

瀚蓝环境 (600323.SH)

布局大固废，厚积而薄发

立足“大固废”，多元化业务协同发展。瀚蓝环境为佛山市国资控股企业，以供水起家，通过并购将业务拓展至固废、燃气等领域，从地方性公用事业平台跃升至全国性的固废企业。公司以“大固废”为核心业务，辅以燃气、水务，多元化业务协同发展。

固废产业链景气高、空间大，未来可期。1) 垃圾焚烧景气高：已发布规划的 17 个省份 2018-2030 年预计投产焚烧产能 63 万吨/日，按吨投资 51 万元估算，对应投资 3213 亿元，未来十年行业仍有较大增长空间。此外，我们认为 2020 年发布的补贴政策短期内对行业影响较小，长期有助于完善商业模式，龙头强者恒强；2) 其他固废板块带来新增长点：在垃圾分类持续强力推进和环卫市场化率快速提升的大背景下，环卫、餐厨成为新增长点，固废产业链整体景气度提升。

固废在手项目充足，期待协同效应。1) 截至 2020H 末公司生活垃圾焚烧已投产规模为 15900 吨/日，在建产能高达 13200 吨/日，2020-2022 年为垃圾焚烧项目密集投产期，产能翻番保障未来业绩；2) 在固废高景气背景下，公司望借助垃圾焚烧的项目资源，在已布点城市不断延伸产业链至环卫、餐厨等项目，订单值得期待，且公司垃圾转运在建产能 1650 吨/日、餐厨处理在建产能 350 吨/日，在手项目提供业绩增量。

燃气、水务稳健增长，提供现金流。公司燃气水务业务集中在南海区，其中 1、燃气业务受益于工业客户煤改气，2016-2019 年售气量 CAGR 超过 15%，未来随着陶瓷等行业煤改气的深入，售气量预计仍有 30% 左右增长空间；2、污水业务受益于量价提升，过去三年 CAGR 超过 25%，未来仍将稳步增长。此外，供水业务稳中略升，提供稳定现金流。

完成管理机制改革，充分调动管理层积极性。公司管理水平优异，历史业绩优秀，2011-2019 年扣非归母净利润复合增速高达 24.8%，ROE 优于行业平均水平（2019 年公司加权 ROE 为 14.6%）。此外，为推动公司市场化改革，2019 年 4 月瀚蓝发布高管薪酬激励方案。采取长短期激励相结合的方式，短期激励与个人绩效考核结果挂钩，长期激励为虚拟股权，充分调动管理层积极性，未来业绩值得期待。

投资建议：公司在手垃圾焚烧项目充足，保障未来业绩增长，且依靠在手项目资源，布局区域的环卫、餐厨等固废项目值得期待。此外，公司燃气、水务板块稳步增长，提供优良现金流。预计公司 2020-2022 年归母净利润 10.3/13.0/15.6 亿元，对应 PE 分别为 19.6/15.5/12.9X，公司管理优异、估值优势明显，维持“买入”评级。

风险提示：固废项目投产进度不及预期、行业竞争加剧、政策变动风险等。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	4,202	6,160	7,423	8,876	9,832
增长率 yoy (%)	15.4	27.1	20.5	19.6	10.8
归母净利润 (百万元)	876	913	1,033	1,300	1,563
增长率 yoy (%)	34.2	4.2	13.2	25.8	20.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.14	1.19	1.35	1.69	2.04
净资产收益率 (%)	13.7	12.7	12.9	14.2	14.8
P/E (倍)	23.1	22.1	19.6	15.5	12.9
P/B (倍)	3.5	3.1	2.7	2.4	2.0

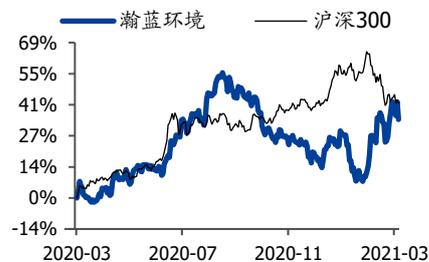
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	环保工程及服务
前次评级	
最新收盘价	26.35
总市值(百万元)	20,202.54
总股本(百万股)	766.70
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	6.68

股价走势



作者

分析师 杨心成

执业证书编号: S0680518020001

邮箱: yangxincheng@gszq.com

研究助理 余楷丽

邮箱: yukai@gszq.com

相关研究

- 1、《瀚蓝环境(600323)G-ESG 评级报告》2021-01-06
- 2、《瀚蓝环境 (600323.SH): 业绩增长态势恢复, 期待项目投产》2020-10-27
- 3、《瀚蓝环境 (600323.SH): 疫情影响好转, 固废迎密集投产期》2020-08-14



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,384	3,265	3,232	3,364	3,510
现金	1,224	993	980	877	908
应收票据及应收账款	415	907	949	844	1,122
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	276	418	419	582	526
存货	180	355	292	468	360
其他流动资产	289	592	592	592	592
非流动资产	14,109	17,805	22,152	23,891	24,418
长期投资	390	442	548	671	789
固定资产	3,352	4,589	6,744	7,813	8,362
无形资产	7,066	7,589	8,349	9,050	9,500
其他非流动资产	3,300	5,185	6,510	6,357	5,768
资产总计	16,492	21,071	25,384	27,255	27,928
流动负债	3,790	6,696	7,088	8,034	8,177
短期借款	240	1,272	2,000	2,400	2,300
应付票据及应付账款	1,354	2,132	1,994	1,609	2,320
其他流动负债	2,197	3,292	3,093	4,025	3,556
非流动负债	6,277	7,244	9,893	10,001	9,629
长期借款	4,523	5,526	8,174	8,280	7,790
其他非流动负债	1,755	1,718	1,718	1,722	1,839
负债合计	10,068	13,940	16,980	18,035	17,806
少数股东权益	590	573	575	578	581
股本	766	766	767	767	767
资本公积	1,521	1,479	1,479	1,479	1,479
留存收益	3,504	4,260	5,088	6,105	7,354
归属母公司股东权益	5,834	6,558	7,829	8,642	9,542
负债和股东权益	16,492	21,071	25,384	27,255	27,928

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,652	1,324	1,931	2,448	2,530
净利润	879	904	1,035	1,302	1,566
折旧摊销	623	744	843	1,020	1,145
财务费用	214	224	303	385	389
投资损失	-177	-56	-50	-59	-70
营运资金变动	74	-443	-200	-200	-500
其他经营现金流	39	-49	0	0	0
投资活动现金流	-2,051	-3,955	-5,140	-2,700	-1,603
资本支出	1,900	3,655	4,240	1,613	292
长期投资	-6	-5	-106	-97	-118
其他投资现金流	-157	-305	-1,006	-1,184	-1,429
筹资活动现金流	326	2,393	3,196	149	-896
短期借款	195	1,032	728	400	-100
长期借款	863	1,003	2,649	105	-490
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-217	-42	0	0	0
其他筹资现金流	-515	400	-181	-356	-306
现金净增加额	-73	-237	-13	-103	31

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,848	6,160	7,423	8,876	9,832
营业成本	3,396	4,435	5,364	6,305	6,876
营业税金及附加	38	42	52	62	69
营业费用	69	74	89	107	118
管理费用	274	374	445	533	590
财务费用	214	224	303	385	389
资产减值损失	29	-20	0	0	0
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0
投资净收益	177	56	50	59	70
营业利润	1,103	1,066	1,219	1,543	1,861
营业外收入	15	54	64	64	64
营业外支出	6	4	6	5	5
利润总额	1,113	1,116	1,278	1,602	1,919
所得税	234	212	243	300	353
净利润	879	904	1,035	1,302	1,566
少数股东损益	3	-9	2	3	3
归属母公司净利润	876	913	1,033	1,300	1,563
EBITDA	2,019	2,279	2,423	3,006	3,453
EPS (元)	1.14	1.19	1.35	1.69	2.04

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	15.4	27.1	20.5	19.6	10.8
营业利润(%)	28.0	-3.4	14.4	26.5	20.6
归属于母公司净利润(%)	34.2	4.2	13.2	25.8	20.3
获利能力					
毛利率(%)	30.0	28.0	27.7	29.0	30.1
净利率(%)	18.1	14.8	13.9	14.6	15.9
ROE(%)	13.7	12.7	12.9	14.2	14.8
ROIC(%)	8.4	7.9	6.3	7.3	8.1
偿债能力					
资产负债率(%)	61.0	66.2	66.9	66.2	63.8
净负债比率(%)	68.7	93.7	129.6	122.0	101.0
流动比率	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
速动比率	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.32	0.33	0.32	0.34	0.36
应收账款周转率	12.9	9.3	8.0	9.9	10.0
应付账款周转率	2.9	2.5	2.6	3.5	3.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.14	1.19	1.35	1.69	2.04
每股经营现金流(最新摊薄)	2.23	3.30	2.52	3.19	3.30
每股净资产(最新摊薄)	7.61	8.55	9.68	11.17	13.00
估值比率					
P/E	23.1	22.1	19.6	15.5	12.9
P/B	3.5	3.1	2.7	2.4	2.0
EV/EBITDA	13.3	12.7	13.5	11.1	9.6

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1、综合环境服务商：立足固废，行稳致远	5
1.1 内生外延，布局全国	5
1.2 背靠地方国资委	7
2、固废产业链整体高景气，未来市场空间大	7
2.1 垃圾焚烧贡献业绩弹性	7
2.1.1 焚烧替代填埋确定性强	7
2.1.2 垃圾焚烧行业景气高、格局好	8
2.1.3 新增项目向中西部转移、向县城下沉	10
2.1.4 垃圾焚烧补贴政策落地，龙头优势望强化	12
2.2 其他固废板块带来新增长点	14
2.2.1 环卫、餐厨迎高景气，行业望产生协同效应	14
2.2.2 危险废物处置供不应求	17
3、公司布局“大固废”，横纵向一体化发展	18
3.1 横向、纵向覆盖固废全产业链，在手产能充足	18
3.2 垃圾焚烧迎密集投产期，产能翻番保障未来业绩	19
3.3 固废行业景气高，公司延伸产业链	20
4、水务、燃气贡献稳定业绩及现金流	21
4.1 污水处理迎来量价齐升	21
4.2 供水业务稳中有升，管网漏损持续改善	22
4.3 燃气营收平稳增长，供应量提升较快	23
5、管理优异，瀚蓝模式优势显著	24
5.1 完成管理机制改革，增强管理层积极性	24
5.2 经营稳健，管理优异	24
6、盈利预测	26
7、风险提示	28

图表目录

图表 1: 瀚蓝环境市值及营业收入/归母净利润增长趋势 (亿元/亿元/%)	5
图表 2: 2019 年公司各板块营收构成 (%)	6
图表 3: 2019 年公司各板块毛利占比 (%)	6
图表 4: 公司 2015-2019 年各板块营收构成及变化趋势 (单位: 亿元)	6
图表 5: 公司 2015-2020Q3 资产负债率及净利润现金比率 (%)	6
图表 6: 公司 2015-2020Q3 现金流状况	6
图表 7: 公司股权架构图 (截至 2020 年中报)	7
图表 8: 典型垃圾填埋场与垃圾焚烧厂经济性比较	7
图表 9: 2000-2019 年垃圾焚烧投运产能情况 (万吨/日)	8
图表 10: 各省垃圾焚烧发电中长期发展指导规划	9
图表 11: 截至 2019 年底垃圾焚烧市场占有率情况 (%)	10
图表 12: 2009-2019Q3 焚烧、污水、环卫、危废市场集中度 CR10 (%)	10

图表 13: 截至 2018 年底, 垃圾焚烧装机主要集中在东部地区	10
图表 14: 2019 年 120 个项目各省中标生活垃圾焚烧项目汇总	11
图表 15: 未来垃圾焚烧新增产能主要集中在我国中西部省份 (单位: 吨/日)	11
图表 16: 2019 年新增垃圾焚烧项目向县城下沉 (吨/日)	11
图表 17: 2020 上半年垃圾焚烧新增中标项目分布 (%)	11
图表 18: 典型 1000 吨/日垃圾焚烧项目 IRR 影响核算 (单位: 万元)	13
图表 19: 2015-2019E 环卫服务新签合同金额及同比增速	14
图表 20: 2015-2019 环卫服务年化服务合同金额及同比增速	14
图表 21: 我国传统环卫业务年运营市场空间测算 (道路清扫、垃圾清运、公厕运营).....	15
图表 22: 我国新增环卫业务年运营市场空间测算 (绿化养护、垃圾分类).....	16
图表 23: 我国城市、县城厨余垃圾产量大 (亿吨)	16
图表 24: 我国餐饮业收入稳健增长 (万亿元, %)	16
图表 25: 餐厨处理处置远期投资估算.....	17
图表 26: 危废处置市场空间测算	17
图表 27: 瀚蓝环境固废处理在手总产能 (截至 2020 年 11 月)	18
图表 28: 瀚蓝环境 2010-2022E 投运产能统计及预测 (含顺德项目, 单位: 吨/日)	19
图表 29: 公司在建生活垃圾焚烧项目 13200 吨/日 (截至 2020 年上半年末)	19
图表 30: 公司已投运生活垃圾焚烧项目 19250 吨/日 (含顺德项目, 截至 2020 年底)	20
图表 31: 公司危废处置已投运产能 (截至 2020 年 11 月)	21
图表 32: 2015-2019 年公司污水业务收入增速提升.....	21
图表 33: 2016-2019 年公司污水板块量价齐升	21
图表 34: 公司在手污水处理厂情况	22
图表 35: 2015-2019 年公司供水业务收入稳中有升.....	23
图表 36: 2017-2019 年公司水损率持续下降.....	23
图表 37: 2017-2019 年公司燃气业务收入平稳增长.....	23
图表 38: 2015-2019 年公司燃气销售量平稳增长	23
图表 39: 瀚蓝环境薪酬激励方案分配方式	24
图表 40: 公司 2010-2020Q3 营收及增速.....	25
图表 41: 公司 2011-2020Q3 归母净利润及增速.....	25
图表 42: 同行业可比公司 ROE 及行业平均水平	25
图表 43: 公司 2011-2020Q3 毛利率、净利率 (%)	26
图表 44: 公司 2014-2020Q3 期间费用率构成及变化趋势 (%)	26
图表 45: 公司期间费用率显著低于同行业可比公司平均水平 (%)	26
图表 46: 瀚蓝环境 2020E-2022E 营收拆分预测	27
图表 47: 瀚蓝环境 2020E-2022E 毛利拆分预测	27
图表 48: 可比公司归母净利润增速、PE 估值比较 (选取 2021 年 3 月 23 日收盘价)	27

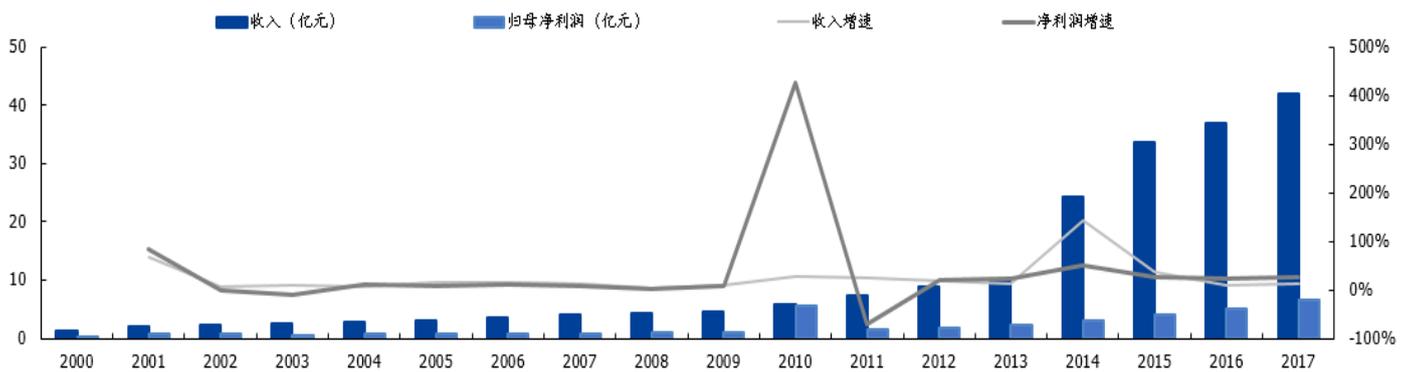
1、综合环境服务商：立足固废，行稳致远

1.1 内生外延，布局全国

瀚蓝环境为全国领先的综合生态环境服务商，内生+外延积极拓展，形成固废为主，燃气、供水、污水协同发展的产业布局。公司成立于1992年，1999年资产重组置入南海自来水公司，初期业务以供水为主；2000年12月底于上交所上市；公司分别于2004年、2005年、2011年跨入污水、垃圾焚烧、燃气领域；2014年全资收购创冠环保垃圾焚烧项目，固废处理规模由3650吨/日增长至15000吨/日，一跃成为全国领先的固废处理商，连续七年蝉联全国固废处理十大影响力企业；公司此后陆续向危险废物、农业垃圾、环卫服务等其他固废领域拓展。

公司内生外延多领域布局，逐步具备横向协同、纵向服务一体化的固废全产业链综合服务能力，形成以“大固废”为核心业务，多种业务协同共进的模式。

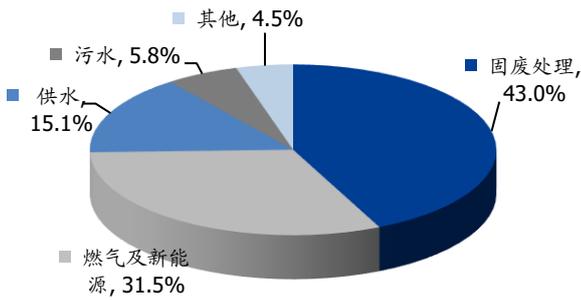
图表1：瀚蓝环境市值及营业收入/归母净利润增长趋势（亿元/亿元/%）



资料来源：wind，公司官网，国盛证券研究所

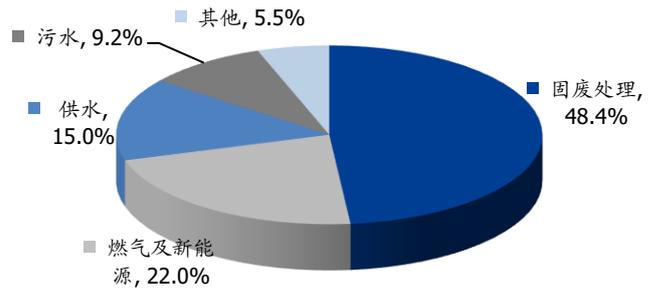
公司垃圾焚烧项目全国布局，污水、供水、天然气业务主要在佛山当地。

图表 2: 2019 年公司各板块营收构成 (%)



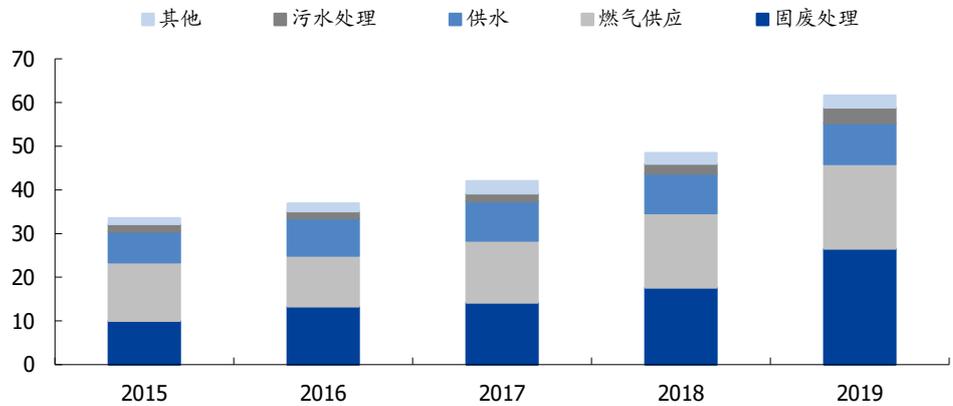
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 2019 年公司各板块毛利占比 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

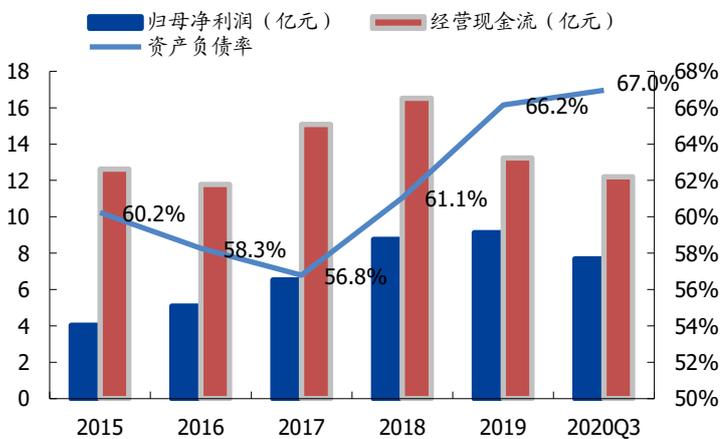
图表 4: 公司 2015-2019 年各板块营收构成及变化趋势 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

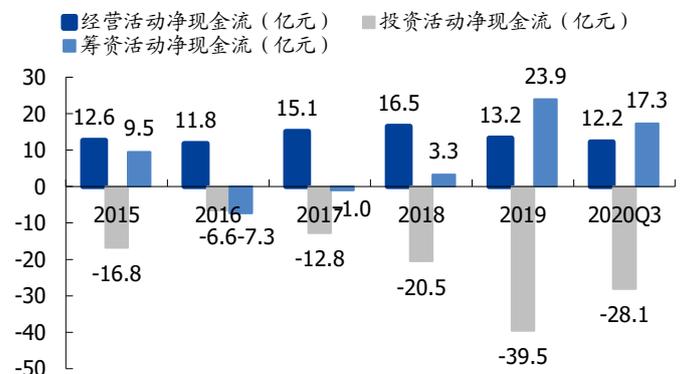
经营活动产生的现金流充沛且稳定。公司 2015-2020Q3 经营活动现金流均高于 10 亿元, 经营现金流/归母净利润在 1.5x-2.5x 范围, 现金流充沛稳定。

图表 5: 公司 2015-2020Q3 资产负债率及净利润现金比率 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 公司 2015-2020Q3 现金流状况

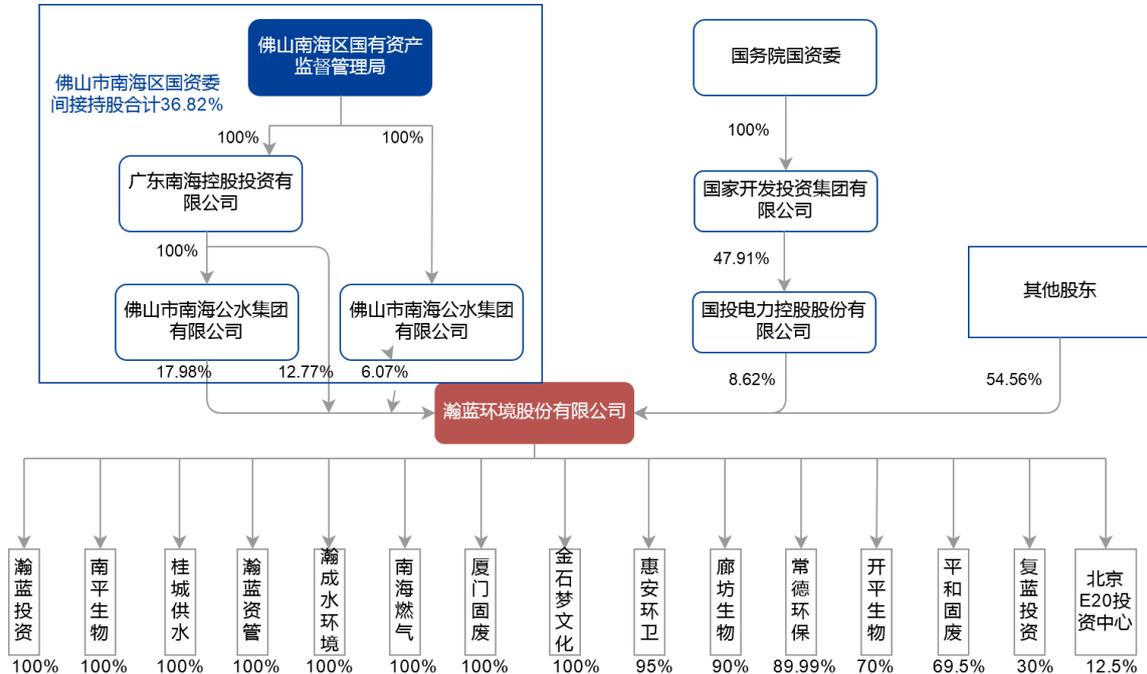


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.2 背靠地方国资委

公司实控人为佛山市南海区国资委，合计持股**36.8%**。截至2020年中报，佛山市南海供水集团有限公司（公司控股股东）、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直接持股分别为**18.0%**、**12.8%**、**6.1%**，均为佛山市南海区国有资产监督管理局下属全资子公司，佛山市南海区国资委间接持股合计**36.8%**，为公司实际控制人。

图表7：公司股权架构图（截至2020Q3）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所整理

2、固废产业链整体高景气，未来市场空间大

2.1 垃圾焚烧贡献业绩弹性

2.1.1 焚烧替代填埋确定性强

焚烧替代填埋确定性、经济性强。随着我国城镇化进程的快速推进，社会消费升级使垃圾产生量激增；同时，城市房地产开发使土地资源受限，远郊土地填埋又需负担高额运输成本，填埋处理增长乏力，相对于卫生填埋和高温堆肥技术路线，垃圾焚烧具有处理周期短、占地面积小、减量高的优点。**如果将如下填埋场换算成相同产能（1000吨/天），则需要90万平方米土地，而焚烧仅需8玩平方米，并且总投资不超过填埋的两倍，垃圾焚烧经济性远高于填埋。**

图表8：典型垃圾填埋场与垃圾焚烧厂经济性比较

项目	某垃圾填埋场	某垃圾焚烧厂
产能（吨/天）	150	1000
投资（万元）	4319	45000
占地（万平方米）	13.6	8.2
投运年限（年）	15	30

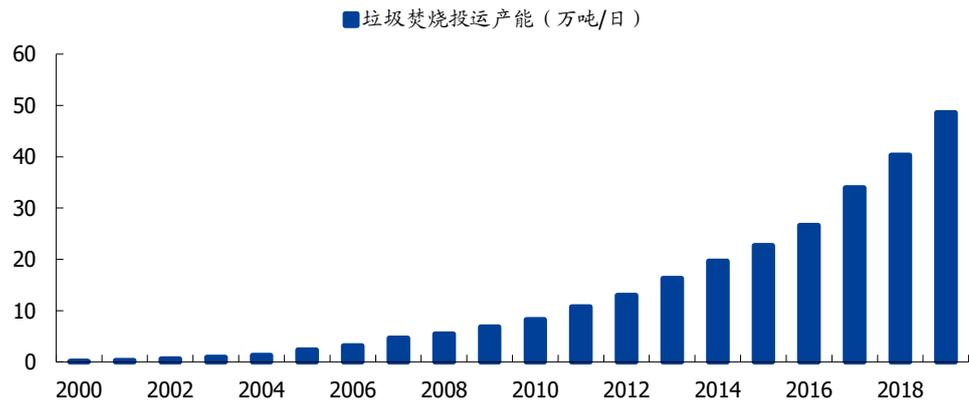
资料来源：国盛证券研究所

2.1.2 垃圾焚烧行业景气高、格局好

一、景气高：“十三五”焚烧投产规模维持高位，未来十年行业仍有较大增长空间。

（一）“十三五”焚烧投产规模维持高位。“十三五”焚烧规划 CAGR20.6%，总投资 2518 亿元。根据《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，到 2020 年，我国垃圾发电处理规模目标接近 60 万吨/日，而 2015 年存量垃圾焚烧产能为 23.5 万吨/日，规划产能提升 150%。

图表 9: 2000-2019 年垃圾焚烧投运产能情况 (万吨/日)



资料来源：城乡建设统计年鉴、各省垃圾焚烧项目，国盛证券研究所

（二）行业仍有较大空间。从各省出台垃圾焚烧中长期规划来看，未来十年行业仍有较大增长空间。已发布规划的 17 个省份 2018-2030 年预计投产焚烧产能 63.0 万吨/日，按吨投资 51 万元估算，对应投资 3213 亿元，未来行业景气度将持续。

图表 10: 各省垃圾焚烧发电中长期发展指导规划

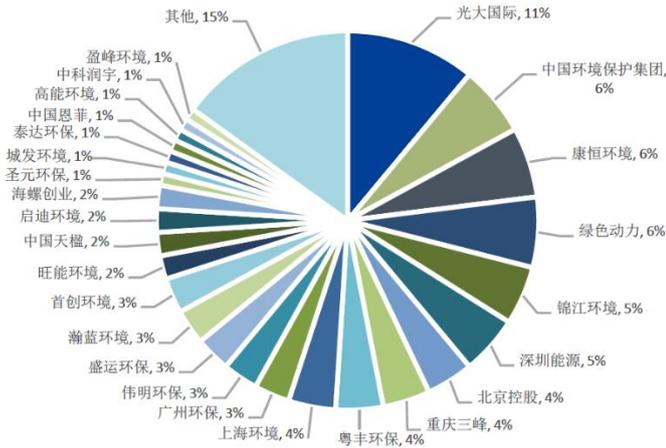
省市	规划名称	新增焚烧规模(万吨/日)	新增焚烧厂数(座)	投资金额(亿元)	吨投资额(万元/吨/日)
江苏	《江苏省生活垃圾焚烧发电中长期发展指导规划(2019-2030)》	8.5	66	385	45.3
四川	《四川省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划(2018-2030年)》	5.3	62	238	44.9
海南	《海南省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划(2018-2030年)》	1.3	24	76	58.5
云南	《云南省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划(2019-2030年)》	2.5	49	125	50.0
安徽	《安徽省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划(2019-2030年)》	4.1	65	231	56.3
福建	《福建省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划(2019-2030年)》	1.2	17	60	50.0
青海	《青海省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划(2019-2025年)》	0.5	6	28	56.0
浙江	《浙江省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划(2019-2030年)》	2.9	37	166	57.2
陕西	《陕西省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划(2020-2030年)》	3.5	41	187	53.4
山西	《山西省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划(2018-2030年)》	2.6	33	130	50.0
黑龙江	《黑龙江省城乡固体废物分类治理布局规划(2019-2035年)》	2.7	45		
新疆	《新疆维吾尔自治区生活垃圾焚烧发电中长期发展规划环境影响评价公众参与第二次公示》	0.7	17		
河北	《河北省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划(2018-2030年)》环境影响评价第二次公示	7.1	78		
河南	《河南省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划(2019-2030年)》	7.5	75		
湖南	《湖南省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划(2019-2030年)》	3.5	32		
湖北	《湖北省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划(2020--2030年)》	4.7	55	284	60.2
广西	《广西生活垃圾发电中长期规划(2020-2030年)》	4.4		257	58.5
合计		63.0	665.0		

资料来源: 各省生态环保厅等官网, 国盛证券研究所

二、行业格局好: 前几年垃圾处理费价格战、环保督查、去杠杆等合力下, 行业优胜劣汰, 竞争格局改善:

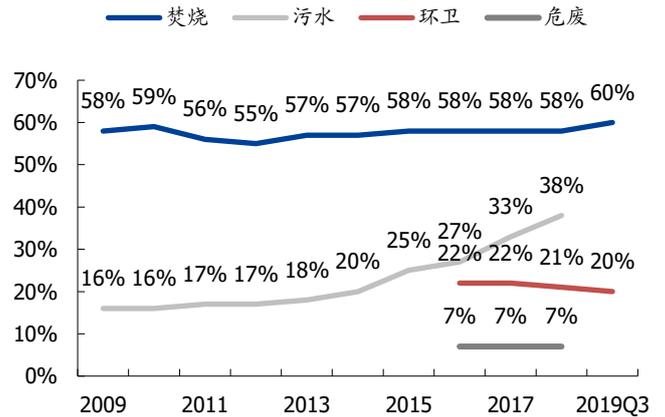
- 1、垃圾处理费回升。** 2016 年垃圾处理费中标价曾下降到 54 元/吨, 主要由于新进企业增多, 恶性竞争导致低价中标。2017 年环保督察开始, 焚烧监管趋严, 企业成本增加, 而 **2018-2019 年处理费回升至为 66.7、72.1 元/吨, 2020H 行业平均处理费继续上升至 77 元/吨(同增 5.5 元/吨)**, 低价竞争企业被淘汰。
- 2、新签订单龙头企业占比高。** 2019 年全国垃圾焚烧新签订单 CR4 为 48% (光大国际 2.77 万吨/日, 康恒环境 1.53 万吨/日, 城发环境 1.06 万吨/日, 伟明环保 1.01 万吨/日), CR8 为 70%, 而 2018 年存量垃圾焚烧项目 CR14 为 55%, 行业新增订单及改扩建项目主要由龙头企业获得, 竞争格局改善。

图表 11: 截至 2019 年底垃圾焚烧市场占有率情况 (%)



资料来源: E20, 国盛证券研究所

图表 12: 2009-2019Q3 焚烧、污水、环卫、危废市场集中度 CR10 (%)



资料来源: E20, 国盛证券研究所

2.1.3 新增项目向中西部转移、向县城下沉

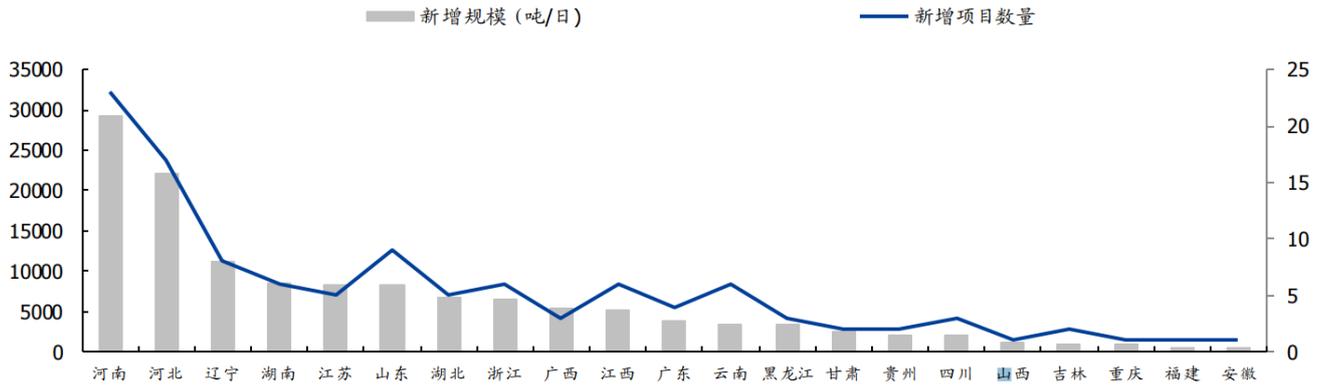
2019 年新增垃圾焚烧项目向中部地区转移。2019 年河南、河北、辽宁省的新增订单规模位居行业前三名, 分别招投标 2.92 万吨/日、2.22 万吨/日、1.12 万吨/日, 华中及华北成为新兴增长点。

图表 13: 截至 2018 年底, 垃圾焚烧装机主要集中在东部地区



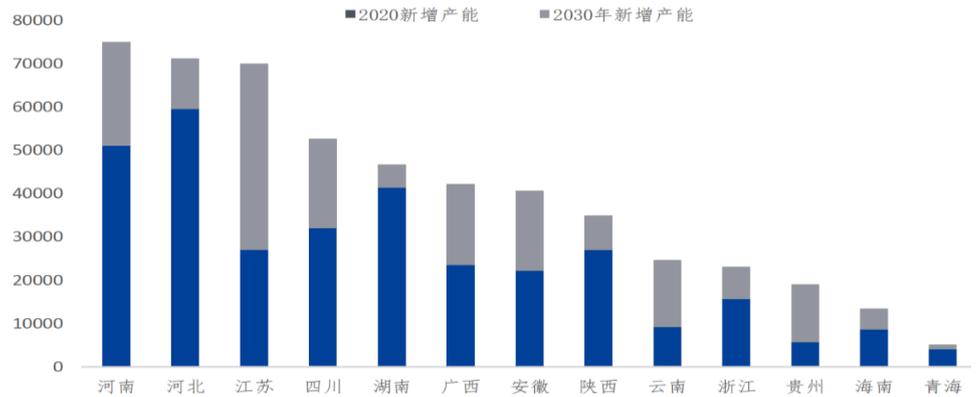
资料来源: 生物质能产业促进会, 国盛证券研究所

图表 14: 2019 年 120 个项目各省中标生活垃圾焚烧项目汇总



资料来源: 环卫科技网, 国盛证券研究所

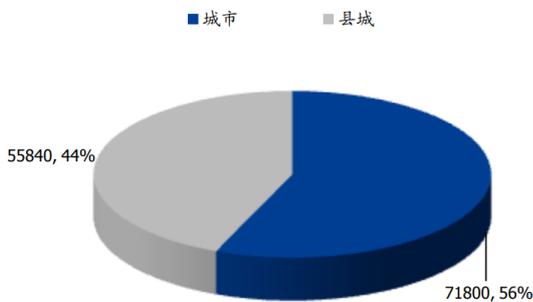
图表 15: 未来垃圾焚烧新增产能主要集中在我国中西部省份 (单位: 吨/日)



资料来源: 生物质能产业促进会, 国盛证券研究所

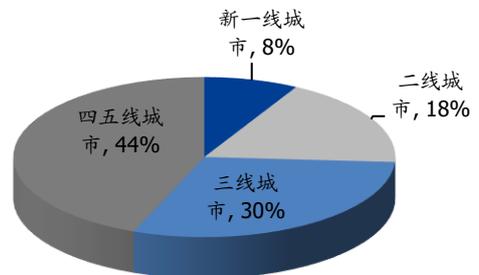
新签焚烧订单由城市向县城下沉。2019 年城市及县城订单规模分别为 7.2 万吨/日、5.6 万吨/日, 2019 年新增规模中县城占比 43.8%, 而 2017 年县城无害化能力占比仅为 23%。我国郊区地区垃圾焚烧处置率较为落后, 2018 年县城垃圾焚烧处理率仅为 15%, 焚烧处置方式正向县城渗透。

图表 16: 2019 年新增垃圾焚烧项目向县城下沉 (吨/日)



资料来源: 环卫科技网, 国盛证券研究所

图表 17: 2020 上半年垃圾焚烧新增中标项目分布 (%)



资料来源: E20, 国盛证券研究所

2.1.4 垃圾焚烧补贴政策落地，龙头优势望强化

1) 补贴新政主要内容

补贴政策落地，行业长期商业模式望理顺，龙头优势强化。2020年9月29日，国家财政部、发改委、能源局联合印发《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》有关事项的补充通知，垃圾焚烧补贴政策落地。

生物质发电新政主要内容：

- ✓ **以收定补：“以收定支，收支平衡”**将是确定年度补贴规模和项目建设规模首要把握的原则。无论如何配置项目资源，“以收定补”这条红线不能跨越。根据补贴额度测算规则对入选项目所需补贴额度进行测算并累加，直至入选项目所需补贴总额达到今年15亿元额度为止。
- ✓ **新老划段：**为避免新政对之后已投运和在建项目的冲击，三部委以**2021年1月1日**为新老政策的分界点，①2021年1月1日后开工的项目将采用**竞争性配置方式**补贴；②2020年1月20日至2021年1月1日期间已投运、在建和已开工的合规项目将**维持原有电价政策**。同时也为已核准但未开工项目留出了一定的决策思考期。
- ✓ **央地共担：**既然生物质能利用属地方事权，为明确其主体责任，“十四五”期间，国家将逐年加大地方政府分担生物质电价补贴比例，直至中央财政完全退出。预计到“十四五”末期，新建生物质发电项目电价补贴将全部由地方承担。考虑到不同地区经济发展水平，差异化地合理确定分担比例，具体分担办法将在**2021年建设方案中明确**。
- ✓ **项目合理利用小时数：**生物质发电项目，包括农林生物质发电、垃圾焚烧发电和沼气发电项目，**全生命周期合理利用小时数为82500小时**。
- ✓ **补贴年限：**与2006年《可再生能源发电价格和费用分摊管理试行办法》规定一致，新政再次明确，自并网之日起满**15**年后，无论项目是否达到全生命周期补贴电量，不再享受中央财政补贴资金，核发绿证准许参与绿证交易。

2) 补贴新政的影响

核心假设：

- (1) **项目生命周期：**第1-2年为建设期；第3-5年处于产能爬坡阶段，且免征所得税；第6-8年所得税减半（为12.5%）；第9-17年所得税“三免三减半”政策过期（恢复25%所得税率），项目仍在国补年限内；第18-30年假设国补完全取消。
- (2) **投资：**按照行业平均单吨投资40-50万元/吨计算，1000吨/日垃圾焚烧项目建设投资4.5亿元，其中设备及安装费用占比45%，建筑工程及其他费用占比55%。假设资金结构中30%为自有资金，70%为成本5.0%的债务融资。特许经营期30年，其中项目建设期2年，运营期28年。
- (3) **营收：**营收由垃圾处理费+焚烧发电两部分构成，①垃圾处理费收入：假设每年检修时间1个月，每年运营330日，年处理垃圾量为33万吨，假设垃圾处理费为80元/吨，增值税17%，增值税退税比例70%。②焚烧发电收入：生活垃圾280度/吨以内的标杆电价为0.65元/度，超过280度/吨的按照当地燃煤电价计算（估算行业平均为0.37元/度），假设该项目吨发电量为365度，厂用电率15%，增值税100%返还。③补贴：估算行业平均当地燃煤电价为0.37元/度，省补为0.1元/度，国补为0.18元/度。
- (4) **成本及费用：**①折旧：按照平均年限法，设备折旧年限假设为15年，土建及其他折旧年限为25年，残值率5%。②日常经营及检修成本：假设吨垃圾运营检修费用69元，年费用2275万元。③财务费用：项目资金70%为银行贷款，长

- 期贷款利率 5.0%，贷款年限 30 年，采用等额本息的方式，测算得每年财务费用 2148 万元。④管理及销售费用：假设管理及销售费率占总收入比例为 8%。
- (5) 税金：①增值税率 17%，垃圾处理费即征即返 70%、焚烧发电即征即返 100%；②企业所得税 25%，垃圾发电企业“三免三减半”。

IRR 经济性核算如下：

项目生命周期最后 13 年（国补取消后）净利润下降 14.3%。实施补贴新政的情况下，取消国补前的典型 1000 吨/日生活垃圾焚烧项目净利润为 2169 万元（项目生命周期第 9-17 年，所得税率 25%），取消国补后的净利润 1859 万元（项目生命周期第 18-30 年，假设完全取消国补，所得税率 25%），相较于取消国补前，净利润下降 14.3%，而未来垃圾处理费单价、行业集中度望提升，综合来看对净利率影响较小。

项目全周期 IRR 仅下降 0.6pct。若不考虑 15 年后取消国补，测算典型 1000 吨/日垃圾焚烧项目全生命周期 IRR 为 8.7%；实施补贴新政的情况下，该项目全生命周期 IRR 为 8.1%，仅下降 0.6pct。

图表 18：典型 1000 吨/日垃圾焚烧项目 IRR 影响核算（单位：万元）

	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	6-8 年	9-17 年	18-30 年后 (取消国补后)
产能利用率			80%	90%	97%	97%	97%	97%
垃圾处理费收入			2112	2376	2560.8	2560.8	2560.8	2560.8
电费收入			5100.3	5737.8	6184.1	6184.1	6184.1	4570.8
总收入			7212.3	8113.8	8744.9	8744.9	8744.9	7131.6
折旧成本			2000	2000	2000	2000	2000	800
运营成本			2275	2275	2275	2275	2275	2275
毛利润			2937.3	3838.8	4469.9	4469.9	4469.9	4056.6
毛利率			40.7%	47.3%	51.1%	51.1%	51.1%	56.9%
财务费用	878.2	878.2	878.2	878.2	878.2	878.2	878.2	878.2
管理、销售费用	577.0	577.0	577.0	649.1	699.6	699.6	699.6	699.6
利润总额			1482.1	2311.5	2892.1	2892.1	2892.1	2478.8
所得税率			0.0%	0.0%	0.0%	12.5%	25.0%	25.0%
净利润			1482.1	2311.5	2892.1	2530.6	2169.1	1859.1
净利率			20.5%	28.5%	33.1%	28.9%	24.8%	26.1%
净现金流	-25225.0	-25225.0	4360.3	5189.7	5770.3	5408.8	5047.3	3537.3
取消国补后净利润变化								-14.3%
新政实施前 IRR								8.67%
新政实施后 IRR								8.08%

资料来源：国盛证券研究所测算

3) 补贴新政对行业短期、长期影响

我们认为政策短期内对行业影响较小，长期有助于完善商业模式：

(一) 短期来看：

- ✓ 短期内对总量影响相对可控。根据城乡建设统计年鉴、各省垃圾焚烧项目统计，2006 年之前投产产能约 3 万吨/日，2010 年底投产产能约 8 万吨/日，而按照“十三五”规划要求，2020 年产能将达近 60 万吨/日，至 2020 年节点补贴到期产能约 5%，未来五年补贴到期产能占比 13%，短期内对总量影响相对可控。

✓ **短期内对项目 IRR 影响有限。**根据 2.1.4 章节“2) 补贴新政的影响”中的测算，以典型的 1000 吨/日、发电机组功率 20MW 的垃圾焚烧项目为例，即使在最坏的情况下，15 年后国补完全取消，且省补、用户端价格没有提升，IRR 仅下降 0.6pct。

(二) 长期来看：

✓ **垃圾焚烧行业集中度望提升。**2020 年以来文件多强调完善垃圾焚烧发电价格形成机制，合理制定垃圾处理收费标准，随着垃圾处理收费制度完善到位，优质项目垃圾处理费预期提高，对运营能力弱、顺价能力不强的小型垃圾焚烧企业有较大冲击，行业分化趋于明显，优质龙头强者恒强。2020 年出台了多项关于垃圾焚烧补贴的政策，存量项目保障收益，改善企业现金流，新增项目以收定支，增强补贴确定性，且“成熟一批、公布一批”的原则下补贴兑付节奏加快。我们认为补贴政策的落地使**补贴确定性、时效性加强**，板块中长期预期向好，垃圾焚烧公司现金流改善可期，行业长期收益率得以保障，因行业龙头更能凭借规模、管理优势获得补贴，垃圾焚烧行业集中度望提升。

✓ **行业收费模式有望迎来变革。**随着垃圾分类等一系列政策实施和强力推进，未来很可能按照“产生者付费”原则，实施居民处理费，健全收费机制，垃圾处理费单价有望提升；此外，中央分担部分逐年调整并有序退出，国补退坡取消部分将主要由地方政府承担顺价。

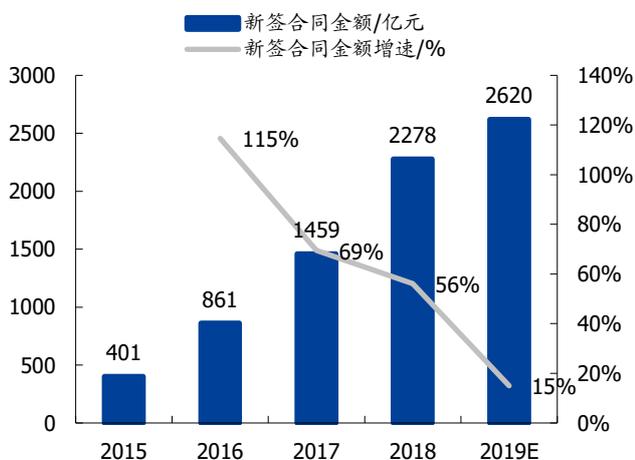
2.2 其他固废板块带来新增长点

2.2.1 环卫、餐厨迎高景气，行业望产生协同效应

固废产业链景气度高，我们认为环卫服务、餐厨处理受益于政策，项目将不断释放；而垃圾焚烧企业借助布点项目的资源，更有机会获得当地的环卫、餐厨项目。

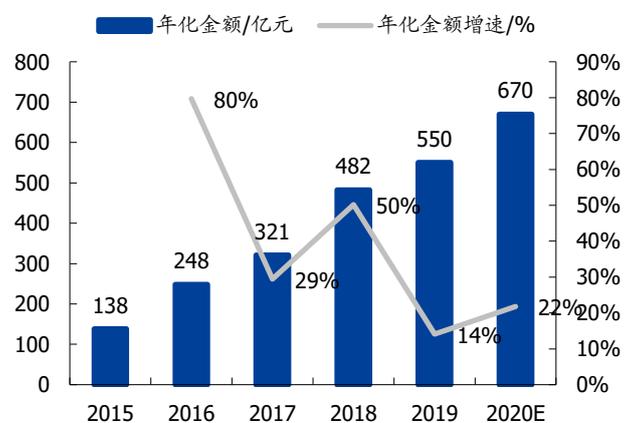
一、**环卫服务市场化推动行业蓬勃扩张。**过去政府管理环卫，既当运动员又当裁判员，多头管理弊端多多，自从环卫市场化改革后，管干分离效率大升，政府投资压力减轻，叠加 PPP 模式兴起，行业爆发式增长，2016-2020 年环卫服务订单年化金额分别为 248/321/482/550/670 亿元，增速分别为 80%/29%/50%/14%/22%。

图表 19: 2015-2019E 环卫服务新签合同金额及同比增速



资料来源：环境司南，国盛证券研究所

图表 20: 2015-2019 环卫服务年化服务合同金额及同比增速



资料来源：环境司南，E20，国盛证券研究所

环卫运营市场持续释放。我们测算 2019 年环卫市场化率仅为 53%，市场化率处于中盘

快速上升期，传统环卫服务需求上升的同时打开新兴增长空间，环卫行业从“清洁者”向“城市管家”升级。我们预计2024年环卫传统空间（道路清扫+垃圾清运+公厕管养）将超过2300亿元，新增空间（绿化养护+垃圾分类）有望达到2138亿元，合计市场空间在4486亿元，整体空间广阔。

图表 21: 我国传统环卫业务年运营市场空间测算（道路清扫、垃圾清运、公厕运营）

		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
道路 清扫	城市清扫面积 (亿平方米)	73.0	79.5	84.2	86.9	92.1	97.7	103.5	109.2	115.2	121.6
	YoY	8.0%	8.8%	5.9%	3.2%	6.0%	6.0%	6.0%	5.5%	5.5%	5.5%
	城市道路清扫单价 (元/m ²)	9.2	9.4	9.7	10	10.3	10.6	10.9	11.3	11.6	11.9
	城市清扫保洁费用 (亿元/年)	668.4	749.3	817.5	869.3	949.1	1036.3	1131.4	1229.4	1336.0	1451.7
	县区清扫面积(亿平 方米)	23.7	25.1	24.8	25.6	26.3	27.1	27.9	28.8	29.6	30.5
	县区道路清扫单价 (元/m ²)	4.6	4.7	4.9	5	5.2	5.3	5.5	5.6	5.8	6.0
	县区清扫保洁费用 (亿元/年)	108.7	118.1	120.2	127.8	135.6	143.8	152.6	161.9	171.7	182.2
	小计(亿元)	777.0	867.4	937.7	997.1	1084.7	1180.1	1284.0	1391.3	1507.7	1633.9
	同比	10.6%	11.6%	8.1%	6.3%	8.8%	8.8%	8.8%	8.4%	8.4%	8.4%
	垃圾 清理 服务	城市垃圾清理(亿吨)	1.9	2.0	2.2	2.3	2.4	2.5	2.7	2.8	2.9
城市单位清理费用 (亿元)		68.6	70.7	72.8	75	77.3	79.6	82.0	84.4	86.9	89.6
县城垃圾清理(万吨)		6655	6666	6747	6660	6693	6727	6760	6794	6828	6862
县城单位清理费用		32.0	33.0	34.0	35	36.1	37.1	38.2	39.4	40.6	41.8
小计(亿元)		152.7	165.9	179.6	194.3	210.0	226.9	244.2	263.0	281.9	302.3
同比		9.3%	8.7%	8.3%	8.2%	8.0%	8.1%	7.6%	7.7%	7.2%	7.2%
公厕 管养	城市公厕数量(万座)	12.6	13.0	13.6	14.7	15.7	16.7	17.7	18.8	19.9	21.1
	城市公厕运营单价 (万元/座)	12.8	13.2	13.6	14	14.4	14.9	15.3	15.8	16.2	16.7
	县城公厕数量(万座)	4.3	4.4	4.6	4.9	5.2	5.5	5.8	6.2	6.6	7.0
	县城公厕运营单价 (万元/座)	6.4	6.6	6.8	7	7.2	7.4	7.6	7.9	8.1	8.4
	小计(亿元)	189.7	200.1	216.1	240.8	264.0	289.4	315.9	344.9	376.6	411.2
	同比	4.5%	5.5%	8.0%	11.4%	9.6%	9.6%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%
传统 环卫 规模	总计(亿元)	1119.5	1233.4	1333.4	1432.2	1558.6	1696.4	1844.1	1999.2	2166.2	2347.4
同比	9.3%	10.2%	8.1%	7.4%	8.8%	8.8%	8.7%	8.4%	8.4%	8.4%	

资料来源：中国城乡统计年鉴、国盛证券研究所测算

图表 22: 我国新增环卫业务运营市场空间测算 (绿化养护、垃圾分类)

项目	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	
绿化养护	城市建成区绿化面积 (亿㎡)	210.5	220.4	231.4	242.0	253.5	265.5	277.5	289.3	300.8	312.1
	YoY	4.4%	4.7%	5.0%	4.6%	4.8%	4.8%	4.5%	4.3%	4.0%	3.8%
	城市绿化养护单价 (元/㎡)	4.6	4.7	4.9	5	5.2	5.3	5.4	5.5	5.5	5.6
	城市建成区绿化养护小计 (亿元)	963.2	1038.8	1123.5	1210.0	1305.5	1394.8	1486.7	1580.9	1660.6	1740.1
	县城建成区绿化面积 (亿㎡)	61.7	63.3	68.7	71.2	74.0	76.2	78.1	79.7	80.9	82.1
	YoY	2.9%	2.6%	8.5%	3.6%	4.0%	3.0%	2.5%	2.0%	1.5%	1.5%
	县城绿化养护单价 (元/㎡)	1.8	1.9	1.9	2.0	2.1	2.1	2.1	2.2	2.2	2.2
	县城建成区绿化养护小计 (亿元)	112.9	119.4	133.4	142.3	152.5	160.2	167.5	172.5	176.9	181.3
绿化养护小计 (亿元)	1076.2	1158.1	1256.9	1352.3	1457.9	1555.0	1654.2	1753.4	1837.5	1921.4	
同比		4%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	
垃圾分类	垃圾分类 (亿户)					0.1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.7
	垃圾分类费用 (元/户)					130	130	130	130	130	130
	垃圾分类小计 (亿元)					10.5	159.3	172.1	186.0	200.9	217.0
	同比							8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
合计	新增环卫运营市场合计 (亿元)	1076.2	1158.1	1256.9	1352.3	1468.4	1714.3	1826.3	1939.4	2038.4	2138.4
	同比		7.3%	7.6%	8.5%	7.6%	8.6%	16.7%	6.5%	6.2%	5.1%

资料来源: 中国城乡统计年鉴、国盛证券研究所

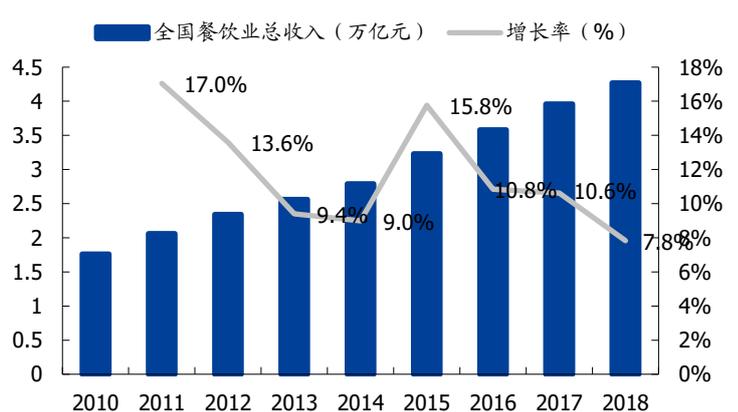
二、垃圾分类利好餐厨板块。餐厨垃圾上游分类不足导致下游利用率低,“十三五”规划提出新增 3.44 万吨/日的餐厨垃圾产能,预计达到 4.71 万吨/日 (到 2020 年底),除产能不足外,过去还受到垃圾分类不足的限制,强制实施垃圾分类后将提升餐厨垃圾产能需求。我们预计餐厨远期市场约 800 亿元,市场竞争格局较为分散。

图表 23: 我国城市、县城厨余垃圾产量大 (亿吨)



资料来源: E20, 国盛证券研究所

图表 24: 我国餐饮业收入稳健增长 (万亿元, %)



资料来源: E20, 国盛证券研究所

图表 25: 餐厨处理处置远期投资估算

项目	参数	备注
项目单价 (万元/吨)	50	估算
每人每天餐厨产量 (kg)	0.15-0.20	估算
城镇人口 (亿人)	8	统计局数据
全国餐厨垃圾产量 (万吨/天)	16	估算
2020 年项目餐厨投资规划 (亿元)	183.5	估算
远期项目投资 (亿元)	800	估算

资料来源: “十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划, 国盛证券研究所测算

三、协同效应望体现。环卫、餐厨业务有望依靠公司垃圾焚烧项目所在区域的政府资源获取订单，协同效应凸显、未来发展可期。

2.2.2 危险废物处置供不应求

危废处理供需不匹配，实际危废处理比例仅 **25%左右**。过去由于监管缺失，危废倾倒、漏报现象较普遍，行业需求得不到释放，我们估算 2017 年全国危废实际产生量接近 1.2 亿吨 (统计量仅一半)，且考虑到供给与需求的区域错配，实际危废处理比例可能仅 25% 左右，产能缺口极大，危废处置能力供不应求。

监管趋严，行业迎高景气。监管力度增强使得监管外的危废得到有效处置，随着监管逐步趋严，行业真实需求逐渐体现。历年危废监管收紧当年，危废产生量激增。**我们认为新一轮环保督察和监管趋严将带动行业规范化发展，使得危废处置需求不断显性化。**

图表 26: 危废处置市场空间测算

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
一般工业固废产生量 (万吨)	322772	329044	327702	325620	327079	309210	331592	341540	351786	362340
增速		1.94%	-0.41%	-0.64%	0.45%	-5.46%	7.24%	3.00%	3.00%	3.00%
危废占工业固废比例	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
实际危废产生量 (万吨)	9683	9871	9831	9769	9812	9276	9948	10246	10554	10870
统计利用处置量 (万吨)	2690	2703	2401	2991	3224	3123				
实际利用处置率 (%)	27.8%	27.4%	24.4%	30.6%	32.9%	33.7%				
预估利用处置率							35%	40%	45%	50%
预估利用处置量							3482	4098	4749	5435
市场处置价格							3250	3445	3652	3871
市场空间							1132	1412	1734	2104

资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所整理

3、公司布局“大固废”，横纵向一体化发展

3.1 横向、纵向覆盖固废全产业链，在手产能充足

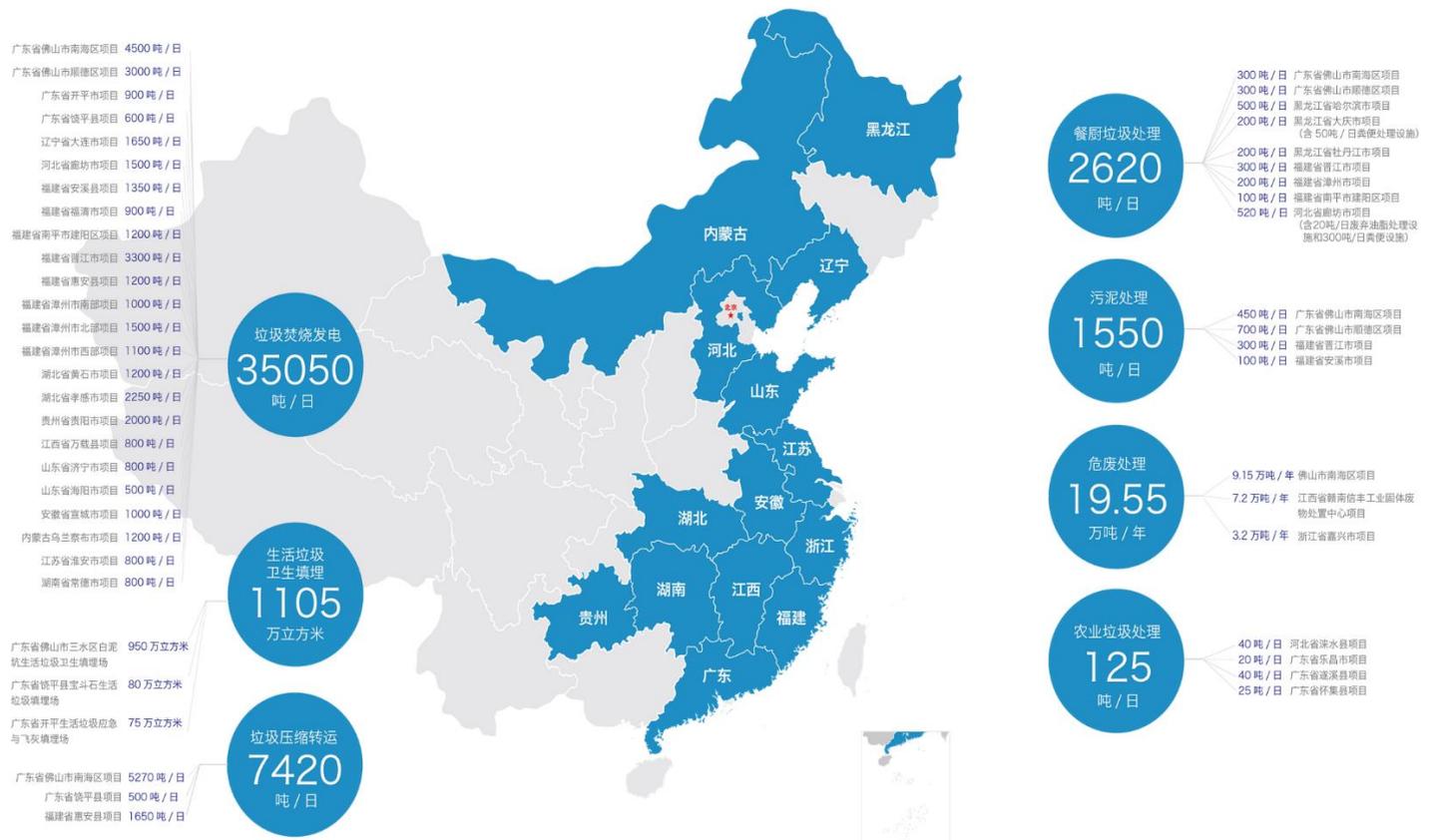
提供多种服务类型。从单体项目到一站式综合园区，均可提供咨询、规划到投资、设计、建设和运营管理服务：

- 1) 纵向一体化：公司在固废处理领域，已形成从垃圾分类、环卫清扫、垃圾收转运、焚烧发电、卫生填埋、渗滤液处理到飞灰处理、从源头到终端治理的纵向产业链优势。
- 2) 横向一体化：公司也形成了覆盖生活垃圾、餐厨垃圾、污泥、工业危废、农业垃圾等污染源治理的横向协同一体化产业链，具备提供固废处理全产业链综合服务能力。

固废处理覆盖区域广阔，项目丰富。截至2020年11月，瀚蓝已为广东、福建、湖北、湖南、河北、辽宁、贵州、江西、黑龙江、山东、安徽、内蒙古、浙江和江苏14个省、自治区共33个城市提供了优质固废处理服务。垃圾焚烧布局广，我们认为公司未来在这些区域的环卫、餐厨业务拓展值得期待。

固废在手产能充足。生活垃圾焚烧发电处理总规模35050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7420吨/日、餐厨垃圾处理2620吨/日、污泥处理1550吨/日、危废处理19.55万吨/年、农业垃圾处理125吨/日，规模和建设运营水平平均位居全国前列，是中国环境企业五十强、中国生活垃圾垃圾焚烧发电企业十强，连续七年被评为中国固废处理行业十大影响力企业。

图表 27：瀚蓝环境固废处理在手总产能（截至2020年11月）

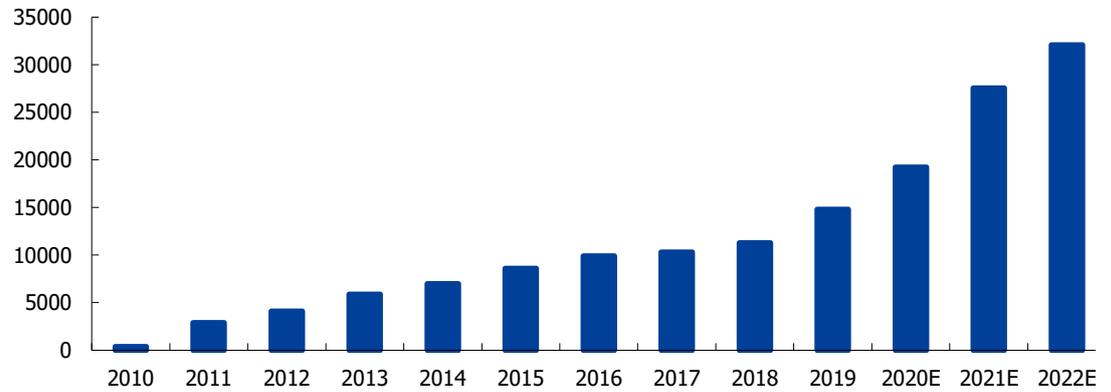


资料来源：公司官网，国盛证券研究所

3.2 垃圾焚烧迎密集投产期，产能翻番保障未来业绩

2020-2022年为密集投产期，产能翻番保障未来业绩。截至2020年6月30日，公司生活垃圾焚烧发电项目已投运产能15900吨/日（不含顺德项目），在建生活垃圾焚烧发电项目13200吨/日。

图表 28: 瀚蓝环境 2010-2022E 投运产能统计及预测 (含顺德项目, 单位: 吨/日)



资料来源: 公司公告、公开资料, 国盛证券研究所整理

图表 29: 公司在建生活垃圾焚烧项目 13200 吨/日 (截至 2020 年上半年末)

序号	项目名称	项目规模 (吨/日)	预期投产时间
1	济宁二期项目	800	2020Q3
2	开平项目(一期)	600	2020Q3
3	安溪改扩建项目	750	2020Q3
4	万载项目	800	2020Q3
5	海阳项目	500	2020Q4
6	晋江提标改建项目	1500	2020Q4
7	乌兰察布项目一期	800	2020Q4
8	淮安项目	800	2020Q4
9	孝感一期项目	1500	2020Q4
10	漳州北部片区垃圾焚烧发电及配套工程 PPP 项目	1500	2021Q1
11	南平改扩建项目	600	2021Q1
12	常德项目一期	500	2022Q1
13	平和项目一期	550	2022Q1
14	贵阳项目	2000	2022Q1

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司大部分在手项目维持原有电价政策。公司大部分在手项目在 2021 年 1 月 1 日前投运、在建或已开工, 按照生物质补贴新政, 将维持原有电价政策, 受新政影响较小。

图表 30: 公司已投运生活垃圾焚烧项目 19250 吨/日 (含顺德项目, 截至 2020 年底)

序号	项目名称	项目规模 (吨/日)	投产时间
1	南海二期	1500	2011 年
2	南海一期	1500	2006 年收购, 2015 年改扩建完成
3	廊坊一期	1000	2016 年
4	安溪一期、二期	600	2014 年
5	福清一期、二期	900	一期 600 吨/日, 2012 年投产; 二期 300 吨/日, 2016 年投产
6	南平项目 (建阳一期)	600	2013 年
7	晋江一期	600	2013 年
8	晋江二期	1200	2013 年
9	惠安一期、二期	1200	一期 800 吨/日, 2012 年投产; 二期 400 吨/日, 2015 年投产
10	黄石一期、二期	1200	一期 800 吨/日, 2014 年投产; 二期 400 吨/日, 2017 年投产
11	大连一期	1000	2018 年
12	顺德项目	3000	2019 年
13	廊坊二期	500	2019 年
14	南海三期	1500	2020 年
15	漳州南项目	1000	2020 年
16	开平一期一阶段 PPP 项目	600	2020 年
17	饶平项目	600	2020 年
18	安溪改扩建	750	2020 年
合计		19250	截至 2020 年底

资料来源: 公司公告、公开资料, 国盛证券研究所整理

3.3 固废行业景气高, 公司延伸产业链

公司外延并购, 布局危废、餐厨、环卫等其他固废板块, 未来公司在危废、垃圾焚烧领域的并购值得期待; 在“大固废”整体高景气的环境下, 未来公司垃圾焚烧项目所在区域的环卫、餐厨等其他固废业务也值得期待。

1) 环卫、餐厨

①**环卫服务:** 公司 2019 年收购深圳国源环境, 开始涉猎环卫服务领域, 并打通固废处理产业链的最后一个环节。截至 2020 年 11 月, 公司拥有 3 个垃圾压缩转运项目共 7420 吨/日, 在建生活垃圾转运项目一个, 1650 吨/日。②**餐厨垃圾处置:** 截至 2020 年 11 月, 公司共拥有 9 个餐厨处理项目, 处置能力 2620 吨/日。截至 2020H, 公司在建餐厨项目 3 个, 在建产能总计 350 吨/日。

我们认为, 在大固废景气的背景下, 公司有望借助垃圾焚烧布局区域的资源, 不断开拓环卫、餐厨项目。

2) 危险废物处置

2015年公司与德国最大环境服务企业之一瑞曼迪斯合作了佛山绿色工业服务中心工程(南海),进入危废领域。截至2020年11月,公司拥有3个危废处理项目,危废处理产能总计19.55万吨/年。

图表 31: 公司危废处置已投运产能 (截至 2020 年 11 月)

序号	地区	项目名称	项目规模 (万吨/年)	涵盖危废品种	处理工艺
1	江西	江西省赣州市信丰固体废物处置中心	7.20	36 大类 172 小类	焚烧、物化综合利用、 填埋
2	广东	佛山绿色工业服务中心工程(南海)项目	9.15	26 大类 253 小类	焚烧、物化处理、重金 属污泥干化
3	浙江	浙江省嘉兴市平湖经济技术开发区危 险废物处置项目	3.20	5 大类 62 小类	物化工艺
已投运产能合计			19.55		

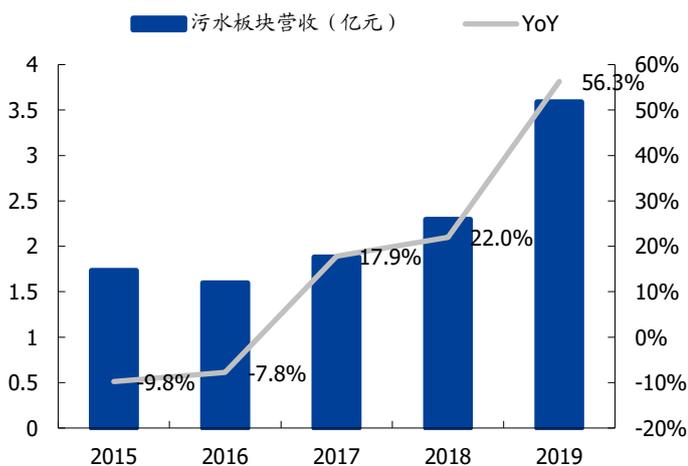
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4、水务、燃气贡献稳定业绩及现金流

4.1 污水处理迎来量价齐升

污水产能提升, 提标改造促单价上升。公司污水业务已覆盖南海全区, 截至2019年底, 公司污水处理能力66.8万立方米/日, YoY为10.8%; 2019全年实际污水处理量1.9亿吨, YoY为9.9%。受益于污水提标改造带来结算价格的提升, 2017-2019年公司污水业务营收YoY分别为17.9%/22.0%/56.3%, 我们认为未来污水业务仍有增长空间。

图表 32: 2015-2019 年公司污水业务收入增速提升



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 33: 2016-2019 年公司污水板块量价齐升



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 34: 公司在手污水处理厂情况

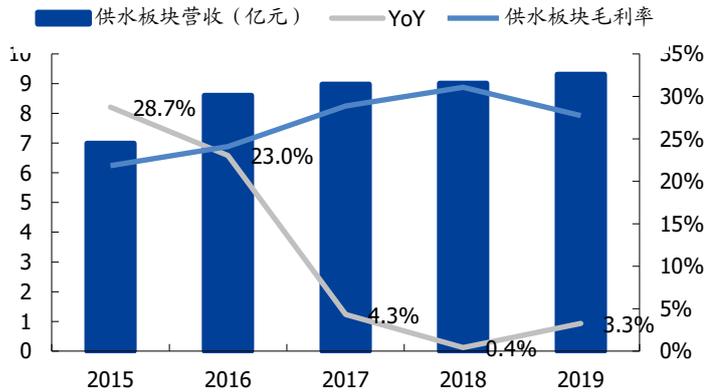
对应子公司	污水项目	运营模式	处理能力(万立方米/日)	投产年份	结算单价(元/吨)
瀚成环境	平洲污水处理厂	TOT		2005	1.67
	平洲污水处理厂二期	BOT	22	2009	1.67
	平洲污水处理厂三期	BOT		2011	1.67
罗村污水	罗村污水处理厂一期	BOT	1	2006	0.95
	罗村污水处理厂扩建	BOT		2010	0.93
	罗村街道务庄污水处理厂	BOT		2010	1.25
净蓝污水	九江明净污水处理厂	BOT	5	2010	1.25
	九江明净污水处理厂二期	BOT		2010	1.26
里水污水	里水镇和桂工业园污水处理厂	TOT	0.5	2005	4.09
	里水镇城区污水处理厂一期	TOT	4	2007	1.54
	里水镇城区污水处理厂二期	TOT		2011	1.54
	里水镇和顺城区污水处理厂	BOT	2	2011	1.61
	里水镇禹门污水处理厂	TOT	2	2012	1.57
	黑水镇大石污水处理厂一期	BOT	2	2018	2.02
	里水镇大石污水处理厂二期	BOT	4	2021	2.02
	里水镇和桂工业园污水处理厂 改迁建	BOT	0.5	2021	
丹灶污水	丹灶镇城区污水处理项目	BOT	1.5	2009	1.75
	丹灶镇横江污水处理项目	BOT	1.3	2010	1.59
	丹灶镇金沙城北污水处理厂	BOT	1	2010	1.57
美佳污水	狮山镇东南污水处理厂	BOT	2.5	2011	0.9
	狮山官窖污水处理厂	BOT	1	2011	1.69
	狮山小塘污水处理厂	BOT	4	2012	1.55
	狮山镇东南污水处理厂改迁建	BOT	6	2020	
松岗污水	狮山镇松岗污水处理厂	BOT	4	2009	1.57
	狮山镇松岗污水处理厂二期	BOT		2011	1.56
南海尚源	大沥镇城西污水处理厂	BOT	5	2011	1.52
	大沥镇工业废水处理厂一期	BOT	2	2019	4.49
樵泰污水	西樵樵泰污水处理厂一期	BOT	2	2012	1.78
	西樵镇西岸樵汇污水处理厂	BOT	0.5	2013	1.23
美博污水	狮山镇西北污水处理厂运维	TOT	2	2018	0.65

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所整理

4.2 供水业务稳中有升, 管网漏损持续改善

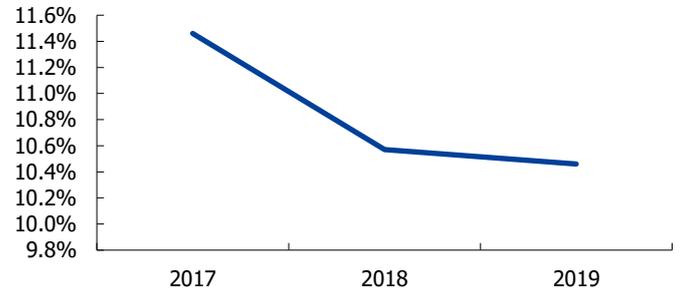
公司供水业务发展平稳, 供水产能 125 万立方米/日, 2019 年南海区市占率高达 93%。2016 年由于供水模式由批发转为零售, 水损率明显上升, 公司积极开展水损治理工作, 完善管网, 2017-2019 水损率持续下降, 水损控制能力居全国行业前列。

图表 35: 2015-2019 年公司供水业务收入稳中有升



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 36: 2017-2019 年公司水损率持续下降



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

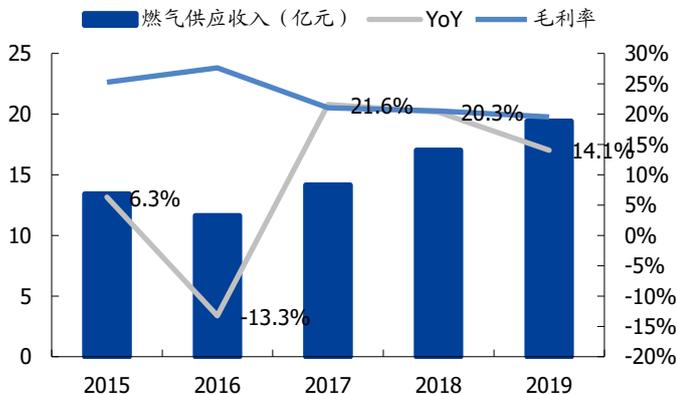
4.3 燃气营收平稳增长, 供应量提升较快

燃气业务包括天然气供应和液化石油气供应。公司 2011 年通过收购南海燃气发展布局燃气业务, 目前在佛山市南海区和江西省樟树市开展燃气业务。其中, 公司 1) 在佛山市南海区是唯一一家管道燃气供应商; 2) 在樟树市拥有 11 个镇街的燃气特许经营权。

2017-2019 年公司燃气业务收入及总体销售量平稳增长, 营业收入 YoY 分别为 21.6%/20.3%/14.1%, 毛利率保持相对稳定; 售气量 YoY 分别为 27.3%/16.7%/16.3%。

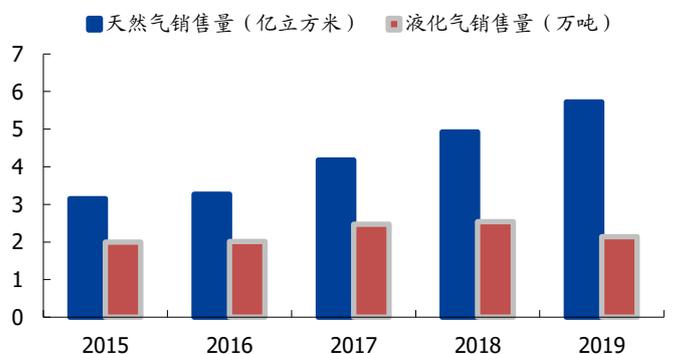
未来售气量仍有 30% 左右增长空间。公司 90% 销气量来自于工业端, 其中, 铝型材是佛山市的重要工业之一, 2016 年 4 月佛山市政府发布《佛山市 2016 年大气污染防治行动方案》, 提出实行铝型材行业清洁能源全替代; 另外, 佛山市为陶瓷工业区, 2018 年 10 月佛山市政府印发《佛山市建筑行业清洁能源改造工作方案》, 要求分阶段推动全市建筑陶瓷企业改烧天然气。未来, 受益于佛山市铝型材、陶瓷行业“煤改气”的推进, 我们认为未来售气量仍有 30% 左右的增长空间。

图表 37: 2017-2019 年公司燃气业务收入平稳增长



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 38: 2015-2019 年公司燃气销售量平稳增长



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5、管理优异，瀚蓝模式优势显著

5.1 完成管理机制改革，增强管理层积极性

公司于2019年4月发布《高级管理人员薪酬激励方案（2019年修订）》，并于2020年5月正式完成高级管理人员转聘职业经理人合同签署仪式，实施职业经理人制度，使公司高管脱离体制内身份，重新签订市场化合同，激励管理层保持工作积极性。2020年6月，公司重新选举了董监高团队，领导班子更加年轻化。

激励方案采用长短期激励相结合的模式：

- ✓ 短期激励包括**基础年薪+绩效年薪**。总经理基础年薪50.4万，其他高管为总经理基础年薪的70%；绩效年薪基准值69.6万元，系数在0-1.3x区间浮动，根据绩效考核结果浮动发放。
- ✓ 长期激励为**虚拟股权**，含股价增值权和分红收益。长期激励计划为连续三期，每年一期，每期额度为公司对应总股本的0.5%。

图表 39：瀚蓝环境薪酬激励方案分配方式

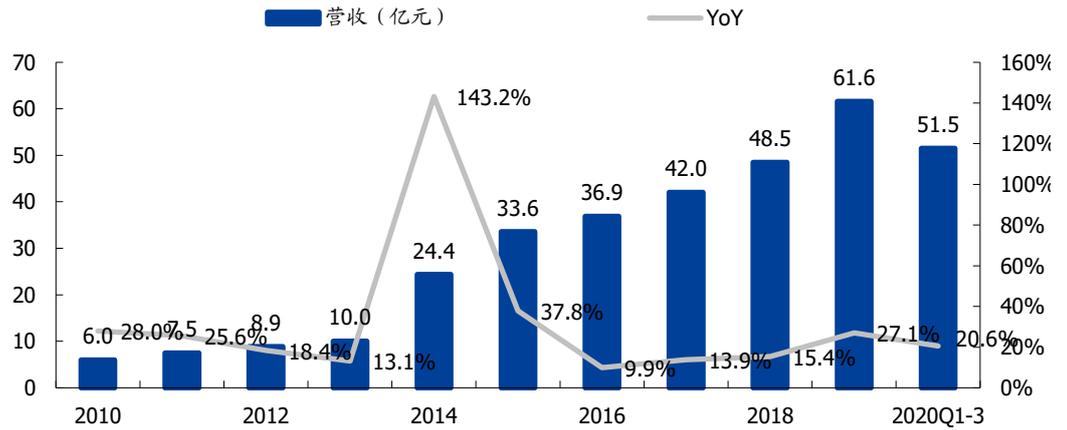
类型	比例	职务类别	对象与额度	
根据专项工作分配	10%	—	10%	
根据激励对象职务直接分配	90%	总经理	25%	
		其他高级管理人员	业务副总	40%
			职能高管	25%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

5.2 经营稳健，管理优异

公司历年业绩增速稳定，营收**CAGR近30%**，利润**CAGR超25%**。公司营收快速增长，2010-2019年营收复合增速高达29.6%，近几年仍维持较高增速。

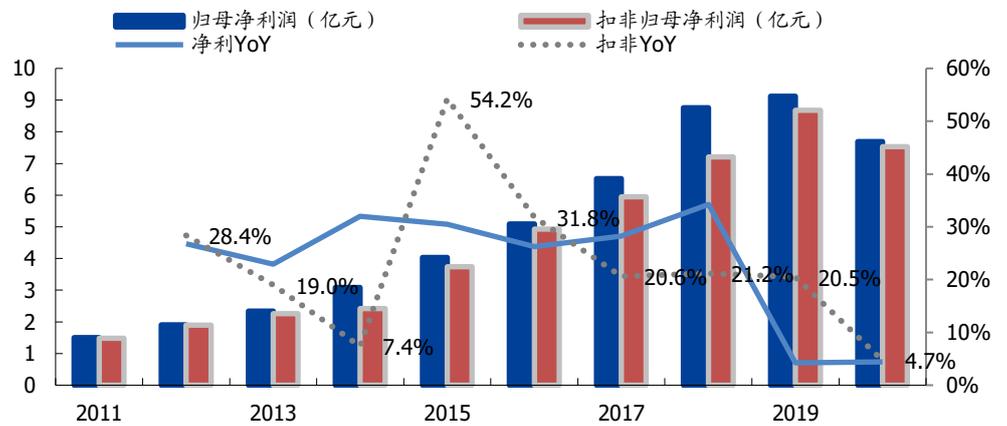
图表 40: 公司 2010-2020Q3 营收及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2011-2020 年公司归母净利润由 1.5 亿元上升至 9.1 亿元, 利润 CAGR 为 25.3%; 对应扣非归母净利润由 1.5 亿元上升至 8.7 亿元, CAGR 为 24.8%。

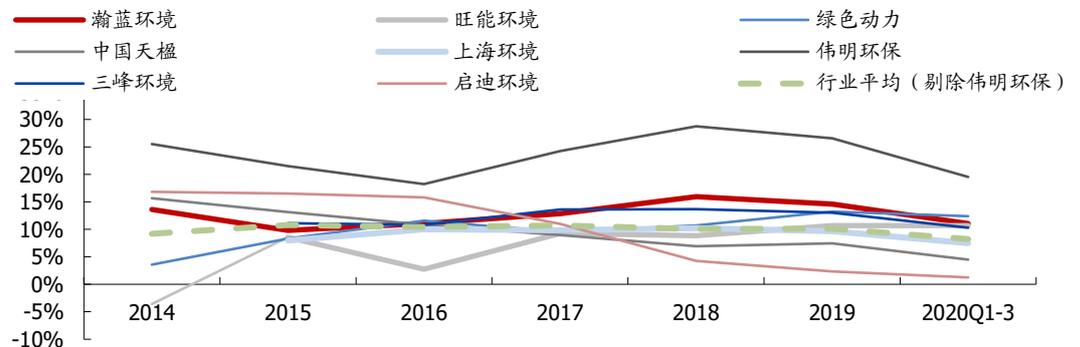
图表 41: 公司 2011-2020Q3 归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

ROE 优于其他公司。公司管理效率较高, ROE 水平稳步提升, 2019 年加权 ROE 为 14.6%, 显著高出当年行业平均水平 4.5pct.

图表 42: 同行业可比公司 ROE 及行业平均水平



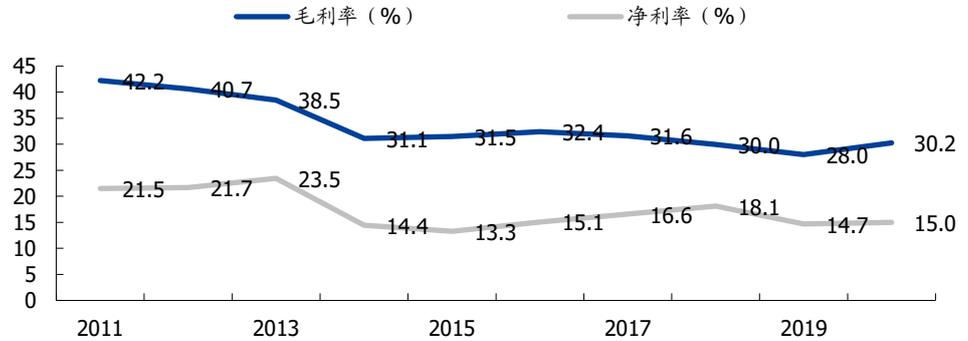
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

固废为核心业务, 燃气水务共同发展。1) 通过兼并收购和新产能投产, 固废板块增长较快, 2015-2019 年固废营业收入由 10.0 亿元上升至 26.5 亿元, CAGR 达 27.5%, 2019 年底固废营收占比 43.0%。2) 同时期内, 污水处理营收增长较快, 2015-2019 年营收

由 1.7 亿元上升至 3.6 亿元, CAGR 达到 20.0%。3) 燃气及供水业务稳健增长, 2015-2019 年燃气营收由 13.4 亿元上升至 19.4 亿元, CAGR 为 9.7%; 2015-2019 年供水业务营收由 7.0 亿元增至 9.3 亿元, CAGR 为 7.4%。

历年毛利率、净利率稳定。近年来毛利率维持在 30% 左右, 净利率维持在 15% 左右, 均保持在稳定水平。

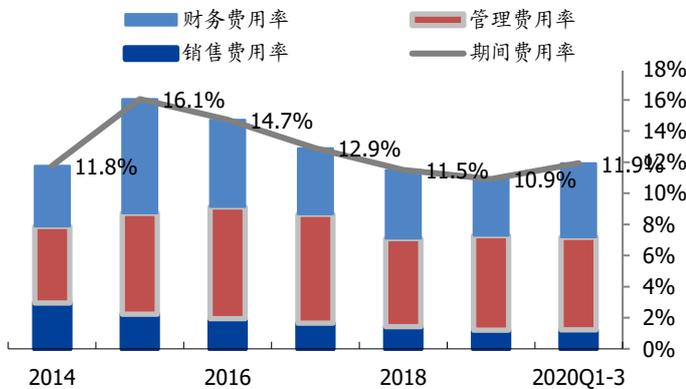
图表 43: 公司 2011-2020Q3 毛利率、净利率 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

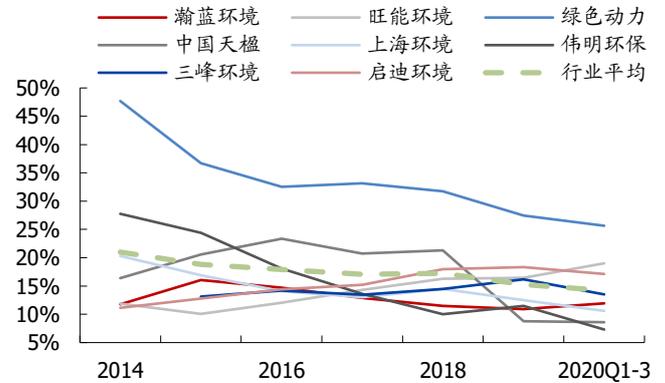
期间费用率低于行业平均水平, 近年呈下降趋势。2015-2019 年, 公司期间费用率由 16.1% 下降 5.2pct 至 10.9%, 呈稳步下降态势, 并一直低于行业平均水平, 显示公司优秀管理能力。

图表 44: 公司 2014-2020Q3 期间费用率构成及变化趋势 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 45: 公司期间费用率显著低于同行业可比公司平均水平 (%)



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

6、盈利预测

核心假设:

- 1) 固废板块: 公司在手垃圾焚烧发电项目充足, 预计 2020-2022 年将集中投产, 预测 2020E-2022E 营收为 38.3/47.7/52.8 亿元, 毛利率维持在 30% 以上水平。
- 2) 水务板块: 预计供水水损将持续改善, 毛利率提升, 营收继续平稳增长; 污水业务在未来提标改造、厂网一体化的大背景下, 维持量价齐升态势。
- 3) 燃气板块: 随着铝型材、陶瓷行业“煤改气”推进, 燃气营收有望保持较快增长。

图表 46: 瀚蓝环境 2020E-2022E 营收拆分预测

单位: 人民币亿元	2019A	2020E	2021E	2022E
总营收	61.6	74.2	88.8	98.3
YoY	27.0%	20.5%	19.6%	10.8%
固废营收	26.5	38.3	47.7	52.8
YoY	50.1%	44.5%	24.5%	10.7%
污水营收	3.59	3.4	4.1	4.5
YoY	56.3%	1.8%	20.3%	9.6%
供水营收	9.3	9.2	10.6	10.8
YoY	3.3%	-1.2%	15.6%	2.0%
燃气营收	19.4	20.5	23.5	27.4
YoY	14.1%	5.9%	14.6%	16.5%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

图表 47: 瀚蓝环境 2020E-2022E 毛利拆分预测

毛利率	2019	2020E	2021E	2022E
固废处理业务	31.5%	29.8%	32.0%	34.0%
燃气业务	19.5%	18.8%	18.6%	18.6%
供水业务	27.7%	29.0%	29.0%	31.0%
污水处理业务	44.2%	45.0%	45.5%	45.5%
其他业务	33.7%	40.0%	40.0%	40.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

相较于同行业可比公司, 瀚蓝环境估值具有一定优势。选取作为伟明环保、旺能环境、绿色动力、上海环境、三峰环境、高能环境作为可比公司进行比较, 2020-2022 年行业平均 PE 估值分别为 21.2X/16.5X/13.6X, 瀚蓝环境 PE 分别为 19.6/15.5/12.9X, 相较之下, 瀚蓝环境估值具有一定优势, 维持“买入”评级。

图表 48: 可比公司归母净利润增速、PE 估值比较 (选取 2021 年 3 月 23 日收盘价)

PE	2019A	2020E	2021E	2022E
瀚蓝环境	22.1	19.6	15.5	12.9
伟明环保	21.1	21.5	16.7	13.7
旺能环境	19.5	15.9	12.5	9.9
绿色动力	25.7	23.2	17.1	14.0
上海环境	18.4	20.9	16.3	14.2
三峰环境	19.3	19.8	15.7	12.8
高能环境	30.5	27.3	21.6	17.4
行业平均	22.4	21.2	16.5	13.6

资料来源: WIND 一致预测, 国盛证券研究所

7、风险提示

- 1) **固废项目投产进度不及预期:** 公司固废在手项目较多, 且 2020-2022 年为垃圾焚烧发电项目密集投产期, 若项目建设进度不达预期, 将拉低公司未来业绩增速, 出现盈利不及预期情况;
- 2) **政策变动风险:** 垃圾焚烧和燃气行业受政策驱动影响较大, 若政策向不利方向变动, 例如国补下发慢于预期, 则可能会出现盈利不及预期的情况。
- 3) **行业竞争加剧:** 新的竞争者不断涌入固废行业, 未来市场竞争可能会更加激烈, 全国项目拓展进度可能因竞争加剧不及预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com