



Research and
Development Center

瀚蓝环境-打造全方位的环保服务平台

—— 瀚蓝环境（600323.sh）调研报告

2014 年 1 月 20 日

范海波 行业分析师

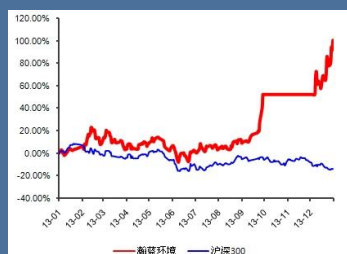
吴漪 行业分析师

证券研究报告

公司研究——调研报告

瀚蓝环境 (600323)

瀚蓝环境相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2014.1.17)

收盘价 (元)	13.09
52 周内股价波动区间 (元)	5.71-13.79
最近一月涨跌幅 (%)	19
总股本 (亿股)	5.79
流通 A 股比例 (%)	84.23
总市值 (亿元)	75.82

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心
邮编：100031

范海波 CFA, 行业分析师
执业编号: S1500510120021
联系电话: +86 10 63081252
邮箱: fanhaibo@cindasc.com

吴漪 行业分析师
执业编号: S1500512110003
联系电话: +86 10 63081085
邮箱: wuyi@cindasc.com

丁士涛 研究助理
联系电话: +86 10 63080936
邮箱: dingshitao@cindasc.com

王伟 研究助理
联系电话: +86 10 63081273
邮箱: wangwei2@cindasc.com

瀚蓝环境-打造全方位的环保服务平台

调研报告

2014 年 1 月 20 日

本期内容提要:

- ◆ **打造全方位环保服务平台:** 公司主营自来水生产与供应、污水处理和固废处理业务的环保服务公司。公司经过多年发展,业务已从单一的供水逐渐拓展到供水、污水、固废、燃气四个板块,显示出全方位的环保平台发展思路。
- ◆ **资产重组开启异地扩张:** 2013 年 12 月 23 日公司发布公告称,拟以 18.5 亿元的价格收购国内技术领先的城市固废运营商创冠中国 100% 股权,同时拟收购燃气发展 30% 的股权。创冠中国是国内领先的垃圾发电企业,拥有福建、湖北、河北等地的 10 个垃圾发电项目,已建和拟建的日均处理量 1.1 万吨。瀚蓝环境业务目前主要集中于佛山,如果能够成功收购创冠环保,环保业务版图有望向省外大幅扩张。
- ◆ **供水和污水业务平稳,污泥业务即将贡献利润:** 公司总供水能力为 126 万吨/日,供水业务收入基本稳定;公司污水处理能力 58.3 万吨/日,预计随着管网建设完善平稳增长;2013 年 8 月新投产的污泥项目即将贡献利润。
- ◆ **未来主要增长点在于固废处理业务:** 公司的垃圾转运业务是首个国家级示范项目,在佛山南海区处于主宰地位;垃圾焚烧二厂 (1500 吨/日) 建设运营情况优秀,是行业的标杆项目;垃圾焚烧一厂改造项目 (新产能 1500 吨/日) 预计将于 2015 年投产,届时焚烧产能翻番;此外公司积极拓展飞灰处理和餐厨垃圾处置领域。
- ◆ **燃气业务经营稳健:** 随着管道天然气的逐步覆盖,燃气公司业务处于上升通道。2012 年燃气公司实现净利润 8,867 万元,2013 年上半年实现净利润 6,001 万元,而瀚蓝环境 2013 年上半年净利润为 1.12 亿元。如果公司能够成功收购燃气 30% 股权的股权、控股燃气公司,燃气业务并表带来的收益将给公司业绩带来较大体量的增长。
- ◆ **风险因素:** 收购整合风险;项目拓展低于预期;环保政策风险。

目 录

瀚蓝环境：打造全方位的环保服务平台	1
供水和污水业务平稳发展.....	3
水厂整体搬迁，供水量持平	3
污水业务增长来自管网建设	3
污泥业务即将贡献利润	3
未来增长点主要在固废处理业务	4
垃圾转运业务：主宰南海区转运市场.....	4
垃圾焚烧业务：打造行业标杆.....	4
飞灰、餐厨垃圾业务：完善固废产业链	5
收购创冠环保：开启异地扩张.....	5
燃气业务如并表将贡献较大增长	6
风险因素	6

图 目 录

图 1：瀚蓝环境股权和业务结构图.....	1
图 2：2009-2013 营业收入复合增长率 20%.....	2
图 3：2009-2013 净利润复合增长率 23%	2
图 4：2009-2013 各项业务营业收入情况	2
图 5：2009-2013 各项业务毛利率变化情况.....	2

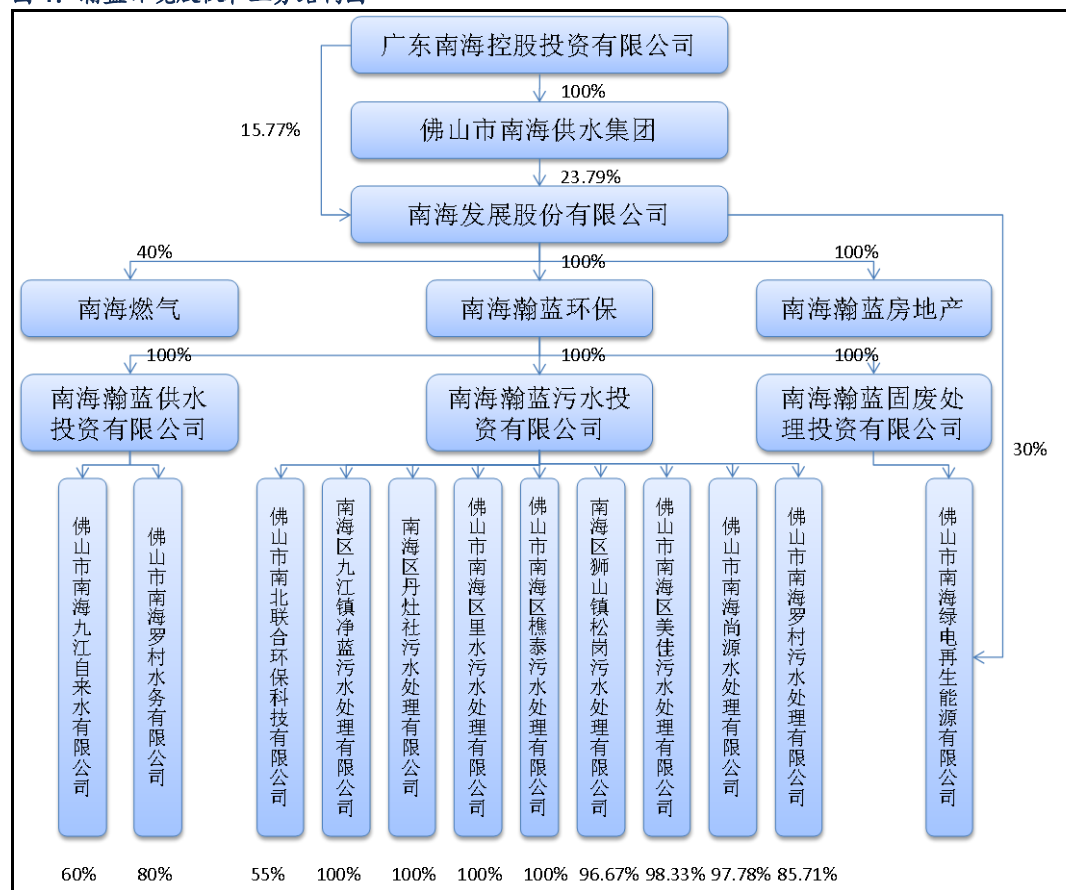
表 目 录

表 1：公司垃圾转运产能规模	4
表 2：公司垃圾发电项目情况	5
表 3：创冠环保垃圾发电项目情况.....	6

瀚蓝环境：打造全方位的环保服务平台

瀚蓝环境原名南海发展，是广东佛山一家主营自来水生产与供应、污水处理和固废处理业务的环保服务公司。公司经过多年发展，业务已从单一的供水逐渐拓展到供水、污水、固废、燃气四个板块，显示出全方位的环保平台发展思路。

图 1：瀚蓝环境股权和业务结构图



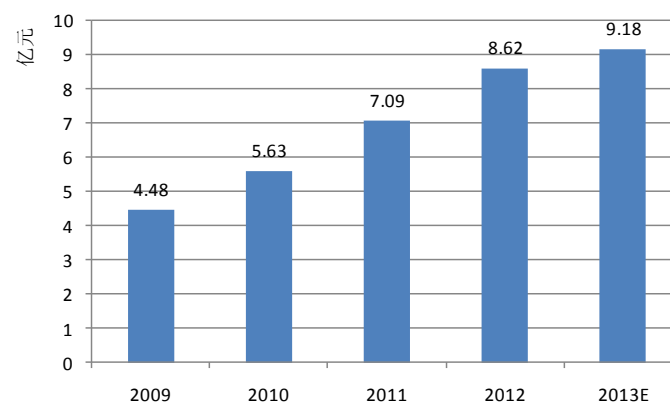
资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

公司业绩在过去的 5 年中较快增长，营业收入年复合增长率为 20%，净利润年复合增长率 23%（2010 年出售狮山羊房岗土地带来的 4.39 亿元一次性收益未计入计算）。从各项业务占比营业收入的情况来看，公司的业绩增长点主要来源于污水和固废热力板块，对营业收入的贡献从 16% 扩大到 50%。

从各项业务毛利率变化来看,供水和污水处理业务毛利率在 35-40%左右,固废业务的毛利率在 45-50%左右。2013 年固废业务毛利率出现了一定下滑,是由于主要固废焚烧厂扩建、垃圾焚烧量减少所致。

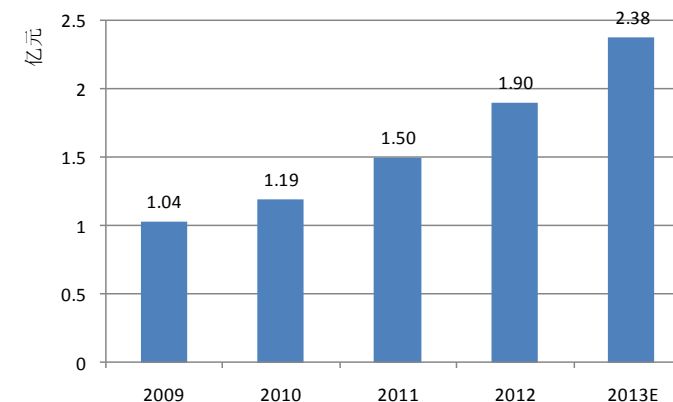
营业收入与净利润增长

图 2: 2009-2013 营业收入复合增长率 20%



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

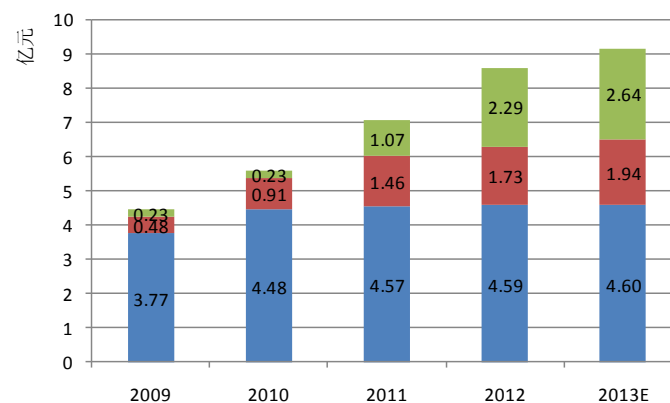
图 3: 2009-2013 净利润复合增长率 23%



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

业务结构和毛利率情况

图 4: 2009-2013 各项业务营业收入情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 5: 2009-2013 各项业务毛利率变化情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2013 年 12 月 23 日公司发布公告称，拟以 18.5 亿元的价格收购国内技术领先的城市固废运营商创冠中国 100% 股权，同时拟收购燃气发展 30% 的股权。创冠中国是国内领先的垃圾发电企业，拥有福建、湖北、河北等地的 10 个垃圾发电项目，已建和拟建的日均处理量 1.1 万吨。瀚蓝环境业务目前主要集中于佛山，如果能够成功收购创冠环保，环保业务版图有望向外省大幅扩张。

供水和污水业务平稳发展

水厂整体搬迁，供水量持平

公司目前拥有三个自来水厂，分别为桂城水厂（股权 100%）、第二水厂（股权 100%）和九江水厂（股权 60%），总供水能力为 126 万吨/日。新建的桂城水厂为老厂产能的整体迁移工程，预计 2014 年上半年投产，原水厂关停，总产能维持不变。

公司的供水模式主要分为直接供水和转供水，直接供水的水费由公司向用户居民直接收取，转供水是由公司向其他乡镇自来水公司供水，非直接面对终端客户，转供水水量约占 80%。

佛山市共有 5 个城区，高明、南海、顺德、三水 and 禅城。公司供水业务在南海区已经接近饱和。我们认为，公司市场份额稳定，未来公司供水业务收入与盈利波动不会太大。

污水业务增长来自管网建设

公司目前污水处理总量 58.3 万吨/日，2013 年新投产了大石、西岸项目。污水处理业务是公司近 3 年来业绩的较大增长点。2010 年公司投产了多个污水处理项目，实际污水处理量 8222 万吨，同比增长 94.26%；2011 年污水处理量同比增长 69%；2012 年，得益于城镇污水管网的进一步完善，实际污水处理量同比增长 20%。

目前公司在南海区的污水处理市场占有率约 70%。我们认为，南海地区污水处理业务未来增长主要在于管网的进一步完善。在不考虑异地扩张的前提下，公司污水处理业务将平稳增长。

污泥业务即将贡献利润

公司的污泥项目是目前南海区唯一的污泥处理设施，建设在南海固废处理产业区内，利用垃圾焚烧产生的余热进行干化焚烧。

公司污泥处置项目总投资为 2.07 亿元，设计规模为日处理污泥 450 吨。项目分两期建设，三条 150 吨/日生产线，一期项目含两条生产线，已于 2013 年 8 月投产，二期项目预计 2014 年投产。2013 年四季度该项目的实际处理量约为 200 吨/日，2014 年预计达产。

未来增长点主要在固废处理业务

垃圾转运业务：主宰南海区转运市场

目前南海区每天产生垃圾量 2800 吨/日，其中 2200 多吨由公司来转运。公司的垃圾转运站于 2010 年开始投产，目前已投产转运站 10 个，转运处理能力 4000 吨/日，能够满足南海区垃圾转运量的进一步增长。目前垃圾转运价格为 75 元/吨（含压缩后的液体处理），按照收购的原生垃圾量（2400 吨/日）来计算垃圾处理费总额，由当地财政支付。

2012 年南海区生活垃圾转运系统工程通过国家住房和城乡建设部科技示范工程验收，已成为同类项目首个国家级示范项目。

表 1：公司垃圾转运产能规模

镇/街道办	站点名称	规模（吨/日）	备注
大沥镇	大沥东站	600	
	大沥西站	600	2013 年新投产
九江镇	九江站	300	
罗村镇	罗村站	300	
里水镇	里水站	500	
丹灶镇	丹灶站	300	
西樵镇	西樵站	400	
狮山镇	狮山官窑站	200	
	狮山中心城 区站	600	2012 年底投产
	狮山松岗站	200	
合计		4000	

资料来源：公司网站，信达证券研发中心

垃圾焚烧业务：打造行业标杆

目前佛山市有两个垃圾电厂，顺德区一个，南海区一个。公司的垃圾焚烧发电厂是南海区唯一的垃圾处理设施。

公司拥有两个垃圾焚烧发电厂，其中一厂日处理量为 400 吨/日，从 2006 年起由绿电公司开始受托运营，由于设备老化，一

厂已于 2012 年 12 月 31 日停运，未来新建 1500 吨项目替代老一厂的产能，预计于 2015 年下半年投产。

二厂位于南海固废处理环保产业园，规模 1500 吨/日，于 2011 年下半年投入使用，目前已经处于满产状态。二厂环境优美宛如花园、全无异味和噪音，2012 年以第一名成绩被评为首批 AAA 级无害化垃圾处理设施（全国仅有五家垃圾焚烧发电厂获此评定），成为行业的标杆项目。

我们认为 2013-2014 年公司在南海地区的垃圾焚烧发电业务增长幅度有限，但随着 2015 年新厂的建成投产，公司垃圾焚烧业务贡献的业绩将有较大增长。

表 2：公司垃圾发电项目情况

项目	规模（吨/日）	投产时间	备注
南海垃圾焚烧发电一厂	1500	2015	原有老一厂 400 吨/日于 2012 年底停运
南海垃圾焚烧发电二厂	1500	2012	日本三菱-马丁焚烧炉，配套垃圾渗滤液处理站 600 吨/日；2013 年 1-11 月已发电 1.9 亿度

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

飞灰、餐厨垃圾业务：完善固废产业链

除垃圾转运和焚烧业务外，公司还积极拓展飞灰处理和餐厨垃圾处置项目，完善固废产业链。

公司 2013 年新增飞灰处理业务，处理能力 100 吨/日，属于小 BOT 项目。公司 2013 年中报披露，飞灰业务部分弥补了垃圾焚烧一厂停运带来的影响，使得公司 2013 年上半年固废业务仍得以平稳增长。

2013 年 1 月 10 日公司发布公告，其全资子公司佛山市南海绿电再生能源有限公司拟以 BOT 形式投资、建设、运营南海区餐厨垃圾处理项目，项目总投资额为 2.59 亿元人民币。

项目包括收运系统和处理系统两部分。1) 收运系统：建设规模为 300 吨/日，投资 0.41 亿元；2) 处理系统：建设规模为 10.95 万吨/年（按日收运量计算），投资 2.18 亿元。项目运营年限为 30 年。项目内部收益率高于 8%。

收购创冠环保：开启异地扩张

2013 年 12 月 23 日公司发布公告，拟 18.5 亿元以发行股份和现金方式收购创冠环保 100% 股权。目前收购进度尚处于董事会通过阶段。

创冠中国是国内领先的垃圾发电企业，拥有福建、湖北、河北等地的 10 个垃圾发电项目，已建和拟建的日均处理量超过 1.1 万吨。目前，国内垃圾发电龙头光大国际的处理能力约为 2.5 万吨，如公司成功收购创冠，则处理能力（已建和拟建）将达到近 1.5 万吨，业务布局将拓展到全国，竞争力大幅提升。

表 3：创冠环保垃圾发电项目情况

垃圾发电 BOT 项目	规划能力	已投运能力	在建项目
	(吨/日)	(吨/日)	(吨/日)
晋江 1	600	600	
晋江 2	1200	1200	
安溪	600	300	300
惠安	1200	800	400
南平市“三线一中心”	600	600	
黄石	1200	800	400
福清	900	900	
孝感	1050		1050
廊坊	1000	1000	
大连金州新区	1000		1000
贵阳	2000		2000
合计	11350	6200	5150

资料来源：公司网站，信达证券研发中心

燃气业务如并表将贡献较大增长

公司于 2011 年 9 月 8 日与公资办签署关于燃气发展公司的《战略发展协议》。公司于 2013 年 6 月 27 日完成向燃气发展公司的增资，持股比例从 25%提高至 40%。2013 年 12 月 23 日公司发布公告，拟以 3.84 亿元收购燃气发展 30%的股权。

燃气公司经营稳健，随着管道天然气的逐步覆盖，业务处于上升通道。2012 年燃气发展有限公司实现净利润 8,867 万元，2013 年上半年实现净利润 6,001 万元，而瀚蓝环境 2013 年上半年净利润为 1.12 亿元。如果公司能够成功收购燃气 30%股权的股权、控股燃气公司，燃气业务并表带来的收益将给公司业绩带来较大体量的增长。

风险因素

收购整合风险；项目拓展低于预期；环保政策风险。

分析师简介

范海波，CFA，有色/环保行业高级研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management ,Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

吴漪 有色/环保行业研究员。北京大学理学学士、硕士。2010 年加入信达证券，3 年证券从业经验。

有色金属与钢铁行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
西宁特钢	600117	西部资源	600139	荣华实业	600311	江西铜业	600362	中金黄金	600489
方大炭素	600516	山东黄金	600547	厦门钨业	600549	刚泰控股	600687	盛屯矿业	600711
赤峰黄金	600988	中国铝业	601600	西部矿业	601168	怡球资源	601388	紫金矿业	601899
洛阳钼业	603993	兴业矿业	000426	盛达矿业	000603	焦作万方	000612	新兴铸管	000778
云南铜业	000878	安泰科技	000969	中科三环	000970	银泰资源	000975	闽东电力	000993
中捷股份	002021	东方锆业	002167	恒邦股份	002237	江海股份	002484	钢研高纳	300034

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
	单 丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	李新新	0755-82497333	18688725150	lixinxin@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。