



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

# 公用事业稳健保后方,大固废引领业绩成长

## ——瀚蓝环境（600323）深度报告二

### 报告摘要:

瀚蓝环境成立于1992年,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、固废处理及燃气供应。

- ◆ **垃圾焚烧行业持续高景气,十三五后空间仍存。**垃圾焚烧行业“十三五”复合增速达20%,与日本80%+的焚烧率相比,十三五之后行业景气仍将持续。2016年我国城市垃圾焚烧率为37.5%,如果以全国生活垃圾清运量城镇2.7+农村1.26(为估算)亿吨/年作为分母计算,全国实际的垃圾焚烧率仅为18.6%。目前,市场主要担忧电价补贴下调,但我们认为,短期国补电价全面下调的可能性很小,而长期补贴电价即使下调也可由垃圾超发与高参数发电技术的应用带来的盈利提升来弥补。
- ◆ **公用事业板块稳健,大固废引领成长。**未来几年,公共事业板块整体较为稳健,公司增长点主要在大固废。生活固废方面,廊坊二期、大连金州、顺德项目投入运营将成为今年固废板块的主要增量,漳州南、开平、饶平、南海三期、孝感、安溪二期、晋江二期等项目有望在明后两年贡献业绩。危废方面,南海危废项目的建设正顺利推进中,同时公司积极扩张,收购赣州宏华环保,进一步扩充危废版图。
- ◆ **绝对价值低估。**2020年以后,随着公司运营收入占比提升贡献稳健的经营现金净流入,叠加资本开支下降,公司将成为成熟的现金牛企业,届时公司的股息发放率有望提升。用绝对估值法计算公司股权价值为163.9亿,对应每股价值19.76元。

**公司盈利预测:**我们预计18-20年EPS分别为1.14、1.22、1.47元,对应PE分别为14、13、10倍,根据绝对估值法计算的内在价值,给予公司6个月目标价19.76元,维持公司“强烈推荐”评级。

**风险提示:**国补电价下调;固废项目进展不达预期。

### 财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,690.34	4,202.08	4,756.6	5,689.13	6,541.84
增长率(%)	9.93%	13.87%	13.20%	19.60%	14.99%
净利润(百万元)	508.57	652.24	869.87	937.29	1,128.63
增长率(%)	26.23%	28.25%	33.37%	7.75%	20.41%
净资产收益率(%)	10.54%	12.25%	14.62%	14.06%	14.98%
每股收益(元)	0.66	0.85	1.14	1.22	1.47
PE	23.33	18.12	13.57	12.59	10.46
PB	2.45	2.22	1.98	1.77	1.57

资料来源:公司财报,东兴证券研究所

2019年02月21日

强烈推荐/维持

瀚蓝环境

深度报告

分析师:洪一

010-66554046

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480510120014

研究助理:沈一凡

010-66554020

shenyf@dxzq.net.cn

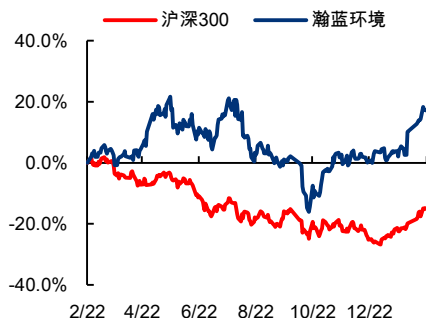
执业证书编号:

S1480118080040

### 交易数据

52周股价区间(元)	15.83-13.6
总市值(亿元)	121.3
流通市值(亿元)	121.
总股本/流通股(非限售)	76626/76626
(万股)	
流通B股/H股(万股)	
52周日均换手率	0.6

### 52周股价走势图



资料来源:东兴证券研究所

### 相关研究报告

## 目 录

1.公用事业+固废稳健布局，攻守兼备的固废龙头.....	4
1.1 攻守兼备的公用事业大平台.....	4
1.2 公用事业稳健，固废占比逐年提升.....	5
1.3 南海区国资委为公司实际控制人，合计持有 36.79%股份.....	6
2.行业趋势：垃圾焚烧持续高景气，行业空间仍然广阔.....	7
2.1 行业复合增速 20%，十三五后空间仍存.....	7
2.2 补贴电价下调问题：未来超发+高参数发电技术可弥补.....	10
3. 公用事业稳健保后方，大固废引领业绩成长.....	12
3.1 水务与燃气板块业务稳健.....	12
3.2 垃圾焚烧与危废项目陆续投产，固废板块发力增长.....	14
4.绝对价值低估的运营现金牛.....	18
5.盈利预测及估值.....	19
6.风险提示.....	20

## 表格目录

表 1：《农村人居环境整治三年行动方案》具体内容.....	7
表 2：垃圾焚烧 IRR 测算表.....	11
表 3：公司下属供水厂列表.....	12
表 4：《广东省打赢蓝天保卫战实施方案（2018—2020 年）》具体内容.....	14
表 5：瀚蓝环境在手垃圾焚烧项目列表.....	17
表 6：瀚蓝环境增长第一阶段 FCFF 预测.....	18
表 7：瀚蓝环境 FCFF 估值法总股本价值测算.....	19
表 8：瀚蓝环境绝对估值敏感度分析.....	19
表 9：瀚蓝环境营业收入拆分预测.....	20
表 10：瀚蓝环境盈利预测及估值.....	20
表 11：公司盈利预测表.....	21

## 插图目录

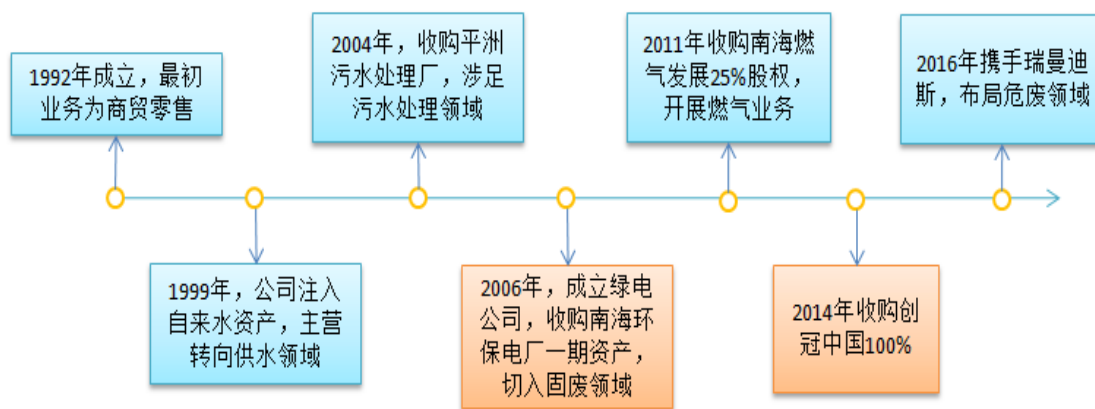
图 1：瀚蓝环境历史发展进程 .....	4
图 2：公司主营业务收入变化 .....	5
图 3：公司归母净利润变化 .....	5
图 4：2011 年业务板块收入构成 .....	5
图 5：2018H1 业务板块构成 .....	5
图 6：瀚蓝环境各业务板块收入（单位：亿元） .....	6
图 7：瀚蓝环境各业务板块毛利率对比（单位：%） .....	6
图 8：公司股权结构 .....	6
图 9：城市垃圾清运量及无害化处理率 .....	7
图 10：县城垃圾清运量及无害化处理率 .....	7
图 11：城市生活垃圾处理结构 .....	8
图 12：日本垃圾焚烧率 .....	9
图 13：十三五垃圾焚烧能力 .....	9
图 14：城乡一体化垃圾收转运处置模式示意图 .....	10
图 15：全国新增垃圾焚烧项目平均处置费 .....	11
图 16：2013-2017 瀚蓝环境供水业务水量和水价 .....	12
图 17：2013-2017 瀚蓝环境污水业务处理量和处理价 .....	13
图 18：南海发展营业收入及增速 .....	14
图 19：南海发展净利润及增速 .....	14
图 20：瀚蓝环境营业收入区域占比 .....	15
图 21：瀚蓝环境已投运产能区域占比 .....	15
图 22：2016-2020E 瀚蓝环境投运项目区域变化趋势 .....	15
图 23：“南海模式”南海固废产业园示意图 .....	16
图 24：瀚蓝环境营业收入区域占比 .....	16
图 25：瀚蓝环境已投运产能区域占比 .....	16
图 26：瀚蓝环境财务模型之经营活动净现金流预测 .....	18

## 1. 公用事业+固废稳健布局，攻守兼备的固废龙头

### 1.1 攻守兼备的公用事业大平台

瀚蓝环境成立于1992年，由广东省南海市发展集团公司以其属下的5家具独立法人资格的企业为发起人，以定向募集方式设立。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，2014年公司收购创冠中国100%股权，实现固废业务全国布局；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。公司稳健布局发展，成为攻守兼备，业务领域涵盖自来水生产与供应、污水处理、固废处理、燃气供应的公用事业大平台。

图1：瀚蓝环境历史发展进程



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

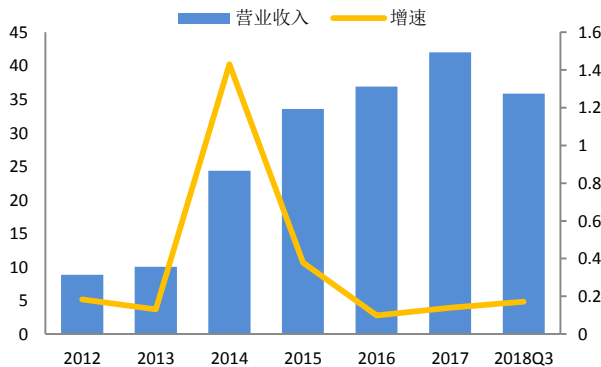
**公用事业板块稳健。**公司目前供水业务覆盖全南海区1000多平方公里，服务人口300万人，供水设计能力达136万立方米/日；污水业务拥有约20个污水处理项目的特许经营权，污水处理规模约60万立方米/日；已在广东省佛山市南海区及江西省樟树市取得特许经营权开展燃气业务。

**未来增长发力点在大固废。**目前，公司拥有4个固废处理环保产业园、17个垃圾发电项目、3个垃圾填埋场项目、7个餐厨处理项目、4个污泥处理项目、2个危废处理项目、4个农业垃圾处理项目等，生活垃圾焚烧发电处理总规模27200吨/日，生活垃圾卫生填埋总库容量1105万立方米，垃圾压缩转运5000吨/日、餐厨垃圾处理1450吨/日、污泥处理1550吨/日、危废处理16.5万吨/年、农业垃圾处理125吨/日，并向处理规模为3000吨/日的北京首钢垃圾发电项目输出固废处理运营管理服务，固废板块已拓展到9个省市共26个城市。

## 1.2 公用事业稳健，固废占比逐年提升

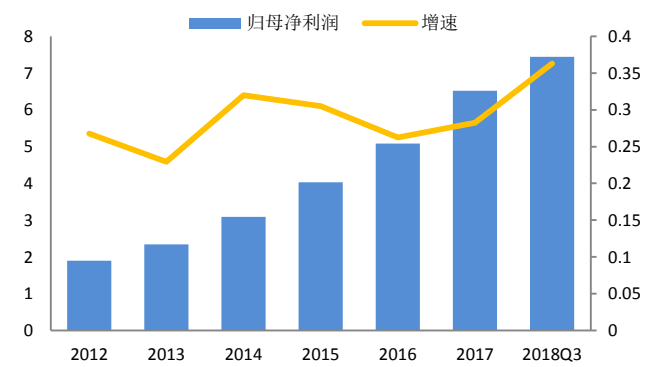
**经营风格稳健+费用控制良好，营收与净利润稳步提升。**公司自上市以来，业绩稳步增长，从11年到17年，公司营收从7.48亿增长到42.02亿，营收复合增速27.97%，归母净利润从1.50亿增长到6.52亿，复合增速23.35%。其中14-15年，由于燃气业务和固废业务的外延并购（14年南海燃气并表，15年创冠中国并表），公司收入体量有大幅增长。近两年，公司四大业务稳健发展，扣非业绩增速维持在20%以上。

图2：公司主营业务收入变化



资料来源：wind，东兴证券研究所

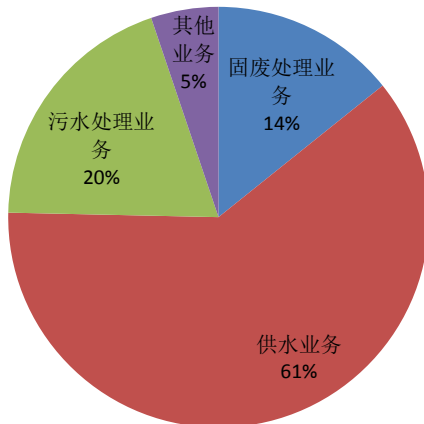
图3：公司归母净利润变化



资料来源：wind，东兴证券研究所

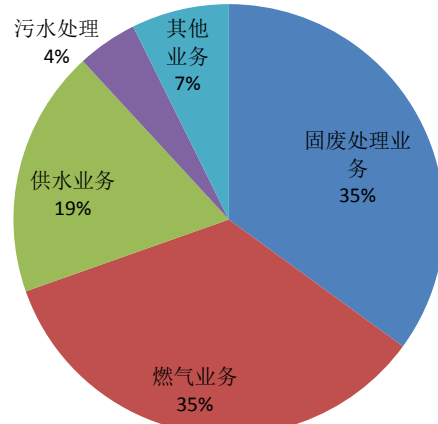
2018年上半年，瀚蓝环境固废处理业务营收为8.0亿元，同比增长18.1%；供水业务营收4.2亿元，同比增长4.5%；污水处理业务营收1.0万元，同比增长14.9%；受益当地铝型材煤改气，燃气业务量价提升，营收7.9亿元，同比增长18.3%。从收入结构看，固废处理业务营收占比明显上升，从2011年的14%上升到2018H1的35%。由于该业务毛利率较高，在40%左右，未来随着公司业务重心逐步向固废处理板块倾斜，公司综合毛利率将略有提升。

图4：2011年业务板块收入构成



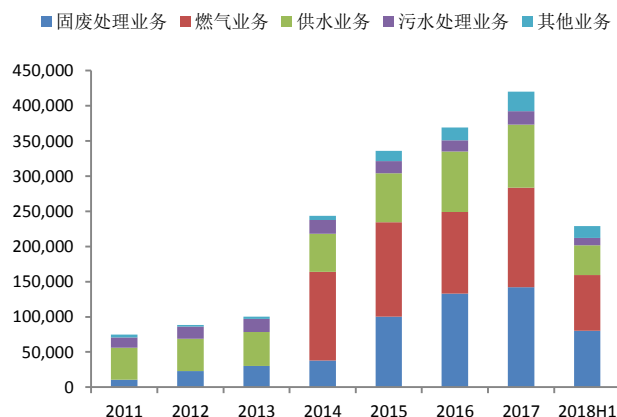
资料来源：wind，东兴证券研究所

图5：2018H1业务板块构成



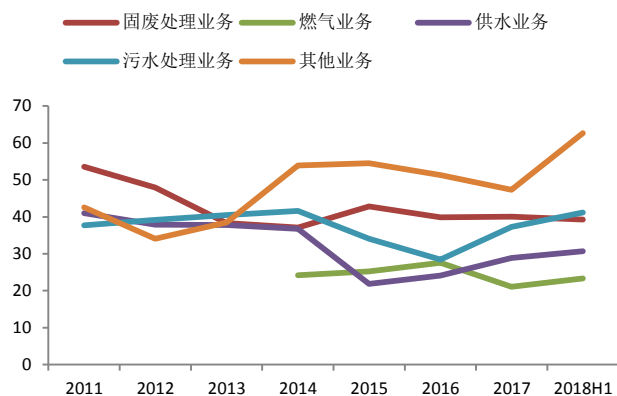
资料来源：wind，东兴证券研究所

图 6：瀚蓝环境各业务板块收入（单位：亿元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 7：瀚蓝环境各业务板块毛利率对比（单位：%）

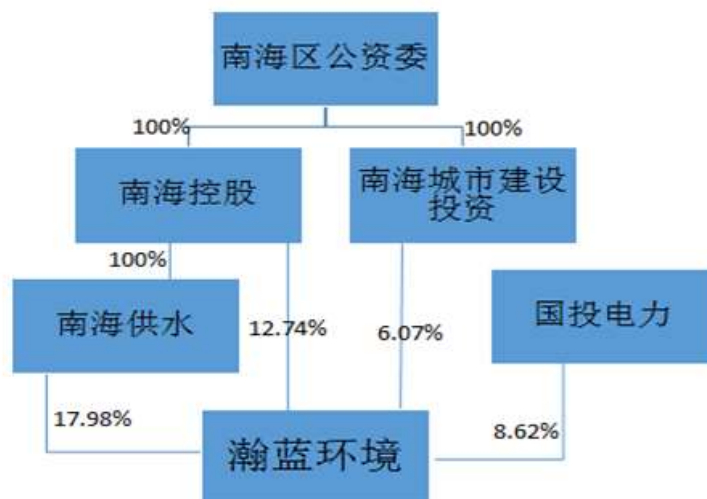


资料来源：wind，东兴证券研究所

### 1.3 南海区国资委为公司实际控制人，合计持有 36.79%股份

公司股权结构稳定，南海区国资委为公司实际控制人。公司实际控制人为佛山市南海区国资委，其通过全资子公司佛山市南海供水集团、南海控股和佛山南海城市建设投资三家公司，合计持有公司 36.79% 的股份。同时，国投电力战略入股为公司业务拓展带来想象空间。2018 年 4 月 18 日，公司持股 5% 以上股东创冠香港与国投电力签署《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 6601 万股，占公司股份总数的 8.615%，本次转让后，国投电力成为公司第三大股东。

图 8：公司股权结构



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

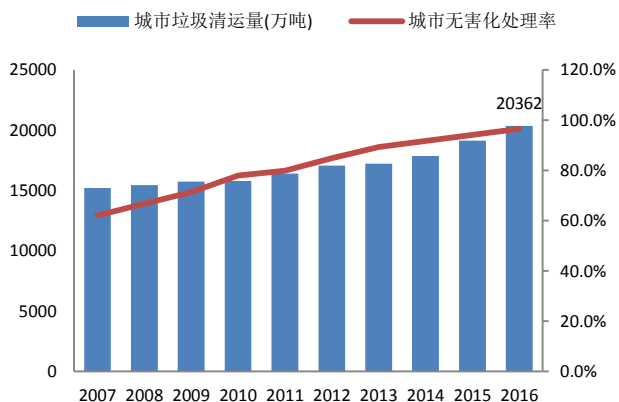


## 2.行业趋势：垃圾焚烧持续高景气，行业空间仍然广阔

### 2.1 行业复合增速 20%，十三五后空间仍存

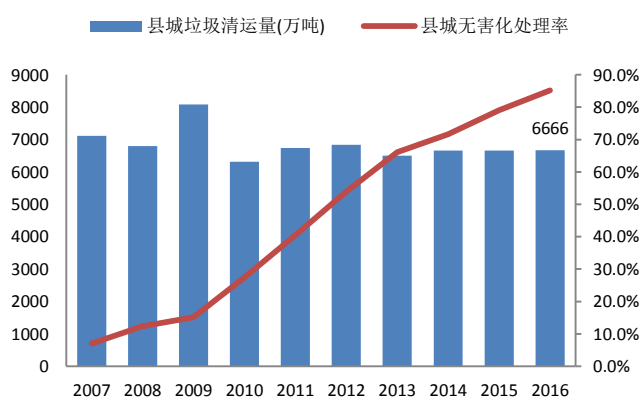
城镇无害化处理率逐年提升，2016 年城市+县城垃圾清运量 2.7 亿吨，增速 2.1%。根据城镇和城乡建设统计年鉴，我国城市垃圾清运量由 2007 年的 1.52 亿吨上升到 2016 年的 2.04 亿吨，年均复合增速 3.3%，无害化处理率从 62%提升到 96.6%。2016 年我国县城垃圾清运量为 1.91 亿吨，无害化率 85.2%。过去二十年时间里，我国城镇垃圾无害化处理率快速提升，目前城市无害化处理率较高，已接近饱和水平，县城无害化处理率仍有提升空间。

图 9：城市垃圾清运量及无害化处理率



资料来源：城乡建设统计年鉴，东兴证券研究所

图 10：县城垃圾清运量及无害化处理率



资料来源：城乡建设统计年鉴，东兴证券研究所

2018 年 2 月印发的《农村人居环境整治三年行动方案》印发明确提出，东部地区、中西部城市近郊区等有基础、有条件的地区，基本实现农村生活垃圾处置体系全覆盖；中西部有较好基础、基本具备条件的地区，力争实现 90%左右的村庄生活垃圾得到治理。农村长期以来缺乏垃圾处理设施，对垃圾的处理方式就是倾倒坑塘、沟边、河道。农村的垃圾处理率未来有待提升，而城乡环卫一体化或能解决农村垃圾付费问题。目前，农村的垃圾产生量与处理率都缺少数据统计，以农村常居人口 57661 万人，人均垃圾产量 0.7 千克/天计算，粗略估算农村垃圾产生规模为 1.26 亿吨每年。

表 1：《农村人居环境整治三年行动方案》具体内容

时间	政策名称	具体内容
2018.02	《农村人居环境整治三年行动方案》	<p>总目标：到 2020 年，实现农村人居环境明显改善，村庄环境基本干净整洁有序，村民环境与健康意识普遍增强。</p> <p>东部地区、中西部城市近郊区等有基础、有条件的地区，人居环境质量全面提升，基本实现农村生活垃圾处置体系全覆盖。</p>

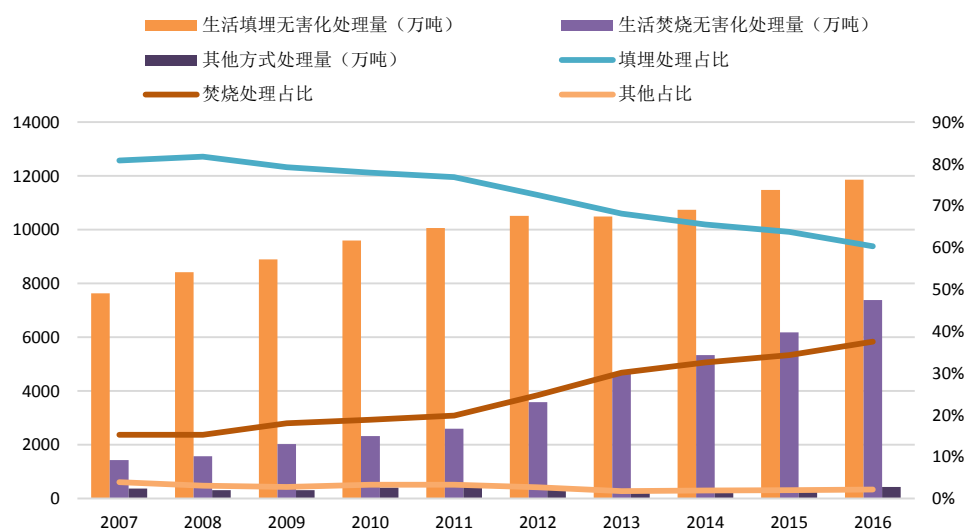
		<p>中西部有较好基础、基本具备条件的地区，人居环境质量较大提升，力争实现 90%左右的村庄生活垃圾得到治理，卫生厕所普及率达到 85%左右。</p> <p>地处偏远、经济欠发达等地区，在优先保障农民基本生活条件基础上，实现人居环境干净整洁的基本要求。</p>
--	--	--

资料来源：新闻整理，东兴证券研究所

**垃圾焚烧占比逐年提升，成未来主导。**目前城市生活垃圾处理主要有卫生填埋和焚烧两种方式。目前填埋仍然占据主导地位，但所占比重正逐年下降，而垃圾焚烧由于占地面积小、对环境影响小等优势，所占比重逐年提升。在全国 940 座垃圾处理设施中：

- ◆ 城市生活垃圾填埋场有 657 座，处理能力 35.0 万吨/日，实际处理量为 11866 万吨/年；
- ◆ 城市生活垃圾焚烧厂有 249 座，处理能力 25.6 万吨/日，实际处理量 7378 万吨/年。
- ◆ 我国城市填埋处理、焚烧处理和其他处理方式所占城市垃圾清运量的比重分别为 58.3%、36.2%、2.1%。

图 11：城市生活垃圾处理结构

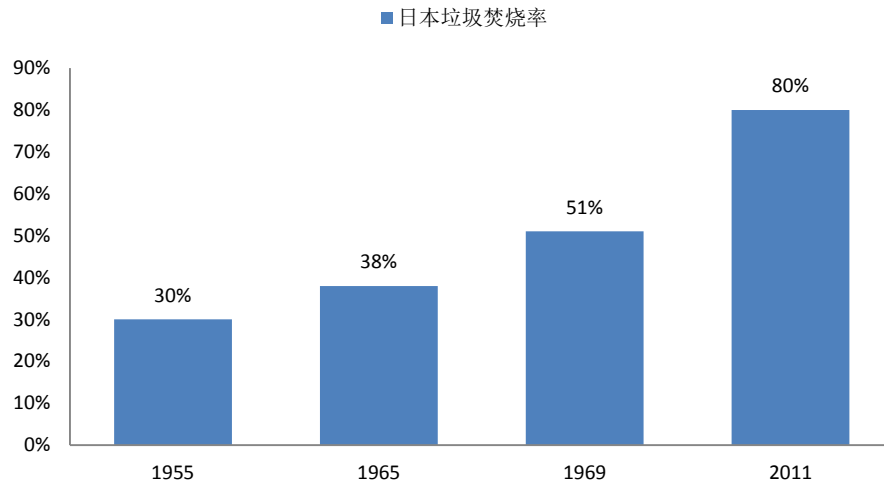


资料来源：城乡建设统计年鉴，东兴证券研究所

按我们的统计习惯，焚烧率为焚烧处理的垃圾量除以垃圾清运量，2016 年焚烧率 37.5% 仅为城市垃圾焚烧率，分母垃圾清运量并没有把县城及农村的垃圾考虑在内，如果以全国生活垃圾量（之前估算为城镇 2.7+农村 1.26 亿吨每年）作为分母，全国实际的垃圾焚烧率仅为约 18.6%。我国目前的实际垃圾焚烧率较低，与日本 80% 的焚烧率相比有很大提升空间。



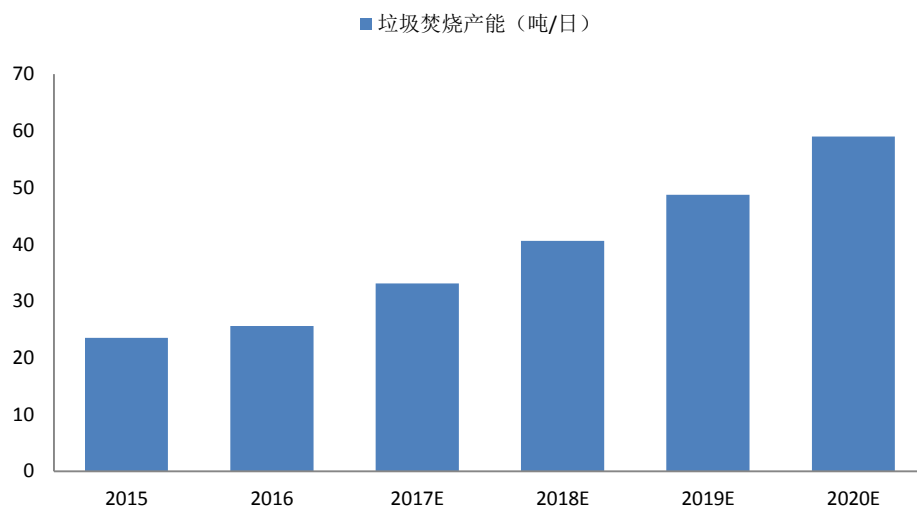
图 12：日本垃圾焚烧率



资料来源：《日本垃圾焚烧全报告》，东兴证券研究所

“十三五”规划指导下，垃圾焚烧行业增速 20%。根据《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，生活垃圾焚烧比例将由 2015 年的 28.6% 提升至 2020 年的 50%，日焚烧能力将由 2015 年的 23.5 万吨/日提升至 2020 年的 59 万吨/日，绝对数值有超过翻倍的增长，行业增速将达 20%。根据规划“十三五”期间，全国需要建设 35.5 万吨/日的新项目，按目前垃圾焚烧项目投资成本在 45—55 万元/(吨/日) 测算，“十三五”期间垃圾焚烧建设市场规模约 1775 亿元。

图 13：十三五垃圾焚烧能力



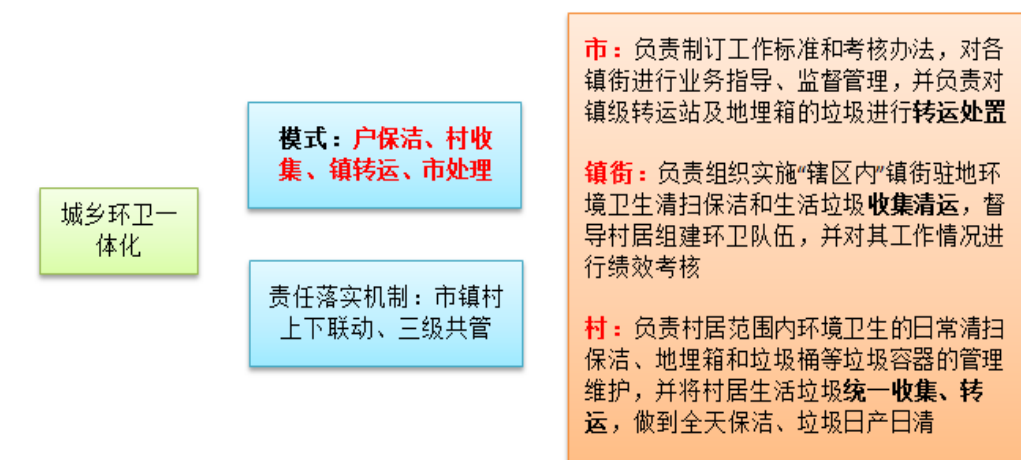
资料来源：城乡建设统计年鉴，东兴证券研究所

假设到 2020 年，59 万吨/日的焚烧产能全部投产，按 100% 产能利用率、运转 8000 小时/年计算，未来可实现年 1.97 亿吨生活垃圾进行无害化处理，假设按城市焚烧率 60%

计算，届时焚烧能力覆盖城市生活垃圾以后，仍有富裕 0.15 亿吨的处理能力可用于处理农村生活垃圾，按全国城镇+农村年垃圾量 4.3 亿吨计算（假设城镇垃圾清运量增速 3%），我国的焚烧率仍然只有 45.8%，行业尚未饱和。从行业集中度来看，按实际处理量计算，目前 CR1040%+的市占率，未来随着环保趋严，行业集中度仍将提升。

- ◆ 未来农村垃圾焚烧市场或以城乡环卫一体化模式作为解决方案之一，以贵州金沙县项目为例，原本金沙县城区所有垃圾总量约为 230 吨/天，从垃圾量上看远远达不到焚烧发电的要求，但对于生活垃圾收集、运输和处理采用城乡环卫一体化的项目运作模式，将农村、乡镇的垃圾全部收运之后，金沙县的生活垃圾总量将可达到 450 吨/天，这样就基本满足了焚烧发电项目对于垃圾量的要求。

图 14：城乡一体化垃圾收转运处置模式示意图



资料来源：资料整理，东兴证券研究所

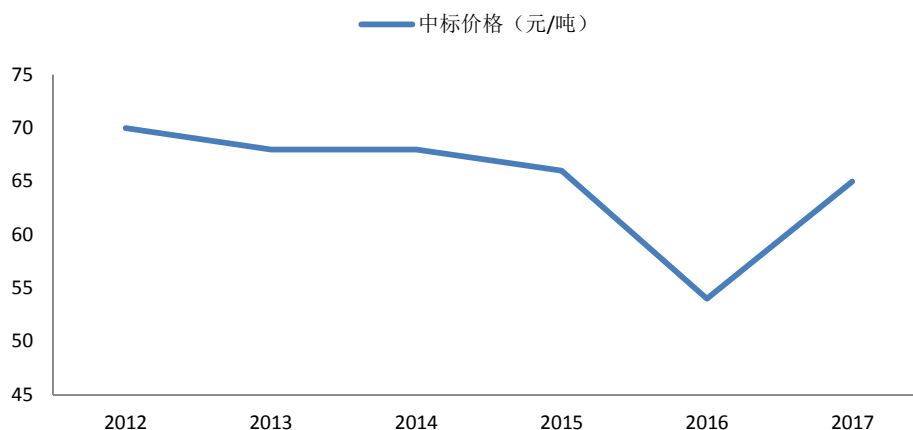
## 2.2 补贴电价下调问题：未来超发+高参数发电技术可弥补

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。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。但我们认为，短期近两年内补贴电价全面下调的可能性很小，原因如下：

- ◆ 截止 2017 年，生活垃圾焚烧发电项目 339 个，累计并网装机 725.3 万千瓦，年发电量 375.2 亿千瓦时，仅占总发电量 0.58%。假设按国补每度电补贴 0.13 元计算，17 年垃圾焚烧理论所需补贴约为 48.8 亿。按 17 年可再生能源补贴基金总支出 712.09 亿计算，垃圾发电占可再生能源补贴基金 6.85%。此外，我国垃圾焚烧行业仍处于发展中期，大量垃圾焚烧厂仍需要建设，此时下调补贴与行业的发展方向相违背。
- ◆ 从回报率来看，烟气治理项目 irr 最高，清新环境的电厂运营项目 irr 在 12% 左右，但大气运营项目主要面对工业企业，现金流较差，且存在一定的回款风险。

水厂 irr 在 8%左右，垃圾焚烧早期 irr 在 10%以上，随着之后竞争激烈，垃圾处理费补贴下降，目前新项目 irr 也下降到 6%-9%左右。

- ◆ 从长期看，补贴电价下调可由垃圾超发加上高参数发电技术的应用带来的盈利提升来弥补。

**图 15：全国新增垃圾焚烧项目平均处置费**


资料来源：中国环联，东兴证券研究所

**表 2：垃圾焚烧 IRR 测算表**

科目	金额	备注
年处理垃圾量 (吨)	333,333	1000 吨/日项目，8000 利用小时
年发电量 (度)	110,000,000	按每吨垃圾 330 度发电量计算
年上网电量 (度)	93,500,000	15%自用电率
年处理费 (元/吨)	75	
年处理费收入 (元)	21,367,521	
上网发电收入 (元)	51,544,872	
<b>营业收入 (元)</b>	<b>72,912,393</b>	
年均税收返还 (元)	5,171,890	
年均税金及附加 (元)	1,093,686	
<b>年均总成本费用 (元)</b>	<b>47,384,615</b>	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)	29,605,982	
年均净利润 (元)	22,204,487	
建设总投资	400,000,000	按每吨 40 万投资额计算
<b>项目毛利率</b>	<b>37.8%</b>	
<b>irr</b>	<b>7.6%</b>	
<b>项目 roe</b>	<b>17.6%</b>	

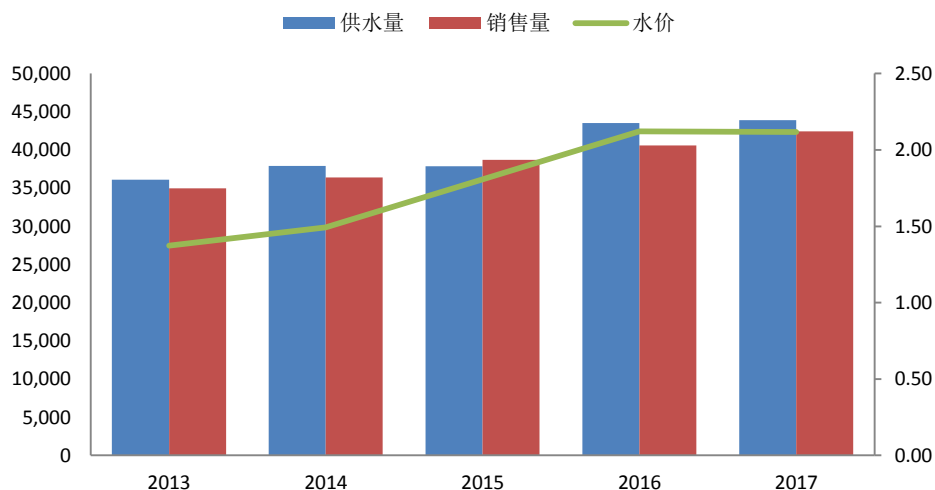
资料来源：资料整理，东兴证券研究所

### 3. 公用事业稳健保后方，大固废引领业绩成长

#### 3.1 水务与燃气板块业务稳健

公司供水业务涵盖供水服务全产业链，包括取水、制水、输水到终端客户服务，公司通过在佛山市南海区当地建设自来水厂及铺设供水管道为居民及单位提供供水服务，目前拥有供水产能产能 161 万方，其中 25 万方新增产能于 18 年 8 月投产（南海第二水厂四期）。18 年上半年公司供水业务运营平稳，实现主营业务收入 4.25 亿元，同比增长 4.54%；2017 年全年供水量 4.39 亿吨，同比增长 0.88%；销售量 4.24 亿吨，同比增长 4.58%；平均水价 2.12 元。公司在完成南海区供水整合后，将水损治理作为日常重点工作，未来供水水量将维持 2%-3% 年增速，叠加长周期水价调价的预期，公司供水版块增长稳健。

图 16：2013-2017 瀚蓝环境供水业务水量和水价



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

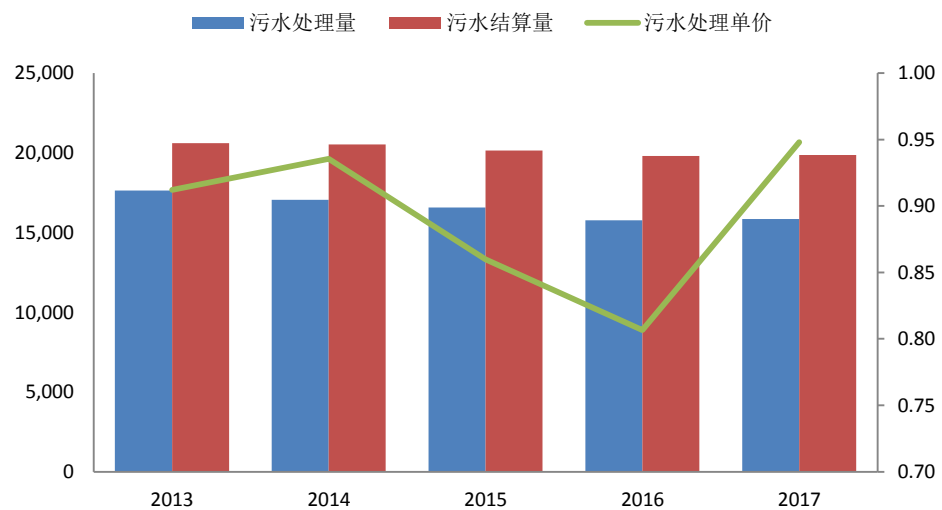
表 3：公司下属供水厂列表

水厂	日制水能力 (万立方米)	增量方式	持股比例	备注
桂城水厂	38	注入	100%	
第二水厂	75+25	收购	100%	25 万吨在 18 年 8 月投产
九江水厂	13	收购	60%	
新桥市场	10	收购	100%	

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司目前有污水处理产能 60 万方，以生活污水处理为主，拥有的 20 家污水处理厂中，有 19 家为生活污水处理厂，1 家工业污水处理厂。报告期内，污水业务实现主营业务收入 1.03 亿元，同比增长 14.93%。污水处理量 1.59 亿吨，同比增长 0.57%、结算量 1.99 亿吨，同比增长 0.26%；平均处理价格 0.95 元。18 年底，公司已有 16 家污水处理厂完成提标改造，提标改造完成后，预计 19 年公司污水处理单价将提升约 39%。公司目前污水处理板块产能利用率为 74.51%，未来随着污水收集管网进一步完善，产能利用率仍有提升空间，公司污水处理板块未来将持续稳健。

图 17：2013-2017 瀚蓝环境污水业务处理量和处理价



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

受益于陶瓷行业煤改气，未来销气量稳健增长可期。公司在佛山市南海区和江西省樟树市从事燃气供应业务，公司是佛山市南海区独家管道燃气供应商，同时在江西省樟树市拥有 11 个镇街的燃气特许经营权。公司的燃气业务抓住政府推行清洁能源政策的机会，积极开展铝型材企业、陶瓷企业煤改气工作，《广东省打赢蓝天保卫战实施方案（2018—2020 年）》中明确提出 2020 年佛山市基本完成建筑陶瓷行业清洁能源改造，随着政策的落地实施，公司未来销气量将稳健增长。

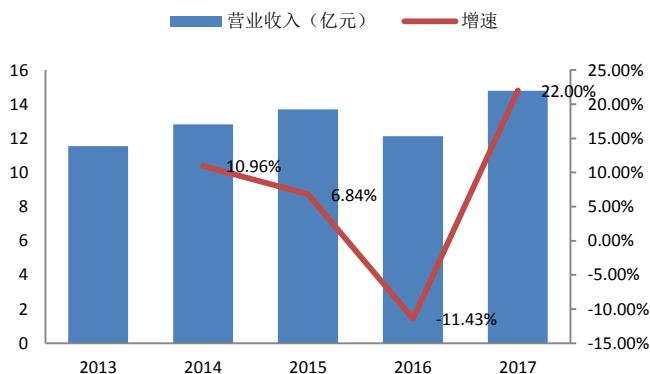
- 公司于 2011-2014 年分别通过收购、现金收购、增资、发行股份购买资产等方式累计获得燃气发展 70% 的股权，并于 18 年 1 月完成剩余 30% 少数股权的收购，自此，燃气发展成为公司全资子公司，业绩完全并表。
- 2016 年，公司以现金 1.45 亿元收购江西瀚蓝能源有限公司 70% 的股权。江西瀚蓝建成后，在远期有望贡献约 1 亿方售气增量。
- 18 年上半年，公司燃气业务实现主营业务收入 7.91 亿元，同比增长 18.29%。17 年全年供气量 4.2 亿方，同比增长 27.8%。

表 4：《广东省打赢蓝天保卫战实施方案（2018—2020 年）》具体内容

时间	政策名称	具体内容
2018.12	《广东省打赢蓝天保卫战实施方案 2018-2020》	<p>目标指标：到 2020 年，全省空气质量优良天数比例达到 92.5%，细颗粒物年均浓度控制在 33 微克每立方米以下，基本消除重污染天气，各地级以上市空气质量六项基本指标年评价浓度均达到国家二级标准。全省二氧化硫、氮氧化物和挥发性有机物等主要污染物排放总量比 2015 年分别下降 5.4%、3%和 18%。</p> <p><b>提高清洁能源供给能力。</b>扩大天然气供应规模。2020 年年底，天然气主干管网通达各地级以上市，珠三角地区天然气管网通达有用气需求的工业园区及重点工业企业，天然气消费量达到 280 亿立方米以上。加快储气设施建设，天然气供应能力增至 500 亿立方米。按供热需求发展天然气热电联产和分布式能源，有序发展天然气调峰电站等可中端用户。新增天然气优先用于保障民生用气。</p> <p><b>推进陶瓷行业清洁排放改造。</b>在保障气源供应的前提下，按照“先合同后发展”的原则，到 2020 年，珠海、佛山、韶关、东莞、江门、肇庆、清远等市基本完成建造陶瓷行业清洁能源改造。2020 年 6 月底前，全面完成建造陶瓷生产线脱硝设施建设，确保氮氧化物排放浓度不高于 100 毫克每立方米，二氧化硫排放浓度不高于 30 毫克每立方米。鼓励有条件的企业开展超低排放升级改造。</p>

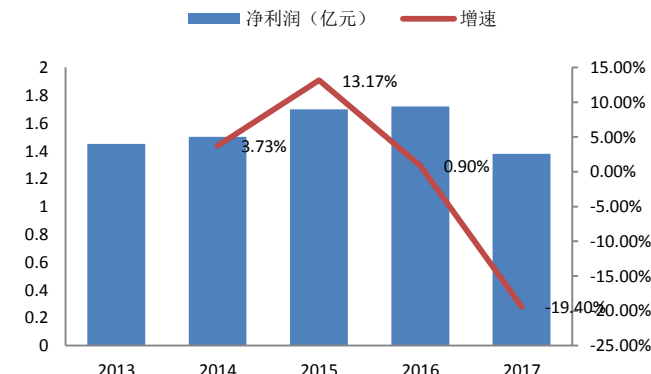
资料来源：资料整理，东兴证券研究所

图 18：南海发展营业收入及增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 19：南海发展净利润及增速



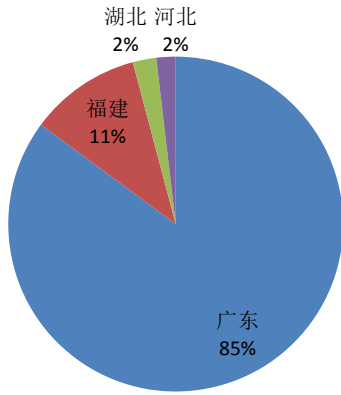
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 3.2 垃圾焚烧与危废项目陆续投产，固废板块发力增长

项目主要地处发达沿海地区，盈利能力优秀。截止 2018Q3，瀚蓝环境已投运垃圾焚烧产能 11300 吨/日，项目主要分布在沿海较为发达的广东和福建地区。影响垃圾焚烧项目盈利的要素较多，收入端的影响因素包括垃圾处理费、吨垃圾发电量、产能利用率等。沿海地区由于生活水平较高，垃圾热值明显高于全国平均水平，同时人口的涌入带来更高的垃圾清运量增速，产能利用率往往更高，加上发达地区的付费能力强、对环保标准更为重视，更高的建设标准带来更高的垃圾处理费。整体发达地区的项目

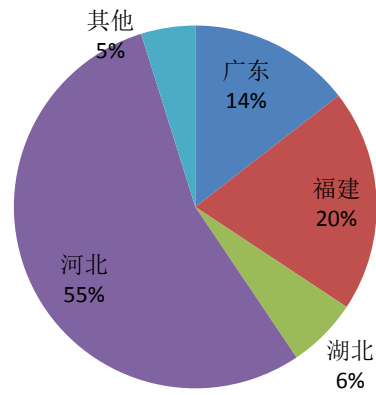
盈利能力更强，而公司从佛山南海起家，深耕广东、福建，项目区位优势显著。

图 20：瀚蓝环境营业收入区域占比



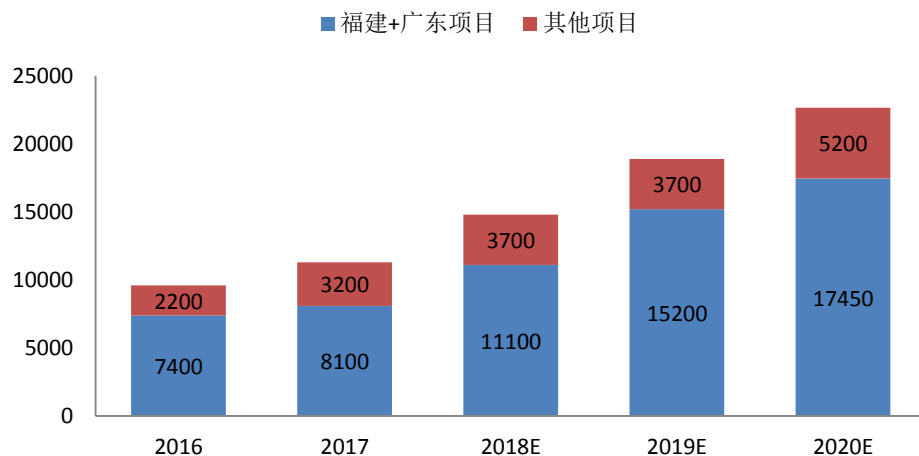
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 21：瀚蓝环境已投运产能区域占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 22：2016-2020E 瀚蓝环境投运项目区域变化趋势



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**南海模式打造固废范本，异地拓展可期。**瀚蓝南海固废处理产业园打造了特有的南海模式，在 350 亩的南海固废处理环保产业园区内，以垃圾能源化为中心，将生活垃圾转运和焚烧、生活污水干化、餐厨垃圾资源化、渗滤液处置、飞灰处理等各项目融入产业链中，并且共用污水治理和烟气治理设施。目前南海模式已在顺德固废处理环保产业园与开平市固废综合处置中心得到推广应用。

- ◆ 具体来看，在南海固废处理环保产业园区，垃圾焚烧的热能不仅用来发电，还将余热通过封闭式管道导入污泥干化处理厂，为污泥脱水，干化后的污泥残渣则送入垃圾焚烧炉与生活垃圾进行掺烧；餐厨垃圾处理厂中，餐馆里收来的泔水，分解成的生物柴油为转运车辆提供能量，发酵产生的沼气提纯后发电并网，沼渣则



在处理后导入垃圾焚烧厂，残渣则和垃圾一起焚烧；垃圾焚烧、餐厨垃圾处理产生的污水进入垃圾渗滤液处理厂，通过一系列处理工艺后作为工业冷却水循环再利用，处理后的净水还可以养金鱼和灌溉植物。

- ◆ 南海模式具有诸多优势，一是通过资源循环共用，可节约成本，极大地降低了污染的排放，园区排放达到欧盟垃圾焚烧污染物排放标准（欧盟 2000 标准）。二是通过公开参观，解决了邻避问题，目前南海项目年参观流量达 2.5 万人次。三是通过从垃圾收转运到终端处理的全产业链规划，规避了垃圾跨省倾倒的问题。

图 23：“南海模式”南海固废产业园示意图

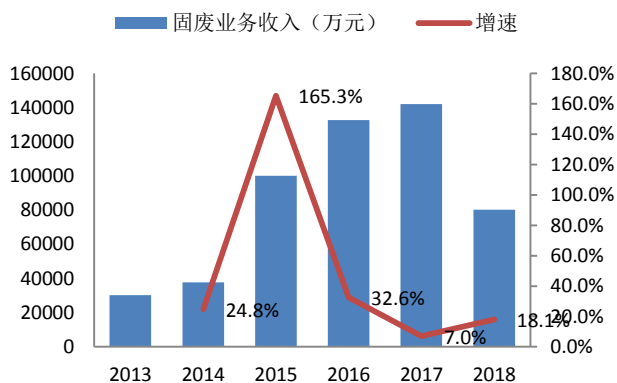


资料来源：公司官网，东兴证券研究所

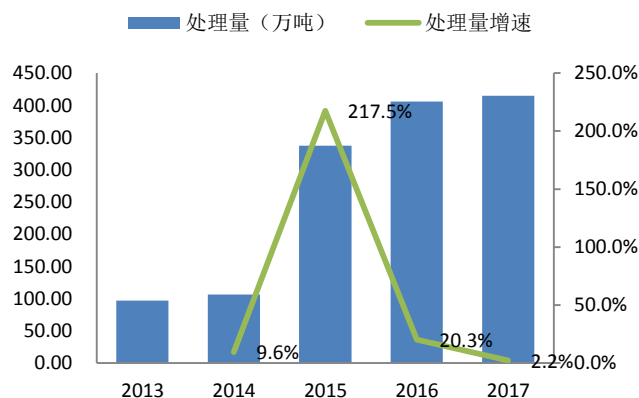
新项目有节奏投产，带动公司平均处理费提升。18 年 H1，公司实现主营业务收入 8.02 亿元，同比增长 18.07%；17 年垃圾发电量 14.39 亿度，同比增长 9.95%。公司目前在手合同充足，在手垃圾焚烧约 2.8 万吨/日，截止 18Q3，已投运 11300 吨/日。公司项目推进顺利，未来几年项目每年将有 3-4 个新项目投产，随着南海三期 1500 吨（处理费 120 元/吨）、饶平 1000 吨（99 元/吨）、开平 600 吨（85 元/吨）、漳州南 1000 吨（85 元/吨）于 19 年投产，公司平均处理费将处于提升通道。

图 24：瀚蓝环境营业收入区域占比

图 25：瀚蓝环境已投运产能区域占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**表 5：瀚蓝环境在手垃圾焚烧项目列表**

项目名称	地点	产能(吨/日)	处理费	特许运营期	状态
南海一期	广东	1500	95 (120)	30	已投运
南海二期	广东	1500	95 (120)	30	已投运
创冠晋江	福建	1800	72.83	30	已投运
创冠安溪	福建	600	78	30	已投运
创冠惠安	福建	1200	69.79	27	已投运
创冠黄石一期	湖北	800	前十年 49, 后面 60	27	已投运
创冠黄石二期	湖北	400	前十年 49, 后面 60	27	16 年底建成, 17 年满负荷
创冠福清一期	福建	600	61.5	27	已投运
创冠福清二期	福建	300	61.5	27	2016 年 4 月投运
创冠廊坊一期	河北	1000	58	27	15 年 7 月试运行, 16 年确认收入
创冠建阳	福建	600	60	30	已投运
创冠大连	大连	1000	78	27	16 年 9 月试运行, 17 年确认收入
	<b>已投运</b>	<b>11300</b>			
创冠廊坊二期	河北	500	58	27	18 年运营
顺德	广东	3000	120		18 年运营, 不并表确认投资收益
漳州南	福建	1000	85	30	预计 19 年 6 月建成
开平一期	广东	600	85	28	预计 19 年底建成
饶平	广东	1000	99	25	预计 19 年底建成
南海三期	广东	1500	120	30	预计 19 年底建成
晋江二期	福建	1500	72.83	30	预计 20 年 6-9 月建成
安溪二期	福建	750	78	30	预计 20 年 6-9 月建成
创冠孝感一期	湖北	1500	55	27	预计 20 年建成
创冠孝感二期	湖北	1000	55	27	尚无计划
创冠贵阳	贵州	2000	65	30	尚无计划
漳州北	福建	1500		30	尚无计划
开平二期	广东	300	85	28	尚无计划
万载	江西	800			尚无计划
	<b>总产能</b>	<b>28250</b>			

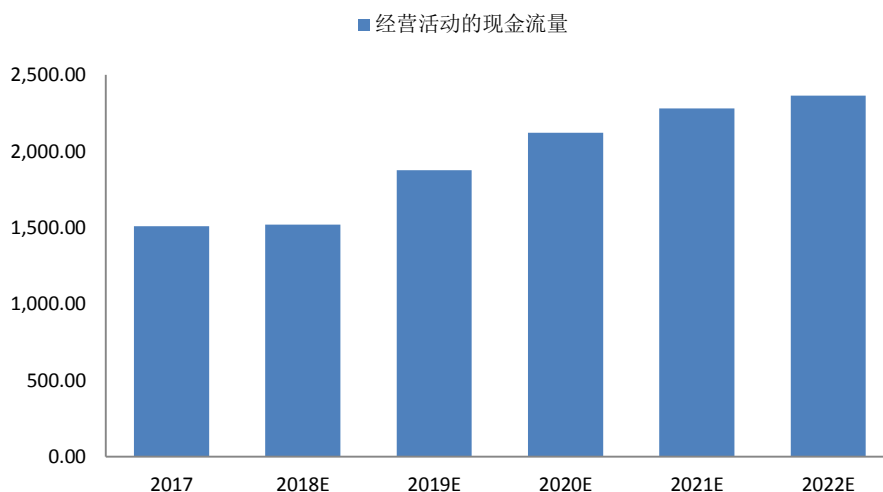
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**收购赣州宏华环保，危废版图再下一城。**公司以 3.7 亿元收购赣州宏华环保 100% 股权，且后续将根据经营情况增资不超过 1.5 亿元。宏华环保已于 2018 年 10 月取得临时危险废物经营许可证，处理资质 36 大类，危废处置规模为 7.2 万吨/年，其中填埋 4.8 万吨/年、焚烧 1.5 万吨/年、物化处理 0.2 万吨/年、废钢制包装桶回收 0.7 万吨/年，安全填埋场总库容 95 万 m<sup>3</sup>（已建成一期 37 万 m<sup>3</sup>）。目前已经完成焚、物化处理中心和填埋场一期的建设。该项目是公司除省内南海危废项目之外，第一个省外危废项目，未来危废版图进一步拓展值得期待。

## 4.绝对价值低估的运营现金牛

2020 年以后，随着公司运营收入占比提升贡献稳健的经营现金净流入，叠加资本开支下降，公司将成为成熟的现金牛企业，届时公司的股息发放率有望提升。从项目建设进度看，今明两年仍是公司项目建设高峰期，预计 19、20 年公司分别有 4100 吨/日、3750 吨/日的项目处于建设中。预计到 2020 年，目前 28250 吨/日的在手项目中，将有 22650 吨/日的产能处于投产状态，南海危废项目也已建设完成，同时由于贵阳项目、开平二期、孝感二期合计 3300 吨/日产能尚无开建计划，剩余需要建设的垃圾焚烧项目主要是漳州北、万载项目，预计公司资本开支在 2020 年后将大幅减少，而届时公司的年运营现金净流入将达到 20 亿以上，充足的现金净流入将成为提高分红率的坚实后盾。

图 26：瀚蓝环境财务模型之经营活动净现金流预测



资料来源：财务模型，东兴证券研究所

公司作为地方公用事业大平台，未来将是稳健的运营现金牛，相比用 PE 倍数等相对估值方法，使用 FCFF 绝对估值法来测算公司内在股权价值更为合理。因此我们采用 DCF/FCFF 对瀚蓝环境进行绝对股权价值评估，在 WACC=10.2%、永续增长率  $g=1.5\%$  的假设下，考虑即将发行可转债的摊薄，公司股权价值为 163.9 亿，对应每股价值 19.76 元。

表 6：瀚蓝环境增长第一阶段 FCFF 预测

第一阶段	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
FCFF	31.92	(62.08)	288.08	1,736.04	1,972.23

资料来源：财务模型，东兴证券研究所

**表 7：瀚蓝环境 FCFF 估值法总股本价值测算**

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）	价值百分比
第一阶段	2,881.54	14.29%
第二阶段	8,084.04	40.10%
第三阶段（终值）	9,194.29	45.61%
企业价值 AEV	20,159.87	100.00%
+ 非核心资产价值	1,831.25	9.08%
- 少数股东权益	818.33	-4.06%
- 净债务	4,786.70	-23.74%
<b>总股本价值</b>	<b>16,386.09</b>	<b>81.28%</b>
股本（百万股）摊薄后	829.12	
<b>每股价值（元）</b>	<b>19.76</b>	

资料来源：财务模型，东兴证券研究所

**表 8：瀚蓝环境绝对估值敏感度分析**

敏感性测试结果	长期增长率(g)								
WACC	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%
7.70%	26.08	27.14	28.36	29.75	31.37	33.27	35.54	38.29	41.69
8.20%	23.95	24.85	25.86	27.02	28.34	29.88	31.69	33.84	36.46
8.70%	22.07	22.83	23.68	24.64	25.74	27.00	28.46	30.18	32.23
9.20%	20.39	21.03	21.76	22.57	23.48	24.53	25.72	27.12	28.75
9.70%	18.88	19.43	20.05	20.74	21.51	22.38	23.37	24.51	25.84
10.20%	17.51	17.99	18.52	19.11	19.76	20.50	21.33	22.27	23.36
10.70%	16.28	16.69	17.15	17.65	18.21	18.84	19.54	20.32	21.22
11.20%	15.15	15.52	15.91	16.35	16.83	17.36	17.95	18.62	19.37
11.70%	14.13	14.44	14.79	15.17	15.58	16.04	16.54	17.11	17.74
12.20%	13.19	13.47	13.77	14.10	14.46	14.85	15.28	15.77	16.31
12.70%	12.32	12.57	12.83	13.12	13.43	13.78	14.15	14.57	15.03

资料来源：财务模型，东兴证券研究所

## 5.盈利预测及估值

根据公司目前业务进展及行业趋势，预测公司 18-20 年营业收入 47.57/56.89/65.42 亿元，净利润 8.70/9.37/11.29 亿元，增长率分别达到 33.37%/7.75%/20.41%。公司 18-20 年预测 EPS 分别为 1.14/1.22/1.47 元，对应 PE 分别为 14X/13X/10X。根据 FCFF 绝对估值法，我们预计公司股价核心波动区间为 15.91-25.72 元，6 个月目标价为 19.76 元，维持公司“强烈推荐”评级。

表 9：瀚蓝环境营业收入拆分预测

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>固废</b>	378	1002	1328	1421	1592	2052	2447
增速		165%	33%	7%	12%	29%	19%
<b>燃气</b>	1261	1341	1163	1414	1666	1899	2165
增速		6%	-13%	22%	18%	14%	14%
<b>供水</b>	543	700	861	898	925	952	981
增速		29%	23%	4%	3%	3%	3%
<b>污水处理</b>	192	173	160	188	208	310	331
增速		-10%	-8%	18%	10%	49%	7%
<b>其他</b>	61	142	179	281	366	475	618
增速		132%	26%	57%	30%	30%	30%
总计	2435	3357	3690	4202	4757	5689	6542
增速		38%	10%	14%	13%	20%	15%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 10：瀚蓝环境盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3,690.34	4,202.08	4,756.69	5,689.13	6,541.84
增长率（%）	9.93%	13.87%	13.20%	19.60%	14.99%
净利润（百万元）	508.57	652.24	869.87	937.29	1,128.63
增长率（%）	26.23%	28.25%	33.37%	7.75%	20.41%
净资产收益率（%）	10.54%	12.25%	14.62%	14.06%	14.98%
每股收益（元）	0.66	0.85	1.14	1.22	1.47
PE	23.33	18.12	13.57	12.59	10.46
PB	2.45	2.22	1.98	1.77	1.57

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 6.风险提示

国补电价下调；

固废项目进展不达预期。

**表 11：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				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合</b>	1805	2102	2317	2734	3113	<b>营业收入</b>	3690	4202	4757	5689	6542
货币资金	1169	1295	1427	1707	1963	<b>营业成本</b>	2495	2873	3275	3901	4439
应收账款	262	340	385	460	529	营业税金及附加	38	43	48	57	65
其他应收款	57	96	108	130	149	营业费用	71	70	71	80	85
预付款项	22	67	67	67	67	管理费用	265	294	323	381	432
存货	223	184	210	250	285	财务费用	207	179	167	189	209
其他流动资产	66	95	95	95	95	资产减值损失	5.90	36.55	8.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	11468	12011	12914	14063	15052	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	161	376	376	376	376	投资净收益	1.34	9.26	160.00	19.77	36.09
固定资产	3424.5	3434.2	3472.8	3443.9	3406.2	<b>营业利润</b>	609	862	1024	1102	1348
无形资产	6027	6209	7080	8263	9294	营业外收入	142.26	43.98	156.00	165.67	165.67
其他非流动	73	72	72	72	72	营业外支出	3.12	6.21	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	13273	14113	15232	16797	18165	<b>利润总额</b>	749	900	1180	1267	1514
<b>流动负债合</b>	3064	2964	3101	3294	3443	所得税	192	202	265	285	340
短期借款	0	45	59	39	5	<b>净利润</b>	556	697	915	982	1174
应付账款	1027	991	1114	1328	1511	少数股东损益	48	45	45	45	45
预收款项	249	209	209	209	209	归属母公司净利	509	652	870	937	1129
一年内到期	906	769	769	769	769	EBITDA	7094	7507	1764	1923	2258
<b>非流动负债</b>	4669	5050	5322	5932	6242	<b>BPS（元）</b>	0.66	0.85	1.14	1.22	1.47
长期借款	2232	2665	2965	3565	3865	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	993	995	995	995	995						
<b>负债合计</b>	7733	8015	8423	9226	9685	<b>成长能力</b>					
少数股东权	715	773	818	863	909						
实收资本（或	766	766	766	766	766	营业收入增长	9.93%	13.87%	13.20%	19.60%	14.99%
资本公积	1738	1738	1738	1738	1738	营业利润增长	22.46%	41.41%	18.86%	7.55%	22.41%
未分配利润	1898	2375	3011	3696	4522	归属于母公司净	33.37%	7.75%	33.37%	7.75%	20.41%
归属母公司	4824	5325	5951	6669	7532	<b>获利能力</b>					
<b>负债和所有</b>	13273	14113	15232	16797	18165						
<b>现金流量</b>	单位：百万元					总资产净利润	3.83%	4.62%	5.71%	5.58%	6.21%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE (%)	10.54%	12.25%	14.62%	14.06%	14.98%
<b>经营活动现</b>	915	342	583	76	34	<b>偿债能力</b>					
净利润	671	728	847	1003	1211						
折旧摊销	469.78	477.80	0.00	97.47	97.47	资产负债率 (%)	58%	57%	55%	55%	53%
财务费用	16	27	19	22	25	流动比率	0.59	0.71	0.75	0.83	0.90
应收账款减	0	0	-168	-329	-405	速动比率	0.52	0.65	0.68	0.75	0.82
预收帐款增	0	0	-77	-88	-101	<b>营运能力</b>					
<b>投资活动现</b>	-141	-92	-97	-57	-57						
公允价值变	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.29	0.31	0.32	0.36	0.37
长期股权投资	0	0	0	0	0	应收账款周转率	15	14	13	13	13
投资收益	1	0	0	0	0	应付账款周转率	3.61	4.16	4.52	4.66	4.61
<b>筹资活动现</b>	-383	-761	104	349	475	<b>每股指标（元）</b>					
应付债券增	0	0	-299	0	0						
长期借款增	0	0	0	0	0	每股收益(最新	0.66	0.85	1.14	1.22	1.47
普通股增加	0	0	0	0	0	每股净现金流	-0.27	0.16	0.17	0.37	0.33
资本公积增	-53	0	0	0	0	每股净资产(最	6.30	6.95	7.77	8.70	9.83
<b>现金净增加</b>	390	-511	590	368	453	<b>估值比率</b>					
						P/E	23.33	18.12	13.57	12.59	10.46
						P/B	2.45	2.22	1.98	1.77	1.57
						EV/EBITDA	2.08	2.00	9.14	8.04	6.85

资料来源：东兴证券研究所



## 分析师简介

### 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。  
单击此处输入文字。

## 研究助理简介

### 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，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。