

生活垃圾处置产业深度报告：关注中游环卫服务及下游生活垃圾发电

2019年05月06日

看好/维持

公用事业及环保 深度报告

研究员	洪一 电话：010-66554046 邮箱 hongyi@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480516110001
研究助理	沈一凡 电话：010-66554020 邮箱 shenyf@dxzq.net.cn	

投资摘要：

通过梳理生活垃圾处理产业链，可分为**上游**：居民产生生活垃圾进入社区或公共场所垃圾集中处；**中游**：垃圾环卫服务包括垃圾的清扫收集与转运；**下游**：最终处理企业进行焚烧及填埋；**辅助行业**：垃圾收集、转运、处置等环节环保装备。

看好中游环卫服务行业：环卫服务行业市场化率正快速提升，预计2020年环卫服务市场容量或超2300亿。按2016年环卫服务市场化率20%，市场化率年均提高10个百分点估算，预计到2020年末，环卫服务市场化率将达到60%，市场化环卫服务规模将增长到1384.44亿元，年均增速达40.53%。同时，环卫服务行业具有回款快、现金流稳定的特点，政府作为是环卫服务的购买方，环卫服务项目一般按月或按季度回款，回款较快，且非常稳定。我国top10龙头环卫服务企业市占率仍不超过20%，市场极为分散，对标美国CR3为38%，随着拥有资源和管理优势的龙头企业不断对行业进行整合，随着集中度将成提升趋势。**重点推荐标的**：龙马环卫（603686.SH），盈峰环境（000967.SZ）。

看好下游垃圾处置行业：对标日本，我国正处于垃圾焚烧快速发展期的中期，假设到2020年，59万吨/日的焚烧产能全部投产，按100%产能利用率、运转8000小时/年计算，未来可实现年1.97亿吨生活垃圾进行无害化处理，假设到2020年，59万吨/日的焚烧产能全部投产，按全国城镇+农村年垃圾量4.3亿吨计算，我国的焚烧率仍然只有45.8%，相比于日本现有的80%的焚烧率仍有进一步建设空间。对于市场担忧的垃圾发电补贴下调的问题，我们认为短期近两年内补贴电价全面下调的可能性很小，而长期补贴电价下调可由垃圾超发加上高参数发电技术的应用带来的盈利提升来弥补。**重点推荐标的**：瀚蓝环境（600323.SH），中国光大国际（0257.HK）。

投资策略：在整个生活垃圾处理产业链中，中游我们建议关注市场化率正快速提升的环卫服务行业，重点推荐龙马环卫（603686.SH），盈峰环境（000967.SZ）；下游由于填埋处置方式未来的占有率将不断下降，我们建议关注处理速度快、减量效果好、节省土地资源的垃圾焚烧发电行业，重点推荐瀚蓝环境（600323.SH），中国光大国际（0257.HK）。

风险提示：环卫市场化进度不及预期；竞争激烈，项目收益率下滑；邻避效应导致项目推进受阻。

代码	公司名称	细分产业	产业位置	市值（亿人民币）	PE(TTM)	评级
603686	龙马环卫	生活垃圾处理	中游	42	18	强烈推荐
000967	盈峰环境	生活垃圾处理	中游	87	22	推荐
600323	瀚蓝环境	生活垃圾处理	下游	127	15	强烈推荐
0257.hk	中国光大国际	生活垃圾处理	下游	406	11	强烈推荐

资料来源：东兴证券研究所，wind

目 录

1. 垃圾处理产业链梳理	3
2. 中游环卫服务行业	3
2.1 产业发展的历程和未来发展趋势	3
2.2 竞争格局与未来演变	5
2.3 产业内主要企业与上市公司推荐	6
2.3.1 龙马环卫 (603686.SH)：环卫装备+环卫服务协同发展	6
2.3.2 盈峰环境 (000967.SZ)：智能环境装备领航者	6
3. 下游垃圾处置行业	7
3.1 产业发展的历程：对标日本	7
3.2 竞争格局和未来演化	10
3.3 产业内主要企业与上市公司推荐	12
3.3.1 瀚蓝环境 (600323.SH)：攻守兼备的公用事业大平台	12
3.3.2 中国光大国际 (0257.HK)：持续领跑的固废行业龙头企业	12
4. 风险提示	13

表格目录

表 1：垃圾焚烧 IRR 测算表	11
------------------------	----

插图目录

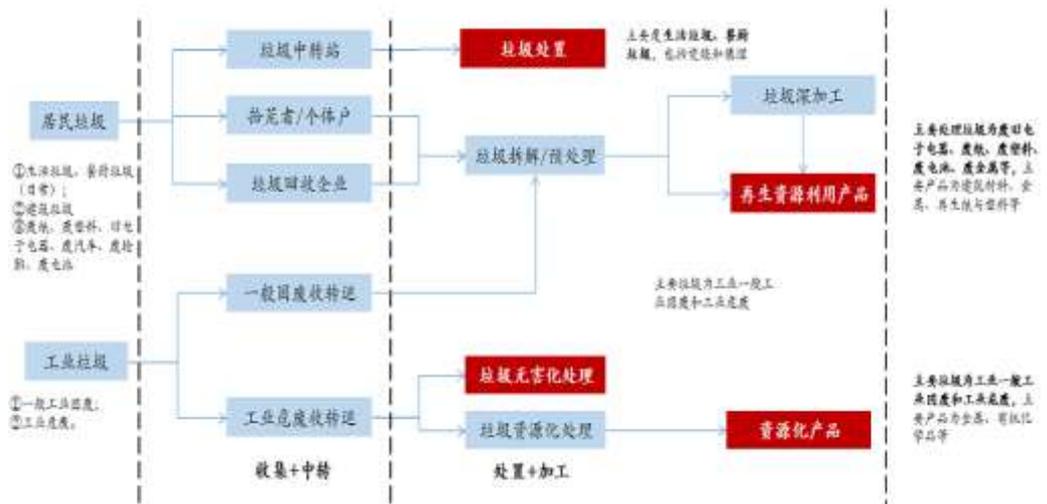
图 1：垃圾处理产业链	3
图 2：我国环卫服务产业发展阶段	4
图 3：全国环卫服务市场容量估算及预测	5
图 4：全国环卫服务项目新签合同情况	5
图 5：2018 年 TOP10 环卫服务企业新签订单（年化）	5
图 6：2019 一季度环卫服务企业新签订单（年化）	5
图 7：城市生活垃圾处理结构	7
图 8：日本垃圾焚烧处理率变化	8
图 9：曾经的梦之岛填埋厂目前变成了休闲旅游胜地	8
图 10：日本焚烧厂数量	9
图 11：日本全国垃圾焚烧厂处理能力（吨/日）	9
图 12：十三五垃圾焚烧能力	9
图 13：主要企业市场占有率（2017，实际处理量）	10
图 14：全国新增垃圾焚烧项目平均处置费	11

1. 垃圾处理产业链梳理

按垃圾的来源分类，我们每天产生的垃圾包括居民垃圾和工业垃圾，居民垃圾包括生活垃圾、餐厨垃圾、建筑垃圾等，工业垃圾包括一般工业固废和工业危废。对上述垃圾都需要进行收集、转运、处理乃至最终处置。其中，具有综合利用价值的垃圾经过拆解、预处理后，深加工成再生资源利用产品；而一般垃圾最终处置方法主要是填埋及焚烧。

我们梳理生活垃圾处理产业链，上游由居民产生生活垃圾，生活垃圾进入各社区垃圾站点或公共场合的垃圾桶；中游，部分有回收利用价值的垃圾由个体户或回收企业回收后进行综合利用，而一般生活垃圾则由第三方的环卫服务企业或各地负责环卫工作的事业单位进行垃圾的清扫、收集和运输；下游由垃圾最终处置企业进行填埋或焚烧处理；这中间各个环节所需要的装备如环卫车、焚烧锅炉等等属于产业链的辅助行业。

图 1：垃圾处理产业链



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

在整个生活垃圾处理产业链中，中游我们建议关注市场化率正快速提升的环卫服务行业，下游由于填埋处置占地面积大，未来的占有率将不断下降，我们建议关注处理速度快、减量效果好、节省土地资源的垃圾焚烧发电行业。

2. 中游环卫服务行业

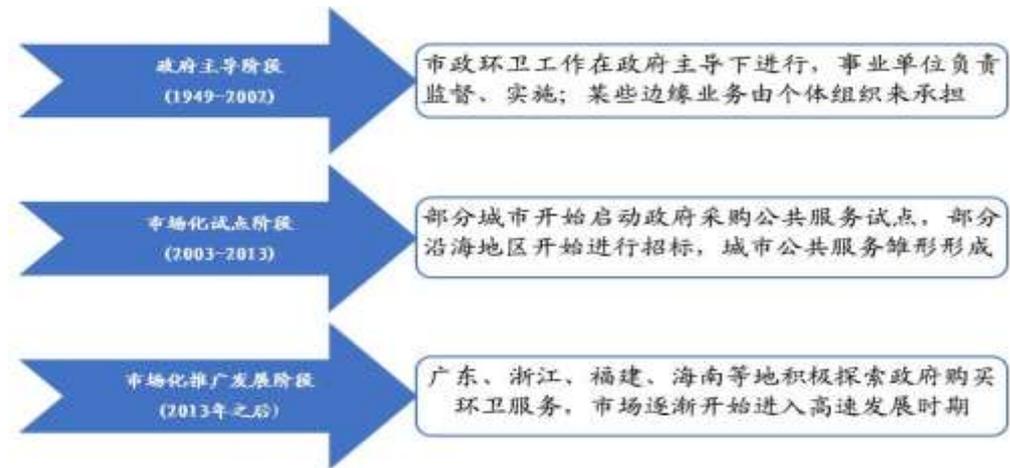
2.1 产业发展的历程和未来发展趋势

根据《城市环境卫生质量标准》，环卫行业所涵盖的作业包括生活垃圾清扫、收集、运输和建设垃圾中转站、公共场所环境卫生、道路清扫保洁、公厕运营等。政府作为

环卫服务的购买者，主要有两种付费方式，政府购买服务和 PPP 项目。由于环卫服务项目成本构成中 60%以上是环卫工人工资，因此环卫服务项目的政府回款较快，且非常稳定，根据合同约定，政府回按月或者按季度给第三方环卫服务企业支付相关费用。且在长期项目逐步成为主流的趋势下，未来行业的收入会呈现长期稳定的特点。我国环卫服务产业发展总体上可分为三个阶段。政府主导阶段（1949-2003）；市场化试点阶段（2003-2013）；2013 年后，环卫市场进入市场化发展阶段。

- ◆ 2013 年以来，各项政府购买政策的出台为我国环卫服务供给侧结构性改革提供了制度保障，为环卫服务市场化奠定制度基础。一些综合实力强的企业正进入环卫服务行业发展，环卫服务市场化开始成为整个行业发展的努力方向，促进环卫服务行业迎来全面发展期。
- ◆ 2016 年，国务院成立政府购买服务改革工作领导小组，统筹协调政府购买服务改革，落实推进相关工作。在各级政府购买服务指导性目录中，环卫服务均位列其中。环卫市场化进程提速

图 2：我国环卫服务产业发展阶段



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

2020 年环卫服务市场容量或超 2300 亿。按当前市场平均价格估算，2016 年，全国城市县城及村镇环卫服务市场容量为 1773.42 亿元。按照全国道路清扫面积、垃圾收运量以及公厕数量的年增长速度，不考虑服务单价的变动以及无法预期的市场波动，估算全国环卫服务市场容量到 2020 年将达到 2307.40 亿元，年均增速 6.80%。与美国 60%的环卫市场化率相比，我国的环卫市场化程度仍有较大提升空间，环卫服务行业全面发展期即将到来。

- ◆ 2016 年，全国新签环卫服务合同年化金额 233 亿元。按当年环卫服务市场化率 20%估算，环卫服务行业市场化总规模为 355 亿元，按照市场化率年均提高 10 个百分点估算，预计到 2020 年末，环卫服务市场化率将达到 60%，市场化规模将增长到 1384.44 亿元，年均增速达 40.53%。

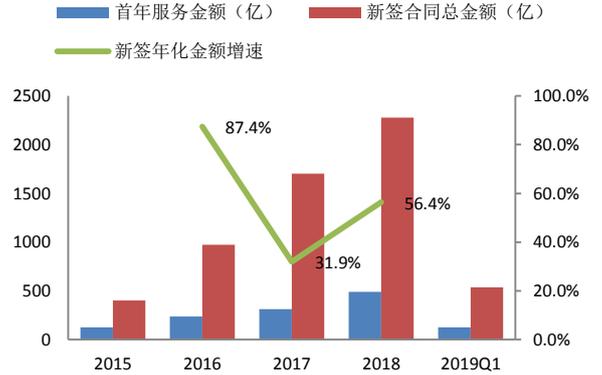
- ◆ 2017年、2018年，全国新签环卫服务合同总金额分别为1701亿元、2278亿元，首年服务总金额分别为314亿元、491亿元，同比增长31.9%、56.4%。
- ◆ 2019年以来，环卫服务市场化仍在快速推进，截至19年3月31日，全国新签合同总金额535亿元，平均首年服务总金额125亿元。

图3：全国环卫服务市场容量估算及预测



资料来源：环境司南，东兴证券研究所

图4：全国环卫服务项目新签合同情况



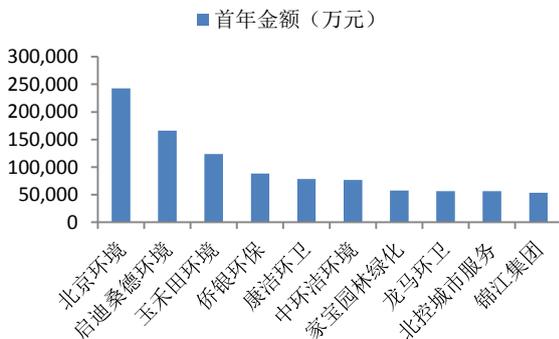
资料来源：环境司南，东兴证券研究所

2.2 竞争格局与未来演变

当前，全国环卫服务行业活跃企业超过5000家，平均每个省份活跃企业数量为178家，中小企业为绝大多数。激烈的竞争使得环卫服务行业的市场集中度非常分散，前十大企业的市占率之和不超过20%。但近几年招标的市场化订单期限较短，2018年平均期限为4.6年，由于各公司的运营管理以及工作效果存在差异，预计未来随着合同到期以及行业内项目的并购推进，行业市场集中度将处于提升趋势。

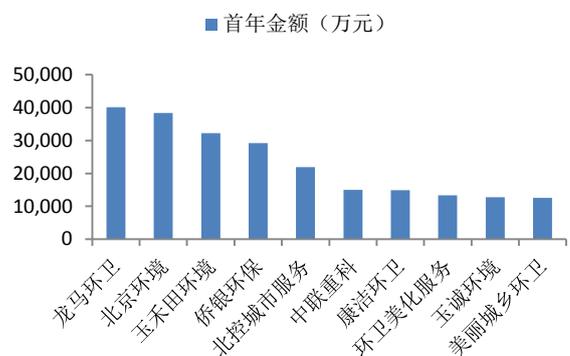
美国的环卫行业发展也验证了这一点，随着拥有资源和管理优势的龙头企业不断对行业进行整合，排名第一的WM市占率23%，三家龙头企业占比约38%，行业集中度较高且发展成熟。对比美国，长期看我国的龙头企业有较大集中度提升空间。

图5：2018年TOP10环卫服务企业新签订单（年化）



资料来源：企业年报，环境司南，东兴证券研究所

图6：2019年一季度环卫服务企业新签订单（年化）



资料来源：企业年报，环境司南，东兴证券研究所

从今年新签订单情况来看，龙马环卫表现出色，今年一季度，公司新签年化订单 4 亿，新签总订单金额达 50 亿，排名跃居行业第一。北环、玉禾田、侨银、北控也延续了较快的发展趋势，排名位于行业前五。中联也表现出色，Q1 新签年化合同 1.5 亿，排名行业第六。

2.3 产业内主要企业与上市公司推荐

2.3.1 龙马环卫（603686.SH）：环卫装备+环卫服务协同发展

龙马环卫成立于 2000 年，是国内首家以环卫装备及服务为主营业务的主板上市公司，国内环卫一体化龙头企业。

公司环卫装备产品中高端市场地位稳固，市占率排名行业前三。2018 年，公司环卫装备总产量为 8405 台/套，同比上升 11.95%；销量为 8060 台/套，同比增长 1.04%；18 年公司的环卫装备市场占有率为 6.67%；其中，中高端产品市场占有率达 14.27%，较 2017 年上升 2.11%。

环卫服务板块在手订单充足，保障业绩增长。公司已有订单充足，截至 2018 年年底，公司环卫服务在手订单总金额为 143.57 亿元，年化金额约 14.68 亿元。2018 年全年，公司新增中标的环卫服务项目 30 个，新签合同年化合同金额 6.42 亿元，新签合同总金额 40.67 亿元，新增年化合同金额位列行业前十。在环卫服务营销方面，公司已逐步形成依托重点区域辐射周边区域进行项目扩张的点线面结合的工作格局，以“项目落地”为核心的全员营销服务模式将助力公司业务开拓，保障公司未来业绩成长。

盈利预测及投资评级。我们预计公司 2019-2021 年主营收入分别为 42.65 亿、51.80 亿和 59.47 亿元，归母净利润分别为 2.6 亿、3.1 亿和 3.6 亿元，对应 EPS 分别为 0.87 元、1.04 元和 1.20 元，对应 PE 分别为 16 倍、14 倍和 12 倍，维持公司“强烈推荐”评级。

2.3.2 盈峰环境（000967.SZ）：智能环境装备领航者

盈峰环境成立于 1993 年，公司原有传统主业为风机和漆包线，经过一系列的并购整合，逐步完成向环境综合运营服务商的战略转型，目前业务涵盖监测、水务、垃圾焚烧、环卫装备、环卫服务等，公司致力于成为以环卫机器人为龙头的智能环境装备及服务的行业引领者。

公司环卫装备产品中高端市场地位稳固，稳居行业榜首。环卫装备作为公司战略核心主业，公司一直保持技术领先的发展策略，持续加大对技术、产品的研发投入，以进一步巩固在行业的龙头地位。2018 年，公司实现环卫装备销售约 77.3 亿元，较上年同期增长约 23%，实现环卫装备销量约 2.27 万台，较上年同期增长约 20%，高于行业 17% 的增速。整体市占率 22.5%， 牢牢占行业第一。

并购中联环境，环卫一体化龙头起航。2018，公司共计获得 14 个环卫运营服务项目，涉及合同总金额为 80 亿元，今年一季度，公司新签年化合同金额达 1.5 亿，排名行业第六，名次快速提升。公司并购中联环境后，业务涵盖从环卫服务、环卫装备到后端垃圾焚烧全产业链，成为环卫服务领域最具竞争力的企业之一。同时，智慧环卫作

为公司固废全产业链的重要一环，将调整公司原有“重装备、轻服务”的经营策略，将加大对环卫服务资源的投入，以实现装备和服务齐头并进的局面。

公司盈利预测及投资评级。我们预计公司在 2019-2021 年营业总收入分别为 128.14 亿元, 152.48 亿元, 221.46 亿元, 归母净利润分别为 11.78 亿元, 14.64 亿元, 22.95 亿元, 对应 EPS(摊薄)分别为 0.37 元, 0.46 元, 0.73 元对应 PE 分别为 20.46 倍, 16.46 倍, 10.5 倍, 维持公司“推荐”评级。

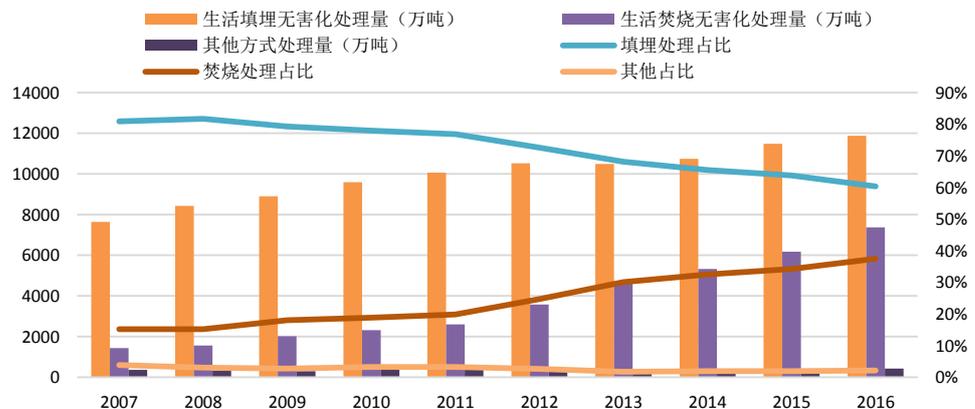
3. 下游垃圾处置行业

3.1 产业发展的历程：对标日本

我国城镇生活垃圾处理主要是卫生填埋和焚烧两种。卫生填埋是我国目前主要的垃圾处理方式，根据垃圾自然降解原理，采用严格的科学管理手段，使垃圾不对周围环境造成污染的综合方法，优点的技术成熟、投资成本低、对垃圾要求低；缺点是占用土地面积较大，且可能发生渗漏，造成二次污染。垃圾焚烧是指将垃圾置于 850 摄氏度以上高温环境中，使垃圾中的活性成分经过氧化转化成性质稳定的残渣，释放热量并用于供热及发电，优点是能量利用效率高、对环境造成影响小、占地面积小；缺点是初期投资大、技术要求较高。

历史上来看，填埋一直是主流模式，但近年来，填埋处理的垃圾占比持续下跌，从 2007 年的 81% 降至 2016 年的 60%；焚烧处理的垃圾占比总体呈上升趋势，从 2007 年的 15% 上升至 2016 年的 37%。

图 7：城市生活垃圾处理结构



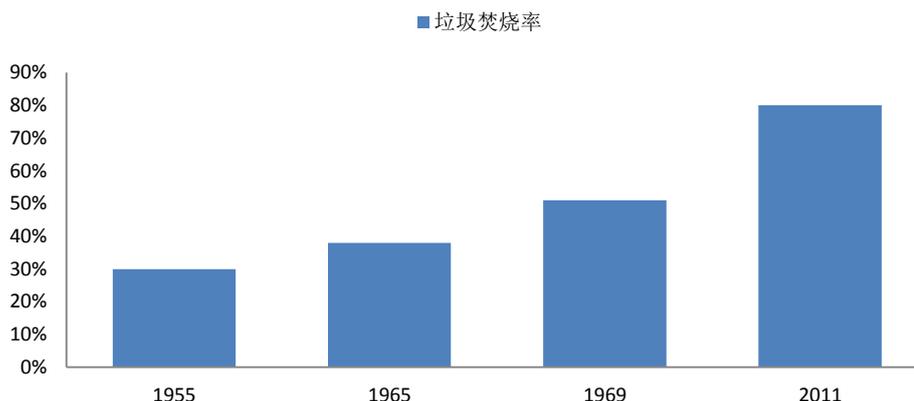
资料来源：城乡建设统计年鉴，东兴证券研究所

我们梳理日本的生活垃圾处置发展历程，以日本为鉴，分析我国目前所处的发展阶段。日本垃圾焚烧站主要由政府机构出资运营。日本《废物利用法》规定，政府应该在人力、技术、资金等方面的保证焚烧厂的运营。日本垃圾处理厂主要由政府出资建设，工厂建成后基本上也是由政府出资运营。焚烧厂生产运行经费不足部分，由政府补贴。工厂的性质属于政府机构，工厂负责人的身份是国家公务员。日本垃圾焚烧发展经历

了三个阶段：

第一阶段：以填埋为主的垃圾焚烧启蒙时期（1924-1955）。由于日本先天的岛国地貌，匮乏的土地资源不允许对垃圾进行大规模的填埋处理。加上传统的技术优势，焚烧成为了日本处理垃圾的不二之选，日本也成为世界上最早应用垃圾焚烧发电技术的国家。1924年，东京建成了首座垃圾焚烧厂。1930年对《污物扫除法》进行修改，规定各自治体有义务进行垃圾焚烧，至此日本进入垃圾焚烧启蒙期。

图 8：日本垃圾焚烧处理率变化



资料来源：《日本垃圾焚烧全报告》，东兴证券研究所

第二阶段：垃圾焚烧快速发展期（1956-1990）。20世纪60年代，日本经历了惊人的经济增长，伴随着日本经济的腾飞，垃圾排出量也逐渐增大，许多地区垃圾处理设施及其不足，而挖坑填埋或直接倾倒，造成大量次生污染。1965年7月，在东京都湾岸地域的江东区海上垃圾填埋地——梦之岛苍蝇大量繁殖，造成了严重的梦之岛苍蝇之灾。自此，政府急切的推进垃圾焚烧。《关于生活环境设施发展的紧急措施法》及《废弃物处理及清扫相关法律》分别于1963年和1970年出台，垃圾焚烧补贴的明确，使得垃圾处理开始进入一个新的时期。

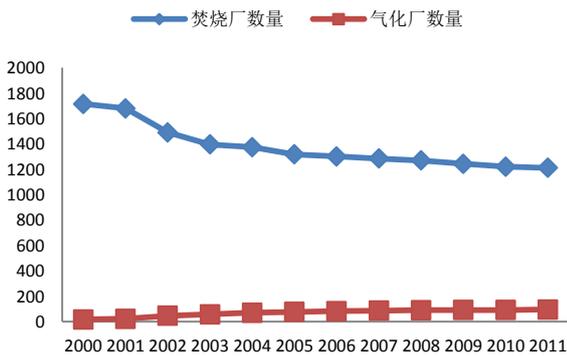
图 9：曾经的梦之岛填埋厂目前变成了休闲旅游胜地



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

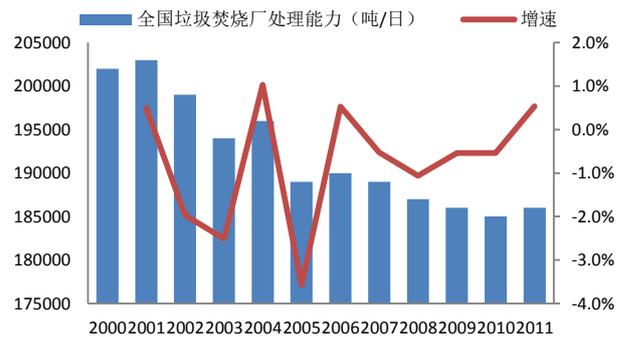
第三阶段：集中度提升时期（1990 年至今）。日本最多曾有 6000 多座大小不一的垃圾焚烧厂。上个世纪 90 年代，日本推进垃圾分类及垃圾资源化减量化利用，垃圾回收利用率提升，焚烧处理量开始减少，随后在 1997 年，大阪丰能町焚烧厂爆发了“二噁英”事件，这次事件迅速传遍全国，使得政府于 2002 年出台垃圾管理法调整了污染物控制标准，一些经过改造仍达不到标准的焚烧厂被迫关闭，与此同时，政府强力日本垃圾焚烧厂的合并，使得日本垃圾焚烧厂开始进入逐渐减少，行业集中度进入快速提升期，目前日本只有约 1300 家垃圾焚烧厂。

图 10：日本焚烧厂数量



资料来源：日本环境省，东兴证券研究所

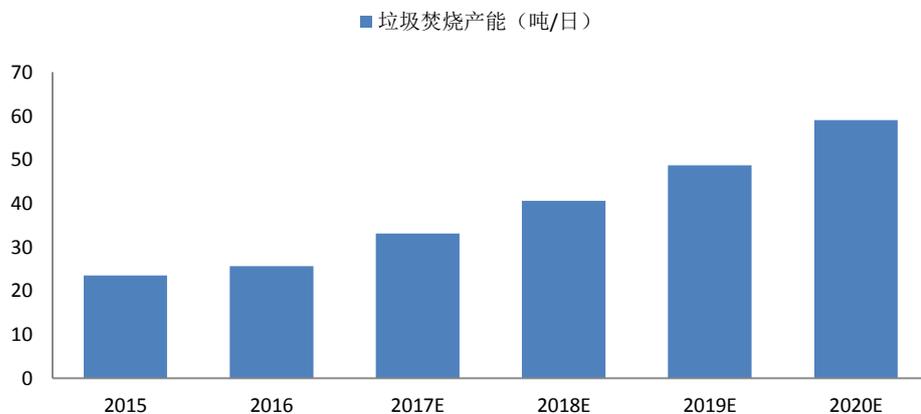
图 11：日本全国垃圾焚烧厂处理能力（吨/日）



资料来源：日本环境省，东兴证券研究所

对标日本，我国正处于第二阶段的后期，我国目前已投运垃圾焚烧处理厂不到 400 座，垃圾焚烧厂数量和垃圾焚烧处理率都仍有提升空间。根据《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，生活垃圾焚烧比例将由 2015 年的 28.6% 提升至 2020 年的 50%，日焚烧能力将由 2015 年的 23.5 万吨/日提升至 2020 年的 59 万吨/日，绝对数值有超过翻倍的增长，行业增速将达 20%。根据规划“十三五”期间，全国需要建设 35.5 万吨/日的新项目，按目前垃圾焚烧项目投资成本在 45—55 万元/(吨/日)测算，“十三五”期间垃圾焚烧建设市场规模约 1775 亿元。

图 12：十三五垃圾焚烧能力



资料来源：城乡建设统计年鉴，东兴证券研究所

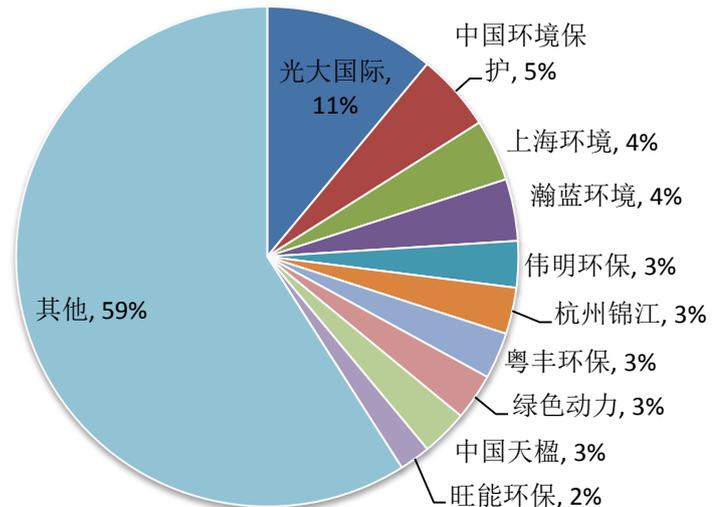
按我们的统计习惯，焚烧率为焚烧处理的垃圾量除以垃圾清运量，2016 年焚烧率 37.5% 仅为城市垃圾焚烧率，分母垃圾清运量并没有把县城及农村的垃圾考虑在内，如果以全国生活垃圾量（之前估算为城镇 2.7+农村 1.26 亿吨每年）作为分母，全国实际的垃圾焚烧率仅为约 18.6%。

假设到 2020 年，59 万吨/日的焚烧产能全部投产，按 100% 产能利用率、运转 8000 小时/年计算，未来可实现年 1.97 亿吨生活垃圾进行无害化处理，假设按城市焚烧率 60% 计算，届时焚烧能力覆盖城市生活垃圾以后，仍有富裕 0.15 亿吨的处理能力可用于处理农村生活垃圾，按全国城镇+农村年垃圾量 4.3 亿吨计算（假设城镇垃圾清运量增速 3%），我国的焚烧率仍然只有 45.8%，行业尚未饱和，与日本 80% 的焚烧率相比有很大提升空间。

3.2 竞争格局和未来演化

我国的垃圾焚烧产业集中度偏低，2017 年 CR10 仅为 40.64%，中国光大国际、中国环境保护、上海环境、瀚蓝环境以及伟明环保分列前五。未来随着环保要求的提升，不达标的垃圾焚烧处置企业被清出市场，行业集中度将进一步提升。

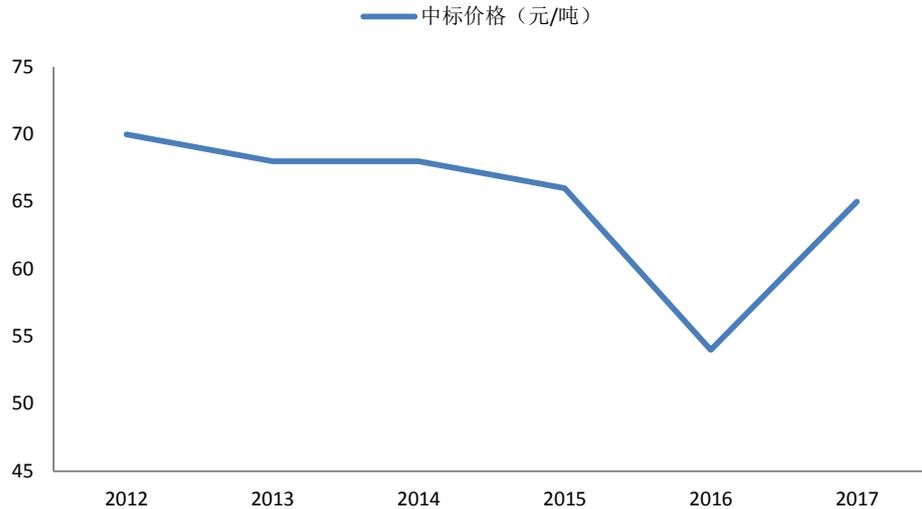
图 13：主要企业市场占有率（2017，实际处理量）



资料来源：中国商业研究院，东兴证券研究所

垃圾焚烧企业的收入包含两大部分，一是政府给予的垃圾处理费补贴，目前全国垃圾处理费平均水平在 65 左右，不同项目间的处理费差异较大。二是垃圾发电取得的上网电费；上网电量的电价，根据发改委政策，每吨生活垃圾上网电量 280 度以内部分，执行全国统一垃圾发电标杆上网电价每千瓦时 0.65 元（含税）；其余上网电量执行当地同类燃煤发电机组上网电价；其中 0.65/度电价包含了基础电价、省补电价和国补电价；省补为每度电 0.1 元，每度电的国补为 (0.65-0.1-当地火电标杆电价)。

图 14：全国新增垃圾焚烧项目平均处置费



资料来源：中国环联，东兴证券研究所

目前，市场对于垃圾焚烧行业最主要的担忧就是电价补贴下调。补贴电价一旦下调，对垃圾焚烧行业的利润将有显著的影响。但我们认为，短期近两年内补贴电价全面下调的可能性很小，原因如下：

- 截止 2017 年，生活垃圾焚烧发电项目 339 个，累计并网装机 725.3 万千瓦，年发电量 375.2 亿千瓦时，仅占总发电量 0.58%。假设按国补每度电补贴 0.13 元计算，17 年垃圾焚烧理论所需补贴约为 48.8 亿。按 17 年可再生能源补贴基金总支出 712.09 亿计算，垃圾发电占可再生能源补贴基金 6.85%。此外，我国垃圾焚烧行业仍处于发展中期，大量垃圾焚烧厂仍需要建设，此时下调补贴与行业的发展方向相违背。
- 从回报率来看，烟气治理项目 irr 最高，清新环境、博奇环保的电厂运营项目 irr 可达 10%以上，但大气运营项目主要面对企业，现金流相对较差，且存在一定的回款风险。水厂 irr 在 8%左右，垃圾焚烧早期 irr 在 10%以上，随着之后竞争激烈，垃圾处理费补贴下降，目前新项目 irr 也下降到 6%-9%左右。
- 从长期看，补贴电价下调可由垃圾超发加上高参数发电技术的应用带来的盈利提升来弥补。

表 1：垃圾焚烧 IRR 测算表

科目	金额	备注
年处理垃圾量 (吨)	333,333	1000 吨/日项目，8000 利用小时
年发电量 (度)	110,000,000	按每吨垃圾 330 度发电量计算
年上网电量 (度)	93,500,000	15%自用电率
年处理费 (元/吨)	75	
年处理费收入 (元)	21,367,521	
上网发电收入 (元)	51,544,872	

营业收入（元）	72,912,393	
年均税收返还（元）	5,171,890	
年均税金及附加（元）	1,093,686	
年均总成本费用（元）	47,384,615	包括外购原料、燃料及动力费、其他制造费用、折旧摊销、维修费、人工费、其他管理费等
年均利润总额（元）	29,605,982	
年均净利润（元）	22,204,487	
建设总投资	400,000,000	按每吨 40 万投资额计算
项目毛利率	37.8%	
irr	7.6%	
项目 roe	17.6%	

资料来源：资料整理，东兴证券研究所

3.3 产业内主要企业与上市公司推荐

3.3.1 瀚蓝环境（600323.SH）：攻守兼备的公用事业大平台

瀚蓝环境成立于 1992 年，是佛山市南海区公用事业经营平台，经营范围涵盖自来水供应、污水处理、固废处理及燃气供应。

公用事业板块稳健，大固废引领成长。未来几年，公共事业板块整体较为稳健，公司增长点主要在大固废。生活固废方面，顺德项目已投入运营，廊坊二期、漳州南、开平、饶平、南海三期、孝感、安溪二期、晋江二期等项目有望在 19-20 年开始贡献业绩。同时，公司哈尔滨、牡丹江等餐厨项目、乐昌、怀集、遂溪农业固废项目进展顺利。危废方面，公司积极扩张，收购赣州宏华环保，扩充危废版图，南海危废项目的建设也正顺利推进中，包括 3 万吨焚烧，3 万吨物化，3.3 万吨工业污泥，5000 吨收转运，该项目投运后，公司固废板块利润将得到较大幅度增厚。未来几年，是公司固废板块增长的高峰期，固废占公司营收总比重的提升，将抬升公司整体估值。

引入战投国投电力，背靠央企稳健进取，开启产业园复制之路。目前，瀚蓝固废模式已在省内成功复制，顺德项目已投产，包括生活垃圾 3000 吨/日，污泥 700 吨/日。引入央企背景战投后，公司的产业园模式有望提速向省外拓展，产业园复制之路可期，助力大固废战略推进。

盈利预测和投资评级：我们预计公司 2019-2021 年主营收入分别为 60.44 亿、67.54 亿和 74.94 亿元，归母净利润分别为 9.71 亿、11.66 亿和 13.28 元，对应 PE 分别为 14 倍、11 倍和 10 倍，维持公司“强烈推荐”评级。

3.3.2 中国光大国际（0257.HK）：持续领跑的固废行业龙头企业

中国光大国际成立于 1961 年，是国内固废龙头之一，主营业务包括垃圾发电，生物质发电、环卫一体化，危废及固废处置、土壤修复等。业务覆盖境内 20 个省，直辖市及 150 多个地区，远播德国，波兰及越南。

项目建设稳健推进，垃圾发电王者地位不断巩固。截至 18 年底，本集团共有 93 个垃圾发电项目，设计总规模为年处理生活垃圾量约为 31,791,500 吨，年上网电量约为

100 亿千瓦时。年度内公司新增垃圾发电项目 18 个，涉及投资额约为人民币 139.53 亿元，新增设计规模日处理生活垃圾 23,100 吨，较 2017 年同比增长 71%。公司目前的垃圾发电处理量和在手产能都排名行业第一，随着在手项目投产，公司的龙头地位将不断巩固。

生物质、危废、土壤修复协同并进，环保版图不断拓展。18 年公司运营中的生物质项目共 22 个，在建项目 14 个，上网电量约 25.6 亿千瓦时，较 17 年增长 84%，贡献净盈利约 10.4 亿港元，同比增长 38%。危废及固废处置项目 12 个，在建项目 4 个，处置量 12.7 万吨，较 17 年增长 12%，贡献净盈利约 10.4 亿港元，2.5 亿港元，同比增长 48%。同时，公司以 2.22 收购上田环境修复 88.88% 股权，公司生物质、危废、土壤修复业务协同并进，快速发展，助力固废板块不断完善。

公司盈利预测及投资评级。我们预计公司在 2019-2021 年营业总收入分别为 350.13 亿元，407.67 亿元，472.08 亿元，归母净利润分别为 55.09 亿元，65.82 亿元，75.78 亿元，对应 EPS（稀释）分别为 0.9 元，1.07 元，1.23 元对应 PE 分别为 8.65 倍，7.24 倍，6.29 倍，首次覆盖，给予公司“强烈推荐”评级。

4. 风险提示

环卫市场化进度不及预期；

竞争激烈，项目收益率下滑；

邻避效应导致项目推进受阻。

分析师简介

洪一

中山大学金融硕士，CPA、CIIA，2年投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

沈一凡

康奈尔大学硕士，纽约大学本科，曾供职于中国能建华东电力设计院，5年基础设施建设经验，2018年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。