

瀚蓝环境 (600323)

水务/公用事业

发布时间: 2016-08-30

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 买入

一个有情怀的环保公司: 传统业务稳健, 固废拓展加速

报告摘要:

固废业绩增长动力足, 传统公用事业稳健, 共助公司大步向前。目前, 公司已经形成固废、供水、污水处理和燃气业务四大板块。1) **固废业务:** 公司立足佛山南海产业园, 收购创冠中国, 垃圾焚烧业务逐步走向全国。公司垃圾焚烧发电投产 9600 吨/日, 在建规模 5750 吨/日, 预计未来 2-3 年内建成, 业绩增长可期。2) **供水业务:** 公司供水能力 136 万吨/日, 在进行 25 万吨/日扩建, 供水模式从批发为主转变为零售到户, 受益于水价上涨, 今年业绩相比去年将提升。3) **污水处理:** 目前污水处理能力达 53.8 万吨/日, 未来将南海区污水收集管网的运营管理权纳入公司, 形成厂网一体化的创新运营模式, 该板块预计今年业绩平稳。4) **燃气业务:** 公司未来将抓住佛山政府对铝型材行业推行清洁能源政策的机会, 如进展顺利, 燃气会增加销量 4-5 千万立方米 (全年销量 3 亿立方米左右)。**强强合作进军危废处理领域, 并购加速危废布局。** 1) 公司出资 510 万元与德国环保巨头瑞曼迪斯合作成立佛山瀚蓝瑞曼迪斯环境服务有限公司, 负责当地危废处理项目, 项目规模 5 万吨/年, 预计 2017 年投产。2) 8 月, 公司收购威辰环境 70% 股权, 标志公司加速布局危废市场。威辰环境危险废弃物处理规模是 22 万吨/年, 预计明年一月投产 17 万吨 (处置烟道灰 12 万吨年+处置含铜镍废渣 5 万吨/年)。威辰环境承诺, 2017-2019 年扣非净利润分别为 0.2、0.35 和 0.5 亿元。

承担社会责任, 做有情怀的环保公司。 公司深谙环保企业应肩负的社会责任, 创新性提出打造“城市好管家、行业好典范、社区好邻居”的“三好企业”。16 年 8 月, 公司和广东轻工职业技术学院签署战略合作协议, 致力于培养环保人才、进行产学研研究, 承担挖掘未来环保之星的重任。

估值与财务预测: 预计公司 2016-2018 营业收入为 37.05、44.43、52.99 亿元, 归母净利为 5.45、6.73、8.03 亿元, 对应的 EPS 分别为 0.71、0.88、1.05 元。看好公司未来在固废业务的拓展以及布局全国危废市场, 前景广阔, 给予“买入”评级。

风险提示: 项目推进不及预期、燃气价格下降、政策推进不及预期

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2435	3357	3705	4443	5299
(+/-)%	143.18%	37.85%	10.36%	19.94%	19.25%
归属母公司净利润	309	403	545	673	803
(+/-)%	32.00%	30.51%	35.20%	23.51%	19.41%
每股收益 (元)	0.40	0.53	0.71	0.88	1.05
市盈率	37.80	28.97	21.42	17.35	14.53
市净率	3.51	2.66	2.41	2.18	1.94
净资产收益率 (%)	9.27%	9.17%	11.26%	12.55%	13.39%
股息收益率 (%)	0.68%	0.62%	0.85%	1.31%	1.38%
总股本 (百万股)	717	766	766	766	766

股票数据

2016/8/29

收盘价 (元)	15.23
12 个月股价区间 (元)	10.66 ~ 17.39
总市值 (百万元)	11,195
总股本 (百万股)	766
A 股 (百万股)	766
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	14

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	12%	25%	33%
相对收益	11%	17%	24%

相关报告

《中报点评: 回首固废供水齐放量, 展望危废新景象》

2016-8-11

《瀚蓝环境 (600323): 围绕固废处理, 打造综合环境服务商》

2016-6-23

证券分析师: 龚斯闻

执业证书编号: S0550513050002

研究助理: 陈宇轩

执业证书编号: S0550115120028

(021)20361206 chen_yx@nesc.cn

研究助理: 孙春旭

执业证书编号: S0550116040019

(021)20361131 suncx@nesc.cn

目 录

1. 公司简介	5
1.1. 历史沿革.....	5
1.2. 股权结构.....	6
1.3. 业绩分析.....	7
1.4. 公司运营能力分析.....	8
2. 行业分析	9
2.1. 垃圾焚烧发电行业.....	9
2.1.1. 垃圾焚烧市场需求不断扩大.....	10
2.1.2. 产业政策助力广阔的市场空间.....	11
2.2. 危险废物处理行业.....	13
2.2.1. 每年危废产量增长迅速.....	13
2.2.2. 危废处理方式：资源化利用为主，无害化处置是趋势.....	14
2.2.3. 危废处理行业空间测算.....	15
3. 公司分析	16
3.1. 固废业务抢眼，业绩增长强动力.....	16
3.1.1. 收购创冠，跻身行业第一梯队.....	16
3.1.2. 南海模式享誉全国，复制之路踏上征程.....	18
3.1.3. 垃圾焚烧发电助公司业绩腾飞.....	19
3.2. 强强合作进军危废，收购方式布局全国.....	20
3.2.1. 立足佛山，联手德企进军危废市场.....	20
3.2.2. 走出佛山，并购威辰强化危废布局.....	22
3.3. 公用事业区域性垄断，环境综合服务大步向前.....	23
3.3.1. 供水业务受益于水价调整，盈利大幅提升.....	23
3.3.2. 污水处理全产业链，厂网一体化业绩可期.....	24
3.3.3. 燃气业务借政策东风，维持稳增长在即.....	25
3.4. 承担社会责任，做有情怀的环保公司.....	26
3.5. 复星合作，带来项目资源.....	27
4. 盈利预测与估值	28
4.1. 盈利预测.....	28
4.2. 估值比较.....	29
4.2.1. 可比公司.....	29
4.2.2. 估值评级.....	30
4.2.3. 风险提示.....	30

图目录

图 1: 公司历史沿革时间轴	5
图 2: 公司四大业务板块	6
图 3: 2012-2016 年公司营收及归母净利情况	7
图 4: 2016 上半年各业务板块营收占比	7
图 5: 2012-2016 年公司各业务营业收入	7
图 6: 2012-2016 年公司各业务毛利率	7
图 7: 2012-2016 年公司应收账款周转天数	8
图 8: 2012-2016 年公司存货周转天数	8
图 9: 09-14 年城市生活垃圾清运量	10
图 10: 09-14 年城市生活垃圾无害化处理量	10
图 11: 城市生活垃圾焚烧处理量快速增长	10
图 12: 城市生活垃圾处理量占比	10
图 13: 我国垃圾焚烧处理能力 (万吨/日)	12
图 14: 垃圾焚烧发电未来三年产能预测	13
图 15: 焚烧发电厂数量预测	13
图 16: 06-14 年我国危险废物产生量	13
图 17: 11-14 年危废三种处理量占比	14
图 18: 2014 年危废处置方式	14
图 19: 工业固废治理投资完成额	15
图 20: 四个行业年产值趋势图	16
图 21: 2014 年危废的组分构成	16
图 22: 2014 年产生危废的行业构成	16
图 23: 垃圾焚烧市场份额占比	17
图 24: 创冠中国组织架构	17
图 25: 2014 年公司收购创冠中国	17
图 26: 公司南海产业园示意图	18
图 27: 2016 年创冠中国固废项目盈利预测	19
图 28: 广东主要城市危废产生量和核准处理量	21
图 29: 瑞曼迪斯德国工厂	21
图 30: 工业废渣处理	22
图 31: 危险废弃物存储车间	22
图 32: 公司供水资产及日供水能力	24
图 33: 公司污水处理厂分布图	25
图 34: 全部收购前, 燃气发展股权情况	26
图 35: 公司“三好”理念	27

图 36: 南海固废处理环保产业园.....	27
图 37: 签署战略合作协议.....	27
图 38: 15-18 年各业务营业占比情况.....	28
图 39: 15-18 年各业务净利占比情况.....	28

表目录

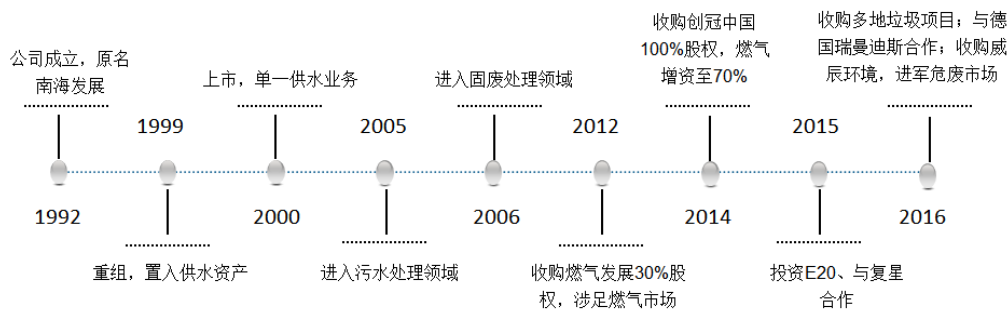
表 1: “五年规划”发展阶段概括.....	5
表 2: 公司股权结构 (2016H1).....	6
表 3: 同行业公司周转能力对比.....	9
表 4: 垃圾焚烧发电相关政策.....	11
表 5: 2013 年美国危险废物各方式管理量 (万吨).....	14
表 6: 创冠中国固废项目汇总.....	17
表 7: 2017-2018 年创冠中国固废项盈利增长点.....	20
表 8: 南海产业园项目盈利预测及未来焚烧项目增量预测.....	20
表 9: 佛山市危废处理中长期规划.....	21
表 10: 佛山市供水份额.....	23
表 11: 2016 年佛山地区供水水价.....	24
表 12: 佛山管道天然气价格.....	26
表 13: 公司各业务预测.....	28
表 14: 可比公司市值、动态 PE 及盈利一致预测对比.....	29

1. 公司简介

1.1. 历史沿革

公司成立于1992年12月，原名“南海发展”，公司成立之初主营为商贸零售。1999年南海供水集团置入优质自来水资产，主营改为自来水生产、供水等。2000年收购供水集团第二水厂，完成主板上市。2005年平州污水处理厂投产，进入污水处理市场。2006年与南海市政局签署南海区垃圾焚烧发电框架协议，进入固废处理市场。2012年收购燃气发展30%股权，进入燃气市场。2014年收购创冠中国100%股权，完成重大资产重组，业务布局走向全国。2015年战略引入复星、投资E20平台。2016年与德国瑞曼迪斯成立合资公司、收购威辰环境70%股权，进军危废市场。

图 1: 公司历史沿革时间轴



数据来源：东北证券整理

公司通过三个“五年规划”逐步打造“综合环境服务领跑者”的市场定位。秉持“城市好管家、行业好典范、社区好邻居”的责任理念，致力为各大城市提供系统化环境服务与解决方案。公司已经形成循环相扣的完整服务产业链。作为佛山市唯一一家上市的公用事业类企业，公司传统业务具有明显的**区域特征和垄断性**。

表 1: “五年规划”发展阶段概括

时间	事项
十一五期间	公司立足南海，以供水为起步，逐渐进入污水处理、固废处理领域。
十二五期间	南海固废产业园为起点打造“南海模式”，逐步进入到环境综合服务模式，形成供水+污水处理+固废处理+燃气供应四大板块业务。
十三五期间	公司维持“三好”企业的理念打造精品服务，实施积极扩张策略，同时积极引入战略投资者优化管理结构，重点拓展固废，布局危废产业。

数据来源：东北证券

公司业务领域主要覆盖以下四个板块：

固废处理：固废处理业务实现包括前端的垃圾集中压缩转运；中端的生活垃圾焚烧处理、污泥干化焚烧处理、餐厨垃圾处理；以及末端的渗滤液处理、飞灰处理在内的全产业链覆盖。其中，垃圾焚烧发电处理业务总规模15350吨/日（建成9600吨/日，在建5750吨/日），垃圾压缩转运规模4000吨/日，污泥处理规模650吨/日，餐厨垃圾处理规模850吨/日，950万立方米的垃圾填埋场，业务市场包括广东、福建、湖北、河北、辽宁、贵州、黑龙江等7个省市，业务规模居全国前列。

自来水供应：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。公司目前供水设计能力 158 万立方米/日，其中一家单厂日供水规模 100 万立方米。供水范围覆盖全南海区 1000 多平方公里，服务人口近 300 万人，供水水质一直达到并优于国家规定的水质标准。

污水处理：拥有包括污水处理管网维护、泵站管理、污水处理厂运营管理的污水处理服务全产业链。通过 BOT、TOT 和委托运营等方式，公司拥有约 20 个污水处理项目的特许经营权，处理规模约 58.3 万立方米/日，其中最大单厂日处理能力可达 27 万立方米，污水处理业务达到南海区的 70%；

燃气业务：完成燃气发展剩余 30% 股份收购后，公司将拥有佛山市南海区唯一一家燃气公司 100% 股权。

图 2：公司四大业务板块



燃气业务

固废业务

污水处理

供水业务

数据来源：东北证券，公司官网

1.2. 股权结构

瀚蓝环境的实际控制人为佛山南海区公有资产管理委员会，截止至 2016 年中报，南海区公资委通过南海供水集团、南海控股股份有限公司和佛山市南海城市建设投资有限公司分别持有 17.98%、12.63% 和 6.07% 股权，合计为 36.68%，为公司的实际控制人。相比其他综合环境服务企业，**公司股权结构稳定，并且有强大的政府背景支持，是公司持续稳定发展的关键。**

表 2：公司股权结构 (2016H1)

排名	股东名称	方向	持股数量	持股数量变动(股)	占股本比例	持股比例变动	股本性质
1	佛山市南海供水集团有限公司	-	137,779,089	0	17.98	0.0000	A 股流通股
2	广东南海控股投资有限公司	增持	96,813,730	5,494,004	12.63	0.7100	A 股流通股
3	创冠环保(香港)有限公司	-	91,019,417	0	11.88	0.0000	限售流通 A 股
4	佛山市南海城市建设投资有限公司	-	46,534,611	0	6.07	0.0000	限售流通 A 股
5	福建省华兴集团有限责任公司	减持	23,514,420	-725,000	3.07	-0.0900	A 股流通股
6	广东恒健资本管理有限公司	-	15,000,000	0	1.96	0.0000	A 股流通股
7	李贵山	-	10,000,000	0	1.31	0.0000	A 股流通股
8	广东省盐业集团有限公司	-	10,000,000	0	1.31	0.0000	A 股流通股
9	香港中央结算有限公司	新进	8,927,393		1.17		A 股流通股

司(沪股通)							
10	长城国融投资管理有 限公司	-	8,857,744	0	1.16	0.0000	A 股流通股
合 计		-	448446404		58.54		

数据来源：东北证券，wind

1.3. 业绩分析

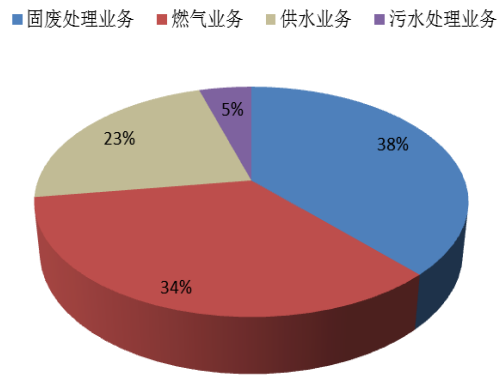
2015 年公司实现营收 33.57 亿，同比增长 37.85%；实现归属于母公司净利润 4.03 亿，同比增长 30.51%。2016 年上半年公司营收 17.24 亿元，同比增长 3.58%；实现归属母公司净利润 2.62 亿元，同比增长 38.39%。2016 年净利润大增主要受益于固废和供水两大板块。

图 3: 2012-2016 年公司营收及归母净利情况



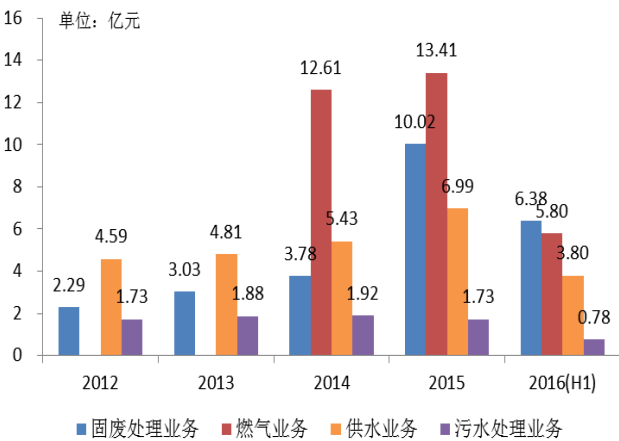
数据来源：东北证券，Wind

图 4: 2016 年上半年各业务板块营收占比



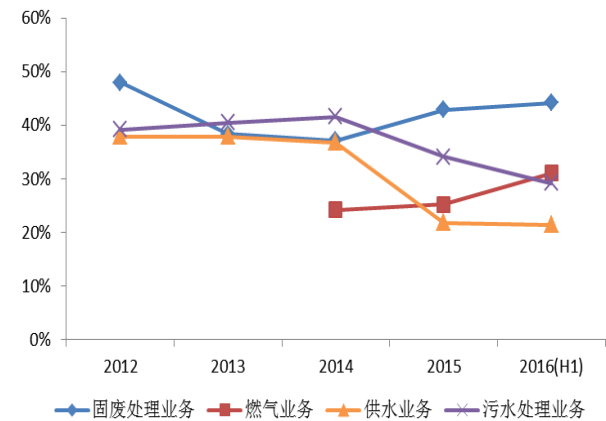
数据来源：东北证券，Wind

图 5: 2012-2016 年公司各业务营业收入



数据来源：东北证券，Wind

图 6: 2012-2016 年公司各业务毛利率



数据来源：东北证券，Wind

燃气业务：2015 全年燃气实现销售 3.15 亿立方米，同比增长 22.87%，营业收入为 13.41 亿元，占比全年总营业收入 42%，燃气业务毛利率为 25.24%。2014 年公司定增收购燃气发展的剩余 30% 股权，燃气发展成为公司全资子公司后，环保业务结构得到进一步完善。2015 年燃气业务增长主要受益于南海地区限制高污染大力推进清

洁能源以及气源采购价格下降。

2016 年上半年燃气业务收入 5.80 亿元，同比下降 15.23%。占比从 15 年 42% 降至 34%。毛利率为 31.08%。主要原因是 16 年上半年受国际油价影响，燃气业务的销售价格和采购价格同步下调。

固废板块：2015 年公司固废业务实现营业收入 10 亿，同比增长 165.32%，其中，垃圾焚烧处理量达 337.37 万吨，同比增长 217.51%。毛利率为 42.86%。2015 年固废业务营收大涨，主要受益于创冠中国的并表。此次收购创冠中国，使得公司一跃成为全国固废处理能力前十大企业。

2016 年上半年，固废处理业务实现营业收入 6.38 亿元，同比增长 24.66%，在公司业务收入占比提升至 38%，税前净利润占比提升至 41.78%，毛利率为 44.19%。固废处理业务已然成为公司盈利增长的核心动力。

供水业务：2015 年公司供水业务实现营收 6.99 亿，同比增长 28.74%，实现供水 3.78 亿立方米，同比增长 6.38%。毛利率为 21.84%。

2016 年上半年，供水业务收入 3.80 亿元，同比增加 22.12%，毛利率为 21.46%。营收增长的原因一是公司于去年全面完成对南海区各镇街自来水公司股权的收购，基本实现了对全南海区供水区域的全覆盖，供水模式从原来的批发为主转变为零售到户；二是 2016 年 1 月起，南海区进行了水价调整，整体上调 0.27 元/立方米，增幅约为 15%。

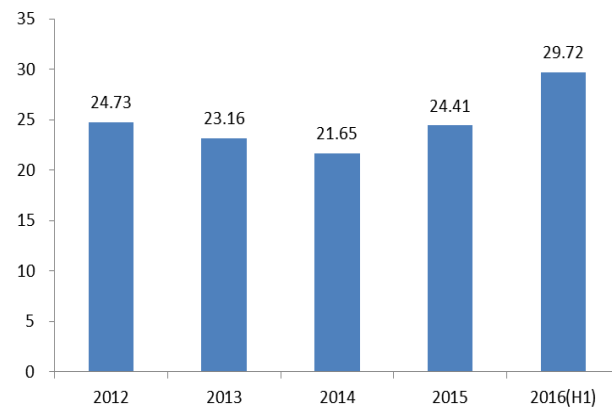
污水处理：2015 年污水处理实现营业收入 1.73 亿，下降 9.77%，销量实现 2.01 亿吨，同比下滑 1.83%；毛利率为 34.07%。

2016 年上半年，本板块营业收入 0.78 亿元，同比下降 17.42%。毛利率为 29.19%。公司属下各污水处理厂保持稳定生产状态，营收下降原因主要是：1) 来水不足，产能利用率未能充分发挥；2) 污水处理受增值税政策调整的影响。

1.4. 公司运营能力分析

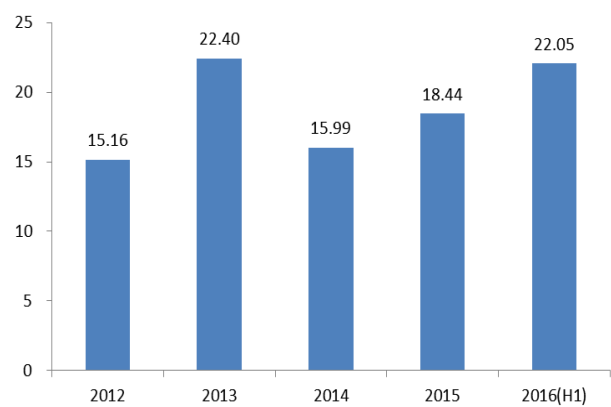
2015 年，公司应收账款和存货周转天数分别为 24.41 天和 18.44 天。而 2016 年上半年应收账款和存货周转天数较 15 年有所提高，分别为 29.72 天和 22.05 天。提高原因主要是固废业务扩大，政府结算进度滞后导致的。

图 7：2012-2016 公司应收账款周转天数



数据来源：东北证券，Wind

图 8：2012-2016 公司存货周转天数



数据来源：东北证券，Wind

公司和以固废业务为主的伟明环保相比，应收账款天数和存货周转率明显较低，这是因为瀚蓝环境固废板块以并购为主，而伟明环保做 EPC 项目致使应收账款和存货周转天数都比较高。对应污水处理业务为主的中原环保，瀚蓝环境应收账款天数明显较低。而相比较以燃气和供水为主要业务的公司而言，譬如深圳燃气和中山公用，瀚蓝环境的应收账款和存货周转天数相对略高。公司的应收账款和存货周转天数远低于平均水平，现金流充沛。

表 3: 同行业公司周转能力对比

公司	时间	应收账款周转天数(天)	存货周转天数(天)
瀚蓝环境	2012	24.73	15.16
	2013	23.16	22.40
	2014	21.65	15.99
	2015	24.41	18.44
伟明环保	2012	126.11	104.93
	2013	88.04	56.11
	2014	81.11	40.29
	2015	85.83	50.91
深圳燃气	2012	11.64	17.44
	2013	11.99	19.08
	2014	11.19	17.29
	2015	13.73	19.69
中山公用	2012	21.23	13.51
	2013	19.96	13.87
	2014	15.63	15.97
	2015	17.23	26.30
中原环保	2012	213.04	12.46
	2013	231.90	7.86
	2014	227.63	9.35
	2015	154.48	12.31
平均值	2012	79.35	32.70
	2013	75.01	23.86
	2014	71.45	19.78
	2015	59.14	25.53

数据来源：东北证券，wind

2. 行业分析

2.1. 垃圾焚烧发电行业

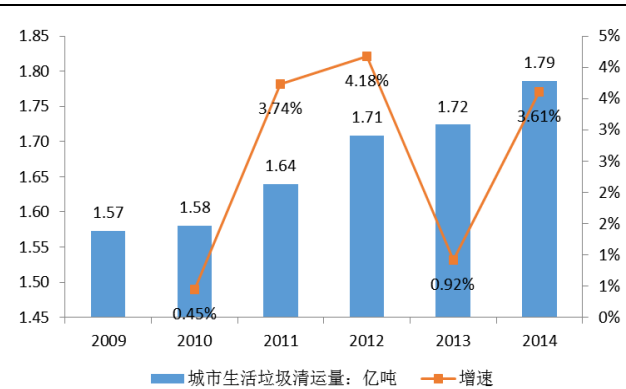
随着我国城市化率和人民生活水平的提高，城市的范围不断扩大，生活垃圾和工业垃圾产生量持续增加。城市周边土地资源日益稀缺，在城市周边建设垃圾填埋厂处理垃圾不仅会增加垃圾处理的成本，也对城市的环境质量造成威胁。面对“垃圾围城”的困局，垃圾焚烧的优势主要体现在：

- 1) **占地面积小**：垃圾焚烧后成为飞灰和残渣，体积缩小 80-90%，重量减少 80%，大幅减少土地资源的利用。
- 2) **经济效益高**：垃圾焚烧后产生的蒸汽可以用来发电或供热，向固废企业提供了新的经济效益，符合资源回收利用的环保理念。

2.1.1. 垃圾焚烧市场需求不断扩大

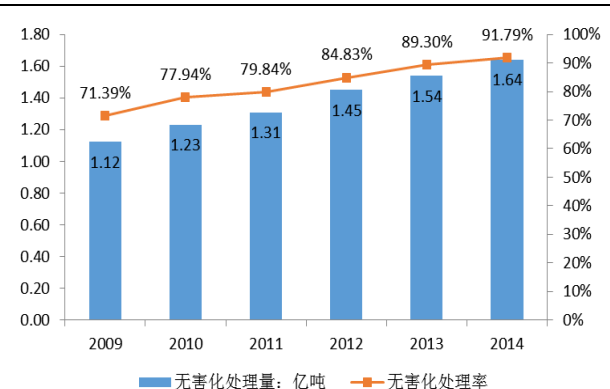
根据中国统计年鉴，2010年至2014年，我国城市垃圾清运量由每年1.58亿吨上升到1.79亿吨，保持3%的复合增长率稳步增长。垃圾无害化处理量由1.12亿吨上升到1.64亿吨，复合增长率达到7%；无害化处理率由78%上升到92%。无害化处理方式包括安全填埋、焚烧等其他方式。

图 9：09-14 年城市生活垃圾清运量



数据来源：东北证券，中国统计年鉴

图 10：09-14 年城市生活垃圾无害化处理量

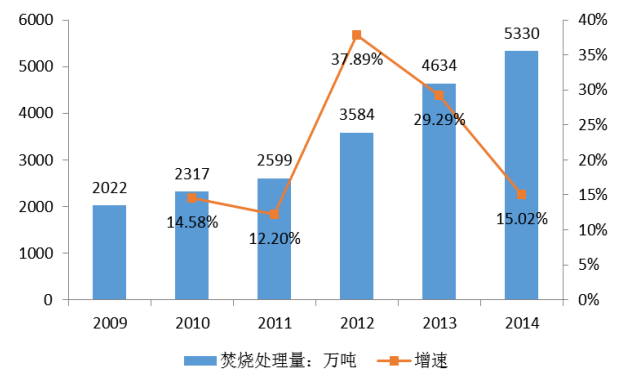


数据来源：东北证券，中国统计年鉴

我国垃圾焚烧发电产业虽然起步较晚，但是随着地方政府开始征收垃圾处理费，垃圾焚烧发电的优势开始凸显。垃圾焚烧处理技术由于具有“减量化、资源化、无害化”的特性，逐渐被各级政府和垃圾处理企业重视和采用。在发达国家，垃圾焚烧处理是最常见的处理方式。德国、日本和新加坡的垃圾焚烧处理率分布高达65%、70%和93%。而我国设市城市的生活垃圾无害化处理率已达到89.3%，其中70%以填埋为主，25%~28%为焚烧。目前的垃圾焚烧处理率为25.6%。相比于发达国家，我国的垃圾焚烧处理率提升空间较大。“十三五”期间，焚烧处理能力会进一步增长，建设管理更趋于精细化。

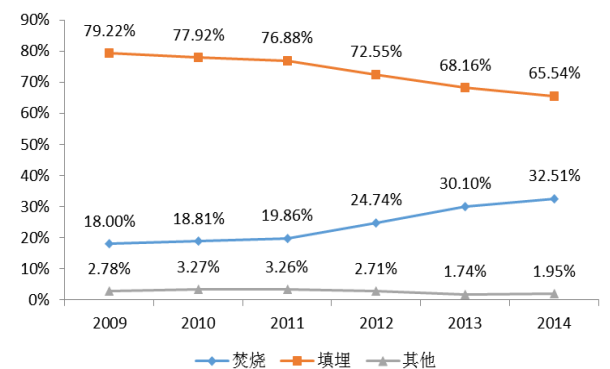
2010至2014年，我国垃圾焚烧厂数量由104座上升到188座，垃圾焚烧量由2317万吨上升至5330万吨，年复合增长率为23%。城市垃圾无害化处理方式中（卫生填埋、堆肥和垃圾焚烧），垃圾焚烧处理占比从2010年19%提升至2014年32.51%。在政策的大力支持下，垃圾焚烧将成为城市生活垃圾处理的首选方式。我们预计垃圾焚烧的占比将在2020年提升至50%以上，未来提升的空间巨大。

图 11：城市生活垃圾焚烧处理量快速增长



数据来源：东北证券，中国统计年鉴

图 12：城市生活垃圾处理量占比



数据来源：东北证券，中国统计年鉴

2.1.2. 产业政策助力广阔的市场空间

尽管目前我国垃圾处理方式主要还是填埋，但垃圾焚烧相对于填埋具有节省用地、处理速度、减容效果好、污染排放低、能源循环利用等优点而逐渐受到政府部门重视。

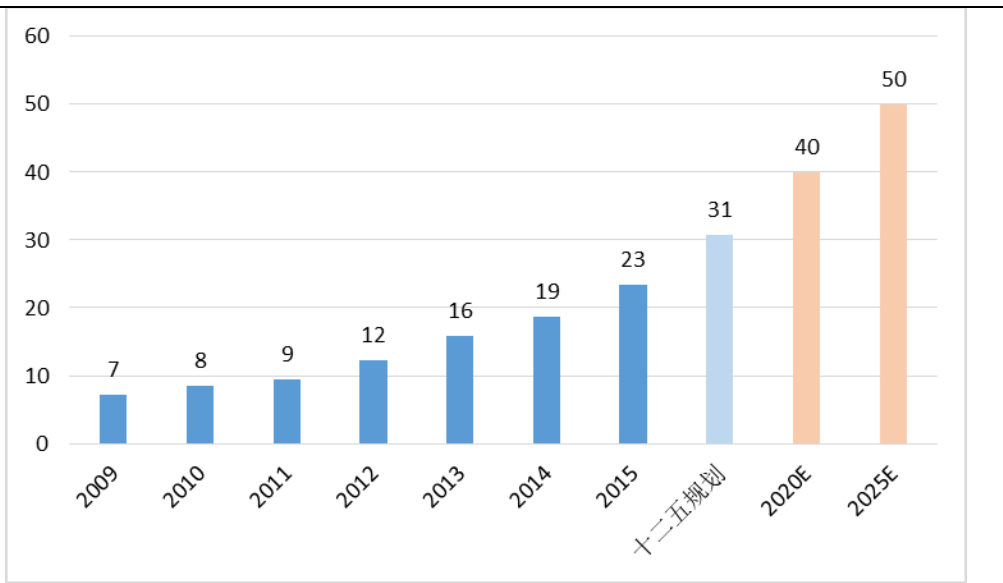
早在 2000 年，国家已出台相关政策鼓励垃圾焚烧发电产业发展。此后，国家从垃圾焚烧发电选址、排放标准、电价上网、电价补贴等方面做了相应规范性说明。国家政策为垃圾焚烧发电产业的发展提供了保障，将有助于该产业发展，进一步扩充垃圾焚烧市场空间。

表 4：垃圾焚烧发电相关政策

时间	政策	内容
2000 年	《当前国家鼓励发展的环保产业设备（产品）目录（第一批）》	城市生活垃圾焚烧处理成套设备在目录中
2001 年	《城市生活垃圾焚烧处理工程项目建设标准》	明确焚烧厂建设和测算标准
	《生活垃圾焚烧污染控制标准》	规范垃圾焚烧厂选址和排放
2005 年	《中华人民共和国可再生能源法》	鼓励发展生物质能，为电力并网和收购提供了法律保障
2006 年	《可再生能源发电价格和费用分摊管理试行办法》	明确生物质发电补贴政策
2008 年	《财政部国家税务总局关于资源综合利用及其他产品增值税政策的通知》	对垃圾焚烧发电企业实行增值税即征即退政策
	《“十二五”节能减排综合性工作方案》	加快发展生物质能，鼓励开展垃圾焚烧发电
2011 年	《国家环境保护“十二五”规划》	研发具有自主知识产权的大型垃圾焚烧成套设备、炉排生产技术和焚烧工艺控制技术；研发焚烧烟气控制系统
	《关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》	每吨生活垃圾折算上网电量暂定 280 千瓦时，每千瓦时 0.65 元
2012 年	《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》	到 2015 年，全国城镇生活垃圾焚烧处理设施能力达到无害化处理总能力的 35% 以上，其中东部地区达到 48% 以上；完善生活垃圾焚烧发电的价格政策
	《国务院关于加快发展节能环保产业的意见》	重点发展大型垃圾焚烧设施炉排及其传动系统、循环流化床预处理工艺技术、焚烧烟气净化技术和垃圾渗滤液处理技术等，重点推广 300 吨/日以上生活垃圾焚烧炉及烟气净化成套装备
2014 年	新《生活垃圾焚烧污染物排放标准》	提高排放标准，加强处理过程中对耗材，技术路线和设备的管理
2015 年	《生活垃圾焚烧厂运行监管标准》	提供技术依据，提高垃圾焚烧厂运行管理水平的作用，做到安全运行、达标排放
2016 年	新修订《国家危险废物名录》	增加了《危险废物豁免管理清单》。生活垃圾焚烧飞灰满足入场标准后可进入生活垃圾填埋场填埋

数据来源：东北证券整理

图 13：我国垃圾焚烧处理能力（万吨/日）



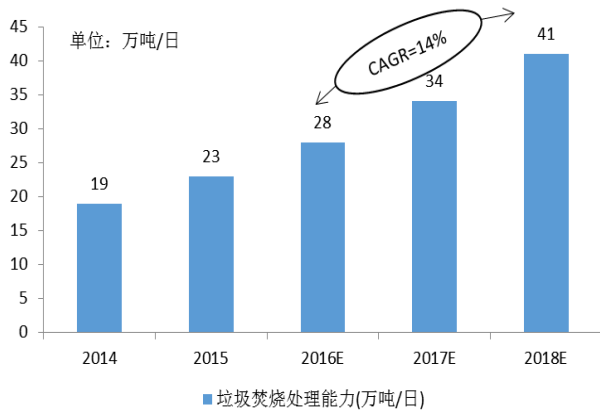
数据来源：东北证券，中国统计年鉴及其他资料整理

特别是《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》提出，到 2015 年全国城镇生活垃圾焚烧处理设施能力达到无害化处理总能力的 35% 以上，其中东部地区达到 48% 以上。焚烧处理设施规模达到 30.7 万吨/日，而 2015 年底垃圾焚烧处理设施规模为 23.3 万吨，完成目标率为 74.19%，距离“十二五”规划要求还有广阔空间。

垃圾焚烧市场刚性需求促使政府着力该产业发展。根据国家相关规划，到 2020 年全国生活垃圾焚烧能力将超过 40 万吨/日，2025 年将达 50 万吨/日，届时将会达到稳定状态。

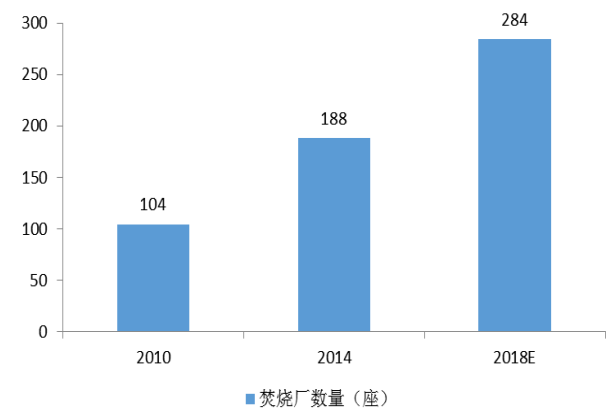
市场预测：我们根据 2010-2015 年增长率对未来 2016-2018 年全国垃圾焚烧发电项目的产能进行预测，未来三年分别将达到 28、34、41 万吨/日，年复合平均增长率达到 14%。由于目前垃圾焚烧发电厂趋于大型化建设，因此垃圾焚烧发电规模的增长将高于垃圾焚烧发电厂数量的增长。我们预计垃圾焚烧发电厂将在 2018 年前将达到 284 座，年复合增长率 11%。根据住建部的规划，全国垃圾焚烧发电产能将在 2020 年前超过 40 万吨/日，在 2025 年达到 50 万吨/日。若垃圾焚烧处理费平均 70 元/吨，并执行国家统一的垃圾焚烧发电折算率 280KWh/吨和 0.65 元/KWh 的上网电价，我们预计 2016-18 年垃圾焚烧发电收入和垃圾处理费的市场整体规模将对应达到 630 和 740 亿元。

图 14: 垃圾焚烧发电未来三年产能预测



数据来源: 东北证券

图 15: 焚烧发电厂数量预测



数据来源: 东北证券

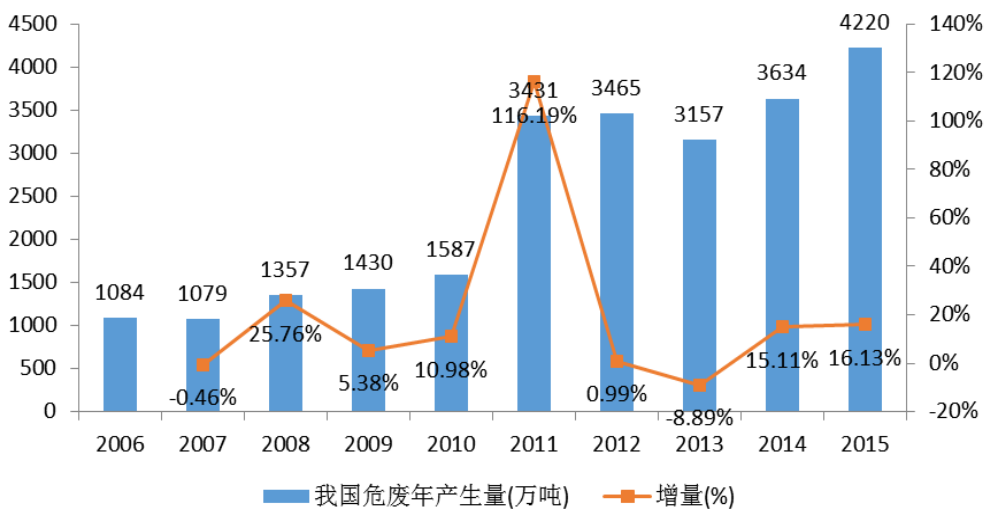
2.2. 危险废物处理行业

2.2.1. 每年危废产量增长迅速

我国危险废物的调查统计采用重点调查工业企业逐个填报与非重点工业企业整体估算相结合的方法, 这个调查方法弊端是仍有大量的社会来源和小量危险废物产生源没有得到统计。2011 年之前工业企业危险废物申报下限是 10kg, 而 2011 年之后环保部门将危废申报下限调整为 1kg, 所以 2011 年之后的危险废物全年统计量较往年有很大的跃升。根据弗若斯特沙利文咨询公司公布的统计数据, 2015 年全国危险废物产生量达 4220 万吨, 较 2014 年增长 16%。从趋势上看, 危险废物的产生量仍呈现不断上升趋势。

根据美国环保署的资料, 2009-2013 年美国工业固体废物年产生量约在 7.5 亿吨左右, 而危废产量则稳定在 3500 万吨左右, 危废产量占比 4.6%, 而其他国家的情况是: 挪威、瑞士、韩国占比分别为 8%、7%、4.5%。英美等国家工业固废是不统计采选矿业的, 采选矿业通常占工业固废总量的 1/3 以上, 因此我们剔除采选矿业, 从发达国家的经验来看, 危险废物产生量为固体废物的 3% 左右。我国近几年工业固废产量在 30 亿吨左右, 估算当前危险废物的实际产量达 6000-10000 万吨。

图 16: 06-15 年我国危险废物产生量

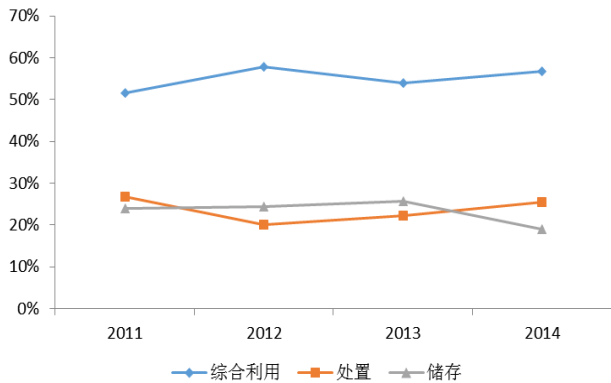


数据来源: 东北证券, 环保部, 弗若斯特沙利文咨询公司

2.2.2. 危废处理方式：资源化利用为主，无害化处置是趋势

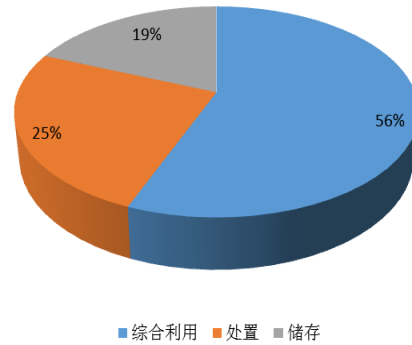
目前我国工业危废处理方式仍以综合利用为主。2011年至2014年，我国工业危废三种处理量占比变化较小，2012年处置量占比略微下滑，2013年和2014年略微回升。截止2014年底，我国危废综合利用量、处置量、储存量分别占为危废产生量的57%、26%、19%。

图 17：11-14 年危废三种处理量占比



数据来源：东北证券，中国统计年鉴

图 18：2014 年危废处置方式



数据来源：东北证券，中国统计年鉴

对比 2013 年美国危险废物处理方式，在包括危险废液的情况下，美国对危废的回收利用率是极低的，仅占总量的 9.37%。而仅美国危废第一大处理方式，深井灌注，即占到了全部管理量的 69%。

考虑到我国工业危废中废水的统计量很少，我们除去废水，并统计能源回收、金属回收、燃料配煤、溶剂回收和其他回收的总和作为回收利用总量，则回收利用率达到 57.81%，而我国 2014 年综合利用率为 61%，除去贮存量则达到处理量的 70.11%，相对美国我国的综合利用率偏高。我们认为，由于资源化利用是有利可图的市场化程度较高的产业，而无害化处置则是排污企业法定的义务，是单纯的支出。在目前我国相关法规尚不完善，执法尚不严格的情况下，可回收利用的危险废物申报及处理的完成度都高于不可回收利用的危险废物。那么合理的推论是，在法律法规不断完善未来，无害化处置的市场成长空间要大于资源化利用。

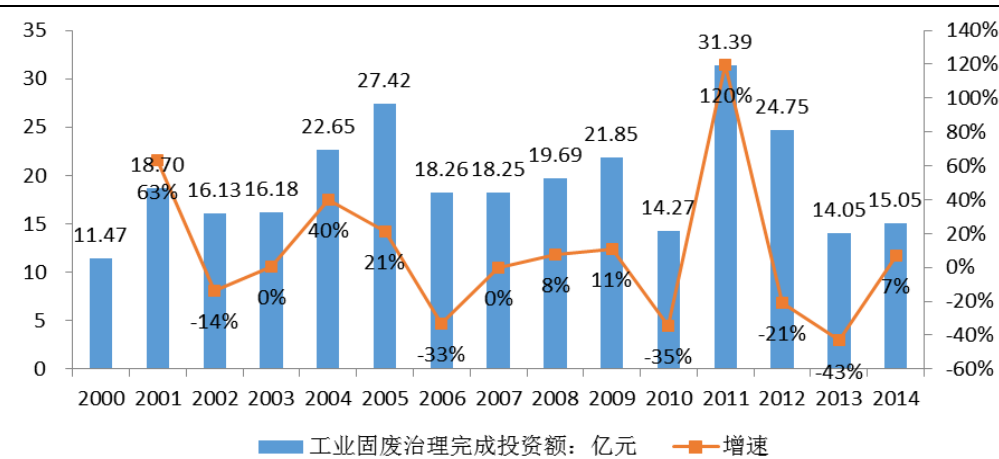
表 5：2013 年美国危险废物各方式管理量 (万吨)

管理方式	管理量 (包括废水)	管理量 (不包括废水)
深井灌注	2442	-
废水直排	335	-
能源回收	154	151
填埋	131	125
焚烧	111	81
金属回收	108	106
燃料配煤	69	67
污泥处置	67	63
其他回收	46	44
其他处置	39	6
溶剂回收	24	22
土壤处置	10	10

回收利用	401	391
处置	314	285
总计	3536	675

数据来源：东北证券，EPA（美国环保署）

图 19：工业固废治理投资完成额



数据来源：东北证券，中国统计年鉴

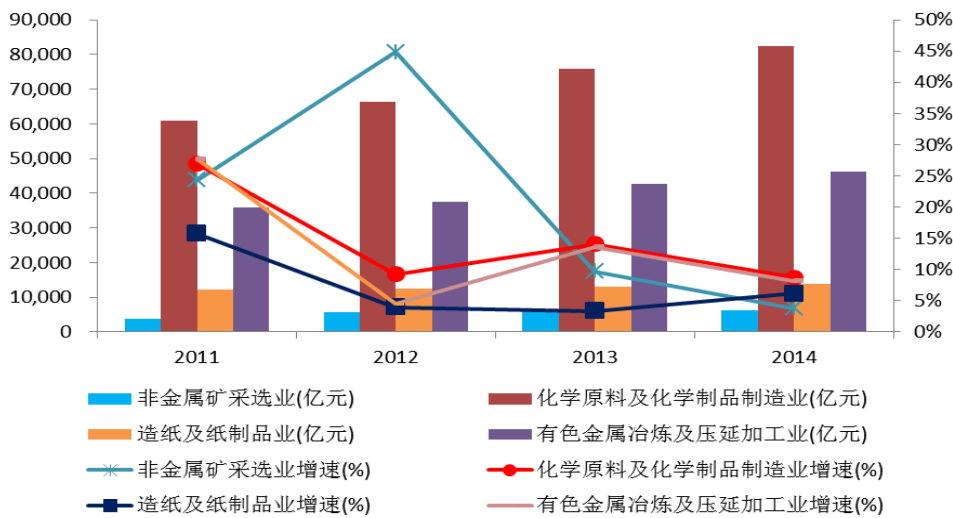
2000年至2014年，工业固废治理投资额出现两轮小幅波动。2000—2005年，工业固废治理投资额整体呈现上升趋势，2005年达到顶峰27.82亿元；2006年大幅下滑，之后从2006年至2011年又出现一轮上升，随着2011年国家加大对基础设施的投资而达到最高点31.39亿元。此后，整体呈现下降趋势。近两年，国家对环保的逐渐重视，工业固废治理投资完成额出现回暖趋势。2014年达到15.05亿元，同比增长7%。

2.2.3. 危废处理行业空间测算

2014年，我国产生的危险废物共分为48个大类，主要组分为废酸、废碱、石棉废物和冶炼废物，占全部危险废物量的59%；从行业来看，化学原料和化学制品制造业、非金属矿采选业、有色金属冶炼和压延加工业、造纸和纸制品业是我国危险废物产生的主要行业，占到危险废物产生量的69%。

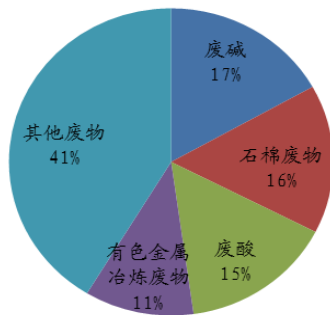
危险废物产生量与生产危废行业的发展密切相关，我们分析了产生危废前4位行业的11-14年总产值及复合增速走势，非金属矿采选业、化学原料及化学制品制造业、造纸及纸制品业、有色金属冶炼及压延加工业，四种行业复合增速分别是13.33%、7.87%、3.34%、6.48%，高于同期工业总产值的复合增速5.15%，我们预计我国危废产生量将与这4个行业的增速保持一致，考虑到我国当前经济增速放缓的形势，大约在6%-8%之间。

图 20: 四个行业年产值趋势图



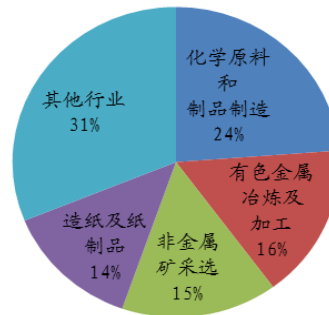
数据来源: 东北证券, wind

图 21: 2014 年危废的组分构成



数据来源: 东北证券, 环保部

图 22: 2014 年产生危废的行业构成



数据来源: 东北证券, 环保部

2015 年我国工业危废产生量达到 4220 万吨, 我们预计按照每年 8% 的增长, 2020 年危废产量将达到 6200 万吨。按照危废平均处置价格为 2200 元/吨测算, 在 2020 年达到 1364 亿元的产值, 考虑到过去已经存在的待处理的危废存量, 预计有 1500 亿的市场空间。

3. 公司分析

3.1. 固废业务抢眼, 业绩增长强动力

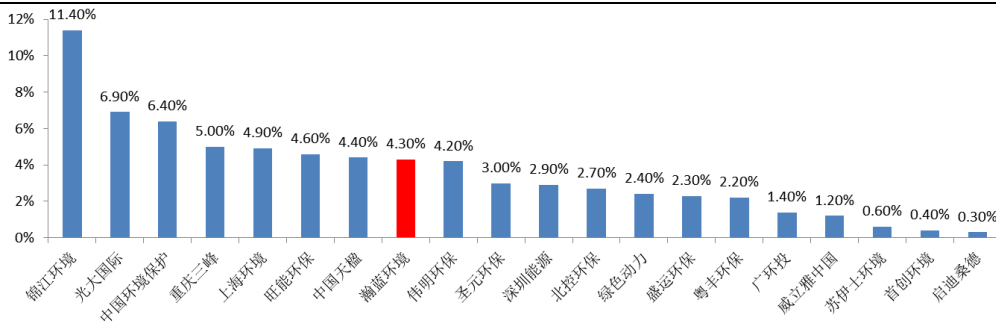
目前公司固废板块业绩主要由两家全资子公司提供, 一是佛山市南海绿电再生能源有限公司 (简称绿电公司), 二是创冠环保 (中国) 有限公司。

3.1.1. 收购创冠, 跻身行业第一梯队

从 2014 年 1 月份开始至 2014 年年底, 公司出资 18.5 亿收购创冠环保, 创冠手中有十家项目子公司, 垃圾焚烧在建及投运项目 10 个, 总处理能力接近 1.1 万吨/日。收购创冠中国使公司垃圾焚烧在建产能提高 4.13 倍, 市场占有率由 0.79% 提高至 4.30%, 加上瀚蓝自身拥有的南海 2 个垃圾焚烧项目以及近期收购的漳州项目, 公司业务扩张到全国 7 个省份, 不论是从处理能力还是业务布局, 公司均已进入第

一梯队。

图 23: 垃圾焚烧市场份额占比

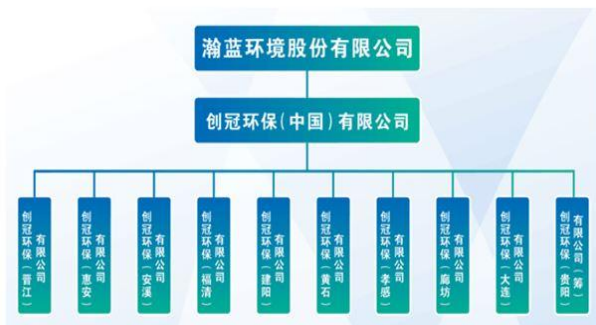


数据来源: 东北证券, E20 环境研究院

创冠环保(中国)有限公司是国内系统化环境服务投资商和运营商。公司成立于 2004 年, 总部设于中国厦门, 当前主要通过 BOT、BOO、BT 等方式投建、运营包括生活垃圾、餐厨垃圾、污泥等各类固废综合处理项目。

创冠中国拥有成功的业务模式和丰富的项目投建、运营经验, 目前在国内拥有 10 个垃圾发电环保项目。其中位于福建省晋江、惠安、安溪、福清、建阳, 湖北省黄石和河北廊坊的项目已建成并投入运营, 垃圾日处理能力为 6600 吨。公司另有湖北省孝感、辽宁省大连、贵州省贵阳项目处于建设或筹建状态, 有望在未来新增 4050 吨/日的处理能力。

图 24: 创冠中国组织架构



数据来源: 东北证券, Wind

图 25: 2014 年公司收购创冠中国



数据来源: 东北证券, Wind

表 6: 创冠中国固废项目汇总

地点	项目	签订时间	处理能力	处置单价(元/吨)	状态
晋江	晋江市垃圾焚烧发电综合处理厂(一期)	2003.12	600	70	投运
	晋江市垃圾焚烧发电综合处理厂(二期)	2007.9	1200	70	投运
	晋江市污泥干化处理工程项目	2010.9	近期 200 吨/日	190	投运
黄石	黄石市生活垃圾焚烧发电厂项目(一期)	2009.5	800	50	投运
	黄石市生活垃圾焚烧发电厂项目(二期)	2009.5	400	60	2017.1 投产
建阳	南平市“三线一中心”生活垃圾焚烧发电厂 BOT 项目	2009.8	600	60	投运
福清	福清市生活垃圾焚烧发电厂项目(一期)	2009.9	600	65	投运

	福清市生活垃圾焚烧发电厂项目（二期）	2009.9	300	65	16年4月投产
廊坊	廊坊市生活垃圾焚烧发电项目	2009.12	1000	60	16年1月投产
惠安	惠安县生活垃圾焚烧发电厂特许经营项目	2009.2	1200	70	投运
安溪	安溪县生活垃圾焚烧发电厂 BOT 特许经营项目	2009.8	600	60	投运
孝感	孝感市生活垃圾焚烧发电厂 BOT 项目	2010.4	1050	55	前期规划
大连	大连金州新区生活垃圾焚烧处理项目 (一期) BOT 项目	2012.7	1000	75	预计 18 年投产
贵阳	贵阳生活垃圾焚烧发电 BOT 特许经营项目	2013.5	2000	65	前期规划

数据来源：东北证券整理

3.1.2. 南海模式享誉全国，复制之路踏上征程

南海固废处理环保产业园概况：整个园区是由两个 1500 万吨/日的垃圾焚烧发电厂和 600 吨/日的渗滤液处理厂、一个 1000 吨/日的污水处理厂、一个 500 吨/日的污泥干化厂、一个 300 吨/日餐厨垃圾处理厂、外围的 10 个垃圾中转站共同组成，并有烟气处理设施、飞灰固化处理设施。总投资达 27 亿元，占地 350 亩，由瀚蓝环境投建，瀚蓝环境全资子公司南海绿电负责运营。

园区特点：完整产业链、循环利用、资源共享、园城融合。

南海固废产业园充分展现了“垃圾相互利用”的特点：所有项目可共用垃圾发电厂的热源，所有垃圾再送到垃圾发电厂，所有废水在污水处理厂进行妥善处理，上游的废物是下游的原料，实现了真正的循环利用。我们认为园区的核心竞争力主要有三点：

- 1) **整合：**环保产业园区能够整合固废产业中不同的工序，多种垃圾汇聚一堂仍能做到垃圾无害化处理，减少污染物排放，受到地方政府青睐。
- 2) **效率：**产业园区提高了垃圾处理的效率，垃圾收集、运输、焚烧一条龙，不同工序和技术形成互补，提高了固废循环再利用的可能。
- 3) **规模：**产业园相比独立的固废项目规模更大，产能的扩张有助于公司获利的大幅增长。

图 26：公司南海产业园示意图



数据来源：东北证券，公司官网

由于公司的产业园模式是国内固废处理一体化的标杆，南海模式也享誉全国，成为瀚蓝新名片，因此我们认为未来公司将通过两种途径：

复制产业园模式，提升公司的核心竞争力：

- 1) **以点带面**: 在现有垃圾焚烧厂周边延伸出配套的固废处理设施;
- 2) **移植拓展**: 总结产业园经验, 移植产业园模式, 布局全国。

3.1.3. 垃圾焚烧发电助公司业绩腾飞

创冠中国: 垃圾焚烧发电项目分布十个省份, 分别是福建省晋江市、惠安县、安溪县、福清市、建阳市, 湖北省黄石市、孝感市, 河北省廊坊市、辽宁省大连市和贵州省贵阳市。共计有垃圾焚烧发电 10 个项目, 日均处理垃圾能力超过 1.1 万吨 (建成 6800 吨/日, 在建及前期 4450 吨/日); 1 个污泥干化处理项目 (近期 200 吨/日, 远期 700 吨/日), 位于福建省晋江市。

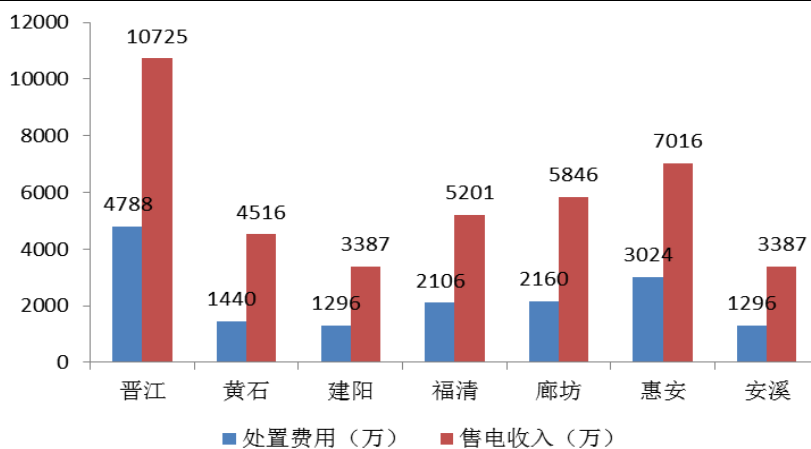
根据创冠环保的业绩承诺, 预计 2014-2016 年业绩分别将达到 0.68、1.05、1.64 亿, 复合增速达 55.30%。由于廊坊项目受到村民阻挠等外部原因比原计划推迟一年才投入运营, 导致创冠中国 2015 年度业绩没有达到承诺的 1.05 亿元, 实际净利润为 0.92 亿元, 业绩承诺完成率为 86.24%。在当地政府的大力支持下, 廊坊项目已于 2015 年 7 月进垃圾调试, 从 16 年 1 月正式投产, 且处理规模上涨, 由调试期的每日 700-800 吨达到每日 1000 吨, 上网电量由每日 20 万度到达 27-28 万度, 利润有保障。目前垃圾焚烧项目整体营业收入电费占比 2/3, 处置费占比 1/3, 公司未来打算减少非正常停止次数, 提高年运行时间, 提高发电效率。

新增看点: 从创冠环保在建项目的规模来看, 已经达到 4450 吨/日 (贵阳及孝感项目目前处在前期阶段, 产能合计 3050 吨/日, 占目前投运处理能力的 44.85%), 且基本均于投产。其中, 黄石二期预计将于今年完成投产, 新增处理能力 400 吨/日, 大连项目预计于 2018 年投产, 新增处理能力 1000 吨/日, 贵阳及孝感项目目前处在前期阶段。

综上, 16 年垃圾焚烧新增处理能力 1300 吨/日 (福清二期和廊坊项目), 17 年新增处理能力 400 吨/日 (黄石二期), 18 年新增处理能力 1000 吨/日 (大连一期)。从垃圾处置费用来看, 基本位于 60 元/吨以上, 大连可达到 80 元/吨, 补贴价格较高。

盈利预测: 每吨垃圾发电量 280 度, 厂用电率 15% 来计算, 考虑每年焚烧小时数的提高, 由于项目优质, 每年项目非停次数减少, 提高发电小时数, 给予 8% 增长。创冠中国 16-18 年营业收入约为 5.62、7.91、12.35 亿元, 对应净利润约为 1.41、1.98、2.63 亿元。

图 27: 2016 年创冠中国固废项目盈利预测



数据来源: 东北证券

表 7: 2017-2018 年创冠中国固废项盈利增长点

时间	地点	处理能力(吨/日)	当前状态	处置单价	处置收入(千万)	售电收入(千万)	总计(千万)
2017	黄石二期	400	2017.1 投产	60	840	2195	5364
	福清二期	300	16 年 4 月投产	65	683	1646	
	孝感	1050	前期规划	55	1870	5331	
2018	大连	1000	预计 18 年投产	75	2448	4798	14447
	贵阳	2000	前期规划	65	-	-	

数据来源: 东北证券

绿电公司: 绿电公司旗下有南海产业园和公司近期收购漳州项目。整个园区两个 1500 万吨/日的垃圾焚烧发电厂、一个 500 吨/日的污泥干化厂、一个 300 吨/日餐厨垃圾处理厂、外围的 10 个垃圾中转站均有盈利。

新增看点: 公司近期收购漳州中雁 70% 股权, 获得漳州南部垃圾焚烧项目, 规模 1000 吨/日, 总投资 4.5 亿, 垃圾处置费 85 元/吨, 特许期 30 年, 分两期建设 (目前进入设备招标阶段), 我们预计建成后垃圾处理量每年 33 万吨, 按照吨垃圾处置补贴 85 元, 每吨垃圾发电量 280 度, 厂用电率 15% 来计算, 18 年顺利投产即可贡献净利润 2316 万元。

盈利预测: 南海两大垃圾焚烧项目比较优质, 进场垃圾充足, 预计每年处理垃圾约 110 万吨, 按照吨垃圾处置补贴 95 元, 每吨垃圾发电量 280 度, 厂用电率 15% 来计算, 预计 16 年产业园营业收入 7.91 亿元, 净利润 1.69 亿元。17-18 年营业收入为 10.60、12.08 亿, 净利约为 1.94、2.20 亿元。

表 8: 南海产业园项目盈利预测及未来焚烧项目增量预测

项目	处置能力(吨/日)	处理补贴(元/吨)	单价(元/吨)	营收(万元)	净利润(万元)
垃圾转运	4000(实际 2800)		80	7392	1440
垃圾焚烧发电一厂	1500	95		27390	5478
垃圾焚烧发电二厂	1500	95		27390	5478
餐厨	300			5000	600
飞灰	200(实际 180)		1200	7560	2494
污泥	300(实际 280)		450	4410	1455
总计				79142	16945
其他收购项目					
漳州南部(预计 17 年投产)	1000	85		7887	2316
收购哈尔滨、大庆、牡丹江有机垃圾处理项目(预计 17 年投产)	600			9000	1800

数据来源: 东北证券

3.2. 强强合作进军危废, 收购方式布局全国

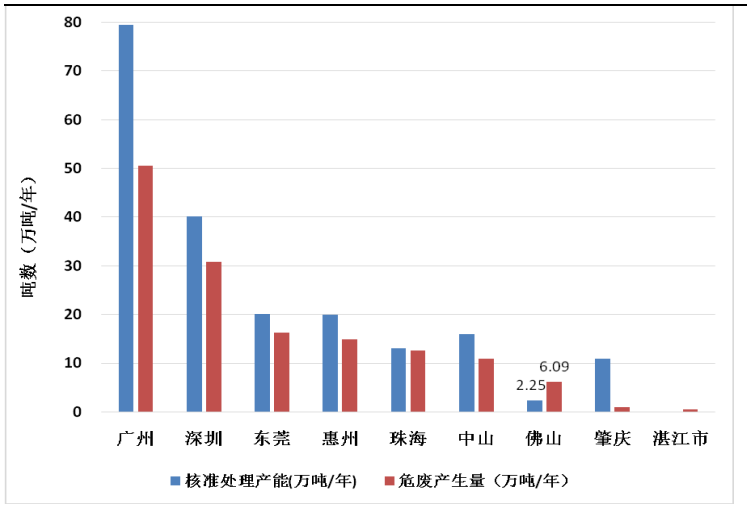
3.2.1. 立足佛山, 联手德企进军危废市场

佛山危废市场需求大。 佛山市具有危险废物经营许可证的企业有 6 家, 只能处理 49 类危险废物中的 8 类危险废物, 处理规模较小, 也不具备危废的最终处置 (填埋) 资质, 远未满足佛山工业危废的处理处置需求。

2014 年数据显示, 佛山工业危险废物产生量为 6.9 万吨, 委托外地市处置的工业危险废物总量为 5.02 万吨, 外运处置率为 72.7%, 主要运往惠州、广州、河源、清远等地进行处置利用。在区域分布上, 顺德区危险废物的产生量最多, 占全市的

39.4%；南海区危废产生量居其次，占全市的 24.3%；其他三区危废产生量从大到小依次为高明区、三水区 and 禅城区。

图 28：广东主要城市危废产生量和核准处理量



数据来源：广东省环境保护公众网，东北证券

《佛山市固体废物污染防治规划纲要（2015-2020）》提出，针对佛山市工业危险废物处置利用设施能力不足的现状，建议南海、顺德区各建设一座绿色工业服务中心项目，实现危废处理类别和能力互补，承担佛山市内危险废物的处置利用，南海区的设施一并承接禅城区、三水区的危险废物，顺德区的设施一并承接高明区的危险废物。

南海绿色工业服务中心的最终废弃物按规定处理符合填埋物入场要求后由与之配套的三水区填埋场接纳，顺德绿色工业服务中心的最终废弃物按规定处理符合填埋物入场要求后由与之配套的高明区填埋场接纳，实现处理处置设施的跨区共享。

此项目受到了当地政府的大力支持，佛山市副市长提出，南海区要抓紧推进危险废物处理绿色工业服务中心建设，今年年底前完成主体工程报建手续并开工，顺德区也要开展本区域危险废物处理中心建设的前期工作。

表 9：佛山市危废处理中长期规划

	2017 年	2020 年
处置率	60%	80%
危险废物管理	基本完善危废全过程管理体系	实现危废全过程管理
南山区绿色工业服务中心	完成主体工程并投产	完全使用
顺德区绿色工业服务中心	完全前期准备工作	完全使用

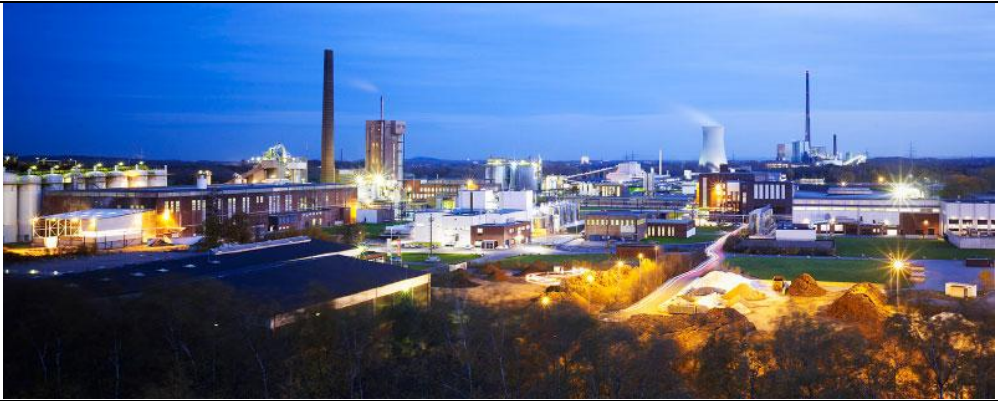
数据来源：东北证券

联手德国瑞曼迪斯，精准对接市场需求。公司于今年 5 月成立佛山瀚蓝瑞曼迪斯环境服务有限公司。瀚蓝固废以现金形式出资，金额为 510 万元人民币，股权占比 51%；瑞曼迪斯以现汇形式出资，金额为 490 万元人民币或等值的欧元，股权占比 49%。

瑞曼迪斯是德国瑞曼迪斯集团的全资子公司。瑞曼迪斯集团是德国最大、全球领先的环境服务企业之一，在全球 35 个国家和地区运营 500 多座环境保护设施，业务涵盖饮用水、污水处理、市政垃圾、工业垃圾处理、危险废弃物等领域。瑞曼迪斯在废弃物处理领域，尤其是危险废弃物处理、处置领域拥有世界先进的技术和

管理经验。

图 29：瑞曼迪斯德国工厂



数据来源：东北证券，公司网站

瑞曼迪斯集团拟于佛山中德服务区设立佛山市绿色工业服务中心项目，将与瀚蓝环境共同在佛山市南海区与三水区建立一个涵盖工业危险废物收集、运输、存放、综合再利用、焚烧及填埋的综合性处理中心。根据规划，南海绿色工业服务中心预期投资 5 亿元，年处理危废能力为 5 万吨，完成时限为 2017 年。目前项目正在处于前期的启动阶段，正在进行环境评价、社会稳定评价等。

此次与瑞曼迪斯合作具有良好市场前景及战略意义，将为公司未来增长带来新的发展机遇和利润增长点。也为公司布局危废处理领域积累了市场经验，奠定了基础。

3.2.2. 走出佛山，并购威辰强化危废布局

公司于 16 年 8 月已签订框架协议，拟以不超过 1.3 亿元人民币现金购买威辰环境 70% 的股权。威辰环境为凯程环保全资子公司，将承接其危险废弃物处理资质范围中的 22 万吨处理规模，包括工业废渣回收处置及综合利用、废弃电器电子产品处理业务等。已建成综合处置利用一期工程处理能力达 17 万吨/年（处置烟道灰 12 万吨年+处置含铜镍废渣 5 万吨/年），预计将于 2017 年 1 月投产。剩余 5 万吨产能预计将于 2019 年建成投产。

威辰环境承诺，2017-2019 年扣非净利润分别为 0.2、0.35 和 0.5 亿元。此次并购使公司在工业危废处理领域的规模迅速扩大，并对公司加大固废产业布局具有重要战略意义。

图 30：工业废渣处理



图 31：危险废弃物存储车间



数据来源：东北证券，Wind

数据来源：东北证券，Wind

凯程环保拥有湖北省黄石市首个固体废物环境污染防治的集约化处置基地，是黄石市目前唯一的危险废物应急处置指定单位，也是目前湖北省规模最大的危废处理项目。凯程环保拥有的工业废渣综合治理及资源化利用项目占地约 270 亩，拥有湖北省唯一工业废渣综合治理及资源化利用火、湿法双重萃取生产线。

凯程环保目前已具有的危废处理资质的种类有：废药物、药品 HW03，染料、涂料废物 HW12，表面处理废物 HW17，含铜废物 HW22，含锌废物 HW23、含砷废物 HW24，含铅废物 HW31、废酸 HW34、含有机卤化物废物 HW45、含镍废物 HW46，有色金属冶炼废物 HW48，其他废物 HW49。

本项目位于湖北省黄石市，与创冠黄石垃圾焚烧发电项目比邻，可以实现资源互补，有利于形成集聚和协同效应，巩固并拓展公司在华中地区固废处理战略布局。

3.3. 公用事业区域性垄断，环境综合服务大步向前

3.3.1. 供水业务受益于水价调整，盈利大幅提升

佛山供水市场份额：佛山自来水供应主要由瀚蓝环境、佛山水务和顺控发展三家公司承担；其中，瀚蓝环境业务集中在南海地区，服务人口 290 万，占服务人口总数的 91.54%；其他地区的供水服务主要由佛山水务和顺控发展两个公司提供。

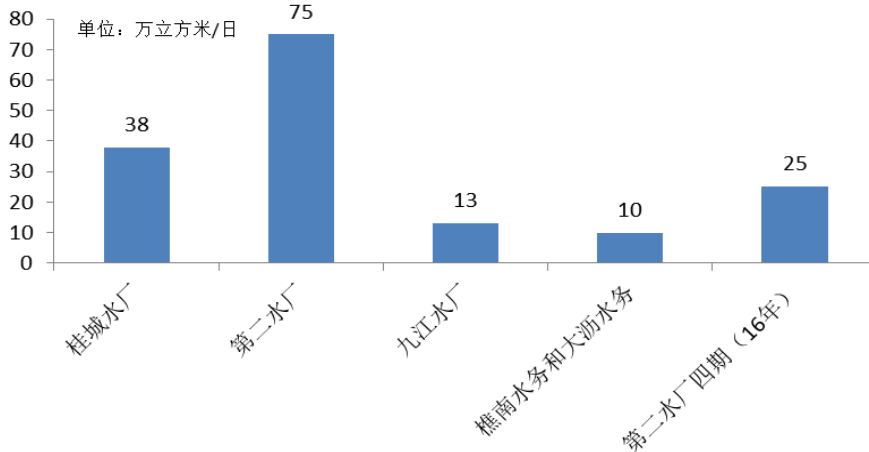
表 10：佛山市供水份额

公司	服务地区	服务人口(万)	占服务人口份额(%)
瀚蓝环境	南海地区	290	91.54%
佛山水务	三水区、高明区、禅城区	218	接近 100%
顺控发展	顺德区	244	92.14%

数据来源：东北证券整理，佛山水务局

供水量：公司作为南海区自来水的供应商，通过全资控股的新桂城水厂和第二水厂，控股 60% 的佛山市南海九江自来水公司，2015 年公司整合了大沥镇和西樵镇的供水业务，供水能力达到 136 万立方米/日。供水业务基本覆盖南海全区，公司的供水模式从原有的批发为主转变为零售到户，为南海区实现安全优势供水提供了保障。2016 年公司将启动南海第二水厂四期工程（25 万 m³/日），预计 2017 年年中投产，因此我们预计公司的供水能力将有一定的提高，但是考虑到城市生活用水和生产用水的需求量基本保持稳定，公司供水的规模将稳步提升。

图 32: 公司供水资产及日供水能力



数据来源: 东北证券

水价: 从 2015 年下半年起, 佛山市南海区终端用水价格先后进行了 3 次调整, 最终提高了各类别的用水价格约 10%-15%, 居民用水实行阶梯水价。本次价格的调整将有助于公司供水业务的营收增长。

表 11: 2016 年佛山地区供水水价

用水类别	调整前	调整后	增幅(%)	
居民阶梯水价	第一级 $\leq 23\text{m}^3$	1.76	1.80	
	第二级 $23\text{m}^3 < 36\text{m}^3$	1.76	2.70	-
	第三级 $> 36\text{m}^3$	1.76	5.40	
非居民用水水价	2.09	2.40	14.83%	
特种用水水价	2.97	4.38	47.47%	
公司趸售镇级自来水价	1.372	1.522	10.93%	
公司趸售村委	1.437	1.587	10.44%	

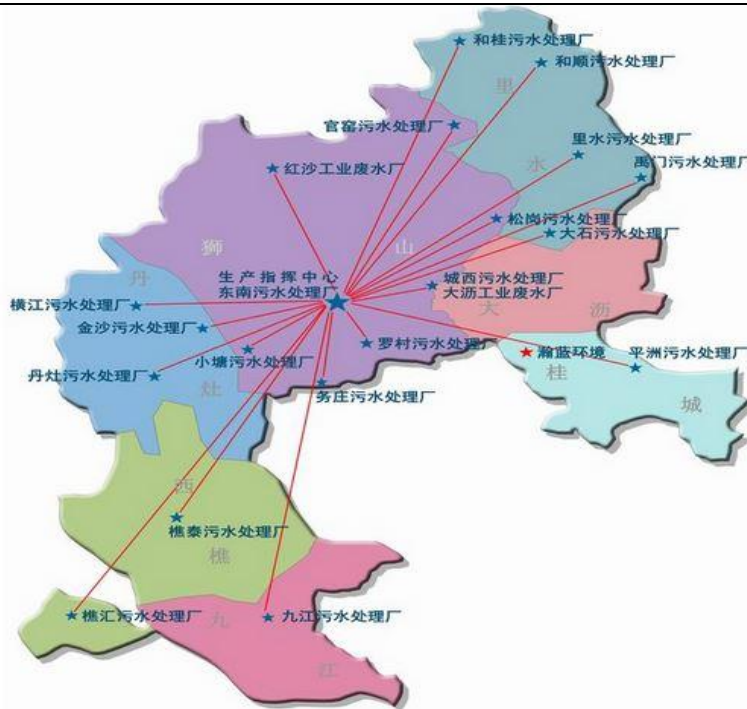
数据来源: 东北证券, 佛山水务局

供水业务盈利预测: 假设: 1) 居民及生产用水量保持稳步提升, 约每年 5% 的增长; 2) 2016 年南海区进行了水价调整, 整体上调 0.27 元/立方米, 增幅约为 15%; 3) 未来三年水价起稳, 没有较大增幅。我们预计供水板块 16-18 年营业收入为 8.71、9.21、9.78 亿元, 对应 16-18 年净利润在 0.65、0.67、0.71 亿元。

3.3.2. 污水处理全产业链, 厂网一体化业绩可期

2015 年, 公司下属污水处理厂保持稳定生产经营状态, 下属 18 个污水处理厂运营状况良好, 日处理能力保持在 53.8 万吨, 全年处理量达 16,574 万吨。本版块受到增值税调整影响, 污水营收出现小幅下滑。

图 33: 公司污水处理厂分布图



数据来源：东北证券

2016 新看点：1) 公司旗下里水大石污水厂于 2015 年 10 月成功进行了首次调试，该项目周边截污主管网基本完成，二级管网预计 2016 年可投产；2) 大沥镇工业废水处理厂一期（2 万吨/日）及红沙高新产业园工业废水一期项目也在建设过程中。3) 今年 3 月，公司全资子公司瀚蓝污水向瀚泓公司增资 7,400 万，完成 90% 的控股，瀚泓公司主营为南海区污水管网的运营，公司着力打造污水处理业务板块厂网一体化的创新运营模式。

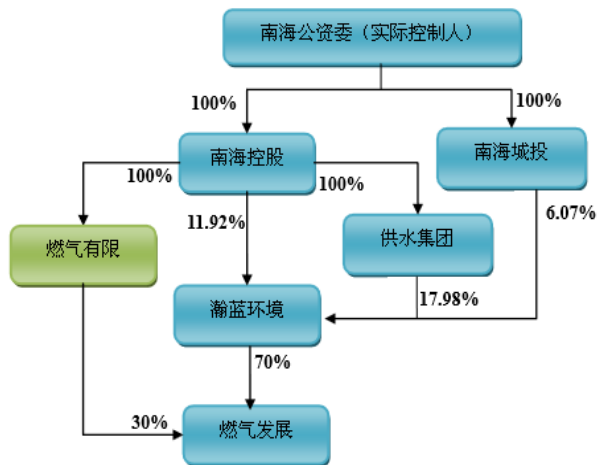
2016-2018 年盈利预测：假设：1) 里水大石污水厂二级管网顺利投产；2) 南海区污水管网运营顺利；3) 污水处理量较 15 年持平。我们认为公司 2016-2018 年污水处理业务营业收入 1.70、1.81、1.97 亿元，对应净利润 0.21、0.26、0.29 元左右。

3.3.3. 燃气业务借政策东风，维持稳增长在即

2014 年，公司成功收购燃气发展 30% 股权，持股比例升至 70%。2015 年 11 月再次启动非公开发行拟收购燃气发展剩余 30% 股权，从本次收购的情况来看，30% 的股权收购价为 3.83 亿，参考燃气发展 2014 年的业绩承诺 1.31 亿，实际业绩达到 1.5 亿，业绩承诺有保障。

燃气发展设立于 1995 年 2 月，是佛山市南海燃气总公司和国外一家企业设立的合资公司，业务涉及管道液化石油气、管道天然气及液化石油气的供应及相关配套业务，业务集中在南海区。2015 年，受益于南海限制高耗能高污染企业而全面推进清洁能源的政策，公司借此机会完成南海区燃气管网铺设工作，当年管道天然气销售达到 3.15 亿立方，同比增长 22.76%，带动燃气板块实现营收 13.41 亿，同比增长 6.29%。

图 34: 全部收购前, 燃气发展股权情况



数据来源: 东北证券

从燃气的采购模式来看: 2015 年, 公司采购天然气 3.21 亿立方、液化气 1.96 万吨, 天然气和液化气采购价格有所不同公司。液化气采购价格根据市场价格随时波动, 每月询价一次, 每 10 天结算一次; 而天然气方面, 每两周结算一次。除通过长期购销合同供应的燃气外, 燃气管道公司在自身气量不足的情况下, 会对外采购, 价格可以随行就市的调整。

从气源来看: 公司 50% 的气源来自大鹏, 30% 来自西二气, 随着国际气价的走低, 进口 LNG 价格呈现下降趋势, 国内气价于 2015 年进行下调, 共同带来公司燃气采购成本的下降, 直接推动公司燃气业务盈利能力的提升。

表 12: 佛山管道天然气价格

价格类别	户年用气量(立方米)	新标准 (元/立方米)	降幅(%)
居民计量气价第一档	0~420	3.40	
居民计量气价第二档	420~600	3.74	约为 6%
居民计量气价第三档	600 以上	4.76	
公用性质用气最高定价		3.80	25%
工商业最高用价		4.60	12%
分销价格		0.14	56%
成本利润		4%	38%

数据来源: 东北证券, 佛山发改局

盈利预测: 假设: 1) 16 年下半年天然气价格下降幅度较小。2) 佛山铝型材企业全部转用天然气, 则有全年天然气 4000-5000 万立方米的增量。我们预计燃气业务板块 16-18 年营业收入为 13.10、14.10、15.10 亿元, 对应净利润在 1.60、1.77、1.94 亿元。

3.4. 承担社会责任, 做有情怀的环保公司

公司深谙环保企业应肩负的社会责任, 创新性提出打造“城市好管家、行业好典范、社区好邻居”的“三好企业”以及与员工进行“财富的分享、能力的分享、价值观的分享”的“三分享”的社会责任理念, 并提升到公司战略层面。开展社会责任体系建设和品牌建设, 社会责任感已渗透到日常经营管理中, 形成员工统一的价值观, 对品牌体系建设形成有力支撑。

图 35: 公司“三好”理念



数据来源：公司官网，东北证券

公司积极地融入城市、社区，例如南海固废处理环保产业园与广东轻工职业技术学院距离仅 300 米，学生可以随时到产业园里的环保公园休闲娱乐，在环保展厅里进行科学探索，在产业园里对环保科学进行亲身实践。在为城市处理垃圾，做好“城市好管家”的同时，做“社区的好邻居”。

16 年 8 月，瀚蓝环境和广东轻工职业技术学院签署战略合作协议，确定建立全方位深度合作的战略合作伙伴关系。双方将共同建立“瀚蓝环境学院”以及高层次科研平台，并在环保行业人才培养、产学研研究、学生创新创业、科研成果转化、核心课程开发等多方面进行深度合作。

图 36: 南海固废处理环保产业园



数据来源：东北证券，Wind

在“邻避效应”越来越严重的今天，瀚蓝环境提出“城市好管家、行业好典范、社区好邻居”的理念并付诸实践，主动走入城市、社区，这将大大改善民众对环保企业特别是垃圾焚烧企业的认识。这种企业理念和发展方向为环保企业提供了很好的借鉴，使瀚蓝环境成为“行业好典范”。

3.5. 复星合作，带来项目资源

2015 年 2 月，公司与复星集团旗下复星惟实合资设立上海复瀚环保投资管理有限公司，注册资本 5 亿，复星出资 3.5 亿，占比 70%。瀚蓝环境以自有资金出资人民币 1.5 亿元，占复瀚环保注册资本的 30%。经营方向为以与瀚蓝环境的主营业务相关的、能形成规模效应或者协同效应的、行业前景看好、且受国家政策支持 and 鼓

图 37: 签署战略合作协议



数据来源：东北证券，Wind

励的行业和企业为主。2015年11月，公司发布定增预案，将向燃气发展、上海惟再投资和赛富通泽非公开发行不超过7782万股，发行价格11.95元/股，募集资金不超过9.3亿元，用于增持燃气有限持有的燃气发展30%股权等项目。其中，上海惟再投资的实际控制人为复星集团董事长郭广昌。

虽然此次增发后来中止，但公司引入战略投资者的决心没有改变。本次战略引入复星，结合复星在国内拥有良好的政府资源及业界经验，公司外延拓展节奏有望加快。公司在固废业务板块的发展主要通过并购进行，复星的项目资源非常丰富，这将促进双方的合作。

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

对公司各项业务的营业收入和净利润预测如下：

固废业务：预计16-18年总营业收入约为13.53、18.51、24.43亿元，对应净利润约为3.10、3.92、4.83亿元。从各业务营收占比可以发现，公司大力发展固废板块，从2015年营收占比约为31%至16年37%，预计18年将升至46%。

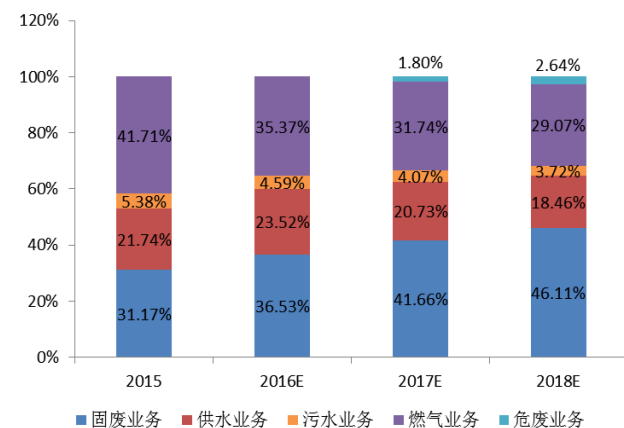
供水业务：预计供水板块16-18年营业收入为8.71、9.21、9.78亿元，对应16-18年净利润在0.65、0.67、0.71亿元。

污水处理：公司2016-2018年污水处理业务营业收入1.70、1.81、1.97亿元，对应净利润0.21、0.26、0.27亿元左右。

燃气业务：预计16-18年营业收入为13.10、14.10、15.10亿元，对应净利润在1.60、1.77、1.94亿元。

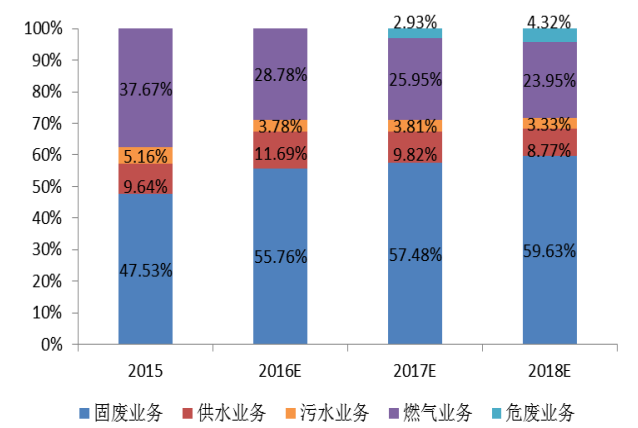
危废业务：威辰环境达成业绩目标，对应17-18年营业收入为0.80、1.40亿元，对应净利润为0.2、0.35亿元。

图 38: 15-18 年各业务营业占比情况



数据来源：东北证券，Wind

图 39: 15-18 年业务净利占比情况



数据来源：东北证券，Wind

表 13: 公司各业务预测

项目	项目	2015A	2016E	2017E	2018E
固废业务	营收 (亿元)	10.02	13.53	18.51	24.43
	增长率	165.32%	35.03%	36.81%	31.98%
	净利润 (亿元)	2.12	3.10	3.92	4.83
供水业务	营收 (亿元)	6.99	8.71	9.21	9.78

	增长率	28.74%	24.61%	5.74%	6.19%
	净利润(亿元)	0.43	0.65	0.67	0.71
污水处理	营收(亿元)	1.73	1.70	1.81	1.97
	增长率	-9.77%	-1.73%	6.47%	8.84%
	净利润(亿元)	0.23	0.21	0.26	0.29
燃气业务	营收(亿元)	13.41	13.10	14.10	15.10
	增长率	6.29%	-2.31%	7.63%	7.09%
	净利润(亿元)	1.68	1.60	1.77	1.94
危废业务	营收(亿元)	-	-	0.80	1.40
	增长率				75%
	净利润(亿元)			0.20	0.35
合计	营业收入(亿元)	32.15	37.04	44.43	52.68
	增长率	37.85%	15.21%	19.95%	18.57%
	净利润(亿元)	4.46	5.56	6.82	8.12

数据来源：公司公告，东北证券

4.2. 估值比较

4.2.1. 可比公司

我们根据公司业务板块和市值选定如下可比公司：

固废业务：伟明环保，启迪桑德

供水业务：中山公用、兴蓉环境

污水处理：武汉控股、中原环保

燃气业务：深圳燃气、重庆燃气

表 14：可比公司市值、动态 PE 及盈利一致预测对比

证券简称	对标业务	市值(亿元)	动态 PE	EPS		
				2016E	2017E	2018E
伟明环保	固废业务	152	41	0.55	0.63	0.76
启迪桑德	固废业务	270	25	1.28	1.62	1.90
中山公用	供水业务	163	18	0.63	0.70	0.79
兴蓉环境	供水业务	175	19	0.3	0.34	0.39
武汉控股	污水处理	81.67	23	0.50	0.56	0.66
中原环保	污水处理	44	29	0.55	0.69	-
深圳燃气	燃气业务	214	25	0.4	0.46	0.53
重庆燃气	燃气业务	160	34	0.3	0.37	0.47
平均值		158	27	0.26	0.41	0.55
瀚蓝环境		135	25	0.71	0.95	1.16

数据来源：东北证券，wind

*可比公司一致预测数据来自于 Wind 一致预测，瀚蓝环境预测数据为东北证券研究所估计

对于固废业务，考虑公司固废板块运营项目优质，危废布局加快，我们给予 16 年 30 倍估值，对应 93 亿市值。

对于供水业务，受益于水价提高，我们给予 16 年 20 倍 PE，对应 13 亿市值。

对于污水处理业务，我们给予 16 年 25 倍 PE，对应 5.25 亿市值。

对于燃气业务，该项业务平稳发展，我们给予 25 倍 PE，对应约 40 亿市值。

根据分业务核算，我们认为公司总计约 150 亿的市值，目标价 19.58 元，我们

看好公司的投资价值。

4.2.2. 估值评级

预计公司 2016-2018 营业收入为 37.05、44.43、52.99 亿元，归母净利为 5.45、6.73、8.03 亿元，EPS 分别为 0.71、0.88、1.05 元。看好公司未来在固废业务的布局以及佛山地区危废业务，市场前景广阔，给予“买入”评级。

4.2.3. 风险提示

创冠项目拓展不及预期；污水处理来水不足；燃气价格下降，政策不达预期