



华安证券
HUAAN SECURITIES

环保行业框架分析

分析师：余楷丽 (S0010522080003)

2023年4月26日

华安证券研究所

一、底部反转，优质运营资产价值望重估

股权融资改善：2021年REITs出台恰逢其时，助力提升PE、EPS弹性。

REITs之于环保：极度契合，污水、垃圾焚烧、危废子板块望深度受益：

- ✓ 环保行业是证监会、国家发改委《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》要求聚焦的重点行业：明确城镇污水、垃圾处理，固废危废处理等污染治理项目为重点发力行业，优先支持基础设施补短板行业。
- ✓ 环保运营资产极其契合项目要求：污水、垃圾焚烧等子板块项目投资回报良好，经营现金流稳定，极度契合REITs项目要求。
- ✓ 提供融资支持：REITs可提供一种新的权益性融资工具，而环保公司发展依赖资金，融资改善边际效应强。
- ✓ 逆周期加码，环保REITs相应板块增长空间可观：逆周期调节力度加码，环保作为纯内需补短板的重要一环不断加力，环保REITs相应板块增长潜力较好，空间广阔，REITs出台恰逢其时。

一、底部反转，优质运营资产价值望重估

首批REITs于2021年5月底开售，募资超300亿元。涉及环保、公路用地、公共设施用地、仓储用地等领域。收益包括高比例分红和二级市场交易差价两部分，公募REITs强制分红政策要求收益分配比例不低于年度可供分配金额的90%，后续在交易所上市交易，上市首日涨跌幅限制为30%，上市首日后的涨跌幅限制为10%。

环保REITs正式推出，优质运营资产价值望重估。首批9个REITs于2021年5月底开售，P/FFO处于9~23之间，其中环保类型REITs相对估值指标P/FFO为10~13区间，处于相对较低水平。REITs作为一种新的股权融资工具，与环保运营资产极度契合，污水、垃圾焚烧、危废子板块望深度受益，改善现金流的同时，优质运营资产价值望重估。

图表：首创股份及渤海股份公募REITs申报内容简介

公司	公告日	Reits 入池标的	项目处理规模	募集规模 (亿元)
首创股份	2020/8/28	4座污水处理厂	67.5万吨/日污水处理	18.35
渤海股份	2020/9/8	5座污水处理厂、1座供水厂	7.15万吨/日污水处理、5.1万吨/日供水	7.00



一、底部反转，优质运营资产价值望重估

子行业推荐：看好高壁垒运营资产及核心技术设备商

■ 双碳利好&资源再生利用：

①国内双碳推进显大国担当，行业覆盖面加大，2023年期待CCER全国市场开放：“十四五”是中国实现碳达峰、碳中和的关键时期，2021年7月16日已正式启动发电行业全国碳排放权交易市场上线交易，市场覆盖范围将扩大到多个高排放行业，中国碳减排压力大任务重，我们预期碳配额将逐步收紧，未来逐渐丰富交易品种和交易方式，CCER作为碳配额市场的重要补充，我们预计CCER全国市场有望2023年重启，碳价长期看涨，在碳价稳定上行背景下CCER价格有支撑。

②欧盟面临30·50目标节点，双碳政策频出，利好低碳企业：2023年4月18日，欧洲议会批准了全面改革，批准了与成员国在2022年底就“Fit-for-55”（即欧盟到2030年将温室气体净排放量与1990年的水平相比至少减少55%的目标）的几项关键立法法案达成的协议。包括碳排放交易体系改革、碳边境碳调整机制（碳关税CBAM）和新的气候社会基金设立；2022年9月欧盟《可再生能源指令 III》审议通过，目标翻倍需求再加码。随着掺混比例翻一番（从2021年的14%提升至29%）及其他ILUC原料的逐步淘汰，国外生物柴油供不应求格局持续。

建议关注资源再生等细分环保领域投资机会，如欧盟84%双倍减碳认证、生物柴油行业格局供不应求的【卓越新能】，再生PS塑料全产业链布局、积极拓展r-PET产品的【英科再生】等。



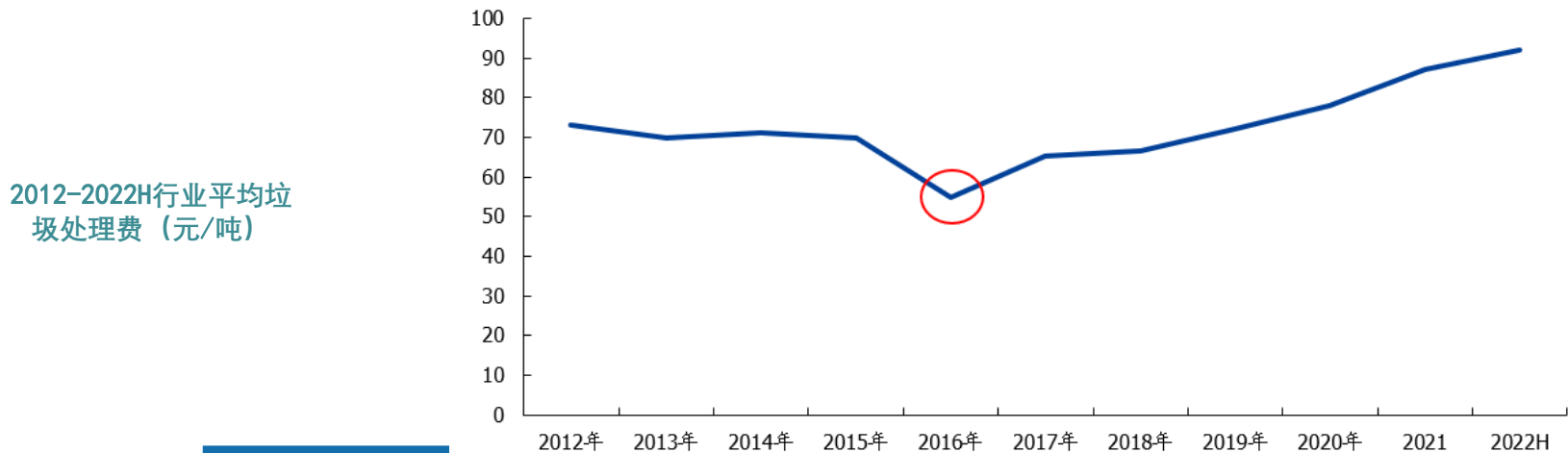
一、底部反转，优质运营资产价值望重估

子行业推荐：看好高壁垒运营资产及核心技术设备商

■ 垃圾焚烧：

①空间仍大：据“十四五”固废规划，到2025年底全国城镇生活垃圾焚烧处理能力达到80万吨/日左右（2020年底为58万吨/日），城市焚烧占比提升至65%左右（2020年底为45%），据华安证券环保公用组整理统计，目前已发布规划的26个省份2018-2030年预计投产焚烧产能78.5万吨/日，按吨投资51万元估算，对应投资超4000亿元，未来十年行业仍有较大增长空间；

②单价提升：平均中标价格近年来一直维持上升态势，垃圾焚烧2021全年平均中标价格同比提升11.8%，2022H1平均中标价格同比提升12.2%，2017年以来单价逐步提升，未来随着收费机制健全，单价有望进一步提升。



资料来源：E20，华安证券研究所

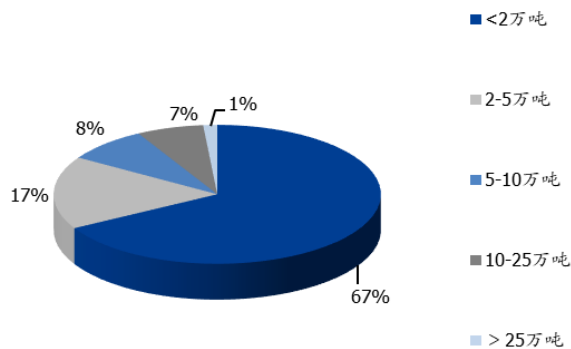


一、底部反转，优质运营资产价值望重估

子行业推荐：看好高壁垒运营资产及核心技术设备商

- 危废资源化：**环保督察趋严，危废处置真实需求逐渐显现，2015-2020CAGR达12.9%，实际危废产生量约为统计量两倍，估算得2021年危废实际产生量1.7亿吨，叠加供给端错配，实际危废处理比例仅25%左右；危废后端资源化毛利高、商业模式清晰，收入端包括处置费和有价金属销售两部分，回收的精制硫酸镍、钴、锂可供下游电池企业利用，行业技术壁垒高；前端的危废无害化处置竞争格局分散（大部分企业的技术、资金、研发能力较弱，处置资质单一），前后端一体化企业或将最终胜出。

危废无害化处置产能规模分布 (%)



资料来源：观研天下，华安证券研究所

- 水处理：**行业技术壁垒高，随着污水资源化逐步推进，污水资源化千亿级市场待释放，行业“十四五”迎高速发展期。



二、降碳&资源再生利用：卓越新能、英科再生

■ 卓越新能：

①国内生物柴油龙头，历史业绩优秀：上游渠道、技术、规模等优势突出，受益于产能不断扩张及行业供不应求格局，公司业绩快速增长，2017-2022年营收、归母净利CAGR分别达37.8%、47.4%。

②主要市场供不应求：2022年欧盟《RED III》（第三版《可再生能源指令》）审议通过，目标翻倍需求再加码。随着掺混比例的上调（从2021年的14%翻番提升至29%）及其他ILUC原料的逐步淘汰，国外供不应求格局持续。

2021-2030年生物柴油总消费量及结构分拆预测表

单位：万吨	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
交通领域柴油消费量	17813	18204	18605	19014	19432	19860	20297	20743	21200	21666
生物柴油添加比例	11.5%	13.0%	15.0%	17.0%	19.0%	21.0%	23.0%	25.0%	27.0%	29.0%
生物柴油消费量	2048	2367	2791	3232	3692	4171	4668	5186	5724	6283
其中：传统生物燃料										
菜籽油（RME）	3.7%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.7%	3.6%	3.5%
棕榈油（PME）	1.6%	1.6%	1.5%	1.3%	1.1%	0.9%	0.7%	0.5%	0.3%	0.0%
大豆油（SME）	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
传统生物燃料消费量	1056	1092	1098	1065	1030	993	974	933	880	823
其中：先进生物燃料										
Part A	3.1%	4.5%	6.7%	9.1%	11.6%	14.0%	16.3%	18.7%	21.2%	23.5%
Part B	2.5%	2.5%	2.4%	2.3%	2.1%	2.0%	1.9%	1.8%	1.7%	1.7%
先进生物燃料消费量	992	1274	1693	2168	2662	3178	3694	4252	4844	5460

资料来源：IEA，华安证券研究所测算

二、降碳&资源再生利用：卓越新能、英科再生

卓越新能“4+2”生产基地及现有名义产能、储备产能分布

■ 卓越新能：

③**产能稳步释放，稳扎稳打确定性强：**公司产能稳步释放增厚业绩，积极拓展烃基产品。2022年底生物柴油产能50万吨（技改后，美山二期刚建成投产，处于爬坡阶段），生物基材料产能9万吨，目前在建拟建生物柴油产能45万吨、副产品25万吨，处于快速发展期，期待未来产能释放增厚业绩。

④**行业集中度较高，产能CR5为59.3%：**目前国内top5生柴企业分别为卓越新能（40万吨/年）、海新能科（49万吨/年）、嘉澳环保（30万吨/年）、河北金谷（25万吨/年）、张家港易高（25万吨/年），行业产能CR5为59.3%。

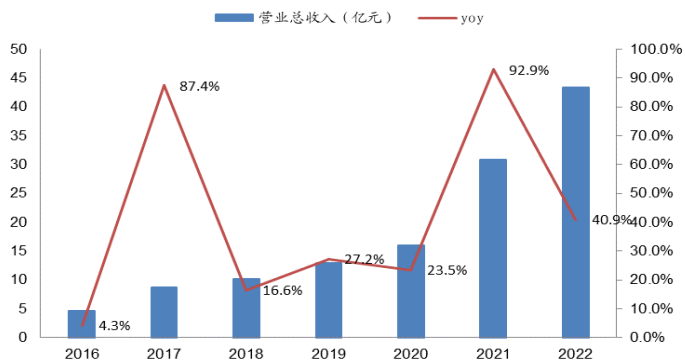
⑤**盈利预测与投资建议：**预计203-2025年归母净利润分别为5.1/6.3/7.9亿元，对应年份PE分别为12.2X/10.1X/8.1X，给予“买入”评级。

产品	生产基地	基地地址	现有产能	在建/筹建产能及备注
生物柴油	龙岩平林	龙岩市新罗区铁山镇平林工业区	8万吨/年酯基生物柴油	国内第一条生物柴油生产示范基地
	龙岩东宝	龙岩市龙州工业园东宝工业集中区	10万吨/年酯基生物柴油	
	龙岩美山	龙岩市新罗区苏坂镇美山村	10万吨/年酯基生物柴油	① 在建10万吨/年酯基生物柴油美山二期，项目2022年底投产； ② 拟建10万吨/年烃基生物柴油项目及5万吨/年天然脂肪醇（预计投资3.8亿元，前期“三通一平”工作完成后即可开工，预计建设期2年）； ③ 拟在新罗生物精细化工产业园建设20万吨生物柴油和生物基增塑剂建设项目（投资10.5亿元），其中包括15万吨/年酯基生物柴油和5万吨/年生物酯增塑剂； ④ 拟扩建“烃基二线项目”，即新增10万吨/年烃基生物柴油和5万吨/年脂肪酸生产线，扩建完成后，公司烃基生柴规模将达到20万吨/年； ⑤ 以及10万吨/年合成树脂项目（投资预计5.0亿元，新罗产业园内） ⑥ 拟建5万吨/年丙二醇。
生物基材料	厦门卓越	厦门市同安工业集中区	10万吨/年酯基生物柴油	
	福建致尚	龙岩市东肖经济开发区	4万吨/年生物酯增塑剂	
	龙岩卓越	龙岩市新罗区适中镇	2万吨/年工业甘油； 3万吨/年醇酸树脂	

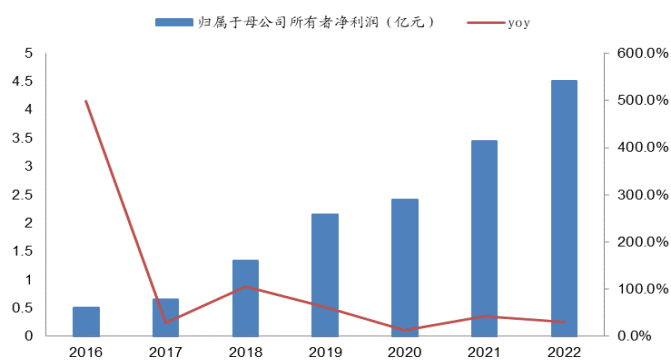
资料来源：公司公告，华安证券研究所整理统计

卓越新能财务情况

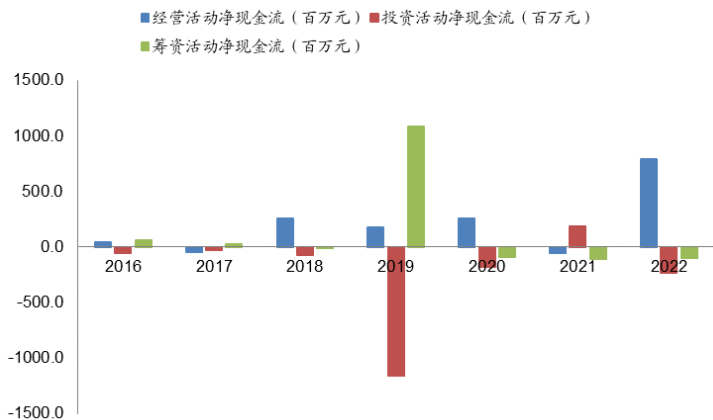
营业收入 (亿元) 及增速 (%)



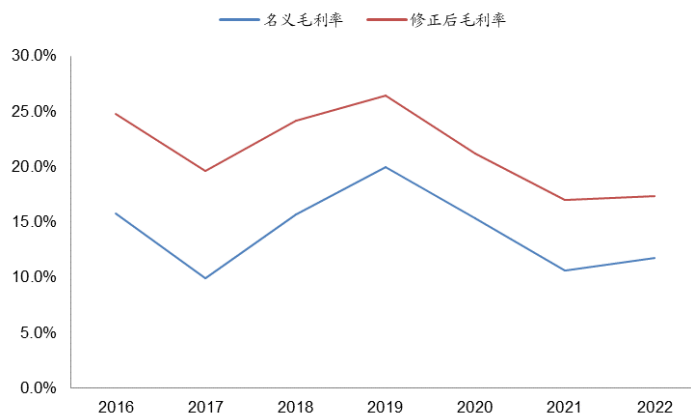
归母净利润 (亿元) 及增速 (%)



现金流 (百万元)



毛利率 (%)、净利率 (%)



资料来源: iFind, 华安证券研究所



二、降碳&资源再生利用：卓越新能、英科再生

■ 英科再生：

①**全产业链布局稀缺标的，业绩稳步增长**：公司与英科医疗同一实控人，致力于可再生塑料的“回收-再生-循环利用-回收”全产业链业务，拥有行业唯一PS塑料循环利用完整产业链，各环节协同效应强，可有效抵御再生粒子价格周期波动风险。2017-2022年扣非归母净利润CAGR达28.8%，ROE基本稳定在15%左右，业绩稳步增长。

②**渠道、技术、规模优势铸就高护城河**。公司生产具有规模效应，核心自研技术构筑壁垒，回收网络覆盖50多个国家，拥有400多个回收点，海外回收成本优势明显（境内外采购塑料均价价差在1010-2610元/吨范围，**成本优势约20%-40%**），**且再生塑料相较于原生塑料价格优势约40%**。

③**受益政策红利，行业大空间、高景气**：

2020年全球塑料产量3.7亿吨，2010-2020年CAGR为3.2%，每年稳定增长。目前全球可再生塑料回收率仅14%-18%，提升空间仍大，各国政策频出推动回收率提升，**欧盟明确到2025年PET容器中再生塑料比例≥25%、到2030年≥30%**，美、英、日、韩等国家、地区亦出台回收利用目标政策；

已有超过 400 家企业和政府组织签署了新塑料经济全球承诺，**覆盖了全球塑料包装行业 20%的产值，到2025年，参与者对包装中再生成分的总需求将超过500万吨**。此外，再生塑料具有循环经济和低碳属性，若完全采用再生原料，相较于线型碳途径可减少**30~64%碳排放**，助力国家实现双碳战略。

二、降碳&资源再生利用：卓越新能、英科再生

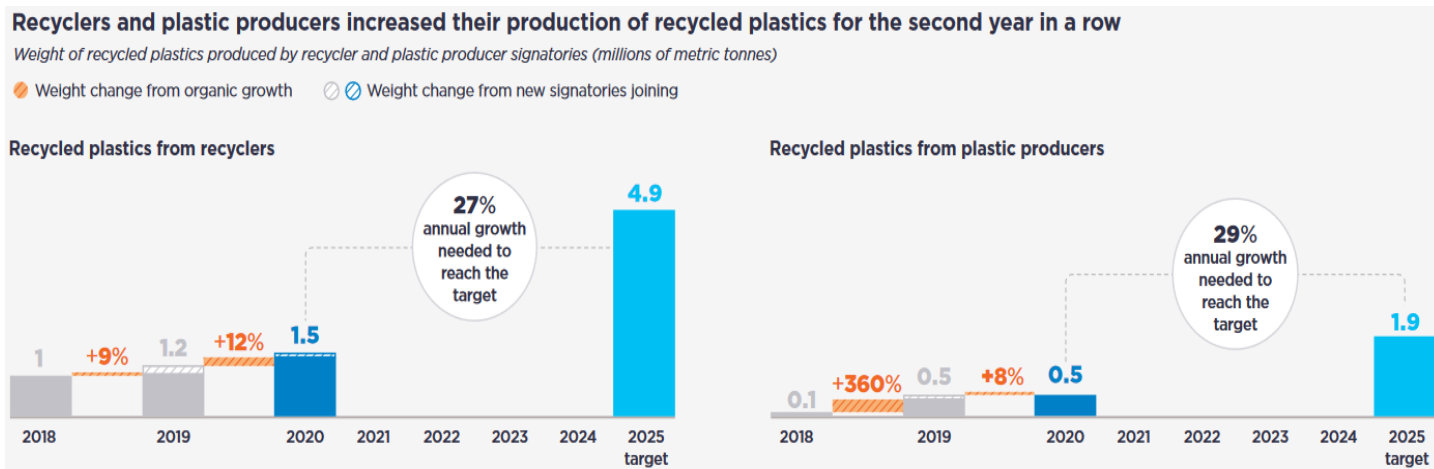
■ 英科再生：

④横向拓展其他产品，储备产能充足提升业绩弹性：

公司将横向拓展PET等其他再生塑料产品，目前马来西亚5万吨/年PET回收再利用项目已投产（分为三条生产线），预计今年二季度满产；越南英科年产227万箱塑料装饰框及线材项目、安徽10万吨/年多品类塑料瓶高质化再生项目等望增厚业绩；

此外，PS、PET将分别扩产至目标30万吨/年（目前约9.7万吨/年）、100万吨/年产能（5万吨/年新产能爬坡中），未来产能释放将持续增厚公司利润。根据iFind一致预期，预计2023-2025E归母净利润分别为3.2/4.3/4.4亿元，对应PE分别为15.7/11.6/11.5x。当前处于历史最低位，公司基本面有反转，估值亟待修复。

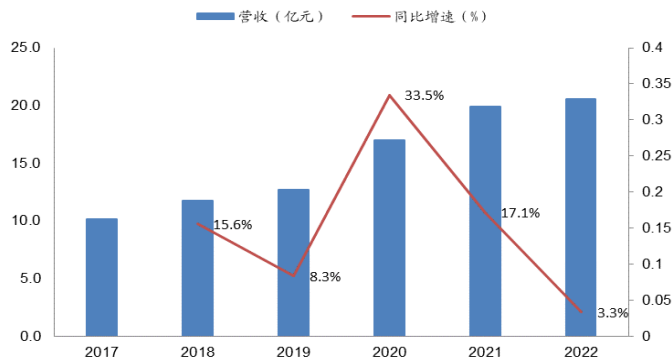
2020-2025全球承诺者塑料回收利用需达到近30%CAGR以完成目标



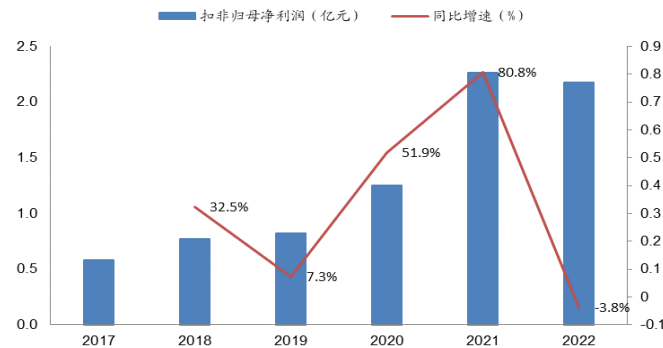
资料来源：《联合国环境规划署2021年报告》，华安证券研究所

英科再生财务情况

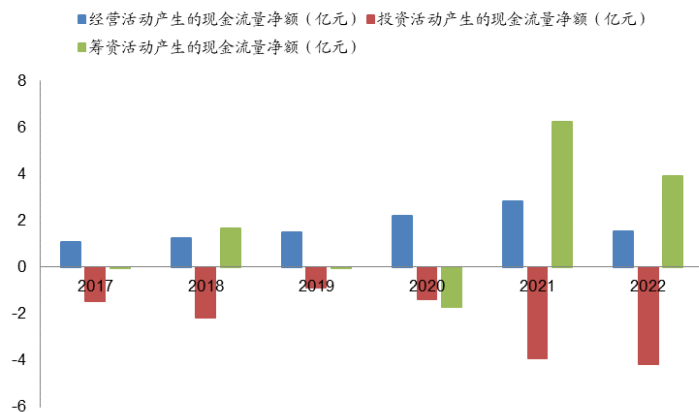
营业收入 (亿元) 及增速 (%)



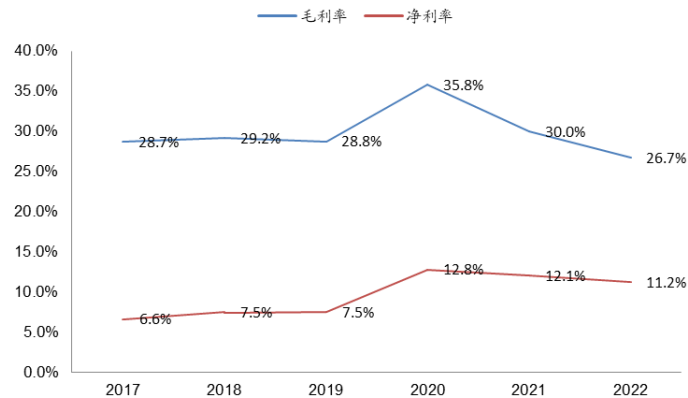
归母净利润 (亿元) 及增速 (%)



现金流 (亿元)



毛利率 (%)、净利率 (%)



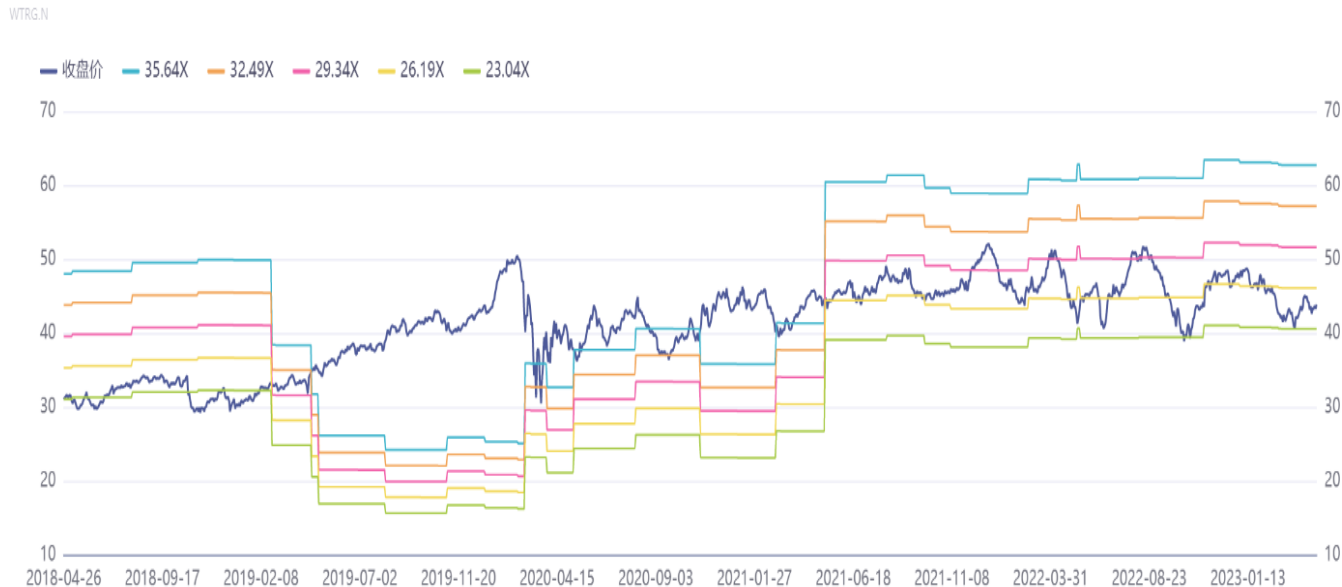
资料来源: iFind, 华安证券研究所



三、水务：洪城环境望迎价值重估

美国水务行业市盈率较高：美国水务公司WTRG向居民、商户、工业客户和公共客户约300万人口提供自来水及污水处理服务，近一年PE在25-35x之间，截至2023年4月底，美国水务PE-TTM为24.9x，市值约115.0亿美元。

洪城环境望迎价值重估：公司目前PE7.2x为近五年低点，望价值重估：①首批9只公募REITs产品2021年P/FFO平均值为17.7x，其中首创水务REITs2021年P/FFO为10.8x，高于洪城整体估值，REITs上市望推升公司优异水务运营资产估值；②类公用事业如天然气、水电、垃圾焚烧等运营资产龙头公司的2023年PE均在15x左右，而水务仅7x左右，且公司承诺2021-2023年分红比例不低于50%，股息率接近6%，有望迎来价值重估。



2018-2022年美国水务
(WTRG) PE BAND

资料来源：iFind，华安证券研究所

数据来源：同花顺FinD



三、水务：洪城环境望迎价值重估

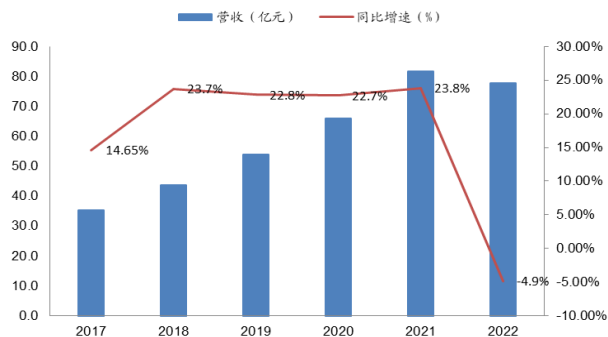
内生+外延驱动，公司成长性强。公司作为江西省环保公用平台，主营省内的供水、污水、天然气业务，2017-2022年收入、归母净利CAGR分别为17.0%、28.1%，业绩持续高增长，内生+外延驱动空间大：1、污水看量价齐升：江西近几年GDP增速全国领先，基础设施投资仍有较大空间，污水管网漏损率较高，未来投资需求大，且经测算污水产能仍有大量新增空间；污水厂提标改造将带来污水结算价格提升。2、燃气看气化率提升：当前南昌气化率仅70%，远期规划城区气化率达到90%以上，公司的燃气工程端及销售收入有望继续提升。3、集团注入固废资产：新增垃圾焚烧等固废业务，江西省固废市场发展潜力大。

管理层锐意进取，财务指标比肩一流公用事业公司。2014年开始集团、上市公司陆续完成管理层的更换。新一批管理团队年富力强、思路灵活、锐意进取：过去五年归母净利润由2.7亿增长至9.5亿、ROE由8.7%增长至13.5%，利润与ROE逐步提升，显示管理层优异治理水平；且多年来归母净利润/CF0均高于2，现金流十分优异，公司各项财务指标行业领先，比肩瀚蓝环境、长江电力等优秀的公用事业公司。此外，公司2017年、2019年两次实施高管股权激励，绑定管理层利益，并承诺2021-2023年分红比例不低于50%，在长期稳健的合理回报率、良好的公司治理保障下，EPS提升预期逐步明朗，公司具备长期投资价值。

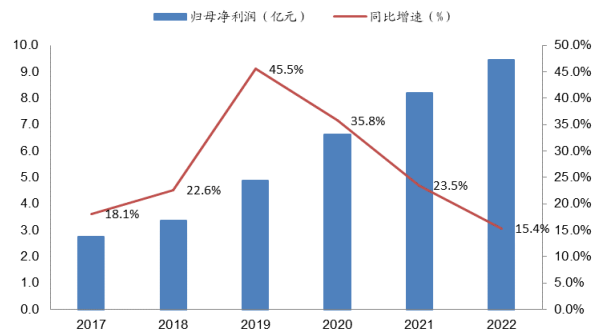
建议关注：在污水提标扩容&气化率提升的背景下，公司内生业务成长空间较大，管理层锐意进取、思路灵活，过去5年业绩优异，股权激励彰显公司信心，未来新项目及产业整合值得期待，根据iFind一致预期，2023-2025E归母净利润分别为11.0/12.6/13.1亿元，EPS分别为1.02/1.17/1.21元，对应PE分别为7.2/6.3/6.1x，为近五年最低位。

洪城环境财务情况

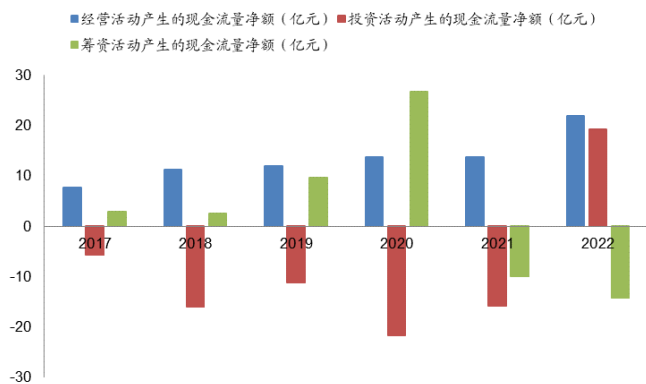
营业收入 (亿元) 及增速 (%)



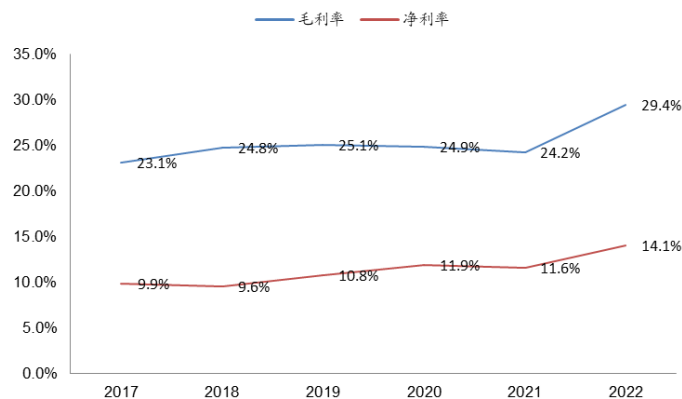
归母净利润 (亿元) 及增速 (%)



现金流 (亿元)



毛利率 (%)、净利率 (%)



资料来源: iFind, 华安证券研究所



四、全国碳交易市场推进，CCER望贡献额外利润弹性

全国碳交易系统7月正式上线：2021年7月16日上午9:30，全国碳排放权交易市场在上海环境能源交易所（上海环交所）正式启动。首批参与全国碳排放权交易的发电行业重点排放单位超过了2162家，这些企业碳排放量超过40亿吨二氧化碳，意味着中国的碳排放权交易市场，将成为全球覆盖温室气体排放量规模最大的碳市场。

- ✓ **交易场所：**全国碳排放权交易机构负责组织开展全国碳排放权集中统一交易。根据生态环境部的相关规定，全国碳排放权交易机构成立前，由上海环交所承担全国碳排放权交易系统账户开立和运行维护等具体工作。
- ✓ **交易时间：**除法定节假日及交易机构公告的休市日外，采取挂牌协议方式的交易时段为每周一至周五上午9:30-11:30、下午13:00至15:00，采取大宗协议方式的交易时段为每周一至周五下午13:00至15:00。采取单向竞价方式的交易时段由交易机构另行公告。
- ✓ **交易方式：**碳排放配额(CEA)交易应当通过交易系统进行，可以采取协议转让、单向竞价或者其他符合规定的方式，协议转让包括挂牌协议交易（最大申报数量应当小于10万吨二氧化碳当量，成交价格在上一个交易日收盘价的±10%之间确定）和大宗协议交易（最小申报数量应当不小于10万吨二氧化碳当量，成交价格在上一个交易日收盘价的±30%之间确定）。



四、全国碳交易市场推进，CCER望贡献额外利润弹性

碳中和持续推进，将稳步扩大行业覆盖范围：

据生态环境部发言人刘友宾介绍，全国碳市场将稳步扩大行业覆盖范围，生态环境部于7月27日印发《关于开展重点行业建设项目碳排放环境影响评价试点的通知》，将在河北、吉林、浙江、山东、广东、重庆、陕西七省开展重点行业建设项目碳排放环境影响评价试点，除率先试水的发电行业外，全国碳市场将稳步扩大行业覆盖范围，其中包括石化行业等其余8个高排放行业。

碳交易第一个履约周期完成，CCER市场值得期待：

“十四五”是中国实现碳达峰、碳中和的关键时期，2021年7月16日正式启动发电行业全国碳排放权交易市场上线交易，全国碳市场第一个履约周期碳排放配额累计成交量1.79亿吨，累计成交额76.61亿元，截至2023年4月26日，碳配额累计成交量2.3亿吨，累计成交金额107.2亿元，累计交易额破百亿，长期将稳步扩大行业覆盖范围。中国碳减排压力大，我们预期碳配额将逐步收紧，碳价长期看涨，有望刺激CCER项目增多、价格提升。

“碳排放”整体面临较为全面的环保需求，推荐关注（1）景气高、格局好、空间仍大的垃圾焚烧板块，建议关注历史业绩优秀、管理优异的【瀚蓝环境】，和拥有焚烧核心设备产销能力、ROE突出的【伟明环保】；（2）以及节能设备、资源再生等细分环保领域投资机会。



四、全国碳交易市场推进，CCER望贡献额外利润弹性

对比国际市场，国内碳单价提升空间大： 2023年欧盟碳配额单价已达90欧元/吨，预计2023年达到160欧元/吨，国外各主流碳交易市场碳交易均价均高于国内（韩国、新西兰近30美元/吨），国内碳配额单价近十年呈上升趋势，目前在55元/吨左右水平，“30·60”目标时间紧任务重，预计碳配额将逐步收紧，未来单价提升空间大。

2010-2020年
全球各碳交易市场碳配额均
价



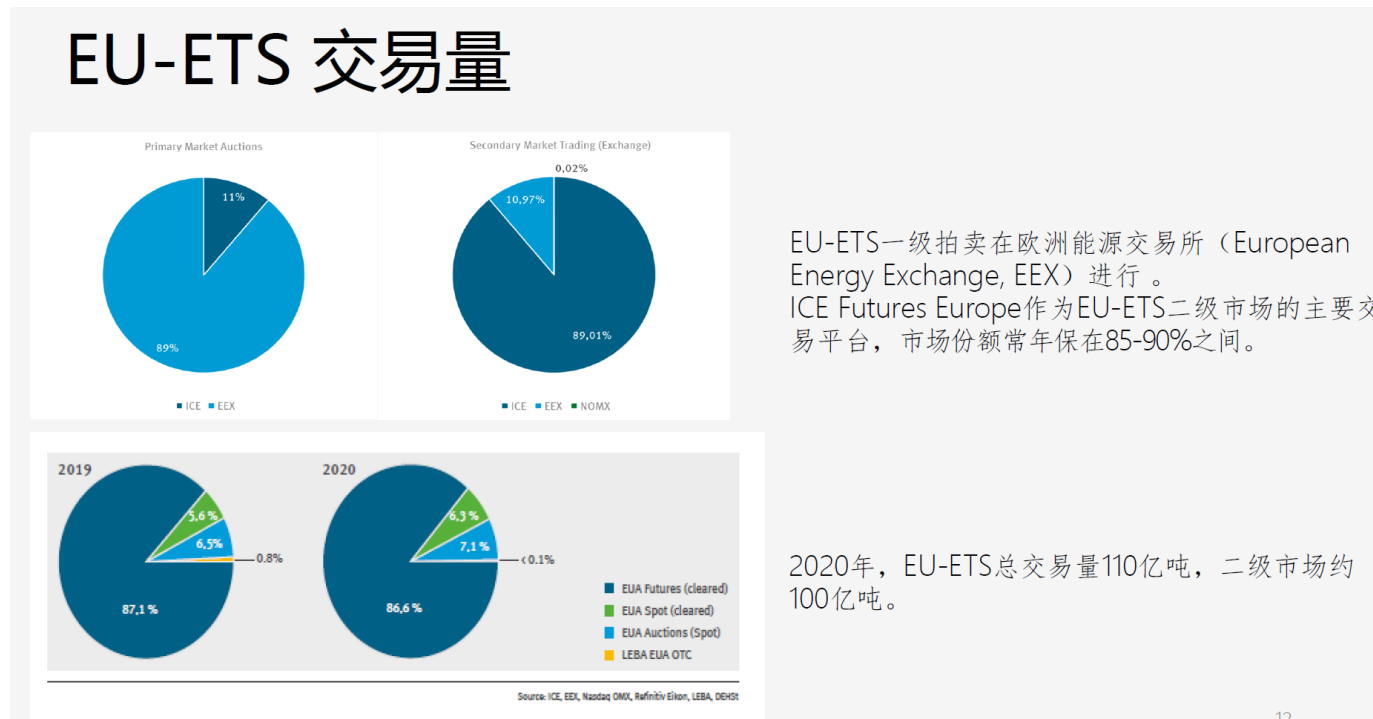
资料来源：icap，华安证券研究所



四、全国碳交易市场推进，CCER望贡献额外利润弹性

欧盟是目前全球最大碳交易市场： 欧盟碳交易市场目前已较成熟，二级市场活跃，2020年EU-ETS总交易量110亿吨，其中二级市场约100亿吨，占总交易量比重维持在85-90%之间。

2020年EU-ETS交易量



资料来源：ICE、EEX，华安证券研究所

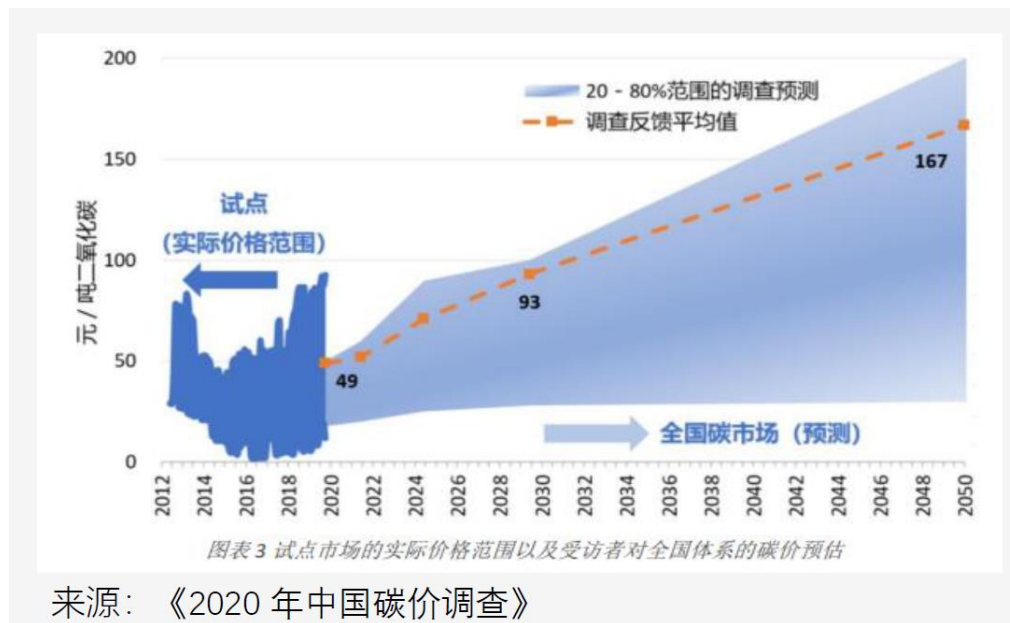


四、全国碳交易市场推进，CCER望贡献额外利润弹性

预期2020年以后中国碳配额单价逐步提升：根据《2020年中国碳价调查》一致预期，碳配额均价将逐年上升，2020年为49元/吨左右，到2030年达到93元/吨左右，到2050年达167元/吨左右。

CCER市场有望2023年重启：未来逐渐丰富交易品种和交易方式，CCER作为碳配额市场的重要补充，我们预计CCER全国市场有望2023年重启，碳价长期看涨，在碳价稳定上行背景下CCER价格有支撑。

2020-2050年
国内长期碳配额价格预期



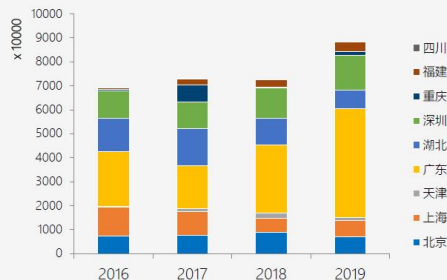


四、全国碳交易市场推进，CCER望贡献额外利润弹性

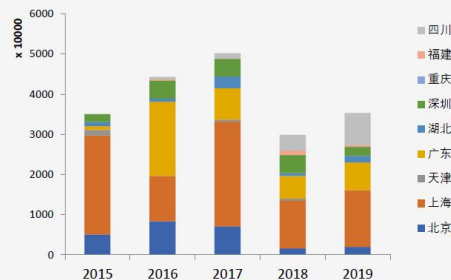
中国试点地区历年交易情况：

广东、湖北、深圳碳配额交易量最大；上海、广东、北京CCER交易量最大，且其CCER交易量占比最高，截至2021年3月（全国碳市场开放前），上海、广东、北京交易量占比分别为42.5%、21.1%、10.4%。

试点地区配额年度交易量

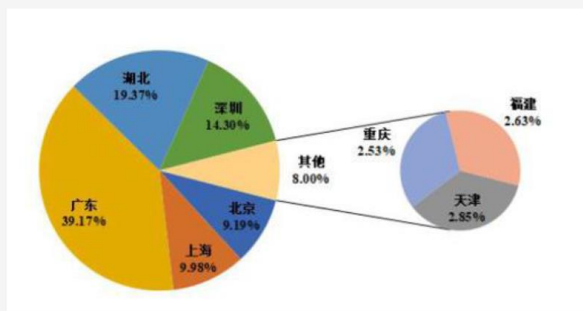


试点地区CCER年度交易量

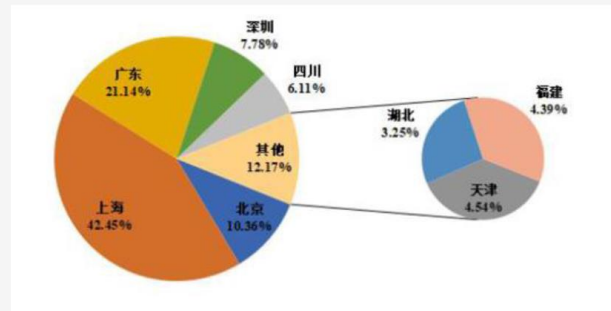


2016—2019年
中国试点地区
碳配额/CCER年度交易量

试点地区配额交易量占比（截至到2021年3月）



试点地区CCER交易量占比（截至到2021年3月）



资料来源：各试点地区CCER交易平台，华安证券研究所

四、全国碳交易市场推进，CCER望贡献额外利润弹性

碳中和加速垃圾焚烧招投标：

与传统的卫生填埋垃圾处理方式相比，生活垃圾焚烧处理方式不仅减少了垃圾填埋缓慢降解过程中甲烷和二氧化碳的排放，并且起到替代化石燃料的作用，具有双重减排效果。国内垃圾焚烧项目曾参与CDM交易获得额外收入，未来CCER有望贡献业绩增量。

焚烧替代填埋确定性、经济性强，而我国2021年生活垃圾焚烧处理率72.5%，“碳达峰碳中和”政策将加快垃圾焚烧招投标进度。

图表：估算行业平均度电碳减排量

项目名称	佛山市南海垃圾焚烧发电一厂改扩建项目	瑞安市垃圾焚烧发电厂项目	台州市生活垃圾焚烧发电项目	六安市生活垃圾焚烧发电项目	曹县生活垃圾焚烧发电厂一期工程	北京阿苏卫循环经济园生活垃圾焚烧发电项目
监测期	2016.06.01~2016.12.31	预计值	预计值	2014.12.01~2015.09.30	预计值	预计值
年碳减排量 (tCO ₂ e)	138927	178642	95758	19886	55675	288686
年发电量 (MWh)	175000	124326	122556	64350	85000	391054
度电碳减排量 (克)	793.9	1436.9	781.3	309.0	655.0	738.2
平均度电碳减排量 (克)	785.7					

资料来源：CCER项目监测报告，华安证券研究所整理计算



四、全国碳交易市场推进，CCER望贡献额外利润弹性

图表：典型1000吨/日垃圾焚烧项目IRR影响核算（单位：万元）

	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年	6-8年	9-17年	18-30年（假设完全取消国补）
产能利用率			80%	90%	97%	97%	97%	97%
垃圾处理费收入			2112	2376	2560.8	2560.8	2560.8	2560.8
电费收入			5100.3	5737.8	6184.1	6184.1	6184.1	4570.8
CCER收入			227.1	255.5	275.4	275.4	275.4	275.4
总收入			7439.4	8369.3	9020.3	9020.3	9020.3	7407.0
收入弹性			3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	3.9%
折旧成本			2000	2000	2000	2000	2000	800
运营成本			2275	2275	2275	2275	2275	2275
毛利润			2937.3	3838.8	4469.9	4469.9	4469.9	4056.6
毛利率			40.7%	47.3%	51.1%	51.1%	51.1%	56.9%
财务费用	878.2	878.2	878.2	878.2	878.2	878.2	878.2	878.2
管理、销售费用	577.0	577.0	577.0	649.1	699.6	699.6	699.6	699.6
利润总额			1482.1	2311.5	2892.1	2892.1	2892.1	2478.8
所得税率			0.0%	0.0%	0.0%	12.5%	25.0%	25.0%
不含CCER的净利润			1482.1	2311.5	2892.1	2530.6	2169.1	1859.1
不含CCER的净利率			20.5%	28.5%	33.1%	28.9%	24.8%	26.1%
包含CCER的净利润			1691.1	2546.6	3145.5	2752.3	2359.1	2049.1
包含CCER的净利率			22.7%	30.4%	34.9%	30.5%	26.2%	27.7%
利润弹性			14.1%	10.2%	8.8%	8.8%	8.8%	10.2%
净现金流	-25243.2	-25243.2	4569.3	5424.8	6023.7	5630.5	5237.3	3727.3
不含CCER的IRR						8.08%		
包含CCER的IRR						8.55%		

垃圾焚烧CCER额外收入有望贡献业绩：
经测算，垃圾焚烧项目每度电CCER收入约2.4分钱，收入弹性3.1%–3.9%，
利润弹性**8.8%–10.2%**，IRR提升0.5pct。

资料来源：华安证券研究所测算



四、全国碳交易市场推进，CCER望贡献额外利润弹性

■ 伟明环保：

在手项目多，业绩弹性大。截至2022年底，公司投资控股的垃圾焚烧处理真实运营及试运营项目已达46个（其中试运行7个），投运垃圾焚烧产能约3.2万吨/日（不含参股和委托运营），在建焚烧项目8个（控股项目）。此外，公司在手餐厨项目11个，生活垃圾入库量同比增长33.8%；副产品油脂销售1.0万吨，同比增长25.6%等，我们认为公司在手项目多，拿单能力突出，未来业绩弹性较大。

项目优质，管理强，ROE高。伟明环保毛利率50%左右，高于同行业，公司通过精细化管理使吨垃圾上网电量处于行业较高水平。项目多地处江浙，垃圾处理费较高，质地优。此外，公司凭借优异的核心设备能力，项目投资小，项目回报率高，ROE超过20%，行业领先。

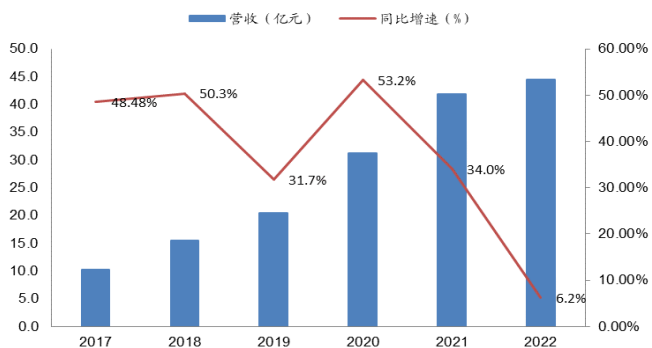
新能源材料业务发展大步迈进。2022年度新增签约三份合资协议，投资印尼年产高冰镍含镍金属13万吨项目。签约温州锂电池新材料项目合资协议，投资年产20万吨高镍三元正极材料。完成温州绿色循环经济产业园项目战略合作框架协议和温州新能源电池材料低碳产业园项目投资框架协议签约，涉足动力电池与电池废料回收及报废汽车回收等领域。携手青山、盛屯、格林美等优质合作方打造前端矿产供应&后端材料消纳闭环，公司第一个4万吨印尼高冰镍项目已于2022年9月正式开工。

建议关注：公司作为民营垃圾焚烧龙头，管理优异，拥有焚烧核心设备产销能力，项目回报率高。同时，公司在手垃圾焚烧项目充沛，积极拓展新能源材料业务，未来几年业绩弹性大。根据iFind一致预期，公司2023-2025归母净利润分别为20.3/30.1/40.0亿元，对应PE分别为15.1/10.2/7.7x。

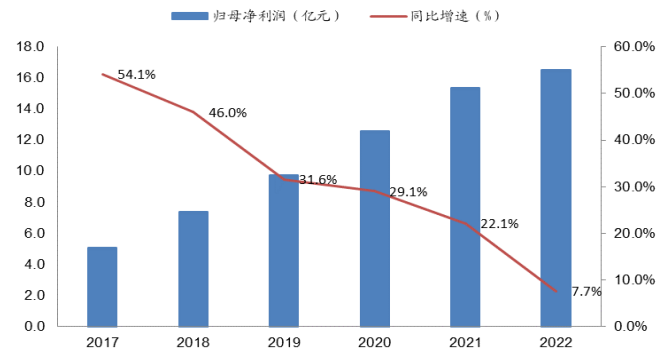


伟明环保财务情况

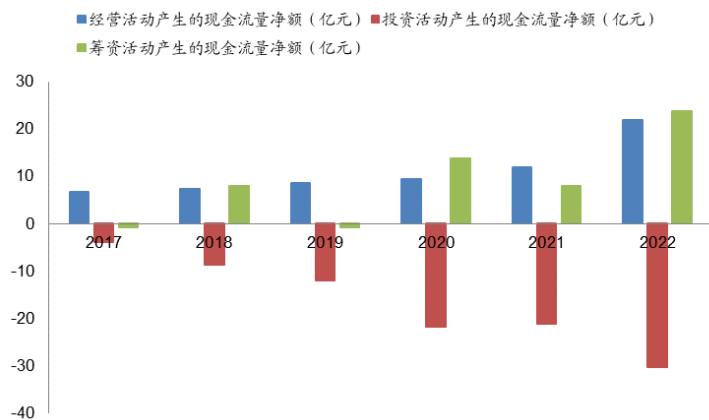
营业收入 (亿元) 及增速 (%)



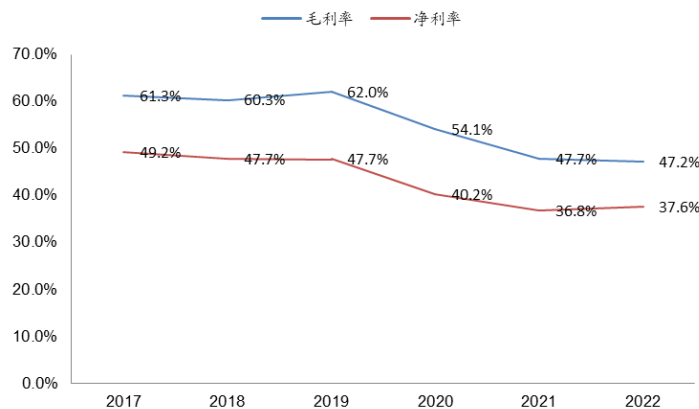
归母净利润 (亿元) 及增速 (%)



现金流 (亿元)



毛利率 (%)、净利率 (%)



资料来源: iFind, 华安证券研究所



四、全国碳交易市场推进，CCER望贡献额外利润弹性

■ 瀚蓝环境：

公司系佛山公用事业平台，历史业绩优秀，管理层优异。

在建垃圾焚烧产能充沛，即将进入投产大年。公司截至2022年底在手垃圾焚烧项目规模35750吨/日（不含参股项目），其中属于非竞争配置项目共26050吨/日，非竞争配置项目中有17100吨/日补贴资金全部由中央承担，其余为央地分摊，2022年新增在手项目权益规模2782吨/日。

煤改气带动公司燃气销量增加，氢能一体化打开新增长空间。1、公司旗下供水、排水和燃气业务在南海区占有相对优势地位。未来两年主要靠陶瓷行业的煤改气带来天然气售气量提升，在国际能源价格趋稳背景下，天然气业务盈利能力有望修复；2、2022年启动在佛山南海建设餐厨垃圾制氢项目，设计规模年产约2200吨氢气，预计2023年上半年完工。结合在南海已建设运营的5个加氢站（3.5吨/日），以及氢能环卫车和公交车的应用，形成制氢、加氢、用氢一体化模式。

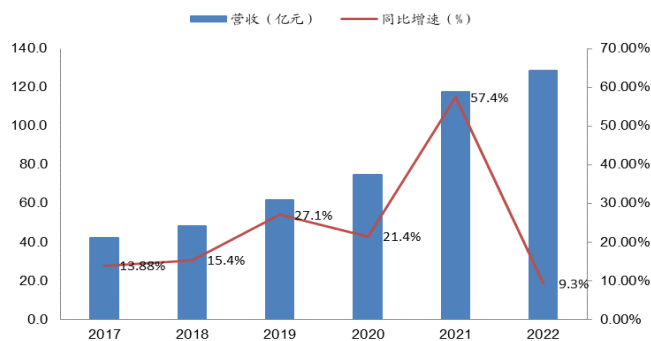
管理层优异。公司管理水平优异，历史业绩优秀，2015-2022年归母净利润复合增速高达16.1%，2019年出台虚拟股权激励，通过《高级管理人员2021-2023年绩效考核方案》，公司于2022年向职业经理人授予2021年度增值奖励虚拟份额数量合计300.14万股，其中解锁的虚拟份额数量为120.05万股，已兑现虚拟份额数量为0，管理层和上市公司利益绑定更深，未来持续拓展可期。

建议关注：公司运营资产优异，深耕固废行业，承接盛运项目后垃圾焚烧产能进一步扩张，且能源领域提供新的增量。公司现金流优异，管理层优异，根据iFind一致预期，公司2023-2025年归母净利润14.2/16.6/18.5亿元，对应PE分别为11.4/9.8/8.8x。

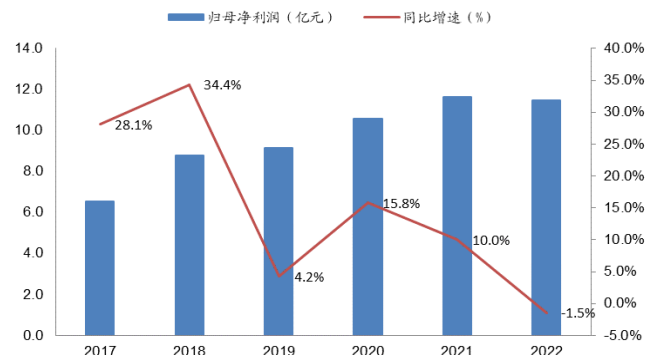


瀚蓝环境财务情况

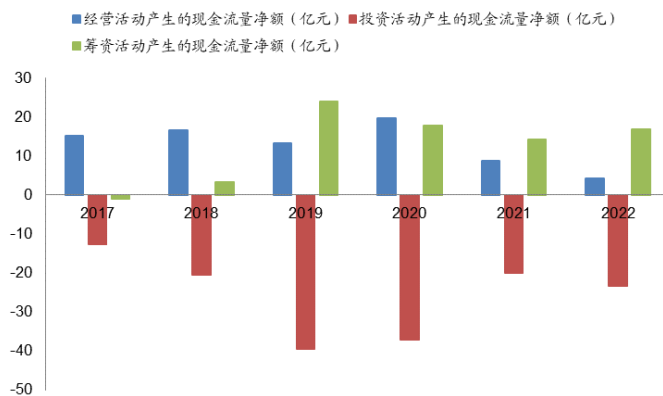
营业收入 (亿元) 及增速 (%)



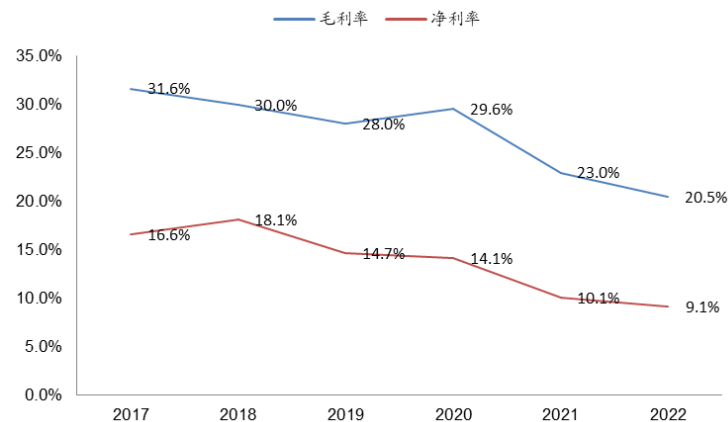
归母净利润 (亿元) 及增速 (%)



现金流 (亿元)



毛利率 (%)、净利率 (%)



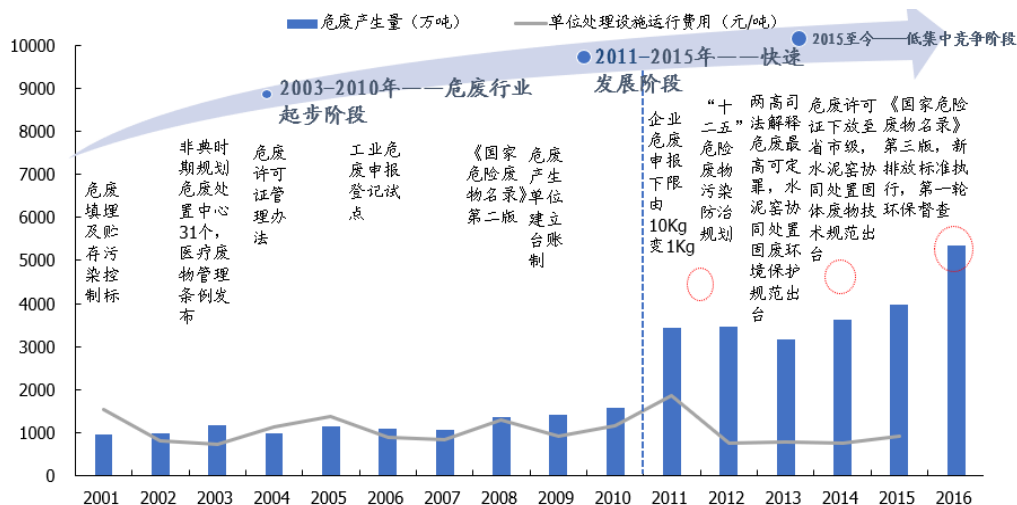
资料来源: iFind, 华安证券研究所



五、资源回收：看好危废资源化

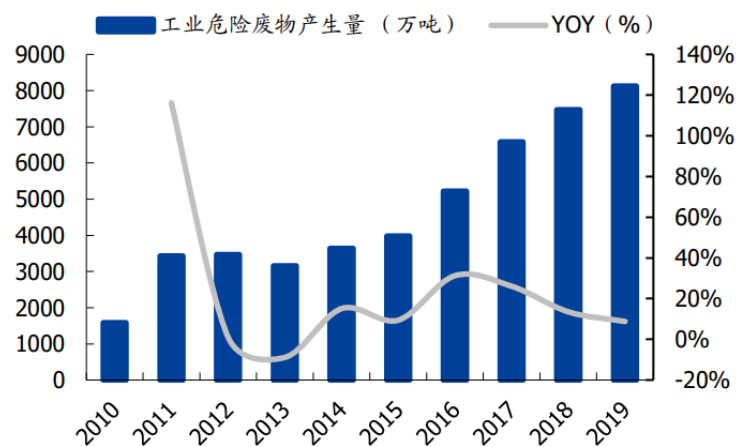
危废资源化：环保督察趋严，危废处置真实需求逐渐显现，2010-2019CAGR达17.7%；危废资源化毛利高、商业模式清晰，收入端包括处置费和有价金属销售两部分，回收的精制硫酸镍、钴、锂可供下游电池企业利用，行业技术壁垒高；目前竞争格局分散，前后端一体化企业或将最终胜出。

危废行业景气度与环保督察强度正相关



资料来源：生态环境部，华安证券研究所

近十年危废产生量CAGR达17.7%



资料来源：生态环境部，华安证券研究所



五、资源回收：看好危废资源化

■ 高能环境：

公司固废行业30年沉淀，民营基因望再造雨虹奇迹。公司经过近30年的沉潜，为危废后端资源化-贵金属回收领域龙头企业，土壤修复技术实力雄厚，规模行业领先。董事长同为东方雨虹实际控制人，创业口碑及民营基因打造公司强大战斗力。危废资源化项目复制性正在逐步验证中，高盈利扩张望带来戴维斯双击。

重点布局危废资源化，“碳中和”背景下行业空间广阔。过去由于监管缺失、处理成本偏高，危废倾倒、漏报现象较普遍，但随着监管趋严，行业真实需求逐步释放，我们估算全国危废实际产生量超过1亿吨，且考虑到供给与需求的区域错配，实际危废处理比例可能仅27%左右，产能缺口较大。且行业龙一龙二市占率分别不到4%、2%，格局极度分散。此外，再生金属相比原生金属可大幅减少碳排放，在碳中和背景下，危废资源化未来发展前景广阔。

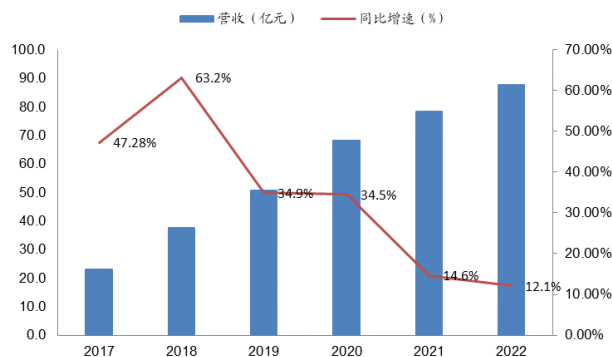
技改降本增效效果显著。高能鹏富项目在保证原有生产线正常连续生产的基础上，完成了富氧侧吹熔炼系统改造，熔炼处理产能提升30%，废渣含铜量同比降低40%；靖远高能一期项目通过处理设施的富氧熔炼改造后，日均处理量及炉期均大幅增长，同时燃料使用比例下降，2022全年危废处理量较2021年增长约23%，利润率也有显著提升；高能中色项目通过技术改造炉窑冷却循环水系统，使得炉窑使用寿命提高15%以上，并通过技术优化改造将炉窑冷却循环水进行回收利用等，降低生产加工成本，节约能源20%以上。

建议关注：公司是危废资源化领军企业，在碳中和、危废资源再利用率提升背景下望率先受益，同时公司危废处理前后端、垃圾焚烧、土壤修复在手优质项目多，投产加快。根据iFind一致预期，公司2023-2025年归母净利分别为11.5/14.6/18.1亿元，对应PE分别为12.9/10.2/8.2x。

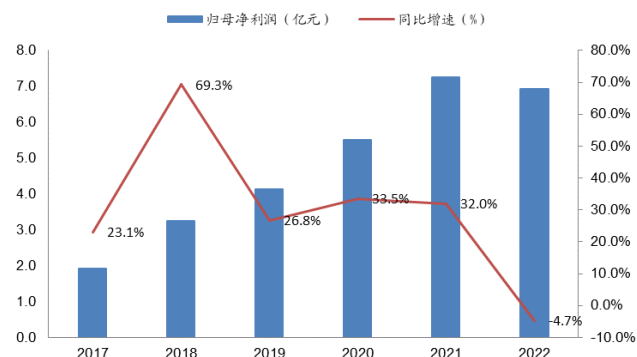


高能环境财务情况

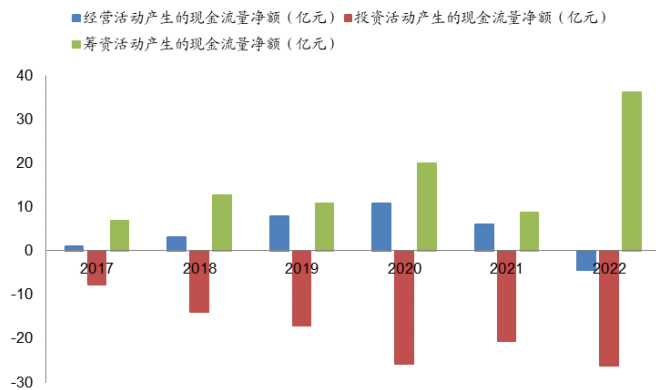
营业收入 (亿元) 及增速 (%)



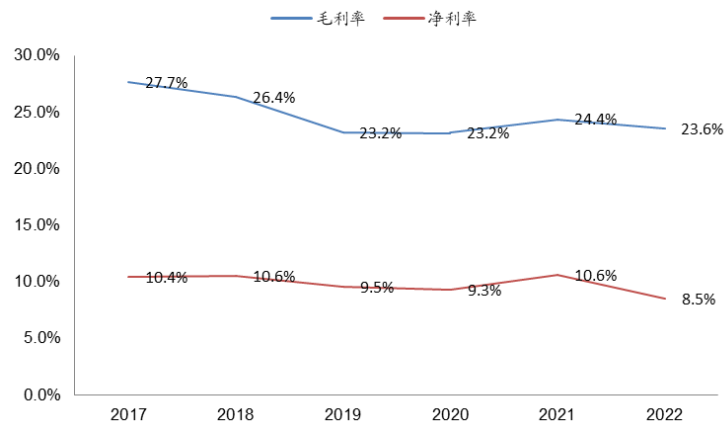
归母净利润 (亿元) 及增速 (%)



现金流 (亿元)



毛利率 (%)、净利率 (%)



资料来源: iFind, 华安证券研究所



五、资源回收：看好危废资源化

■ 浙富控股：

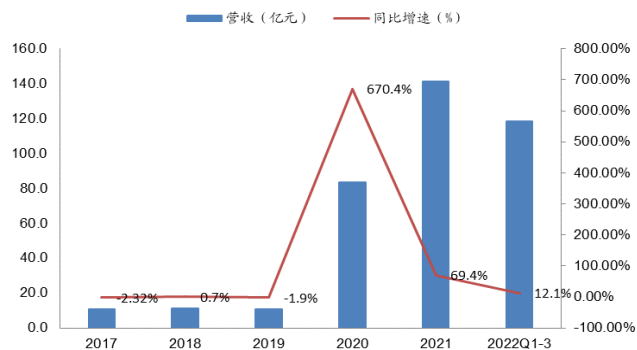
资产重组助力转型，迎产能密集投放期。浙富通过收购申联集团、申能环保介入危废处理领域，形成危废全产业链布局，从前端的“收集-贮藏-无害化综合处理”到后端的多金属深加工资源综合回收均有覆盖。产能已由2019年底的51.0万吨/年提升至2021年底177.8万吨/年，合计产能行业第一，危废前端处置项目陆续落地中，在手产能合计275万吨/年，经营地域及产能持续扩张。公司技术领先、回收能力强，区位优势明显，未来可期。此外，公司拟回购股份的资金总额不低于人民币1.5亿元（含），且不超过人民币3亿元（含），回购的股份将全部用于员工持股计划或者股权激励，充分调动公司高级管理人员、核心骨干人员的积极性，推进公司长远发展。

“碳中和”背景下重点关注危废资源化方向。随着监管趋严，过去倾倒、漏报的危废真实需求逐步释放，2016-2019年危废产量CAGR达16%，我们估算全国危废实际产生量超过1亿吨，行业空间广阔且增速较快。此外，再生金属相比原生金属可大幅减少碳排放，在“碳中和”及循环经济背景下危废资源化极具发展前景。公司已经通过环评批复的与汽车锂电池材料级别相关的产能规划包括：1.5万吨精制硫酸镍、1.5万吨精制硫酸钴和790吨碳酸锂。

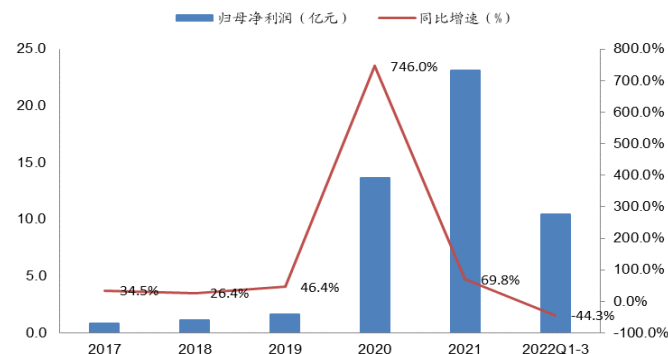
建议关注：公司重组完成后形成全产业链布局的危废龙头企业，技术领先、小金属富集回收能力强，且产能布局的区位优势明显，近两年产能集中释放，在环保督查趋严的背景下，未来发展值得期待。根据iFind一致预期，2022-2024E归母净利润分别为15.1/17.9/19.7亿元，PE分别为13.4/11.4/10.2x。此外，公司传统主业在基建发力背景下，望迎来新机遇。

浙富控股财务情况

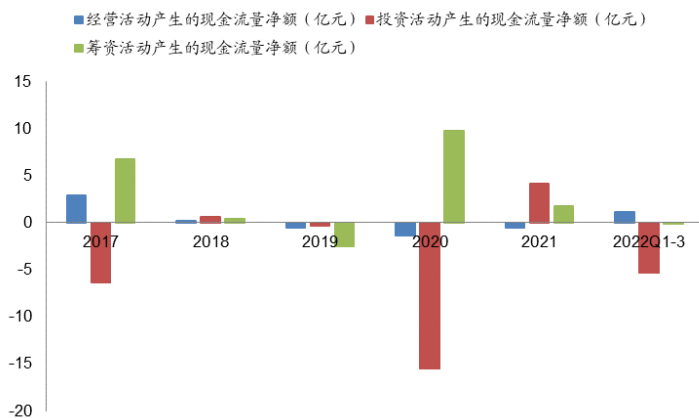
营业收入 (亿元) 及增速 (%)



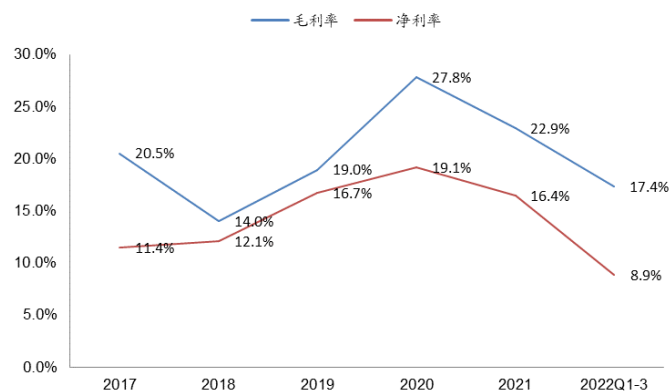
归母净利润 (亿元) 及增速 (%)



现金流 (亿元)



毛利率 (%)、净利率 (%)



资料来源: iFind, 华安证券研究所



谢谢！



重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持：未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性：未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性：未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。