

# 融资改善仍需时间，关注垃圾焚烧、危废处置领域

## ——环保及公用事业行业 2019 年下半年度投资策略报告

分析师：刘蕾

SAC NO: S1150518120001

2019 年 06 月 17 日

### 证券分析师

刘蕾  
010-68104662  
liulei@bhzq.com

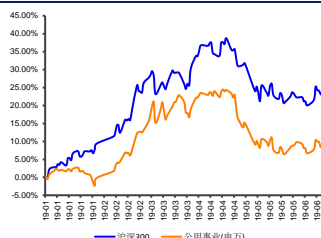
### 子行业评级

电力	看好
燃气	中性
水务	中性
环保工程及服务	看好

### 重点品种推荐

瀚蓝环境	增持
伟明环保	增持
东江环保	增持
先河环保	增持

### 最近一年行业相对走势



### 相关研究报告

### 投资要点:

#### ● 板块整体表现弱于大盘，估值仍然较低

2019 年春节前，受资金紧张、市场人气持续低迷影响，环保及公用事业板块整体表现较差；春节后，在 A 股整体上涨、市场人气逐渐回暖的带动下，环保及公用事业板块伴随大盘反弹。进入 2019 年二季度，伴随中美经贸摩擦的不断升级，板块伴随大盘逐渐回调，整体而言，板块后期走势明显弱于大盘。截至 6 月 14 日，沪深 300 指数上涨 24.11%，SW 公用事业指数上涨 9.87%，跑输沪深 300 约 14 个百分点。估值方面，2019 年第一季度，环保及公用事业行业估值持续提升，进入二季度以来，受中美经贸摩擦逐渐升级影响，板块估值逐步调整。截至 6 月 14 日，SW 公用事业板块市盈率（TTM 整体法，剔除负值）为 18.62 倍，较年初下降 0.75%，相对沪深 300 的估值溢价率则由年初的 84.82% 下降至 61.30%。目前，公用事业板块市盈率已经低于近 3 年来历史中值（PE 约 21.0X），向下继续大幅调整的空间有限。

#### ● 板块盈利继续下滑，个股业绩继续恶化

2019 年第 1 季度，环保及公用事业板块 154 家上市公司共实现营业收入 3147 亿元，同比增长 8.05%，实现归母净利润约 270 亿元，同比增长 17.92%，行业整体增速放缓。从个股盈利情况来看，154 家公司中，除 20 家净利润为负外，其余公司归母净利润均为正值。其中，约 27% 的公司 2019Q1 业绩同比增速超过 50%；另外，约 58% 的公司 2019Q1 业绩同比下滑，其中 41% 的公司下滑幅度超过 20%；个股盈利持续恶化。

#### ● 垃圾焚烧：景气度上行，增长值得期待

近年来，我国城镇化进程加速，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。2017 年，全国城市生活垃圾清运量约 2.15 亿吨，较 2005 年增加 38.16%，年均复合增速 2.73%。另外，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 2017 年的 97.74%，但未无害化的历史累积存量仍在持续增加且数量巨大，仅 2005-2017 年城市垃圾清运量中未无害化的部分累计就高达 4.49 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，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，2018-2020 年生活垃圾焚烧发电设施建设投入规模将达 1,467 亿元（年均 489 亿元），市场空间广阔。

#### ● 危废处置：供需缺口大，响水爆炸事故提升市场关注度

根据生态环境部统计数据，2006-2017 年我国工业危废产生量从 1,084 万吨

增加至 6,937 万吨，年均复合增长率 18.4%，危废产生量总体呈现较快增长势头。预计随着工业化推进，全国危废产生量还将保持较快增长。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》数据为基准，参照工业增加值增速，测算到 2020 年全国危废产生量将达到 1.17 亿吨。但 2017 年，全国危险废物实际经营规模为 2,252 万吨（含收集 28 万吨），仅为生态环境部公布的危废产生量 6,937 万吨的 32.46%，处置缺口巨大。“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。今年 4 月，自江苏省“3.21”响水化工厂爆炸事故发生之后，《江苏省化工行业整治提升方案（征求意见稿）》出台。响水爆炸事件进一步提升了市场对于危险废物合法合规处置的关注度，且部分地区已启动危废专项排查工作，随着排查的逐步深入推进，危废处置需求有望加速释放。

### ● 投资建议

从公用事业板块 154 家上市公司的 2019Q1 业绩来看，行业整体增速同比下滑，盈利能力也有所下降，主要是受到中美经贸摩擦和融资环境恶化的双重负面影响。虽然板块自 2019 年初以来有所反弹，但是估值仍然处于近 3 年来历史底部，业绩、二级市场股价均处于底部。行业层面，政策向好态势不变。今年 1 月，国务院印发《“无废城市”建设试点工作方案》，提出将在全国范围内选择 10 个左右有条件、有基础、规模适当的城市，开展“无废城市”建设试点；2 月，生态环境部、发展改革委联合印发《长江保护修复攻坚战行动计划》；3 月，国务院总理李克强在全国两会上作政府工作报告；4 月，生态环境部等发布《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》；5 月，住建部、生态环境部、发展改革委联合印发《城镇污水处理提质增效三年行动方案（2019-2021 年）》；6 月，住建部等 9 部门发布《关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》，提出 2019 年起全国地级及以上城市要全面启动生活垃圾分类工作。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，看好环保及公用事业行业的长期发展。当前，压制板块最主要的因素仍是民营企业融资难融资贵的问题。自去年 10 月以来，民企融资利好政策不断出台。但是政策传导至业绩需要一定时间，因此短期仍然建议关注现金流稳定、自身造血能力较强的优质运营类资产。继续看好景气度上升的垃圾焚烧、危废处置领域。股票池推荐：瀚蓝环境（600323.SH）、东江环保（002672.SZ）、伟明环保（603568.SH）和先河环保（300137.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 板块整体表现弱于大盘，估值仍然较低 .....	5
1.2 板块盈利继续下滑，个股业绩继续恶化 .....	6
1.3 政策面向好态势不变，融资缓解仍需时间 .....	6
2.垃圾焚烧：景气度上行，增长值得期待 .....	8
2.1 垃圾处理需求持续旺盛，处理能力相对不足 .....	8
2.2 焚烧发电优势突出，渐成主流趋势 .....	10
2.3 政策频加码助推板块提升景气度，千亿市场有望加速释放 .....	11
3.危废处置：缺口巨大，响水爆炸事故提升市场关注度 .....	13
3.1 危废产生量持续增加，加快处理是必然 .....	13
3.2 响水爆炸事故提升市场关注度，行业提速发展可期 .....	15
3.3 市场空间巨大，需求有望加速释放 .....	16
4.投资建议 .....	17
5.风险提示 .....	18

## 图 目 录

图 1: 2019 上半年环保及公用事业指数与沪深 300 指数走势对比 .....	5
图 2: 2019H1 环保及公用事业与沪深 300 估值走势 .....	6
图 3: 近 3 年 SW 公用事业估值走势 .....	6
图 4: 2015-2019 年第一季度环保及公用事业板块盈利变化情况 .....	6
图 5: 环保及公用事业板块上市公司 2019Q1 盈利增速分布情况 .....	6
图 6: 我国城镇化率及生活垃圾清运量 .....	9
图 7: 我国城市生活垃圾无害化处理情况 .....	9
图 8: “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) .....	10
图 9: 我国垃圾焚烧发电工艺流程 .....	10
图 10: 焚烧发电在垃圾无害化处理能力中的比重快速提升 .....	11
图 11: 我国城市生活垃圾焚烧无害化处理厂数及能力 .....	11
图 12: 全国垃圾焚烧处理能力预测 (万吨/日) .....	13
图 13: 全国垃圾焚烧设施建设投资需求预测 (亿元) .....	13
图 14: 2006-2017 年全国危废产生量及增长率 .....	14
图 15: 基于普查公报对全国危废产生量的预测 (万吨) .....	14
图 16: 近年来全国危废核准经营规模及许可证数量 .....	15
图 17: 2006-2017 年全国危险废物实际经营规模 .....	15
图 18: 2006-2017 年全国工业危废处理处置总量变化情况 .....	17
图 19: 2018-2020 年危废利用处置市场规模预测 .....	17

## 表 目 录

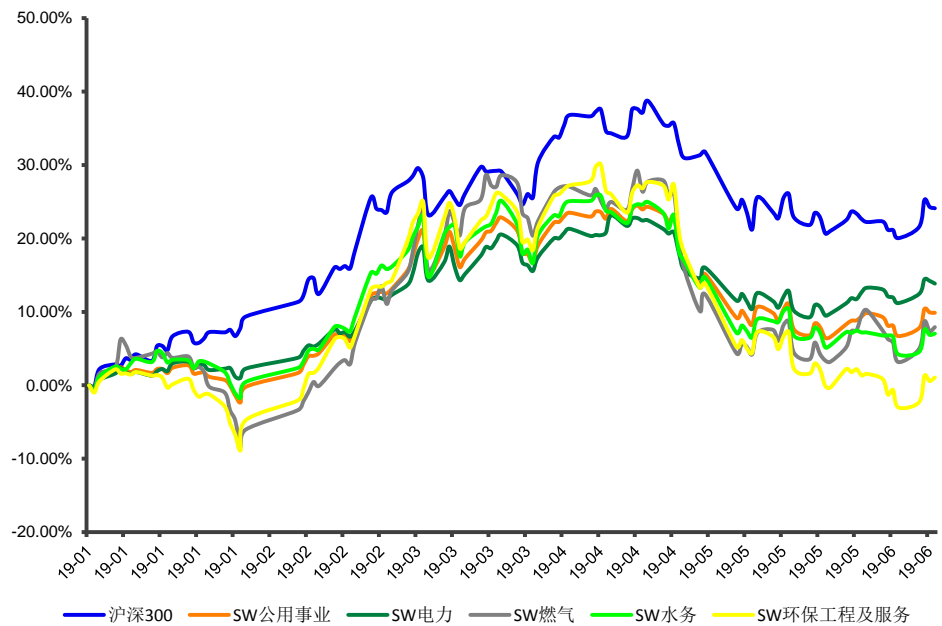
表 1: 2019 年以来环保领域重要政策 .....	7
表 2: 2018 年 10 月份以来民企融资利好政策概览 .....	8
表 3: “十二五”以来我国生活垃圾焚烧领域相关政策 .....	12
表 4: “十二五”以来危废防治领域主要的政策法规 .....	16
表 5: 重点推荐公司盈利预测及评级 .....	18

## 1. 回顾与展望

### 1.1 板块整体表现弱于大盘，估值仍然较低

2019年春节前，受资金紧张、市场人气持续低迷影响，环保及公用事业板块整体表现较差；春节后，在A股整体上涨、市场人气逐渐回暖的带动下，环保及公用事业板块伴随大盘反弹。进入2019年二季度，伴随中美经贸摩擦的不断升级，板块伴随大盘逐渐回调，整体而言，板块后期走势明显弱于大盘。截至6月14日，沪深300指数上涨24.11%，SW公用事业指数上涨9.87%，跑输沪深300约14个百分点。细分子行业方面，SW电力指数、SW燃气指数、SW水务指数、SW环保工程及服务指数分别上涨13.85%、7.92%、7.04%和1.06%，分别对应跑输沪深300指数10.26、16.19、17.07和23.05个百分点。

图1：2019上半年环保及公用事业指数与沪深300指数走势对比



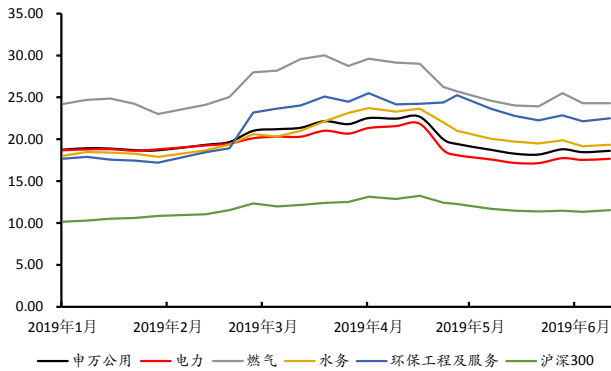
资料来源：Wind 资讯，渤海证券

估值方面，2019年第一季度，环保及公用事业行业估值持续提升，进入二季度以来，受中美经贸摩擦逐渐升级影响，板块估值逐步调整。截至6月14日，SW公用事业板块市盈率（TTM整体法，剔除负值）为18.62倍，较年初下降0.75%，相对沪深300的估值溢价率则由年初的84.82%下降至61.30%。细分子行业方面，SW电力、SW燃气、SW水务、SW环保工程及服务估值分别为17.67、24.29、19.34和22.49倍，相对年初分别上涨-5.43、0.30、7.21和27.33个百分点。目前，公用事业板块市盈率已经低于近3年来历史中值（PE约21.0X），向下继续大幅调整的



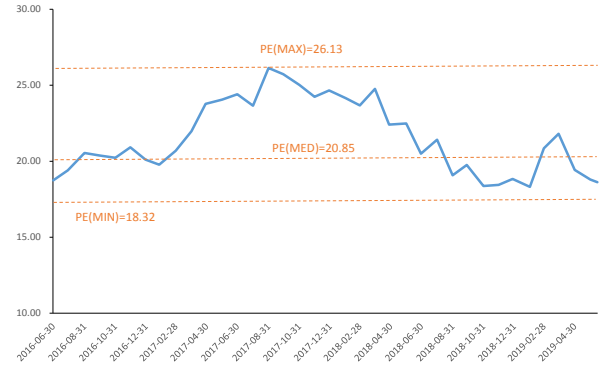
空间有限。

图 2：2019H1 环保及公用事业与沪深 300 估值走势



资料来源：Wind 资讯，渤海证券

图 3：近 3 年 SW 公用事业估值走势

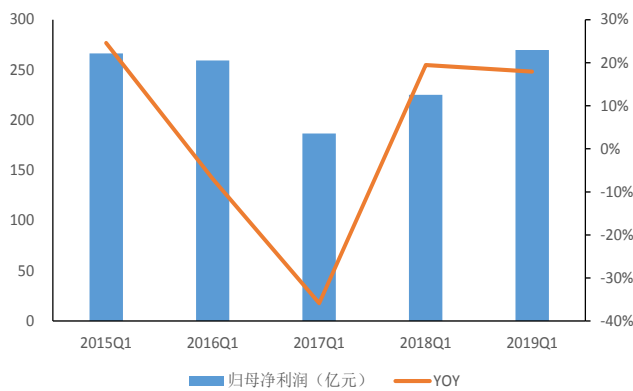


资料来源：Wind 资讯，渤海证券

## 1.2 板块盈利继续下滑，个股业绩继续恶化

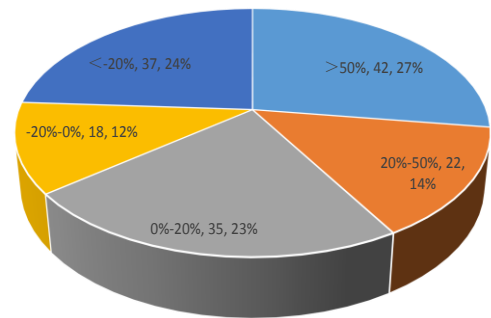
2019 年第 1 季度，环保及公用事业板块 154 家上市公司共实现营业收入 3147 亿元，同比增长 8.05%，实现归母净利润约 270 亿元，同比增长 17.92%，行业整体增速放缓。从个股盈利情况来看，154 家公司中，除 20 家净利润为负外，其余公司归母净利润均为正值。其中，约 27% 的公司 2019Q1 业绩同比增速超过 50%；另外，约 58% 的公司 2019Q1 业绩同比下滑，其中 41% 的公司下滑幅度超过 20%；个股盈利持续恶化。

图 4：2015-2019 年第一季度环保及公用事业板块盈利变化情况



资料来源：Wind 资讯，渤海证券

图 5：环保及公用事业板块上市公司 2019Q1 盈利增速分布情况



资料来源：Wind 资讯，渤海证券

## 1.3 政策面向好态势不变，融资缓解仍需时间

政策面向好态势不变。进入 2019 年以来，行业扶持政策利好频出。1 月 11 日，

发改委等 9 个部门联合印发《建立市场化、多元化生态保护补偿机制行动计划》，进一步激发社会参与生态保护的积极性；同时，生态环境部联合财政部出台办法规范大气污染防治资金管理；1 月 18 日-19 日，全国生态环境保护工作会议召开，会议安排部署了 2019 年生态环境保护的重点工作；1 月 25 日，生态环境部、发展改革委联合印发《长江保护修复攻坚战行动计划》，提出到 2020 年底，长江流域水质优良比例达到 85% 以上；2 月 20 日，最高法、最高检、公安部、司法部和生态环境部联合发布《关于办理环境污染刑事案件有关问题座谈会纪要》，这是“两高三部”第一次就办理环境污染刑事案件有关问题联合出台的专门文件，有利于依法准确有效惩治环境污染犯罪；4 月，生态环境部等发布《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》；5 月，住建部、生态环境部、发展改革委联合印发《城镇污水处理提质增效三年行动方案（2019-2021 年）》；6 月，住建部等 9 部门发布《关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》，提出 2019 年起全国地级及以上城市要全面启动生活垃圾分类工作。

表 1: 2019 年以来环保领域重要政策

出台时间	发布机构	文件名称
2019.01	发改委等	《建立市场化、多元化生态保护补偿机制行动计划》
2019.01	生态环境部、财政部	《大气污染防治资金管理办法》
2019.01	国务院	《“无废城市”建设试点工作方案》
2019.01	生态环境部、中华全国工商业联合会	《关于支持服务民营企业绿色发展的意见》
2019.01	最高检、生态环境部等	《关于在检察公益诉讼中加强协作配合依法打好污染防治攻坚战的意见》
2019.01	生态环境部、发改委	《长江保护修复攻坚战行动计划》
2019.02	两高、生态环境部等	《关于办理环境污染刑事案件有关问题座谈会纪要》
2019.04	生态环境部等	《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》
2019.04	生态环境部	《关于做好引导企业环境守法工作的意见（征求意见稿）》
2019.05	生态环境部	《“无废城市”建设试点实施方案编制指南》和《“无废城市”建设指标体系（试行）》
2019.05	生态环境部	《地级及以上城市国家地表水考核断面水环境质量排名方案（试行）》
2019.05	生态环境部	《关于进一步规范适用环境行政处罚自由裁量权的指导意见》
2019.05	生态环境部	《固体废物再生利用污染防治技术导则》（二次征求意见稿）
2019.05	住建部、生态环境部、发改委	《城镇污水处理提质增效三年行动方案（2019-2021 年）》
2019.06	住建部等 9 部门	《关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》

资料来源：国务院、生态环境部等公开资料

**融资利好政策频出，落实仍需时间。**自 2018 年 10 月起，民企融资利好政策不断出台。10 月 22 日召开的国常会决定，针对当前民营企业融资难，运用市场化方式支持民营企业债券融资；10 月 31 日，证券行业支持民营企业发展系列资产管理计划全面启动；11 月 1 日，习近平主持召开民营企业座谈会提出减轻企业税费负担、解决民营企业融资难融资贵问题；11 月 9 日，李克强总理在国务院常务会

议上提出，要抓紧开展专项清欠行动，切实解决政府部门和国有大企业拖欠民营企业账款问题；今年2月，两办印发《关于加强金融服务民营企业的若干意见》，文件提出金融服务民企政策要快落实、早见效；银保监会发布《关于进一步加强金融服务民营企业有关工作的通知》，提出了二十三条细化措施以提高民营企业金融服务的获得感；4月，财政部等四部门对从事污染防治的第三方企业实施减税新政，2019-2021年企业所得税减按15%征收；6月，中办、国办印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，强调要精准聚焦重点领域和重大项目，生态环保是重点支持方向。中央相继表态要加快解决民企融资困难，银保监会等相关部门也已推出系列措施支持，民企融资环境预期改善，但是转化到公司具体业绩仍需时间，中长期来看，板块的估值修复行情有望伴随融资环境的切实改善而开展。

表 2：2018 年 10 月份以来民企融资利好政策概览

时间	事件
2018 年 10 月 22 日	国常会决定，针对当前民营企业融资难，运用市场化方式支持民营企业债券融资；央行决定增加再贷款和再贴现额度 1,500 亿元，以支持金融机构扩大对小微、民营企业的信贷投放
2018 年 10 月 31 日	证券行业支持民营企业发展系列资产管理计划全面启动
2018 年 11 月 01 日	习近平主持召开民营企业座谈会提出减轻企业税费负担、解决民营企业融资难融资贵问题
2018 年 11 月 06 日	易纲：通过信贷、债券、股权“三支箭”，支持拓宽民营企业融资途径
2018 年 11 月 07 日	郭树清：初步考虑对民营企业的贷款要实现“一二五”的目标，在新增公司类贷款中，大型银行对民营企业贷款不低于 1/3，中小型银行不低于 2/3，争取三年以后，银行业对民营企业贷款占新增公司类贷款比例不低于 50%
2018 年 11 月 09 日	李克强总理在国务院常务会议上提出，要抓紧开展专项清欠行动，切实解决政府部门和国有大企业拖欠民营企业账款问题
2018 年 11 月 19 日	北京首单民企债券融资支持工具落地，碧水源成功发行 14 亿元短融债
2019 年 02 月 14 日	确保对民营企业的金融服务得到切实改善，融资规模稳步扩大，融资效率明显提升，融资成本逐步下降并稳定在合理水平，民营企业特别是小微企业融资难融资贵问题得到有效缓解
2019 年 02 月 27 日	从持续优化金融服务体系、抓紧建立“敢贷、愿贷、能贷”的长效机制、公平精准有效开展民营企业授信业务等八个方面，提出了二十三条细化措施
2019 年 04 月 28 日	财政部等四部门对从事污染防治的第三方企业实施减税新政，2019-2021 年企业所得税减按 15% 征收
2019 年 06 月 11 日	中办、国办印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，强调要精准聚焦重点领域和重大项目，生态环保是重点支持方向

资料来源：公开资料，渤海证券

## 2. 垃圾焚烧：景气度上行，增长值得期待

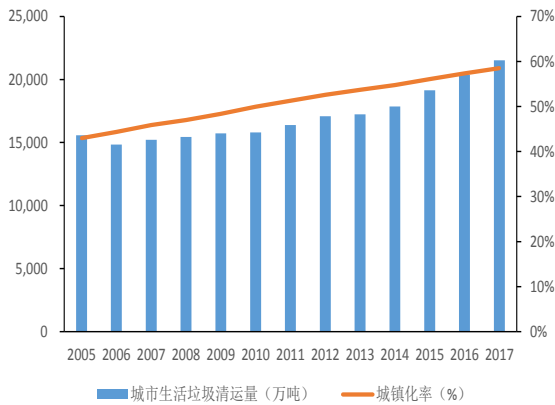
### 2.1 垃圾处理需求持续旺盛，处理能力相对不足

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



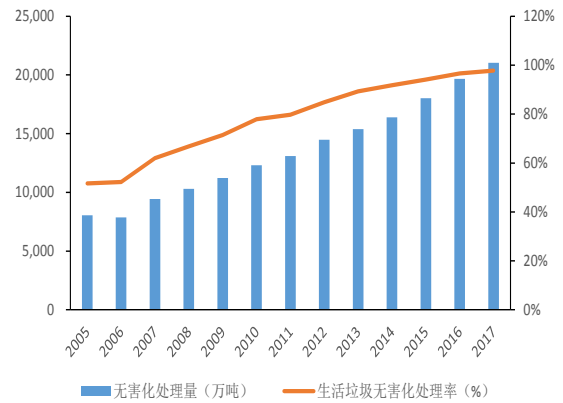
率从 42.99% 提升至 58.52%，城镇化的快速发展和人民生活水平的日益提高使得我国城镇生活垃圾清运量持续较快增长。2017 年，全国城市生活垃圾清运量约 2.15 亿吨，较 2005 年增加 38.16%，年均复合增速 2.73%。另外，从生活垃圾无害化处理情况来看，虽然目前城市生活垃圾无害化处理率已从 2005 年的 51.7% 大幅提升到 2017 年的 97.74%，但未无害化的历史累积存量仍在持续增加且数量巨大，仅 2005-2017 年城市垃圾清运量中未无害化的部分累计就高达 4.49 亿吨，若考虑无害化处理率更低的县镇及农村，则城镇生活垃圾历史堆存量的数字将更为庞大。显然，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 6: 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

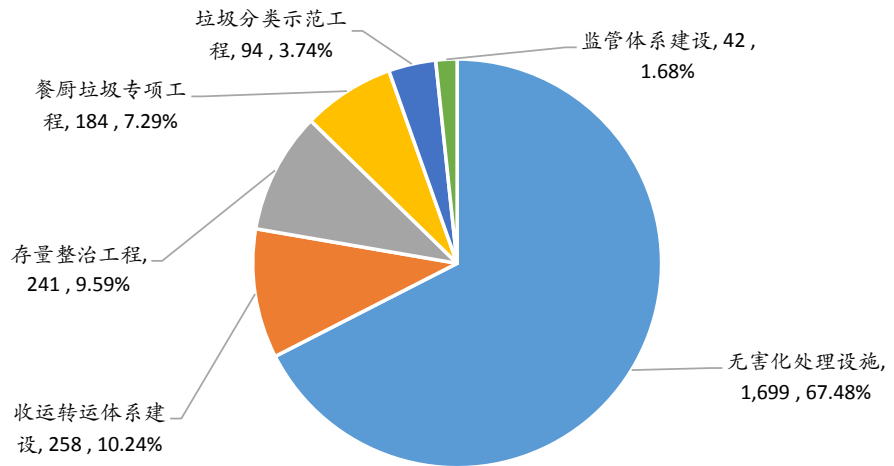
图 7: 我国城市生活垃圾无害化处理情况



资料来源: 国家统计局, 渤海证券

2017 年 1 月，发改委颁布《“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，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 8：“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）

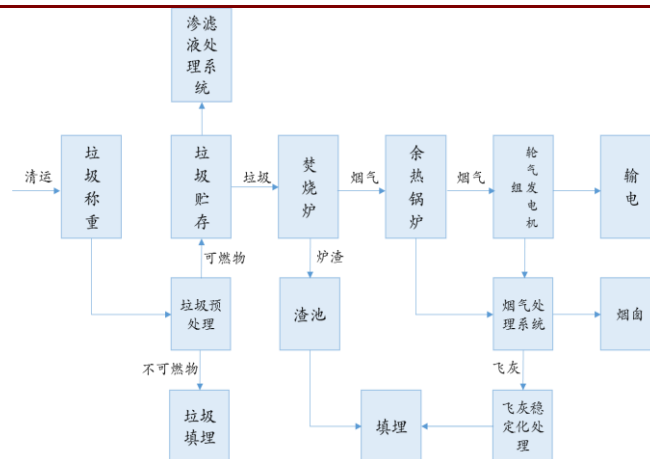


资料来源：发改委等，渤海证券

## 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 9：我国垃圾焚烧发电工艺流程

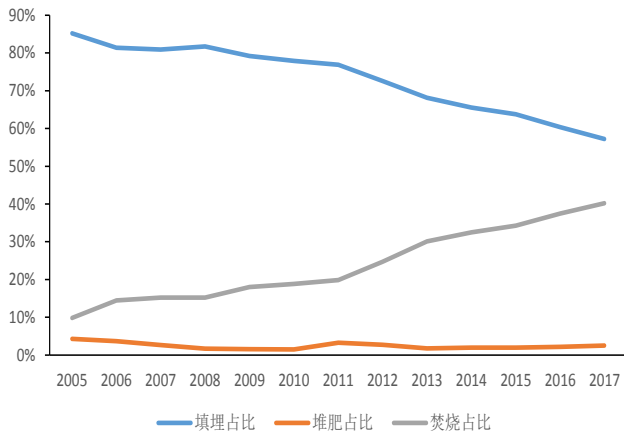


资料来源：公开资料，渤海证券

我国生活垃圾处理方式主要有填埋、焚烧、堆肥等方式，目前仍以填埋为主。2017 年，卫生填埋无害化处理量为 1.2 亿吨，占全部生活垃圾无害化处理量的 57%；其次为焚烧，占比 40%；堆肥占比最少，不到 3%。我们认为，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

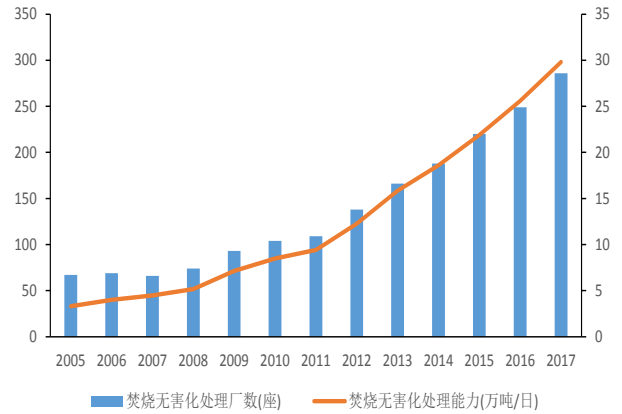
量不断增加而城市土地资源紧缺的矛盾问题；同时，目前焚烧技术较为成熟，设备国产化程度不断提高，使用成本的逐步下降，也为其加快应用创造条件。2005-2017 年全国生活垃圾焚烧无害化处理能力从 3.3 万吨/日提升至 29.8 万吨/日，增长约 8 倍，年均复合增长率超过 20%；焚烧发电在无害化处理能力中的比重则从 9.82%提高至 40.24%，逐渐成为垃圾无害化处理能力增长的主要贡献力量。

图 10: 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

图 11: 我国城市生活垃圾焚烧无害化处理厂数及能力



资料来源: 国家统计局, 渤海证券

## 2.3 政策频加码助推板块提升景气度，千亿市场有望加速释放

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 10 月，住建部、发改委、国土资源部、原环保部联合发布《关于进一步加强城市生活垃圾焚烧处理工作的意见》，首次以明文方式对低价竞标现象提出指导性意见，行业低价竞争得到有效遏制。2017 年 1 月，发改委颁布《“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。2018 年 3 月，生态环境部的第一次部常务会议审议通过了《垃圾焚烧发电行业达标排放专项整治行动方案》，拟重点整治垃圾焚烧行业，对于严重超标者或被取消优惠电补。2019 年 1 月，国务院印发《“无废城市”建设试点工作方案》，提出将在全国范围内选择 10 个左右有条件、有基础、规模适当的城市，开展“无废城市”建设试点；5 月，配套方案《“无废城市”建设指标体系》、《“无废城市”

建设试点实施方案编制指南》相继出台，为“无废城市”落地提供了具体可行的方案，进一步提升行业景气度。

表 3：“十二五”以来我国生活垃圾焚烧领域相关政策

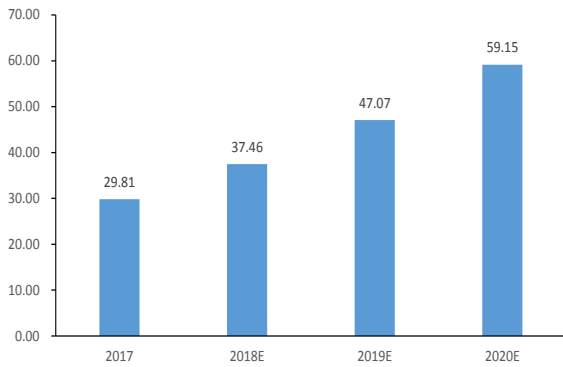
时间	发布机构	政策名称	重点内容
2011.04	国务院	《关于加强生活垃圾处理和污染综合的工作意见》	全面推广焚烧发电等生活垃圾资源化利用方式
2012.03	发改委	《关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》	执行全国统一垃圾发电标杆电价每千瓦时 0.65 元
2012.04	国务院	《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》	2015 年全国城镇生活垃圾焚烧处理设施能力达到无害化处理总能力 35% 的目标要求
2014.06	原环保部等	《生活垃圾焚烧污染控制标准》	垃圾焚烧厂选址、设计、运行与管理等的污染控制标准
2016.09	国务院	《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划（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%
2017.04	生态环境部	《关于生活垃圾焚烧厂安装污染物排放自动监控设备和联网有关事项的通知》	要求垃圾焚烧企业于 2017 年 9 月 30 日前全面完成“装、树、联”三项任务
2018.03	生态环境部等	《生活垃圾焚烧发电建设项目环境准入条件（试行）》	制定了生活垃圾焚烧发电项目的环境准入条件
2018.06	住建部、生态环境部等	《关于做好非正规垃圾堆放点排查和整治工作的通知》	到 2020 年底基本遏制城镇垃圾、工业固体废物违法违规向农村地区转移问题，基本完成农村地区非正规垃圾堆放点整治
2019.01	国务院	《“无废城市”建设试点工作方案》	在全国范围内选择 10 个左右有条件、有基础、规模适当的城市，在全市域范围内开展“无废城市”建设试点
2019.05	生态环境部	《“无废城市”建设试点实施方案编制指南》和《“无废城市”建设指标体系（试行）》	提出“无废城市”建设试点的具体建设指标

资料来源：公开资料，渤海证券

到 2020 年，焚烧发电市场规模近 1,500 亿元。根据“十三五”规划，到 2020 年

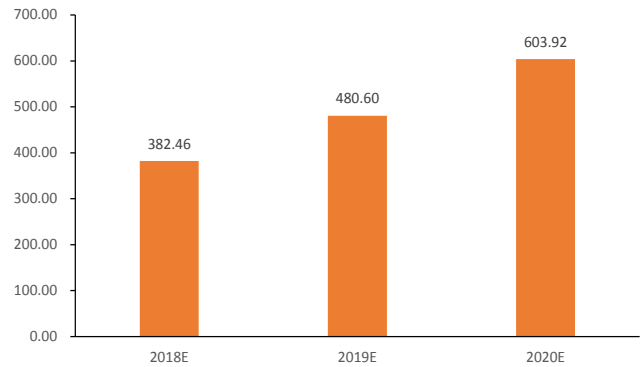
底，全国城镇生活垃圾焚烧处理设施能力达到 59.14 万吨/日，2017 年，全国城镇生活垃圾焚烧处理设施能力为 29.8 万吨/日，则 2017-2020 年，垃圾焚烧处理能力年均复合增长率为 25.66%，按照焚烧发电单位投资 50 万元/(吨/日)，测算 2018-2020 年生活垃圾焚烧发电设施建设投入规模将达 1,467 亿元（年均 489 亿元），市场空间广阔。

图 12: 全国垃圾焚烧处理能力预测 (万吨/日)



资料来源: 渤海证券

图 13: 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

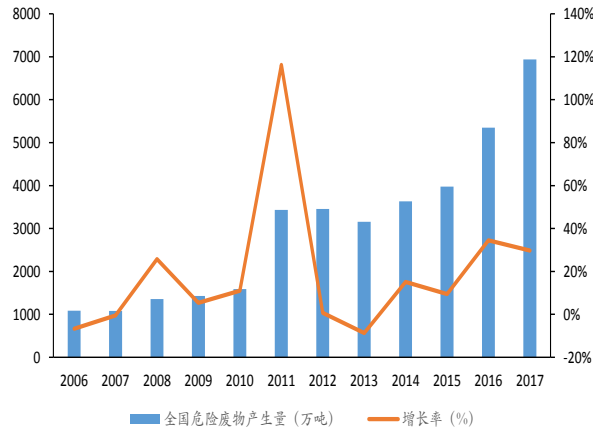
### 3.危废处置：缺口巨大，响水爆炸事故提升市场关注度

#### 3.1 危废产生量持续增加，加快处理是必然

**危废产生量持续较快增长。**根据生态环境部统计数据，2006-2017 年我国工业危废产生量从 1,084 万吨增加至 6,937 万吨，年均复合增长率 18.4%，危废产生量总体呈现较快增长势头。预计随着工业化推进，全国危废产生量还将保持较快增长。目前，危废处理处置途径包括综合利用、处置和贮存，其中综合利用方式使用比例最大，约占 51%，其次为处置方式，占比近 30%。



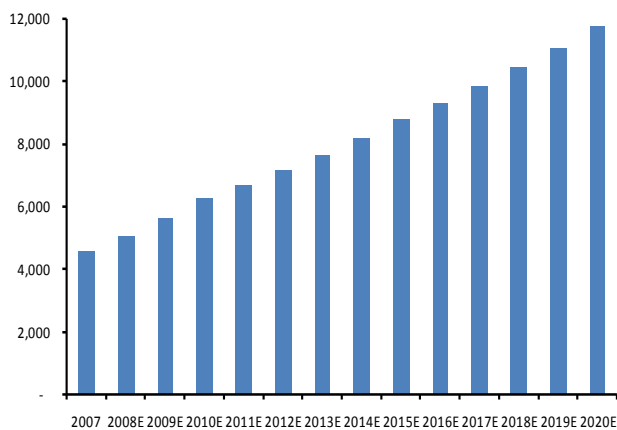
图 14: 2006-2017 年全国危废产生量及增长率



资料来源: 生态环境部, 渤海证券

**危废实际产生量或被严重低估。**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 15: 基于普查公报对全国危废产生量的预测 (万吨)

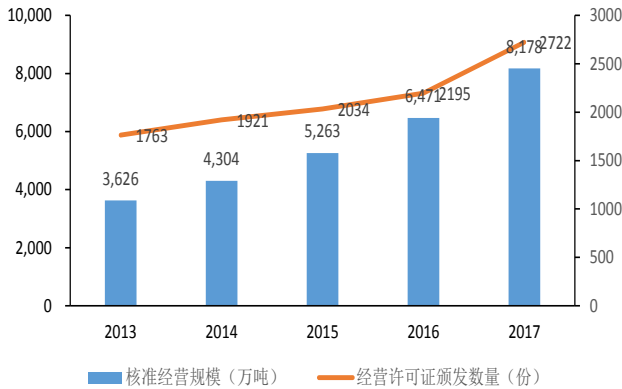


资料来源: 生态环境部等, 渤海证券

**危废产能利用率不足+实际经营规模较小, 处置缺口巨大。**根据生态环境部发布的《2018 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》, 2017 年, 全国危险废物实际经营规模为 2,252 万吨 (含收集 28 万吨), 仅为生态环境部公布的危废产生量 6,937 万吨的 32.46%, 处置缺口巨大。另外, 危废目前产能利用率也较低,

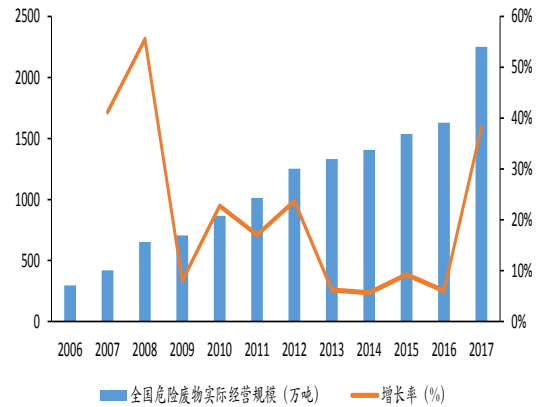
2017 年实际经营规模仅为全国核准经营规模 8,178 万吨/年的 27.53%。

图 16: 近年来全国危废核准经营规模及许可证数量



资料来源: 生态环境部, 渤海证券

图 17: 2006-2017 年全国危险废物实际经营规模



资料来源: 生态环境部, 统计局等, 渤海证券

### 3.2 响水爆炸事故提升市场关注度，行业提速发展可期

“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。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。2019 年 1 月，国务院印发《“无废城市”建设试点工作方案》，提出将筑牢危险废物源头防线，探索将固体废物纳入排污许可证管理范围。今年 2 月，生态环境部部长在长江保护修复攻坚战推进会上强调，要深入推动“清废”专项行动。另外，今年 4 月，自江苏省“3.21”响水化工厂爆炸事故发生之后，江苏省政府办公厅下发了《江苏省化工行业整治提升方案（征求意见稿）》，该方案拟大幅压减沿长江干支流两侧 1 公里范围内、环境敏感区域、城镇人口密集区、化工园区外、规模以下等化工生产企业。响水爆炸事件进一步提升了市场对于危险废物合法合规处置的关注度，且部分地区已启动危废专项排

查工作，随着排查的逐步深入推进，危废处置需求有望加速释放。

表 4：“十二五”以来危废防治领域主要的政策法规

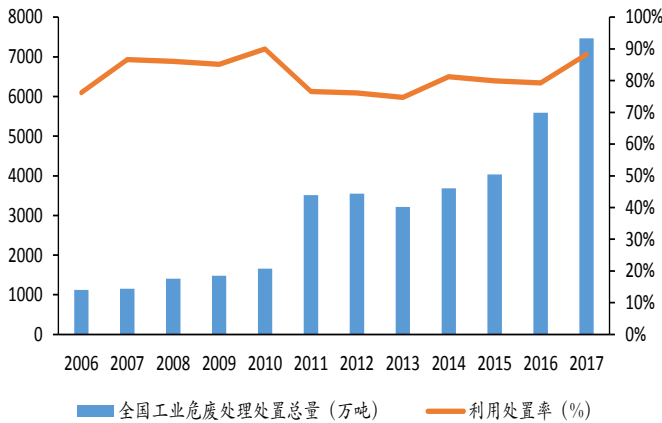
日期	发布机构	文件名称
2011 年 02 月	原环保部等	《关于进一步加强危险废弃物和医疗废弃物监管工作的意见》
2011 年 05 月	原环保部	《“十二五”全国危险废弃物规范化管理督查考核工作方案》
2011 年 05 月	原环保部	《危险废弃物规范化管理指标体系》
2011 年 09 月	原环保部	《关于开展化学品环境管理和危险废弃物专项执法检查的通知》
2012 年 10 月	原环保部	《“十二五”危险废弃物污染防治规划》
2012 年 11 月	原环保部	《关于将铬渣产生单位纳入重点污染源强化环境监管的通知》
2013 年 04 月	原环保部	《关于开展危险废弃物专项整治的通知》
2013 年 06 月	原环保部	《危险废弃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弃物环境保护技术规范》
2014 年 01 月	原环保部	《关于危险废弃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弃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弃物经营许可证审批工作的通知》
2015 年 10 月	原环保部	《危险废弃物规范化管理指标体系(修订)》
2016 年 01 月	原环保部	《危险废弃物产生单位管理计划制定指南》
2016 年 06 月	原环保部、发改委等	《国家危险废弃物名录(2016 年)》
2016 年 12 月	原环保部	《危险废弃物鉴别工作指南(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	《建设项目危险废弃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”全国危险废弃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弃物经营许可证审查指南(试行)》
2017 年 09 月	原环保部	《建设项目危险废弃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弃物全过程监管的通知》
2018 年 06 月	生态环境部	《危险废弃物鉴别标准 通则(征求意见稿)》、《危险废弃物鉴别技术规范(征求意见稿)》
2018 年 09 月	生态环境部	《关于进一步强化生态环境保护监管执法的意见》
2019 年 01 月	生态环境部	《“无废城市”建设试点工作方案》
2019 年 02 月	生态环境部	《关于办理环境污染刑事案件有关问题座谈会纪要》

资料来源：公开资料，渤海证券

### 3.3 市场空间巨大，需求有望加速释放

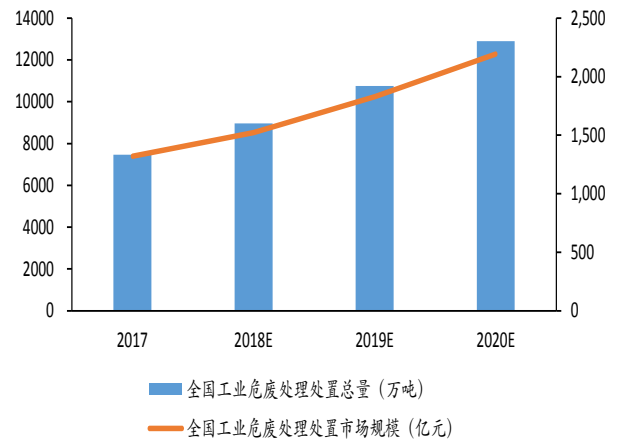
2012-2017 年全国工业危废处理处置总量从 3,513 万吨增加至 7,466 万吨，年均复合增长率 16%。考虑监管执法进一步强化、政策支持力度加大，更多非法经营危废将转向正规渠道处理处置，预计未来危废处理处置量增速将有较大提升，假设年均复合增长率为 20%，同时假设平均利用处置率 85%，综合利用及处置费用均为 2,000 元/吨，测算在 2020 年危废利用处置市场规模将达到 2,193 亿元。

图 18: 2006-2017 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 19: 2018-2020 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

从公用事业板块 154 家上市公司的 2019Q1 业绩来看, 行业整体增速同比下滑, 盈利能力也有所下降, 主要是受到中美经贸摩擦和融资环境恶化的双重负面影响。虽然板块自 2019 年初以来有所反弹, 但是估值仍然处于近 3 年来历史底部, 业绩、二级市场股价均处于底部。行业层面, 政策向好态势不变。今年 1 月, 国务院印发《“无废城市”建设试点工作方案》, 提出将在全国范围内选择 10 个左右有条件、有基础、规模适当的城市, 开展“无废城市”建设试点; 2 月, 生态环境部、发展改革委联合印发《长江保护修复攻坚战行动计划》; 3 月, 国务院总理李克强在全国两会上作政府工作报告; 4 月, 生态环境部等发布《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》; 5 月, 住建部、生态环境部、发展改革委联合印发《城镇污水处理提质增效三年行动方案(2019-2021 年)》; 6 月, 住建部等 9 部门发布《关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》, 提出 2019 年起全国地级及以上城市要全面启动生活垃圾分类工作。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, 看好环保及公用事业行业的长期发展。当前, 压制板块最主要的因素仍是民营企业融资难融资贵的问题。自去年 10 月以来, 民企融资利好政策不断出台。但是政策传导至业绩需要一定时间, 因此短期仍然建议关注现金流稳定、自身造血能力较强的优质运营类资产。继续看好景气度上升的垃圾焚烧、危废处置领域。股票池推荐: 瀚蓝环境(600323.SH)、东江环保(002672.SZ)、伟明环保(603568.SH)和先河环保(300137.SZ)

表 5: 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
			2019-06-14	19E	20E	TTM	19E	20E	(MRQ)		
603568.SH	伟明环保	增持	20.18	1.00	1.21	23.59	20.17	16.67	5.66		
600323.SH	瀚蓝环境	增持	16.42	1.21	1.45	16.60	13.60	11.36	2.09		
300137.SZ	先河环保	增持	7.82	0.61	0.75	16.34	12.89	10.37	2.36		
002672.SZ	东江环保	增持	10.98	0.61	0.76	24.66	17.96	14.49	2.35		

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滑。



**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

所长&金融行业研究

张继袖  
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健  
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

王洪磊 (部门经理)  
+86 22 2845 1975  
张源  
+86 22 2383 9067  
王磊  
+86 22 2845 1802

汽车行业研究小组

郑连声  
+86 22 2845 1904  
陈兰芳  
+86 22 2383 9069

食品饮料行业研究

刘瑀  
+86 22 2386 1670

电力设备与新能源行业研究

张冬明  
+86 22 2845 1857  
刘秀峰  
+86 10 6810 4658  
滕飞  
+86 10 6810 4686

医药行业研究小组

徐勇  
+86 10 6810 4602  
甘英健  
+86 22 2383 9063  
陈晨  
+86 22 2383 9062

通信行业研究小组

徐勇  
+86 10 6810 4602

公用事业行业研究

刘蕾  
+86 10 6810 4662

餐饮旅游行业研究

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

非银金融行业研究

洪程程  
+86 10 6810 4609

中小盘行业研究

徐中华  
+86 10 6810 4898

机械行业研究

张冬明  
+86 22 2845 1857

传媒行业研究

姚磊  
+86 22 2383 9065

固定收益研究

崔健  
+86 22 2845 1618  
夏捷  
+86 22 2386 1355  
朱林宁  
+86 22 2387 3123

金融工程研究

宋昶  
+86 22 2845 1131  
张世良  
+86 22 2383 9061

金融工程研究

祝涛  
+86 22 2845 1653  
郝惊  
+86 22 2386 1600

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  
严佩佩  
+86 22 2383 9070

宏观研究

宋亦威  
+86 22 2386 1608  
孟凡迪  
+86 22 2383 9071

博士后工作站

张佳佳 资产配置  
+86 22 2383 9072  
张一帆 公用事业、信用评级  
+86 22 2383 9073

综合管理&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  
刘璐

合规管理&部门经理

任宪功  
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华  
+86 10 6810 4651

## 渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

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)