

证券研究报告

2018年05月29日

2018年中期投资策略研讨会

危废—工业环保必有此一役

高盈利性运营资产，兼具成长性与稳定现金回流

行业评级：增持

姓名：徐强（分析师）

证书编号：S0880517040002

姓名：韩佳蕊（分析师）

证书编号：S0880517030004

姓名：邵潇（分析师）

证书编号：S0880517070004

姓名：翟堃（分析师）

证书编号：S0880517100004



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

目录 / CONTENTS

- 01 “清废行动2018” 唱响2018工业环保主旋律
- 02 危废处置攻坚战——工业环保必有此一役
- 03 行业格局：产能缺口长期存续，收储价格维持高位
- 04 危废处置：环保皇冠上的明珠&企业何以致胜

01

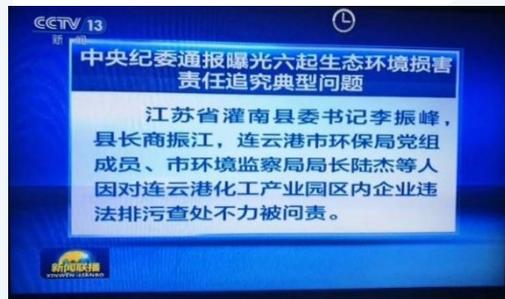
“清废行动2018” 唱响2018工业环保主旋律



数据来源：新华网



数据来源：黄石环保公众号



数据来源：新闻联播截图

总书记考察长江

4月26日：坚持把修复长江生态环境摆在推动长江经济带发展工作的重要位置，共抓长江大保护——新华网

“清废行动2018” 启动

5月9日：组成150个组，对长江经济带固体废物倾倒地情况全面摸排核实，对发现的问题督促地方政府限期整改，对发现的违法行为依法查处。——生态环境部官网

中央纪委通报曝光

5月23日：六起生态环境损害责任追究典型问题：天津津南、河北宁晋、江苏灌南、安徽铜陵、重庆城口、中铝兰州等工业污染问题。——新闻联播

危废处置——环保行业极少数处罚入刑子版块

危废，即工业生产过程中产生的危险废弃物，主要包括化工、冶炼等制造业中产生的废酸、废碱、石棉废物、冶炼废物、废矿物油等。危废管理是环保行业极少数处罚入刑的子版块。危废违法犯罪社会影响恶劣、民众反应激烈、舆论敏感性高，严重威胁人身生命安全与环境质量。因此，我国对危废界定执行名录管理制度，并执行全生命周期管理。

危废处置——涉及国民经济的所有行业

就产废行业而言，危险废物来自国民经济的几乎所有行业，但化工、有色、采矿作为我国危废产量最大的三个行业，合计占总产量49%。2015年，危废产量最大的四个行业分别为：化学原料和化学制品制造业、有色金属冶炼和压延加工业、非金属矿采选业、造纸和纸制品业，分别占工业危险废物产生量的19.2%、15.6%、13.8%和12.7%。

图1：不同省份产废品类有所差异



数据来源：环保部、国泰君安证券研究

危废处置——工业环保当有此一役

大量企业通过堆存和非法途径处置危废

对于核准产能的处置规模远小于官方公布的处置总额。官方文件提示，缺口部分是产废企业自行处置量。但由于统计数据来自产废企业自行填报，已填报自行处置量是否处置并不确定。根据2016-2017年中央环保督查的各省整改方案，危废长期堆存、不知去向问题较为普遍，仍有大量危废被贮存或被非法丢弃，潜在风险高。

表1:2016-2017年环保督查中发现多省危废违法处置与长期堆存

省份	问题描述
河北省	衡水市枣强县大营污水处理厂周边2万多吨含铬污泥长期堆放。 辛集市制革园区锚营垃圾暂存场长期非法堆放含铬蓝皮丝800余吨。
江西省	抽查31家危险废物产生单位，有13家危废去向不明或处置不规范，5家长期存放
内蒙古	未经综合利用和处置的冶炼废渣和含砷废渣长期违规堆存，全区堆存量已达到286.6万吨。
江苏省	灌南县连云港化工产业园、灌云临港产业区化工园超期贮存大量危险废物。
广西省	河池市废弃砒霜厂址26处，仅修复1处，仍有4.8万吨废渣未有效处置；关停的33家有色冶炼企业，遗留各类废渣约32.3万吨，其中危险废物13.7万吨。
福建省	大量危废暂存，全省待处置飞灰11.55万吨，待处置精馏残渣2.14万吨，待处置表面处理废物2.5万吨

数据来源：环保部、国泰君安证券研究



03

行业格局：产能缺口长期存续，收储价格维持高位



危废产量逐年提升

根据不同数据口径的比较与修正，我们估算2016年，我国危废的实际产生量约为1.2亿吨。（详见此前深度报告《危废处置——环保行业皇冠上的明珠》），但各口径均体现出危废产量逐年提升的趋势。

- 一方面，危废的产生量与工业生产活动息息相关，随着工业增加值逐年提升，危废产量亦水涨船高。
- 另一方面，由于“两高司法解释”、环保督查以及环境税开征等严格执法政策落地，更多危废逐步进入合法途径被统计与处置。



数据来源：国家统计局、国泰君安证券研究



产能规模快速增长，仍有近50%缺口

2006-2016年，我国危废行业的核准产能得到快速提升，全国危废处理产能CAGR约26%。由2006年资质规模659万吨/年，提升至2016年，全国危废许可证2195份，规模达到6471万吨/年。尽管如此，较之我国危废实际产量，仍有较大结构性缺口。

图3：06-16年全国危废经营许可规模迅速增长（万吨/年）



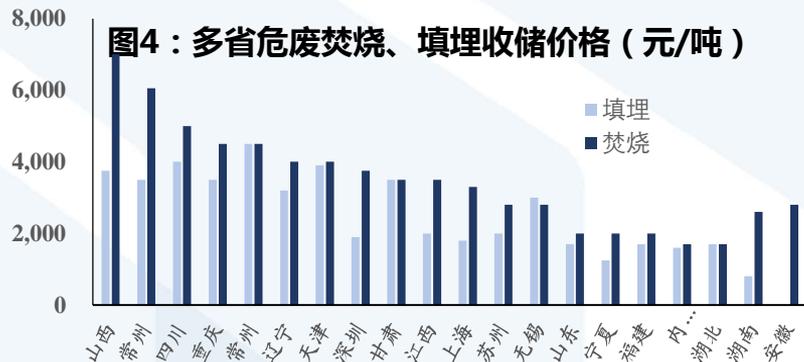
数据来源：国家统计局、国泰君安证券研究

行业格局：产能缺口长期存续，收储价格维持高位



收储价格维持高位

根据我们对各省物价局、各地危废上市公司的调研，搜集得到各地危废收储价格，综合考虑危废焚烧成本在2500元/吨，而多地价格显著高于成本价，侧面体现出供不应求格局。我们从草根调研中了解到，部分危废焚烧企业在1季度签订的危废处置合约，就达到全年产能规模。



数据来源：各省物价局、当地上市公司公告、国泰君安证券研究



产能缺口红利将维持5-9年

假设2017年起，我国危废产量维持每年9%增速（过去五年增速在-9%~35%之间波动，复合增速9%），而危废产能维持每年20%的增速（过去三年增速在19%~23%之间波动，复合增速21%）：

- 乐观假设下，以产能总量计算缺口规模：每年危废产能利用率保持100%，则供需缺口会在2022年附近消失，则危废缺口存续时间约为5年。
- 悲观假设下，以有效产能量计算缺口规模：每年危废产能的利用率从2016年的25%为基础，每年提升5pct，则供需缺口会在2026年附近消失，危废缺口的存续时间约为9年。

04 工艺&监管瓶颈突破，供需两旺的五年黄金期启动



监管瓶颈突破——“灰色地带”快速阳光化

产能缺口长期存在的原因：

- 产能不足与执法不严的恶性循环：环评审批严格→处置产能不足→政府无法重拳执法立场→法不责众→新产能投资动力不足。
- “长尾效应”提升监管难度。

环保督查&环境税开征，将危废向合法渠道挤压：

- 环保督查，提升地方政府对危废监管力度：“督政”意味明确，各省普遍存在的危废堆存、去向不明与危废产能违规操作问题，督查暴露后将引起各地政府的进一步关注。
- 环境税进一步明确法律边界，危废数据建档覆盖度&准确度提升：危险废物每吨征税1000元。环境税开征，促使其主动通过

合规渠道处置利用危废。



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信·责任·亲和·专业·创新 | 2018年中期策略研讨会



工艺瓶颈突破——产能迅速释放

水泥窑协同处置危废，是利用水泥窑的大热容量、稳定运行窑炉，焚烧危险废物，已经在海外有30年左右的成熟应用经验，有望快速释放产能，降低平均成本，化解我国危废产能缺口。

- **产能释放速度快**：从项目备案到最终投运，周期在2年左右，较传统焚烧节约3年左右时间。单体项目产能规模，相当于传统专业焚烧炉的5-10倍，显著提升了产能扩张速度。
- **投资与运营成本低**：由于无需新建窑炉，投资强度<1000元/吨，传统危废焚烧炉投资强度0.8-1.6万元/吨。由于灰渣无需填埋与折旧较少，处置成本约500元/吨，传统焚烧成本约为2500元/吨。
- **适用危废品类占危废总品类的80%**

请参阅附注免责声明

危废处置：环保行业皇冠上的明珠

危废处置版块是环保行业中商业模式最优质、业绩质量最高的细分板块：①危废处置直接面向工业客户，市场化程度较高；不存在关联交易。②供需缺口带来较强议价权，现金流回流往往超前于收入确认。

除专营危废的东江环保（002672.SZ）之外，A股近年来先后有13家公司通过并购产能、购买批文并新建产能、申请批文并新建产能、技改扩产，等方式进入危废产业。

表 2：A股、H股环保公司积极通过外延/内生方式切入危废处置行业

公司	代码	主营业务	现有产能(万吨/年)	远期产能(万吨/年)	转型危废时间	转型进入方式
东江环保	002672.SZ	危废	175	300	1999/9/1	募资自建，收购+改扩建
金圆股份	000546.SZ	水泥+危废	63.1	274	2017/8/1	定增江西新金叶58%股权、同时自建三个危废项目
东方园林	002310.SZ	PPP	62.14		2015/9/1	现金1.41亿元收购吴中固废并增资0.5亿元
海螺创业	0586.HK	危/固废	54.5	300	2016/1/1	收购尧柏环保，布局水泥窑协同处置危/固废
高能环境	603588.SH	固废处置	35	45	2016/2/1	7000万增资获新德环保51%股权及多次并购
中金环境	300145.SZ	水处理	18	30	2017/12/1	现金18.5亿收购金泰莱100%股权
万邦达	300055.SZ	水处理	12.8	24.79	2011/11/1	向吉林固废增资1.5亿元，持股92.59%。
永清环保	300187.SZ	土壤修复	7.1		2017/12/1	定增作价10.75亿元收购康博固废100%股权
雪浪环境	300385.SZ	危废	6.4	20	2014/12/11	6.8亿收购无锡工废51%的股权
碧水源	300070.SZ	水处理	2.5	2.9	2017/6/1	现金7500万元收购定州京城环保100%股权
旺能环境	002034.SZ	固废	1	60	2017/12/1	上市公司与美欣达集团资产置换。

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究



① 点位争夺战即将展开，快速布点=区域垄断优势

由于地方政府对于危废产能批复的审慎性原则，确保产能规模与本区域产废规模接近即可，先进入者具有显著的垄断优势。危废产量大、产能缺口显著、企业偿付能力强的区域，将是行业争夺的重点，随着行业内进入明确的爆发阶段，危废点位的争取将会进入白热化阶段，快速的市场反应能力是首要的关键性因素。

② 水泥窑协同处置危废点位尤其稀缺

水泥窑协同处置危废工艺，需要依托现有水泥产能，而后者格局已基本确定，因此点位有限性更加突出。目前全国范围内新型干法生产线共计1769条，其中最终可进行协同处置危废改造的生产线预计将有150-200条，一旦高执行效率的企业将稀缺点位瓜分完毕，其他竞争者将会彻底失去进入市场的可能。

③ 全牌照产能配置=一站式收储+最优成本结构

危废处置企业通过持有尽可能多的危废品类处置牌照，为产废企业提供一站式服务，将显著减少客户不同危废的贮存与管理难度，企业粘性也相应显著加强。在目前产能严重不足且全牌照布局极少的情况下，这一趋势还未充分体现，而一旦进入市场供需平衡状态，全牌照溢价优势将更加充分显现。

④ 内生性成长：标志着危废企业登堂入室

尽管企业普遍通过并购成熟长切入，但持续性并购发展壮大成本较高（ $PE \geq 10$ ），资金消耗过大，并非长久之道。内生性扩张是公司低成本积累优质运营性资产的最佳方式。

同时，内生性成长能力是判断企业能否持续成长的关键，即，从自主申请环评或并购成熟批文起步，进行项目的建设与高质量运营。

07

重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	股价(元) 20180525	每股收益(元)			市盈率(X)			投资评级
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
0586.HK	海螺创业	20.55	1.89	2.49	3.03	11	8	7	增持

资料来源：wind，国泰君安证券研究（以上数据均以人民币为单位）

风险提示：政策在个别省份的执行进度或有滞后。公司项目投产进度不及预期

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

国泰君安环保团队

Thank you for listening



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES