

2019年环保行业中期策略： 垃圾分类政策落地，固废行业迎来新机遇

CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

周然

执业证书编号：S0130514020001

特别鸣谢：严明

中国银河证券股份有限公司

CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

目录

CONTENTS

01 | 2019年H1行业回顾

02 | ESG在中国的实践

03 | 推荐标的

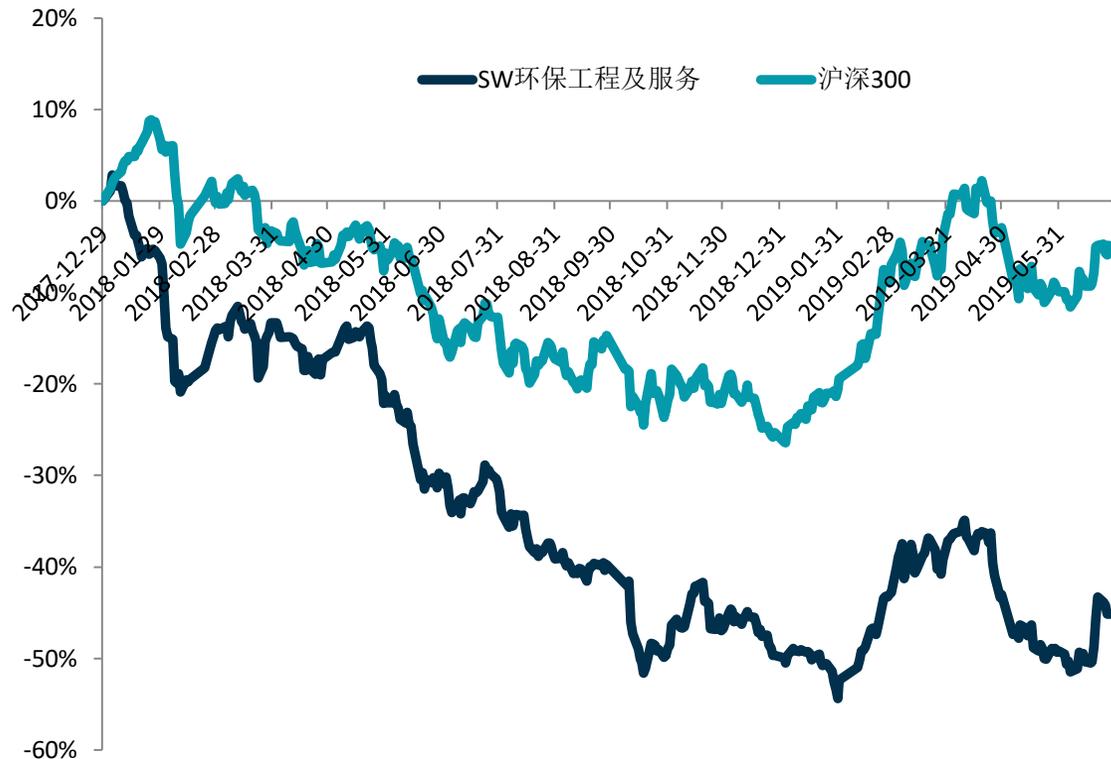
01 | 2019年H1行业回顾

China galaxy securities



行业低于市场走势

图1. 环保行业与沪深300走势对比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

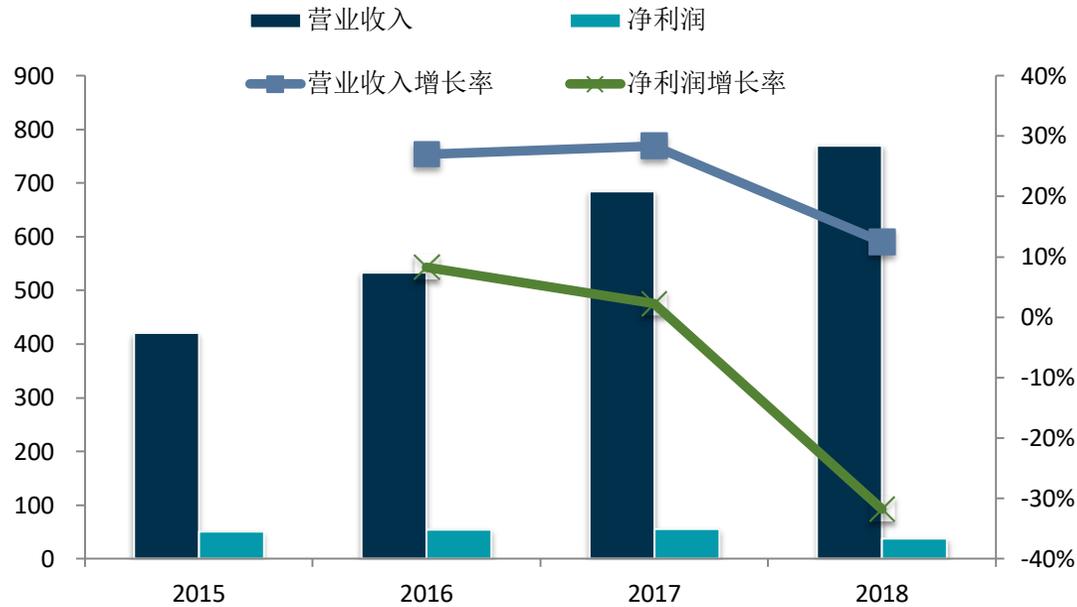
市场走势

- 2019年H1, SW环保工程及服务相较于年初上涨8.97%, 沪深300相较于年初上涨27.07%, 环保行业跑输沪深300指数18.1pct
- 2018年宏观融资环境和地方财政收紧, 影响环保企业业绩兑现
- 2019年环保行业寻求政策热度不减, 经营模式逐步改善, 由重资产转向轻资产, 向着更先进技术发展。



PPP清库存加去杠杆导致业绩大幅下降

图2. 环保行业营收与净利润变化

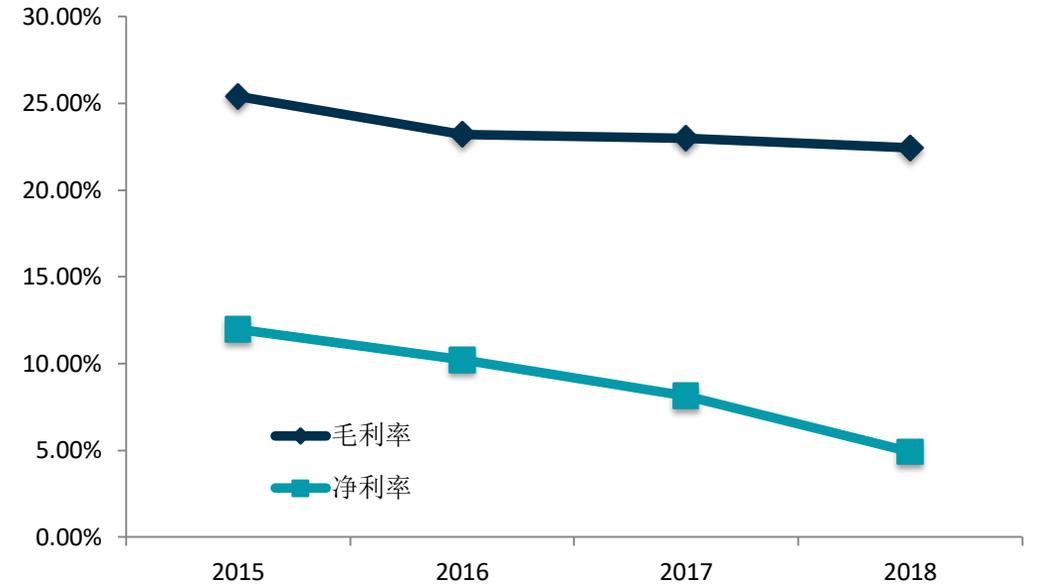


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院



➤ 2018年这些环保行业公司营业收入共计2500亿元, 较去年同期增长8.24%, 与前三年相比, 收入增长率首次低于20%, 80家上市公司中, 有31家营业收入同比减少。实现净利润共计214.63亿元, 同比下降48.03%, 多年来首次出现负增长。

图3. 环保行业毛利率与净利率变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

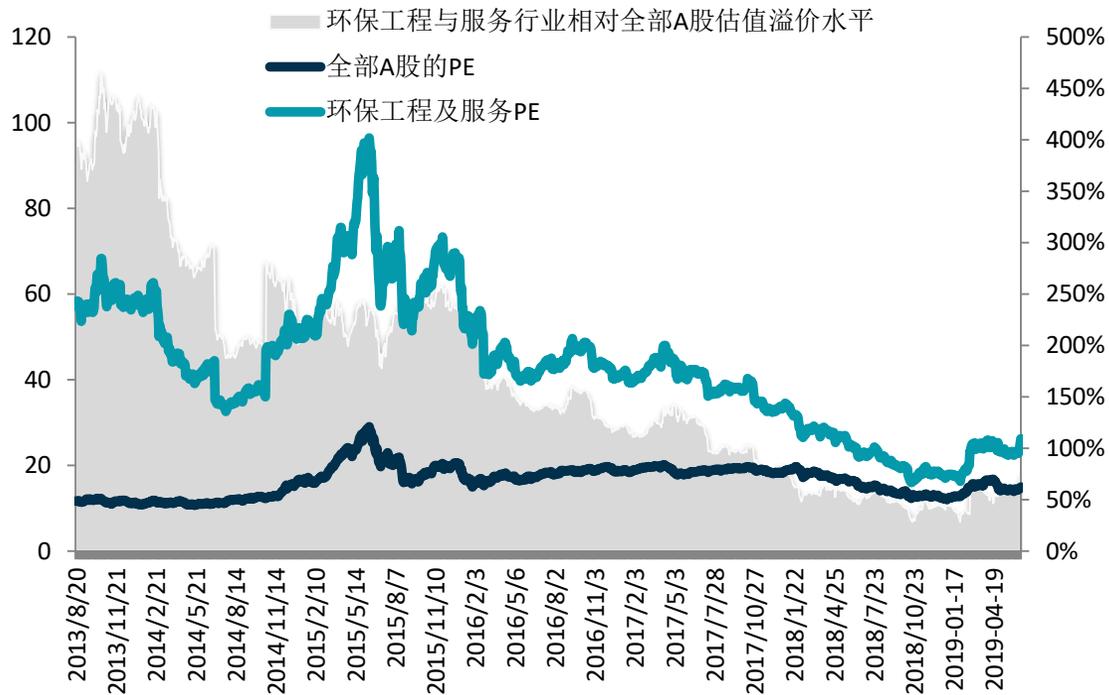


➤ 2018年度环保行业毛利率25.05%, 同比减少1.42pct, 毛利率下滑主要是由于行业内市场竞争程度加剧所致; 净利率8.59%, 同比减少3.08%。



行业PE开始逐步回升

图4. SW环保工程及服务市盈率变化情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

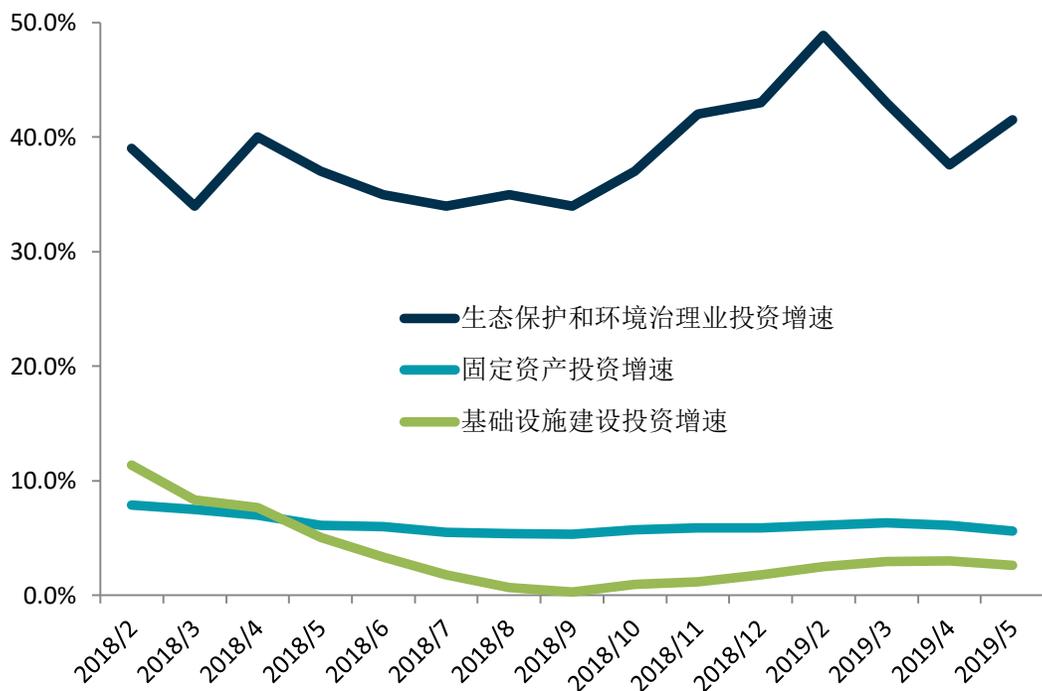
板块估值

- 截止到2019年06月21日, 环保工程及服务行业动态市盈率为26.2X, 全部A 股动态市盈率为14.1X, 环保工程及服务行业相对全部A股溢价水平为59.0%。
- 从二月初开始板块估值逐渐修复, 4月中旬达到25X左右。随着进一步改善, 环境治理需求不断释放, 行业盈利能力开始好转。未来板块估值有望进一步修复, 回归合理区间。



环保领域投资加速

图5. 环保，基建，固定资产投资增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

投资增速

- 2019年1-5月, 全国固定资产投资累计增速5.6%, 较去年同期下降0.5pct, 基础设施建设投资累计增速2.6%, 较去年同期下降2.4pct 生态保护和环境治理业投资累计增速41.5%, 较去年同期增长4.5pct.
- 环保投资同比增速不仅远高于固定资产投资和基建投资增速, 体现了政策在向环保领域投资倾斜.



国资入股环保企业

表1. 2018年至今国资参股环保企业一览

企业	入股国资	企业	入股国资
启迪桑德	清华大学	锦江环境	浙能集团
兴蓉环境	成都市国资委	碧水源	中国交建
瀚蓝环境	佛山南海区国资委	清新环境	国润环境
中山公用	中山市国资委	北控水务	三峡集团
龙净环保	龙岩市国资委	三聚环保	北京市海淀区国资委



提高融资能力

国资入股可以增强企业的融资能力，减少筹资难度，降低融资成本，解决短期内的债务、质押问题，长期来看有助于改善企业融资能力、拓宽融资渠道。



拓展政府资源

国资的入股可以使环保民企对接更多的政府资源，增强拿单能力，扩大业务规模，提高市场份额。



协同促进发展

民营环保企业在市场经济环境下具有机制灵活、市场应变能力强、创新驱动力强等独特的优越性，国有企业比较薄弱的领域，通过“管资本”的方式进入民企血液，十分有助于国有经济、国有企业迈向更高质量的发展。

资料来源：Wind，中国水网，中国银河证券研究院

02 | 垃圾分类带来新的机会

China galaxy securities



垃圾分类政策力度空前

固废政策

2017.3

发改委、住建部《生活垃圾分类制度实施方案》

到2020年底，基本建立垃圾分类相关法律法规和标准体系，形成可复制、可推广的生活垃圾分类模式，在实施生活垃圾强制分类的城市，生活垃圾回收利用率达到35%以上。

2017.12

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》

2020年底前，46个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统，可回收物和易腐垃圾的回收利用率合计达到35%以上。2035年前，46个重点城市全面建立城市生活垃圾分类制度。

2018.7

住建部《城市生活垃圾分类工作考核暂行办法》

46个重点城市每月5日前，报送上月生活垃圾分类工作进展信息，在每年1/4/7/10月的10日前报送上季度生活垃圾分类工作自查报告。

2018.7

发改委《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》

完善城镇生活垃圾分类和减量化激励机制。并实行分类垃圾与混合垃圾差别化收费等政策，鼓励城镇生活垃圾收集、运输、处理市场化运营，实行双方协商定价等。

2019.6

国常会通过《中华人民共和国固体废物污染环境防治法(修订草案)》

草案强化工业固体废物产生者的责任，完善排污许可制度，要求加快建立生活垃圾分类投放、收集、运输、处理系统。



垃圾分类的四个环节



分类意识

居民需要具备基础分类知识，垃圾如何进行分类投放，生活垃圾分为：可回收垃圾、有害垃圾、餐厨垃圾(湿垃圾)、其他垃圾(干垃圾)



转运设备

垃圾转运设备主要是垃圾车，除了要新增分类垃圾车外，传统垃圾车也要逐步绿色无污染，以新能源动力为主。

分类投放

分类收集

分类运输

分类处置

除了传统的分类垃圾桶，还可以充分利用“互联网+”的技术，实现智能化、信息化的垃圾分类收集管理



收集设施

垃圾分类的最终目的就是让终端处理变得更简单，资源能够得到回收利用，无法回收的垃圾再做无害化处理。



资源化与无害化



垃圾分类相关产业链



分类环节

源头进行垃圾分类，按照基本四分法，主要是干湿分离，保证后续过程能够充分发挥作用。

收集转运环节

根据前端分类，对各类垃圾进行区别转运，干垃圾转运至填埋或焚烧厂，湿垃圾转运至餐厨垃圾处理厂，可回收垃圾转运至拆解，再生利用企业，有害垃圾转运至危废处理厂。

处理处置环节

根据之前分类结果将不同的垃圾进行不同的处置。

垃圾分类将为产业链带来新机会

- 1. 分类环节：分类包装、分类设备、粉碎设备。
- 2. 收集转运环节：分类环卫设备
- 3. 处理处置环节：利再生资源企业、焚烧发电企业、餐厨垃圾处理企业



垃圾分类带来的市场空间测算

垃圾分类带来新的机会
China galaxy securities

1

2

3

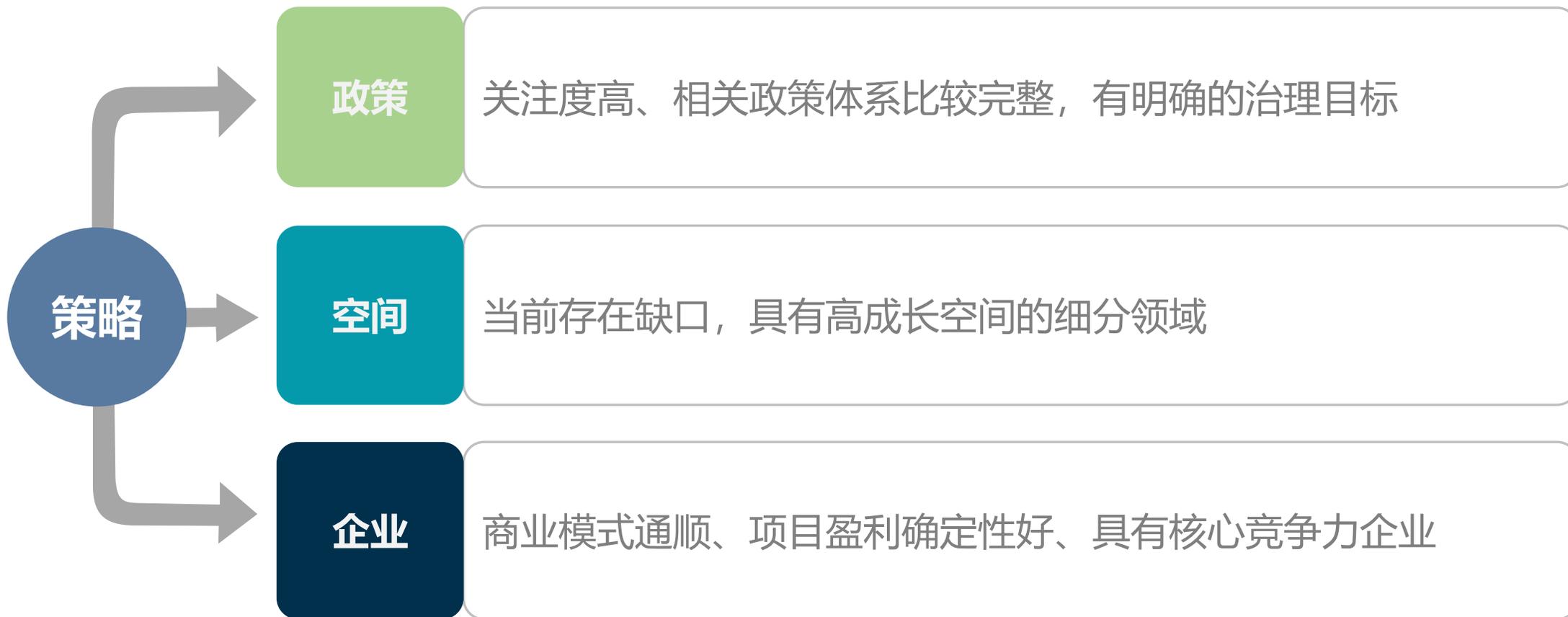
表2. 垃圾分类带来市场空间测算

领域	依据	假设	到2020年市场空间
环卫(以环卫车辆为主)	2017年环卫专用车辆228019台 连续三年维持17%的增长	1. 增长率维持17% 2. 环卫车单价30万元/台	411亿
餐厨垃圾处理	我国生活垃圾产生量100万吨/日 餐厨垃圾约占生活垃圾的50%	1. 餐厨垃圾产生量不变 2. 费用约200元/吨	处理费用365亿/年
焚烧发电	垃圾干湿分离后热值提高 住建部规定2020年至少50%垃圾 采用焚烧方式处理。 目前产生干垃圾约30万吨/日	1. 50%的干垃圾采用焚烧处理 2. 垃圾处理费80元/吨 3. 上网电价0.65元/度 4. 每吨垃圾发电量350度	168亿/年
再生资源	全国垃圾回收利用量600万吨/年	1. 维持每年30%的增长	2020年回收利用量 将超1000万吨/年

资料来源：中国产业信息网，国家统计局，中国银河证券研究院



投资策略



03 | 推荐标的

China galaxy securities



龙马环卫：环卫领域的龙头企业

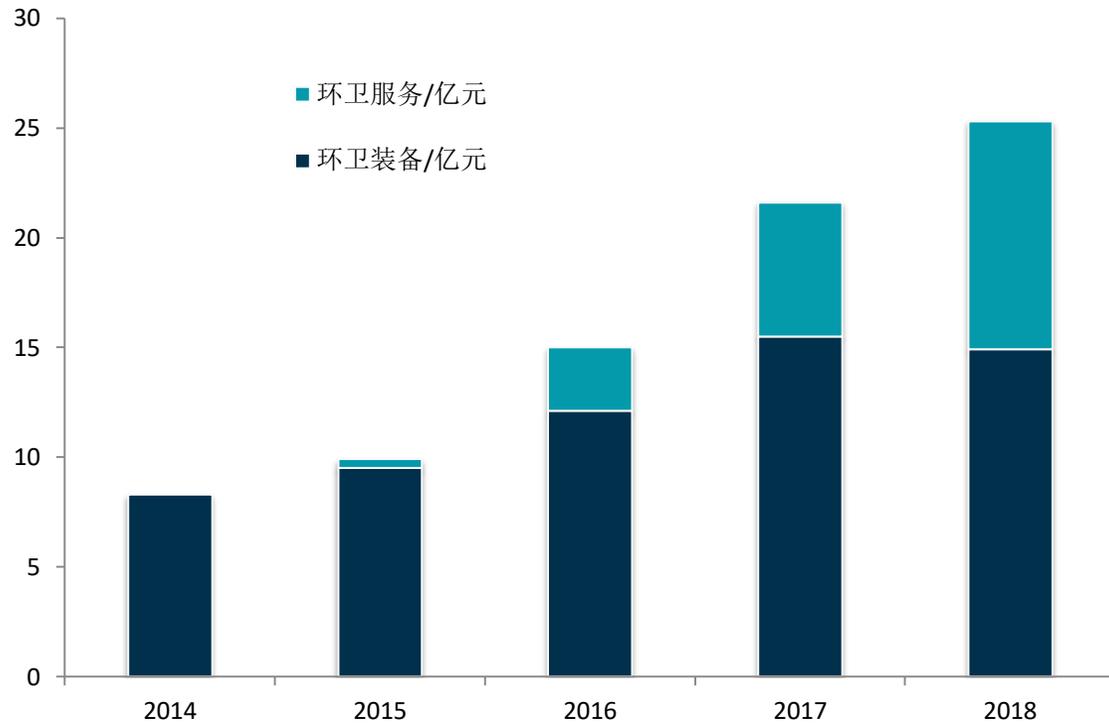
1

2

3

推荐标的
China galaxy securities

图6. 龙马环卫收入构成与变化



公司业绩

- 龙马环卫主营业务中高端环卫装备和环卫服务，自2016年起公司环卫服务开始放量，其营业收入占公司总营业收入的比重逐年提升。
- 2018年公司实现营收34.44亿元，同比增长11.63%；实现归母净利润2.36亿元，同比下降9.12%。其中环卫服务受益稳健的新增项目，收入同比大增70.5%至10.4亿元；装备业务受客户结构调整和市场竞争加剧下均价下降等影响，收入同比减少2.8%至23.6亿元。

资料来源：Wind，中国银河证券研究院



龙马环卫：环卫领域的龙头企业

推荐标的
China galaxy securities

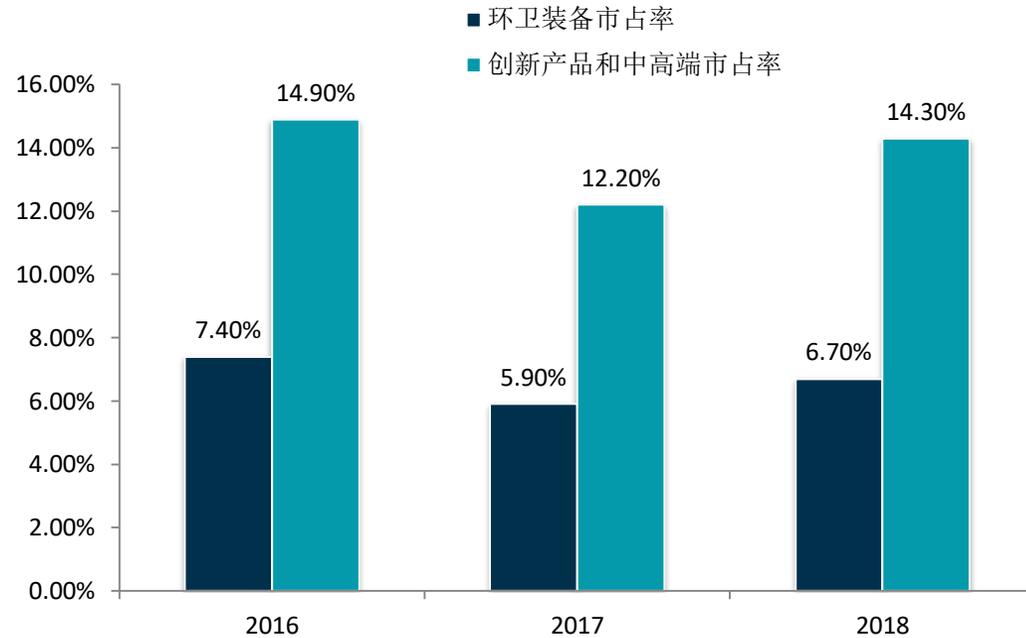
1

2

3

图7. 龙马环卫设备市占率

图8. 龙马环卫装备业务布局



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

- 公司市占率6.67%，环卫创新产品和中高端作业车型市占率14.27%，处于行业领先地位；公司积极开发新能源环卫车，可较好地替代当前大部分柴油环卫车，有望成为公司未来新的增长点。
- 公司承揽了海南省、辽宁省、福建省等多个城市的环卫服务运营项目，并依托重点区域辐射周边区域进行项目扩张，初步形成点线面结合工作格局。2018年公司新增中标环卫服务项目30个，分布在华北、华东、华南、华中、西南等区域，实现了环卫服务运营一体化方案的异地复制和区域规模化。



维尔利：餐厨垃圾处理的领军者

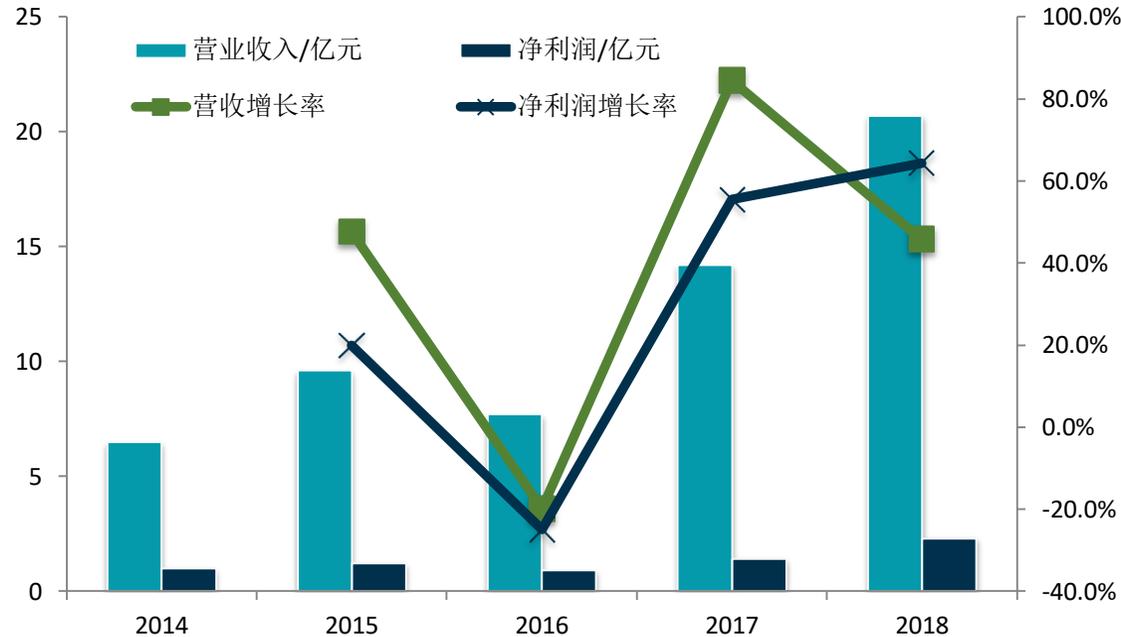
推荐标的
China galaxy securities

1

2

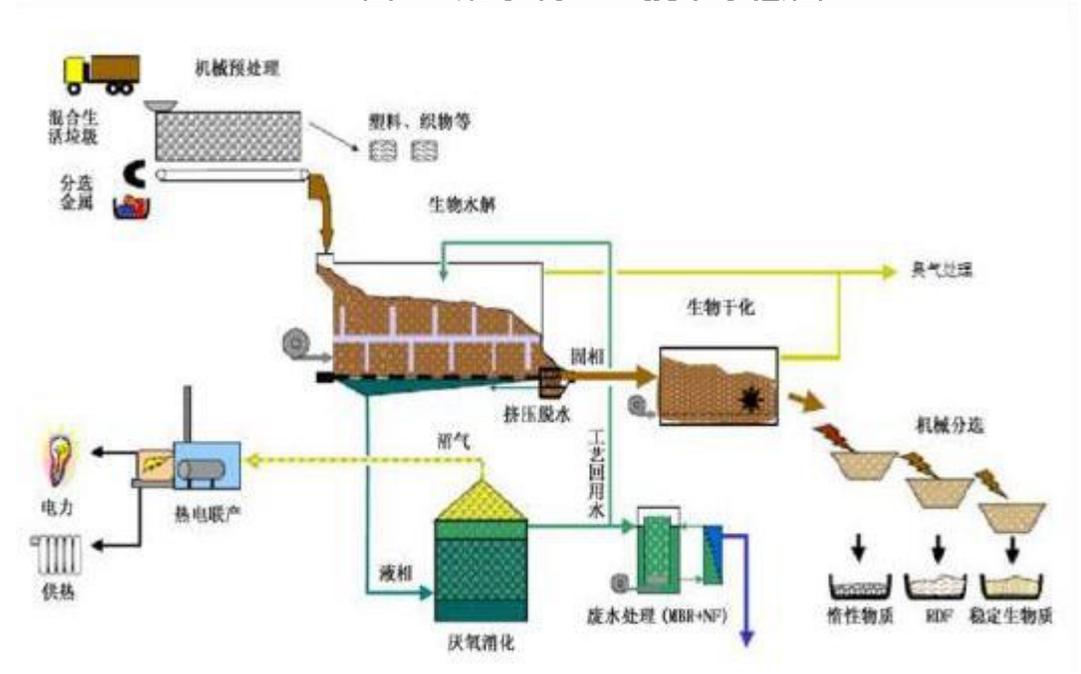
3

图9. 维尔利营收与净利润情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图10. 维尔利EMBT技术示意图



资料来源：中国生态修复网，中国银河证券研究院

- 2018 年营业收入同比增长46%；归母净利润同比增长67.5%。目前公司垃圾渗滤液处理产能规模10.7 万方/天，在运营项目1.3 万方/天，约30%的市占率处于绝对领先的市场地位。
- 公司深耕厨余垃圾多年，并通过引进德国技术后自主研发，目前拥有EMBT（生态消融）等领先技术，目前已经在西安、绍兴、杭州等承接超20项餐厨垃圾处理项目。



维尔利：餐厨垃圾处理的领军者

推荐标的
China galaxy securities

1

2

3

表3. 维尔利收购的子公司

公司	主营业务	收购时间	持股比例	投资额/亿元
都乐制冷	油气回收设备制造与销售	2017年5月	100%	3.0
汉风科技	节能服务	2017年5月	100%	8.0
金源机械	机械加工	2016年10月	100%	0.8
德国EuRec	环保设备生产销售	2016年9月	70%	0.3
中能环保	垃圾焚烧发电BOO项目建设和运营	2015年8月	80%	0.1
大维环境	环保技术服务和环保设备销售	2014年8月	100%	0.5
杭能环境	沼气工程设计建设总承包及成套设备制造销售	2014年8月	100%	4.6
仁和惠明	垃圾处理BOT项目建设和运营	2014年3月	100%	0.6
常州埃瑞克	设计、销售和技术服务	2013年8月	66%	0.1
北京汇恒环保	工程承包和设备销售	2013年2月	60%	0.8

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

- 另外，公司在垃圾渗滤液绝对龙头的基础上，通过外延并购拓展至水处理、节能等领域，2013年至今公司先后收购了汇恒环保(沼气工程)、杭能环境(水处理)、汉风科技(工业节能)、都乐制冷(油气回收)等，工业领域环保布局日臻完善。一方面优质的运营项目对公司整体的收入业绩体量、现金流情况带来积极贡献，另一方面各领域业务又主要围绕有机物污染，在技术、业务等领域有望实现协同。



瀚蓝环境：优质的焚烧发电运营企业

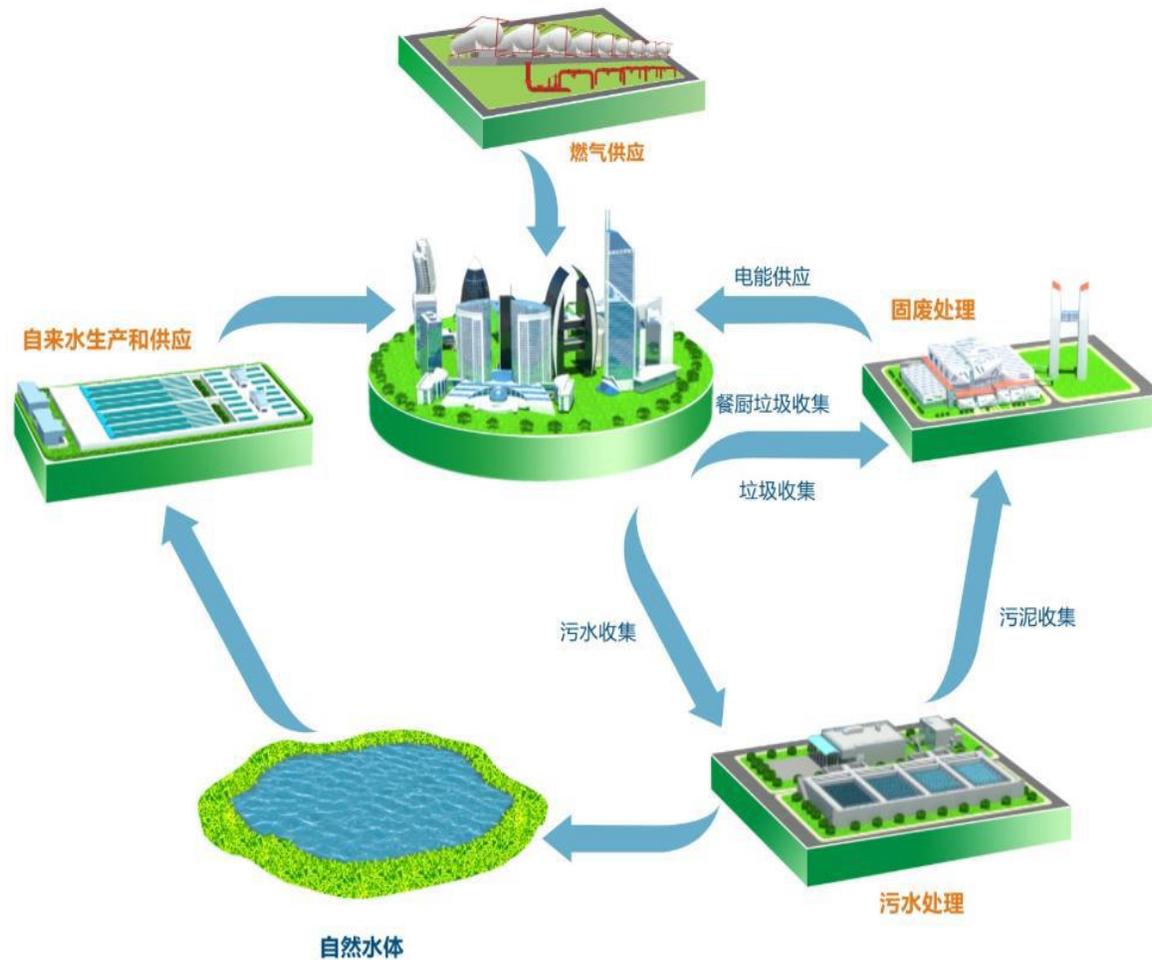
推荐标的
China galaxy securities

1

2

3

图11. 瀚蓝环境服务产业链



- “瀚蓝模式”是将生活垃圾焚烧发电和污泥、餐厨垃圾、危险废物无害化处理集于一体的固废环保产业园区模式，形成收集、运输、处理闭环产业链条，其本质是以资源化利用为核心，实现从源头到终端的大环保产业链。
- 该模式具有以下突出优势：1) 实现闭环式全链条管控，保证全流程安全合规系数；2) 污泥、餐厨处置与垃圾焚烧形成显著协同效应，提高能源利用效率；3) 利于智能管理，规模效应突出；4) 多板块兼容，避免选址难题。



瀚蓝环境：优质的焚烧发电运营企业

推荐标的
China galaxy securities

1

2

3

表4. 瀚蓝环节筹建及在建项目

项目	处理能力(吨/日)	运营年限	处理费用(元/吨)
佛山市南海生活垃圾焚烧发电厂提标改造扩能工程BOT项目	1500	30	129.86
开平市固废综合处理中心一期一阶段PPP项目	900	28	85
漳州南部生活垃圾焚烧发电厂特许经营项目	1000	30	85
饶平县宝斗石生活垃圾填埋场升级改造及综合处理资源化利用工程PPP项目	1000	25	99
晋江二期	1500	30	78
安溪县垃圾焚烧发电厂改扩建项目	750	30	-
孝感市生活垃圾焚烧发电厂BOT项目	2250	27	55
漳州北垃圾焚烧发电项目	1500	30	-
贵阳市生活垃圾焚烧发电BOT特许经营项目	2000	30	65

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

- 瀚蓝环境在手订单充裕，增长动力足。根据统计截止目前，垃圾焚烧项目已投产处理能力11300吨/日，筹建及在建项目共计15900吨/日，充足的在手项目的陆续投产将保障公司未来收入增速。
- 垃圾分类推广后，产业园模式的垃圾处理量受影响相对较小，但更精细化的分类对于循环园区的生产和管理效率提振显著。



中再资环：再生资源龙头全面布局

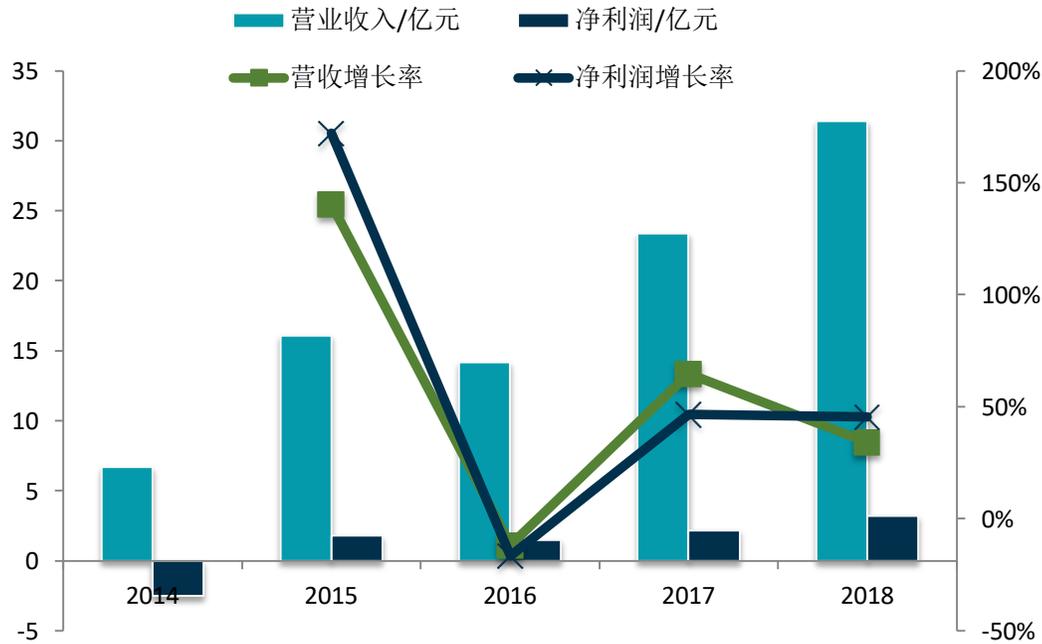
推荐标的
China galaxy securities

1

2

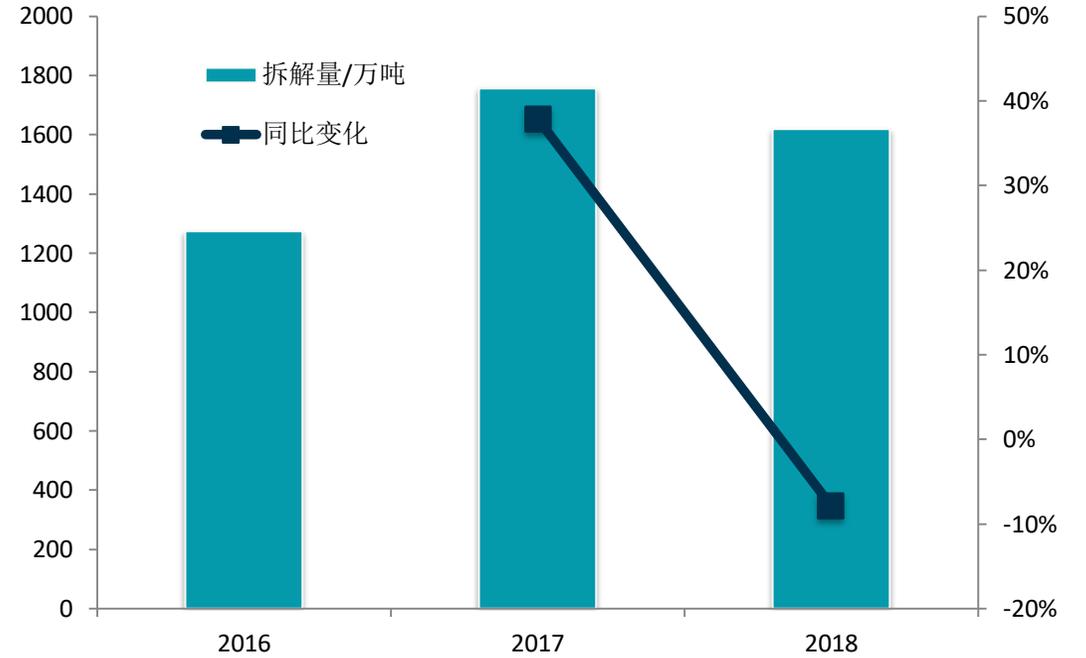
3

图12. 中再资环营收与净利润情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13. 中再资环拆解量



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院

- 公司是中再生旗下的唯一上市平台，主营废电器（四机一脑为主）的回收再生利用，是国内电废领域的绝对龙头。2018年通过对集团旗下的环服公司的收购，将废电回收主业进一步拓展到产业园区固体废弃物一体化处置业务形成了再生资源固废处置的综合固废布局。
- 受补贴节奏和电废结构的影响，公司2018年电废拆解量同比减少7.9%至1618万台，拆解量相对维稳但市占率近年仍处绝对领先地位，市占率约为10.1%，且近年整体保持上升态势。



中再资环：再生资源龙头全面布局

推荐标的
China galaxy securities

1

2

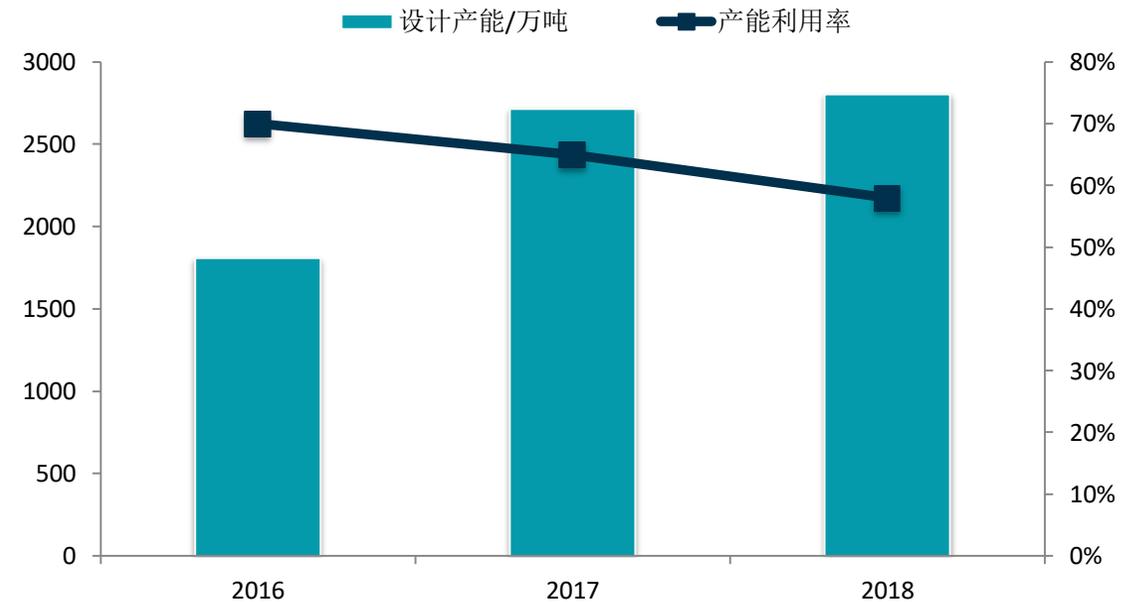
3

图12. 中再资环回收网点



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

图13. 中再资环设计产能与产能利用率



资料来源：《中国废弃电气电子产品回收处理及综合利用行业白皮书2018》
中国银河证券研究院

- 控股股东中国再生资源开发有限公司是我国最大的专业性再生资源回收利用企业，在全国25个省建立了七大区域回收网络，拥有近50家分子公司、70多家分拣中心、5000多个回收网点。此次随着垃圾分类的全面推行，回收量不仅有望大幅增加，企业向终端渠道的渗透有望更加深入，无论是回收量还是回收、管理效率都有望大幅提升。
- 公司近年产能继续提升，2018年同比略增3.3%至2804万台，整体产能利用率下降7pct至58%，随着产能和市场渠道规范后处理需求双增，公司产量增长仍存巨大空间。若产能利用率仅提升1pct，则对应收入有望增长5200万。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层
上海浦东新区富城路99号震旦大厦15楼
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：
深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn

