

# “大固废”布局持续发力，优质资产贡献充沛现金流

## ——瀚蓝环境(600323.SH)公司深度报告

公司深度研究

邱懿峰(分析师)

010-69004648

qiuyifeng@xssdzq.cn

证书编号: S0280517080002

黄红卫(联系人)

010-69004537

huanghongwei@xssdzq.cn

证书编号: S0280118010010

赵腾辉(联系人)

010-83561349

zhaotenghui@xssdzq.cn

证书编号: S0280118020015

推荐(维持评级)

市场数据

时间 2018.08.23

收盘价(元):

13.95

一年最低/最高(元):

12.56/17.0

总股本(亿股):

7.66

总市值(亿元):

106.89

流通股本(亿股):

7.66

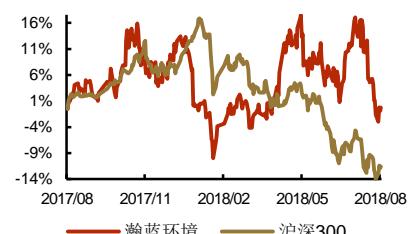
流通市值(亿元):

106.89

近3月换手率:

63.12%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-6.31	0.1	11.19
绝对	-11.61	-15.22	-0.65

相关报告

《业绩持续快速增长，超出市场预期》  
2018-08-07

《2018年Q1业绩持续向好，超出市场预期》  
2018-04-26

《创冠香港减持完毕，瀚蓝环境估值存在上修预期》  
2018-04-20

《固废“瀚蓝模式”接连异地复制，燃气  
板块业绩增长较快》  
2018-03-26

### ● 现金流优质、成长稳健的优质标的，国投电力战略入股带来强劲动力：

公司是综合环境服务领跑者，2000年上市以来持续外延扩张，逐渐形成固废、供水、污水、燃气四大业务板块，2012年至2017年公司的归母净利润复合增长率达到23.04%，增长稳健。公司现金流优质，2015年至2017年公司的销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入分别为106.77%、104.15%、107.64%，远高于环保行业的平均水平(75%-80%)。2018年，创冠香港将其持有公司的股票(占公司总股本8.615%)转让给国投电力，国投电力战略入股，将为公司的订单获取及订单执行都带来有力支持。

### ● “大固废”布局持续发力，固废全产业链布局已成规模：

目前，公司拥有3个固废处理环保产业园、15个垃圾发电项目、2个垃圾填埋场项目、6个餐厨处理项目、3个污泥处理项目、1个危废处理项目、4个农业垃圾处理项目等，拥有垃圾发电总规模24300(吨/日)(已投运11300吨/日+在建/筹建13000吨/日)、垃圾卫生填埋总库容量1030万立方米、垃圾压缩转运5000(吨/日)、餐厨垃圾处理1350(吨/日)、污泥处理1450(吨/日)、危废处理9.3万吨/年、农业垃圾处理125(吨/日)等。

### ● “瀚蓝模式”异地复制提速，危废及水环境有望成为业绩新亮点：

公司建成的南海固废处理环保产业园，是国内唯一已建成并成功运营的具有完整固废处理产业链的固废处理产业园，示范效应显著，且在顺德、开平实现复制，未来前景可期。在新兴业务拓展方面，公司携手德国瑞曼迪斯进军危废蓝海市场，9.3万吨/年的危废产能已获环评批复。同时，公司下属瀚蓝污水增资并控股蓝湾公司90%股权，负责里水河流域治理项目，将公司水务业务拓展至水环境治理，将成为公司未来业绩新亮点。

### ● 看好“瀚蓝模式”异地扩张，维持“推荐”评级：

我们预计公司2018-2020年EPS分别为1.01(+0.04)、1.20(+0.10)和1.41(+0.19)元，当前股价对应2018-2020年PE分别为13.9、11.7和9.9倍，维持“推荐”评级。

### ● 风险提示：“瀚蓝模式”推进不及预期，融资环境恶化。

#### 财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,690	4,202	4,828	5,677	6,680
增长率(%)	9.9	13.9	14.9	17.6	17.7
净利润(百万元)	509	652	771	917	1,079
增长率(%)	26.2	28.2	18.2	18.9	17.7
毛利率(%)	32.4	31.6	31.9	32.8	33.9
净利率(%)	13.8	15.5	16.0	16.1	16.1
ROE(%)	10.0	11.4	12.2	12.9	13.4
EPS(摊薄/元)	0.66	0.85	1.01	1.20	1.41
P/E(倍)	21.0	16.4	13.9	11.7	9.9
P/B(倍)	2.2	2.0	1.8	1.6	1.4

## 投资要件

### 关键假设

(1) 固废处理业务：根据公司固废项目的投产节奏，我们预计公司 2018 年至 2020 年固废业务的增速为 14.91%、23.74%、29.70%。

(2) 燃气业务：预计公司天然气及液化气的销量将稳步增长。

(3) 供水业务：增量主要是新增第二水厂四期项目（25 万立方米/日），目前项目正在建设，有望于 2018 年投产。

(4) 污水处理业务：增量主要是公司现有污水处理厂提标改造及平洲污水处理厂的扩建。

### 我们区别于市场的观点

(1) 行业方面，市场认为垃圾焚烧行业已经进入成熟期，未来的成长空间已经不足。我们认为，城镇化推进及环保督查是垃圾清运量增加的主要动力，目前仍然保持了较高的推进力度，且焚烧在垃圾处置中的比例仍然不足，因此“十三五”期间垃圾焚烧行业仍有千亿的市场空间。同时，由于垃圾焚烧行业的竞争确实在加剧，未来新释放的市场空间将更亲睐成熟的龙头公司，而原址扩建的二期项目也更信赖当地原有的运营公司，行业的先发优势逐渐得以体现，龙头公司的市占率有望进一步提升。

(2) 市场认为公司已经是佛山南海区的公用事业龙头，当地的运营业务成长性不足。我们认为，公司的水务及燃气业务仍然具有一定的增长潜力，其供水规模有望继续提升（第二水厂四期正在建设）、污水处理厂大范围提标改造（下属 16 个污水处理厂提标改造建设工作有效推进）、燃气需求仍在增长，整体的业绩既有增量，确定性也强。同时，公司运营资产稳定增长的更大意义在于给公司提供充沛的现金流支持，在融资环境普遍偏紧的大背景下，对公司固废等新兴业务的拓展是一个良好的助力。

(3) 市场对“瀚蓝模式”的认可度仍然不足。我们认为，“瀚蓝模式”是公司精心耕耘出的一个良好的商业模式。首个建成的南海固废处理环保产业园，总投资超过 20 亿元，于 2006 年就开始规划建设，到 2015 年才基本全部建成。通过不断的打磨，最终南海固废处理环保产业园才逐渐成型，公司也通过建设南海固废处理环保产业园积累了丰富的管理运营经验。目前，“瀚蓝模式”已经在顺德、开平实现异地复制，示范效应已经开始显现。

### 股价上涨的催化因素

公司股价上涨的动力主要来源于业绩的释放，我们认为公司的固废业务有较大的增长潜力，一方面，目前在建及筹建的垃圾焚烧项目规模达到 13000 吨/日，未来两年投运的产能有翻倍的可能；另一方面，“瀚蓝模式”的异地复制逐渐开始提速，未来如果能够继续复制，将带动公司整个固废板块的增长。同时，公司在危废和流域治理方面也开始拓展，未来有望成为业绩新的亮点。

### 估值与投资建议

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.01 (+0.04)、1.20 (+0.10) 和 1.41 (+0.19) 元，当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别为 13.9、11.7 和 9.9 倍。考虑到公司“瀚蓝模式”异地复制势头强劲，我们看好公司未来的成长空间，维持“推荐”评级。

### 投资风险

“瀚蓝模式”推进不及预期，融资环境恶化，项目推进不及预期。

## 目 录

1、 精耕细作，综合环境服务领跑者.....	6
1.1、 逐渐形成固废、供水、污水、燃气四大业务板块.....	6
1.2、 业绩增长稳健，“现金流充沛+拟发行可转债”为公司保驾护航.....	7
1.3、 国投电力战略入股，央企背景使公司受益良多.....	10
1.4、 创冠香港减持完毕，估值风险因素消除 .....	11
2、 垃圾焚烧行业仍有千亿空间，“后垃圾焚烧市场”剩者为王 .....	12
2.1、 “清运量增加+焚烧占比提升”催生千亿垃圾焚烧市场.....	12
2.2、 优质公司是“后垃圾焚烧市场”的主力军，市占率提升可期.....	17
3、 “大固废”布局持续发力，“瀚蓝模式”异地复制提速.....	18
3.1、 “大固废”布局持续发力，固废全产业链布局已成规模.....	18
3.2、 垃圾焚烧业务拓展迅猛，已是行业第一梯队.....	19
3.3、 “瀚蓝模式”异地复制提速，示范效应初见成效 .....	20
3.4、 携手德国瑞曼迪斯，进军危废蓝海市场 .....	21
4、 水务及燃气资产优质，为现金流提供有力支持 .....	23
5、 水务延伸布局到水环境，流域治理有望成为业绩新亮点 .....	27
6、 盈利预测与投资建议 .....	28
7、 风险提示 .....	29
附：财务预测摘要.....	30

## 图表目录

图 1： 公司通过外延并购逐步拓宽业务领域.....	6
图 2： 公司逐渐形成固废、供水、污水、燃气四大业务板块 .....	6
图 3： 公司的系统化环境服务产业链 .....	6
图 4： 公司四大业务框架图 .....	7
图 5： 公司营收及归母净利润稳健增长（万元） .....	8
图 6： 近几年公司营收构成（万元） .....	8
图 7： 2018H1 公司营收构成占比（%） .....	8
图 8： 近几年公司各业务毛利率变化情况（%） .....	9
图 9： 近几年公司整体毛利率及净利率情况（%） .....	9
图 10： 近几年公司经营活动产生的现金净流量变化情况（万元） .....	9
图 11： 近几年公司销售商品提供劳务收到的现金/营业收入与环保行业的比较（%） .....	9
图 12： 公司股权结构（2018H1） .....	10
图 13： 国投电力现金流充沛 .....	10
图 14： 国投电力股东结构（2018H1） .....	11
图 15： 城市垃圾清运量持续增加（万吨） .....	12
图 16： 县城垃圾清运量基本保持平稳（万吨） .....	12
图 17： 城市垃圾无害化率持续提升（%） .....	12
图 18： 县城垃圾无害化率持续提升（%） .....	12
图 19： 2006 至 2016 年期间，城市生活垃圾清运量的增长速度显著高于县城 .....	13
图 20： 我国城镇化率稳步增长 .....	13
图 21： 清废行动 2018”发现 164 个生活垃圾问题 .....	14
图 22： 城市生活垃圾处置焚烧占比逐年增加 .....	14
图 23： 垃圾焚烧量是垃圾分类和环保督查相互博弈的结果 .....	15

图 24: 2010、2016 年我国不同焚烧炉类型发电项目处理能力对比 .....	16
图 25: 2015 年全国城镇生活垃圾处理无害化处理率 .....	16
图 26: “十三五”全国城镇生活垃圾处理设施规模 (万吨/日) .....	16
图 27: 我国垃圾焚烧市场增速仍然可观 .....	16
图 28: 垃圾焚烧行业市场较为分散 .....	17
图 29: 2017 年垃圾焚烧总设计规模排行 (吨/日) .....	20
图 30: 南海固废处理环保产业园 .....	21
图 31: 南海固废处理环保产业园流程图 .....	21
图 32: 根据我们预测, 2015 年我国危废产生量达 8652 万吨 .....	22
图 33: 危废行业存在资质、技术、资金壁垒 .....	22
图 34: 2015 年广东省危废产量占全国比重为 4.59% (环保部口径) .....	22
图 35: 公司供水业务的全产业链 .....	23
图 36: 公司近几年供水情况 (万吨) .....	23
图 37: 公司污水处理业务的全产业链 .....	24
图 38: 公司近几年污水处理情况 (万吨) .....	24
图 39: 公司污水处理厂布局情况 .....	25
图 40: 公司燃气供应的全产业链 .....	26
图 41: 公司近几年燃气供应情况 .....	26
图 42: 水环境综合治理内涵 .....	27
表 1: 公司四大业务板块详情 .....	7
表 2: 公司 10 亿元可转债用途 .....	9
表 3: 股东创冠香港签署股份转让协议暨权益变动情况 .....	10
表 4: 创冠香港计划减持安排 (2018 年 1 月 17 日) .....	12
表 5: 我国垃圾分类进展 .....	14
表 6: 公司“大固废”布局 .....	18
表 7: 公司垃圾发电项目开拓情况 .....	19
表 8: “瀚蓝模式”模式案例 .....	21
表 9: 佛山市危险废物经营许可证颁发情况 (截止到 2018 年 7 月 31 日) .....	22
表 10: 公司供水设计能力达到 136 万立方米/日 .....	24
表 11: 公司污水处理厂详情 .....	25
表 12: 水环境综合治理相关政策规划 .....	27
表 13: 里水河流域治理项目概况 .....	28
表 14: 财务预测的关键假设 .....	28

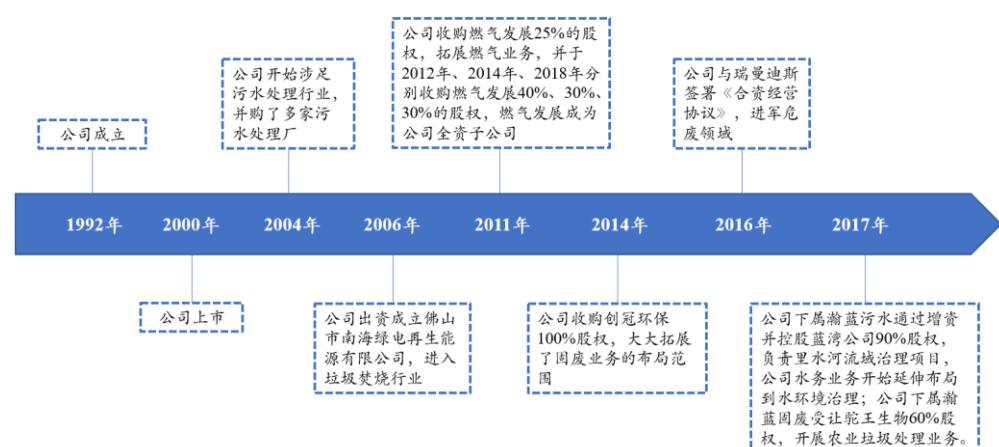
## 1、精耕细作，综合环境服务领跑者

### 1.1、逐渐形成固废、供水、污水、燃气四大业务板块

公司成立于1992年，于2000年上市，原名南海发展，2013年底改用瀚蓝环境，上市之初业务以供水业务为主。上市之后，公司通过一系列外延并购及战略合作，业务领域逐渐涵盖固废、供水、污水、燃气四大板块。

2004年开始，公司并购了多家污水处理厂，涉足污水处理行业。2006年，公司出资成立佛山市南海绿电再生能源有限公司，进入垃圾焚烧行业。2011年，公司收购燃气发展25%的股权，拓展燃气业务，并于2012年、2014年、2018年分别收购燃气发展40%、30%、30%的股权，燃气发展成为公司全资子公司。2014年，公司收购创冠环保100%股权，大大拓展了公司固废业务的布局范围。2016年，公司与瑞曼迪斯签署《合资经营协议》，进军危废领域。2017年，公司下属瀚蓝污水增资并控股蓝湾公司90%股权，负责里水河流域治理项目，公司业务开始延伸布局到水环境治理。2017年12月，公司下属瀚蓝固废受让驼王生物60%股权，开展农业垃圾处理业务。

图1：公司通过外延并购逐步拓宽业务领域



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图2：公司逐渐形成固废、供水、污水、燃气四大业务板块

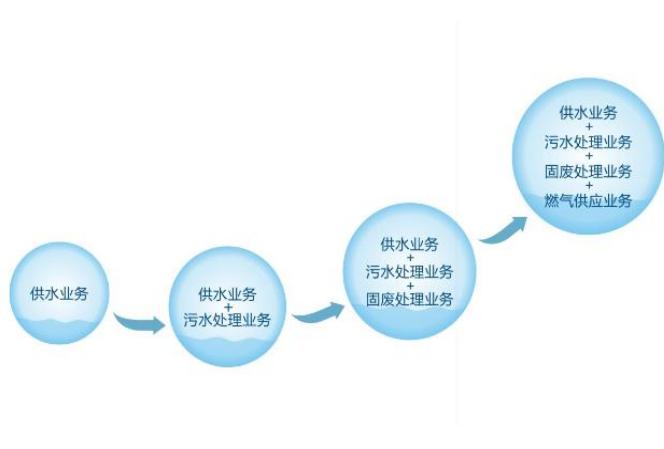
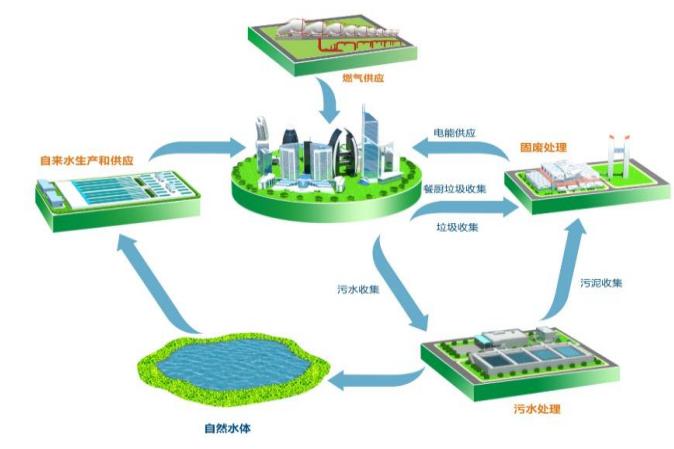


图3：公司的系统化环境服务产业链



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

**表1：公司四大业务板块详情**

业务名称	业务详情
固废处理业务	公司于 2006 年进入固废行业，目前已为广东、福建、湖北、河北、辽宁、贵州、北京和黑龙江 8 个省市共 23 个城市提供了优质固废处理服务，业务涵盖垃圾焚烧发电、垃圾压缩转运、污泥处理、餐厨垃圾处理、危废处理、生活垃圾卫生填埋等。
供水业务	公司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 136 万立方米/日。供水范围覆盖全南海区 1000 多平方公里，服务人口 300 万人。
污水处理业务	公司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。公司下属 16 个污水处理厂提标改造建设工作有效推进，大部分项目已完成 BOT 补充协议单价核定；南海区污水管网运营利润贡献逐步提高；里水河流域治理项目已完成科研和立项，公司进入水环境治理领域。
燃气业务	公司自 2011 年起进入燃气供应领域，目前已在广东省佛山市南海区及江西省樟树市开展相关业务。公司于 2018 年 1 月完成燃气发展 30% 股权的收购，燃气发展成为公司全资子公司。

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

**图4：公司四大业务框架图**

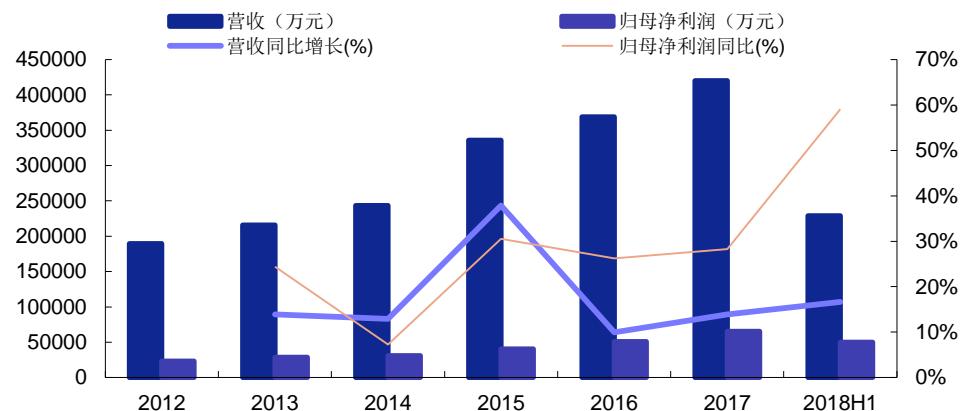
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

## 1.2、业绩增长稳健，“现金流充沛+拟发行可转债”为公司保驾护航

公司近几年业绩稳健增长，2012年至2017年公司营收复合增长率为 17.28%（调整后），归母净利润复合增长率为 23.04%（调整后）。2018年上半年，公司业绩更

进一步，公司实现营收 22.89 亿元，同比增长 16.67%，实现归母净利润 5 亿元，同比增长 59.08%。

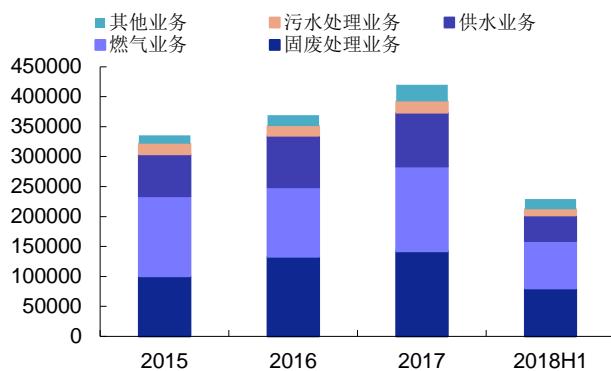
图5：公司营收及归母净利润稳健增长（万元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：合并创冠中国是属于非同一控制下的合并，2014年合并报表只将创冠中国的资产负债期末数纳入合并，创冠中国2014年损益不纳入合并；合并燃气发展公司是属于同一控制下的企业合并，在编制2014年合并报表时需要将燃气发展公司2014年的资产负债和损益纳入合并，并追溯调整2013年和2012年的合并财务数据，本图数据为调整后数据。

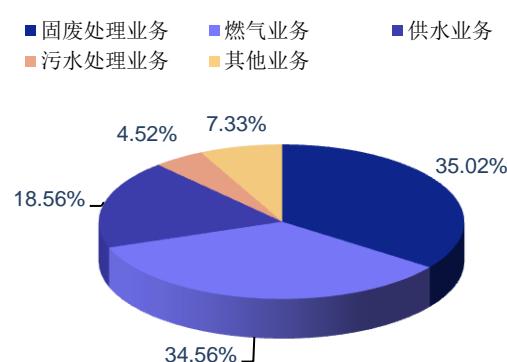
从业务结构上来看，公司2018年上半年固废、燃气、水务（供水+污水）业务营收分别为8.02亿元、7.91亿元、5.28亿元，营收占比分别为35.02%、34.56%、23.08%，营收贡献上几部分业务基本旗鼓相当。近几年的发展势头来看，固废业务是占比最大，增速最高的板块。

图6：近几年公司营收构成（万元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7：2018H1公司营收构成占比（%）



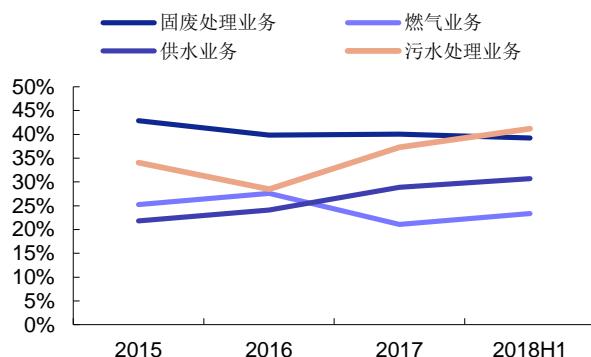
资料来源：Wind，新时代证券研究所

从毛利率的角度来看，公司整体毛利率较为稳定，始终维持在32%左右的水平，其中固废和燃气业务毛利率有所下滑，供水及污水处理业务毛利率逐渐上升。2017年燃气业务毛利率下滑主要是因为天然气和液化气购销差价同比减少，2016年同期退税冲减了成本，新增溢价收购瀚蓝能源经营权摊销等因素的影响。供水业务毛利率上升主要是因为水损率下降，成本管控良好。污水处理业务毛利率上升主要是由于污水管网运营的增加。固废业务毛利率小幅下滑的主要原因是固定资产转固及运营成本上升。

从净利率的角度来看，公司整体净利率稳步上升，主要是得益于公司费用的良

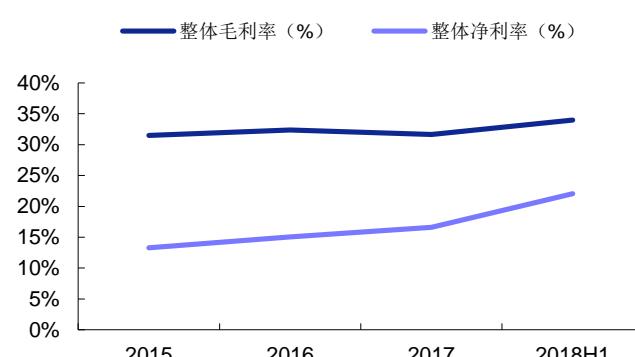
好把控和出色的精细化管理。

图8：近几年公司各业务毛利率变化情况（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

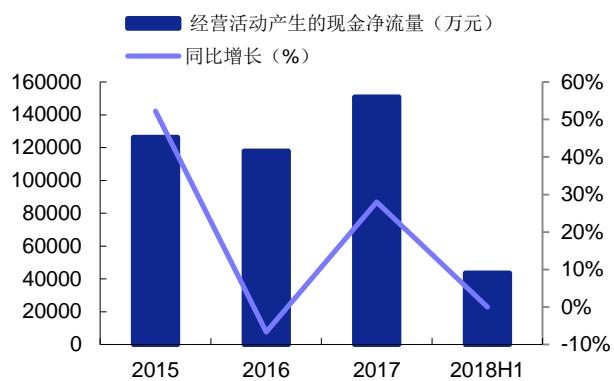
图9：近几年公司整体毛利率及净利率情况（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

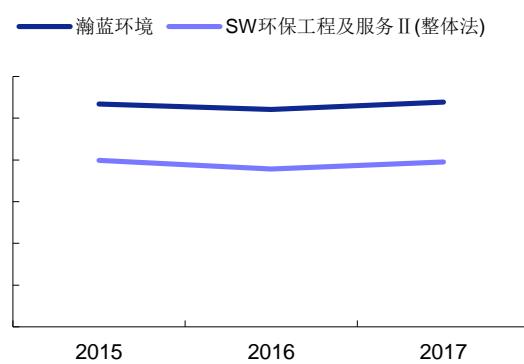
公司现金流表现出色，2015年至2017年公司销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入分别为106.77%、104.15%、107.64%，远高于环保行业的平均水平，优质的现金流将成为公司不断外延拓展的有力保障。

图10：近几年公司经营活动产生的现金净流量变化情况（万元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11：近几年公司销售商品提供劳务收到的现金/营业收入与环保行业的比较（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

公司拟发行可转债，拟募集资金总额不超过10亿元，主要用于南海生活垃圾焚烧发电厂提标扩能工程项目（1500吨/日）、安溪县垃圾焚烧发电厂改扩建项目（750吨/日）、漳州南部生活垃圾焚烧发电厂项目（1000吨/日）。如果可转债顺利发行，将助力项目加速落地，同时也可以减轻公司的资金压力，对公司的进一步扩张有积极影响。

表2：公司10亿元可转债用途

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	拟投入募集资金金额（万元）
1	南海生活垃圾焚烧发电厂提标扩能 工程项目	76,946.59	55,000.00
2	安溪县垃圾焚烧发电厂改扩建项目	46,199.02	25,000.00
3	漳州南部生活垃圾焚烧发电厂项目	48,382.05	20,000.00
	合计	171,527.66	100,000.00

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

### 1.3、国投电力战略入股，央企背景使公司受益良多

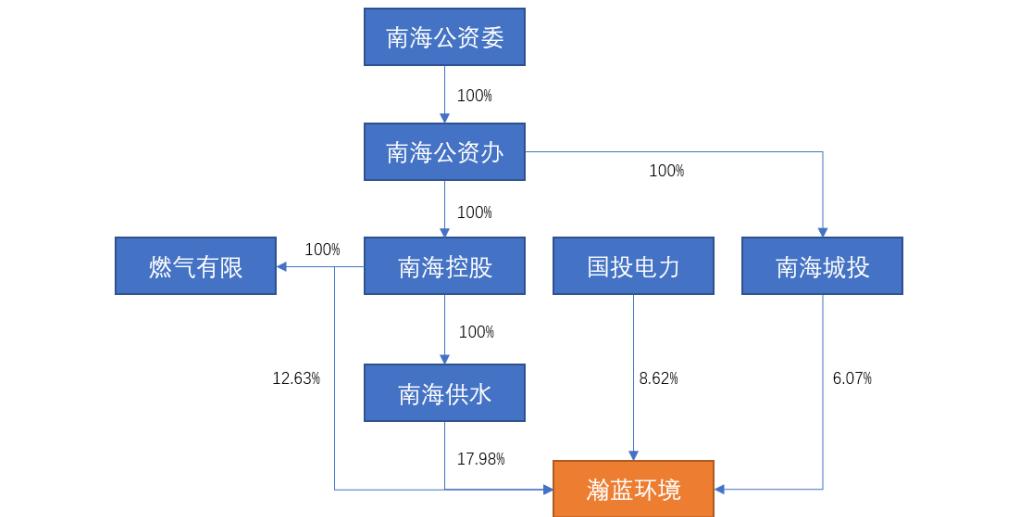
2018年4月18日，公司股东创冠环保（香港）有限公司与国投电力控股股份有限公司签署《股份转让协议》，通过协议转让的方式转让其持有的公司无限售条件流通股股份6601.45万股，占公司股份总数的8.615%。2018年5月4日，创冠香港和国投电力收到中国证券登记结算有限责任公司出具的《过户登记确认书》，过户完成后，国投电力持有公司股份66,014,523股，占公司总股本的8.615%。

**表3：股东创冠香港签署股份转让协议暨权益变动情况**

股东名称	本次权益变动前		本次权益变动后	
	持股数量（股）	持股比例（%）	持股数量（股）	持股比例（%）
创冠香港	66,014,523	8.615	0	0
国投电力	0	0	66,014,523	8.615

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

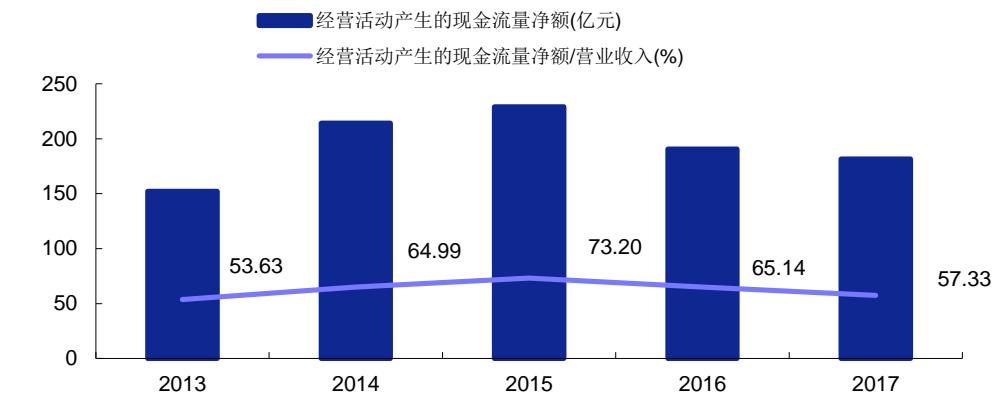
**图12：公司股权结构（2018H1）**



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

**国投电力实力雄厚，现金流充沛。**国投电力是一家以水电为主、水火并济、风光为补的综合电力上市公司。截至2017年12月31日，国投电力总资产2082.88亿元，归属于上市公司股东的净资产305.55亿元，归属于上市公司股东的净利润32.32亿元。截至2017年底国投电力已投产控股装机容量3162万千瓦，其中水电装机1672万千瓦、占比52.88%，火电装机1375.6万千瓦、占比43.5%，风电装机98.6万千瓦、占比3.12%，光伏装机15.8万千瓦、占比0.5%。国投电力的现金流充沛，2017年经营活动产生的现金流量净额/营业收入高达57.33%，经营活动产生的现金流量净额是净利润的5.61倍。

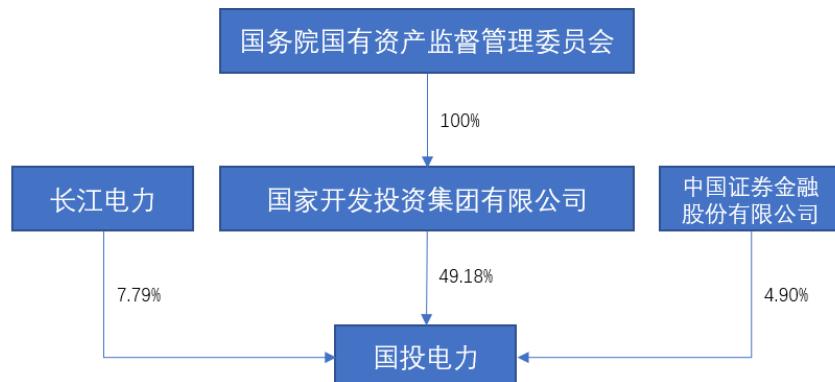
**图13：国投电力现金流充沛**



资料来源：Wind, 新时代证券研究所

**国投电力是国投集团旗下电力板块唯一的上市公司，央企背景使瀚蓝环境受益良多。**国投电力是国投公司电力业务国内唯一资本运作平台，得到了国投公司的鼎力支持，通过资产不断注入，国投电力取得了雅砻江水电、国投大朝山等核心资产，实现快速做强做大。对于瀚蓝环境来说，一方面，公司客户多为政府，央企背景增强了公司的订单获取能力；另一方面，在融资环境普遍收紧的大背景下，央企背书有望增强公司的资金获取能力，保障项目顺利推进。

图14：国投电力股东结构（2018H1）



资料来源：国投电力公司公告，新时代证券研究所

#### 1.4、创冠香港减持完毕，估值风险因素消除

**创冠香港减持完毕，估值风险因素消除。**2018年1月17日，公司公告《股东减持股份计划》，创冠香港拟自2018年1月23日至7月22日，计划合计减持公司总股本的9.92%。创冠香港原持有公司股份9101.94万股（占总股本11.88%），所持股份来源于公司2014年重大资产重组时，因购买创冠香港所持有的创冠环保（中国）有限公司100%股权而向其发行的股份，该股份于2017年12月25日已解除限售。2017年12月25日至2018年1月16日期间，创冠香港已通过大宗交易方式，共减持15,004,894股，占公司总股本的1.96%。

本次减持计划披露后，创冠香港通过大宗交易和集合竞价，已累计减持公司股份1000万股。截至2018年4月19日，创冠香港持有公司股份66,014,523股，占公司股份总数的8.615%。2018年5月4日，创冠香港和国投电力收到中国证券登

记结算有限责任公司出具的《过户登记确认书》，创冠香港将不再持有公司股份，此前的估值风险因素就此消除。

**表4：创冠香港计划减持安排（2018年1月17日）**

减持安排	详情
减持数量及比例	减持公司股份数量不超过 76,014,523 股，即不超过公司总股本的 9.92%。
减持期间	自 2018 年 1 月 23 日至 2018 年 7 月 22 日。
减持方式	通过大宗交易、集中竞价或协议转让的方式；其中任意连续 90 天内通过大宗减持交易不超过总股本的 2%、通过集中竞价减持交易不超过总股本的 1%。
减持价格	根据减持实施时的市场价格确定。
减持原因	自身经营需求。

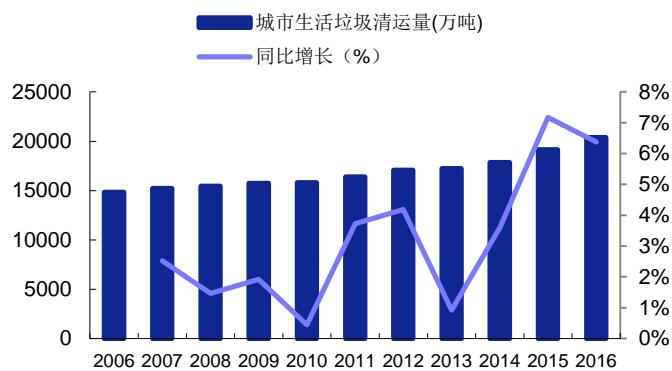
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

## 2、垃圾焚烧行业仍有千亿空间，“后垃圾焚烧市场”剩者为王

### 2.1、“清运量增加+焚烧占比提升”催生千亿垃圾焚烧市场

我国垃圾清运量及无害化率持续攀升。根据城乡建设统计年鉴，2016 年我国城市和县城生活垃圾清运量达到 2.7 亿吨，同比增长 5%。其中，城市生活垃圾清运量为 2 亿吨，县城生活垃圾清运量为 0.7 亿吨。2006 至 2016 年期间，我国城市和县城生活垃圾清运量由 2.1 亿吨增加到 2.7 亿吨，复合增长率为 2.5%，其中城市生活垃圾清运量复合增长率为 3.21%，县城生活垃圾清运复合增长率为 0.62%。

**图15：城市垃圾清运量持续增加（万吨）**



资料来源：城乡建设统计年鉴，新时代证券研究所

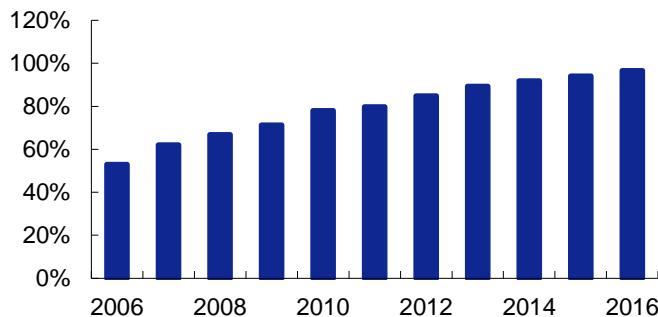
**图16：县城垃圾清运量基本保持平稳（万吨）**



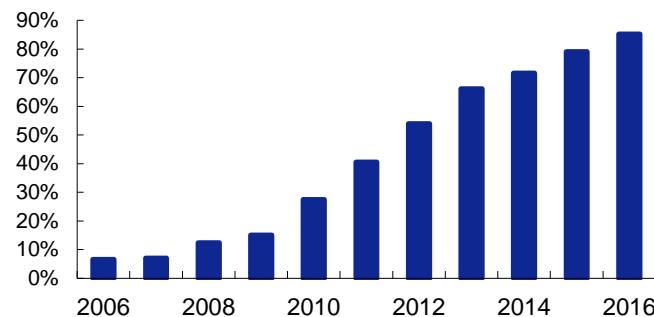
资料来源：城乡建设统计年鉴，新时代证券研究所

**图17：城市垃圾无害化率持续提升（%）**





资料来源：城乡建设统计年鉴，新时代证券研究所



资料来源：城乡建设统计年鉴，新时代证券研究所

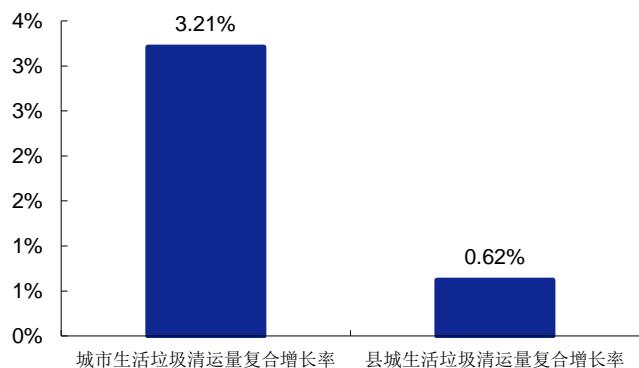
影响生活垃圾清运量的因素有很多，主要表现在两个方面：

- **内部因素**: 主要指直接影响城市生活垃圾清运量变化的因素，如人口数量、消费水平、消费习惯、城镇化水平等，关键指标有城镇化率、GDP（国内生产总值）、人均可支配收入等。
- **外部因素**: 主要是指国家政策、法律法规等间接性的影响城市生活垃圾清运量变化的因素，如环保督查、垃圾分类、垃圾源头回收等。

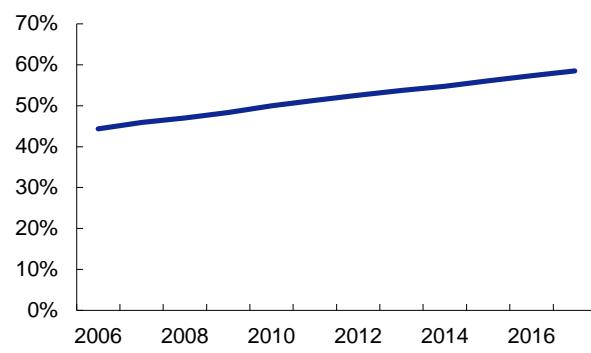
**“城镇化推进+环保督查”是垃圾清运量增加的主要推动因素**。从数据上来看，2006至2016年期间，城市生活垃圾清运量复合增长率为3.21%，县城生活垃圾清运量复合增长率为0.62%，城市生活垃圾清运量的增长速度是显著高于县城的。因此我们认为，城镇化的推进对生活垃圾清运量的增加至关重要。

**图19：2006至2016年期间，城市生活垃圾清运量的增长速度显著高于县城**

**图20：我国城镇化率稳步增长**



资料来源：城乡建设统计年鉴，新时代证券研究所

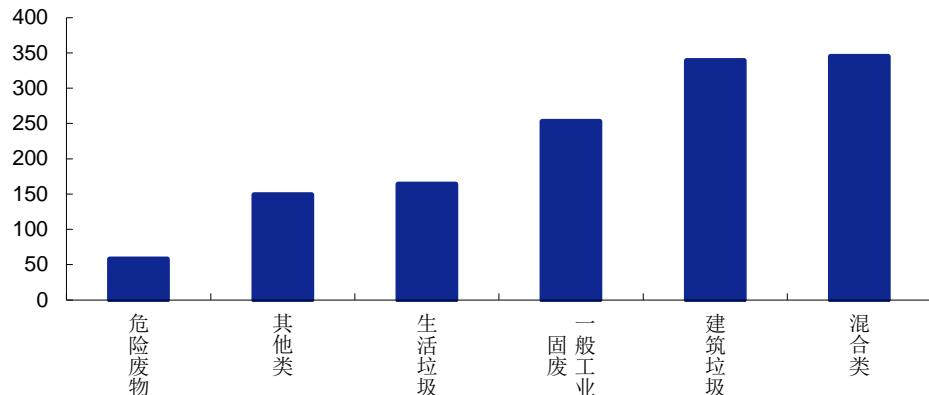


资料来源：Wind，新时代证券研究所

另一方面，2016年中央环保督查席卷中国，整个环保督查不到两年时间就实现了全国全覆盖。目前，第一批中央环境保护督察“回头看”已经启动，且新一轮中央环保督察有望于2019年开始，环保督查将真正实现常态化。

“清废行动2018”暴露垃圾处置问题。2018年5月9日至15日，生态环境部组织“清废行动2018”打击固体废物环境违法行为专项行动现场督查。通过对长江经济带11省（市）2796个固体废物堆存点位进行现场摸排核实，共发现1308个问题。生态环境部已分四批对111个突出问题进行挂牌督办，同时将其余1197个问题交有关省级环保部门挂牌督办，并要求各地及时公开问题清单、督办要求和整治情况，直至整治完成。其中，“清废行动2018”发现164个生活垃圾问题。

图21：清废行动 2018”发现 164 个生活垃圾问题



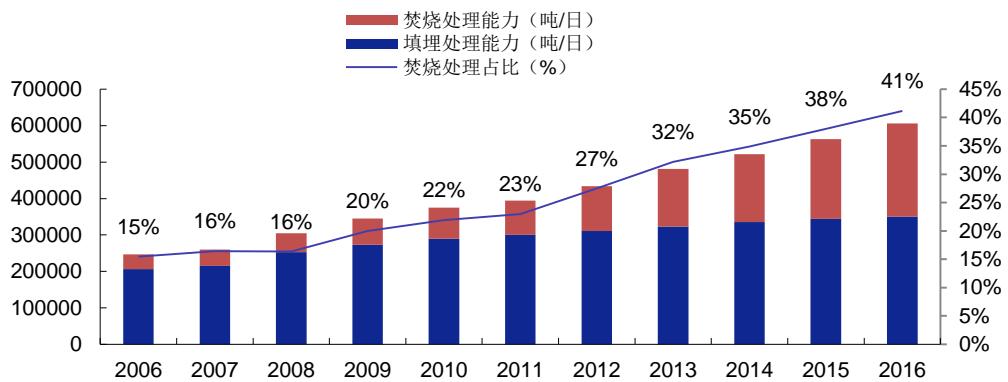
资料来源：生态环境部，新时代证券研究所

2018年6月5日，中央第六环保督察组进驻云南省开展“回头看”督察，不久后，就曝出昭通市镇雄县两名儿童放牛时疑似被“垃圾山”掩埋事件。同时，垃圾处理存在问题的不仅是云南，广东、河南、河北等地同样被中央环保督察组“回头看”时点名。而一些地方垃圾乱堆乱弃、非法填埋或就地焚烧等问题十分突出。我们认为，环保督查的持续高压将有助于生活垃圾的清运量释放。

**焚烧成为工艺主流。**生活垃圾处理可划分为焚烧处理、填埋处理、堆肥处理和回收利用。在我国，焚烧和填埋是主要处理方式，2016年城市生活垃圾处置中焚烧和填埋合计处理能力达到60.6万吨/日，占总处理能力的97.52%。

由于填埋占地面积较大，且容易引起二次污染问题，目前生活垃圾处置正从卫生填埋逐步转向焚烧处理。近年来垃圾焚烧处置增速很快，2006至2016年，城市生活垃圾焚烧厂数量由69座增长到249座，焚烧处理能力由4万吨/日增长到25.6万吨/日，焚烧处理占比由15%增长到41%。

图22：城市生活垃圾处置焚烧占比逐年增加



资料来源：中国统计年鉴，新时代证券研究所

**垃圾分类势头强劲，提升焚烧热值，推动垃圾综合化处置。**2017年，发改委、住建部发布《生活垃圾分类制度实施方案》，对开展垃圾分类工作作出了具体部署，明确划分了各类垃圾的分类要求，确定了开展垃圾分类工作的区域范围，对于居民如何进行垃圾分类，以及完善收集与终端处理体系建设作出了具体规定。

表5：我国垃圾分类进展

时间	详情
----	----

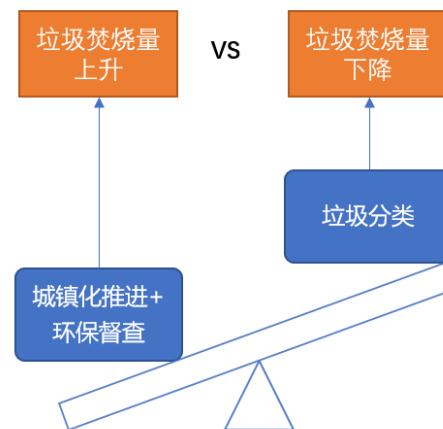
时间	详情
2000 年	《关于公布生活垃圾分类收集试点城市的通知》发布，确定将北京、上海、广州、深圳、杭州、南京、厦门、桂林等八个城市作为生活垃圾分类收集试点，正式启动了垃圾分类工作，但此次垃圾分类总体上推进并不顺利。
2011 年	《关于进一步加强城市生活垃圾处理意见的通知》和《关于印发“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划的通知》出台，又一次掀起了生活垃圾分类的热潮，取得了一定的分类减量成效，积累了不少推进的经验。
2014 年	《住房城乡建设部等部门关于开展生活垃圾分类示范城市（区）工作的通知要求》，要求各地积极申报生活垃圾分类示范城市（区）。
2015 年	住建部等五部委发文确定了将 26 个城市（区）作为第一批示范城市（区）。
2017 年	发改委、住建部发布《生活垃圾分类制度实施方案》，对开展垃圾分类工作作出了具体部署，明确划分了各类垃圾的分类要求，确定了开展垃圾分类工作的区域范围，对于居民如何进行垃圾分类，以及完善收集与终端处理体系建设作出了具体规定。
2017 年	《关于开展第一批农村生活垃圾分类和资源化利用示范工作的通知》发布。

资料来源：住建部，发改委，财政部，环保部，商务部，新时代证券研究所

对垃圾焚烧来说，我国居民的生活垃圾成分复杂，含水量较高，若焚烧处理，其热值较低，很可能因燃烧不充分而导致污染。实行垃圾分类，有助于对高含水率的餐厨垃圾、低热值的可回收垃圾等不适合用于焚烧的垃圾进行分类，提升垃圾的焚烧热值，降低垃圾焚烧二次污染控制难度。同时，垃圾分类也将带动垃圾处置技术的综合化发展。单一来看，回收利用是首选，焚烧是主流，填埋是垃圾处置的最终归宿。在未来的发展中，焚烧仍然为主流，但回收利用、焚烧、填埋的多种组合也将逐渐增多。

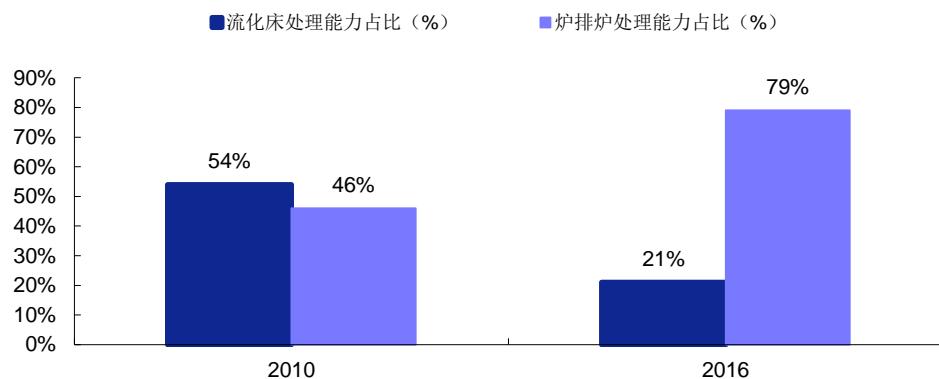
**垃圾焚烧量是垃圾分类和“城镇化推进+环保督查”相互博弈的结果，中长期垃圾焚烧量大概率仍会上升。**从定性角度来看，垃圾分类大概率会导致进入垃圾焚烧的量减小，“城镇化推进+环保督查”大概率会导致进入垃圾焚烧的量增加。我们认为，从影响程度和推进力度上来看，“城镇化推进+环保督查”要强于垃圾分类，因此中长期垃圾焚烧量大概率仍会上升。

图23：垃圾焚烧量是垃圾分类和环保督查相互博弈的结果



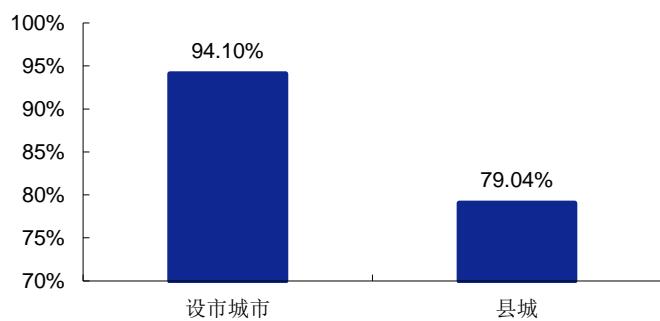
资料来源：新时代证券研究所

**炉排炉技术优势显著，逐渐成为技术趋势。**根据《2017 城镇生活垃圾焚烧发电产业发展报告》的统计数据，2016 年年末我国焚烧发电项目总装机容量 534 万千瓦，总处理能力 28 万吨/日，其中采用炉排炉技术的焚烧项目装机容量 407.2 万千瓦，处理能力 22 万吨/日；采用流化床技术的焚烧项目装机容量 135.8 万千瓦，处理能力 6 万吨/日。对比 2010 年，焚烧技术的占比发生重大变化，到 2016 年，炉排炉的装机占比从 37% 提高到 75%，日处理能力占比从 46% 提高到 79%。可以看出，炉排炉技术逐步占据了我国垃圾焚烧处理方式的主导地位。

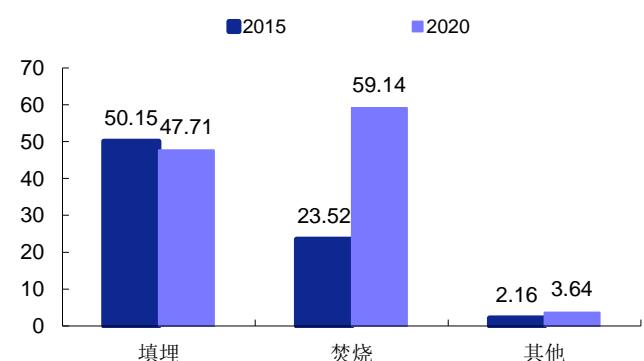
**图24： 2010、2016年我国不同焚烧炉类型发电项目处理能力对比**

资料来源：《2017城镇生活垃圾焚烧发电产业发展报告》，新时代证券研究所

**十三五规划明确千亿市场空间。**根据《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》要求，到2020年底，具备条件的直辖市、计划单列市和省会城市（建成区）实现原生垃圾“零填埋”；到2020年底，设市城市生活垃圾焚烧处理能力占无害化处理总能力的50%以上，其中东部地区达到60%以上。对于焚烧设施建设，“十三五”规划提出了59.14万吨/日、占比54%的建设任务，其中新建规模达到35.62万吨/日，较“十二五”提升151%。“十三五”期间全国城镇无害化处理设施建设投资达1699.3亿元，我们预计有90%以上的投资会进入到焚烧处理设施建设上。

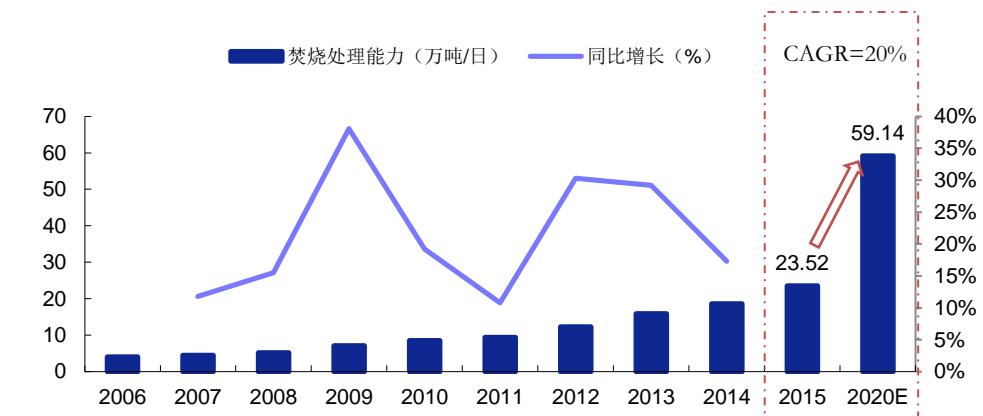
**图25： 2015年全国城镇生活垃圾处理无害化处理率****图26：“十三五”全国城镇生活垃圾处理设施规模(万吨/日)**

资料来源：《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，新时代证券研究所



资料来源：《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，新时代证券研究所

**图27： 我国垃圾焚烧市场增速仍然可观**

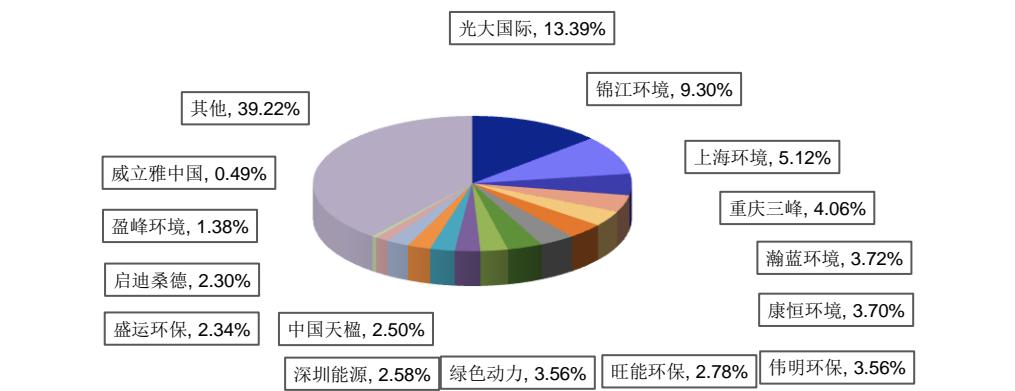


资料来源：中国统计年鉴，《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，新时代证券研究所；注：2006年至2014年数据为中国统计年鉴口径，仅包括设市城市；2015年数据和2020年的数据是《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》的口径，包含设市城市和县城。

## 2.2、优质公司是“后垃圾焚烧市场”的主力军，市占率提升可期

行业进入巨头争夺时代，但行业仍然较为分散。根据《中国环境保护产业发展报告》的统计数据，2017年我国新投运的生活垃圾焚烧发电厂超过50座，与2016年相比，有大幅增加，也是历年来建成投入运行生活垃圾焚烧发电厂最多的一年。截至2017年底，我国内地建成并投运的生活垃圾焚烧发电厂约303座、总处理能力为30.4万吨/日，总装机约为6280MW。从市场占有上来看，我们统计的部分公司（15家）合计市场占有率超过60%，且15家公司均为规模相对较大、运营经验丰富的成熟企业，行业目前已经进入了巨头争夺时代。与此同时，龙头公司的市场占有率并不高，排名第一的光大国际市占率仅为13.39%，行业的竞争格局仍然较为分散。

图28：垃圾焚烧行业市场较为分散



资料来源：上市公司公告，E20研究院，新时代证券研究所

“二期”项目更信赖优质公司，“后垃圾焚烧市场”剩者为王。垃圾焚烧项目投资额大，且项目转为运营后具有天然的排他性，同时环保督查等一系列监管措施也对也不断加强了焚烧市场的规范性，因此单一公司想要通过内生方式大幅提高市占率的可能比较低。

垃圾焚烧市场已经过了快速跑马圈地的高速成长期，进入了重视运营质量的

“后垃圾焚烧市场”。在“后垃圾焚烧市场”，市场已经较为成熟，市场主要被规模较大的龙头公司所占据。同时，正因为行业从过去的粗放式发展，开始转向高质量发展，“后垃圾焚烧市场”的订单更倾向于给已经具备成熟运营经验的龙头公司，更多改扩建项目也更信赖原有的运营单位，因此我们预计优质公司将在这种更健康的竞争环境下受益，业绩将仍然维持高增速。

### 3、“大固废”布局持续发力，“瀚蓝模式”异地复制提速

#### 3.1、“大固废”布局持续发力，固废全产业链布局已成规模

2006年，公司进入固废行业，目前已为广东、福建、湖北、河北、辽宁、贵州、北京和黑龙江8个省市共23个城市提供了优质固废处理服务，业务涵盖垃圾焚烧发电、垃圾压缩转运、污泥处理、餐厨垃圾处理、危废处理、生活垃圾卫生填埋等。

目前，公司拥有3个固废处理环保产业园、15个垃圾发电项目、2个垃圾填埋场项目、6个餐厨处理项目、3个污泥处理项目、1个危废处理项目、4个农业垃圾处理项目等，拥有垃圾发电总规模24300(吨/日)(已投运11300吨/日+在建/筹建13000吨/日)、垃圾卫生填埋总库容量1030万立方米、垃圾压缩转运5000(吨/日)、餐厨垃圾处理1350(吨/日)、污泥处理1450(吨/日)、危废处理9.3万吨/年、农业垃圾处理125(吨/日)等。

**表6：公司“大固废”布局**

项目类型	项目名称	设计能力(吨/日)	合计设计能力(吨/日)
垃圾发电项目	广东省佛山市南海区项目	4500	24300
	广东省佛山市顺德区项目	3000	
	广东省开平市项目	900	
	广东省饶平县项目	600	
	辽宁省大连市项目	1000	
	河北省廊坊市项目	1500	
	福建省安溪县项目	1350	
	福建省福清市项目	900	
	福建省南平市建阳区项目	600	
	福建省晋江市项目	2300	
餐厨垃圾处理项目	福建省惠安县项目	1200	1350
	福建省漳州市项目	1000	
	湖北省黄冈市项目	1200	
	湖北省孝感市项目	2250	
	贵阳生贵阳项目	2000	
	广东省佛山市南海区项目	300	
污泥处理	广东省佛山市顺德区项目	300	1450
	黑龙江省大庆市项目	150+粪便 50	
	黑龙江省哈尔滨市项目	300	
	黑龙江省牡丹江市项目	100	
污水治理	福建省漳州项目	200	1450
	广东省佛山市南海区项目	450	

	广东省佛山市顺德区项目	700	
	福建省晋江市项目	300	
危废	佛山市南海区项目	9.3 万吨/年	9.3 万吨/年
生活垃圾卫生填埋	广东佛山三水白泥坑垃圾卫生填埋场	库容量 950 万立方米	
	广东饶平垃圾填埋场升级改造和综合处理项目	库容量 80 万立方米	库容量 1030 万立方米
	河北省涞水县 PPP 项目	40	
农村垃圾处理	广东省乐昌市项目	20	
	广东省遂溪县 PPP 项目	40	125
	广东省怀集县项目	25	
垃圾压缩转运	广东佛山市南海区项目	5000	5000

资料来源：公司公告，公司官网，新时代证券研究所

### 3.2、垃圾焚烧业务拓展迅猛，已是行业第一梯队

公司目前已投运的垃圾焚烧产能为 11300 吨/日，在建及筹建的产能为 13000 吨/日，合计处理能力达到 24300 吨/日，已经跻身垃圾焚烧行业前列。

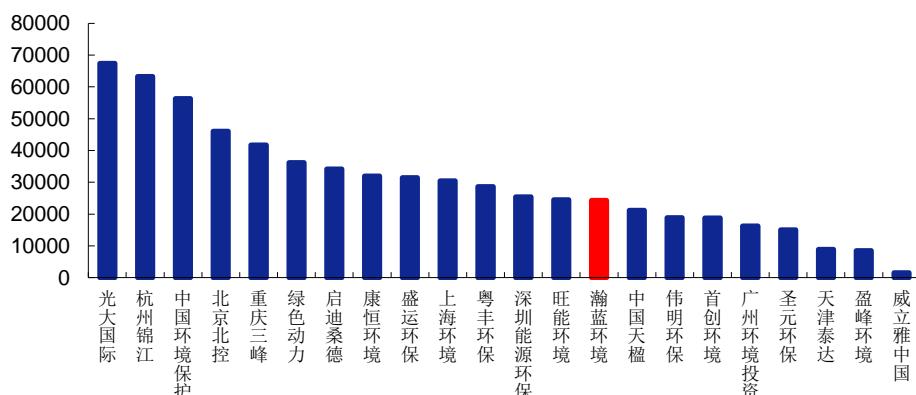
表7：公司垃圾发电项目开拓情况

所属公司	项目名称	项目进度	垃圾处置费（元/吨）	设计能力(吨/日)
瀚蓝固废	广东佛山市南海区垃圾焚烧发电厂一厂改扩建项目	已投运	95	1500
瀚蓝固废	广东佛山市南海区垃圾焚烧发电厂二厂项目	已投运	95	1500
创冠环保	福建晋江市垃圾焚烧发电综合处理厂 BOT 项目一期	已投运	72.83	600
创冠环保	福建晋江市垃圾焚烧发电综合处理厂 BOT 项目二期	已投运	72.83	1200
创冠环保	福建安溪县生活垃圾焚烧发电厂 BOT 特许经营项目一期、二期	已投运	73	600
创冠环保	福建惠安县生活垃圾焚烧发电厂特许经营项目一期、二期	已投运	69.79	1200
创冠环保	福建南平市“三线一中心”城市生活垃圾焚烧发电厂 BOT 项目	已投运	60	600
创冠环保	福建福清市生活垃圾焚烧厂项目一期、二期	已投运	61.5	900
创冠环保	湖北黄石市生活垃圾焚烧发电厂 BOT 项目一期、二期	已投运	前 10 年 49、后续 60	1200
创冠环保	河北廊坊市生活垃圾焚烧发电项目一期	已投运	58	1000
创冠环保	辽宁大连金州新区生活垃圾焚烧处理项目（一期）BOT 项目	已投运	78	1000
合计（已投运）				11300
瀚蓝固废	广东佛山市顺德区项目一期	正在调试，预计 2018 年 10 月投运		1500
瀚蓝固废	广东佛山市顺德区项目二期	正在调试，预计 2018 年 10 月投运		1500
瀚蓝固废	广东佛山市南海区垃圾焚烧发电厂提标、扩能工程项目 BOT	在建	129.86	1500
瀚蓝固废	广东省饶平县宝斗石生活垃圾填埋场升级改造及综合处理资源化利用工程 PPP 项目	在建	99	600
瀚蓝固废	广东开平市固废综合处理中心一期一阶段 PPP 特许经营项目	在建	85	900
瀚蓝固废	福建漳州南部生活垃圾焚烧发电厂特许经营项目	在建	85	1000
创冠环保	福建省晋江市提标改建项目	在建		500
创冠环保	福建省安溪县垃圾焚烧发电厂改扩建项目	在建		750
创冠环保	河北省廊坊市生活垃圾焚烧发电项目二期	预计 2018 年年底 建成		500
创冠环保	湖北孝感市生活垃圾焚烧发电厂 BOT 项目一期、二期	项目选址已确定， 55		2250

所属公司	项目名称	项目进度	垃圾处置费(元/吨)	设计能力(吨/日)
		预计 2018 年内开工		
创冠环保	贵州贵阳市生活垃圾焚烧发电 BOT 特许经营项目	在建/筹建	65	2000
合计(在建+筹建)				13000
总合计(投运+在建+筹建)				24300

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图29：2017年垃圾焚烧总设计规模排行(吨/日)



资料来源：E20 研究院，公司公告，新时代证券研究所

### 3.3、“瀚蓝模式”异地复制提速，示范效应初见成效

“瀚蓝模式”首次落地，彰显实力。公司建成的南海固废处理环保产业园，是目前国内唯一已建成并成功运营的具有完整固废处理产业链的固废处理产业园，且建设与运营水平处于全国前列，形成了固废处理的竞争优势。南海固废处理环保产业园位于广东佛山市南海区狮山大学城的旁边，总面积超过 300 亩，总投资超过 20 亿元，于 2006 年开始规划建设，到 2015 年基本全部建成。

2017 年 4 月，公司公告投资南海生活垃圾焚烧发电厂提标扩能工程，包括 2 个子项目：(1)技改项目：对一厂、二厂烟气处理系统进行技改；(2)扩能项目：在公司属下南海固废处理环保产业园旁，新建一座生活垃圾焚烧发电厂(南海生活垃圾焚烧发电三厂，规模为 1500 吨/日)。新建南海生活垃圾焚烧发电三厂后，南海固废处理环保产业园的生活垃圾处理规模将从原来的 3000 吨/日扩大至 4500 吨/日，同时包括垃圾压缩转运系统(4000 吨/日)、渗滤液处理系统(1000 吨/日)、污泥干化焚烧处理系统(450 吨/日)、餐厨垃圾处理系统(300 吨/日)、烟气处理设施、飞灰固化处理设施、污水处理设施、外围的 10 个垃圾中转站，将进一步巩固南海固废处理环保产业园在全国的领先地位。

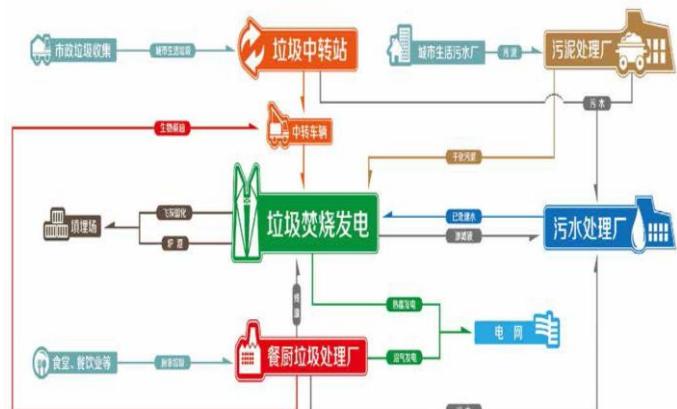
产业园以垃圾焚烧发电项目为能源核心，配置生活垃圾转运、污泥处理、餐厨垃圾处理、渗滤液处理、飞灰处理等完整的生活垃圾处理设施，各处理环节实现资源共享、资源互换，以高效协同的方式，实现生活垃圾的无害化处理、资源化循环利用。同时，产业园模式在节省土地资源、降低处理成本、减少污染物排放、便利监管等方面的特点十分突出，具有社会成本最小化的显著优势，被称为破解垃圾围城的“瀚蓝模式”。

图30：南海固废处理环保产业园



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图31：南海固废处理环保产业园流程图



资料来源：中华环境网，新时代证券研究所

**“瀚蓝模式”异地复制提速。**2016年，公司固废处理产业园首次实现异地复制，公司参与投资（占34%股权）的顺德环投热电项目将投资建设包括日处理规模为3000吨的生活垃圾焚烧发电项目、700吨的污泥处理项目以及300吨的餐厨垃圾处理项目在内的固废处理环保产业园，同时，公司组建运营公司（占比70%），负责顺德环投热电项目建成投产后的生产运营。2017年4月，继“瀚蓝模式”成功复制到广东顺德后，公司成功中标广东省开平市固废综合处理中心一期一阶段PPP项目，实现“瀚蓝模式”的再次复制，体现了瀚蓝环境固废处理环保产业园的优势和市场认可。该项目包括开平市第一座生活垃圾焚烧发电厂、渗滤液处理中心、填埋场和配套工程，以及湿地生态公园的建设、维护与管理。

表8：“瀚蓝模式”模式案例

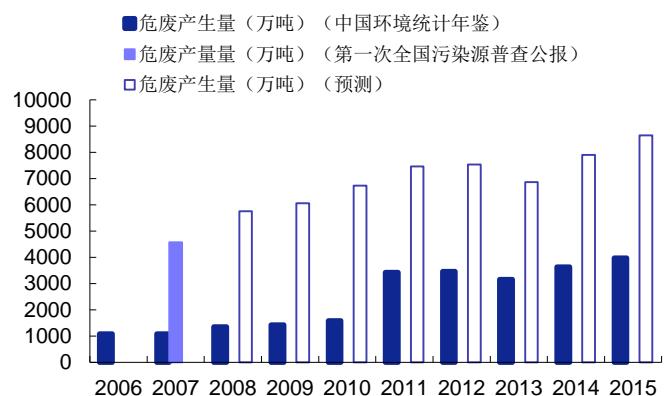
地点	公告时间	投资金额（亿元）	项目详情
广东省佛山市南海区	22		生活垃圾焚烧系统3000吨/日（扩建后4500吨/日）；垃圾压缩转运系统4000吨/日；渗滤液处理系统1000吨/日；污泥干化焚烧处理系统450吨/日；餐厨垃圾处理系统300吨/日；烟气处理设施；飞灰固化处理设施；污水处理设施、外围的10个垃圾中转站。
广东省佛山市顺德区	2016年9月	18（不含餐厨垃圾处理）	生活垃圾3000吨/日；污泥处理700吨/日；餐厨垃圾处理。
广东省开平市	2017年4月	5.26	生活垃圾焚烧发电厂：一期600吨/日，二期900吨/日；填埋场：飞灰填埋场库容43万立方米+生活垃圾填埋场库容32万立方米；渗滤液处理中心：一期200吨/日，二期400吨/日；人工湿地公园；配套工程。

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

### 3.4、携手德国瑞曼迪斯，进军危废蓝海市场

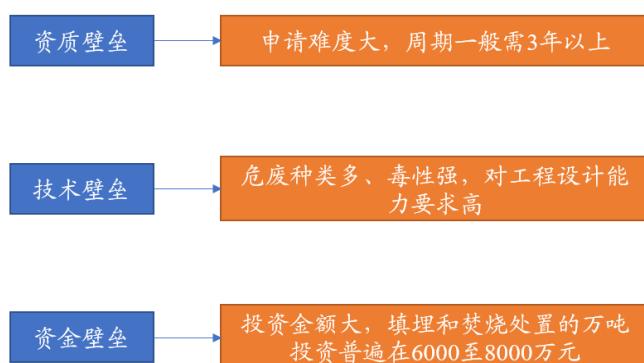
危废行业仍处在“供不应求”的格局，具有战略布局意义。我们以《第一次全国污染源普查公报》显示的2007年工业固体废物产生量4573.69万吨为基础，参考原环保部口径下危废产量的同比增长率（2011年增长率近似等同于2010年），测算出2015年危废产量达到8652万吨。根据《中国环境统计年鉴》，2015年工业危废处置量为1174万吨，综合利用量为2049.7万吨，因此有5000多万吨的处置缺口。危废行业在技术、资质、资本等方面都有较强的壁垒，短期扩张难度大，导致行业“供不应求”的格局在短期很难打破。在当前的时点下，危废行业仍处在跑马圈地阶段，具有较高的战略布局意义。

图32：根据我们预测，2015年我国危废产生量达8652万吨



资料来源：中国环境统计年鉴，新时代证券研究所

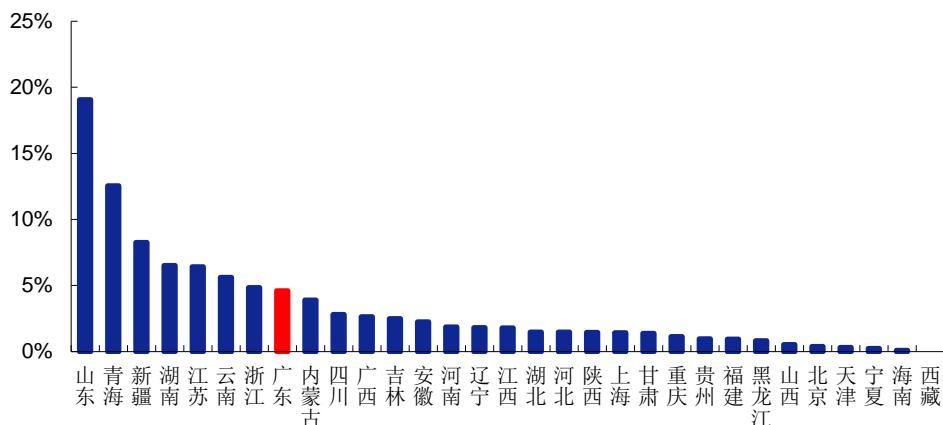
图33：危废行业存在资质、技术、资金壁垒



资料来源：新时代证券研究所整理

广东省是危废大省，佛山市仍缺少大型工业危废处理中心。根据环保部口径，广东省2015年危废产生量为182.41万吨/年，占全国比例为4.59%，在全国排名第8。截至2018年3月31日，佛山市危险废物核准经营规模合计为11.6万吨/年，但涉及种类较为单一，仍然缺少大型的、综合性的工业危废处理中心。

图34：2015年广东省危废产量占全国比重为4.59%（环保部口径）



资料来源：环保部，新时代证券研究所

表9：佛山市危险废物经营许可证颁发情况（截止到2018年7月31日）

法人名称	核准经营规模(吨/年)	处理危废种类
佛山市骏诚精细化工有限公司	6000	【收集、贮存、处理】含铜废液(HW22中的397-004-22,397-051-22)6000吨/年。
佛山市和利环保科技有限公司	6340	【收集、贮存、利用】废矿物油与含矿物油废物(HW08类中的251-001-08、251-005-08、900-199~212-08、900-214-08、900-216~221-08、900-249-08，不包括油泥)120吨/年，废有机溶剂与含有机溶剂废物(HW06类中的900-401~404-06、900-407-06，仅限液态)6220吨/年。
佛山市高明科朗环保科技有限公司	51000	【收集、贮存、利用】表面处理废物(HW17类中的336-064-17，仅限液态)3000吨/年，废酸(HW34类中的314-001-34)48000吨/年，共计51000吨/年。
佛山市南海创伟化工环保科技有限公司	3000	【收集、贮存、利用】废有机溶剂与含有机溶剂废物(HW06类中的900-401-06、900-402-06、900-403-06和900-404-06)2850吨/年；收集、贮存和处置油/水、烃/水混合物或乳化液(HW09类中的900-006-09和900-007-09)150吨/年

法人名称	核准经营规模(吨/年)	处理危废种类
佛山市富龙环保科技有限公司	19700	<p>【收集、贮存、利用】废矿物油与含矿物油废物（HW08类中的900-199-08, 900-211-08, 900-212-08, 900-214-08, 900-216~220-08, 900-222-08, 900-249-08, 仅限液态）15000吨/年、其他废物（HW49类中的900-045-49, 不包括元器件、芯片、插件、贴脚）3000吨/年；</p> <p>【收集、贮存、处置】油/水、烃/水混合物或乳化液（HW09类中的900-006-09、900-007-09）1500吨/年；</p> <p>【收集、贮存、清洗】其他废物（HW49类中的900-041-49）200吨/年。共计19700吨/年。</p>
佛山市格能环保科技有限公司	30000	【收集、贮存、利用】废矿物油和含矿物油废物（HW08类中900-214-08、900-217~220-08、900-249-08, 仅限液态）30000吨/年。

资料来源：广东省环保厅，新时代证券研究所

携手德国瑞曼迪斯，9.3万吨/年危废产能已获环评批复。瑞曼迪斯是德国瑞曼迪斯集团的全资子公司。瑞曼迪斯集团是德国最大、全球领先的环境服务企业之一，在全球35个国家和地区运营500多座环境保护设施，业务涵盖饮用水、污水处理、市政垃圾、工业垃圾处理、危险废弃物等领域。瑞曼迪斯集团目前在中国拥有三个生产基地，主要致力于工业危险废弃物的处置和资源再生业务。瑞曼迪斯在废弃物处理领域，尤其是危险废弃物处理、处置领域拥有世界先进的技术和管理经验。

2015年12月，公司与瑞曼迪斯工业服务国际有限公司签署《战略合作备忘录》，将利用各自的优势在佛山共同开展危险废弃物的资源再生以及终端处理业务。2016年7月13日，中国国务院总理李克强、欧盟委员会主席容克共同出席了在北京举行的“2016中欧城镇化伙伴关系务实合作项目签约仪式”，仪式上，瀚蓝环境与德国瑞曼迪斯集团签署了项目合作意向书。瑞曼迪斯集团拟于佛山中德服务区设立瑞曼迪斯华南总部暨佛山市绿色工业服务中心项目，将与瀚蓝环境共同在佛山市南海区与三水区建立一个涵盖工业危险废物收集、运输、存放、综合再利用、焚烧及填埋的综合性处理中心。截至2017年年报，公司与德国瑞曼迪斯合作的实体项目佛山绿色工业服务中心工程（南海）已取得广东省环保厅环评批复，预计收集处理危险废物总规模为9.3万吨/年。9.3万吨/年的危废处理中心的建设不仅可以填补佛山没有工业危废大型处理中心的空白，也可以和固废处理产业园产生良好的协同效应，使“瀚蓝模式”发挥更大的作用。

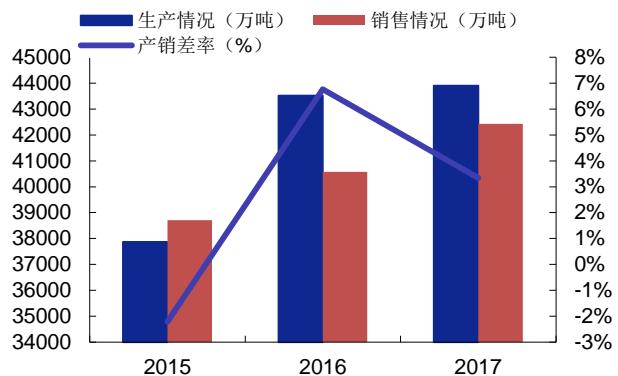
## 4、水务及燃气资产优质，为现金流提供有力支持

公司是广东省佛山市南海区的公用事业平台，其水务（供水+污水）、燃气业务均属于优质的运营资产，能够给公司提供稳定的现金流支持。

**(1) 供水业务：**公司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136万立方米/日，另外第二水厂四期（25万立方米/日）正在建设，供水范围覆盖广东省佛山市南海区所有区域。供水范围覆盖全南海区1000多平方公里，服务人口300万。

图35：公司供水业务的全产业链

图36：公司近几年供水情况（万吨）



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

表10：公司供水设计能力达到 136 万立方米/日

水厂	日供水能力 (万立方米/日)	权益
第二水厂	75 (另外 25 在建)	100%
新桂城水厂	38	100%
沙口水厂	10	60%
九江水厂	13	60%
合计	136	

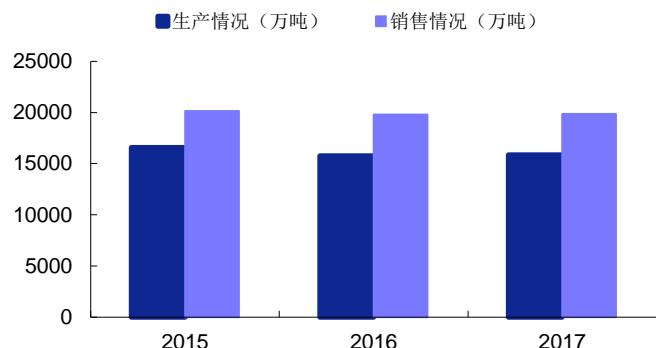
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

(2) 污水处理业务：公司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。截至2018年中报，公司下属16个污水处理厂提标改造建设工作有效推进，大部分项目已完成BOT补充协议单价核定。

- 2016年4月，公司对佛山市南海瀚泓污水处理系统管理有限公司（以下简称“瀚泓公司”）增资，获得南海区污水管网和泵站的委托运营权。公司污水收集网主要是收集城市生活污水，覆盖范围为南海区7个镇街。截至2017年末，公司污水收集网为643.40km，较上年增加316.40km；服务人群达106万人，较上年增加16万人。
- 2017年1月，公司审议通过关于投资平洲污水处理厂提标改造升级工程的议案，提标改造升级工程包括对平洲污水处理厂现有16万吨/日污水处理设施进行升级改造，新增6万吨/日污水处理设施，提标改造升级后为污水处理规模总共22万吨/日，投资金额约3.14亿元。

图37：公司污水处理业务的全产业链

图38：公司近几年污水处理情况 (万吨)



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图39：公司污水处理厂布局情况



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

表11：公司污水处理厂详情

设施名称	处理工艺	设计处理能力(万 m³/d)	区域
西樵樵泰污水处理厂	CASS	2	西樵
樵江西岸污水处理厂	CASS	0.5	
罗村污水处理厂（一期）	氧化沟	0.5	
罗村污水处理厂（二期）	A <sub>O</sub>	0.5	
松岗污水处理厂（一期）	AO	1	
松岗污水处理厂（二期）	A <sub>O</sub>	3	狮山
官窑污水处理厂（一期）	改良 AAO 氧化沟	1	
东南污水处理厂（一期）		2.5	
小塘污水处理厂（提标改造）	氧化沟	4	
罗村务庄污水处理厂		1	

里水和桂污水处理厂	氧化沟	0.5	
和顺城区污水处理厂（一期）	CASS	2	
里水城区污水处理厂（一期）	氧化沟	1.2	里水
里水城区污水处理厂（二期）	A/O	2.8	
禹门污水处理厂	A/O	2	
大石污水处理厂一期	CASS	2	
九江明净污水处理厂	A/O	5	九江
平洲污水处理厂（一期）	BAF	5	
平洲污水处理厂（二期）	CASS	5	桂城
平洲污水处理厂（三期）	CASS	6	
金沙城北污水处理厂		1	
丹灶城区污水处理厂	CASS	1	丹灶
丹灶横江污水处理厂	CASS	1.3	
城西污水处理厂（一期）	A/O	5	大沥
大沥工业废水厂（一期）		2	大沥
红沙高新产业园工业废水（一期）		0.5	狮山

资料来源：公司官网，公司公告，中国污水处理工程网，瀚蓝环境 2011 年公司债券跟踪评级报告（2016），新时代证券研究所

**(3) 燃气业务：**公司通过持有燃气经营许可证或与政府签订燃气特许经营协议开展相关业务，业务分布在佛山市南海区和江西省樟树市。公司是佛山市南海区唯一一家管道燃气供应商。2011 年，公司收购佛山市南海燃气发展有限公司（简称“燃气发展”）25% 的股权，拓展燃气业务，并于 2012 年、2014 年、2018 年分别收购燃气发展 40%、30%、30% 的股权，燃气发展成为公司全资子公司。2016 年，燃气发展成功收购江西瀚蓝能源有限公司（以下简称“瀚蓝能源”）70% 股权，瀚蓝能源拥有江西省樟树市 CNG 加气母站 1 座，获得樟树市 11 个镇街的燃气特许经营。

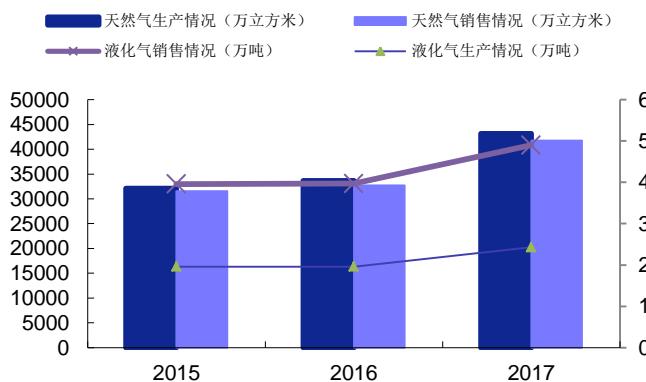
公司目前燃气发展业务覆盖整个南海区域，现拥有液化石油气储配站 2 个，其中南海气库储配能力为 1250 立方米，丹灶气站储备能力为 300 立方米；设计能力 1000 吨级码头 1 个，天然气调压计量站 4 个，储量为 900 立方的 LNG 综合储配站 1 个，储量为 200 立方的 LNG 气化站 1 个。截至 2017 年 12 月，燃气发展已累计铺设埋地燃气管网约 1420 公里，在用的管道气用户约 26 万户（其中工商业用户 1040 户），2017 年天然气销售量达 4.17 亿立方。

图40：公司燃气供应的全产业链



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图41：公司近几年燃气供应情况



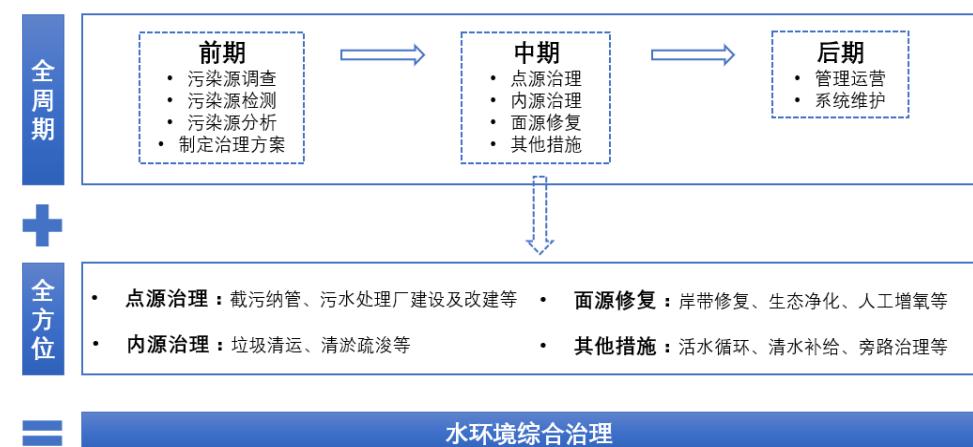
资料来源：公司公告，新时代证券研究所；注：上述天然气及液

化气生产量为采购量。

## 5、水务延伸布局到水环境，流域治理有望成为业绩新亮点

广义的水环境综合治理概念包括点源治理、面源修复、内源治理等在内的一个全周期、全方位的系统性工程。

图42：水环境综合治理内涵



资料来源：新时代证券研究所整理

“三大规划”共谋水环境综合治理市场，“水十条”的全社会投资大概是4.6万亿元。2015年4月，《水污染防治行动计划》发布，标志水环境治理进入快速发展期。之后，《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》及《重点流域水污染防治规划（2016-2020年）》相继出台，分别对城镇污水处理及流域治理做了详尽规划。同时，2020年在“三大规划”中都是重要的考核节点，近两年多水环境治理仍处在高峰期。根据环保部环境规划院副院长吴舜泽，完成“水十条”的全社会投资大概是4.6万亿元；通过加大治污投资将带动环保产业新增产值约1.9万亿元，其中，直接购买环保产业产品和服务约1.4万亿元，间接带动环保产业产出增加5063.4亿元。

表12：水环境综合治理相关政策规划

时间	政策名称	政策详情
2015年4月	《水污染防治行动计划》	到2020年，长江、黄河、珠江、松花江、淮河、海河、辽河等七大重点流域水质优良(达到或优于III类)比例总体达到70%以上；地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在10%以内；地级及以上城市集中式饮用水水源水质达到或优于III类比例总体高于93%；全国地下水质量极差的比例控制在15%左右，近岸海域水质优良(一、二类)比例达到70%左右。
2016年12月	《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》	到2020年底，实现城镇污水处理设施全覆盖。城市污水处理率达到95%，其中地级及以上城市建成区基本实现全收集、全处理；县城不低于85%，其中东部地区力争达到90%；建制镇达到70%，其《“十三五”全国城镇中西部地区力争达到50%；京津冀、长三角、珠三角等区域提前一年完成。污水建设规划》建成区要于2017年底前基本消除黑臭水体。
2017年10月	《重点流域水污染防治规划（2016-2020年）》	到2020年底，城市和县城再生水利用率进一步提高。京津冀地区不低于30%，缺水城市再生水利用率不低于20%，其他城市和县城力争达到15%。

资料来源：国务院，发改委，住建部，生态环境部，水利部，新时代证券研究所

2017年11月，公司通过下属全资子公司瀚蓝污水对佛山市南海区蓝湾水环境投资建设有限公司（以下简称“蓝湾公司”）进行增资，增资后持有蓝湾公司90%股权，蓝湾公司负责南海区里水河流域治理项目建设及运营管理。目前里水河流域治理项目已完成科研和立项，提前启动项目中，已完工6宗、在建7宗，团结涌片区、泥蒲涌片区的部分子项工程已完成施工图设计准备施工招标；整体项目共包含约154个子项工程，与涉及的村（社）委均进行了初步方案沟通，已完成整体项目约63.49%的设计任务。整个里水河流域治理项目预计2019年第一季度全面开工。

里水河流域治理工程是广佛跨界河涌治理重点项目，包括3条主干涌及99条支涌，共110条内河涌的水利工程、生活污水收集处理工程、工业污水收集与预处理工程、生态景观系统工程、智慧水务工程、湿地工程等，涉及面积66平方公里。通过投资里水河流域治理项目，公司将进入水环境治理领域，进一步延伸生态环境服务和水务产业链，有利于促进水务产业链的整合优化和协同，为公司创造新的利润增长点。

**表13：里水河流域治理项目概况**

项目细则	详情
项目范围	本项目工程范围为西南大涌以南、水口大闸以北、佛山一环东线以西的里水河流域。涉及的主要河涌包括3条主干涌（里水河、泥蒲涌、南围公涌）、8条支干涌（分别是团结涌、鹤峰涌、和顺涌、山脚涌、东减水涌、岑岗涌、中心涌、牛屎涌）及99条支涌，共110条内河涌。
工程任务及规模	水利工程、生活污水收集处理工程、工业污水收集与预处理工程、生态景观系统工程、智慧水务工程、湿地工程等。
投资规模	项目总投资约为21.5亿元（不含征地拆迁等费用）。

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

## 6、盈利预测与投资建议

(1) 固废处理业务：根据公司固废项目的投产节奏，我们预计公司2018年至2020年固废业务的增速为14.91%、23.74%、29.70%。

(2) 燃气业务：预计公司天然气及液化气的销量将稳步增长。

(3) 供水业务：增量主要是新增第二水厂四期项目(25万立方米/日)，目前项目正在建设，有望于2018年投产。

(4) 污水处理业务：增量主要是公司现有污水处理厂提标改造及平洲污水处理厂的扩建。

**表14：财务预测的关键假设**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
合计	营业收入（万元）	335,696.72	369,034.46	420,208.07	482,781.93	567,725.82
	YOY（%）	37.85%	9.93%	13.87%	14.89%	17.59%
	毛利（万元）	105,692.00	119,513.57	132,892.55	153,772.10	186,284.28
	毛利率（%）	31.48%	32.39%	31.63%	31.85%	32.81%
固废处理 业务	营业收入（万元）	100,160.81	132,779.24	142,089.00	163,281.45	202,049.92
	YOY（%）	165.32%	32.57%	7.01%	14.91%	23.74%
				-28-		

	毛利 (万元)	42,929.83	52,929.60	56,910.77	65394.22	80920.99	104955.35
	毛利率 (%)	42.86%	39.86%	40.05%	40.05%	40.05%	40.05%
	营业收入 (万元)	134,054.50	116,287.40	141,376.23	163584.55	171624.94	180194.49
燃气业务	YOY (%)	6.29%	-13.25%	21.57%	15.71%	4.92%	4.99%
	毛利 (万元)	33,839.07	32,116.16	29,756.77	34434.55	36127.05	37930.94
	毛利率 (%)	25.24%	27.62%	21.05%	21.05%	21.05%	21.05%
	营业收入 (万元)	69,949.70	86,056.84	89,782.41	96866.58	107353.39	107890.83
供水业务	YOY (%)	28.74%	23.03%	4.33%	7.89%	10.83%	0.50%
	毛利 (万元)	15,274.75	20,721.30	25,902.73	27946.01	30971.45	31126.50
	毛利率 (%)	21.84%	24.08%	28.85%	28.85%	28.85%	28.85%
	营业收入 (万元)	17,323.38	15,977.51	18,829.47	19232.67	27290.41	31517.90
污水处理业务	YOY (%)	-9.77%	-7.77%	17.85%	2.14%	41.90%	15.49%
	毛利 (万元)	5,902.90	4,548.83	7,018.04	7168.02	10171.14	11746.72
	毛利率 (%)	34.07%	28.47%	37.27%	37.27%	37.27%	37.27%
	营业收入 (万元)	14,208.33	17,933.47	28,130.96	39816.69	59407.16	86360.82
其他业务	YOY (%)	132.22%	26.22%	56.86%	41.54%	49.20%	45.37%
	毛利 (万元)	7,745.45	9,197.68	13,304.24	18829.31	28093.65	40840.03
	毛利率 (%)	54.51%	51.29%	47.29%	47.29%	47.29%	47.29%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.01 (+0.04)、1.20 (+0.10) 和 1.41 (+0.19) 元，当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别为 13.9、11.7 和 9.9 倍。考虑到公司“瀚蓝模式”异地复制势头强劲，我们看好公司未来的成长空间，维持“推荐”评级。

## 7、风险提示

“瀚蓝模式”推进不及预期，融资环境恶化，项目推进不及预期。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	1805	2102	1411	1052	1156	<b>营业收入</b>	<b>3690</b>	<b>4202</b>	<b>4828</b>	<b>5677</b>	<b>6680</b>
现金	1169	1295	541	0	0	营业成本	2495	2873	3290	3814	4414
应收账款	262	340	352	461	495	营业税金及附加	38	43	49	58	68
其他应收款	57	96	80	127	117	营业费用	71	70	80	94	111
预付账款	22	67	36	85	57	管理费用	265	294	337	397	467
存货	<b>223</b>	<b>184</b>	<b>282</b>	<b>259</b>	<b>367</b>	财务费用	207	179	54	97	180
其他流动资产	71	121	121	121	121	资产减值损失	6	37	0	0	0
<b>非流动资产</b>	11468	12011	13688	15667	17387	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	161	376	599	823	1046	投资净收益	1	9	9	9	9
固定资产	3425	3434	4242	5212	6238	<b>营业利润</b>	609	862	1026	1226	1450
无形资产	6027	6209	6833	7563	7981	营业外收入	<b>142</b>	<b>44</b>	<b>44</b>	<b>44</b>	<b>44</b>
其他非流动资产	<b>1854</b>	<b>1991</b>	<b>2014</b>	<b>2070</b>	<b>2122</b>	营业外支出	3	6	6	6	6
<b>资产总计</b>	<b>13273</b>	<b>14113</b>	<b>15098</b>	<b>16719</b>	<b>18543</b>	<b>利润总额</b>	749	900	1064	1264	1488
<b>流动负债</b>	3064	2964	3618	4793	6184	所得税	<b>192</b>	<b>202</b>	<b>239</b>	<b>284</b>	<b>334</b>
短期借款	0	45	45	1009	1614	<b>净利润</b>	556	697	825	980	1153
应付账款	1027	991	1320	1360	1741	少数股东损益	<b>48</b>	<b>45</b>	<b>53</b>	<b>63</b>	<b>75</b>
其他流动负债	<b>2037</b>	<b>1928</b>	<b>2253</b>	<b>2425</b>	<b>2828</b>	<b>归属母公司净利润</b>	509	652	771	917	1079
<b>非流动负债</b>	4669	5050	4712	4331	3764	EBITDA	<b>1495</b>	<b>1711</b>	<b>1685</b>	<b>2031</b>	<b>2400</b>
长期借款	3226	3659	3320	2939	2373	EPS (元)	0.66	0.85	1.01	1.20	1.41
其他非流动负债	<b>1444</b>	<b>1391</b>	<b>1391</b>	<b>1391</b>	<b>1391</b>						
<b>负债合计</b>	<b>7733</b>	<b>8015</b>	<b>8329</b>	<b>9123</b>	<b>9948</b>	<b>主要财务比率</b>	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	715	773	827	890	964	<b>成长能力</b>					
股本	766	766	766	766	766	营业收入(%)	9.9	13.9	14.9	17.6	17.7
资本公积	1738	1738	1738	1738	1738	营业利润(%)	22.5	41.4	19.0	19.5	18.2
留存收益	2283	2782	3412	4162	5044	归属于母公司净利润(%)	26.2	28.2	18.2	18.9	17.7
归属母公司股东权益	4824	5325	5943	6706	7631	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>13273</b>	<b>14113</b>	<b>15098</b>	<b>16719</b>	<b>18543</b>	毛利率(%)	32.4	31.6	31.9	32.8	33.9
						净利率(%)	13.8	15.5	16.0	16.1	16.1
						ROE(%)	10.0	11.4	12.2	12.9	13.4
<b>现金流量表(百万元)</b>	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	<b>偿债能力</b>	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	1179	1509	1929	1624	2655	ROIC(%)	6.7	7.8	7.9	8.4	9.2
净利润	556	697	825	980	1153	资产负债率(%)	58.3	56.8	55.2	54.6	53.6
折旧摊销	569	606	531	639	745	净负债比率(%)	53.5	52.1	54.0	64.4	58.4
财务费用	207	179	54	97	180	流动比率	0.6	0.7	0.4	0.2	0.2
投资损失	-1	-9	-9	-9	-9	速动比率	0.5	0.6	0.3	0.2	0.1
营运资金变动	-173	-23	529	-83	587	<b>营运能力</b>					
其他经营现金流	22	59	0	0	0	总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
<b>投资活动现金流</b>	-656	-1278	-2198	-2610	-2455	应收账款周转率	14.6	14.0	14.0	14.0	14.0
资本支出	<b>818</b>	<b>1031</b>	<b>1453</b>	<b>1756</b>	<b>1496</b>	应付账款周转率	2.4	2.8	2.8	2.8	2.8
长期投资	-162	-212	-224	-224	-224	每股指标(元)					
其他投资现金流	0	-459	-968	-1077	-1183	每股收益(最新摊薄)	0.66	0.85	1.01	1.20	1.41
<b>筹资活动现金流</b>	-732	-105	-485	-519	-806	每股经营现金流(最新摊薄)	1.98	1.71	2.52	2.12	3.47
短期借款	<b>-165</b>	<b>45</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	每股净资产(最新摊薄)	6.30	6.95	7.76	8.75	9.96
长期借款	68	434	-339	-381	-567	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	21.0	16.4	13.9	11.7	9.9
资本公积增加	-7	0	0	0	0	P/B	2.2	2.0	1.8	1.6	1.4
其他筹资现金流	<b>-628</b>	<b>-584</b>	<b>-146</b>	<b>-138</b>	<b>-239</b>	EV/EBITDA	10.5	9.3	9.7	8.7	7.5
<b>现金净增加额</b>	<b>-209</b>	<b>126</b>	<b>-754</b>	<b>-1504</b>	<b>-606</b>						

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**邱懿峰**，美国德克萨斯大学金融学硕士，南开大学国贸系本科，2015年就职于银河证券研究部，拥有两年以上行业研究经验，2017年加入新时代证券，现任环保行业首席分析师

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莜琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室 邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>