

瀚蓝环境 (600323)

证券研究报告

2018年07月28日

国投电力战略入股，“瀚蓝模式”再度起航

垃圾焚烧行业仍大有可为，未来三年行业增速有望达 20%以上。经历了“十二五”期间的爆发式增长和行业内公司的“跑马圈地”，中国的垃圾焚烧行业仍大有可为。我们预计未来 3-5 年我们城市垃圾清运量将保持 5%左右的增长，到 2020 年将达到 2.48 亿吨。“十三五”规划 2020 年我国垃圾焚烧处理率要达到 50%水平，“十三五”期间城镇生活垃圾无害化处理设施建设总投资约 2518.4 亿元，无害化处理设施建设投资 1699.3 亿元。我们预计未来三年行业增速仍有望达 20%以上。

公司优质运营资产提供充裕现金流，支持固废板块扩张。公司固废业务营收增长迅速，从 2012 年的 2.29 亿元快速增长到 2016 年的 14.21 亿元。公司目前已经投运垃圾焚烧产能 11300 吨/日，在建和筹建产能 13000 吨/日。公司所拥有供水、污水、燃气运营资产在南海区处于垄断地位，为公司的业务拓展提供稳定的现金流。公司还携手德国最大、欧洲领先的德国瑞曼迪斯集团建设第一个危废项目-佛山绿色工业服务中心。此项目总计产能 9.3 万吨，精准对接佛山市需求，有助于解决佛山市危废处置产能不足问题。

国投电力战略入股，双方优势互补有望推动“瀚蓝模式”加速复制。国投电力签署通过协议转让的方式受让公司股份总数的 8.615%，成为公司战略投资股东。我们预计与国投电力的合作将大大促进公司“瀚蓝模式”的复制速度，国投集团与各地地方政府长久的紧密合作关系，将有利于项目落地率得到提高，而项目的融资也有望通过央企背书而吸引到其他国有背景战略投资者。在财务融资方面，国投集团及国投电力有助于帮助瀚蓝降低运营项目的债务融资成本，进一步提升项目的盈利能力。

盈利预测与投资建议：

中国的环保产业中“央企背景+类民企机制”是目前行业内最为有效的组合。垃圾焚烧行业度过了野蛮生长的快速增长长期后，行业将进入平稳发展+优质公司份额提升的新阶段。公司坐拥大量优质运营资产，引入央企资本作为长期战投，“瀚蓝模式”将再度起航。

预计公司 2018-2020 营业收入为 48.60、53.36 和 61.45 亿元，对应的归母净利润 7.79、8.97、10.70 亿元，18-20 年 EPS 分别为 1.02、1.17 和 1.40 元/股，对应动态 PE 为 16 倍、14 倍、12 倍。给予“买入”评级，目标价 21.5 元/股。

风险提示：项目进度不达预期，补贴电价政策执行力度不达预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,690.34	4,202.08	4,860.13	5,335.93	6,144.86
增长率(%)	9.93	13.87	15.66	9.79	15.16
EBITDA(百万元)	1,369.55	1,484.13	1,732.93	1,882.48	2,098.68
净利润(百万元)	508.57	652.24	778.64	897.41	1,070.08
增长率(%)	26.23	28.25	19.38	15.25	19.24
EPS(元/股)	0.66	0.85	1.02	1.17	1.40
市盈率(P/E)	24.06	18.76	15.72	13.64	11.44
市净率(P/B)	2.54	2.30	2.08	1.87	1.67
市销率(P/S)	3.32	2.91	2.52	2.29	1.99
EV/EBITDA	10.52	10.75	8.77	7.09	5.93

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业 公用事业/环保工程及服务

6 个月评级 买入（维持评级）

当前价格 15.85 元

目标价格 21.5 元

基本数据

A 股总股本(百万股) 766.26

流通 A 股股本(百万股) 766.26

A 股总市值(百万元) 12,145.28

流通 A 股市值(百万元) 12,145.28

每股净资产(元) 7.07

资产负债率(%) 57.68

一年内最高/最低(元) 17.00/12.56

作者

钟帅 分析师

SAC 执业证书编号：S1110517040004

zhongshuai@tfzq.com

孙春旭 分析师

SAC 执业证书编号：S1110518040002

sunchunxu@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《瀚蓝环境-季报点评:一季报业绩超预期，发行 10 亿可转债促项目快速落地》 2018-04-27
- 2 《瀚蓝环境-公司点评:国投电力成为公司战略投资者，与央企携手发展固废业务》 2018-04-19
- 3 《瀚蓝环境-半年报点评:瀚蓝模式再复制，进军流域治理领域》 2017-08-18



内容目录

1. 垃圾焚烧行业：产能缺口仍然很大，仍有巨大市场空间	1
1.1. 我国现状：17 年发展最快，低价竞争得到缓解	1
1.2. 行业认识误区：成长期已过	1
1.3. 竞争格局：目前相对分散，预计未来龙头市占率将逐步提升	1
1.4. 未来发展新趋势：原址上的新拓建项目涌出	1
1.5. 垃圾分类的推广有助于垃圾焚烧发电行业发展	1
2. 优质运营资产提供充裕现金流，支持固废板块扩张	1
2.1. 固废板块：收购创冠进入第一梯队，南海产业园模式获复制	1
2.2. 公用事业板块提供良好现金流	1
3. 国投电力成为公司战略投资者，未来前景值得期待	1
3.1. 创冠环保（香港）减持靴子落地，重振市场信心	1
3.2. 国投电力实力雄厚，两者协同效应凸显	2
4. 盈利预测与投资建议	2

1. 垃圾焚烧行业：产能缺口仍然很大，仍有巨大市场空间

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。

1.1. 我国现状：17 年发展最快，低价竞争得到缓解

垃圾焚烧发电从国外发达国家开始发展至今已有大约 70 年的历史，从处理技术、工艺、设备到渗沥液、烟气、灰、渣等的治理水平，都已经实现了可控在控的基本目标。垃圾焚烧发电为“无害化、减量化、资源化”的处理目标提供了一种切实有效的、可持续发展的解决方案。我们国家正是基于该领域方案和技术的成熟性与可靠性，从新世纪以来到现在，连续 18 年不断出台相关的政策，甚至从发电补贴、税收优惠等方面提倡和鼓励“生活垃圾焚烧发电”。

在国家政策的大力支持下，我国垃圾焚烧行业获得高速发展。我国自 1988 年在深圳建成第一座生活垃圾焚烧厂，至今已有超过 300 家的垃圾焚烧设施投入运行。从我国历年统计年鉴可知，我国垃圾焚烧厂数量由 2006 年的 69 座快速增加到了 2016 年的 249 座，垃圾焚烧处理能力也由 2006 年的 4 万吨/日提升到了 2016 年的 25.59 万吨/日。单厂处理能力由 2006 年的 580 吨/日提升到了 2016 年的 1028 吨/日，单厂处理规模越来越大。

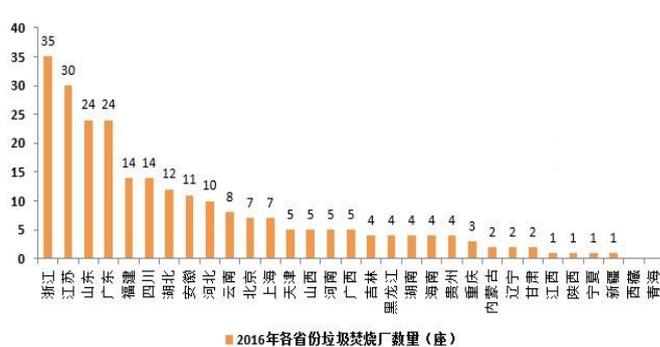
据中国环境网数据，截至 2017 年年底内地建成并投入运行的生活垃圾焚烧发电厂约 **303 座、总处理能力为 30.4 万吨/日**，总装机约为 6280MW。从我国历年统计年鉴可知，2017 年新投入运行的生活垃圾焚烧厂超过 50 座，而这一数字在 2013 到 2016 分别是 28 座、22 座、32 座和 29 座，**2017 年无疑是历年来建成投入运行生活垃圾焚烧发电厂最多的一年。**

图 1：历年来垃圾焚烧厂数量



资料来源：中国统计年鉴，天风证券研究所

图 2：2016 年各省垃圾焚烧厂数量



资料来源：中国统计年鉴，天风证券研究所

在 2016 年垃圾焚烧厂的分省统计中，我国东部沿海发达区域的浙江、江苏、山东和广东四省的垃圾焚烧厂最多，共计 113 座，占全国比重达到 45%。其中浙江数量最多，多达 35 座。与之对比的是我国东北地区和中西部地区的垃圾焚烧厂偏少，江西、陕西、宁夏和新疆仅有一座，青海西藏的数量为零。

随着垃圾焚烧行业的快速发展，愈加激烈的竞争以及行业特性（排他性：20-30 年的特许经营期）导致了行业出现了低价竞争的问题。从 2015 年 6 月新泰垃圾焚烧发电项目报出 48 元/吨开始，其后垃圾焚烧领域中标价格持续下降。8 月安徽蚌埠生活垃圾焚烧发电项目 26.8 元/吨，10 月江苏高邮生活垃圾焚烧发电项目 26.5 元/吨，12 月浙江绍兴项目以 18 元/吨的报价再度刷新行业底线。仅仅数月时间，中标最低价从 48 元/吨骤降至 18 元/吨，降幅达 62%，最低中标价呈现“断崖式”跌落。

对垃圾焚烧发电行业来说，低价竞争可谓百害而无一利。低价竞争造成项目质量参差不齐、行业利润空间大幅下降、业内企业生存困难；而在低价的行业氛围中，置身事外的企业则极易导致无项目可拿，提前出局。

在 2016 年 10 月，由住建部、发改委、国土资源部、环保部联合发布的《关于进一步加强城市生活垃圾焚烧处理工作的意见》中，首次以明文方式对低价竞标现象提出指导性意见。《意见》指出：项目建设各方要**正确处理质量与进度、成本之间的关系**，合理控制项目成本和建设周期，实现专业化管理，文明施工。严禁通过降低工程和采购设备质量、缩短工期、以次充好、偷工减料等恶意降低建设成本。这一政策也得到了行业领军企业的支持，一些条款对于一批重质量的垃圾焚烧投资运营企业来说是有利的。目前在政策的指导和环保督查加严的情况下，低价竞争的情况已经得到缓解

1.2. 行业认识误区：成长期已过

垃圾焚烧发电行业经历了“十二五”期间的高速发展和行业内公司的“跑马圈地”，行业内有人认为垃圾焚烧项目已经基本瓜分，行业目前已处于成熟期顶端并开始向衰退期发展。而我们认为这是一个误区，行业依然处于高速成长，目前的产能缺口依然很大。

首先，随着我国城市化率和人民生活水平的提升，我国城市垃圾清运量是稳定增长的。根据住建部数据，我国城市垃圾清运量在 2014-2016 年分别增长 3.61%、7.18%和 6.37%，我们预计未来 3-5 年我们城市垃圾清运量将保持 5%左右的增长，到 2020 年将达到 2.48 亿吨。

其次，虽然我国垃圾焚烧处理率提高迅速，但跟规划仍有较大差距。我国的垃圾焚烧行业在“十二五”经历了快速增长，垃圾焚烧处理率从 2011 年的 18%迅速提升到了 2016 年的 38%。2016 年末城市生活垃圾无害化处理量 2 亿吨，其中生活垃圾焚烧无害化处理量为 0.75 亿吨。《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》提出，“十三五”期间，全国规划新增生活垃圾无害化处理能力 50.97 万吨/日（包含“十二五”续建 12.9 万吨/日），其中垃圾焚烧处理设施规模 2020 年要达到 59.14 万吨/日。2017 年的总处理能力达到 30.4 万吨/日，要完成 2020 年的目标，**2018-2020 三年的行业复合增长率要达到 24.83%**。根据行业历年增速及现有公司在建及筹建规模，我们预计 2018-2020 年行业增速分别是 20%、22%和 23%。

图 3：我国历年垃圾焚烧处理规模增速

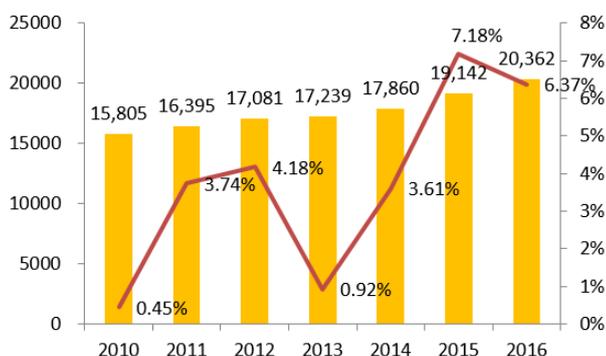


资料来源：统计年鉴，天风证券研究所

我国“十三五”规划中指出，设市城市的生活垃圾焚烧处理能力占无害化处理总能力的比例要达到 50%，东部地区达到 60%。“十三五”期间全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设总投资约 2518.4 亿元。其中，无害化处理设施建设投资 1699.3 亿元，收运转运体系建设投资 257.8 亿元，餐厨垃圾专项工程投资 183.5 亿元，存量整治工程投资 241.4 亿元，垃圾分类示范工程投资 94.1 亿元，监管体系建设投资 42.3 亿元。

预计 2020 年我国城市垃圾清运量将达到 2.48 亿吨，焚烧无害化处理量将达到 1.24 亿吨，“十三五”期间焚烧无害化处理量的复合增长率将达到 13.39%，垃圾焚烧行业仍有巨大市场空间。

图 4：全国城市垃圾清运量（万吨）



资料来源：住建部，天风证券研究所

图 5：我国垃圾焚烧处理率提高迅速



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

最后，我们通过生态环境部网站中的 2016 年到 2017 年的中央环保督察对全国 31 省区的督察反馈中发现，垃圾焚烧产能的缺口确实存在且巨大。在 31 个省区中，其中有 9 个省区被督察到有生活垃圾无害化能力不足的问题。例如：浙江省督察时发现全省“十二五”规划项目中仍有 21 座生活垃圾处理设施未建成投运，全省生活垃圾处理能力缺口约 8000 吨/日；山东省全省生活垃圾处理能力缺口超过 1.5 万吨/日，80 个生活垃圾填埋场中，有 48 个超负荷运行；海南省琼海市每天产生 500 吨生活垃圾，现行垃圾焚烧厂实际处理量约 200 吨/日，大量垃圾堆积。

此次中央环保督察处罚力度之大前所未有，在第一批问责中已经有 130 余名厅级干部被处罚。各省市在督察反馈一个月之内出台整治方案，我们认为垃圾焚烧产能不足的省区将在近 1-2 年加速对垃圾焚烧行业的投入，垃圾焚烧市场将加速释放。

表 1: 各省区生活垃圾问题总结

省份	督察时间	问题描述	产能缺口(万吨/日)
黑龙江	2016 年 7-8 月	1.截至 2015 年底,哈尔滨市仍有 4 个县(市)垃圾无害化处理项目未建成投运,每天 1200 多吨生活垃圾不能得到有效处理。2.黑龙江省生活垃圾无害化处理率较低,目前,全省仍有临时性垃圾堆放场所 280 余处,累计堆存垃圾 9300 多万吨,严重污染周边环境。3.鹤岗市每天产生 1000 多吨生活垃圾全部填埋在城市周边废矿坑、采砂坑中,群众反映强烈。	
上海	2016 年 11-12 月	生活垃圾应于 2015 年全部实现无害化处理,处理能力达到 3.34 万吨/日,但上海市截至督察时实际处理能力仅为 2.4 万吨/日。	0.96
北京	2016 年 11-12 月	在用 21 家生活垃圾处理设施中有 11 家超负荷运行	
广东	2016 年 11-12 月	潮州市垃圾焚烧发电厂、潮安区生活垃圾焚烧发电厂和饶平县大湖山生活垃圾填埋场建设严重滞后。	
天津	2017 年 4-5 月	1.规划要求应于 2015 年前建成投运的 13 座生活垃圾处理厂,实际仅建成投运 5 座。2. 2016 年全市垃圾无害化处理率仅为 52.3%,静海、宁河两区垃圾无害化处理基本空白。	
安徽	2017 年 4-5 月	宿州、亳州生活垃圾处置能力严重不足,宿州市灵璧县生活垃圾仍堆存于无污染治理设施的简易垃圾填埋场,群众反映强烈。	
浙江	2017 年 4-5 月	截至督察时,全省“十二五”规划项目中仍有 21 座生活垃圾处理设施未建成投运,全省生活垃圾处理能力缺口约 8000 吨/日	0.8
山东	2017 年 4-5 月	全省生活垃圾处理能力缺口超过 1.5 万吨/日,80 个生活垃圾填埋场中,有 48 个超负荷运行;37 个生活垃圾焚烧厂中,有 10 个超负荷运行	1.5
海南	2017 年 4-5 月	琼海市每天产生 500 吨生活垃圾,现行垃圾焚烧厂实际处理量约 200 吨/日,大量垃圾堆积在山坳空地,环境污染和隐患突出。	

资料来源:环境生态部,天风证券研究所

综上,我们认为垃圾焚烧行业在未来 3-5 年依然处于高速成长期。目前,垃圾焚烧行业是环保产业中商业模式最清晰的子行业,垃圾焚烧运营公司和政府签订 BOT、BOO 和 PPP 协议,负责项目的投资、建设、运营,最后收入主要来源于政府垃圾处置费的补贴和上网电费。从收入端来看,垃圾焚烧运营不仅从政府处获取补贴,还可以通过销售电力获得收入,盈利保障力度较大。

1.3. 竞争格局: 目前相对分散, 预计未来龙头市占率将逐步提升

目前垃圾焚烧行业主要的参与者包括国企和民企, 主要有:

- 1) 国企: 光大国际、康恒环境、中国环境保护集团、北京控股、启迪桑德、深圳能源、绿色动力环保、上海环境、瀚蓝环境、首创环境等;
- 2) 民企: 锦江环境、重庆三峰、盛运环保、浙江旺能、粤丰环保、中国天楹、圣元环保、伟明环保、盈峰环境等;

大部分垃圾焚烧公司在促进在手项目逐步落地的同时, 进行产业链横向和纵向延伸, 目标打造固废城市综合服务商。

- 1) 横向产业链延伸: 绿色动力环保积极扩充其他固废领域处理能力, 包括生活垃圾、医疗垃圾、工业危废等领域, 瀚蓝积极拓展餐厨垃圾、危险废弃物、医疗废弃物等固废领域;
- 2) 纵向产业链延伸: 启迪桑德目前正在积极拓展其环卫云战略, 三网融合(环卫+再生资源+垃圾分类)为核心, 衍生出五位一体业务——社区服务+生活垃圾分类+环卫作业+再生资源回收+供应链物流服务; 中国天楹以垃圾焚烧起家, 目前正在向上游的分类、收运、中转和综合环卫方向发展, 并在逐步打造智能环卫+再生资源平台;

- 3) 多板块业务协同发展: 比如污水+固废、燃气+固废等, 如: 光大国际、北京控股等。

行业竞争格局较为集中，但相比美国还有很大提升空间。由于越来越多的资本加入到垃圾焚烧发电市场，供需结构发生变化，行业竞争激烈。根据北极星环保网数据，2016 年底我国已投运垃圾焚烧产能市场占有率统计看，截至 2016 年底，前三名分别为锦江环境、康恒环境、光大国际，市场占有率分别为 11.2%、10.6%和 9.1%。和美国 CVA（美国垃圾焚烧龙头企业）67%的市占率相比仍有较大提升空间。

1.4. 未来发展新趋势：原址上的新拓建项目涌出

垃圾焚烧行业发展的一个重要瓶颈是“邻避效应”导致的选址问题。据北极星环保网统计，仅 2016 年一季度全国各地就有 50 多个垃圾焚烧项目拟建和在建，但许多项目信息一公开，便遭到群众的集体抵制。据中国社会科学院的统计显示，2016 年上半年，规模较大的环保类群体性事件至少有 52 起，其中千人以上规模的就有 12 起。事件诉因中，涉垃圾类的有 19 起，涉工业污染的 19 起，涉变电站的 6 起，涉污水处理的 1 起。因而，在焚烧技术非常成熟的今天，如何规避垃圾焚烧厂建设中邻避效应，与市民达成共识以及形成良好的交流，仍然是非常重要的课题。

很多垃圾焚烧项目因为当地居民的反对而被迫另选新址，从而导致项目的进度大大拖延。2016 年发生的仙桃“6·25”事件，便是一起典型的因“邻避效应”引发的社会事件，该事件导致正在建设的仙桃垃圾焚烧发电厂停工，一度成为舆论焦点。事件发生后，当地政府部门做了大量的沟通工作，2017 年 5 月 3 日，在群众支持率高达 99%的情况下，仙桃垃圾焚烧发电项目作为该市“一号工程”，在原址重新启动建设。2018 年 4 月 15 日，项目投产试运行。

随着城市规模的扩大和人民生活水平的提高，城市垃圾产生量也逐步提升，很多城市的垃圾焚烧厂已经不能满足目前的产能要求。另外，为了避免“邻避效应”，城市管理者倾向于在原址上修建新的垃圾焚烧项目，也就是改拓建项目或二期项目，这也是垃圾焚烧行业的一个新趋势。

我们统计了几家主要业务为垃圾焚烧发电的上市公司，其中改扩建项目占比较大，其中中国天楹、首创环境和伟明环保的均超过 20%，分别是 21.92%、25.34%和 35.45%。瀚蓝环境的改扩建项目占比为 12.82%，

因此，先进入者在此类项目竞标中具有天然的优势，类似瀚蓝环境这种有很多前期项目的公司将受益。例如根据瀚蓝环境的公司公告，佛山南海项目一二期项目的处理量为 3000 吨/日。而佛山近几年的垃圾清运量增速快，从前两年的 3000 吨/日左右增加到了 4000 吨/日左右，现有的一二期项目已经不能满足，因此南海生活垃圾焚烧发电厂提标扩能工程（1500 吨/日）提上日程并由瀚蓝环境成功拿到此项目。

表 1：主要垃圾焚烧发电上市公司改拓建项目产能占比

公司	改拓建项目	改拓建产能	占总产能比重
瀚蓝环境	南海生活垃圾焚烧发电厂提标扩能工程（1500 吨/日）、创冠晋江提标改建项目（500 吨/日）、创冠安溪改扩建项目（750 吨/日）、创冠廊坊改扩建项目（500 吨/日）	2750 吨/日	12.82%
伟明环保	昆山项目二期（1050 吨/日）、永强项目二期（1200 吨/日）、瑞安项目二期（1000 吨/日）、玉环项目二期（500 吨/日）、临江项目二期（1200 吨/日）	4950 吨/日	35.45%
首创环境	惠州市区垃圾焚烧发电项目（1600 吨/日）、河南省南阳市淅川、西峡、内乡三县生活垃圾焚烧发电项目二期（500 吨/日）	2100 吨/日	25.34%
锦江环境	银川市生活垃圾资源化及焚烧发电二期机组扩建项目（1000 吨/日）、诸暨八方电厂（400 吨/日）、天津电厂（500 吨/日）、连云港电厂（700 吨/日）、芜湖电厂（1000 吨/日）	3600 吨/日	12.73%
中国天楹	启东市生活垃圾焚烧发电项目扩建工程（600 吨/日）、山东滨州垃圾焚烧发电 BOT 二期项目（400 吨/日）、福建连江垃圾焚烧发电 BOT 二期项目（500 吨/日）、启东垃圾焚烧发电项目三期工程（1200 吨/日）、太和县垃圾焚烧发电 BOT 项目二期（300 吨/日）、深圳平湖（二期）垃圾焚烧发电项目（1000 吨/日）	4000 吨/日	21.92%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.5. 垃圾分类的推广有助于垃圾焚烧发电行业发展

在 20 世纪 90 年代初期，我国便提倡垃圾分类，并在 2000 年首次在大城市开展垃圾分类尝试，北京、上海、南京、杭州、桂林、广州、深圳、厦门（8 个城市）入选第一批垃圾分类试点城市，但垃圾分类处理成效却预期不足。

垃圾分类在我国虽起步早，但起点低、发展缓慢，发展至今仍与发达国家有较大差距。我国垃圾分类工作的主要难点在于：第一规划设计不够完善；第二分类处置设施落地难；第三法制保障不够刚性。

目前我国对垃圾分类的重视程度空前，2017 年 3 月 18 日，国务院办公厅关于转发《国家发展改革委、住房城乡建设部生活垃圾分类制度实施方案》，要求：2020 年底前，在 46 个重点城市的城区范围内先行实施生活垃圾分类强制分类。自此，中国拉开垃圾分类“二次革命”序幕。2017 年 6 月 12 日，国家机关事务管理局等五部门下发《关于推进党政机关等公共机构生活垃圾分类工作的通知》；2017 年 9 月 27 日，国家卫生计生委等八部门下发《关于在医疗机构推进生活垃圾分类管理的通知》；2017 年 12 月 20 日，住房城乡建设部下发《关于加快推进部分重点城市生活垃圾分类工作的通知》。截至 5 月，46 座试点城市中，除西藏日喀则外，其他 45 个城市均已先后出台垃圾分类实施意见或实施方案，并且有 35 个城市启动了垃圾分类立法工作，其中 11 个城市已完成垃圾分类地方立法。在强制垃圾分类的要求下，引入第三方实行市场化模式运作，无疑成为推进垃圾分类的普遍共识。

图 6：2018 年垃圾分类项目

2018年1-4月份垃圾分类项目统计（金额：万元）					
时间	项目名称	中标企业	区域	中标金额	服务年限
1.2	四川省邛崃市城市管理局生活垃圾分类收集服务外包项目	成都市绿色地球环保科技有限公司	西南	1894	3年
1.2	北京市朝阳区城市管理委员会垃圾分类示范片区项目（第4包）	北京天一绿洲环保科技有限公司	华北	530	/
1.4	河南省郑州市金水区生活垃圾分类项目一标段	浙江联运环境工程股份有限公司	华中	355	/
1.4	河南省郑州市金水区生活垃圾分类项目二标段	中国天楹股份有限公司	华中	243	/
1.8	浙江省台州市黄岩区玫瑰湾小区智能垃圾分类系统及服务采购项目	浙江联运环境工程股份有限公司	华东	30	/
1.15	北京市东城区东花市街道2018年垃圾分类服务项目	北京天龙天洁再生资源回收利用有限公司	华北	410	/
1.18	河南省郑州市惠济区市政管理中心生活垃圾分类试点项目一标段	浙江联运环境工程股份有限公司	华中	45	2个月
1.18	河南省郑州市惠济区市政管理中心生活垃圾分类试点项目二标段	上海莱泰生物科技有限公司	华中	30	2个月
1.23	江苏南京市鼓楼区33个小区垃圾分类市场化服务外包项目标段一	中国天楹股份有限公司	华东	130	1年
2.6	浙江省永康市农村生活垃圾分类回收集中处置体系建设省试点（运维）项目	浙江省再生资源集团有限公司	华东	2246	5年
2.7	河南郑州市中原区试点社区垃圾分类项目一标段	上海莱泰生物科技有限公司	华中	69	1年
2.7	河南郑州市中原区试点社区垃圾分类项目二标段	江苏衣衣不舍再生资源回收有限公司	华中	104	1年
2.7	河南郑州市中原区试点社区垃圾分类项目三标段	河南百川环境科技有限公司	华中	132	1年
2.7	河南郑州市中原区试点社区垃圾分类项目四标段	浙江联运环境工程股份有限公司	华中	23	1年
2.7	河南郑州市中原区试点社区垃圾分类项目五标段	江西合力泰科技有限公司	华中	51	1年
2.8	北京市丰台区2018年垃圾分类小区日常运行管理项目	北环旗下北京微环境管理有限公司	华北	1999	1年
2.27	北京市朝阳区2018年度香河园街道垃圾分类二次分拣项目	北京天一绿洲环保科技有限公司	华北	86	/
3.2	江苏省高邮市垃圾分类示范小区试点项目	中国天楹股份有限公司	华东	321	3年
3.17	江西省宜春市垃圾分类运营服务采购项目	侨银环保科技股份有限公司	华中	5882	3年
3.20	河南省郑州市郑东新区生活垃圾分类试点项目一标段	河南百川环境科技有限公司	华中	719	3年
3.20	河南省郑州市郑东新区生活垃圾分类试点项目二标段	中国天楹股份有限公司	华中	1088	3年
3.20	河南省郑州市郑东新区生活垃圾分类试点项目三标段	上海莱泰生物科技有限公司	华中	946	3年
3.23	江苏省扬州市垃圾分类收集试点项目	中国天楹股份有限公司	华东	89.8万元/年	/
4.2	北京市西城区2018年陶然亭街道垃圾分类全覆盖项目	北京必发世纪科技发展有限公司	华北	364	/
4.4	山东烟台市福山区环境卫生管理处生活垃圾三化四分服务项目	浙江联运环境工程股份有限公司	华东	195	/
4.4	浙江省嘉善县环境卫生管理处垃圾分类项目一标段	中国天楹股份有限公司	华东	3450	3年
4.4	浙江省嘉善县环境卫生管理处垃圾分类项目二标段	浙江联运环境工程股份有限公司	华东	4270	3年
4.4	浙江省嘉善县环境卫生管理处垃圾分类项目三标段	浙江裕峰环境服务股份有限公司	华东	1363	3年
4.8	北京市朝阳区2018年小关街道垃圾分类日常运行服务项目	绿景盛世（北京）环境技术服务有限公司	华北	71	1年
4.10	北京市朝阳区八里庄街道办事处2018年垃圾分类项目	北京森庆伟业物业管理有限公司	华北	53	1年
4.11	青海西宁2018年城西区垃圾分类处理项目	西宁邦辰商贸有限公司	西北	197	1年

资料来源：E20，天风证券研究所

据中国固废网不完全统计，2018年1月-4月中标的垃圾分类项目/标段（不包含“环卫服

务+垃圾分类”项目)有31个,中标金额达2.73亿。在所有披露了中标金额信息的垃圾分类项目中,有近7成的项目中标金额在500万元以下,另外大多数其他垃圾分类项目的服务期限大都在3年及以下。造成垃圾分类项目服务期限普遍较短的主要原因是,垃圾分类的全面实施尚属于试验阶段,全国范围内尚无绝对完善、可复制的运营模式。在这个“按效付费”的年代,签订短期合同,期间进行考核,运营效果好再进行续约的形式更符合政府主管部门的需求。

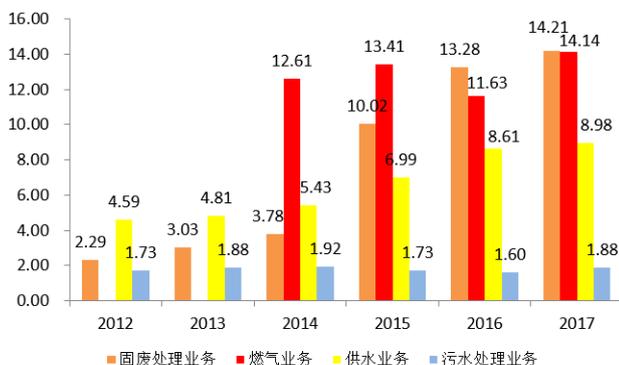
我们认为垃圾分类的推广将显著提高垃圾焚烧发电的发电效率,因为生活垃圾中有两类垃圾导致热值降低:含水率高的湿垃圾、部分不可燃物质(例如砖石垃圾)。垃圾分类将解决垃圾热值低的问题,提高发电效率,提高垃圾焚烧发电行业的收益率。同时,垃圾分类后再焚烧可以减少废气、废液、废渣的排放,降低垃圾焚烧的环保投入。

2. 优质运营资产提供充裕现金流, 支持固废板块扩张

瀚蓝环境股份有限公司(原名:南海发展股份有限公司,2013年底改用现名)是一家专注于环境服务产业的上市公司,业务领域涵盖四大板块:**自来水生产与供应、污水处理、固废处理、燃气供应**。公司秉持“地球公民 自然与善”的核心价值观,“城市好管家、行业好典范、社区好邻居”的社会责任理念,致力为各大城市提供生态环境服务与解决方案,共建人与自然和谐生活。

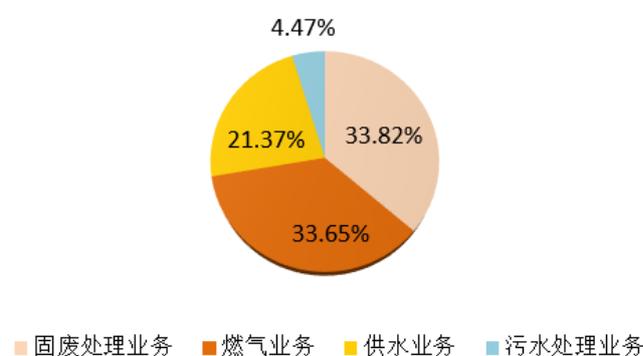
公司固废业务营收增长迅速,从2012年的2.29亿元快速增长到2016年的14.21亿元。2017年固废、燃气、供水和污水处理板块的营收分别占总营收的33.82%、33.65%、21.37%和4.47%,固废业务营收已经超越燃气业务成为公司的第一大营收贡献业务。

图7: 公司2012-2017年各主营业务收入情况(单位:亿元)



资料来源:wind, 天风证券研究所

图8: 公司2017年各主营业务占比情况



资料来源:wind, 天风证券研究所

2.1. 固废板块: 收购创冠进入第一梯队, 南海产业园模式获复制

目前公司固废板块主要由两家全资子公司组成,一是佛山市南海瀚蓝固废处理投资有限公司,二是创冠环保(中国)有限公司。并且公司已经开始在危废领域的拓张,公司与德国最大、全球领先的环境服务企业之一德国瑞曼迪斯合作的实体项目佛山绿色工业服务中心工程(南海),已取得广东省环保厅环评批复,预计收集处理危险废物总规模为9.3万吨/年。

2.1.1. 收购创冠中国, 由佛山走向全国

2014 年 12 月 19 日，公司完成对创冠环保（中国）有限公司 100% 股权的收购，创冠中国 100% 股权的交易价格为 18.5 亿元，瀚蓝环境以现金方式向创冠环保（香港）支付 11 亿元对价，以发行股份方式支付 7.5 亿元对价。

创冠中国是国内固废处理行业的龙头企业之一，2014 年底拥有福建、湖北、河北、辽宁等地共 10 个垃圾焚烧发电厂项目，总规模 1.14 万吨/日，包含 7 个已建成项目和 3 个在建项目。收购创冠中国后，瀚蓝环境的垃圾处理总规模从只有 3000 吨/日产能达到近 1.5 万吨/日。从佛山市的南海区走向全国，跻身国内固废处理行业第一阵营。

创冠环保（中国）有限公司成立于 2004 年，总部设于中国厦门，当前主要通过 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。凭借良好的运营表现，公司荣获多项国家级荣誉和资质：2005 年，晋江一期项目获中国建设部“中国人居环境范例奖”；2011 年，公司取得环保部“生活垃圾处理设施甲级运营资质”，并成为中国环保产业协会和中国城市环境卫生协会常务理事单位；2013 年，公司获评中国环保产业骨干企业；惠安、黄石、福清、廊坊项目还曾先后获评国家住建部“市政公用科技示范工程”。

创冠中国的目标是最终成长为**三、四线城市中型垃圾焚烧企业的标杆**。同时，利用垃圾焚烧领域的规模优势，公司将结合污泥处理、餐厨垃圾处理等业务，推广系统化的固废综合处理解决方案，努力在各地建立固废综合处理产业园区。

表 3：创冠中国固废项目汇总

项目地点	项目名称	签订时间	特许经营期	处理能力 (吨/日)	处置单价 (元/吨)	目前状态
福建晋江	晋江市垃圾焚烧发电综合处理厂（一期）	2003.12	正式投产后 30 年	600	72.83	投运
	晋江市垃圾焚烧发电综合处理厂（二期）	2007.9	2035 年 12 月 31 日	1200	72.83	投运
	晋江提标改建项目			500		规划
湖北黄石	黄石市生活垃圾焚烧发电厂项目（一期）	2009.5	正式特许经营权协议签订之日至移交日前一日间的 27 年	800	前 10 年 49、后续 60	投运
	黄石市生活垃圾焚烧发电厂项目（二期）	2009.5		400		2017 年 5 月投运
福建南平市建阳区	南平市“三线一中心”生活垃圾焚烧发电厂 BOT 项目	2009.8	含建设期 30 年	600	60	投运
福建福清	福清市生活垃圾焚烧发电厂项目（一期）	2009.9	自 BOT 协议生效之日起 27 年	600	61.5	投运
	福清市生活垃圾焚烧发电厂项目（二期）	2009.9		300	61.5	投运
河北廊坊	廊坊市生活垃圾焚烧发电项目一期	2009.12		1000	60	投运
	廊坊改扩建项目			500		在建，预计 18 年年底投产
福建惠安	惠安县生活垃圾焚烧发电厂特许经营项目	2009.2	自 2009 年 2 月 20 日起至 2036 年 2 月 19 日止	1200	69.79	投运
福建安溪	安溪县生活垃圾焚烧发电厂 BOT 特许经营项目	2009.8	自 2009 年 8 月 28 日起至 2039 年 8 月 27 日止	600	73	投运

安溪改扩建项目				750		
湖北孝感	孝感市生活垃圾焚烧发电厂 BOT			1500	55	选址已定，预计 2020 年投产规划
	项目一期	2010.4	建设期开始之日至移交日前一日的 27 年			
	孝感市生活垃圾焚烧发电厂 BOT			750	55	
	项目二期					
辽宁大连	大连金州新区生活垃圾焚烧处理项目	2012.7	含建设期 27 年	1000	78	17 年 9 月投运
贵州贵阳	贵阳生活垃圾焚烧发电 BOT 特许经营项目	2013.5	自取得环评批复之日起 30 年	2000	65	选址阶段
总计				14300		

资料来源：公司公告，天风证券研究所

目前创冠中国垃圾焚烧总规模为 14300 吨/日，已经运营的项目有福建晋江、惠安、安溪、福清、建阳，湖北黄石，河北廊坊、辽宁大连，处理规模为 8300 吨/日。在建项目有廊坊改扩建项目（500 吨/日）、孝感项目一期（1500 吨/日）选址已定。筹建项目有创冠晋江提标改建项目（500 吨/日）、创冠安溪改扩建项目（750 吨/日）、贵阳项目（2000 吨/日）。

盈利预测：创冠中国在 2016-2017 年实现营收分别为 5.60 亿和 5.89 亿，净利润分别为 1.33 亿和 1.30 亿。

2018 年预计新增营收 9200 万元：大连项目（1000 吨/日）贡献全年营收约为 7600 万元，黄石二期（400 吨/日）贡献半年营收约为 1600 万元。

2019 年预计新增营收 8100 万元：廊坊改扩建项目（500 吨/日）贡献全年营收约为 3500 万元。预计创冠安溪改扩建项目（750 吨/日）将于 19 年中投运，贡献半年营收 3000 万元。黄石二期贡献半年营收约 1600 万元。

2020 年预计新增营收 1.78 亿元：孝感项目一期（1500 吨/日）贡献全年营收约为 11000 万元。创冠晋江提标改建项目（500 吨/日）贡献全年利润约 3700 万。创冠安溪改扩建项目贡献半年营收 3000 万。

因此预计创冠中国 2018-2020 年的营收分别为 6.81 亿、7.62 亿和 9.40 亿元，对应的净利润为 1.55 亿、1.75 亿和 2.16 亿元。

表 4：创冠中国盈利预测

项目（亿元）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5.60	5.89	6.81	7.62	9.40
净利润	1.33	1.30	1.55	1.75	2.16

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.1.2. 瀚蓝模式享誉全国，复制之路踏上征程

“瀚蓝模式”的主要载体是南海固废处理环保产业园，该产业园由瀚蓝环境的子公司佛山市南海绿电再生能源有限公司运营。“瀚蓝模式”指生活垃圾、餐厨垃圾、污泥等废物通过有机协同的处理，实现土地资源节约、社会综合成本最小化的城市固废处理模式。产业园以垃圾焚烧发电为能源核心，嫁接污泥处理、餐厨垃圾处理，还在园区内实现了污水处理的综合利用，污水处理也可以做到“零排放”，作为发电循环冷却水来使用。

污泥干化环节是把垃圾焚烧电厂做过功的蒸汽抽出来作为干化热源，对污泥进行干化后再投入焚烧炉与垃圾掺烧；餐厨垃圾在厌氧发酵后，产生的沼气可发电上网，剩下的沼渣也投入焚烧炉焚烧，共用了焚烧设施、污水处理设施等等。产业园的前端，配套了垃圾转运系统，由餐厨垃圾中分离出来的油所提炼的生物柴油，供给垃圾转运车作为能源来使用；固废处理的产业园模式，实现了资源综合利用，体现了循环经济的理念。

图 9：南海固废产业园



资料来源：公司官网，天风证券研究所

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。

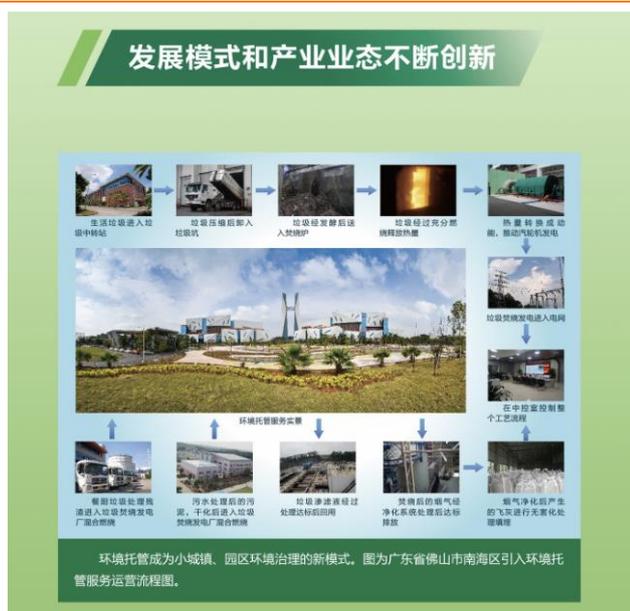
2017 年 9 月 25 日，南海区固废处理治理模式的成果展示和大量图片，入选砥砺奋进的五年”大型成就展“绿水青山就是金山银山，迈入社会主义生态文明新阶段”篇章，并在“绿色产业不断发展壮大”环节，作为政府环境托管服务典型案例，进行了重点展示。

这是全国近 3000 个县级行政区划单位中的唯一同类项目展示案例，体现了南海区政府环境治理的前瞻性和领先性，以及对其他城市的借鉴意义。据悉，本次入围展示，是由国家住建部推荐。南海区固废处理产业园项目是唯一一个获国家住建部推荐的固废处理环保产业园项目。

4 月 13 日，在国家住建部委托中国城市环境卫生协会组织的“2017 年城市生活垃圾处理设施无害化等级评定”工作中，瀚蓝南海固废处理环保产业园内的焚烧发电一厂改扩建项目获评最高等级，被授予“AAA 级生活垃圾焚烧厂”称号。这是公司继 2013 年南海垃圾焚烧发电二厂被评为国家 AAA 级生活垃圾焚烧厂后，获得的又一殊荣。中国城市环境卫生协会 2017 年对全国已建成的 350 家生活垃圾焚烧厂进行考察，只有 20 家获评国家 AAA 级，代表全国生活垃圾处理设施无害化最高等级。目前，瀚蓝南海固废处理环保产业园，实现了在同一园区内，同时运营管理两座国家 AAA 级无害化焚烧发电厂的项目。

图 10：南海固废产业园入选“砥砺前行的五年”大型成就展

图 11：南海垃圾焚烧发电一厂获奖



资料来源：中宣部，天风证券研究所



资料来源：公司官网，天风证券研究所

瀚蓝模式复制开启。2017年4月，继去年把“瀚蓝模式”成功复制到广东顺德后，公司成功中标广东省开平市固废综合处理中心一期一阶段 PPP 项目，实现“瀚蓝模式”的再次复制，体现了瀚蓝环境固废处理环保产业园的优势和市场认可。该项目包括开平市第一座生活垃圾焚烧发电厂、渗滤液处理中心、填埋场和配套工程，以及湿地生态公园的建设、维护与管理。开平市固废综合处理中心的落地，将成为我司在粤西南地区的示范项目，对周边地区具有示范效应及品牌辐射作用，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。

表 5：瀚蓝固废项目汇总

项目地点	项目名称	签订时间	特许经营期	处理能力（吨/日）	处置单价（元/吨）	目前状态
广东佛山	南海垃圾焚烧发电一厂改扩建项目	2011.7	30年（自正式运营之日起算）	1500、污泥450吨/日、餐厨300吨/日	95	投运
	南海垃圾焚烧发电二厂	2006.7	30年（自正式运营之日起算）	1500	95	投运
	南海垃圾焚烧发电三厂	2017.1	30年（自正式运营之日起算）	1500	129.86	筹建中
福建漳州	漳州南部生活垃圾焚烧发电厂特许经营项目（占股70%）	2016.2	30年（含2年建设期）	1000、污泥200吨/日	85	筹建中
广东开平	开平市固废综合处理中心一期一阶段 PPP 特许经营项目	2017.5	28年（自合同生效日起）	900	85	筹建中
广东饶平	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工程 PPP 项目	2017.10	25年（自合同生效日起）	600	99	筹建中
广东顺德	顺德区固废处理项目（占股34%）	2016.9		3000、污泥处理700吨/日	-	建设中
黑龙江哈尔滨	哈尔滨餐厨项目（占股70%）	2016.1	20年（不含建设期）	餐厨300吨/日		预计2018年6月投产

黑龙江牡丹江餐厨项目（占股 90%）	2016.1	20 年（不含建设期）	餐厨 1000 吨/日	建设中
黑龙江大庆餐厨项目（占股 90%）	2016.1	20 年（不含建设期）	150 吨/日+粪便 50 吨/日	建设中
总计			10000	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

瀚蓝固废目前已经投产 3000 吨/日，在建和筹建的为 7000 吨/日。瀚蓝环境目前拥有 5 个餐厨垃圾处理项目，总处理规模达 1350 吨/日。瀚蓝环境目前拥有 3 个污泥处理项目，总处理规模达 1350 吨/日。

盈利预测：

2018 年预计新增营收 2400 万元：新增桂城 10 个转运站（约 900 吨/日）的收入约为 2400 万。

2019 年预计新增营收 1.45 亿元：预计顺德项目（3000 吨/日，公司占股 34%）2018 年底投产，贡献全年营收约为 8000 万元。预计哈尔滨餐厨项目（300 吨/日）预计 2019 年初投产，贡献全年营收约为 3000 万元。预计福建漳州项目（1000 吨/日，公司占股 70%）2019 年中投产，贡献半年营收约 3000 万元。预计牡丹江餐厨项目（100 吨/日）于年中投运，贡献半年营收约为 500 万。

2020 年预计新增营收 2.35 亿：预计南海垃圾焚烧发电厂三厂（1500 吨/日）于 2020 年投产，贡献半年营收约为 14000 万元。预计开平市项目（900 吨/日）于 2020 年中投产，贡献半年营收约为 3000 万。预计饶平项目（600 吨/日）于 2020 年中投产，贡献半年营收约为 3000 万。福建漳州与牡丹江餐厨项目新增半年营收 3500 万元。

2.1.3. 强强联合，进军危废领域

佛山市危废处置产能缺口大，公司产能精准对接需求。2016 年佛山市一共产生工业危险废物 5.8 万吨，其中排名前 5 位从大到小的危险废物主要类别依次为：废酸（HW34）、表面处理废物（HW17）、其他废物（HW49）、有机树脂类废物（HW13）、废有机溶剂与含有机溶剂废物（HW06），其产生量合计 43197.19 吨，占全市危险废物总类别产生量的比例为 74.4%。

表 6：2016 年度产生量前 5 位的工业危险废物

危险废物名称	危险废物类别	产生量（吨）
废酸	HW34	17227.13
表面处理废物	HW17	11471.69
其他废物	HW49	6045.93
有机树脂类废物	HW13	4284.88
废有机溶剂与含有机溶剂废物	HW06	4167.56
合计		43197.19

资料来源：佛山环保局，天风证券研究所

我们统计了佛山市工业危废持证单位的危废处置规模，一共 7 家单位合计产能为 15.804 万吨，虽然远超过了佛山市的产废量。但是持证单位能处理的危废种类与产废种类不对应，例如废酸（HW34）只有佛山市高明科朗环保科技有限公司可以处理，且只能处理废酸中的碳素钢酸洗废液。其他主要几种危险废物中的 HW17、HW49、HW13、HW06 均无公司可以处理或者只能处理少数几种。

表 7：2016 年佛山市工业危险废物持证单位名单

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	贮存、利用废有机溶剂与含有机溶剂废物(HW06 类中的 900-401-06、 900-402-06、900-403-06 和 900-404-06) 780 吨/年；收集废日光灯管、废干 电池	1340
5	佛山市高明科朗环保 科技有限公司	碳素纲酸洗废液（HW34 中 323-001-34、HW17 中 346-064-17）	18000
6	佛山市顺德区昌力清 污服务有限公司	收集、贮存、处理船舶、港口产生的废矿物油 HW08 共 10000 吨/年	10000
7	佛山市富龙环保科技 有限公司	收集、贮存和利用废矿物油（HW08 类中的 900-199-08，900-211-08， 900-212-08，900-214-08，900-216-08，900-217-08，900-218-08， 900-219-08，900-220-08，900-222-08，900-249-08）15000 吨/年、废弃印 刷电路板（不带电子元器件，HW49 类中的 900-045-49）3000 吨/年；收集、 贮存和处置油/水、烃/水混合物或乳化液（HW09 类中的 900-006-09 和 900-007-09）1500 吨/年；收集、贮存和清洗废物包装桶（HW49 类中的 900-041-49）200 吨/年，共 19700 吨/年	19700
总计			15.804 万吨

资料来源：佛山环保局，天风证券研究所

公司的佛山绿色工业服务中心工程（南海）为危险废物处理处置项目。项目选址位于佛山市南海区狮山镇狮山林场大榄分场，占地面积为 43500m²。项目拟收集处理危险废物总规模为 9.3 万 t/a，包括焚烧处理 3 万 t/a、物化处理 3.3 万 t/a、重金属污泥干化 3 万 t/a。项目**焚烧处置危险废物种类 19 类、物化处理危险废物种类 5 类和重金属污泥干化处理种类 5 类**，均包含佛山市主要产生的危废种类。

佛山绿色工业服务中心工程由瀚蓝环境携手德国最大、欧洲领先的德国瑞曼迪斯集团合作投资建设及运营，是大中华区首家中德合资危废项目。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。根据时代周报介绍，德国瑞曼迪斯集团是德国最大、全球排名前五的废物回收再利用公司，业务遍及全球 34 个国家和地区。在危险废弃物处理、处置领域拥有世界领先的技术和管理经验。目前此项目已取得广东省环保厅环评批复。

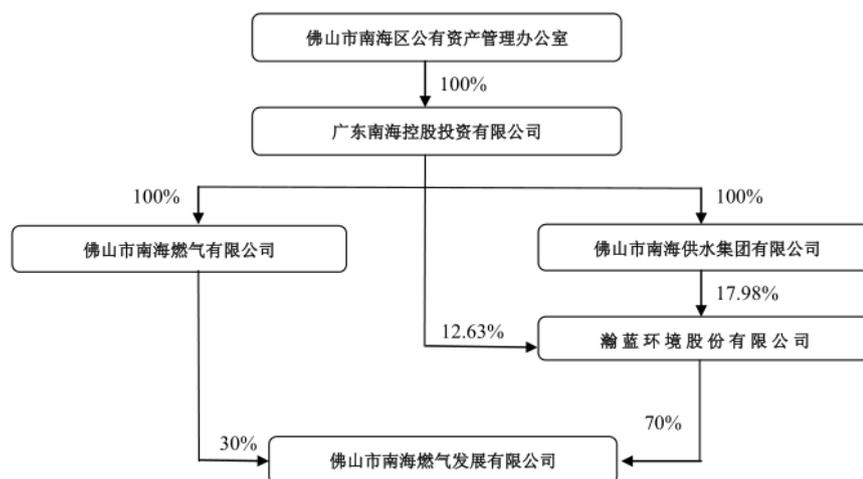
2.2. 公用事业板块提供良好现金流

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，我们把这三个板块归为公司的公用事业板块。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一定发展空间。

2.2.1. 燃气业务：本地行业改造带来增量，异地拓展开始

2017年12月20日，公司与燃气有限签署了《股权转让合同》，以挂牌拍卖底价43,771.76万元竞得燃气发展30%股权。公司原已持有燃气发展70%的股权，本次收购完成后，燃气发展将成为公司全资子公司，有利于进一步增强公司对燃气发展的控制能力，增加公司的盈利能力，对公司业绩产生积极影响。

图 12：燃气发展原股权及控制关系



资料来源：公司公告，天风证券研究所

燃气发展设立于1995年2月，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。目前公司业务覆盖整个南海区域，整体供气规模不断攀升。现拥有液化石油气储配站2个，其中南海气库储配能力为1250立方米，丹灶气站储备能力为300立方米；设计能力1000吨级码头1个，天然气调压计量站4个，储量为900立方的LNG综合储配站1个，储量为200立方的LNG气化站1个。截止至2017年12月，已累计铺设埋地燃气管网约1420公里，在用的管道气用户约26万户（其中工商业用户1040户）。

2016年4月，佛山市政府发布了《佛山市2016年大气污染防治行动方案的通知》，要求2016年11月30日前完成全市80%的铝型材企业完成厂内主要燃用设备的清洁能源替代工作，反射炉、搓灰机、棒炉、时效炉、固化炉、烘干炉等设备必须以电、天然气、液化石油气等清洁能源为燃料。2017年6月30日前，**全市全部铝型材企业完成厂内主要燃用设备的清洁能源替代工作。**

本地铝型材行业的改造为公司燃气板块带来增量空间，2017年天然气销售量为4.18亿立方米，比2016年增加9088万立方米，同比大增27.8%；液化气销售2.47亿吨，同比大增22.89%。而2016年天然气和液化气销量同比只增长了3.66%和0.50%。

盈利预测：燃气发展2015-2017年的营业收入分别为13.69亿、12.13亿和14.79亿元，对应的净利润分别为1.70亿、1.72亿和1.38亿。2017年净利润出现较大幅度下滑，毛利率率下降6.57个百分点，主要是本期天然气和液化气购销差价同比减少、去年同期退税冲减了成本、新增溢价收购瀚蓝能源经营权摊销等。

2018年一季报中提到燃气业务销量增长及购销差价上升，我们预测全年燃气业务的毛利率将出现小幅度回升。并且燃气公司“涉铝”二期的配套燃气工程正在进行，我们预计2018年还将有4000-5000万立方米的增量空间。

此外，2016年底燃气业务对外拓展实现零的突破，公司1.45亿元收购江西瀚蓝能源有限

公司 70% 股权。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，并获得了樟树市 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。目前樟树项目的用户燃气工程项目进入施工设计阶段。

我们预计公司的燃气业务 2018-2020 年的营收分别为 16.39 亿、19.59 亿和 20.18 亿元，对应的净利润为 1.93 亿、2.41 亿和 2.49 亿元。

表 8：燃气发展盈利预测

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
天然气销量（亿立方米）	3.27	4.18	4.68	5.68	5.86
液化气（万吨）	2.01	2.47	2.5	2.5	2.5
营收（亿元）	12.12	14.79	16.39	19.59	20.18
净利润（亿元）	1.72	1.38	1.93	2.41	2.49

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2.2. 供水与污水处理业务：已进入成熟期

供水业务：包括取水、制水、输水和终端客户服务全产业链。公司依据佛山市的供水规划和南海区的供水规划，在佛山市南海区当地建设自来水厂及铺设自来水管并提供相应供水服务。公司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 年公司通过增资方式获得大沥水务、樵南水务等两家公司 60% 股权，供水能力达到 136 万立方米/日，供水范围覆盖广东省佛山市南海区所有区域。

2017 年供水业务主营收入 8.98 亿，同比增加 4.33%，主要是售水量同比增加；毛利率同比上升 4.77 个百分点，一是在收入保持平稳增长的同时，电费、修理费等变动成本有所下降；二是平均水损下降 2.94 个百分点。

第二水厂四期的 25 万立方米/日产能将于 2018 年 8 月投产，由于 2017 年的供水产能利用率为 88.43%，因此我们认为第二水厂四期的 25 万立方米/日的产能将缓慢释放。2018 年一季度自来水供应量为 9657 万吨，同比增加 8.75%，均价为 2.16 元/吨，去年同期为 2.11 元/吨。

盈利预测：预计供水业务的销售量每年保持 5% 左右的增长，2018-2020 年的营业收入分别是 9.69 亿、10.28 亿和 10.89 亿元。

表 9：供水业务盈利预测

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
供水产能（万立方米/日）	136	136	161	161	161
产能利用率	87.65%	88.43%	76%	81%	86%
销售量（万吨）	40570	42429	44550	46777	49117
营收（亿元）	8.61	8.98	9.69	10.28	10.89

资料来源：公司公告，天风证券研究所

污水处理业务：公司拥有污水处理服务全产业链，包括生活污水处理和工业污水处理，拥有污水处理管网维护、泵站管理、污水处理厂运营管理、河涌治理的污水处理服务全产业链。

污水处理业务采用特许经营的模式，通过与当地政府或市政管理部门签订 BOT 或 TOT 或 PPP 特许经营协议，在特许经营的范围内提供相应服务。公司目前拥有约 20 个污水处理项目的特许经营权，全部在南海区，2017 年污水处理产能为 58.3 万吨/日，产能利用率为 74.51%。

污水处理业务 2017 年营收为 1.88 亿，同比增加 17.85%，主要是污水管网运营收入增加所致；毛利率上升 8.8 个百分点，主要是电费、修理费等同比减少较多及新增污水管网运营

收入。

新增看点：污水处理业务目前在建产能为大沥工业废水处理厂（2万吨/日），预计2018年下半年投产。

预计南海区16家污水处理厂（大约46万吨/日）提标改造项目将于2018年下半年完成，提标改造后，我们预计污水处理单价将提升0.5元/吨，因此48万吨的提标改造产能将在18年下半年投运，新增半年营收为4100万左右。

另外污水管网运营收入将每年新增约5000万左右，按照目前进度18年将新增1333万收入。

盈利预测：预计污水处理板块2018-2020年的营收分别为2.10亿、2.61亿和2.65亿元。

表 10：污水处理业务盈利预测

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
产能（万立方米/日）	56.3	58.3	60.3	60.3	60.3
产能利用率	76.72%	74.51%	76%	77%	78%
处理均价（元/吨）	0.79	0.79	0.95	1.18	1.20
营收（亿元）	1.60	1.88	2.10	2.61	2.65

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 国投电力成为公司战略投资者，未来前景值得期待

4月18日，公司公告持股5%以上的股东创冠环保（香港）于2018年4月18日与国投电力签署《股份转让协议》，通过协议转让的方式转让其持有的公司无限售条件流通股股份66,014,523股，占公司股份总数的8.615%。标的股份转让价格为13.47元/股，转让价款共计88,921.56万元。本次协议转让交易过户后，创冠环保（香港）减持计划将全部实施完毕，持股数量为0，国投电力持股数量为66,014,523股，占公司股份总数的8.615%。

3.1. 创冠环保（香港）减持靴子落地，重振市场信心

公司于2014年12月收购创冠中国100%股权，交易价格为185,000万元。公司以现金方式向创冠环保（香港）支付110,000万元对价，以发行股份方式支付75,000万元对价，创冠环保（香港）持有公司股票9101.94万股，锁定期为36个月，于2017年12月25日解禁。

2018年1月17日披露的减持计划中，创冠环保（香港）自2018年1月23日至7月22日计划合计减持数量不超过76,014,523股，不超过公司总股本的9.92%。减持计划披露后，创冠环保（香港）通过大宗交易和集合竞价，已累计减持公司股份1000万股。市场一直担忧创冠环保（香港）的减持计划对股价造成影响，此次创冠环保（香港）将所持有股份转让给国投电力，减持靴子落地，消除了市场担忧。

图 13：创冠环保（香港）前6个月减持上市公司股票情况

减持方式	减持时间	减持区间（元）	减持股数
大宗交易	2017/12/26	13.98-14.03	5,004,894
大宗交易	2018/01/16	13.8-14.42	10,000,000
集中竞价	2018/02/08	13.22-13.41	766,2600
大宗交易	2018/02/08	12.08	320,386
大宗交易	2018/03/26	12.91	2,017,014
--	--	合计	25,004894

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 国投电力实力雄厚，两者协同效应凸显

国投电力的大股东国家开发投资集团有限公司，是中央企业中唯一的投资控股公司，是首批国有资本投资公司改革试点单位，同时也是中国投资协会国有投资公司专业委员会的会长单位，与全国的省一级国有投资公司建立了紧密的合作关系。国家开发投资公司投资涉及电力、交通、矿业、金融、健康等领域，致力于发展国家重点的基础产业，前瞻性战略性产业，金融及服务业和国际业务。国投电力系国内大水电装机排名第三的上市公司，总装机排名第五。

表 11：主要电力上市公司装机容量分布（截止到 2017 年底，单位：万千瓦）

公司名称	火电	水电	风电	光伏	共计
华能国际	9860	35	458	79	10432
国电电力	3160	1375	565	21	5120
华电国际	4343	575			4933
大唐发电	3651	895	219	38	4803
国投电力	1375.6	1672	98.6	15.8	3162
浙能电力	2696	/	0	/	2696
粤电力 A	1830	27	212	/	2069
京能电力	1046	/	/	/	1046
长江电力	0	4554	0	0	4554
华能水电	0	1810	14	10	1833
桂冠电力	133	926	28		1087
黔源电力	0	323	0	0	323
甘肃电投		176	82	9	267
韶能股份	24	67	0	0	91
川投能源	11	75	0	0	86

资料来源：公司公告，天风证券研究所

国投电力一直以来以传统发电业务为核心，但近年来公司的火电业务受煤价高企和市场因素影响盈利下滑，全国的电力生产过剩造成了行业规模增速进一步放缓，同时水电板块储备中的资源稳步开发，现有机组盈利能力强劲，现金流良好，为了持续优化资产结构提升公司盈利及抗风险能力，公司有较强的投资需求，未来发展需要拓展新的领域。

此次收购是国投电力第一次涉足固废处理业务，具有重要的业务拓展意义。瀚蓝环境在固废领域深耕多年，积累了丰富的行业投资运营经验，在目前国内固废行业大发展的时期，也有望通过复制自身的成功模式，使企业进一步发展壮大。在过去的几年里，公司发展动力很足但受制于自身为地方区一级国资委控股企业，在全国范围内开展业务能力稍弱，特别是在与地方政府沟通和财务融资方面，缺乏较为明显的竞争优势。此次国投电力入股瀚蓝环境，是两家联手在全国固废领域推进的开端，国投的央企背景及资源，将为瀚蓝的业务拓展带来更多机遇，同时有望降低项目的融资成本，显著提升项目运营水平。国投电力与瀚蓝环境的携手共进，将两家企业积累的社会资源、行业资源和管理经验进行互补并协同调动起来，在城市环保方面有所作为，使两家企业共同发展实现双赢。

依托国企资源，“瀚蓝模式”复制将加速。依托国企资源，“瀚蓝模式”复制将加速。“瀚蓝模式”的代表南海固废处理环保产业园包括垃圾焚烧发电厂、渗滤液处理厂、污水处理厂、污泥干化厂、餐厨垃圾处理厂及外围垃圾中转站共同组成，包含了完整产业链，循环利用处理固废资源。“瀚蓝模式”得到了各级政府及业内的高度认可，目前在广东省内得到已有两个项目落地，得到初步复制。

我们预计与国投电力的合作将大大促进公司“瀚蓝模式”的复制速度，国投集团与各地地方政府长久的紧密合作关系，将有利于项目落地率提高，而项目的融资也有望通过央企背书而吸引到其他国有背景战略投资者。在财务融资方面，国投集团及国投电力的信用等级都是 AAA，有助于帮助瀚蓝降低运营项目的债务融资成本，进一步提升项目的盈利能力。

4. 盈利预测与投资建议

中国的环保产业中“央企背景+类民企机制”是目前行业内最为有效的组合。垃圾焚烧行业度过了野蛮生长的快速增长期后，行业将进入平稳发展+优质公司股份提升的新阶段。瀚蓝环境坐拥大量优质运营资产，引入央企资本作为长期战投，有望在垃圾焚烧行业的这个新阶段取得跨越式发展。

对于公用事业板块（燃气、供水、污水），我们给予 18 年 20 倍 PE，对应 63 亿市值；对于固废板块，我们给予 18 年 25 倍 PE，对应 102 亿市值。因此 18 年合理估值为 165 亿，目前市值 122 亿，因此还有 35% 的空间，目标价为 21.5 元/股。

表 12：可比公司对比

公司	可比业务	市值（亿）	PE		
			2018E	2019E	2020E
伟明环保	固废	169	27	22	18
中国天楹	固废	63	21	16	12
启迪桑德	固废	254	16	13	10
新天然气	公用事业	55	18	14	11
佛燃股份	公用事业	123	29	24	21

资料来源：wind，天风证券研究所

通过对公司各板块进行盈利预测，预计公司 2018-2020 营业收入为 48.60、53.36 和 61.45 亿元，对应的归母净利 7.79、8.97、10.70 亿元，18-20 年 EPS 分别为 1.02、1.17 和 1.40 元/股，对应动态 PE 为 16 倍、14 倍、12 倍。给予“买入”评级。

表 13：公司盈利预测

业务板块	项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
固废业务	营收（亿元）	13.28	14.21	15.37	17.63	24.56
	毛利率	40%	40%	42%	45%	45%
燃气业务	营收（亿元）	12.12	14.79	16.39	19.59	20.18
	毛利率	28%	21%	23%	24%	24%
供水业务	营收（亿元）	8.61	8.98	9.69	10.28	10.89
	毛利率	24%	29%	25%	25%	25%
污水处理业务	营收（亿元）	1.6	1.88	2.1	2.61	2.65
	毛利率	28%	37%	39%	42%	42%
其他业务	营收（亿元）	1.79	2.81	4.72	3.02	2.95
	毛利率	51%	47%	45%	45%	45%
总营收（亿元）		36.91	42.02	48.60	53.36	61.45

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,169.32	1,294.61	2,846.26	4,582.48	5,721.34	营业收入	3,690.34	4,202.08	4,860.13	5,335.93	6,144.86
应收账款	319.18	435.42	914.61	444.66	579.48	营业成本	2,495.21	2,873.16	3,314.61	3,575.08	4,117.06
预付账款	22.35	66.56	43.93	70.03	61.93	营业税金及附加	38.17	43.02	43.74	48.02	57.84
存货	222.95	184.38	245.55	250.65	290.85	营业费用	71.38	69.73	80.19	88.04	102.00
其他	71.24	120.89	90.42	94.18	101.83	管理费用	265.06	293.55	330.49	341.50	393.27
流动资产合计	1,805.05	2,101.86	4,140.77	5,442.00	6,755.43	财务费用	206.52	179.01	203.00	211.00	182.00
长期股权投资	161.45	375.69	375.69	375.69	375.69	资产减值损失	5.90	36.55	6.00	6.00	4.00
固定资产	3,424.53	3,434.21	3,852.02	4,052.61	4,133.58	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	1,256.05	1,449.49	929.69	635.82	465.49	投资净收益	1.34	9.26	100.00	28.00	25.00
无形资产	6,027.48	6,209.48	6,013.87	5,810.11	5,626.57	其他	(2.68)	(164.02)	(200.00)	(56.00)	(50.00)
其他	598.12	541.96	538.86	531.76	508.19	营业利润	609.44	861.82	982.10	1,094.29	1,313.69
非流动资产合计	11,467.62	12,010.82	11,710.13	11,405.99	11,109.52	营业外收入	142.26	43.98	55.00	85.00	91.00
资产总计	13,272.67	14,112.69	15,850.90	16,847.99	17,864.95	营业外支出	3.12	6.21	2.00	3.78	3.00
短期借款	0.00	45.00	70.00	90.00	110.00	利润总额	748.57	899.59	1,035.10	1,175.51	1,401.69
应付账款	1,661.51	1,663.35	2,111.62	2,486.79	2,429.45	所得税	192.46	202.26	232.38	259.79	309.77
其他	1,402.40	1,255.92	1,487.69	1,419.05	1,481.52	净利润	556.12	697.33	802.72	915.73	1,091.92
流动负债合计	3,063.90	2,964.27	3,669.30	3,995.85	4,020.97	少数股东损益	47.55	45.09	24.08	18.31	21.84
长期借款	2,232.32	2,664.92	3,545.00	3,234.00	3,455.00	归属于母公司净利润	508.57	652.24	778.64	897.41	1,070.08
应付债券	993.24	994.56	662.60	883.47	846.88	每股收益(元)	0.66	0.85	1.02	1.17	1.40
其他	1,443.69	1,391.02	1,300.61	1,378.44	1,356.69						
非流动负债合计	4,669.25	5,050.50	5,508.22	5,495.91	5,658.57						
负债合计	7,733.15	8,014.77	9,177.52	9,491.76	9,679.54	主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	715.27	773.24	797.32	815.63	837.47	成长能力					
股本	766.26	766.26	766.26	766.26	766.26	营业收入	9.93%	13.87%	15.66%	9.79%	15.16%
资本公积	1,738.14	1,738.14	1,738.14	1,738.14	1,738.14	营业利润	22.46%	41.41%	13.96%	11.42%	20.05%
留存收益	4,020.74	4,519.72	5,109.80	5,774.34	6,581.67	归属于母公司净利润	26.23%	28.25%	19.38%	15.25%	19.24%
其他	(1,700.90)	(1,699.45)	(1,738.14)	(1,738.14)	(1,738.14)	获利能力					
股东权益合计	5,539.52	6,097.92	6,673.38	7,356.24	8,185.41	毛利率	32.39%	31.63%	31.80%	33.00%	33.00%
负债和股东权益总计	13,272.67	14,112.69	15,850.90	16,847.99	17,864.95	净利率	13.78%	15.52%	16.02%	16.82%	17.41%
						ROE	10.54%	12.25%	13.25%	13.72%	14.56%
						ROIC	7.77%	9.80%	10.15%	11.51%	15.24%
						偿债能力					
						资产负债率	58.26%	56.79%	57.90%	56.34%	54.18%
						净负债率	28.57%	39.89%	33.67%	15.07%	-2.09%
						流动比率	0.59	0.71	1.13	1.36	1.68
						速动比率	0.52	0.65	1.06	1.30	1.61
						营运能力					
						应收账款周转率	12.35	11.14	7.20	7.85	12.00
						存货周转率	20.41	20.63	22.61	21.51	22.70
						总资产周转率	0.29	0.31	0.32	0.33	0.35
						每股指标(元)					
						每股收益	0.66	0.85	1.02	1.17	1.40
						每股经营现金流	1.54	1.97	1.80	3.36	2.21
						每股净资产	6.30	6.95	7.67	8.54	9.59
						估值比率					
						市盈率	24.06	18.76	15.72	13.64	11.44
						市净率	2.54	2.30	2.08	1.87	1.67
						EV/EBITDA	10.52	10.75	8.77	7.09	5.93
						EV/EBIT	17.66	17.82	12.82	10.22	8.32

现金流量表(百万元)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	556.12	697.33	778.64	897.41	1,070.08
折旧摊销	568.69	605.68	547.83	577.19	602.99
财务费用	212.91	186.36	203.00	211.00	182.00
投资损失	(1.34)	(9.26)	(100.00)	(28.00)	(25.00)
营运资金变动	226.99	(55.60)	(70.77)	898.09	(156.90)
其它	(384.84)	84.43	24.08	18.31	21.84
经营活动现金流	1,178.53	1,508.92	1,382.79	2,574.01	1,695.01
资本支出	1,165.75	1,236.99	460.41	302.17	511.75
长期投资	141.26	214.24	120.00	100.00	160.00
其他	(1,962.94)	(2,729.72)	(731.35)	(653.94)	(976.59)
投资活动现金流	(655.93)	(1,278.49)	(150.94)	(251.76)	(304.84)
债权融资	4,131.28	4,472.98	5,222.85	5,080.63	5,274.18
股权融资	(208.01)	(177.56)	(241.50)	(210.73)	(181.84)
其他	(4,654.85)	(4,400.04)	(4,661.54)	(5,455.92)	(5,343.64)
筹资活动现金流	(731.59)	(104.62)	319.81	(586.02)	(251.30)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(208.98)	125.81	1,551.65	1,736.22	1,138.86

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com