

公司研究

十年百城，扬帆起航

——瀚蓝环境（600323.SH）投资价值分析报告

要点

内生外延多领域布局，覆盖环境服务全产业链。瀚蓝环境成立于1992年，初期业务以供水为主，发展过程中通过内生增长+外延并购的方式进行多领域布局，现形成了固废为核心、燃气水务协同发展的多元化布局。公司在2020年疫情的不利影响下仍实现了稳健增长，实现营业收入74.81亿元（+21.45%），实现归母净利润10.57亿元（+15.87%）。2021Q1在疫情影响消除叠加多项目投产后贡献利润的正面影响下，公司实现营业收入20.65亿元（+46.34%），实现归母净利润2.42亿元（+78.34%）。

21/22年各计划有7100/2550吨/日项目投产，业绩增长确定性强。公司2020年投运垃圾焚烧发电项目为5450吨/日，年底投运总产能达17250吨/日；2021年1季度进一步投产6个项目（总产能5700吨/日），另有4个在建项目分别计划于21/22年投产（每年各2个，总产能分别为2000/2550吨/日），叠加已于2020年进入试运营的2个项目（总产能1600吨/日），**公司22年底累计投产垃圾焚烧项目规模有望突破2.9万吨/日**，在现行补贴政策下上述项目均有望享受0.65元/度的上网电价，可有效保障公司未来三年业绩增长。

纵横一体化发展战略持续，可有效保障固废业务未来发展。公司佛山绿色工业服务中心（危废）项目已于2020Q4投产，并另有惠安县、桂城街道等转运站和哈尔滨餐厨（二期）、牡丹江、大庆等有机垃圾处理项目计划于2021年投产，公司纵横一体化大固废战略（瀚蓝模式“2.0”）的成功开拓将给公司未来的业绩增长带来有效保障。

管理机制改革正式落地，有效调动高层积极性。2020年5月公司职业经理人改革制度正式落地，推动公司市场化战略持续发展；其中高管人员薪酬激励由短期激励及长期激励构成，短期激励与个人绩效挂钩，长期激励为虚拟股权，将管理层利益与公司业绩绑定，激励高管团队保持创业激情、拼搏创新。

维持“买入”评级：我们维持原盈利预测，预计公司2021-23年的营业收入分别为94.52/109.25/121.73亿元，归母净利润分别为13.52/15.57/17.25亿元，对应EPS为1.66/1.91/2.12元，当前股价对应21-23年PE分别为14/12/11倍。参考可比公司相对估值及绝对估值，**给予公司2021年合理估值水平（PE）20倍，对应目标价33.15元。**考虑到公司是兼具成长和稳定盈利的公用事业公司，垃圾焚烧项目质量优异，2021/22年为产能落地高峰期，在建项目顺利投产将持续增厚公司业绩，**维持“买入”评级。**

风险提示：垃圾焚烧国补增量政策总补贴额低于预期；公司项目进度低于预期；公司水务、燃气业务毛利率下滑。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6,160	7,481	9,452	10,925	12,173
营业收入增长率	27.05%	21.45%	26.33%	15.59%	11.42%
净利润（百万元）	913	1,057	1,352	1,557	1,725
净利润增长率	4.24%	15.87%	27.80%	15.18%	10.81%
EPS（元）	1.19	1.38	1.66	1.91	2.12
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.92%	13.99%	15.46%	15.42%	14.89%
P/E	20	17	14	12	11
P/B	2.7	2.4	2.2	1.9	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-05-07

注：2020年末总股本为7.67亿股，2021年可转债转股后总股本变更为8.15亿股

买入（维持）

当前价/目标价：23.30/33.15元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

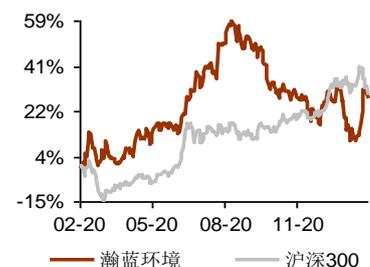
0755-23915357

huangshuaibin@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	8.15
总市值(亿元):	189.98
一年最低/最高(元):	20.35/31.10
近3月换手率:	51.20%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-10.83	10.43	11.07
绝对	-12.43	8.83	9.47

资料来源：Wind

相关研报

垃圾焚烧产能密集投运，21&22年业绩高速增长确定性高——瀚蓝环境（600323.SH）2020年年度报告点评（2021-03-31）

投资聚焦

关键假设

固废处理业务

(1) 垃圾焚烧业务方面，公司 2020 年已投运的垃圾焚烧产能达 17250 吨/日，预计 21-23 年分别新增投产产能为 7100/2550/750 吨/日（仅考虑公司在手项目情况）；公司 23 年之前预计投运的项目均已开工，假设投运后上网电价按 0.65 元/度计算；同时假设公司吨上网电量保持行业领先地位，维持稳健增长态势。

(2) 其他固废类业务方面，公司积极进行横向拓展，在收转运、餐厨、危废等方面均有布局，其中危废和餐厨垃圾处理业务有望于 2021 年起逐步贡献规模化收入和利润，2021-23 年非垃圾焚烧类业务收入将持续提升。

(3) 毛利率方面，假设公司 21-23 年固废处理业务毛利率稳定在 31.5%。

我们的创新之处

- (1) 我们详细拆分了公司垃圾焚烧发电项目的产能和建设情况；
- (2) 我们对公司的发展战略和规划进行了详细介绍；
- (3) 我们基于公司垃圾焚烧项目建设情况和其他业务未来发展对公司未来盈利能力进行了详细测算。

股价上涨的催化因素

(1) 公司产能加速落地业绩增长超预期：公司目前仍有多项目处于试运营/在建阶段，未来若上述项目提前投运将提前给公司贡献收入和业绩，进而推动公司业绩超预期增长。

(2) 公司大固废战略拓展超预期：公司固废业务实现区域性突破，开始在全国范围内进行积极拓展，此后不断进军餐厨垃圾处理、危废处理、农业垃圾处理、市政环卫等业务领域，逐渐实现全产业链覆盖；未来若某项业务实现突破性增长将给公司带来额外业绩增量。

估值与目标价

我们维持原盈利预测，预计公司 2021-23 年的营业收入分别为 94.52/109.25/121.73 亿元，归母净利润分别为 13.52/15.57/17.25 亿元，对应 EPS 为 1.66/1.91/2.12 元，当前股价对应 21-23 年 PE 分别为 14/12/11 倍。参考可比公司相对估值及绝对估值，**给予公司 2021 年合理估值水平 (PE) 20 倍，对应目标价 33.15 元。**考虑到公司是兼具成长和稳定盈利的公用事业公司，垃圾焚烧项目质量优异，2021/22 年为产能落地高峰期，在建项目顺利投产将持续增厚公司业绩，**维持“买入”评级。**

目 录

1、瀚蓝环境：全国领先的生态环境服务商	4
1.1、内生外延多领域布局，覆盖环境服务全产业链.....	4
1.2、经营业绩稳定增长，现金流充沛保障持续运营.....	5
1.3、管理机制改革正式落地，有效调动高层积极性.....	7
2、大固废纵横一体化业务格局进一步夯实	9
2.1、坚定执行大固废战略，纵横产业链协同发展.....	9
2.2、垃圾焚烧投产产能持续上升，有效保障业绩增长.....	12
2.3、积极进行全产业链拓展，发挥纵横协同优势.....	13
3、水务燃气共同发展，提供稳定现金流	14
3.1、污水处理能力提升，盈利能力显著增强.....	14
3.2、供水业务营收稳定，水损率逐年下降.....	15
3.3、燃气业务稳健发展，毛利率趋于稳定.....	16
4、盈利预测	17
4.1、关键假设.....	17
4.2、盈利预测.....	17
5、估值水平与投资评级	18
5.1、相对估值.....	18
5.2、绝对估值.....	19
5.3、估值结论与投资评级.....	20
5.4、股价驱动因素.....	20
6、风险分析	21

1、瀚蓝环境：全国领先的生态环境服务商

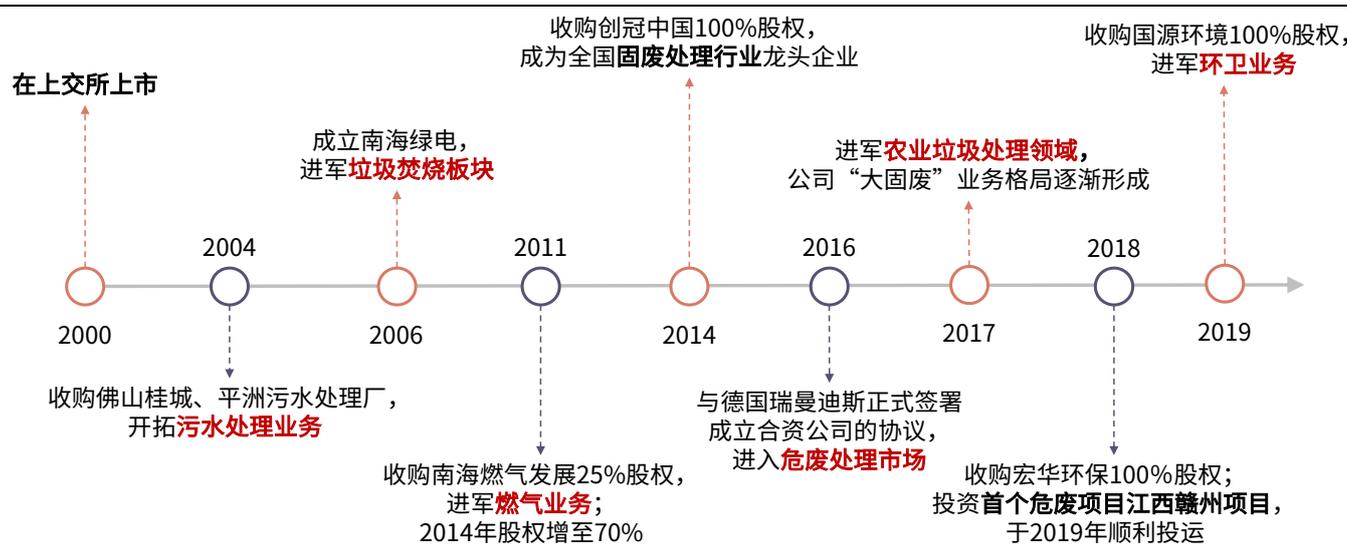
1.1、内生外延多领域布局，覆盖环境服务全产业链

瀚蓝环境股份有限公司是一家专注于环境服务产业的上市公司，其前身为南海发展股份有限公司，于1992年成立，2000年在上海证券交易所上市，随后于2013年完成变更登记，公司名称变更为瀚蓝环境股份有限公司。

公司初期业务主要以供水业务为主，自上市以来，不断拓展业务板块。2004年收购佛山两座污水处理厂，进入污水处理领域；2006年成立南海绿电进入垃圾焚烧行业，2011年收购南海燃气发展25%股权进入燃气行业。2014年，公司成功收购了创冠中国100%股权，一举实现从区域性公司向全国性公司的跨越发展，成为国内固废处理行业的龙头企业之一。此后公司深耕固废领域，向危废处理、农业垃圾处理、环卫服务等环节拓展。

公司通过内生增长+外延并购进行多领域布局，目前业务覆盖固废处理、能源、水务等领域，形成了生态生活全链接的完整生态环境服务产业链。

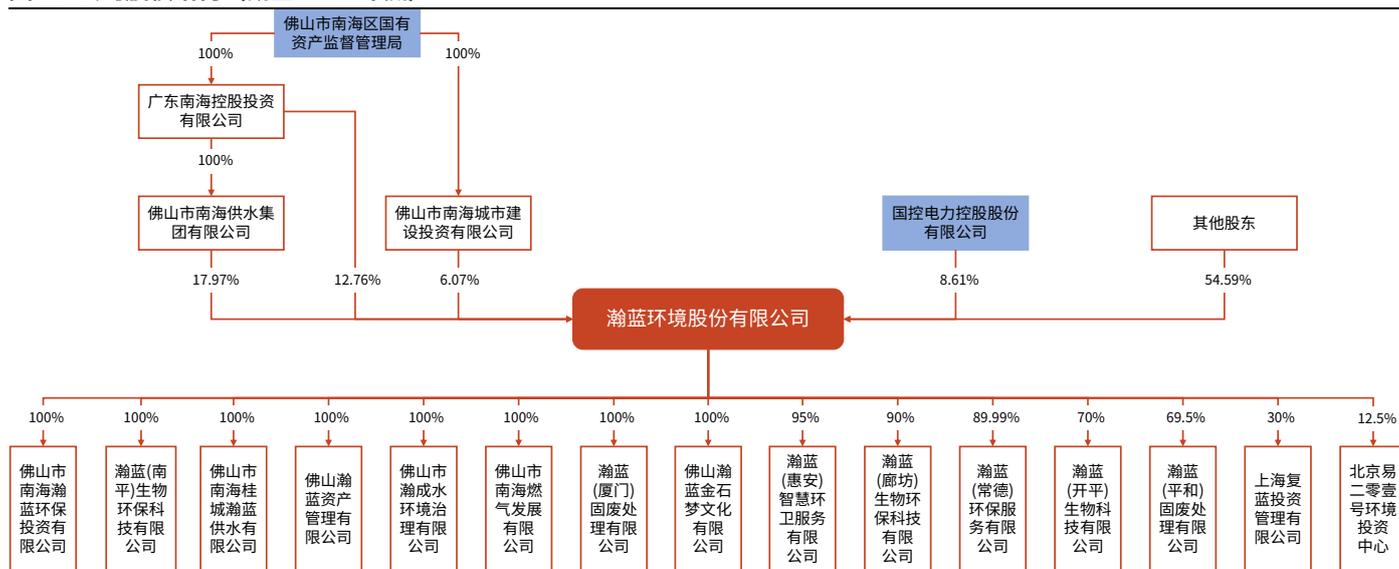
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告

公司实际控制人为南海区国资局，合计持股比例 36.8%。截止至 2020 年 12 月 31 日，公司控股股东为佛山市南海供水集团有限公司，持股比例为 17.97%；公司实际控制人为佛山市南海区国有资产监督管理局，南海区国资局通过全资子公司佛山市南海城市建设投资有限公司持有 6.07% 的股权，通过全资子公司广东南海控股投资有限公司持有 30.73% 的股权，合计持股比例 36.8%。

图 2: 公司股权结构 (截至 2020 年底)



资料来源: 公司公告

1.2、经营业绩稳定增长，现金流充沛保障持续运营

公司营业收入和归母净利润保持稳健增长。2020 年疫情的冲击对公司各业务领域的业绩均造成了一定的影响，但公司通过积极复工复产和“大固废”战略的稳定推进，保证营业收入和归母净利润的稳定增长。2020 年公司实现营业收入 74.81 亿元，同比增长 21.45%；实现归母净利润 10.57 亿元，同比增长 15.87%，增速相比 2019 年有所上升，主要系多个固废项目投产、瀚蓝城服并表、污水处理提价、疫情优惠政策等多方面因素所致。

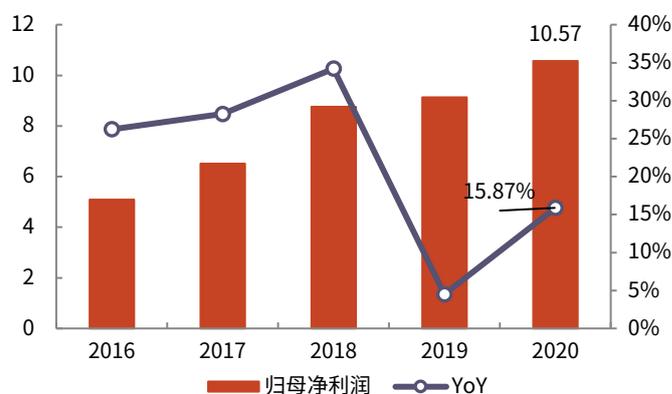
2021Q1，在疫情影响消除叠加多项目投产后贡献利润的正面影响下，公司实现营业收入 20.65 亿元，同比增长 46.34%，实现归母净利润 2.42 亿元，同比高增 78.34%。

图 3: 公司 16-20 年营业收入及增速



资料来源: Wind, 左轴: 亿元

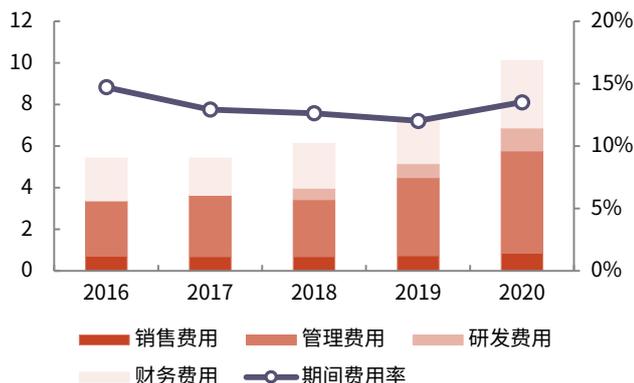
图 4: 公司 16-20 年归母净利润及增速



资料来源: Wind, 左轴: 亿元

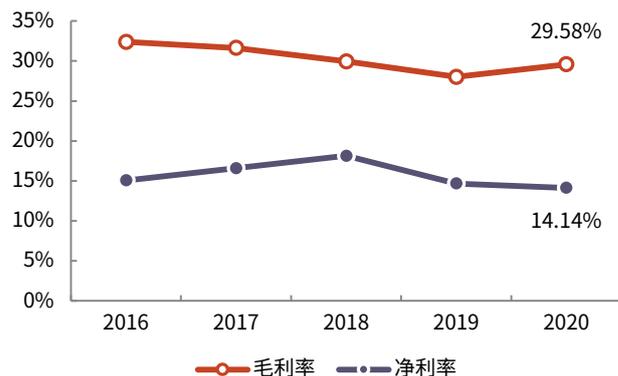
期间费用率总体呈下降趋势，毛利率和净利率维持稳健。公司 2016-2020 年期间费用率从 14.72% 下降至 13.51%。2020 年期间费用为 10.11 亿元，管理费用同比增加 31.22% 至 4.90 亿元，主要原因系多个固废项目投产、业务范围及区域扩大；研发费用同比增加 63.94% 至 1.11 亿元，主要系主营业务技术研发投入增大、成立瀚蓝研究院加大基础性及前瞻性研发领域的投入所导致；财务费用同比增加 44.45%，系新项目投产后财务利息支出费用化、对外融资规模扩大所致。同时，近年来公司毛利率、净利率维持稳健，毛利率维持在 30% 左右（2020 年为 29.58%），净利率维持在 15% 左右（2020 年为 14.14%）。

图 5：公司 16-20 年期间费用情况



资料来源：Wind，左轴：亿元

图 6：公司 16-20 年毛利率、净利率情况

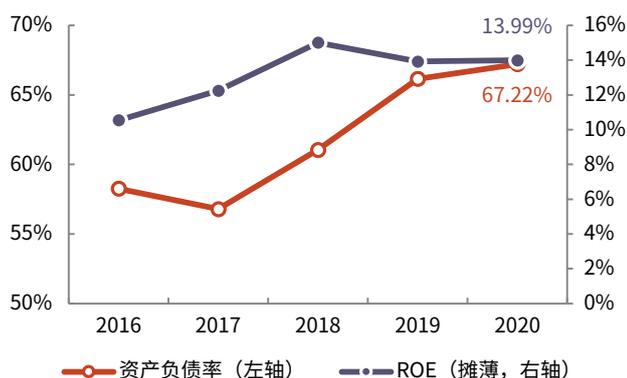


资料来源：Wind

资产负债率处于较高水平，ROE 水平稳步提升。公司 2017-2019 年资产负债率提升较快，2020 年达到 67.22%，主要原因在于业务规模拓展、在建项目规模增大所带来的融资需求导致债务增加。截止至 2020 年底，公司在建及拟建固废处理项目超过 20 个，对资金需求较大，预计 2021 年重大资本开支约 50 亿元，融资成本可能进一步攀升。公司 ROE 水平上升趋势明显，近两年稳定在 13% 左右，2020 年 ROE 为 13.99%，较高的 ROE 显示出公司优质资产的长期盈利性较好。

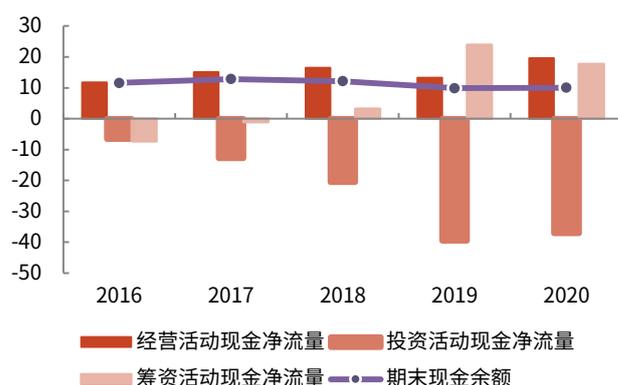
经营性现金流充沛稳定，投资、融资力度大幅上升。2016-2020 年公司经营性活动产生的现金流均保持在 10 亿以上，现金流充沛稳定，可有效保障公司在建项目的持续落地。公司 2020 年经营性现金流达到 19.56 亿元，同比增长 47.68%，主要受益于收入增加的带动作用、原桂城水厂拆迁补偿到账等因素；2016 年起公司股权收购、在建工程投入等投资规模不断上升，进而带动投资活动净现金流（支出）持续增加，2019、2020 年分别达到 39.55 和 37.09 亿元；2020 年筹资活动净现金流相比 2019 年有所下降，为 17.67 亿元，原因在于 2019 年为项目建设高峰期，融资力度加强导致银行借款增加。

图 7: 公司 16-20 年资产负债率及 ROE (摊薄) 情况



资料来源: Wind

图 8: 公司 16-20 年现金流情况

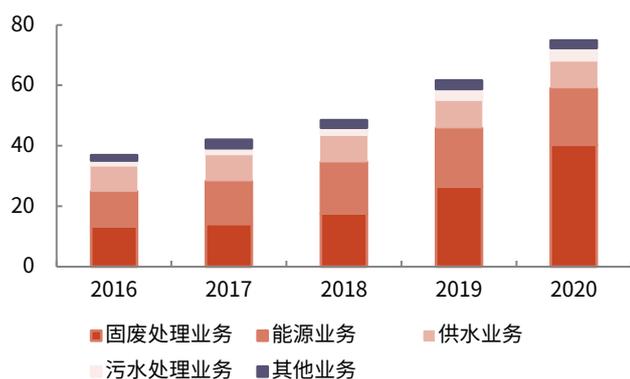


资料来源: Wind, 单位: 亿元

固废为核心业务, 多种业务协同发展。 固废板块为公司营业收入主要来源, 2016-2020 年占比逐年增加。公司 2020 年新投运生活垃圾焚烧发电项目 5,450 吨/日, 再叠加合并深圳国源股权带来的环卫业务收入, 板块 2020 年实现营业收入 40.39 亿元, 同比增长 52.39%, 占全年营业收入比重达到 53.98%; 毛利率则在下半年各项目产能利用率回升的基础上同比小幅提升至 32.08%。

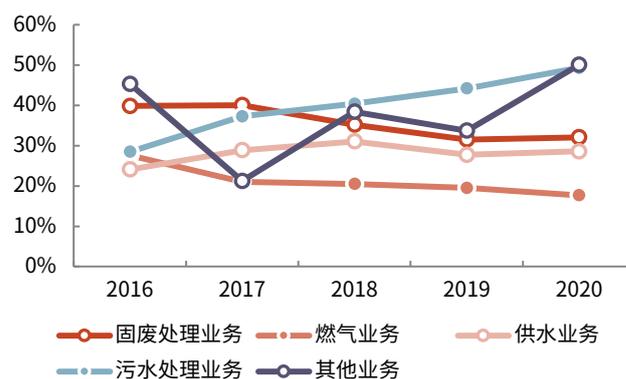
能源业务则受天然气价格限价、疫情政策等影响, 盈利能力有所下降, 2020 年营业收入同比下降 3.43% 至 18.74 亿元, 毛利率同比下降 1.84 个 pct 至 28.58%。供水业务因疫情对工商业售水和供水工程安装的影响, 量价均有所下滑, 2020 年实现营业收入 9.13 亿元, 同比下降 1.93%。排水业务在大部分污水处理厂提标后按新价格结算收入和污水管网运营推进的情况下, 2020 年实现营业收入 4.10 亿元, 同比增长 14.22%; 毛利率上升趋势明显, 同比上升 5.13 个 pct 至 49.33%。

图 9: 公司 16-20 年分部业务营业收入情况



资料来源: Wind, 单位: 亿元

图 10: 公司 16-20 年分部业务毛利率



资料来源: Wind

1.3、 管理机制改革正式落地, 有效调动高层积极性

实施职业经理人制度, 推动公司市场化战略。 公司 2019 年 4 月发布《高级管理人员薪酬激励方案》; 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”, 职业经理人改革制度正式落地, 公司高管人员进行身份转换, 脱

离体制内身份，与公司重新签订市场化合同。与国企委任制相比，职业经理人制度“市场化选聘”“契约化管理”“差异化薪酬”和“市场化退出”的特点更能够调动高管人员的积极性、主动性和创造性。**本次改革有利于推动公司市场化战略，提升公司综合竞争力。**

2020年6月，公司完成董事会、监事会和高级管理人员团队换届。通过选拔年轻、优秀的新成员加入高管团队，有利于保障公司核心团队的年轻化、专业化，助力公司的优秀治理在未来不断延续。

表 1：现任高管团队人员梳理

姓名	年龄 (岁)	职务	变动情形
陈国灿	56	董事长	选举
金铎	54	法定代表人、副董事长、总裁	-
李志斌	50	董事	-
李丽萍	52	董事、副总裁	-
晏明	50	董事	选举
杨格	38	独立董事	-
张军	52	独立董事	选举
李侃童	30	独立董事	选举
周伟明	52	监事会主席	选举
罗红	51	监事	-
伍志雄	51	监事	-
吴志勇	40	副总裁、财务负责人	-
高海鸣	46	副总裁	聘任
蒋元杰	44	副总裁	聘任
雷鸣	45	副总裁	-
刘泳全	54	副总裁	-
汤玉云	39	董事会秘书	聘任

资料来源：Wind，光大证券研究所

公司舵手金铎拥有丰富从业经验，伴随公司一路成长。公司现任董事会副董事长、总裁金铎自 2004 年 3 月至今均在公司工作，历任第五届-第九届董事会董事、副总经理、常务副总经理、董事会秘书、总裁、副董事长。2005 年，金铎带领瀚蓝环境开拓固废处理新业务，随后伴随公司一路成长，完成了区域性公司向全国性公司、市政公用行业向环境服务业的转变。我们认为金铎在环保行业有着丰富的工作经验，对公司未来发展战略有着明确的定位，将会继续带领瀚蓝环境做大做强。

虚拟股权激励落地，调动管理层经营积极性。高管人员薪酬激励由短期激励及长期激励构成。其中短期激励包括基础年薪和绩效年薪；长期激励采取虚拟股权单位形式，在业绩指标达成的前提下，公司向高级管理人员授予与公司真实股权对应的虚拟股权单位。每期额度为公司对应总股本的 0.5%。虚拟股权激励将管理层报酬与公司业绩挂钩，有利于形成公司管理团队与公司利益、股东利益相一致的长效机制，激励高管团队保持创业激情、拼搏创新。

公司在完成 2019 年度业绩指标的背景下，于 2020 年向职业经理人授予 2019 年度虚拟股权合计 287.35 万股，其中已解锁 114.94 万股，已行权 76.62 万股。在新激励制度的背景下，持续创造价值的管理团队能够获得相应的奖励，公司管理层完成 2021 年业绩条件的动力较强。

表 2：公司高管薪酬激励方案要点总结

	总经理	业务副总	职能高管	
基础年薪 (万元)	50.4	35.28	35.28	
绩效年薪 (万元)	基础值 (万元)	69.6	48.72	
	浮动幅度	【0,1.3】		
	绩效考核	在年度报告披露后，薪酬与考核委员会对照年度绩效考核方案，形成绩效考核结果		
	公司亏损处罚	当公司年度发生亏损时，高管人员绩效年薪为 0，并按其基础年薪的 30% 承担惩罚金额		
长期激励	授予方式	虚拟股权单位，含股价增值权和分红收益		
	授予价格	虚拟股权单位的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		
	期限及额度	长期激励计划为连续三期，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%		
	授予条件	公司业绩达成+高管个人绩效考核得分达到相应标准		
	分配比例	10%为根据专项工作分配，90%为根据激励对象职务直接分配		
		25%	40%	25%
年度税后收益	≤2* (基础年薪+绩效年薪)	≤1.5* (基础年薪+绩效年薪)	≤1* (基础年薪+绩效年薪)	
	激励对象年度收益超出/低于限制部分可递延至下一年，计划期内获得的全部收益超过 6 个年度的累计收益限制时，超出部分不再予以兑付。			

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

2、大固废纵横一体化业务格局进一步夯实

2.1、坚定执行大固废战略，纵横产业链协同发展

外延并购整合全产业链，加快固废业务全国布局。公司持续聚焦“大固废”发展思路，通过内生增长+外延并购的方式积极拓展全产业链布局。2014 年收购创冠中国后，公司固废业务实现区域性突破，开始在全国范围内进行积极拓展。此后不断进军餐厨垃圾处理、危废处理、农业垃圾处理、市政环卫等业务领域，逐渐实现全产业链覆盖。截至 2021 年 3 月，公司固废业务已在广东、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 个城市提供固废处理业务。

多年深耕积累行业美誉，产能充足保证稳定增长。经过多年发展，“瀚蓝环境”品牌已在市场上具有较高知名度和美誉度，2019 荣获中国垃圾焚烧发电企业十强荣誉，连续七年评为全国固废处理十大影响力企业。截至 2021 年 4 月，公司共拥有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 2950 吨/日、污泥处理 1750 吨/日、危废处理 19.55 万吨/年、农业垃圾处理 155 吨/日、医疗废物处理 30 吨/日。充足的已投运产能基础叠加 2021/22 年新投运项目带来的新增产能，公司成长动力强劲，有利于持续推动业绩稳定增长。

图 11：公司固废处理业务总产能



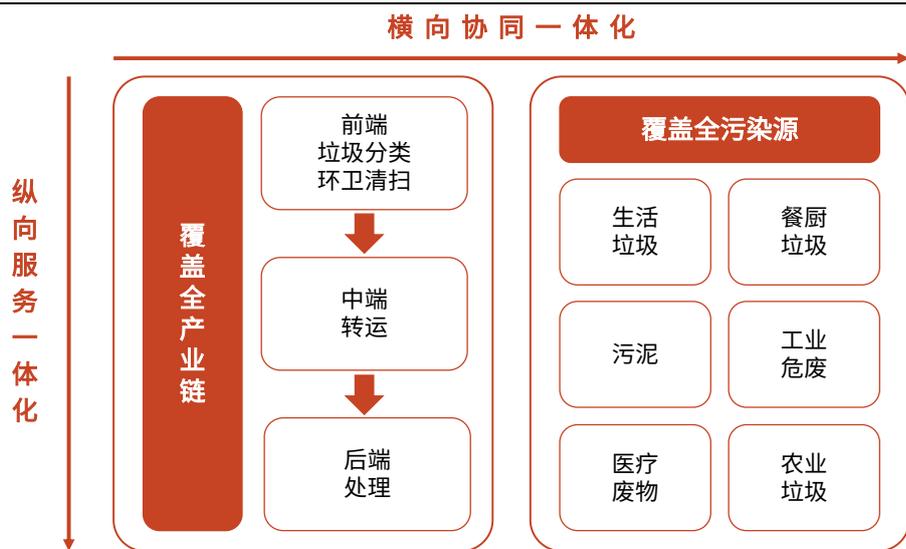
执行纵横一体化大固废战略，协同发力促进降本。公司具备固废纵横一体化产业链扩张能力，具备对标无废城市建设、提供固废处理全产业链综合服务能力；纵横产业链共同发展有利于实现各类固废的有效协同处置，进而降低运营成本。

纵向一体化：具备环卫清扫、垃圾分类、垃圾收转运、焚烧发电、卫生填埋、渗透液处理、飞灰处理的从源头到终端治理的纵向产业链优势。

横向一体化：拥有生活垃圾、餐厨垃圾处理、污泥处理、工业危废处理、医疗废物、农业垃圾处理等污染源治理的协同资源化的横向协同一体化产业链优势。

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；可通过 BOT、BOO、ROT、TOT、PPP 等模式开展合作。

图 12: 公司固废领域纵横一体化战略

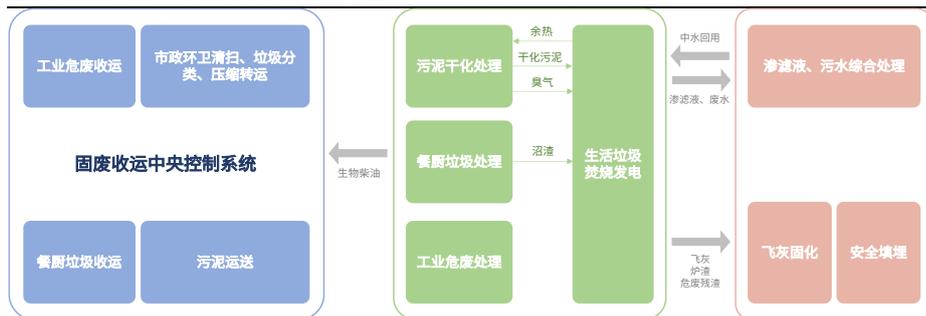


资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

“瀚蓝模式”实现差异化复制输出, 有效增强公司成长性。公司致力于推广打造“瀚蓝模式”, 即产业园以垃圾焚烧发电项目为能源核心, 配置生活垃圾转运、污泥处理、餐厨垃圾处理、渗滤液处理、飞灰处理等完整的生活垃圾处理设施, 各处理环节实现资源共享、资源互换, 以高效协同的方式, 实现生活垃圾的无害化处理、资源化循环利用。

“瀚蓝模式”不仅能够实现园区内各类固废的有机协同处理, 同时在节省土地资源、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优势, 有效化解了邻避问题, 获得了业内和官方的高度认可。目前已实现在湖北孝感、广东开平、福建晋江等全国多个城市的差异化复制输出, 有效增强了公司未来的成长性。

图 13: “瀚蓝模式”实现多种城市固废横向一体化协同处置



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

2.2、垃圾焚烧投产产能持续上升，有效保障业绩增长

已投产产能 22950 吨/日，贡献稳定收入和现金流。公司近两年正处于建设高峰期，2020 年新增完工并正式投产的生活垃圾焚烧发电项目总产能 5450 吨/日，截至 2020 年年底，已投产项目总产能为 17250 吨/日（不含顺德项目）；再加上 2021Q1 投产的 6 个项目（总产能 5700 吨/日），截至 2021 年 3 月，公司已投产项目产能为 22950 吨/日（不含顺德项目），可持续贡献稳定收入和现金流。

表 3：公司已投产生活垃圾焚烧项目梳理

序号	项目名称	处理规模 (吨/日)	投产时间
1	晋江一期	600	2005
2	晋江二期	1200	2010
3	安溪一期、二期	600	2011
4	惠安一期、二期	1200	2011
5	黄石一期、二期	1200	2011
6	南海二期	1500	2011
7	南平项目 (建阳一期)	600	2012
8	南海一期	1500	2015
9	廊坊一期	1000	2015
10	福清一期、二期	900	2016
11	大连一期	1000	2017
12	顺德项目	3000	2018
13	廊坊二期	500	2019
14	南海三期	1500	2020Q1
15	漳州南 (常山)	1000	2020Q1
16	饶平项目	600	2020Q1
17	宣城二期项目	1000	2020Q2
18	开平项目	600	2020Q3
19	安溪改扩建项目	750	2020Q4
2020 年末已投产合计 (不含顺德项目)		17250 吨/日	
20	海阳项目	500	2021Q1
21	济宁二期	800	2021Q1
22	晋江提标改建项目	1,500	2021Q1
23	孝感一期	1,500	2021Q1
24	淮安项目	800	2021Q1
25	南平改扩建项目	600	2021Q1
2021 年一季度新增投产合计		5700 吨/日	
截至 2021.3.30, 公司已投产合计 (不含顺德项目)		22950 吨/日	

资料来源：公司公告，光大证券研究所

公司另有 4 个在建项目分别计划于 21 年下半年/22 年投产 (各 2 个，总产能分别为 2000/2550 吨/日)，叠加已于 2020 年进入试运营的 2 个项目 (总产能 1600 吨/日)，公司 22 年底累计投产垃圾焚烧项目规模有望突破 29,000 吨/日。

表 4：公司试运营&在建生活垃圾焚烧项目梳理

序号	项目名称	规模 (吨/日)	状态
1	万载项目	800	试运营
2	乌兰察布项目一期	800	试运营
合计		1600 吨/日	
4	漳州北部片区垃圾焚烧发电及配套工程 PPP 项目	1500	预计 2021 年上半年建成
5	常德一期	500	预计 2021 年底建成
6	平和一期	550	预计 2022 年上半年建成
7	贵阳项目	2000	预计 2022 年上半年建成
合计		4550 吨/日	

资料来源：公司公告，光大证券研究所

2.3、 积极进行全产业链拓展，发挥纵横协同优势

纵向切入环卫领域，新增合同年化金额 1.6 亿元。公司在 2019 年 9 月收购国源环境，实现生活垃圾处理产业链的纵向拓展，进军环卫领域。2020 年新增环卫合同年化金额 1.6 亿元，进一步完善产业链前端业务，提升前端环卫、中端收转运、末端处理的纵向协同优势。

横向积极拓展业务领域，充足在建产能保障业绩增厚。在垃圾焚烧快速发展的同时，公司积极进行固废业务的横向拓展，在收转运、餐厨、危废等方面均有布局。目前公司在各领域在建项目产能充足，均计划于在 2021 年投产，有助增厚公司业绩。未来公司有望借助生活垃圾焚烧项目的广泛布局，实现在原有服务区域向其他类型固废处理的横向覆盖，进一步发挥市政垃圾、工业危险废物、农业有机垃圾等污染源治理的横向协同优势。

1) **垃圾压缩转运**：2020 年实现垃圾转运量 196 万吨，同比略微下降 1.35%；目前在手总产能 7420 吨/日；2 个在建项目（总产能分别为 1650/2270 吨/日）分别计划于 2021 年上半年/年底投产。

2) **餐厨垃圾处理**：2020 年实现处理量 18.22 万吨，发电量 1667.65 万 kWh。目前在手总产能 2950 吨/日，在建 5 个项目产能总计 1120 吨/日，计划于 2021 年投产。

3) **危废处理**：2020 年实现危废处理量增加 16.34%至 4.56 万吨，主要得益于佛山绿色工业服务中心在 2020Q4 时投产。目前公司拥有的佛山南海、江西赣州、浙江嘉兴 3 个危废处理项目产能总计 19.55 万吨/年。

4) **农业垃圾处理**：目前在手总产能 155 吨/日；拥有在建项目 3 个，总计在建产能 105 吨/日。

表 5：公司其他固废业务在建项目梳理

项目类别	序号	项目名称	规模 (吨/日)	预计建成时间
生活垃圾转运站	1	惠安县生活垃圾中转站 PPP 项目	1650	2021 年上半年
	2	桂城街道生活垃圾中转站项目	1270	2021 年底
	合计		2920 吨/日	
有机垃圾处理	1	哈尔滨餐厨项目 (二期)	200	2021 年上半年
	2	牡丹江餐厨项目	100	2021 年上半年
	3	大庆项目	餐厨垃圾处理 150 粪便处理 50	2021 年下半年
	4	廊坊项目	餐厨垃圾处理 200 粪便 300 废弃油脂 20	2021 年下半年
	5	南平餐厨项目	100	2021 年下半年
合计		1120 吨/日		
农业垃圾处理项目	1	怀集项目	25	2021 年上半年
	2	涿水项目	40	2021 年下半年
	3	遂溪项目	40	2021 年下半年
合计		105 吨/日		

资料来源：公司公告，光大证券研究所

3、水务燃气共同发展，提供稳定现金流

3.1、污水处理能力提升，盈利能力显著增强

污水处理能力达 66.80 万吨/日，产能利用率保持稳定。目前公司污水处理业务已辐射南海全区，通过 BOT、TOT 和委托运营等方式，拥有 21 个污水处理厂，包括 20 个生活污水处理厂和 1 个工业废水处理厂。2016 年以来，公司污水处理能力稳步提升，截至 2020 年污水处理能力合计 70 万吨/日，产能利用率稳定在 78%左右。

提标改价带来盈利增长，毛利率上升至 49.33%。受益于污水处理项目提标改造提价，2019 年公司平均污水处理价格由 2018 年的 0.97 元/吨上涨到 1.50 元/吨，叠加新项目投产所带来的处理规模提升，2019 年起污水处理板块营收、毛利率高速增长，2020 年实现营业收入 4.10 亿元，毛利率同比上升 5.12 个百分点至 49.33%。

图 14：16-20 年公司污水处理业务收入稳步提升



资料来源：公司公告，左轴：百万元

图 15：16-19 年公司污水处理能力持续增长



资料来源：公司公告，左轴：万立方米/日，右轴污水处理价格单位：元/吨；2020 年数据未披露

表 6: 公司在运污水处理厂项目梳理

序号	名称	运营模式	处理能力 (万吨/日)	结算单价 (元/吨)	投产时间
1	平洲污水处理厂一期	TOT		1.67	2005
	平洲污水处理厂二期	BOT	22	1.67	2009
	平洲污水处理厂三期	BOT		1.67	2011
2	狮山东南污水处理厂	BOT	2.5	0.9	2011
3	大沥城西污水处理厂	BOT	5	1.52	2011
4	九江明净污水处理厂一期	BOT	2	1.25	2010
	九江明净污水处理厂二期	BOT	3	1.26	2010
5	里水城区污水处理厂一期	TOT	1.2	1.54	2007
	里水城区污水处理厂二期	TOT	2.8	1.54	2011
6	狮山松岗污水处理厂一期	BOT	1	1.57	2009
	狮山松岗污水处理厂二期	BOT	3	1.56	2010
7	大石污水处理厂	BOT	2	2.02	2018
8	禹门污水处理厂	TOT	2	1.57	2012
9	和顺城区污水处理厂	BOT	2	1.61	2011
10	樵泰污水处理厂	BOT	2	1.78	2012
11	横江污水处理厂	BOT	1.3	1.59	2010
12	丹灶污水处理厂	BOT	1.5	1.75	2009
13	金沙城北污水处理厂	BOT	1	1.57	2010
14	狮山官窑污水处理厂	BOT	1	1.69	2011
15	和桂污水处理厂	TOT	0.5	4.09	2005
16	罗村务庄污水处理厂	BOT	1	1.25	2010
17	西岸污水处理厂	BOT	0.5	1.23	2013
18	罗村污水处理厂一期	BOT	0.5	0.95	2006
	罗村污水处理厂二期	BOT	0.5	0.93	2010
19	狮山西北污水处理厂	TOT	2.5	0.65	2018
20	狮山小塘北江污水处理厂	BOT	4	1.55	2012
21	大沥镇工业废水处理厂	BOT	2	4.49	2019
合计			66.8		

资料来源: 公司公告, 公司官网, 光大证券研究所

3.2、供水业务营收稳定，水损率逐年下降

南海区内稳健发展，20 年产能达 190 万吨/日。公司供水范围覆盖南海区全部区域，拥有从取水、制水、输水到终端客户服务的供水服务全产业链。截至 2019 年，公司供水产能达 125 万立方米/日，产能利用率保持在 90%左右，持续性较好。由于产能比较稳定、水价由政府统一调控，所以营收、毛利率变动幅度不大。2020 年公司供水产能提升至 190 万吨/日，营业收入达 9.13 亿元，毛利率为 28.58%。

水损控制能力持续提升，产销差率逐年下降至 10.46%。2016 年由于供水模式由批发转为零售，产销差率明显上升；此后公司加大水损治理力度，2019 年产销差率同比降低 0.11 个 pct 至 10.46%，较强的水损控制能力可以实现运营成本的降低与毛利率的提升。

图 16: 16-20 年公司供水业务收入稳定



资料来源: 公司公告, 左轴: 百万元

图 17: 16-19 年公司供水产能情况



资料来源: 公司公告, 左轴: 万立方米/日; 2020 年数据未披露

3.3、 燃气业务稳健发展，毛利率趋于稳定

公司燃气业务包括管道燃气、瓶装气、氢气等供应，在广东省佛山市南海区及江西省樟树市进行布局。其中，在佛山市南海区是唯一一家管道燃气供应商，占有相对优势地位；在樟树市拥有 11 个镇街的燃气特许经营权。

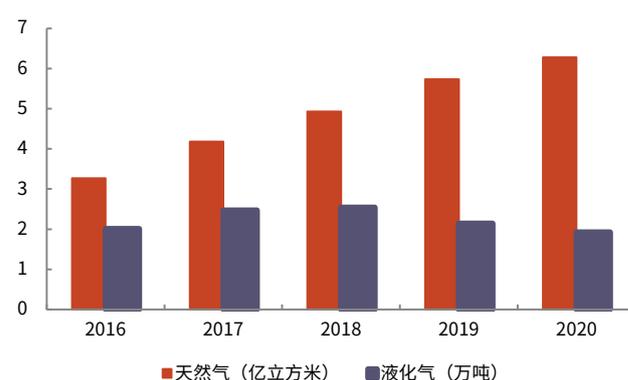
2016-2019 年营业收入平稳提升，毛利率稳定在 20% 左右。公司 2019 燃气板块年实现营业收入 19.40 亿元，2020 年顺利完成佛山市南海区建筑陶瓷企业清洁能源改造工程，为新增用气量奠定基础。虽然 2020 年天然气销量持续增长，全年实现天然气销售量 6.28 亿立方米，同比增长 9.6%，但受天然气配气价格限价、疫情期间实行相关优惠措施等政策影响，盈利能力略有下降，营业收入下降 3.43% 至 18.74 亿元。液化气收入占燃气业务的营收比重较小，近年来销售量总体稳定，呈现小幅波动。

图 18: 16-20 年公司燃气业务营业收入平稳提升



资料来源: 公司公告, 左轴: 百万元

图 19: 16-20 年公司天然气、液化气销售量情况



资料来源: 公司公告

4、盈利预测

4.1、关键假设

固废处理业务

(1) 垃圾焚烧业务方面，公司 2020 年已投运的垃圾焚烧产能达 17250 吨/日，预计 21-23 年分别新增投产产能为 7100/2550/750 吨/日（仅考虑公司在手项目情况）；公司 23 年之前预计投运的项目均已开工，假设投运后上网电价按 0.65 元/度计算；同时假设公司吨上网电量保持领先定位，维持稳健增长态势。

(2) 其他固废类业务方面，公司积极进行横向拓展，在收转运、餐厨、危废等方面均有布局，其中危废和餐厨垃圾处理业务有望于 2021 年起逐步贡献规模化收入和利润，2021-23 年非垃圾焚烧类业务收入将持续提升。

(3) 毛利率方面，假设公司 21-23 年固废处理业务毛利率稳定在 31.5%。

燃气业务

公司燃气业务仍将维持在佛山市南海区的优势地位，未来销售量有望维持稳健增长，假设 21-23 年燃气业务营业收入增速为 5%/10%/10%；毛利率则在气价持续下滑的背景下维持下滑态势，21-23 年毛利率分别为 16.7%/15.7%/14.7%。

供水业务

公司供水业务产能稳步提升，2020 年日均供水能力已达 190 万吨/日，假设 21-23 年供水产能稳步提升，供水单价保持稳定，营业收入增速分别为 13%/7%/6%，毛利率维持在 28.6%。

污水处理业务

公司污水处理产能近年来保持稳健增长，且提标改造持续推进将提升公司污水处理单价，预计 21-23 年公司污水处理业务营业收入增速分别达 7%/8%/5%，毛利率稳定在 49.3%。

4.2、盈利预测

根据上述关键假设，预计公司 2021-23 年实现营业收入 94.52/109.25/121.73 亿元，归母净利润分别为 13.52/15.57/17.25 亿元，对应 EPS 为 1.66/1.91/2.12 元。

表 7: 公司分业务盈利预测情况

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,160	7,481	9,452	10,925	12,173
YOY	27.05%	21.45%	26.33%	15.59%	11.42%
固废处理业务	2,650	4,039	5,760	6,927	7,864
燃气业务	1,940	1,874	1,968	2,164	2,381
供水业务	931	913	1,035	1,106	1,171
污水业务	359	410	438	473	496
其他	279	246	250	255	261
营业成本	4,435	5,268	6,671	7,726	8,636
固废处理业务	1,815	2,743	3,946	4,745	5,387
燃气业务	1,561	1,542	1,639	1,825	2,031
供水业务	673	652	739	790	836
污水业务	200	208	222	240	252
其他	185	123	125	128	130
毛利率	28.0%	29.6%	29.4%	29.3%	29.1%
固废处理业务	31.5%	32.08%	31.5%	31.5%	31.5%
燃气业务	19.5%	17.69%	16.7%	15.7%	14.7%
供水业务	27.7%	28.58%	28.6%	28.6%	28.6%
污水业务	44.2%	49.33%	49.3%	49.3%	49.3%
其他	33.7%	50.05%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测, 单位: 百万元

5、估值水平与投资评级

5.1、相对估值

考虑到公司的主营业务为垃圾焚烧发电及固废产业链相关业务, 故我们选取其他三家垃圾焚烧发电公司伟明环保、上海环境、绿色动力作为可比公司。三家可比公司 2021 年的平均 PE 为 17 倍。

表 8: 可比公司估值比较

公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (X)				CAGR	PEG	市值
	2021/5/7	20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	-3/2020	-2021	(亿元)
伟明环保	22.45	1.00	1.28	1.58	1.87	22	18	14	12	23.20%	0.76	282.10
上海环境	11.22	0.56	0.65	0.77	0.86	20	17	15	13	15.37%	1.12	125.87
绿色动力	8.74	0.36	0.53	0.65	0.80	24	16	13	11	30.50%	0.54	121.79
平均值						22	17	14	12	23%	0.81	
瀚蓝环境	23.30	1.38	1.66	1.91	2.12	17	14	12	11	15.33%	0.92	189.98

资料来源: 瀚蓝环境数据为光大证券研究所预测, 其余公司数据为 Wind 一致性预期

根据可比公司 PE 值, 综合考虑到公司是兼具成长和稳定盈利的公用事业公司, 垃圾焚烧项目质量优异, 20/21 年分别有超过 5000 吨/日产能投产保障公司业绩稳健增长, 且固废全产业链开拓有望保障公司未来的业绩增长; 此外, 燃气/污水/供水等公用事业业务将给公司带来稳健现金流支撑公司发展, 因此我们认为

公司作为龙头可享受一定的估值溢价，给予公司 2021 年合理估值水平(PE)20 倍，对应目标价 33.15 元。

5.2、绝对估值

关于基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：由于瀚蓝环境是国内固废处理龙头企业，行业已进入稳定增长阶段，故假设长期增长率为 2%；
- 2、β值选取：采用申万二级行业分类-环保工程的行业β作为公司无杠杆β的近似；
- 3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 20.00%。

表 9：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.17%
β(Blevered)	1.72
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	10.64%
税率	20.00%
Kd	3.70%
Ve	20231.37
Vd	10451.97
目标资本结构	34.06%
WACC	8.27%

资料来源：光大证券研究所预测

表 10：现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	-1044.15	-2.52%
第二阶段	16083.74	38.83%
第三阶段 (终值)	26381.25	63.69%
企业价值 AEV	41420.84	100.00%
加：非经营性净资产价值	1362.16	3.29%
减：少数股东权益 (市值)	1233.78	-2.98%
减：债务价值	10451.97	-25.23%
总股本价值	31097.25	75.08%
股本 (百万股)	815.35	
每股价值 (元)	38.14	
PE (隐含)	23.01	
PE (动态)	14.06	

资料来源：光大证券研究所预测

表 11: 敏感性分析表

长期增长率	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
WACC					
7.27%	43.60	46.91	50.85	55.62	43.60
7.77%	38.12	40.79	43.93	47.67	38.12
8.27%	33.42	35.60	38.14	41.11	33.42
8.77%	29.35	31.15	33.22	35.63	29.35
9.27%	25.79	27.29	29.00	30.97	25.79

资料来源: 光大证券研究所预测

表 12: 各类绝对估值法结果汇总表

估值方法	估值结果		估值区间		敏感度分析区间
FCFF	38	26	—	62	贴现率±1%, 长期增长率±1%
APV	38	26	—	59	贴现率±1%, 长期增长率±1%

资料来源: 光大证券研究所预测

根据 FCFF 估值法, 公司合理估值水平为 31.15-47.67 元 (敏感性±0.5%区间); 根据 APV 估值法, 公司合理估值水平为 31.09-46.56 元 (敏感性±0.5%区间)。

5.3、 估值结论与投资评级

我们维持原盈利预测, 预计公司 2021-23 年的营业收入分别为 94.52/109.25/121.73 亿元, 归母净利润分别为 13.52/15.57/17.25 亿元, 对应 EPS 为 1.66/1.91/2.12 元, 当前股价对应 21-23 年 PE 分别为 14/12/11 倍。参考可比公司相对估值及绝对估值, 给予公司 2021 年合理估值水平 (PE) 20 倍, 对应目标价 33.15 元。考虑到公司是兼具成长和稳定盈利的公用事业公司, 垃圾焚烧项目质量优异, 2021/22 年为产能落地高峰期, 在建项目顺利投产将持续增厚公司业绩, 维持“买入”评级。

5.4、 股价驱动因素

(1) 公司产能加速落地业绩增长超预期: 公司目前仍有多项目处于试运营/在建阶段, 未来若上述项目提前投运将提前给公司贡献收入和业绩, 进而推动公司业绩超预期增长。

(2) 公司大固废战略拓展超预期: 公司固废业务实现区域性突破, 开始在全国范围内进行积极拓展, 此后不断进军餐厨垃圾处理、危废处理、农业垃圾处理、市政环卫等业务领域, 逐渐实现全产业链覆盖; 未来若某项业务实现突破性增长将给公司带来额外业绩增量。

6、风险分析

(1) 未来垃圾焚烧新增投运项目的上网电价补贴将受制于可再生能源补贴基金总额，若总补贴额度低于预期将直接影响公司收入及现金流。

(2) 公司仍有多项目处于在建阶段，若受其他因素影响导致项目建设及投产进度低于预期将影响公司业绩。

(3) 公司供水、污水处理及燃气业务单价受政策影响较为严重，未来若政策变更导致单价下滑，将进一步降低上述业务的毛利率，从而影响公司业绩。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,160	7,481	9,452	10,925	12,173
营业成本	4,435	5,268	6,671	7,726	8,636
折旧和摊销	718	930	1,205	1,448	1,636
税金及附加	42	52	66	76	85
销售费用	74	86	113	115	122
管理费用	374	490	614	634	694
研发费用	68	111	104	120	134
财务费用	224	324	416	552	610
投资收益	56	80	80	80	80
营业利润	1,066	1,297	1,674	1,933	2,145
利润总额	1,116	1,299	1,694	1,952	2,163
所得税	212	241	339	390	433
净利润	904	1,058	1,356	1,562	1,730
少数股东损益	-9	0	4	5	5
归属母公司净利润	913	1,057	1,352	1,557	1,725
EPS(按最新股本计)	1.19	1.38	1.66	1.91	2.12

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,324	1,956	2,603	3,478	3,883
净利润	913	1,057	1,352	1,557	1,725
折旧摊销	718	930	1,205	1,448	1,636
净营运资金增加	-679	71	590	225	200
其他	373	-103	-544	248	322
投资活动产生现金流	-3,955	-3,709	-4,919	-4,920	-2,920
净资本支出	-3,651	-3,564	-5,000	-5,000	-3,000
长期投资变化	442	499	0	0	0
其他资产变化	-746	-644	81	80	80
融资活动现金流	2,393	1,767	2,717	1,663	-776
股本变化	0	0	49	0	0
债务净变化	2,035	2,172	3,302	2,419	68
无息负债变化	1,837	646	305	507	422
净现金流	-237	14	401	221	187

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	28.0%	29.6%	29.4%	29.3%	29.1%
EBITDA 率	33.2%	34.8%	34.2%	35.4%	35.5%
EBIT 率	21.1%	21.8%	21.4%	22.1%	22.1%
税前净利润率	18.1%	17.4%	17.9%	17.9%	17.8%
归母净利润率	14.8%	14.1%	14.3%	14.2%	14.2%
ROA	4.3%	4.2%	4.6%	4.6%	4.8%
ROE (摊薄)	13.9%	14.0%	15.5%	15.4%	14.9%
经营性 ROIC	7.4%	7.6%	7.4%	7.6%	7.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	66%	67%	69%	68%	66%
流动比率	0.49	0.48	0.45	0.44	0.51
速动比率	0.43	0.41	0.39	0.38	0.44
归母权益/有息债务	0.85	0.77	0.66	0.65	0.74
有形资产/有息债务	1.67	1.43	1.27	1.21	1.27

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	21,071	24,929	29,723	34,007	35,994
货币资金	993	1,017	1,418	1,639	1,826
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	907	1,028	1,244	1,438	1,602
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	106	101	142	164	183
存货	355	554	667	773	864
其他流动资产	371	576	773	921	1,045
流动资产合计	3,265	3,711	4,710	5,443	6,065
其他权益工具	22	41	41	41	41
长期股权投资	442	499	499	499	499
固定资产	4,589	5,596	6,727	7,800	8,345
在建工程	4,238	4,069	4,309	4,513	4,261
无形资产	7,589	10,138	12,362	14,438	15,409
商誉	413	413	413	413	413
其他非流动资产	266	180	180	180	180
非流动资产合计	17,805	21,218	25,013	28,565	29,929
总负债	13,940	16,758	20,366	23,291	23,782
短期借款	1,272	1,158	3,460	4,879	3,947
应付账款	2,132	2,722	3,336	3,863	4,318
应付票据	28	2	0	0	0
预收账款	155	0	0	0	0
其他流动负债	1,016	1,076	1,076	1,076	1,076
流动负债合计	6,696	7,793	10,401	12,326	11,817
长期借款	4,521	6,144	7,144	8,144	9,144
应付债券	1,005	919	919	919	919
其他非流动负债	1,499	1,561	1,561	1,561	1,561
非流动负债合计	7,244	8,965	9,965	10,965	11,965
股东权益	7,131	8,170	9,357	10,716	12,211
股本	766	767	815	815	815
公积金	1,886	1,894	1,847	1,847	1,847
未分配利润	3,854	4,741	5,922	7,275	8,766
归属母公司权益	6,558	7,557	8,740	10,094	11,584
少数股东权益	573	613	617	622	627

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1.21%	1.16%	1.20%	1.05%	1.00%
管理费用率	6.07%	6.55%	6.50%	5.80%	5.70%
财务费用率	3.64%	4.33%	4.40%	5.06%	5.01%
研发费用率	1.10%	1.48%	1.10%	1.10%	1.10%
所得税率	19%	19%	20%	20%	20%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.22	0.22	0.25	0.29	0.32
每股经营现金流	1.73	2.55	3.19	4.27	4.76
每股净资产	8.56	9.86	10.72	12.38	14.21
每股销售收入	8.04	9.76	11.59	13.40	14.93

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	20	17	14	12	11
PB	2.7	2.4	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	13.0	11.2	10.2	9.1	8.2
股息率	0.9%	0.9%	1.1%	1.2%	1.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE