

瀚蓝环境 (600323) \公用事业

——砥砺前行，成长在路上

投资要点:

➤ **公司拥有完整的环境服务产业链，固废处置为业绩贡献的主力。**

公司目前拥有供水、污水处理、燃气、固废综合处置等循环相扣的完整生态环境服务产业链，按照17年年报数据，供水、污水处理、燃气、固废处置业务的收入占比分别为21.37%、4.47%、33.65%、33.82%，毛利贡献占比分别为19.49%、5.28%、22.39%、42.82%，固废处置从收入和毛利贡献都处于主导地位，是公司盈利贡献的第一来源。公司在固废领域，已形成生活垃圾转运、焚烧发电、卫生填埋、渗滤液处理、飞灰处理、炉渣处理等完整的生活垃圾处理纵向一体化优势，也形成了生活垃圾处理、餐厨垃圾处理、污泥处理、粪便处理、危废处理等协同资源化的横向一体化优势，具备提供固废处理全产业链的综合服务能力。2017年公司的垃圾焚烧发电规模、污泥处理规模、餐厨垃圾处理、农业垃圾处理、危废处理规模分别达到21450吨/日、1350吨/日、1350吨/日、125吨/日、9.3万吨/年，其中垃圾焚烧发电规模已经跻身全国第一梯队。

➤ **固废处置产业园运营优势突出，独特的“瀚蓝模式”复制仍在路上。**

公司已建成的固废处置产业园以垃圾发电为核心能源，同时配置生活垃圾转运、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。是目前国内唯一已建成并成功运营的具有完整固废处理产业链的产业园，运营优势突出，形成独特的“瀚蓝模式”。目前已经成功将模式复制至广东顺德、广东开平，模式不断被认可，未来有望持续打开广东全省甚至全国的市场。

➤ **维持“推荐”评级。**我们预计18-20年公司的EPS分别为1.1、1.21、1.4元，对应PE分别为13、11、10倍，看好公司的大固废处置服务能力以及未来“瀚蓝模式”的复制，维持推荐评级。

➤ **风险提示：**项目运营不达预期的风险，市场拓展不达预期的风险

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	3,690.34	4,202.08	4,809.37	5,618.94	6,348.65
增长率 (%)	9.93%	13.87%	14.45%	16.83%	12.99%
EBITDA (百万元)	1,521.31	1,680.88	2,014.68	2,169.13	2,383.19
净利润 (百万元)	508.57	652.24	839.43	928.79	1,070.41
增长率 (%)	26.23%	28.25%	28.70%	10.64%	15.25%
EPS (元/股)	0.66	0.85	1.10	1.21	1.40
市盈率 (P/E)	20.73	16.17	12.56	11.35	9.85
市净率 (P/B)	2.19	1.98	1.76	1.56	1.38
EV/EBITDA	9.51	8.93	7.70	7.02	5.95

数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议：**推荐**
 维持
 当前价格：**14.63元**

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	766/766
流通A股市值 (百万元)	11,758
每股净资产 (元)	7.07
资产负债率 (%)	57.68
一年内最高/最低 (元)	16.77/12.39

一年内股价相对走势



马宝德 分析师

执业证书编号：S0590513090001

电话：0510-85605730

邮箱：mabd@glsc.com.cn

相关报告

1、《瀚蓝环境 (600323) \公用事业行业》

《业绩符合预期，固废处置进入快速发展期》

2、《瀚蓝环境 (600323) \公用事业行业》

《顺德产业园开启南海模式复制之路》

正文目录

1.	公司逐步打造成综合环境服务平台	4
1.1.	公司定位综合环境领跑者，平台逐步完善	4
1.2.	业务结构	5
2.	产业园运营优势突出，独特的“瀚蓝模式”复制仍在路上	6
2.1.	收购创冠中国，垃圾焚烧处置规模已经占据一席之地	6
2.2.	产业园运营优势突出，园区模式成功复制	10
3.	固废产业链快速拓展，危废、餐厨垃圾加速布局	12
3.1.	危废无害化市场空间巨大，蓝海掘金正当时	12
3.2.	餐厨垃圾市场亟待崛起，处理缺口明显	13
3.3.	公司加速布局危废、餐厨垃圾、畜禽废弃物，完善大固废产业链条	14
4.	水务燃气，为公司提供稳定的现金流	16
4.1.	水价上调水损下降，水务稳定运营	16
4.2.	污水业务稳步前行，流域治理逐步尝试	17
4.3.	对内全资控股燃气发展，对外收购江西瀚蓝能源	19
5.	盈利预测	19
6.	风险提示	20

图表目录

图表 1:	瀚蓝环境发展历程	4
图表 2:	公司股权结构	5
图表 3:	近几年公司的营收、净利及增速 (亿元 %)	6
图表 4:	总体毛利率和净利率 (%)	6
图表 5:	分项业务的收入情况 (亿元)	6
图表 6:	分项业务的毛利率 (%)	6
图表 7:	创冠中国项目运营情况	7
图表 8:	2017 年固废龙头企业生活垃圾焚烧规模 (吨/日)	8
图表 9:	我国垃圾焚烧处理规模 (万吨/日)	8
图表 10:	2016 年各省垃圾焚烧处理规模 (万吨/日)	8
图表 11:	历年新增垃圾焚烧厂规模 (万吨/日)	9
图表 12:	垃圾焚烧无害化处理厂 (座数)	9
图表 13:	2020 年我国垃圾焚烧处理空间估算	9
图表 14:	我国生活垃圾清运及焚烧情况 (万吨)	10
图表 15:	不同处理方式的处理量及占比 (万吨)	10
图表 16:	南海固废处理产业流程图	11
图表 17:	南海固废处理环保产业园	11
图表 18:	“砥砺奋进的五年”展板	11
图表 19:	顺德及开平固废产业园项目基本规划	12
图表 20:	我国历年危废处理情况 (万吨/年)	13
图表 21:	201 年无害化处置、综合利用、贮存比例	13
图表 22:	我国工业固废产量及危废预估产量 (亿吨)	13
图表 23:	危废产生量及处置量 (万吨) 环保部口径	13
图表 24:	2016 年危废投运及在建产能 (万吨/年)	13
图表 25:	各省市危废处理处置情况 (万吨)	13
图表 26:	餐厨垃圾处理能力 (万吨/日) 及设施数 (座)	14

图表 27: 现阶段我国餐厨垃圾处理行业特点	14
图表 28: 公司供水产能 (万 m ³ /日)	16
图表 29: 2016 佛山市南海区供水价格	16
图表 30: 公司污水处理厂布局图	18
图表 31: 2012-2017 公司污水产销量 (亿吨)	18
图表 32: 公司污水处理项目运营情况	18
图表 33: 主营业务营收、增长率、毛利率盈利预测	20
图表 34: 财务预测摘要	20

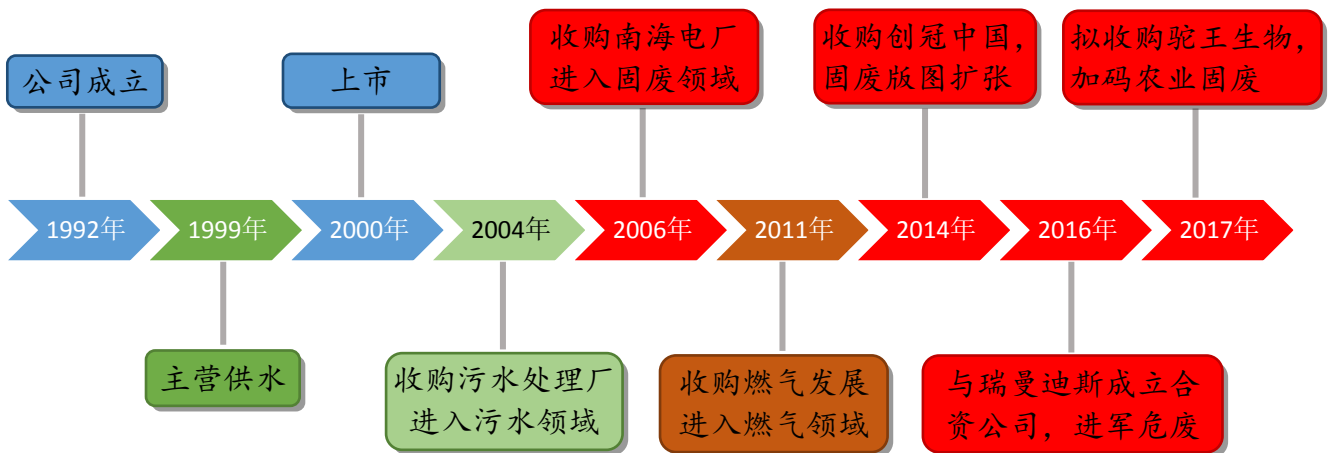
1. 公司逐步打造成综合环境服务平台

1.1. 公司定位综合环境领跑者，平台逐步完善

公司前身为南海发展有限公司成立于1992年12月，主营业务为贸易。1999年由南海市供水集团控股后主营供水，于2000年在上交所挂牌。公司经过多年的发展，目前已形成固废处置、燃气供应、供水及污水处理等循环相扣的完整环境服务产业链，定位于“综合环境领跑者”。

2004年，公司收购南海区桂城污水处理厂和南海区平洲污水处理厂的在建工程资产，拓展其污水处理板块。2006年，出资成立绿电公司并收购南海电厂，开展其固废板块。2011年，控股佛山市南海燃气发展，进入燃气供应板块。2014年，收购冠创中国，其固废版图扩张至全国。2016年，与瑞曼迪斯成立合资公司，切入危废领域。2017年，收购驼王生物，进入畜禽废弃物及动物固体废物无害化处理领域，完善其大固废处置产业链。

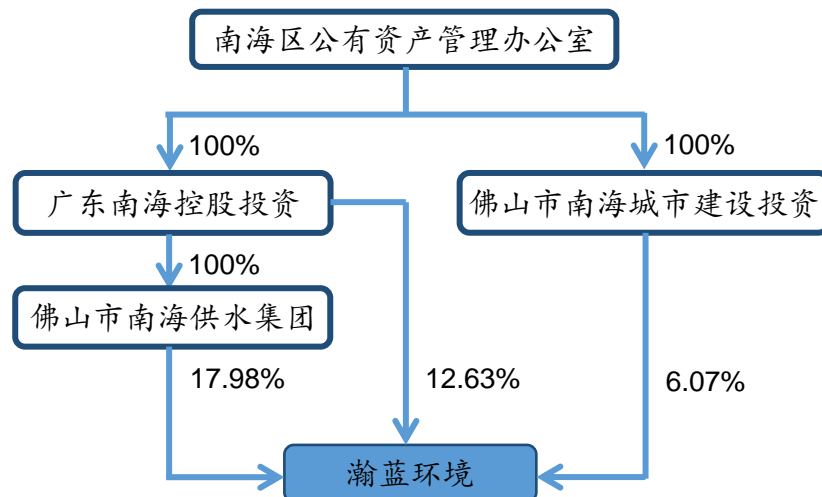
图表 1：瀚蓝环境发展历程



来源：公司公告，国联证券研究所

公司控股股东为佛山市南海供水集团有限公司，持有公司17.98%的股份。公司实际控制人为佛山市南海区国有资产管理办公室，通过其全资子公司佛山市南海供水集团有限公司、广东南海控股投资有限公司和佛山市南海城市建设投资有限公司分别持有瀚蓝科技17.98%、12.63%和6.07%的股份，合计持有36.68%的股份。

图表 2：公司股权结构



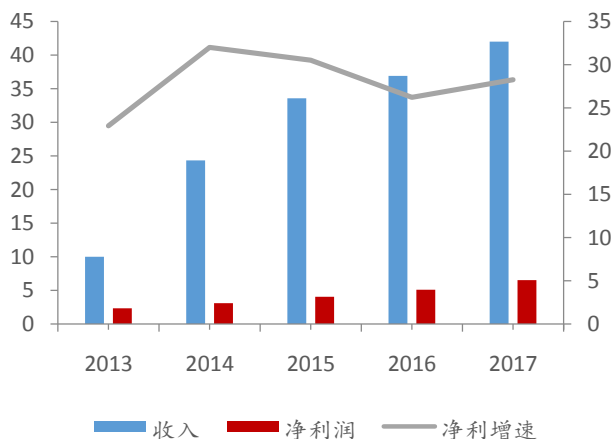
来源：公司公告，国联证券研究所

1.2. 业务结构

2012 年以来，公司的收入和净利润保持了较快的增长，从 2012 年 1.9 亿元净利润增长到 2017 年的 6.52 亿元，年复合增速为 27.9%，增速迅猛。2017 年公司实现营收 42.02 亿元，同比增长 13.87%；归属于母公司股东的净利润 6.52 亿元，同比增长 28.25%。单季度来看，2018-Q1 实现营收 11.35 亿元，同比增长 20.03%，毛利率 36.14%，同比增长 6.36pct；归属母公司股东的净利润 3.08 亿元，同比增长 133.96%，营收与归母净利润增速不匹配的主要原因是处置官窑市场股权收益带来约 1.6 亿非经常性损益大幅增厚净利润，扣非归母净利润 1.67 亿元，同比增长 36.91%。

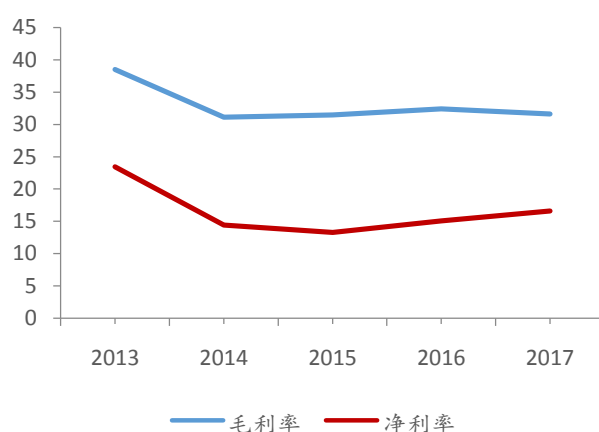
分项业务来看，公司最初以供水、污水处理及燃气业务为主，逐步延伸至固废产业链。2017 年供水业务营收 8.98 亿元，同比增长 4.33%，占营收比为 21.4%，主要是由于售水量同比增长；污水业务营收 1.88 亿元，同比增长 17.85%，占营收比为 4.5%，主要是由于污水管网运营收入增加所致；燃气业务实现营收 14.14 亿元，同比增长 21.57%，占营收比为 33.6%，主要是公司对工业用户采取优惠气价政策及部分污染企业因环保政策要求转用天然气，使得销售量同比增幅较大。近几年固废处置业务增长迅猛并逐步成为业绩驱动的主要力量，固废处置业务收入由 2012 年的 2.29 亿元增长到 2017 年的 14.28 亿元，收入占比由 25.9% 提升至 33.98%，毛利由 2012 年的 1.1 亿元提升至 2017 年的 5.69 亿元，毛利贡献由 30.6% 提升至 47.59%，成为第一大毛利贡献来源。在固废领域，已形成生活垃圾转运、焚烧发电、卫生填埋、渗滤液处理、飞灰处理、炉渣处理等完整的生活垃圾处理纵向一体化优势，也形成了生活垃圾处理、餐厨垃圾处理、污泥处理、粪便处理、危废处理等协同资源化的横向协同一体化优势，具备提供固废处理全产业链的综合服务能力。同时，固废处置业务的毛利率相对于污水处理、供水业务、燃气业务的毛利率偏高，2017 年固废处置业务的毛利率为 40.05%，较高的毛利率以及收入占比的不断提升有利于增强公司的盈利能力。

图表 3: 近几年公司的营收、净利及增速 (亿元%)



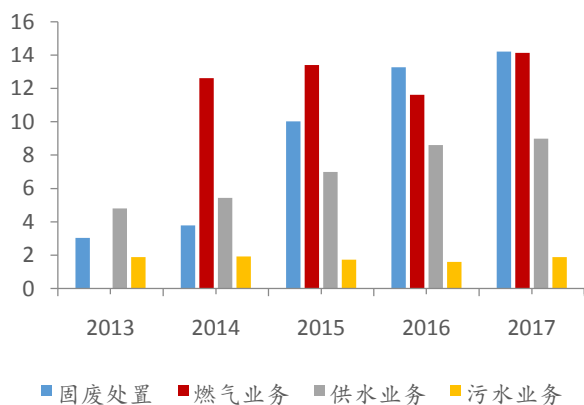
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 4: 总体毛利率和净利率 (%)



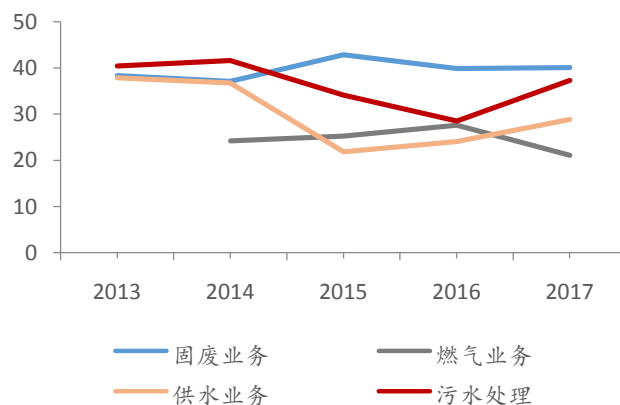
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 5: 分项业务的收入情况 (亿元)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 6: 分项业务的毛利率 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

2. 产业园运营优势突出, 独特的“瀚蓝模式”复制仍在路上

2.1. 收购创冠中国, 垃圾焚烧处置规模已经占据一席之地

收购创冠中国, 公司的整体垃圾焚烧处置规模快速扩容。自公司 2014 年收购创冠中国以来, 其垃圾处理规模从原来的 3000 吨/日提升至收购后的 14350 吨/日, 随着大连一期 (1000 吨/日)、福清二期 (300 吨/日) 及黄石二期 (400 吨/日) 的投运, 以及南海生活垃圾焚烧发电厂提标扩容工程 (1500 吨/日)、创冠晋江提标改扩建项目 (500 吨/日)、创冠安溪改扩建项目 (750 吨/日) 及创冠廊坊改扩建项目 (500 吨/日) 等工程的开工建设, 公司的垃圾焚烧处置规模在国内已经占据一席之地。继创冠中国之后, 公司在固废领域继续扩张, 2016 年公司从福建中雁手中购得漳州中雁的 70% 股权, 继而获得漳州南部生活垃圾发电厂的特许经营权。该项目总投资为 4.5 亿元, 规划处理规模为 1000 吨/日, 分两期进行。项目投产后有望与创冠福清在福建南部形成协同效应, 进一步帮助公司扩展福建市场。2017 年度公司中标开平市固废综合处理中心一期一阶段 PPP 项目 (600 吨/日) 以及收购饶平宝斗石公司 80%

股权暨投资广东省饶平县宝斗石生活垃圾填埋场升级改造及综合处理资源化利用项目(1000吨/日),进一步扩大了公司在广东省的固废处理服务区域和提升处理规模,对于公司固废处理业务拓展和影响力的提升具有重要意义。

图表 7: 创冠中国项目运营情况

项目子公司	项目名称	签订时间	特许期	处理能力(吨/日)	处理费(元/吨)	年发电量(亿千瓦时)	运营状态
创冠晋江	晋江垃圾焚烧发电处理厂(一期)	2003年12月	自正式投产起算30年	1000			投运
	晋江垃圾焚烧发电处理厂(二期)	2007年9月	自正式投产起至2035年12月31日止	800	70	1.6	投运
	晋江市污泥干化处理工程	2010年9月	自签订之日起至2035年12月31日止	近期200 远期700	190		投运
创冠安溪	安溪县生活垃圾焚烧发电厂	2009年8月	自合同生效起算30年	600	63	0.72	投运
创冠惠安	惠安县生活垃圾焚烧发电厂	2009年2月	自合同生效起算27年	1200	70	0.76	投运
创冠建阳	南平市“三线一中心”生活垃圾焚烧发电厂	2009年8月	30年	600	60	0.7	投运
创冠廊坊	廊坊市生活垃圾发电项目	2009年12月	27年	1000	58	1.16	投运
创冠黄石	黄石市生活垃圾发电项目(一期)	2009年5月	27年	800	运营前	1.92	投运
	黄石市生活垃圾发电项目(二期)			400	10年按照49元,后按照60元		投运
创冠福清	福清市生活垃圾发电项目(一期)	2009年9月	27年	600	61.5元	1.14	投运
	福清市生活垃圾发电项目(二期)			300			投运
创冠孝感	孝感市生活垃圾焚烧发电厂	2010年4月	27年	一期1500 总体2250	55元	1.16	即将开工建设
创冠大连	大连金州区生活垃圾焚烧处理项目	2012年7月	27年	1000	78	0.9	投运
创冠贵阳	贵阳市生活垃圾	2013年5月	30年	2000	65	1.8	未启

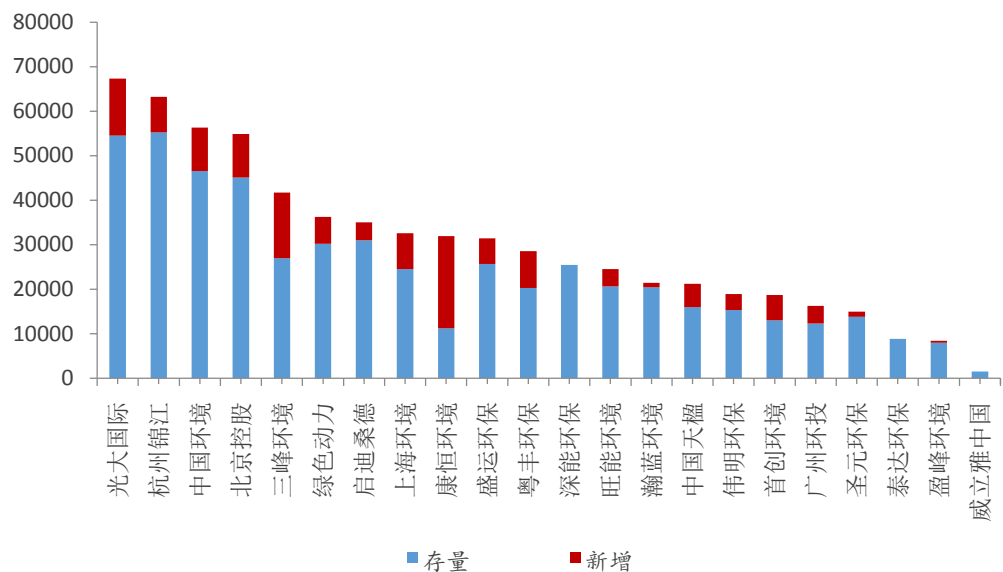
焚烧发电

动

来源：公司公告，国联证券研究所

固废企业的垃圾焚烧规模增速迅猛，公司已经占据一席之地。2017年22家固废龙头企业新增生活垃圾焚烧总规模为119421吨/日，增速约为23%。目前垃圾焚烧行业具有公用事业属性，地方垄断仍时有发生，行业集中度不断加强，公司目前通过收购创冠中国及后续项目的持续拓展，处置规模虽然和国内的垃圾焚烧发电龙头相比仍有的差距，但也已经在国内占据了一席之地。

图表 8：2017 年固废龙头企业生活垃圾焚烧规模（吨/日）

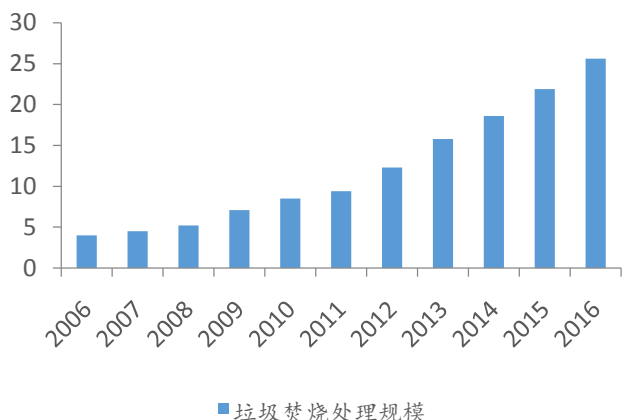


来源：E20，国联证券研究所

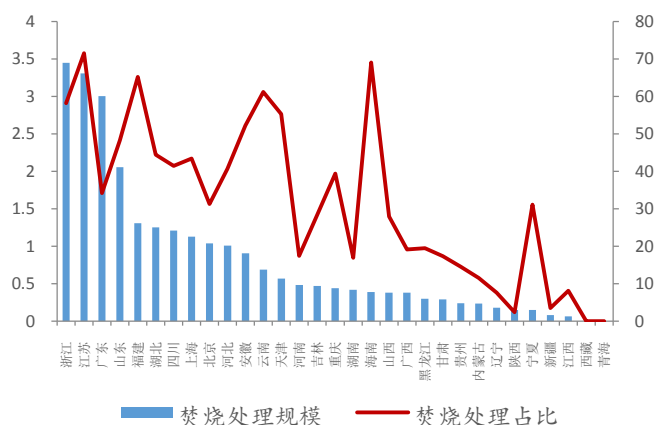
无害化焚烧占比不断提升，市场竞争由东部地区向中西部转移。根据最新国家统计局数据显示，2006-2016年，我国生活垃圾清运量及无害化处理率不断提高，全国城市范围内生活垃圾无害化焚烧占比从14.45%提高到37.51%，其余城市生活垃圾以卫生填埋或其它形式进行处理，无害化焚烧处理成为生活垃圾处理最主要的技术路线。2006-2016年，我国生活垃圾焚烧处理厂从69座增长到249座，日处理能力从4.0万吨增长到25.6万吨，年处理量从1137.6万吨增长到7378.4万吨。在国家政策的推动下，生活垃圾处理厂新增规模在不断加快，在建规模不断提高。仅2017年1-10月，我国垃圾发电项目在建及拟建共75项，投资金额达到66.2亿元。目前来看，东部地区的无害化焚烧处理能力及占比较高，而中西部地区较低，垃圾焚烧行业具有较为明显的地域性特征，市场竞争已经逐步从东部地区向中西部地区转移。

图表 9：我国垃圾焚烧处理规模（万吨/日）

图表 10：2016 年各省垃圾焚烧处理规模（万吨/日）

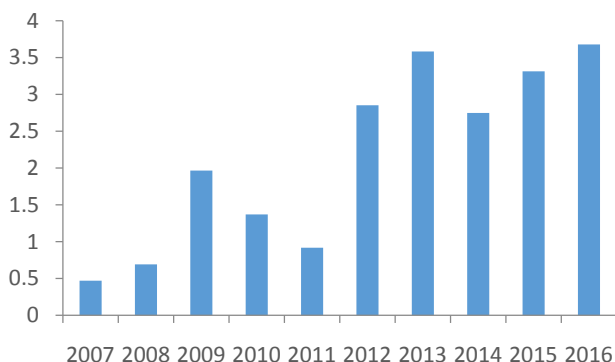


来源：国家统计局，国联证券研究所



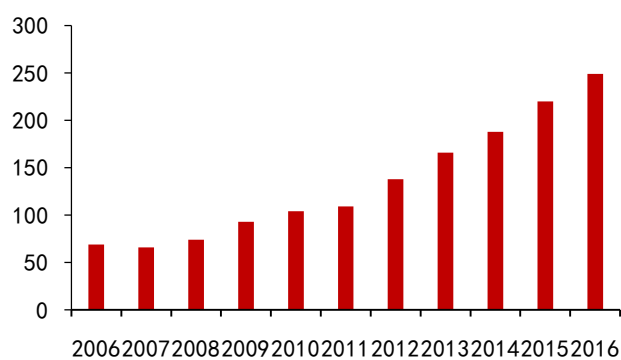
来源：国家统计局，国联证券研究所

图表 11: 历年新增垃圾焚烧厂规模 (万吨/日)



来源：国家统计局，国联证券研究所

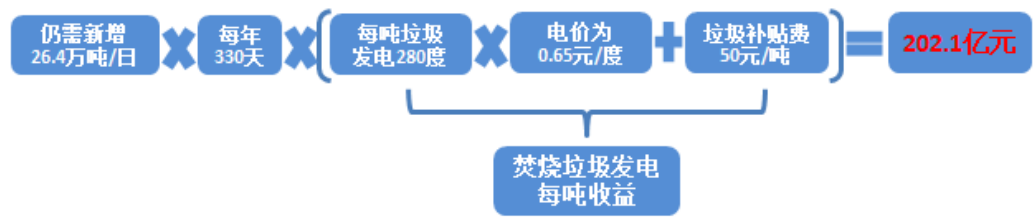
图表 12: 垃圾焚烧无害化处理厂 (座数)



来源：国家统计局，国联证券研究所

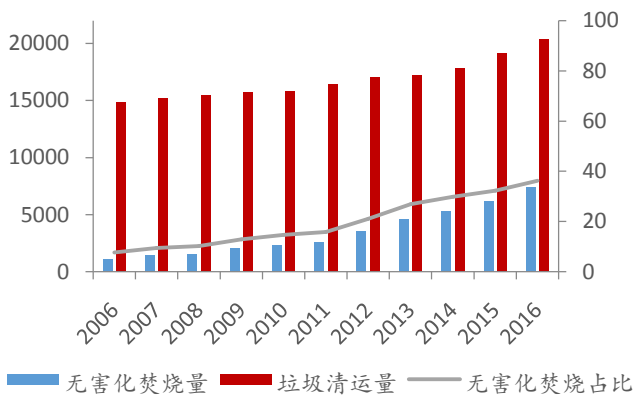
未来的垃圾无害化焚烧市场空间仍然可观，仍将保持较快增速。从国外的焚烧比例看，日本垃圾焚烧达到 80.4%，欧洲超过 70%。伴随垃圾焚烧厂落地，可以预计我国的生活垃圾焚烧比例将继续增长。从国外的垃圾产量对比发现，美国垃圾生产量人均 2 公斤/日，瑞士 1.89 公斤/日，韩国 1.04 公斤/日，日本 0.96 公斤/日，目前我国城镇常住人口 7.92 亿人，如果中国按人均 1.14 公斤/日生产垃圾计算，则城镇生活垃圾规模达 90.3 万吨/日，但直至 2016 年我国生活垃圾焚烧能力只有 25.6 万吨/日，且未来随着城镇人口数量的不断增长，生活垃圾无害化处理及焚烧处理水平仍大有空间。国务院公布的《国家新型城镇化规划》中称，在 2020 年要实现常住人口城镇化达到 60%左右；发改委、住建部联合发布的《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划（征求意见稿）》中提出的目标，到 2020 年底全国城镇生活垃圾焚烧处理设施能力占无害化处理总能力的 50%以上。预计 2020 年垃圾焚烧量将达 52 万吨/日，则仍需要新增 26.4 万吨/日的处置量，按照每年 330 天，1 吨垃圾上网电量为 280 度，电价为 0.65 元/度，垃圾补贴费 50 元/吨计算，未来的焚烧处理空间大约为 202.1 亿元，年复合增速达到 19.4%。

图表 13: 2020 年我国垃圾焚烧处理空间估算



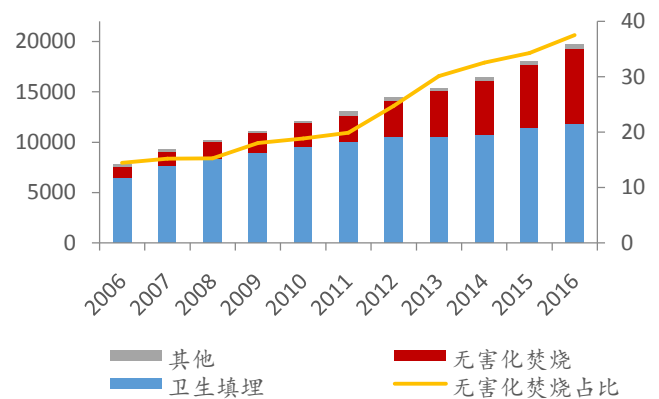
来源：中国产业信息网，国联证券研究所

图表 14：我国生活垃圾清运及焚烧情况（万吨）



来源：国家统计局，国联证券研究所

图表 15：不同处理方式的处理量及占比（万吨）



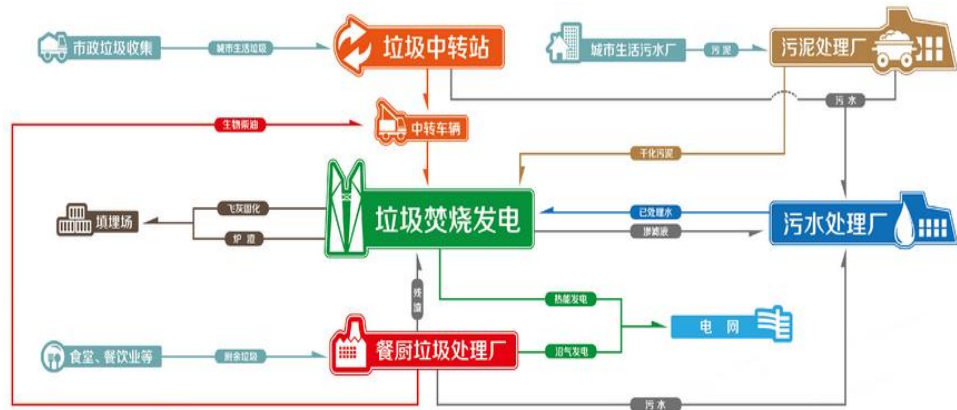
来源：国家统计局，国联证券研究所

2.2. 产业园运营优势突出，园区模式成功复制

南海固废处置环保产业园区树立标杆，打造“瀚蓝模式”。公司投资建设并运营的“南海固废处理环保产业园”，是目前国内唯一已建成并成功运营的具有完整固废处理产业链的固废处理产业园。产业园以垃圾焚烧发电项目为能源核心来建设固废全产业链处理系统，包括前端的垃圾集中压缩转运（4000 吨/日），中端的生活垃圾焚烧（3000 吨/日）、餐厨垃圾处理（300 吨/日）、污泥处理（300 吨/日）以及正在规划的危废处理，末端的渗滤液处理、飞灰处理等，各处理环节实现资源共享、资源互换，以高效协同的方式，完成生活垃圾的无害化处理、资源化循环利用，形成了由源头到终端完整的固废处理产业链。固废处理是敏感的环境服务行业，而南海环保产业园的地理位置非常特殊，周边是环境优美的南海狮山大学城校区以及各类高档生活小区，园区的运营管理团队非常重视与周边社区的融合，严格自律，主动引入第三方监督，向公众开放，建立公开、透明、多渠道的沟通和监管体系，自觉接受社会监督，对存在的问题及时回复并解决，有效的化解公众疑虑，不断的提升园区的运营管理水平，将南海环保产业园打造成全国独一无二的在高档社区运营固废处理环保产业园的成功案例。同时，产业园模式在节省土地资源、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，具有社会成本最小化的显著优势，被称之为固废处理的“瀚蓝模式、南海经验”。2017 年，在北京举办的“砥砺奋进的五年”大型成就展上，“南海固废处理环保产业园”获住建部推荐入选“绿水青山

便是金山银山，迈进社会主义生态文明新阶段”篇章，作为全国唯一入选的固废处理环保产业园，在“绿色产业不断发展壮大”环节进行重点展示，再次标志了“瀚蓝模式，南海经验”受到了社会的广泛认可。

图表 16：南海固废处理产业流程图



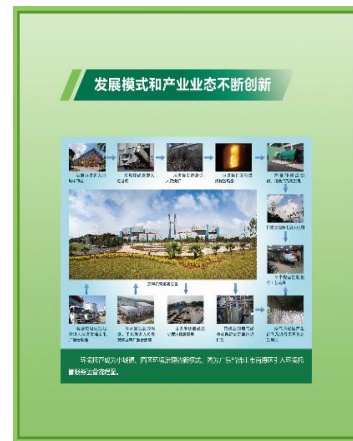
来源：公司公告，国联证券研究所

图表 17：南海固废处理环保产业园



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 18：“砥砺前行”的五年”展板



来源：人民网，国联证券研究所

独特的“瀚蓝模式”成功复制至顺德区、开平市，未来复制空间打开。2016年9月，“南海固废处理环保产业园”实现首次异地复制至佛山市顺德区。公司参与投资（占34%股权）的顺控环投热电项目将投资建设包括日处理规模为3000吨的生活垃圾焚烧发电项目、700吨的污泥处理项目以及300吨的餐厨垃圾处理项目在内的固废处理环保产业园，同时公司将组建运营公司（占比70%），负责顺控环投热电项目建成投产后的生产运营。目前，顺德固废产业园项目工程进展顺利，主厂房结构已封顶，设备安装工作全面铺开。2017年4月，瀚蓝模式再次复制至广东省开平市，公司中标广东省开平市固废综合处理中心一期一阶段PPP项目，为产业园项目，包括开平市第一座生活垃圾焚烧发电厂（一期600吨/日，二期300吨/日）、渗滤液处理中心

(200 立方米/日)、填埋场 (75 万立方米) 及相关配套工程, 以及湿地生态公园的建设、维护与管理。“瀚蓝模式”的再次异地复制, 体现了公司固废处理模式优势得到市场认可, 进一步提升公司在广东省乃至全国固废处理产业园建设领域的影响力和竞争力, 未来在广东省外的复制想象空间打开。

图表 19: 顺德及开平固废产业园项目基本规划

项目名称	垃圾焚烧发电	污泥处理	餐厨垃圾处理	渗滤液处理	填埋场	湿地生态公园
顺德固废产业园	3000 吨/日	700 吨/日	300 吨/日			
开平市固废综合处理中心	一期 600 吨/日 二期 300 吨/日			200 立方米/日	75 万立方米	1 个

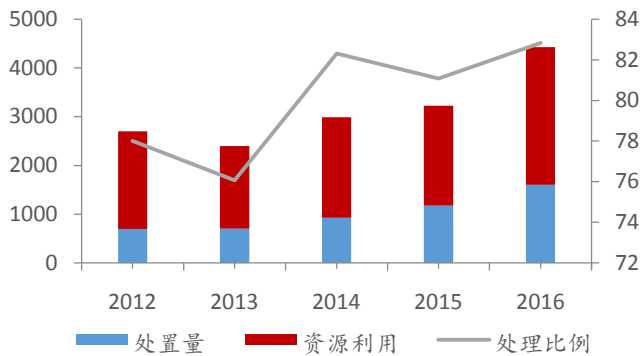
来源: 公司公告, 国联证券研究所

3. 固废产业链快速拓展, 危废、餐厨垃圾加速布局

3.1. 危废无害化市场空间巨大, 蓝海掘金正当时

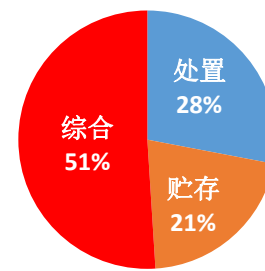
危废市场空间巨大, 大量危废未得到无害化焚烧处置, 产生地较为集中。2016 年我国全部工业固体废物年产生量约 30.9 亿吨, 根据前瞻产业研究院工业固废处理行业报告预测, 到 2021 年可能会突破 46 亿吨。参考发达国家危废产生量占总的固废产生量比例, 即使以比例最低的日韩两国为参照, 其危废占比也达到了 4%-5% 之间, 若以 4% 的占比计算, 按照 2016 年的危废水平, 我国每年危废产生量应当在 1.24 亿吨, 远高于生态环境部统计值。根据《2017 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》统计数据显示, 截至 2016 年底, 全国各省 (区、市) 颁发的危废 (包含医疗废物) 经营许可证共计 2195 份, 核准经营规模为 6471 万吨/年 (含收集经营规模 397 万吨/年)。而根据环境防治年报, 2016 年实际经营规模为 1629 万吨 (含收集 23 万吨), 有效处理能力较低, 大量危废未得到及时有效的处理处置, 远远低于危废实际产生量。目前焚烧处理的价格一般在 2000-5000 元/吨 (各地价格差异较大, 主要是受危废产量与处理量缺口大小影响, 上海特殊产品可达万元/吨), 按照 2000 元/吨的价格进行测算, 年市场空间大约为 2600 亿元。从已经处理的情况看, 2016 年危废综合处理比例为 83%, 虽然比例较高, 但其中无害化焚烧处置只占综合利用的 36%, 占危废产生量的 30%, 大部分仍然是资源利用和储存为主, 无害化焚烧仍然处于较低水平。随着新版《危废处置名录》等政策措施出台, 危废监管越来越严格, 危废无害化处置率将会不断提高, 未来是大势所趋。从地区分布来看, 2016 年, 危险废物产生量前五的省市为山东、青海、江苏、新疆、湖南, 五省的危废产生量合计占全国产生量的比例超 50%, 集中度高; 其中青海、新疆受发展条件限制, 当前有大量危废转为了储存, 市场需要进一步无害化处置; 而处理处置量前五的省市为山东、江苏、新疆、浙江、内蒙, 集中度也超过 50%。

图表 20: 我国历年危废处理情况 (万吨/年)



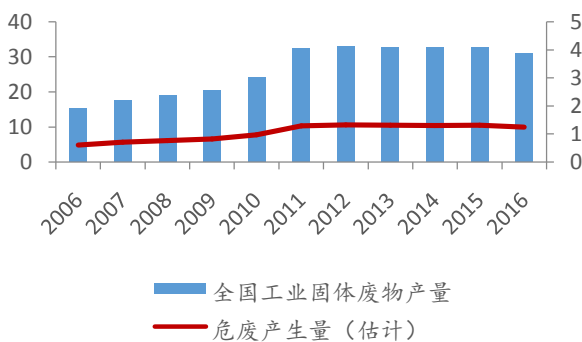
来源: 国家统计局, 国联证券研究所

图表 21: 2016 年无害化处置、综合利用、贮存比例



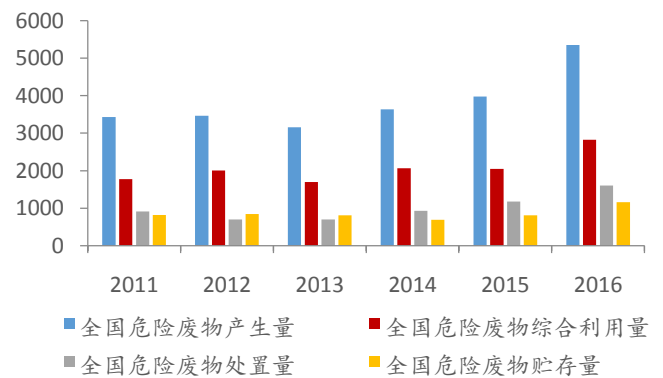
来源: 国家统计局, 国联证券研究所

图表 22: 我国工业固废产量及危废预估产量 (亿吨)



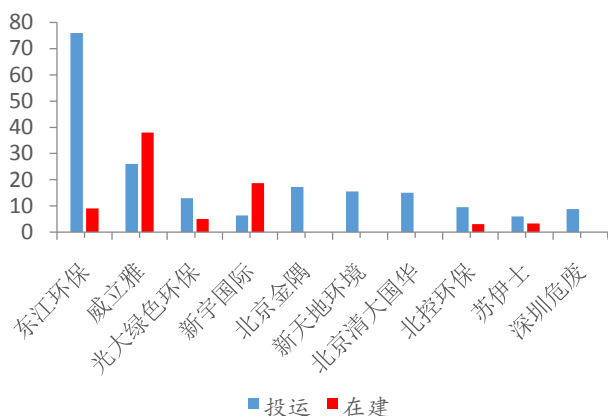
来源: 国家统计局, 国联证券研究所

图表 23: 危废产生量及处置量 (万吨) 环保部口径



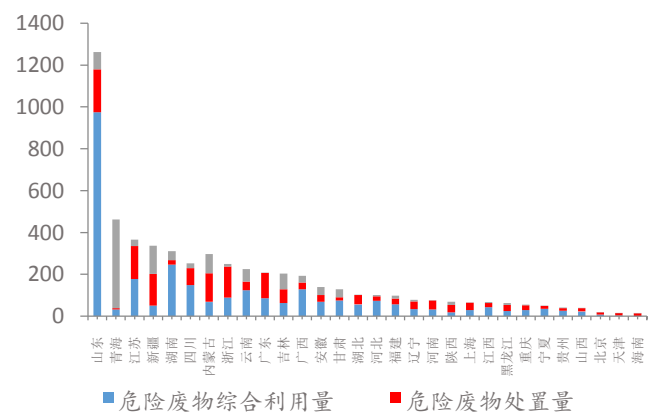
来源: 国家统计局, 国联证券研究所

图表 24: 2016 年危废投运及在建产能 (万吨/年)



来源: Frost&Sullivan, 国联证券研究所

图表 25: 各省市危废处理处置情况 (万吨)

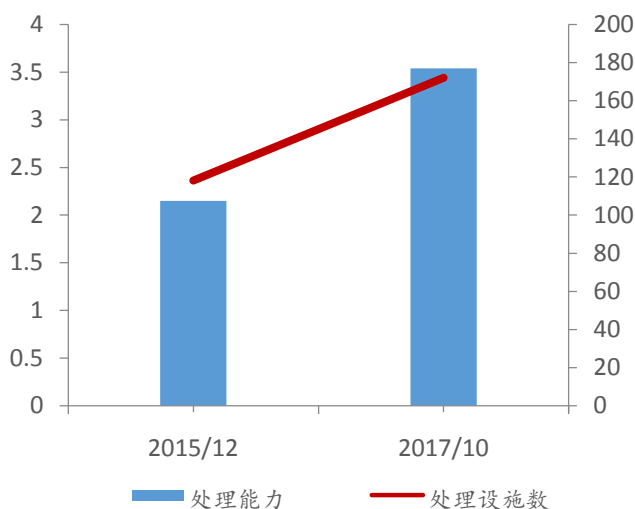


来源: 国家统计局, 国联证券研究所

3.2. 餐厨垃圾市场亟待崛起, 处理缺口明显

餐饮行业高速发展，餐厨垃圾产生量呈现出逐年快速增长态势。根据中国城市环境卫生协会资料显示，在全国 657 个设市城市中，餐厨垃圾日均产量超过 50 吨的城市有 512 个，而在北上广深等餐饮发达城市情况尤为严重。我国餐厨垃圾处理设施建设起步较晚，目前仍有大量餐厨垃圾未得到处理。“十二五”期间我国主要城市每年平均产生餐厨垃圾不低于 6000 万吨，而 2016 年全国餐厨垃圾产生量约为 9700 万吨左右，按照“十二五”规划来计算，2015 年末我国餐厨垃圾的处理率也只有 18% 左右，每年还有超过 5000 万吨的餐厨垃圾没有得到处理。据不完全统计，截止 2015 年底，我国餐厨垃圾处理项目（包括筹建、在建和投产项目）为到 118 座，总规划处理能力 2.15 万吨/日，到 2017 年 10 月，我国餐厨垃圾处理项目（包括筹建、在建和投产项目）已经达到 172 座，总规划处理能力 3.54 万吨/日。其中，已投入运行（或试运行）的餐厨垃圾处理设施为 87 座，处理能力 1.87 万吨/日，占比 53%；筹建及在建的餐厨垃圾处理设施为 85 座，处理能力 1.67 万吨/日，占比 47%。根据“十三五”规划中对“推进餐厨垃圾资源化利用与无害化处理”的建设任务，到“十三五”末，力争新增餐厨垃圾处理能力 3.44 万吨/日，城市基本建立餐厨垃圾回收和再生利用体系。届时我国餐厨垃圾处理能力将达到为 2000 万吨/年，但是与每年快速增长的餐厨垃圾总量相比，餐厨垃圾处理市场仍然有很大的缺口。

图表 26: 餐厨垃圾处理能力(万吨/日)及设施数(座)



来源：北极星环保网，国联证券研究所

图表 27: 现阶段我国餐厨垃圾处理行业特点

餐厨垃圾处理率仍然较低

- 即使按照“十二五”规划来计算，2015 年末，我国餐厨垃圾的处理率也只有 18%。

建设进度逐步加快

- 城市餐厨垃圾增长加快，政府环保压力大，大批餐厨垃圾项目上马建设。

相关政策不够完善

- 在餐厨垃圾处理方面的政策、法规、规范、标准还比较欠缺。

运营模式不成熟、有待探索

- 没有形成一个长久的运营机制，财政负担重。

处理技术工艺要求高

- 餐厨垃圾组分复杂，对规模化处理产生了一定的技术困难。

竞争格局较为分散

- 行业目前竞争格局较为分散，单个企业处置规模相对较小。

来源：前瞻研究院，国联证券研究所

3.3. 公司加速布局危废、餐厨垃圾、畜禽废弃物，完善大固废产业链条

大固废处置产业链快速扩张，加速布局危废处置、餐厨垃圾处理、畜禽废弃物处理等领域。公司目前在固废领域，已形成生活垃圾转运、焚烧发电、卫生填埋、渗滤液处理、飞灰处理等完整的生活垃圾处理纵向一体化优势，也形成了生活垃圾处理、餐厨垃圾处理、污泥处理、粪便处理、危废处理等协同资源化的横向协同一体化优势，具备提供固废全产业链综合环境投资及服务能力。2017 年公司的垃圾焚烧发电规模、污泥处理规模、餐厨垃圾处理、农业垃圾处理、危废处理规模分别达到 21450 吨/日、1350 吨/日、1350 吨/日、125 吨/日、9.3 万吨/年，各项业务齐头并进。

在餐厨垃圾、粪便处理领域：公司收购哈尔滨、大庆、牡丹江三市有机垃圾处理项目（包括餐厨垃圾处理 550 吨/日及粪便处理 50 吨/日），项目目前都已经进入建设期，投产之后可与创冠大连项目为公司在东北地区的扩张提供强有力的保证。公司于 2016 年与来自奥地利的全球领先的工业集团安德里茨(中国)有限公司进行战略合作，共同投入开展基于安德里茨 QZ 设备的先进餐厨垃圾处理项目的研发工作，该项目中的处理线采用安德里茨先进的生物废料预处理技术，关键设备为拥有破碎、搅拌及制浆的 Bio-QZ 破解机和 ReCo 压榨脱水分离机，与传统系统相比，它减少了前段分离的步骤，并达到更高的处理质量，从而提高了沼气的产量。这条由安德里茨设计的预处理线，为国内首创。双方希望该项目能够开拓佛山市乃至全国的餐厨垃圾处理市场，并成为引领国内餐厨垃圾处理技术的示范线。

牵手德国瑞曼迪斯，开启危废处置的新篇章。目前，佛山地区具有危废经营许可证的企业只有 6 家，只能处理 49 类危废中的 8 种，且不具备最终处置能力，远远无法满足当地的处置要求，外运处置率高达 73%。佛山市政府相关文件提出针对危废处置能力不足的现状，建议南海、顺德两区分别建设绿色工业服务项目，承担市内危废处置任务。南海区一并承接禅城区和三水区危险废物，顺德区一并承接高明区危险废物，该项目得到了政府部门的大力支持和重要批示。2016 年 5 月，公司宣布与德国瑞曼迪斯公司共同成立佛山瀚蓝瑞曼迪斯环境服务公司，瀚蓝环境股权占比为 51%，瑞曼迪斯占比为 49%。瑞曼迪斯集团是全球领先的环境服务企业，在全球 35 个国家地区运营 824 座环境保护设施及工厂，业务涵盖污水处理、市政垃圾、工业垃圾处理以及危废领域。在危废弃物领域拥有世界领先的技术和管理经验，旗下拥有危废处理厂 126 个，危废焚烧厂 3 个。根据规划，合资公司预期投资 5 亿元，年处理危废能力 5 万吨，技术主要采用焚烧和物化，处理价格约为 4000 元/吨。2017 年 12 月 11 日，该项目作为佛山最大工业危险废物处理中心，已取得广东省环保厅环评批复并正式开工建设，预计收集处理危险废物总规模提升为 9.3 万吨/年。项目建成后一方面可以为公司提供新的利润增长点，另一方面与行业巨头合作可以提升公司后期在危废领域发展的基础。

虽然终止收购湖北威辰，但跨省积极扩张危废处置的脚步不会停止。2016 年 8 月，公司拟收购威辰环境 70% 的股份，威辰环境为凯程环保全资子公司，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。目前经省环保厅核定的处理总规模为 32 万吨/年，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）。并且，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。2017 年 11 月 18 日，这一计划由于威辰环境方面未能满足《股权投资合作框架协议》中的附带前置条件而终止。由于政府规划调整，项目由原来的环保验收变更为须重新环评，由于征地拆迁等因素，新环评未能在双方约定的限期内完成。此次收购湖北威辰虽然终止，但未对公司生产经营造成重大影响，公司还将继续实施积极业务扩张战略。

加码畜禽废弃物无害化处置，扩张危废处置规模。2017年9月，公司通过下属全资子公司佛山市南海瀚蓝固废处理投资有限公司以现金不超过7058.82万元人民币收购广东驼王生物工程有限公司原有股东60%的股权。驼王生物是一家专业从事病死畜禽、动物固体废物无害化处理和环境服务的运营商，目前已获得四个特许经营BOT或PPP项目：遂溪县畜牧业资源循环利用处理中心示范PPP项目、怀集县农业资源循环利用处理中心示范项目、乐昌市农业资源循环利用处理中心示范项目、保定市（涞水县）区域性病死禽畜无害化处理中心建设PPP项目；其中，遂溪县、怀集县、乐昌市项目属于广东省首批10个无害化处理示范县项目。畜禽废弃物及动物固废无害化处理受国家政策支持，未来这4个项目建成后，标的公司可收到各级政府补助7800万元。畜禽废弃物及动物固体废物无害化处理是《“十三五”生态环境保护规划》和《农业资源与生态环境保护工程规划（2016—2020年）》的重点内容，也是环境治理三大战役中农业面源污染防治的重中之重，未来发展前景广阔。收购驼王生物控股权，有利于公司抢占农业固废处理行业发展先机，快速布局国内农业垃圾处理市场；并将进一步延伸公司固废处理产业链，探索并实现项目与产业协同，为公司未来长远发展带来新的发展机遇。

4. 水务燃气，为公司提供稳定的现金流

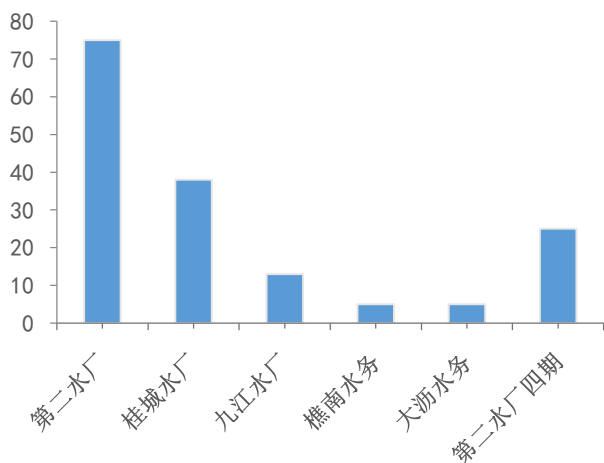
公司旗下供水、污水处理和燃气业务主要集中在佛山市南海区，在南海区占有相对垄断地位。在南海区，供水业务处于行业发展成熟期，污水处理业务及燃气业务随城市发展及环保要求提升尚有发展空间。

4.1. 水价上调水损下降，水务稳定运营

目前，公司拥有供水服务全产业链，实现厂网一体化运营，包括取水、制水、输水到终端客户服务。现有第二水厂、桂城水厂、九江水厂、樵南水务及大沥水务，其供水范围覆盖全南山区1000多平方公里，人口290万，目前供水产能达到136万 m^3 /日。2016年，公司启动了南海第二水厂四期工程项目，项目投产后可再增加25万 m^3 /日的产能。2017年公司供水业务收入8.9亿元，占公司营业收入的21.19%。供水营收增长的原因一是新增樵南水务并表；二是2016年1月起，南海区进行了水价调整，增幅约为15%。由于供水模式由批发转为零售，水损率明显上升，公司积极应对开展水损治理工作，并取得良好的结果，平均水损下降2.94pct。此外，公司向西江公司增资并参与佛山市第二水源项目。该项目位于佛山市三水区，取水西江是佛山禅城、南海和三水三区实现西江和北江双水源安全供水格局的核心工程。增资西江将有利于优化公司在南海区内的供水布局，降低公司水源和水厂扩建成本，提高供水业务长期盈利能力。

图表 28：公司供水产能（万 m^3 /日）

图表 29：2016 佛山市南海区供水价格



来源：公司公告，国联证券研究所

客户类型		平均水价
居民用户	第一级 ≤ 23 m ³	1.85 元/m ³
	23m ³ < 第二级 ≤ 36 m ³	2.75 元/m ³
	第三级 > 36 m ³	5.45 元/m ³
非居民用户		2.45 元/m ³
特种用户		4.43 元/m ³
合并用户		1.95 元/m ³
学校、幼儿园、福利机构		1.85 元/m ³
趸售镇级水司		1.572 元/m ³
趸售村(居)委		1.637 元/m ³

来源：公司公告，国联证券研究所

4.2. 污水业务稳步前行，流域治理逐步尝试

公司于2004年开始进入污水处理领域,污水处理能力在2010年实现快速增长,目前公司在南海区拥有约20个污水处理项目,基本通过BOT、TOT和委托运营方式运营,处理量约为60万m³/日。由于管网收集的原因,实际处理量只有80%左右,不过由于各个处理厂都有政府保底结算水量,实际销售水量要高于实际处理量。2017年污水处理销量1.99亿吨,和2016年基本持平。

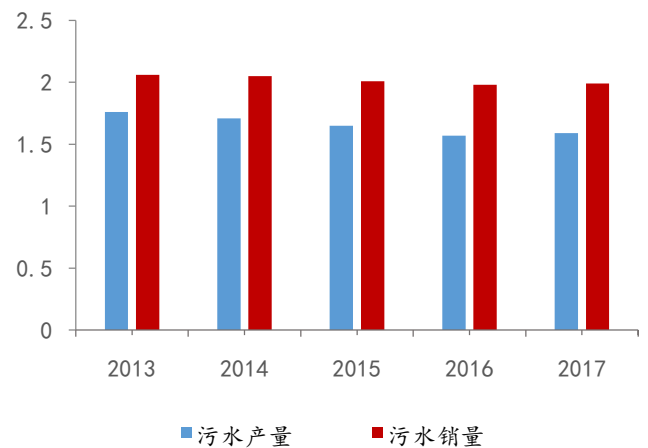
2017年是“水十条”和“十三五”污水规划落地的重要一年,地方、区域、流域继续围绕“水十条”进一步细化相关规划和行动计划。《水污染防治行动计划》的出台,对排污企业和监管部门均作出强势约束,优化升级将成为拥有存量项目水务企业的一项重要工作,提标增效对企业的技术升级能力与运营管控能力均是一项重要考验。《城市黑臭水体整治工作指南》的推出,将民众感受和治理效果提上了新的高度,水环境治理成为市场热点。2017年11月份,公司对蓝湾公司进行了增资扩股,增资3.8亿元后获得蓝湾90%的股份。蓝湾公司目前经南海区政府授权负责南海区里水河流域治理项目建设管理,项目工程范围为西南大涌以南、水口大闸以北、佛山一环东线以西的里水河流域。涉及的主要河涌包括3条主干涌(里水河、泥蒲涌、南围公涌)、8条支干涌(分别是团结涌、鹤峰涌、和顺涌、山脚涌、东减水涌、岑岗涌、中心涌、牛屎涌)及99条支涌,共110条内河涌。实施项目包括水利工程、生活污水收集处理工程、工业污水收集与预处理工程、生态景观系统工程、智慧水务工程、湿地工程等,项目涵盖面广,总投资约为21.5亿元(不含征地拆迁等费用)。完成此次增资后,公司将进入水环境治理领域,进一步延伸综合环境服务和水务产业链,有利于促进水务产业链的整合优化和协同,为公司创造新的利润增长点。

图表 30: 公司污水处理厂布局图



来源: 公司网页, 国联证券研究所

图表 31: 2012-2017 公司污水产销量 (亿吨)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 32: 公司污水处理项目运营情况

项目类型	项目位置	项目名称	规模 (万 m ³ /日)	经营 模式	投入时间	
生活废水	桂城街道	平洲污水处理厂 (一期)	5	BOT	2005 年 12 月	
		平洲污水处理厂 (二期)	5	BOT	2009 年 4 月	
		平洲污水处理厂 (三期)	6	BOT	2010 年 12 月	
	狮山	罗村务庄污水处理厂	1	BOT	2010 年 8 月	
		罗村污水处理厂 (一期)	0.5	BOT	2007 年 12 月	
		罗村污水处理厂 (二期)	0.5	BOT	2009 年 12 月	
	九江	九江明净污水处理厂 (一期)	2	BOT	2009 年 9 月	
		九江明净污水处理厂 (二期)	3	BOT	2010 年 11 月	
	西樵	西樵樵泰污水处理厂	4	BOT	2010 年 6 月	
		樵汇污水处理厂	0.5	BOT		
	丹灶	丹灶	丹灶横江污水处理厂 (一期)	0.3	BOT	2006 年
			丹灶横江污水处理厂 (二期)	1	BOT	2009 年 9 月
			丹灶城区污水处理厂	1	BOT	2009 年 8 月
			丹灶金沙城北污水处理厂	1	BOT	2010 年 8 月
	狮山	狮山	狮山镇松岗污水处理厂 (一期)	1	BOT	2007 年
			狮山镇松岗污水处理厂 (二期)	3	BOT	2010 年 4 月
			狮山官窑污水处理厂 (一期)	1	BOT	2011 年 2 月
			狮山东南污水处理厂 (一期)	5	BOT	2009 年 12 月
			狮山小塘污水处理厂	4	BOT	2010 年 4 月
			大沥镇城西污水处理厂 (一期)	5	BOT	2010 年 6 月
里水	里水	里水城区污水处理厂 (一期)	1.2	BOT	2009 年 4 月	
		里水城区污水处理厂 (二期)	2.8	BOT	2011 年 1 月	

		里水和顺城区污水处理厂（一期）	2	TOT	2011年1月
		里水和桂工业园区污水处理厂	0.5	BOT	2009年4月
		里水镇洲村禹门污水处理厂	2	BOT	2013年9月
工业废水	狮山	红沙高新产业园工业废水（一期）	0.5	BOT	2015年
	大沥	大沥镇工业废水处理厂（一期）	0.5	BOT	2015年
合计			59.3		

来源：公司公告，国联证券研究所

4.3. 对内全资控股燃气发展，对外收购江西瀚蓝能源

公司通过旗下燃气发展对南海区进行燃气供应，作为南海区唯一的一家管道燃气供应商，公司在南海区具有垄断地位。从经营上来看，燃气发展主要利润来源于管道天然气的进销价差。2017年，燃气业务实现主营业务收入14.14亿元，同比增加21.57%，受天然气和液化气购销差价同比减少等因素的影响，毛利率下降6.57pct。2014年公司收购南海城投所持燃气发展30%股权后，公司合计持有燃气发展70%的股权，当时曾获承诺，在2017年底将剩余30%的燃气发展股权注入上市公司，股权注入后将对公司2017年业绩产生积极影响。2017年12月21日，承诺兑现，剩余30%股权收购完成，至此公司持有燃气发展100%股权。燃气发展的下游客户主要是南海区内工商业用户及居民用户，具备应收账款质量高和回款迅速的特点。同时，根据佛山市环境保护综合方案要求进一步加强天然气供给力度，公司抓住政府对南海铝型材行业推行清洁能源政策的机会，积极拓展铝型材企业天然气转换工作，为利润提供新的增长点。此外，2017年1月，燃气发展以现金1.45亿元成功收购江西瀚蓝能源有限公司70%股权，实现南海燃气跨出南海的第一次尝试。江西瀚蓝能源有限公司拥有江西省樟树市CNG加气母站1座，并获得樟树市11个镇街的燃气特许经营协议及从事燃气经营的相关许可证照及气源协议，预计每年净利润2000万元以上，江西瀚蓝项目开局良好，加气母站进入试运行，拓展了一些工业用户，目前积极推进高压管线项目的相关工作，将成为南海燃气业务新的增长点。

5. 盈利预测

相关假设：

固废业务：公司垃圾焚烧业务目前在运营中的规模合计11300吨/日，18年将有顺控一期（2000吨/日）、开平一期（600吨/日）陆续投运，总新增运营规模2600吨/日；19年预计顺控二期（1000吨/日）、南海三厂（1500吨/日）、创冠晋江提标改扩建项目（500吨/日）、创冠安溪改扩建项目（750吨/日）及创冠廊坊改扩建项目（500吨/日）陆续投运，总新增运营规模4250吨/日。未来两年内固废业务将保持快速增长。2020年运营规模达到21450吨/日。受市场竞争激烈影响，补贴下降，毛利率水平略有下滑。

水务业务：公司目前供水业务主要位于南海区，具有垄断地位，业务增长与地方人口增长密切相关，此外公司积极开展管理优化，降低水损率并已见成效，总体上我们给予每年供水量5%的自然增长，水价不变。污水方面，增资瀚泓后，可以提

高其污水收集量，打造其官网一体的运营模式。此外公司增资蓝湾，进入水环境治理领域，保守估计，总体上我们给予未来三年污水处理业务的收入和污水处理费不变。

燃气业务：对内公司借助政府政策，公司积极拓展铝型材企业天然气转换工作，为利润提供新的增长点；此外，燃气发展剩余的 30% 的股份在 2017 年底已注入公司，对公司未来几年的利润将有较大的影响。对外 2017 年跨出南海收购江西瀚蓝之后，预计每年可给公司带来 2000 万的利润。由于下游需求燃煤锅炉更换天然气锅炉带来的燃气需求，我们给予未来三年燃气业务收入 9% 的平稳增长。

图表 33：主营业务营收、增长率、毛利率盈利预测

业务	类别	2016	2017	2018E	2019E	2020E
固废处置业务	营业收入（百万元）	1327.79	1420.89	1735.61	2259.26	2688.22
	增长率	32.57%	7.0%	22.1%	30.2%	19.0%
	毛利率	39.86%	40.05%	39.70%	39.50%	39.10%
供水业务	营业收入（百万元）	860.57	897.82	944.5	991.7	1,041.3
	增长率	23.0%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
	毛利率	24.1%	28.9%	28.7%	28.5%	28.2%
污水处理业务	营业收入（百万元）	159.78	188.29	188.29	188.29	188.29
	增长率	-7.07%	17.9%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	28.47%	37.27%	37.27%	37.27%	37.27%
燃气业务	营业收入（百万元）	1162.87	1413.76	1,541.0	1,679.7	1,830.9
	增长率	-13.25%	21.57%	9.00%	9.00%	9.00%
	毛利率	27.62%	21.05%	21.00%	20.50%	20.00%
其他	营业收入（百万元）	179.33	281.32	400	500	600
	增长率		56.87%	42.19%	25.00%	20.00%
	毛利率	51.29%	47.29%	45.00%	45.00%	45.00%
合计	营业收入（百万元）	3,690.3	4,202.1	4,809.4	5,618.9	6,348.6
	增长率	9.93%	13.9%	14.5%	16.8%	13.0%
	毛利率	32.39%	31.63%	31.89%	32.29%	32.31%

来源：国联证券研究所

我们预计 18-20 年公司的 EPS 分别为 1.1、1.21、1.4 元，对应 PE 分别为 13、11、10 倍，看好公司的大固废处置服务能力以及未来“瀚蓝模式”在全国的复制，目前估值优势明显，维持推荐评级。

6. 风险提示

项目运营不达预期的风险，市场拓展不达预期的风险