

高管薪酬激励落地增强活力，大固废佼佼者份额扩张可期

买入（维持）

2020年05月17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（%）	27.1%	22.4%	10.3%	15.0%
归母净利润（百万元）	913	1,029	1,289	1,533
同比（%）	4.2%	12.8%	25.3%	18.9%
每股收益（元/股）	1.19	1.34	1.68	2.00
P/E（倍）	17.95	15.92	12.71	10.69

投资要点

■ **事件：**5月15日，公司公告第九届董事会第四十次会议审议通过《职业经理人管理办法（试行）》、《关于现任高级管理人员通过内部转聘方式转换成职业经理人的议案》、《关于明确<高管薪酬激励方案（2019年修订）>执行起始时间的议案》。

■ **高管薪酬激励方案落地，增强管理层积极性。**本次高管激励方案将采取职业经理人制度，对高管体制内身份进行市场化转换，激励方案的落实有利于绑定管理团队核心利益，增强未来业绩增长动力。

（1）激励方式：短期和长期激励结合。**A.短期激励：**基础年薪和绩效年薪，**a.基础年薪：**总经理基础年薪为50.4万元，其他高管人员基础年薪×70%；**b.绩效年薪：**基准值69.6万元（绩效年薪系数：总经理系数为1，其他高管人员系数为0.7），绩效年薪浮动幅度区间为0-1.3。**B.长期激励：**授予虚拟股权单位，含股价增值权和分红收益。授予价格不低于激励方案公告日前60个及前120个交易日公司股票交易收盘价均价之较高者。长期激励每年一期连续三期，每期额度对应公司总股本的0.5%。

（2）考核方式：绩效年薪、虚拟股权单位授予与公司业绩和绩效考核结果挂钩，若公司亏损则绩效年薪为0并按基础年薪30%进行惩罚。

（3）激励对象：总经理、业务副总、职能高管等其他高级管理人员激励额度占比90%，根据专项工作分配激励额度占比10%。

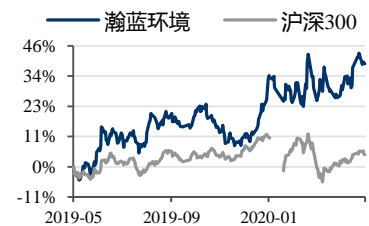
■ **优秀整合能力助力份额扩张，大固废综合产业园降本增效扩张可期。****（1）优秀整合能力。**公司通过产业链扩张从佛山南海区单一供水业务拓展为涵盖大固废治理、燃气、供水、污水治理4大板块协同发展的领先综合环境服务商，并购创冠中国后实现业务版图与经营区域的双扩张，财务数据与经营效率均有明显提升，优秀整合能力得到验证。2025年垃圾焚烧市场容量翻倍（较2017年）释放趋势下，公司有望在具有良好现金流模式的大固废领域实现份额快速扩张。**（2）固废产业园降本增效实现异地复制。**公司已形成纵横一体化的大固废全产业链布局，并打造了国内首个固废全产业链综合园区——南海固废处理环保产业园，具备社会综合成本最小化的优势，契合“无废城市”等宏观政策发展理念，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，现已积累成功经验，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。**三大业务具备公用事业属性，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幅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16/13/11倍，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)	21.38
一年最低/最高价	14.52/22.38
市净率(倍)	2.45
流通A股市值(百万元)	16382.72

基础数据

每股净资产(元)	8.74
资产负债率(%)	67.55
总股本(百万股)	766.26
流通A股(百万股)	766.26

相关研究

1、《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》2020-04-19

瀚蓝环境三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		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	重要财务与估值指标				
其他非流动负债	1,718	1,718	1,718	1,718	每股收益(元)	1.19	1.34	1.68	2.00
负债合计	13,940	16,203	16,535	16,505	每股净资产(元)	8.56	9.68	11.16	12.95
少数股东权益	573	611	643	663	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%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	28.0%	28.3%	29.8%	29.8%
	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	17.95	15.92	12.71	10.69
折旧和摊销	744	875	1,113	1,275	P/B	2.50	2.21	1.92	1.65
资本开支	3,655	2,967	360	483	EV/EBITDA	11.63	11.69	9.41	8.10
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>