



瀚蓝环境

基本面扎实，现金流充沛，拓展危废业务带来估值切换空间

首次覆盖

投资亮点

首次覆盖瀚蓝环境公司（600323）给予推荐评级，目标价 18.42 元，对应估值倍数 26x 2017 P/E。理由如下：

- ▶ **公司基本面扎实，现金流充裕，固废和公用事业板块业绩稳定增长。**公司过去 5 年间，平均净利润增速 27%，其中四年维持在 25% 增速以上。公司 2016 年的经营现金流达到了 11.8 亿元，远超同行，提供了坚实的扩张基础。公司目前主要业务板块上，旗下南海燃气股权问题基本得到解决，供水业务之前受到的桂城水厂搬迁而拖累业绩的问题已经结束，污水和燃气业务维持稳定小幅增长。固废业务借力创冠中国，2018 年处理能力将达到 13,700 吨/日，排名全国前十。
- ▶ **危废板块将成为公司估值重铸的关键，南海模式异地落地验证公司战略正确性。**公司目前危废业务拓展顺利，佛山固废 4 万吨焚烧项目预期 17 年底完工，湖北威辰 17 万吨产能目前正处于环评以及债务处理阶段，预期 17 年下半年逐步释放。我们预计到 18 年，危废业务将可提供超过 1.6 个亿的利润体量。顺德固废产业园预期在 2018 年底完工，一期项目在建。预计投产后，实现年利润超过 1 亿。顺德是南海模式异地复制的第一单，证明了公司南海模式战略的先见性，未来全国推广值得期待。
- ▶ **定增终止不改公司战略思路，混改前景依然值得期待。**我们认为本次定增终止，主要是在证监会收缩再融资的大背景下，公司和监管机构协调时间不到位而导致的，公司引入战略投资者的决心没有改变，借资本市场的力量协助公司业务扩张的思路也没有动摇。我们认为，佛山当地实施混改的一系列积极因素正在发酵，投资者不应因为瀚蓝环境行政级别较低而低估混改的潜力。

我们与市场的最大不同？我们认为公司目前股价安全，从现有业务以及未来 2 年业务扩张方向上，都提供了较好的左侧布局机会。
潜在催化剂：危废项目加速落地，混改进度超预期。

盈利预测与估值

预计公司 2017~2018 年 EPS 分别为 0.79 元、1.06 元，CAGR 为 26.6%。

风险

危废业务扩张不达预期，混改未能按照预期落地。

威政韬

联系人

zhengtao.qi@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080116120012

SFC CE Ref: BCP497

雒文

分析员

wen5.luo@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080515110004

SFC CE Ref: BIJ012

李敏

联系人

min3.li@cicc.com.cn

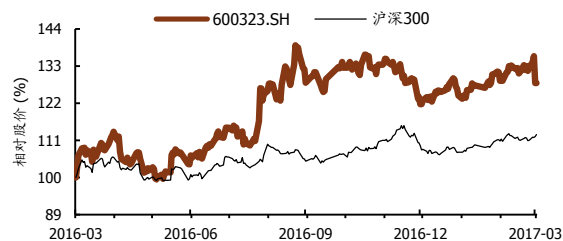
SAC 执业编号：S0080114110026

SFC CE Ref: ASU506

首次覆盖推荐

股票代码 600323.SH
 评级 * 推荐
 最新收盘价 人民币 14.67
 目标价 人民币 18.42

52 周最高价/最低价 人民币 16.25~11.27
 总市值(亿) 人民币 112
 30 日均成交额(百万) 人民币 108.82
 发行股数(百万) 766
 其中：自由流通股(%) 82
 30 日均成交量(百万股) 7.22
 主营行业 节能环保



(人民币 百万)	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	3,357	3,690	4,334	5,278
增速	37.8%	9.9%	17.5%	21.8%
归属母公司净利润	403	509	609	813
增速	30.5%	26.2%	19.8%	33.4%
每股净利润	0.53	0.66	0.79	1.06
每股净资产	5.73	6.30	6.89	7.71
每股股利	0.10	0.20	0.24	0.27
每股经营现金流	1.65	1.54	1.41	2.52
市盈率	27.9	22.1	18.5	13.8
市净率	2.6	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	12.0	10.7	10.2	8.1
股息收益率	0.7%	1.4%	1.6%	1.8%
平均总资产收益率	3.5%	4.0%	4.3%	5.1%
平均净资产收益率	10.4%	11.0%	12.1%	14.5%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E
利润表				
营业收入	3,357	3,690	4,334	5,278
营业成本	2,300	2,495	2,895	3,411
营业税金及附加	26	38	45	55
营业费用	75	71	84	102
管理费用	218	265	311	379
财务费用	246	207	229	262
其他	0	0	0	0
营业利润	498	609	769	1,069
营业外收支	83	140	64	69
利润总额	576	749	829	1,133
所得税	130	192	165	231
少数股东损益	43	48	55	89
归属母公司净利润	403	509	609	813
EBITDA	1,234	1,389	1,636	2,001
资产负债表				
货币资金	1,379	1,169	1,080	2,570
应收账款及票据	242	262	297	362
预付款项	56	22	190	215
存货	139	223	259	305
其他流动资产	116	129	139	153
流动资产合计	1,931	1,805	1,965	3,604
固定资产及在建工程	4,731	4,685	5,263	5,885
无形资产及其他长期资产	5,619	6,553	7,666	7,269
非流动资产合计	10,428	11,468	13,174	13,413
资产合计	12,359	13,273	15,139	17,018
短期借款	1,326	906	1,161	1,273
应付账款及票据	1,016	1,032	1,197	1,411
其他流动负债	878	1,126	760	794
流动负债合计	3,221	3,064	3,119	3,478
长期借款和应付债券	3,157	3,226	4,136	4,535
非流动负债合计	4,085	4,513	5,423	5,823
负债合计	7,445	7,733	8,698	9,457
股东权益合计	4,394	4,824	5,280	5,909
少数股东权益	519	715	1,161	1,652
负债及股东权益合计	12,359	13,273	15,139	17,018
现金流量表				
净利润	403	509	609	813
折旧和摊销	496	569	636	670
营运资本变动	-644	171	-449	97
其他	1,008	-69	285	352
经营活动现金流	1,263	1,179	1,082	1,932
投资活动现金流入	898	451	0	0
投资活动现金流出	-2,580	-1,107	-2,303	0
投资活动现金流	-1,682	-656	-2,303	-910
股权融资	734	0	0	0
银行借款	359	-353	1,166	511
其他	-148	614	287	79
筹资活动现金流	946	-732	1,173	468
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0
现金净增加额	526	-209	-48	1,489

资料来源：公司数据，中金公司研究部

主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	37.8%	9.9%	17.5%	21.8%
营业利润	9.6%	22.5%	26.2%	38.9%
EBITDA	57.2%	12.5%	17.8%	22.3%
净利润	30.5%	26.2%	19.8%	33.4%
盈利能力				
毛利率	31.5%	32.4%	33.2%	35.4%
营业利润率	14.8%	16.5%	17.7%	20.2%
EBITDA 利润率	36.8%	37.6%	37.7%	37.9%
净利润率	12.0%	13.8%	14.1%	15.4%
偿债能力				
流动比率	0.60	0.59	0.63	1.04
速动比率	0.56	0.52	0.55	0.95
现金比率	0.43	0.38	0.35	0.74
资产负债率	60.2%	58.3%	57.5%	55.6%
净债务资本比率	净现金	净现金	3.7%	净现金
回报率分析				
总资产收益率	3.5%	4.0%	4.3%	5.1%
净资产收益率	10.4%	11.0%	12.1%	14.5%
每股指标				
每股净利润 (元)	0.53	0.66	0.79	1.06
每股净资产 (元)	5.73	6.30	6.89	7.71
每股股利 (元)	0.10	0.20	0.24	0.27
每股经营现金流 (元)	1.65	1.54	1.41	2.52
估值分析				
市盈率	27.9	22.1	18.5	13.8
市净率	2.6	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	12.0	10.7	10.2	8.1
股息收益率	0.7%	1.4%	1.6%	1.8%

公司简介

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（股票代码：600323），业务领域涵盖固废处理、自来水供应、污水处理、燃气供应，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综合环境服务与解决方案。



目录

左侧布局 - 短期: 固废业务扩张步伐稳健, 原有公用事业业务基础坚实, 财务报表健康	5
固废业务扩张步伐稳健: 垃圾焚烧业务多个项目未来两年投产, 危废业务内生外延并举	5
财报健康: 业绩稳健, 现金流充沛	7
原有业务基础扎实: 水务, 燃气领域的搬迁和股权问题已经得到解决	8
左侧布局 - 长期: 南海模式已逐步落地, 危废板块将挑起大梁, 混改依然值得期待	11
顺德 - 南海模式落地第一单: 固废综合处理模式, 需要给市场证明异地落地的可行性	11
危废板块必将挑起大梁: 行业天花板依然很高, 新环保税确保高壁垒	12
混改依然值得期待: 不要因为瀚蓝的行政隶属级别低, 就低估了改革的潜力	15
公司历史简介及股权结构	17
盈利预测及估值方法: 危废带动未来增长, 估值水平有提高空间	18
公司盈利预期: 公用事业业务稳定增长, 固废业务迎来新机遇	18
公司估值逻辑: 分部估值, 未来公司估值具有提升潜力, 类比同类危废公司	18

图表

图表 1: 瀚蓝环境垃圾焚烧在手项目情况	5
图表 2: 瀚蓝环境垃圾焚烧项目分布图	5
图表 3: 瀚蓝环境垃圾焚烧业务收入预测	5
图表 4: 瀚蓝环境其他生活固废在手项目情况	6
图表 5: 佛山危废近几年产生量	6
图表 6: 佛山 2015 年危废产生种类	6
图表 7: 佛山危废处理企业情况	7
图表 8: 危废板块整体框架	7
图表 9: 瀚蓝环境历年净利润情况	8
图表 10: 瀚蓝环境历年经营现金流情况	8
图表 11: 业内主要大固废企业经营现金流对比	8
图表 12: 瀚蓝环境水务板块历年收入情况	9
图表 13: 瀚蓝环境供水能力变化情况	9
图表 14: 瀚蓝环境污水板块历年收入情况	9
图表 15: 瀚蓝环境污水处理厂在南海区的布局	9
图表 16: 瀚蓝环境污水板块历年收入情况	10
图表 17: 瀚蓝环境污水处理厂在南海区的布局	10
图表 18: 南海固废处理园	11
图表 19: 南海模式的总体示意图	12
图表 20: 我国危废产生量官方数据和中金估算数据	13
图表 21: 我国危废市场规模估算	13
图表 22: 危废板块整体框架	13
图表 23: 全国企业危废处理品类 (种类/家) (2008 年底)	14
图表 24: 全国企业危废处理能力 (吨/天) (2008 年底)	14
图表 25: 各型焚烧炉的适用领域及对比	15
图表 26: 佛山主要上市公司的股东情况	15
图表 27: 瀚蓝环境股权结构示意图	17
图表 28: 瀚蓝环境主营业务拆分	18
图表 29: 环保几个细分板块可比公司 P/E 估值表	19



图表 30：瀚蓝环境分布估值表	19
图表 31：瀚蓝环境动态 P/E	20
图表 32：瀚蓝环境动态 EV/EBITDA	20
图表 33：瀚蓝环境动态 P/E 估值区间变化	20
图表 34：瀚蓝环境 EV 估值区间变化	20



左侧布局 - 短期：固废业务扩张步伐稳健，原有公用事业业务基础坚实，财务报表健康

固废业务扩张步伐稳健：垃圾焚烧业务多个项目未来两年投产，危废业务内生外延并举

在垃圾焚烧处理板块，从 2014 年底瀚蓝环境宣布耗资 18.5 亿元完成收购创冠中国 100% 的股份的事项到现在，已经 2 年过去，瀚蓝整合创冠业务的工作也接近尾声。当时并购完成后，市场预期瀚蓝环境的垃圾焚烧发电业务将迅速扩张到全国 7 个省市，到 2016 年底，合计处理能力将达到 11,350 吨/日。目前回头再看，除了孝感和贵阳项目因为地方政府换届依然处于停滞外，其余项目均已完工或正在建设。按照目前工程进度，不考虑进一步外延或新接项目，2018 年公司垃圾焚烧能力将达到 13,700 吨/日。

图表 1：瀚蓝环境垃圾焚烧在手项目情况

项目名称	设计产能（吨/天）	预期投运时间	处理价格（元/吨）	预期投资额（亿元）
佛山南海 I+II	3000	已投产	95	
福建晋江	1800	已投产	70	
福建福清	900	已投产	61.5	
福建惠安	1200	已投产	69	
福建安溪	600	已投产	73	
福建建阳	600	已投产	60	
湖北黄石 I	1200	已投产	49	
河北廊坊	1000	已投产	58	
辽宁大连	1000	Jun-17	78	5
湖北黄石 II	400	Jun-17	50	1.9
漳州南	1000	Jun-18	85	4.5
佛山南海 III	1000	Dec-18	95	5
湖北孝感	1050	中止	55	
贵州贵阳	2000	中止	65	

资料来源：公司资料，中金公司研究部

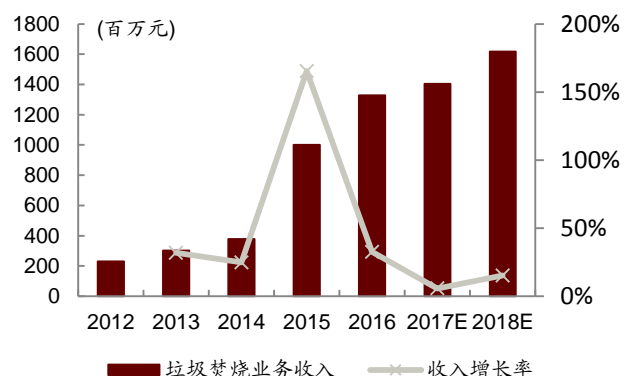
公司目前在手项目处理费普遍价格较高，基本都在 60 元/吨以上，高于业内一般认为的 60 元/吨完全成本覆盖线。公司在拿项目上注重赢利和现金流，避免了卷入垃圾焚烧行业广泛扩散的价格战中，保证了良好的赢利持续性。我们预计，随着在手项目在 18 年陆续投产，公司届时垃圾焚烧板块收入可以达到 17 亿元。

图表 2：瀚蓝环境垃圾焚烧项目分布图



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 3：瀚蓝环境垃圾焚烧业务收入预测



资料来源：公司资料，中金公司研究部

与此同时，公司也积极拓展其他生活固废领域，目前公司在餐厨和污泥板块共有 6 个项目，其中餐厨 3 个项目预期在 18 年年中前投产，预期带来的收入增长将超过 4000 万，考虑到补贴收入较高，合计净利预计超过 1000 万元。



图表 4：瀚蓝环境其他生活固废在手项目情况

项目类型	项目名称	设计产能（吨/天）	预期投运时间	处理价格（元/吨）
餐厨	佛山南海	300	已投产	285
	哈尔滨天人瑞和	300	Jun-17	300
	大庆宇合环保	200	Jun-18	260
	牡丹江瑞嘉环保	100	Jun-18	260
污泥	佛山南海	450	已投产	1000+
	福建晋江	200	已投产	190

资料来源：公司资料，中金公司研究部

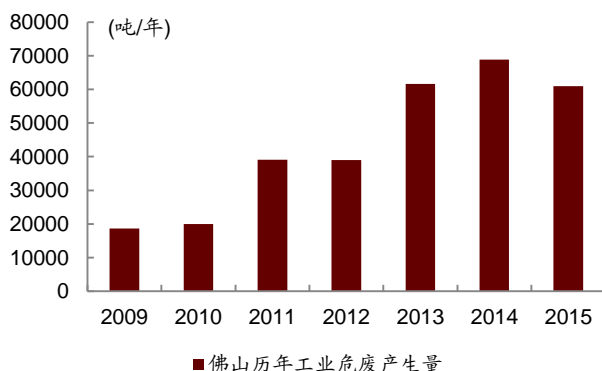
在危废处理板块，公司在 2016 年取得了重要进展。在 2016 年 5 月，公司与德国瑞曼迪斯签订战略合作协议，通过引进先进固废焚烧处置技术，迈出了进入危废处理领域的第一步。7 月公司与瑞曼迪斯在北京举行的“2016 中欧城镇化伙伴关系务实合作项目签约仪式”上签署了项目合作意向书，共同在南海区和三水区建立一个涵盖工业危险废物收集、运输、存放、综合再利用、焚烧及填埋的综合性处理中心。我们了解到第一期 5 万吨焚烧项目环评已近尾声，预期在 2018 年中投入运营。二期 4.8 万吨资源化利用实施方案已完成，预期 2018 年年底前预期投产。8 月，公司公告以 1.3 亿元收购湖北威辰环境科技有限公司 70% 股权，进而掌控 22 万吨核定资源化利用能力，其中有 17 万吨产能建设已经收尾。

从赢利性来看，广东的焚烧处置价格一直位居高位，我们了解到，目前全国来看，长三角和珠三角的焚烧价格普遍超过 6000 块/吨，个别地区甚至超过 8000 元/吨，单体项目毛利可以超过 40%，净利率 25~30%。与此同时，各大热点地区的焚烧厂基本都处于满产甚至超产状态，只有高报价才能获得处理额度，所以短期价格十分坚挺，不存在大幅断崖下跌的风险。我们如果按照 5000 元/吨的焚烧价格来估算（我们认为此估计偏保守），公司佛山固废中心一期焚烧项目投产后，一年可贡献超过 2 亿的收入，即使考虑到投产爬坡，2018 年预期净利润也能达到约 3700 多万元。资源化利用方面，考虑到年底投产，且产能爬坡时间较长，我们预计 2018 年当年利润不会超过 2000 万。

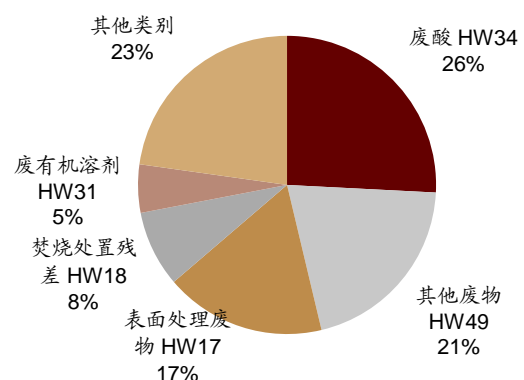
我们从几个维度上看佛山危废市场的前景：首先佛山工业危废产量较大。作为华南传统的制造业中心，佛山目前一年工业危废产量超过 6 万吨，7 年间增长了 3 倍（也有统计口径变更的因素在里面）。可以预见的一段时间内，工业企业没有外迁的动力和趋势，所以这个产量依然会维持，不存在短时间内大幅萎缩的可能。

其次佛山危废处置能力不足，按照 2015 年官方环保公报的说法：“我市工业危险废物主要是转移到惠州，肇庆，河源，韶关灯城市有资质单位处置，小部分由市内有资质单位处理处置。”我们从侧面去论证，发现目前佛山拥有处置能力的企业，资质和佛山主产的危废类别不匹配。目前佛山主要的危废种类是 HW17，34 和 49，而佛山主要的几家危废处理企业的证照资质覆盖了 HW7,8,41,42，对于最关键的 HW34 大类，小部分企业只能覆盖部分需求，按照官方的说法，绝大部分依然需要外运。

瀚蓝环境以焚烧作为切入点，5 万吨的产能将彻底扭转佛山危废依靠外运的历史。

图表 5：佛山危废近几年产生量


资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 6：佛山 2015 年危废产生种类


资料来源：公司资料，中金公司研究部



图表 7：佛山危废处理企业情况

序号	危险废物经营许可证持证经营单位	危险废物收集处置的范围	危险废物处置规模 (吨/年)
1	佛山市南海创伟化工环保科技有限公司	收集、贮存、处理废乳化液 (HW09 类中 900-006-09、900-007-09)、废卤化有机溶剂 (HW41 中 261-074-41、900-449-41)、废有机溶剂 (HW42 中 261-076-42、900-499-42)、收集废日光灯管、废电池	3000
2	佛山市南海区平东油料厂	收集、贮存、处理船舶、港口产生的废矿物油 HW08	100000
3	佛山市骏诚精细化工有限公司	收集、贮存、利用含铜废液 (HW22 类中 231-006-22、406-003-22)	6000
4	佛山市和利环保科技有限公司	收集、贮存、处理废矿物油 (HW08 类中 251-001-08、251-005-08、251-007-08、251-008-08、264-001-08、266-004-08 及非特定行业)、含铅废物 (HW33 类中 231-008-31)、废卤化有机溶剂 (HW41)、废有机溶剂 (HW42)、收集废日光灯管、废电池	1450
5	佛山市高明朗环保科技有限公司	碳素钢酸洗废液 (HW34 中 323-001-34、HW17 中 346-064-17)	18000

资料来源：佛山环保局，中金公司研究部

再来看湖北的威辰环境，22 万吨的核定处理能力，17 万吨已经基本建成，全是资源化的生产线。目前因为装入新的主体，正在等待新的环评批复，以及处理原始债务问题，预期 17 年年中会有结果。因为资源化的项目，主要靠产成品来盈利，所以实际收取的处置费并不是盈利的主要来源。正因为是市场化定价，全国大宗商品价差也较小，所以对于威辰的盈利我们可以按照同类公司来类比。华东地区一般 2 万吨产能的综合利用企业，完税后净利在 2000~2200 万左右，以此类推，17 万吨的产能潜在利润在 1.7~2 亿左右。即使给予一个较低的产能利用率，我们认为，在 2018 年，预期利润近 1 个亿应该是可以期待的。

湖北的威辰环境坐落在湖北黄石黄金山开发区，截止到 2016 年底，黄石黄金山开发区已经有 33 个总投资合计 430 亿元的电子信息产业项目落地，包括欣兴电子，星河电路，宏广电子，定颖电子等。产品涵盖了 HDI 高密度板，单双面板，软板，软硬结合板和 IC 封装载板等。黄石官方对于产业园的定位是在未来 2~3 年间“落地企业全部投产后，黄石经济技术开发区 PCB 年产量将达到 2049 万平方米，产值逾 300 亿元。”届时，PCB 产能将全面超越长三角和珠三角。大量企业的入驻，给威辰环境提供了充足的工业危废原料，所以我们对于威辰环境的原料可持续性并不担心。

综上，佛山固废+湖北威辰，我们认为 2 年内可以预测到的年合计潜在利润在 2.1~2.4 亿元左右，占公司 15 年利润的超过 50%。我们可以认为，目前这两个危废项目，将是公司未来全面扩展固废业务的又一基石。

图表 8：危废板块整体框架

	焚烧 (万吨/年)	焚烧价格预测 (元/吨)	利润率	产能利用率	2018 年利润预测 (百万元)
佛山危废	5	5000	30%	50%	37.5
	资源化 (万吨/年)	利润比例 (百万元/万吨)	利润率	产能利用率	2018 年利润预测 (百万元)
	4.8	12	13%	30%	16.7
威辰环境	资源化 (万吨/年)	利润比例 (百万元/万吨)	利润率	产能利用率	2018 年利润预测 (百万元)
	17	12	13%	55%	108.6
合计					162.8

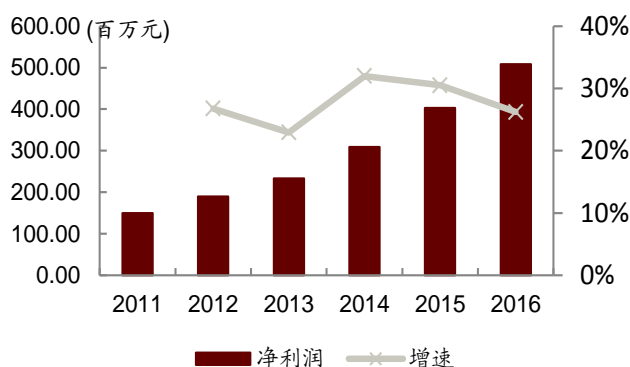
资料来源：中金公司研究部

财报健康：业绩稳健，现金流充沛

瀚蓝环境过去 5 年间，平均净利润增速 27%，其中四年维持在 25% 以上增速。我们认为公司过往业绩增速较稳健，即使在 2013 年末收购创冠中国后，造成一定业绩波动，但在 2015 年利润增速就回升到之前正常水平。2016 年因为收购的创冠中国未能达到业绩对赌要求，利润低于我们预期 3000 余万元，但是在 2017 年 2 季度前，创冠将会现金补足这部分欠缺。按照我们保守的估计，公司 2017 年利润增速将保持在 20% 的水平。我们认为其稳健的业绩增速将给投资者提供非常好的持续跟踪机会。

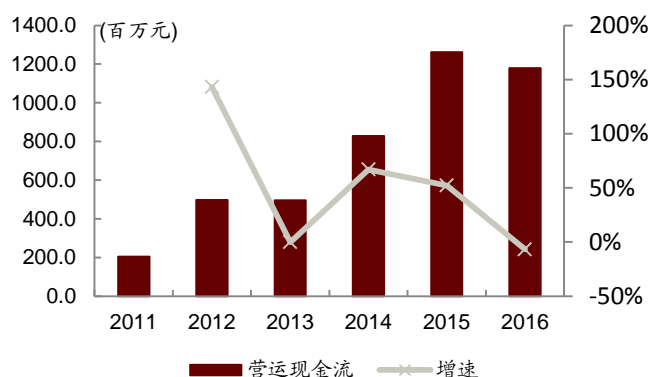


图表9：瀚蓝环境历年净利润情况



资料来源：公司资料，中金公司研究部

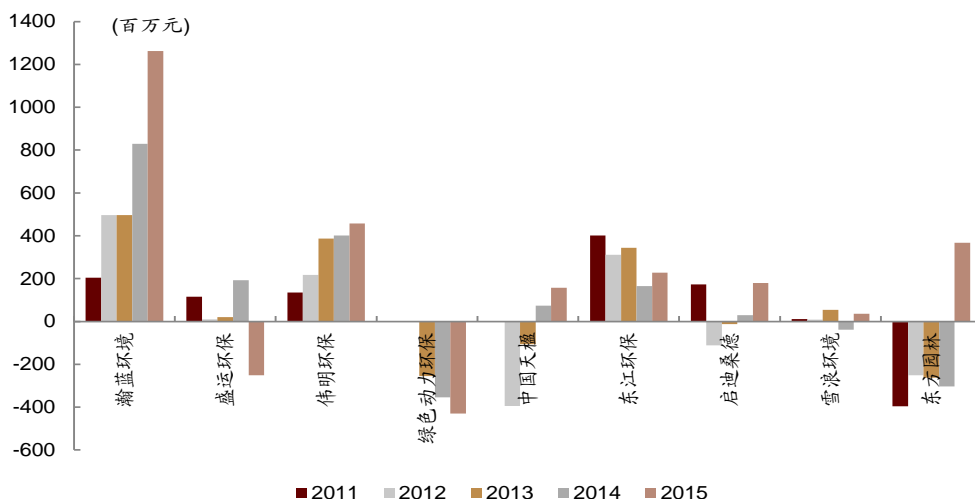
图表10：瀚蓝环境历年经营现金流情况



资料来源：公司资料，中金公司研究部

经营性现金流充沛，提供持续稳定发展的基础。我们认为在 2017 年，环保板块的选股逻辑应该回归商业本质，而现金流的重要性将愈发凸现。以往环保企业最为人诟病的地方就是回款差，现金流量表难看。我们统计了业内主要固废以及混合业务公司的现金流情况，大部分企业的经营性现金流情况十分不乐观，而瀚蓝在筛选中一枝独秀，2015 年，公司经营现金流达到了 12 亿元，是伟明环保的近 2.5 倍，东方园林的近 3.5 倍。公司 5 年经营现金流的平均增速达到了 60%+，为公司的发展提供了充足的“弹药”。

图表11：业内主要大固废企业经营现金流对比



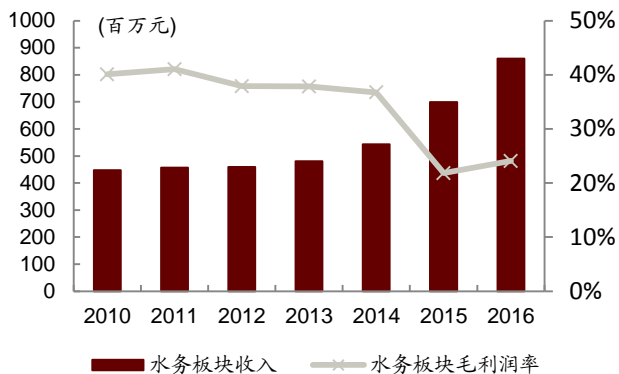
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

原有业务基础扎实：水务，燃气领域的搬迁和股权问题已经得到解决

桂城水厂的搬迁已经结束，未来新桂城水厂负荷率提升将带动水务板块业绩回归正常。2016 年上半年，公司水务板块的收入环比出现了小幅下滑，而毛利润率则下降了 5%。这也成为拖累上半年业绩增速的重要因素之一。其主要原因是 2014 年年底新桂城水厂正式投入使用，但是老桂城水厂的搬迁工作一直在进行。2016 年上半年搬迁工作结束，而新水厂因为机器调试等原因产能负荷未能及时跟上，再加上新水厂的折旧已经按部就班开始计提，导致整体收入和利润率水平出现下滑。目前新桂城水厂的负荷率正稳定提升，2017 年将实现满负荷运行。我们认为经过 2 年的搬迁和磨合，桂城水厂的问题目前已经得到较妥善解决，2017 年将不会成为拖累公司的因素。公司供水能力持续扩张，目前除新桂城水厂 38 万吨/天已经投入运营外，第二水厂扩建也在进行中，预期 2018 年将有 25 万吨/天的产能投入到位。

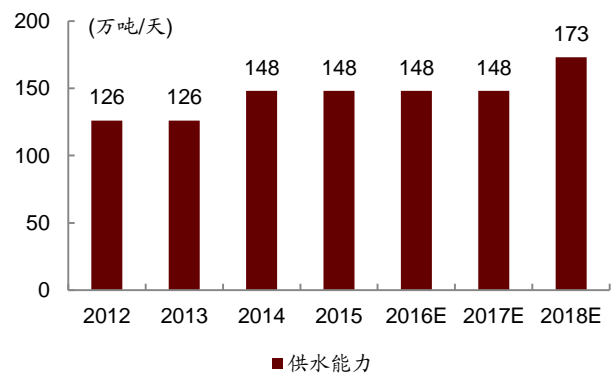


图表 12：瀚蓝环境水务板块历年收入情况



资料来源：公司资料，中金公司研究部

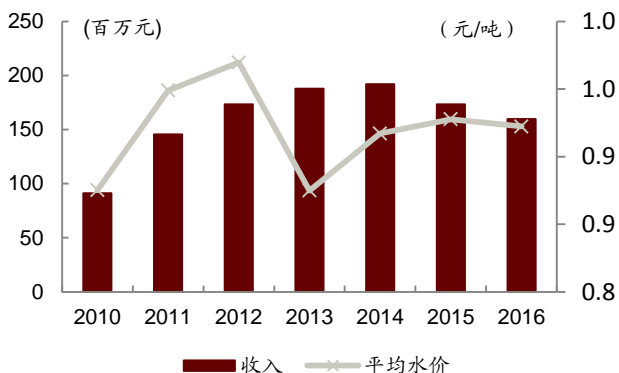
图表 13：瀚蓝环境供水能力变化情况



资料来源：公司资料，中金公司研究部

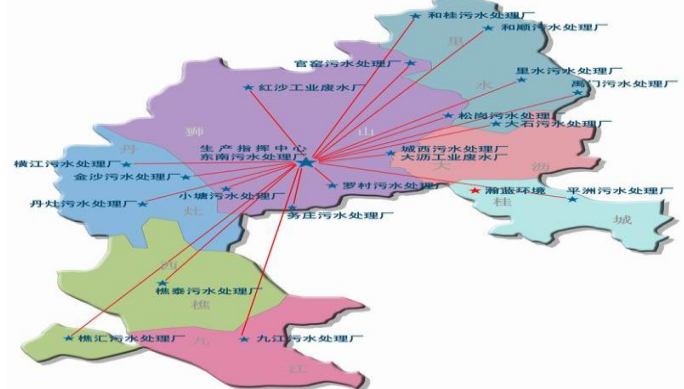
污水处理板块受益于提价，未来盈利能力仍有上升空间。公司目前污水运营能力为 60 万吨/天，我们在保守的产能扩张假设和价格假设条件下，认为污水板块在未来将作为公司稳定现金流的提供板块，而非业绩增速提供板块存在。但是需要注意的是，2016 年年底，全国污水价格将按发改委要求统一调整底价，民用达到 0.95 元/吨，非民用将达到 1.4 元/吨，佛山作为广东地区制造业较发达地区，民众对于价格的承受能力也较高，为了维持对环保板块的投入，未来高于此价格并继续调高的可能性很大。由于目前南海区对于污泥的处理实行专项补贴政策，所以污水调高的价格将基本作为利润进入损益表。

图表 14：瀚蓝环境污水板块历年收入情况



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 15：瀚蓝环境污水处理厂在南海区的布局



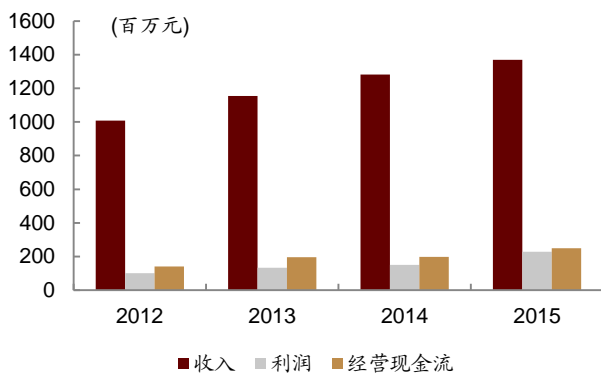
资料来源：公司资料，中金公司研究部

燃气板块股权问题初步解决，未来提供稳定的现金流。公司自 2011 年收购佛山南海燃气 70% 的股权进入燃气供应领域后，主要负责南海区的管道气，瓶装气等供应。目前，燃气发展公司“拥有液化气储配库 2 座，其中：南海气库 1250 立方米，丹灶气库 300 立方米。管网调压计量站 4 个，LNG 站，CNG 站各 1 个，电召服务中心 1 个，规范的瓶装气配送点 10 个；截止至 2015 年 6 月份，管理天然气主管网 600 多公里，供气范围达南海区的各地，已拥有的管道气用户 15.9 万多户，瓶装气用户 8 万多户。”

2016 年 12 月，公司召开股东大会，通过了关于放弃收购佛山市瑞兴能源发展有限公司 60% 股权的议案，困扰公司收购佛山南海燃气发展公司剩余 30% 股权的一个障碍就此解除。虽然后续因为定增终止的问题（我们后续会提及），本次收购暂时无法顺利执行，但是公司最终完全收购南海燃气的目标没有动摇。2015 年，南海燃气的净利润和经营现金流分别达到了 2.3 和 2.5 亿元，过去 4 年间增长十分显著，给公司提供了极为宝贵的稳定经营基础。我们预计，在长期来看天然气输送价格和销售价格下调的大背景下，未来南海燃气的收入和利润将不会有大幅的增长，燃气业务将作为公司一个稳定的现金流来源。

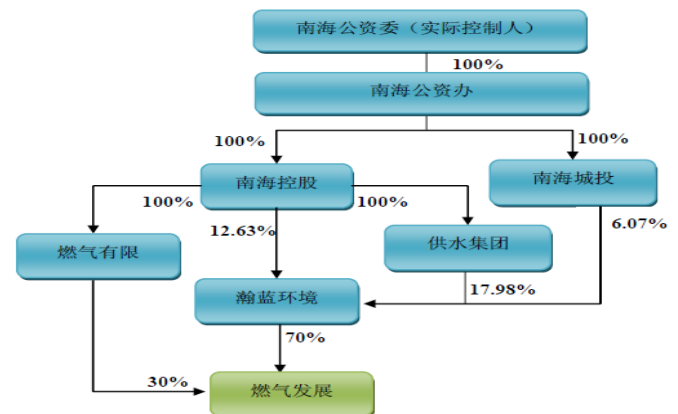


图表 16：瀚蓝环境污水板块历年收入情况



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 17：瀚蓝环境污水处理厂在南海区的布局



资料来源：公司资料，中金公司研究部

与此同时，近期公司公布了其燃气业务异地扩张业务的第一单：下属子公司佛山南海燃气发展有限公司以 1.45 亿现金收购江西瀚蓝能源 70% 股权。江西瀚蓝拥有江西樟树市 CNG 加气母站一座，并具有下属 11 个镇街燃气特许经营协议，从事燃气经营的相关许可证照及气源协议。年净利预计在 2000 万元以上。目前该 CNG 加气母站总规模规划 30 万方/天，第一期已建成，规模 10 万方/天。该项目直接同中石油签订购销合同，并与中石油樟树分输站对接，具有稳定的上游气源以及成本和价差优势。

我们认为，公司未来会将天然气业务作为稳定现金流的重要源头，在稳定经营现有的项目的同时，不断拓展优质的外地项目，实现大区域的多元化布局。



左侧布局 - 长期：南海模式已逐步落地，危废板块将挑起大梁，混改依然值得期待

顺德 - 南海模式落地第一单：固废综合处理模式，需要给市场证明异地落地的可行性

瀚蓝环境 2016 年 10 月发布公告，由全资子公司“瀚蓝固废”中标“顺控环投增资扩股项目”，出资 2.99 亿元，占比 34%。由瀚蓝固废与顺控环投控股股东广东顺控发展股份有限公司两方共同出资组建一家运营公司，负责顺控环投热电项目建成投产后的生产运营，瀚蓝固废占运营公司 70% 的股权。

顺德固废产业园的最终落地开建，可以说是公司南海模式异地扩张的第一单。虽然地理距离上距南海区较近，但是示范意义非比寻常。目前顺德区固废处理项目包括生活垃圾 3000 吨/日，污泥处理 700 吨/日，餐厨垃圾处理等分项目，总投资预估 18 亿元（不含餐厨垃圾处理）。和南海固废园相比，垃圾焚烧规模与其等同，餐厨处理规模要比南海区的项目大 400 吨/天。参考南海固废园的收入规模，我们预计顺德固废园的潜在收入水平在近 4.5 亿元左右，利润水平将超过 1 个亿。

为什么我们认为顺德固废产业园的落地对于南海模式的推广具有非比寻常的意义呢？这是因为南海模式的特殊性和复杂性。

南海模式是指瀚蓝环境在广东佛山南海区投建的一体化固废处理产业园“南海固废处理环保产业园”。此产业园投产于 2012 年，累计投资超过 22 亿元，占地 350 亩，包含生活垃圾压缩转运，垃圾焚烧发电，污泥处理和餐厨垃圾处理四个主要部分，并同时配套烟气处理，飞灰固化和污水处理三个辅助环保设施。目前产业园可以对南海区 100% 的固废和污水处理过程中产生的污泥进行接收，做到完全的无害化处理。我们认为，南海模式代表了目前我国十分高效的城镇固体废物处理水平，真正达到了能源节约，循环利用，高协同效应的目标。

图表 18：南海固废处理园

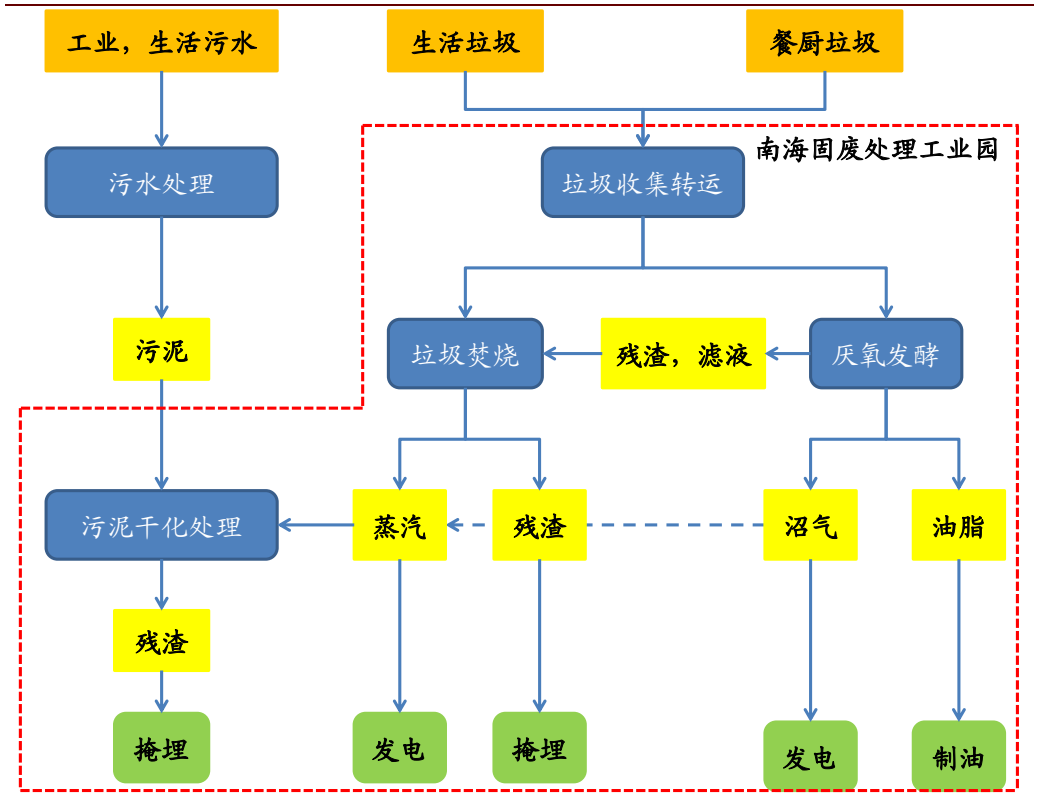


资料来源：公司资料，中金公司研究部

我们认为南海模式的关键，就在于其将城镇固废的主要处理设施集中在一起，集约化管理，节约了单独上马单个处理项目的成本。垃圾收集转运设施可以同时运用在生活垃圾和餐厨垃圾的收集上；餐厨垃圾厌氧发酵后的残渣可以和一般生活垃圾一起焚烧；垃圾焚烧后产生的蒸汽可以供给污泥干化处理设施进行污泥的烘干，同样，餐厨垃圾处理过程中产生的沼气在用来发电时产生的蒸汽也可用作污泥烘干；对于发电设施，同时接入了来自垃圾焚烧炉和沼气焚烧炉的蒸汽，可以提高蒸汽轮机组的效率，增加发电量；最后从垃圾焚烧和污泥干化中产生的残渣可以统一填埋。



图表 19：南海模式的总体示意图



资料来源：公司资料，中金公司研究部

之前市场一直担心的点在于，南海模式是建立在公司大本营之上的，当地的政府关系的梳理以及补贴包的谈判会成为南海模式最终成功与否的关键。现在，虽然顺德离南海区的距离很近，但是公司跳出了之前围绕南海区政府推广业务的圈子，在更复杂的层面成功的协调了关系。顺德项目的逐步推进，也证明，南海模式不是死板的条条框框，而是可以因地制宜的灵活的模式。

目前，湖北孝感的项目处于暂时中止的状态，但是我们了解到，公司将按照南海以及顺德的成功经验在孝感坚定地推广固废综合处理模式，在当地政府换届完成后，我们相信当地政府会以更积极地态度来审视孝感固废园的可行性。

危废板块必将挑起大梁：行业天花板依然很高，新环保税确保高壁垒

我们认为，公司固废的侧重点逐渐偏向危废板块，是十分明智的，主要是因为危废板块目前行业天花板依然高高在上，同时，新的环保税对于处置企业征税，确保了未来一批低端企业将被淘汰出局。

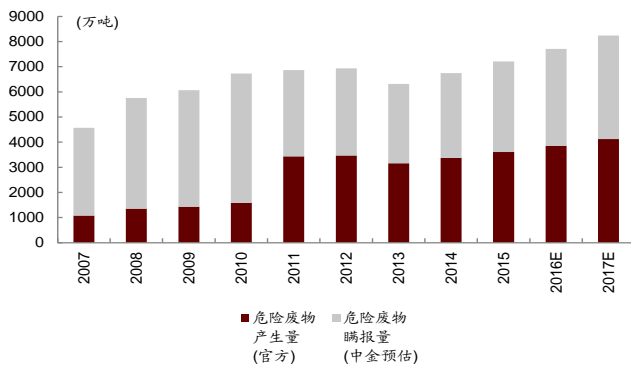
首先，危废现金回流快，毛利率高。危废面向污染企业收费，账期短，现金回流快，对于环保企业资金压力减小很多。业内一般账期在1~2个月左右，资源化利用业务的毛利普遍在25~30%；无害化类因为高企的焚烧处置费，毛利率可高达40%+。

其次，在危废产生量逐年增长的大背景下，对其处置和利用的需求也不断扩大，预计2017年危废市场将接近700亿，十三五期间大概率突破千亿。1) 从2010年第一次全国污染全普查公报中可以发现，目前我国实际危废产生量远大于环境统计年鉴中官方公布的数据，预计到2017年，我国的危废产生量将达到8241万吨。按照整体处理水平50%来推算，综合处理费1000元/吨，无害化处理费3000元/吨（实际综合处置以及无害化处理收费在大部分东部省份远高于此水准），2017年整个危废处置市场空间将接近700亿。2) 新环保法出台后，危废违规处理要入刑罚，我们估计十三五期间危废实际年市场空间很可能破千亿。



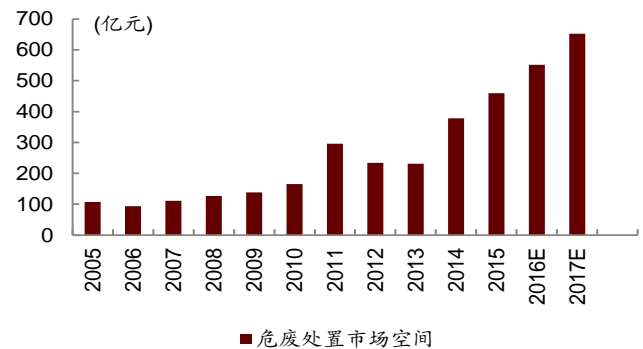
佛山危废主要靠外运消纳，也证明了处理能力低下的广泛存在性。

图表 20：我国危废产生量官方数据和中金估算数据



资料来源：环保部，《第一次全国污染源普查公报》，中金公司研究部

图表 21：我国危废市场规模估算

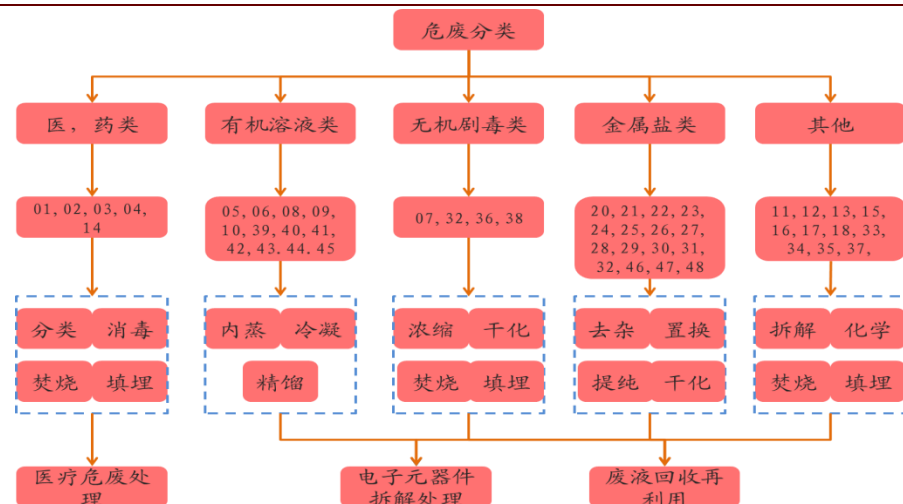


资料来源：环保部，中金公司研究部

再次，危废市场进入门槛高。新的环保税再次确认了高门槛 1) 目前处理危废需要环保部门专门发放的危废处理证。2) 危废市场繁杂细分，对技术要求较高，国家最新出台《国家危险废物名录》涉及 49 个大类，上千个品种，不同种类的危废处理需要不同的技术和资质，想贸然进入且没有技术储备的企业很容易遇到瓶颈。3) 工程建设完工后需要环评，对于水源地距离，居民区距离有严格要求，业内因为环评不达标而不能投产的情况屡有发生。

2016 年底，国务院十二届人大二十五次会议审议通过了《中华人民共和国环境保护税法》，习近平主席予以正式签发。我们关注到了其中一点，本次《环保税法》规定对于污水，生活垃圾处置企业，固体废物的处置和贮存企业超标，超额排放的，需要交纳环保税。这和之前污染费征收办法里简单规定处置企业场所设施环保不达标而征收污染费相比，加大了处置企业的非法成本。之前危废行业里，处置企业偷排漏排，违规转包危废处置业务的情况屡有发生，技术不达标，却拥有资质的企业，甚至可以简单的低价转卖收集到的危废，赚取差价。我们认为，本次环保税的出台，意味着走低端路线，靠证吃饭，工艺不达标的污染处置企业的好日子就要到头了，环保产业将逐渐回归技术为主导的正路上来。而瀚蓝环境和瑞曼迪斯在危废方面的合作，恰好保障了公司的高技术起点。

图表 22：危废板块整体框架



资料来源：中金公司研究部

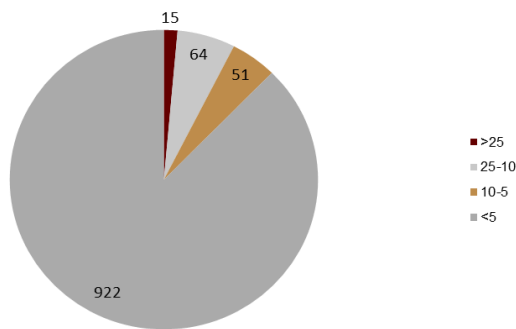
危废市场虽然空间大，但目前仍处于碎片化的状态，生存困难的中小企业成为龙头并购对象。根据 2008 年环保部公布的危废处置名单，全国 1500 多家具有危废处理资质的企业中，62%的企业仅能处理 1~10 种危废品类，而能处理 25 种以上危废品类的企业仅占 1%。从处理量上来看，处理能力达到 1000 吨/日的企业仅占 0.3%。8 年过去了，目前



的情况依然类似，全国拥有 36 万吨/年处理能力（相当于 1000 吨/天）的企业仅仅有不到 10 家，包括东江环保，东方园林，中节能，光大国际等。广大东部，中部地区，依然存在着大量年处理能力 1~10 万吨的中小型企业。这些企业扩展能力十分有限，相当部分生存状况堪忧（因为产能受限，融资能力低，申请新的处理品种困难），因此变成了行业龙头的并购对象。目前我们观测到行业收购的势头依然很高，从侧面证明，危废板块依然有较大的吸引力。

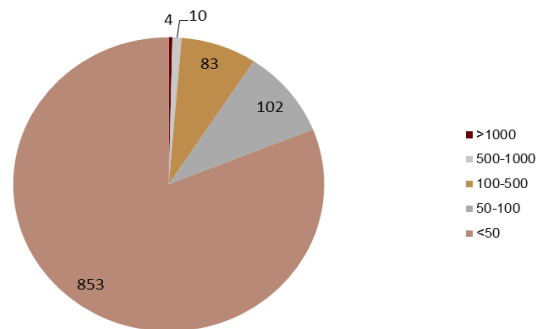
瀚蓝环境近期收购湖北威辰，正是顺应这一行业趋势的行为。

图表 23：全国企业危废处理品类(种类/家)(2008 年底)



资料来源：环保部，中金公司研究部

图表 24：全国企业危废处理能力(吨/天)(2008 年底)



资料来源：环保部，中金公司研究部

焚烧业务带来高利润率，同时又是危废处理技术中至关重要的一环。目前由于焚烧价格高企，焚烧业务的毛利润率一般都超过 40%，个别高的地区甚至可以超过 50%，而资源化利用业务的毛利则主要取决于自身加工的产成品的精细度，以及大宗商品的价格走势，一般在 30~35%之间。

我们认为，瀚蓝环境以焚烧作为切入点，正好是从自身熟悉的生活固废焚烧领域最简洁的切入。目前业内主要用的有 3 种炉型结构：

► 炉排型焚烧炉

炉排型最大优势在于技术成熟，运行稳定、可靠，适应性广，绝大部分固体垃圾不需要任何预处理可直接进炉燃烧。尤其应用于大规模垃圾集中处理，可使垃圾焚烧发电（或供热）。但机械炉排炉的应用也有局限性，含水率特别高的污泥、大件生活垃圾，不适宜直接用炉排型焚烧炉。其应用占全世界城镇生活垃圾焚烧市场总量的 80%以上，很少用在危废的焚烧上。

► 流化床焚烧炉

流化床焚烧炉可以对任何垃圾进行焚烧处理。最大优点是可以得到完全的燃烧效果并对有害物质进行最彻底的破坏，一般排出炉外的未燃物均在 1%左右，是几种方式中最低的，对环境保护很有利。但由于流化床对垃圾有严格的预处理要求，在生活垃圾焚烧上的应用有限，且已有的流化床垃圾焚烧炉处理规模较小，尚未得到广泛应用，有待于进一步完善。曾是我国主流的生活垃圾焚烧炉型，很少用在危废的焚烧上。

► 回转窑焚烧炉（旋转式焚烧炉）

回转窑焚烧炉是一种成熟的技术，如果待处理的垃圾中含有多种难燃烧的物质，或者垃圾的水分变化范围较大，回转窑是唯一理想的选择。回转窑因为转速的改变，可以影响垃圾在窑中的停留时间，并且对垃圾在高温空气及过量氧气中施加较强的机械碰撞，能得到可燃物质及腐败物含量很低的炉渣。但该技术也有一些明显的缺点：垃圾处理量不大，飞灰处理难，燃烧不易控制。这使它很难适应发电的需要，在当前的垃圾焚烧中应用较少。但是对于产生量本来就较小的危废，目前却是主要技术。

这些不同炉型结构的焚烧装置，其基本原理都是相通的，文献也已基本公开。目前市场上的设计单位，包括上市公司的独立设计所，都可以完全掌握这些基本原理，关键就是



在针对不同项目上如何采用合适的工艺包（炉膛大小，温度的控制等），以达到最优。业内就曾发生过上市公司并购了危废企业，需要对原有企业进行焚烧技改，技术团队却拿不出合理工艺包设计而导致整个投产计划延后的情况。

德国瑞曼迪斯集团专注危废处理几十年，掌握了十分先进的回转窑焚烧工艺。瀚蓝在技术层面同瑞曼迪斯的合作，避免了盲目依靠自身切入危废焚烧领域而造成技术储备不足，进而拖累项目进度的情况的发生。

图表 25：各型焚烧炉的适用领域及对比

	适用范围	原理	优点	缺点
炉排炉	大件和形状不规则的废物	通过炉排推动，使废物发生剪切、翻动，通过干燥点火段、燃烬段，未经燃尽的废物不断暴露于火焰中，达到完全燃烧，炉渣经过排渣槽排出炉	对废物含水率和热值范围适应性较宽，物料分布和透气比较均匀，燃烧比较充分	结构复杂，维修量大，需定期停炉检修和更换炉排，燃烧塑料废物时易使炉排粘结磨损，加大阻力，对炉湿有要求，不能太高，不利于废物的无害化
液体注射式焚烧炉	流动性的废液、泥浆及污泥	将流动性的危废雾化，喷入炉膛进行混合燃烧	适用于湿度大，流体化的危废	无法处理难以雾化的液体废物，对固体废物不适应
流化床焚烧炉	固体、液体和气体废物	燃烧空气由焚烧炉底部的通风装置进入炉内，垂直上升通过一个分配盘进入流化床的颗粒层，带动危废形成一个燃烧的循环体系，达到充分燃烧的目的	结构简单，温度稳定性好，容量大，炉内传热传质效率高	对物料粒度严格的要求（粒径小于 50mm），预处理工序复杂，会有二次污染；废物中低熔点物质会呈熔融状态，与床料粘结成团，破坏流化状态
多层床焚烧炉	适用于不需高温的无机废物	炉体为一个垂直的内衬耐火材料的钢制圆筒，内部许多层，每层一个炉膛，内装旋转的双筒的带搅动臂的中空中心轴，可以不断进料，分层燃烧，分层出渣	固体停留时间长，反应充分	出料口易被炉内形成的大块物体堵塞，因此维护费用高，耐热温度较低，不适用于处理需高温焚烧的有机物
热解焚烧炉	热值相对较高，疏松状、成分和性质相对较单一的废物	分级燃烧，通过控制空气量控制炉膛燃烧工况，合理分配化学能的释放，以达到焚烬效果	技术先进、工艺可靠、操作简便安全、投资省、烟气含尘量低、运行及维护费用低、使用寿命长，入炉废物不需进行分拣	热解过程延长了燃烧时间，热效率较低；一燃室冷热变化频率高（一天一次），对耐火材料影响较大，不利于热回收，自动控制水平要求较高
旋转式焚烧炉	适合混合处理，包括固态、半固态、粘稠状、液态、气态 对残渣和经过预处理的污泥	旋转炉内燃烧，再通过二燃装置去除有害污染物，通过炉体的旋转对废物进行一定的扰动，以利于废物充分燃烧	用途广泛，适应性好，可以处理各种不同形状及性质的废弃物	对于低于 6-8t/d 处理规模的中小装置，其投资成本高，投资回收率低

资料来源：公开资料总结，中金公司研究部

结合上面的各条，我们认为，瀚蓝在危废处理领域拥有：地理优势，技术优势，当地政府的支持等诸多有利因素，以危废焚烧为主导的危废处理业务，不仅具有高利润率，而且低账期的特点，将是公司未来发展的重点方向，也将逐步挑起公司业绩的大梁。

混改依然值得期待：不要因为瀚蓝的行政隶属级别低，就低估了改革的潜力

瀚蓝环境 2016 年 12 月底公告定增终止，市场对于公司本次引入复星集团作为战略投资者的期望再次落空，加上逐渐铺开的国改还基本停留在省一级层面，市场对于瀚蓝环境的混改预期降到了最低点。我们认为，本次定增的终止一有其监管环境发生重大变化的一面，同时不要因为瀚蓝的行政隶属级别低，就低估了其改革的潜力。

首先，是佛山南海区 8 家上市企业中唯一一家国有控股企业，如果要做国改，那么瀚蓝环境是南海区唯一的选择。

图表 26：佛山主要上市公司的股东情况

证券代码	证券简称	注册地址	前几大大股东名称
002076.SZ	雪莱特	广东省佛山市南海区狮山工业科技工业园A区	柴国生; 陈建顺
002260.SZ	德奥通航	广东省佛山市南海区松岗松夏工业园工业大道西	北京市梧桐翔宇投资有限公司
002291.SZ	星期六	广东省佛山市南海区桂城街道庆安路2号	深圳市星期六投资控股有限公司
002611.SZ	东方精工	广东省佛山市南海区狮山科技工业园狮山大道北段	唐灼林; 唐灼棉
002666.SZ	德联集团	广东省佛山市南海区小塘狮山新城开发区	徐国华; 徐庆芳; 徐成大
300004.SZ	南风股份	广东省佛山市南海区小塘三环西路(狮南段)31号	杨子善; 仇云龙; 杨子江
300417.SZ	南华仪器	广东省佛山市南海区桂城街道夏南路59号	杨耀光; 杨伟光; 李源; 邓志溢
600323.SH	瀚蓝环境	广东省佛山市南海区桂城南海大道建行大厦	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

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

其次，2016 年 4 月份，南海区换帅，之前在省金融办，并下派到佛山进行交流的黄志豪接替梁维东（调任东莞任市长）任南海区书记。黄志豪在佛山工作期间，在“推进实施珠三角规划实施纲要，组织推动重点项目建设，筹建首届中国广东国际互联网+博览会，组织创建首个互联网+众创金融示范区，推动粤桂黔高铁经济带发展等工作中，取得了较好成绩”。



搜寻黄志豪的履历，我们可以发现，这位“70 后”官员从云浮到佛山的经历，可以概括为：基层经验丰富，创新手法多样，作风务实，主导或参与了多个全国第一的项目。更吸引人眼球的是他的金融背景，在来佛山之前，他曾在广东发展银行东莞分行工作长达 12 年，从分行行长调任后，曾担任生金融办副主任一职。我们认为，一个相对较年轻的官员，加上丰富的金融业务背景，以及身处佛山南海区这么一个历来敢闯敢拼，积极实施国家相关政策的区域，瀚蓝环境未来进行混改的环境将是十分优越有利的。

再次，本次定增终止，不改变公司引入长期战略合作者的决心。本次定增终止因为处置瑞兴能源股东大会召开日期与定增过会时间冲突。证监会要求公司必须完成瑞兴的处置事项后才可继续推进定增事宜。公司在 19 日召开股东大会通过放弃收购瑞兴能源提案后，20 日便是公司定增的过会最后截止日，但按照惯例，证监会当天不安排任何过会事项，且公司是三年期定增，无法延期，只能终止此次定增事项。我们认为，此次定增终止和监管层开始收紧定增融资的大环境有关，又加上时间冲突的巧合，和复星以及公司方原先的合作态度无任何关系。公司表示将在继续推进和复星的合作事宜，且引入战略投资者的态度不发生变化。

我们认为，投资者不应忽略公司混改的积极因素，虽然短期内受制于政策推进以及定增终止等影响，我们认为长期来看，各种积极的因素都将继续孵化。



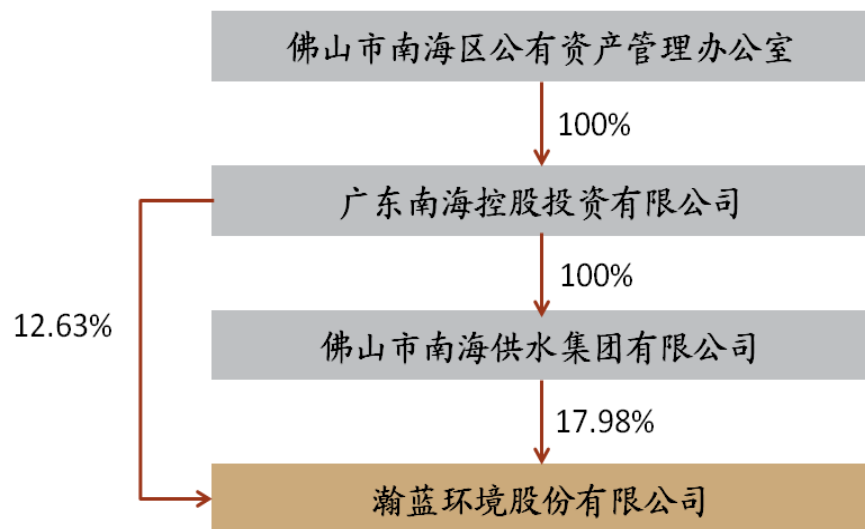
公司历史简介及股权结构

瀚蓝环境股份有限公司（原名：南海发展股份有限公司）由广东省南海市发展集团公司以其属下的 5 家具独立法人资格的企业发起，以定向募集方式设立，于 1992 年 12 月成立于广东省南海市；1993 年 5 月，公司定向募集的 4500 万法人股在中国证券交易系统有限公司的全国电子交易系统上市流通；2000 年 12 月登陆上交所；2013 年 12 月，公司名称更改为现用名。

公司是专注于环境服务产业，业务领域涵盖固废处理、自来水供应、污水处理、燃气供应。固废业务包括前端垃圾转运，中端焚烧处理，末端渗滤液、飞灰处理，实现全产业链覆盖，垃圾焚烧发电处理业务规模达到 11,350 吨/日，位居全国前十；供水业务设计能力达到 148 万立方米/日，覆盖南海区 700 多平方公里，2013 年起陆续开展供水整合工作，业务从批发延伸至终端；污水处理业务拥有约 20 个污水处理项目的特许经营权，处理规模约 60 万立方米/日；燃气业务属于 2012 年新进入的领域，目前持有佛山市南海燃气发展有限公司 70% 的股权，即将吸收剩下的 30% 股权，主要负责南海区的管道气、瓶装气等供应。

2016 年公司实现营业收入 36.9 亿元，同比上年增长 9.9%，实现归属母公司所有者净利润 5.09 亿元，同比增长 26.2%。主要源于固废处理业的迅速增长。基于对公司未来在手固废项目陆续落地以及危废业务开展的预期，我们预计 2017~2018 年公司营业收入将达到 43.34 亿，52.78 亿，对应 EPS 分别为 0.79，1.06 元/股。

图表 27：瀚蓝环境股权结构示意图



资料来源：公司官网，中金公司研究部



盈利预测及估值方法：危废带动未来增长，估值水平有提高空间

公司盈利预期：公用事业业务稳定增长，固废业务迎来新机遇

我们预计瀚蓝环境的燃气、供水和污水业务将在未来几年保持稳定增长的趋势，其中供水业务之前受桂城水厂搬迁的影响，目前影响已经消退，赢利性会恢复。燃气板块近期的扩张动态值得管制，不排除公司未来会继续异地扩张的战略。固废领域，在继续消化创冠中国的未完成项目的同时，公司将继续在顺德成功推广南海模式后，寻求在全国其他地区的推广业务，同时，危废业务的崛起将带来新的业务增长点。我们的相关假设如下：

图表 28：瀚蓝环境主营业务拆分

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
燃气业务								
主营业务收入			1104	1261	1341	1163	1567	1567
主营业务成本			880	956	1002	842	1134	1134
毛利率			20%	24%	25%	28%	28%	28%
供水业务								
主营业务收入	457	459	481	543	700	861	864	1010
主营业务成本	269	285	299	344	547	653	656	767
毛利率	41%	38%	38%	37%	22%	24%	24%	24%
固废处理业务								
主营业务收入	107	229	303	378	1002	1328	1631	2422
主营业务成本	50	119	187	237	572	798	930	1332
毛利率	54%	48%	38%	37%	43%	40%	43%	45%
污水处理业务								
主营业务收入	146	173	188	192	173	160	184	183
主营业务成本	91	105	112	112	114	114	131	131
毛利率	38%	39%	40%	42%	34%	28%	28%	28%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司估值逻辑：分部估值，未来公司估值具有提升潜力，类比同类危废公司

我们认为公司未来 2 年业绩分为两个阶段，第一阶段 2017 年，公司主要的业绩增速来自于在手几个垃圾焚烧电厂的陆续投产和满产，以及湖北危废项目的初步运行。2018 年，公司佛山和湖北的危废项目将全面投产，我们保守估计，将会提供约 1.5 亿的利润，与此同时，漳州南，顺德等垃圾焚烧业务也将全面铺开，进一步提升利润空间。我们认为，市场对于公司目前的估值依然是按照类公用事业的水平给予的，而公司在未来 1~2 年，估值会进一步向危废及生活固废的企业靠拢，具有估值提升的潜力。鉴于公司目前主营业务较多，我们认为采用分部估值法会较好的体现公司的整体价值水平。

我们将目前环保主要上市公司中属于供水/污水处理，生活固废处理，危废处理和燃气业务的上市公司列出来，并按照各公司最新的总市值对应公司的净利润来得出 17~18 年对应的 P/E 估值。可以发现，17 年的水务燃气板块估值和大固废相比，并没有低很多，但是需要注意的是，背后市场的估值逻辑却完全不一样。市场认为公用事业板块的业绩已经稳定，给予 15~20 倍的动态估值可以反映 PEG=1 的实际情况。而大固废板块的动态估值往往因为 EPS 的快速升高而短期的降低，从静态的时点来看（例如 15，16 年底），大固废板块的估值往往大幅高于传统公用事业的板块。所以对于大固废的静态估值应该要更高。



图表 29：环保几个细分板块可比公司 P/E 估值表

供水/污水处理	股票代码	最新股价 (元/股)	PE			EPS (元/股)			收入 (百万元)			净利润 (百万元)			最新市值 (百万元)
			2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	
万邦达	300055.SZ	16.8	53.8	41.9	31.9	0.40	0.53	0.31	1955.4	2526.9	2877.6	270.1	346.7	455.4	14535
首创股份	600008.SH	4.39	28.9	26.0	22.6	0.17	0.19	0.15	8120.4	8973.9	9834.4	731.5	813.5	935.3	21162
兴蓉环境	000598.SZ	5.83	18.6	16.2	14.2	0.35	0.40	0.31	3214.2	3684.3	4170.4	934.4	1075.4	1225.2	17410
中山公用	000685.SZ	10.95	16.4	14.5	13.4	0.75	0.82	0.67	1409.0	1539.3	1643.0	983.8	1111.7	1207.7	16152
碧水源	300070.SZ	16.84	25.7	19.0	14.3	0.88	1.18	0.66	8082.2	12340.2	17139.6	2047.3	2763.5	3685.7	52598
重庆水务	601158.SH	8	23.5	22.7	22.0	0.35	0.36	0.34	4642.0	4815.0	5006.0	1636.0	1695.0	1749.0	38400
创业环保	600874.SH	8.45	24.5	22.2	19.8	0.29	0.32	0.26	2016.1	2199.8	2428.7	374.9	413.4	463.3	9187
洪城水务	600461.SH	7.76	20.4	17.1	14.5	0.45	0.54	0.38	3082.5	3654.2	4231.3	300.3	357.7	423.1	6127
国祯环保	300388.SZ	22.25	54.2	40.1	31.4	0.55	0.71	0.41	1460.5	1775.9	2201.2	125.4	169.6	216.5	6802
中位数			24.5	22.2	19.8										
燃气															
金鸿能源	000669.SZ	17.8	33.2	31.6	28.2	0.56	0.63	0.54	2604.1	2744.6	3031.7	260.9	274.1	306.6	8651
国新能源	600617.SH	10.63	17.0	14.1	11.7	0.68	0.81	0.56	8034.0	8448.0	9738.0	608.0	737.0	884.0	10363
深圳燃气	601139.SH	9.01	21.6	18.9	15.7	0.48	0.57	0.42	8416.3	9450.4	10745.0	922.3	1053.6	1267.0	19931
陕天然气	002267.SZ	9.53	17.3	16.9	15.4	0.49	0.54	0.48	6999.0	7507.0	8233.0	613.0	628.0	689.0	10598
长春燃气	600333.SH	8.36	39.7	26.6	17.6	0.31	0.47	0.21	1577.5	1961.3	2465.5	111.4	166.2	251.2	4428
百川能源	600681.SH	16.37	29.2	21.9	15.9	0.71	0.98	0.54	2033.2	2639.4	3478.1	540.3	719.9	991.9	15783
中位数			25.4	20.4	15.8										
生活固废															
盛运环保	300090.SZ	10.68	38.9	21.4	15.1	0.50	0.71	0.27	2194.0	3178.0	4639.0	362.0	658.3	935.0	14097
伟明环保	603568.SH	24.86	45.8	39.3	33.0	0.63	0.75	0.54	712.0	841.0	993.1	369.5	430.8	513.3	16922
中国天楹	000035.SZ	7.56	32.5	24.0	18.7	0.30	0.39	0.23	1028.3	1321.1	1618.7	287.9	389.9	501.1	9363
启迪桑德	000826.SZ	34.16	24.5	18.4	14.2	1.65	2.08	1.35	8324.8	11279.5	14877.9	1192.6	1587.1	2048.4	29183
富春环保	002479.SZ	12.89	37.9	24.0	18.6	0.53	0.68	0.34	2657.0	3451.6	4105.8	271.0	427.8	553.0	10265
中位数			37.9	24.0	18.6										
危废处理															
东江环保	002672.SZ	18.39	27.4	22.4	18.0	0.62	0.76	0.52	2739.0	3403.2	4155.1	461.0	562.9	700.6	12634
雪浪环境	300385.SZ	37.55	51.5	38.9	27.7	0.93	1.30	0.72	766.9	997.3	1295.3	87.5	115.9	162.4	4506
东方园林	002310.SZ	16.63	37.9	25.1	17.9	0.66	0.93	0.44	10198.9	14595.8	20361.7	1173.8	1773.4	2492.7	44525
盈峰环境	000967.SZ	15.67	41.9	26.4	18.3	0.57	0.81	0.37	3865.9	4925.6	6009.5	272.2	432.3	621.5	11398
中位数			39.9	25.7	18.2										

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

我们预计归属母公司利润 17~18 年三年增长率分别为 19%和 33%，平均增速 27%。我们对于公司分项的净利润做了估算，结合各板块的估值中位数来看，我们认为公司对应 2017 年的市值应该在 141.1 亿元的水平，对应 17 年 P/E 应为 18x，在目前的价格上依然有超过 20%的上涨空间。

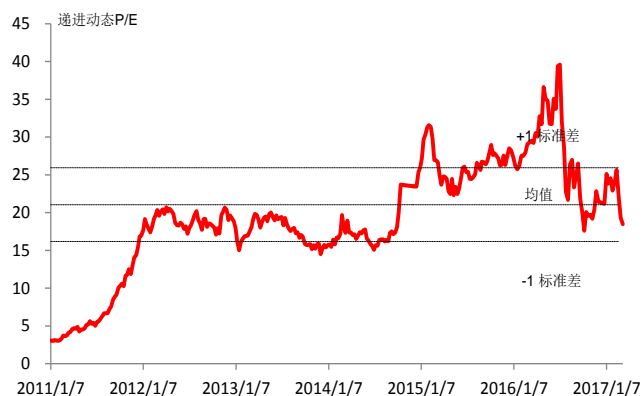
图表 30：瀚蓝环境分布估值表

	板块预测利润 (百万元)			估值标准 (PE)		板块预测市值 (亿元)	
	2016	2017	2018	2017	2018	2017	2018
供水业务	24.0	18.0	21.0	20	15	3.6	3.2
固废业务	246.7	336.4	394.5	25	19	84.1	74.9
危废业务	0.0	55.3	198.3	35	25	19.3	49.6
污水处理业务	8.1	8.2	8.2	20	15	1.6	1.2
燃气业务	152.0	166.4	166.4	18	14	30.0	23.3
其他	77.8	24.9	24.3	10	10	2.5	2.4
合计	508.6	609.1	812.6			141.1	154.6

资料来源：公司公告，中金公司研究部

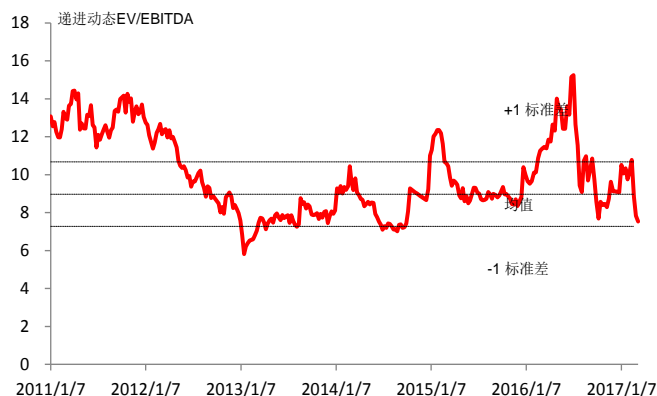


图表 31: 瀚蓝环境动态 P/E



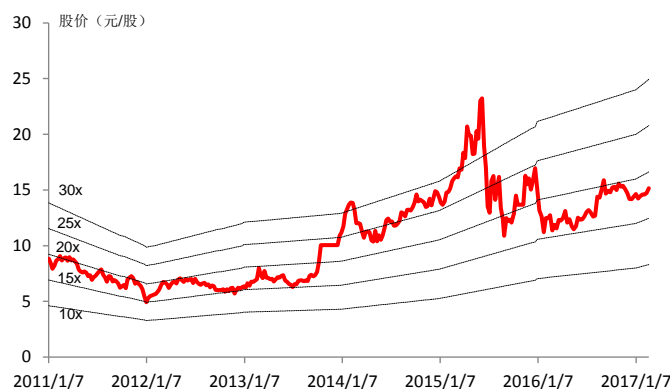
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 32: 瀚蓝环境动态 EV/EBITDA



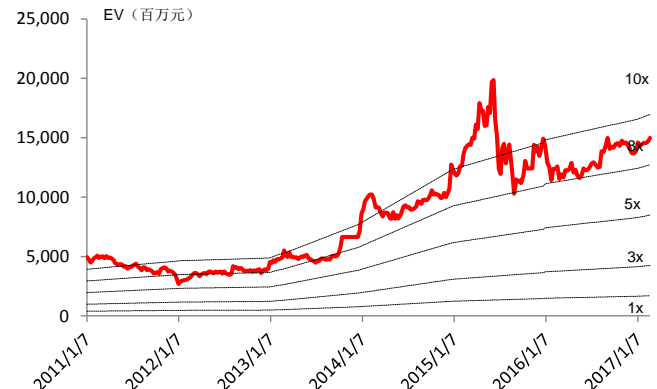
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 33: 瀚蓝环境动态 P/E 估值区间变化



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 34: 瀚蓝环境 EV 估值区间变化



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908

编辑：江薇、张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

