

攻守兼备的公用事业大平台

—— 瀚蓝环境（600323）深度报告

2016年10月29日

强烈推荐/维持

瀚蓝环境 | 深度报告

报告摘要：

公司是佛山市南海区公用事业经营平台，经营范围涵盖自来水供应、污水处理、固废处理以及燃气供应四大领域。经过一系列的业务整合，各板块分工明确，有攻有守，我们看好公司成长为全国性的公用事业平台样板，核心看点如下：

- ◆ **攻：固废处理引领公司业绩成长。** 1) 收购创冠中国使得公司垃圾焚烧产能一举跻身垃圾焚烧发电行业第一梯队，同时打破地域限制，为后续持续增长打下了坚实基础。2) 危废领域联手瑞曼迪斯，同时收购威辰环境，通过内生外延实现了规模的快速扩张和异地拓展。3) 作为全国固废产业园标杆典范，中标顺控环投项目标志着南海产业园异地复制之路的正式开启。
- ◆ **守：水务燃气提供后方稳健保障。** 公司旗下的自来水供应、污水处理以及燃气业务处于区域垄断地位，其特许经营模式保障了公司较为稳定的收益，且能够提供良好的现金流，是固废产业向外扩张的坚固后方和经济保障。
- ◆ **携手复星，强强联合。** 通过成立合资公司以及定增方案参与等一系列的深度接触，双方建立了良好的合作伙伴关系。引入具有丰富资源和项目经验的复星作为战略投资者对于公司未来治理结构的改善和项目资源的对接都大有裨益。

公司盈利预测及投资评级。 我们预计公司 2016-2018 年主营收入分别为 36.79 亿、42.28 亿和 49.07 亿元，归母净利润分别为 5.03 亿、6.03 亿和 7.22 亿元，对应 EPS 分别为 0.66 元、0.79 元和 0.94 元，对应 PE 分别为 23 倍、19 倍和 16 倍。

公司水务燃气板块业务稳健，提供稳定增长，同时固废板块发展势头迅猛，有望助力公司业绩大幅提升。我们给予公司 2017 年 30 倍估值，对应目标价 23.7 元，维持公司“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,435.30	3,356.97	3,678.65	4,228.33	4,907.17
增长率(%)	143.18%	37.85%	9.58%	14.94%	16.05%
净利润(百万元)	351.63	445.65	503.45	602.92	721.93
增长率(%)	49.73%	26.74%	12.97%	19.76%	19.74%
净资产收益率(%)	9.27%	9.17%	11.03%	12.55%	14.17%
每股收益(元)	0.49	0.53	0.66	0.79	0.94
PE	30.65	28.34	22.86	19.09	15.94
PB	3.23	2.62	2.52	2.40	2.26

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

庞天一

010-66554128

pangty@dxzq.net.cn

刘博

010-66555481

liubo_yjs@dxzq.net.cn

于洋

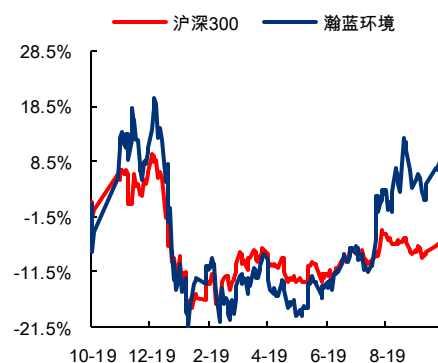
010-66555445

yuyang_yjs@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间(元)	17.26-11.03
总市值(亿元)	117.47
流通市值(亿元)	96.38
总股本/流通 A 股(万股)	76626/62871
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	1.36

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

1、《环保结构性牛市隐现 固废处理迎来黄金发展时期》2016-08-02

目 录

1. 公司概况.....	4
1.1 步步为营的公用事业大平台	4
1.2 地方国资委为实际控制人	5
1.3 经营风格稳健，固废处理业务占比提升	6
2. 攻：大固废产业持续出击，成效显著	8
2.1 垃圾焚烧走出广东，快速扩大影响力	8
2.2 切入危废领域，市场关注度升温	12
2.3 南海固废产业园模式异地复制之路开启	15
3. 守：水务燃气区域垄断，经营稳健	17
3.1 受益水价调整，供水业务盈利提升	17
3.2 污水处理业务有待横向拓展	18
3.3 燃气业务稳步向前	20
4. 携手复星，强强联合	21
5. 盈利预测及估值.....	21
6. 风险提示.....	22

表格目录

表 1: 公司股权分布情况.....	5
表 2: 创冠中国在手垃圾焚烧项目汇总	11
表 3: 近年危废政策一览表	13
表 4: 南海固废产业园项目一览	16
表 5: 公司持有水务资产	17
表 6: 南海区供水价目表	18
表 7: 公司盈利预测表.....	23

插图目录

图 1: 瀚蓝环境发展大事记.....	4
图 2: 公司旗下四大业务板块	5
图 3: 控股股东股权关系	6
图 4: 2011-2016 年瀚蓝环境营业收入及增长率.....	7
图 5: 2011-2016 年瀚蓝环境归母净利润及增长率.....	7
图 6: 瀚蓝环境 2015 年营业收入拆分.....	7
图 7: 瀚蓝环境 2016 年上半年营业收入拆分.....	7
图 8: 2011-2016 年瀚蓝环境主营业务毛利率.....	8

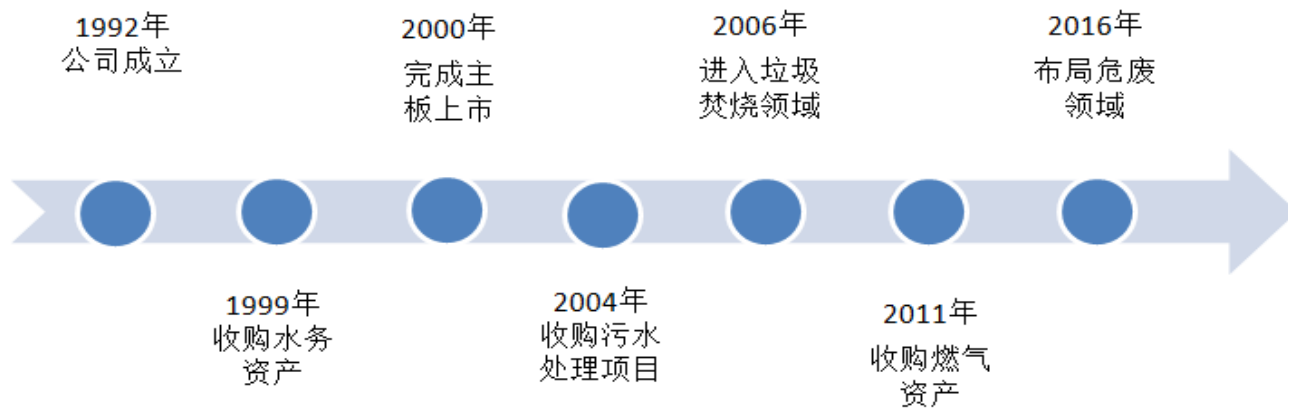
图 9: 2011-2016 年瀚蓝环境各板块业务毛利率.....	8
图 10: 城镇化率与垃圾清运量拟合曲线.....	8
图 11: 人均 GDP 与垃圾清运量拟合曲线.....	8
图 12: 2006-2014 年中国城镇人口数量及城镇化率.....	9
图 13: 2006-2014 年我国人均 GDP 及增长率.....	9
图 14: 2016-2020 年全国垃圾清运量预测.....	9
图 15: 我国建成垃圾焚烧处理能力变化图（万吨/日）.....	10
图 16: 国内垃圾焚烧发电市场格局.....	12
图 17: 天津港爆炸俯拍图.....	13
图 18: 天津港爆炸现场.....	13
图 19: 2010-2014 年全国危废处置率变化图（东兴估算）.....	14
图 20: 2015-2020 年全国危废处置率预测.....	14
图 21: 瑞曼迪斯德国工厂.....	14
图 22: 双方签约现场.....	14
图 23: 南海固废产业园全景.....	15
图 24: 2012-2016 年上半年公司供水业务营收及毛利率.....	17
图 25: 瀚蓝环境污水处理厂分布图.....	19
图 26: 2011-2016 上半年公司污水处理营业收入及毛利率.....	19
图 27: 燃气发展股权变动历程.....	20
图 28: 2012-2015 年燃气发展营业收入及净利润.....	20
图 29: 行业估值水平分析（截止 2016/10/29）.....	21
图 30: 可比公司估值水平分析（截止 2016/10/29）.....	21

1. 公司概况

1.1 步步为营的公用事业大平台

公司成立于 1992 年，最初主要业务为商贸零售。1999 年，公司注入自来水资产，主营开始转向供水领域；2000 年，经证监会核准完成主板上市；2004 年收购平洲污水处理厂，涉足污水处理领域；2006 年成立绿电公司，收购南海环保电厂一期资产，切入固废领域；2011 年收购南海燃气发展 25% 股权，开展燃气业务；2016 年，携手瑞曼迪斯，布局危废领域。通过一步步的精心布局，公司发展成为公用事业大平台。

图 1：瀚蓝环境发展大事记



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

固废处理业务：公司固废处理业务实现包括前端的垃圾集中压缩转运；中端的生活垃圾焚烧处理、污泥干化焚烧处理、餐厨垃圾处理；以及末端的渗滤液处理、飞灰处理在内的全产业链覆盖。其中，垃圾焚烧发电处理业务规模 18350 吨/日，垃圾压缩转运规模 4000 吨/日，污泥处理规模 1350 吨/日，餐厨垃圾处理规模 1150 吨/日，业务市场包括广东、福建、湖北、河北、辽宁、贵州、黑龙江等 7 个省市，业务规模居全国前列。

供水业务：拥有供水服务全产业链，包括取水、制水、输水到终端客户服务。公司目前供水设计能力 158 万立方米/日，其中一家单厂日供水规模 100 万立方米。供水范围覆盖全南海区 1000 多平方公里，服务人口 300 万人，供水水质一直达到并优于国家规定的水质标准。

污水处理业务：拥有包括污水处理管网维护、泵站管理、污水处理厂运营管理的污水处理服务全产业链。通过 BOT、TOT 和委托运营等方式，拥有约 20 个污水处理项目的特许经营权，目前污水处理规模约 60 万立方米/日。

燃气业务：公司燃气业务主体是佛山市南海燃气发展有限公司，也是佛山市南海区唯一一家燃气公司，目前公司持股比例 70%。

图 2：公司旗下四大业务板块



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

1.2 地方国资委为实际控制人

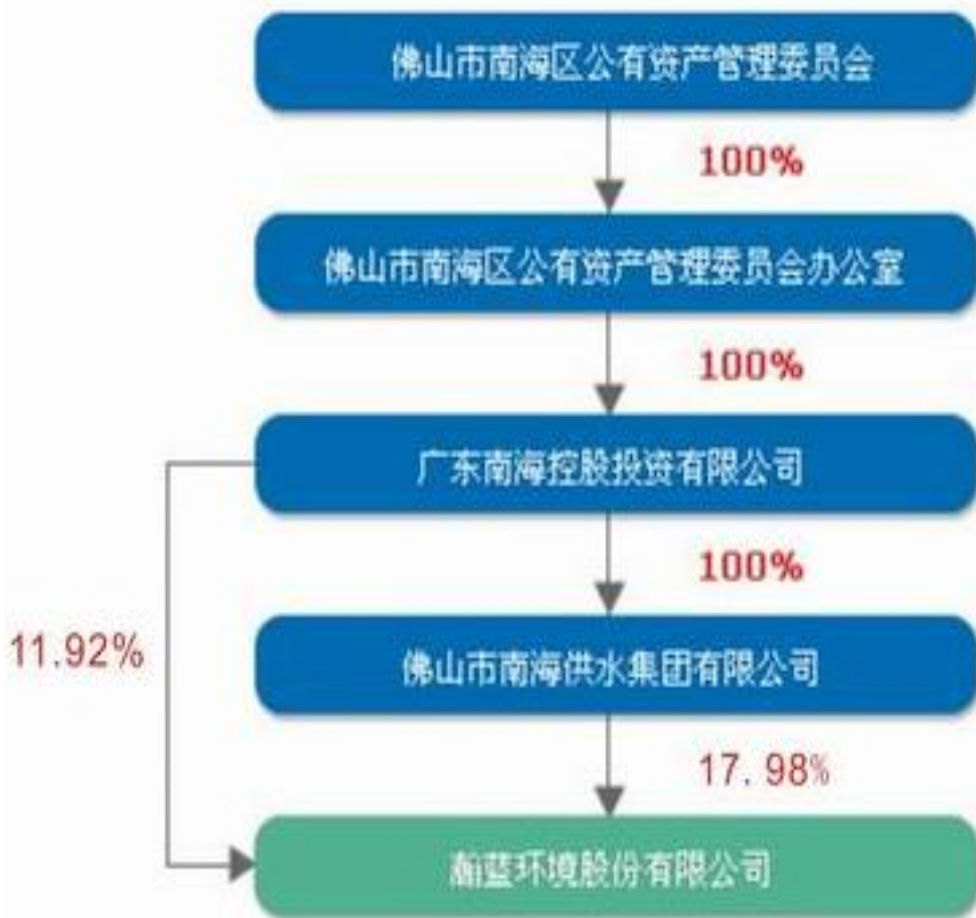
截至 2016 年中报，公司总股本 7.66 亿股，佛山市南海供水集团有限公司为公司控股股东，持有其 17.98% 股份；佛山市南海区国有资产管理委员会为公司实际控制人。广东南海控股直接加间接持有股权比例和表决权比例为 30.61%。

表 1：公司股权分布情况

股东名称	股数（万股）	持股比例（%）	附注
佛山南海供水集团	13777.9	17.98	A 股流通股
广东南海控股投资公司	9681.4	12.63	A 股流通股
创冠环保（香港）	9101.9	11.88	限售流通 A 股
佛山市南海城市建设投资公司	4653.5	6.07	限售流通 A 股
华兴集团	2351.4	3.07	A 股流通股
恒健资本管理	1500	1.96	A 股流通股
李贵山	1000	1.31	A 股流通股
广东盐业集团	1000	1.31	A 股流通股
香港中央结算（沪股通）	892.7	1.17	A 股流通股
长城国融投资	885.8	1.16	A 股流通股
合计	44844.6	58.54	

资料来源：wind，东兴证券研究所

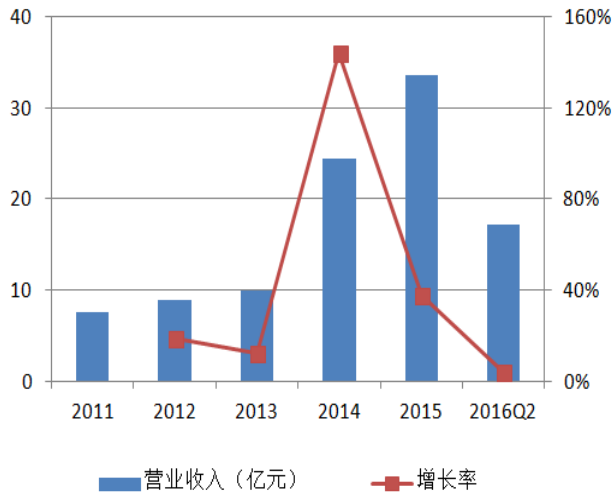
图 3：控股股东股权关系



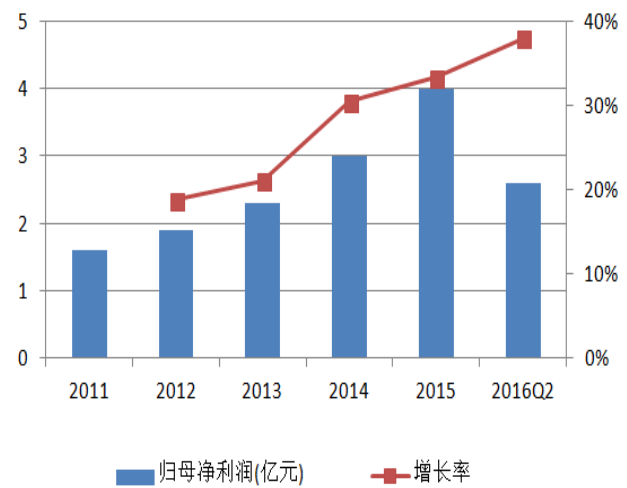
资料来源：公司官网，东兴证券研究所

1.3 经营风格稳健，固废处理业务占比提升

2015 年公司实现营收 33.57 亿元，同比增长 38%，归母净利润 4.03 亿元，同比增长 31%。2016 年上半年公司营收 17.24 亿元，同比增长 3.6%，归母净利润 2.62 亿元，同比增长 38%。整体上看公司经营风格稳健，费用控制稳定，净利润逐年上升。近两年营收的大幅增长主要来自于燃气业务和固废业务的外延并购（2014 年燃气业务并表、2015 年固废业务并表），而营收和利润增幅不匹配的主要原因是燃气业务的销售价格及采购价格均有下调，利润差则保持了相对稳定。

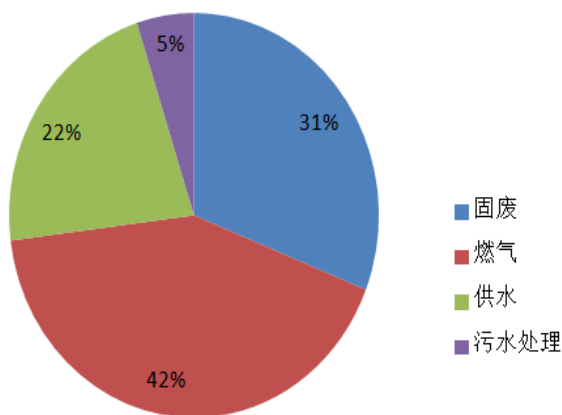
图 4: 2011-2016 年瀚蓝环境营业收入及增长率


资料来源: wind, 东兴证券研究所

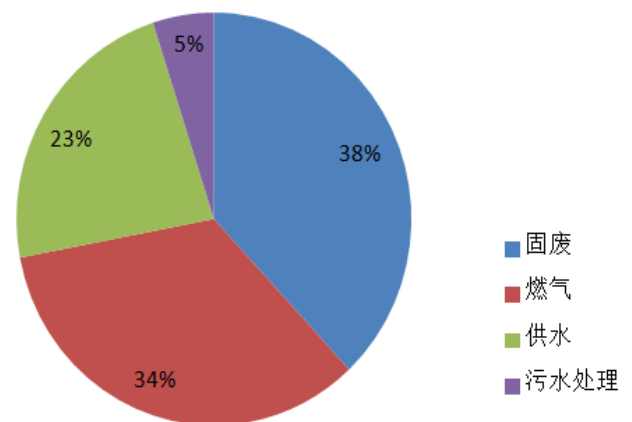
图 5: 2011-2016 年瀚蓝环境归母净利润及增长率


资料来源: wind, 东兴证券研究所

2016 年上半年, 固废处理业务营收 6.38 亿元, 同比增长 25%; 供水业务营收 3.79 亿元, 同比增长 22%; 收增值税调整影响, 污水处理业务营收 7799 万元, 同比下降 17%; 受国际油价影响, 燃气业务销售和采购价格同步下调, 燃气业务营收 5.8 亿元, 同比下降 15%。从收入结构看, 固废处理业务营收占比明显上升, 同时由于该业务毛利率较高, 也带动了公司盈利水平的提高。未来, 公司业务重心向固废处理领域倾斜的力度加大, 该业务将逐步成为公司成长的核心动力。

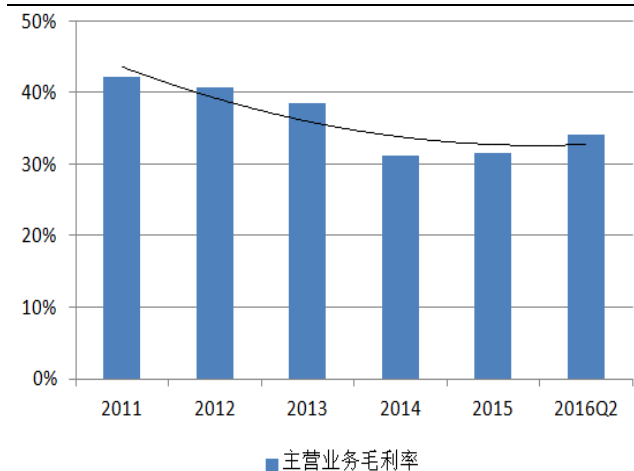
图 6: 瀚蓝环境 2015 年营业收入拆分


资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 7: 瀚蓝环境 2016 年上半年营业收入拆分


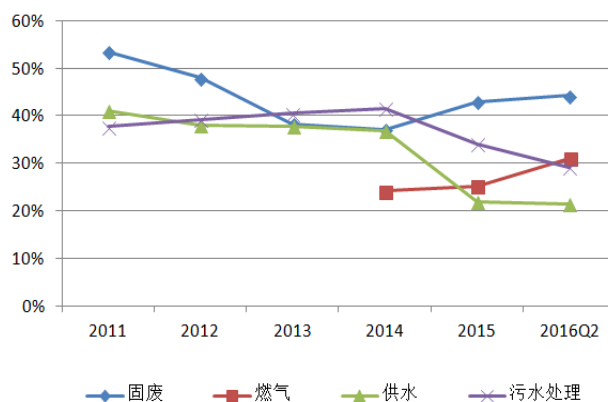
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 8：2011-2016 年瀚蓝环境主营业务毛利率



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 9：2011-2016 年瀚蓝环境各板块业务毛利率



资料来源：wind、东兴证券研究所

2. 攻：大固废产业持续出击，成效显著

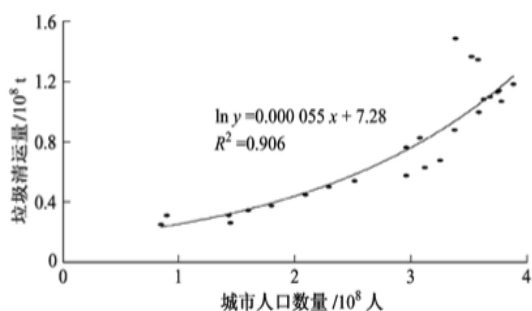
2.1 垃圾焚烧走出广东，快速扩大影响力

结合我国国情和技术成熟度，焚烧发电作为当前最符合实际需求的垃圾处理方式将在未来五年中进一步得到快速推广。根据国家规划到“十三五”末期焚烧占比将超过 50%，据此计算相关项目投资将达到 1500 亿元。

2.1.1 未来五年垃圾焚烧行业快速增长

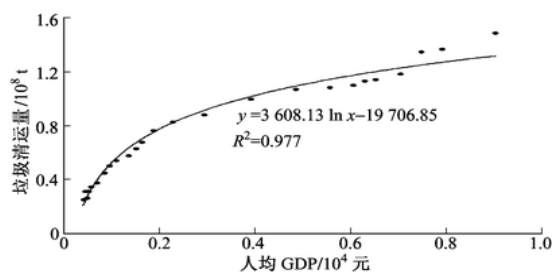
垃圾清运量稳步上升扩大市场空间。垃圾清运量与城镇化率、人均 GDP 高度相关。“十二五”期间，随着我国城镇化率的上升以及人民生活水平的不断提高，我国垃圾清运量稳步上升，2015 年末全国垃圾清运量达到 2.5 亿吨，年均复合增长率约 2.1%。

图 10：城镇化率与垃圾清运量拟合曲线



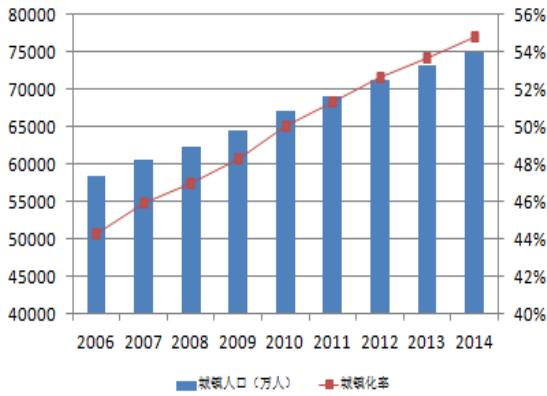
资料来源：中国知网，东兴证券研究所

图 11：人均 GDP 与垃圾清运量拟合曲线



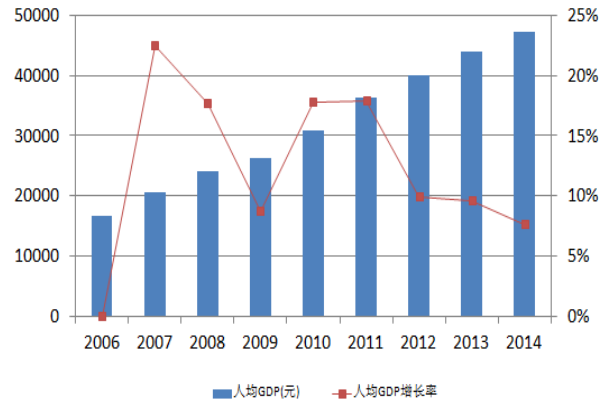
资料来源：中国知网，东兴证券研究所

图 12: 2006-2014 年中国城镇人口数量及城镇化率



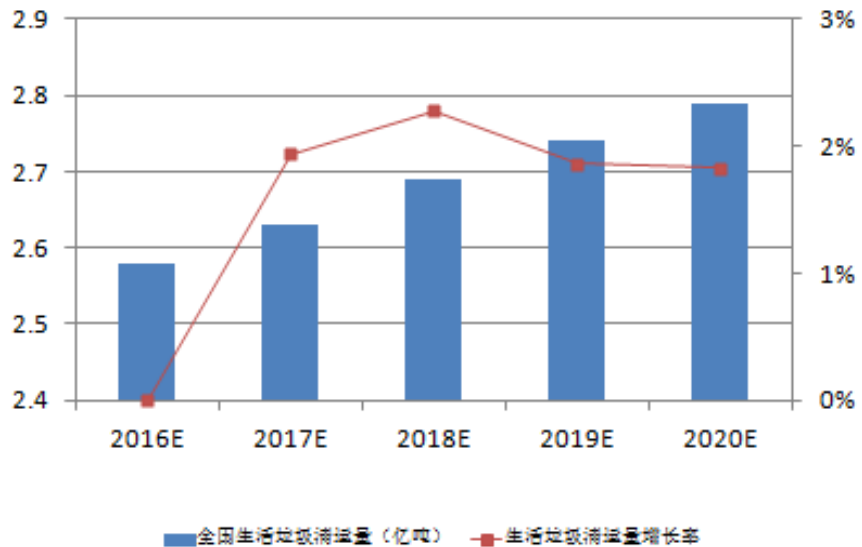
资料来源：国家统计局，东兴证券研究所整理

图 13: 2006-2014 年我国人均 GDP 及增长率



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所整理

图 14: 2016-2020 年全国垃圾清运量预测



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

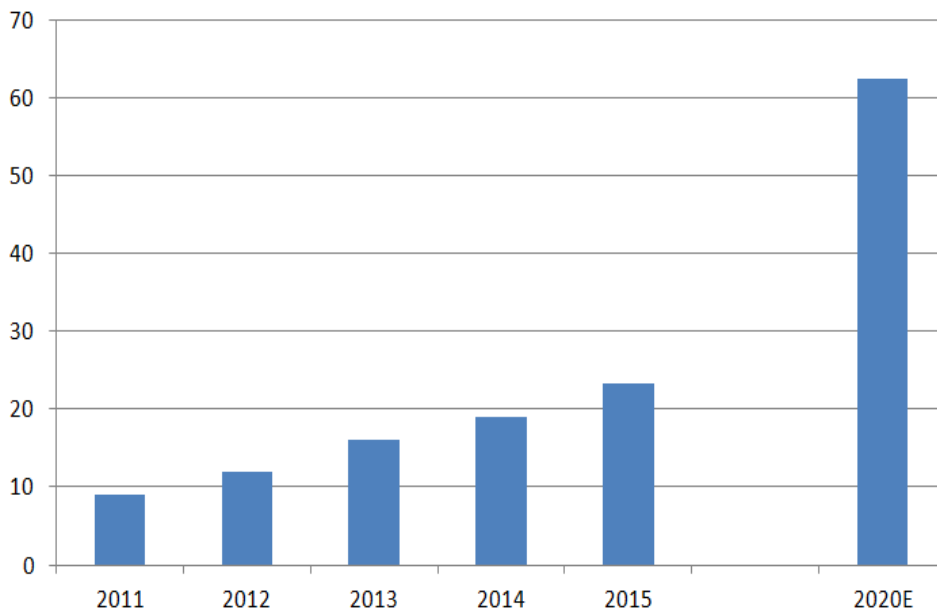
填埋场部分产能被焚烧替代。截止 2015 年，全国卫生填埋场数量约 1800 座，其中城市 600 座左右，县乡 1200 座左右。预计“十三五”期间部分已有垃圾填埋场将随着接收能力临近限值逐步关闭，同时土地资源稀有的城市开始研究关闭填埋场并在原址建设垃圾焚烧厂方案，这些都为垃圾焚烧行业的发展进一步释放了市场空间。此外，垃圾填埋场将会从以前的普通生活垃圾填埋向处置生活垃圾焚烧填埋物转型，包括生活垃圾焚烧处理后的水、气、渣，如稳定化飞灰和炉渣，低浓度的填埋气体、硫化氢气体，以及低浓度渗滤液残余液等。通过角色定位的变化，在完成填埋场转型的同时，

继续推动垃圾焚烧产能的扩大。

未来五年复合增长率超过 14%。截止 2015 年底，全国城市焚烧能力合计 23.2 万吨/日，距离达到“十二五”规划的 30.7 万吨/天的目标仍有 7.4 万吨/日的缺口，其主要原因主要有两方面：一是不时爆出的邻避事件严重拖慢了各地项目建设推进；二是一些地方政府在项目投建上具有地方保护主义倾向，导致项目进度不达预期。

根据新出台的“十三五”生活垃圾规划，到 2020 年全国新建成垃圾无害化处理能力 49 万吨/日，生活垃圾焚烧能力占无害化处理比重超过 50%。除去在建产能，“十三五”期间仍需兴建 30 万吨/天的新项目，以 50 万元/吨投资计算，总投资将达到 1500 亿元，年复合增长率超过 14%，较“十二五”期间 25% 的年均增长率虽有下降，仍然较为可观。

图 15: 我国建成垃圾焚烧处理能力变化图（万吨/日）



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所整理

2.1.2 收购创冠中国，垃圾焚烧产能跻身全国前十

2014 年，公司以 18.5 亿元对价收购创冠中国 100% 股权，其中以现金方式向创冠香港支付 11 亿元，以发行股份方式支付 7.5 亿元。创冠中国承诺 2014 年到 2016 年三年净利润分别不低于 6844 万元、10505 万元以及 6380 万元。

创冠中国成立于 2004 年，总部设于中国厦门，主要通过 BOT、BOO、BT 等方式投建运营包括生活垃圾、餐厨垃圾以及污泥等各类固废综合处理项目，拥有成功的业务模式和丰富的运营经验。当前在国内拥有十个垃圾焚烧项目，已投运产能 6600 吨/日，另有多地项目处于在建或筹建状态，未来有望新增 4750 吨/日的产能。

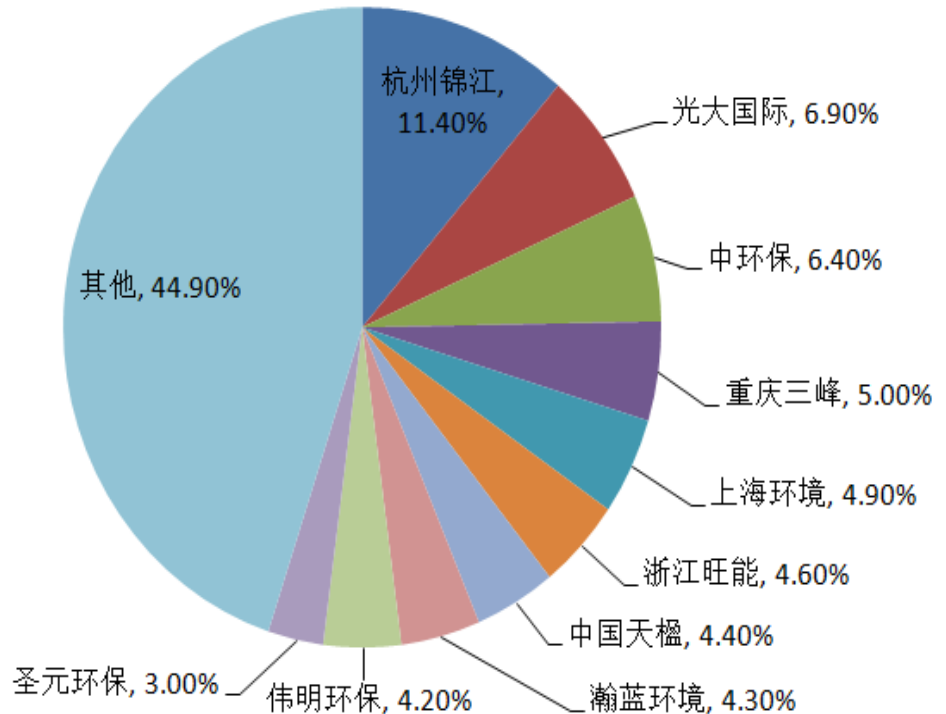
表 2: 创冠中国在手垃圾焚烧项目汇总

项目子公司	地点	签约时间	处理能力(吨/日)	特许经营期(年)	处置费(元/吨)	年发电量(亿千瓦时)	状态
创冠晋江	福建	2003.12	1800	30	70	1.6	投运
创冠黄石	湖北	2009.5	1200	27	49, 70	1.92	一期投运 二期 2016 年底投运
创冠福清	福建	2009.9	900	27	61.5	1.14	投运
创冠孝感	湖北	2010.4	1050	27	55	1.16	未投运
创冠安溪	福建	2009.8	600	30	63	0.72	投运
创冠惠安	福建	2009.2	1200	27	70	0.76	投运
创冠廊坊	河北	2009.12	1000	27	58	1.51	投运
创冠大连	辽宁	2012.7	1000	27	78	0.9	未投运
创冠建阳	福建	2009.8	600	30	60	0.7	投运
创冠中国	贵阳	2013.5	2000	30	65	1.8	未投运

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

收购创冠中国, 一方面使得公司垃圾焚烧产能从 3000 吨/日扩大到 14350 吨/日, 市场占有率从 0.79% 提高到 4.30%, 一举跻身垃圾焚烧发电行业第一梯队, 更重要的是公司业务扩张到全国 7 个省市, 真正打破了地域限制, 为后续持续增长打下了坚实基础。

图 16: 国内垃圾焚烧发电市场格局



资料来源：E20 研究院，东兴证券研究所

2016 年 2 月份，公司全资子公司瀚蓝固废以 3000 万元购买漳州中雁 70% 股权，获得漳州南部生活垃圾焚烧发电厂特许经营权，新增 1000 吨/日产能的同时进一步彰显了公司在垃圾焚烧发电行业大展宏图的决心。

2.2 切入危废领域，市场关注度升温

在多重因素的共同作用下，危废领域受到的关注度越来越高。

2.2.1 危废是当前最景气固废子领域

政策法规齐下，推动产业发展。我国危废处理处置行业起步较晚，且前期行业管理发展较慢，从 1990 年开始起步，到 1996 年初步形成相关管理体系，2008 年发布《国家危险废物名录》，经历了一个比较长的探索过程。事实上危废处理处置行业也是从“十一五”期间进入发展快车道，相应的国家出台了多部政策法规，从发布密度可以明显看出行业发展在加速。

表 3：近年危废政策一览表

时间	政策文件
1998 年	《国家危险废物名录》
2001 年	《危险废物污染防治技术政策》
2003 年	《医疗废物管理条例》、《医疗废物分类目录》等，非典爆发
2004 年	《全国危险和医废处置设施建设规划》、《危险废物经营许可证管理办法》；
2005 年	《关于实行危废处置收费制度促进危废处置产业化的通知》
2008 年	第 2 版《国家危险废物名录》
2012 年	《“十二五”危废污染防治规划》
2013 年	《最高人民法院、最高人民检察院关于办理环境污染刑事案件适用法律若干问题的解释》
2016 年	《国家危险废物名录(2016)》

资料来源：政府网站，东兴证券研究所

天津港爆炸事件、常州毒土事件引发涉危行业空前关注。2015 年 8 月 12 日，天津滨海新区瑞海公司危险品仓库发生爆炸，造成 173 人遇难、233 人受伤，直接经济损失超过 700 亿。天津港事件之后，环保部针对涉危涉化行业的专项检查和处理行动不断，目前，《国家危险废物名录（2016）》已正式发布，我们预计未来还会持续有新的政策法规和规章条例出台。

图 17：天津港爆炸俯拍图

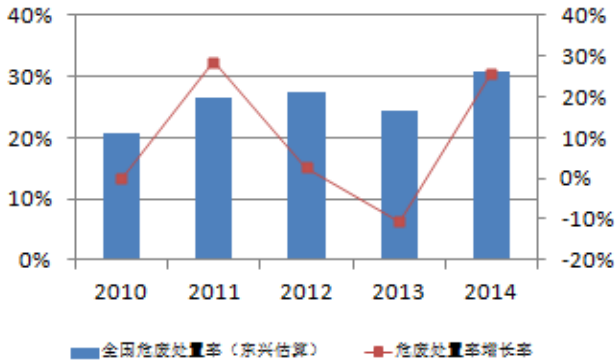

资料来源：新浪新闻，东兴证券研究所

图 18：天津港爆炸现场


资料来源：新浪新闻，东兴证券研究所

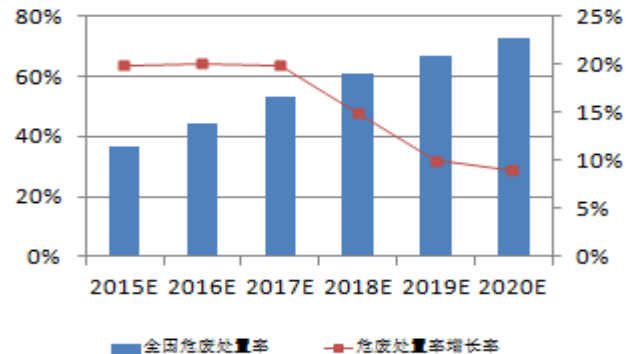
市场空间巨大，未来五年市场复合增长率 15%。我国每年产生的危废总量在 1 亿吨左右，而核发的危废牌照总计 4500 万吨左右，行业空间巨大。由近年危废处置率变化图可以看出在 2014 年处置率有了明显上扬，同比增长率超过 20%。我们预计最近两年危废处置率增长率将保持在 20%左右，整个“十三五”期间年复合增长率约 15%，到 2020 年处置率将达到 73%。假设新增处置空间资源化与无害化各占 50%的话，以资源化 2000 元/吨，无害化 3000 元/吨的收入计算，市场增量空间将在 1075 亿元。

图 19: 2010-2014 年全国危废处置率变化图（东兴估算）



资料来源：环保部，东兴证券研究所整理

图 20: 2015-2020 年全国危废处置率预测



资料来源：环保部，东兴证券研究所整理

2.2.2 内生外延快速布局危废业务

携手瑞曼迪斯，抢占本地危废市场。2016 年 5 月，公司宣布与德国瑞曼迪斯公司共同成立佛山瀚蓝瑞曼迪斯环境服务公司，注册资本 1000 万元，瀚蓝环境股权占比为 51%，瑞曼迪斯占比 49%。瑞曼迪斯集团是全球领先的环境服务企业，在全球 35 个国家地区运营 824 座环境保护设施及工厂，业务涵盖污水处理、市政垃圾、工业垃圾处理以及危废领域。在危险废弃物领域拥有世界领先的技术和管理经验，旗下拥有危废处理厂 126 个，危废焚烧厂 3 个。

图 21: 瑞曼迪斯德国工厂



资料来源：新浪新闻，东兴证券研究所

图 22: 双方签约现场



资料来源：新浪新闻，东兴证券研究所

- ◆ **佛山地区危废处理需求空间大。**佛山本地危废处置能力低且资质不足，具有危废经营许可证的企业仅有 6 家，只能处理 49 类危险废物中的 8 种，且不具备最终处置

能力，远远无法满足当地处置需求。2014年，佛山市工业危废产生量6.9万吨，外运处置量为5.02万吨，外运处置率为73%。

- ◆ **佛山市相关规划推动危废项目落地。** 相关文件提出针对危废处置能力不足的现状，建议南海、顺德两区分别建设绿色工业服务项目，承担市内危废处置任务。南海区设施一并承接禅城区和三水区危险废物，顺德区一并承接高明区危险废物，该项目得到了政府部门的大力支持和重要批示。

根据规划，合资公司预期投资5亿元，年处理危废能力5万吨，技术主要采用焚烧和物化，处理价格约为4000元/吨。双方的合作一方面可以帮助瀚蓝抢占佛山危废市场，另一方面为公司积累行业经验，逐步外延发展打下了良好的基础。

收购威辰环境，开启外延步伐。 2016年8月，公司拟以不超过1.3亿元人民币收购威辰环境70%的股权。威辰环境为凯程环保全资子公司，当前拥有22万吨/年的危废处理规模，包括工业废渣回收处置利用、电子废弃物处置等。而凯程环保是黄石市唯一的危废应急处置单位，也是目前湖北省规模最大的危废处理项目，拥有湖北省唯一的工业废渣综合治理及资源化利用火、湿法双重萃取生产线。

此次收购完成后，公司危废处理业务规模增至27万吨/年，行业影响力大大提升。同时由于项目位于黄石，比邻创冠黄石的垃圾焚烧项目，有利于形成产业集聚和协同效应，巩固华中地区布局的同时扩大品牌影响力。

2.3 南海固废产业园模式异地复制之路开启

南海固废产业园位于佛山市南海区，由公司的全资子公司南海绿电负责运营，园区目前由两个垃圾焚烧发电项目、一个污水处理项目、一个污泥处理项目、一个餐厨垃圾处理项目、一个渗滤液项目、一个灰渣处理项目以及十个转运站项目组成。

图 23: 南海固废产业园全景



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 4：南海固废产业园项目一览

项目名称	投运时间	产能（吨/日）	平均处理费（元/吨）
垃圾焚烧项目一期	2011 年	1500	95
垃圾焚烧项目二期	2015 年	1500	95
污泥处理项目	2013 年	450	450
餐厨垃圾项目	2015 年	300	-
渗滤液项目	2012 年	600	-
灰渣处理项目	2013 年	100	1150
垃圾压缩转运站	2013 年	4000	75

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

园区通过整合污水以及不同固废中不同的工序，实现了上游废物作为下游原料的循环利用，成为能够提供多种垃圾整体解决方案的终极专家。此外，通过产业链的布局，垃圾收集、转运、焚烧一整道工序都能在园区内完成，大大提高了垃圾处理的效率。我们认为，这种能够提供一揽子固废处理解决方案的产业园模式最易受到地方政府青睐，在未来实现异地复制和项目输出。

2016 年 9 月 30 日公司公告，全资子公司瀚蓝固废中标“广东顺控环境投资有限公司通过公开市场实施增资扩股项目”。瀚蓝固废与顺控环投控股股东广东顺控发展股份有限公司两方共同出资组建一家运营公司，负责顺控环投热电项目建成投产后的生产运营，瀚蓝固废占运营公司 70% 的股权。顺控环投目前负责顺德区固废处理项目建设，包括生活垃圾 3000 吨/日、污泥处理 700 吨/日、餐厨垃圾处理，项目总投资预估 18 亿元（不含餐厨垃圾处理）。该项目正是佛山市力推的固废处理产业园模式复制的代表作，对于公司固废处理业务拓展和影响力的提升具有战略性意义，有望逐步拓展到省外乃至全国。

3. 守：水务燃气区域垄断，经营稳健

3.1 受益水价调整，供水业务盈利提升

公司目前日供水能力 136 万立方米，超过佛山市南海区总供水量的 80%，供水范围覆盖南海区所有区域。公司经营主体包括桂城水厂、第二水厂、九江水厂以及新桥水厂。

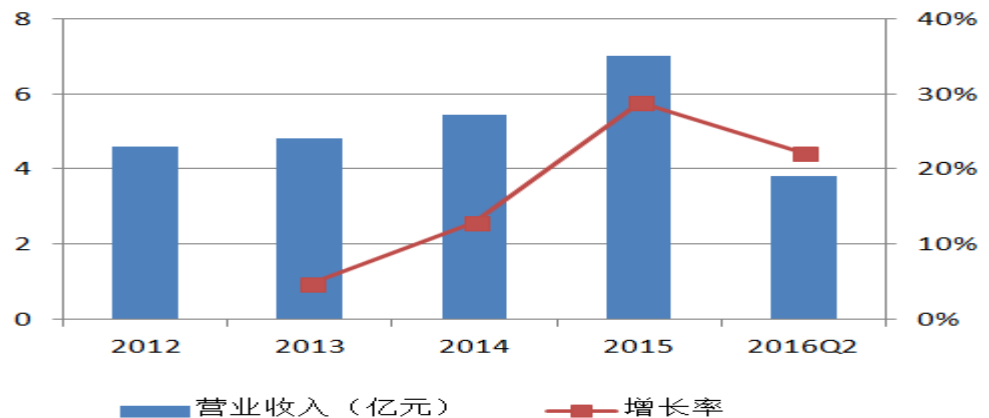
表 5：公司持有水务资产

水厂	日制水能力（万立方米）	增量方式	持股比例
桂城水厂	38	注入	100%
第二水厂	75	收购	100%
九江水厂	13	收购	60%
新桥水厂	10	收购	100%

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

公司具备供水全产业链服务能力，近年营收稳步上扬。公司拥有广东省省级水质监测站，具有超过 180 项多项通过计量认证的检测能力，出厂水和管网水水质综合合格率优于国家标准。另外，公司管网资产完整，供水管网呈环形相通相连，具备多厂联网安全供水能力和快速应急处理能力。2012 年起，公司供水业务营收呈快速增长状态。

图 24：2012-2016 年上半年公司供水业务营收及毛利率



资料来源：wind，东兴证券研究所

水价调整提升供水业务盈利能力。近一年间，南海区终端用水价格进行了三次调整，最终提高了各类别用水价格约 15%，进一步推动了公司供水业务的营收增长。

表 6：南海区供水价目表

用水类别	单价（元/m ³ ）	
居民阶梯水价	第一级 ≤ 23m ³	1.85
	23m ³ < 第二级 ≤ 36m ³	2.75
	第三级 > 36m ³	5.45
非居民用水水价	2.45	
特种水水价	4.43	
趸售镇级水价	1.572	
趸售村委水价	1.637	

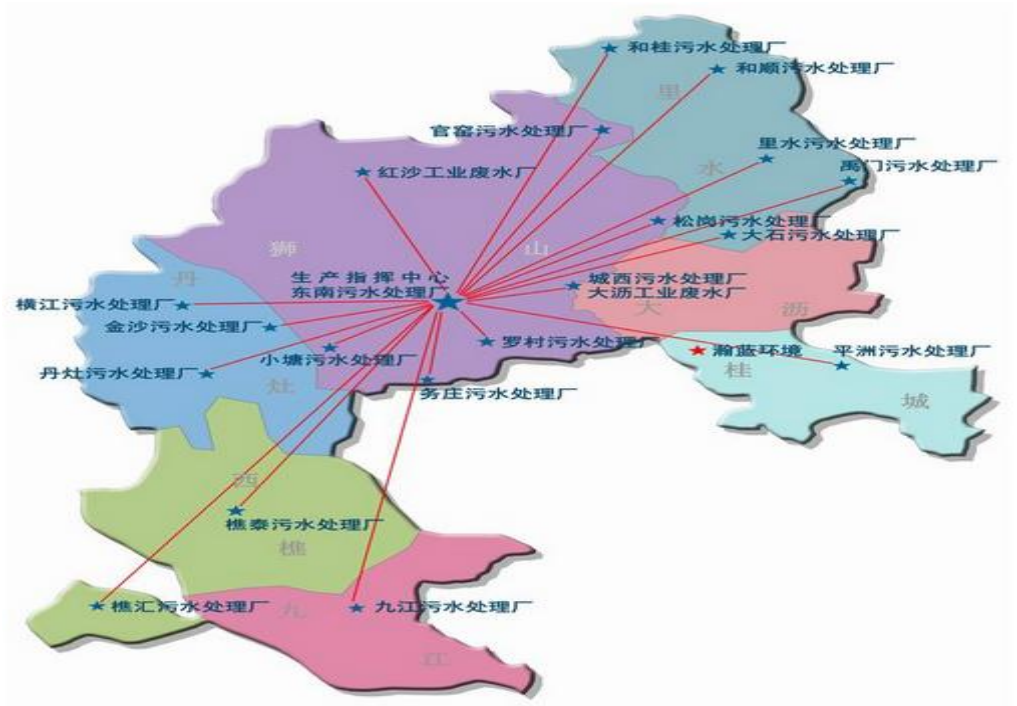
资料来源：佛山市水务局，东兴证券研究所

售水结构改变，增厚公司利润。2015 年之前，公司售水结构以趸售为主，占比超过 70%。随着终端合作供水整合工作的顺利开展，公司的售水模式逐步从趸售转为直供水模式。由于直供水价要高于趸售水价，因此模式调整后公司利润将会得到提升，同时回款周期变短，有利于保证经营现金及时回流。

3.2 污水处理业务有待横向拓展

公司通过 BOT、TOT 和委托运营等方式，拥有 18 个污水处理项目的特许经营权。公司污水处理业务保持稳定经营状态，下属污水处理项目运营良好，当前处理规模约 53.8 万立方米/日。

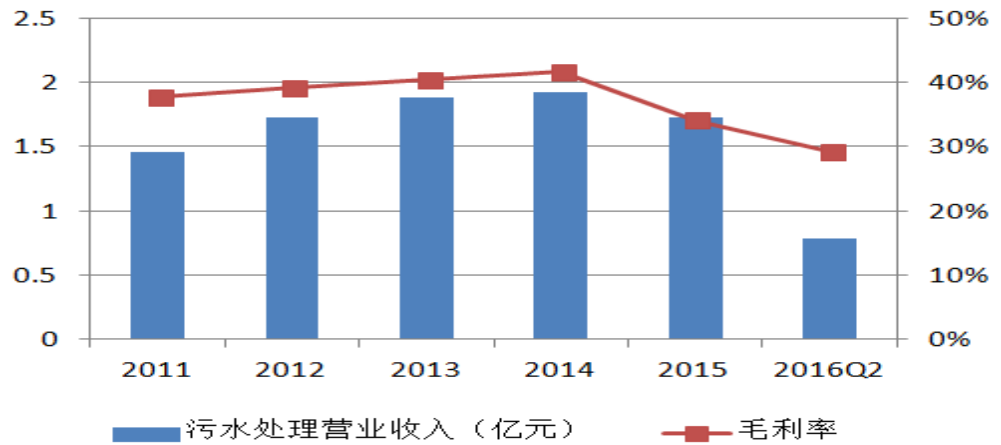
图 25: 瀚蓝环境污水处理厂分布图



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

78 号文导致污水处理业务盈利能力下滑。2015 年 7 月起，污水处理劳务以及再生水劳务开始征收增值税，返还额度由全额改为 70% 和 50%，污水处理免税时代终结。受该政策影响，公司污水处理业务营收和毛利率出现下滑。

图 26: 2011-2016 上半年公司污水处理营业收入及毛利率



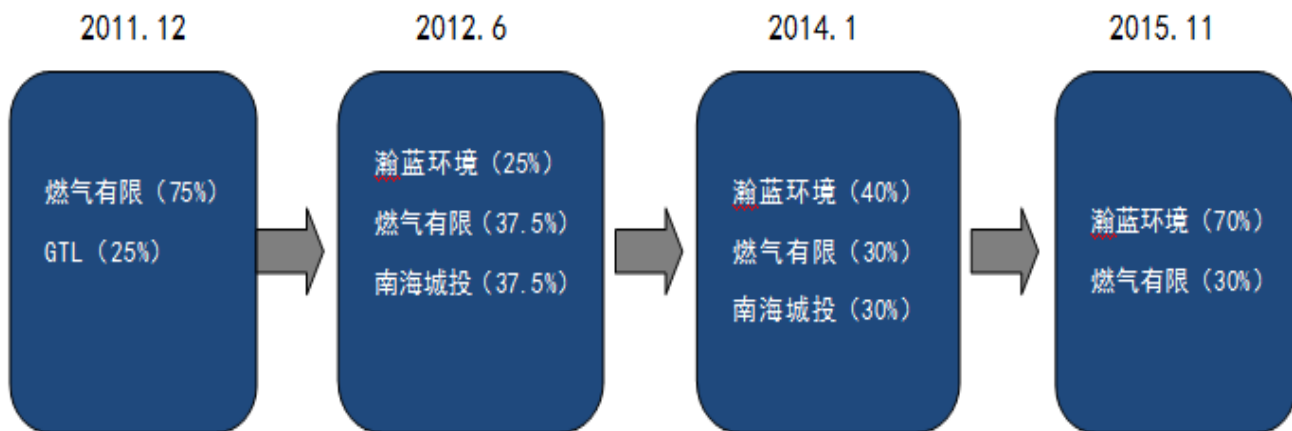
资料来源：wind，东兴证券研究所

公司污水处理业务有待向工业废水方向拓展。佛山市城镇污水处理率已经超过 95%，逐步趋于饱和，而工业废水处理率比较低，提升空间较大。长远来看，作为当地重要的公用事业平台，一方面有责任承担起解决工业废水处理问题的任务，另一方面工业废水盈利状况更好，对于公司整体污水处理板块经营的提升大有帮助。

3.3 燃气业务稳步向前

公司燃气业务运营主体为南海燃气发展，当前公司拥有其 70% 股权，并公告计划在近期将其全资控股。

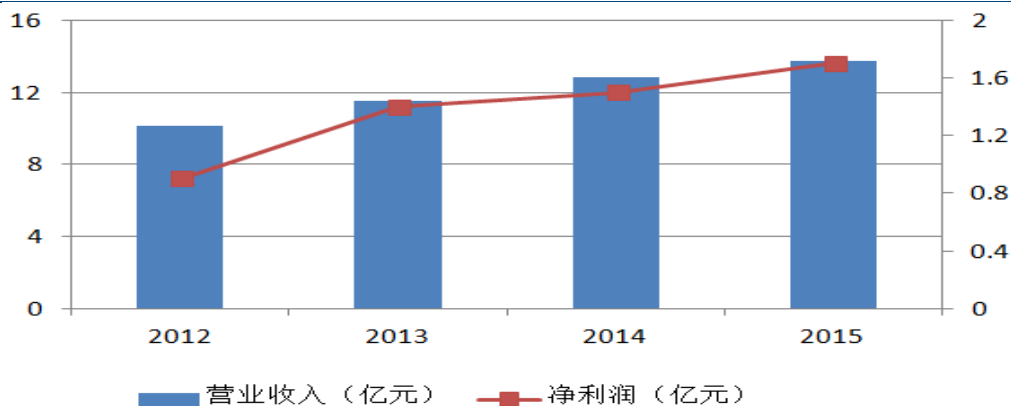
图 27：燃气发展股权变动历程



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

手握特许经营权，业务收益稳定。燃气发展是南海区唯一一家拥有管道天然气供应经营权的企业，凭借许可权保障了公司在南海地区获得持续稳定的收益。此外，公司通过开发新客户及内部管理挖潜，持续提高燃气业务收益。

图 28：2012-2015 年燃气发展营业收入及净利润



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

燃气资产版图不断扩大,区域优势愈加巩固。一方面,公司正在筹划非公开发行事项,拟以发行股份加支付现金的形式收购燃气有限手中的 30%燃气发展股权,将其全资控股;另一方面,公司股东南海控股承诺在一定时限内将子公司燃气有限手中的汽车燃气销售资产优先考虑注入公司以解决同业竞争问题,如今时限将近,注入预期强烈。上述资产注入后,公司燃气业务的区域主导优势将更加明显,业务覆盖整个南海区同时辐射周边,整体供气规模位居全省前列。

4. 携手复星, 强强联合

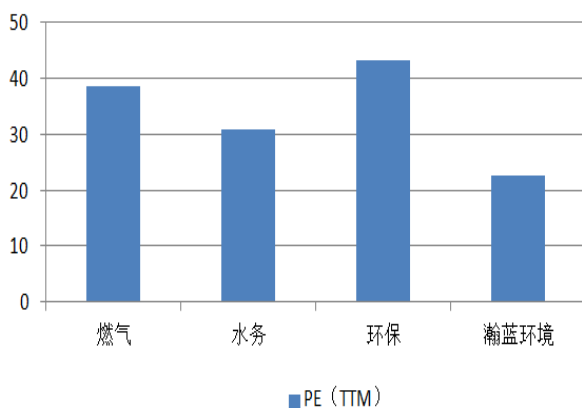
2015年2月,公司与复星集团旗下复星惟实合资设立上海复瀚环保投资管理有限公司,注册资本5亿元。其中复星出资3.5亿元,占注册资本70%,瀚蓝环境出资1.5亿元,占比30%。合资公司经营方向为以与瀚蓝环境主营业务相关、能形成规模或协同效应的、行业前景看好、且受国家政策支持 and 鼓励的行业和企业为主。2015年11月,公司发布定增预案,复星集团董事长郭广昌实际控制的惟再投资再次参与其中,虽然增发后来中止,但公司引入战略投资者的决心没有改变,复星集团在国内有着突出的政府资源和产业经验,在节能环保领域也有广泛的投资,双方在资本市场的合作意愿依然强烈。

5. 盈利预测及估值

我们预计公司2016-2018年主营收入分别为36.79亿、42.28亿和49.07亿元,归母净利润分别为5.03亿、6.03亿和7.22亿元,对应EPS分别为0.66元、0.79元和0.94元,对应PE分别为23倍、19倍和16倍。

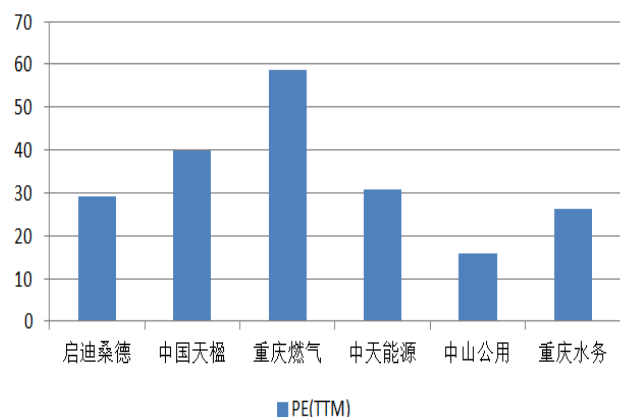
公司水务燃气业务稳健,提供稳定增长,同时固废业务发展势头迅猛,有望助力公司业绩大幅提升。通过对比行业以及可比公司估值水平,我们给予公司2017年30倍估值,对应目标价23.7元,维持公司“强烈推荐”评级。

图 29: 行业估值水平分析 (截止 2016/10/29)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 30: 可比公司估值水平分析 (截止 2016/10/29)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

6. 风险提示

固废项目推进不达预期。

表 7: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	1556	1931	3230	4667	6167	营业收入	2435	3357	3679	4228	4907
货币资金	854	1379	2587	3907	5265	营业成本	1678	2300	2501	2875	3337
应收账款	213	242	302	348	403	营业税金及附加	15	26	29	34	39
其他应收款	50	36	40	46	53	营业费用	72	75	74	85	103
预付款项	296	56	81	110	143	管理费用	120	218	221	254	294
存货	97	139	137	158	183	财务费用	95	246	220	220	220
其他流动资产	40	73	83	99	120	资产减值损失	2.17	-0.52	2.00	2.00	2.00
非流动资产合计	9424	10428	9443	8561	7724	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	20	20	20	20	投资净收益	0.00	5.19	5.00	5.00	5.00
固定资产	3005.15	3490.78	4268.84	3846.65	3424.46	营业利润	454	498	636	764	917
无形资产	4242	5065	4559	4103	3693	营业外收入	17.23	87.82	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	280	32	0	0	0	营业外支出	3.85	9.99	1.00	1.00	1.00
资产总计	10980	12359	12673	13227	13891	利润总额	467	576	645	773	926
流动负债合计	3652	3221	3308	3611	3975	所得税	116	130	142	170	204
短期借款	118	165	0	0	0	净利润	352	446	503	603	722
应付账款	895	1016	1165	1339	1554	少数股东损益	43	43	0	0	0
预收款项	107	185	295	422	570	归属母公司净利润	309	403	503	603	722
一年内到期的非	759	1162	1162	1162	1162	EBITDA	4910	6048	1785	1862	1969
非流动负债合计	3640	4225	4250	4260	4270	EPS (元)	0.49	0.53	0.66	0.79	0.94
长期借款	2796	3157	3157	3157	3157	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
应付债券	451	0	0	0	0						
负债合计	7291	7445	7558	7871	8246	成长能力					
少数股东权益	359	519	519	519	519	营业收入增长	143.18%	37.85%	9.58%	14.94%	16.05%
实收资本 (或股	717	766	766	766	766	营业利润增长	70.93%	9.62%	27.88%	20.04%	19.97%
资本公积	1060	1745	1745	1745	1745	归属于母公司净利润增	24.96%	19.76%	24.96%	19.76%	19.74%
未分配利润	1178	1481	1229	928	567	获利能力					
归属母公司股东	3329	4394	4564	4805	5093	毛利率(%)	31.11%	31.48%	30%	33%	34%
负债和所有者权	10980	12359	12673	13227	13891	净利率(%)	14.44%	13.28%	13.69%	14.26%	14.71%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	2.81%	3.26%	3.97%	4.56%	5.20%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	9.27%	9.17%	11.03%	12.55%	14.17%
经营活动现金流	829	1263	1840	1899	2008	偿债能力					
净利润	352	446	503	603	722	资产负债率(%)	66%	60%	60%	60%	59%
折旧摊销	4360.58	5304.30	0.00	422.19	422.19	流动比率	0.43	0.60	0.98	1.29	1.55
财务费用	95	246	220	220	220	速动比率	0.40	0.56	0.94	1.25	1.51
应收账款减少	0	0	-60	-45	-56	营运能力					
预收帐款增加	0	0	110	127	147	总资产周转率	0.30	0.29	0.29	0.33	0.36
投资活动现金流	-1067	-1682	60	3	3	应收账款周转率	17	15	14	13	13
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.07	3.51	3.37	3.38	3.39
长期股权投资减	0	0	25	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	0	5	5	5	5	每股收益(最新摊薄)	0.49	0.53	0.66	0.79	0.94
筹资活动现金流	357	946	-692	-582	-653	每股净现金流(最新摊	0.17	0.69	1.58	1.72	1.77
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.64	5.73	5.96	6.27	6.65
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	138	49	0	0	0	P/E	30.65	28.34	22.86	19.09	15.94
资本公积增加	514	685	0	0	0	P/B	3.23	2.62	2.52	2.40	2.26
现金净增加额	119	526	1208	1320	1358	EV/EBITDA	2.86	2.42	7.42	6.40	5.36

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

庞天一

吉林大学环境科学硕士，3年环保产业从业经验，2016年加盟东兴证券研究所。

刘博

中国人民大学经济学博士，1年证券行业研究经验，2016年加盟东兴证券研究所。

于洋

香港大学工学硕士，4年环保产业从业经验，2016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。

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。