



浙商证券

ZHESHANG SECURITIES

垃圾焚烧行业发展迅速，优质公司将脱颖而出

—— 环保行业专题报告

浙商证券研究所 牛波 | 2019年02月



行业：行业发展迅速，焚烧处理需求市场空间广阔

伴随着生活质量和环保要求的提高，人均垃圾产生量、清运量、焚烧占生活垃圾处理的比例均持续增加，我们预计这一势头在未来十五年内仍将持续。焚烧工艺相较于填埋、堆肥等无害化处理工艺具有适用面广、二次污染较小和能量可再次利用等特点，是目前最为适用的生活垃圾处置技术。经过30年的发展，我国焚烧规模已发展到2017年的29.81万吨/日，“十三五”规划拟到2020年实现59万吨/日规模，预计到2035年将达到124.55万吨，焚烧占比75%。经测算我们认为仅运营市场规模将从2015年的180亿元，增长到2020年的450亿元、2025年670亿元、2035年的1036亿元。行业整体发展迅速，且市场空间巨大。

项目：垃圾焚烧项目经营风险小，业绩易于预测和把握

垃圾焚烧主体技术较为成熟，作为原料的生活垃圾来源稳定，叠加特许经营权的保护下项目经营风险小。收入构成主要是发电和垃圾处置费收入，占比约为7:3。项目普遍盈利性能较高，且现金流良好。经我们测算，一个标准的1000吨/日的焚烧厂可创造营业收入约7500万元/年，净利润2500万元/年。垃圾焚烧项目标准化程度较高，近30年的特许经营权赋予项目资产区域垄断属性，因此单个项目以及公司整体业绩也易于预测。

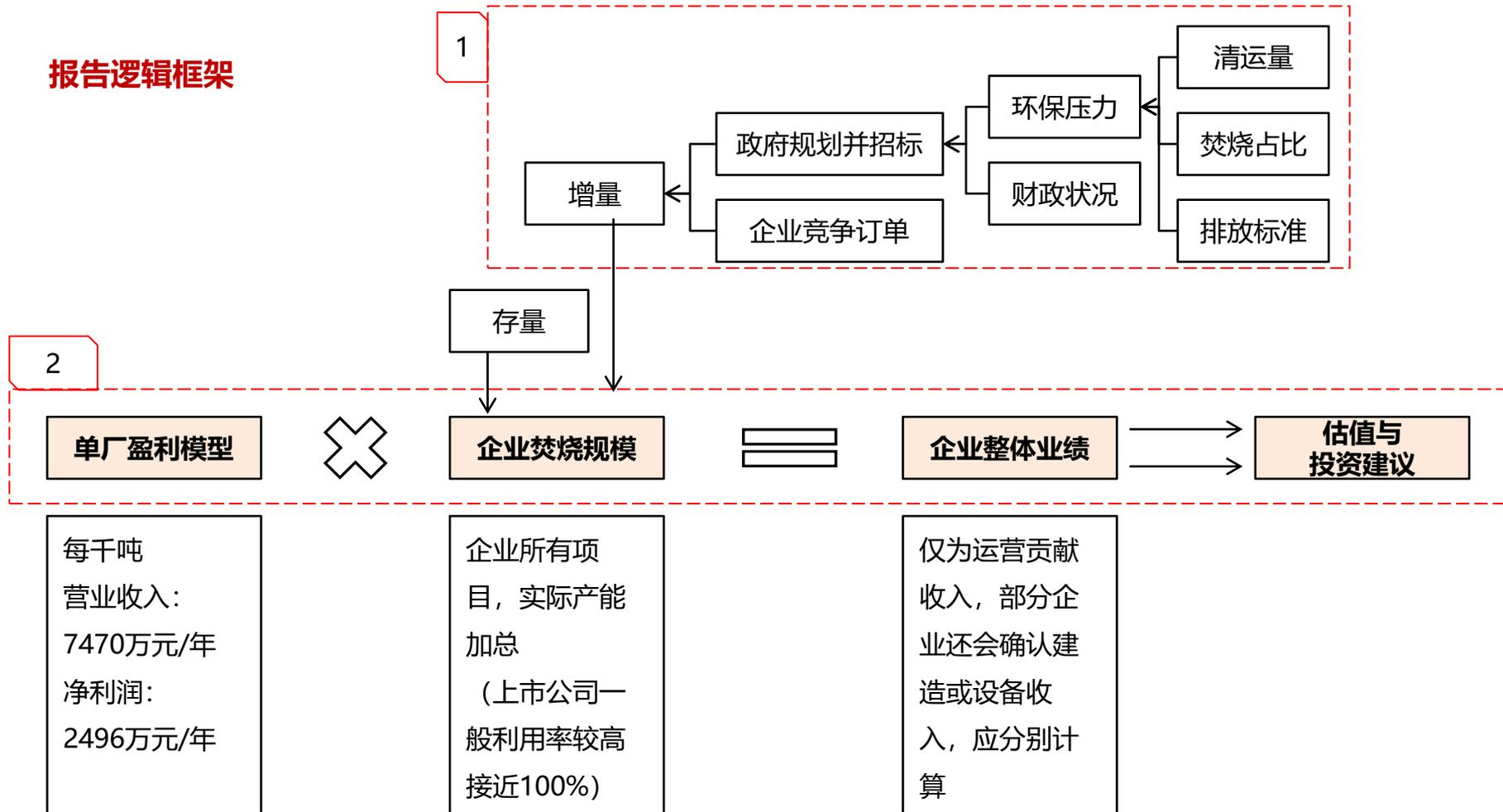
公司：主流上市公司在手订单规模均大幅增加，未来业绩有望快速增加

经统计A股主要6家垃圾焚烧为主业的上市公司发现，拟建和在建规模均较多，有5家公司规模大于现已运营规模。经测算现有订单转化为业绩带来的整体净利润弹性由大到小分别为：绿色动力（327%）> 中国天楹（178%）> 旺能环境（157%）> 上海环境（79%）> 伟明环保（55%）> 瀚蓝环境（27%），综合考虑估值后建议重点关注旺能环境、伟明环保、瀚蓝环境和上海环境。

风险提示：项目推进或不及预期，融资进度或不及预期等。



报告逻辑框架



✓如何快速计算一家公司的垃圾焚烧业绩和验证现有业绩合理性？

以旺能环境为例，公司2017年在运规模为9250吨/日，按照全年100%产能利用率，结合上述单厂盈利指标，匡算公司2017年业绩为营业收入6.91亿元（9.25×0.747亿元），净利润2.31（9.25×0.2496亿元）。公司2017年年报垃圾焚烧部分实际业绩约7.5亿元，净利润约2.3亿元，与匡算结果基本吻合。

发展历程：官方数据显示，近十年来生活垃圾焚烧行业增长显著，处理规模由4.47万吨发展到29.81万吨，占比也从9%增加到36%，垃圾围城的问题也因此得到了有效缓解

图1：2007~2017年我国生活垃圾清运量和焚烧占清运量比例一览

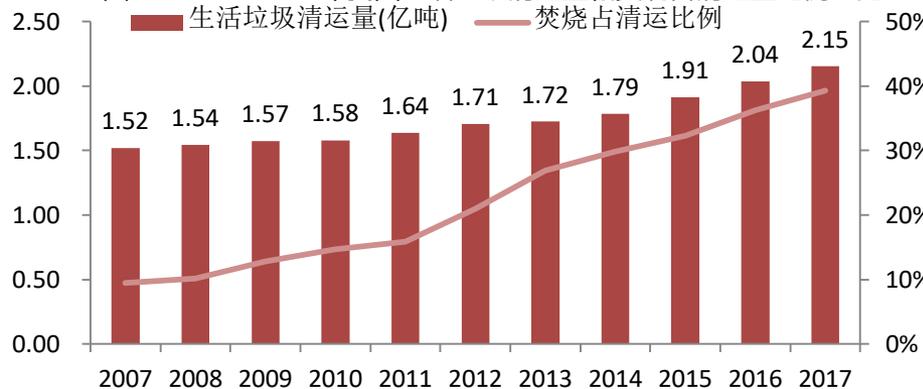


图2：2007~2017年我国生活垃圾焚烧无害化处理厂数量情况

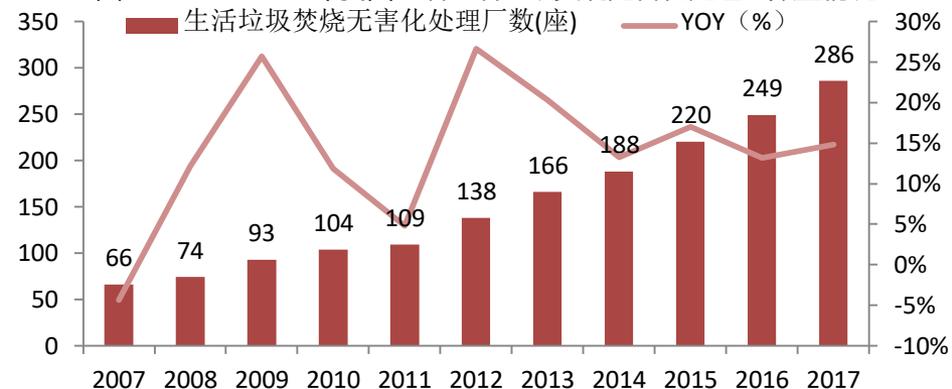
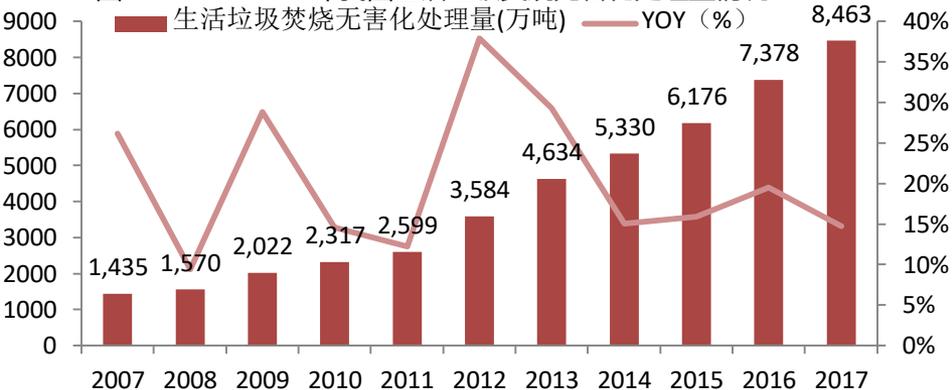


图3：2007~2017年我国生活垃圾焚烧无害化处理能力情况



图4：2007~2017年我国生活垃圾焚烧无害化处理量情况



资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

截至2017年底全国共有286座厂站，处理能力29.81万吨/日，全年处理量8463万吨，占生活垃圾清运量的39%，同比分别增长14.86%、16.50%、14.70%以及增加3.09%。

纵观这十年处理规模增长情况，2007~2010年GAGR为20.74%，2011~2015年为20.86%，2016~2017年为16.64%。根据国家规划若在2020年达到59万吨/日处理规模，那么2016~2020这5年GAGR将为21.91%，前两年的较低增速必然催生出后三年产能的加速释放，即2018~2020年GAGR为25.56%，可见行业将迎来一轮显著的市场红利。

发展历程：从1998年深圳清水河第一座垃圾焚烧厂点火算起，我国垃圾焚烧行业已经经历了整整30个春秋，期间涌现了一批优质的公司，他们为行业的快速发展做出了突出贡献

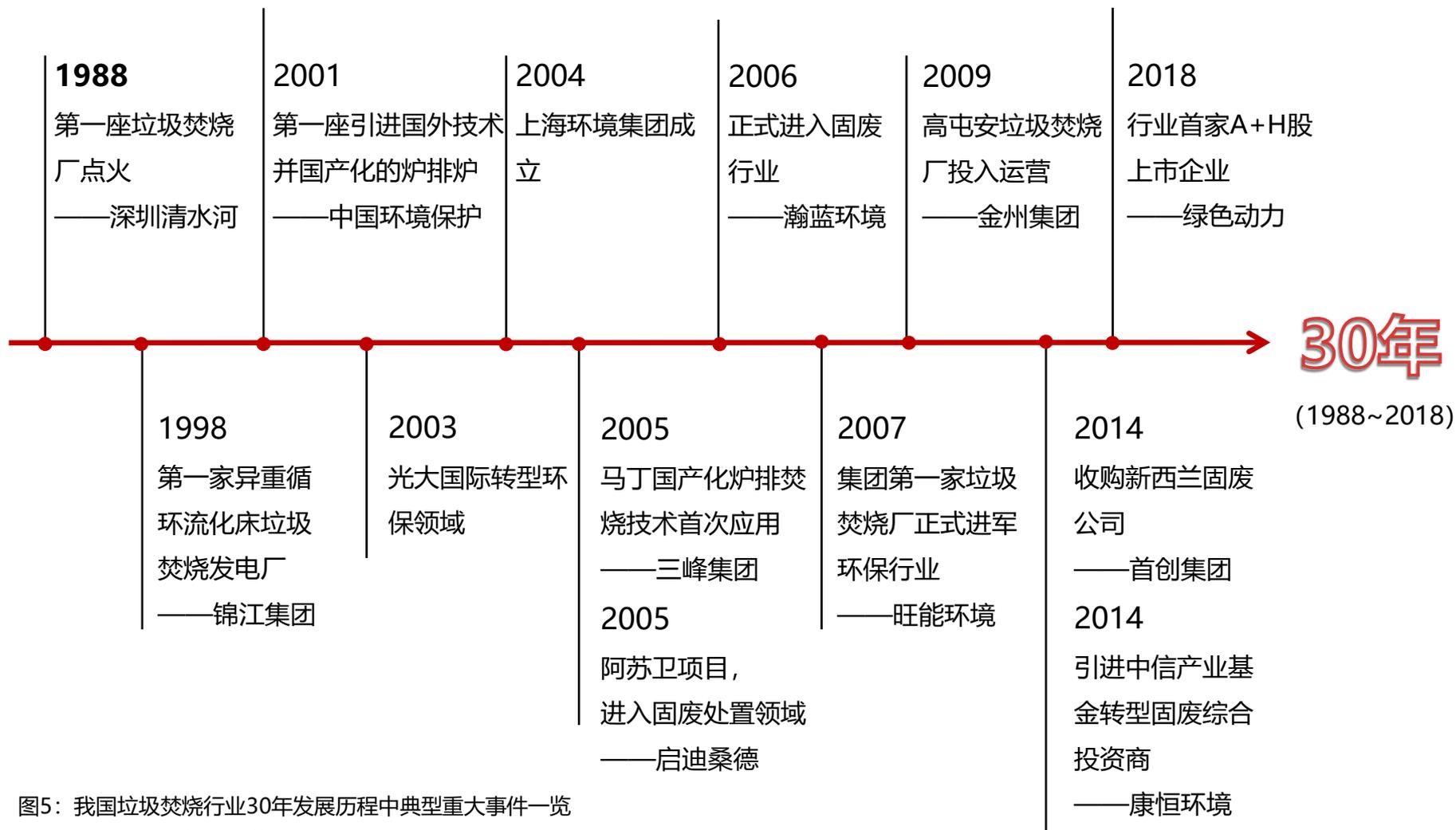
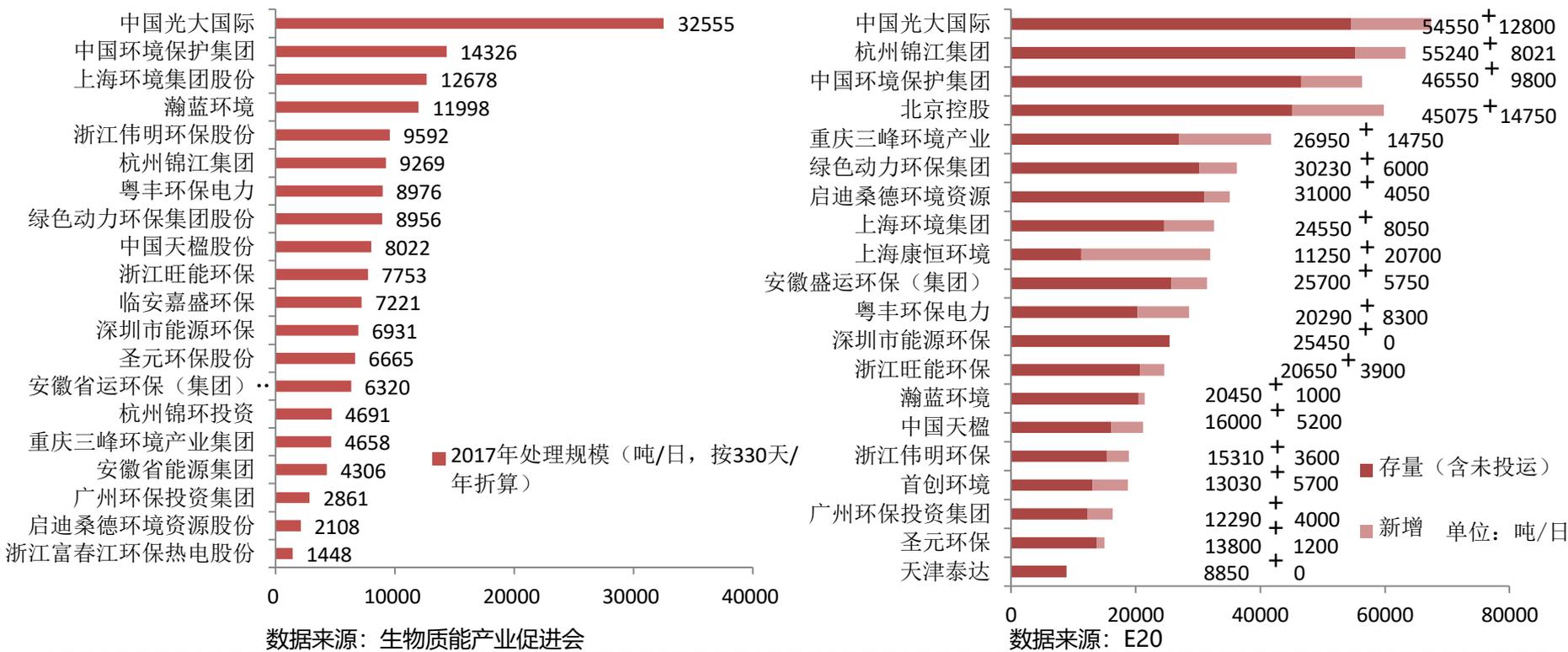


图5：我国垃圾焚烧行业30年发展历程中典型重大事件一览
数据来源：E20环境微微信公众号

行业竞争格局——集中且稳定：根据2017年数据测算，CR5、CR10、CR20分别为32%、48%和69%，行业较为集中，未来仍有进一步提升的空间

图6：全国城镇生活垃圾焚烧发电主要企业运营情况（左：2017年实际处理规模；右：合计产能）



✓行业较为集中

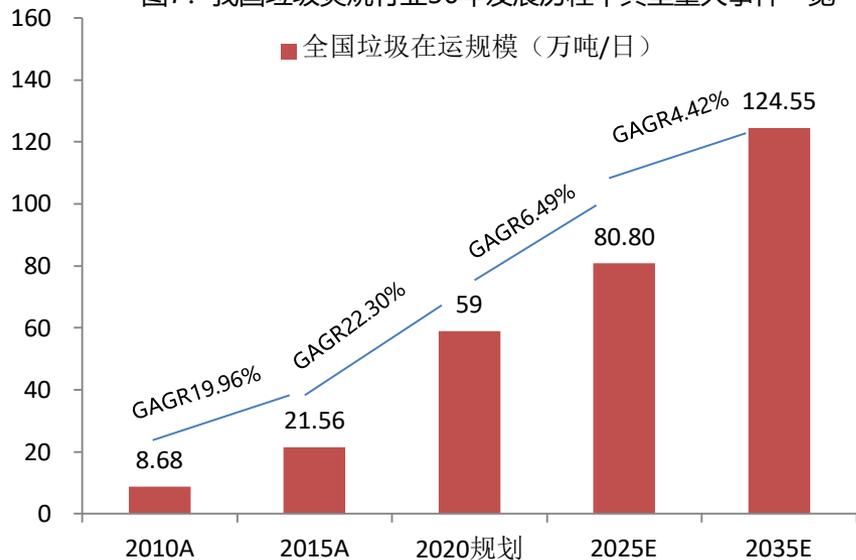
2017年，全国生活垃圾焚烧无害化处理总量为8463万吨，根据生物质能产业促进会数据，处理量行业集中度CR5、CR10、CR20分别为32%、48%和69%，可见垃圾焚烧行业较为集中且稳定

✓未来集中度有望进一步提升

据E20数据，截至2017年底行业20名主要企业订单合计产能为65万吨/日，而十三五规划末期将达到59.14万吨/日，项目订单一般有建设时限要求，因多数项目将在2020年前后陆续投运，通过主要20名企业110%的覆盖度可以判断行业集中度有进一步提升可能

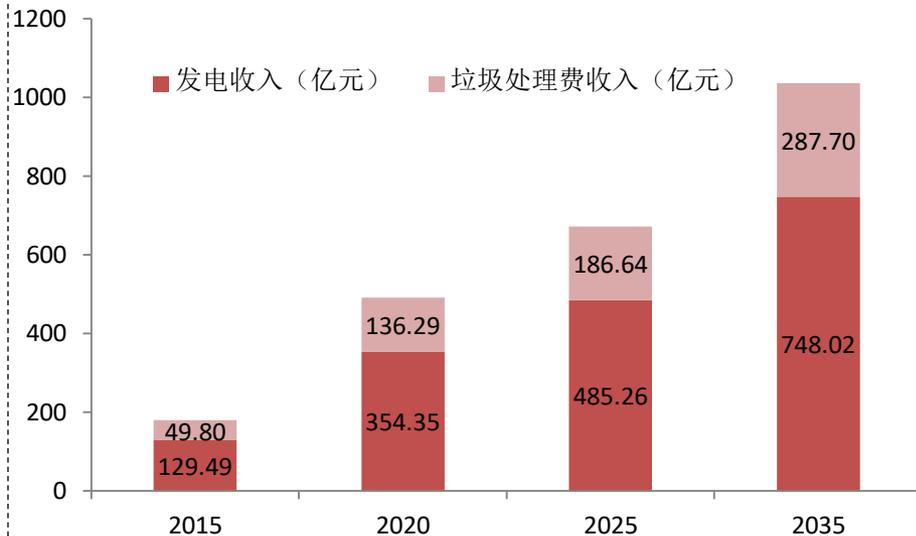
市场空间预测：垃圾焚烧行业在未来20年里市场空间将持续增加，运营规模将由2015年的180亿/年增加到2035年的1036亿/年，其中“十三五”期间是增速最快的五年，GAGR达22.30%

图7：我国垃圾焚烧行业30年发展历程中典型重大事件一览



数据来源：生物质能产业促进会、国家统计局、浙商证券研究所

图8：我国垃圾焚烧行业30年发展历程中典型重大事件一览



数据来源：生物质能产业促进会、国家统计局、浙商证券研究所

行业迅速发展，“十三五”为增速最快的五年计划

在1) 生活垃圾产生量、2) 清运量和3) 垃圾焚烧占比的不断提高前提下我们预计我国垃圾焚烧规模在未来近20年将持续增加，从2015年的21.56万吨/日规模，增加到2035年的124.55万吨/日20年GAGR为9.17%

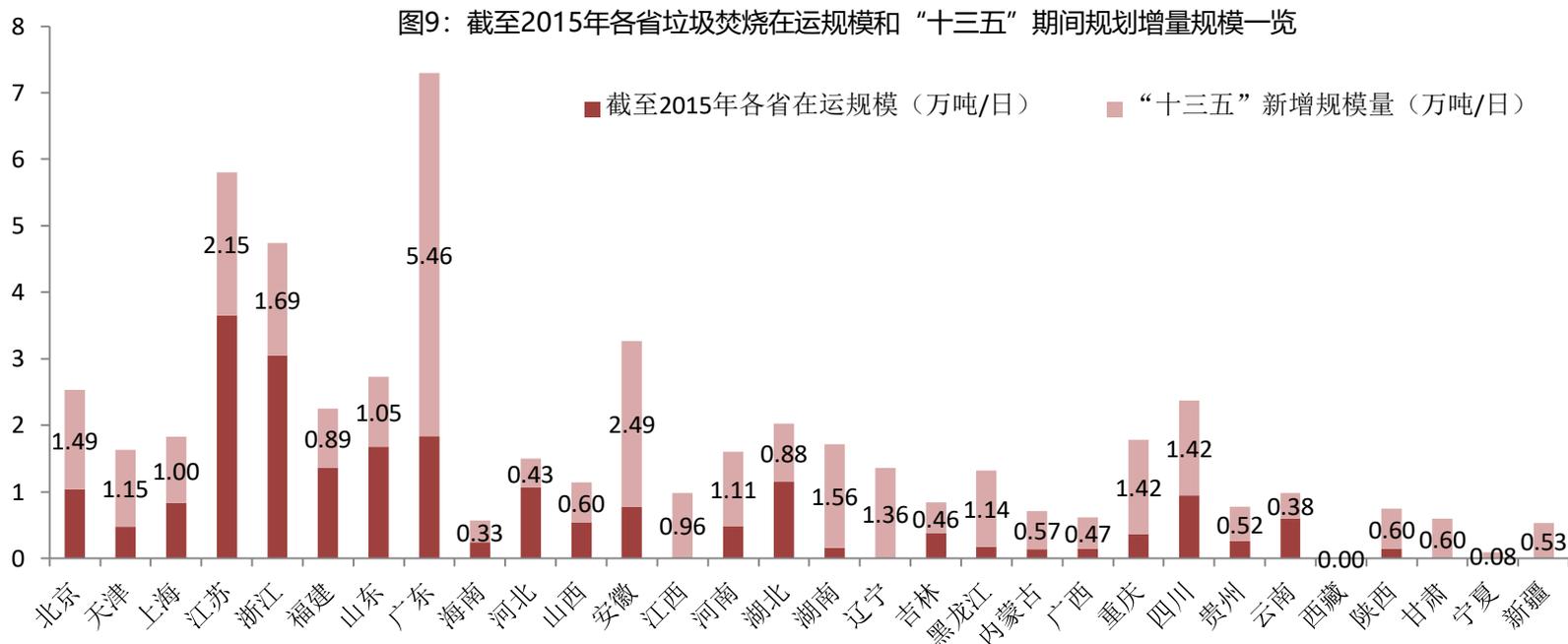
其中，“十三五”期间增速最为迅速，GAGR为20.31%。

市场空间巨大，预计未来仍以发电收入为主

按照处理费平均70元/吨和上网电价0.65元/吨，上网电量280吨测算，我们认为仅运营市场规模将从2015年的180亿元，增长到2020年的450亿元、2025年670亿元、2035年的1036亿元。市场空间巨大且持续增加。

目前我国居民垃圾处理处置费机制尚未健全，基本靠政府补贴，在考虑到地方政府财政状况，因此我们认为一定时期内以来高额发电补贴的现象仍将继续。目前发电收入和处置费收入之比约为7:37，而发达国家与之正好相反。

市场空间预测——“十三五”增量按地区拆分：据生物质联盟协会数据，“十三五”期间各省垃圾焚烧厂新增规模具有明显分化现象，按绝对量口径统计，主要集中在经济较为发达，人口较为稠密的地区



数据来源：“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划、浙商证券研究所

根据中国生物质联盟拆分和预测，预计2020年将实际完成54.35万吨的建设，占总规划的92%。其中绝对量增加由多至少前十名分别为广东（+5.46万吨，+297%）、安徽（2.49万吨，+319%）、江苏（2.15万吨，59%）、浙江（1.69万吨，55%）、湖南（1.56万吨，975%）、北京（1.49万吨，143%）、四川（1.42万吨/日，149%）、重庆（1.42万吨，394%）、辽宁（1.36万吨，15年基数为0）、天津（1.15万吨/日，240%）、黑龙江（1.14万吨，633%），基本集中在经济较为发达、且人口较为稠密的地区。

我们认为，若上市公司在增量较大的地区有新的市场突破，表明其在当地已有一定影响力，今后持续落地当地新订单的概率也比较大，市场预期也会更好。

政策体系：我国垃圾焚烧相关法律政策体系比较完善，从法律、法规、部门规章、相关规划、产业政策和技术规范和标准均有相应配套

体系名称	政策名称	主要内容
相关规划	《生物质能发展“十三五”规划》【国能新能(2016)291号】	到2020年，发电装机达到750万千瓦（全部可再生为6.8亿千瓦，发电1.9万亿，占全发电量27%）
	《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》【发改环资(2016)2851号】	对生活垃圾焚烧提出了具体的指标要求，如在全国、各省区提出了产能建设等具体要求。
相关法律	中华人民共和国固体废物污染环境防治法	
相关产业政策	关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知（发改价格【2012】801号）	
	城镇污水垃圾处理设施建设中央预算内投资专项管理办法（发改办环资【2016】888号）	
技术规范和标准	生活垃圾焚烧污染控制标准（GB 18485-2014）	
	生活垃圾焚烧处理工程项目建设标准（建标 142-2010）	
	生活垃圾焚烧处理工程技术规范（CJJ 90-2009）	
其他政策标准。。。		

表1：我国垃圾焚烧相关法律法规、产业政策和技术规范标准相关文件

资料来源：本表仅节选了部分内容，整体相关汇总资料可查阅《生活垃圾焚烧发电项目政策法规及标准规范汇编》，环境保护部环境工程评估中心编

全国规划：“十三五”期间，垃圾焚烧规模新增35.64万吨/日，将从23.5万吨/日提高到59.14万吨/日，复合增速20.27%，预计总投资1300亿元

主要指标		2010年	2015年	“十二五”规划目标	目标完成情况	“十三五”规划目标	
无害化	处理率 (%)	设市城市和县城	63.50%	90.20%	90% (市) 70% (县)	完成	100% (直辖市等) 95%其他设市 80% (县城)
	设施数量 (座)	设市城市和县城	1076	2077	/		
	处理能力 (万吨/日)	设市城市和县城	45.7	75.8	87.1	基本完成	110.49
垃圾焚烧	设施数量	设市城市和县城	119	257	/		
		设市城市	104	220			
		县城	15	37			
	处理能力	设市城市和县城	8.9	23.5	/		59.14
		设市城市	8.4	21.9	/		
		县城	0.46	1.6			
	占比	焚烧比例	/	31%	35%		54%
		东部地区焚烧比例	/	48%	48%	完成	60%
	总完成投资 (亿元, 含其他处理方式)		/	1294	2636	-1342	2518.4

表2：“十二五”和“十三五”城镇生活垃圾处理焚烧方式主要指标情况

资料来源：“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划

排放标准对比——国内外：我国国标要略低于欧盟2010标准，其中二噁英、汞两项指标与欧盟排放相当，颗粒物、HCL、重金属与欧标还有较大差距。同时，我国沿海和部分地区也制定了更为严格地表。

污染物	美国		欧盟 (EU2010)			中国 (GB18485-2014)	
	日均值	小时均值	日均值	半小时均值 100%A类	半小时均 值97%B类	日均值	小时均值
颗粒物 (mg/m ³)	20	30	10	30	10	20	30
氮氧化物 (NOX) (mg/m ³)	215		200	400	200	250	300
二氧化硫 (SO ₂) (mg/m ³)	60		50	200	50	80	100
氯化氢 (HCL) (mg/m ³)	30		10	60	10	50	60
汞及其化合物 (mg/m ³)	0.03(测定均值)		0.05(测定均值)			0.05(测定均值)	
镉、铊及其化 合物 (mg/m ³)	0.07(测定均值)		0.05(测定均值)			0.1(测定均值)	
铅等其他重金 属及其化合物 (mg/m ³)	0.14(测定均值)		0.5(测定均值)			1.0(测定均值)	
二噁英类 (ngTEQ/m ³)	0.2(测定均值)		0.1(测定均值)			0.1(测定均值)	

表3：我国与欧盟、美国垃圾焚烧现行排放标准对照表

数据来源：网络、生态环境部、浙商证券研究所

可再生能源补贴缺口——垃圾发电占比甚微：虽然全国可再生能源补贴资金累计缺口逐年扩大，但截至2017年生物质发电缺口仅为3.45亿元，占比0.34%，考虑到城市生活垃圾处置急切需求，我们认为短期取消或降补可能性不大

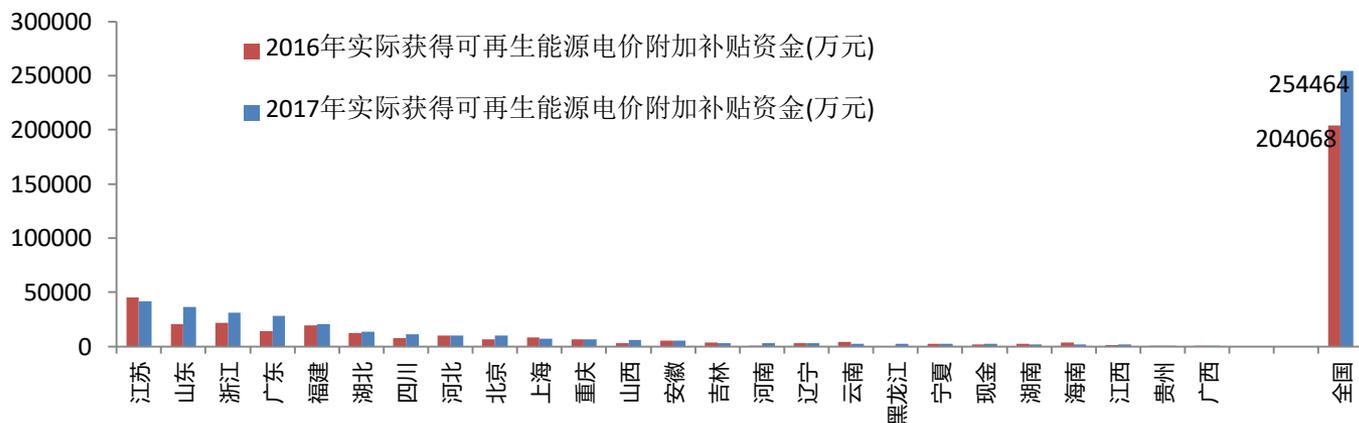


图10：2016、2017年全国各省（区、市）垃圾发电应收和实收补贴情况
资料来源：中国生物质联盟、浙商证券研究所

✓ 补贴附加资金较为集中

2017年约有25个省份获得补贴资金，其中大于2亿元的5个，按量排名分别为江苏、山东、浙江、广东和福建，前五位补贴总量占总补贴（25.45亿元）的62.11%，较为集中

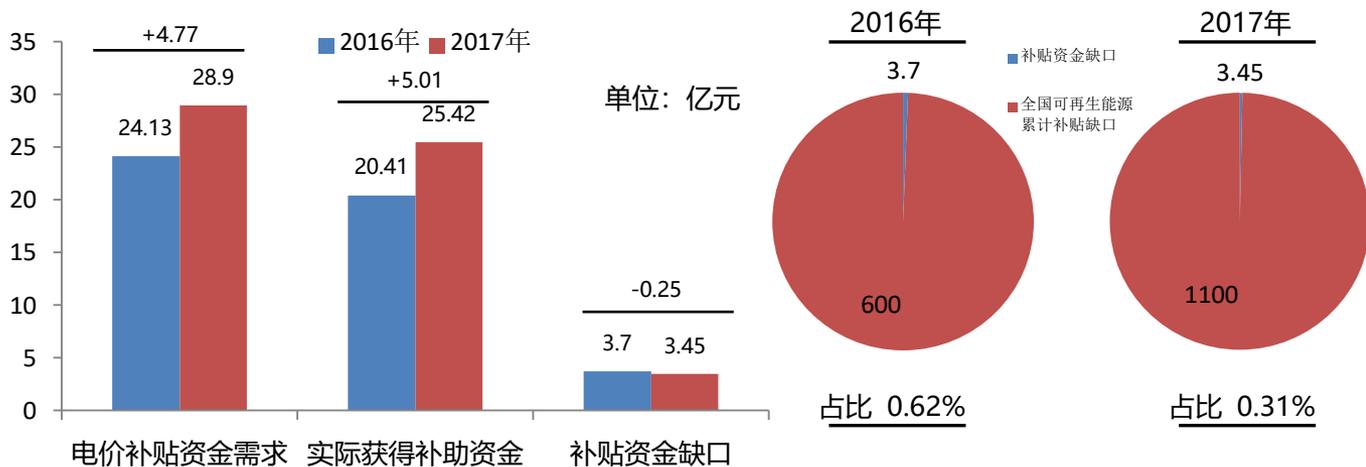


图11：2016和2017年全国垃圾发电国补情况
资料来源：中国生物质联盟、浙商证券研究所

✓ 国补短期内取消或降补可能性不大

2017年，垃圾发电全国可再生能源基金补贴资金需求在30亿规模以下，实际补助资金缺口为3.45亿元，同比减少0.25亿元，在全国可再生能源补贴缺口占比仅为0.31%，对缺口总量贡献微小。再考虑到生活垃圾处置的迫切需求，我们认为短期降补可能性不大。

敏感性分析——单厂盈利模型：通过构建一个典型1000吨/日规模的焚烧厂财务模型，测算其盈利能力

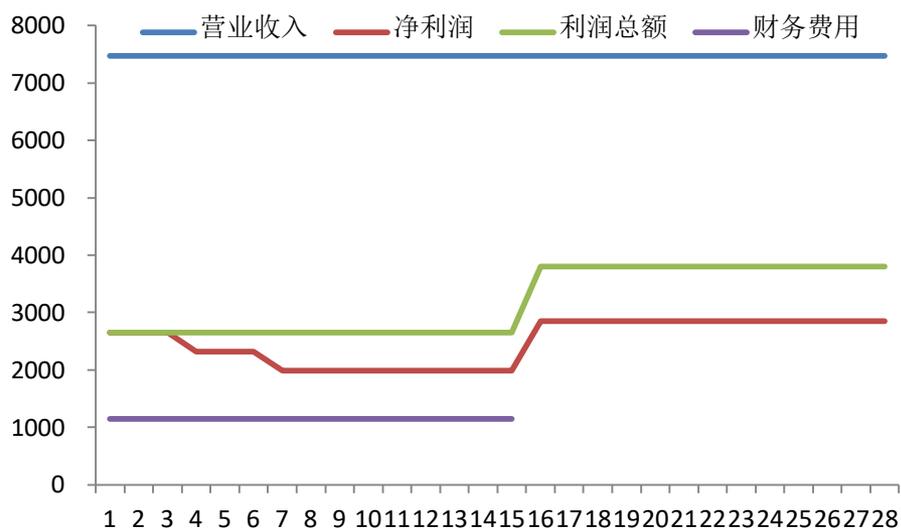


图12: 典型1000吨/日垃圾焚烧处理厂运营期主要财务数据图

资料来源:《生活垃圾炉排炉焚烧发电系统运营分析》、浙商证券研究所

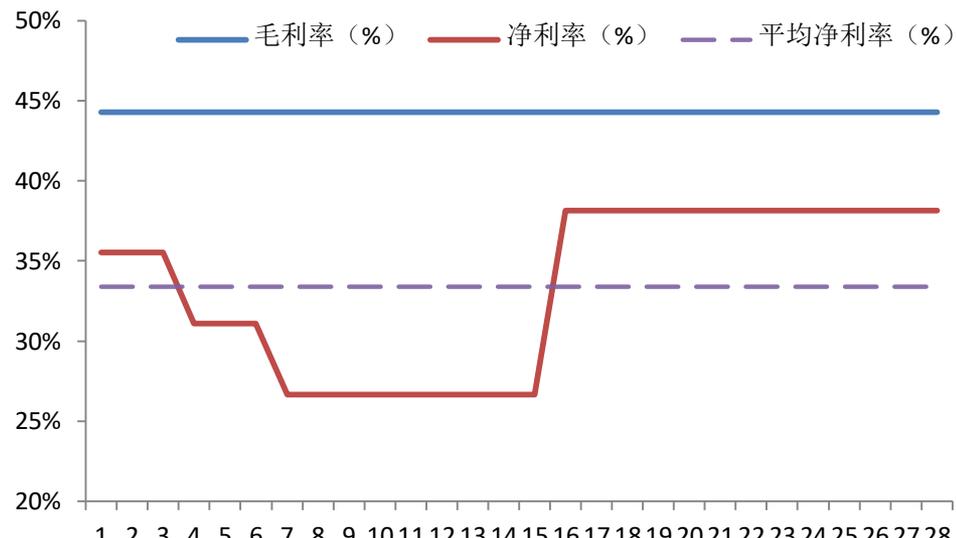


图13: 典型1000吨/日垃圾焚烧处理厂运营期主要财务指标图

资料来源:《生活垃圾炉排炉焚烧发电系统运营分析》、浙商证券研究所

➤假设条件:

- 处理规模: 1000吨/日
- 运营天数: 330天/年
- 利用率: 100%
- 处置补贴: 70元/吨
- 吨垃圾发电量: 350度
- 厂自用电率: 18%
- 所得税政策: “三免三减半”
- 增值税率: 16%
- 增值税返税: 发电100%, 处置补贴70%

➤单厂盈利指标:

- 吨营收 (税后): **7470万元/年**
 - ✓ 其中发电: 处置补贴约为73%:27%
- 吨净利润: 1991~2849万元/年,
生命周期平均2496万元/年
- 毛利率 (生命周期平均): 44%
- 净利率 (生命周期平均): 33%

敏感性分析——模型基本参数设定

表4：1000吨/日垃圾焚烧厂单厂盈利模型核心假设数据和基本运营条件

基本参数	处理规模	1000吨/天	运营天数	330天	产能利用率	100%	处置费用	70元/天	吨垃圾发电量	350度/吨	厂自用电率	18%
收入端	收入合计	7470万元/年	垃圾处置收入	2213万元/年	垃圾发电收入	5257万元/年	其中：可再生能源补贴	5045万元/年	其中：火电标杆收入	78万元/年		
成本端	总投资	45000	经营成本	2556	其中：外购原材料费	825	其中：外购燃料动力费	231	其中：工资及福利	700	维修费（含大修）	900
基本参数	处理规模	1000吨/天	运营天数	330天	产能利用率	100%	处置费用	70元/天	吨垃圾发电量	350度/吨	厂自用电率	18%

资料来源：浙商证券研究所

敏感性分析——财务模型：建设期一般为2年，正式投运自第三年开始，特许经营权一般在28年前后，经测算1000吨/日规模在折现率7%条件下，NPV为9620万元，IRR9.34%

表5：1000吨/日垃圾焚烧厂单厂盈利模型财务数据与财务指标

年份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11~16	17~30
营业收入			7470	7470	7470	7470	7470	7470	7470	7470	7470	7470
主营业务成本			4163	4163	4163	4163	4163	4163	4163	4163	4163	4163
——折旧/摊销			1607	1607	1607	1607	1607	1607	1607	1607	1607	1607
费用			1741	1741	1741	1741	1741	1741	1741	1741	1741	1741
——财务费用			1143	1143	1143	1143	1143	1143	1143	1143	1143	0
——管理费用			598	598	598	598	598	598	598	598	598	598
增值税返还			1089	1089	1089	1089	1089	1089	1089	1089	1089	1089
利润总额			2655	2655	2655	2655	2655	2655	2655	2655	2655	3798
所得税费用			0	0	0	332	332	332	1991	1991	1991	2849
净利润			2655	2655	2655	2323	2323	2323	1991	1991	1991	4456
年现金流	-22500	-22500	5405	5405	5405	5405	4931	4931	4931	4456	4456	4456
毛利率			44.27%	44.27%	44.27%	44.27%	44.27%	44.27%	44.27%	44.27%	44.27%	44.27%
净利率			35.54%	35.54%	35.54%	31.10%	31.10%	31.10%	26.66%	26.66%	26.66%	38.13%
NPV	9620	IRR	9.34%	折现率	7%							

敏感性分析：为进一步分析主要不确定因素对项目经济效益的定向影响，选定了内部收益率为指标，整理出各敏感性分析数据

表6：1000吨/日垃圾焚烧厂单厂盈利模型经济效益敏感性分析

不确定因素	不确定因素变化率 (%)	内部收益率 (税后, %)	敏感系数	
基本方案	—	8.43%	—	
垃圾处理量	5%	9.19%	2.68	
	-5%	7.65%	-2.68	
垃圾处理补贴	5%	8.63%	0.72	
	-5%	8.22%	-0.72	
发电量	5%	8.81%	1.33	
	-5%	7.84%	-2.05	
建设投资	5%	7.92%	0.83	
	-5%	8.98%	-0.83	
运营成本	5%	8.40%	-0.04	
	-5%	8.46%	0.04	
电价补贴	-5%	7.84%	-2.05	0.6175元/度
	-10%	7.23%	-4.09	0.585元/度
	-15%	6.62%	-6.14	0.552元/度

资料来源：浙商证券研究所

结论：

通过敏感性测试可知，影响因素由大到小依次为：

垃圾处理量 > 电价补贴 > 发电量 > 垃圾处理补贴 > 建设投资 > 运营成本

业绩弹性与估值分析：通过将几家主要垃圾焚烧上市公司产能规模、预期业绩弹性和相对估值进行统计和比较，以便筛选出更具投资潜力的标的

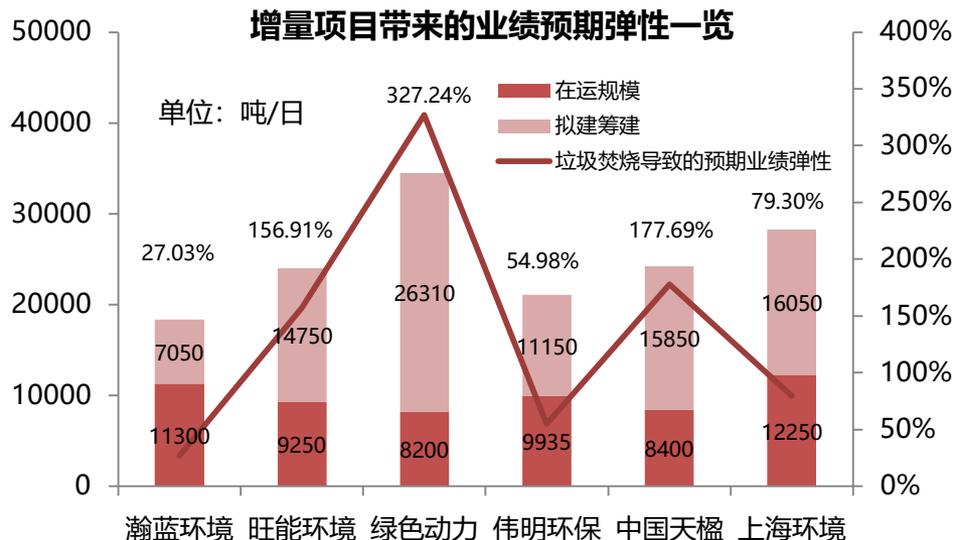


图14: A股主要垃圾焚烧上市公司增量项目所能带来的业绩弹性预测

资料来源: WIND、公司公告、浙商证券研究所

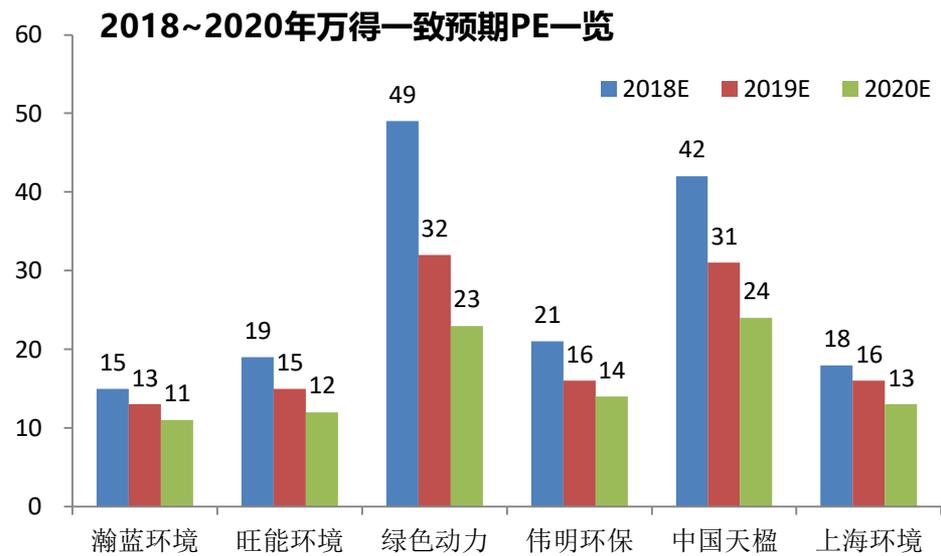


图15: A股主要垃圾焚烧上市公司2018~2020年万得一致预期PE一览

资料来源: WIND、公司公告、浙商证券研究所

研究结论:

- 1、拟建和在建垃圾焚烧厂未来业绩贡献相较于2017年弹性由大到小排序为: 绿色动力 > 中国天楹 > 旺能环境 > 上海环境 > 伟明环保 > 瀚蓝环境
- 2、2019年PE (万得一致预期) 由小到大排序为: 瀚蓝环境 < 旺能环境 < 上海环境 = 伟明环保 < 中国天楹 < 绿色动力
- 3、2018~2020年三年PEG (万得一致预期推导) 由小到达分别为: 绿色动力 (0.47) < 旺能环境 (0.88) < 伟明环保 (0.97) < 瀚蓝环境 (0.99) < 上海环境 (1.41) < 中国天楹 (3.65)

投资建议:

综上所述, 我们认为合理估值中枢应在15X前后, 投资潜力由大到小并建议关注的标的为: **旺能环境、瀚蓝环境、伟明环保、上海环境和绿色动力。**

风险提示: 项目推进或不及预期, 融资进度或不及预期等。

公司介绍——旺能环境 (002034.SZ)

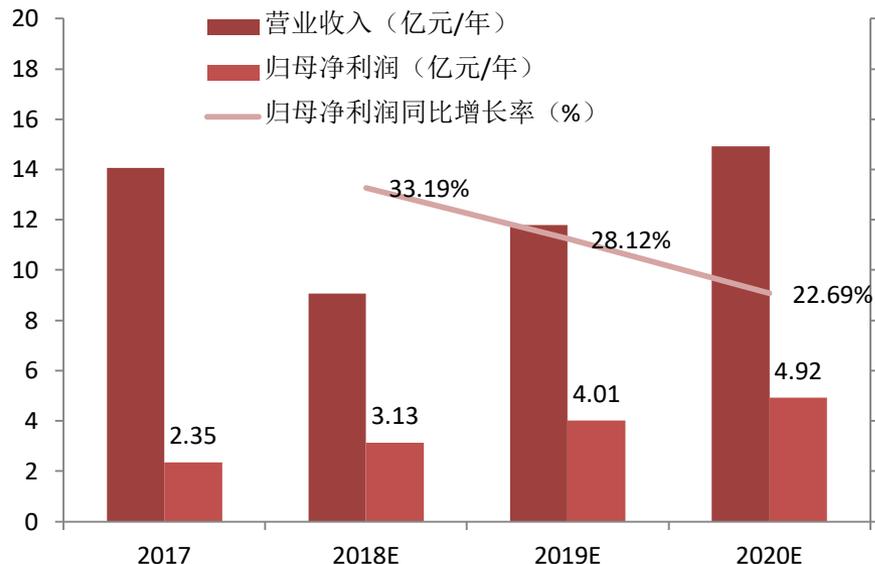


图16: 旺能环境2017~2020年业绩一览 (2018~2020年基于万得一致预期)
资料来源: WIND、浙商证券研究所

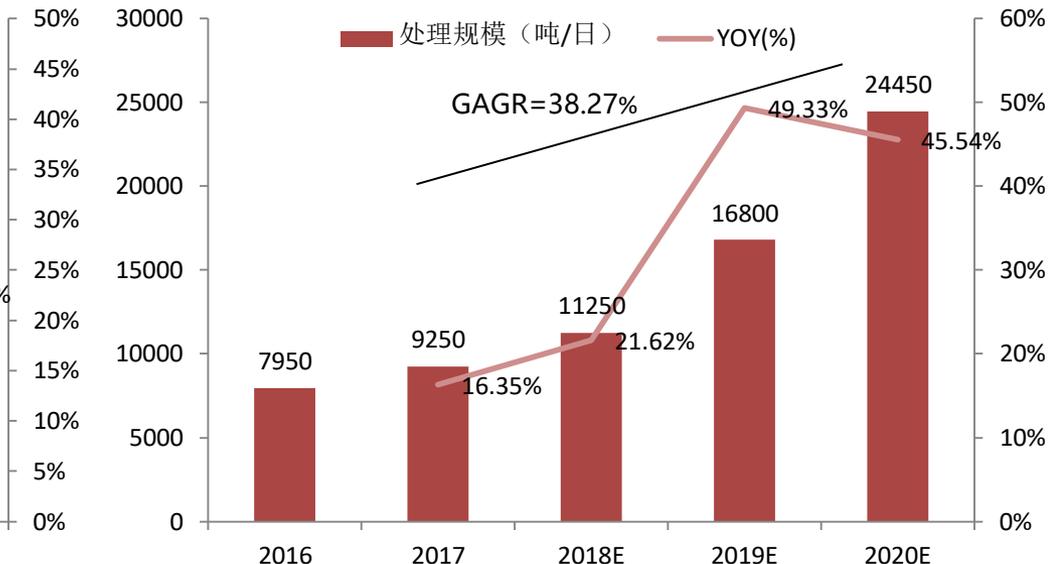


图17: 旺能环境2016~2020年在运规模统计

资料来源: WIND、公司公告、浙商证券研究所

□以垃圾焚烧发电运营为主，深耕固废处理行业

公司于2017年经过重大资产重组置入旺能环境100%股权，主业由印染纺织变更为垃圾焚烧发电为主、餐厨垃圾处置等为辅。上市公司体外亦有较为强大的固废处置业务，如危废处置、农林废弃物处置、环卫服务、汽车拆解等业务，其中农林废弃物处置业务体量全国最大。目前集团整体（含上市公司体外）已基本实现固废环保产业面覆盖。

□在运项目稳健，未来三年新投产项目将带动规模大幅增加

截至2017年底，公司在运垃圾焚烧项目16个，总处理产能达9250吨/日。公司已投运项目多数位于浙江省内，当地资源优质，吨垃圾发电维持在320度/吨以上。我们到2020年的未来三年公司产能将逐步扩大到24450吨/日，根据万得一直预测有望带动业绩持续上涨至4.92亿元，三年复合增速达到28%。

□业绩承诺保驾护航，重要省份有所突破未来订单持续落地可期

公司承诺2018~2019年分别实现3.0和4.0亿元，根据公司订单情况我们认为完成概率较高。公司目前已在河南和湖北两个大省有所突破，未来有望继续斩获新的订单。

风险提示: 项目推进或不及预期，融资进度或不及预期等。

公司介绍——绿色动力 (601330.SH)

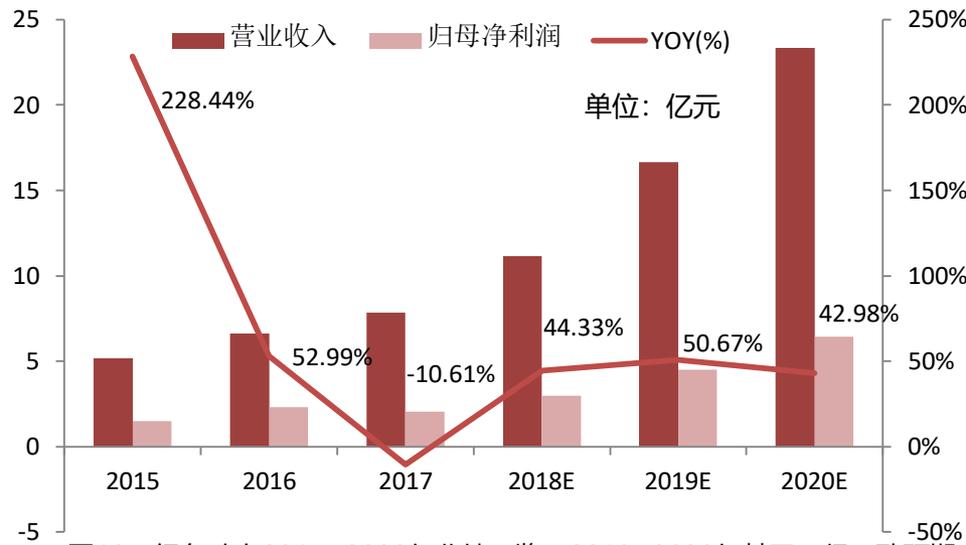


图18: 绿色动力2015~2020年业绩一览 (2018~2020年基于万得一一致预期)

资料来源: WIND、浙商证券研究所

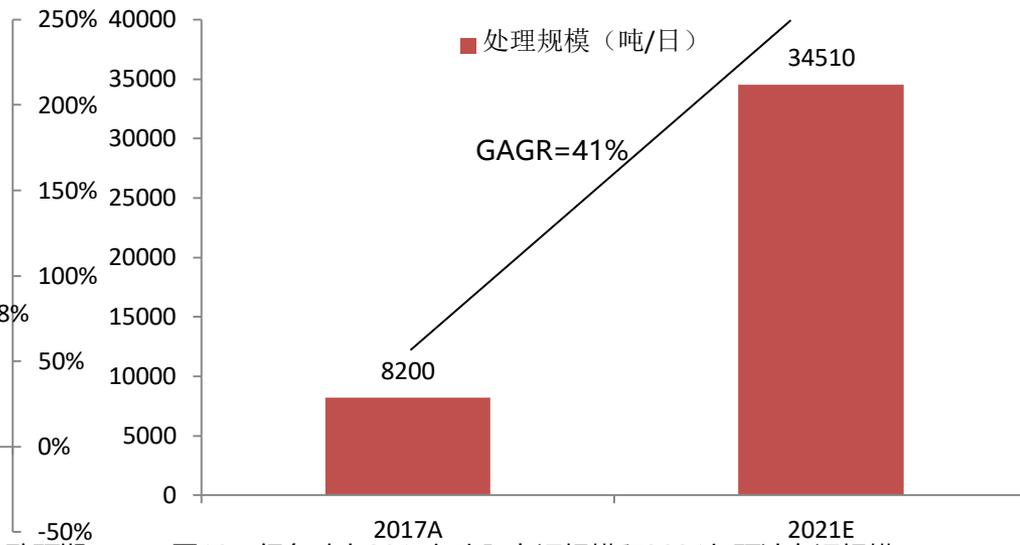


图19: 绿色动力2017年实际在运规模和2021年预计在运规模

资料来源: WIND、公司公告、浙商证券研究所

□深耕固废处理行业的北京地方国有环保企业

公司是北京国资委控股的一家大型国有控股上市企业，于2012年完成股改，并于2014和2017年分别在香港和上海成功上市。经过十多年的发展，已拥有了自己的核心技术，在垃圾处理项目的投资、工程建设、运营管理等方面积累了丰富经验。我们认为公司依托自身技术和经验优势，叠加国企背景和上市平台，未来在行业竞争中将有良好优势。

□订单大幅增加，未来几年将迎来投产高峰期

截至2017年公司目前在运规模为8200吨/日，产能利用率较为充足。经我们统计，目前新建和拟建订单合计18100吨/日，全部投产后公司总处理规模将达到有34510吨/日。我们认为随着公司项目不断开工和陆续投产，未来几年将迎来项目投产高峰期，从而为业绩高速增长打下坚实基础。

□预计未来三年业绩增长可观，建议重点关注

根据万得一一致预测，2018~2020年EPS分别为0.26、0.39和0.55亿元，同比增加30%、50%和41%，对应PE仅为50X、32X和23X，建议谨慎考虑。

风险提示: 项目推进或不及预期，融资进度或不及预期等。

公司介绍——伟明环保 (603568.SH)

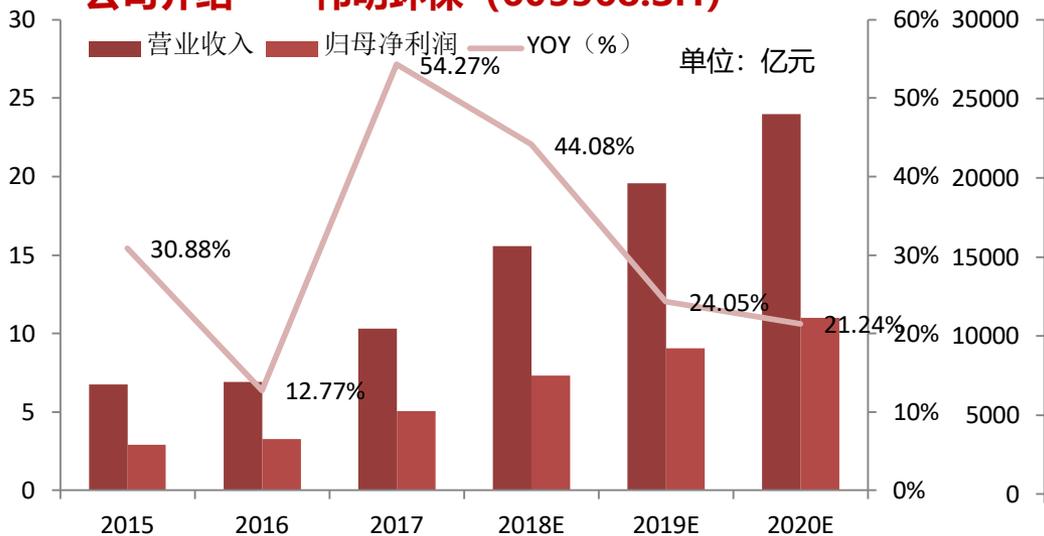


图20: 伟明环保2015~2020年业绩一览 (2018~2020年基于万得一致预期)

资料来源: WIND、浙商证券研究所

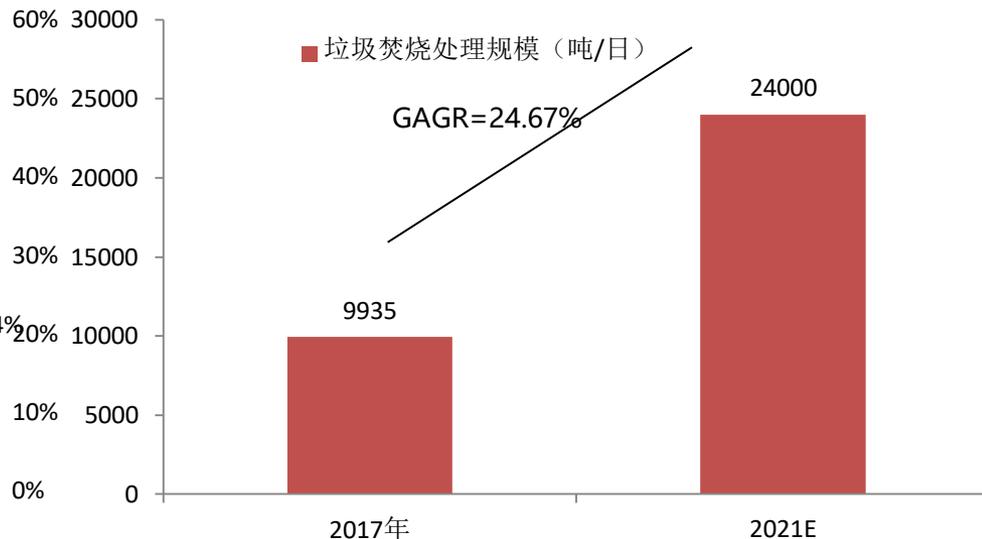


图21: 伟明环保2017年实际在运规模和2021年预计在运规模

资料来源: WIND、公司公告、浙商证券研究所

□具有核心技术优势的垃圾焚烧领军民企

公司自2001年成立以来经过18年的发展, 相继投资、建设和运营30余座环保产业项目。公司注重研发和技术积累, 将焚烧炉国产化并拥有自己专利技术和生产线, 且入选了国家工信部148家《鼓励发展的重大环保技术装备目录名单》。公司在行业中具有较强的技术和成本优势, 市场开拓能力也明显具有优势, 新订单不断落地。

□新增订单较多, 江西和广东两省已打开局面

截至2017年, 公司在运垃圾焚烧厂合计处理规模为9935吨/日。经我们统计, 2018年以来公司累计新中标和签署特许经营协议合计9150吨/日, 再加之在建和拟建项目预计现有总规模远期可达约2.4万吨/日, 建设项目一般在开工后的两年内完工, 我们预计大部分项目将在未来几年陆续投运, 浙江带动公司业绩持续增长。

□投资建议

根据万得一致预期, 预计2018~2020年分别实现归母净利润7.30、9.06和10.98亿元, EPS1.06、1.32和1.60元/股, YOY为44.08%、24.05%和21.24%, 对应PE21X、17X和14X, 建议重点关注。

风险提示: 项目推进或不及预期, 融资进度或不及预期等。

公司介绍——瀚蓝环境 (600323.SZ)

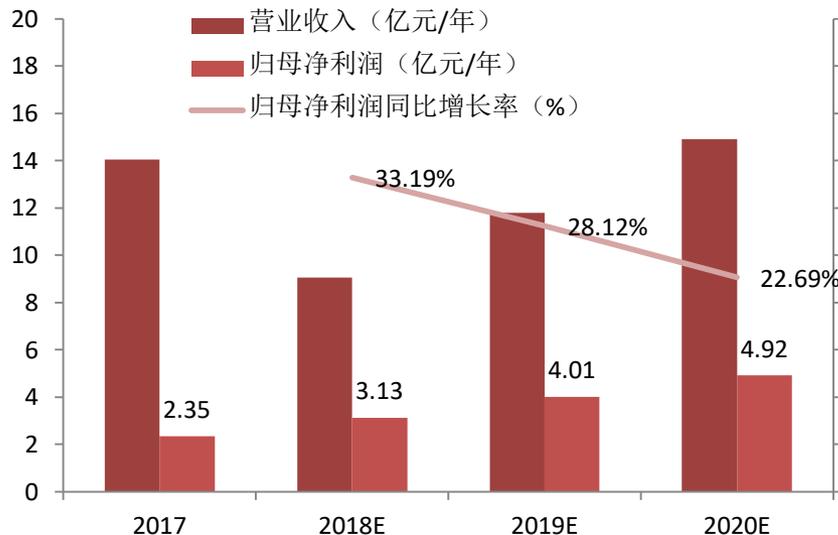


图22: 瀚蓝环境2015~2020年业绩一览 (2018~2020年基于万得一致预期)
资料来源: WIND、浙商证券研究所

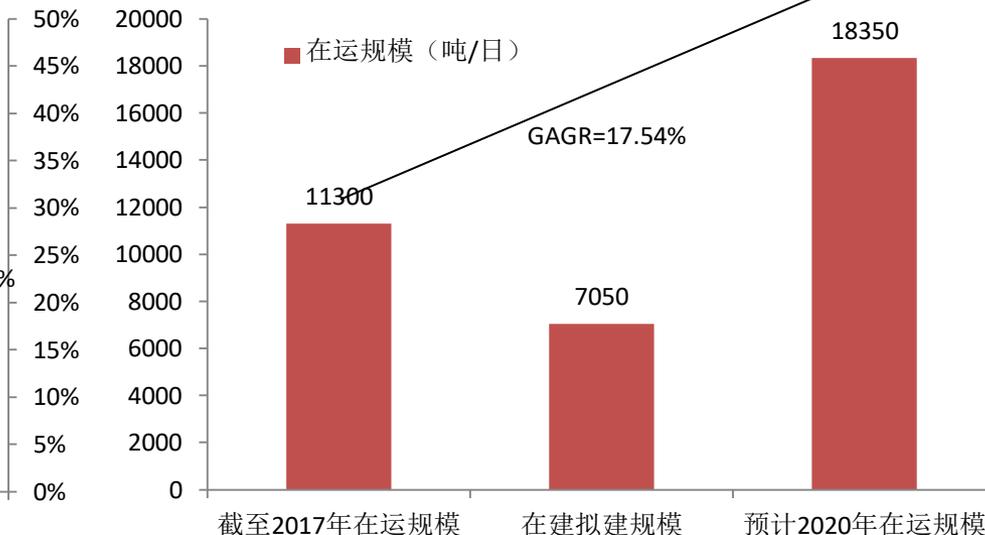


图23: 瀚蓝环境2017年实际在运规模和2020年预计在运规模
资料来源: WIND、公司公告、浙商证券研究所

□固废为矛，增长确定性高

公司自2006年进入垃圾焚烧领域，经过十余年发展截至2018年三季度报垃圾焚烧在运规模达11300吨/日，拟建在建8350吨/日，总核准规模23520吨/日，另有危废16.5万吨/日（赣州信丰7.2万吨/年、佛山南海危废项目9.3万吨/年）在建，预计2019、2020年分别投运4000、3500吨/日规模，在手项目陆续投产将保障公司未来收入持续增长。

□水务、燃气为盾，业绩稳定经营风险小

水务和燃气板块以服务好当地社会公共服务需要为基础，目前拥有供水涉及能力161万吨/日，污水处理规模60.3万吨/日，2017年燃气供应量4.32万立方米。地区垄断和水务、燃气的特许经营属性赋予了项目优良的现金流和较低的经营风险。未来，在里水河流域治理和推进清洁能源改造工程方面，公司有望增加新的业绩增长点。

□投资建议

根据万得一一致预期，预计2018~2020年EPS分别为1.06、1.19和1.43元/股，YOY为24.47%、12.70%和19.47%，对应PE15X、13X和11X，建议重点关注。

风险提示: 项目推进或不及预期，融资进度或不及预期等。

公司介绍——中国天楹 (000035.SZ)

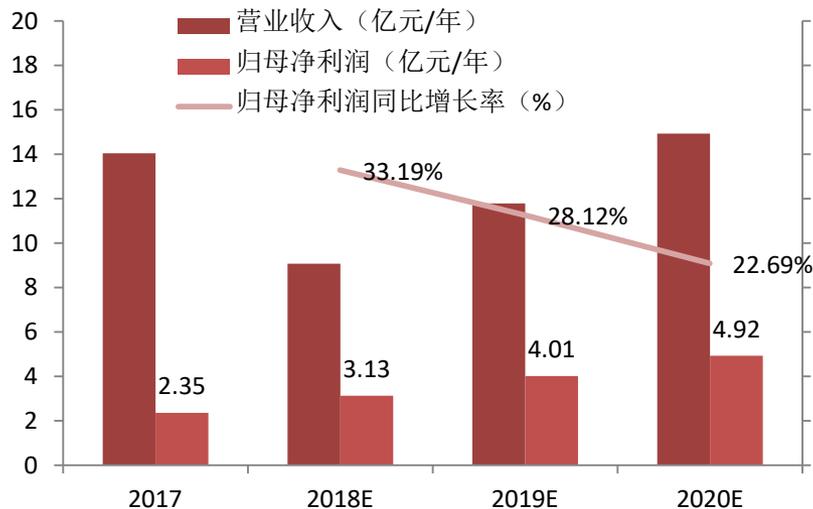


图24: 中国天楹2017~2020年业绩一览 (2018~2020年基于万得一致预期)

资料来源: WIND、浙商证券研究所

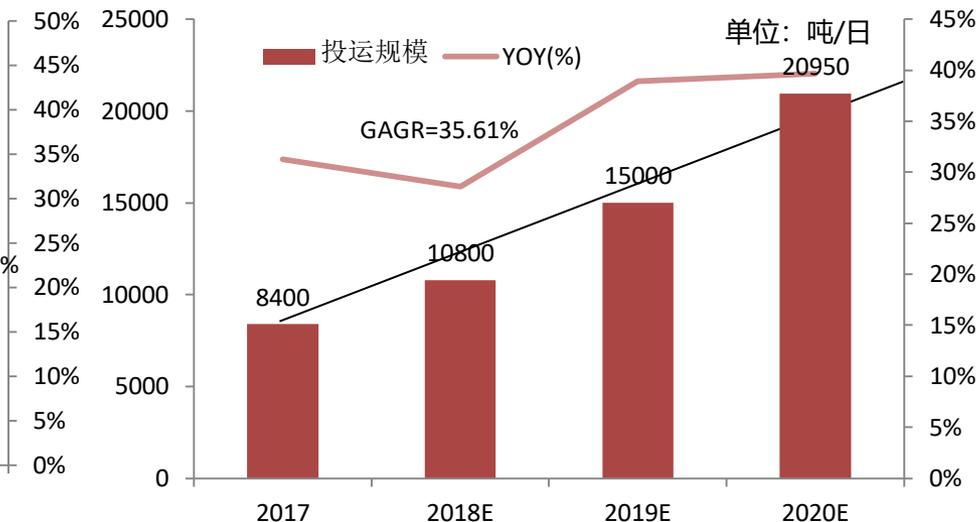


图25: 中国天楹2017~2020年垃圾焚烧在运规模一览

资料来源: WIND、公司公告、浙商证券研究所

□垃圾焚烧在手项目充裕，未来业绩增长有保障

截至2017年底公司在运项目处理能力8400吨/日，国内外在手未投运项目合计15850吨/日，我们预计到2020年底将共有20950吨/日投运。公司注意技术研发用与积累，开发了加长干燥段三段式炉排的焚烧炉。公司自主生产的机械炉排炉主要用于内销，我们预计伴随着行业未来的快速增长，垃圾焚烧设备的销售亦会为公司带来良好的业绩增长。

□积极拓展开外市场，内生外延双管齐下

2016年9月，公司以88.82亿元收购了西班牙Urbaser公司100%股权，Urbaser是西班牙最大的垃圾回收与处理公司，全球排名第六，2017年营收超过120亿，有利于公司开拓国际市场并向上游分类和收运延伸。公司实控人承诺18~20年业绩不低于497/5127/5368万欧元。除此，公司于2018年于4月公告中标越南朔山项目，拟投资22亿建设4000吨/日处理规模，处理费年收入预计达到2.1亿元/年。公司拥有丰富的海外经验，伴随着国力的增长预计未来将有更多的国际合作落地。

□投资建议

根据万得一致预期，预计2018~2020年EPS分别为0.13、0.17和0.22元/股，YOY为-18.75%、30.77%和29.42%，对应PE42X、31X和24X，建议谨慎考虑。**风险提示：**项目推进或不及预期，融资进度或不及预期等。

公司介绍——上海环境 (601200.SH)

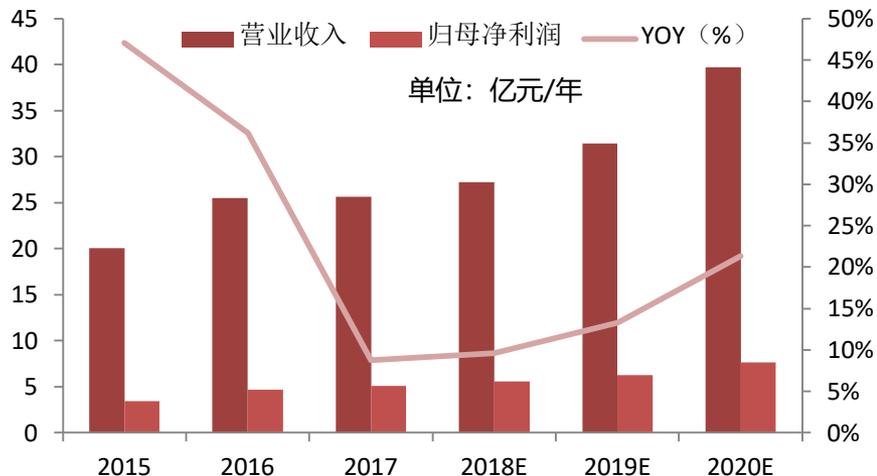


图26: 上海环境2015~2020年业绩一览 (2018~2020年基于万得一致预期)

资料来源: WIND、浙商证券研究所

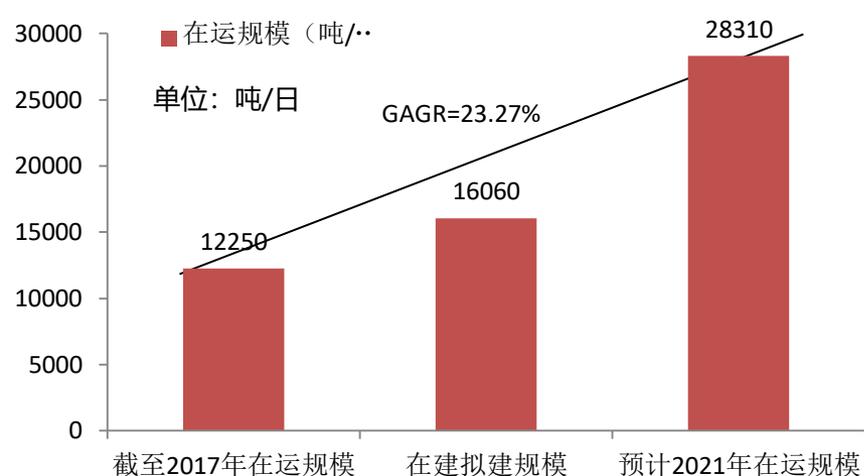


图27: 上海环境2017年垃圾焚烧实际在运规模和2021年预计在运规模

资料来源: WIND、公司公告、浙商证券研究所

□立足上海，展望全国的区域龙头环保企业

公司是华东地区龙头环保公司，截至2017年，已投运垃圾焚烧11个合计12250吨/日，拟建和筹建项目16050吨/日，预计2019、2020年进入项目集中投运期。在稳步服务好上海本地市场的基础上，公司大力拓展外域市场，仅2018年就新拓展10200吨/日规模，成绩可谓显著。公司技术实力雄厚，集团在资金方面支持力度大，将有助于今后市场的继续拓展。

□布局“2+4”业务结构，新兴业务创造新的业绩增长点

除垃圾焚烧业务外，公司积极开展土壤、危废、污泥和固废资源利用的新兴领域。土壤修复是上海环境院重点开发业务，下属的伤害污染场地修复工程技术研究中心获上海首批“污染修复工程专项设计”甲级资质，目前已中标上海桃浦科技智慧城核心区场地污染土壤与地下水修复工程。我们看好污泥、危废、餐厨和建筑垃圾领域的未来发展，公司有望打开新的局面。

□投资建议

根据万得一致预期，预计2018~2020年分别为0.79、0.89和1.08元/股，YOY为9.63%、13.26%和21.30%，对应PE19X、16X和14X，建议重点关注。

风险提示: 项目推进或不及预期，融资进度或不及预期等。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现 + 20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。
。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论



法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的

浙商证券研究所

上海市杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

