

固废为核心的综合性环保龙头，白马加速增长

投资要点

- **业绩高速增长，盈利能力佳，经营质量优质。**公司为综合性环保运营龙头，近年来受益于多项主营业务的快速增长，2015-2018年实现收入33.6/36.9/42/48.5亿元，归母净利润4.0（+30.5%）/5.1（+26.2%）/6.5（+28.3%）/8.8（+34.2%）亿元，近四年净利润增速超越25%，2019Q3公司实现营业收入/扣非后归母净利润为42.7（+19.1%）/7.2亿元（+20.2%），业绩呈现高速增长态势。公司以运营业务为主，经营性现金流良好长年在10亿元以上，2018年公司毛利率/利润率/净资产收益率为30%/18%/15%，盈利能力及管理效率优质。
- **固废项目充足，垃圾焚烧进入投产高峰期，多点开花构成固废一体化龙头。**垃圾焚烧为主的固废业务是公司最主要的收入及利润来源，目前在手4个固废产业园、22个垃圾焚烧、3个垃圾填埋场、2个垃圾压缩转运、7个餐厨、4个污泥、3个危废等项目，固废项目充足，已形成完整的固废一体化产业链，固废格局完善。公司生活垃圾焚烧总规模达31,500t/d且持续跟踪新项目，2018年底投运项目11,300 t/d，国补政策落地前预计19-20年将是公司项目集中建设投产期，到2021年预计将全面投产，带动公司产能翻倍，业绩快速释放，贡献稳健现金流。此外，危废19.6万吨/年、餐厨、环卫等固废项目均将陆续投产及扩张，带来积极贡献。
- **燃气销量持续快速增长，氢能源项目投产有望提振估值及业绩。**受益于煤改气及工业客户的快速开拓，近两年公司燃气销售量4.2（+28%）/4.9（+16%）亿立方米及收入均双位数增长，未来以佛山为核心将持续扩张，销量维持快速增长，两个加氢站松岗站和桃园站预计20年投产，拉动业绩及估值双升。
- **供排水业务稳健，产能持续释放。**供水及污水业绩稳健，现金流好防御性强，18年供水产能125万吨/日，售水量4.3亿立方米；污水处理产能60.3万吨，处理量1.73亿立方米。公司在建第二水厂项目，预计2020年新增供水产能50万吨，污水提标改造后有效提升公司污水处理价格，带动盈利水平提升。
- **盈利预测与投资建议。**预计2019-2021年EPS分别为1.17元/1.54元/1.77元，对应PE为18x/13x/12x。公司背靠国资、长短期激励机制配套到位，以固废为核心打造综合性环保龙头，未来2年业绩增速较高，估值较低，安全边际高，维持“买入”评级。
- **风险提示：**垃圾焚烧政策变动风险，产能投放低于预期风险等。

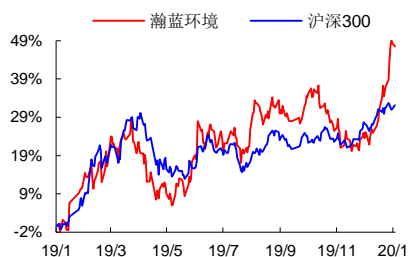
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4848.49	5755.27	7459.83	8478.99
增长率	15.38%	18.70%	29.62%	13.66%
归属母公司净利润（百万元）	875.51	896.04	1177.77	1356.36
增长率	34.23%	2.34%	31.44%	15.16%
每股收益 EPS（元）	1.14	1.17	1.54	1.77
净资产收益率 ROE	13.68%	12.71%	14.69%	14.91%
PE	18	18	13	12
PB	2.44	2.22	1.95	1.72

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：王颖婷
 执业证号：S1250515090004
 电话：023-67610701
 邮箱：wyting@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.66
流通A股(亿股)	7.66
52周内股价区间(元)	13.79-20.69
总市值(亿元)	156.93
总资产(亿元)	192.88
每股净资产(元)	8.37

相关研究

1. 瀚蓝环境（600323）：扣非业绩增速22%，保持较快增长（2019-03-22）

目 录

1 公司概况：固废综合性龙头，白马成长可期	1
2 固废业务增长亮眼，一体化格局构建完整	3
3 燃气业务销量快速增长，氢能源项目投产可期.....	5
4 供水业务稳健，新建项目有望带动产能较大增长.....	7
5 污水业务稳健，产能价格持续爬坡.....	8
6 激励机制到位，长期经营稳健	9
7 盈利预测与估值	9
8 风险提示	10

图 目 录

图 1: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系图	1
图 2: 公司 2013 年后营业收入变化情况	2
图 3: 公司 2013 年后归母净利润变化情况	2
图 4: 2014-2019Q3 期间费用率 (单位: %)	2
图 5: 项目毛利率情况 (单位: %)	2
图 6: 2019H1 公司业务构成	3
图 7: 四项主营业务收入变化情况 (单位: 百万元)	3
图 8: 2015-2019H1 固废业务收入变化情况	4
图 9: 2015-2019H1 固废业务毛利率 (单位: %)	4
图 10: 2015-2019H1 燃气收入变化情况	6
图 11: 2015-2019H1 燃气业务毛利率 (单位: %)	6
图 12: 2015-2018 天然气产量情况	6
图 13: 2015-2018 液化气产量情况	6
图 14: 2015-2019H1 供水业务收入变化情况	7
图 15: 2015-2019H1 供水业务毛利率变化情况 (单位: %)	7
图 16: 2015-2019H1 污水处理收入变化情况	8
图 17: 2015-2019H1 毛利率变化情况 (单位: %)	8

表 目 录

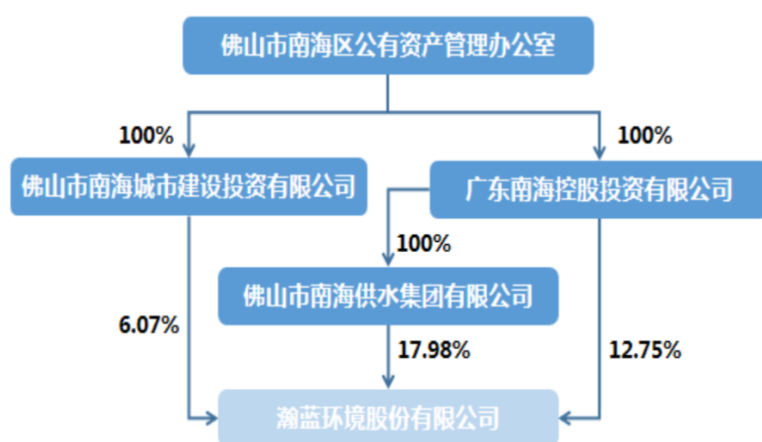
表 1: 截至 2019Q3 前十名股东	1
表 2: 2019H1 公司固废业务发电情况	4
表 3: 公司固废业务经营情况	4
表 4: 工业固废项目	5
表 5: 公司 2016-2018 燃气业务情况	7
表 6: 供水资产情况	8
表 7: 供排水产能情况	8
表 8: 公司 2016-2018 污水处理业务情况	9
表 9: 长期激励对象和分配方式	9
表 10: 业务收入及毛利率	10
表 11: 相对估值表	10
附表: 财务预测与估值	11

1 公司概况：固废综合性龙头，白马成长可期

公司 1992 年成立，2000 年在上交所上市。公司 2011 年收购燃气发展 25% 股权，两次增资扩股后 2014 年增设燃气业务板块；同期 2014 年收购创冠中国布局固废业务，目前已经形成以固废为核心的包括供水、污水处理、固废处理、燃气供应能源服务等综合性业务的环保平台，拥有完整生态环境服务产业链，业务稳健国家政策支持力度大，未来前景良好。

佛山市南海供水集团、广东南海控股投资有限公司和南海城市建设投资公司分别持有公司 17.98%、12.75% 和 6.07% 的股权，其中南海供水是南海控股全资子公司。佛山市南海供水集团有限公司是公司第一大股东，实际控制人为南海区公有资产管理委员会。

图 1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系图



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 1：截至 2019Q3 前十名股东

排名	股东名称	持股数量(万股)	占总股本比例(%)
1	佛山市南海供水集团有限公司	13,778	17.98
2	广东南海控股投资有限公司	9,781	12.77
3	香港中央结算有限公司(陆股通)	7,515	9.81
4	国投电力控股股份有限公司	6,601	8.62
5	佛山市南海城市建设投资有限公司	4,653	6.07
6	福建省华兴集团有限责任公司	1,720	2.24
7	广东恒健资本管理有限公司	1,500	1.96
8	新加坡政府投资有限公司	1,202	1.57
9	李贵山	1,000	1.31
10	魁北克储蓄投资集团	891	1.16
	合 计	48,642	63.49

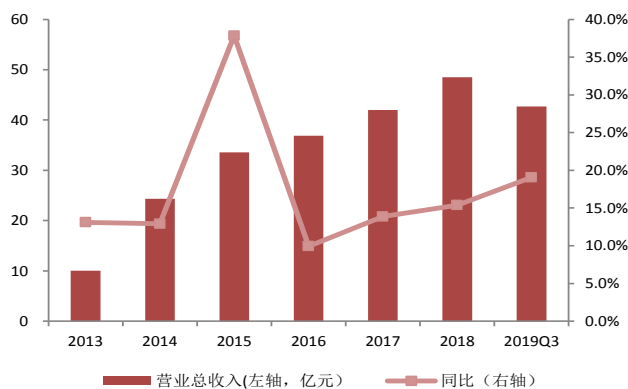
数据来源：wind，西南证券

经营业绩：业绩增长良好，盈利水平高

2015-2018 年公司分别实现营业收入 33.6 亿元、36.9 亿元、42.0 亿元和 48.5 亿元，同比增长 37.9%、9.9%、13.9%和 15.4%；实现归母净利润为 4.0 亿元、5.1 亿元、6.5 亿元和 8.8 亿元，同比增长 30.5%、26.2%、28.3%和 34.2%，近四年公司归母净利润均保持超过 25% 的高增长。

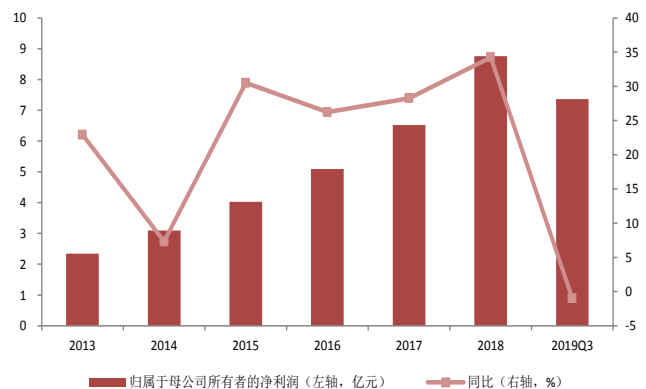
2019Q3 公司实现营业收入 42.7 亿元，同比增长 19.1%，实现归母净利润 7.4 亿元，扣非后净利润增长 20.2%。

图 2：公司 2013 年后营业收入变化情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

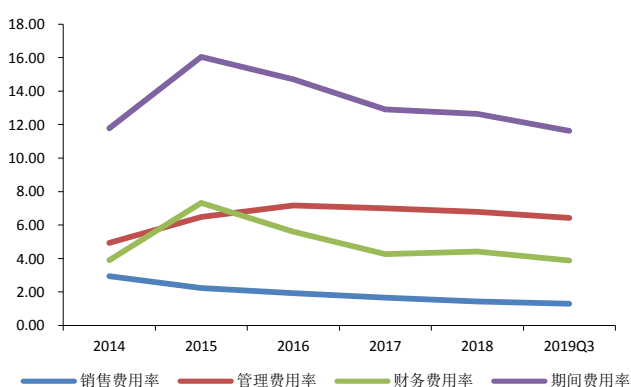
图 3：公司 2013 年后归母净利润变化情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

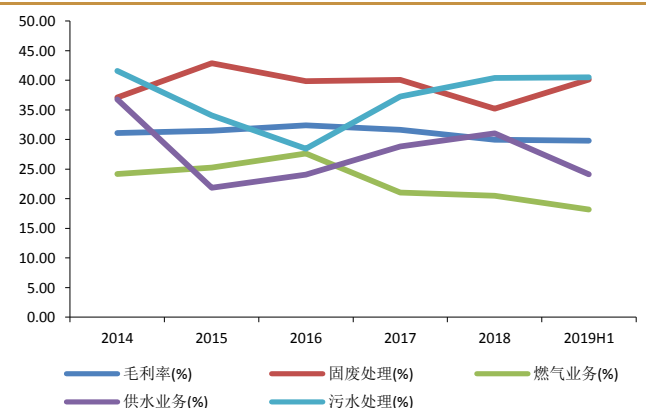
期间费用情况：公司的 2015-2018 年的期间费用率分别是 16.1%、14.7%、12.9%和 12.6%，2019Q3 期间费用率为 11.6%，近年来公司的期间费用率稳中有降，成本管控良好。2015-2018 年公司的综合毛利率分别为 31.5%、32.4%、31.6%和 30.0%，2019H1 综合毛利率为 29.8%，2019Q3 毛利率为 29.5%。

图 4：2014-2019Q3 期间费用率（单位：%）



数据来源：wind，西南证券整理

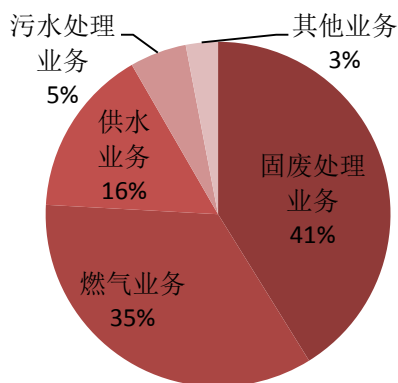
图 5：项目毛利率情况（单位：%）



数据来源：wind，西南证券整理

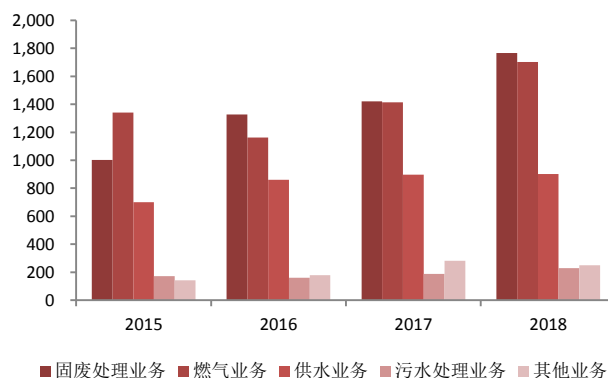
分项来看 2019 上半年，公司固废处理业务、燃气业务、供水业务和污水业务收入分别占总营收比重为 41.2%、34.7%、15.8%和 5.3%，毛利贡献占比分别为 55.4%、21.2%、12.8%和 7.2%，固废业务和燃气业务收入及利润占比较大，是公司主要的收入及利润来源。

图 6：2019H1 公司业务构成



数据来源：wind，西南证券整理

图 7：四项主营业务收入变化情况（单位：百万元）



数据来源：wind，西南证券整理

2 固废业务增长亮眼，一体化格局构建完整

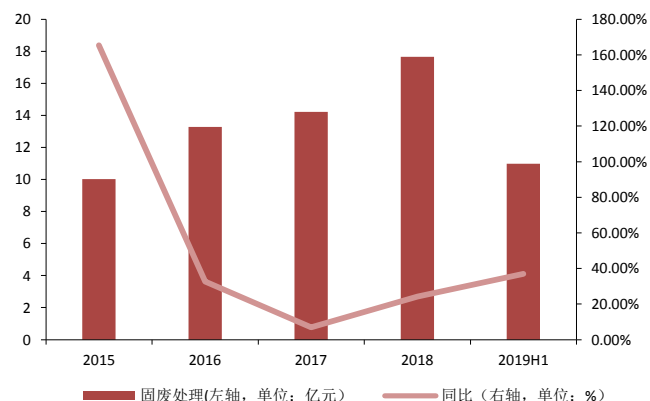
公司固废业务是最主要收入利润来源，同时也是未来主要业绩增长引擎，目前固废业务涉及生活垃圾清运、收转运和处理、垃圾焚烧污泥处理、餐厨垃圾处理、工业危险废物处理等，已构成一体化完善的大固废业务发展格局；采用 BOT 或 PPP 模式，在特许经营的范围内提供相应服务。

目前，公司拥有 4 个固废处理环保产业园、22 个生活垃圾焚烧发电项目、3 个垃圾填埋场项目、2 个垃圾压缩转运项目、7 个餐厨处理项目、4 个污泥处理项目、3 个危废项目、4 个农业垃圾处理项目等，生活垃圾焚烧发电处理总规模 31,500t/d，生活垃圾卫生填埋总库容量 1,105 万立方米，垃圾压缩转运 6,650t/d、餐厨垃圾处理 1,450t/d、污泥处理 1,550t/d、危废处理 19.6 万吨/年、农业垃圾处理 125t/d。

2015-2018 年公司固废业务实现营业收入 10 亿元、13.3 亿元、14.2 亿元和 17.7 亿元，同比增长 165.3%、32.6%、7%、24.2%。2019 上半年公司固废业务实现收入 11 亿元，同比增长 37%。2015 年固废业务收入增长率高主要系创冠中国并表，当年公司垃圾焚烧处理量和发电效率都有大幅提升所致。

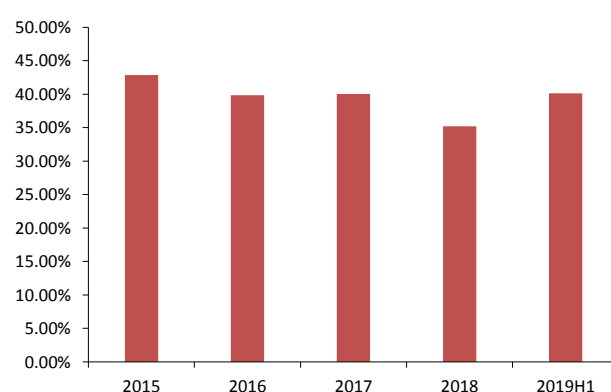
固废业务毛利率为公司四项主营业务中最高，2015-2018 年，固废毛利率分别为 42.9%、39.9%、40.1%和 35.2%，占公司总毛利比重分别为 40.6%、44.3%、42.8%和 42.8%。2019H1 公司固废业务毛利率为 40.1%，毛利占比为 55.4%。固废业务利润占比高，盈利能力强。

图 8: 2015-2019H1 固废业务收入变化情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 9: 2015-2019H1 固废业务毛利率 (单位: %)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

垃圾焚烧情况: 固废业务收入主要来源于垃圾焚烧, 公司 2015-2018 年垃圾焚烧量分别为 309 万吨 (+365.2%)、385 万吨 (+24.8%)、397 万吨 (+3.1%) 和 437 万吨 (+10.1%)。2018 年公司已投产运营项目的垃圾焚烧处理能力为 11,300 吨/日, 同期公司垃圾焚烧处理量为 436.9 万吨, 同比增加 10.1%。

发电量情况: 公司 2015-2018 年发电量分别为 9.9 亿千瓦时、13.1 亿千瓦时、14.4 亿千瓦时和 16.1 亿千瓦时。2018 年吨垃圾发电量为测算高于发改委给出的 280 千瓦时, 发电效率较高。2019 年上半年, 累计实现发电量 8.6 亿千瓦时, 较上年同期增长 9.6%; 实现上网电量 7.3 亿千瓦时, 较上年同期增长 11.2%; 累计已结算电量 7.3 亿千瓦时, 较上年同期增长 7.4%。上网电价 0.65 元/千瓦时, 与上年持平, 保持较高的价格水平。公司垃圾焚烧产生的电力除自身生产用电外, 全部用于对外供电, 上网电量占发电量比重 85.7%。

表 2: 2019H1 公司固废业务发电情况

地区	2019 年 7-9 月			年初至报告期末 (1-9 月)
	发电量 (万千瓦时)	上网电量 (万千瓦时)	上网电价 (元/千瓦时)	累计已结算电量(万千瓦时)
华南地区	13495.92	10322.62	0.65	34578.66
华东地区	17857.85	14926.48	0.65	44461.24
华北地区	4599.62	3774.48	0.65	9410
华中地区	4255.43	3588.5	0.65	9921.59
东北地区	4523.75	3913.71	0.65	10677.07

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

表 3: 公司固废业务经营情况

	2015	2016	2017	2018
垃圾焚烧量 (万吨)	308.53	384.96	396.97	436.93
发电量 (万千瓦时)	98608.12	130890.71	143917	160802
垃圾转运量 (万吨)	106.13	118.08	122.13	156.94
污泥处理量 (万吨)	11.47	12.07	10.4	11.12
飞灰处理量 (万吨)	3.5	4.4	4.05	4.04
餐厨垃圾处理量 (万吨)	-	-	6.61	9.07
垃圾填埋量 (万吨)	-	23.78	26.83	24.59

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

在建垃圾焚烧及储备项目丰富，2021 年前垃圾焚烧规模翻倍可期。根据公告 2018 年公司已投产运营项目的垃圾焚烧处理能力为 11,300 吨/日，总规模 31,500 吨/日。根据现有项目建设进度以及收购盛运环保部分项目整合，预计 2021 年公司垃圾焚烧项目将能达到，3 年内项目规模有望翻倍，2020-2021 年将是项目集中投产释放阶段，驱动项目规模及利润快速增长。垃圾焚烧价格方面，财政部在《对十三届全国人大二次会议第 8443 号建议的答复》表态，拟对已有项目延续现有补贴政策；另一方面，考虑到垃圾焚烧发电项目效率低、生态效益欠佳等情况，将逐步减少新增项目纳入补贴范围的比例，引导通过垃圾处理费等市场化方式对垃圾焚烧发电产业予以支持。垃圾焚烧国补虽有下行风险，然而预计过程渐进，2020 年内前投产项目或影响有限，且企业也具有顺价，与地方政府协商补贴及上调垃圾处理费的可能性，因此未来行业分化或将加剧，20 年投运项目及低资金成本的龙头将更为利好，集中度更为提升。

工业固废业务：2016 年，公司与德国瑞曼迪斯签署《合资经营协议》，共同出资成立佛山市瀚瑞公司，公司持股 51%，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，预计收集处理危险废物总规模为 9.3 万吨/年。

2018 年 11 月，公司下属子公司瀚蓝固废 3.7 亿元收购瀚蓝工业赣州公司 100% 股权，并投资信丰工业固体废物处置中心项目，危险废物处置规模 7.2 万吨/年，包括填埋 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 m³（已建成一期 37 万 m³）。目前已经完成焚烧、物化处理中心和填埋场一期的建设。

表 4：工业固废项目

项目	协议签订时间	建设情况	处理规模（万吨/年）
佛山绿色工业服务中心工程项目	2016 年	预计 2019 年底建成	9.3
江西赣州危废项目	2018 年 11 月	2019 年投运	7.2
嘉兴创新环保	2019 年	2017 年投运	3.1

数据来源：公司公告，西南证券整理

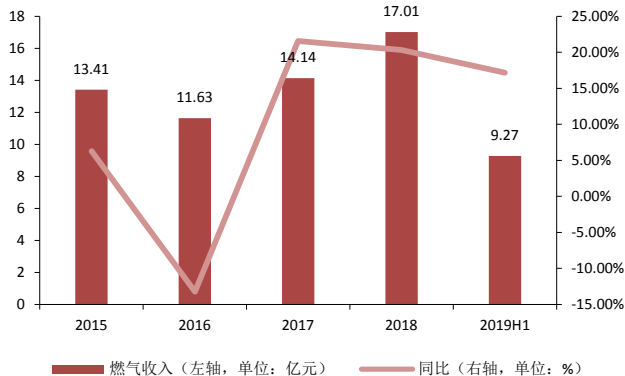
3 燃气业务销量快速增长，氢能源项目投产可期

公司自 2011 年进入燃气供应领域，在广东省佛山市南海区及江西省樟树市通过特许经营协议开展业务。其中，在佛山市南海区是唯一一家管道燃气供应商；在樟树市拥有 11 个镇街的燃气特许经营权。

公司 2015-2018 年燃气供应业务分别实现营业收入 13.4 亿元、11.6 亿元、14.1 亿元和 17 亿元，同比增长 6.3%、-13.3%、21.6% 和 20.3%，燃气销售近年保持较快速度增长，主要系煤改气推进及工业用户等开拓较快所致。2019H1 燃气业务实现收入 9.3 亿元，同比增加 17.2%。主要系公司村级工业园升级及陶瓷企业清洁能源改造带来的新客户。

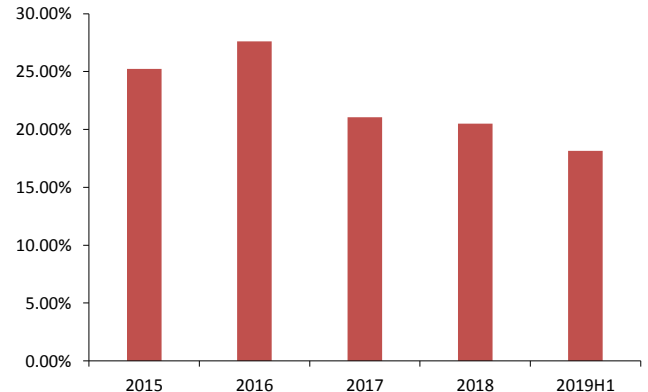
2015-2018 年公司毛利率分别为 25.2%、27.6%、21.1% 和 20.5%，毛利占比为 34.6%、29.1%、24.9% 和 26%。2019H1 燃气业务毛利率为 18.2%，毛利占比 22%。

图 10: 2015-2019H1 燃气收入变化情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 11: 2015-2019H1 燃气业务毛利率 (单位: %)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2015-2018 年公司分别天然气产量分别为 3.2 亿立方米、3.4 亿立方米、4.3 亿立方米和 5.0 亿立方米, 同比增加 17.8%、4.9%、28.2%和 15.6%。公司自 2011 年进入燃气供应后, 燃气生产量逐年增长。2017-2018 年高速增长系“大气十条”和禁烧秸秆政策的推进, 以及“集中供暖”、“煤改气”工程的实施所致。

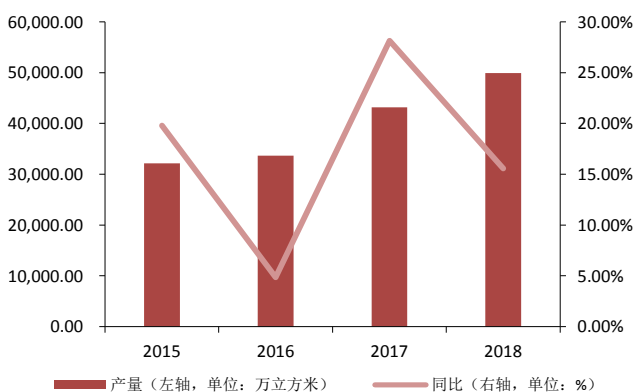
价格方面, 受气源价格上涨影响, 2018 年天然气采购均价由 2017 年 2.19 元/立方米上升至 2.32 元/立方米; 天然气销售均价为 3.17 元/立方米, 同比上涨 2.59%。

液化气方面, 2018 年公司液化气采购量由上年 2.43 万吨增至 2.49 万吨, 同期液化气销售量由上年 2.47 万吨增至 2.54 万吨; 价格方面, 液化气采购均价为 4,093.00 元/吨, 同比增长 12.18%, 同期销售均价为 5,356.00 元/吨, 同比增长 8.27%。

在建氢能项目: 公司新设瀚蓝(佛山)新能源运营有限公司, 拟开展氢能业务, 为未来新型能源应用进行布局。截至 2018 年 12 月末, 新能源公司正在建设两个氢气加气站, 目前暂未开始产生营业收入, 松岗站和桃园站有望于 20 年建成投产, 届时将有望带动公司业绩及估值的双升。

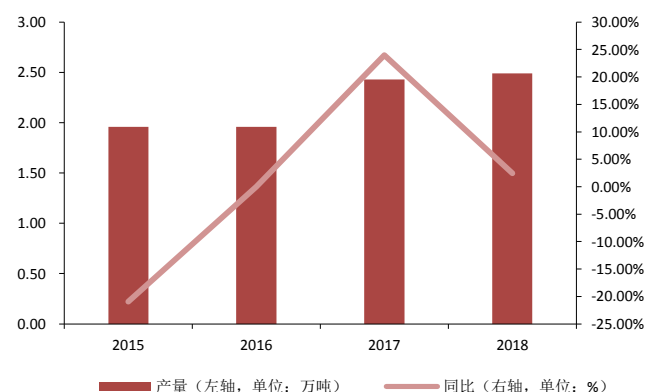
总体看来, 2018 公司燃气购销量及收入均保持一定幅度的增长。燃气业务预计销量持续增长, 在稳定发展的同时, 新进入的氢能业务或许为公司带来更大弹性。

图 12: 2015-2018 天然气产量情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 13: 2015-2018 液化气产量情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

表 5：公司 2016-2018 燃气业务情况

类别	2016	2017	2018
天然气采购量 (万立方米)	33,670.09	43,161.00	49,884.72
天然气采购均价 (元/立方米)	2.15	2.19	2.32
天然气销售量 (万立方米)	32,687.83	41,776.00	49,294.09
天然气销售均价 (元/立方米)	3.29	3.09	3.17
液化气采购量 (万吨)	1.96	2.43	2.49
液化气采购均价 (元/吨)	2,756.44	3,648.73	4,093.00
液化气销售量 (万吨)	2.01	2.47	2.54
液化气销售均价 (元/吨)	4,464.24	4,947.04	5,356.00

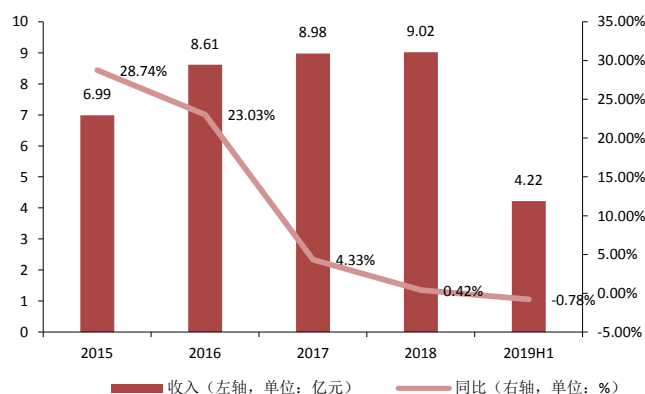
数据来源：公司公告，西南证券整理

4 供水业务稳健，新建项目有望带动产能较大增长

经营情况：公司供水业务 2015-2018 年是实现营业收入 7 亿元、8.6 亿元、9 亿元、9 亿元，同比增长 28.7%、23%、4.3%和 0.4%。2019 年上半年实现营业收入 4.2 亿元，同比微降 0.8%。

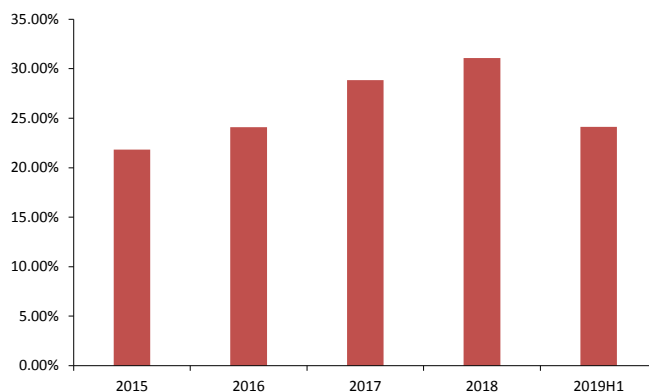
2015-2018 年供水业务毛利率分别为 21.8%、24.1%、28.9%、31.1%，毛利占比分别为 14.5%、17.3%、19.5%和 19.3%，2019H1 毛利率为 24.1%。供水业务是公司经营历史最悠久的项目，盈利能力稳健。

图 14：2015-2019H1 供水业务收入变化情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15：2015-2019H1 供水业务毛利率变化情况 (单位：%)



数据来源：公司公告，西南证券整理

2018 年公司供水量为 4.31 亿立方米，较上年同比减少 1.80%，销售量为 4.33 亿立方米，同比增长 2.07%；水价方面，2018 年平均水价为 2.18 元/立方米，公司水网管道达 4,095.67 公里，新增供水管网 190.97 公里，同年水费回收率维持在 98.74%。2019 年上半年公司累计 2.0 亿立方米。

供水能力：2018 年因水源调整，下属的官山水厂关停减少供水能力 11 万立方米/日，公司供水能力成为 125 万立方米，平均日供水量为 118.10 万立方米。公司供水在建项目为南海第二水厂扩建工程预计于 2019 年底完工，完工后可提升供水能力 50 万立方米/日，将能有效带动供水业务扩产放量。

表 6: 供水资产情况

	水厂	日制水能力 (万立方米)	平均日供水量
运营中	第二水厂	113	102.23
	九江水厂	12	9.92
在建	第二水厂扩建	50	-
合计		125 (175)	118.1

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

表 7: 供排水产能情况

类别	2016	2017	2018
供水能力 (万立方米/日)	136	136	125
供水量 (万立方米)	43,511.02	43,896.10	43,105.95
外购水量 (万立方米)	4,412.01	4,063.36	5,361.30
外购水价格 (元/立方米)	1.46	1.52	1.46
产销差 (%)	15.34	11.53	10.57
销售量 (万立方米)	40,569.61	42,429.09	43,308.96
销售平均水价 (元/立方米)	2.19	2.19	2.18

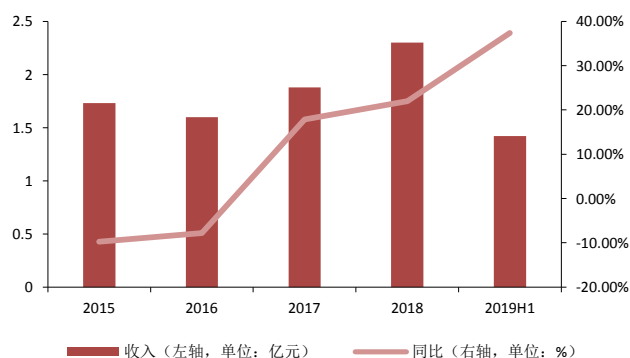
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

5 污水业务稳健, 产能价格持续爬坡

目前公司污水处理业务主要为生活污水处理, 运营模式分为 BOT 和 TOT 模式, 工业废水处理业务采用市场化的经营模式, 由公司和工业客户签订处理服务协议。2015-2018 年, 公司污水处理分别实现营业收入 1.7 亿元、1.6 亿元、1.9 亿元和 2.3 亿元, 毛利率分别为 34.1%、28.5%、37.3%和 40.4% (+3.13%), 2019H1 实现营业收入 1.4 亿元, 毛利率为 40.5%。虽然收入占比较低, 但盈利能力良好, 现金流稳健, 为公司盈利和现金流带来有力补充。

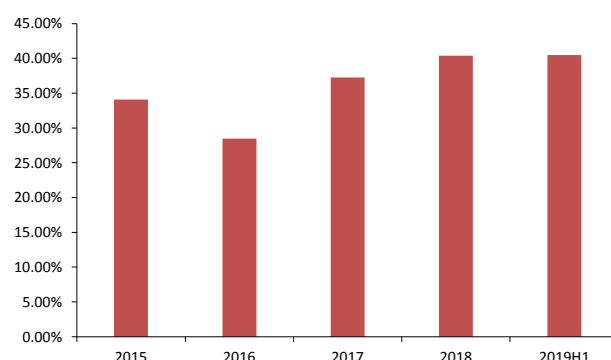
污水处理情况: 2016-2018 年公司污水结算量为 1.58、1.59 和 1.73 亿吨, 污水处理价格较低。2019 前三季度累计完成污水处理量 1.6 亿吨, 同期污水处理均价为 1.4 元/吨, 较 2018 年均价增长 44.3%, 主要系从 2018 年 8 月至 2019 年 9 月, 先后有 6 家污水处理厂根据提标改造相关协议执行了新的单价所致。产能方面, 2018 年公司新增西北污水处理厂, 日处理能力为 2.5 万立方米, 公司污水处理能力因此上升至 60.3 万立方米/日。

图 16: 2015-2019H1 污水处理收入变化情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 17: 2015-2019H1 毛利率变化情况 (单位: %)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

表 8：公司 2016-2018 污水处理业务情况

类别	2016	2017	2018
污水处理能力（万立方米/日）	56.3	57.8	60.3
污水处理量（万吨）	15766.03	15855.06	17345.64
污水结算量（万吨）	19808.51	19861.02	21265.35
污水处理价格（元/吨）	0.94	0.92	0.97

数据来源：公司公告，西南证券整理

6 激励机制到位，长期经营稳健

公司 2019 年 4 月推出了高管激励方案，针对高管配套了短期及长期的激励计划。方短期包括财务指标、非财务指标的综合考核体系，而长期激励采用授予虚拟股权机制，连续三年对管理人员进行虚拟股权的授予激励。

更为灵活市场化的激励机制将有效激励管理层的积极性，绑定高管层及公司上下利益，长期利好公司发展，促进公司管理效率的持续提升及盈利能力的长期持续增长。

表 9：长期激励对象和分配方式

类型	比例	职务类别		对象与额度
根据专项	10%			10%
根据激励对象职务直接分配	90%	总经理		25%
		其他高级管理人员	业务副总	40%
			职能高管	25%

数据来源：公司公告，西南证券整理

7 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司垃圾焚烧稳步投建，预计 2019-2021 年产能投放进度为 1.63 万吨/日、2.96 万吨/日及 3.24 万吨/日，2020 年为主要项目落地期，除孝感二期及贵州项目预计均能建成，盛运环保收购项目处理费均价预计 65 元/吨，实现产能大部分落地。危废项目预计 2020 年全年投产运营。固废业务投建期毛利率略低，参考 2018 年毛利率 35%。

假设 2：燃气消费量预计能保持双位数增长，预计 19-21 年销量增幅 15%，由于毛差收窄，预计毛利率略有下滑至 19%。

假设 3：供水量预计维持较低稳健增速 3%，毛利率维持 31%。

假设 4：污水处理量预计维持稳健增速 3%，由于水价均价有较大幅度提升，预计毛利率为 42%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 10: 业务收入及毛利率

单位: 百万元		2018A	2019E	20120E	2021E
固废处理	收入	1,765.25	2,383.09	3,860.60	4,632.72
	增速	24.24%	35.00%	62.00%	20.00%
	毛利率	35.20%	35.20%	35.20%	35.20%
燃气	收入	1,701.15	1,888.27	2,077.10	2,284.81
	增速	20.33%	11.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	20.49%	19.00%	19.00%	19.00%
供水	收入	901.58	928.63	956.49	985.19
	增速	0.42%	3.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	31.07%	31.07%	31.07%	31.07%
污水处理	收入	229.74	303.25	312.35	321.72
	增速	22.01%	32.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	40.40%	42.00%	42.00%	42.00%
其他	收入	250.78	252.03	253.29	254.56
	增速	-10.85%	0.50%	0.50%	0.50%
	毛利率	43.58%	40.00%	40.00%	40.00%
合计	收入	4,848.49	5,755.28	7,459.83	8,478.99
	增速	15.38%	18.70%	29.62%	13.66%
	毛利率	29.95%	29.79%	30.61%	30.76%

数据来源: Wind, 西南证券

相对估值:

选取了相关垃圾焚烧及水务运营商, 公司有较好成长性, 对应 2020 年 PE 水平较低, PB 适中。我们测算公司 2019-2021 年净利润为 8.96 亿元、11.77 亿元及 13.56 亿元, EPS 为 1.17/1.54 和 1.77 元, 对应 PE 为 18x/13x 及 12x, 维持“买入”评级。

表 11: 相对估值表

序号	代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)
				TTM	19E	20E	
1	600323	瀚蓝环境	156.9309	16	18	13	2.4
平均值				19	19	16	3
2	603568	伟明环保	252.4060	23	26	21	6.8
3	2034	旺能环境	65.3448	17	16	13	1.6
4	598	兴蓉环境	136.1716	14	12	11	1.2
5	300388	国祯环保	76.5810	24	23	18	2.3

数据来源: wind, 西南证券

8 风险提示

垃圾焚烧政策风险, 产能扩张低于预期风险等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4848.49	5755.27	7459.83	8478.99	净利润	878.75	899.35	1182.13	1361.38
营业成本	3396.17	4040.91	5176.52	5871.07	折旧与摊销	623.04	704.05	789.56	865.56
营业税金及附加	37.76	43.16	55.95	63.59	财务费用	213.96	223.30	288.70	322.20
销售费用	69.10	79.42	102.95	114.47	资产减值损失	29.31	15.00	15.00	15.00
管理费用	274.38	316.54	406.56	449.39	经营营运资本变动	167.64	418.32	451.09	372.33
财务费用	213.96	223.30	288.70	322.20	其他	-260.85	-15.00	-15.00	-15.00
资产减值损失	29.31	15.00	15.00	15.00	经营活动现金流净额	1651.86	2245.03	2711.47	2921.48
投资收益	177.08	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1675.20	-2000.00	-2000.00	-1500.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-375.56	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	100.00	80.00	80.00	投资活动现金流净额	-2050.76	-2000.00	-2000.00	-1500.00
营业利润	1103.05	1136.93	1494.16	1723.27	短期借款	194.80	-239.80	0.00	0.00
其他非经营损益	9.79	9.00	9.00	9.00	长期借款	861.95	500.00	500.00	0.00
利润总额	1112.84	1145.93	1503.16	1732.27	股权融资	-216.96	0.00	0.00	0.00
所得税	234.09	246.58	321.03	370.89	支付股利	-153.25	-205.72	-210.54	-276.73
净利润	878.75	899.35	1182.13	1361.38	其他	-360.36	6.30	61.30	-22.20
少数股东损益	3.24	3.32	4.36	5.02	筹资活动现金流净额	326.18	60.78	350.77	-298.94
归属母公司股东净利润	875.51	896.04	1177.77	1356.36	现金流量净额	-72.73	305.81	1062.24	1122.54
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1223.70	1529.52	2591.75	3714.30	成长能力				
应收和预付款项	815.70	817.01	1075.50	1240.90	销售收入增长率	15.38%	18.70%	29.62%	13.66%
存货	179.63	213.73	273.80	310.54	营业利润增长率	27.99%	3.07%	31.42%	15.33%
其他流动资产	164.47	162.85	232.07	251.84	净利润增长率	26.02%	2.34%	31.44%	15.16%
长期股权投资	390.17	390.17	390.17	390.17	EBITDA 增长率	17.83%	6.40%	24.62%	13.16%
投资性房地产	0.77	0.77	0.77	0.77	获利能力				
固定资产和在建工程	6019.69	7777.64	9450.08	10546.52	毛利率	29.95%	29.79%	30.61%	30.76%
无形资产和开发支出	7393.48	6937.04	6480.61	6024.17	三费率	11.50%	10.76%	10.70%	10.45%
其他非流动资产	304.57	299.01	293.44	287.87	净利率	18.12%	15.63%	15.85%	16.06%
资产总计	16492.19	18127.74	20788.19	22767.09	ROE	13.68%	12.71%	14.69%	14.91%
短期借款	239.80	0.00	0.00	0.00	ROA	5.33%	4.96%	5.69%	5.98%
应付和预收款项	1841.35	2135.49	2696.11	3120.18	ROIC	10.25%	9.48%	11.75%	13.04%
长期借款	3526.87	4026.87	4526.87	4526.87	EBITDA/销售收入	40.01%	35.87%	34.48%	34.33%
其他负债	4459.84	4890.62	5518.86	5989.03	营运能力				
负债合计	10067.86	11052.98	12741.84	13636.09	总资产周转率	0.32	0.33	0.38	0.39
股本	766.26	766.26	766.26	766.26	固定资产周转率	1.43	1.31	1.17	1.06
资本公积	1521.18	1521.18	1521.18	1521.18	应收账款周转率	12.86	12.69	13.20	12.44
留存收益	3503.84	4194.16	5161.39	6241.02	存货周转率	18.66	20.55	21.24	20.09
归属母公司股东权益	5834.50	6481.60	7448.84	8528.46	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.90%	—	—	—
少数股东权益	589.84	593.15	597.52	602.54	资本结构				
股东权益合计	6424.33	7074.76	8046.35	9131.00	资产负债率	61.05%	60.97%	61.29%	59.89%
负债和股东权益合计	16492.19	18127.74	20788.19	22767.09	带息债务/总负债	47.31%	45.44%	43.34%	40.50%
					流动比率	0.63	0.69	0.88	1.03
					速动比率	0.58	0.64	0.82	0.97
					股利支付率	17.50%	22.96%	17.88%	20.40%
					每股指标				
					每股收益	1.14	1.17	1.54	1.77
					每股净资产	8.38	9.23	10.50	11.92
					每股经营现金	2.16	2.93	3.54	3.81
					每股股利	0.20	0.27	0.27	0.36
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1940.06	2064.29	2572.41	2911.04					
PE	17.92	17.51	13.32	11.57					
PB	2.44	2.22	1.95	1.72					
PS	3.24	2.73	2.10	1.85					
EV/EBITDA	10.24	9.56	7.45	6.20					
股息率	0.98%	1.31%	1.34%	1.76%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn