

# 静待融资环境缓解，关注垃圾焚烧、危废处置领域

## ——节能环保行业 2018 年第 4 季度投资策略报告

分析师：张敬华

SAC NO: S1150513080004

2018 年 09 月 14 日

### 证券分析师

张敬华  
010-68104651  
zhangjh\_bh@126.com

### 助理分析师

刘蕾  
010-68104662  
SAC NO: S1150116110003  
shuidaileilei@126.com

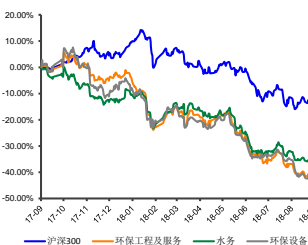
### 子行业评级

节能环保 看好

### 重点品种推荐

伟明环保	增持
瀚蓝环境	增持
东江环保	增持

### 最近一年行业相对走势



### 相关研究报告

### 投资要点：

#### ● 板块持续调整，估值回落至十年低点

2018 年前三季度，环保板块持续回调，主要是受年初部分个股业绩不达预期、债务违约事件爆发以及企业融资成本提升影响。截至 9 月 12 日，环保工程及服务指数、水务指数、环保设备指数累计分别下跌 41.36%、28.28% 和 39.66%，分别对应跑输沪深 300 指数 19.70、6.62 和 18.00 个百分点。估值方面，截至 9 月 12 日，渤海节能环保板块（TTM 整体法，剔除负值）市盈率为 18.70 倍，较年初减少 43%，相对沪深 300 的估值溢价率则由年初的 127.86% 大幅下降至 74.93%。目前，渤海节能环保板块市盈率已经接近近十年来历史底部（PE 约 18.5X），向下调整空间比较有限，具备一定的安全性。

#### ● 生活垃圾：焚烧发电成主流，增长值得期待

2016 年，全国城市生活垃圾清运量约 2.04 亿吨，较 2005 年增加 30.8%，年均复合增速 2.5%。伴随城镇化持续推进以及人民生活水平提升推动，预计城市生活垃圾产生及清运量将持续增加。虽然目前城市生活垃圾无害化处理率已从 2005 年的 51.7% 大幅提升到 2016 年的 96.62%，但未无害化的历史累积存量仍在持续增加且数量巨大，仅 2005-2016 年城市垃圾清运量中未无害化的部分累计就高达 4.44 亿吨，若考虑无害化处理率更低的县镇及农村，则城镇生活垃圾历史堆存量的数字将更为庞大。显然，要缓解当前垃圾围城的压力，改善城镇人居环境，加大无害化处理设施建设投入是必然要求，而这也将为垃圾处理市场的发展带来广阔的空间。根据测算，2017-2020 年生活垃圾焚烧发电设施建设投入规模达 1,677 亿元（年均 419 亿元），市场空间仍然广阔。

#### ● 危废处置景气度提升，发展潜力巨大

2006-2016 年我国工业危废产生量年均复合增长率 17.3%，危废产生量总体呈现较快增长势头。由于危废监管相对滞后，我国危废还存在底数不清问题，尚有大量危废并未纳入到环保部门统计范围，实际的危废产生量或被严重低估。另外，2016 年，全国危险废物实际经营规模为 1,629 万吨，仅为原环保部公布的危废产生量 5,347 万吨的 30.47%，处置缺口巨大。“两高”发布新司法解释、长江经济带固体废物大排查和清废行动 2018 开展，监管执法再升级，高压态势下，危废处置需求有望加速释放。危废处置发展潜力巨大，预计在 2020 年危废利用处置市场规模将达到 1,661 亿元。

#### ● 投资策略

2018 年以来，受部分个股业绩低于预期、部分企业爆发债务违约事件、中美贸易摩擦以及融资成本提升等内外因素综合影响，环保板块整体表现不佳。经过持续的回调，板块目前估值已经接近近 10 年来历史底部（PE 约 18.5X），

具备一定的安全边际。行业层面，今年以来，环保政策利好频出。生态环境部组建、生态环境部三定方案出炉，使生态环境保护的顶层机制得到进一步完善；国务院发文要求坚决打好污染防治攻坚战、中央环保督察“回头看”工作持续推进，政策体系不断完善以及监管执法持续高压，进一步助推提升行业景气度。因此，我们仍然维持此前的观点，看好环保行业的长期发展。伴随资管新规发布、国常会及中央政治局会议先后提出财政政策要更加积极，融资利好政策持续落地，环保行业融资困难的问题有望得到缓解，板块整体估值也有望迎来修复行情。当前市场环境下，建议优先关注现金流稳定、自身造血能力较强的运营类资产，这类标的盈利稳定性强、对外部资金依赖性小，推荐：垃圾焚烧领域的**瀚蓝环境(600323.SH)**和**伟明环保(603568.SH)**，以及危废处置龙头**东江环保(002672.SZ)**。

### ● 风险提示

1) 政策落实低于预期；2) 项目落地缓慢；3) 监管执法力度不及预期；4) 行业竞争加剧致毛利率下滑。

## 目 录

1.回顾与展望 .....	5
1.1 板块持续调整，估值回落至十年低点.....	5
1.2 行业增速大幅放缓，子行业分化明显.....	6
1.3 政策利好频出，静待融资环境缓解.....	9
2.生活垃圾：焚烧发电成主流，增长值得期待.....	10
2.1 垃圾清运量持续增长，处理能力相对不足.....	10
2.2 焚烧发电优势突出，渐成主流趋势.....	12
2.3 政策扶植下千亿市场空间待释放.....	13
3.危废处置景气度提升，发展潜力巨大.....	15
3.1 危废供需缺口依然巨大.....	15
3.2 监管执法升级，行业景气度提升.....	17
3.3 千亿市场有望加速释放.....	18
4.投资建议 .....	19
5.风险提示 .....	20

## 图 目 录

图 1: 18 年前三季度渤海节能环保板块与沪深 300 指数走势对比.....	5
图 2: 2018Q1-Q3 渤海节能环保子行业涨跌幅情况.....	6
图 3: 2018Q1-Q3 渤海节能环保板块个股涨跌幅分布情况.....	6
图 4: 渤海节能环保板块与沪深 300 的市盈率变化对比.....	6
图 5: 近十以来渤海节能环保板块估值变动情况.....	6
图 6: 环保行业近 5 年来上半年度收入及增速情况.....	7
图 7: 环保行业近 5 年来上半年度归母净利润及增速情况.....	7
图 8: 18H1/17H1 节能环保行业各子行业营收增速对比.....	7
图 9: 18H1/17H1 节能环保行业各子行业归母净利增速对比.....	7
图 10: 渤海节能环保行业及子行业毛利率变化情况.....	8
图 11: 渤海节能环保行业及子行业净利率变化情况.....	8
图 12: 2018H1 环保板块营收增速区间统计.....	9
图 13: 2018H1 环保板块归母净利润增速区间统计.....	9
图 14: 污染防治攻坚战三大保卫战.....	9
图 15: 污染防治攻坚战七大标志性重大战役.....	9
图 16: 环保部门历次变革.....	10
图 17: 生态环境部整合情况.....	10
图 18: 我国城镇化率及生活垃圾清运量.....	11
图 19: 我国城市生活垃圾无害化处理情况.....	11
图 20: “十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设投资情况（亿元）.....	12
图 21: 我国垃圾焚烧发电工艺流程.....	12
图 22: 焚烧发电在垃圾无害化处理能力中的比重快速提升.....	13
图 23: 全国垃圾焚烧处理能力预测（万吨/日）.....	14
图 24: 全国垃圾焚烧设施建设投资需求预测（亿元）.....	14
图 25: 危险废物的特性及危害.....	15
图 26: 2006-2016 年全国危废产生量及增长率.....	16
图 27: 基于普查公报对全国危废产生量的预测（万吨）.....	16
图 28: 2006-2016 年全国危险废物实际经营规模.....	17
图 29: 2006-2016 年全国工业危废处理处置总量变化情况.....	19
图 30: 2017-2020 年危废利用处置市场规模预测.....	19

## 表 目 录

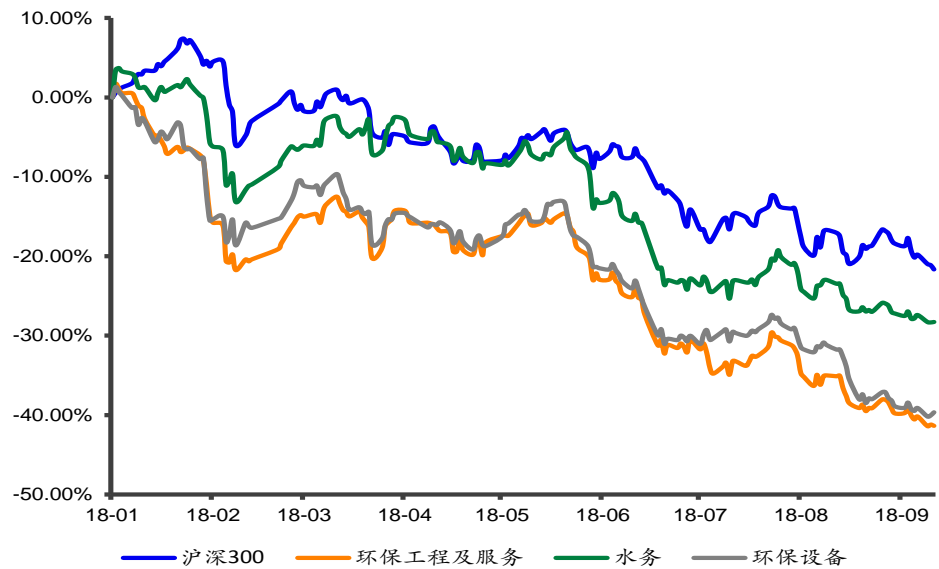
表 1: “十二五”以来我国生活垃圾焚烧领域相关政策.....	14
表 2: 新版《名录》主要修改内容.....	16
表 3: “十二五”以来危废防治领域主要的政策法规.....	18
表 4: 重点推荐公司盈利预测及评级.....	19

## 1. 回顾与展望

### 1.1 板块持续调整，估值回落至十年低点

2018 年前三季度，环保板块持续回调，主要是受年初部分个股业绩不达预期、债务违约事件爆发以及企业融资成本提升影响。截至 9 月 12 日，环保工程及服务指数、水务指数、环保设备指数累计分别下跌 41.36%、28.28%和 39.66%，分别对应跑输沪深 300 指数 19.70、6.62 和 18.00 个百分点。

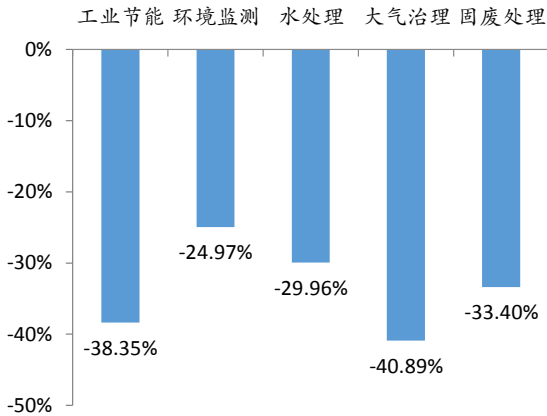
图 1: 18 年前三季度渤海节能环保板块与沪深 300 指数走势对比



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

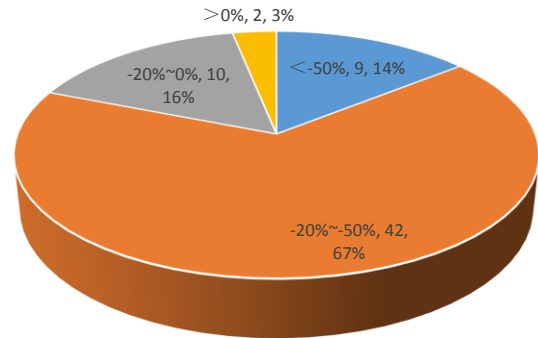
细分子行业涨跌幅方面，2018 年前 3 季度渤海节能环保子行业全部以下跌报收，其中大气治理下跌 40.89%，跌幅居首。个股涨跌幅方面，渤海节能环保板块中，仅华测检测和伟明环保两只个股逆势上涨，其中，华测检测上涨 23.13% 涨幅居首，伟明环保上涨 18.93%，紧随其后；其余个股均以下跌报收，其中，兴源环境、神雾环保、ST\*凯迪等均大幅下跌，跌幅均超过 50%。

图 2: 2018Q1-Q3 渤海节能环保子行业涨跌幅情况



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

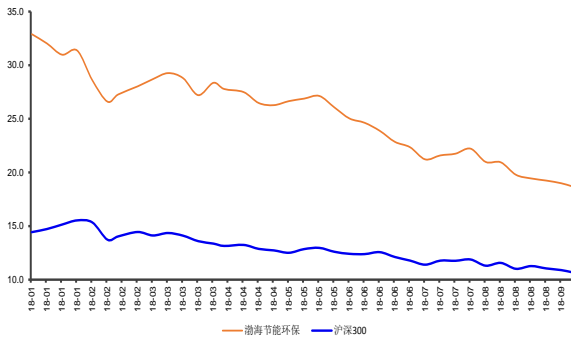
图 3: 2018Q1-Q3 渤海节能环保板块个股涨跌幅分布情况



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

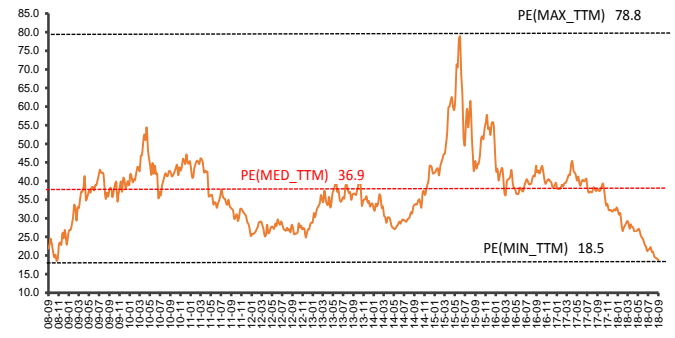
估值方面, 截至 9 月 12 日, 渤海节能环保板块 (TTM 整体法, 剔除负值) 市盈率为 18.70 倍, 较年初减少 43%, 相对沪深 300 的估值溢价率则由年初的 127.86% 大幅下降至 74.93%。目前, 渤海节能环保板块市盈率已经接近近十年来历史底部 (PE 约 18.5X), 向下调整空间比较有限, 具备一定的安全性。

图 4: 渤海节能环保板块与沪深 300 的市盈率变化对比



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

图 5: 近十以来渤海节能环保板块估值变动情况

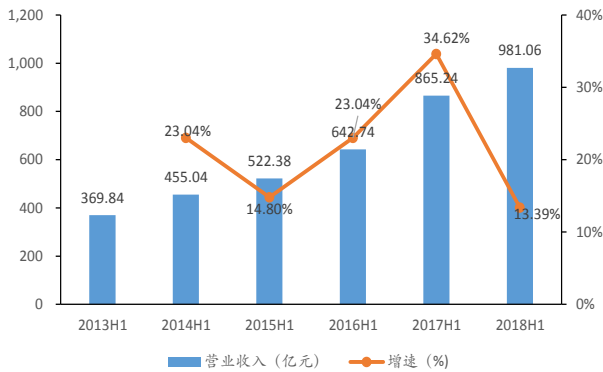


资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

## 1.2 行业增速大幅放缓, 子行业分化明显

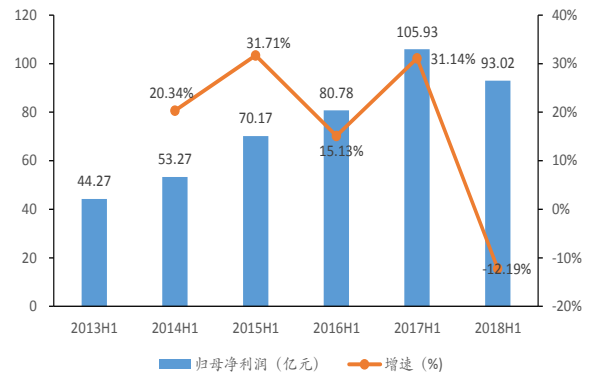
2018 年上半年, 渤海节能环保板块 63 家环保上市公司营业总收入合计 981.06 亿元, 同比增长 13.39%, 远低于去年 34.62% 的增速; 实现归母净利润 93.02 亿元, 同比下降 12.19%, 这是近五年来环保行业半年度业绩首次出现负增长情况。

图 6: 环保行业近 5 年来上半年度收入及增速情况



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

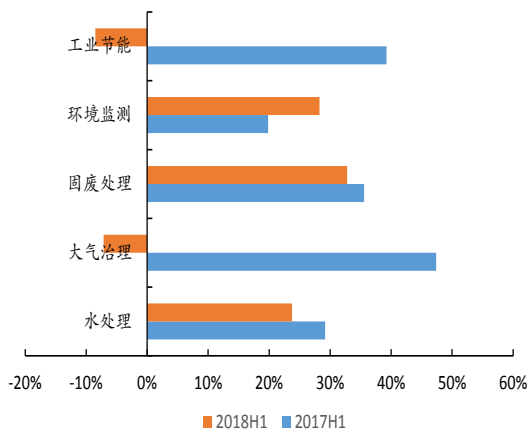
图 7: 环保行业近 5 年来上半年度归母净利润及增速情况



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

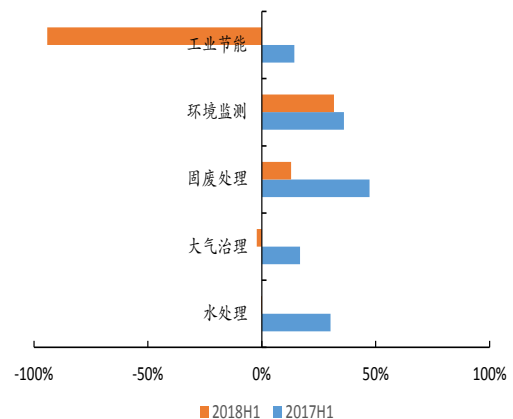
从子行业来看, 营收方面, 除环境监测外, 渤海节能环保行业各子行业 2018H1 营收增速相较 2017H1 同比增速均有所下滑。其中, 大气治理子行业整体营收增速从 2017H1 的同比增长 47.38%, 变为 2018H1 的同比减少 7.14%, 下滑幅度最大, 主要由于全国燃煤电厂超低排放改造接近尾声而非电行业烟气治理订单未充分释放所致, 固废处理子行业 2018H1 整体营收增速较 2017H1 下降 2.77 个百分点, 下滑幅度最小; 而环境监测子行业 2018H1 整体营收增速较 2017H1 提高 8.43 个百分点。归母净利润方面, 渤海节能环保行业各子行业 2018H1 盈利增速相较 2017H1 同比增速均有所下滑。其中, 环境监测子行业 2018H1 整体盈利增速较 2017H1 下降 4.42 个百分点, 下滑幅度最小; 工业节能子行业整体盈利增速从 2017H1 的同比增长 14.34%, 变为 2018H1 的同比减少 94.14%, 下滑幅度最大, 主要是受板块内占比较大的个股神雾环保上半年业绩亏损所致。从营收及盈利增速情况看, 环保板块今年上半年下滑幅度较大, 主要是受宏观经济政策影响、企业融资成本抬升所致。

图 8: 18H1/17H1 节能环保行业各子行业营收增速对比



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

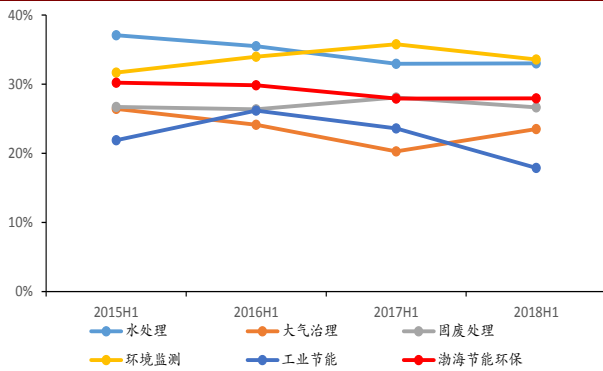
图 9: 18H1/17H1 节能环保行业各子行业归母净利润增速对比



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

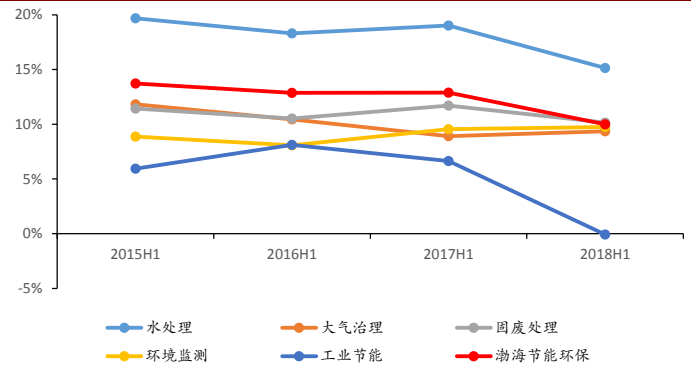
盈利能力方面，从毛利率指标来看，2018H1 渤海节能环保行业毛利率 27.93%，同比 2017H1 毛利率略增 0.02 个百分点。其中，固废处理、环境监测和工业节能等子行业毛利率同比均有所下降，工业节能下滑 5.72 个百分点，下滑幅度最大，而水处理、大气治理子行业的毛利率同比则呈现提升，分别增加 0.07 个百分点和 3.22 个百分点。从净利率指标来看，2018H1 渤海节能环保行业净利率 10%，同比 2017H1 净利率减少 2.9 个百分点，盈利能力有所下降。其中，水处理、固废处理和工业节能等子行业净利率同比均下降，分别减少 3.89 个百分点、1.55 个百分点和 6.72 个百分点，而环境监测、大气治理子行业的净利率同比则呈现提升，分别增加 0.18 个百分点和 0.43 个百分点。

图 10: 渤海节能环保行业及子行业毛利率变化情况



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

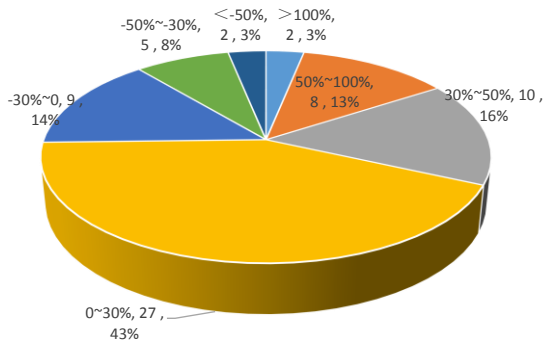
图 11: 渤海节能环保行业及子行业净利率变化情况



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

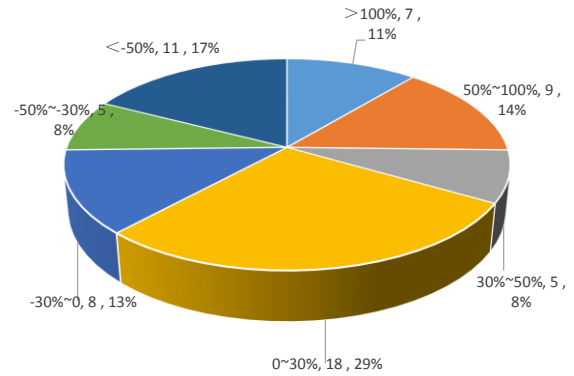
个股方面，2018H1 渤海节能环保板块内实现营收同比增速超过 50%的有 10 家，同比增速在 30%-50%的有 10 家，同比增速在 0%-30%的有 27 家，同比增速小于 0%的有 16 家。而从归母净利润同比增速的角度来看，环保行业归母净利润同比增速超过 100%的有 7 家，大于 50%小于 100%的有 9 家，在 0%至 50%的共有 23 家，而小于 0%的有 24 家。2018H1 渤海节能环保板块内业绩增速在 30%以上的上市公司数量占比 33.33%，该比例相较 2017H1 下降了 12.7 个百分点。2018H1 共有 7 家上市公司实现归母净利为负，比 2017H1 增加了 4 家，亏损家数有所上升。结合 2018H1 板块内各上市公司的盈利情况来看，公司业绩增长呈现一定的下滑趋势，主要是受 PPP 清库、企业融资成本提升等因素影响。

图 14: 2018H1 环保板块营收增速区间统计



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

图 15: 2018H1 环保板块归母净利润增速区间统计

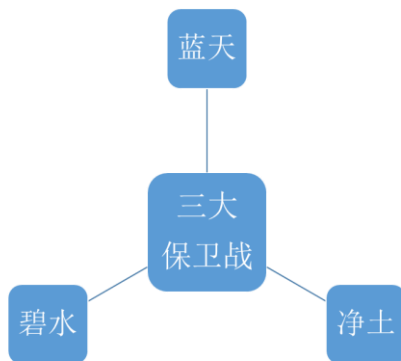


资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

### 1.3 政策利好频出, 静待融资环境缓解

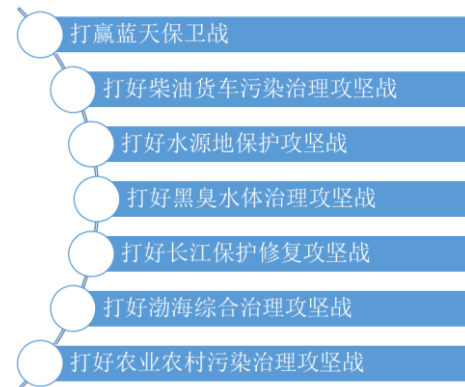
全面加强生态环境保护, 坚决打好污染防治攻坚战。2017 年 7 月, 习总书记在“迎接党的十九大”专题研讨班开班式上首次提出要坚决打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治的攻坚战。同年 10 月, 党的十九大提出将污染防治攻坚战作为决胜全面建成小康社会的三大攻坚战之一。随后, 中央经济工作会议、中央财经委员会第一次会议、全国生态环境保护大会均先后强调要打好打赢污染防治攻坚战, 推进污染防治取得更大成效。今年 6 月, 中共中央国务院发文对全面加强生态环境保护, 坚决打好污染防治攻坚战作出部署安排, 明确要求打好三大保卫战和七大标志性战役。7 月, 全国人大常委会表决通过决议推动打好污染防治攻坚战。8 月, 生态环境部印发《生态环境部贯彻落实〈全国人民代表大会常务委员会关于全面加强生态环境保护依法推动打好污染防治攻坚战的决议〉实施方案》。利好政策不断出台, 显示了政府打好污染防治攻坚战的坚定决心和信念。在政策的刺激下, 环境治理需求有望快速释放, 有助于行业未来的良好发展。

图 14: 污染防治攻坚战的三大保卫战



资料来源: 生态环境部, 渤海证券

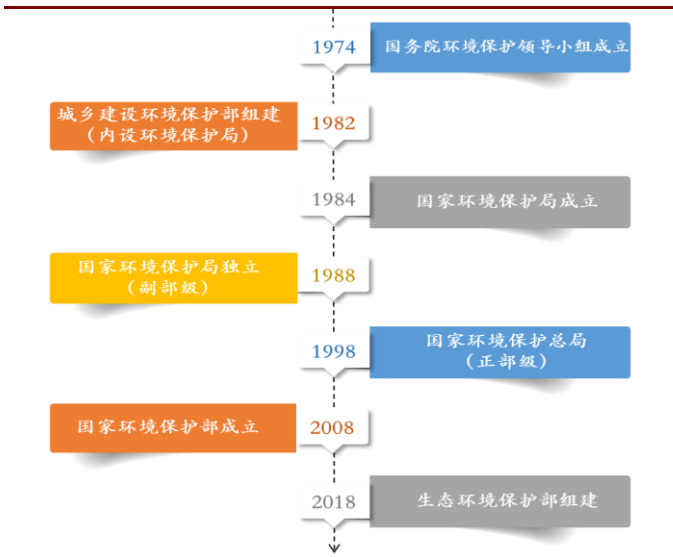
图 15: 污染防治攻坚战的七大标志性重大战役



资料来源: 生态环境部, 渤海证券

生态文明入宪+生态环境部组建，提升环境治理效率。2018年3月，十三届全国人大一次会议第三次全体会议通过了《中华人民共和国宪法修正案》，修正案将“生态文明”写入宪法。生态文明写入宪法，使其具有了更高的法律地位和更强的法律效力。同时，新一轮国务院机构改革方案（下称“方案”）将环保部职责、国家发改委的应对气候变化和减排职责、国土资源部的监督防止地下水污染职责等7个部委的环保相关职责进行整合，组建生态环境部，开启我国生态环境的“大部制”时代。新组建的生态环境部将统一行使生态和城乡各类污染排放监管与行政执法职责，进一步加强污染治理，提升环境保护效率，从而促进环境治理需求的释放。8月，生态环境部“三定方案”正式印发，新增了“中央生态环境保护督查”的职能，将中央生态环境保护督查作为一项常规性的督查制度予以确立，表明了环境监管执法将保持高压态势不变。

图 16: 环保部门历史变革



资料来源: 生态环境部, 渤海证券

图 17: 生态环境部整合情况



资料来源: 人民日报, 渤海证券

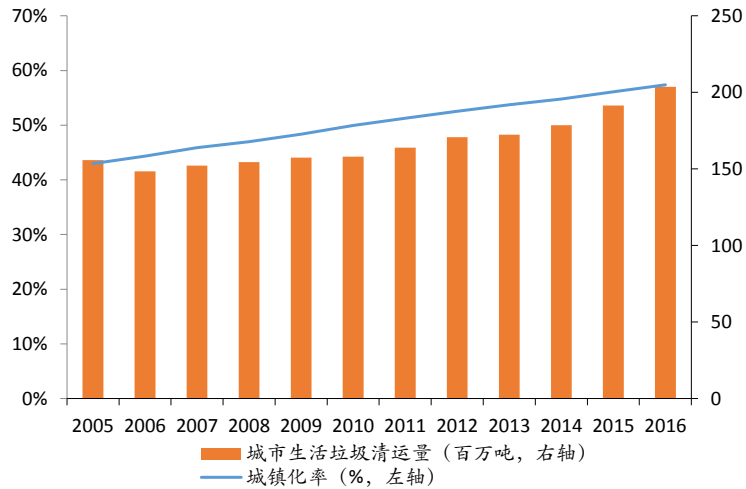
## 2.生活垃圾: 焚烧发电成主流, 增长值得期待

### 2.1 垃圾清运量持续增长, 处理能力相对不足

城镇化进程加速, 生活垃圾处理需求保持较快增长。2005年-2017年我国城镇化率从42.99%提升至58.52%，城镇化的快速发展和人民生活水平的日益提高使得我国城镇生活垃圾清运量持续较快增长。2016年，全国城市生活垃圾清运量约2.04亿吨，较2005年增加30.8%，年均复合增速2.5%。根据国家新型城镇化规划，到2020年，城镇化率将提升至60%左右。伴随城镇化持续推进以及人民

生活水平提升推动，预计城市生活垃圾产生及清运量将持续增加。

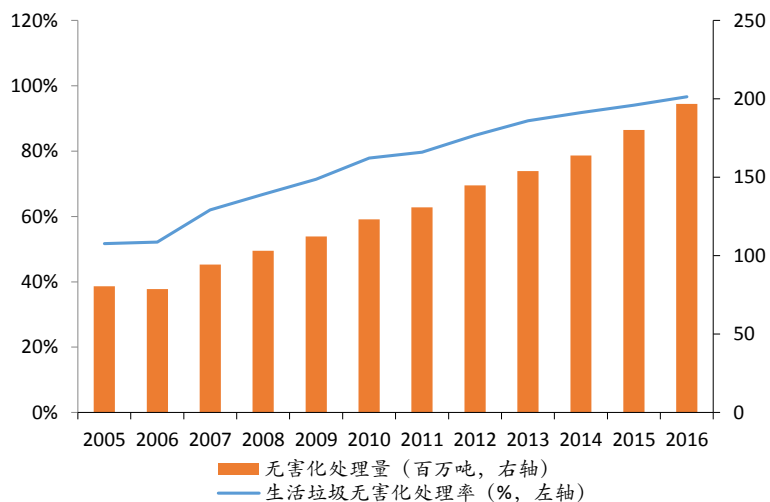
图 68: 我国城镇化率及生活垃圾清运量



资料来源: 国家统计局, 渤海证券

从生活垃圾无害化处理情况来看, 虽然目前城市生活垃圾无害化处理率已从 2005 年的 51.7% 大幅提升到 2016 年的 96.62%, 但未无害化的历史累积存量仍在持续增加且数量巨大, 仅 2005-2016 年城市垃圾清运量中未无害化的部分累计就高达 4.44 亿吨, 若考虑无害化处理率更低的县镇及农村, 则城镇生活垃圾历史堆存量的数字将更为庞大。显然, 要缓解当前垃圾围城的压力, 改善城镇人居环境, 加大无害化处理设施建设投入是必然要求, 而这也将为垃圾处理市场的发展带来广阔的空间。

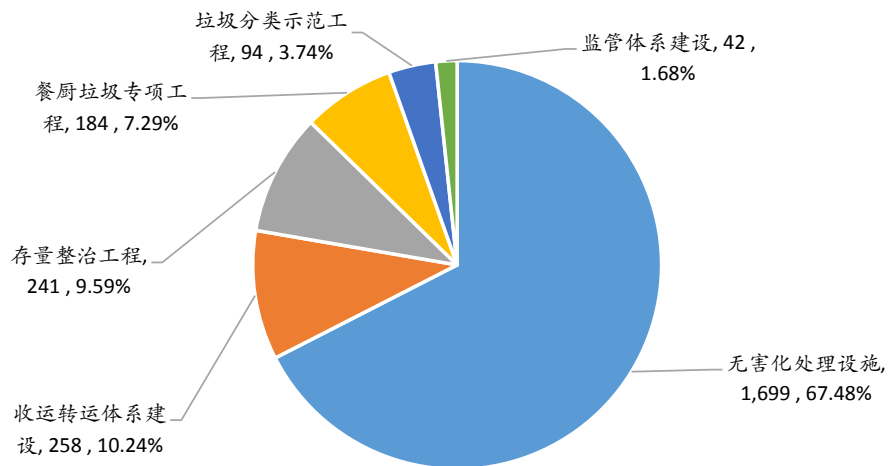
图 79: 我国城市生活垃圾无害化处理情况



资料来源: 国家统计局, 渤海证券

规划》。规划提出，要加快垃圾无害化处理设施建设，到2020年底，直辖市、计划单列市和省会城市（建成区）生活垃圾无害化处理率达到100%；其他设市城市、县城（建成区）、建制镇的生活垃圾无害化处理率分别达到95%以上、80%以上和70%以上。“十三五”期间，全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设投资估算约2,518亿元，其中无害化处理设施建设投资1,699亿元，占比67.47%。

图 20：“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设投资情况（亿元）

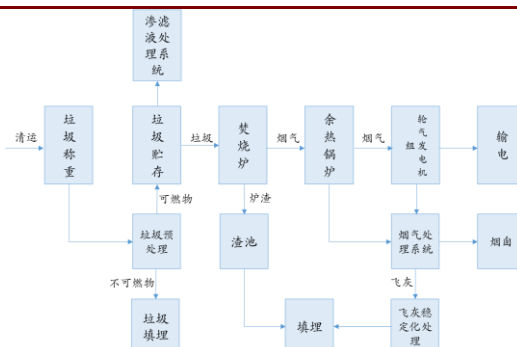


资料来源：发改委等，渤海证券

## 2.2 焚烧发电优势突出，渐成主流趋势

垃圾焚烧设备主要包括垃圾储池、焚烧炉、余热锅炉、汽轮发电机组和烟气净化与处理设备。其中，焚烧炉是关键的核心设备，其好坏直接关系整个焚烧过程的成功与否。目前，炉排焚烧炉、流化床焚烧炉、旋转窑焚烧炉和热解气化焚烧炉在我国生活垃圾处理中均有应用，但主要以炉排焚烧炉和流化床焚烧炉为主。

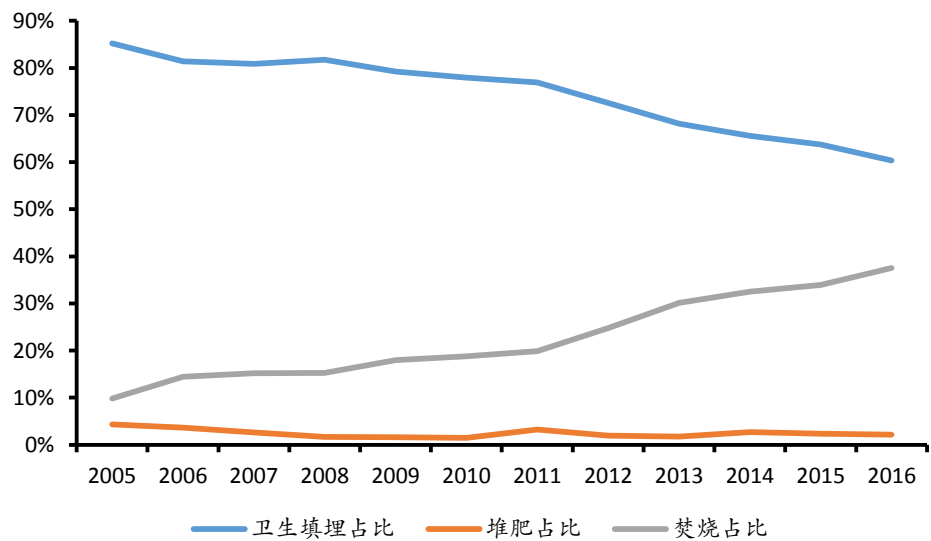
图 28：我国垃圾焚烧发电工艺流程



资料来源：公开资料，渤海证券

垃圾焚烧发电技术具有减量化、资源化、无害化突出优势，能较好解决我国生活垃圾产生量不断增加而城市土地资源紧缺的矛盾问题；同时，目前焚烧技术较为成熟，设备国产化程度不断提高，使用成本的逐步下降，也为其加快应用创造条件。2005-2016 年全国生活垃圾焚烧无害化处理能力从 3.3 万吨/日提升至 25.6 万吨/日，增长 6.7 倍，年均复合增长率超过 20%；焚烧发电在无害化处理能力中的比重则从 12.9%提高至 37.5%，成为垃圾无害化处理能力增长的主要贡献力量。

图 22: 焚烧发电在垃圾无害化处理能力中的比重快速提升



资料来源: 国家统计局, 渤海证券

## 2.3 政策扶植下千亿市场空间待释放

2012 年 4 月，发改委发布《关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》，提出全国统一垃圾焚烧发电上网标杆电价 0.65 元/kWh，政策大力扶植推动垃圾焚烧发电的快速发展。2016 年底，发改委发布《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》。规划提出，“十三五”末无害化处理中的焚烧发电占比达到 50% 以上，其中东部地区在 60% 以上，将分别比 2015 年末增加约 19 个百分点和 15 个百分点，规划垃圾焚烧占比大幅提升。另外，“十三五”规划中还要求具备条件的直辖市、计划单列市和省会省市等实现原生垃圾“零填埋”，垃圾填埋场主要作为填埋焚烧残渣和应急使用，填埋场的这一功能转向又将会为垃圾焚烧释放更多的市场空间。

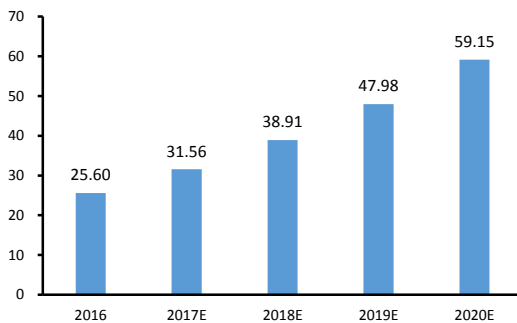
表 1：“十二五”以来我国生活垃圾焚烧领域相关政策

时间	发布机构	政策名称	重点内容
2011.04	国务院	《关于加强生活垃圾处理和污染综合的工作意见》	全面推广焚烧发电等生活垃圾资源化利用方式
2012.03	发改委	《关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》	执行全国统一垃圾发电标杆电价每千瓦时 0.65 元
2012.04	国务院	《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》	2015 年全国城镇生活垃圾焚烧处理设施能力达到无害化处理总能力 35% 的目标要求
2014.06	原环保部等	《生活垃圾焚烧污染控制标准》	垃圾焚烧厂选址、设计、运行与管理等的污染控制标准
2016.09	国务院	《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划（征求意见稿）》	到 2020 年底全国城镇生活垃圾焚烧处理设施能力占无害化处理总能力 50% 以上的目标要求
2016.10	发改委	《垃圾焚烧行业清洁生产评价指标体系（征求意见稿）》	编制了生活垃圾焚烧行业清洁生产评价指标体系
2016.11	住建部等	《关于进一步加强城市生活垃圾焚烧处理工作的意见》	进一步加强城市生活垃圾焚烧处理，构建邻利型服务设施
2017.01	发改委等	《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》	到 2020 年焚烧处理设施规模达 59.14 万吨/日，在无害化处理能力中的比重提高至 54%

资料来源：渤海证券

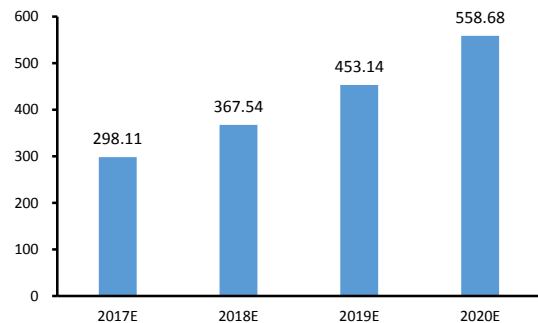
**到 2020 年，焚烧发电市场规模超 1,500 亿元。**根据“十三五”规划，到 2020 年底，全国城镇生活垃圾焚烧处理设施能力达到 59.14 万吨/日，2016 年，全国城镇生活垃圾焚烧处理设施能力为 25.6 万吨/日，则 2016-2020 年，垃圾焚烧处理能力年均复合增长率为 23.29%，按照焚烧发电单位投资 50 万元/（吨/日），测算 2017-2020 年生活垃圾焚烧发电设施建设投入规模达 1,677 亿元（年均 419 亿元），市场空间仍然广阔。

图 93：全国垃圾焚烧处理能力预测（万吨/日）



资料来源：渤海证券

图 24：全国垃圾焚烧设施建设投资需求预测（亿元）



资料来源：渤海证券

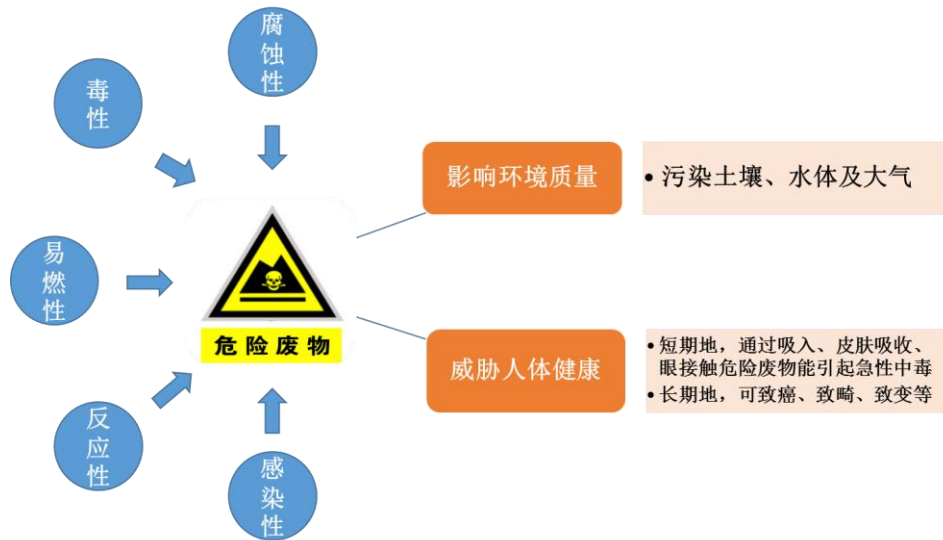
### 3.危废处置景气度提升，发展潜力巨大

#### 3.1 危废供需缺口依然巨大

**危险废物的定义：**危险废物是指列入国家危险废物名录或根据国家规定的危险废物鉴别标准和鉴别方法认定的具有危险特性的固体废物。

**危险废物的危害：**危险废物具有多种危害特性，主要表现为：（1）威胁环境质量：危险废物大多具有腐蚀性、爆炸性、易燃性、反应性，其产生、储存、运输以及处置过程中均能够对土壤、水体及大气造成污染。（2）影响人体健康：短期地，人们通过摄入、吸入、皮肤吸收、眼接触危险废物能引起急性中毒等；长期地，人们重复接触危险废物可造成致癌、致畸、致变等。危险废物的危害性较一般固体废物更大，且这种危害通常具有长期性、潜伏性和滞后性，对环境质量和人体健康构成严重威胁。

图 25：危险废物的特性及危害



资料来源：公开资料，渤海证券

**危险废物种类繁多，性质复杂。**根据《国家危险废物名录》（2016版）的分类，危险废物共包括 46 大类 479 种，此版《名录》相较 2008 年的版本新增了 117 种危险废物。同时，新版《名录》增加了《危险废物豁免管理清单》，列入豁免管理清单的废物共 16 种/类，提高了危险废物环境管理效率。危险废物种类繁多，性质复杂，对危废环境管理工作提出了较高的要求。

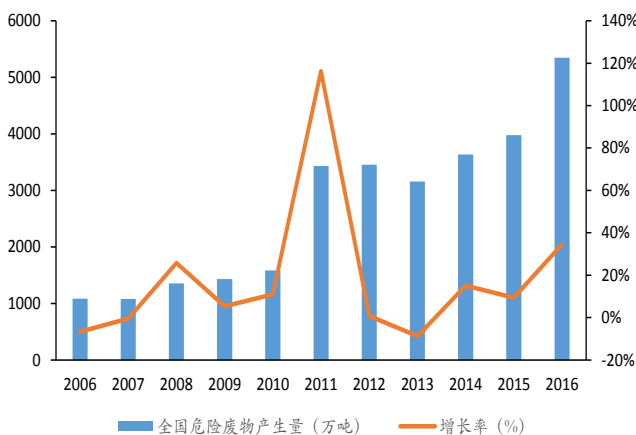
表 2: 新版《名录》主要修改内容

修改部分	具体内容
修改了前言部分	明确医疗废物的管理内容; 修改危险废物与其他固体废物的混合物, 以及危险废物处理后废物属性的判定说明; 新增危险废物豁免管理、以及通过危险废物鉴别确定是危险废物时如何对其归类的说明
调整《名录》废物种类	将危险废物由 49 大类别 400 种调整为 46 大类别 479 种
增加《危险废物豁免管理清单》	列入豁免管理清单的废物共 16 种/类, 可以按照豁免内容的规定实行豁免管理
取消 2008 年版《名录》的“*”标注	原有“*”标造成部分固废在不同地区管理要求存在较大差异的情况
废弃危险化学品目录采用《危险化学品目录》	原目录仅包括具有毒性的化学品, 新版将具有危险特性的危险化学品全部纳入

资料来源: 原环保部, 渤海证券

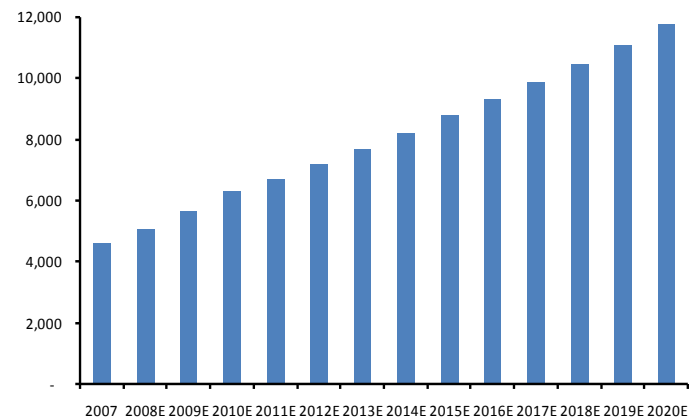
**产生量快速增长+实际或被严重低估。**根据生态环境部统计数据, 2006-2016 年我国工业危废产生量从 1,084 万吨增加至 5,347 万吨, 年均复合增长率 17.3%, 危废产生量总体呈现较快增长势头。另外, 由于危废监管相对滞后, 我国危废还存在底数不清问题, 尚有大量危废并未纳入到环保部门统计范围, 实际的危废产生量或被严重低估。根据 2010 年发布的《第一次全国污染源普查公报》, 2007 年全国工业危废产生量就已达 4,574 万吨, 比原环保部统计的当年 1,079 万吨的数值高出 3.2 倍之多。如以普查公报 2007 年数据为基准, 参照工业增加值增速, 假设“十一五”、“十二五”、“十三五”危废产生量增速分别为 11%、7%和 6%, 测算到 2020 年全国危废产生量将达到 1.17 亿吨。

图 26: 2006-2016 年全国危废产生量及增长率



资料来源: 生态环境部, 渤海证券

图 27: 基于普查公报对全国危废产生量的预测 (万吨)

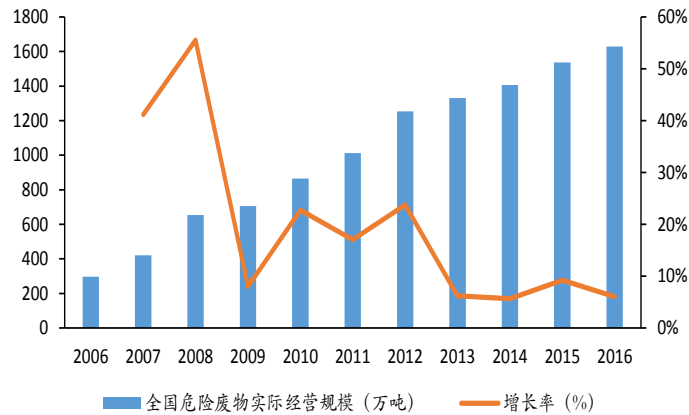


资料来源: 生态环境部, 统计局等, 渤海证券

**危废实际经营规模较小, 处置缺口巨大。**根据原环保部发布的《2017 年全国大、

《中城市固体废物污染环境防治年报》, 2016 年, 全国危险废物实际经营规模为 1,629 万吨 (含收集 23 万吨), 仅为原环保部公布的危废产生量 5,347 万吨的 30.47%, 处置缺口巨大。

图 28: 2006-2016 年全国危险废物实际经营规模



资料来源: 生态环境部, 渤海证券

### 3.2 监管执法升级, 行业景气度提升

“十二五”以来, 针对危废规范管理、增强管控能力、提升处理处置水平等方面国家陆续出台政策, 较好地促进了危废处置行业发展。2013 年, 国务院将由原环保部负责的危险废物经营许可证审批事项下放至省级环保部门, 简政放权, 加快危废经营许可证审批以满足危废处理处置增长需求。2016 年 12 月, “两高”发布新的《关于办理环境污染刑事案件适用法律若干问题的解释》, 新增对“非法排放、倾倒、处置危废一百吨以上”、无证经营危废等违法行为的认定, 为进一步加大危废污染违法、非法经营等行为打击力度提供了明确的法律依据。2017 年 5 月, 原环保部公布《“十三五”全国危险废物规范化管理督查考核工作方案》。政策体系的逐步完善, 将为行业加快发展提供持续动力。2018 年 5 月, 生态环境部发文要求坚决遏制固体废物非法转移和倾倒, 进一步加强危险废物全过程监管。2018 年 6 月, 生态环境部就《危险废物鉴别标准 通则》、《危险废物鉴别技术规范》两项国标公开征求意见。另外, 2018 年以来, 生态环境部相继开展了长江经济带固体废物大排查、“清废行动 2018”等一系列的专项行动, 并配合公安部开展了长江流域污染环境违法犯罪集中打击工作。政策体系的逐步完善以及监管执法的不断强化, 将为行业加快发展提供持续动力。

表 3: “十二五”以来危废防治领域主要的政策法规

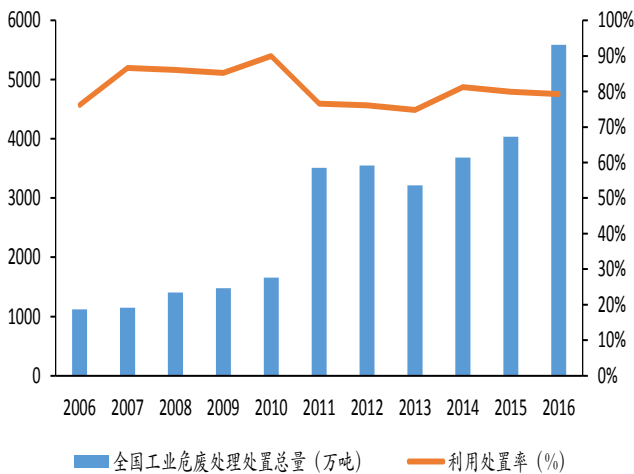
日期	发布机构	文件名称
2011 年 02 月	原环保部等	《关于进一步加强危险废物和医疗废物监管工作的意见》
2011 年 05 月	原环保部	《“十二五”全国危险废物规范化管理督查考核工作方案》
2011 年 05 月	原环保部	《危险废物规范化管理指标体系》
2011 年 09 月	原环保部	《关于开展化学品环境管理和危险废物专项执法检查的通知》
2012 年 10 月	原环保部	《“十二五”危险废物污染防治规划》
2012 年 11 月	原环保部	《关于将铬渣产生单位纳入重点污染源强化环境监管的通知》
2013 年 04 月	原环保部	《关于开展危险废物专项整治的通知》
2013 年 06 月	原环保部	《危险废物污染防治技术政策》(征求意见稿)
2013 年 06 月	最高院、最高检	《关于办理环境污染刑事案件适用法律若干问题的解释》(法释【2013】15 号)
2013 年 12 月	原环保部	《水泥窑协同处置危险废物环境保护技术规范》
2014 年 01 月	原环保部	《关于危险废物监督管理中法律适用问题的复函》
2014 年 02 月	原环保部	《废氯化汞触媒危险废物经营许可证审查指南》
2014 年 05 月	原环保部	《关于做好下放危险废物经营许可证审批工作的通知》
2015 年 10 月	原环保部	《危险废物规范化管理指标体系(修订)》
2016 年 01 月	原环保部	《危险废物产生单位管理计划制定指南》
2016 年 06 月	原环保部、发改委、公安部	《国家危险废物名录(2016 年)》
2016 年 12 月	原环保部	《危险废物鉴别工作指南(试行)(征求意见稿)》
2016 年 12 月	原环保部	《水泥窑协同处置固体废物污染防治技术政策》
2016 年 12 月	原环保部	《建设项目危险废物环境影响评价指南(征求意见稿)》
2016 年 12 月	最高院、最高检	《关于办理环境污染刑事案件适用法律若干问题的解释》(法释【2016】29 号)
2017 年 05 月	原环保部	《“十三五”全国危险废物规范化管理督查考核工作方案》
2017 年 05 月	原环保部	《水泥窑协同处置危险废物经营许可证审查指南(试行)》
2017 年 09 月	原环保部	《建设项目危险废物环境影响评价指南》
2018 年 04 月	生态环境部	《关于聚焦长江经济带坚决遏制固体废物非法转移和倾倒专项行动方案》
2018 年 05 月	生态环境部	《关于坚决遏制固体废物非法转移和倾倒进一步加强危险废物全过程监管的通知》
2018 年 06 月	生态环境部	《危险废物鉴别标准 通则(征求意见稿)》、《危险废物鉴别技术规范(征求意见稿)》

资料来源: 公开资料, 渤海证券

### 3.3 千亿市场有望加速释放

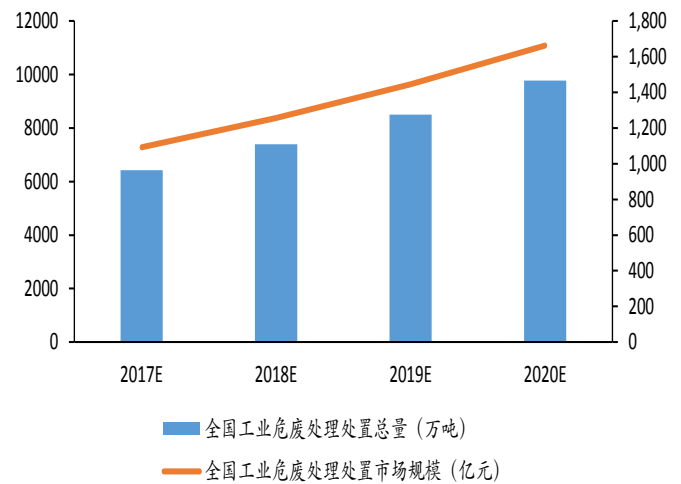
2012-2016 年全国工业危废处理处置总量从 3,513 万吨增加至 5,588 万吨, 年均复合增长率 9.7%。考虑监管执法进一步强化、政策支持力度加大, 更多非法经营危废将转向正规渠道处理处置, 预计未来危废处理处置量增速将有较大提升, 假设年均复合增长率为 15%, 同时假设平均利用处置率达 85%, 综合利用及处置费用均为 2,000 元/吨, 测算在 2020 年危废利用处置市场规模将达到 1,661 亿元。

图 29: 2006-2016 年全国工业危废处理处置总量变化情况



资料来源: 生态环境部, 渤海证券

图 30: 2017-2020 年危废利用处置市场规模预测



资料来源: 生态环境部, 渤海证券

## 4. 投资建议

2018 年以来, 受部分个股业绩低于预期、部分企业爆发债务违约事件、中美贸易摩擦以及融资成本提升等内外因素综合影响, 环保板块整体表现不佳。经过持续的回调, 板块目前估值已经接近近 10 年来历史底部 (PE 约 18.5X), 具备一定的安全边际。行业层面, 今年以来, 环保政策利好频出。生态环境部组建、生态环境部三定方案出炉, 使生态环境保护的顶层机制得到进一步完善; 国务院发文要求坚决打好污染防治攻坚战、中央环保督察“回头看”工作持续推进, 政策体系不断完善以及监管执法持续高压, 进一步助推提升行业景气度。因此, 我们仍然维持此前的观点, 看好环保行业的长期发展。伴随资管新规发布、国常会及中央政治局会议先后提出财政政策要更加积极, 融资利好政策持续落地, 环保行业融资困难的问题有望得到缓解, 板块整体估值也有望迎来修复行情。当前市场环境下, 建议优先关注现金流稳定、自身造血能力较强的运营类资产, 这类标的盈利稳定性强、对外部资金依赖性小, 推荐: 垃圾焚烧领域的瀚蓝环境 (600323.SH) 和 伟明环保 (603568.SH), 以及危废处置龙头 东江环保 (002672.SZ)。

表 4: 重点推荐公司盈利预测及评级

公司代码	公司简称	投资评级	股价 (元)				EPS			PE		PB (MRQ)
			2018-9-13	18E	19E	TTM	18E	19E				
603568.SH	伟明环保	增持	24.57	0.97	1.23	27	25	20	6.65			
600323.SH	瀚蓝环境	增持	13.75	1.04	1.19	13	13	12	1.93			
002672.SZ	东江环保	增持	11.21	0.64	0.81	19	17	14	2.57			

资料来源: wind 一致性预期, 渤海证券

## 5.风险提示

- 1) 政策落实低于预期;
- 2) 项目落地缓慢;
- 3) 监管执法力度不及预期;
- 4) 行业竞争加剧致毛利率下降。

**投资评级说明**

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

**免责声明：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责声明

渤海证券股份有限公司研究所

副所长 (金融行业研究 & 研究所主持工作)

张继袖  
+86 22 2845 1845

副所长

谢富华  
+86 22 2845 1985

计算机行业研究小组

王洪磊 (部门副经理)  
+86 22 2845 1975  
朱晟君  
+86 22 2386 1319  
王磊

汽车行业研究小组

郑连声  
+86 22 2845 1904  
张冬明  
+86 22 2845 1857

环保行业研究

张敬华  
+86 10 6810 4651  
刘蕾  
+86 10 6810 4662

电力设备与新能源行业研究

刘瑀  
+86 22 2386 1670  
刘秀峰  
+86 10 6810 4658

医药行业研究小组

张冬明  
+86 22 2845 1857  
赵波  
+86 22 2845 1632  
甘英健

通信 & 电子行业研究小组

徐勇  
+86 10 6810 4602

餐饮旅游行业研究

刘瑀  
+86 22 2386 1670  
杨旭  
+86 22 2845 1879

证券行业研究

张继袖  
+86 22 2845 1845  
洪程程  
+86 10 6810 4609

金融工程研究 & 部门经理

崔健  
+86 22 2845 1618

权益类量化研究

李莘泰  
+86 22 2387 3122  
宋旻  
+86 22 2845 1131

衍生品类研究

祝涛  
+86 22 2845 1653  
李元玮  
+86 22 2387 3121  
郝惊  
+86 22 2386 1600

债券研究

王琛睿  
+86 22 2845 1802  
冯振  
+86 22 2845 1605  
夏捷  
+86 22 2386 1355

基金研究

刘洋  
+86 22 2386 1563

流动性、战略研究 & 部门经理

周喜  
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威  
+86 22 2386 1608  
杜乃璇  
+86 22 2845 1945

宏观研究

张扬

博士后工作站

朱林宁 资产配置  
+86 22 2387 3123

综合质控 & 部门经理

齐艳莉  
+86 22 2845 1625

机构销售 • 投资顾问

朱艳君  
+86 22 2845 1995

风控专员

白骐玮  
+86 22 2845 1659

合规专员

任宪功  
+86 10 6810 4615

## 渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)