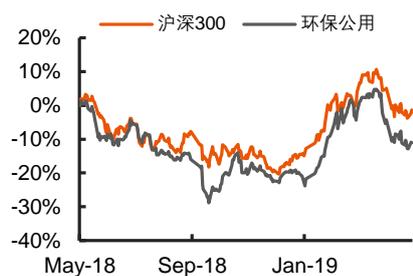


## 垃圾焚烧发电行业专题报告二

## 税收补贴政策预期变化，助力行业竞争格局优化

## 中性（维持）

行情走势图



## 相关研究报告

《行业动态跟踪报告\*环保公用\*环保公用行业 2018 年业绩综述：业绩大幅下滑，运营、工程板块两极分化》

2019-05-05

《行业专题报告\*环保公用\*复盘垃圾焚烧，谁能走的更远》 2019-03-31

《行业专题报告\*环保公用\*最严环保建设一流湾区，清洁能源构筑湾区基础》 2019-03-07

《行业动态跟踪报告\*环保公用\*洗牌开始，剩者为王》 2019-02-15

《行业专题报告\*环保公用\*并购成就龙头，创新引领发展》 2019-01-09

## 证券分析师

**庞文亮** 投资咨询资格编号  
S1060518110002  
010-53827011  
PANGWENLIANG732@PINGAN.CO  
M.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- 多重优惠政策支持垃圾焚烧发电行业发展。**垃圾焚烧发电行业受制于居民垃圾收费制度不健全，仅靠政府补贴垃圾处理费企业难以盈利，因此补贴税收等优惠政策相对较多。目前主要优惠政策有：1) 电价补贴：垃圾焚烧发电厂在吨垃圾发电量不大于 280Kwh 时可以享受国家 0.65 元/Kwh 的电价补贴政策；2) 增值税：发电部分即征即退 100%，垃圾处理部分即征即退 70%；3) 所得税：有合法运营权的垃圾焚烧发电厂在缴纳企业所得税时可以享受国家“三免三减”的税收优惠政策。
- 短期电价补贴取消或下调为时尚早，长期来看将是趋势。**标准情况下，电价补贴全部取消时，垃圾焚烧发电项目净利率受影响绝对值为 32.92%，此时多数企业处于亏损状态；考虑到推广垃圾焚烧发电的核心是处理垃圾，紧迫性更强，短期电价补贴取消不利于焚烧模式的推广。随着垃圾焚烧发电企业投运项目增多，单吨垃圾发电量提升，盈利能力持续上升，后续补贴将具备下调基础。另外，2018 年国家发改委印发《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》提出，2020 年底前，全国城市及建制镇全面建立生活垃圾处理收费制度。收费机制的建立将使垃圾处理由政府付费方式向使用者付费方式转变，为电价退补奠定基础。
- 环保标准趋严配合税收补贴政策驱动行业迎来第二轮洗牌。**目前，我国垃圾焚烧发电行业烟气超标问题仍比较严重，但行业内上市公司全部达标。对比欧盟标准，同时结合我国电力、钢铁领域超低排放标准看，我国垃圾焚烧排放标准仍有提升空间。随着我国电力行业超低排放治理接近尾声，非电行业大气治理提上日程。针对垃圾焚烧发电行业，生态环境部已先后实施“装、树、联”措施，后期计划对超标排放企业降低税收补贴等优惠政策标准，以经济手段提高企业的违法成本。未来超排企业的盈利能力将大幅降低，最后将逐步被淘汰，行业集中度持续提升，利好行业内优质运营公司。
- 所得税减税政策利好早期投运项目较多的公司。**2019 年 1 月 1 日至 2021 年底，从事污染防治的第三方企业将减按 15% 税率征收企业所得税。目前垃圾焚烧发电行业已享受“三免三减半”的所得税税收优惠政策，因此多数近期投产项目较多的企业所得税实际税率已在 15% 以下。而对于早期投运项目较多的公司政策利好更明显。瀚蓝环境 2018 年所得税税率 21.04%，公司固废业务占比 36.41%，主要项目中，1) 瀚蓝绿电：高新技术企业，所得税税率 15%；2) 瀚蓝厦门：多数项目于 2011 年前投产，执行 25% 所得税税率，此部分未来三年将享受减税优惠，每年有望带来 1569 万元的新增利润。

- **投资建议：**垃圾焚烧发电行业属于非周期性行业，现金流稳定，成长非常确定，盈利能力较强，且行业发展趋于理性，具备长期投资价值，建议重点配置。其中，瀚蓝环境受未来电价补贴下调影响较小且估值较低，伟明环保受未来电价补贴下调影响较小且环保治理水平较高，建议重点关注。
- **风险提示：**1) 垃圾焚烧补贴电价下调或取消风险：未来如果垃圾焚烧补贴电价取消或下调，将对企业盈利能力产生影响；2) 融资环境收紧：垃圾焚烧发电项目属于资本消耗型，前期需投入大量资金，未来如果整个市场的融资环境持续收紧，上市公司项目建设进度将受到影响，进而影响企业收入；3) 项目拓展不及预期：目前垃圾焚烧领域竞争激烈，且优质项目逐渐减少，在此背景下，存在新项目拓展不及预期风险；4) 项目建设进度低于预期：目前国家对工程类项目建设审批趋严，可能对公司垃圾焚烧发电项目建设进度产生影响。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS				P/E				评级
		19/5/29	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E		
瀚蓝环境	600323.SH	15.57	1.14	1.29	1.56	1.83	13.63	12.07	9.98	8.51	推荐	
伟明环保	603568.SH	19.54	0.80	1.24	1.50	-	24.51	15.76	13.03	-	推荐	

# 正文目录

<b>一、多重优惠政策支持垃圾焚烧发电行业发展</b>	<b>5</b>
<b>二、短期电价补贴取消或下调为时尚早</b>	<b>5</b>
2.1 短期不具备电价补贴取消或下调条件	5
2.2 长期来看，补贴电价下调将是趋势	9
<b>三、环保标准趋严配合优惠政策驱动行业迎来第二轮洗牌</b>	<b>12</b>
3.1 垃圾焚烧发电大气排放标准仍有提升空间	12
3.2 国内垃圾焚烧发电厂大气治理水平	13
3.3 环保标准趋严驱动垃圾焚烧发电行业迎来第二轮洗牌	16
<b>四、所得税减税政策利好早期投运项目较多的公司</b>	<b>17</b>
<b>五、投资建议</b>	<b>18</b>
<b>六、风险提示</b>	<b>18</b>

## 图表目录

图表 1	垃圾焚烧发电行业优惠政策一览 .....	5
图表 2	不同发电方式上网电价对比（2017） .....	6
图表 3	垃圾焚烧发电电价补贴政策一览 .....	6
图表 4	垃圾焚烧发电补贴电量计算方式 .....	6
图表 5	垃圾焚烧补贴电价下调对上市公司净利率影响较大 .....	7
图表 6	多数垃圾焚烧发电上市公司扣非净资产收益率处于 8%-12%的基本盈利水平 .....	7
图表 7	多数省份垃圾焚烧处理能力距离 2020 年规划目标仍有较大差距 .....	8
图表 8	各省垃圾焚烧发电补贴情况 .....	8
图表 9	可再生能源基金征收标准快速提高 .....	10
图表 10	可再生能源发展基金已开始出现亏损 .....	10
图表 11	单吨垃圾处理收入来源 .....	10
图表 12	生活垃圾处理收费制度相关政策 .....	11
图表 13	部分城市居民垃圾处理收费标准 .....	11
图表 14	垃圾焚烧大气排放新旧标准以及欧盟标准对比 .....	12
图表 15	最新出台的钢铁超低排放标准严格程度远超欧美等发达国家水平 .....	13
图表 16	主要垃圾焚烧发电上市公司烟气排放情况（2018 年） .....	13
图表 17	主要垃圾焚烧发电上市公司大气污染物排放情况（2018 年） .....	16
图表 18	部分省份开始出台更严大气排放标准 .....	17
图表 19	主要垃圾焚烧发电企业增值税退税收入占比较高（2018 年） .....	17
图表 20	主要垃圾焚烧发电企业所得税税率 .....	18
图表 21	所得税政策对主要 A 股垃圾焚烧发电企业净利润影响情况 .....	18
图表 22	重点推荐公司盈利预测情况 .....	18

## 一、多重优惠政策支持垃圾焚烧发电行业发展

环保行业作为国家战略新兴产业，一直受到政策的大力扶持。其中，垃圾焚烧发电行业受制于居民垃圾收费制度不健全，仅靠政府补贴垃圾处理费企业难以盈利，因此税收补贴等优惠政策相对较多。目前，主要优惠政策有：

- **电价补贴：**垃圾焚烧发电厂在吨垃圾发电量不大于 280Kwh 时可以享受国家 0.65 元/Kwh 的电价补贴政策。
- **增值税：**1) 发电部分：即征即退 100%；2) 垃圾处理：2015 年 7 月 1 日之前免征，之后即征即退 70%；3) 企业因违反税收、环境保护法律法规受到处罚（警告或单次 1 万元以下罚款除外）的，自处罚决定下达的次月起 36 个月内，不得享受增值税即征即退政策。
- **所得税：**有合法运营权的垃圾焚烧发电厂在缴纳企业所得税时可以享受国家“三免三减”的税收优惠政策。

图表1 垃圾焚烧发电行业优惠政策一览

时间	发布机构	文件	具体内容
2007.12.06	国务院	《中华人民共和国企业所得税法实施条例》	企业从事符合条件的环境保护、节能节水项目的所得，自项目取得第一笔生产经营收入所属纳税年度起，第一年至第三年免征企业所得税，第四年至第六年减半征收企业所得税。
2008.12.09	财政部、国家税务总局	《关于资源综合利用及其他产品增值税政策的通知》	以垃圾为燃料生产的电力或热力实行增值税即征即退的政策。
2011.11	财政部、国家税务总局	《关于调整完善资源综合利用产品及劳务增值税政策的通知》	对垃圾处理、污泥处理处置劳务免征增值税。
2012.03	国家发改委	《国家发展改革委关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》	垃圾焚烧发电厂在吨垃圾发电量不大于 280Kwh 时可以享受国家 0.65 元/Kwh 的电价补贴政策。
2015.06.12	财政部、国家税务总局	《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》	污水、垃圾及污泥处理劳务在缴税后返还 70%，即需要缴纳 30% 的增值税。因违反税收、环境保护的法律法规受到处罚（警告或单次 1 万元以下罚款除外）的，自处罚决定下达的次月起 36 个月内，不得享受本通知规定的增值税即征即退政策。

资料来源:政府官网、平安证券研究所

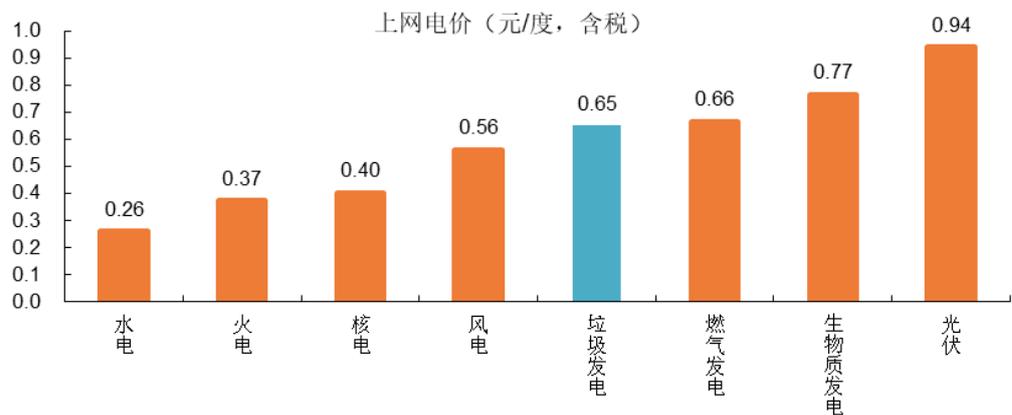
## 二、短期电价补贴取消或下调为时尚早

### 2.1 短期不具备电价补贴取消或下调条件

2006 年我国开始实施《可再生能源法》，法律规定从火电销售电价中征收可再生能源电价附加作为可再生能源发展基金用以补贴，风电、光伏、垃圾焚烧发电等都在补贴范围。2012 年，《国家发展

改革委关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》提出，垃圾焚烧发电厂在吨垃圾上网电量不大于 280 度时可以享受国家 0.65 元/度的电价补贴政策，高出当地脱硫燃煤机组标杆上网电价的部分实行两级分摊。其中，当地省级电网负担每千瓦时 0.1 元，电网企业由此增加的购电成本通过销售电价予以疏导，其余部分纳入全国征收的可再生能源电价附加解决。

图表2 不同发电方式上网电价对比（2017）



资料来源:国家能源局、政府官网、平安证券研究所

图表3 垃圾焚烧发电电价补贴政策一览

时间	发布机构	文件	具体内容
2005.02.28	全国人大常委会	《中华人民共和国可再生能源法》	1、鼓励和支持可再生能源并网发电；2、按照有利于促进可再生能源开发利用和经济合理的原则确定上网电价，并根据可再生能源开发利用技术的发展适时调整。
2006.01.04	国家发改委	《可再生能源发电价格和费用分摊管理试行办法》	生物质发电项目上网电价实行政府定价的，由国务院价格主管部门分地区制定标杆电价，电价标准由各省（自治区、直辖市）2005 年脱硫燃煤机组标杆上网电价加补贴电价组成。补贴电价标准为每千瓦时 0.25 元。
2012.03.00	国家发改委	《国家发展改革委关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》	垃圾焚烧发电厂在吨垃圾发电量不大于 280Kwh 时可以享受国家 0.65 元/Kwh 的电价补贴政策。垃圾焚烧发电上网电价高出当地脱硫燃煤机组标杆上网电价的部分实行两级分摊。其中，当地省级电网负担每千瓦时 0.1 元，电网企业由此增加的购电成本通过销售电价予以疏导；其余部分纳入全国征收的可再生能源电价附加解决。

资料来源:国家发改委、政府官网、平安证券研究所

图表4 垃圾焚烧发电补贴电量计算方式

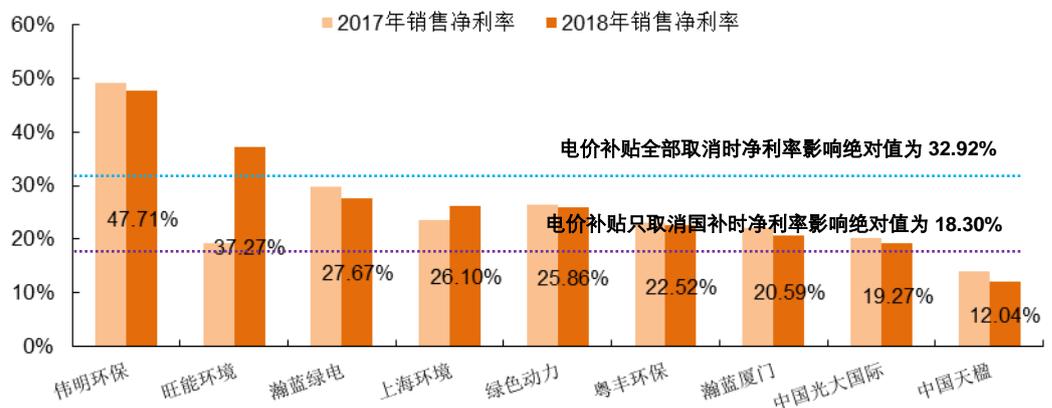
垃圾处理量	是否享受垃圾发电价格补贴
垃圾处理量折算的上网电量 < 实际上网电量的 50%	不享受
实际上网电量的 50% < 折算上网电量 < 实际上网电量	以折算的电量作为垃圾发电上网电量享受补贴
折算上网电量 > 实际上网电量	以实际上网电量作为垃圾发电上网电量享受补贴

资料来源:发改委、平安证券研究所 说明：方案于 2012 年 4 月 1 日起执行

2019年1月7日，国家发改委、能源局发布《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》，在此背景下，市场对垃圾焚烧发电平价上网产生预期。通过对目前垃圾焚烧发电企业的盈利能力、垃圾焚烧发电的推广力度以及补贴情况进行分析，我们认为短期内垃圾焚烧发电不具备取消或下调补贴条件。

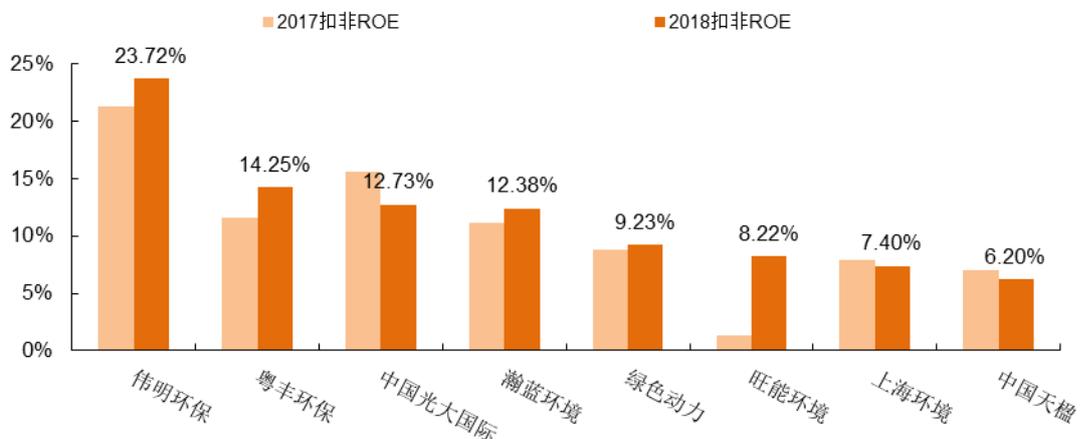
- **补贴取消或下调将大幅影响垃圾焚烧发电企业的盈利能力。**标准情况下，垃圾焚烧发电只取消国补时，项目净利率受影响绝对值为 18.30%，多数垃圾焚烧发电企业处于微利状态；电价补贴全部取消时，项目净利率受影响绝对值为 32.92%，此时除伟明环保、旺能环境外其他企业都处于亏损状态。考虑到上市公司项目质量普遍较好，补贴取消时非上市垃圾焚烧发电企业亏损幅度更大。另外，国家对民生性供水、污水项目价格水平制定依据是保证企业净资产收益率 8%-12%的盈利水平。垃圾焚烧发电也属于基础性民生需求，目前多数垃圾焚烧发电企业净资产收益率处于 8%-12%的基本盈利水平，补贴电价取消或下调将使多数垃圾焚烧发电企业低于基本盈利水平。

图表5 垃圾焚烧补贴电价下调对上市公司净利率影响较大



资料来源:WIND、平安证券研究所 说明:标准情况指垃圾处理价格 75 元/吨、燃煤标杆上网电价 0.37 元/度、增值税率 13%、垃圾处理增值税 70%即征即退、垃圾焚烧发电增值税 100%即征即退、标准情况下行业平均净利率 25%

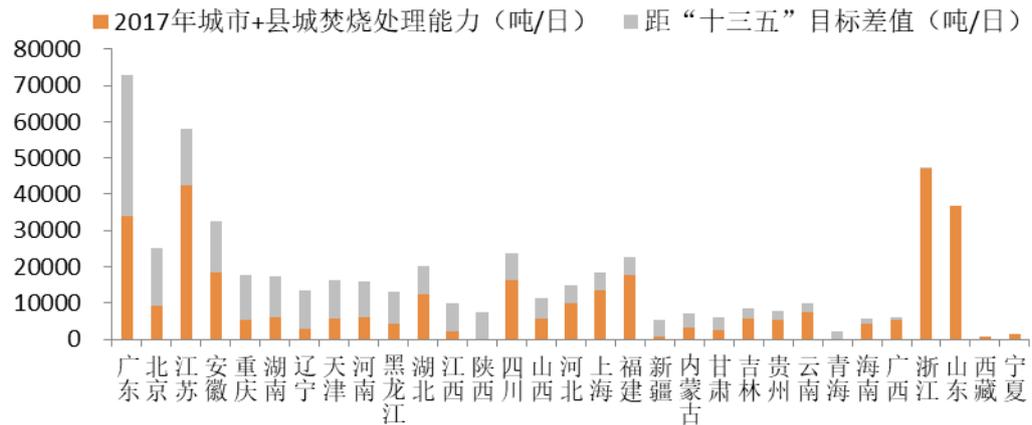
图表6 多数垃圾焚烧发电上市公司扣非净资产收益率处于 8%-12%的基本盈利水平



资料来源:WIND、平安证券研究所

- ▶ **补贴电价取消不利于垃圾焚烧模式的推广。**垃圾焚烧发电项目建设期通常在一年半以上，加上一些前期审批程序，时间将更长。虽然“十一五”、“十二五”期间国家大力推广垃圾焚烧发电，但两个规划期都未实现规划目标。另外，目前垃圾焚烧发电处理能力距离“十三五”59.14万吨/日的规划目标仍有较大差距，多数城市远未达到规划目标，如广东、江苏等省份。补贴电价取消将影响垃圾焚烧发电模式的推广，因此短期（2019-2020年）垃圾焚烧发电不具备平价上网条件。

图表7 多数省份垃圾焚烧处理能力距离2020年规划目标仍有较大差距



福建	556.90	15.59	0.3707	0.1793	1.56	2.80	27.59%
黑龙江	112.17	3.14	0.3719	0.1781	0.31	0.56	27.41%
安徽	468.26	13.11	0.3736	0.1764	1.31	2.31	27.14%
天津	137.57	3.85	0.3758	0.1742	0.39	0.67	26.80%
江苏	1350.33	37.81	0.3884	0.1617	3.78	6.11	24.87%
重庆	221.16	6.19	0.3947	0.1553	0.62	0.96	23.89%
广西	133.28	3.73	0.4027	0.1473	0.37	0.55	22.66%
四川	499.16	13.98	0.4064	0.1436	1.40	2.01	22.09%
湖北	430.02	12.04	0.4088	0.1412	1.20	1.70	21.72%
山东	1059.31	29.66	0.4096	0.1404	2.97	4.16	21.60%
上海	360.81	10.10	0.4113	0.1387	1.01	1.40	21.34%
江西	95.05	2.66	0.4133	0.1367	0.27	0.36	21.04%
海南	150.40	4.21	0.4325	0.1175	0.42	0.49	18.07%
浙江	933.19	26.13	0.4326	0.1174	2.61	3.07	18.07%
广东	929.27	26.02	0.4447	0.1053	2.60	2.74	16.20%
湖南	184.49	5.17	0.4513	0.0987	0.52	0.51	15.19%
云南	229.72	6.43	0.4703	0.0798	0.64	0.51	12.27%
西藏	1.00	0.03	0.4993	0.0507	0.00	0.00	7.80%
<b>全国</b>	<b>9321.50</b>	<b>261.00</b>			<b>26.10</b>	<b>39.39</b>	

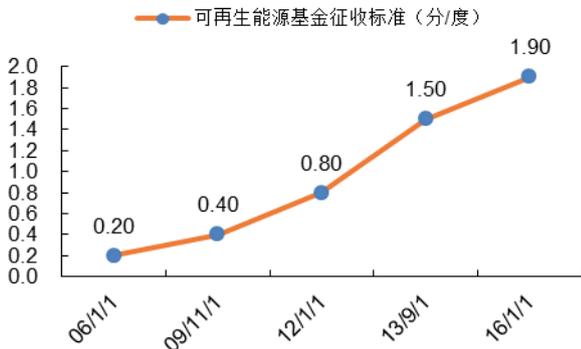
资料来源:国家能源局、政府官网、城乡建设统计年鉴、平安证券研究所

- **推广垃圾焚烧发电的核心是处理垃圾，紧迫性更强。**推广风电、光伏主要目的是为调整能源结构，是一个主动的过程。推广垃圾焚烧发电的主要原因是，在城市化推进过程中，垃圾产量急剧增长，土地日益稀缺，填埋已不能满足垃圾处理需求。补贴电价下调或取消将造成垃圾焚烧发电推广受阻，产生的垃圾得不到有效消化，垃圾围城的现象或将频繁发生，因此推广垃圾焚烧发电是必然之举。

## 2.2 长期来看，补贴电价下调将是趋势

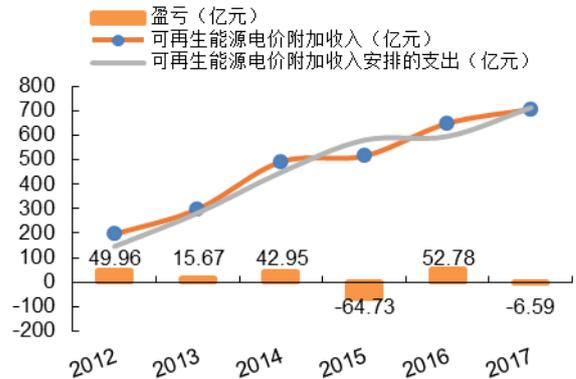
目前，可再生能源补贴缺口超过 800 亿元，其中光伏、风电是补贴大头。为缓解压力，可再生能源基金征收标准持续提高，但缺口仍持续加大，未来需从多方面开源节流。随着垃圾焚烧发电企业投运项目增多，单吨垃圾发电量提升，垃圾焚烧发电企业的盈利能力将持续上升，后续补贴将具有下调基础。总体上，新政策的出台将确保行业整体 ROE 处于 8%-12% 的盈利水平，因此盈利能力低于平均水平的公司可能被淘汰。部分区域火电标杆上网电价较高，因此补贴比例低于 20%，主要省份有广东、浙江等，多数项目在这些区域的公司受补贴取消或下调影响较小，如瀚蓝环境、伟明环保等。另外，由于单吨垃圾上网电量超过 280 度的部分不享受补贴，因此单吨垃圾上网电量超过 280 度的企业未来受补贴取消影响也较小，如粤丰环保。

图表9 可再生能源基金征收标准快速提高



资料来源: 政府官网、平安证券研究所

图表10 可再生能源发展基金已开始出现亏损



资料来源: 财政部、平安证券研究所

**完善垃圾处理收费机制将为退补奠定基础。**目前垃圾焚烧行业中垃圾处理部分收入主要来自政府补贴，加上电价补贴，二者合计收入占比约 60%。因此除提高发电效率外，完善垃圾处理收费制度也将为补贴电价下调奠定基础。我国自 2002 年《关于实行城市生活垃圾处理收费制度，促进垃圾处理产业化的通知》下发以来就全面开征垃圾处理费。十几年来，国内城市的垃圾收费，基本上都是费用固定、按户计征。从实际执行效果来看并不理想，虽然部分城市建立了垃圾处理收费制度，但存在征收标准低、收缴率低等问题。

- **垃圾处理征收标准较低。**以北京为例，北京市居民生活垃圾处理费征收标准为 36 元/户/年。2017 年北京人均垃圾清运量为 1.17kg/d，以每户 3 口人，垃圾处理单价 75 元/吨计算，一年产生的垃圾对应垃圾处理费为 96 元/户，因此征收的垃圾处理费远不能覆盖垃圾处理成本。
- **垃圾处理费收缴率较低。**不同城市垃圾处理收缴主体不同，有些是由住建、市政、城管等部门收取，有些是由供水、环卫等企业收取，还有些是由政府或企业委托的小区物业、居委会等单位来收取，征收规范性较差。同时，由于居民居住的分散性，一些无物业小区大量存在，征收垃圾处理费的成本较高，漏缴现象严重，进一步降低了垃圾处理费征收总额。

图表11 单吨垃圾处理收入来源



资料来源: 平安证券研究所

2018年7月2日，国家发改委印发《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》。意见提出，2020年底前，全国城市及建制镇全面建立生活垃圾处理收费制度，鼓励各地创新垃圾处理收费模式，提高收缴率。目前深圳、东莞等城市已实行垃圾处理费随水费一并收取的制度，短期内可以弥补垃圾处理费收缴率较低的问题。综合来看，收费机制的建立将使垃圾处理由政府付费方式向使用者付费方式转变，可有效缓解政府的财政压力，促进垃圾焚烧行业健康发展。

图表12 生活垃圾处理收费制度相关政策

发布时间	发布机构	政策	主要内容
2002.06.07	发改委、财政部等四部门	《关于实行城市生活垃圾处理收费制度促进垃圾处理产业化的通知》	由城市人民政府价格主管部门会同建设（环境卫生）行政主管部门制定，报城市人民政府批准执行，并报省级价格、建设行政主管部门备案。目前垃圾处理费仍按行政事业性收费管理的，应创造条件，结合环卫体制改革，尽快向经营服务性收费转变。
2002.09.10	国家发改委等三部门	《关于推进城市污水、垃圾处理产业化发展的意见》	全面实行城市垃圾处理收费制度，保证垃圾处理企业的运营费用和建设投资的回收，实现垃圾收运、处理和再生利用的市场化运作。
2017.12.20	住建部	《关于加快推进部分重点城市生活垃圾分类工作的通知》	多渠道筹措资金，在加大对生活垃圾分类体系投入的同时，建立生活垃圾跨界转移补偿机制，完善生活垃圾收费政策，逐步建立差别化的收费制度，实现按量收费。
2018.06.21	国家发改委	《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》	按照补偿成本并合理盈利的原则，制定和调整城镇生活垃圾处理收费标准。2020年底前，全国城市及建制镇全面建立生活垃圾处理收费制度。鼓励各地创新垃圾处理收费模式，提高收缴率。鼓励各地制定促进垃圾协同处理的综合性配套政策，支持水泥、有机肥等企业参与垃圾资源化利用。

资料来源:政府官网、平安证券研究所

图表13 部分城市居民垃圾处理收费标准

	居民		执行日期
	征收方式	征收标准	
北京	定额征收	本市居民3元/户·月，外地来京人员2元/人·月	1999年9月29日起
上海	对居民所在区的区政府收取，实际是由各区政府替市民群众买单，以中心城区为例，每1吨垃圾的处置费要向区政府收221元。		
深圳	排污量折算系数法	0.59元/立方米（按排污量计收）	2017年9月1日起
广州	定额征收	居民户每月每户5元，暂住人员每月每人1元	2017年8月28日起
东莞	按用水量折算计征	0.64元/m <sup>3</sup>	2019年4月1日起

资料来源:各地发改委、平安证券研究所

### 三、环保标准趋严配合优惠政策驱动行业迎来第二轮洗牌

#### 3.1 垃圾焚烧发电大气排放标准仍有提升空间

垃圾焚烧排放的污染物较多。垃圾焚烧发电厂通过对各种生活垃圾进行焚烧处理，不仅减少了生活垃圾对环境的污染，而且生产了丰富的电力资源，但垃圾从收集到最终焚烧，会产生多种有害物质，如渗滤液、烟尘、二氧化硫、氮氧化物等，如果垃圾不充分燃烧，还会产生致命的二噁英。

我国垃圾焚烧排放标准略低于欧盟标准。垃圾焚烧在欧洲、日本等区域应用广泛，从制定的大气排放标准来看，欧盟标准最为严格。我国在 2014 年对垃圾焚烧大气排放标准进行了修订，对比欧盟标准，主要有以下几点变化；1) 常规污染物标准大幅提升，颗粒物、二氧化硫、氮氧化物日均排放限值分别为 20、80、250mg/m<sup>3</sup>，但严格程度上仍低于欧盟标准；2) 二噁英类及汞排放标准大幅提升，与欧盟标准相同；3) 国标未对 HF、TOC 等污染物做出规定。

图表 14 垃圾焚烧大气排放新旧标准以及欧盟标准对比

污染物类别	国标 GB18485-2001	国标 GB18485-2014	欧盟 2000/76/EC	取值时间
颗粒物 (mg/m <sup>3</sup> )	80 (测定均值)	30	30	1 小时均值
		20	10	24 小时均值
氮氧化物 (mg/m <sup>3</sup> )	400 (小时均值)	300	400	1 小时均值
		250	200	24 小时均值
二氧化硫 (mg/m <sup>3</sup> )	260 (小时均值)	100	200	1 小时均值
		80	50	24 小时均值
氯化氢 (mg/m <sup>3</sup> )	75 (小时均值)	60	60	1 小时均值
		50	10	24 小时均值
HF (mg/m <sup>3</sup> )	-	-	4	1 小时均值
			1	24 小时均值
TOC (mg/m <sup>3</sup> )	-	-	20	1 小时均值
			10	24 小时均值
汞及其化合物 (以 Hg 计) (mg/m <sup>3</sup> )	汞 0.2	0.05	0.05	测定均值
镉、铊及其化合物 (以 Cd+Tl 计) (mg/m <sup>3</sup> )	镉 0.1	0.1	0.05	测定均值
锑、砷、铅、铬、钴、铜、锰、镍及其化合物 ((以 Sb+As+Pb+Cr+Co+Cu+Mn+Ni 计)) (mg/m <sup>3</sup> )	铅 1.6	1	0.05	测定均值
二噁英类 (ng TEQ/m <sup>3</sup> )	1	0.1	0.1	测定均值
一氧化碳 (mg/m <sup>3</sup> )	150 (小时均值)	100	100	1 小时均值
		80	50	24 小时均值

资料来源:《生活垃圾焚烧污染控制标准》(GB18485-2001)、《生活垃圾焚烧污染控制标准》(GB18485-2014)、网络资料整理、平安证券研究所

对标我国电力、钢铁领域超低排放标准，垃圾焚烧排放标准仍有提升空间。2019 年 4 月 28 日，生态环境部联合国家发改委、工信部、财政部、交通运输部发布《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》。《意见》提出“钢铁烧结机机头、球团焙烧烟气颗粒物、二氧化硫、氮氧化物排放浓度小时均值分别不高于 10、35、50 毫克/立方米”，远严格于欧美等发达国家水平。另外，我国电力领域超低排放标准也处于世界最严水平，一定程度上说明，我国垃圾焚烧排放标准仍有提升空间。

图表15 最新出台的钢铁超低排放标准严格程度远超欧美等发达国家水平

标准		烧结机头、球团焙烧设备					
		颗粒物 (mg/m <sup>3</sup> )		二氧化硫 (mg/m <sup>3</sup> )		氮氧化物 (mg/m <sup>3</sup> )	
		新建锅炉	现有锅炉	新建锅炉	现有锅炉	新建锅炉	现有锅炉
美国	烧结	16~28		-		-	
	球团	14~23		-		-	
英国	-	<30		-		-	
德国 (BAT)	措施一	50 (静电除尘)		500 (低硫焦粉和铁矿)		-	
	措施二	10~20 (袋除尘)		100 (低硫煤+脱硫)		-	
国标 (GB28662-2012)	一般限值	50	80	200	600	300	500
	特别限值	40		180		300	
国标 (GB28662-2012) 修改单	特别限值	20		50		100	
<b>《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》</b>		<b>排放限值</b>	<b>10</b>	<b>35</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	

资料来源:《生活垃圾焚烧污染控制标准》(GB18485-2001)、《生活垃圾焚烧污染控制标准》(GB18485-2014)、《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》、平安证券研究所

### 3.2 国内垃圾焚烧发电厂大气治理水平

**全国垃圾焚烧发电厂烟气超标情况:** 根据芜湖生态中心统计,截至2018年5月,全国已运行的359座垃圾焚烧发电厂中191座在省市企业信息平台上有公开信息,其中45座垃圾焚烧发电厂2018年4月份累计超标达6335次,29座二氧化硫显示超标、20座烟尘显示超标、23座氮氧化物显示超标、12座氯化氢显示超标、19座一氧化碳显示超标,超标问题仍比较严重。

**上市公司垃圾焚烧发电厂烟气达标情况:** 我们对主要垃圾焚烧发电上市公司年报中披露的排污信息进行统计,发现主要有以下特点:1)目标标准下,所有公司披露项目全部达标,伟明环保、中国天楹烟气治理效果相对较好;2)二氧化硫和烟粉尘治理效果较好,都远超目标,多数项目氮氧化物勉强达标;3)最为致命的二噁英治理都远超目标。

图表16 主要垃圾焚烧发电上市公司烟气排放情况 (2018年)

公司	项目公司	炉号	标准						排放情况						达标情况	
			氮氧化物 (mg/m <sup>3</sup> )	氯化氢 (mg/m <sup>3</sup> )	二氧化硫 (mg/m <sup>3</sup> )	烟尘 (mg/m <sup>3</sup> )	二噁英 (ng TEQ/m <sup>3</sup> )	一氧化碳 (mg/m <sup>3</sup> )	氮氧化物 (mg/m <sup>3</sup> )	氯化氢 (mg/m <sup>3</sup> )	二氧化硫 (mg/m <sup>3</sup> )	烟尘 (mg/m <sup>3</sup> )	二噁英 (ng TEQ/m <sup>3</sup> )	一氧化碳 (mg/m <sup>3</sup> )		
上海环境	上海天马再生能源	1#炉	小时均值: 250; 日均: 200	小时均值: 50; 日均: 10	小时均值: 100; 日均: 50	小时均值: 10; 日均: 10	无	无	113	4.03	ND	ND	无	无	达标	
		2#炉							170	2.05	ND	ND				达标
		3#炉							174	6.29	ND	ND				达标
		4#炉							150	1.79	ND	ND				达标
伟明	东庄	1#炉	300	无	100	30	无	无	61	无	ND	<20	无	无	达标	

环保	临江一期	2#炉							140		ND	<20			达标	
		1#炉							141		<3	27.4			达标	
		2#炉	300	无	100	30	无	无		206	无	<3	<20	无	无	达标
		3#炉									<4	<20			达标	
	临江二期	1#炉	300	无	100	30	无	无	171		<3	<20		无	无	达标
		2#炉							174		<3	<20			达标	
	永强项目	1#炉	300	无	100	30	无	无	218	无	ND	ND	无	无	无	达标
		2#炉							163		ND	ND				达标
		3#炉							224		ND	ND				达标
	临海项目	1#炉	300	无	100	30	无	无	172	无	4	<19	无	无	无	达标
		2#炉							228		<3	<21				达标
	永强项目二期	1#炉	300	无	100	30	无	无	69	无	15	19	无	无	无	达标
		2#炉							79		<3	<18.2				达标
		3#炉							77		<3	<17.9				达标
	玉环项目	1#炉	300	无	100	30	无	无	81	无	<3	<19.2	无	无	无	达标
		2#炉							78		<3	<19.9				达标
	永康项目	1#炉	300	无	100	30	无	无	285	无	6.7	<20	无	无	无	达标
		2#炉							289.4		6.8	<20				达标
	瑞安项目	1#炉	300	无	100	30	无	无	190	无	21	3.6	无	无	无	达标
		2#炉							199		15	2.7				达标
		3#炉							204		37	3.3				达标
	昆山项目	1#炉	300	无	100	30	无	无	133	无	3	1.8	无	无	无	达标
		2#炉							117		4	2				达标
		3#炉							151		4	2				达标
		4#炉							158		6	1.9				达标
		5#炉							155		4	2.6				达标
		6#炉							115		7	2.7				达标
7#炉		158							6		2.9	达标				
嘉善项目	1#炉	300	无	100	30	无	无	211.9	无	<3	<20	无	无	无	达标	
	2#炉							194.9		<3	<20				达标	
苍南玉苍项目	1#炉	300	无	100	30	无	无	116	无	ND	3.84	无	无	无	达标	
苍南项目	1#炉	300	无	100	30	无	无	62	无	11	<20	无	无	无	达标	
	2#炉							76		13	<20				达标	
瀚蓝环境	绿电公司	一、二厂	300	无	100	30	无	无	134.6	无	17.43	9.29	无	无	达标	
															达标	
绿色动力	常州公司	1#炉	300	无	100	30	0.1	无	250	无	无	<20	0.0068	无	达标	
		2#炉							148		无	<20	0.037		达标	
		3#炉							152		无	<20	0.064		达标	
	海宁公司	1#炉	300	无	100	30	0.1	无	97	无	ND	<20	0.03	无	达标	
		2#炉							46		ND	<20	0.019		达标	
	永嘉公司	1#炉	300	无	100	30	0.1	无	93	无	ND	ND	0.0101	无	达标	
		2#炉							110		47	ND	0.0146		达标	
	平阳	1#炉	300	无	100	30	0.1	无	114	无	ND	ND	0.032	无	达标	

	公司	2#炉						67		ND	<20	0.047		达标	
	武汉公司	1#炉	300	无	100	30	0.1	无	153	无	ND	<20	0.082	无	达标
2#炉		180							ND		<20	0.025	达标		
3#炉		128							ND		<20	0.015	达标		
	乳山公司	1#炉	300	无	100	30	0.1	无	97	无	3	1	0.0048	无	达标
2#炉		96							3		1	0.0074	达标		
	泰州公司	1#炉	300	无	100	30	0.1	无	98.67	无	3	3.3	0.024	无	达标
2#炉		90.33							3.67		5.3	0.016	达标		
	安顺公司	1#炉	300	无	100	30	0.1	无	157	无	4	ND	0.0012	无	达标
2#炉		126							ND		ND	0.0053	达标		
	惠州公司	1#炉	300	无	100	30	0.1	无	48	无	ND	ND	0.0071	无	达标
2#炉		59							ND		ND	0.0037	达标		
3#炉		102							ND		ND	0.061	达标		
	衢州公司	1#炉	300	无	100	30	0.1	无	221	无	66	1.6	0.079	无	达标
2#炉		214							26		2	0.075	达标		
	句容公司	1#炉	300	无	100	30	0.1	无	181	无	2.7	3	0.066	无	达标
2#炉		141							3		2.4	0.017	达标		
	蚌埠公司	1#炉	300	无	100	30	0.1	无	153	无	15	1.4	0.0068	无	达标
2#炉		129							9		1.2	0.0066	达标		
中国天楹	启东天楹环保能源有限公司		300	60	100	30	0.1	100	145.13	18.24	29.28	11.6 2	无	10.21	达标
	如东天楹环保能源有限公司		300	无	100	30	0.1	无	165	无	41	10.7	无	无	达标
	海安天楹环保能源有限公司		300	60	100	30	0.1	无	142	8.1	18	12.6	0.04	无	达标
	福州天楹环保能源有限公司		300	60	100	30	0.1	100	73.24	12.58	3.96	8.18	无	10.23	达标
	滨州天楹环保能源有限公司		300	60	100	30	0.1	100	156.16	23.12	45.12	9.27	无	14.31	达标
	深圳市天楹环保能源有限公司		300	60	100	30	0.1	100	139.23	22.82	46.05	10.3 2	无	13.24	达标
	辽源天楹环保能源有限公司		300	无	100	30	0.1	无	117.2	无	27.4	9.87	无	无	达标
	江苏天楹环保能源有限公司		无	无	无	无	0.1	无	无	无	无	无	无	无	达标
旺能环境	南太湖环保	1#炉	小时均值: 300; 日均值: 250	小时均值: 60; 日均值: 50	小时均值: 100; 日均值: 80	小时均值: 30; 日均值: 20	0.1	小时均值: 100; 日均值: 80	184	2.12	<3	4.9	无	7	达标
		2#炉							152	18.4	<3	7.7		5	达标
		3#炉							44	1.6	<3	7.9		2	达标
		4#炉							76	5.73	44	5.1		8	达标
	安吉旺能	1#炉							168	0.23	21	<20		6	达标
		2#炉							185	3.26	23	<20		5	达标
	德清旺能	1#炉							81	10.7	12	12.7		64	达标
		2#炉							34	2.69	8	10.3		65	达标
	丽水旺能								123	10.2	13.8	1.7		2.8	达标
	舟山旺能	1#炉							93	<0.2	<3	<20		19	达标
		2#炉							227	0.7	<3	<20		14	达标
		3#炉							223	8	7	<20		14	达标
	兰溪旺能	1#炉							131-19 6	0.23- 2.21	13-35	1.2- 6.5		1-8	达标
		2#炉							94-173	0.21-	19-66	1.0-		0-49	达标

								0.96		1.8			
台州旺能	1#炉							144	8.92	<4	12.1	8	达标
	2#炉							141	9.74	<5	13	10	达标
	3#炉							159	8.35	<4	10.5	6	达标
	4#炉							191	6.22	<3	8.6	<3	达标
荆州旺能	1#炉							103	2.02	14	6.4	34	达标
	2#炉							109	2.34	13	8.6	40	达标
淮北宇能	1#炉							247.33	3.21	14.33	<20	78.33	达标
	2#炉							233	1.7	29.67	<20	88.67	达标
澄海洁源	1#炉							139	5.45	15	<20	28	达标
	2#炉							113	3.5	12.5	<20	22.5	达标
监利旺能								43	ND	19	18.4	87	达标

资料来源:平安证券研究所 说明: ND 表示未检出

图表17 主要垃圾焚烧发电上市公司大气污染物排放情况 (2018年)

公司	核定排放量 (吨)			实际排放量 (吨)			实际排放/核定		
	二氧化硫	烟尘	氮氧化物	二氧化硫	烟尘	氮氧化物	二氧化硫	烟尘	氮氧化物
伟明环保	1867.13	532.37	3646.02	153.04	108.93	2371.11	8.20%	20.46%	65.03%
中国天楹	1181.03	327.70	2951.39	213.31	85.112	1394.565	18.06%	25.97%	47.25%
瀚蓝环境	457.10	133.46	914.20	96.46	49.10	753.30	21.10%	36.79%	82.40%
绿色动力	1028.45	166.62	2978.13	235.34	53.40	1640.96	22.88%	32.05%	55.10%
旺能环境	1377.65	490.38	3282.04	411.24	101.216	1673.447	29.85%	20.64%	50.99%

资料来源:对应公司公告、平安证券研究所

### 3.3 环保标准趋严驱动垃圾焚烧发电行业迎来第二轮洗牌

融资趋紧促使垃圾焚烧发电行业完成第一轮洗牌。2014年PPP兴起,多数垃圾焚烧发电企业借力PPP迅速扩张,行业低价中标现象不断出现。2018年融资环境趋紧,部分垃圾焚烧发电企业由于前期无序扩张爆发信用风险,如盛运环保等,行业完成第一轮洗牌。目前,多数垃圾焚烧发电企业已回归稳健增长路径。

环保标准趋严驱动垃圾焚烧发电行业迎来第二轮洗牌。目前,电力行业超低排放治理接近尾声,非电行业大气治理提上日程。针对垃圾焚烧发电行业,生态环境部已先后实施“装、树、联”措施,后期计划对超标排放企业降低税收补贴等优惠政策标准。我们认为环保标准趋严将驱动垃圾焚烧发电行业迎来第二轮洗牌。

- 全面完成“装、树、联”任务。2017年4月,生态环境部印发《关于生活垃圾焚烧厂安装污染物排放自动监控装备和联网有关事项的通知》,要求全国所有投运的垃圾焚烧发电厂要在2017年9月30号前全部完成“装、树、联”任务,安装自动监测设备,在厂区门口树立电子显示屏公布数据,与生态环境部门联网,其中监控指标应至少包括一氧化碳、颗粒物、二氧化硫、氮氧化物、氯化氢浓度和炉膛内焚烧温度6项指标。截至2019年4月,“装、树、联”已覆盖了全国353家垃圾焚烧厂。
- 部分省份出台更加严格的垃圾焚烧大气污染物排放标准。2018年11月,福建省出台生活垃圾焚烧发电氮氧化物排放新标准(征求意见稿)。其中氮氧化物1小时和24小时均值排放限值分别为120、100mg/m<sup>3</sup>,2019年7月1日起执行。以瀚蓝环境国内领先的绿电项目为例,2018

年氮氧化物排放量为 134.5mg/m<sup>3</sup>，仍无法达到此标准。另外，国外对于垃圾焚烧瞬时超标次数也有明确要求，国内后期也有望增加此类标准。

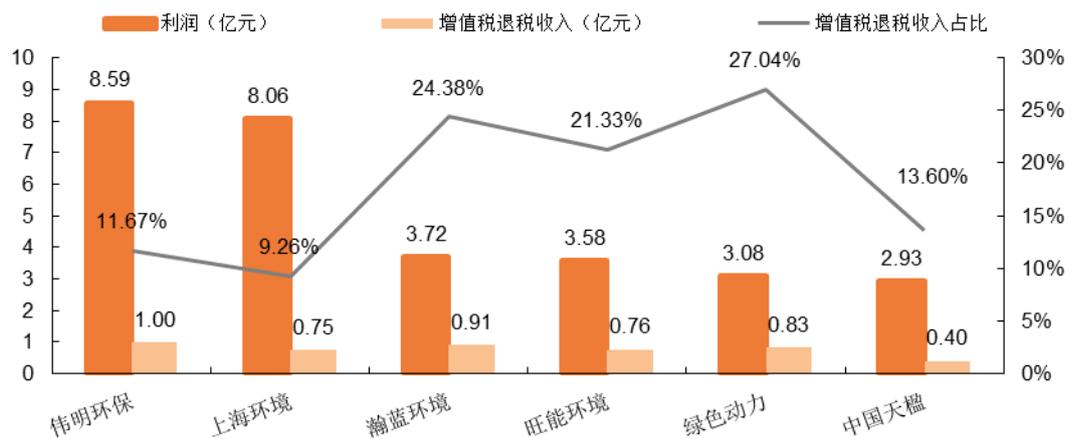
图表18 部分省份开始出台更严大气排放标准

省份	测定小时	氮氧化物	文件
福建	1小时均值	120	福建省生活垃圾焚烧发电氮氧化物排放限值及排放标准 (征求意见稿) 20181128
	24小时均值	100	

资料来源:政府官网、平安证券研究所

- **对超排垃圾焚烧发电企业限制优惠措施。**2019年4月，生态环境部例行发布会上，生态环境执法局局长曹立平表示生态环境部计划与发改、税务等部门联动，**对超标排放的垃圾焚烧发电厂采取核减电价补贴，限制享受增值税“即征即退”政策措施**，以经济手段提高企业的违法成本，促进企业环境管理水平提高。我们以纯垃圾焚烧发电企业且不确认建设期收入的绿色动力以及瀚蓝环境的南海绿电和瀚蓝厦门公司为例，增值税利润占比约 25%，处于较高水平，叠加核减电价，未来超排企业的盈利能力将受到巨大影响，最后将被逐步淘汰，行业集中度持续提升，利好行业内优质运营公司。

图表19 主要垃圾焚烧发电企业增值税退税收入占比较高（2018年）



资料来源:平安证券研究所 说明:瀚蓝环境为南海绿电和瀚蓝厦门营业利润之和;

#### 四、所得税减税政策利好早期投运项目较多的公司

2019年3月20日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，提出2019年1月1日至2021年底，对从事污染防治的第三方企业，减按15%税率征收企业所得税。目前垃圾焚烧发电企业已享受“三免三减半”的所得税优惠政策，因此近期投产项目较多的企业所得税税率已在15%以下。2018年所得税税率高于15%的垃圾焚烧发电企业主要有：1）中国天楹：公司收入主要来自设备和工程收入，2018年运营收入占比38.89%，多数项目处于减半征收期；2）瀚蓝环境：2018年公司固废业务占比36.41%，主要项目中，瀚蓝绿电：高新技术企业，所得税税率15%；瀚蓝厦门：多数项目于2011年前投产，执行25%的所得税税率，此部分接下来将享受减税优惠，标准假设下，减税有望带来1569万元的新增利润。

图表20 主要垃圾焚烧发电企业所得税税率

	中国天楹	瀚蓝环境	上海环境	伟明环保	旺能环境	绿色动力
2010		24.60%	40.24%	0.00%	29.75%	
2011		16.64%	19.59%	13.41%	22.79%	
2012		14.41%	24.58%	12.41%	33.57%	
2013		15.07%	-7.94%	14.77%	23.72%	18.58%
2014	9.62%	24.77%	20.49%	10.08%	0.00%	31.17%
2015	15.55%	22.56%	16.89%	11.75%	17.83%	-0.32%
2016	15.43%	25.71%	15.57%	15.10%	18.82%	8.83%
2017	22.68%	22.48%	12.25%	11.95%	16.11%	19.25%
2018	24.18%	21.04%	16.40%	14.03%	12.97%	11.56%

资料来源:WIND、平安证券研究所

图表21 所得税政策对主要 A 股垃圾焚烧发电企业净利润影响情况

	伟明环保	瀚蓝环境	上海环境	绿色动力	中国天楹
2012 年(包括)前投产项目 规模(吨/日)	8635	6300	4900	2650	1750
净利润影响额(万元)	2150	1569	1220	660	436

资料来源:WIND、平安证券研究所 说明:垃圾焚烧处理价格 75 元/吨、单吨垃圾发电量 280 度、上网电价 0.65 元/度、单项目利润总额/营收按 30%、增值税税率 13% 说明:2012 年前投产项目根据各公司披露情况进行统计,可能与公司实际数据略有出入

## 五、投资建议

综合来看,垃圾焚烧发电行业属于非周期性行业,现金流稳定,成长非常确定,盈利能力较强,且行业发展趋于理性,具备长期投资价值,建议重点配置。其中,瀚蓝环境受未来电价补贴下调影响较小且估值较低,伟明环保受未来电价补贴下调影响较小且环保治理水平较高,建议重点关注。

图表22 重点推荐公司盈利预测情况

股票名称	股票代码	股票价格		EPS					P/E				评级
		19/5/29	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E			
瀚蓝环境	600323.SH	15.57	1.14	1.29	1.56	1.83	13.63	12.07	9.98	8.51	推荐		
伟明环保	603568.SH	19.54	0.80	1.24	1.50	-	24.51	15.76	13.03	-	推荐		

资料来源:WIND、平安证券研究所

## 六、风险提示

1) 垃圾焚烧补贴电价取消或下调风险。

未来如果垃圾焚烧补贴电价取消或下调,将对企业盈利能力产生影响。

## 2) 融资环境收紧

垃圾焚烧发电项目属于资本消耗型,前期需投入大量资金,未来如果整个市场的融资环境持续收紧,上市公司项目建设进度将受到影响,进而影响企业收入;

## 3) 项目建设进度低于预期

目前国家对工程类项目建设审批趋严,可能对公司垃圾焚烧发电项目建设进度产生影响;

## 4) 项目拓展不及预期

目前垃圾焚烧领域竞争激烈,且优质项目逐渐减少,存在新项目拓展不及预期风险;

## 5) 税收优惠政策变化风险

生活垃圾焚烧发电收入享受增值税即征即退、生活垃圾处理享受增值税即征即退 70%的优惠,未来如果税收政策变化可能对公司利润生产影响;

## 平安证券研究所投资评级:

### 股票投资评级:

- 强烈推荐 ( 预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上 )
- 推 荐 ( 预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间 )
- 中 性 ( 预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间 )
- 回 避 ( 预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上 )

### 行业投资评级:

- 强于大市 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上 )
- 中 性 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间 )
- 弱于大市 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上 )

### 公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话: 4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融  
融中心 62 楼  
邮编: 518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编: 200120  
传真: ( 021 ) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编: 100033