

## 瀚蓝环境 (600323)

# 公用事业夯实发展后盾，大固废产业强势出击

### 推荐（首次）

现价：14.37 元

#### 主要数据

行业	环保公用
公司网址	www.grandblue.cn
大股东/持股	佛山市南海供水集团有限公司 /17.98%
实际控制人/持股	佛山市南海区国有资产管理 委员会办公室/%
总股本(百万股)	766
流通 A 股(百万股)	629
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	110.11
流通 A 股市值(亿元)	90.35
每股净资产(元)	6.30
资产负债率(%)	58.30

#### 行情走势图



#### 证券分析师

余兵 投资咨询资格编号  
S1060511010004  
021-38636729  
YUBING006@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

邱正 一般从业资格编号  
S1060116050045  
QIUZHENG320@PINGAN.COM.CN

庞文亮 一般从业资格编号  
S1060116090012  
010-53827011  
PANGWENLIANG732@PINGAN.CO  
M.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

#### ■ 强势出击大固废，全产业链生态逐渐成型

- **拓宽固废新布局，打造行业新领位：**根据《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，到 2020 年，全国生活垃圾焚烧处理能力占总处理能力 50%以上，我们预计垃圾焚烧约有 1450 亿元投资空间。在垃圾焚烧市场加速发展的背景下，公司充分发挥自身优势，先后收购创冠中国、建成南海产业园，成功跻身垃圾焚烧发电行业前列，拓宽了固废新布局。创冠中国黄石二期项目将于 2017 年投产，孝感、贵阳项目将于 2017 年开工，2016 年南海产业园模式首次实现异地复制。总体来看，公司垃圾焚烧处理业务仍将保持快速增长。
- **强强联手进军危废，开辟业绩增长新领域：**当前国内危废来源广、产量大、种类多，处理能力却严重不足。根据“十三五”环境保护投资战略规划，危废处理将成为政府环保工作的重点，危废处理行业将迎来产业政策与资金的双重支持。佛山市危废处理的供求矛盾更为突出，当地危废处理市场更具增长潜力。公司紧紧抓住机遇，联手国际巨头瑞曼迪斯，并购威辰黄石，不断拓宽危废布局，行业影响力逐渐增强，创造出新的业绩增长点。危废业务的持续扩张值得期待。

#### ■ 区域垄断公用事业，夯实业务发展后盾

- **控股燃气发展，巩固区域优势：**公司通过旗下子公司燃气发展对南海区进行燃气供应。燃气发展是佛山市南海区唯一一家管道燃气供应商，2016 年天然气销量达 3.27 亿立方，同比增长 3.66%。目前，公司燃气业务在南海区处于垄断地位。随着铝型材行业转换天然气工作的持续推进，预计公司燃气业务将保持稳定增长。
- **水价调整盈利增，整合市场扩产能：**供水业务作为公司的三大传统业务之一，具有稳定的销售市场。2016 年公司自来水供应量为 4.35 亿吨，销售量为 4.06 亿吨。2016 年佛山市上调自来水价格，使公司自来水销售收入实现增长。同时，公司通过整合南海区域供水市场，巩固了在南海区自来水供应领域的领军地位。预计未来公司供水业务的发展稳中有增。
- **污水处理实现厂网一体化，拓展业务新方向：**公司污水处理业务集

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3357	3,690	4,077	4,850	5,516
YoY(%)	37.8	9.9	10.5	19.0	13.7
净利润(百万元)	403	509	597	740	864
YoY(%)	30.5	26.2	17.3	24.1	16.8
毛利率(%)	31.5	32.4	32.1	32.2	32.4
净利率(%)	12.0	13.8	14.6	15.3	15.7
ROE(%)	9.1	10.0	10.9	12.1	12.6
EPS(摊薄/元)	0.53	0.66	0.78	0.97	1.13
P/E(倍)	27.3	21.7	18.5	14.9	12.7
P/B(倍)	2.5	2.3	2.1	1.9	1.7

- 中在佛山市南海区。2016 年受污水处理增值税政策影响，污水处理收入下降。公司通过新建污水处理厂、提标改造以及扩建现有污水处理厂提高产能。目前，公司日均污水处理规模达 56 万吨，在佛山市南海区具有相对垄断地位。未来污水处理业务将继续为公司创造稳定的现金流，充分保障盈利。
- **盈利预测与估值：**我们预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.78、0.97、1.13 元，同比分别增长 17.3%、24.1%、16.8%。考虑到公司传统业务稳健增长，可以给公司提供稳定现金流，固废业务发展势头良好，可以给公司提供业绩弹性，同时公司估值在行业中处于较低水平，基于此，首次覆盖给予公司“推荐”评级。
- **风险提示：**燃气销售价格下跌；项目进度不及预期；政策不及预期。

# 正文目录

<b>一、集固废、水务、燃气运营为一体的综合环境服务商 .....</b>	<b>5</b>
1.1 公司介绍 .....	5
1.2 股权结构 .....	6
<b>二、强势出击大固废，全产业链生态逐渐成型 .....</b>	<b>7</b>
2.1 拓宽固废新布局，打造行业新领位 .....	7
2.2 强强联手进军危废，开辟业绩增长新领域 .....	11
<b>三、区域垄断传统公用事业，夯实业务发展后盾 .....</b>	<b>14</b>
3.1 燃气业务：控股燃气发展，巩固区域优势 .....	14
3.2 供水业务：水价调整盈利增，整合市场扩产能 .....	15
3.3 污水处理：实现厂网一体化，拓展业务新方向 .....	16
<b>四、盈利预测 .....</b>	<b>17</b>
4.1 盈利预测假设 .....	17
4.2 投资建议 .....	18
<b>五、风险提示 .....</b>	<b>18</b>

## 图表目录

图表 1	公司历史沿革 .....	5
图表 2	公司近年来营收稳定增长 .....	6
图表 3	公司近年来营收结构 .....	6
图表 4	公司主要收入来源于固废、燃气、供水 .....	6
图表 5	公司主要毛利来源于固废、燃气、供水 .....	6
图表 6	公司实际控制人合计持有公司 36.68% 的股份（截至 2016 年 12 月 31 日） .....	6
图表 7	全国城市生活垃圾清运量不断增加 .....	7
图表 8	全国城市生活垃圾无害处理厂数量增加 .....	8
图表 9	2015 年全国城市生活垃圾焚烧无害化处理能力增长率接近 18% .....	8
图表 10	创冠中国项目情况 .....	9
图表 11	南海固废处理环保产业园全景图 .....	10
图表 12	南海绿电营业收入持续增长 .....	11
图表 13	南海绿电净利润逐年增长 .....	11
图表 14	中国危废产量呈逐年增长趋势 .....	12
图表 15	危险废物实际经营规模远低于危废产生量 .....	12
图表 16	综合利用是当前最主要的危废处理方式 .....	12
图表 17	2016 年 3 月德国瑞曼迪斯到公司实地考察 .....	13
图表 18	2016 年公司与瑞曼迪斯签署项目合作意向书 .....	13
图表 19	天然气销售量稳步增长 .....	14
图表 20	液化气销售收入相对较低 .....	14
图表 21	佛山市居民管道天然气阶梯价格 .....	15
图表 22	2016 佛山市南海区供水水价（单位：元/立方米） .....	15
图表 23	瀚蓝环境子公司日供水量（单位：万吨） .....	16
图表 24	污水厂处理分布图 .....	17
图表 25	盈利预测假设 .....	17
图表 26	可比公司估值表 .....	18

# 一、集固废、水务、燃气运营为一体的综合环境服务商

## 1.1 公司介绍

公司成立于 1992 年，于 2000 年在上交所挂牌，主营固废处理、自来水供应、燃气运营以及污水处理业务。公司定位于“综合环境服务领跑者”，目前已形成包括供水、污水处理、固废处理、城市燃气供应等循环相扣的完整环境服务产业链。

- 固废处理业务：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，以及生活垃圾处理、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。
- 供水业务：拥有从取水、制水、输水到终端客户服务全产业链。目前公司日供水能力 136 万立方米，供水范围覆盖佛山市南海区所有区域，在南海区的市占率超 80%。公司拥有广东省省级水质监测站，出厂水和管网水水质综合合格率优于国家标准。供水管网呈环形相通相连，具备多厂联网安全供水能力和快速应急处理能力。
- 燃气业务：公司于 2012 年收购燃气发展 25% 股份进军燃气领域。截至 2016 年末，公司持有燃气发展 70% 的股份。目前，燃气发展是南海区唯一一家管道燃气供应商，主要负责南海区管道天然气和液化石油气的供应。燃气业务在垄断南海全区的同时辐射周边，供气规模处于全省前列。
- 污水处理业务：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，拥有约 20 个污水处理项目的特许经营权，目前污水处理规模约 60 万立方米/日。

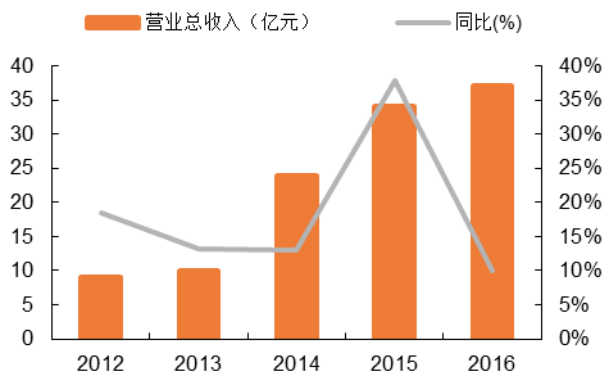
图表1 公司历史沿革



资料来源:公司公告、平安证券研究所

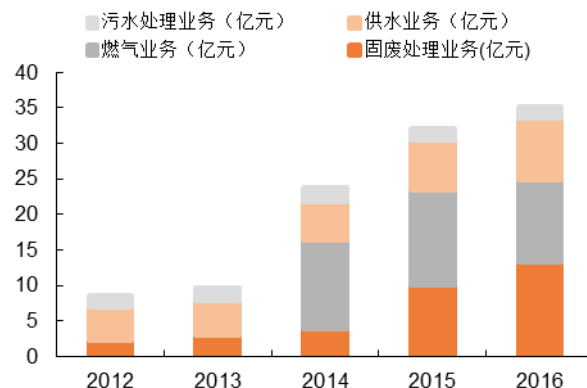
2016 年公司实现营收 36.90 亿元、归母净利润 5.09 亿元，同比分别增长 9.93%、26.23%。固废处理、燃气、供水业务收入占比分别为 35.99%、31.52%、23.33%，毛利占比分别为 44.27%、26.86%、17.32%。公司业绩保持稳健增长，取得“十三五”的良好开局。

图表2 公司近年来营收稳定增长



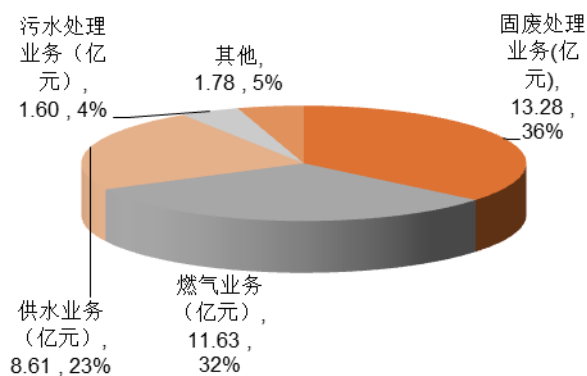
资料来源:Wind、平安证券研究所

图表3 公司近年来营收结构



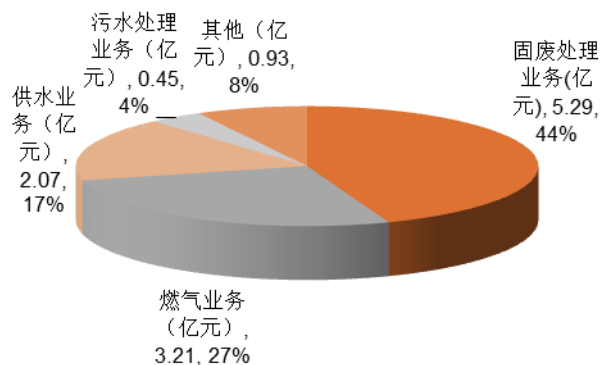
资料来源:Wind、平安证券研究所

图表4 公司主要收入来源于固废、燃气、供水



资料来源:Wind、平安证券研究所

图表5 公司主要毛利来源于固废、燃气、供水

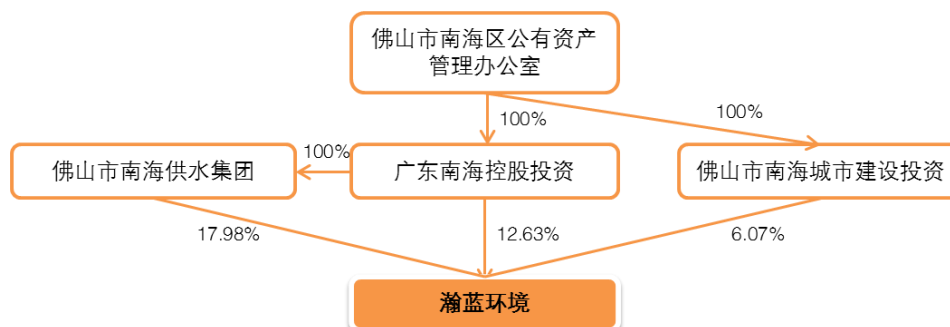


资料来源:Wind、平安证券研究所

## 1.2 股权结构

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，实际控制人为佛山市南海区公有资产管理办公室，合计持有公司 36.68% 的股份。

图表6 公司实际控制人合计持有公司 36.68% 的股份 (截至 2016 年 12 月 31 日)



资料来源:公司公告、平安证券研究所

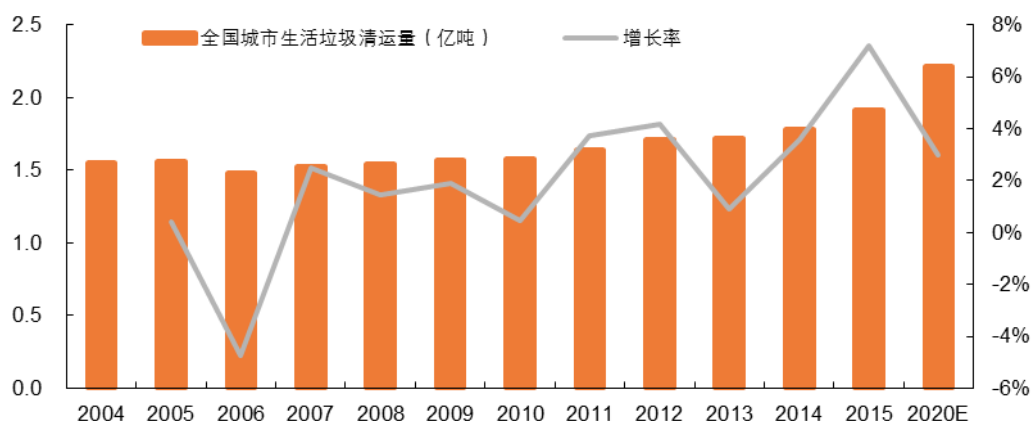
## 二、 强势出击大固废，全产业链生态逐渐成型

### 2.1 拓宽固废新布局，打造行业新领位

随着城镇化迅速发展，我国城市生活垃圾处理设施建设明显加快，处理能力不断提高。但相对于日益庞大的生活垃圾规模而言，我国垃圾处理能力仍显不足，处理设施普遍超负荷运行，部分生活垃圾得不到有效处理，出现“垃圾围城”问题。不同的处理方式中，垃圾焚烧处理因具有诸多优势发展迅速。“十三五”政策驱动下，垃圾焚烧行业有望实现快速增长。

- **垃圾焚烧处理有望成为主流方式。**我国生活垃圾处理方式包括卫生填埋、焚烧以及堆肥等，目前以卫生填埋方式为主。卫生填埋具有处理能力大、运行费用低等优点，但也存在占地面积广、二次污染严重等问题。生活垃圾焚烧处理技术因占地较少、减量效果明显、余热可利用，能够有效弥补卫生填埋方式的不足，正加速发展，未来前景向好。
- 2015 年全国城市生活垃圾清运量为 1.91 亿吨，同比增长率达 7.18%，为近年来的最大值。整体而言，全国城市生活垃圾清运量呈加速增长趋势。预计 2020 年全国城市生活垃圾清运量将达到 2.22 亿吨。

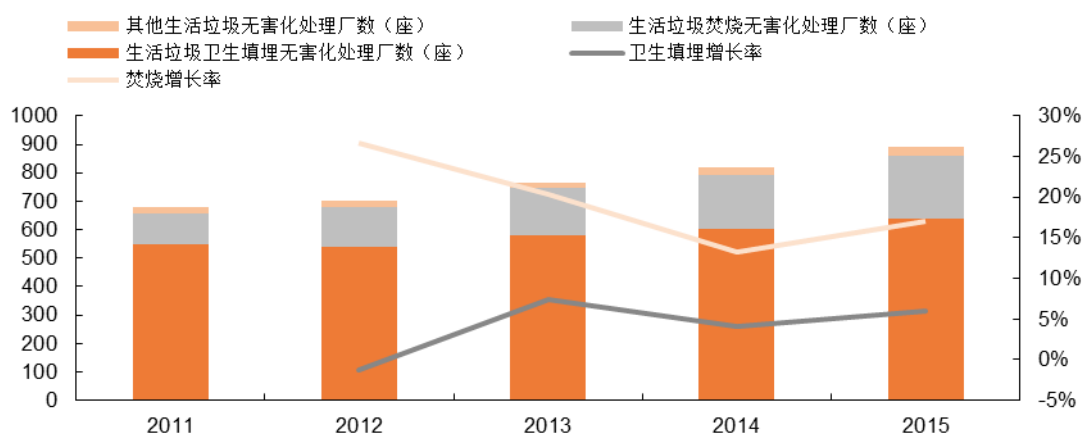
图表7 全国城市生活垃圾清运量不断增加



资料来源:国家统计局、平安证券研究所

- 全国城市生活垃圾无害化处理厂数量逐年增多，由 2011 年 677 座增加到 2015 年的 890 座。其中垃圾焚烧厂数量增长最快，2015 年增速达 17.02%，而卫生填埋厂增速仅为 5.96%。

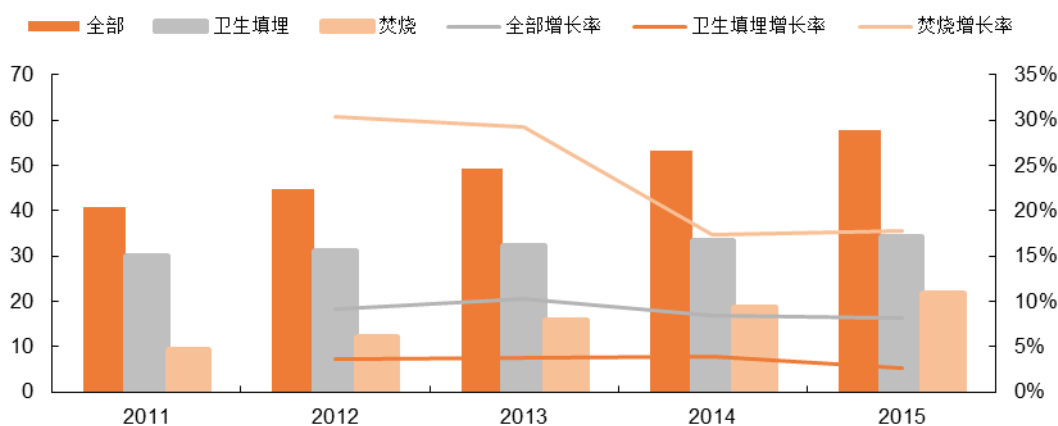
图表8 全国城市生活垃圾无害处理厂数量增加



资料来源:国家统计局、平安证券研究所

- 2015 年，我国城市生活垃圾无害化处理率达 94.1%，日处理能力 57.69 万吨，比 2011 年增加 16.78 万吨。从处理方式上看，59.65%为卫生填埋处理，37.98%为焚烧处理。2015 年垃圾焚烧处理能力增长率为 17.81%，而卫生填埋处理能力增长率仅为 2.63%。与卫生填埋相比，生活垃圾焚烧处理能力提升明显。

图表9 2015 年全国城市生活垃圾焚烧无害化处理能力增长率接近 18%



资料来源:国家统计局、平安证券研究所

- **政策助力，垃圾焚烧市场持续释放。**2016 年 12 月，发改委、住建部联合印发《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，提出到 2020 年底，全国城镇生活垃圾处理能力达到 104.08 万吨/日，生活垃圾焚烧处理能力占总处理能力 50%以上。预计垃圾焚烧处理规模较现有水平有翻倍的空间。按每吨投资 50 万元计算，焚烧发电约有 1450 亿元的投资空间。

在垃圾焚烧处理市场加速发展的背景下，公司充分发挥自身优势，先后收购创冠中国、建成南海产业园，成功跻身垃圾焚烧发电行业前列。2016 年公司固废处理业务已拓展至全国 18 个城市，实现收入 13.28 亿元，同比增长 32.57%，垃圾焚烧发电规模、污泥处理规模、餐厨垃圾处理规模分别达



到 18350 吨/日、1350 吨/日、1150 吨/日。固废业务已成为公司业绩增长的核心动力，发展劲头十足，有望迎来新一轮爆发。

- **收购创冠中国，固废业务布局全国。**2014 年公司以 18.5 亿元对价收购创冠中国 100% 股权。收购完成后，公司市场份额大幅增加，行业地位显著提升，业务开始打破地域限制走向全国。
  - 创冠中国成立于 2004 年，总部位于厦门，是国内固废处理龙头企业之一，获得多项国家级荣誉和资质。公司深耕国内固废综合处理市场，主要通过 BOT、BOO、TOT、PPP 等方式投建、运营包括生活垃圾、餐厨垃圾、污泥等各类生活固废综合处理项目，面向全国推广先进的固废处理管理理念。
  - 创冠中国拥有福建、湖北、河北、辽宁等地共 10 个垃圾焚烧发电厂项目，总规模 1.1 万吨/日，包含 7 个已建成项目、1 个在建项目、2 个待建项目。同时公司业务扩展到全国 7 个省份，打破了对外发展瓶颈。

图表10 创冠中国项目情况

项目公司	地点	项目名称	签订时间	处理能力 (吨/日)	垃圾处置费 (元/吨)	状态
创冠晋江	福建	晋江市垃圾焚烧综合处理厂(日处理垃圾 600 吨规模) BOT 项目	2003.12	600	72.83	投运
创冠晋江	福建	晋江市垃圾焚烧综合处理厂(日处理垃圾 1200 吨规模) BOT 项目	2007.9	1200	72.83	投运
创冠惠安	福建	惠安县生活垃圾焚烧发电厂特许经营项目	2009.2	1200	69.79	投运
创冠黄石	湖北	黄石市生活垃圾焚烧发电厂 BOT 项目	2009.5	1200	前 10 年 49、 后续 60	一期已投运，二期预计 2017 年上半年投产
创冠安溪	福建	安溪县生活垃圾焚烧发电厂 BOT 特许经营项目	2009.8	600	73	投运
创冠建阳	福建	南平市“三线一中心”城市生活垃圾焚烧发电厂 BOT 项目	2009.8	600	60	投运
创冠福清	福建	福清市生活垃圾焚烧厂项目	2009.9	900	61.5	投运
创冠廊坊	河北	廊坊市生活垃圾焚烧发电项目	2009.12	1000	58	投运
创冠孝感	湖北	孝感市生活垃圾焚烧发电厂 BOT 项目	2010.4	1050	55	前期(待建)
创冠晋江	福建	晋江市污泥干化处理工程 BOT 项目	2010.9	近期 200, 远期 700	190	投运

创冠中国	贵阳	贵阳市生活垃圾焚烧发电 BOT 特许经营项目	2013.5	2000	65	前期（待建）
创冠大连	辽宁	大连金州新区生活垃圾焚烧处理项目（一期）BOT 项目	2015.9	1000	78	预计 2017 年上半年投产

资料来源:公司公告、平安证券研究所

- 目前创冠中国辖下已运营项目生产情况稳定，公司不断加大投入技改力度，使运行效率、发电效率均有所提升。2016 年创冠中国实现营业收入 5.6 亿元，贡献的净利润占公司合并净利润的 23.98%。2016 年实际实现的扣除非经常性损益后净利润为 1.32 亿元，未达到承诺的 1.64 亿元，业绩承诺完成率为 80.58%，主要是创冠廊坊和创冠大连项目推迟投入运营所致。目前廊坊项目已投入运营，大连项目预计今年将建成投产，项目的逐步投运，确保创冠中国未来三年业绩持续增长。
- **投建南海产业园，开创固废处理一体化标杆。**公司于 2006 年斥资 23 亿元打造示范性项目——南海固废处理环保产业园。南海产业园规模较大，拥有完整的固废处理产业链，固废处理技术能力和运营管理能力处于行业前列，被称为破解垃圾围城困境的“南海样本”，开创了固废处理一体化标杆，为公司带来显著的业绩增长。2016 年产业园模式首次实现异地复制，有利于提升公司固废处理业务的影响力，具有战略意义。产业园的运营及推广将成为公司发展的强大支撑。
- 南海产业园占地 350 亩，于 2006 年开始规划建设，2015 年基本建成，由瀚蓝环境全资子公司南海绿电负责运营。目前整个园区由两个 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。产业园具有节省土地资源、降低处理成本、减少污染物排放以及方便监管等突出特点，能够实现社会成本最小化。
- 产业园拥有完整的固废处理产业链，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，形成了从源头到终端完整的固体废物处理产业链。南海产业园也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。

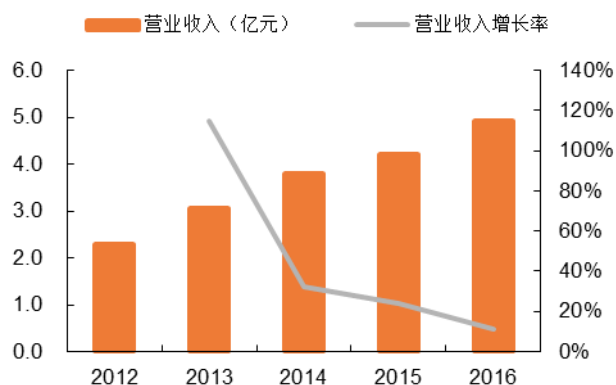
图表11 南海固废处理环保产业园全景图



资料来源:公司官网、平安证券研究所

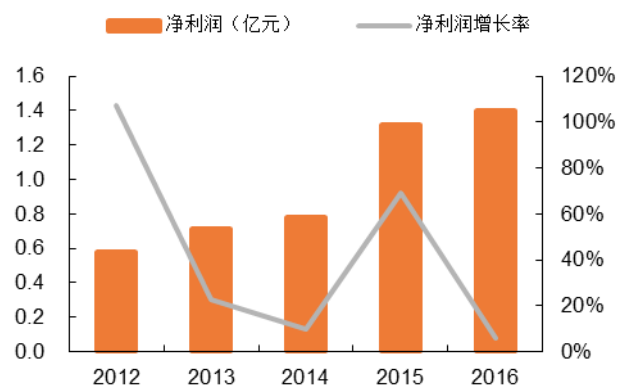
- 2016 年产业园内各项目运营正常，一厂改扩建项目、二厂均满负荷运行，发电效率保持在较高水平。2016 年，南海绿电实现营业收入 4.92 亿元，同比增长 16.86%；实现净利润 1.4 亿元，同比增长 6.06%，占公司合并净利润的 25.15%。产业园为公司带来显著的业绩增长，成为公司收益的重要来源。南海三期项目预计 2017 年二季度开工，总投资约 5 亿元。项目投产后，垃圾焚烧处理规模将由 3000 吨/日提升至 4500 吨/日，产业园产能将持续增强。

图表12 南海绿电营业收入持续增长



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表13 南海绿电净利润逐年增长



资料来源:公司公告、平安证券研究所

- 2016 年 9 月，公司全资子公司瀚蓝固废中标顺控环投增资扩股项目，瀚蓝固废出资约 3 亿元，占顺控环投增资扩股后的 34% 股权，双方将共同出资组建公司，负责顺控环投热电项目建成投产后的生产运营。顺控环投热电项目将投资建设顺德固废产业园，预计处理能力包括生活垃圾 3000 吨/日、污泥处理 700 吨/日以及餐厨垃圾处理 300 吨/日，项目总投资预估 18 亿元。此次中标首次实现南海固废产业园模式的异地复制，提高了公司在固废处理领域的影响力，利好长远发展。

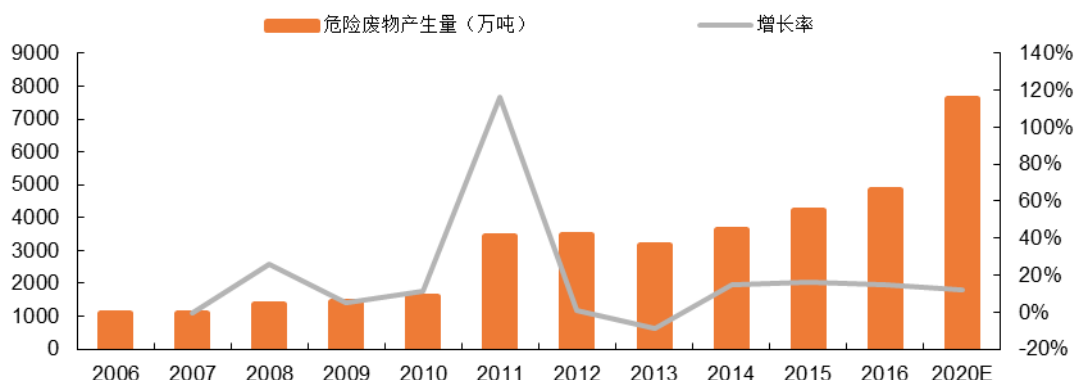
## 2.2 强强联手进军危废，开辟业绩增长新领域

我国危险废物分为工业危险废物、医疗废物和其他社会源危险废物等。当前国内危废来源广、产量大、种类多，处理能力却严重不足。根据“十三五”环境保护投资战略规划，危废处理将成为政府环保工作的重点，危废处理行业将迎来产业政策与资金的双重支持，处理方式将趋于资源化和无害化。佛山市危废处理的供求矛盾更为突出，当地危废处理市场更具增长潜力。

➤ 从处理能力上看，我国危废产量逐年增长，而实际处理量却远远不够，市场存在巨大缺口。从处理方式上看，危废处理将向无害化与资源化方向发展。

- 危废产量增速高，行业产值可观。2015 年底，全国危险废物生产量为 4220 万吨，同比增长 10.69%，复合增长率为 12%，预计 2020 年危废产量将提高到 7620 万吨。按照危废平均处置价格 2200 元/吨估算，2020 年我国危废行业产值将达 1676 亿元。

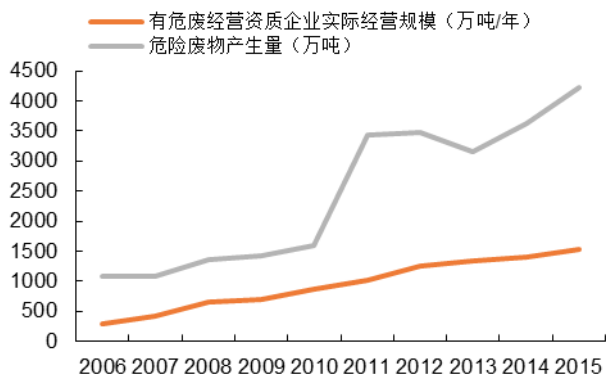
图表14 中国危废产量呈逐年增长趋势



资料来源:环保部、平安证券研究所

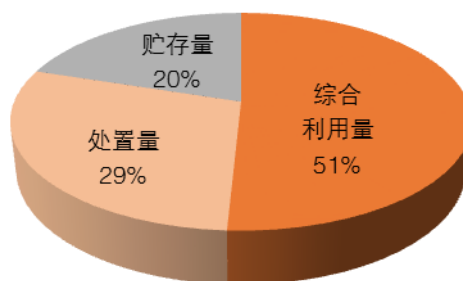
- 我国拥有危废经营资质企业的实际经营规模均远远低于各年危险废物产生量。2015 年危险废物实际处理规模仅 1536 万吨，与 4220 万吨的危废产生量相比存在极大差距，全国危废处理能力不足，危废处理市场需求大。
- 目前，我国危险废物处理方式包括综合利用、废物贮存和废物处置三种，其中综合利用方式占主导地位。2015 年危废综合利用量、处置量、贮存量分别占危废产生量的 51%、29%、20%。随着人们环保意识的不断提高，危废处理方式将逐渐向资源化与无害化方向发展。

图表15 危险废物实际经营规模远低于危废产生量



资料来源:环保部、平安证券研究所

图表16 综合利用是当前最主要的危废处理方式



资料来源:环保部、平安证券研究所

- 我国危废处理市场供求的极度不平衡也突出体现在佛山地区。佛山危废产量居高不下，但 2016 年拥有工业危废处理资质的企业只有 6 家，处理规模较小，且不具备危废的最终处置（填埋）资质，远不能满足工业危废处理需求。处理能力不足使佛山地区危废处理行业极具增长潜力。
- 佛山市产生的工业危险废物中，有 70% 左右转移到惠州、肇庆、河源、韶关等资质单位进行处理。本市危废处理持证单位只能处理 49 类危险废物中 8 类，处置规模较小，当地危废市场需求空间较大。从区域分布来看，顺德区危险废物产量最多，危废处置需求更大。
- 根据佛山市中远期规划，到 2017 年，工业危险废物处理处置设施初步建成，力争危险废物市内处理处置率达到 60%，基本完善危废全过程管理体系。到 2020 年，工业危险废物市内处理处置率不低于 80%，实现对危险废物全过程管理。当地危废处理市场前景较好。



公司紧紧抓住危废处理行业的发展机遇，联手国际巨头瑞曼迪斯成立危废公司，并购威辰黄石 70% 股权，不断拓宽危废布局，创造新的业绩增长点。公司危废处理业务的持续扩张值得期待。

- **联手国际巨头瑞曼迪斯。**佛山地区危废产量大，危废处理市场需求足，公司立足于佛山地区危废市场实际，与国际巨头瑞曼迪斯签署协议，进军佛山地区危废处理领域，完善固废处理产业链，扩大固废板块蓝图。
  - 2016 年 5 月，公司与德国瑞曼迪斯合资成立佛山瀚蓝瑞曼迪斯环境服务有限公司，首期注册资本为 1000 万元，瀚蓝固废以现金形式出资 510 万，占比 51%。合资公司经营范围涉及危废收集、运输、贮存、再利用和安全处置；危废项目的投资、运行与咨询；环境保护、循环经济以及节能减排技术领域内的技术咨询、技术服务、技术转让、技术开发等。
  - 2016 年 7 月 13 日举行的“2016 中欧城镇化伙伴关系务实合作项目签约仪式”上，公司与瑞曼迪斯签署了项目合作意向书。瑞曼迪斯集团拟于佛山中德服务区内设立瑞曼迪斯华南总部暨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。
  - 瑞曼迪斯是德国瑞曼迪斯集团的全资子公司，该集团是德国最大、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，拥有卓越的废弃物管理、循环经济、水、以及工业服务。公司携手瑞曼迪斯，通过引进先进的技术和管理经验，进一步完善固废处理业务链条并实现相关多元化扩张，推动资源及产业协同，有望提升公司在固废处理领域的核心竞争力。

图表17 2016 年 3 月德国瑞曼迪斯到公司实地考察



资料来源:公司官网、平安证券研究所

图表18 2016 年公司与瑞曼迪斯签署项目合作意向书



资料来源:公司官网、平安证券研究所

- **并购威辰黄石，领军区域市场，拓宽危废布局。**公司洞察全国危废处理行业的良好前景，将危废处理业务拓展至湖北黄石，领军区域市场。
  - 2016 年 8 月，瀚蓝固废以不超过 1.3 亿元的现金方式购买威辰环境 70% 股权，卡位黄石危废处置市场。威辰环境为凯程环保的全资子公司，收购后公司将承接凯程环保危废处理资质范围中的 22 万吨处理规模。威辰环境承诺 2017 年-2019 年扣非净利润分别为 2000 万元、3500 万元和 5000 万元。
  - 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以及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，是黄石市唯一的危废应急处置指定单位。2016 年 8 月，凯程环保经省环保厅核定的处理总规模为 32 万吨/年，已建成的综合处置利用一期工程处理能力达 17 万吨/年。

- 收购威辰环境有利于迅速扩大公司工业固废和危废处理的业务规模。项目位于湖北省黄石市，毗邻创冠黄石垃圾焚烧发电项目，可以实现资源互补，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。

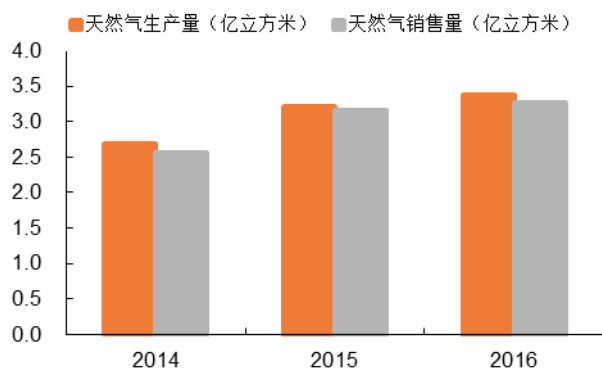
### 三、区域垄断传统公用事业，夯实业务发展后盾

#### 3.1 燃气业务：控股燃气发展，巩固区域优势

公司通过旗下子公司燃气发展对南海区进行燃气供应。燃气发展是佛山市南海区唯一一家管道燃气供应商，2016 年天然气销量达 3.27 亿立方，同比增长 3.66%。目前，公司燃气业务在南海区处于垄断地位。随着铝型材行业转换天然气工作的持续推进、江西与甘肃燃气项目的拓展，预计公司燃气业务将保持稳定增长。

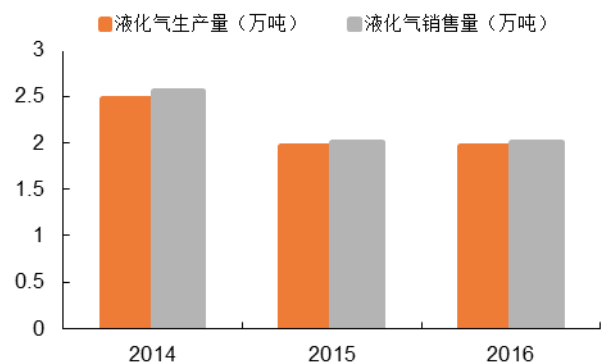
- **控股燃气发展，进军燃气领域。**公司通过多次收购与增资扩股累计取得燃气发展 70% 股权，获得优质燃气资产，做大做强公用事业。南海燃气发展势头强劲，2017 年收购瀚蓝能源后业务区域实现外拓。
  - 燃气发展成立于 1995 年，主营管道天然气与液化气石油气供应。经过 20 余年的发展，目前业务已覆盖南海全区，供气规模逐年攀升。截至 2016 年 12 月，燃气发展已累计铺设埋地燃气管网约 1300 公里，在用的管道气用户约 21 万户，瓶装气用户约 7.5 万户。
  - 2012 年 1 月，公司以 2.7 亿元受让 GOOD TRADE LIMITED（中港泰公司）25% 燃气发展公司股权，进军燃气领域。2012 年 6 月，公司以 2.21 亿现金对燃气发展增资扩股，持股比例上升至 40%。2014 年 1 月，公司以 8.34 元/股价格向南海城投发行 4597.77 万股股份，收购其持有的燃气发展 30% 股权。至此，公司持股比例达到 70%。公司计划 2017 年收购燃气有限持有的燃气发展剩余 30% 股权，以实现对燃气发展的全资控股。
  - 2017 年 1 月，燃气发展以现金 1.45 亿元收购江西瀚蓝能源 70% 股权，燃气业务区域外拓实现零的突破。瀚蓝能源拥有江西省樟树市 CNG 加气母站 1 座，获得樟树市 11 个镇街的燃气特许经营，已与中石油签订购销合同，能够直接与中石油樟树分输站对接，具有相对稳固的上游气源保障以及靠近气源分输站的地理便捷性，成本优势和价差优势明显。收购瀚蓝能源有利于公司进入下游城市燃气服务市场，预计每年实现净利润 2000 万元以上。

图表19 天然气销售量稳步增长



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表20 液化气销售收入相对较低



资料来源:公司公告、平安证券研究所

- **燃气销售价格与采购价格同步下调，净利稳增。**2016 年 1 月 1 日，佛山市执行新的管道天然气价格收费标准，管道天然气价格由 3.65 元/立方米下降到 3.40 元/立方米，公司 2016 年燃气业务收入同比下降 13.25%。由于燃气采购价格已于 2015 年 11 月 20 日下调，燃气业务净利润将保持稳定增长。
- **受益铝型材行业改革。**2016 年，佛山市政府开展铝型材行业深化整治工作，推进铝材企业改燃清洁能源，拟于 2017 年中期完成全市 157 家铝材企业的深化整治任务。2016 年，公司积极拓展铝型材企业天然气转换工作，超额完成业绩承诺。2017 年公司将持续受益铝型材行业改革。

图表21 佛山市居民管道天然气阶梯价格

分档	户年用量（立方米）	价格（元/立方米）
第一档	0-420（含）	3.40
第二档	420-600（含）	3.74
第三档	600 以上	4.76

资料来源:佛山发改局、平安证券研究所

### 3.2 供水业务：水价调整盈利增，整合市场扩产能

供水业务作为公司的三大传统业务之一，具有稳定的销售市场。2016 年公司自来水供应量为 4.35 亿吨，销售量为 4.06 亿吨。2016 年佛山市上调自来水价格，使公司自来水销售收入实现增长。同时，公司通过整合南海区域供水市场，巩固了在南海区自来水供应领域的领军地位。预计公司供水业务的发展稳中有增。

- **水价上调增厚利润。**2016 年 1 月，佛山市南海区执行新的水价标准，每立方米上调 0.05 元。2016 年公司售水均价较 2015 年增加约 0.27 元/m<sup>3</sup>，增幅约为 15%，全年实现供水业务收入 8.61 亿元，同比增长 23.03%。

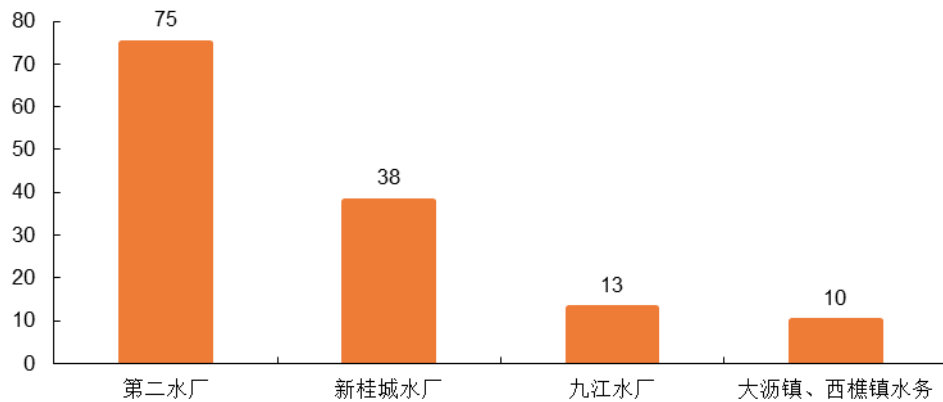
图表22 2016 佛山市南海区供水水价（单位：元/立方米）

用水类别	调整前	调整后
居民阶梯水价	第一级≤23m <sup>3</sup>	1.8
	23m <sup>3</sup> <第二级≤36m <sup>3</sup>	2.7
	第三级>36m <sup>3</sup>	5.4
非居民用水水价	2.4	2.45
特种用水水价	4.38	4.43
瀚蓝环境趸售镇级水价	1.522	1.572
瀚蓝环境趸售村（居）委水价	1.587	1.637

资料来源:佛山水务局、平安证券研究所

- **整合南海市场，改变销售模式。**公司通过其全资控股的南海第二水厂、新桂城水厂、控股 60% 的南海九江自来水厂运营供水业务。2015 年，公司整合了大沥镇、西樵镇的供水业务，全面完成对南海区各镇街自来水公司股权的收购。2016 年公司供水产能达到 136 万立方米/日。南海第二水厂四期工程于 2016 年启动，预计 2018 年 6 月投产，日供水量为 25 万吨。供水模式从原来的批发为主转变为零售到户。

图表23 瀚蓝环境子公司日供水量（单位：万吨）



资料来源:公司官网、平安证券研究所

- **增资民生工程，实现供水“双保险”。**2016年，公司向西江公司增资并参与佛山市政府高度重视的民生工程——佛山市第二水源项目。项目位于佛山市三水区，取水西江，是佛山市禅城、南海、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。增资西江后，公司将参与佛山市第二水源项目后续投资建设，包括扩大生产规模至40万吨/日、建成丹灶加压泵站35万吨/日、铺设输水管道约17公里。增资有利于优化公司在区域内的供水布局，实现西江资源共享，发挥互补作用，降低公司水厂扩建成本，提高供水业务长期盈利能力。

### 3.3 污水处理：实现厂网一体化，拓展业务新方向

公司污水处理业务集中在佛山市南海区。2016年受污水处理增值税政策影响，污水处理收入下降。公司通过新建污水处理厂、提标改造以及扩建现有污水处理厂提高产能。目前，公司日均污水处理规模达56万吨，在佛山市南海区具有相对垄断地位。

- **受增值税政策影响，公司2016年污水处理收入下滑。**2015年7月，污水处理增值税政策从原来的免征调整为即征即退70%。企业缴纳的增值税以及由增值税产生的相关地方附加税费叠加在一起会增加10%左右的经营成本，减少企业10%-20%的利润。受此影响，公司2016年污水处理收入暂时下滑。
- **实现厂网一体化，扩展业务规模。**2016年公司通过增资瀚泓公司，接收南海区污水收集管网的运营管理权。2016年下半年，西樵污水管网系统与桂城街道污水管网系统首批项目整体移交至公司下属的瀚泓污水处理系统有限公司。移交工作的顺利进行，使公司污水处理规模得到扩展，向南海区污水管网系统实现统一运营的目标又迈进一步。
- **完善系统提高效率，提标改造扩大产能。**公司旗下现有21个污水处理厂。针对污水处理厂多分散的特点，公司不断完善污水处理运营管理的大中控系统，提升管控效率。此外，公司自主开发集中远程控制技术，进行多厂集约式管理，实现污水处理厂中夜班无人值守，降低运营成本。2016年，公司启动平洲污水处理厂提标改造工作，由一级B改为一级A；对平洲污水处理厂现有16万吨/日污水处理设施进行升级扩建，新增6万吨/日产能。



图表24 污水厂处理分布图



资料来源:公司官网、平安证券研究所

➤ 工业废水处理成为业务拓展新方向。佛山市城镇生活污水处理已趋于饱和，但工业废水的处理率较低，提升空间较大。工业废水处理将成为公司新的业务拓展方向。

## 四、 盈利预测

### 4.1 盈利预测假设

预计 2017-2019 年，公司营收增长率分别为 10.5%、19.0%、13.7%，营业收入分别为 40.77、48.50、55.16 亿元，毛利率分别为 32.1%、32.2%、32.4%，公司各项业务增速及毛利率假设如表 25 所示：

图表25 盈利预测假设

业务	类别	2015	2016	2017E	2018E	2019E
固废	营业收入（亿元）	10.02	13.28	14.49	17.91	21.31
	营收增长率	165.08%	32.53%	20.43%	14.82%	10.21%
	毛利率	42.86%	39.86%	41.50%	41.75%	42.00%
燃气	营业收入（亿元）	13.41	11.63	14.92	18.35	21.10
	营收增长率	6.34%	-13.27%	15.00%	12.50%	10.00%
	毛利率	25.24%	27.62%	28.00%	27.50%	27.00%
供水	营业收入（亿元）	6.99	8.61	9.64	10.41	10.83

	营收增长率	28.73%	23.18%	12.00%	8.00%	4.00%
	毛利率	21.84%	24.08%	25.00%	25.00%	25.00%
污水	营业收入（亿元）	1.73	1.60	1.71	1.81	1.91
	营收增长率	-9.90%	-7.51%	7.00%	6.00%	5.00%
	毛利率	34.07%	28.47%	29.00%	28.00%	27.00%
合计	营业收入（亿元）	33.57	36.9	40.77	48.49	55.15
	营收增长率	37.86%	9.92%	10.48%	18.96%	13.74%
	毛利率	31.48%	32.39%	32.13%	32.25%	32.40%

资料来源:Wind、平安证券研究所

## 4.2 投资建议

根据上述假设,我们预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.78、0.97、1.13 元,同比分别增长 17.3%、24.1%、16.8%。考虑到公司传统业务稳健增长,可以给公司提供稳定现金流,固废业务发展势头良好,可以给公司提供业绩弹性,同时公司估值在行业中处于较低水平,基于此,首次覆盖给予公司“推荐”评级。

图表26 可比公司估值表

公司	代码	市值(亿元)	股价	EPS(元)			PE (倍)			PB
				2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	
启迪桑德	000826	304	35.62	1.35	1.65	2.09	26.36	21.62	17.08	4.11
伟明环保	603568	159	23.36	0.54	0.63	0.75	43.04	36.92	30.98	8.61
东江环保	002672	161	18.16	0.59	0.61	0.76	30.78	29.62	23.97	4.90
洪城水业	600461	62	7.84	0.39	0.46	0.53	20.23	17.16	14.67	2.02
平均估值		172					30.10	26.33	21.68	4.91
瀚蓝环境	600323	110	14.37	0.66	0.78	0.97	21.65	18.46	14.87	2.28
目标估值							20			
目标价格							18			

资料来源:Wind、平安证券研究所 说明: 启迪桑德、伟明环保 2016 年 EPS 为一致预测, 东江环保、洪城水业 2016 年 EPS 为业绩快报

## 五、风险提示

燃气销售价格下跌; 项目进度不及预期; 政策不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	1805	1718	2154	2218
现金	1169	1019	1338	1319
应收账款	262	271	286	294
其他应收款	57	68	81	89
预付账款	22	32	37	39
存货	223	258	339	407
其他流动资产	71	69	72	71
<b>非流动资产</b>	11468	12117	12733	13290
长期投资	161	244	326	409
固定资产	3425	3495	3594	3555
无形资产	6027	6735	7401	8026
其他非流动资产	1854	1643	1412	1301
<b>资产总计</b>	13273	13835	14887	15508
<b>流动负债</b>	3064	3607	4038	4140
短期借款	0	367	300	200
应付账款	1027	1101	1288	1375
其他流动负债	2037	2139	2450	2566
<b>非流动负债</b>	4669	4186	4108	3799
长期借款	3226	3085	2994	2678
其他非流动负债	1444	1101	1114	1120
<b>负债合计</b>	7733	7794	8146	7939
少数股东权益	715	774	848	933
股本	766	766	766	766
资本公积	1738	1738	1738	1738
留存收益	2283	2772	3376	4075
<b>归属母公司股东权益</b>	4824	5268	5893	6636
<b>负债和股东权益</b>	13273	13835	14887	15508

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	1179	1939	1902	1837
净利润	556	656	814	950
折旧摊销	569	512	572	630
财务费用	207	186	179	156
投资损失	-1	-2	-3	-2
营运资金变动	-173	579	331	93
其他经营现金流	22	9	9	10
<b>投资活动现金流</b>	-656	-1164	-1184	-1185
资本支出	818	960	522	468
长期投资	-162	-82	-2	-82
其他投资现金流	0	-286	-665	-799
<b>筹资活动现金流</b>	-732	-1292	-32	-672
短期借款	-165	0	300	-100
长期借款	68	-141	-91	-316
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-7	0	0	0
其他筹资现金流	-628	-1151	-241	-256
<b>现金净增加额</b>	-209	-517	686	-19

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	3690	4077	4850	5516
营业成本	2495	2767	3286	3729
营业税金及附加	38	51	63	74
营业费用	71	73	78	80
管理费用	265	289	339	403
财务费用	207	186	179	156
资产减值损失	6	3	3	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	2	3	2
<b>营业利润</b>	609	709	904	1072
营业外收入	142	165	180	195
营业外支出	3	3	5	5
<b>利润总额</b>	749	868	1079	1262
所得税	192	213	265	312
<b>净利润</b>	556	656	814	950
少数股东损益	48	59	73	85
<b>归属母公司净利润</b>	509	597	740	864
EBITDA	1493	1467	1739	1969
EPS (元)	0.66	0.78	0.97	1.13

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	9.9	10.5	19.0	13.7
营业利润(%)	22.5	16.3	27.6	18.6
归属于母公司净利润(%)	26.2	17.3	24.1	16.8
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	32.4	32.1	32.2	32.4
净利率(%)	13.8	14.6	15.3	15.7
ROE(%)	10.0	10.9	12.1	12.6
ROIC(%)	6.7	7.1	8.3	9.2
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	58.3	56.3	54.7	51.2
净负债比率(%)	53.5	47.5	36.3	27.4
流动比率	0.6	0.5	0.5	0.5
速动比率	0.5	0.4	0.4	0.4
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	14.6	15.3	17.4	19.0
应付账款周转率	2.4	2.6	2.8	2.8
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.66	0.78	0.97	1.13
每股经营现金流(最新摊薄)	1.98	2.53	2.48	2.40
每股净资产(最新摊薄)	6.30	6.87	7.69	8.66
<b>估值比率</b>				
P/E	21.65	18.46	14.87	12.74
P/B	2.28	2.09	1.87	1.66
EV/EBITDA	10.7	10.6	8.8	7.6

# 平安证券综合研究所投资评级：

## 股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）  
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）  
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）  
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

## 行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）  
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）  
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

## 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

# 中国平安 PINGAN

## 平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：（0755）82449257

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：（021）33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033