

## 在建项目投产高峰，焚烧产能高速扩张

——瀚蓝环境（600323）首次覆盖

买入（首次覆盖）

2021年06月01日

### 报告关键要素：

瀚蓝环境精耕于环境综合服务领域，业务覆盖自来水供应、污水处理、固废处理全产业链。公司在固废处理领域打造的全链条“瀚蓝模式”是固废处理的标杆，在“碳中和，碳达峰”的大背景下，固废处理成为国家发展低碳经济的重要环节，公司未来业绩增长前景广阔。

### 投资要点：

**固废项目大量开工，焚烧板块业绩释放潜力大：**公司在固废处理领域，具备固废处理纵横一体化产业链，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。20年固废板块实现营收40.39亿元，同比增长52.41%。受疫情影响，餐厨、危废和部分焚烧发电项目产能利用率不足，但得益于新增合并深圳国源100%股权，以及新增焚烧项目规模共5,450吨/日投产，实现了亮眼的增长成绩；2021一季度，孝感一期、晋江改建等项目投产带来了新增的5700吨/日产能，进一步增强固废处理业务的竞争力。根据公司披露的在建项目情况预计21/22/23年新增垃圾焚烧产能为7100/2550/1000吨/日。

**能源供水业务稳健恢复，助推多元化营收增长：**2021年第一季度，由于疫情影响的逐步恢复能源与供水的营收分别达到6.1亿元与2.21亿元，实现80.01%、17.31%的增幅，也对公司总营收的增加带来了助推作用。具体而言，天然气生产量达到1.904亿立方米，同比增长71.00%；供水量达到1.134亿吨，同比增长16.74%。能源业务方面，南海区陶瓷洁具行业清洁能源改造完成；供水业务方面，第二水厂、新桂城水厂等工程业务收入实现提升。而排水业务在2020年实现主营业务收入4.10亿元，同比增长14.22%，2021一季度排水业务主营收入1.03亿元，同比增涨3.16%，整体而言能源及供水板块增长较为稳定。

**盈利预测与投资建议：**预计公司2021-23年实现营业收入90.65/100.54/110.97亿元，归母净利润分别为12.46/14.82/18.03亿元，对应EPS为1.53/1.82/2.21元，对应5月28日PE为15.64/13.15/10.81倍。结合公司在环境综合服务领域的龙头地位以及双碳背景下固废处理行业的估值修复，给予公司20倍PE估值，对应目标价30.6元，首次覆盖给予公司买入评级。

**风险因素：**国网补贴不及预期，环保政策不及预期，产能释放不及预期

### 基础数据

总股本(百万股)	815.35
流通A股(百万股)	815.35
收盘价(元)	23.90
总市值(亿元)	194.87
流通A股市值(亿元)	194.87

### 个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

### 相关研究

**分析师：**江维  
执业证书编号：S0270520090001  
电话：01056508507  
邮箱：jiangwei@wlzq.com

**研究助理：**黄星  
电话：13929126885  
邮箱：huangxing@wlzq.com.cn

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7481.44	9065.15	10053.67	11097.53
增长比率(%)	21	21	11	10
净利润(百万元)	1057.48	1245.82	1482.12	1803.11
增长比率(%)	16	18	19	22
每股收益(元)	1.30	1.53	1.82	2.21
市盈率(倍)	18.43	15.64	13.15	10.81
市净率(倍)	2.58	1.85	1.39	1.09

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

## 正文目录

<b>1 瀚蓝环境：生态环境服务产业龙头</b> .....	<b>4</b>
1.1 国资助力，步步为营.....	5
1.2 业务覆盖多领域，为“无非城市”提供整体解决方案.....	5
1.3 财务状况稳定，盈利能力业内领先.....	7
<b>2 垃圾填埋产能见顶，焚烧处理成为主流</b> .....	<b>9</b>
2.1 城镇人口持续增长，垃圾处理成为刚需.....	9
2.2 政策引导保驾护航，固废焚烧处理进入增长期.....	10
2.3 行业景气度高，发展势态良好.....	11
<b>3 固废横纵一体化，垃圾焚烧业绩释放潜力大</b> .....	<b>12</b>
<b>4 燃气水务稳健发展，打造完整生态环境服务产业链</b> .....	<b>15</b>
<b>5 盈利预测及假设</b> .....	<b>16</b>
<b>6 风险提示</b> .....	<b>19</b>
图表 1: 公司发展历程.....	4
图表 2: 公司股权结构.....	5
图表 3: 公司业务布局.....	5
图表 4: 公司业务收入增长情况.....	6
图表 5: 公司 2020 年收入结构 (亿元).....	6
图表 6: 公司主营业务分区域收入 (亿元).....	6
图表 7: 公司固废处理业务全国布局图.....	6
图表 8: 公司营业收入及同比 (亿元).....	7
图表 9: 公司净利润及同比 (亿元).....	7
图表 10: 公司 ROE 及同业对比.....	7
图表 11: 公司毛利率及同业对比.....	7
图表 12: 公司业务毛利率变动情况.....	8
图表 13: 2020 年公司分业务利润贡献情况 (亿元).....	8
图表 14: 公司三项费率.....	8
图表 15: 公司资产负债率.....	8
图表 16: 中国城镇人口数量及城镇化情况.....	10
图表 17: 中国城市生活垃圾清运量.....	10
图表 18: 三种不同垃圾处理方式处理量情况.....	10
图表 19: 三种不同垃圾处理方式日处理能力情况.....	10
图表 20: 我国垃圾焚烧处理工厂数量.....	11
图表 21: 我国垃圾焚烧发电累计装机容量 (万千瓦).....	11
图表 22: 环保细分子行业 ROE、ROA 对比.....	11
图表 23: 环保细分子行业毛利率、净利率对比.....	11
图表 24: 垃圾焚烧行业收入成本结构.....	12
图表 25: 公司固废板块 2020 年各业务处理量.....	13
图表 26: 公司固废板块收入情况.....	13
图表 27: 截至 2020 年末在建项目情况.....	14

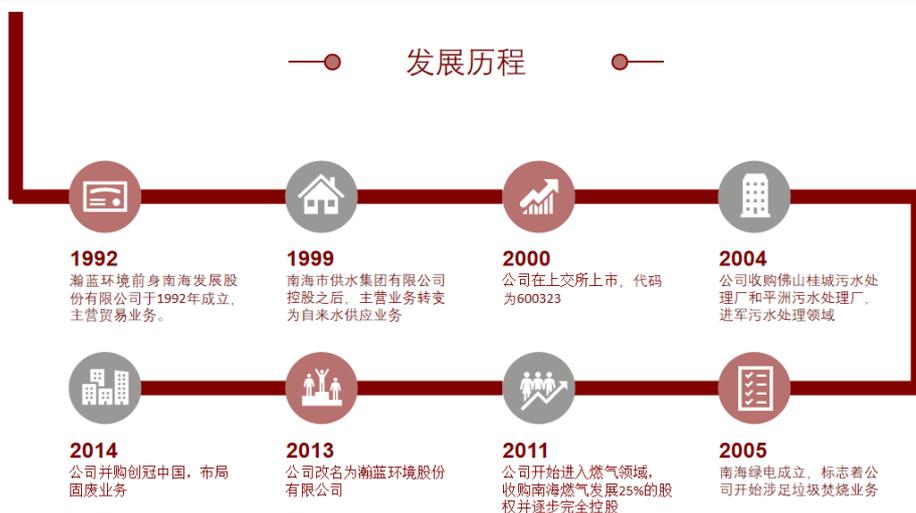
图表 28: 公司非固废业务板块毛利率 .....	15
图表 29: 公司燃气业务收入增长情况 (亿元) .....	15
图表 30: 生活用供水总量 (亿吨) .....	15
图表 31: 公司供水业务收入增长情况 (亿元) .....	15
图表 32: 垃圾焚烧新增产能情况 .....	16
图表 33: 公司分业务盈利预测情况 .....	17
图表 34: 可比公司估值 (截至 2021 年 5 月 28 日) .....	18
图表 35: 公司历史估值倍数 .....	18

## 1 瀚蓝环境：生态环境服务产业龙头

瀚蓝环境前身为 1992 年创立的南海发展股份有限公司，创立初期主营贸易业务，公司自 1999 年南海市供水集团有限公司控股以后，开始进军自来水行业。公司于 2000 年在上交所上市，此后业务不断拓展，业务涵盖固废处理、能源、供水、排水等多领域，形成了完整的生态环境服务产业链：

- 2004 年，公司收购佛山桂城污水处理厂以及平洲污水处理厂，开始拓展污水处理领域；
- 2005 年南海绿电成立，标志着公司开始涉足垃圾焚烧业务；
- 2011 年公司开始进入燃气领域，收购南海燃气发展 25% 的股权并逐步完全控股；
- 2013 年公司改名为瀚蓝环境股份有限公司；
- 2014 年公司并购创冠中国，布局固废业务；
- 2019 年公司收购深源环境，进入环卫服务领域。

图表1:公司发展历程



资料来源：公司官网，万联证券研究所

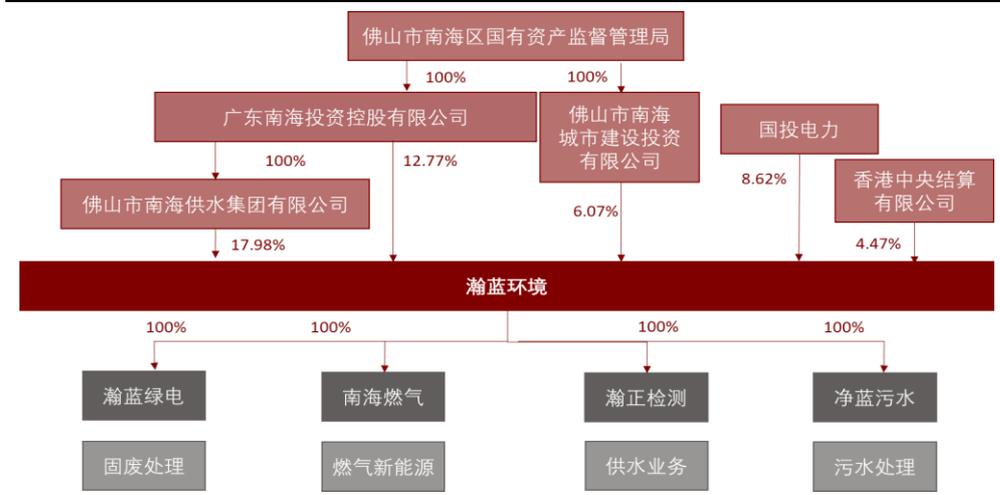
公司是固废产业综合性龙头，已形成前端环卫、中端收转运、末端处理的纵向一体化全产业链，同时涵盖市政垃圾（含生活垃圾、餐厨垃圾、污泥等）、工业垃圾及危险废物、农业垃圾等污染源治理。其中佛山市南海固废处理环保产业园是国内首例，也是最成熟，声誉最高的协同固废处理环保产业园，以社会综合成本最小化的方式成功解决垃圾围城问题，并有效化解邻避问题，形成了独特的“瀚蓝模式”。

其他业务方面，燃气及新能源业务主要供应佛山市南海区，公司具有佛山市南海区独有管道天然气供应经营权，主要负责管道燃气、瓶装气、氢气等供应；供水业务方面，公司拥有包括取水、制水、输水到终端客户服务产业链。排水业务方面，公司业务涉及生活污水处理，工业污水处理，污水处理管网维护、泵站管理、污水处理厂运营管理等。

### 1.1 国资助力，步步为营

公司股东国资背景突出，股东资源丰富。截至20年三季报，公司第一大股东为佛山市南海供水集团有限公司，共持有17.98%的股份，该公司是广东南海投资控股有限公司的全资子公司。佛山市南海区国资委通过子公司南海投资控股有限公司，南海供水集团和南海城市建设投资有限公司间接持有公司36.82%的股份，是公司的实际控制人。南海国资委助力公司立足佛山辐射周边，带来了明显的资源和区位优势。除此之外，上市央企国投电力持股8.62%，是公司的第三大股东，作为大型综合电力公司，国投电力战略入股，双方优势互补有望推动“瀚蓝模式”加速复制。

图表2:公司股权结构



资料来源：公司官网，万联证券研究所

### 1.2 业务覆盖多领域，为“无非城市”提供整体解决方案

以“大固废”为核心，实现横纵向一体化。当前公司的四大板块分别为固废处理业务、燃气及新能源业务、供水业务以及排水业务，形成了“固废为尖刀，能源水务共发展”的业务发展格局。截至2020年4月，公司固废处理业务已经涵盖14省34城，实现全国性推进。燃气及新能源业务、供水业务、排水业务等其他业务在南海本地稳健发展。公司目前已形成生态生活全链接的完整生态环境服务产业链，初步具备了为“无废城市”提供整体解决方案的能力。

图表3:公司业务布局

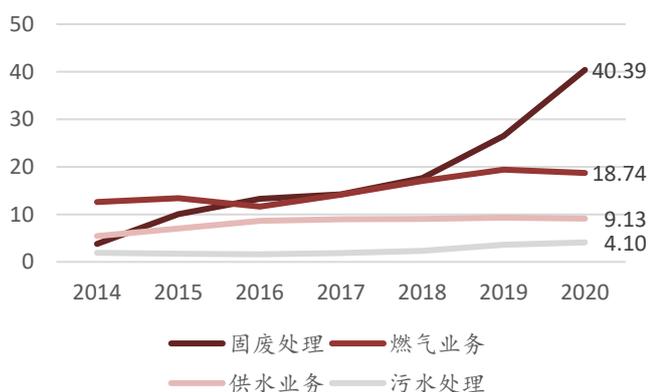
主要板块	相关业务
固废处理业务	拥有固废处理服务全产业链，包括前端的垃圾分类、环卫清扫、垃圾收转运；中端的垃圾填埋、生活垃圾焚烧发电、污泥干化处理、餐厨垃圾处理、工业危险废物处理处置、农业废弃物无害化处理；以及末端的渗滤液处理、飞灰处理等
燃气及新能	供应管道燃气（主要包括天然气和液化石油气）、瓶装

源业务	气, 提供工业清洁能源改造服务和氢能供应服务等
供水业务	拥有供水服务全产业链, 包括取水、制水、输水到终端客户服务
排水业务	拥有包括污水收集管网维护、污水处理厂运营管理的厂网一体化产业链, 提供生活污水处理、工业污水处理、污水处理管网维护、泵站管理、污水处理厂运营管理等业务

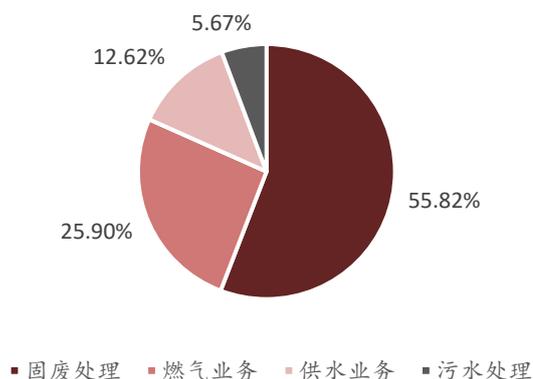
资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

公司固废业务增长迅速, 燃气、水务稳定发展。固废处理板块收入由2010年的0.23亿上升至2020年的40.39亿, 收入占比由4.09%上升至55.82%, 一跃成为公司收入贡献最大的板块。燃气业务板块自2014年南海燃气并表以来创收占比保持在25%-40%之间, 是公司的第二大业务板块。供水业务板块营收较为稳定, 2013年之前是公司的主要业务, 但随着固废业务和燃气业务的不断发展, 收入占比逐渐下降, 从2010年的79.71%下降至2020年的12.62%。污水处理板块收入由2010年的0.91亿上升到2020年的4.10亿, 近三年收入占比均在5%左右。

图表4: 公司业务收入增长情况



图表5: 公司 2020 年收入结构 (亿元)



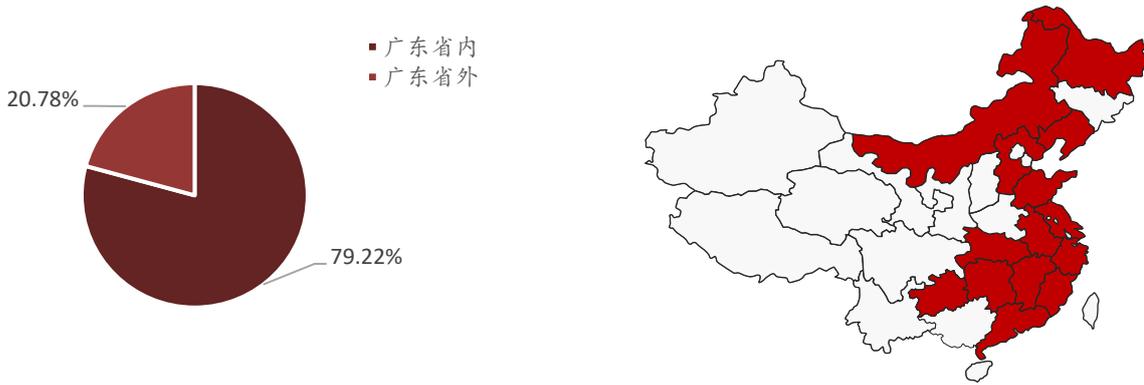
资料来源: Wind, 万联证券研究所

资料来源: Wind, 万联证券研究所

深耕广东, 拓展全国。2020年广东地区业务收入为57.32亿元, 毛利为15.46亿元, 分别贡献了主营业务收入的79.22%和毛利的73.97%。公司核心产业位于粤港澳大湾区, 区域内人口密度高, 固废处理需求大, 行业前景广阔。佛山市南海固废处理环保产业园是全国首家探索出有机协同处理各类固废的固废处理环保产业园, 有效化解了邻避问题, 在区域内积累了良好的声誉与运作经验, 为公司固废业务在全国范围内的布局奠定了基础。燃气业务依托于南海燃气发展公司, 是佛山市南海区的唯一供气主体, 业务运行区域化属性强, 同时公司积极开拓省外市场, 目前已取得江西省樟树市11个镇街的燃气特许经营权。供水和污水处理业务辐射南海全区, 在南海本地稳健发展。

图表6: 公司主营业务分区域收入 (亿元)

图表7: 公司固废处理业务全国布局图



资料来源: Wind, 万联证券研究所

资料来源: Wind, 万联证券研究所

### 1.3 财务状况稳定，盈利能力业内领先

公司盈利能力强，业绩增长稳定。公司近三年营收分别为48.48亿元，61.60亿元和75.81亿元，20年同比增长率为23.07%。公司近三年归属于母公司的扣非净利润分别为7.22亿元，8.68亿元和10.20亿元，20年同比增长率为17.51%，公司利润率增长稳定，收入与利润率增长速度匹配。公司ROE方面，2020年公司ROE为14.44%，领先于其他可比公司；同时毛利率稳定在30%附近，反映出公司的收益情况比较稳定，业绩预期明确。

图表8:公司营业收入及同比(亿元)



图表9:公司净利润及同比(亿元)

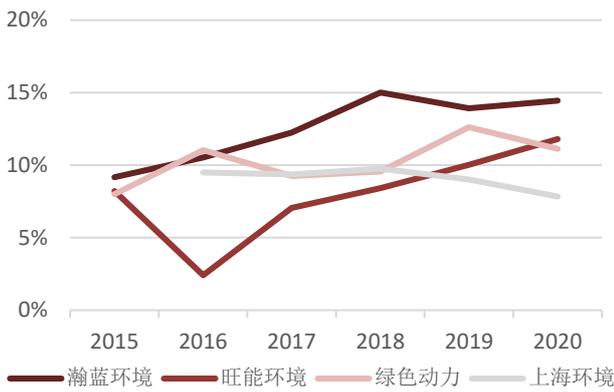


资料来源: Wind, 万联证券研究所

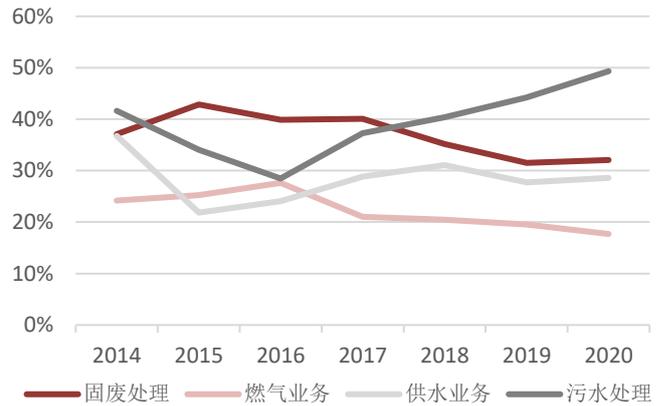
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表10:公司 ROE 及同业对比

图表11:公司毛利率及同业对比



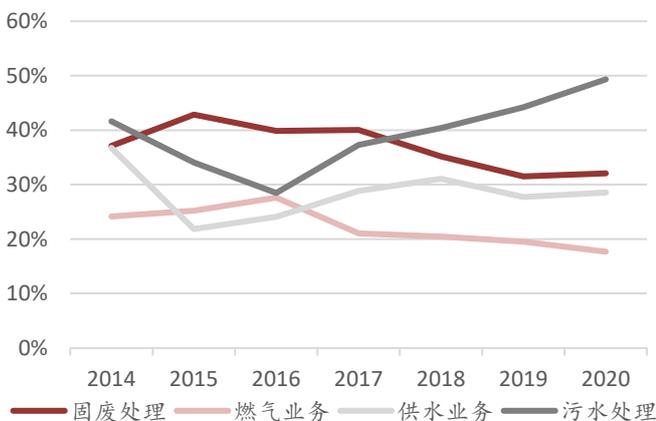
资料来源: Wind, 万联证券研究所



资料来源: Wind, 万联证券研究所

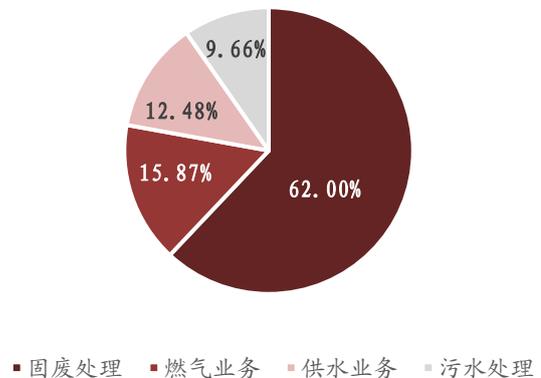
**固废业务毛利率小幅下滑, 污水处理毛利率较高。**从公司的毛利结构可以看出, 2020年固废处理板块的毛利率为32.08%, 燃气业务板块的毛利率为17.69%, 供水业务板块的毛利率为28.58%, 污水处理板块的毛利率为49.33%。固废处理板块的毛利率有所回升, 同时业务收入、成本增幅达到50%以上, 主要是由于报告期内多个固废项目投产、2019年10月底并表瀚蓝城服等。整体来看, 固废业务板块利润占比达60%以上, 随着公司固废处理业务的进一步布局, 未来利润增长空间大。燃气板块毛利率较低, 主要是因为天然气采购价格提升, 公司深耕南海区燃气市场, 作为区域内唯一购销主体, 需求端稳定, 预期能够保持稳定增长。供水板块毛利率较为平稳, 近三年维持在30%附近, 2020年毛利为2.61亿元, 供水业务毛利润占比约12.5%。污水处理板块毛利率呈上升趋势, 是公司四大板块中毛利率最高的板块。污水处理板块方面, 当前公司污水处理板块毛利率处于同业较高水平, 污水处理管网智慧管理平台全面上线使得运营效率不断提升, 2020年, 污水处理板块毛利为2.02亿元, 污水业务毛利润占比约为10%, 随着公司污水处理业务板块厂网一体化运营模式不断完善, 污水管网运营利润贡献有望进一步提高。

图表12:公司业务毛利率变动情况



资料来源: Wind, 万联证券研究所

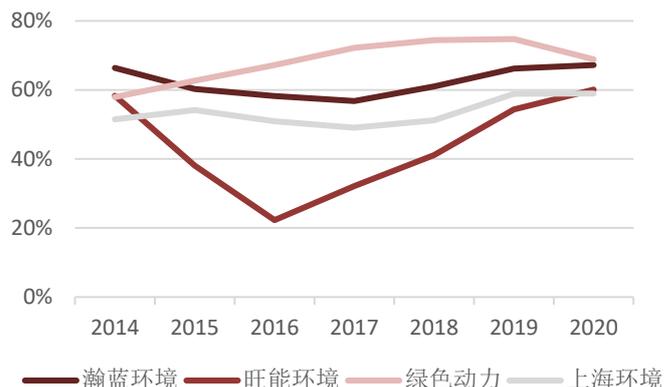
图表13:2020年公司分业务利润贡献情况 (亿元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表14:公司三项费率

图表15:公司资产负债率



资料来源: Wind, 万联证券研究所

资料来源: Wind, 万联证券研究所

公司费用控制较好, 资产负债率处于同业平均水平。2020年公司销售费用, 管理费用和财务费用分别为0.86亿元, 4.90亿元, 3.24亿元, 相较2019年分别增长16.22%, 31.02%, 44.64%, 而同期公司收入增长为29.69%。三项费率方面, 近年来三项费率总体处于下行趋势, 销售费率从2015年的2.23%下降到2020年的1.08%, 财务费率从2015年建设高峰时期的7.33%下降到2020年的4.06%, 而管理费用长期保持在6%上下区间。

管理费用回升, 主要是因为并表公司数量增加、公司管理范围和幅度增加。销售费率和财务费率持续下行反映出公司费用控制方面表现较优。研发费用方面, 公司2018年起披露研发费用, 2020年研发费用为1.11亿元, 相较2019年增长63.24%, 主要是因为主营业务的技术研发与应用、技术改造与创新、运营管理的信息化和自动化建设等方面投入增加。总体来看, 公司费用率整体处于较低水平, 且处于下行区间。

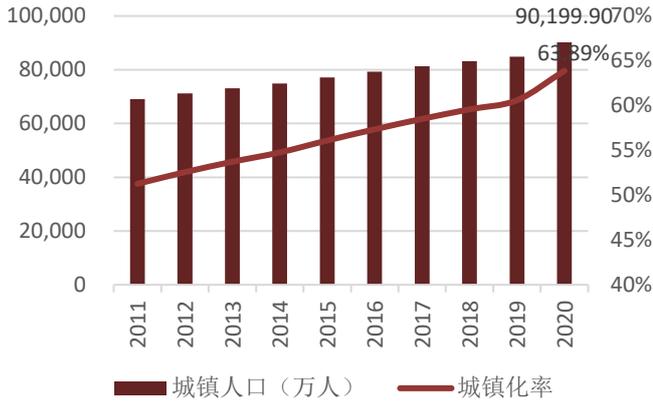
从资产负债情况看, 近三年同业公司资产负债率水平平均处于上行通道。2020年末公司资产负债率为67.22%, 处于历史较高水平, 主要是因为当前在建固废项目多, 短期资金需求大, 但横向来看仍处于同业平均水平。

## 2 垃圾填埋产能见顶, 焚烧处理成为主流

### 2.1 城镇人口持续增长, 垃圾处理成为刚需

我国城镇人口数量持续增长, 城镇化进程持续推进。2020年, 我国城镇常住人口突破9亿, 城镇化率达到63.39%。城市化进程的不断推进导致城市生活垃圾产量持续增长。2019年我国城市生活垃圾清运量达23,767万吨, 较2010年的15,804万吨增长50.38%, 年均增长5.6%。城市生活垃圾清运量持续增长, 为垃圾处理行业带来巨大的发展空间。城市垃圾清运量的增加, 促进了垃圾焚烧发电产业的快速成长。目前我国城镇化率刚刚突破60%, 尽管略高于全球平均城镇化率55%, 但是与美国82%的城镇化率, 日本92%的城镇化率相比, 仍有增长空间, 意味着我国城镇化潜力依旧巨大, 垃圾焚烧发电行业将持续享受城镇化带来的增长红利。

图表16:中国城镇人口数量及城镇化情况



资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所

图表17:中国城市生活垃圾清运量



资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所

## 2.2 政策引导保驾护航, 固废焚烧处理进入增长长期

**政策引导保驾护航, 垃圾焚烧处理日益成为主流固废处理方式。**当前, 主要的生活垃圾处理方式包括填埋处理和焚烧处理方式, 堆肥处理方式由于其固有的气味重, 危险系数高等原因, 逐渐退出历史舞台, 2010 年后国家统计局不再单独公布堆肥处理相关数据。截至 2018 年底, 垃圾填埋处理是我国最主要的垃圾处理方式, 约占垃圾处理总量的 53%, 填埋处理方式具有工艺简单, 运营费用相对较低的优点, 但是随着垃圾产量的增加, 填埋厂容量逐渐见顶, 厂区运营寿命有限; 新设址受土地资源紧张和邻避效应制约, 另外填埋厂区需严格防渗, 一旦处理不当易造成地表水和地下水污染。种种因素导致填埋处理不再是垃圾处理最优方案。垃圾焚烧方式 2018 年末占比约 47%, 具有建设用地小, 无害化程度高, 附加发电价值大等特点, 其产生的经济效益, 污染控制和可持续性均优于填埋处理方式, 因此占比逐渐增加, 日益成为主流固废处理方式。

**垃圾填埋处理量见顶, 焚烧处理量增幅明显, “十三五”规划目标预期顺利达成。**

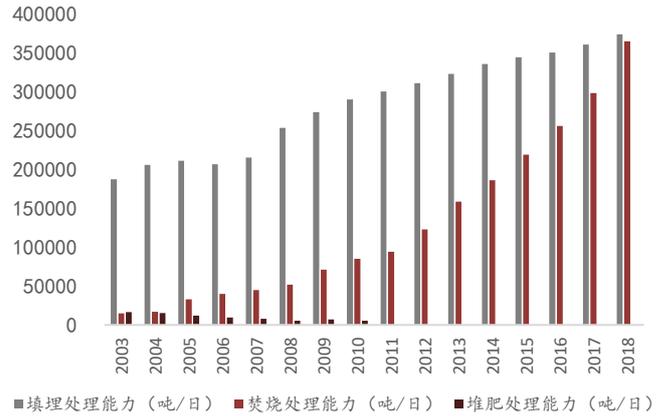
《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》指出, 2020 年末我国垃圾焚烧处理量将超过垃圾填埋处理量, 占比达到 54%, 设市城市生活垃圾焚烧处理能力占无害化处理总能力的 50%以上, 其中东部地区达到 60%以上。根据 2019 中国统计年鉴, 截至 2018 年末我国垃圾填埋处理量为 11,706.02 万吨, 同比下滑 2.75%, 垃圾填埋处理量逐渐见顶; 垃圾焚烧处理量为 10,184.92 万吨, 同比上升 20.34%。自 2003 年有数据公布以来, 垃圾填埋处理量年均增速为 4.10%, 垃圾焚烧处理量年均增速为 24.74%, 垃圾焚烧处理量将超过垃圾填埋处理量, 成为我国最主要的垃圾处理方式。三部委在今年印发得《城镇生活垃圾分类和处理设施补短板强弱项实施方案》中提出要大力提升垃圾焚烧处理能力, 生活垃圾日清运量超过 300 吨的地区, 到 2023 年基本实现原生生活垃圾“零填埋”; 焚烧替代填埋趋势确定, 后续产能提升空间大。

图表18:三种不同垃圾处理方式处理量情况

图表19:三种不同垃圾处理方式日处理能力情况



资料来源：国家统计局，万联证券研究所

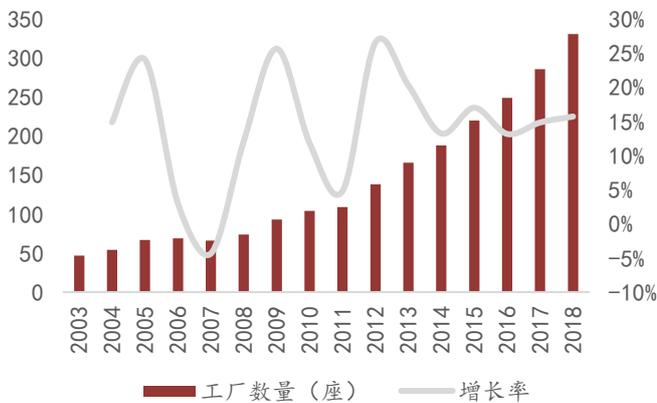


资料来源：国家统计局，万联证券研究所

### 2.3 行业景气度高，发展势态良好

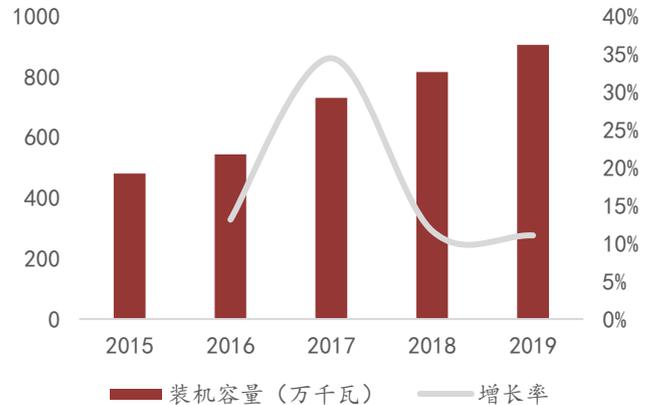
垃圾焚烧处理行业景气度高，项目投产高峰来临。2018 年末，我国垃圾焚烧处理工厂数量达 331 座，过去 15 年复合增长率 13.9%；垃圾焚烧发电累计装机容量从 2015 年的 480 万千瓦增长到 2019 年的 905 万千瓦，容量接近翻番。随着 17-18 年建设高峰的垃圾焚烧发电项目的进入集中投产期，固废焚烧行业进入快速发展轨道，行业景气度持续向好。

图表20:我国垃圾焚烧处理工厂数量



资料来源：国家统计局，万联证券研究所

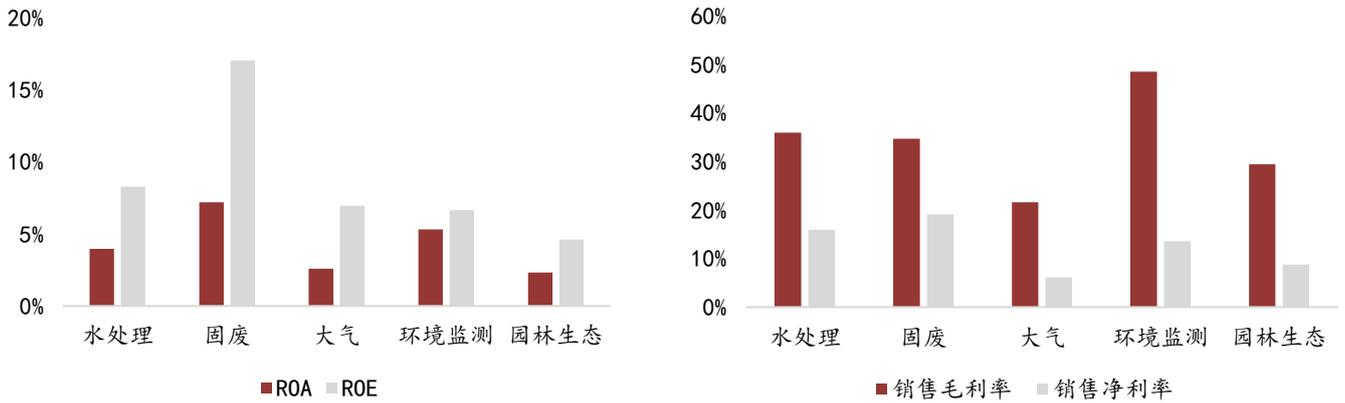
图表21:我国垃圾焚烧发电累计装机容量 (万千瓦)



资料来源：国家统计局，万联证券研究所

图表22:环保细分子行业 ROE、ROA 对比

图表23:环保细分子行业毛利率、净利率对比



资料来源: Wind, 万联证券研究所

资料来源: Wind, 万联证券研究所

**固废行业成长性高，盈利水平位于环保细分子行业前列。**剔除亏损企业后对 A 股和 H 股环保行业上市公司进行分析发现，固废行业成长性明显优于其他环保子行业。根据 2020 年年报数据，固废行业平均 ROA 为 7.20%，平均 ROE 为 17.04%，均位居环保细分子行业第一位；以销售毛利率和销售净利率衡量，固废行业盈利水平也位居环保细分子行业前列，2020 年固废行业平均销售净利率为 19.11%，位居环保细分子行业首位。从整个行业来看，固废行业成长性和盈利水平高，行业发展态势良好。

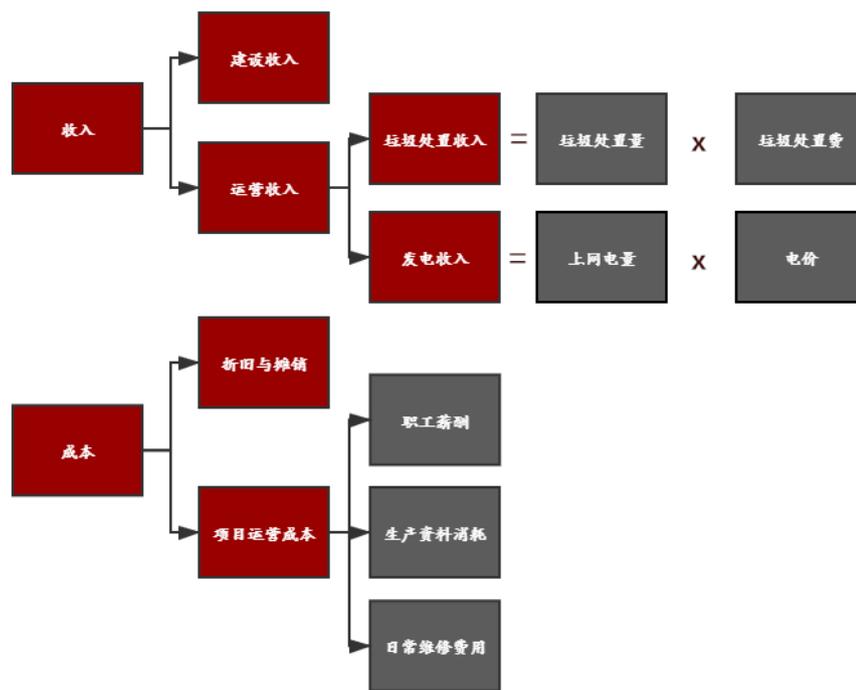
### 3 固废纵横一体化，垃圾焚烧业绩释放潜力大

**垃圾焚烧商业模式清晰，现金流来源稳定。**从收入来看，垃圾焚烧项目的收入包括建设收入和运营收入，其中运营收入是最主要的组成部分。运营收入又包括两个部分：一是政府以垃圾处置量计量给予企业的垃圾处置补贴；二是垃圾焚烧发电上网电量带来的收入，根据 2012 年国家发改委《关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》规定，每吨生活垃圾折算上网电量暂定为 280 千瓦时，执行全国统一垃圾发电标杆电价每千瓦时 0.65 元。

$$\text{运营收入} = \text{垃圾处理量} \times \text{垃圾处置费} + \text{上网电量} \times \text{电价}$$

从成本来看，垃圾焚烧项目的成本主要来自无形资产摊销和日常维护费用，其中运营成本是最主要的组成部分，包括职工薪酬，生产材料损耗和日常维修费用等，企业盈利水平取决于项目运营水平。同时，企业项目一旦投运，每年可以获得稳定的垃圾处置收入和电费收入，现金流稳定且可预测，主要取决于项目投产时的内部收益率。

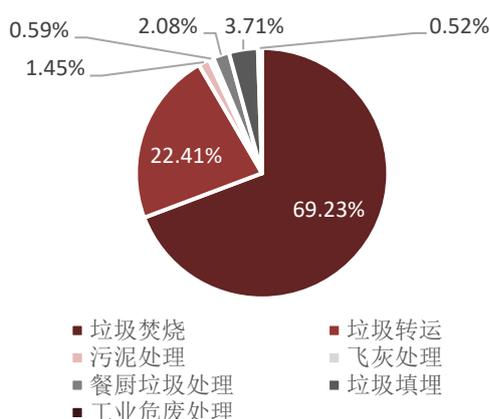
图表24:垃圾焚烧行业收入成本结构



资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

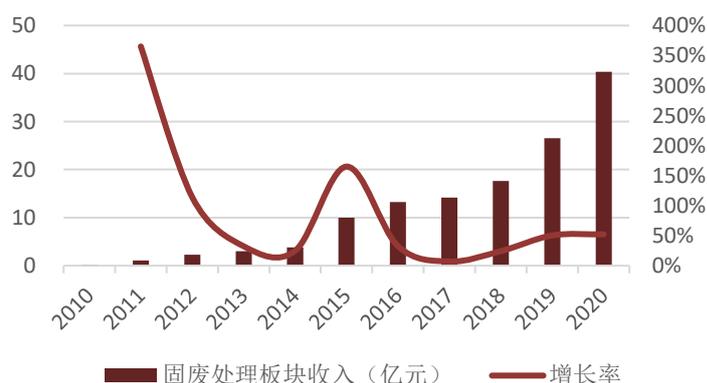
公司固废板块收入增长迅速，垃圾焚烧主业突出。2020年，瀚蓝环境固废业务营收40.4亿元，同比增长52.41%，是公司业务板块营收额增长最突出的板块。其中垃圾焚烧处理量占所有固废处理量的69%，垃圾转运处理量占比约22.4%，污泥，飞灰，餐厨，危废等业务占比合计约8%。公司垃圾焚烧主业突出，同时也积极覆盖生活垃圾、餐厨垃圾、污泥、工业危废、农业垃圾等污染源治理领域。

图表25:公司固废板块2020年各业务处理量



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表26:公司固废板块收入情况



资料来源：Wind，万联证券研究所

固废项目推进全国，预期在手项目建成后焚烧产能翻番。公司积极推进“十年百城”计划，力争到2030年为100座城市的可持续发展提供优质环境服务。截至2020年4月，公司固废处理业务已经涵盖十四个省份，三十四座城市。截至2020年末，公司共有14个项目在建，其中垃圾焚烧发电项目共4个，农业垃圾处理项目3个，餐厨垃圾处理5

个，工业危废和垃圾转运项目2个，在建项目涵盖全国6个省份，部分项目已下沉至县域，实现固废横纵向协同一体化产业链的初步建立。

图表27:截至 2020 年末在建项目情况

项目板块	项目名称	区位	处理规模 (吨/日)
焚烧发电	漳州北部片区垃圾焚烧发电及配套工程 PPP 项目	福建漳州	1,500
	常德项目一期	湖南常德	500
	平和项目一期	福建漳州	550
	贵阳项目	贵州贵阳	2,000
垃圾转运	惠安县生活垃圾中转站 PPP 项目	福建泉州	1,650
	桂城街道生活垃圾中转站项目	广东佛山	1,270
餐厨垃圾处理	哈尔滨餐厨项目(二期)	黑龙江哈尔滨	200
	牡丹江餐厨项目	黑龙江牡丹江	100
	廊坊项目	河北廊坊	餐厨垃圾处理 200, 粪便 300, 废弃油脂 20
	大庆项目	黑龙江大庆	餐厨垃圾处理每天 150, 粪便处理 50
	南平餐厨项目	福建南平	100
农业垃圾处理	涿水项目	河北保定	40
	遂溪项目	广东湛江	40
	怀集项目	广东肇庆	25

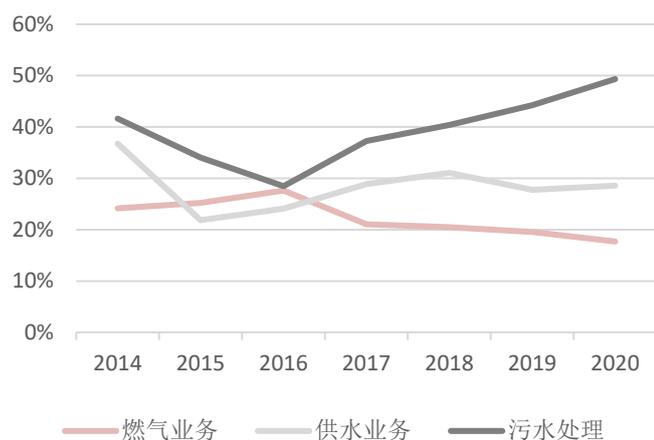
资料来源: 公司年报, 万联证券研究所

**固废项目大量开工、试运，垃圾焚烧业绩释放潜力大。**2020年，公司固废处理业务营业收入40.39亿元，同比增长52.41%，毛利率也小幅上升0.57个百分点，成为公司实现增长的主要动力。具体而言，垃圾焚烧量为605.36吨，同比增长22.99%；发电量为229676.76万千瓦时，同比增长29.45%。公司在固废处理领域，具备固废处理纵横一体化产业链，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。2019年10月底公司并表瀚蓝城服；2020年2月佛山市南海绿电再生能源生活垃圾焚烧发电三厂扩建项目、7月瀚蓝济宁生活垃圾焚烧发电厂二期项目等多项目开工、试运，使得固废项目的成本和营业收入均大幅增加，实现业务规模扩大。2020年内，尽管受疫情影响，固废处理业务的餐厨、危废和部分垃圾焚烧发电项目产能利用率不足，固废板块依旧保持高增长，主要得益于新增合并深圳国源100%股权，以及新增生活垃圾焚烧发电项目处理规模共5450吨/日的投产；而在2021一季度，孝感一期项目、晋江提标改建项目等生活垃圾焚烧项目投产带来了新增的5700吨/日投产，生活垃圾焚烧发电项目总规模达到32850吨/日，已投产的生活垃圾焚烧发电规模也达到22950吨/日，创造了更多工程建设业务收入，进一步增强固废处理业务的竞争力。目前也有规模分别为4550吨/日和3750吨/日的在建、筹建生活垃圾焚烧发电项目，期望可以在未来实现进一步扩张。

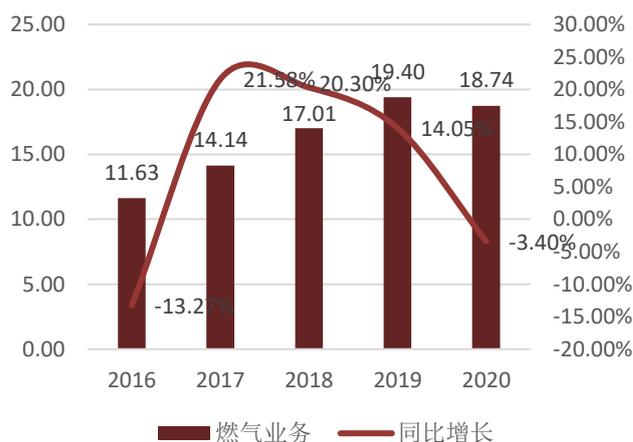
## 4 燃气水务稳健发展，打造完整生态环境服务产业链

子公司南海燃气是南海地区唯一燃气供应商。子公司南海燃气是佛山市南海区唯一一家管道燃气供应商，此外江西瀚蓝能源在樟树市拥有 11 个镇街的燃气特许经营权。受煤改气政策推动，燃气板块业绩保持稳步提升的趋势，2016-2020 年燃气业务营收 CAGR 达 12.7%。2020 年，公司燃气业务板块实现营业收入 18.74 亿元，因受疫情影响等原因较上年下降 3.40%，毛利率表现较为平稳，自 17 年以来保持在 20%左右。

图表28:公司非固废业务板块毛利率



图表29:公司燃气业务收入增长情况(亿元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表30:生活用供水总量(亿吨)



图表31:公司供水业务收入增长情况(亿元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

资料来源: Wind, 万联证券研究所

城市生活供水量稳步上涨，供水业务前景广阔。我国城市生活用供水总量由 2015 年的 287.27 亿吨增长至 2019 年的 340.12 亿吨，复合增长率为 4.3%，对应时间段(2015-2019)公司年供水业务营收 CAGR 为 5.9%。公司 2020 年供水业务营收 9.13 亿元，同比下降 1.93%；公司近几年售水量稳定增长，2020 年售水总量为 4.32 亿吨，自来水销售的平均水价未发生变化，平均销售单价保持在 2.19 元/吨。公司运营 3 家自来水厂，拥有 7 家水务公司，范围覆盖整个南海区，服务人口约 328 万人，市占率 93%，

具有地域优势。

**能源供水业务稳健恢复，助推营收增长。**2020年间，能源、供水业务受到新冠疫情冲击，再加上山东、青海等各地发改委发布天然气最高限价的通知，营业收入分别下滑3.43%、1.92%，而这两者在总营收的占比大约为37%，造成了一定冲击。而在2021年第一季度，新冠疫情的影响很大程度上得到了消除，复工复产进行，天然气用量、售水量得到提升，能源业务与供水业务的主营收入分别达到6.1亿元与2.21亿元，分别实现80.01%、17.31%的增幅，也对整体营收的增加带来了助推作用。具体而言，天然气生产量达到1.904亿立方米，同比增长71.00%；供水量达到1.134亿吨，同比增长16.74%。而这也得益于能源业务方面，南海区陶瓷洁具行业清洁能源改造完成；供水业务方面，第二水厂、新桂城水厂等工程业务收入实现提升。而排水业务在2020年实现主营业务收入4.10亿元，同比增长14.22%，主要原因是大部分污水处理厂陆续按提标改造后新价格结算收入；而在2021一季度排水业务主营收入1.03亿元，同比增加0.03亿元，增幅3.16%。整体而言增长波动在不受其他因素影响的情况下较为稳定，提供了增长的安全保障。

## 5 盈利预测及假设

### 固废处理业务预测

1. **垃圾焚烧方面：**根据公司2020年年报披露的在建工程情况，预计21-23年垃圾焚烧新增产能分别为7100/2550/1000吨每日，年报披露2020年底已投产产能为17250吨每日（不含顺德），因此21-23年垃圾焚烧在运产能按24350/26900/27900进行盈利预测。在双碳大背景下，我们预计垃圾焚烧业务将保持稳定增长的态势。

图表32:垃圾焚烧新增产能情况

业务	项目名称	规模(吨/日)	正式投产时间
生活焚烧垃圾发电	南海一厂提标扩能工程（三厂）	1500	2020年一季度
	漳州南（常山）项目	1000	2020年一季度
	饶平项目	600	2020年一季度
	宣城二期项目	1000	2020年二季度
	开平项目	600	2020年三季度
	安改溪扩建项目	750	2020年四季度
	<b>2020年合计新增投产</b>	<b>5450</b>	
	海阳项目	500	2021年一季度
	济宁二期项目	800	2021年一季度
	晋江提标改建项目	1500	2021年一季度
	孝感一期项目	1500	2021年一季度
	淮安项目	800	2021年一季度
	漳州北部片区垃圾焚烧发电及配套工程 PPP 项目	1,500	2021年二季度
	常德项目一期	500	2021年四季度

	2021年预计新增投产	7100	
	平和项目一期	550	2022年二季度
	贵阳项目	2,000	2022年二季度
	2022年预计新增投产	2,550	

资料来源：公司公告，万联证券研究所

- 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在2021年起逐步贡献规模化收入和利润，21-23年非垃圾焚烧类业务收入将持续提升。
- 固废板块毛利率：**双碳及环保高压背景下，固废处理产业维持目前供不应求的市场格局，毛利维持在上升区间，但由于新增产能在2021年集中投产，预计21年受新项目产能爬坡影响，产能利用情况受到一定影响，新增产能有望在2022年得到较好的释放。预计21-23年毛利率分别为28.88%/32.08%/34.76%。

### 燃气业务预测

南海燃气作为佛山市南海区唯一一家管道燃气供应商，位处于粤港澳大湾区核心地段，区位优势明显。根据我国第七次人口普查数据显示，佛山市常住人口在过去10年新增230万，作为佛山强区的南海在人口持续净流入的背景下，结合煤改气等政策推动业绩增长有刚需的支撑，预计将保持11%的增速。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16.50%/15.69%/14.53%。

### 供水业务预测

公司供水业务产能稳步提升，价格较为稳定，业务收入在21-23年保持目前2.2%的CAGR增速增长，毛利率稳定在28.58%不变。

### 污水处理业务预测

公司污水处理产能近年来保持稳健增长，保持目前7.5%的CAGR增速，毛利维持在49.33%不变。

图表33:公司分业务盈利预测情况

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	7481.44	9065.15	10053.67	11097.53
销售成本	5268.16	6528.21	7080.99	7675.64
毛利润	2213.27	2536.95	2972.68	3421.89
毛利率(%)	29.58	27.99	29.57	30.83
<b>固废处理业务</b>				
收入	4038.76	5058.34	5746.65	6462.69
成本	2743.18	3597.49	3903.13	4216.26
毛利	1295.58	1460.85	1843.53	2246.43
毛利率(%)	32.08	28.88	32.08	34.76
业务收入比例(%)	53.98	55.80	57.16	58.24
<b>燃气业务</b>				

收入	1873.82	2130.31	2348.71	2589.39
成本	1542.29	1778.81	1980.20	2213.15
毛利	331.53	351.50	368.51	376.24
毛利率 (%)	17.69	16.50	15.69	14.53
业务收入比例 (%)	25.05	23.50	23.36	23.33
<b>供水业务</b>				
收入	913.20	917.32	937.59	958.31
成本	652.22	655.15	669.63	684.42
毛利	260.98	262.17	267.96	273.88
毛利率 (%)	28.58	28.58	28.58	28.58
业务收入比例 (%)	12.21	10.12	9.33	8.64
<b>污水处理业务</b>				
收入	410.11	711.18	770.24	834.15
成本	207.81	360.36	390.28	422.66
毛利	202.29	350.83	379.96	411.49
毛利率 (%)	49.33	49.33	49.33	49.33
业务收入比例 (%)	5.48	7.85	7.66	7.52
<b>其他业务</b>				
收入	245.55	248.01	250.49	252.99
成本	122.66	136.40	137.77	139.14
毛利	122.89	111.60	112.72	113.85
毛利率 (%)	50.05	45.00	45.00	45.00
业务收入比例 (%)	3.28	2.74	2.49	2.28

资料来源: Wind, 万联证券研究所

**盈利预测与投资建议:** 预计公司 2021-23 年实现营业收入 90.65/100.54/110.97 亿元, 归母净利润分别为 12.46/14.82/18.03 亿元, 对应 EPS 为 1.53/1.82/2.21 元, 对应 5 月 28 日 PE 为 15.64/13.15/10.81 倍。结合公司在环境综合服务领域的龙头地位以及双碳背景下固废处理行业的估值修复, 给予公司 20 倍 PE 估值, 对应目标价 30.6 元, 首次覆盖给予公司买入评级。

图表34:可比公司估值(截至 2021 年 5 月 28 日)

个股代码	个股简称	股价 2021 年 5 月 28 日	万得一致预测 (EPS)			当前估值 (PE)		
			21E	22E	23E	21E	22E	23E
603568.SH	伟明环保	23.53	1.29	1.58	1.86	18.27	14.87	12.68
002034.SZ	旺能环境	18.39	1.54	1.88	2.17	11.98	9.77	8.46
601200.SH	上海环境	11.50	0.65	0.76	0.85	17.59	15.04	13.48
601330.SH	绿色动力	9.01	0.53	0.65	0.80	16.99	13.77	11.32
平均估值倍数						16.21	13.36	11.49
600323.SH	瀚蓝环境	23.90	1.53	1.82	2.21	15.64	13.15	10.81

资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表35:公司历史估值倍数

PE Band

More



资料来源: Wind, 万联证券研究所

## 6 风险提示

国网补贴不及预期, 环保政策推动不及预期, 产能释放不及预期。

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>7481</b>	<b>9065</b>	<b>10054</b>	<b>11098</b>
%同比增速	21%	21%	11%	10%
营业成本	5268	6528	7081	7676
毛利	2213	2537	2973	3422
%营业收入	30%	28%	30%	31%
税金及附加	52	63	70	77
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	86	110	120	133
%营业收入	1%	1%	1%	1%
管理费用	490	567	636	703
%营业收入	7%	6%	6%	6%
研发费用	111	117	133	149
%营业收入	1%	1%	1%	1%
财务费用	324	427	477	465
%营业收入	4%	5%	5%	4%
资产减值损失	-26	-22	-20	-20
信用减值损失	-34	0	0	0
其他收益	127	180	187	208
投资收益	80	131	124	141
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1297</b>	<b>1540</b>	<b>1828</b>	<b>2224</b>
%营业收入	17%	17%	18%	20%
营业外收支	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1299</b>	<b>1540</b>	<b>1828</b>	<b>2224</b>
%营业收入	17%	17%	18%	20%
所得税费用	241	295	346	421
净利润	1058	1246	1482	1803
%营业收入	14%	14%	15%	16%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1057</b>	<b>1246</b>	<b>1482</b>	<b>1803</b>
%同比增速	16%	18%	19%	22%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	1.30	1.53	1.82	2.21

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	1.30	1.53	1.82	2.21
BVPS	9.27	12.92	17.15	22.02
PE	18.43	15.64	13.15	10.81
PEG	1.21	0.88	0.69	0.50
PB	2.58	1.85	1.39	1.09
EV/EBITDA	11.37	8.98	8.87	7.88
ROE	14%	12%	11%	10%
ROIC	7%	6%	6%	7%

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1017	918	1369	987
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1028	1197	1371	1499
存货	554	575	654	714
预付款项	235	439	455	476
合同资产	200	121	157	186
其他流动资产	677	778	685	601
流动资产合计	3711	4028	4690	4462
长期股权投资	499	524	549	574
固定资产	5596	8194	11092	14202
在建工程	4071	4956	5604	6195
无形资产	10138	10335	10597	10925
商誉	413	413	413	413
递延所得税资产	171	171	171	171
其他非流动资产	330	360	390	420
<b>资产总计</b>	<b>24929</b>	<b>28981</b>	<b>33505</b>	<b>37361</b>
短期借款	1158	1372	1439	1078
应付票据及应付账款	2724	3181	3520	3816
预收账款	0	152	126	132
合同负债	223	138	175	203
应付职工薪酬	248	304	334	361
应交税费	155	203	223	244
其他流动负债	4443	5187	5067	4575
流动负债合计	7793	9165	9446	9331
长期借款	6144	5844	6644	6644
应付债券	919	919	919	919
递延所得税负债	231	231	231	231
其他非流动负债	1670	1670	1670	1670
<b>负债合计</b>	<b>16758</b>	<b>17830</b>	<b>18911</b>	<b>18796</b>
归属于母公司的所有者权益	7557	10538	13981	17953
少数股东权益	613	613	613	613
<b>股东权益</b>	<b>8170</b>	<b>11151</b>	<b>14594</b>	<b>18566</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>24929</b>	<b>28981</b>	<b>33505</b>	<b>37361</b>

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1956</b>	<b>3512</b>	<b>2775</b>	<b>3226</b>
投资	-174	-45	-45	-45
资本性支出	-3564	-3314	-2960	-3025
其他	28	121	114	131
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-3709</b>	<b>-3238</b>	<b>-2892</b>	<b>-2938</b>
债权融资	0	0	0	0
股权融资	130	0	0	0
银行贷款增加(减少)	10287	-87	868	-361
筹资成本	-593	-286	-300	-309
其他	-8057	0	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1767</b>	<b>-373</b>	<b>568</b>	<b>-670</b>
<b>现金净流量</b>	<b>14</b>	<b>-99</b>	<b>451</b>	<b>-382</b>

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场