

瀚蓝环境 (600323)

证券研究报告

2019 年 03 月 23 日

业绩符合预期，低估值+稳健增长凸显投资价值

事件

2019 年 3 月 21 日晚，公司发布 2018 年度报告，年报显示公司实现营业收入 48.48 亿元，较上年同期增长 15.38%；归属于母公司所有者的净利润 8.76 亿元，较上年同期增长 34.23%；扣非后归母净利为 7.22 亿元，同比增长 21.51%。拟每 10 股派发现金红利 2 元（含税）。

点评

业绩符合预期，固废、燃气、排水发展迅速。固废业务营收同比增长 24.24%，伴随项目投产业绩维持较快增长，毛利率 35.2%，同比下降 4.85 个百分点，主要是环保、安全要求提高，物料投入及设备技改投入加大以及物料价格上涨所致。**燃气业务**营收同比增长 20.33%，毛利率 20.49%，基本维持稳定，主要是佛山建材陶瓷清洁能源改造刺激燃气需求所致。**排水业务**营收同比增长 22.01%，主要是污水管网运营收入增加以及项目的投产所致。**供水业务**营收同比增长 0.42%，与去年基本持平；毛利率为 31.07%，同比上升 2.22 个百分点，主要是折旧等成本及水损率下降。

成本控制能力强，资金面支撑公司持续扩张。公司 2018 年期间费用率为 12.62%，维持平稳；货币资金 12.24 亿元，净现比近五年维持在 2 左右的水平，创造现金流能力较强。2019 年公司资本性开支预计为 36.84 亿元，比 2018 年预计资本开支 27 亿元增长 36.4%，我们认为公司资本开支充裕，公司未来一年仍将处于扩张模式，具备一定成长性。

垃圾焚烧发电迎来密集投产期，危废项目实现异地复制，公用事业提供稳定现金流。垃圾焚烧发电方面，垃圾焚烧量和发电量同比增长 10.07%和 11.73%，吨发电量从去年同期的 363 千瓦时/吨增长到 368 千瓦时/吨，2018 年签订万载、安溪改扩建、晋江提标改建和漳州北项目，新增产能 4550 吨/日，2019 年迎来垃圾焚烧发电产能集中释放期，在手产能的集中释放将会给公司业绩带来明显的增厚效应。**危废处理方面**，公司 2018 年 11 月收购赣州宏华环保，项目危废处置规模为 7.2 万吨/年，2019 年 1 月开始试运营，仅 1-3 月即签订 6000 万元合同，全年贡献丰厚利润。**公用事业方面**，燃气业务有望受益于佛山陶瓷建材清洁能源改造提升产气销量，燃气、供水、排水业务能为公司带来长期稳定的现金流量，降低公司的资金风险，提高安全边际，给公司未来的业绩增长提供更加确定的保障。

盈利预测与评级：由于 2019-2020 年是公司在手固废项目集中投产期和行业扩张期，因此我们上调对未来两年业绩的预期，将 2019-2021 年预计实现营收调整为 58.10、66.82、76.96 亿元，预计实现归母净利调整为 9.42、11.21、13.34 亿元，对应 PE 为 14、12、10 倍，维持买入评级。

风险提示：项目进度不达预期，补贴电价政策执行力度不达预期，可转债发行不成功风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,202.08	4,848.49	5,810.44	6,682.00	7,695.66
增长率(%)	13.87	15.38	19.84	15.00	15.17
EBITDA(百万元)	1,484.13	1,822.15	1,993.70	2,229.40	2,499.06
净利润(百万元)	652.24	875.51	941.82	1,120.96	1,333.63
增长率(%)	28.25	34.23	7.57	19.02	18.97
EPS(元/股)	0.85	1.14	1.23	1.46	1.74
市盈率(P/E)	19.91	14.83	13.79	11.59	9.74
市净率(P/B)	2.44	2.23	1.95	1.72	1.49
市销率(P/S)	3.09	2.68	2.24	1.94	1.69
EV/EBITDA	10.75	8.48	8.12	5.45	4.94

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业 公用事业/环保工程及服务

6 个月评级 买入（维持评级）

当前价格 16.95 元

目标价格 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	766.26
流通 A 股股本(百万股)	766.26
A 股总市值(百万元)	12,988.18
流通 A 股市值(百万元)	12,988.18
每股净资产(元)	7.61
资产负债率(%)	61.05
一年内最高/最低(元)	17.72/11.04

作者

于夕蒙 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518050001
yuximeng@tfzq.com

何文雯 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516120002
hewenwen@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

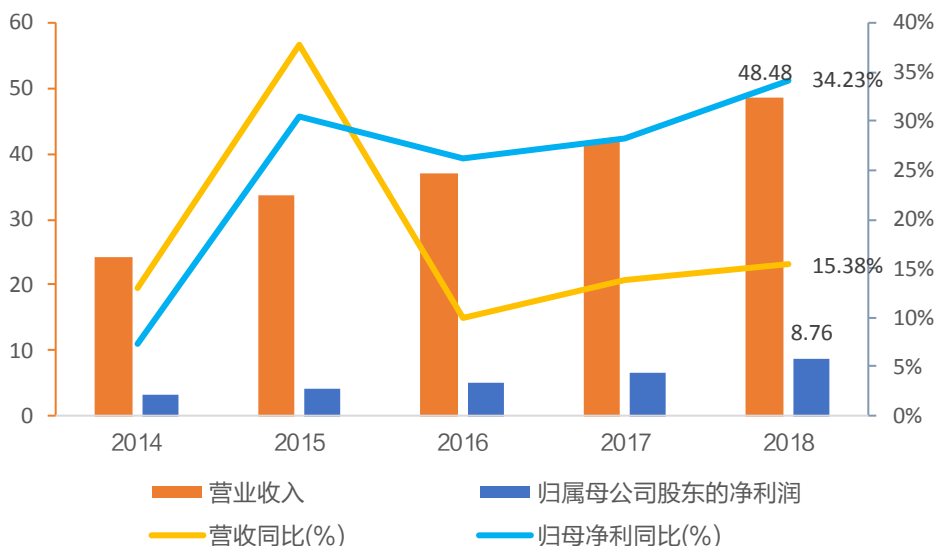
- 1 《瀚蓝环境-公司点评:危废项目实现异地复制，固废板块引领公司成长》
2018-11-22
- 2 《瀚蓝环境-季报点评:前三季度业绩平稳增长，固废业务稳步推进》
2018-11-04
- 3 《瀚蓝环境-公司深度研究:国投电力战略入股，“瀚蓝模式”再度起航》
2018-07-28



1. 归母净利润同比增长 34.36%，业绩符合预期

2019 年 3 月 21 日晚，公司发布 2018 年报，年报显示公司实现营业收入 48.48 亿元，较上年同期增长 15.38%；归属于母公司所有者的净利润 8.76 亿元，较上年同期增长 34.23%；扣非后归母净利为 7.22 亿元，同比增长 21.51%，拟每 10 股派发现金红利 2 元（含税）。业绩符合预期。

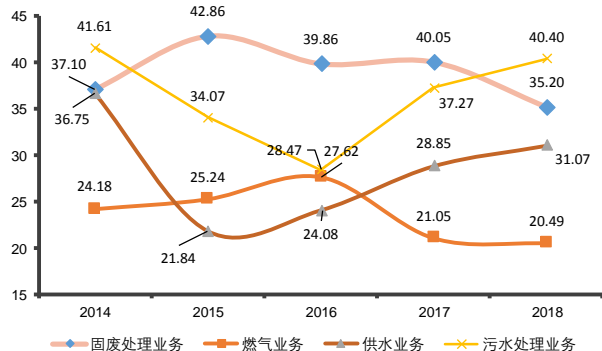
图 1：瀚蓝环境近五年营收、归母净利及增速情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

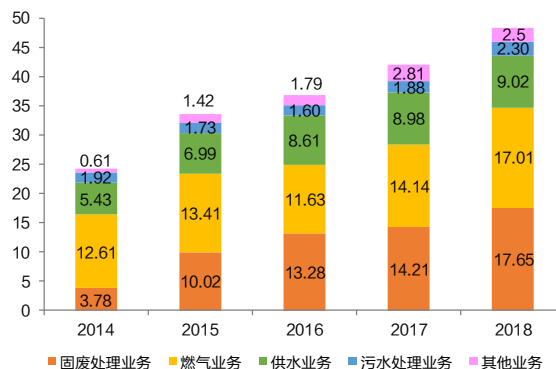
1.1. 分行业情况：固废、燃气、排水业绩增长迅速，供水保持稳定；固废毛利率受环保安全要求影响+设备技改投入加大影响同比降低 4.85 个百分点

图 2：公司各业务版块毛利率（%）变动情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：公司各业务版块贡献营收（亿元）情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.1.1. 固废处理业务：营收增速明显，环保成本骤增+技改投入加大，毛利率下滑近五个百分点

2018 年固废业务贡献 36.41% 营收和 42.79% 毛利，营业收入为 17.65 亿元，同比增长 24.24%，增长的主要原因是新项目投产及部分项目调价；毛利率为 35.2%，同比下降 4.85 个百分点，成本方面，固废业务营运成本同比增加 44.29%，折旧摊销同比增加 13.2%，可大致推测技改投入费用化比例较高。

成本增加和毛利率下降主要是环保、安全要求提高，物料投入及设备技改投入加大以及物料价格上涨所致；报告期内廊坊改扩建项目（500 吨/日）已经完成进入调试阶段，南海改扩建（1500 吨/日，129.86 元/吨）、晋江改扩建（1500 吨/日，89 元/吨）、安溪改扩建（750 吨/日，86.62 元/吨）等项目稳步推进。

1.1.2. 燃气业务：“建筑陶瓷清洁能源改造”推动营收增长 20%

2018 燃气业务年贡献 35.09%营收和 24%毛利，营业收入为 17.01 亿元，同比增长 20.33%，毛利率为 20.49%，与上年基本持平。

产销量方面，公司 2018 年天然气产量为 49.89 万立方米，同比增长 15.58%；液化气产量 2.49 万吨，同比增长 2.57%。

主要原因是公司协助南海区清洁能源改造工作，积极拓展新用户，重点拓展陶瓷行业用户。

表 1：公司 2017、2018 年燃气业务经营情况

分行业或分产品	生产情况			销售情况		
	2018 年	2017 年	变动比例 (%)	2018 年	2017 年	变动比例 (%)
天然气（万立方米）	49,885	43,161	15.58	49,294	41,776	18
液化气（万吨）	2.49	2.43	2.57	2.54	2.47	2.83

资料来源：公司年报，天风证券研究所

政策方面，2018 年 10 月 31 日，佛山市人民政府办公室印发了《佛山市建筑陶瓷行业清洁能源改造工作方案》，要求分三个阶段推动全市建筑陶瓷企业开展大气污染物排放深度治理改造，实施清洁能源改造：制定阶段（2018 年 9 月开始）组织对建筑陶瓷企业大气污染物排放情况开展核查并分类，2019 年 3 月前完成制定的清洁能源改造技术方案；改造阶段（2019 年 4 月开始）对需要实施改造的建筑陶瓷企业进行监督，2020 年 9 月前按照进度要求实施改造；成果验收阶段从 2020 年 10 月开始，要求所有建筑陶瓷企业全面改烧天然气，确保二氧化硫、氮氧化物和颗粒物达标排放。2019-2020 年期间正是清洁能源改造的实施阶段，随着方案的落实将较大程度上刺激佛山市天然气需求，支撑公司燃气业绩增长。

1.1.3. 供水业务：水损治理初见成效，产销差率缩窄，毛利率上升到 31%

营业收入为 9.02 亿元，同比增长 0.42%，与去年基本持平；毛利率为 31.07%，同比上升 2.22 个百分点，主要是折旧等成本及水损率下降。公司 2018 年自来水产销差率为 10.57%，同比减少 0.89 个百分点，主要原因是加强水损治理取得一定成效，拉高公司供水业务毛利率。

供水产能情况及经营数据保持稳定。截止 2018 年报，公司具备自来水供应产能 125 万立方米/日，产能利用率为 94.48%，2018 年公司供水量达 48.43 万吨，较去年同期保持基本稳定。

此外，公司还顺利推进第二水厂四期工程项目（25 万吨/日）建设，该项目预计 2019 年底进入投产期；随着年底第二水厂四期项目开始满产运营，预计从 2020 年开始每年将为供水业务带来 25%的业绩增量。

表 2：公司供水产能情况

板块	产能	产能利用率(%)
自来水供应	125 万立方米/日	94.48

资料来源：公司年报，天风证券研究所

表 3：公司供水经营数据

分行业或分产品	生产情况			销售情况		
	2018 年	2017 年	变动比例(%)	2018 年	2017 年	变动比例(%)
供水量（含外购水，万吨）	48,430	47,927	1.05	43,309	42,429	2.07

资料来源：公司年报，天风证券研究所

1.1.4. 排水业务：提标改造加速推进+污水处理量稳步提升，营收同比增长 40.4%

2018 年公司排水业务营业收入为 2.30 亿元，同比增长 22.01%，主要是污水管网运营收入增加以及里水大石一期等项目的投产所致；毛利率上升 3.13 个百分点，主要是污水管网运营软硬件设施投入尚未完全到位。

截止年报披露日，公司完成属下 16 个生活污水处理厂提标改造工作。南海区平洲提标改造、东南污水改扩建、大沥工业废水厂项目稳步推进；里水河流域治理项目根据政府要求完成了部分截污管网建设及清淤、分散式污水处理装置安装等工作；里水大石一期和其他提标改造工程已确认完工，于报告期内贡献增量业绩。其中，平洲污水处理厂在建项目计划产能 12.5 万立方米/日，预计于 2019 年 9 月投产，成为公司新一盈利增长点。

表 4：公司 2018 年排水业务项目投入情况

项目经营模式	项目总预算 (亿元)	项目进度	报告期内投入 金额	累计实际投入 金额
里水河流域治理项目	21.54	1.96%	0.42	0.42
BOT(南海区平洲污水处理厂提标改造升级工程)	3.14	29.09%	0.66	0.83
BOT(东南污水厂改扩建工程)	1.95	29.06%	0.46	0.51
市场化经营模式(大沥工业废水厂)	1.03	70.07%	0.12	0.66
BOT(里水大石污水厂一期)	0.62	100.00%	0.04	0.44
BOT(其他污水厂提标改造升级工程)	2.26	100.00%	1.36	1.41

资料来源：公司年报，天风证券研究所

污水处理量有所提升。公司污水处理产能为 60.3 万立方米/日，产能利用率为 78.81%，2018 年公司污水处理量达 17.35 万吨，同比增长 9.39%。

表 5：公司水务产能情况

板块	产能	产能利用率(%)
污水处理	60.3 万立方米/日	78.81

资料来源：公司年报，天风证券研究所

表 6：公司水务经营数据

分行业或分产品	生产情况			销售情况		
	2018 年	2017 年	变动比例 (%)	2018 年	2017 年	变动比例 (%)
污水处理量(万吨)	17,346	15,856	9.39	21,265	19,861	7.07

资料来源：公司年报，天风证券研究所

公司旗下供水、污水处理和燃气业务主要集中在佛山市南海区，在南海区占有相对垄断地位。在南海区，燃气业务有望受益于当地清洁能源改造刺激产气需求，供水业务处于行业发展成熟期，污水处理业务随城市发展及环保要求提升尚有一定发展空间。

这三项运营类业务均能为公司带来长期稳定的现金流量，在大力拓展固废业务的同时降低公司的资金风险，提高公司安全边际，给公司未来的业绩增长提供更加确定的保障。

1.2. 按公司拆解：三大子公司贡献净利润规模差异不大，净利率南海绿电最高 27.6%，瀚蓝厦门（创冠中国）20.6%，燃气发展 10.5%

公司重要的参控股公司主要有三家：佛山市南海绿电再生能源有限公司、瀚蓝（厦门）固废处理有限公司和佛山市南海燃气发展有限公司。

南海绿电和瀚蓝（厦门）固废（原创冠环保，公司于 2014 年收购）主营垃圾处理及余热发电、污泥处理，2018 年营收分别为 6.34 亿元、6.81 亿元，净利润分别为 1.75、1.40 亿元，净利率分别为 27.8%和 20.6%；南海燃气主营管道液化石油气及液化石油气的供应，燃气工程及其技术咨询和信息服务，2018 年营收为 17.72 亿元，净利润为 1.86 亿元，净利率为 10.5%，同比增长 1.2 个百分点。

表 7：重要控股子公司业绩构成

项目	佛山市南海绿电再生能源有限 瀚蓝（厦门）固废处理有限公司 公司（原创冠中国）				佛山市南海燃气发展有限公 司	
	2018 年	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年	2017 年
主要业务	固废处理	固废处理	固废处理	固废处理	燃气业务	燃气业务
注册资本（亿元）	4.99	4.99	20.59	16.62	0.57	0.57
总资产（亿元）	23.20	20.84	42.18	40.43	13.10	12.75
净资产（亿元）	13.55	11.79	21.47	20.07	7.80	8.10
营业收入（亿元）	6.34	5.56	6.81	5.89	17.72	14.79
营业利润（亿元）	2.03	1.79	1.68	1.70	2.58	2.04
净利润（亿元）	1.75	1.66	1.40	1.30	1.86	1.38
净利率	27.6%	29.9%	20.6%	22.07%	10.5%	9.33%
贡献的净利润占公司合并净利润比例（%）	19.96%	23.83%	15.95%	18.67%	21.13%	19.85%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

1.3. 期间费用率情况：财务和管理费用率有所增长，但总体费用率维持基本稳定，成本控制能力强

财政部 2018 年 6 月发布《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号），对企业财务报表格式进行相应调整，利润表中“管理费用”项目分拆“管理费用”和“研发费用”明细项目列报。公司对 2017 年的管理费用和研发费用进行追溯调整。

销售费用为 0.69 亿元，销售费用率为 1.43%，同比降低 0.23 个百分点。

财务费用为 2.14 亿元，同比增长 19.52%，有较大幅度增长，主要由于公司 2018 年度提标改造及新建项目较多，融资需求较大；财务费用率为 4.41%，同比变动 0.15 个百分点。

管理费用为 2.74 亿元，经追溯调整，公司去年同期管理费用为 2.33 亿元，同比增长 17.77%，管理费用率为 5.65%，同比增长 0.11 个百分点。主要是新项目投产、环保要求提高使得材料及技改投入增加所致。

研发费用为 0.55 亿元，经追溯调整，公司去年同期研发费用为 0.61 亿元，研发费用率为 1.13%。

表 8：四大费用率（管理费用率和研发费用率 2017 年数据为追溯调整）

	2014	2015	2016	2017	2018
	旧会计政策	旧会计政策	旧会计政策	追溯调整	新会计政策
财务费用(亿元)	0.95	2.46	2.07	1.79	2.14
财务费用率	3.90%	7.33%	5.60%	4.26%	4.41%
销售费用(亿元)	0.72	0.75	0.71	0.70	0.69
销售费用率	2.94%	2.23%	1.93%	1.66%	1.43%
管理费用(亿元)	1.2	2.18	2.65	2.33	2.74
管理费用率	4.93%	6.49%	7.18%	5.54%	5.65%
研发费用(亿元)				0.61	0.55

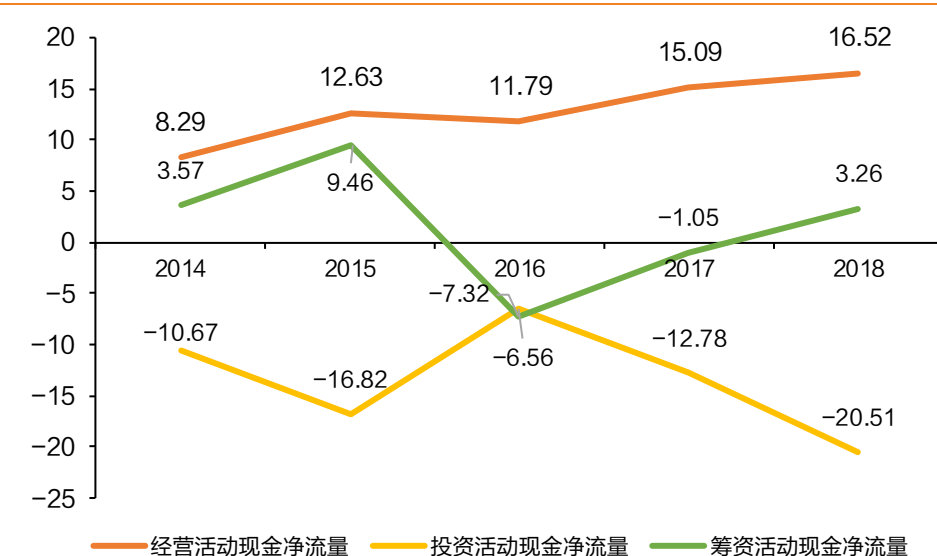
研发费用率				1.44%	1.13%
期间费用率	11.77%	16.05%	15.43%	12.9%	12.62%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

2018 年公司期间费用率为 12.62%，同比下降 0.28 个百分点。在 2018 年经济下行、PPP 金融政策调整、去杠杆等并存的宏观环境下，企业融资成本普增；公司仍能维持稳定的期间费用率，体现出公司精细化的管理水平和过硬的成本控制能力。

2. 现金流质量良好，充裕资金支撑公司扩张

图 4：公司三大现金流量走势（亿元）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

经营活动产生的现金流量净额为 16.52 亿元，比上年增加金额 1.43 亿元，同比增加 9.47%，总体保持平稳态势。其中，销售商品、提供劳务收到的现金为 47.95 亿元，同比增长 6.01%；收到其他与经营活动有关的现金 5.30 亿元，较往年有较大幅度的增长，同比增长近三倍，收到 4.5 亿元桂城水厂迁移补偿款贡献了一定的现金流入。公司于 2018 年 3 月与南海区政府签订了《〈桂城水厂整体迁移协议书〉补充协议》，扣除补充协议签署前已支付 9.8 亿元；2018 年 11-12 月，公司分别收到桂城水厂整体迁移的剩余补偿款 1.6 亿元和 2.9 亿元，截至 2018 年 12 月，南海区政府已全部支付桂城水厂整体迁移工程应补偿款总额合计 14.3 亿元。

投资活动产生的现金流量净额为 -20.51 亿元，比上年减少金额 7.72 亿元，绝对值同比增加 60.41%；变动原因主要是本年支付并购款以及在建工程投入增加，从现金流量表上来看，构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金也有较大幅度的增长，绝对值增加 8.69 亿元，同比增长 84%。

筹资活动产生的现金流量净额为 3.26 亿元，比上年增加 4.31 亿元，主要是本期银行借款增加所致，从现金流量表上来看，取得借款收到的现金照比往年有较大提升，同比增长 45.82%。

表 9：现金流量表部分科目

	2014	2015	2016	2017	2018	2018 年同比
销售商品、提供劳务收到的现金	26.79	35.84	38.43	45.23	47.95	6.01%
收到其他与经营活动有关的现金	0.91	1.40	0.65	1.39	5.30	281.29%
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	10.75	13.24	8.18	10.31	19.00	84.29%

取得借款收到的现金	9.18	16.61	10.46	13.99	20.40	45.82%
-----------	------	-------	-------	-------	-------	--------

资料来源：Wind，天风证券研究所

公司资金充裕，扩张期提供稳定支撑。2018 年货币资金为 12.24 亿元，公司近五年一直维持较平稳充裕的现金水平。资产负债率为 61.05%，同比增加 4.26 个百分点，主要系在建筹建项目的推进及进一步扩张对公司的需求扩大导致的负债增加所致，**公司已于 2018 年 4 月发布可转债预案，如成功发行后转股将有效降低公司资产负债率；经营活动现金流与净利润比值近五年一直维持在 2 左右的水平，单位净利创造现金流的能力较强。**

2019 年公司资本性开支预计为 36.84 亿元，比 2018 年预计资本开支 27 亿元增长 36.4%；结合公司货币资金为 12.24 亿元、推进的 10 亿元可转债和配套银行借款，**我们认为公司资本开支充裕，公司未来一年仍将处于扩张模式，具备一定成长性。**

表 10：公司货币资金、资产负债率及净现比情况

	2014	2015	2016	2017	2018
货币资金（亿元）	8.54	13.97	11.69	12.95	12.24
资产负债率	66.40%	60.24%	58.26%	56.79%	61.05%
净现比 （经营活动现金流/净利润）	2.36	2.83	2.12	2.16	1.88

资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 垃圾焚烧发电迎来密集投产期，危废项目实现异地复制

3.1. 经营数据稳步提升，打造大固废平台

固废业务不仅是贡献公司大量业绩和利润率的业务板块，更是公司目前和未来战略上明确的重点发展领域。

公司 2018 年垃圾焚烧量达到 436.93 万吨，同比增加 10.07%；发电量达到 160.80 万千瓦时，同比增加 11.73%；**单位垃圾焚烧发电量为 368 千瓦时/吨，相比于 2017 年 363 千瓦时/吨的吨垃圾发电量，维持较稳定的水平。**垃圾运转量达到 156.94 万吨，同比增长 28.5%；餐厨垃圾处理量达到 9.07 万吨，同比增长 37.2%，主要是餐厨进厂量增加、设备运行稳定性提高。

公司污泥、飞灰处理量基本维持稳定，同比增长 6.92%和-0.25%。垃圾填埋量同比下降 8.35%，主要原因系现阶段国家政策鼓励垃圾焚烧的处理形式，新增填埋规模有限。

表 11：公司 2018 年主要经营情况

	生产情况			销售情况		
	2018 年	2017 年	变动比例(%)	2018 年	2017 年	变动比例(%)
固废业务						
其中：垃圾焚烧量（万吨）	436.93	396.97	10.07	479.74	415.05	15.59
发电量（万千瓦时）	160,802	143,917	11.73	135,048	120,494	12.08
单位垃圾焚烧发电量(kwh/t)	368	363	1.38			
垃圾转运量（万吨）	156.94	122.13	28.5	156.94	122.13	28.5
污泥处理量（万吨）	11.12	10.4	6.92	10.54	10.4	1.35
飞灰处理量（万吨）	4.04	4.05	-0.25	4.04	4.05	-0.25
餐厨垃圾处理量（万吨）	9.07	6.61	37.2	9.07	6.61	37.2
垃圾填埋量（万吨）	24.59	26.83	-8.35	24.59	26.83	-8.35

资料来源：公司年报，天风证券研究所

“瀚蓝模式”指生活垃圾、餐厨垃圾、污泥等废物通过有机协同的处理，实现土地资源节约、社会综合成本最小化的城市固废处理模式。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。

3.2. 垃圾焚烧发电：项目充沛，迎来密集投产期，保障未来业绩增量

公司已投运和在手项目产能充沛。据我们统计，截至 2019 年 3 月，公司权益产能共 27,600 吨/日，其中已投运产能为 14,300 吨/日，在建筹建产能为 13,300 吨/日。

迎来垃圾焚烧发电产能集中释放期。2019 年预计新投产产能为 4500 吨/日，占目前已投运产能的 31.5%；2019-2020 两年预计新投产产能为 11300 吨/日，占目前已投运产能的 79.0%。在建筹建项目正式投产后，将显著增厚 2019、2020 年业绩。截至 2018 年报，廊坊垃圾焚烧发电扩建项目已建成，预计 2019 年 4 月投运；南海、晋江、安溪等垃圾焚烧发电提标改扩建项目、开平、饶平、孝感等垃圾焚烧发电新建项目等在建项目进展顺利，顺德项目（3000 吨/日，85 元/吨）于 2018 年底投运，漳州项目（1000 吨/日，85 元/吨）预计于 2019 年 6 月建成，南海三期（1500 吨/天，95 元/吨）预计于 2019 年 9 月底建成，开平一期项目（600 吨/日，85 元/吨）和饶平项目（600 吨/日，99 元/吨）预计于 2019 年底建成。

与此同时，公司仍在积极争取新增订单扩大产能规模，2018 年公司新增垃圾焚烧发电产能 4550 吨/日，大都预计于 2020 年进入投产期。包括万载县生活垃圾焚烧发电项目（800 吨/日，65 元/吨）、安溪县生活垃圾焚烧发电改扩建项目（750 吨/日，86.62 元/吨）、晋江市垃圾焚烧发电综合处理厂提标改建工程（1500 吨/日，89 元/吨）和漳州北部片区垃圾焚烧发电及配套工程 PPP 项目（1500 吨/日，72 元/吨）。目前垃圾焚烧行业正处于跑马圈地的扩张期，国家政策大力支持，且垃圾处理费也趋于恢复理性，随着在建筹建项目近两年的集中投产，公司将继续扩大垃圾焚烧发电业务的规模和业绩，进一步增强盈利能力。

表 12：瀚蓝环境垃圾焚烧发电项目汇总

项目	状态	签订时间	投运时间 (预计)	垃圾焚烧规模 吨/天	垃圾处理费 吨/天
南海一厂	投运	2006.7	2008 年	1500	95
南海二厂	投运	2011.7	2013 年	1500	95
河北廊坊一期	投运	2009.12	2011 年	1000	60
安溪 1	投运	2009.8	2011 年	300	73
安溪 2	投运	2009.8	2013 年	300	73
福清 1	投运	2009.9	2011 年	600	61.5
福清 2	投运	2009.9	2011 年	300	61.5
南平	投运	2009.8	2011 年	600	60
晋江一期	投运	2003.12	2005 年	600	72.83
晋江二期	投运	2007.9	2009 年	1200	72.83
惠安	投运	2009.2	2009 年	1200	69.79
黄石一期	投运	2009.5	2011 年	800	前 10 年 49，后续 60
黄石二期	投运	2009.5	2017 年	400	前 10 年 49，后续 60
大连金州一期	投运	2012.7	2017 年	1000	78
顺德	投运	2016.1	2018 年底	3000	
廊坊改扩	建成	2017	2019 年 4 月	500	
南海三厂	在建	2017.1	2019 年 9 月	1500	129.86
安溪改扩	在建	2018.8	2020 年	750	86.62
晋江改扩	在建	2018.8	2020 年	1500	89
孝感一期	在建	2010	2020 年	1500	55

漳州南部特许	筹建	2016.2	2019 年 6 月	1000	85
开平一期	筹建	2017.5	2019 年底	900	85
饶平	筹建	2017.1	2019 年底	600	99
漳州北部	筹建	2018.9	2020 年	1500	72
孝感二期	筹建	2017	2020 年底	750	55
贵阳	选址原因-尚未实施	2013.5		2000	65
万载	筹建	2018.12	2020-2021 年	800	65
总计				27600	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. 收购赣州宏华环保，危废项目实现异地复制

2018 年 11 月，公司下属全资子公司南海瀚蓝固废处理投资有限公司以 3.7 亿元收购赣州宏华环保 100%股权，并投资赣州信丰工业固体废物处置中心项目，后续根据经营情况增资不超过 1.5 亿元。

信丰危废项目 2019 年 1 月开始试运营，全年贡献业绩。信丰项目位于江西省赣州市信丰县大唐工业园内，规划总用地面积 500 亩，是江西省重点规划的危废处置中心项目。项目的危险废物处置规模为 7.2 万吨/年，涵盖焚烧、物化综合利用、填埋三大处理工艺。已于 2019 年 1 月投入试运营，截至报告披露日已签署处理处置合同金额近 6000 万元，前景可期。

公司另一个南海危废项目（51%控股，瑞曼迪斯占股 49%）处置规模为 9.3 万吨/年，预计将于 2019 年下半年投产运营。公司危废处理总产能为 16.5 万吨/年，全部投产后仍是为来业绩的一大看点。

表 13：公司其他固废项目汇总

业务	项目	状态	项目产能/规模	总产能/规模
危废处理	佛山市南海区	预计 2019 年 9 月投运	9.3 万吨/年	16.5 万吨/年
	江西赣州信丰工业固体废物处置中心	2019 年 1 月投运	7.2 万吨/年	
污泥处理	南海一厂	投运	450 吨/日	1650 吨/日
	佛山顺德	投运	700 吨/日	
	晋江改扩	在建	300 吨/日	
	福建安溪	筹建	200 吨/日	
餐厨项目	南海一厂	投运	300 吨/日	1500 吨/日
	顺德	调试	300 吨/日	
	黑龙江哈尔滨	投运	300 吨/日	
	黑龙江牡丹江	投运	100 吨/日	
	黑龙江大庆	投运	150 吨/日	
			+粪便 50 吨/日	
	福建漳州	在建	200 吨/日	
生活垃圾压缩转运	福建建阳	在建	100 吨/日	6650 吨/日
	佛山南海	投运	5000 吨/日	
生活垃圾卫生填埋	福建惠安	投运	1650 吨/日	1105 万立方米
	广东省佛山市三水区白泥坑生活垃圾卫生填埋场		950 万立方米	
	广东省饶平县宝斗石生活垃圾填埋场		80 万立方米	
	广东省开平生活垃圾应急与飞灰填埋场		75 万立方米	

资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

4. 国投电力入股+可转债助力项目推进+前大股东多次增持，未来业绩可期

4.1. 国投电力战略入股，国企背景利好订单竞争和融资成本

2018 年 4 月，公司公告持股 5%以上的股东创冠环保（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股份 66,014,523 股，占公司股份总数的 8.615%。此次协议转让交易过户后，国投电力持股数量为 66,014,523 股，占公司股份总数的 8.615%。

依托国企资源，“瀚蓝模式”复制将加速。“瀚蓝模式”的代表南海固废处理环保产业园包括垃圾焚烧发电厂、渗滤液处理厂、污水处理厂、污泥干化厂、餐厨垃圾处理厂及外围垃圾中转站共同组成，包含了完整产业链，循环利用处理固废资源。“瀚蓝模式”得到了各级政府及业内的高度认可，目前在广东省内得到已有两个项目落地，得到初步复制。我们预计与国投电力的合作将大大促进公司“瀚蓝模式”的复制速度，国投集团与各地地方政府长久的紧密合作关系，将有利于项目落地率提高，而项目的融资也有望通过央企背书而吸引到其他国有背景战略投资者。

在财务融资方面，国投集团及国投电力的信用等级都是 AAA，有助于帮助瀚蓝降低运营项目的债务融资成本，进一步提升项目的盈利能力。

4.2. 10 亿元可转债助力垃圾焚烧发电项目推进

2018 年 4 月 27 日，公司发布公开发行可转换公司债券预案，拟发行不超过人民币 10 亿元可转换公司债券，面值 100 元/张，期限自发行起六年，利率根据实际情况与保荐机构确定，募集资金主要用于南海垃圾焚烧项目提标扩能、安溪县垃圾焚烧发电改扩建和漳州南部生活垃圾发电项目。

表 14：可转债募集资金用途

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，天风证券研究所

2018 年 5 月 17 日，公司收到广东省人民政府国有资产监督管理委员会《关于瀚蓝环境股份有限公司公开发行可转换公司债券事项的复函》（粤国资函【2018】550 号），原则同意公司公开发行可转换公司债券方案。

2018 年 10 月，公司收到关于证监会的反馈意见并针对现金分红、财务性投资、募投项目、房地产投资等问题给出详细回复，经保荐机构与律师的核查均得到合理的核查意见。

如果可转债能够顺利落地，将为公司垃圾焚烧业务的扩张提供资金支撑，加快在建筹建项目的推进，优化公司现金流质量。

4.3. 前十大股东和公司管理层增持，提振市场信心

2018 年 5 月以来，公司前十大股东多次增持，受机构和外资青睐，9 次持股变动仅有一次为减持，其余均为增持。第二大股东广东南海控股投资有限公司于 2018 年 11 月公司两次分别增持 31.34 万股和 79.58 万股，成交均价为 13.03 元/股；陆股通 2018 年 H1、H2 分别增持 98.02 万股和 2336.83 万股，占总股本比例从 2.3%直接涨到 7.11%，占股名次提升两名跃居第四；魁北克储蓄投资集团和福建省华兴集团分别于 2018H1 增持 89.29 万股和

110.02 万股。2019 年 1 月 30 日，公司董事金铎通过二级市场买卖方式增持股份 6000 股，成交均价 13.87 元；此次增持后持股数为 9.67 万股。机构、外资和公司管理层的增持从侧面体现出公司的成长逻辑和资产质量正不断被市场所认可，有效提振市场对公司和股价的信心。

表 15：2018 年 5 月以来前十大股东持股变动情况

股东名称	排名	时期	方向	持股数量 (万股)	持股数量变动 (万股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)
广东南海控股投资有限公司	2	2018 年报	增加	9,768.45	87.08	12.75	0.12
	2	2018/11/7	增加	9,760.95	79.58	12.74	0.11
	2	2018/11/1	增加	9,712.71	31.34	12.68	0.05
香港中央结算有限公司 (陆股通)	4	2018 年报	增加	5,448.99	2,336.83	7.11	3.05
	6	2018 中报	增加	1,759.82	98.02	2.30	0.13
广东恒健资本管理有限公司	6	2018 年报	增加	1,672.00	172.00	2.18	0.22
福建省华兴集团有限责任公司	7	2018 年报	减少	1,270.83	-1,161.61	1.66	-1.51
	5	2018 中报	增加	2,120.74	110.02	2.77	0.15
魁北克储蓄投资集团	9	2018 中报	增加	1,090.78	89.29	1.42	0.11

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

中国的环保产业中“央企背景+类民企机制”是目前行业内较为有效的组合。

由于 2019-2020 年是公司在手固废项目集中投产期和行业扩张期，因此我们上调对未来两年业绩的预期，将 2019-2020 年预计实现营收从 56.04、64.54 亿元调整至 58.10、66.82 亿元，预计 2021 年实现营收 76.96 亿元，将 2019-2020 年预计实现归母净利从 9.04、10.77 亿元调整至 9.42、11.21，预计 2021 年实现归母净利 13.34 亿元，2019-2021 年对应 PE 为 14、12、10 倍，维持“买入”评级。

6. 风险提示

项目进度不达预期，补贴电价政策执行力度不达预期，可转债发行不成功风险

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,294.61	1,223.70	2,639.21	6,396.58	6,488.52
应收账款	435.42	539.53	1,074.48	39.18	1,243.43
预付账款	66.56	276.17	66.51	183.70	146.54
存货	184.38	179.63	344.28	231.63	450.65
其他	120.89	164.47	118.87	134.75	139.36
流动资产合计	2,101.86	2,383.51	4,243.36	6,985.83	8,468.50
长期股权投资	375.69	390.17	390.17	390.17	390.17
固定资产	3,434.21	3,352.28	4,232.61	4,686.15	4,894.33
在建工程	1,449.49	2,667.41	1,660.45	1,074.27	728.56
无形资产	6,209.48	7,066.35	6,820.29	6,565.99	6,331.82
其他	541.96	632.47	572.41	557.34	554.14
非流动资产合计	12,010.82	14,108.68	13,675.92	13,273.92	12,899.01
资产总计	14,112.69	16,492.19	17,919.28	20,259.76	21,367.51
短期借款	45.00	239.80	70.00	90.00	110.00
应付账款	1,663.35	2,140.93	2,403.93	3,395.19	2,771.68
其他	1,255.92	1,409.69	1,502.67	1,424.49	1,638.72
流动负债合计	2,964.27	3,790.42	3,976.59	4,909.67	4,520.40
长期借款	2,664.92	3,526.87	3,545.00	3,234.00	3,455.00
应付债券	994.56	995.97	994.59	995.04	995.20
其他	1,391.02	1,754.59	2,108.35	2,937.05	2,992.85
非流动负债合计	5,050.50	6,277.43	6,647.94	7,166.09	7,443.05
负债合计	8,014.77	10,067.86	10,624.54	12,075.77	11,963.45
少数股东权益	773.24	589.84	618.97	641.84	669.06
股本	766.26	766.26	766.26	766.26	766.26
资本公积	1,738.14	1,521.18	1,521.18	1,521.18	1,521.18
留存收益	4,519.72	5,025.02	5,909.52	6,775.88	7,968.74
其他	(1,699.45)	(1,477.96)	(1,521.18)	(1,521.18)	(1,521.18)
股东权益合计	6,097.92	6,424.33	7,294.75	8,183.99	9,404.06
负债和股东权益总	14,112.69	16,492.19	17,919.28	20,259.76	21,367.51

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	697.33	878.75	941.82	1,120.96	1,333.63
折旧摊销	605.68	623.04	623.14	667.20	701.87
财务费用	186.36	221.22	203.00	211.00	182.00
投资损失	(9.26)	(177.08)	(100.00)	(28.00)	(25.00)
营运资金变动	(55.60)	316.29	270.91	2,689.31	(1,762.94)
其它	84.43	(210.37)	29.13	22.88	27.22
经营活动现金流	1,508.92	1,651.86	1,968.00	4,683.34	456.78
资本支出	1,236.99	2,247.58	16.24	(448.70)	434.20
长期投资	214.24	14.48	120.00	100.00	160.00
其他	(2,729.72)	(4,312.82)	(289.38)	97.42	(898.63)
投资活动现金流	(1,278.49)	(2,050.76)	(153.14)	(251.28)	(304.43)
债权融资	4,472.98	5,639.82	5,460.06	5,151.09	5,413.43
股权融资	(177.56)	(426.41)	(246.01)	(210.93)	(181.91)
其他	(4,400.04)	(4,887.24)	(5,613.39)	(5,614.85)	(5,291.94)
筹资活动现金流	(104.62)	326.18	(399.34)	(674.69)	(60.41)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	125.81	(72.73)	1,415.51	3,757.37	91.94

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,202.08	4,848.49	5,810.44	6,682.00	7,695.66
营业成本	2,873.16	3,396.17	3,990.61	4,543.76	5,233.05
营业税金及附加	43.02	37.76	52.29	60.14	66.15
营业费用	69.73	69.10	95.87	110.25	127.75
管理费用	293.55	274.38	395.11	427.65	492.52
财务费用	179.01	213.96	203.00	211.00	182.00
资产减值损失	36.55	29.31	6.00	6.00	4.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9.26	177.08	100.00	28.00	25.00
其他	(164.02)	(452.32)	(200.00)	(56.00)	(50.00)
营业利润	861.82	1,103.05	1,167.55	1,351.20	1,615.19
营业外收入	43.98	15.43	55.00	85.00	91.00
营业外支出	6.21	5.64	2.00	4.62	3.00
利润总额	899.59	1,112.84	1,220.55	1,431.58	1,703.19
所得税	202.26	234.09	249.60	287.75	342.34
净利润	697.33	878.75	970.95	1,143.84	1,360.85
少数股东损益	45.09	3.24	29.13	22.88	27.22
归属于母公司净利润	652.24	875.51	941.82	1,120.96	1,333.63
每股收益（元）	0.85	1.14	1.23	1.46	1.74

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	13.87%	15.38%	19.84%	15.00%	15.17%
营业利润	41.41%	27.99%	5.85%	15.73%	19.54%
归属于母公司净利润	28.25%	34.23%	7.57%	19.02%	18.97%
获利能力					
毛利率	31.63%	29.95%	31.32%	32.00%	32.00%
净利率	15.52%	18.06%	16.21%	16.78%	17.33%
ROE	12.25%	15.01%	14.11%	14.86%	15.27%
ROIC	9.80%	11.48%	10.35%	12.65%	21.41%
偿债能力					
资产负债率	56.79%	61.05%	59.29%	59.60%	55.99%
净负债率	39.89%	34.98%	43.93%	30.86%	5.62%
流动比率	0.71	0.63	1.07	1.42	1.87
速动比率	0.65	0.58	0.98	1.38	1.77
营运能力					
应收账款周转率	11.14	9.95	7.20	12.00	12.00
存货周转率	20.63	26.64	22.18	23.21	22.56
总资产周转率	0.31	0.32	0.34	0.35	0.37
每股指标（元）					
每股收益	0.85	1.14	1.23	1.46	1.74
每股经营现金流	1.97	2.16	2.57	6.11	0.60
每股净资产	6.95	7.61	8.71	9.84	11.40
估值比率					
市盈率	19.91	14.83	13.79	11.59	9.74
市净率	2.44	2.23	1.95	1.72	1.49
EV/EBITDA	10.75	8.48	8.12	5.45	4.94
EV/EBIT	17.82	12.68	11.81	7.78	6.87

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com