

公司研究/深度研究

2020年07月30日

公用事业/环保 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 26.33  
合理价格区间(元): 29.29~31.96

**王玮嘉** 执业证书编号: S0570517050002  
研究员 021-28972079  
wangweijia@htsc.com

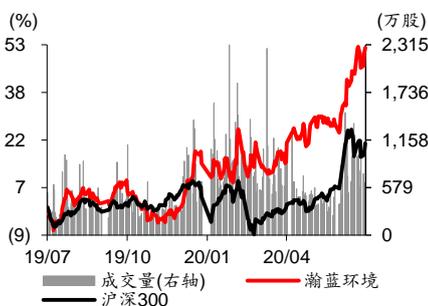
**黄波** 执业证书编号: S0570519090003  
研究员 0755-82493570  
huangbo@htsc.com

**施静** 执业证书编号: S0570520040003  
研究员 010-56793967  
shi\_jing@htsc.com

相关研究

- 1《瀚蓝环境(600323 SH,买入): 业绩符合预期, 固废步入快速放量期》2020.04
- 2《瀚蓝环境(600323 SH,买入): 扣非业绩亮眼, 持续高质成长》2019.08
- 3《瀚蓝环境(600323,买入): 年报喜忧参半, 颇具长期投资价值》2019.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 管理机制变革, 打造巨头成长路径

## 瀚蓝环境(600323)

### 具备成为综合环境服务巨头潜质

公司管理机制变革落地, 能效提升积极效应有望显现。“大固废”打通全产业链, 立足垃圾焚烧布局危废/环卫/餐厨处理等。在手产能加速释放, 进入快速发展期。燃气水务共发展, 贡献稳定收入/利润/现金流(每年40/5.4/9.3亿元)。预计20-22年净利润10.2/12.5/14.2亿元, EPS 1.33/1.63/1.85元, 给予公司20年22-24xP/E, 上调目标价至29.29~31.96元/股。维持“买入”评级。

### 管理机制变革落地, 效能提升渐行渐近

20年5月公司开始全面实行职业经理人模式, 打破传统体制约束, 虚拟股权形成利益相一致的长效机制, 有望强化公司人才与企业文化优势。管理层积极性充分调动, 我们预计公司在固废市场拓展和在手项目(垃圾焚烧3.32吨/日, 餐厨2,570吨/日, 危废19.7万吨/年)投运等方面有望提速, 带动固废运营业务的持续增长。从中长期来看, 我们认为公司管理体制改革、项目经验积累和人才储备增厚, 有望带动固废运营项目盈利能力改善。

### “大固废”打通全产业链, 进入快速发展期

发改委21-30年规划垃圾焚烧新增规模下降, 按19年末行业整体在手产能测算, 我们预计20年工程收入见顶, 21年运营收入增速见顶, 并购整合成为行业主旋律。行业CR10稳定在60%, 国有企业拿单能力强且持续提升。公司垃圾焚烧产能加速释放, 截至20年3月公司垃圾焚烧投运产能1.53万吨/日, 平均IRR 8%以上, 预计每年贡献利润2.8亿元/现金流6.8亿元; 在筹建垃圾焚烧产能达1.79万吨/日, 投产后预计每年贡献利润3.2亿元。危废+餐厨+其他垃圾处理预计每年贡献利润2.0亿元。按在手产能测算, CAPEX顶点将过, 现金流逐步改善。

### 燃气水务共发展, 贡献稳定收入与利润

1) 燃气: 收入稳步提升, 受益于在地企业供应数增长; 公司是佛山南海区唯一管道燃气供应商, 积极培育江西樟树燃气市场。2) 供水: 覆盖全佛山市南海区, 19年市占率93%; 水损控制能力持续提升, 20年9月新增供水能力25万吨/日。3) 污水处理: 公司披露20年3月末投运项目27个, 产能66.8万立方米/日, 在建产能7万吨/日。我们预计上述三大板块稳定期贡献净利润5.4亿元/现金流9.3亿元。

### 维持“买入”评级, 上调目标价至29.29~31.96元/股

公司经营稳健, 管理机制改善。考虑到疫情影响, 小幅下调公司20年归母净利润预测至10.2亿元(原值11.0亿元), 上调21-22年归母净利润预测至12.5/14.2亿元(原值12.4/13.0亿元), 对应20-22年EPS为1.33/1.63/1.85元, PE为20/16/14x。参考可比公司20年平均P/E 19x, 给予公司20年22-24xP/E, 上调目标价至29.29~31.96元/股(前值22.96~25.83元/股), 维持“买入”评级。

风险提示: 垃圾焚烧项目投产进度低于预期; 垃圾焚烧补贴电价政策调整风险; 公司层面战略变化; 融资趋势发生大幅度逆转。

公司基本资料

总股本(百万股)	766.26
流通A股(百万股)	766.26
52周内股价区间(元)	16.18-26.38
总市值(百万元)	20,176
总资产(百万元)	22,396
每股净资产(元)	8.74

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,848	6,160	7,280	8,534	9,007
+/-%	15.38	27.05	18.18	17.23	5.54
归属母公司净利润(百万元)	875.51	912.60	1,020	1,247	1,419
+/-%	34.23	4.24	11.80	22.20	13.83
EPS(元, 最新摊薄)	1.14	1.19	1.33	1.63	1.85
PE(倍)	23.04	22.11	19.77	16.18	14.22

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

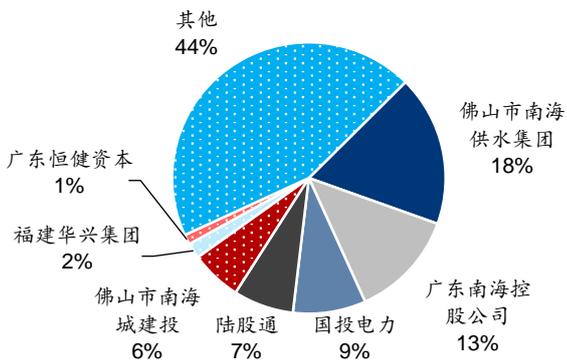
## 正文目录

具备成为综合环境服务巨头潜质 .....	3
国资背景积极进取，四大业务板块齐头并进 .....	3
营收与净利稳健增长，新项目投建高峰导致财务杠杆加大 .....	4
管理机制变革落地，效能提升渐行渐近 .....	6
实行职业经理人模式，强化公司人才与企业文化优势 .....	6
管理提效有望迎来两大积极变化：市场拓展提速+盈利能力改善 .....	7
“大固废”打通全产业链，进入快速发展期 .....	9
未来十年新增项目规模骤减，并购整合成为行业主旋律 .....	9
垃圾焚烧行业 CR10 稳定在 60%，国企竞争力突出 .....	11
垃圾焚烧产能加速释放，固废业务步入快速发展期 .....	12
现金流逐步改善，资金缺口可控 .....	14
燃气水务共发展，贡献稳定收入与利润 .....	16
燃气：企业用户开拓，继续培育区外市场 .....	16
供水：管网漏损持续改善，业务收入增长趋于稳定 .....	16
污水处理：提升处理能力，业务重回增长轨道 .....	17
维持“买入”评级，上调目标价至 29.29~31.96 元/股 .....	19
收入预测：2020-2022 年收入增速 18.2%/17.2%/5.5% .....	19
毛利率预测：2020-2022 年毛利率 28.3%/29.2%/29.7% .....	19
维持“买入”评级，目标价 29.29~31.96 元/股 .....	20
风险提示 .....	21
PE/PB - Bands .....	21
附录：报告涉及公司列表 .....	22

## 具备成为综合环境服务巨头潜质 国资背景积极进取，四大业务板块齐头并进

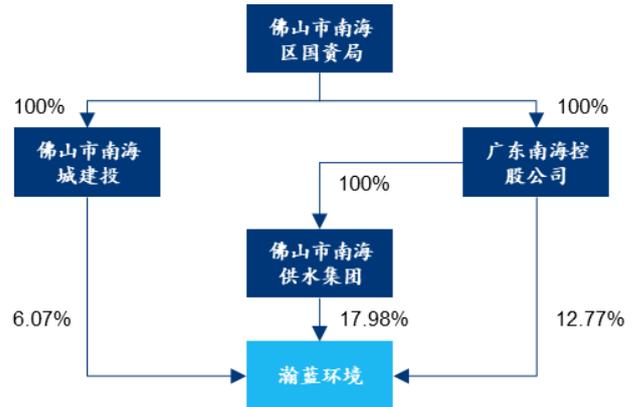
实控人为佛山市南海区国资局，推行职业经理人模式。瀚蓝环境前身为南海发展股份有限公司，1992年成立，2000年上市。公司实控人为佛山国资委，通过南海控股公司、南海城建投及南海供水集团合计持有公司37%的股份（截至20年3月末）。公司以供水业务起家，06年收购南海环保电厂进入垃圾焚烧领域，14年收购南海燃气发展进入燃气行业，19年收购深圳国源进军环卫行业，逐步形成固废/燃气/供水/污水四大业务板块。14年收购创冠中国后，公司以“瀚蓝模式”接连在异地复制固废处理项目，持续进行扩张，业务范围从佛山南海区走向全国。20年5月，公司实行职业经理人模式，强化公司人才与企业文化优势，管理提效积极效应有望显现。

图表1：瀚蓝环境股权结构（截至2020年3月31日）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

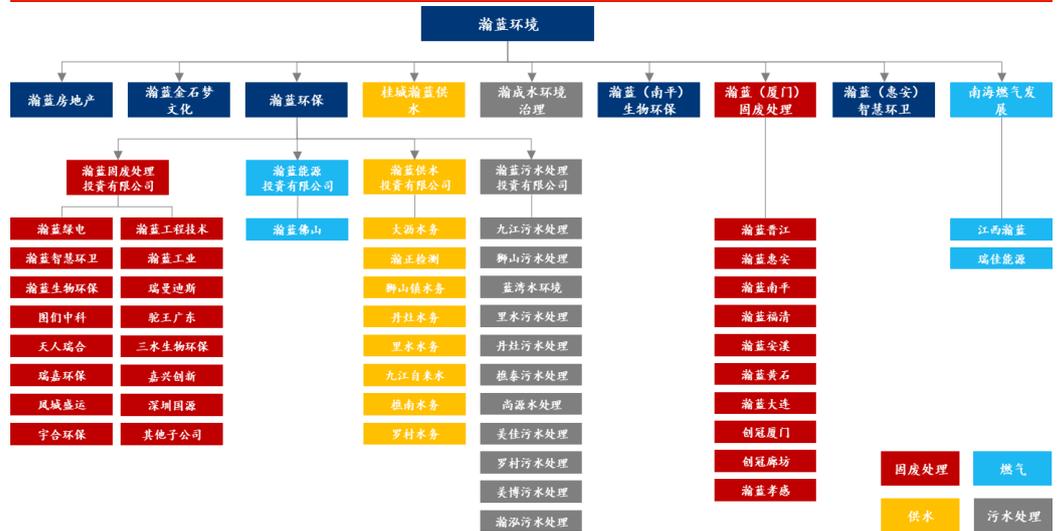
图表2：佛山国资委合计持股（截至2020年3月31日）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

**四大业务板块齐头并进。**公司业务领域包括固废处理、燃气供应、污水处理、供水四大板块业务：1) 固废处理业务方面，公司为全国14个省34座城市提供服务，垃圾焚烧在手产能3.52万吨/日，危废处理19.7万吨/年，规模和建设运营水平平均位居全国前列（公司官网披露，截至20年4月）；2) 公司是南海区管道燃气唯一供应商，继续培育江西樟树燃气市场；3) 供水业务覆盖全佛山市南海区，市占率93%，服务人口328万人；4) 污水处理业务已投运项目27个（20年3月末），处理能力达到66.8万立方米/日，20-21年计划新投运项目3个（公司债券跟踪评级报告2020）。

图表3：公司下设9家一级子公司，4家二级子公司分别负责供水/固废处理/污水处理/能源的投资和运营管理

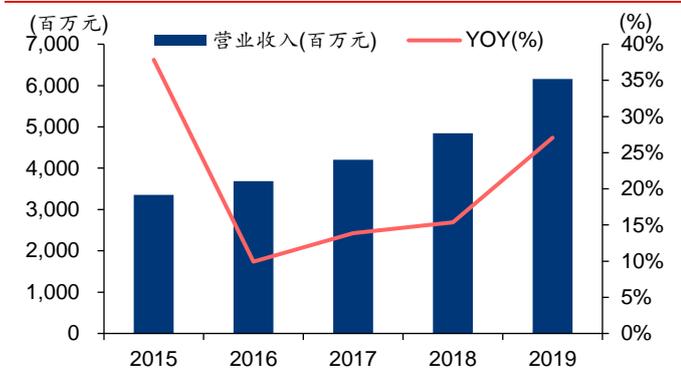


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

### 营收与净利稳健增长，新项目投建高峰导致财务杠杆加大

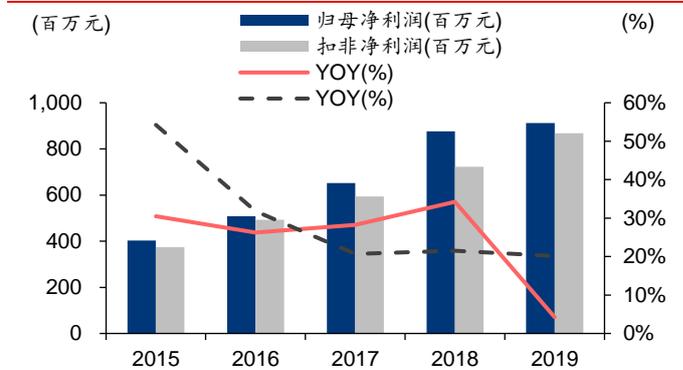
内生+并购推动，公司营收与净利实现持续增长。公司营收快速增长，从2015年的34亿元上升到2019年的62亿元，15-19年CAGR达到16%；归母净利润从2015年的4亿元上升到2019年的9.1亿元，15-19年CAGR达到23%。2019年固废/燃气/供水/污水处理业务分别为公司贡献43%/31%/15%/6%的营收和48%/22%/15%/9%的毛利润。

图表4：2015-19年瀚蓝环境营收情况



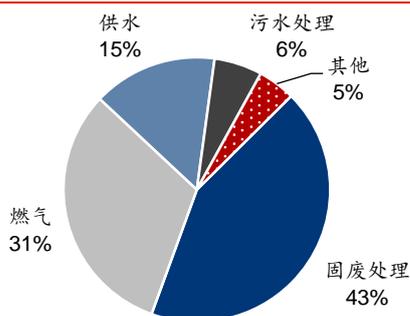
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表5：2015-19年瀚蓝环境盈利情况



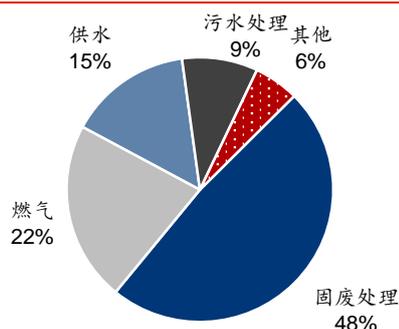
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表6：2019年瀚蓝环境各板块营收占比



资料来源：Wind、华泰证券研究所

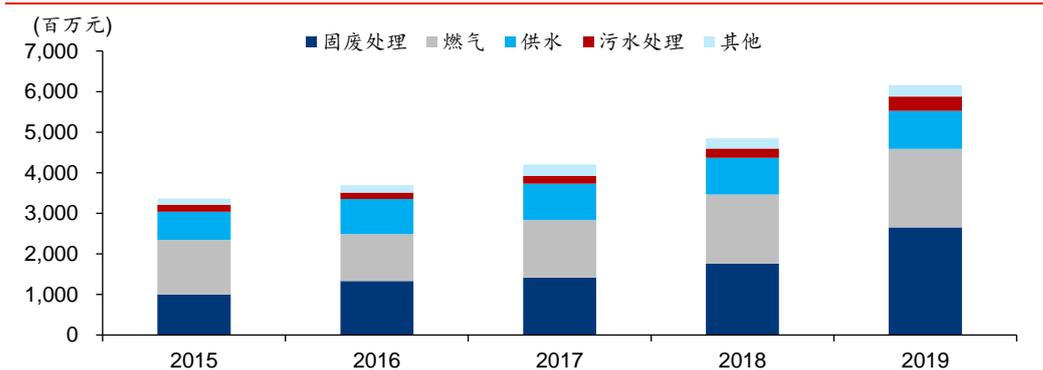
图表7：2019年瀚蓝环境各板块毛利占比



资料来源：Wind、华泰证券研究所

**固废为尖刀、能源水务共发展。**1) 依靠外延并购和新产能投产，15-19年固废业务营收由10亿元增至26.5亿元，CAGR达到28%。2) 燃气业务稳健增长，15-19年燃气业务营收由13.4亿元增至19.4亿元，CAGR达到10%。3) 传统主业供水业务平稳增长，15-19年供水业务营收由7亿元增至9.3亿元，CAGR达到7%，17-19年公司水损率逐年下降(11.5%/10.6%/10.5%)。4) 污水处理业务重回快车道，15-19年污水处理业务营收由1.7亿元增至3.6亿元，CAGR达到20%。

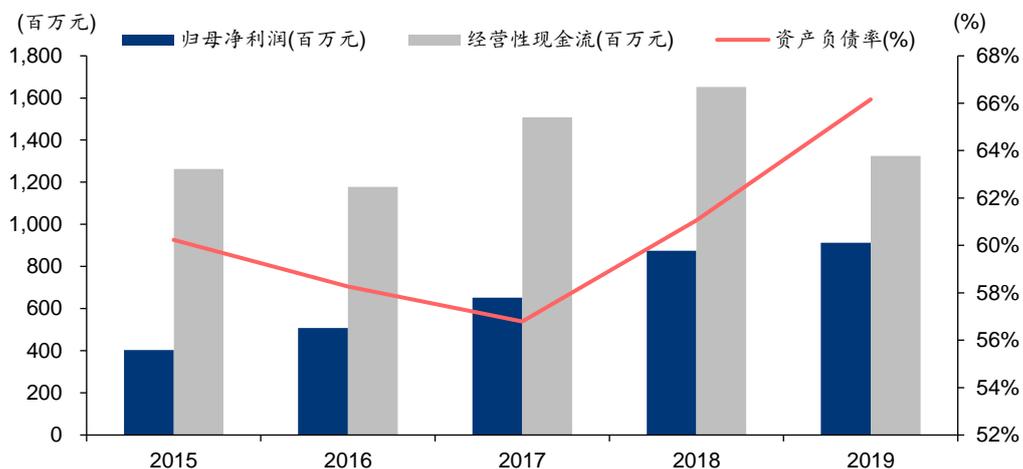
图表8：2015-19年瀚蓝环境各板块营业收入变化



资料来源：Wind、华泰证券研究所

**经营性现金流持续高于净利润，17-19年财务杠杆水平抬升。**瀚蓝环境由于业务的运营属性强，现金流回款情况良好，15-19年经营性现金流均高于净利润，分别是净利润的2.1/2.7/3.3/2.7/2.7x。但17-19年公司资产负债率增长较快（57%/61%/66%），主要是因为业务规模扩大及项目收购增加，资产规模实现较大增长（期末分别为141/165/211亿元）；与此同时公司融资力度也进一步加强（期末短期借款+长期借款+应付债券合计为37/48/68亿元），加之在建工程带来应付账款的上升（10/14/21亿元），公司财务杠杆升至较高水平。

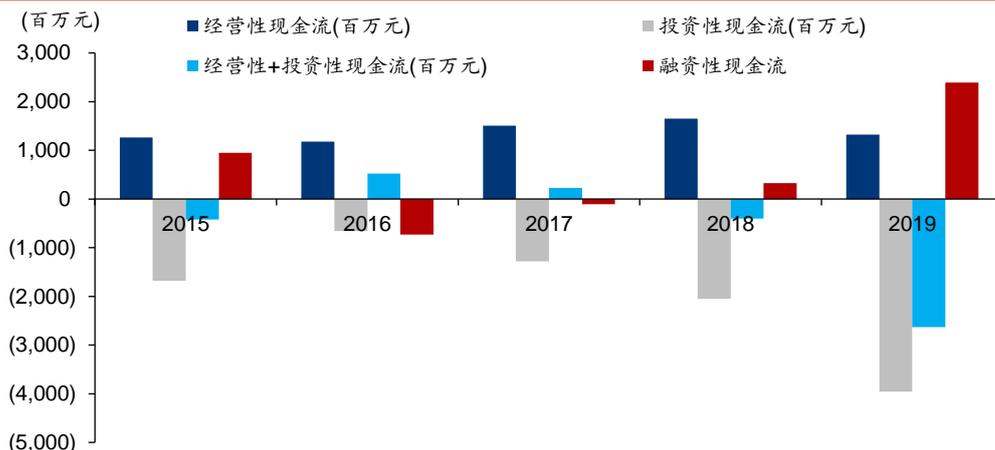
**图表9：2015-19年瀚蓝环境经营性现金流和净利润对比**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

**2019年投资活动现金缺口加大，融资力度大幅提升。**2019年公司经营性现金流同比下降20%，收现比同比下降0.11次，公司经营收现能力有所减弱。17-19年公司项目投资规模逐年上升（包括支付股权收购款和在建工程投入），投资性现金流持续净流出状态，且缺口在2019年进一步扩大（达到26亿元）。公司主要通过银行借款进行融资，2019年公司融资力度加大，融资性现金流规模大幅提升（净流入24亿元）。

**图表10：2015-19年瀚蓝环境经营性/投资性/融资性现金流情况**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 管理机制变革落地，效能提升渐行渐近

### 实行职业经理人模式，强化公司人才与企业文化优势

**管理层考核转向职业经理人模式。**2020年5月，公司董事会审议通过职业经理人管理办法，现任高管内部转聘为职业经理人，薪酬激励方案也更加市场化。2020年6月29日，公司完成新一轮换届，新增高海鸣（固废事业部）、蒋元杰（南海燃气发展）两位副总经理；高管团队年轻化，平均年龄由51岁降至47岁。公司自2014年开始对组织管理架构进行优化调整，对总部和事业部重新定位，重点打造总部的战略管理、投融资管理、财务管理和人力资源管理四大中心，进一步明确事业部的定位为运营管理中心和利润中心。

**图表11：2020年6月29日公司完成新一轮董事会及高管换届，高管团队平均年龄由51岁降至47岁**

姓名	年龄(岁)	职务	任职日期	部分兼职单位及职务
陈国灿	56	董事长	2020/6/29	佛山市南海区境外资产管理中心主任
金铎	54	法定代表人、副董事长、总经理	2020/6/29	
李志斌	50	董事	2020/6/29	佛山市南海区高技术投资有限公司董事
孙梦蛟	44	董事	2020/6/29	国投电力证券部经理、证代，赣能股份董事
李丽萍	52	董事、副总经理	2020/6/29	
晏明	50	董事	2020/6/29	佛山市南海城市建设投资有限公司、佛山市南海交通建设集团有限公司、佛山市南海园区建设投资有限公司、佛山市南海德诚投资有限公司董事长、总经理
雷鸣	45	副总经理	2020/6/29	
刘泳全	54	副总经理	2020/6/29	
吴志勇	40	副总经理兼财务总监	2020/6/29	
高海鸣	46	副总经理	2020/6/29	
蒋元杰	44	副总经理	2020/6/29	
汤玉云	39	董事会秘书、社会责任部总经理	2020/6/29	

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

**虚拟股权激励落地。**19年4月，公司推出高管薪酬激励改革方案，以实施职业经理人制度为前提。其中，短期激励包括基础年薪和绩效年薪；长期激励采取虚拟股权单位形式，公司向高管人员授予与公司真实股权对应的虚拟股权单位，含股价增值权和分红收益。虚拟股权单位的增值权为对应虚拟份额的实际股票价格与授予价格的差值。长期激励计划为连续三期，以公司“十三五”规划期间后三年作为激励计划周期，每年一期，每期额度为公司对应总股本的0.5%。在公司业绩达成的前提下，高管个人绩效考核得分达到相应标准，方可授予虚拟股权单位。

**图表12：瀚蓝环境高管人员薪酬激励方案（2019年修订）激励对象和分配方式**

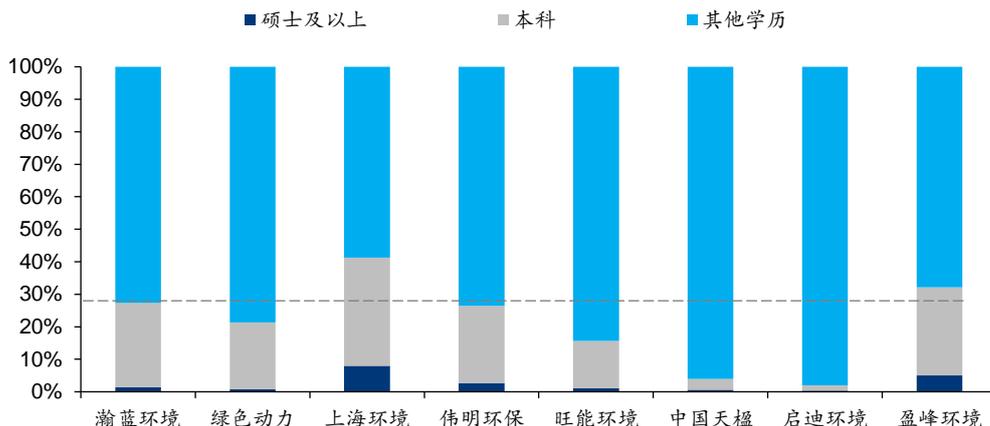
类型	比例	职务类别	对象与额度
根据专项工作分配	10%		10%
根据激励对象职务直接分配	90%	总经理	25%
		业务副总	40%
		职能高管	25%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

**金铎为环保行业优秀职业经理人，助力公司做大做强。**公司续任总经理金铎自04年3月至今一直在瀚蓝工作，历任第五-第九届董事会董事、副总经理、常务副总经理、董事会秘书、总经理、副董事长。伴随公司成长，金铎对公司优势与不足有清晰认知，对未来战略方向有明确定位，我们认为有助于释放公司内生增长潜力。

**人才队伍结构处于同业前列水平。**截至2019年末，公司本硕及以上高学历的员工合计1,816名，在全公司中占比达到27%；对比A股同行业上市公司，数量仅次于盈峰环境（2,299名）和启迪环境（1,873名），比例仅次于上海环境（41%）和盈峰环境（32%）。2017-19年，公司高学历员工数量CAGR达到32%，增速仅次于盈峰环境（46%）和中国天楹（36%）。

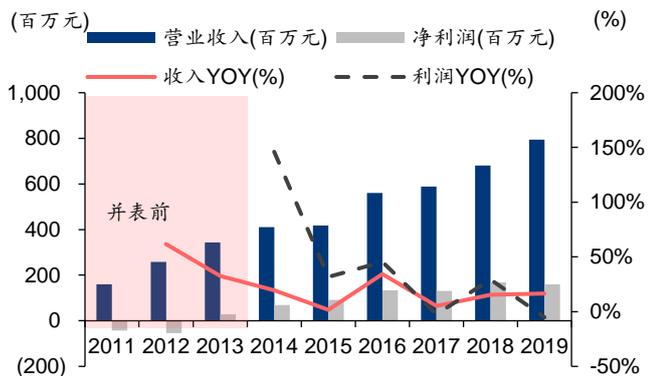
**图表13： 2019年瀚蓝本硕及以上员工比例位于同行业公司前列**



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

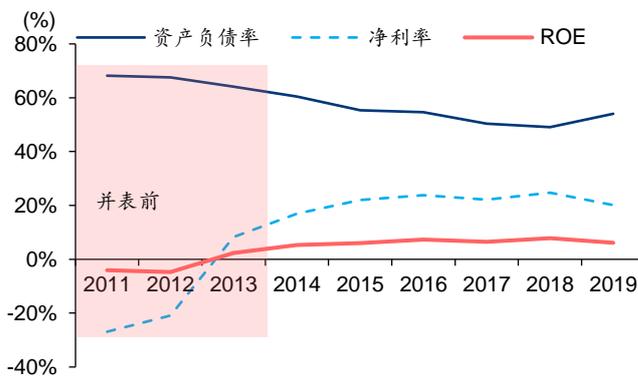
**瀚蓝企业文化包容，并购公司发展稳健，整合经验丰富。**公司在管理层面强调底线思维，注重经营过程中的安全、环保与廉洁，通过提升生产的连续稳定性，来提高经营成果。公司四大业务的客户主要为当地政府与周边居民，对后者而言，安全、环保与连续稳定经营也是客户的底线。公司以简单坦诚的企业文化，凝聚员工，在新并购公司融合方面也卓有成效。以子公司创冠中国（2018年8月更名为瀚蓝（厦门））为例，自2014年底开始正式并表以来，创冠实现经营业绩与经营质量的稳步提升。

**图表14： 2015-19年创冠并表后，经营业绩稳步提升**



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

**图表15： 2015-19年创冠并表后，经营质量稳步提升**

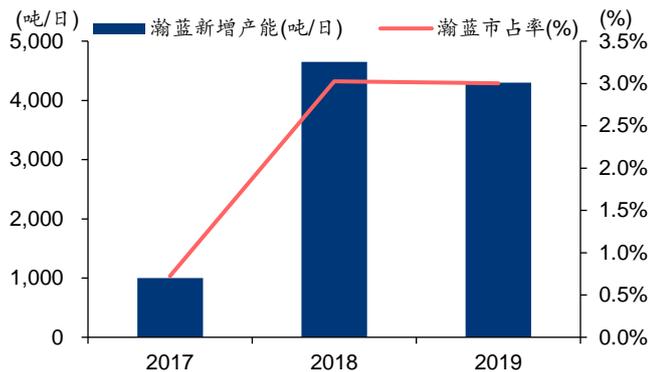


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

**管理提效有望迎来两大积极变化：市场拓展提速+盈利能力改善**

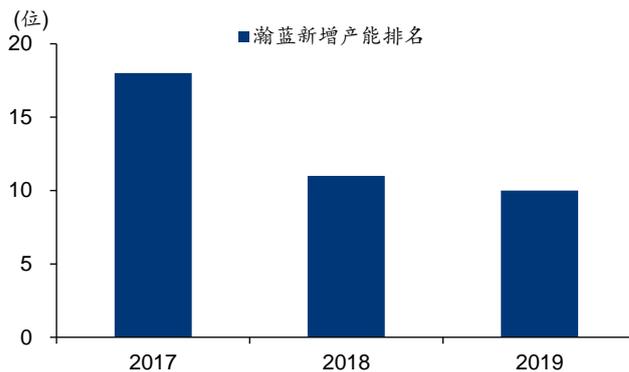
**内生外延并举，项目运转行稳致远。**2017-19年，公司固废业务取得长足进步，业务范围已覆盖全国13个自治区和31座城市。但在国内固废行业市场化快速推进的浪潮中，公司项目拓展速度相对偏慢。从17-19年垃圾焚烧新增产能份额来看，公司市占率约为3%左右，横向对比未有明显突破；从新增规模排名来看，17-19年公司分别为国内第18/第11/第10名，纵向比较有所提升。18-19年公司新增产能中，通过收购方式获得的新增产能占比有所提升，比例分别为51%与100%。随着管理层积极性的充分调动，我们预计公司在固废市场拓展和在手项目投运等方面有望提速，带动固废运营业务的持续增长。

**图表16: 2017-19年瀚蓝新增垃圾焚烧产能变化**



资料来源: E20、中国政府采购网、华泰证券研究所

**图表17: 2017-19年瀚蓝新增垃圾焚烧产能排名有所提升**



资料来源: E20、中国政府采购网、华泰证券研究所

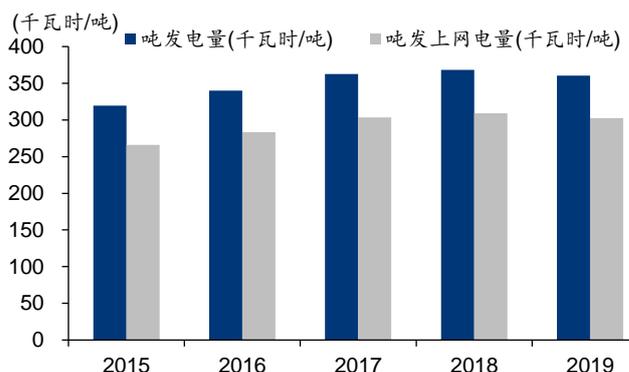
**垃圾焚烧运营指标逐年改善。**得益于垃圾焚烧项目逐渐投运, 15-19年, 公司垃圾入厂量由309万吨/年提升至492万吨/年。公司垃圾焚烧项目运营指标逐年改善, 15-19年吨发电量由320千瓦时提升至360千瓦时, 吨发上网电量由266千瓦时提升至302千瓦时。

**图表18: 2015-19年瀚蓝垃圾入厂量逐年提升**



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

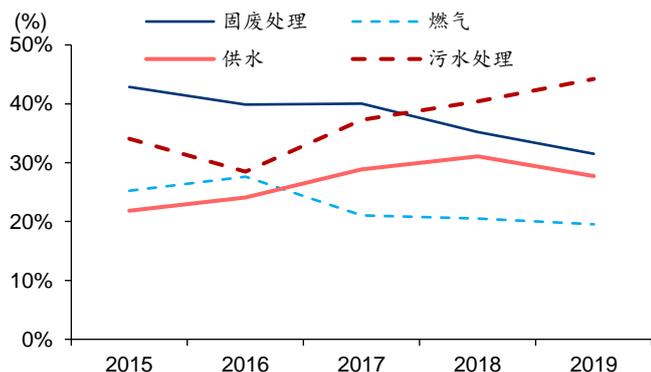
**图表19: 2015-19年瀚蓝垃圾焚烧吨发电量稳步上升**



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

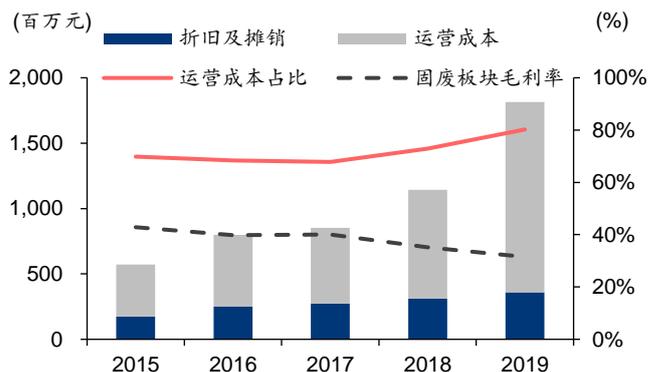
**管理效率提升带动毛利率改善。**2017-19年, 公司固废处理和燃气业务两大业务板块毛利率有所下滑。其中, 固废处理业务的运营成本增加较多, 占营业成本比例从17年的68%增至19年的80%, 主要是固废工程结算增加、新项目投产以及环保要求提高物料及维修维护费增加所致。从中长期来看, 我们认为公司管理体制改革、项目经验积累和人才储备增厚, 有望带动固废运营项目毛利率改善。

**图表20: 2017-19年公司固废处理与燃气业务毛利率有所下滑**



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

**图表21: 2017-19年固废处理的运营成本占比有所上升**

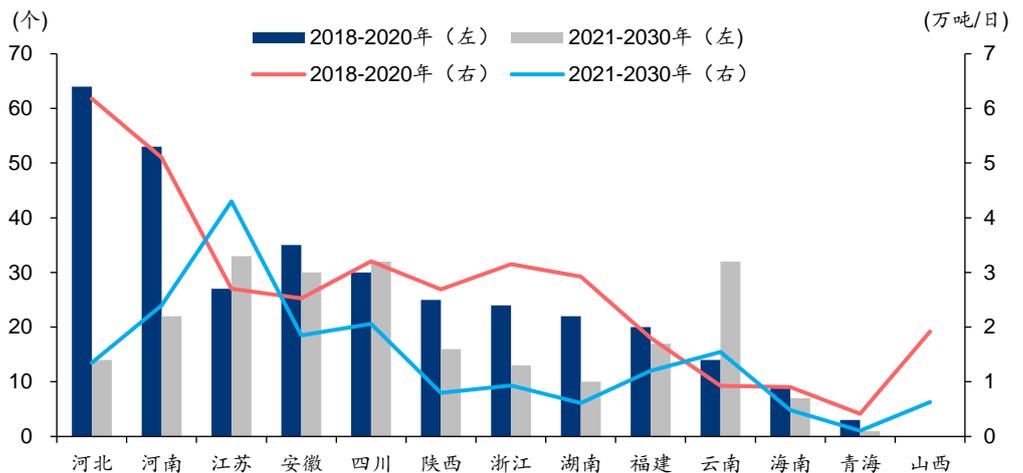


资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

## “大固废”打通全产业链，进入快速发展期 未来十年新增项目规模骤减，并购整合成为行业主旋律

发改委远期十年垃圾焚烧规划新增处理规模为近期三年的49%。2017年12月12日，国家发改委联合五部委下发《关于进一步做好生活垃圾焚烧发电厂规划选址工作的通知》，要求各省（区、市）应编制本地区省级生活垃圾焚烧发电中长期专项规划。截至2020年1月底，在已经发布的规划中，近期（2018/2019-2020年）规划垃圾焚烧项目363个，焚烧能力合计37.0万吨/日，而远期（2021-2030年）规划垃圾焚烧设施合计仅237座，焚烧能力合计18.3万吨/日，仅为近期2018-2020三年规划能力的49%，未来十年垃圾焚烧新增产能规模将大幅减少。

图表22：已发布的各省垃圾焚烧发电中长期规划项目数量和处理规模



注：《山西省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划（2018-2030）》环评第一次公示未公布规划项目个数

资料来源：各省发改委官网，华泰证券研究所

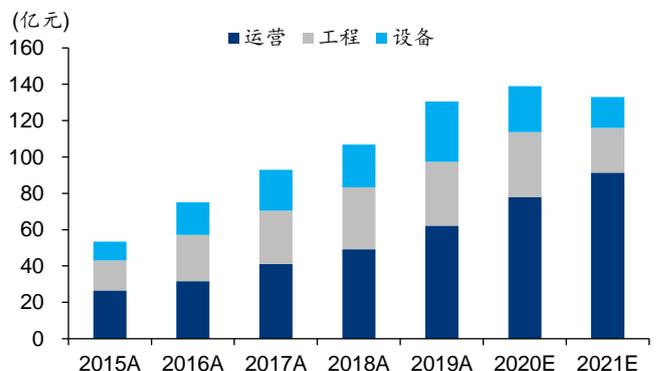
按照19年末在手产能测算，2020年工程收入见顶，2021年运营收入增速见顶。根据我们对生活垃圾焚烧信息平台、电厂联盟网所列示的全国生活垃圾焚烧项目的统计、各省发改委等披露的信息，截至2019年底已投运垃圾发电项目49.0万吨/日，2020年底预计共有61.5万吨/日的产能投产，有望带动2020年建造收入约276亿元，2021年运营收入预计有望达到415亿元，运营收入同比增速17%。参考19年行业内上市公司净利率数据（光大国际17%、绿色动力24%、粤丰环保22%、上海环境20%、瀚蓝环境15%、旺能环境37%），假设运营的行业整体净利率为22%，则20-21年运营净利润有望达到78/91亿元。

图表23：15-21年垃圾焚烧行业运营/工程/设备收入



资料来源：生活垃圾焚烧信息平台、电厂联盟网、E20、《2019中国生物质发电产业排名报告》、《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》、华泰证券研究所

图表24：15-21年垃圾焚烧行业运营/工程/设备净利润



资料来源：生活垃圾焚烧信息平台、电厂联盟网、E20、《2019中国生物质发电产业排名报告》、《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》、华泰证券研究所

“十三五”后期项目收购开始提速。“十三五”期间集中释放的新项目下沉明显，产能利用率和热值可能导致单体项目初期面临较大盈利压力，2016年3月之后没有新增项目进入国家可再生能源补贴目录也加重了项目的财务压力。另一方面，部分运营能力较差的企业从2018年开始也不得不面临更加严峻的融资环境。“十二五”期间垃圾焚烧行业新增产能14万吨/日，“十三五”/“十四五”期间我们预测将新投产产能39/33万吨/日。2020年后，随着增量项目数量萎缩，行业标准提升（环保等成本增加），以及潜在的补贴调整，我们判断行业并购整合力度将会加大。

图表25： 十三五期间垃圾焚烧企业/项目并购整合情况梳理

收购时间	收购方	项目名称	产能 (吨/日)	投运时间	交易对价 (万元)	交易标的净利润 (万元)	备注
2015.1	中国天楹	深圳平湖垃圾发电厂二期项目	1000	2006.7	66,150	4983.16 (2013年)	收购大贸环保 100%股权
2015.5	粤丰环保	广西省来宾市垃圾发电厂	500	2008年	5,864	285.8 (2014年)	收购来宾中科环保电力 100%股权
2015.8	粤丰环保	清远垃圾焚烧发电厂	2500	重新选址	23,000	/	收购天翠有限公司 100%股权
2016.1	粤丰环保	兴义生活垃圾焚烧发电项目一期	700	2015.2	11,000	-433.8 (2015年)	收购黔西南州兴义市鸿大环保电力 100%股权
	粤丰环保	兴义生活垃圾焚烧发电项目二期	500	2017.6			
2016.2	瀚蓝环境	漳州南部生活垃圾焚烧发电厂特许经营项目	1000	2020E	3,000	/	收购福建中雁持有的漳州中雁 70%股权
2017.12	瀚蓝环境	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	600	2020H1	880	/	收购饶平宝斗石公司 80%股权
2017.12	粤丰环保	江西省信丰县 BOT 垃圾焚烧发电厂特许经营权	800	2019.1	17,350	-65.7 (2016年)	收购厦门坤跃环保 100%股权
2017.12	粤丰环保	四川简阳市垃圾焚烧发电厂	3000	2020E	8,705	/	收购杭州朗能环保科技 100%股权
2018.4	伟明环保	苍南宜嘉	400	2017.9	/	/	收购苍南宜嘉拥有的日处理 400 吨垃圾焚烧发电 BOT 项目经营性资产
2018.6	光大国际	肇庆垃圾发电项目	1500	2020H1	/	/	/
2018.8	光大国际	九江垃圾发电项目	2250	2021E	/	/	/
2018.8	绿色动力	广元项目一期	700	2017.8	61,000	-3446.7 (2017年)	收购广东博海昕能环保有限公司 100% 股权
	绿色动力	广元项目二期	350	筹建			
	绿色动力	四会项目一期	1000	2019.5			
	绿色动力	四会项目二期	500	筹建			
	绿色动力	永兴项目	600	筹建			
	绿色动力	舒兰项目	900	筹建			
	绿色动力	佳木斯项目一期	1000	2018H2			
2019.1	绿色动力	金沙县生活垃圾焚烧发电项目	1200	筹建	6,812	-7.4 (2017年)	收购贵州金沙绿色能源 100%股权
2019.3	粤丰环保	四川巴中市垃圾焚烧发电厂一期	600	2016H1	22,238	/	收购巴中威澳环保发电 100%股权
		四川巴中市垃圾焚烧发电厂二期	600	筹建			
2019.4	伟明环保	浦城县生活垃圾焚烧发电厂	600	2021E	/	/	收购福建华立 100%股权
2019.5	光大国际	玉林垃圾发电项目一期	800	2019.12	13,500	3.11 (2018年)	收购玉林川能华西环保发电 100%股权
2019.6	粤丰环保	东莞市海心沙资源综合利用中心环保热电厂项目	2250	在建	655	/	收购东莞市新东元环保投资有限公司 49%股权
2019.10	瀚蓝环境	海阳市生活垃圾焚烧发电项目	500	2020E	7,508	/	与盛运环保签订《资产转让协议》，收购相关项目
	瀚蓝环境	乌兰察布生活垃圾焚烧发电项目	1200	2020E	8,894		
	瀚蓝环境	宣城市生活垃圾焚烧发电二期项目	1000	2020E	985		
	瀚蓝环境	济宁市生活垃圾焚烧发电二期项目	800	2020E	4,962		
	瀚蓝环境	淮安市生活垃圾焚烧发电二期项目	800	2020E	3,716	/	与淮安中科环保电力有限公司签署《资产转让协议》，收购相关项目
2019.11	粤丰环保	中山垃圾焚烧发电厂	1040	/	34000589.5 (2018年)	/	收购中山产业 100%全部股权
2019.11	城发环境	民权县垃圾焚烧发电项目	600	筹建	1,385	-0.1 (2018年)	收购江苏天楹持有的民权天楹 100%股权
2020.1	粤丰环保	云南祥云县生活垃圾焚烧发电项目	1000	/	400	/	收购祥云盛运环保 100%股权

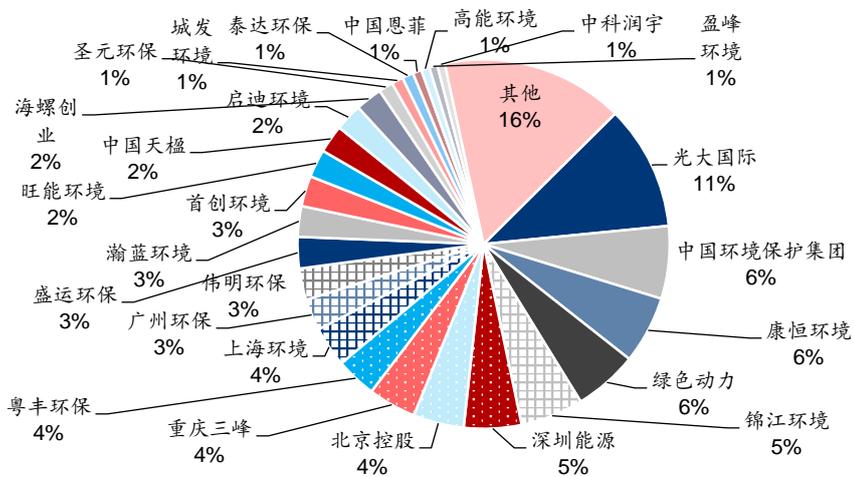
资料来源：公司公告，北极星固废网，生活垃圾焚烧信息平台，华泰证券研究所

**国补政策落地，短期利好增量项目发展，中期健全付费机制。**4月3日发改委就新增垃圾发电项目国补政策发布意见稿，提出新增项目由可再生能源资金年度增收水平决定，分批有序进入补贴清单。我们认为，此举短期利好增量项目的稳定发展，中期有望完善“污染者付费”等机制并健全运营期规范管理，长期利好瀚蓝环境这类运营/盈利能力突出龙头。

**垃圾焚烧行业 CR10 稳定在 60%，国企竞争力突出**

根据 2019 年底的垃圾焚烧项目在手规模排序，目前垃圾焚烧行业主要的参与者包括：1) 国企：光大国际、中国环境保护集团、康恒环境、绿色动力、深圳能源、北京控股、重庆三峰、上海环境、广州环保、瀚蓝环境等；2) 民企：锦江环境（2019 年 8 月，浙能集团收购锦江环境 29.8% 股权，成为锦江环境第一大股东）、粤丰环保、旺能环境、伟明环保、中国天楹等；3) 外企：威立雅中国等。

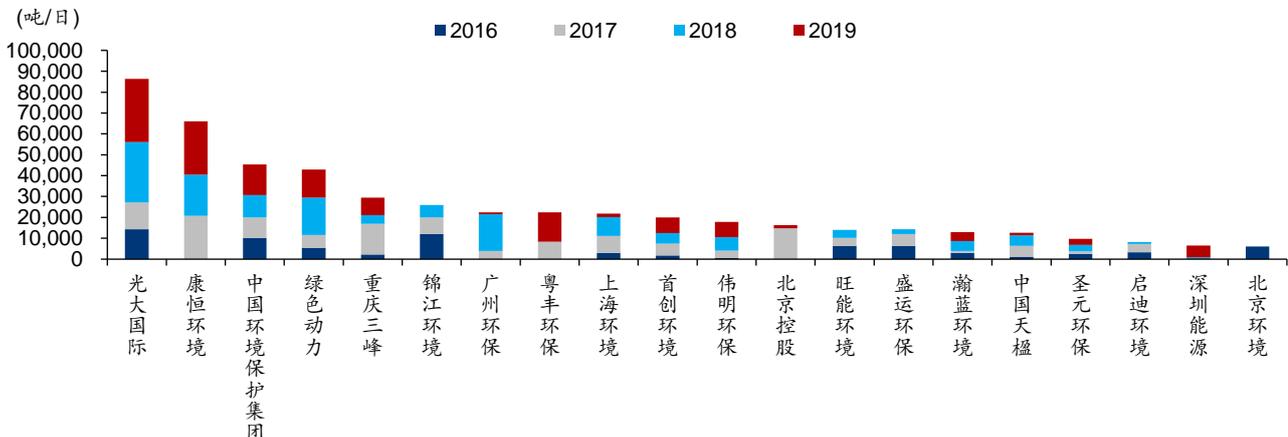
**图表26： 中国垃圾焚烧市场占有率情况（按 2019 年底在手产能统计）**



资料来源：E20，中国政府采购网，相关公司官网、公司公告，华泰证券研究所

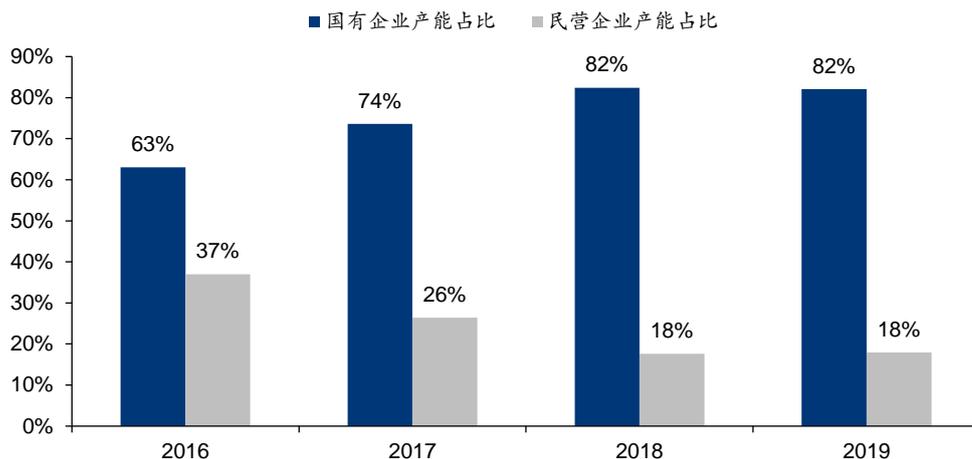
**国有企业拿单能力强且持续提升。**垃圾焚烧新签订单方面，国有企业拿单能力显著高于民营企业，根据 E20 及中国政府采购网的项目信息，2016-2019 年前 22 家垃圾焚烧企业中国有企业新中标产能占比从 63% 提高至 82%。我们认为国企在融资和政府关系方面优势较突出，在获取新订单和降低融资成本方面更有优势：通过与政府的合作，国有企业在区域环境治理工作相关的订单获取中享有一定优势；垃圾焚烧发电项目投入的资金一般 70% 左右来源于贷款，根据鹏元评级，2014 年以来，国有企业在各主体级别上的债券融资成本均低于民营企业。

**图表27： 2016-2019 年前二十大垃圾焚烧企业历年新增订单集中度**



资料来源：E20，中国政府采购网，华泰证券研究所

图表28： 2016-2019年新签订单国企中标率

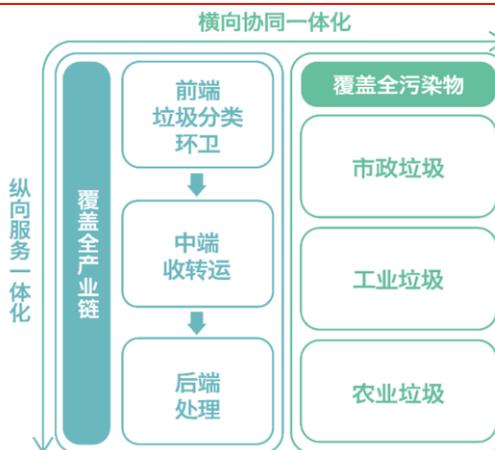


资料来源：E20，中国政府采购网，华泰证券研究所

### 垃圾焚烧产能加速释放，固废业务步入快速发展期

**固废领域覆盖全产业链与全污染物处理。**瀚蓝环境坚定执行“大固废”发展战略，已形成完整的生活垃圾处理纵向一体化优势（转运、焚烧发电、卫生填埋、渗滤液处理、飞灰处理、炉渣处理），以及资源横向协同一体化优势（生活垃圾处理、餐厨垃圾处理、污泥处理、粪便处理、危废处理），具备提供固废处理全产业链综合服务能力，在行业内具有较强的竞争力。公司南海固废处理环保产业园，目前仍是国内唯一一家具有完整固废处理产业链的产业园。

图表29： 公司在固废领域形成全产业链和全污染覆盖



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

**垃圾焚烧投运产能 1.53 万吨/日，固废项目平均 IRR 达到 8.4%，提供稳定现金流。**截至 20 年 3 月末，公司垃圾焚烧投运产能达到 1.53 万吨/日，其中 20Q1 南海提标扩能与漳州南部项目投产，新增产能 2,500 吨/日。公司固废处理项目主要位于沿海省份或内陆发达省份，地方政府补贴发放更为及时，且居民生活水平较高，生活垃圾的热值更高，助力垃圾焚烧项目产生良好收益。进入运营期后，固废项目能为公司提供稳定现金流。同时，公司参股佛山顺德固废处理项目（3,000 吨/日），持股比例 34%，贡献稳定的投资收益。

**图表30: 截至2020年3月末, 瀚蓝环境已运营垃圾焚烧项目产能合计1.53万吨/日(顺德项目按照34%收益比例折算)**

公司	项目名称	业务类型	处理能力(吨/日)	投资额(亿元)	完工时间	内部收益率
创冠晋江	晋江市垃圾焚烧发电综合处理厂	垃圾焚烧	600	2.61	2011/12	8.86%
	晋江市垃圾焚烧发电综合处理厂扩建工程	垃圾焚烧	1,200	4.96	2020/06	8.23%
	晋江市污泥干化处理工程	污泥处理	300	0.56	2011/12	8.00%
创冠安溪	安溪县生活垃圾焚烧发电厂(一、二期)	垃圾焚烧	600	3.50	2013/12	8.04%
创冠惠安	惠安县生活垃圾焚烧发电厂(一、二期)	垃圾焚烧	1,200	5.98	2012/01	8.55%
创冠建阳	南平市“三线一中心”城市生活垃圾焚烧发电厂	垃圾焚烧	600	3.47	2020/06	7.10%
创冠黄石	黄石市生活垃圾焚烧发电厂(一、二期)	垃圾焚烧	1,200	6.63	2016/01	9.13%
创冠福清	福清市生活垃圾焚烧厂(一、二期)	垃圾焚烧	900	5.26	2018/03	8.33%
创冠廊坊	廊坊市生活垃圾焚烧发电(一、二期)	垃圾焚烧	1,500	6.62	2006/03	9.62%
创冠大连	大连金州新区生活垃圾焚烧处理项目	垃圾焚烧	1,000	4.85	2010/12	8.11%
绿电公司	佛山市南海区垃圾焚烧发电一厂改扩建	垃圾焚烧	1,500	9.20	2015/07	9.85%
	佛山市南海区垃圾焚烧发电厂二厂	垃圾焚烧	1,500	6.74	2011/06	9.42%
	佛山市南海区垃圾压缩转运站	垃圾转运	5,000	3.19	2013/08	9.06%
	佛山市南海区飞灰处置厂	飞灰处理	-	0.06	2013/01	8.60%
	佛山市南海区餐厨废弃物资源化利用和无害化处理	餐厨垃圾	300	1.90	2017/01	6.02%
	南海绿电污泥处置厂	污泥处理	450	1.29	2013/08	8.04%
	南海垃圾焚烧发电厂提标扩能	垃圾焚烧	1,500	10.70	2020/01	8.56%
顺控环投	*佛山市顺德区固废处理项目	垃圾焚烧	3,000	18.00	2019/01	-
	佛山市顺德区餐厨处理项目	餐厨垃圾	300	-	-	-
成功环保	佛山市三水区白泥坑垃圾卫生填埋场	垃圾填埋	-	1.19	2011/07	7.40%
天人瑞合	哈尔滨餐厨废弃物资源化利用和无害化处理	餐厨垃圾	300	1.54	2019/12	8.64%
漳州中雁	漳州南部生活垃圾焚烧发电厂	垃圾焚烧	1,000	4.84	2020/01	8.22%

注: \*佛山市顺德区固废处理项目公司持股34%, 按照收益比例折算, 对应产能1,020吨/日

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

**在/筹建垃圾焚烧产能达1.79万吨/日, 潜在利润释放空间广。**根据统计, 截至2020年3月, 公司在建和筹建的固废项目中: 1) 垃圾焚烧产能高达1.79万吨/日, 是公司已投运产能的1.2倍; 2) 垃圾转运产能合计2,920吨/日; 3) 餐厨垃圾处理产能合计550吨/日; 4) 农业垃圾处理产能合计125吨/日。未来随公司在手项目不断投产, 公司利润有望不断增厚, 且现金流会得到进一步优化。

**图表31: 截至2020年3月末, 瀚蓝环境在/筹建垃圾焚烧产能合计1.79万吨/日, 其他垃圾处理产能3,853吨/日**

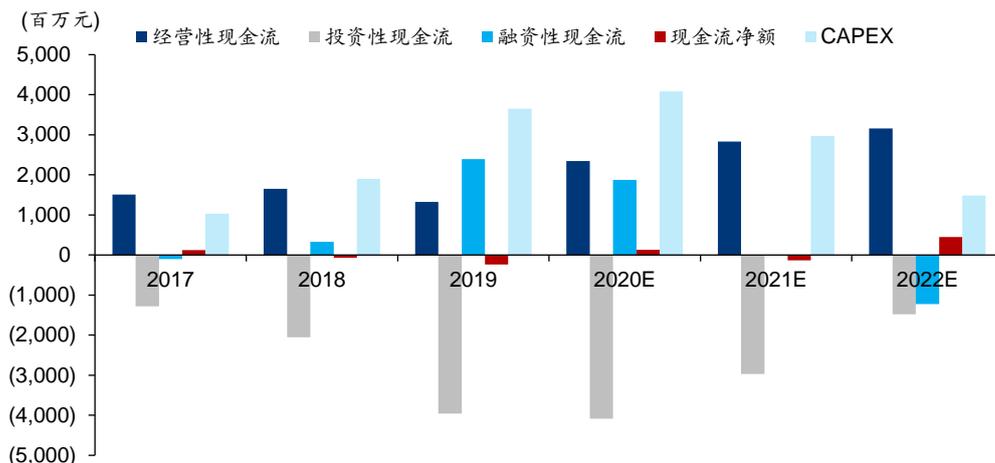
公司	项目名称	状态	业务类型	处理能力(吨/日)	投资额(亿元)	计划完工时间	内部收益率
瀚蓝漳州	漳州北部片区垃圾焚烧发电及配套工程	在建	垃圾焚烧	1,500	6.20	2021/01	6.44%
	漳州市平和生活垃圾焚烧发电项目一期	在建	垃圾焚烧	550	4.50	2021/12	未披露
	漳州市平和生活垃圾焚烧发电项目二期	筹建	垃圾焚烧	550	1.18	未披露	未披露
创冠安溪	安溪县垃圾焚烧发电厂改扩建	在建	垃圾焚烧	750	4.66	2020/08	6.57%
瀚蓝饶平	饶平县宝斗石垃圾填埋升改及资源化利用工程	在建	垃圾焚烧	600	2.98	2020/06	7.92%
瀚蓝南平	建阳区生活垃圾焚烧发电厂技改扩容	在建	垃圾焚烧	600	3.36	2020/12	7.01%
瀚蓝孝感	孝感市垃圾焚烧发电厂一期	在建	垃圾焚烧	1,500	5.67	2020/11	6.86%
	孝感市垃圾焚烧发电厂二期	筹建	垃圾焚烧	750	2.83	2022/01	未披露
创冠晋江	晋江市垃圾焚烧发电综合处理厂提标改建工程	在建	垃圾焚烧	1,500	8.87	2020/09	6.96%
瀚蓝万载	万载县生活垃圾焚烧发电	在建	垃圾焚烧	800	4.09	2020/10	6.58%
创冠中国	贵阳市生活垃圾焚烧发电	筹建	垃圾焚烧	2,000	12.31	2022/02	8.30%
瀚蓝开平	开平市固废综合处理中心一期一阶段	在建	垃圾焚烧	900	5.27	2020/07	9.24%
宣城固废	宣城市生活垃圾焚烧发电二期	在建	垃圾焚烧	1,000	6.50	2020/07	5.43%
海阳固废	海阳市生活垃圾填埋和焚烧发电无害化处理	在建	垃圾焚烧	500	2.50	2020/07	7.00%
乌兰察布固废	乌兰察布生活垃圾焚烧发电一期	在建	垃圾焚烧	800	3.41	2020/12	7.55%
	乌兰察布生活垃圾焚烧发电二期	筹建	垃圾焚烧	400	1.70	2022/01	未披露
	济宁市生活垃圾焚烧发电二期	在建	垃圾焚烧	800	3.50	2020/04	未披露
	淮南市生活垃圾焚烧发电二期	在建	垃圾焚烧	800	3.26	2020/12	未披露
大庆宇合	大庆市餐厨废弃物资源化利用和无害化处理	在建	餐厨垃圾	150	1.48	2021/09	8.01%
瑞嘉环保	牡丹江餐厨废弃物资源化利用和无害化处理	在建	餐厨垃圾	200	1.20	2020/07	8.07%
瀚蓝南平	南平市建阳区餐厨废弃物资源化利用	在建	餐厨垃圾	100	1.54	2020/06	7.66%
驼王生物	怀集县农业资源循环利用处理中心示范	在建	农业垃圾	25	0.45	2020/06	6.50%
	保定市(涑水县)区域性病死畜禽无害化处理中心	在建	农业垃圾	40	0.42	2020/06	7.03%
	遂溪县畜牧业资源循环利用处理中心示范	在建	农业垃圾	40	0.56	2020/07	6.68%
	乐昌市农业资源循环利用处理中心示范	在建	农业垃圾	20	0.35	2020/04	7.52%
绿电公司	桂城街道生活垃圾中转站和移动压缩中转站	在建	垃圾中转站	1,270	1.85	2021/06	7.08%
瀚蓝惠安	惠安县生活垃圾中转站统一市场化管理PPP	在建	垃圾中转站	1,650	1.53	2021/04	6.95%
	枣庄市市中区生活垃圾焚烧发电	筹建	垃圾焚烧	800	5.00	未披露	未披露
	常德市西部生活垃圾焚烧发电	筹建	垃圾焚烧	800	3.07	未披露	未披露
天人瑞合	哈尔滨餐厨废弃物资源化利用和无害化处理扩建	筹建	餐厨垃圾	200	0.84	2020/09	8.64%

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

### 现金流逐步改善, 资金缺口可控

按照目前在手产能测算, CAPEX 顶点将过, 现金流逐步改善。截至2019年末, 公司固废在建项目总投资合计102亿元, 已完成投资52亿元, 剩余待投资50亿元。具体来看, 根据公司公告的在建项目等信息, 我们预计瀚蓝环境2020年资本开支35-45亿元, 经营性现金净流入20-25亿元, 2020年通过短融资金储备16亿元, 20年4月成功发行可转债, 募资净额9.84亿元。

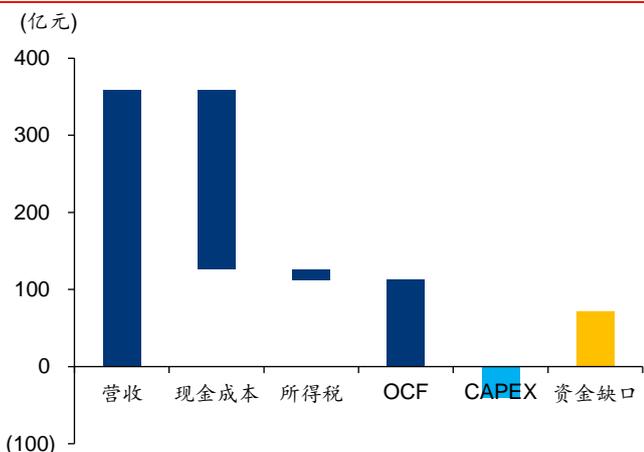
**图表32：瀚蓝环境 2017-21 年历史及预测现金流情况**



资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

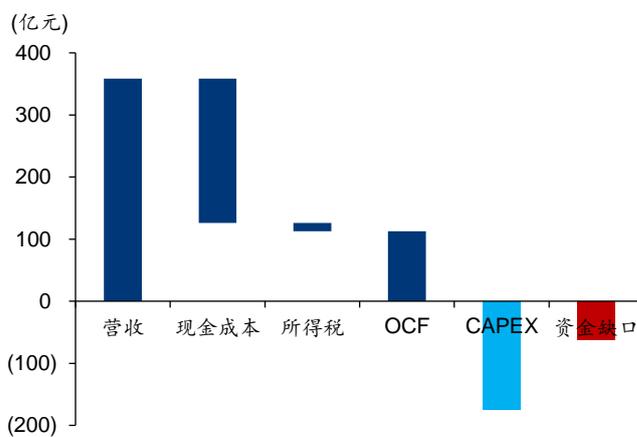
假如 25 年公司固废处理能力进一步提升，达到 6 万吨/日，则 22-25 年资金缺口合计 62 亿元，规模依然可控。截至 20 年 3 月末，公司在手产能（投运+在建+筹建）合计 3.11 万吨/日，我们根据项目进度测算，20-22 年投运产能分别为 1.8/2.6/2.9 万吨/日，2022 年自由现金流转正。假如公司加大对固废处理项目的开拓与收购，2025 年目标产能达到 6 万吨/日（22-25 年投运产能分别达到 3.5/4.5/5.3/6.0 万吨/日），则 22-25 年 CAPEX 将分别为 45/52/42/36 亿元，资金缺口分别为 16/23/14/8 亿元，缺口规模依然可控。

**图表33：如果在手产能保持不变，22-25 年公司不存在资金缺口**



资料来源：华泰证券研究所

**图表34：若 25 年产能增至 6 万吨/日，22-25 年资金缺口合计 62 亿元**



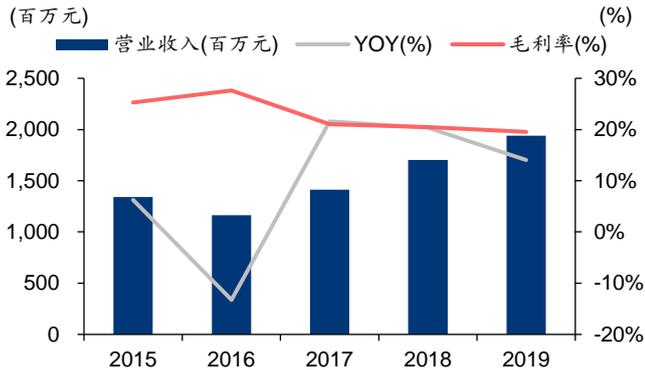
资料来源：华泰证券研究所

## 燃气水务共发展，贡献稳定收入与利润

### 燃气：企业用户开拓，继续培育区外市场

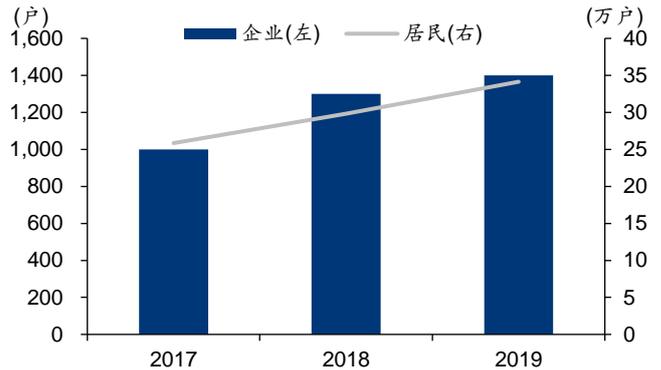
燃气业务收入稳步提升，受益于在地企业供应数快速增长。公司燃气业务分为天然气销售和液化石油气销售业务。2019年，公司燃气业务板块实现营业收入19.40亿元，同比增长14.05%。企业客户为公司燃气业务主要来源，17-19年企业与居民的燃气销售收入比例均为9:1。燃气分销具有区域垄断的特点，政府特许经营权一般为20-30年左右。公司是佛山南海区唯一一家管道燃气供应商，把握17-19年铝型材、陶瓷等企业“煤改气”机遇，企业供应户数保持较快增长。

图表35：2016-19年公司燃气业务实现营收稳步增长



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表36：2017-19年公司居民与企业供应户数实现较快增长



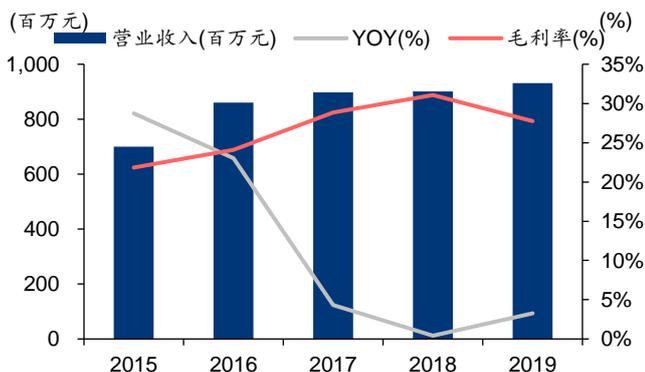
资料来源：华泰证券研究所

**继续培育江西樟树燃气市场。**江西瀚蓝主要服务于江西省樟树市，拥有樟树市11个镇街的燃气特许经营协议和从事燃气经营的相关许可证照及气源协议。江西省发展药品、五金和工业盐开采等行业，天然气需求旺盛，且江西瀚蓝拥有天然气加气母站，资产良好，但因用户基础较差且基础设施不完善等原因，仍处于亏损状态，南海燃气发展取得控制权后进行母站手续补办和基础设施建设。江西瀚蓝自2H17开始销售天然气，2019年末总资产0.80亿元，总负债0.73亿元，2019年营业收入0.08亿元，净利润-0.07亿元。

### 供水：管网漏损持续改善，业务收入增长趋于稳定

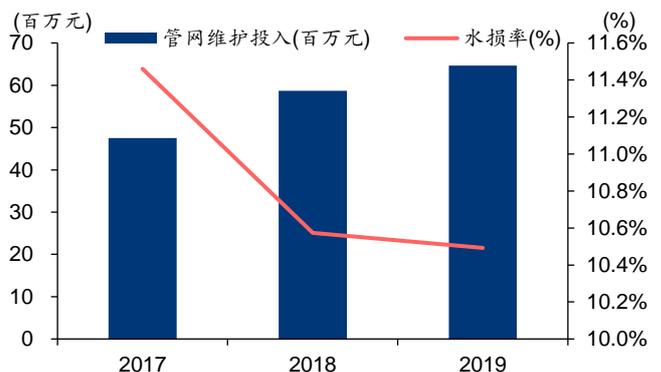
水损控制能力持续提升，20年9月新增供水能力25万吨/日。2017-19年，公司水损率分别为11.46%/10.57%/10.49%，1Q20低至7.62%，显示出公司对水损的控制能力在逐年提升。截至2019年末，公司第二水厂处于扩建当中，项目预计于20年9月投产，每日供水能力将增加25万吨至100万吨，折合年供水量9,125万吨，有效满足下游用户用水量的持续增长。

图表37：2015-19年公司供水业务收入增长趋于平稳



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表38：2017-19年公司水损控制能力持续提升



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表39: 截至2019年末公司运营自来水厂概况

水厂名称	持股比例(%)	运营模式	投运时间	供水能力(万吨/日)	结算单价(元/吨)	供水范围
新桂城水厂	100	自营	2014/11	38	2.19	南海各镇街
第二水厂	100	自营	1999	75	2.19	南海各镇街
第二水厂扩建	100	自营	2020/09	25	2.19	南海各镇街
九江水厂	60	自营	2004/09	12	2.19	九江

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

**18-19年售水总量高于供水总量, 外购水占比提升。**原水方面, 公司从北江干流河段和西江干流南海区九江段取得原水, 水源吸水口位于公司主要水厂上游约3公里处, 公司按照每吨0.20元缴纳原水费, 2019年公司取水量42,772.32万吨。2019年公司外购自来水6,834万吨, 平均购水单价1.37元/吨。受18年官山水厂关停以及地理位置影响, 公司自来水厂无法直接向丹灶镇和西樵镇供应自来水, 当地水务公司主要从佛山西江供水公司购买自来水; 同时, 大沥镇与广州、佛山禅城交接处暂未与公司输水管网相通, 大沥镇需外购自来水。

**污水处理: 提升处理能力, 业务重回增长轨道**

**污水处理能力进一步提升, 业务收入重回增长轨道。**公司污水处理业务包括污水处理和污水管网运营, 污水处理主要由下属10家污水处理公司进行管理。2019年公司日均污水处理能力达到66.8万吨, 同比增长11%; 实际污水处理量为1.91亿吨, 同比增长10%, 在南海区的污水处理市场份额为61.65%。截至2019年末, 公司污水收集网有1349km, 同比增长2%, 服务南海区230万人。得益于污水处理能力提升以及处理费提价, 17-19年公司污水处理业务收入实现连续3年正增长, 同比增速分别为18%/22%/56%。

图表40: 2017-19年公司污水处理业务收入持续增长



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表41: 2017-19年公司污水处理能力与处理价格提升



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

**在手污水处理项目30个, 已投运27个, 在建与拟建项目3个。**截至20年3月末, 公司污水处理项目共30个; 其中投运项目27个, 内部收益率区间为6.5%~10.9%, 均值7.7%; 在建(产能+7万吨/日)与拟建项目3个, 合计投资4.28亿元。

图表42: 截至2020年3月末瀚蓝环境污水板块项目明细表

子公司	项目名称	运营方式	投资额 (万元)	完工时间	内部收益率
净蓝污水	九江明净污水处理厂项目	BOT	3,000	2010/08/11	8.49%
	九江明净污水处理厂二期项目	BOT	5,228	2010/11/24	8.49%
瀚成环境	平洲污水处理厂污水处理项目	TOT	7,158	2005/10/20	7.00%
	平洲污水处理厂二期项目	BOT	4,417	2009/06/26	7.00%
	平洲污水处理厂三期项目	BOT	6,185	2011/05/09	7.00%
里水污水	里水镇城区污水处理厂(一期)项目	TOT	3,401	2007/11/16	7.08%
	里水镇城区污水处理厂(二期)项目	TOT	4,226	2011/01/20	7.08%
	里水镇和桂工业园污水处理厂项目	TOT	510	2005/12/01	7.00%
	里水镇和桂工业园污水处理厂改(迁)建项目	BOT	未披露	*2021/12	7.00%
	里水镇和顺城区污水处理厂项目	BOT	4,707	2011/01/20	7.32%
	里水镇禹门污水处理厂项目	TOT	4,261	2012/08/09	8.18%
	里水镇大石污水处理厂一期项目	BOT	4,406	2018/11/12	8.57%
	里水镇大石污水处理厂扩建(二期)	BOT	未披露	*2021/12	未披露
罗村污水	罗村污水处理厂一期项目	BOT	711	2006/03/01	6.50%
	罗村污水处理厂扩建工程建设项目	BOT	1,498	2010/08/01	6.86%
	罗村街道务庄污水处理厂项目	BOT	2,644	2010/08/01	6.90%
美佳污水	狮山东南污水处理厂项目	BOT	5,864	2011/02/28	8.33%
	狮山镇东南污水处理厂改(迁)建工程	BOT	17,900	*2020/05	未披露
	狮山小塘污水处理厂项目	BOT	7,137	2012/03/30	5.19%
	狮山官窖污水处理厂项目	BOT	2,950	2011/02/28	6.51%
南海尚源	大沥镇城西污水处理厂项目	BOT	10,023	2011/09/06	7.73%
	大沥镇工业废水处理厂一期项目	BOT	6,508	2019/04/01	8.74%
松岗污水	狮山镇松岗污水处理厂项目	BOT	2,753	2009/07/23	7.80%
	狮山镇松岗污水处理厂二期项目	BOT	6,123	2011/04/07	8.07%
丹灶污水	丹灶镇城区污水处理项目	BOT	1,596	2009/12/09	6.90%
	丹灶镇横江污水处理项目	BOT	3,436	2010/02/05	8.95%
	丹灶镇金沙城北污水处理厂	BOT	1,829	2010/07/30	8.93%
樵泰污水	西樵樵泰污水处理厂一期项目	BOT	5,607	2012/11/05	8.06%
	西樵镇西岸樵汇污水处理厂项目	BOT	政府资产	2013/11/01	8.00%
美博污水	狮山镇西北污水处理厂运营维护管理项目	TOT	接收	2018/02/01	10.86%

注: \*表示计划完工时间

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

## 维持“买入”评级，上调目标价至 29.29~31.96 元/股

### 收入预测：2020-2022 年收入增速 18.2%/17.2%/5.5%

**1) 固废处理业务：**16-19 年固废处理业务收入 CAGR 达到 26%。20-22 年公司垃圾焚烧产能加速释放，截至 20 年 3 月末，公司垃圾焚烧投运产能达到 1.53 万吨/日，在筹建垃圾焚烧产能达 1.79 万吨/日，我们预计 20-22 年分别新增投运 0.61/0.85/0.36 万吨/日；其余固废项目在筹建产能合计 0.39 万吨/日，我们预计 20-22 年分别新增投运 0.04/0.24/0.10 万吨/日。垃圾焚烧国补政策有望落地，短期利好增量项目发展，中期健全付费机制。随着公司在手项目陆续完工，20-22 年 BOT 建造收入占比有望逐年下降。我们预计 20-22 年固废处理业务的营业收入分别为 37.8/47.8/50.4 亿元，同比增长 42.6%/26.5%/5.4%。

**2) 燃气业务：**16-19 年燃气业务收入 CAGR 达到 19%。公司是佛山南海区唯一一家管道燃气供应商，把握 17-19 年铝型材、陶瓷等企业“煤改气”机遇，企业供应户数保持较快增长。20 年一季度受新冠疫情影响，企业经营与居民活动有所收缩，燃气用量同比下降，二季度正逐渐恢复至正常水平。随着企业与居民用户燃气渗透率提升，我们预计 21-22 年燃气业务有望保持稳健增长，营业收入分别为 19.6/21.8/24.1 亿元，同比增长 1.1%/10.9%/10.7%。

**3) 供水业务：**16-19 年供水业务收入 CAGR 为 3%，公司对水损的控制能力在逐年提升，第二水厂扩建预计于 20 年 9 月投产，每日供水能力将增加 25 万吨至 100 万吨。我们预计 20-22 年供水业务表现相对平稳，营业收入分别为 9.5/10.4/10.5 亿元，同比增长 1.9%/9.7%/1.0%。

**4) 污水处理业务：**16-19 年污水处理业务收入 CAGR 达到 31%，得益于公司污水处理能力的提升与处理单价的上涨。19 年末公司在建污水处理产能 7 万吨/日（狮山东南污水处理厂改建），较现有产能增加约 10%，20 年 5 月投产；拟建和桂工业园污水处理厂改建项目和里水镇大石污水处理厂扩建项目，均计划于 21 年 12 月完工。我们预计 20-22 年公司污水处理业务营业收入分别为 3.9/4.0/4.1 亿元，同比增长 7.7%/4.3%/1.8%。

综合以上分析，我们预计瀚蓝环境 2020-22 年营业收入为 72.8/85.3/90.1 亿元，收入增速分别为 18.2%/17.2%/5.5%。

图表43：分部收入预测（百万元）

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,202	4,848	6,160	7,280	8,534	9,007
YOY	13.9%	15.4%	27.1%	18.2%	17.2%	5.5%
固废处理	1,421	1,765	2,650	3,779	4,782	5,040
YOY	7.0%	24.2%	50.1%	42.6%	26.5%	5.4%
燃气	1,414	1,701	1,940	1,962	2,177	2,409
YOY	21.6%	20.3%	14.1%	1.1%	10.9%	10.7%
供水	898	902	931	949	1,041	1,052
YOY	4.3%	0.4%	3.3%	1.9%	9.7%	1.0%
污水处理	188	230	359	387	403	410
YOY	17.9%	22.0%	56.3%	7.7%	4.3%	1.8%
其他业务	281	251	279	204	131	96
YOY	56.9%	-10.9%	11.4%	-27.1%	-35.6%	-27.1%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 毛利率预测：2020-2022 年毛利率 28.3%/29.2%/29.7%

**1) 固废处理业务：**17-19 年公司固废 BOT 建造收入占比上升，该业务收入毛利率较低，拉低固废处理业务毛利率；同时，随着固废处理项目的投产，新并表项目投产初期毛利率也低于固废平均历史毛利率。根据我们的测算，20 年公司固废处理业务仍处于新产能加速投放期，21-22 年新增项目规模逐渐收窄，公司毛利率有望回升。我们预计 20-22 年公司固废处理业务毛利率为 30.5%/31.7%/32.7%。

**2) 燃气业务:** 17-19年公司燃气业务毛利率小幅下降, 主要是由于天然气采购价上升, 导致购销差价(毛差)收窄。20年受广东省要求降低气价, 毛差继续收窄, 但21年有望回升。我们预计20-22年公司燃气业务毛利率为18.9%/19.0%/19.3%。

**3) 供水业务:** 17-19年公司供水业务毛利率小幅波动, 受18年官山水厂关停以及地理位置影响, 采购成本较高的外购水占比上升, 同时管网维修费、二次供水清洁费等成本发生较多。随着第二水厂扩建投产, 公司供水能力得以提升, 加之水损率的下降, 供水毛利率有望小幅回升。我们预计20-22年供水业务毛利率为29.7%/31.3%/31.5%。

**4) 污水处理业务:** 17-19年公司污水处理业务毛利率逐年提升, 得益于污水提标改造提价(按照新的污水处理价格与政府进行结算)。20-21年公司在建及拟建污水处理项目共3个, 产能仍与提升空间, 但价格大幅上行的空间不大。我们预计20-22年公司污水处理业务毛利率为44.2%/43.9%/44.1%。

图表44: 分部毛利预测(百万元)

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>毛利</b>	<b>1,329</b>	<b>1,452</b>	<b>1,725</b>	<b>2,060</b>	<b>2,491</b>	<b>2,675</b>
毛利率	31.6%	30.0%	28.0%	28.3%	29.2%	29.7%
<b>固废处理</b>	<b>569</b>	<b>621</b>	<b>835</b>	<b>1,152</b>	<b>1,516</b>	<b>1,649</b>
毛利率	40.1%	35.2%	31.5%	30.5%	31.7%	32.7%
<b>燃气</b>	<b>298</b>	<b>349</b>	<b>379</b>	<b>371</b>	<b>414</b>	<b>464</b>
毛利率	21.0%	20.5%	19.5%	18.9%	19.0%	19.3%
<b>供水</b>	<b>259</b>	<b>280</b>	<b>258</b>	<b>282</b>	<b>326</b>	<b>331</b>
毛利率	28.9%	31.1%	27.7%	29.7%	31.3%	31.5%
<b>污水处理</b>	<b>70</b>	<b>93</b>	<b>159</b>	<b>171</b>	<b>177</b>	<b>181</b>
毛利率	37.3%	40.4%	44.2%	44.2%	43.9%	44.1%
<b>其他业务</b>	<b>133</b>	<b>109</b>	<b>94</b>	<b>84</b>	<b>58</b>	<b>51</b>
毛利率	47.3%	43.6%	33.7%	41.2%	44.3%	53.1%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

综合以上分析, 我们预计瀚蓝环境20-22年毛利率分别为28.3%/29.2%/29.7%。

### 维持“买入”评级, 目标价29.29~31.96元/股

截至20年3月末, 公司在建及筹建固废项目近30个, 我们预计随着项目不断投产公司未来运营收入将持续提升。公司经营稳健, 管理机制改善。考虑到疫情影响, 下调公司20年归母净利润预测至10.2亿元(原值11.0亿元), 上调21-22年归母净利润预测至12.5/14.2亿元(原值12.4/13.0亿元), 对应2020-22年EPS为1.33/1.63/1.85元。参考可比公司2020年平均P/E 19x, 给予公司20年22-24xP/E, 上调目标价至29.29~31.96元/股, 维持“买入”评级。

图表45: 盈利预测调整表

	原预测(调整前)			现预测(调整后)			变化幅度		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,403	8,086	8,030	7,280	8,534	9,007	-1.7%	5.5%	12.2%
毛利率(%)	29.1%	29.7%	29.8%	28.3%	29.2%	29.7%	-0.8 pct	-0.5 pct	-0.1 pct
净利率(%)	14.9%	15.4%	16.2%	14.0%	14.6%	15.8%	-0.8 pct	-0.8 pct	-0.4 pct
归母净利润(百万元)	1,100	1,242	1,297	1,020	1,247	1,419	-7.3%	0.4%	9.4%
EPS(元)	1.43	1.62	1.69	1.33	1.63	1.85	-7.0%	0.6%	9.5%

资料来源: 华泰证券研究所

图表46: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	评级	目标价(元)	市值(mn)			市盈率(x)			市净率(x)			ROE(%)		
				2020/7/29	20E	21E	22E	20E	21E	22E	20E	21E	22E	20E	21E
伟明环保	603568	CH 买入	33.66~38.84	28,197	23	18	15	5.4	4.2	3.3	24%	24%	23%		
启迪环境	000826	CH 买入	14.85~15.40	11,702	15	13	10	0.7	0.7	-	5%	5%	-		
上海环境	601200	CH 买入	12.93~15.22	12,113	18	14	12	1.6	1.4	1.3	9%	10%	11%		
盈峰环境	000967	CH 买入	11.48~11.95	30,239	19	16	14	1.8	1.6	1.5	9%	10%	11%		
中间值					19	15	13	1.7	1.5	1.5	9%	10%	11%		
平均值					19	15	13	2.4	2.0	2.0	12%	13%	15%		
瀚蓝环境	600323	CH 买入	29.29~31.96	20,176	20	16	14	2.4	2.1	1.9	14%	14%	14%		

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 风险提示

1) **垃圾焚烧项目投产进度低于预期。**项目投产进度很可能受地方政策、天气、居民抗议等因素影响而不及预期,项目建设滞后无法按计划投产,将导致各公司投产情况不如我们的预测值。

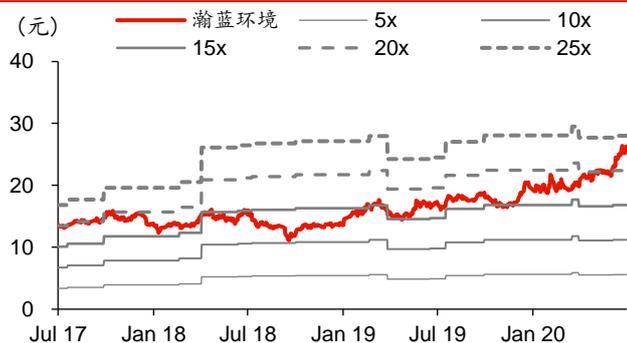
2) **垃圾焚烧补贴电价政策调整风险。**根据2012年发布的《国家发展改革委关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》,为了引导垃圾焚烧发电行业的发展,国家给予垃圾焚烧发电企业一定的上网电价补贴:折算每吨生活垃圾上网电量在280千瓦时/吨以内的部分执行垃圾发电标杆电价0.65元/千瓦时,超出280千瓦时/吨的部分才执行当地同类燃煤发电机组上网电价(目前各省份的燃煤发电机组标杆上网电价普遍处于0.25-0.45元/千瓦时的区间内)。但是随着垃圾焚烧发电行业的不断发展以及我国城市垃圾无害化处理方式的不断变革,未来国家对于行业的引导政策可能发生改变,电价补贴可能减少甚至取消,垃圾发电标杆电价可能会进一步向燃煤发电机组标杆电价靠拢。

3) **公司层面战略变化。**如果相关上市公司对业务布局有重大调整,报告前述分析将不再适用。

4) **融资趋势发生大幅度逆转。**对于主营垃圾焚烧业务公司而言,前期建设需要较大资本投入,公司业绩对融资成本变动较为敏感,如果融资条件显著收紧,将对该类公司业务产生负面影响。

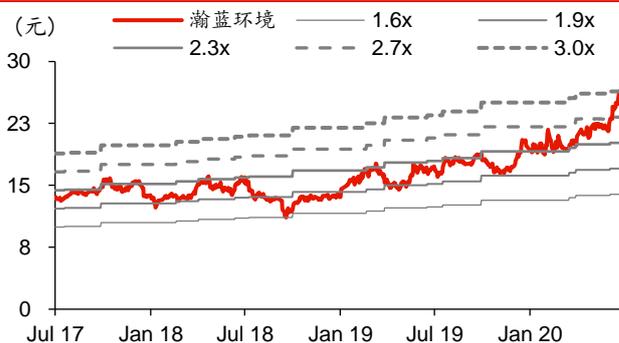
### PE/PB - Bands

图表47: 瀚蓝环境历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表48: 瀚蓝环境历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 附录：报告涉及公司列表

图表49：报告涉及公司列表（按照文中首次出现顺序先后排列）

公司名称	股票代码	评级	目标价	货币单位
瀚蓝环境	600323 CH	买入	29.29~31.96	人民币元
南海控股公司	未上市			
南海城建投资公司	未上市			
南海供水集团	未上市			
南海环保电厂	瀚蓝环境子公司			
南海燃气发展	瀚蓝环境子公司			
深圳国源	瀚蓝环境子公司			
创冠中国/瀚蓝（厦门）	瀚蓝环境子公司			
光大国际	257 HK	未覆盖		
绿色动力	601330 CH	买入	11.04~11.96	人民币元
粤丰环保	1381 HK	未覆盖		
上海环境	601200 CH	买入	12.93~15.22	人民币元
旺能环境	002034 CH	买入	21.72~24.13	人民币元
中国天楹	000035 CH	未覆盖		
伟明环保	603568 CH	买入	33.66~38.84	人民币元
城发环境	000885 CH	买入	11.24~12.58	人民币元
中国环境保护集团	未上市			
康恒环境	未上市			
深圳能源	000027 CH	未覆盖		
北京控股环境集团	154 HK	未覆盖		
重庆三峰	601827 CH	未覆盖		
广州环保	未上市			
浙能集团	未上市			
锦江环境	浙能集团子公司			
威立雅中国	VIE FP	未覆盖		
盛运环保	300090 CH	未覆盖		
首创环境	3989 HK	未覆盖		
启迪环境	000826 CH	买入	14.85~15.40	人民币元
海螺创业	586 HK	未覆盖		
圣元环保	未上市			
泰达环保	未上市			
中国恩菲	未上市			
高能环境	603588 CH	买入	13.76~14.53	人民币元
中科润宇	未上市			
盈峰环境	000967 CH	买入	11.48~11.95	人民币元

资料来源：Wind、Bloomberg、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,384	3,265	3,383	3,076	3,160
现金	1,224	992.93	789.68	312.39	454.21
应收账款	414.59	906.73	1,072	1,131	1,074
其他应收账款	124.93	106.18	125.48	158.78	179.92
预付账款	276.17	418.49	492.60	503.99	458.70
存货	179.63	354.92	417.77	483.59	506.72
其他流动资产	164.47	486.22	486.22	486.22	486.22
非流动资产	14,109	17,805	21,361	23,708	24,154
长期投资	390.17	442.29	442.29	442.29	442.29
固定投资	3,352	4,589	4,988	5,656	6,319
无形资产	7,066	7,589	8,080	8,542	8,976
其他非流动资产	3,300	5,185	7,851	9,068	8,418
资产总计	16,492	21,071	24,744	26,784	27,314
流动负债	3,790	6,696	7,744	8,299	8,308
短期借款	239.80	1,272	1,832	1,877	1,801
应付账款	1,354	2,132	2,384	2,622	2,610
其他流动负债	2,197	3,292	3,527	3,800	3,897
非流动负债	6,277	7,244	8,028	8,428	7,728
长期借款	3,527	4,521	4,321	4,121	3,421
其他非流动负债	2,751	2,723	3,707	4,307	4,307
负债合计	10,068	13,940	15,772	16,727	16,036
少数股东权益	589.84	573.06	578.55	604.57	636.30
股本	766.26	766.26	766.26	766.26	766.26
资本公积	1,521	1,479	1,479	1,479	1,479
留存公积	3,504	4,260	6,148	7,207	8,396
归属母公司股东权益	5,834	6,558	8,394	9,452	10,641
负债和股东权益	16,492	21,071	24,744	26,784	27,314

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	1,652	1,324	2,250	2,775	2,823
净利润	875.51	912.60	1,020	1,247	1,419
折旧摊销	623.04	744.26	825.57	893.63	967.69
财务费用	213.96	224.05	287.86	324.46	327.87
投资损失	(177.08)	(55.84)	(55.84)	(55.84)	(67.01)
营运资金变动	74.25	(513.95)	166.82	340.40	143.02
其他经营现金	42.17	13.24	5.49	26.02	31.73
投资活动现金	(2,051)	(3,955)	(4,325)	(3,185)	(1,346)
资本支出	1,900	3,655	4,319	3,179	1,351
长期投资	5.80	4.90	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	145.16	295.18	6.60	6.60	(4.56)
筹资活动现金	326.18	2,393	1,872	(67.53)	(1,334)
短期借款	194.80	1,032	560.00	45.39	(76.07)
长期借款	861.95	993.96	(200.00)	(200.00)	(700.00)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(216.96)	(41.90)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(513.61)	408.49	1,512	87.07	(558.18)
现金净增加额	(72.73)	(237.41)	(203.24)	(477.29)	141.82

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,848	6,160	7,280	8,534	9,007
营业成本	3,396	4,435	5,220	6,042	6,331
营业税金及附加	37.76	41.68	58.24	68.27	54.04
营业费用	69.10	74.47	88.01	103.17	90.07
管理费用	274.38	373.70	509.59	580.31	603.47
财务费用	213.96	224.05	287.86	324.46	327.87
资产减值损失	29.31	45.13	58.24	68.27	72.06
公允价值变动收益	0.00	0.66	0.66	0.66	0.66
投资净收益	177.08	55.84	55.84	55.84	67.01
营业利润	1,103	1,066	1,240	1,547	1,747
营业外收入	15.43	53.62	30.62	28.00	26.00
营业外支出	5.64	3.81	3.81	3.81	3.81
利润总额	1,113	1,116	1,266	1,571	1,770
所得税	234.09	212.20	240.62	298.57	318.51
净利润	878.75	903.64	1,026	1,273	1,451
少数股东损益	3.24	(8.97)	5.49	26.02	31.73
归属母公司净利润	875.51	912.60	1,020	1,247	1,419
EBITDA	1,674	1,953	2,203	2,607	2,869
EPS (元, 基本)	1.14	1.19	1.33	1.63	1.85

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	15.38	27.05	18.18	17.23	5.54
营业利润	27.99	(3.36)	16.28	24.82	12.93
归属母公司净利润	34.23	4.24	11.80	22.20	13.83
获利能力 (%)					
毛利率	29.95	28.01	28.29	29.19	29.70
净利率	18.06	14.81	14.02	14.61	15.76
ROE	15.69	14.73	13.65	13.97	14.13
ROIC	10.16	9.79	8.86	9.58	10.13
偿债能力					
资产负债率 (%)	61.05	66.16	63.74	62.45	58.71
净负债比率 (%)	46.13	47.85	44.57	41.10	38.04
流动比率	0.63	0.49	0.44	0.37	0.38
速动比率	0.58	0.43	0.38	0.31	0.32
营运能力					
总资产周转率	0.32	0.33	0.32	0.33	0.33
应收账款周转率	12.86	9.32	7.36	7.75	8.17
应付账款周转率	2.90	2.54	2.31	2.41	2.42
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.14	1.19	1.33	1.63	1.85
每股经营现金流(最新摊薄)	2.16	1.73	2.94	3.62	3.68
每股净资产(最新摊薄)	7.61	8.56	10.95	12.34	13.89
估值比率					
PE (倍)	23.04	22.11	19.77	16.18	14.22
PB (倍)	3.46	3.08	2.40	2.13	1.90
EV_EBITDA (倍)	16.30	13.97	12.39	10.47	9.51

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

本人，王玮嘉、黄波、施静，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或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。本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。本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。投资者应当考虑到本公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 针对美国司法管辖区的声明

#### 美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 所有权及重大利益冲突

分析师王玮嘉、黄波、施静本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

## 重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

## 法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司