看点。

公司的固废项目进展顺利, 公司目前在手合同总规模 2.8 万吨/日, 本次与盛运合作后使得公司的运营体

量获得 15% 的提升。1) 19 年预计投运：南海三厂+漳州南+南海危废；2) 20 年预计投运：开平和饶平；3) 21 年预计投运：晋江三期、安溪、孝感等。4) 承接盛运环保部分垃圾焚烧项目，运营体量再获提升，公司承接了盛运环保宣城、海阳、乌兰察布、济宁、淮安二期 5 个总计 4300 吨/日的固废项目。收购嘉兴创新环保科技有限公司 94.91% 股权，投资了平湖经济技术开发区危险废物无害化处置项目（3.1 万吨/年），大固废模式正不断推进。

2.2 市场争议解答：盛运的项目质量如何，为什么瀚蓝能收购盛运

目前投资机构对瀚蓝环境的主要分歧在于担忧盛运的项目质量较差，收购盛运项目将导致公司盈利能力下降。而我们则认为一方面盛运的项目质量无需担忧，瀚蓝环境作为地方性国企，一直把项目的风险控制放在首位，与合作也是有所取舍，挑选盛运优质项目以合理的价格进行收购。投资者对于收购项目质量的担忧主要可拆分为两点论证，一是垃圾处理费的水平是否过低能否保证瀚蓝投资合理回报率，二是所在地的垃圾清运量是否充足使得垃圾焚烧厂处于较充足的产能利用率水平。

对于吨垃圾处理费，由于收购必然是经过与地方政府的充分沟通和同意的，垃圾处理费根据项目的投资回报率计算，必然会保证瀚蓝合理的回报率，参照瀚蓝此前收购创冠中国的项目，在投运后由于环保等因素运营成本增加，都陆陆续续有了大幅提价。对于垃圾焚烧产能利用率的担忧，我们认为从公司目前的 5 个项目看，山东济宁 834.59 万，江苏淮安 492.5 万常住人口，人口大市，无需担忧垃圾处理量，而安徽宣城 264.8 万人口，按每日人均垃圾产生量 0.8kg 计算，宣城日生活垃圾清运量可达 2000 吨/日以上，而目前宣城只有一个 400 吨的垃圾焚烧厂，产能供不应求，扩建二期 1000 吨/日后，粗算焚烧率也只有 70%。乌兰察布 209.61 万常住人口、海阳 65.5 万人口，此前没有垃圾焚烧厂，分别新建 1200 吨/日、500 吨/日垃圾焚烧项目，我们认为当地垃圾产生量也足够项目满产。内蒙蒙阴项目 500/吨，常住人口 2012 为 55 万人左右，近年没有数据统计，经公司评估后主动放弃，也是说明了公司对于项目扩张谨慎慎重的态度。

盛运的几个相对较为优质项目资产，为什么是瀚蓝能收购，也是市场关注的问题。我们认为，瀚蓝去收购盛运资产拥有得天独厚的优势。一是纯垃圾焚烧企业如光大国际、绿色动力等等，自身通过招投标已经承接了较多新项目，存量的资本开支已较大，此类公司聚焦在内生扩张项目，没有太多精力参与盛运项目的收购。而瀚蓝作为地方性的公用事业龙头，水务燃气等公用事业板块每年贡献充足的现金流，自身通过招投标去扩张竞争优势不明显，通过并购的方式可以加快项目体量增长速度。二是相对上海环境、兴蓉环境等同样是公用事业地方性龙头，瀚蓝环境此前收购创冠中国，取得优异的成效，拥有并购整合经验，公司于今年 3 月就在盛运项目所在地注册子公司，说明公司大概率在 18 年就已经与盛运和盛运项目所在地政府有所接触，说明公司对于市场和项目跟踪上具有高端敏锐性。

我们认为，瀚蓝环境的核心优势在于，既有作为地方国企的融资成本优势，近期发行的 3 个月短融融资成本仅 2.96%；同时公司又有充满事业激情优秀的管理层，使得公司在具有扩张的野心和行业的前瞻性同时，脚踏实地的落地项目建设与运营管理。

3. 盈利预测

我们预计公司 2019-2021 年主营收入分别为 58.67 亿、66.36 亿和 73.74 亿元, 归母净利润分别为 9.24 亿、11.09 亿和 12.63 元, 对应 EPS 分别为 1.21 元、1.45 元和 1.65 元, 对应 PE 分别为 16 倍、13 倍和 12 倍, 维持公司“强烈推荐”评级。

表 2: 瀚蓝环境盈利预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	4,202.08	4,848.49	5,867.49	6,636.38	7,374.49
增长率 (%)	13.87%	15.38%	21.02%	13.10%	11.12%
归母净利润 (百万元)	652.24	875.51	923.67	1,109.41	1,262.72
增长率 (%)	28.25%	34.23%	5.50%	20.11%	13.82%
净资产收益率 (%)	12.25%	15.01%	14.14%	14.90%	14.88%
每股收益 (元)	0.85	1.14	1.21	1.45	1.65
PE	22.40	16.70	15.80	13.15	11.55
PB	2.74	2.50	2.23	1.96	1.72

资料来源: wind, 东兴证券研究所

4. 风险提示

固废项目进展不达预期;

天然气业务毛差缩窄。

表 3: 公司盈利预测表

资产负债	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合	2102	2384	3077	3422	3844	营业收入	4202	4848	5867	6636	7374
货币资金	1295	1224	1760	1991	2303	营业成本	2873	3396	4216	4759	5292
应收账款	340	415	502	567	631	营业税金及附加	43	38	59	66	74
其他应收款	96	125	151	171	190	营业费用	70	69	79	86	92
预付款项	67	276	276	276	276	管理费用	294	274	317	338	354
存货	184	180	223	252	280	财务费用	179	214	202	214	196
其他流动资产	95	164	164	164	164	资产减值损失	36.55	29.31	20.00	5.00	5.00
非流动资产	12011	14109	15130	15746	16155	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	376	390	390	390	390	投资净收益	9.26	177.08	23.03	36.09	36.09
固定资产	3434.2	3352.2	3396.6	3373.4	3341.5	营业利润	862	1103	998	1203	1398
无形资产	6209	7066	8049	8693	9138	营业外收入	43.98	15.43	175.67	205.67	205.67
其他非流动	72	167	167	167	167	营业外支出	6.21	5.64	0.00	0.00	0.00
资产总计	14113	16492	18206	19167	19999	利润总额	900	1113	1174	1409	1603
流动负债合	2964	3790	4468	4501	4277	所得税	202	234	247	296	337
短期借款	45	240	614	433	0	净利润	697	879	927	1113	1266
应付账款	991	1354	1657	1871	2080	少数股东损益	45	3	3	3	3
预收款项	209	242	242	242	242	归属母公司净利	652	876	924	1109	1263
一年内到期	769	877	877	877	877	EBITDA	7507	8622	1809	2093	2310
非流动负债	5050	6277	6549	6559	6569	EPS (元)	0.85	1.14	1.21	1.45	1.65
长期借款	2665	3527	3827	3827	3827	主要财务比率					
应付债券	995	996	996	996	996	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
负债合计	8015	10068	11017	11059	10846	成长能力					
少数股东权	773	590	593	596	600	营业收入增长	13.87%	15.38%	21.02%	13.10%	11.12%
实收资本(或	766	766	766	766	766	营业利润增长	41.41%	27.99%	-9.51%	20.56%	16.13%
资本公积	1738	1521	1521	1521	1521	归属于母公司净	5.50%	20.11%	5.50%	20.11%	13.82%
未分配利润	2375	3097	3814	4701	5711	获利能力					
归属母公司	5325	5834	6531	7446	8488	毛利率(%)	31.48%	32.39%	31.59%	29.95%	28.15%
负债和所有	14113	16492	18184	19145	19977	净利率(%)	16.59%	18.12%	15.80%	16.77%	17.17%
现金流量						总资产净利润	4.62%	5.31%	5.07%	5.79%	6.31%
						ROE(%)	12.25%	15.01%	14.14%	14.90%	14.88%
经营活动现	1509	1652	1859	2085	2261	偿债能力					
净利润	697	879	927	1113	1266	资产负债率(%)	57%	61%	61%	58%	54%
折旧摊销	6465.7	7305.3	0.00	273.16	281.91	流动比率	0.71	0.63	0.69	0.76	0.90
财务费用	179	214	202	214	196	速动比率	0.65	0.58	0.64	0.70	0.83
应收账款减	0	0	-87	-66	-63	营运能力					
预收帐款增	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.31	0.32	0.34	0.36	0.38
投资活动现	-1278	-2051	-1632	-1266	-1099	应收账款周转率	14	13	13	12	12
公允价值变	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.16	4.14	3.90	3.76	3.73
长期股权投资	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	9	177	23	36	36	每股收益(最新	0.85	1.14	1.21	1.45	1.65
筹资活动现	-105	326	310	-589	-850	每股净现金流	0.16	-0.09	0.70	0.30	0.41
应付债券增	0	0	0	0	0	每股净资产(最	6.95	7.61	8.52	9.72	11.08
长期借款增	0	0	300	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	22.40	16.70	15.80	13.15	11.55
资本公积增	0	-217	0	0	0	P/B	2.74	2.50	2.23	1.96	1.72
现金净增加	126	-73	537	231	312	EV/EBITDA	2.37	2.20	11.24	8.95	7.79

资料来源: 东兴证券研究所

6. 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	瀚蓝环境（600323）2019 年半年报点评：固废板块发力，半年报业绩超预期	2019-08-16
公司	瀚蓝环境（600323）2018 年报点评：业绩持续向好，固废占比提升	2019-03-22
公司	瀚蓝环境（600323）深度报告二：公用事业稳健保后方，大固废引领业绩成长	2019-02-21
公司	瀚蓝环境（600323）2018 三季度报点评：燃气与污水板块持续向好，三季度业绩符合预期	2018-10-30
公司	瀚蓝环境（600323）2018 年中报点评：业绩持续向好，燃气业务超预期	2018-08-08

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，2年投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

研究助理：沈一凡

康奈尔大学硕士，纽约大学本科，曾供职于中国能建华东电力设计院，5年基础设施建设经验，参与过包括火电、核电、水电、光伏、风电、垃圾发电等多种类型电站设计，2018年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。