

瀚蓝环境（600323）

优秀整合能力助力份额扩张，大固废综合产业园降本增效扩张可期

买入（首次）

2020 年 04 月 16 日

证券分析师 袁理

执业证号：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 王浩然

021-60199782

wanghr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6,160	7,541	8,317	9,565
同比（%）	27.0%	22.4%	10.3%	15.0%
归母净利润（百万元）	913	1,029	1,289	1,533
同比（%）	4.5%	12.8%	25.3%	18.9%
每股收益（元/股）	1.19	1.34	1.68	2.00
P/E（倍）	16.89	14.98	11.96	10.06

投资要点

- **大固废佼佼者持续高增长，2020 迎来投产大年。**公司为全国领先的综合环境服务商，19 年实现营收 61.60 亿元，同比增长 27.04%，归母净利润 9.13 亿元，同比增长 4.49%，扣非业绩 8.68 亿元，同比增长 20.49%，10-19 年扣非业绩复合增速高达 24.71%，经营业绩持续高增长。目前公司垃圾焚烧在建项目规模 11150 吨/日，占已投运规模的 62.29%，其中 2020 年为投产大年，预计将有 9050 吨/日新增项目投产。
- **垃圾焚烧市场空间翻番，优秀整合能力助力份额扩张。**我们预计到 2025 年，随着城镇化率及人均垃圾量的提升，我国生活垃圾处理量可达 3.06 亿吨。此外，考虑到垃圾焚烧处理工艺的经济性优势、焚烧占比提升的政策驱动以及成熟市场焚烧占比为 78.5%的海外对标，预计我国生活垃圾焚烧处理占比可提升至 70%。两者结合**预计到 2025 年，生活垃圾焚烧处理量将增至 2.14 亿吨，是 2017 年的 2.5 倍。**公司方面，瀚蓝通过产业链扩张，从原先只经营佛山市南海区单一供水业务的企业，发展成涵盖大固废治理、燃气、供水、污水治理 4 大板块协同发展的全国领先的综合环境服务商，通过并购创冠中国使经营区域拓展到全国，实现业务版图与经营区域的双扩张，**优秀整合能力得到验证，有利于加速公司在具有良好现金流模式的大固废领域实现份额扩张。**公司 ROE 水平从 2015 年收购创冠中国时的 9.81%稳步提升至 2019 年的 14.61%，盈利能力提升明显。另外，焚烧发电效率加速提升，公司单吨上网电量从 2015 年的 265.9kWh 提升至 2019 年的 340.6kWh，提高了 28.12%。创冠中国 2019 年实现营收 7.94 亿元/净利润 1.6 亿元，分别较并购前的 13 年提升了 1.3 倍/4.6 倍，净利率也较 13 年提升了 11.87pct 至 20.12%。
- **固废产业园具备先发优势对标“无废城市”建设，降本增效实现异地复制。**宏观政策积极鼓励固废综合环保产业园模式，并在项目规划、选址、邻避等方面出台相关支持政策。公司已形成纵横一体化的大固废全产业链布局，并打造了国内首个固废全产业链综合园区——**南海固废处理环保产业园**，具备社会综合成本最小化的优势，契合“无废城市”发展理念，具有先发优势。综合产业园可通过能源协同、环保设施协同、处理处置协同三大优势，实现降本增效，现已在顺德、开平等省市成功移植推广，积累了成功经验，未来复制推广可期。
- **燃气污水供水协同发展，为公司未来拓展提供稳定现金流。**19 年公司燃气/供水/污水业务分别实现营收 19.40/9.31/3.59 亿元，同比增长 14.06%/3.27%/56.29%，这三大业务为公用事业属性，**现金流回款良好，提供稳定资金来源。**2010-19 年经营活动现金净流入占投资活动现金净流出的平均比例接近 70%。公司的经营活动现金流能够较大程度覆盖投资活动现金支出，为资本开支提供了稳定的资金来源。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 1.34/1.68/2.00 元，对应 PE 为 15/12/10 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**项目进展不及预期、政策风险、财务风险、行业竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.12
一年最低/最高价	14.52/22.38
市净率(倍)	2.35
流通 A 股市值(百万元)	15417.15

基础数据

每股净资产(元)	8.56
资产负债率(%)	66.16
总股本(百万股)	766.26
流通 A 股(百万股)	766.26

相关研究

内容目录

1. 大固废佼佼者持续高增长，2020 迎来投产大年	5
1.1. 全国领先的综合环境服务商，涵盖大固废、燃气、供水、污水	5
1.2. 地方国企背景，四大优势助力公司全国化发展	5
1.3. 营收加速提升，扣非复合增速 20% 以上国内领先	6
2. 垃圾焚烧市场空间翻番，优秀整合能力助力份额扩张	7
2.1. 预计 2025 年垃圾焚烧处理量可达 2.14 亿吨，是 2017 年的 2.5 倍	7
2.2. 补贴新政逐步落地，行业龙头份额有望进一步提升	11
2.3. 经营区域与业务版图双扩张，垃圾焚烧项目规模排名行业前列	12
2.4. 并购整合效果佳：注重企业文化融合，提高管理效率与经营业绩	17
2.5. 经营效率业内领先，费用控制良好	19
3. 固废产业园先发优势，降本增效实现异地复制	22
3.1. 固废综合园区具备社会综合成本最小化的优势，契合无废城市发展理念	22
3.2. 南海环保产业园打造大固废全产业链综合园区行业标杆	25
3.3. “瀚蓝模式”已在顺德、开平等多省市成功移植推广	27
4. 燃气污水供水协同发展，为公司未来拓展提供稳定现金流	27
5. 推动薪酬激励方案，增强管理层积极性	30
6. 盈利预测与投资建议	31
7. 风险提示	32

图表目录

图 1: 通过外延扩张打造成涵盖大固废、燃气、供水、污水的全国领先综合环境服务商	5
图 2: 公司实控人为佛山市南海区国资委	6
图 3: 营收增速加速提升, 10-19 年营收复合增速 29.65%	6
图 4: 10-19 年扣非归母净利润复合增速高达 24.71%	6
图 5: 公司的毛/净利率始终处于较高水平	7
图 6: 公司经营活动现金流净额情况	7
图 7: 我国城镇化率加速提升	9
图 8: 我国城镇化率与发达国家相比仍有较大提升空间	9
图 9: 2016 年日本垃圾处理方式占比	10
图 10: 10-19 年公司垃圾焚烧处理量复合增速达 55.04%	16
图 11: 公司垃圾焚烧已投运规模排名可比公司第 5	16
图 12: 公司垃圾焚烧在建及筹建规模排名可比公司第 3	16
图 13: 近年来创冠中国营收加速增长	17
图 14: 创冠中国扭亏为盈, 且近年来业绩增速不断提升	17
图 15: 并购后创冠中国净利率显著提升	18
图 16: 并购后创冠中国 ROE/ROA 显著提升	18
图 17: 公司单吨上网电量加速提升, 从 15 年的 265.9kWh 提升至 19 年的 340.6kWh, 提高了 28.12%	18
图 18: 2015 年创冠中国并表后, 公司 ROE 水平呈上行趋势	19
图 19: 近年来公司 ROE 高于行业平均水平	20
图 20: 公司期间费用率基本一直低于行业平均水平	20
图 21: 公司吨垃圾上网电量业内领先, 发电效率高	20
图 22: 公司单吨投资额略高于行业平均水平	21
图 23: 公司单吨处理费略低于行业平均水平	21
图 24: 公司垃圾焚烧项目待投/已投比例为 115.54%, 高于可比公司平均水平 5.15pct	22
图 25: 公司打造纵横一体化的大固废全产业链	22
图 26: 南海固废处理环保产业园鸟瞰	26
图 27: 南海产业园与阿里云合作打造环境治理行业首个 AI“数字大脑”	27
图 28: 10-19 年经营活动净流入占投资活动净流出的平均比例为 69.03%	28
图 29: 16 年以来公司燃气业务收入稳定增长	28
图 30: 16 年以来公司天然气售气量稳定增长	28
图 31: 17 年至今公司供水业务收入稳中有升	29
图 32: 公司供水量平稳增长	29
图 33: 公司污水处理营收增速近年来实现稳步提升	30
图 34: 公司污水处理量逐步提升	30
表 1: 《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》加大无害化处理投资力度和监管要求	8
表 2: “十三五”期间, 生活垃圾无害化处理政策密集出台	8
表 3: 收购创冠前公司固废业务集中在佛山地区, 以本地内生增长为主	13
表 4: 新项目不断投运实现经营区域和业务版图双扩张	14

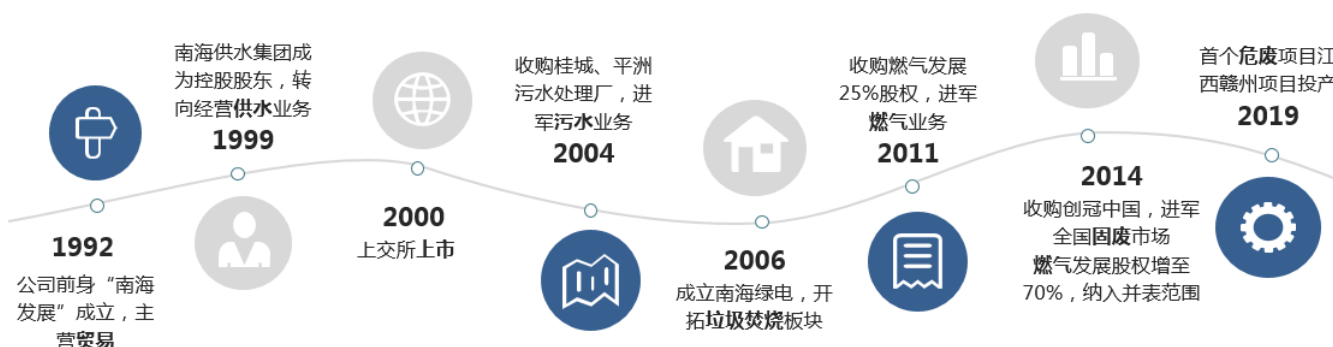
表 5：公司目前垃圾焚烧项目在建规模 11150 吨/日	14
表 6：外延并购实现经营区域和业务版图扩张	15
表 7：各地“无废城市”政策梳理	23
表 8：南海固废处理环保产业园涵盖大固废全产业链	25
表 9：公司薪酬激励方案主要内容	30
表 10：公司长期激励方案主要内容	31
表 11：公司营业收入预测	32
表 12：截至 2020/04/15 可比公司 PE 估值	32

1. 大固废佼佼者持续高增长，2020 迎来投产大年

1.1. 全国领先的综合环境服务商，涵盖大固废、燃气、供水、污水

全国领先的综合环境服务商，业务覆盖大固废治理、燃气、供水、污水治理 4 大板块。公司成立于 1992 年，前身为南海发展股份有限公司。1999 年南海供水集团成为公司控股股东，经营业务从贸易为主转向自来水生产、供应。2000 年于上交所上市。2004 年收购桂城、平洲污水处理厂，进军污水治理行业。2006 年成立南海绿电开拓垃圾焚烧业务。2011 年收购燃气发展 25% 股权，进军燃气业务。2014 年收购创冠中国，从区域性公司跃升为全国固废治理行业龙头之一。2019 年公司首个危废项目江西赣州项目顺利投运，已形成覆盖大固废治理、燃气、供水、污水治理 4 个板块的全国领先综合环境服务商。

图 1：通过外延扩张打造成涵盖大固废、燃气、供水、污水的全国领先综合环境服务商

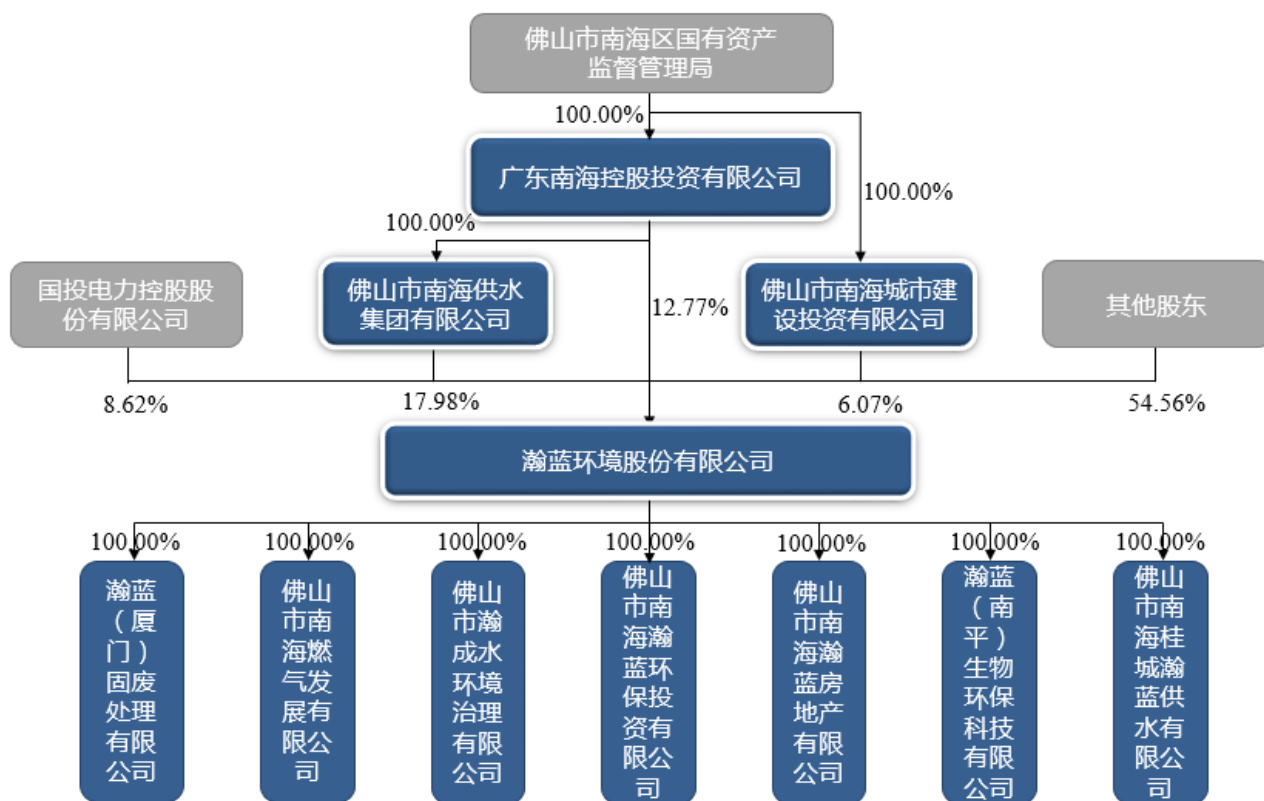


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 地方国企背景，四大优势助力公司全国化发展

公司实控人为佛山市南海区国资委，资源、资金、经验、技术优势助力公司全国化发展。截至 19 年年报，公司前十大股东中佛山市南海供水集团有限公司、广东南海控股投资有限公司、佛山市南海城市建设投资有限公司分别持股 17.98%、12.77%、6.07%，合计持有 36.82%。这三家公司均为佛山市南海区国有资产监督管理局的控股企业，佛山市南海区国资委为公司实际控制人。国资股东背景给公司立足佛山辐射周边，带来了明显的资源和区位优势。同时，公司在发展过程中积累起来的系统化环境服务经验、稳定的现金流和信息化管理运维技术为公司全国化发展奠定了扎实基础。

图 2：截至 19 年年报，公司实控人为佛山市南海区国资委



注：所列子公司为直接持股比例100%子公司

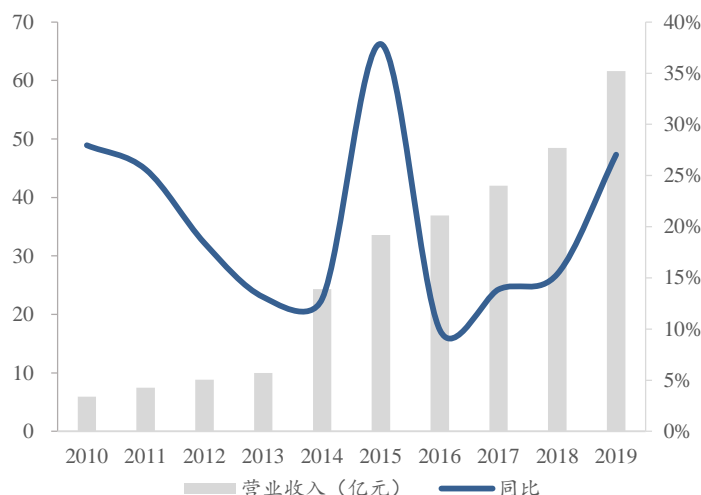
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 营收加速提升，扣非复合增速 20%以上国内领先

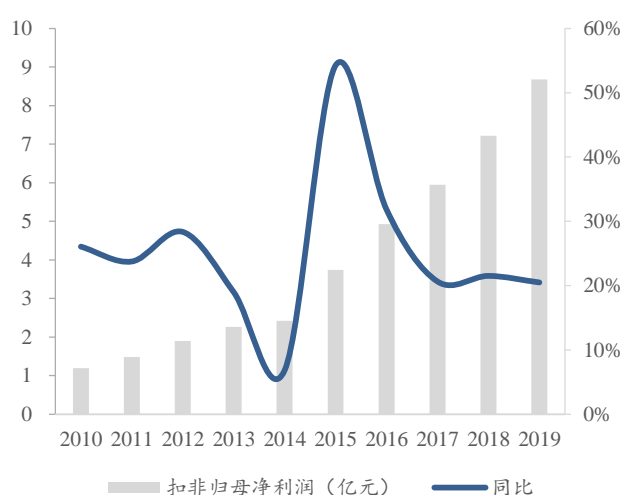
营收加速提升，扣非复合增速 20%以上国内领先。2019 年公司实现营业收入 61.60 亿元，同比增长 27.04%，增速较 18 年提升 11.66pct，2010-2019 年复合增速达 29.65%；2019 年归母净利润 9.13 亿元，同比增长 4.49%，扣非归母净利润 8.68 亿元，同比增长 20.49%，2010-2019 年公司扣非业绩复合增速高达 24.71%，呈现高速增长态势。盈利能力方面，2010-2019 年公司的毛利率始终保持约 28%以上的较高水平，净利率从 2015 年起逐步稳定增长，从 2015 年的 13.28%提升至 2018 年的 18.12%，2019 年略有下滑至 14.67%。现金流量方面，2019 年公司实现经营性现金净流入 13.24 亿元，同比减少 19.85%，10-19 年复合增速达 21.77%，近年来公司经营活动现金流净额/归母净利润的比例始终保持在 145%以上，现金流回款良好。

图 3：营收增速加速提升，10-19 年营收复合增速 29.65%

图 4：10-19 年扣非归母净利润复合增速高达 24.71%

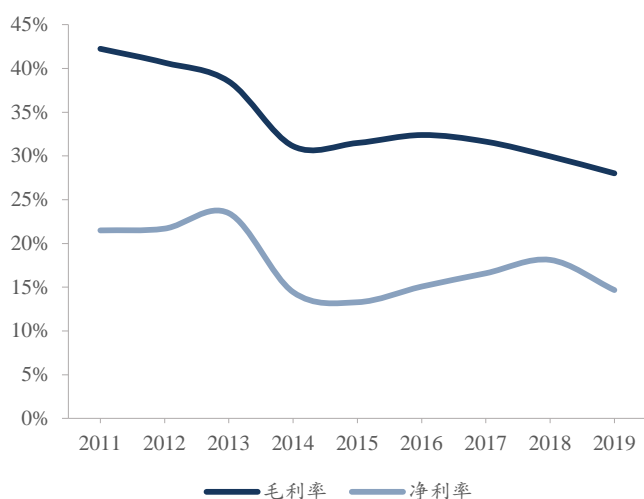


数据来源：公司公告，东吴证券研究所



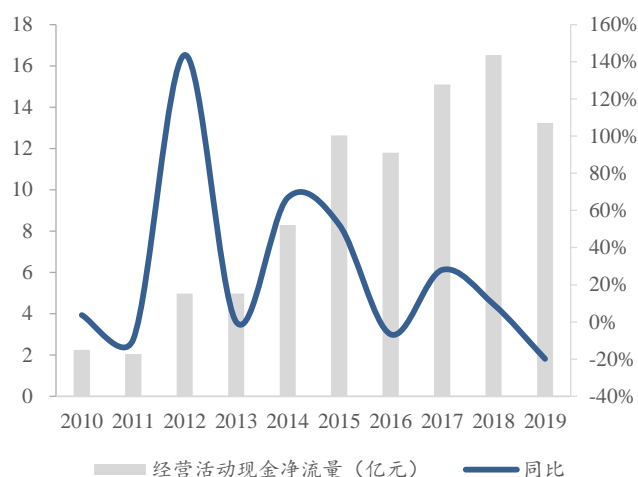
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：公司的毛/净利率始终处于较高水平



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：公司经营活动现金流净额情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 垃圾焚烧市场空间翻番，优秀整合能力助力份额扩张

2.1. 预计 2025 年垃圾焚烧处理量可达 2.14 亿吨，是 2017 年的 2.5 倍

加大无害化处理投资力度，高线城市无害化处理率要求达到 100%。根据发改委、住建部印发的《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》要求：“十三五”期间全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设总投资约 2518.4 亿元。其中，无害化处理设施建设投资 1699.3 亿元，收运转运体系建设投资 257.8 亿元，餐厨垃圾专项工程投资 183.5 亿元，存量整治工程投资 241.4 亿元，垃圾分类示范工程投资 94.1 亿元，监管体

系建设投资 42.3 亿元。到 2020 年底，直辖市、计划单列市和省会城市（建成区）生活垃圾无害化处理率达到 100%；其他设市城市生活垃圾无害化处理率达到 95% 以上，县城（建成区）生活垃圾无害化处理率达到 80% 以上，建制镇生活垃圾无害化处理率达到 70% 以上。

表 1：《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》加大无害化处理投资力度和监管要求

投资力度	内容	投资额（亿元）
	无害化处理设施建设	1699.3
	收运转运体系建设	257.8
	餐厨垃圾专项工程	183.5
	存量整治工程	241.4
	垃圾分类示范工程	94.1
	监管体系建设	42.3
	全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设总投资	2518.4
监管要求	内容	无害化处理率
	直辖市、计划单列市和省会城市（建成区）	100%
	其他设市城市	95% 以上
	县城（建成区）	80% 以上
	建制镇	70% 以上

数据来源：《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，东吴证券研究所

政策要求城市生活垃圾焚烧处理能力占比提升。《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》提出，将生活垃圾无害化处理能力覆盖到建制镇，减少原生垃圾填埋量，加大生活垃圾处理设施污染防治和改造升级力度。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”，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。建制镇产生的生活垃圾就近纳入县级或市级垃圾处理设施集中处理，原则上建制镇不单独建设处理设施。生活垃圾发电项目将继续向城镇延伸，也将带来已覆盖生活垃圾发电项目的区域改扩建。

表 2：“十三五”期间，生活垃圾无害化处理政策密集出台

时间	政策	发布部门
2016	《关于进一步加强城市生活垃圾焚烧处理工作的意见》	发改委、住建部、环保部、国土部
2016	《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》	发改委、住建部
2017	《生活垃圾分类制度实施方案》	发改委、住建部
2017	《全国农村综合环境整治“十三五”规划》	环保部、财政部
2017	《关于加快推进畜禽养殖废弃物资源化利用的意见》	国务院办公厅
2017	《关于推进资源循环利用基地建设的指导意见》	发改委、财政部、住建部

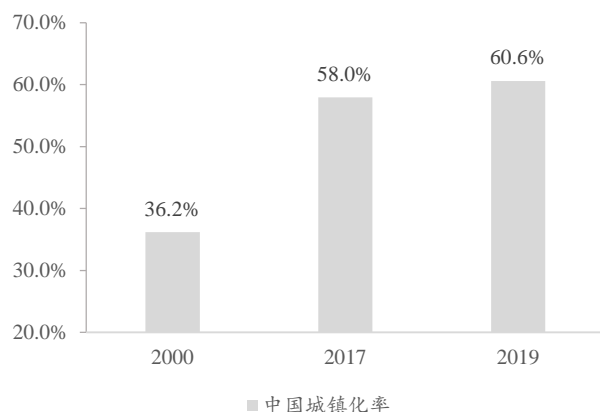
2019 《关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》

住建部等 9 部门

数据来源：发改委，住建部，环保部，财政部，国土部等，东吴证券研究所

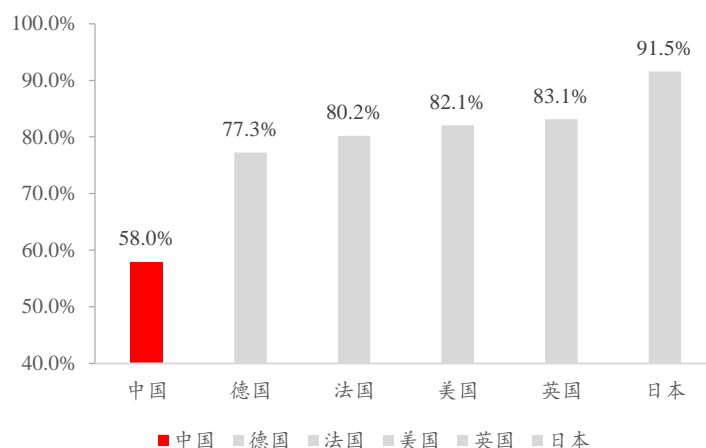
城镇化率提升及人均垃圾量增长，我国生活垃圾产量仍有较大增长空间。1) **城镇化率持续提升。**据国家统计局数据显示，我国常住人口城镇化率已从 2000 年的 36.2% 提升至 2019 年的 60.6%，而美国 2017 年的城镇化率已经达到 82.06%，英国、法国和日本的城镇化率也均在 80% 以上。因此对标海外发达国家，我国城镇化率仍有提升空间。垃圾焚烧厂的集中处理属性决定了随着城镇化率的提升，城市人口数量扩大，垃圾产生量增多，垃圾焚烧行业的市场空间也将进一步扩大。2) **人均垃圾产量增加。**随着国民生活水平的日益提高，人均生活垃圾产量也在不断增加。根据世界银行 2016 年披露的统计数据，我国人均日生活垃圾产生量仅为 0.43kg，而北美地区人均日生活垃圾产生量可达 2.21kg，未来我国人均垃圾产量仍有较大上升空间。**城镇化率提升和人均垃圾产量增加将使垃圾产量不断增长，扩大生活垃圾处理行业的市场空间。**

图 7：我国城镇化率加速提升



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 8：2017 年我国城镇化率与发达国家相比仍有较大提升空间



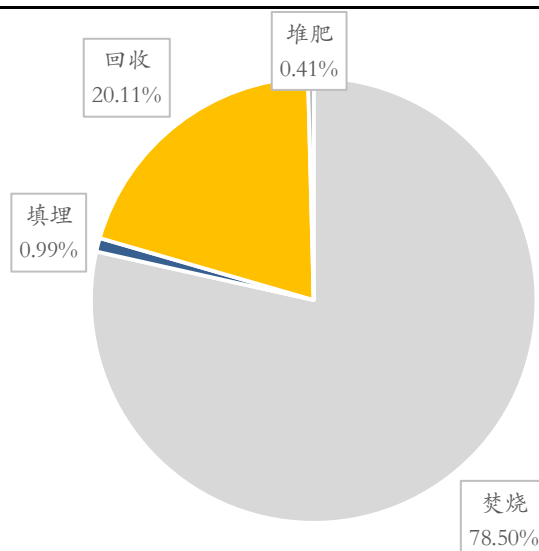
数据来源：国家统计局，百度百科，东吴证券研究所

预计到 2025 年，全国城市生活垃圾处理量将增至 3.06 亿吨。根据住建部披露的《中国城市建设统计年鉴》，2010-2017 年我国城市生活垃圾清运量的复合增长率为 4.51%。考虑到城镇化率提升及人均垃圾量的增长，预计该复合增速仍将持续，据此测算到 2025 年，全国城市生活垃圾清运量将从 2017 年的 2.15 亿吨增至 3.06 亿吨。另一方面，据住建部统计年鉴披露，2017 年我国生活垃圾处理率已达 99%，随着国民环保意识的提高和政策督查趋严，预计 2025 年我国生活垃圾处理率有望达到 100%，使得 2025 年全国城市生活垃圾处理量达到 3.06 亿吨。

预计 2025 年全国地级及以上城市湿垃圾中仍需焚烧处置的沼渣将达 0.35 亿吨。据《关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》，到 2025 年全国地级及以上城市要基本建成生活垃圾分类处理系统。据《中国城市建设统计年鉴 2017》数据，2017 年全国 293 个地级及以上城市生活垃圾清运量为 1.76 亿吨，按照 4.51% 的复合增长率计算，2025 年地级及以上城市生活垃圾清运量可达 2.5 亿吨。采用中国再生资源回收利用协会数据，假设湿垃圾占生活垃圾的比重为 56%，垃圾分类率为 50%，预计全国地级及以上城市湿垃圾清运量为 0.7 亿吨。由于湿垃圾处理后的剩余沼渣约占 50%，仍需焚烧进行最终处置，预计 2025 年全国地级及以上城市约有 0.35 亿吨湿垃圾沼渣需要焚烧处置。

预计到 2025 年城市生活垃圾焚烧处理比例将达 70%。我国的垃圾处理方式以填埋和焚烧为主。由于垃圾填埋需耗用较多的土地资源，随着现有填埋场占地的日渐饱和以及住宅、商业、工业等建设用地需求的增长，有限的土地资源使填埋扩容受到限制。焚烧处理方式因具备节约用地、经济性高、减量化效果显著等优点，其优越性逐渐凸显。1) 从历史数据来看：根据住建部城乡统计年鉴，2002 至 2017 年，填埋产能占比从 87.49% 下降到 53.03%，焚烧产能占比从 4.72% 增加到 43.84%。焚烧处理逐步成为主流的垃圾处理方式，预计未来焚烧产能占比还会进一步增加。2) 从政策规划看：“十三五”垃圾处理设施规划提出，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”，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。3) 从对标海外垃圾处理成熟的国家来看：参考城市人口密度与中国较为接近的日本，2016 年垃圾焚烧处理占总处理量的 78.5%，填埋仅占 0.99%。基于以上垃圾焚烧工艺的技术优势、处理占比提升、政策规划、海外对标及湿垃圾沼渣需焚烧最终处置的分析，我们认为到 2025 年，我国的垃圾焚烧处理比例有望提高到 70%。

图 9：2016 年日本垃圾处理方式占比



数据来源：OECD 官网，东吴证券研究所

预计到 2025 年，垃圾焚烧处理量将增至 2.14 亿吨，是 2017 年的 2.5 倍。结合以上分析，我们预计到 2025 年全国城市生活垃圾处理量将达到 3.06 亿吨，焚烧处理占比提升至 70%。照此计算，预计 2025 年垃圾焚烧处理量将增至 2.14 亿吨，较 2017 年增加了 1.29 亿吨，是 2017 年的 2.5 倍。

2.2. 补贴新政逐步落地，行业龙头份额有望进一步提升

发电收入是垃圾焚烧发电项目的重要收入来源之一。其中垃圾焚烧发电上网电价高于当地脱硫燃煤机组标杆上网电价的部分实行两级分摊，当地省级电网补贴 0.1 元/kWh，其余部分由全国可再生能源补贴承担。近期关于垃圾焚烧发电的补贴新政陆续出台：

A) 1 月 22 日，国家财政部、发改委、能源局发布《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》。

明确补贴兑付主体责任和及时兑付。《意见》明确电网企业应依法依规收购可再生能源发电量，及时兑付电价。财政部将补助资金拨付到国家电网、南方电网和省级财政部门，电网企业应切实加快兑付进度，确保资金及时拨付。我们认为，明确补贴兑付主体责任，确保补贴及时兑付将有效缓解垃圾焚烧发电企业的现金流压力。

垃圾焚烧行业具备环保属性，后续完善价格机制体现差异化支持。《意见》指出“垃圾焚烧方面，价格主管部门将根据行业发展需要和成本变化情况，及时完善垃圾焚烧发电价格形成机制。”垃圾焚烧与风电、光伏行业的能源属性不同，其为当前生活垃圾处理的主要方式，在垃圾产量不断增长的背景下，具有显著的环境治理意义和很强的环保属性。因此《意见》提出后续将完善价格形成机制，体现了差异化支持。

B) 3月12日，财政部印发《关于开展可再生能源发电补贴项目清单有关工作的通知》，开展前七批目录之外的存量可再生能源项目的申报工作。

前七批目录电网审核后直接纳入清单。第一批至第七批可再生能源电价附加补助目录内的可再生能源发电项目，由电网企业对相关信息进行审核后，直接纳入补贴清单。

2018年1月底前并网的生物质纳入首批清单审核。2018年1月底前全部机组完成并网的生物质发电项目为首批清单审核对象。经1) 国家电网、南方电网和地方独立电网企业组织初审、2) 各省级主管部门确认、3) 国家可再生能源信息管理中心进行项目复核，三步完成后电网公示。

6月30日公布首批清单。分阶段完成补贴清单的公布，2020年4月30日前，完成第一阶段补贴清单的审核发布工作；2020年6月30日前，完成首批补贴清单的审核发布工作。同时做好下一批补贴清单审核发布的准备工作。

C) 4月3日，国家发改委发布《关于有序推进新增垃圾焚烧发电项目建设有关事项的通知》(征求意见稿)，提出2020年1月20日后并网发电的生活垃圾焚烧发电项目为新增项目，按照以收定支的原则，通过可再生能源发展基金继续予以支持。

我们梳理发现新增项目获得补贴需满足以下条件：1) 项目符合国家相关规划要求，已纳入垃圾焚烧发电中长期专项规划。2) 所在省已明确对项目的电价补贴政策，上年度省补拨付到位。3) 项目建设规模和吨垃圾处理补贴合理，所在城市已实行垃圾处理收费制度。4) 满足“装、树、联”和“三同时”要求，并网后相关设备同步运行，无安全环保事故。5) 具备用热需求和供热条件的地区，应出台相关政策支持项目热能综合利用。

我们认为征求意见稿的出台有利于垃圾焚烧行业龙头市场集中度提升

龙头企业凭借项目区位优势，有望获得更高的补贴强度。意见稿提出“上年省补拨付到位；未纳入专项规划的垃圾焚烧发电项目，所需补贴原则上由项目所在地负责”，可见未来地方层面将逐步承担起补贴支付的主体责任，财政实力较强的地区补贴落实更有保障。而龙头企业的项目区位好，地理位置优，有利于获得更高的补贴强度

龙头企业项目运营管理能力优秀，获得补贴的概率更大。意见稿对项目的运营水平提出了更高的标准，包括合规经营、达标排放、安全无事故等，而龙头企业相对中小企业来说，项目运营水平更优、更加规范，其获得补贴的能力也相对更高

因此，垃圾焚烧行业龙头更有优势获得补贴，提高项目回报和资金回款，促进市场集中度提升。

2.3. 经营区域与业务版图双扩张，垃圾焚烧项目规模排名行业前列

从区域性单一业务公司扩张为全国综合性环境治理企业，优秀整合能力得到验证。公司以供水起家，陆续切入污水治理、城市燃气和垃圾焚烧业务。收购创冠中国后，经营区域从佛山市南海区向全国扩张，同时大固废业务明显提速，实现了固废业务的全产业链发展，包括纵向业务链延伸：环卫清扫、垃圾分类、垃圾收转运、焚烧发电、卫生填埋、渗滤液处理、飞灰处理等；2）横向产业链延伸：生活垃圾、餐厨垃圾、污泥处理、工业危废、农业垃圾等。公司优秀的整合能力已得到市场验证，未来有望实现进一步复制拓展。

收购创冠中国，开启全国化固废发展之路。2014 年公司以对价 18.5 亿元发行股份及支付现金收购创冠中国 100% 股权，进军全国固废市场。在并购创冠中国实施完成后，公司固废处理业务从佛山本地扩张到全国多个省市，公司 14 年垃圾焚烧发电规模从 3000 吨/日增加到 17900 吨/日（含试运营项目），增加了近 6 倍，为未来的持续成长打下了坚实基础。**收购创冠前，公司固废业务发展集中于本地。**公司之前的固废业务发展以佛山本地的内生增长为主，规模增长较慢。

表 3：收购创冠前公司固废业务集中在佛山地区，以本地内生增长为主

时间	项目名称	规模（吨/日）	进展
2011	南海垃圾焚烧二厂	1500	投运
	垃圾压缩转运项目	2200	投运
2013	小塘中转站		投运
	大沥西中转站		投运
	佛山南海污泥项目	450	新增
	佛山南海飞灰项目		新增
2014	南海垃圾焚烧一厂改扩建项目	1500	积极推进
	南海餐厨垃圾处理项目	300	积极推进

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

收购创冠后公司大固废业务明显提速，新项目投运实现经营区域和业务版图双扩张。公司 2006 年完成福清二期（300 吨/日）、黄石二期（400 吨/日）的扩建工作，惠安二期（500 吨/日）、廊坊项目（1000 吨/日）、南海垃圾焚烧一厂的改扩建项目（1500 吨/日）顺利投产。2017 年，积极推进创冠晋江、安溪、廊坊项目的提标改造/改扩建项目。2018 年，启动创冠孝感、晋江、安溪项目的施工建设。2019 年，哈尔滨餐厨项目完成进料调试、开平垃圾焚烧项目 11 月试运营、江西赣州危废项目完工、南海垃圾焚烧三厂和漳州南（常山）垃圾焚烧项目 2020 年 1 月实现投运。新项目的不断投运实现了公司经营区域和业务版图双扩张。截至目前（2020/4/16），公司垃圾焚烧项目在建规模 11150 吨/日，占已投运规模的 62.29%，其中 2020 年为投产大年，预计将有 9050 吨/日垃圾焚烧发电新增项目投产。

表 4：新项目不断投运实现经营区域和业务版图双扩张

时间	项目名称	规模（吨/日）	进展
2016	福清二期	300	完成扩建
	黄石二期	400	完成扩建
	惠安二期	500	投产
	廊坊项目	1000	投产
	南海一厂改扩建项目	1500	投产
2017	创冠晋江	500	推进提标改造
	创冠安溪	750 焚烧, 100 污泥	推进提标改造
	创冠廊坊改扩建	500	推进改扩建
2018	创冠孝感	1500	前期建设
	创冠晋江	500	提标改造前期建设
	创冠安溪	750 焚烧, 100 污泥	启动建设
2019	哈尔滨餐厨	300	完成进料调试
	江西赣州危废项目	7.2 万吨/年	完工
	开平垃圾焚烧项目	600	19 年 11 月试运营
	漳州南部垃圾焚烧项目	1000	20 年 1 月投产
	南海垃圾焚烧三厂	1500	20 年 1 月投产

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 5：公司目前垃圾焚烧项目在建规模 11150 吨/日

序号	项目板块	项目名称	规模（吨/日）	预计建成时间
1	生活垃圾焚烧发电	饶平项目	600	2020 年 4 月
2	生活垃圾焚烧发电	孝感项目	1,500	2020 年底
3	生活垃圾焚烧发电	济宁项目	800	2020 年 4 月
4	生活垃圾焚烧发电	宣城项目	1,000	2020 年 5 月
5	生活垃圾焚烧发电	海阳项目	500	2020 年 7 月
6	生活垃圾焚烧发电	乌兰察布项目	800	2020 年 10 月
7	生活垃圾焚烧发电	安改溪扩建项目	750	2020 年 8 月
8	生活垃圾焚烧发电	万载项目	800	2020 年 10 月

9	生活垃圾焚烧发电	晋江提标改建项目	1,500	2020 年 9 月
10	生活垃圾焚烧发电	淮安项目	800	2020 年 12 月
11	生活垃圾焚烧发电	漳州北项目	1,500	2021 年 3 月
12	生活垃圾焚烧发电	建阳二期项目 (南平改扩建)	600	2021 年 3 月
合计			11,150	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

外延并购实现经营区域和业务版图扩张。2016 年，公司以现金支付方式购买漳州中雁 70% 股权，获得漳州南部生活垃圾焚烧发电厂特许经营权，有利于公司巩固扩张福建地区的垃圾焚烧和固废处理市场；同年，公司以现金和增资方式受让哈尔滨天人瑞和 70% 股权、牡丹江瑞嘉环保 90% 股权，获得哈尔滨、牡丹江餐厨垃圾处理项目特许经营权，该次收购将公司的固废处理版图扩张至东北地区及餐厨有机垃圾处理项目，进一步巩固了公司在固废处理产业、特别是有机垃圾处理板块的竞争优势。2017 年公司与德国最大、全球领先的环境服务企业之一德国瑞曼迪斯合作了佛山绿色工业服务中心工程（南海），可收集处理危险废物总规模 9.3 万吨/年，取得广东省环保厅的环评批复。2018 年公司收购江西赣州宏华危废处置项目、获得江西万载县垃圾焚烧发电项目。2019 年公司承接了盛运环保旗下的 5 个生活垃圾焚烧发电项目的特许经营权，包括：济宁市生活垃圾焚烧发电二期项目（800 吨/日）、宣城市生活垃圾焚烧发电二期项目（1000 吨/日）、海阳市生活垃圾焚烧发电项目（500 吨/日）、乌兰察布生活垃圾焚烧发电项目（1200 吨/日）和淮南市生活垃圾焚烧发电二期项目（800 吨/日），并与各相关地方政府、盛运环保等多方签署了投资建设协议。外延并购也助力了公司经营区域和业务版图的双扩张。

表 6：外延并购实现经营区域和业务版图扩张

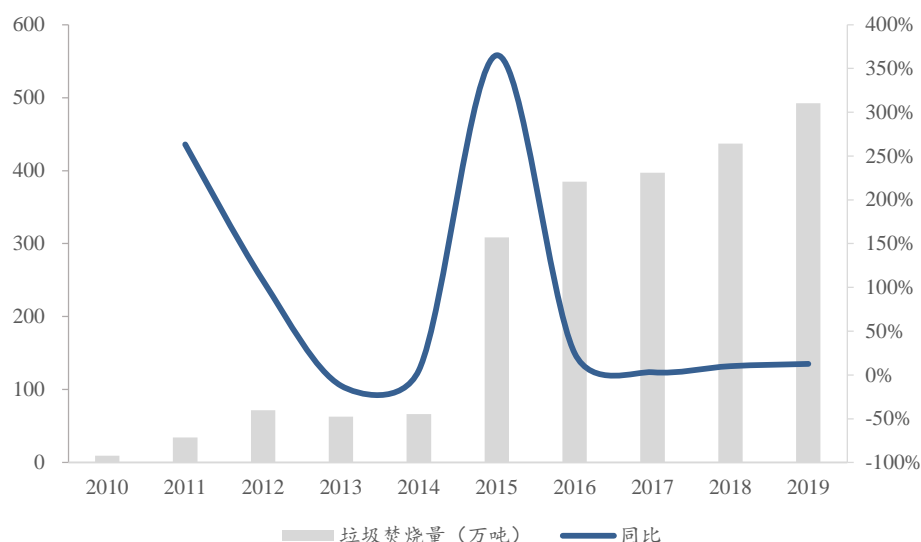
时间	项目名称	规模（吨/日）	地区	类型
2016	购买漳州中雁 70% 股权	1000	漳州南部	垃圾焚烧
	受让哈尔滨天人瑞和 70% 股权	300	哈尔滨	餐厨垃圾
	牡丹江瑞嘉环保 90% 股权	100	牡丹江	餐厨垃圾
2017	大庆宇合 90% 股权	150 餐厨，50 粪便	大庆	餐厨垃圾
	驼王生物 60% 股权		广东广州	固废工程（病死畜禽）
	与瑞曼迪斯合作成立佛山绿色工业服务中心工程（南海）	9.3 万吨/年	佛山南海及三水	危废
2018	宏华环保 100% 股权	7.2 万吨	江西赣州	危废
	瀚蓝万载 60% 股权	800	江西宜春	垃圾焚烧
2019	盛运济宁二期	800	山东济宁	垃圾焚烧

盛运宣城二期	1000	安徽宣城	垃圾焚烧
盛运海阳项目	500	山东烟台	垃圾焚烧
盛运乌兰察布	1200	内蒙古	垃圾焚烧
盛运蒙阴县项目	500	山东临沂	垃圾焚烧
盛运淮安二期	800	江苏淮安	垃圾焚烧

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

带动垃圾焚烧处理量大幅提升。2010-2019 年，公司垃圾焚烧处理量大幅提升，从 2010 年的 9.51 万吨大幅增至 2019 年的 492.21 万吨，期间复合增速高达 55.04%。其中，2015 年创冠中国并表使公司的垃圾焚烧处理量带来质的飞跃，从 2014 年的 66.33 万吨大幅提升至 2015 年的 308.53 万吨，迈上新台阶。

图 10：10-19 年公司垃圾焚烧处理量复合增速达 55.04%

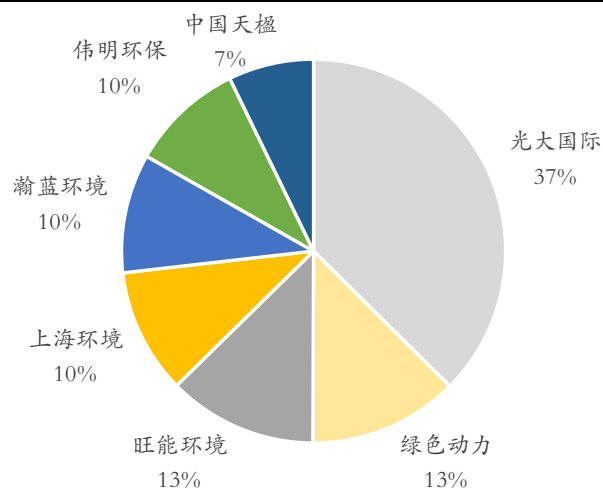


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

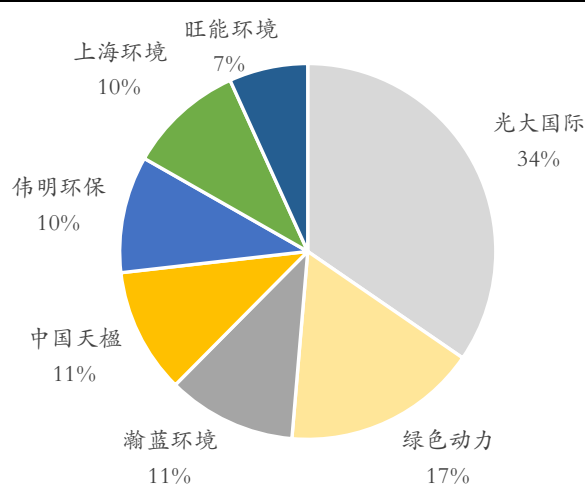
公司垃圾焚烧在运项目规模可比公司第 5，在建筹建规模排名可比公司第 3。我们对截至 2019 年上半年的 6 家 A 股典型垃圾焚烧上市公司以及港股上市的光大国际进行了梳理：瀚蓝环境已投运的垃圾焚烧项目规模达 14800 万吨/日，在 7 家上市公司中排名第 5，占比为 10%；瀚蓝环境在建及筹建项目规模约 17100 万吨/日，在 7 家上市公司中排名第 3，占比为 11%，待投项目规模处于行业前列。

图 11：19H1 公司垃圾焚烧已投运规模排名可比公司第 5

图 12：19H1 公司垃圾焚烧在建及筹建规模排名可比公司第 3



数据来源：公司公告，招标网，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，招标网，东吴证券研究所

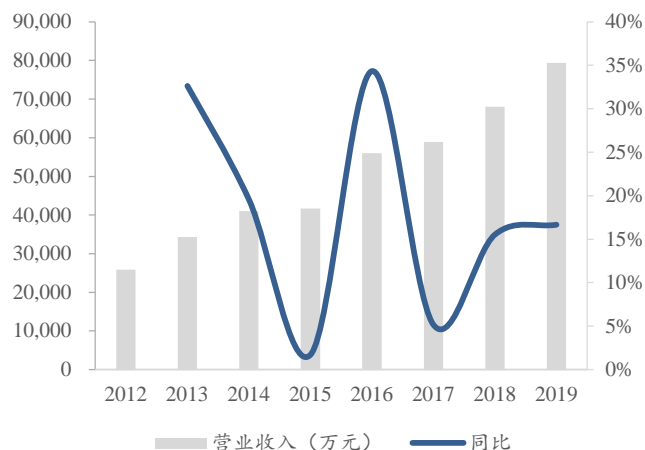
2.4. 并购整合效果佳：注重企业文化融合，提高管理效率与经营业绩

注重“瀚蓝文化”融合，提升并购整合效果。并购仅是扩大发展的第一步，并购后企业间的整合往往是决定成败的关键。公司在并购后注重与标的公司的团队融合，文化融合，通过推行“瀚蓝文化”，将公司的管理理念、企业文化等各方面尽快融入标的公司。同时积极实施企业管理信息化建设，推进在财务管理、人力资源管理、生产运营管理和安全环保管理方面的整合。通过矩阵式的管理模式，全面了解工程、结算、采购、人事等核心成本，并基于信息化的手段控制风险，优化整合效果，提高并购标的的经营业绩。

并购标的营收业绩不断提升。2019 年瀚蓝厦门公司（原创冠中国）实现营收 7.94 亿元，较并购前的 2013 年营收增长 131.50%，复合增速达 15.02%，实现净利润 1.60 亿元，较并购前的 2013 年净利润增长 4.65 倍，复合增速高达 33.44%，营收与业绩增速与之前两年相比，均呈加速提升态势。创冠中国的盈利能力也不断提升，2019 年其净利率为 20.12%，较并购前 2013 年的净利率提升 11.87pct，ROA 为 2.83%；较并购前 2013 年的 ROA 提升 2.00pct；ROE 为 6.16%，较并购前 2013 年的 ROE 提升 3.84pct。

图 13：近年来创冠中国营收加速增长

图 14：创冠中国扭亏为盈，且近年来业绩不断提升

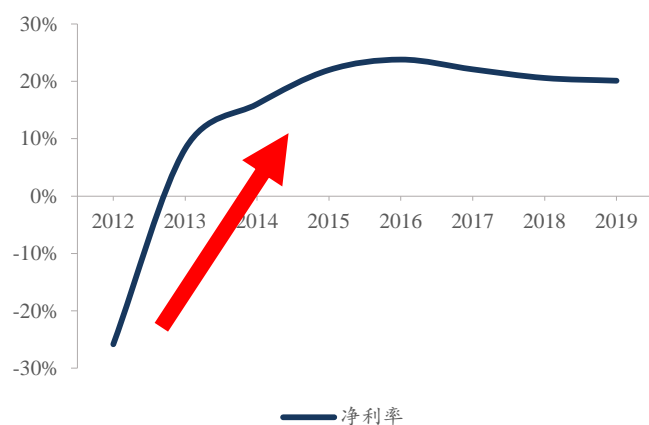


数据来源：公司公告，东吴证券研究所



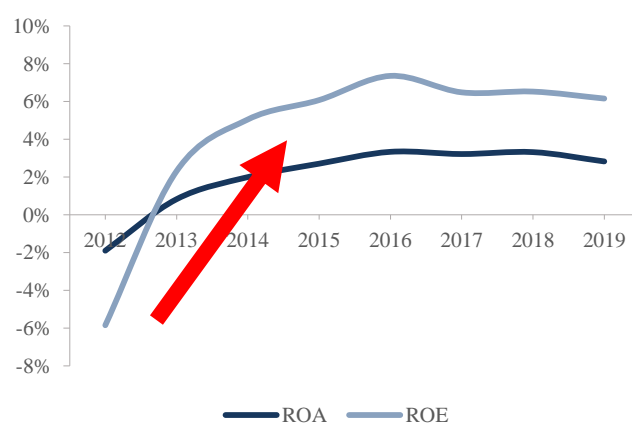
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 15：并购后创冠中国净利率显著提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

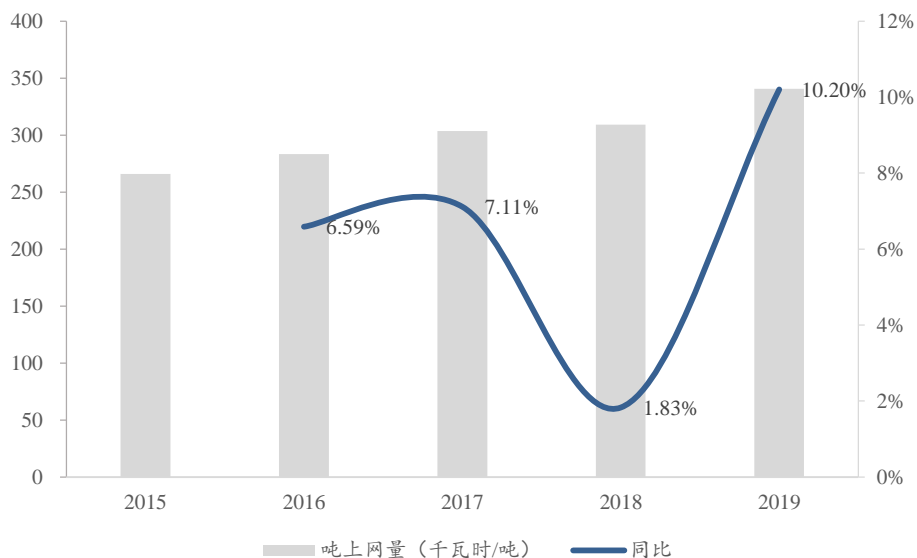
图 16：并购后创冠中国 ROE/ROA 显著提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

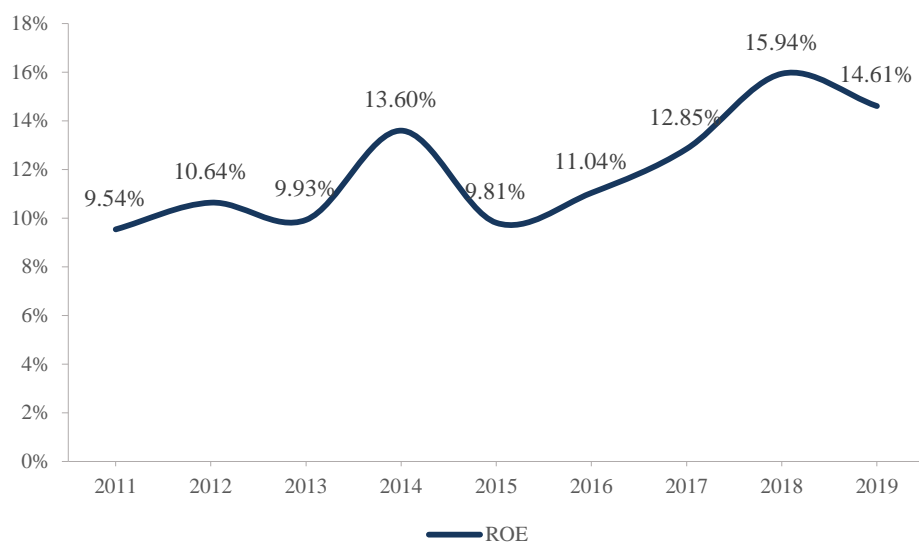
吨上网电量加速提升，ROE 提升明显。收购创冠中国后，公司加大投入，对公司自有及创冠项目进行技改，提升焚烧发电效率。公司单吨上网电量加速提升，从 2015 年的 265.9kWh 提升至 2019 年的 340.6kWh，提高了 28.12%。同时高效的整合也使得公司的 ROE 水平不断提升，2015 年创冠中国并表后，公司 ROE 水平呈上行趋势，从 2015 年的 9.81% 提升至 2019 年的 14.61%，盈利能力提升明显。

图 17：公司单吨上网电量加速提升，从 15 年的 265.9kWh 提升至 19 年的 340.6kWh，提高了 28.12%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 18：2015 年创冠中国并表后，公司 ROE 水平呈上行趋势

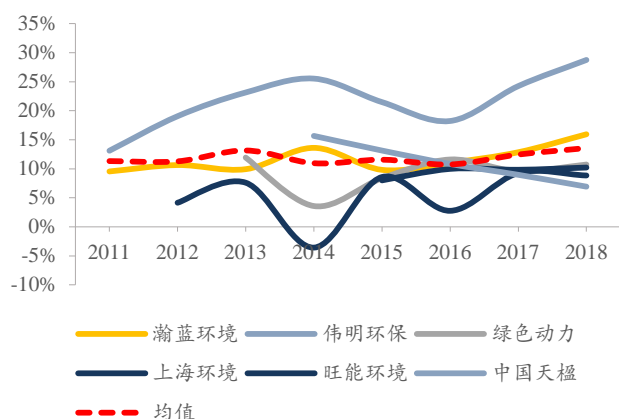


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.5. 经营效率业内领先，费用控制良好

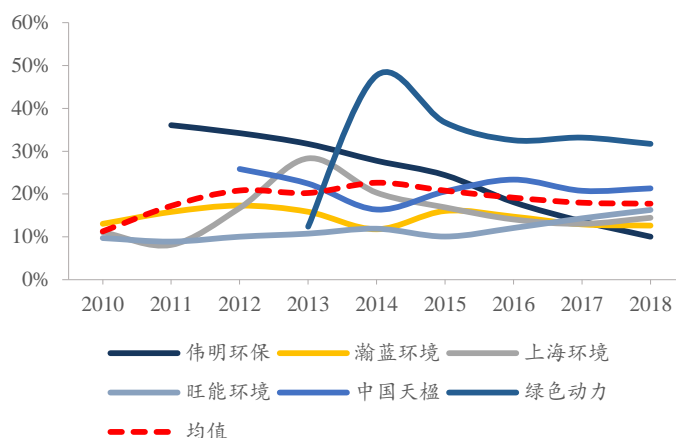
ROE 高于行业平均，费用控制良好。公司经营管理效率好于行业平均水平。我们选取了 A 股垃圾焚烧行业 6 家典型企业为例：伟明环保、瀚蓝环境、绿色动力、上海环境、旺能环境、中国天楹。2018 年 6 家企业平均的 ROE 为 13.56%，公司 ROE 为 15.94%，高于均值 2.38pct，经营效率排名第二。2018 年 6 家企业的平均期间费用率为 17.74%，公司期间费用率为 12.63%，低于均值 5.11pct，费用管控效率排名第二。

图 19：近年来公司 ROE 高于行业平均水平



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

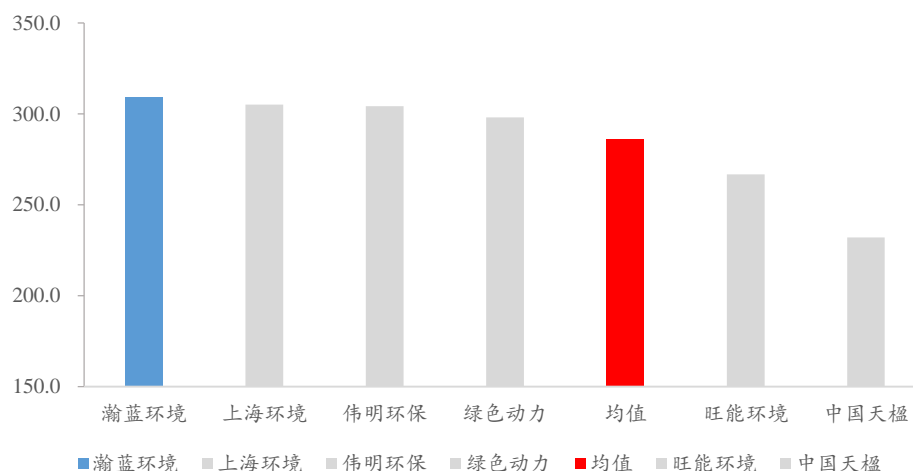
图 20：公司期间费用率基本一直低于行业平均水平



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

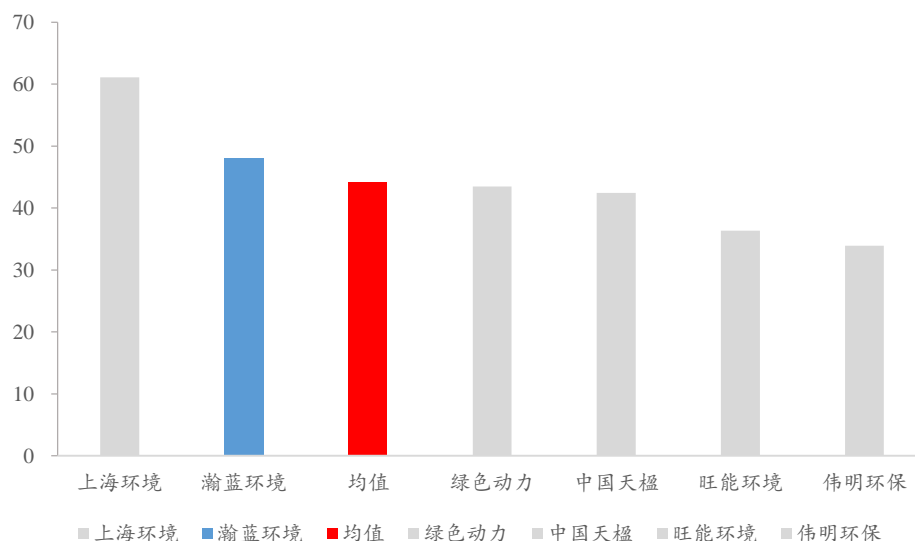
公司吨上网电量最高，吨投资和吨处理费接近行业平均，整体效率处于同业较先进水平。我们选取了 A 股垃圾焚烧行业 6 家典型公司：伟明环保、瀚蓝环境、上海环境、旺能环境、中国天楹、绿色动力进行对比。2018 年，公司吨垃圾上网电量为 309.1kWh，比行业均值 285.8kWh 高出 8.14%；根据截至到 2020 年 2 月的项目统计数据，公司单位吨投资额为 48 万元/吨·日，比行业均值 44 万元/吨·日高出 9.09%；公司单吨垃圾处理费为 76 元/吨，比行业均值 83 元/吨低 8.43%。整体来看，公司垃圾焚烧发电项目的经营效率在同业中处于较为先进水平。

图 21：2018 年公司吨垃圾上网电量业内领先，发电效率高（kWh/吨）



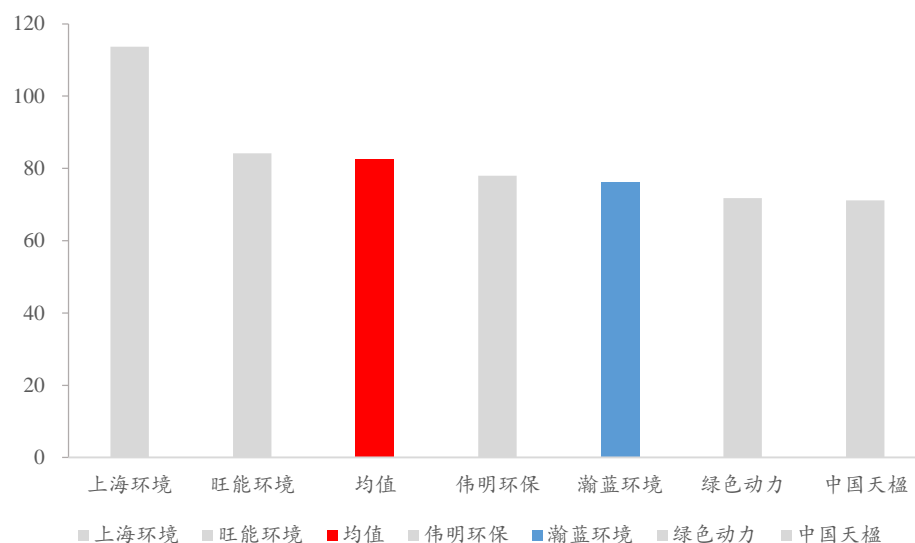
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 22：截至 20 年 2 月项目统计数据，公司单吨投资额略高于行业平均水平（万元/吨·日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

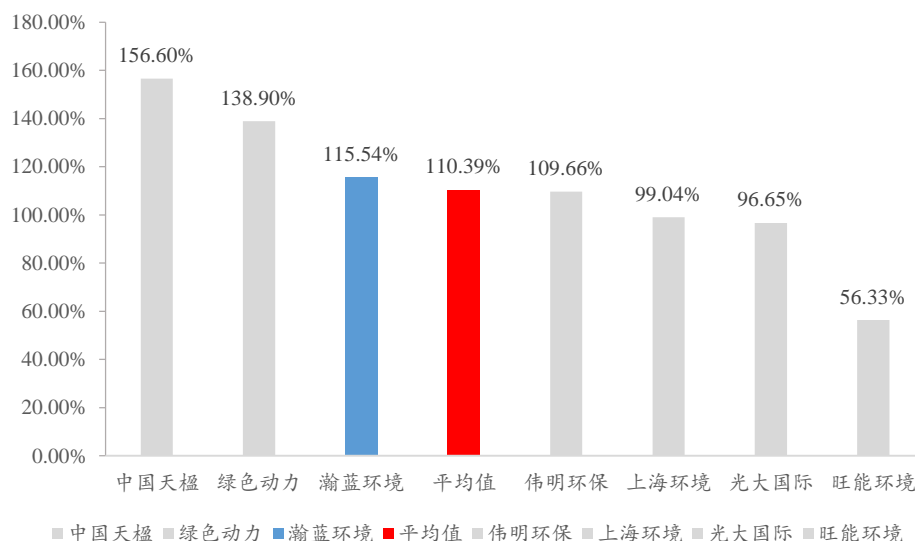
图 23：截至 20 年 2 月项目统计数据，公司单吨处理费略低于行业平均水平（元/吨）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司垃圾焚烧项目待投/已投比例为 115.54%，高于可比公司平均水平 5.15pct，具有良好的增长潜力。我们对 6 家 A 股典型垃圾焚烧上市公司以及港股上市的光大国际进行了梳理，截至 2019 年上半年，公司已投运垃圾焚烧规模 14800 万吨/日，待投垃圾焚烧项目规模（在建+筹建）17100 万吨/日，待投/已投比例为 115.54%，高于 7 家可比公司平均水平 5.15pct，具有良好的增长潜力。

图 24：公司垃圾焚烧项目待投/已投比例为 115.54%，高于可比公司平均水平 5.15pct



数据来源：公司公告，招标网，东吴证券研究所

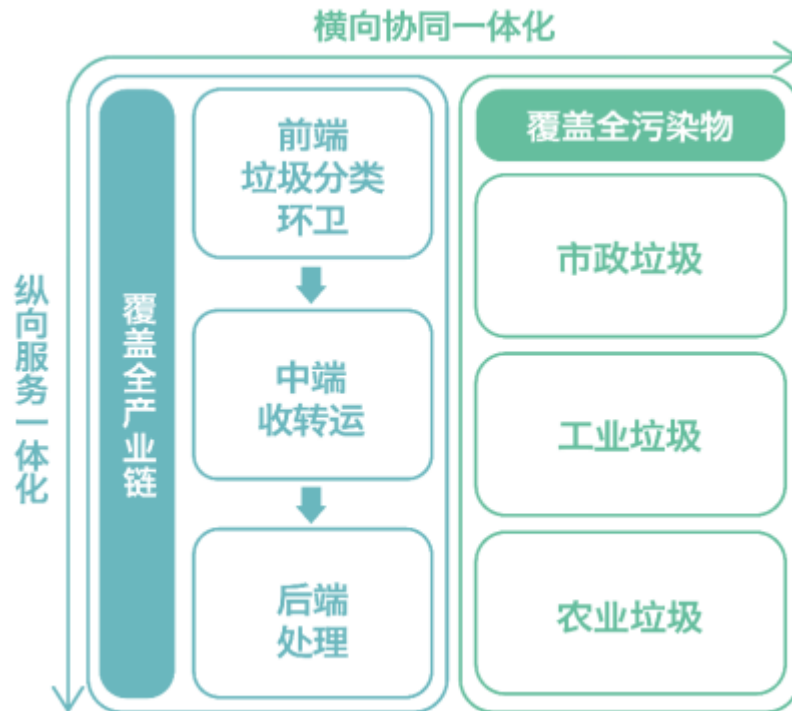
3. 固废产业园先发优势，降本增效实现异地复制

3.1. 固废综合园区具备社会综合成本最小化的优势，契合无废城市发展理念

宏观政策鼓励大固废全产业链式的综合产业园模式。《关于推进资源循环利用基地建设的指导意见》和《关于进一步加强城市生活垃圾处理工作的意见》等的出台，国家住建部发文鼓励采用大固废全产业链式的综合产业园模式，并在项目规划、选址、邻避等方面出台或细化了相关管理政策，固废园区化处理或将成为国家和地方的主推模式，同时也将引领和规范垃圾焚烧项目中标价格的理性回归。

拥有大固废全产业链布局，打造纵横一体化优势。公司是固废处理领域少有的拥有全产业链的固废处理企业，立足大固废战略精心布局。当前固废业务已覆盖全国 13 个省 31 个城市，并不断延伸丰富固废产业链，打造纵横一体化优势，已形成生活垃圾清扫、收转运和处理、污泥处理、餐厨垃圾处理、工业危险废物处理、农业有机废物处理等完善的大固废业务发展格局。1) 纵向前中后端一体化优势：拥有环卫清扫、垃圾分类、垃圾收转运、焚烧发电、卫生填埋、渗滤液处理、飞灰处理等完整的生活垃圾处理产业链；2) 横向多种类垃圾处理一体化优势：拥有生活垃圾、餐厨垃圾处理、污泥处理、工业危废处理、农业垃圾处理等协同资源化的成功经验。

图 25：公司打造纵横一体化的大固废全产业链



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

固废综合园区具备社会综合成本最小化的优势，契合无废城市发展理念。国务院办公厅在《“无废城市”建设试点工作方案》中指出：到 2020 年，系统构建“无废城市”建设指标体系，探索建立“无废城市”建设综合管理制度和技术体系，试点城市在固体废物重点领域和关键环节取得明显进展，形成一批可复制、可推广的“无废城市”建设示范模式。而固废综合园区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，具有社会综合成本最小化的显著优势，契合无废城市发展理念。

表 7：各地“无废城市”政策梳理

发布时间	政策名称	发布机构	核心观点
2019/1/21	《“无废城市”建设试点工作方案》	国务院办公厅	1. 在全国范围内选择 10 个左右有条件、有基础、规模适当的城市，在全市域范围内开展“无废城市”建设试点。 2. 到 2020 年，系统构建“无废城市”建设指标体系，探索建立“无废城市”建设综合管理制度和技术体系，试点城市在固体废物重点领域和关键环节取得明显进展，形成一批可复制、可推广的“无废城市”建设示范模式。

2019/4/30	关于发布“无废城市”建设试点名单的公告	生态环境部	<p>确定“11+5”的政策试点</p> <p>1. 筛选确定了11个城市作为“无废城市”建设试点，分别为广东省深圳市、内蒙古自治区包头市、安徽省铜陵市、山东省威海市、重庆市（主城区）、浙江省绍兴市、海南省三亚市、河南省许昌市、江苏省徐州市、辽宁省盘锦市、青海省西宁市。</p> <p>2. 将河北雄安新区（新区代表）、北京经济技术开发区（开发区代表）、中新天津生态城（国际合作代表）、福建省光泽县（县级代表）、江西省瑞金市（县级市代表）作为特例，参照“无废城市”建设试点一并推动。</p> <p>3. 试点时限为两年，即2019年1月至2020年12月。</p>
2019/5/8	《“无废城市”建设试点实施方案编制指南》和《“无废城市”建设指标体系（试行）》	生态环境部	<p>1. 要求“11+5”个试点抓紧编制“无废城市”建设试点实施方案。</p> <p>2. 围绕《“无废城市”建设试点工作方案》总体要求和具体任务，提出了5个一级指标、18个二级指标和59个三级指标。</p>
2019/5/13	在深圳市召开全国“无废城市”建设试点启动会	《中国青年报》	深圳市将固废管理作为生态文明建设的重要一环，坚持最高标准、最严要求、最低排放、最广参与，对标国际一流建设固废处置的设施，烟气排放标准严于欧盟标准、氮氧化物排放标准全球最严。
2019/9/4	《北京经济技术开发区“无废城市”建设试点实施方案》	北京市委经济技术开发区工作委员会、北京经济技术开发区管理委员会	<p>1. 到2020年，建立起“无废城市”建设综合管理制度和技术体系，出台一批具有指导意义的导则、规范和综合管理制度，形成一批具有产业特色可复制、可推广的“无废城市”建设试点的开发区示范模式。</p> <p>2. 到2025年，北京开发区“无废城市”建设模式在“亦庄新城”范围内全面铺开，落地一批先进的固体废物处理工程设施，基本实现依靠区内基础设施处理处置固体废物问题，初步实现园区趋零排放。</p>
2019/10/31	《许昌市“无废城市”建设试点实施方案》	许昌生态环境厅	<p>围绕四大亮点，开展八大任务，全面启动“无废城市”建设。</p> <p>1. 四大亮点包括打造“无废产城”制度链、“无废乡村”生态链、“无废经济”发展链、“无废文化”传承链</p> <p>2. 八大任务为重点开展构建绿色循环生产方式、建立健全“无废生活”体系、打造清洁“无废乡村”、强化城市危废安全保障、培育“无废产业”经济活力、实现城市固废智慧管理、彰显“无废文化”魅力、探索创新机制体制等。</p>
2019/11/26	《铜陵市“无废城市”建设试点实施方案》	铜陵市委办、市政府办	<p>1. 到2020年实现资源消耗与产废强度开始下降，收运和处置能力大幅提升，信息化监管平台开始运行，绿色生产和生活方式蔚然成风，以“无废城市”建设为引领的现代化环境治理体系初步建成，“无废城市”建设理念和实践初见成效；</p> <p>2. 到2025年实现固体废物源头大幅减量，有价资源充分利用，有害废物安全处置，固体废物环境风险全面管控，“无废文化”理念深入人心，“无废城市”建设目标基本实现。</p>
2019/9/25	《绍兴市“无废城市”建设试点实施方案》	绍兴生态环境局	到2020年，形成各类固体废物减量化、资源化、无害化综合管理的“无废绍兴”新模式。

	市”建设试点工作实施方案》		
2019/10/23	《浙江省全域“无废城市”建设方案》	浙江生态环境厅	<p>浙江是全国首个全省开展“无废城市”建设的省份。</p> <p>1. 明确围绕8“无”目标建设“无废城市”——产废无增长、资源无浪费、设施无缺口、监管无盲区、保障无缺位、固废无倾倒、废水无直排、废气无臭味</p> <p>2. 目标是：到2023年底，全省所有设区市及50%的县(市、区)完成“无废城市”建设。</p> <p>3. 重点任务聚焦工业固体废物、生活垃圾、建筑垃圾、农业废弃物、医疗废物五大领域，提出了三步走战略——明确工作举措(2020年6月底前)→组织开展建设→开展评估总结(2021年起)</p>
2019/11/11	《吉林省“无废城市”建设方案》	吉林省生态环境厅	<p>全省各地全面开展“无废城市”建设。</p> <p>到2021年6月底前，围绕国家“无废城市”建设指标体系(试行)，探索建立“无废城市”建设综合管理制度和技术体系。</p>

数据来源：国务院办公厅，生态环境部，各地生态环境厅，东吴证券研究所

3.2. 南海环保产业园打造大固废全产业链综合园区行业标杆

南海固废处理环保产业园为国内首个大固废全产业链综合园区。南海固废处理环保产业园现有生活垃圾焚烧一厂（1500吨/日）、生活垃圾焚烧二厂（1500吨/日）、生活垃圾焚烧三厂项目（1500吨/日）、生活垃圾转运控制中心（5000吨/日）、污泥干化处理厂（450吨/日）、飞灰处理车间（200吨/日）、垃圾渗滤液处理车间（1000吨/日）、餐厨垃圾处理厂（300吨/日），以及待正式投运的佛山绿色工业服务中心危废项目（9.3万吨/年）。

表 8：南海固废处理环保产业园涵盖大固废全产业链

项目	规模	状态	类型
生活垃圾焚烧一厂	1500 吨/日	已投运	垃圾焚烧
生活垃圾焚烧二厂	1500 吨/日	已投运	垃圾焚烧
生活垃圾转运控制中心	5000 吨/日	已投运	垃圾转运
污泥干化处理厂	450 吨/日	已投运	污泥
飞灰处理车间	200 吨/日	已投运	危废
垃圾渗滤液处理车间	1000 吨/日	已投运	渗滤液
餐厨垃圾处理厂	300 吨/日	已投运	餐厨垃圾
佛山绿色工业服务中心	9.3 万吨/年	待投运	危废
生活垃圾焚烧三厂	1500 吨/日	已投运	垃圾焚烧

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

固废处理环保综合产业园可产生共享能源、共享环保设施、协同处理处置 3 大益处，实现降本增效！

共享能源：1) 以垃圾焚烧为能源核心。园区共用垃圾焚烧发电厂产生的电力。2) 提供焚烧厂的余热蒸汽作为污泥厂干化污泥、餐厨厂浆料加热的热源。3) 地沟油提炼的生物柴油作为垃圾转运车的燃料。

共享环保设施：园区所有污水和渗滤液汇集到污水处理厂进行处理，处理后中水回用，实现零污水排放。

协同处理处置：1) 污泥干化后送垃圾焚烧炉焚烧。2) 餐厨沼渣送垃圾焚烧炉焚烧。3) 污泥、餐厨、危废处理产生的废气进入垃圾焚烧厂集中处理。

图 26：南海固废处理环保产业园鸟瞰



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

南海产业园具备行业领先的全信息化运营管理系统。南海固废处理环保产业园 1) 首创城乡一体化生活垃圾压缩转运集约化、信息化的控制和管理系统，实现了“统一规划、统一配置、统一调度、统一处理”的管理模式。2) 首创餐厨垃圾智能收运管理系统。以中央控制端作为“收运最强大脑”，对餐厨垃圾从收集端-运输端-接受处理端的收运全过程进行优化和信息化管理。3) 产业园与西门子合作建设国内首个全数字化垃圾焚烧发电厂。4) 与阿里云合作打造环境治理行业首个 AI “数字大脑”，开发的垃圾焚烧发电厂优化算法项目取得显著成效：提升焚烧稳定性 23%，部分主要烟气排放数值降低超过 10%。

图 27：南海产业园与阿里云合作打造环境治理行业首个 AI “数字大脑”



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3.3. “瀚蓝模式”已在顺德、开平等多省市成功移植推广

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）的顺控环投热电项目投资建设了包括日处理规模为 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。

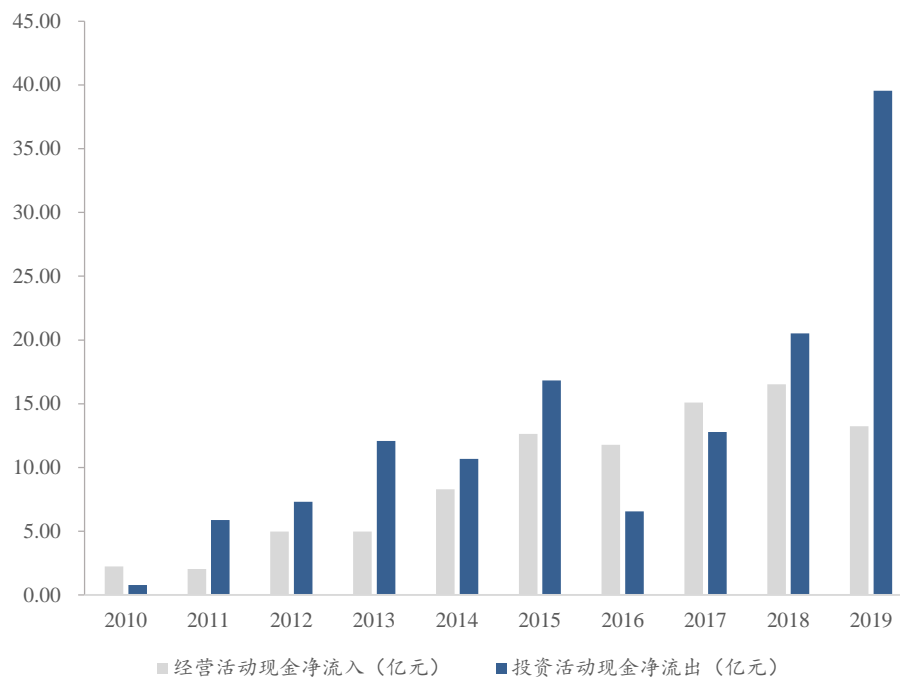
2017 年，公司在广东省开平市固废综合处理中心实现了“瀚蓝模式”的再次复制。体现了公司固废处理环保产业园的优势和市场认可。该项目包括开平市第一座生活垃圾焚烧发电厂、渗滤液处理中心、填埋场和配套工程，以及湿地生态公园的建设、维护与管理。开平市固废综合处理中心的落地，成为公司在粤西南地区的示范项目，对周边地区具有示范效应及品牌辐射作用，进一步提升了公司在广东省乃至全国固废处理产业园建设领域的影响力和竞争力。

4. 燃气污水供水协同发展，为公司未来拓展提供稳定现金流

燃气污水供水协同发展，为公司未来拓展提供稳定现金流。燃气、污水、供水业务为公用事业属性，现金流回款良好，能为公司大固废业务的拓展提供稳定现金流支撑。2019 年公司经营活动现金流净额 13.24 亿元，同比减少 19.82%，投资活动现金流净额

-39.55 亿元，同比减少 92.79%，10-19 年经营活动现金净流入占投资活动现金净流出的平均比例近 70%。经营性活动提供的现金流能够较大比例覆盖投资活动现金支出，提供稳定资金来源。

图 28：10-19 年公司经营/投资活动现金流净额情况

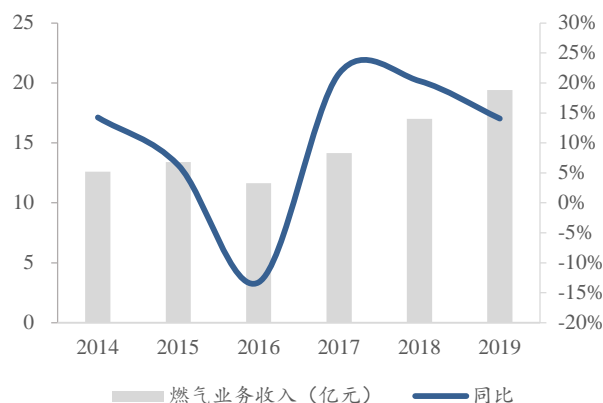


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

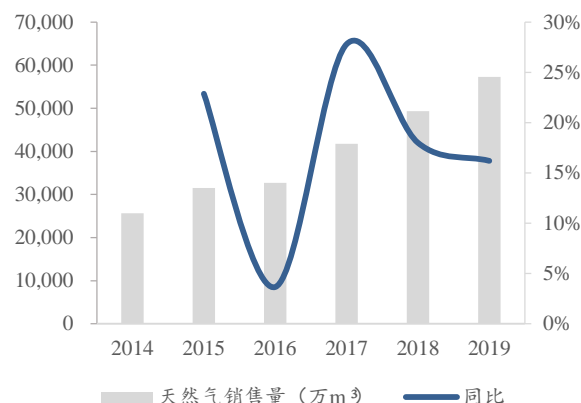
天然气改革红利释放，清洁能源需求提升，公司燃气业务实现较快增长。近年来政府推动能源结构转型，鼓励使用清洁能源，公司积极拓展陶瓷等行业用户，部分企业已改用天然气并取得较好成效，公司燃气业务实现较快增长。2019 年燃气业务实现营收 19.4 亿元，同比增长 14.06%，天然气售气量 57279 万立方米，同比增长 16.20%。未来，随着国家天然气改革深入推进，国家管网公司成立，天然气成本有望进一步降低，叠加环保趋严下的清洁能源需求提升，公司燃气业务有望保持稳健增长。

图 29：16 年以来公司燃气业务收入稳定增长

图 30：16 年以来公司天然气售气量稳定增长



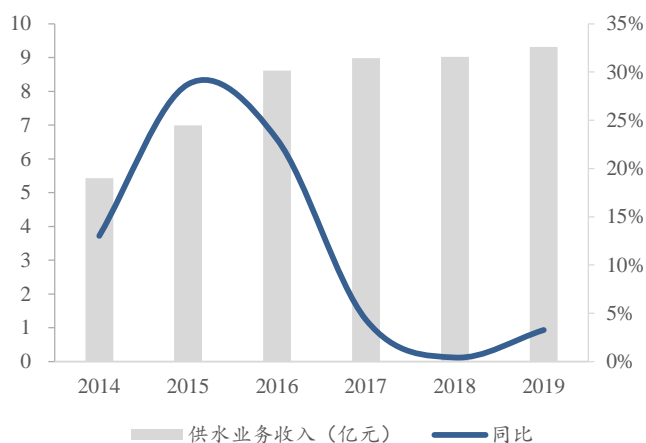
数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

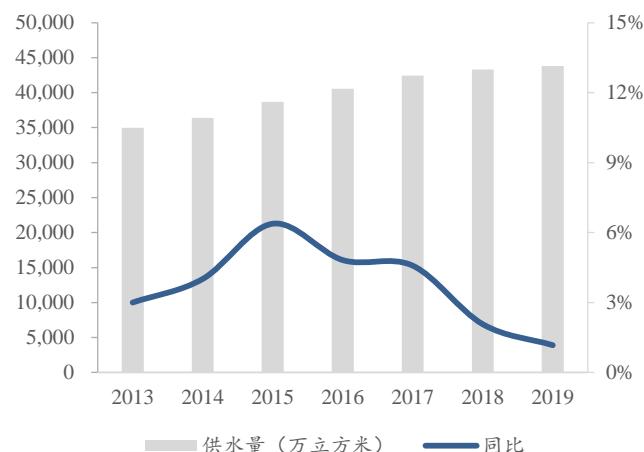
供水业务平稳增长，加强水损治理，增强经营效益。14-16 年，公司供水业务增速较快，主要系新增供水项目并表及水价调整。17 年至今，公司供水业务收入保持平稳。2019 年公司供水业务实现营收 9.31 亿元，同比增长 3.27%，供水量 43,815 万 m³，同比增长 1.17%。公司通过加强水损治理，不断增强经营效益。

图 31：17 年至今公司供水业务收入稳中有升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 32：公司供水量平稳增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

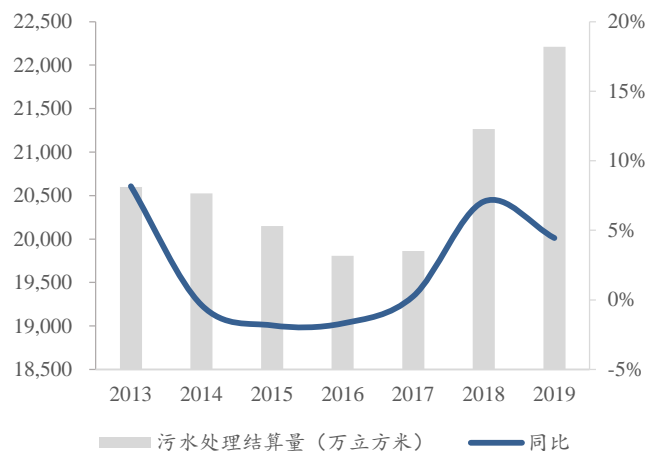
污水板块营收增速稳步提升，提标改造、厂网一体化提升经营业绩。2019 年公司实现污水处理收入 3.59 亿元，同比增长 56.29%，污水处理水量 22,212 万立方米，同比提升 4.45%。营收增速近年来实现稳步提升。公司积极通过旗下污水处理厂的提标改造，完善污水处理厂网一体化发挥协同效应，提升智慧化管理水平和管控效率，提高经营业绩。

图 33：公司污水处理营收增速近年来实现稳步提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 34：公司污水处理量逐步提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 推动薪酬激励方案，增强管理层积极性

推动薪酬激励方案，增强管理层积极性。公司公告拟推行高级管理人员薪酬激励方案，施行长短期激励结合的薪酬制度。其中短期激励=基础年薪+绩效年薪，总经理基础年薪为 50.4 万元，其他高管人员基础年薪=总经理基础年薪×70%，绩效年薪与绩效考核结果挂钩。长期激励为向公司高管授予与公司真实股权对应的虚拟股权单位，包含股价增值权和分红收益。在公司业绩达成的前提下，高管个人绩效考核得分达到相应标准，可授予虚拟股权单位。高管激励方案的实施有利于形成管理团队与公司利益、股东利益绑定一致的长效机制，激励高管团队保持工作激情、拼搏创新，增强积极性。

表 9：公司薪酬激励方案主要内容

短期激励绩效考核方案	
(1) 基础年薪	
总经理基础年薪	50.40 万元
其他高管基础年薪	35.28 万元
发放条件	固定薪酬
(2) 绩效年薪	
绩效年薪基准值	69.6 万元
总经理系数	1
其他高管系数	0.7
绩效年薪浮动幅度	0-1.3
绩效设定: 设定当年绩效年薪的基准值及包含财务指标、非财务指标的绩效考核指标体系，形成年度绩效考核方案	

发放条件	根据公司业绩完成情况及高管个人绩效考核结果浮动发放
长期激励绩效考核方案	
激励形式	虚拟股权：包括股价增值权及分红收益
虚拟股权授予价格	不低于激励方案公告日前60个及前120个交易日公司股价均价的较高者
额度	以公司“十三五”规划期间后三年作为激励计划周期，每年一期，每期额度为公司对应总股本的0.5%
发放条件	在公司业绩达成、高管个人绩效考核达到相应标准，方可授予虚拟股权

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 10：公司长期激励方案主要内容

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

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

通过以上分析，我们认为：

- 1) 固废业务：公司在手项目较多，且将于今明两年集中投产，预计 20-21 年固废业务营业收入为 36.04/37.69 亿元，毛利率保持在 30% 以上水平。
- 2) 燃气业务：天然气改革红利释放，清洁能源需求提升，公司燃气业务有望实现较快增长，预计 20/21 年燃气业务营业收入增速在 15%-25% 之间，毛利率保持在 18% 以上。
- 3) 供水业务：公司积极加强水损治理，增强经营效益，预计未来供水业务以平稳增长为主，估计 20/21 年供水业务营业收入增速在 3-8% 之间，毛利率介于 25%-30% 之间。

- 4) 污水业务：污水板块近年来营收增速稳步提升，预计未来提标改造、厂网一体化仍将给经营业绩提供增量，预计 20/21 年污水业务营业收入增速在 5-10% 之间，毛利率介于 35%-45% 之间。

表 11：公司营业收入预测

单位：亿元	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入	42.02	48.48	61.60	75.41	83.17
同比	13.87%	15.38%	27.04%	22.42%	10.29%
固废营收	14.21	17.65	26.50	36.04	37.69
同比	7.00%	24.21%	50.14%	36.01%	4.57%
燃气营收	14.14	17.01	19.40	22.45	27.28
同比	21.58%	20.30%	14.06%	15.74%	21.50%
供水营收	8.98	9.02	9.31	9.84	10.23
同比	4.30%	0.45%	3.27%	5.69%	3.96%
污水营收	1.88	2.30	3.59	3.78	4.08
同比	17.50%	22.34%	56.29%	5.00%	8.00%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

综上所述，公司为全国领先的综合环境服务商，凭借极强的收购整合能力实现业务区域和经营板块扩张，并已得到验证。大固废全产业链综合园区具备先发优势，已实现异地复制，燃气、供水、污水业务为固废扩张提供稳定现金流支撑。我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 1.34/1.68/2.00 元，对应 PE 为 15/12/10 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 12：截至 2020/04/15 可比公司 PE 估值

	2019E	2020E	2021E
伟明环保	30.89	24.04	19.45
上海环境	16.45	16.00	12.43
绿色动力	29.67	18.86	14.10
中国天楹	16.77	11.39	8.93
旺能环境	14.70	12.58	10.29
平均值	20.81	16.24	12.81
瀚蓝环境	16.40	14.59	11.64

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

7. 风险提示

- 1) 项目进展不及预期：固废业务为公司未来发展的主要着力点，在手项目较多，包含

垃圾焚烧、餐厨垃圾、工业危废、农业垃圾等各个领域，以及燃气、供水、污水处理等其他项目。若项目建设投产进度不及预期，会使公司未来业绩增长受到影响。

- 2) 政策风险：公司垃圾焚烧处理业务收入包含垃圾处理费收入及焚烧发电上网收入，焚烧发电上网收入由脱硫燃煤机组标杆上网电价、省级电网补贴和可再生能源电价附加补贴 3 部分构成，若未来补贴政策发生变动，可能对公司的经营业绩产生影响。同时，环保监管政策不断加码，也对建设运营不断提出新的要求。
- 3) 财务风险：未来公司计划有较多的项目投产，需要大量资金支持，若未来公司的融资进展不及预期或融资成本上升将对公司未来的项目进展和经营业绩产生不利影响。
- 4) 行业竞争加剧：行业竞争不断加剧和新的竞争者不断涌入，环境服务市场竞争更加激烈；综合化、系统化产业园较易被复制和模仿。此外国内经济增速降低、动力换挡、结构调整仍将持续，部分地区财政支付能力与支付效率降低。

瀚蓝环境三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,265	3,388	4,446	5,246	营业收入	6,160	7,541	8,317	9,565
现金	993	460	679	475	减:营业成本	4,435	5,410	5,838	6,714
应收账款	907	1,607	2,261	3,204	营业税金及附加	42	66	70	76
存货	355	297	407	403	营业费用	74	90	83	96
其他流动资产	1,011	1,024	1,098	1,165	管理费用	374	498	541	622
非流动资产	17,805	20,845	21,283	21,848	财务费用	224	248	269	266
长期股权投资	442	515	593	674	资产减值损失	-20	0	0	0
固定资产	4,589	8,460	10,128	11,287	加:投资净收益	56	61	76	92
在建工程	4,239	3,120	1,660	930	其他收益	-1	-0	-0	-0
无形资产	7,589	7,829	8,005	8,087	营业利润	1,066	1,289	1,592	1,884
其他非流动资产	946	921	897	870	加:营业外净收支	50	30	39	34
资产总计	21,071	24,233	25,729	27,094	利润总额	1,116	1,319	1,631	1,919
流动负债	6,696	7,664	8,261	9,097	减:所得税费用	212	251	310	365
短期借款	1,272	1,272	1,272	1,272	少数股东损益	-9	38	31	21
应付账款	2,132	2,120	2,469	2,808	归属母公司净利润	913	1,029	1,289	1,533
其他流动负债	3,292	4,272	4,521	5,016	EBIT	1,417	1,507	1,833	2,108
非流动负债	7,244	8,539	8,274	7,409	EBITDA	2,161	2,381	2,946	3,383
长期借款	5,526	6,821	6,555	5,690					
其他非流动负债	1,718	1,718	1,718	1,718	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	13,940	16,203	16,535	16,505	每股收益(元)	1.19	1.34	1.68	2.00
少数股东权益	573	611	643	663	每股净资产(元)	8.56	9.68	11.16	12.95
					发行在外股份(百万股)	766	766	766	766
归属母公司股东权益	6,558	7,419	8,551	9,926	ROIC(%)	7.3%	6.5%	7.4%	8.2%
负债和股东权益	21,071	24,233	25,729	27,094	ROE(%)	12.7%	13.3%	14.4%	14.7%
					毛利率(%)	28.0%	28.3%	29.8%	29.8%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	14.8%	13.7%	15.5%	16.0%
经营活动现金流	1,324	1,615	2,026	2,532	资产负债率(%)	66.2%	66.9%	64.3%	60.9%
投资活动现金流	-3,955	-3,854	-1,475	-1,748	收入增长率(%)	27.1%	22.4%	10.3%	15.0%
筹资活动现金流	2,393	1,706	-332	-989	净利润增长率(%)	4.2%	12.8%	25.3%	18.9%
现金净增加额	-237	-533	219	-204	P/E	16.89	14.98	11.96	10.06
折旧和摊销	744	875	1,113	1,275	P/B	2.35	2.08	1.80	1.55
资本开支	3,655	2,967	360	483	EV/EBITDA	11.18	11.28	9.09	7.81
营运资本变动	-443	-515	-601	-470					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>