

8月社融增速稳定，关注环保天然气行业投资机会

增持（维持）

2019年09月15日

证券分析师 袁理

执业证号：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 王浩然

021-60199782

wanghr@dwzq.com.cn

■ **建议关注：**维尔利，国祯环保，中再资环，瀚蓝环境，东江环保，光大国际，海螺创业，龙净环保，新天然气，蓝焰控股，百川能源，深圳燃气

核心观点

■ **社融增速稳定，货币政策发力。**8月新增社融1.98万亿元，同比多增376亿元；8月末社融存量216.01万亿元，增速维持在10.7%。央行通过LPR报价利率下调，实现市场化降低实际利率目标，在新的LPR机制下，降准释放的低成本资金将有助于银行报价加点数的下调，降低企业资金成本。

■ **全面降准0.5pct，地方专项债重点投向包括天然气、环保等项目。**央行全面降准0.5pct，并对仅在省级行政区域内经营的城商行额外定向降准1pct，预计此次降准释放资金约9000亿元，降低银行资金成本约150亿元/年，释放低成本资金。9月4日召开的国常会明确扩大地方政府专项债使用范围，其中提到重点用于天然气管网和储气设施等能源项目、农林水利和城镇污水垃圾处理等生态环保项目以及其他项目。**货币财政政策发力利好环保、天然气行业发展。**1) 融资环境改善，对重资产融资驱动的环保行业而言，利于加快订单落地。2) 降低资金成本，利于提高行业估值水平。3) 政府专项债重点投向包括环保、天然气项目，提升相关企业的项目投资确定性。

■ **垃圾分类商业模式、推进节奏、公司受益程度和对垃圾焚烧的影响。**1) 商业模式to C，全居民承担须增加27元/月·户，分类习惯养成后费用有望减轻61%。全国地级市餐厨垃圾年运营费用643亿（处理+清运+分类）占18年财政支出0.29%。2) 推进节奏：2020年市场快速释放。厨余处理核心设备市场空间364亿，2020年增长286.67%后稳定在58亿，其他环节同理。3) 公司受益程度 a) 维尔利19-25年年均收入弹性50.35%，利润弹性71.58%。19年上半年扣非归母净利润同增50.52%，近期中标上海市第三个湿垃圾处理项目——金山区固废综合利用工程设备采购项目，中标额1.26亿元。b) 龙马环卫至25年清运服务收入总弹性15.14%，利润总弹性15.45%；分类服务收入总弹性56.98%，利润总弹性58.12%。4) 垃圾分类未对垃圾焚烧量产生明显影响。清运量自然增长+焚烧比例提升与垃圾分类的减量对冲，预计净增额从19年1.37万吨/日扩大至25年4.27万吨/日。

■ **关注天然气行业边际变化。**未来如果国家石油天然气管道公司成立带来管输费用下降，将有利于下游城燃降低成本增加售气量，同时预计会有更多的上游天然气开发平台并入管网进行销售。18年全国天然气对外依存度逐步提高至43%，供需缺口不断加大形势下，气源稀缺性彰显。从19Q2数据来看，中石油门站价上涨程度好于预期。深圳燃气LNG接收站已获交通部批文，新建的深圳市天然气储备与调峰库工程8月18日迎来首船LNG接卸，标志着正式投产。百川能源外延拓展安徽阜阳低渗透率区域，近12个月股息率为5%，值得关注。

■ **抛开博弈，聚焦“增长的确定性”。**寻找行业持续增长，商业模式通顺，现金流内生/融资能力强的标的，结合公司治理与战略清晰度。1. 水处理：三峡和中节能集团分别定增入股国祯4.4/5亿元，累计持股11.6%/8.7%，开启长江流域治理广阔空间和轻资产运营模式。央企牵头长江经济带项目，融资痛点被解决，模式转向比拼经营能力，关注资本金生成与模式成熟的重点区域：国祯环保。2. 再生资源4年5倍空间，龙头公司渠道资金优势凸显，外延扩张切入危废领域、改善现金流：中再资环。3. 燃气：着眼量增是根本，19年上半年全国天然气产量864亿立方米，同比增长10.3%，进口天然气4692万吨，同比增长11.6%，新天然气，蓝焰控股，百川能源，深圳燃气。4. 危废：关注龙头的治理改善，水泥窑行业放量：东江环保，海螺创业，金圆股份。5. 垃圾焚烧：关注行业格局和项目放量周期：光大国际，瀚蓝环境，旺能环境。

■ **最新研究：垃圾分类深度报告2.0：**关于推进节奏和商业模式的测算；东江环保点评：工业废物处置业务增长，经营性现金流改善；国祯环保中报点评：经营业绩稳健增长，轻资产模式红利可期；

■ **风险提示：**政策推广不及预期，利率超预期上行，财政支出低于预期

行业走势



相关研究

1、《环保工程及服务行业周报：货币财政政策发力，关注环保天然气行业投资机会》2019-09-08

2、《环保工程及服务行业周报：维尔利中标金山湿垃圾处理项目，关注垃圾分类行业投资机会》2019-09-01

3、《环保工程及服务行业周报：国祯运营业务占比提升，关注天然气行业投资机会》2019-08-25

内容目录

1. 行情回顾	4
1.1. 板块表现	4
1.2. 股票表现	4
2. 最新研究	5
2.1. 垃圾分类深度报告之二：关于推进节奏和商业模式的测算	6
2.2. 东江环保点评：工业废物处置业务增长，经营性现金流改善	24
2.3. 国祯环保中报点评：经营业绩稳健增长，轻资产模式红利可期	29
2.4. 蓝焰控股中报点评：经营业绩持平，销气收入增长近 20%	33
2.5. 中再资环中报点评：内生增长良好，货源优势带来盈利质量提升	37
3. 行业新闻	41
3.1. 8 月社融增量 1.98 万亿，同比多 376 亿，存量 216 万亿，同增 10.7%	41
3.2. 生态环境部发布《关于进一步深化生态环境监管服务推动经济高质量发展的意见》 ..	41
3.3. 环渤海十三个城市的入海排污口现场排查全部完成	42
3.4. 《中国移动源环境管理年报（2019）》过去 5 年机动车增三成，污染排放减一成 ..	42
3.5. 生态环境部（国家核安全局）对《中国的核安全》白皮书做出解读	43
3.6. 环境部发布危废焚烧、电子工业、人造板工业排污许可技术规范	43
3.7. 生态环境部召开全国环评与排污许可信息化衔接试点工作推进会	44
3.8. 住建部发布《农村生活污水处理工程技术标准》，12 月 1 日实行	44
3.9. 住建部发布《生活垃圾焚烧厂评价标准》，10 月 1 日实行	45
3.10. 《中国天然气发展报告（2019）》发布，我国单日天然气用量破 10 亿立方米	45
3.11. 重庆市将有 204 座加油站实施油气回收联网监控	45
4. 公司重要公告	46
5. 下周大事提醒	52
6. 风险提示	52

图表目录

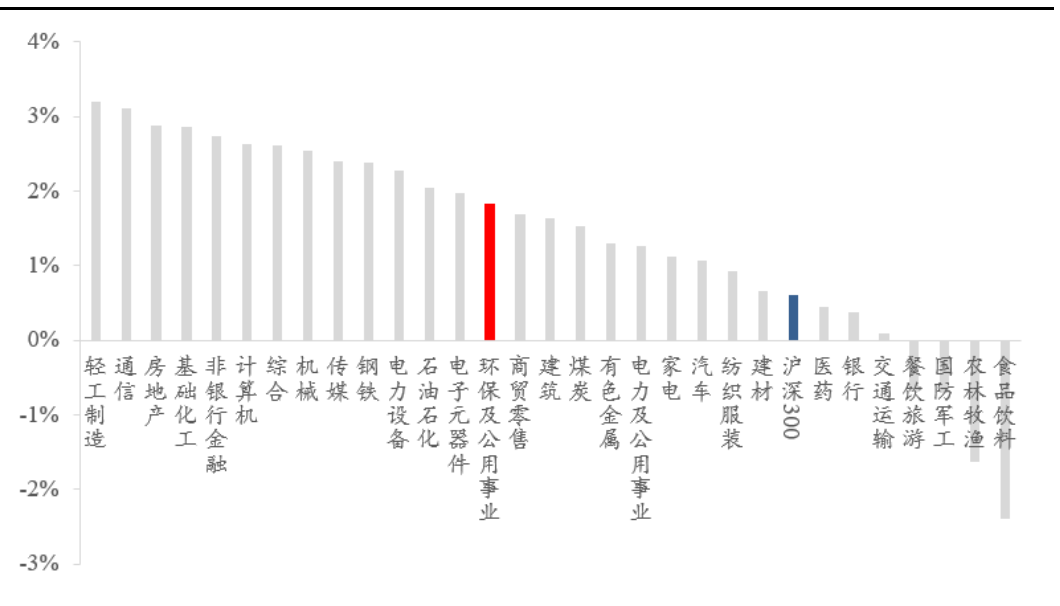
图 1: 本周各行业指数涨跌幅比较	4
图 2: 环保行业本周涨幅前十标的	4
图 3: 环保行业本周跌幅前十标的	5
图 4: 垃圾分类产业链梳理	10
图 5: 中性假设下典型项目收入结构	14
图 6: 中性假设下典型项目成本结构	14
图 7: 厨余垃圾处理运营费用结构	19
图 8: 分类习惯形成对财政压力变化	20
图 9: 分类习惯形成对居民付费影响	21
表 1: 垃圾分类政策历史演进	7
表 2: 直辖市、计划单列市、省会、第一批示范城市的代表城市垃圾分类的地方政策梳理	8
表 3: 垃圾分类明确奖惩措施	9
表 4: 全国地级市及以上城市完成推广时间	11
表 5: 厨余垃圾处理设备预计蕴藏千亿空间	12
表 6: 厨余垃圾处理设备年化投资额变化趋势	13
表 7: 维尔利常州餐厨废弃物处理项目投资回报测算	13
表 8: 厨余清运装备市场空间预计可达 81.7 亿元	14
表 9: 厨余清运服务新增市场空间预计可达 104 亿元/年	15
表 10: 垃圾分类运营服务项目示例	16
表 11: 垃圾分类服务市场空间预计可达 392 亿元/年	16
表 12: 垃圾分类下投资/设备/服务市场空间测算总表	17
表 13: 厨余垃圾分类新增财政支出	18
表 14: 分类习惯形成导致的垃圾分类服务费变化	20
表 15: 分类习惯形成后户均月费用变化	21
表 16: 维尔利业务与业绩增量弹性测算	22
表 17: 龙马环卫业务与业绩增量弹性测算	23
表 18: 生活垃圾焚烧量对冲测算	24
表 19: 公司危废处置项目进展	26
表 20: 公司订单情况整理: 亿元	31
表 21: 公司公告	46
表 22: 下周大事提醒	52

1. 行情回顾

1.1. 板块表现

本周环保及公用事业指数上涨 1.83%，表现好于大盘。本周上证综指上涨 1.05%，深圳成指上涨 0.98%，创业板指上涨 1.08%，沪深 300 指数上涨 0.6%，中信环保及公用事业指数上涨 1.83%。

图 1：本周各行业指数涨跌幅比较

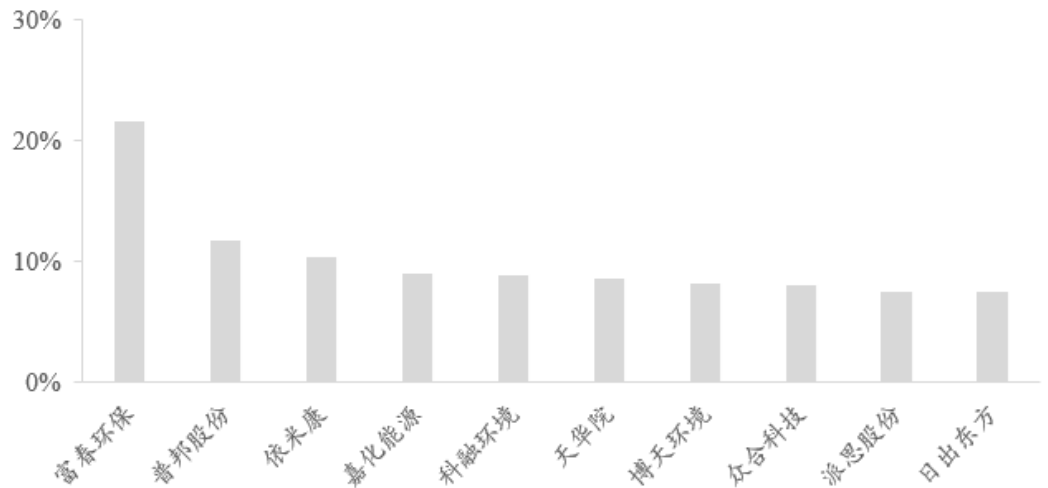


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 股票表现

本周涨幅前十标的为：富春环保 21.57%，普邦股份 11.76%，依米康 10.39%，嘉化能源 8.94%，科融环境 8.8%，天华院 8.63%，博天环境 8.15%，众合科技 8.04%，派思股份 7.48%，日出东方 7.43%。

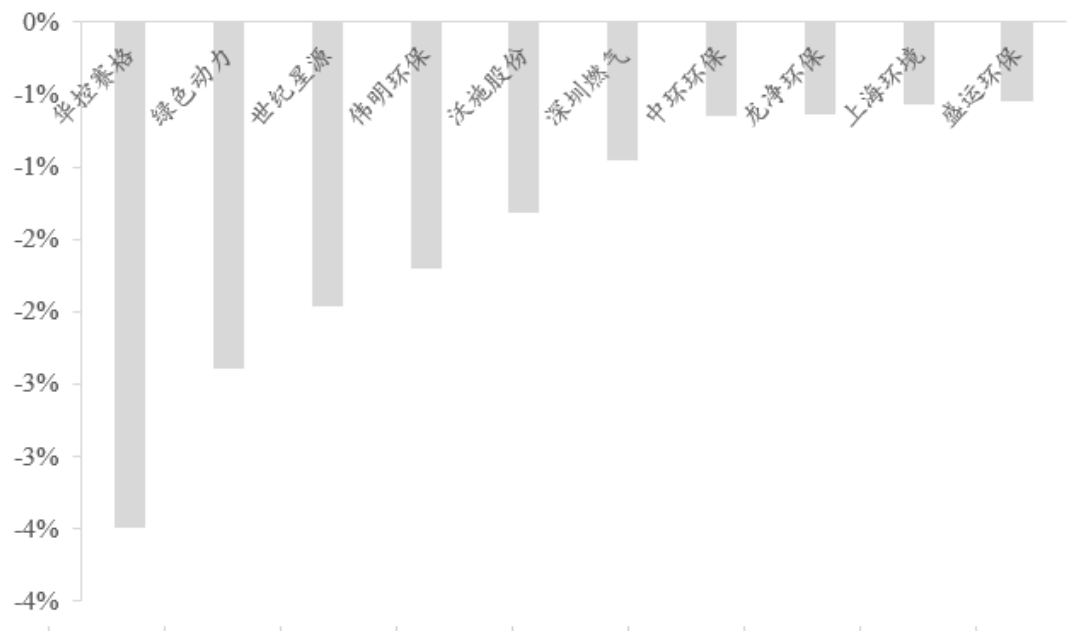
图 2：环保行业本周涨幅前十标的



数据来源：Wind，东吴证券研究所

本周跌幅前十标的为：华控赛格-3.49%，绿色动力-2.39%，世纪星源-1.97%，伟明环保-1.7%，沃施股份-1.31%，深圳燃气-0.96%，中环环保-0.65%，龙净环保-0.64%，上海环境-0.57%，盛运环保-0.55%。

图 3：环保行业本周跌幅前十标的



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 最新研究

2.1. 垃圾分类深度报告之二：关于推进节奏和商业模式的测算

■ **引言：**全市场最早发布的第一篇垃圾分类报告，基于垃圾分类政策梳理，进行了垃圾分类产业链的市场空间详细测算及相关公司分析，详情请见 2019 年 6 月 24 日报告《垃圾分类深度研究：一件小事？垃圾分类的产业大机遇》。在当前时点，我们需要对基本面可持续性进行更深入的探讨。本文希望落实到商业模式角度可行性，即：1、针对**财政投入增加程度&居民付费模式可行性**进行了量化分析 2、判断行业的**推广进度及产业链年化释放节奏**，3、得出**具体公司受益程度**的量化测算。4、另外，本文也就**垃圾分类对垃圾焚烧设施影响**进行了客观评价。

■ **垃圾分类下新增财政投入 643 亿/年或居民户均付费 27 元/月，垃圾分类习惯养成后比新增费用有望减轻 61pct。** 1) **财政投入：**特许经营模式下垃圾分类带来的初始投入由企业承担，政府需承担厨余垃圾带来的运营费用，且不同城市财政承受能力不一（以上海、南充为例）。至 25 年，中性情景下（50%垃圾分类率）全国地级市厨余垃圾年运营费用为 **643 亿/年**（包括终端处理+环卫清运+垃圾分类服务），占 18 年全国财政支出 0.29%；上海市年运营费用为 **21 亿/年**，占 18 年上海财政支出 0.26%；南充市年运营费用为 **5 亿/年**，占 18 年南充财政支出 0.95%。2) **居民付费：**全国地级市总户数 1.95 亿，若以上运营费用全部分摊到居民端则**户均月费用 27.30 元/月**。3) **垃圾分类习惯的养成将有效缓解新增财政投入&居民付费压力。**假设居民自主分类率达到 100%、前端分类服务费用降为 0。则**财政投入方面**，全国地级市厨余垃圾年运营费用为 **250 亿/年**，比未形成垃圾分类习惯前下降 **61.05pct**，占 18 年全国财政支出 0.11%；上海市年运营费用为 **11 亿/年**，下降 **50.88pct**，占 18 年上海财政支出 0.13%；南充市年运营费用为 **1 亿/年**，下降 **86.85pct**，占 18 年南充财政支出 0.13%。**居民付费方面**，户均月费用为 **10.63 元/月**，比未形成垃圾分类习惯前下降 **61.05pct**。

■ **2020 年垃圾分类产业链空间快速释放，后 5 年新增市场保持稳定。** 1) **垃圾分类政策推广进度：**依据各城市已推行的垃圾分类政策及各城市生活垃圾清运量及处置规模等属性保守预测 2019-2025 年各城市垃圾分类推行进度。2) **产业链年化市场释放节奏：**全产业链投资需求于 **2020 年开始大幅释放**，之后每年新增市场保持稳定。厨余垃圾总投资市场空间：1915 亿。19 年投资额 81 亿，20-25 年稳定在 305 亿左右。厨余垃圾处理核心设备市场空间：**364 亿**，19 年核心设备市场空间为 15 亿，20-25 年稳定在 58 亿左右。厨余垃圾运营市场空间：**643 亿/年**（包括终端处理+环卫清运+垃圾分类服务），其中 19 年终端处理&环卫清运&垃圾分类服务市场空间分别为 6 亿/年、4 亿/年、11 亿/年，20-25 年匀速递增（约+148%），至 25 年分别达到 **146 亿/年、104 亿/年、392 亿/年**。

■ **垃圾分类相关公司受益弹性测算。** 1) **维尔利：**19-25 年，厨余处理核心设备市场预计带来的收入年均弹性达 **50.35%**、利润年均弹性达 **71.58%**。2) **龙马环卫：**至 2025 年，环卫清运服务市场预计带来的收入弹性达 **15.14%**、利润弹性达 **15.45%**；垃圾分类服务市场预计带来收入弹性达 **56.98%**；利润弹性达 **58.12%**。

■ **垃圾清运量增长背景下，垃圾分类未对垃圾焚烧设施产生明显影响。**经测算，生

活垃圾清运量&焚烧比例提升带来的垃圾焚烧增量与垃圾分类带来的垃圾焚烧减量的对冲差额将从19年1.37万吨/日逐步扩大至25年4.27万吨/日,表明垃圾焚烧增量增速高于焚烧减量,垃圾分类未对垃圾焚烧量产生明显影响,未来垃圾焚烧市场空间仍有望进一步增长。

■ **风险提示:** 政策推广不及预期、行业竞争加剧、项目进展不达预期、成本上升

深度报告正文

1.政策梳理: 力度不断加大, 生活垃圾分类新政超预期

1.1.覆盖范围不断扩大, 垃圾分类全覆盖渐行渐近

垃圾分类政策覆盖范围不断扩大。2000年,北京、上海等8个城市被列为生活垃圾分类试点城市;2015年,26个城市(区)被列为“全国第一批生活垃圾分类示范城市(区)”;2017年,发改委住建部发布《生活垃圾分类制度实施方案》,要求在全国46个城市先行实施生活垃圾分类;2019年,垃圾分类范围扩展到全国地级及以上城市,生活垃圾分类制度写入《固废法》草案。2017年46个试点城市垃圾清运量9531万吨,地级及以上城市垃圾清运量1.76亿吨,是试点城市的1.85倍。

表 1: 垃圾分类政策历史演进

时间	政策	发布部门	试点城市变化	内容变化
2000/06	《关于公布生活垃圾分类收集试点城市的通知》	建设部	北京、上海、广州、深圳、杭州、南京、厦门、桂林八个城市	首先在试点城市实施废纸和废塑料的分类与回收。
2015/04	《关于公布第一批生活垃圾分类示范城市(区)的通知》	住建部等五部委	北京市东城区、上海市静安区、广东省广州市、浙江省杭州市等26个城市(区)(不含厦门、桂林)	到2020年,各示范城市(区)建成区居民小区和生活垃圾分类收集覆盖率应达到 90% ;人均生活垃圾清运量下降 6% (以2014年数据为基准); 生活垃圾资源化利用率达到60% (含再生资源回收、焚烧、生物处理等方式)。加大低价值可回收物的回收力度;重点解决厨余垃圾的分类收集和处理问题。
2017/03	《生活垃圾分类制度实施方案》	发改委 住建部	直辖市、省会城市、计划单列市、第一批生活垃圾分类示范城市等46个重点城市	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,在实施生活垃圾分类的城市, 生活垃圾回收利用率达到35%以上 。强制分类要求:必须将有害垃圾作为强制分类的类别之一,同时参照生活垃圾分类及其评价标准,再选择确定易腐垃圾、可回收物等强制分类的类别。
2019/06	《中华人民共和国	国务院常务会		要求加快建立生活垃圾分类投放、收集、运输、

国固体废物污染环境防治法（修订草案）》 议 处理系统。

2019/06	《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》	住建部等九部门	全国地级及以上城市 到 2020 年，46 个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统；其他地级城市实现公共机构生活垃圾分类全覆盖，至少有 1 个街道基本建成生活垃圾分类示范片区。到 2022 年，各地级城市至少有 1 个区实现生活垃圾分类全覆盖；其他各区至少有 1 个街道基本建成生活垃圾分类示范片区。到 2025 年，全国地级及以上城市基本建成生活垃圾分类处理系统。 各地级及以上城市要以“有害垃圾、干垃圾、湿垃圾和可回收物”为生活垃圾分类基本类型，确保有害垃圾单独投放，逐步做到干、湿垃圾分开，努力提高可回收物的单独投放比例。
---------	-------------------------------	---------	--

数据来源：国务院，发改委，住建部，东吴证券研究所

1.2 各地推进生活垃圾分类立法，明确阶段性目标

试点城市纷纷立法，明确阶段性目标。目前 46 个垃圾分类试点城市纷纷就垃圾分类立法，明确分类标准、责任主体及惩罚条款等，且就垃圾分类制定明确的阶段性目标，明确指出逐年推进的城区、县市、农村生活垃圾分类覆盖范围、生活垃圾回收利用率及资源化利用率等指标，部分城市还对湿垃圾的分离率及处理量进行了明确指示。46 个重点城市垃圾分类工作全面启动，将垃圾分类纳入立法范围，有助于垃圾分类国家政策具体落地，加速行业发展。

表 2：直辖市、计划单列市、省会、第一批示范城市的代表城市垃圾分类的地方政策梳理

城市类型	代表城市	政策名称	发布日期	主要内容	工作目标
直辖市	上海	《上海市生活垃圾管理条例》	2019/1/31	1. 明确生活垃圾投放责任人。产生生活垃圾的单位和个人是分类投放的第一责任人，应当按照“可回收物、有害垃圾、湿垃圾、干垃圾”将生活垃圾分别投放至相应的收集容器。2. 明确惩罚措施。	2019 年三大目标：一是生活垃圾分类全面覆盖格局基本成型。全市实现居住区、单位、公共场所生活垃圾分类全覆盖，70%以上居住区实现垃圾分类实效达标。二是生活垃圾全程分类体系基本建成。建成“两网融合”服务点 8000 个、中转站 170 座。全市干垃圾日均控制量不高于 21000 吨，湿垃圾分类量日均高于 5520 吨，可回收物回收量日均高于 3300 吨。三是《条例》贯彻实施社会氛围基本形成。到 2020 年底，本市可回收物资源回收利用率达到 35%，湿垃圾处理量达到 7000 吨/日。
计划单列市	宁波	《宁波市生活垃圾分类管理条例》 《宁波市生活垃圾分类实施方案（2018 年-2022 年）》	2019/2/16 2018/3/23	1. 明确生活垃圾分类标准。厨余垃圾、可回收物、有害垃圾、其他垃圾。2. 明确垃圾投放制度。单位和个人应当分类定点投放，不得随意丢弃。无法投放至收集容器的大件垃圾、装修垃圾和绿化垃圾应当预约收集单位收集，并规定居住小区逐步实行生活垃圾定时投放和有害垃圾定点收集、登记制度。3. 明确惩罚措施。	到 2018 年，各区生活垃圾分类覆盖面达到 85%以上，各县（市）达到 50%以上，农村达到 50%以上；全市城乡生活垃圾总量增长率控制在 3%之内、生活垃圾回收利用率达到 30%以上、资源化利用率达到 85%以上，城镇无害化处理率达到 100%。到 2020 年，各区生活垃圾分类覆盖面达到 90%以上，各县（市）达到 80%以上，农村达到 80%以上；全市城乡生活垃圾总量“零增长”、生活垃圾回收利用率达到 45%以上、资源化利用率达到 90%以上。到 2022 年，我市城乡生活垃圾分类实现基本覆盖；

		全市生活垃圾回收利用率达到 60%以上、资源化利用率达到 100%。	
省会城市	广州	《广州市生活垃圾分类管理条例》 2018/3/30	1. 明确生活垃圾分类标准。 可回收物、餐厨垃圾、有害垃圾、其他垃圾。 2. 明确垃圾投放制度。 生产者应按照规定将生活垃圾分类投放到指定的收集点。 3. 明确惩罚措施。 到 2020 年底,生活垃圾回收利用率力争达 40%以上,基本实现全市居住小区(社区)、城中村、行政村生活垃圾分类全覆盖,生活垃圾处理减量化、资源化、无害化水平明显提高。到 2022 年底,力争生活垃圾焚烧处理能力达 3 万吨/日,实现“原生垃圾零填埋”的目标。
第一批示范城市	邯郸	《邯郸市城市生活垃圾分类管理条例征求意见稿》 2019/4/30	1. 明确生活垃圾分类标准。 有害垃圾、湿垃圾、可回收物和干垃圾。 2. 明确生活垃圾分类责任人。 任何单位和个人都应当履行生活垃圾分类义务。 3. 违反条例相应罚款。 4. 完善生活垃圾收费制度。 按照谁产生谁付费的原则,完善生活垃圾处理收费制度,逐步建立价格激励机制,引导单位和个人进行生活垃圾减量和分类投放。 2018 年底前,丛台区、复兴区、邯山区和邯郸经济技术开发区党政机关率先开展生活垃圾分类工作,辖区内企事业单位、居民社区 5%以上,生活垃圾分类覆盖范围达到 20%以上。 2019 年底前,公共机构、企事业单位、居民社区生活垃圾分类覆盖范围达到 60%以上。 2020 年底,全市垃圾分类制度覆盖范围达到 90%以上,生活垃圾回收利用率达到 35%以上。
		《邯郸市生活垃圾分类工作实施方案(2018-2020 年)》 2018/4/4	

数据来源:各地人民政府官网,东吴证券研究所整理

建立垃圾分类激励处罚机制,培养居民垃圾分类意识。目前部分城市已对建立明确的垃圾分类奖惩具体措施或指出将会加快完善垃圾分类激励处罚机制。通过健全垃圾分类奖惩制度,能够有效的促进单位或个人形成生活垃圾分类的良好习惯,约束生活垃圾乱扔乱投现象,同时通过宣传传递学习垃圾分类知识、培养居民的环保意识与责任感,有助于垃圾分类政策的稳步推行。

表 3: 垃圾分类明确奖惩措施

垃圾分类明确奖惩措施

奖励措施:

《上海市生活垃圾管理条例》	指出鼓励通过积分兑换等多种方式,促进单位和个人形成生活垃圾分类投放的良好行为习惯。
《深圳经济特区生活垃圾分类投放规定(草案)》	提出政府建立生活垃圾分类投放鼓励和引导机制,对成绩突出的单位、个人给予适当表扬或奖励。
《邯郸市城市生活垃圾分类管理条例(征求意见稿)》	提出城市管理行政主管部门可以会同财政等部门制定生活垃圾减量与分类奖励办法,对生活垃圾减量与分类工作中成绩突出的单位和个人给予表扬和奖励。

惩罚措施:

《上海市生活垃圾管理条例》	个人将有害垃圾与可回收物、湿垃圾、干垃圾混合投放,或者将湿垃圾与可回收物、干垃圾混合投放的,由城管执法部门责令立即改正;拒不改正的,处 50 元以上 200 元以下罚款。对单位未将生活垃圾分类投放至相应收集容器的行为,由城管执法部门责令立即改正;拒不改正的,处以五千至五万元的罚款。
《深圳经济特区生活垃圾分类投放规定(草案)》	乱扔生活垃圾或者未分类投放生活垃圾的,由主管部门责令改正,拒不改正的,对个人处 500 元罚款,对单位

《邯郸市城市生活垃圾分类管理条例（征求意见稿）》

处 5000 元罚款；情节严重的，对个人处 1000 元罚款，对单位处 10000 元罚款。
随意倾倒、抛撒、堆放生活垃圾的，责令改正，拒不改正，对个人处警告或三百元以下罚款，对单位处一千元以上二千元以下罚款。不按要求投放相应生活垃圾的，责令改正，拒不改正，对个人处警告或二百元以下罚款，对单位处五百元以上一千元以下罚款。

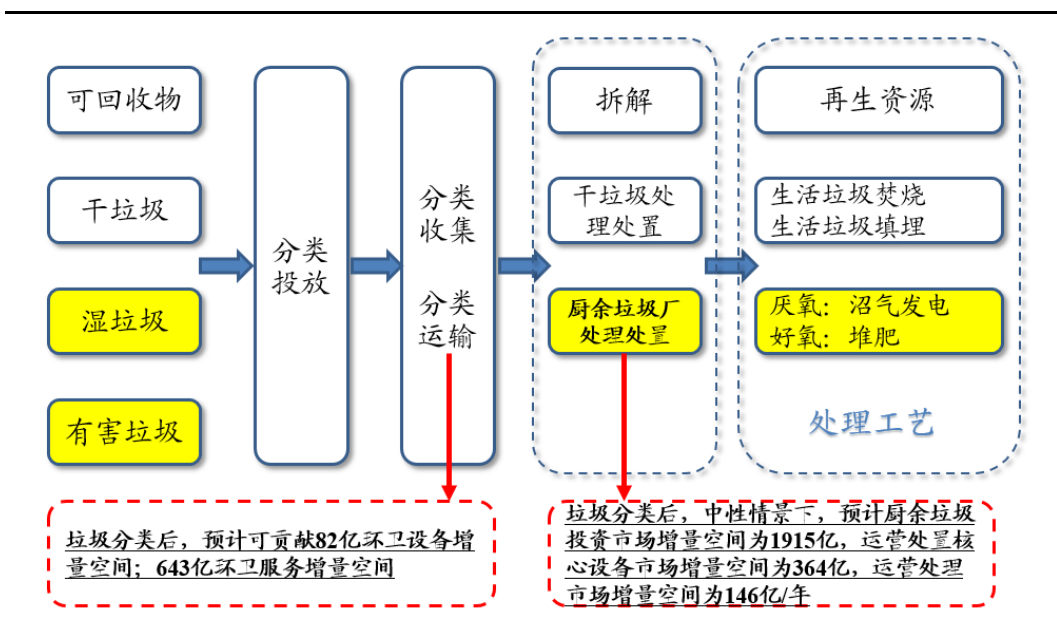
数据来源：各地人民政府官网，东吴证券研究所整理

2.2020 年垃圾分类产业链空间快速释放，后 5 年新增市场保持稳定

2.1.垃圾分类产业链梳理

生活垃圾实施四分类，采取分类投放/回收/运输/处置路径。垃圾分类政策主要将生活垃圾分为可回收物、有害垃圾、湿垃圾、干垃圾等四类，在垃圾分类政策推行之前我国可回收垃圾回收率已达到较高的水平，所以此轮垃圾分类的特点主要是将湿垃圾及有害垃圾从生活垃圾中单独分离，考虑到有害垃圾在生活垃圾中占比很少，因此我们的垃圾分类产业链投资测算主要针对湿垃圾带来的市场增量空间。垃圾分类产业链包括上游的投放、收运和下游的处理处置，垃圾分类后四类生活垃圾将采取分类投放-分类回收-分类运输-分类处置路径。

图 4：垃圾分类产业链梳理



数据来源：上海市生活垃圾分类投放指南，东吴证券研究所测算

2.2.垃圾分类年化市场释放节奏

依据城市已有政策及垃圾清运量等属性推测垃圾分类推进进度。2019年6月住建部、发改委、生态环境部等九部门联合印发《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》指出，到2020年，46个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统；到2025年，全国地级及以上城市基本建成生活垃圾分类处理系统。我们依据各城市已推行的垃圾分类政策及各城市生活垃圾清运量及处置规模等属性推测垃圾分类政策推行进度。考虑到政策实际推行情况，保守假设垃圾分类年化市场释放节奏为：2019年上海；2020年北京/南京/成都/深圳等7个重点城市；21年重庆/天津/苏州等12个重点城市；22年46个重点城市中剩余的26个重点城市；23年保定/大同/吉林等42个地级市；24年邢台/淮安/九江等62个地级市；25年剩余的地级市。在接下来的空间测算中均以该推广节奏为前提进行测算。

表4：全国地级市及以上城市完成推广时间

时间	数量	城市
2019	1	上海
2020	7	北京、南京、宁波、福州、长沙、深圳、成都
2021	12	重庆、天津、邯郸、苏州、厦门、南昌、青岛、武汉、宜昌、广州、兰州、乌鲁木齐
2022	26	石家庄、太原、呼和浩特、沈阳、大连、长春、哈尔滨、杭州、合肥、铜陵、宜春、济南、泰安、郑州、南宁、海口、德阳、广元、贵阳、昆明、拉萨、日喀则、西安、咸阳、西宁、银川
46个试点城市全部推行完毕		
2023	42	保定、唐山、大同、朔州、包头、赤峰、鞍山、营口、吉林、松原、齐齐哈尔、鸡西、徐州、无锡、温州、台州、芜湖、淮南、泉州、莆田、上饶、淄博、赣州、临沂、洛阳、安阳、十堰、襄阳、株洲、衡阳、东莞、惠州、柳州、桂林、三亚、绵阳、南充。遵义、曲靖、榆林、宝鸡
2024	62	邢台、张家口、秦皇岛、长治、晋中、乌海、通辽、抚顺、本溪、辽阳、四平、通化、白山、双鸭山、大庆、伊春、淮安、盐城、南通、常州、绍兴、湖州、金华、蚌埠、淮北、宣城、漳州、龙岩、九江、萍乡、抚州、烟台、潍坊、菏泽、新乡、许昌、南阳、黄石、荆州、湘潭、邵阳、岳阳、佛山、珠海、江门、汕头、潮州、梧州、榆林、北海、泸州、乐山、宜宾、六盘水、毕节、丽江、昭通、渭南、延安、白银、武威、石嘴山
2025	147	其余147个地级市
全国297个地级市及以上城市全部推行完毕		

数据来源：东吴证券研究所整理

2.3.垃圾分类产业链：厨余处理空间广阔

据《中国城市建设统计年鉴2017》数据，2017年全国地级及以上城市生活垃圾清运量为1.76亿吨/年，为全国城市垃圾清运量的81.97%。采用中国再生资源回收利用协会数据，假设厨余垃圾占生活垃圾的比重为56%，则估计全国地级及以上城市厨余垃圾清运量为27.07万吨/日。

厨余垃圾投资市场蕴藏千亿空间。以100个餐厨垃圾试点城市的平均餐厨垃圾

项目单吨投资额 76.6 万元/天、处理费 197 元作为合理估计值, 可得上海环境松江、上海环境嘉定、海峡环保福州、首创环保宁波 (一期) 4 个项目的平均厨余垃圾单吨投资额为 141.5 (万元/t d)。考虑到厨余垃圾含水量较高, 假设厨余垃圾处理费是餐厨垃圾的 1.5 倍为 295.7 (元/t d), 以地级及以上城市平均每天产生约 27 万吨厨余垃圾测算, 在中性情景下 (即垃圾分类完成率为 50%), 厨余垃圾总投资额市场空间为 1915 亿; 按厨余垃圾处理设备总投资额的 38% 计算, 对应市场空间为 728 亿; 按核心设备占厨余处理设备的 50% 计算, 对应市场空间为 364 亿; 厨余垃圾运营处理市场的空间为 146 亿/年, 市场空间广阔。

表 5: 厨余垃圾处理设备预计蕴藏千亿空间

投资方	上海环境	上海环境	海峡环保	首创环保
项目名称	上海松江湿垃圾资源化处理项目	上海嘉定湿垃圾资源化处理项目	福州红庙岭厨余垃圾处理厂项目	宁波市厨余垃圾处理厂 (一期)
公告日	2018/8/11	2019/2/2	2018/12/5	2018/4/29
投资 (万元)	80384	54221	56666	30066
处置规模合计 (t/d)	530	570	800	400
其中: 厨余垃圾 (t/d)	350	200	800	400
其中: 餐饮垃圾 (t/d)	150	300		
其中: 废弃油脂 (t/d)	30	70		
单吨投资 (万元/t d)	151.67	95.12	70.83	75.17
假设餐饮垃圾单吨投资 (万元/t d)	76.64	76.64		
测算厨余垃圾单吨投资 (万元/t d)	210.02	210.02	70.83	75.17
平均厨余垃圾单吨投资 (万元/t d)	141.51			
地级市厨余处理量 (万吨/d)	敏感性分析	保守	中性	乐观
27.1	处理率	25%	50%	100%
测算厨余垃圾处理项目总投资额: 亿元		957.51	1915.03	3830.05
假设厨余处理设备总投资额比例	38%	363.86	727.71	1455.42
假设核心设备占厨余处理设备比例	50%	181.93	363.86	727.71
测算厨余垃圾运营处理市场空间: 亿元/年		73.02	146.05	292.09
假设厨余垃圾运营处理费 (元/t)	295.67			

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

厨余垃圾投资需求于 2020 年集中释放, 之后每年呈稳定趋势。厨余垃圾投资需求于 2020 年同比增长 385.59%, 此后保持稳定, 其中厨余垃圾总投资市场空间每年稳定在 305 亿左右; 厨余垃圾处理设备市场空间每年稳定在 116 亿左右; 厨余垃圾处理核心设备市场空间每年稳定在 58 亿左右; 厨余垃圾运营处理每年新增市场空间稳定在 23 亿左右, 逐年增长至 2025 年达到 146 亿。

表 6：厨余垃圾处理设备年化投资额变化趋势

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	总计
假设垃圾分类完全推广节奏	上海市	7 个重点试点城市	12 个重点城市	26 个重点城市	42 个地级市	62 个地级市	147 个地级市	全国地级及以上城市
对应厨余清运量 (万吨/d)	1.14	4.40	4.45	4.63	4.27	3.65	4.52	27.07
假设垃圾分类完成率	50%							
对应厨余垃圾处理量 (万吨/d)	0.57	2.20	2.23	2.32	2.14	1.82	2.26	13.53
平均厨余垃圾单吨投资 (万元/t·d)	141.51							
厨余垃圾总投资市场空间 (亿元)	80.66	311.03	315.11	327.84	302.36	257.98	320.04	1915.03
厨余垃圾处理设备市场空间 (亿元)	30.65	118.19	119.74	124.58	114.90	98.03	121.62	727.71
厨余垃圾处理核心设备市场空间 (亿元)	15.33	59.10	59.87	62.29	57.45	49.02	60.81	363.86
厨余垃圾运营处理新增市场空间 (亿元)	6.15	23.72	24.03	25.00	23.06	19.67	24.41	146.05
厨余垃圾运营处理市场空间 (亿元)	6.15	29.87	53.90	78.91	101.96	121.64	146.05	——

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

典型餐厨垃圾处理项目具有近 7% 的投资回报率。选取维尔利常州餐厨废弃物处理项目作为典型餐厨项目进行分析。该项目投资额 1.7 亿元，资本金投入约 1.05 亿元，餐厨垃圾处理规模为 260t/d。按中性情景来看，收入来源主要为餐厨垃圾处理费收入 2273 万/年，发电收入 279 万/年，提油收入 1156 万/年，成本主要是财务费用 319 万/年，摊销费用 708 万/年，运营成本 1881 万/年，预计实现税前利润 800 万/年，由于该项目公司享受所得税优惠，目前 12.5% 税率计征，预计全年净利润 700 万/年，ROE 约为 6.67%。

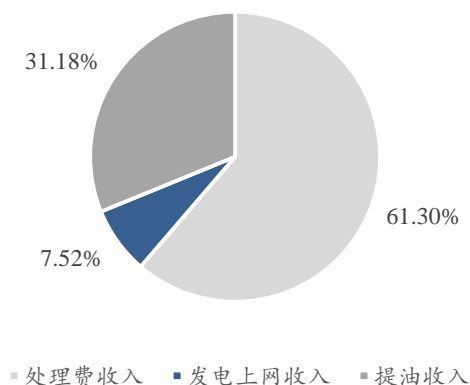
表 7：维尔利常州餐厨废弃物处理项目投资回报测算

项目	乐观	中性	悲观
①年处理费 (万元)	2273	2273	2273
②余电上网全收入 (万元/年)	300	279	257
③年提油收入 (万元/年)	1651	1156	991
总收入 (万元/年)	4225	3708	3521
①利息费用 (万元/年)	319	319	319
②摊销费用 (万元/年)	708	708	708
③运营成本 (万元/年)	1881	1881	1881
总成本 (万元/年)	2908	2908	2908
税前利润	1317	800	613
净利润 (万元)	1152	700	537
ROE(%)	10.97%	6.67%	5.11%

备注：常州维尔利目前享受减半征收企业所得税优惠，即适用 12.5% 的所得税率

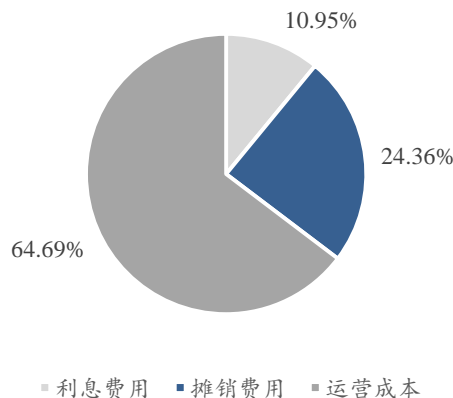
数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

图 5：中性假设下典型项目收入结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

图 6：中性假设下典型项目成本结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

2.4.垃圾分类产业链：环卫清运设备边际增加

至 2025 年需新增 3.25 万台厨余垃圾清运车。根据中国产业信息网垃圾运输车的载重结构占比数据，以 8.3 吨/台作为垃圾运输车的平均载重，假设厨余垃圾每日清运 1 次，可推算出，至 2025 年需要新增 32494 台厨余垃圾清运车才能满足垃圾分类后对厨余垃圾的单独清运需求。

厨余垃圾清运装备市场空间达 81.71 亿。根据环卫装备两大龙头公司盈峰环境和龙马环卫的营收和销量数据测算，假设每台垃圾运输车的均价为 25.1 万元，2019-2025 年，厨余垃圾清运装备总市场空间为 81.71 亿元，2019 年市场空间达 3.44 亿，此后每年市场空间稳定在 13 亿左右。按典型公司年报披露的市占率计算，18 年环卫装备行业的市场规模为 354 亿元，可得 19 年市场空间弹性为 1%，20-25 年每年市场空间弹性在 3.7% 左右。

表 8：厨余清运装备市场空间预计可达 81.7 亿元

项目	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	总计
地级市厨余垃圾清运量（万吨/日）	1.14	4.40	4.45	4.63	4.27	3.65	4.52	27.07
清运频次	1							
垃圾运输车平均载重（吨）	8.33							
厨余运输车需求数（台）	1369	5278	5347	5563	5130	4377	5430	32494
垃圾运输车单价（万元/台）	25.15							
厨余清运装备市场空间（亿元）	3.44	13.27	13.45	13.99	12.90	11.01	13.66	81.71
对应 18 年环卫装备行业市场空间弹性	0.97%	3.75%	3.80%	3.95%	3.64%	3.11%	3.86%	——

数据来源：中国城市建设统计年鉴，中国产业信息网，东吴证券研究所

2.5.垃圾分类产业链：清运服务增长高于设备

厨余垃圾清运服务新增市场空间达 104 亿/年。依据厨余垃圾运输装备新增数量&单台运输车需新增运营成本，测算厨余清运服务新增市场空间。根据 2018 年全国城镇非私营单位平均工资 6871 元/月，假设每台厨余清运车需配一名司机一名服务人员，垃圾清运员工平均税前工资为全国城镇非私营单位平均工资的 1.3 倍，则单车人力成本为 17865 元/月。单台运输车每月平均运输距离为 9500 公里，百公里油耗 10 升，油价 7.5 元/升，则单台运输成本为 7135 元/月，单台运输车运营成本为 2.5 万元/月。假设环卫服务合理利润率为 7.0%，则至 2025 年厨余清运服务新增市场空间为 104 亿元/年。

厨余垃圾清运服务增量空间弹性可达 36.66%。2017 年环卫服务市场化中标项目合同金额达 1707 亿元，按 6 年合同期计算，平均 285 亿/年，据此估计至 2025 年厨余垃圾清运服务 104 亿增量空间的弹性可达 36.66%。随着环卫市场的逐步开放、县城及农村环卫服务需求释放、垃圾分类政策的带动，预计未来环卫服务市场空间还会进一步打开。

表 9：厨余清运服务新增市场空间预计可达 104 亿元/年

项目	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
厨余运输车数量（台）	1369	6646	11993	17556	22686	27063	32494
假设垃圾清运员工平均税前工资（元/月）	8932						
厨余运输车人力成本（元/台·月）	17865						
油价（元/升）	7.5						
单位距离油耗（升/百公里）	10						
运输车平均运输距离（百公里/月）	95						
厨余运输车运输成本（元/台·月）	7135						
厨余运输车运营成本（元/台·月）	25000						
环卫服务合理利润率	7.00%						
厨余清运服务新增市场空间（亿元/年）	4.39	21.33	38.50	56.35	72.82	86.87	104.31
对应 17 年环卫服务行业新增市场空间弹性	1.54%	7.50%	13.53%	19.81%	25.60%	30.54%	36.66%

数据来源：中国统计年鉴，公司公告，东吴证券研究所

2.6.垃圾分类产业链：垃圾分类服务方兴未艾

垃圾分类前端运营服务新增市场空间达 392 亿/年。随着垃圾分类政策的不断推行,许多城市已经开始推行垃圾分类运营服务项目,环卫服务市场将进一步扩容。以北京/宁波/邯郸/郑州/镇江四类城市项目为参考,假设城市垃圾分类服务户均费用为 200 元/户年。2017 年全国地级市及以上城市城市户籍户数为 1.96 亿,对应 2025 年城市生活垃圾分类运营服务市场空间为 392.43 亿元/年。2017 年 46 个强制垃圾分类试点城市户籍户数为 1.04 亿,对应 2022 年城市生活垃圾分类运营服务市场空间约为 207.67 亿元/年。

垃圾分类前端运营服务增量空间弹性可达 137.94%。2017 年环卫服务市场化中标项目合同金额达 1707 亿元,按 6 年合同期计算,平均 285 亿/年,据此估计至 2025 年 392 亿增量空间的弹性可达 137.94%。预计随着居民分类习惯的养成,前端分类的政府投入会逐步下降。

表 10: 垃圾分类运营服务项目示例

项目	2019 年垃圾分类小区全覆盖聘请第三方服务项目	城子街道 2019 年垃圾分类服务项目	2019 年东花市街道垃圾分类项目	甬江街道永红社区、梅堰社区垃圾分类服务项目	生活垃圾分类管理系统服务项目	中原区垃圾分类运营服务项目	扬中市垃圾分类市场化服务项目
城市类型	直辖市	直辖市	直辖市	计划单列市	第一批试点	省会城市	其他城市
地区	北京	北京	北京	宁波	邯郸	郑州	镇江
收费标准 (元/户年)	143	117	198	235	119	300	322
中标金额 (万元/年)	459.91	138.52	457.00	50.00	611.47	288.28	299.75

数据来源: 招标网, 东吴证券研究所

表 11: 垃圾分类服务市场空间预计可达 392 亿元/年

项目	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
垃圾分类政策累计推广城市	上海市	8 个重点城市	20 个重点城市	46 个重点城市	88 个地级市	150 个地级市	297 个地级市
垃圾分类服务城市户均费用 (元/户年)	200						
对应地级市及以上城市户数 (亿)	0.05	0.27	0.71	1.04	1.37	1.63	1.96
对应城市生活垃圾分类市场空间 (亿元/年)	10.92	53.06	141.86	207.67	273.98	326.85	392.43
对应 17 年环卫服务行业市场空间弹性	3.84%	18.65%	49.86%	72.99%	96.30%	114.89%	137.94%

数据来源: 中国统计年鉴, 招标网, 东吴证券研究所

2.7.垃圾分类产业链：全产业链需求释放

随着垃圾分类政策的不断推行，厨余垃圾处理市场、环卫设备市场及环卫服务市场需求将会逐步释放。结合实际情况考虑，厨余垃圾总投资/处理设备/运营处理市场均为中性情景下的测算值（即垃圾分类完成率为 50%），前中端的厨余清运装备/清运服务/垃圾分类运营市场空间均为乐观情景下的测算值（即垃圾分类完成率为 100%，考虑最大容量）。

厨余垃圾处理投资市场空间：19-25 年，厨余垃圾总投资额市场空间为 1915 亿，2019 年达 80.66 亿，2025 年达 320.04 亿，19-25 年复合增速达 25.82%。

厨余垃圾清运设备市场空间：19-25 年，厨余垃圾处理设备市场空间达 727.71 亿，其中核心设备市场空间达 363.86 亿。厨余清运装备市场空间达 81.71 亿。

垃圾分类收运处置运营市场空间：至 25 年，厨余垃圾运营处理市场空间达 146.05 亿/年，厨余清运服务市场空间达 104.31 亿/年，生活垃圾分类服务市场空间达 392.43 亿/年。

表 12：垃圾分类下投资/设备/服务市场空间测算总表

项目	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	总计
垃圾分类政策累计推广城市	上海市	8 个重点城市	20 个重点城市	46 个重点城市	88 个地级市	150 个地级市	297 个地级市	全国地级及以上城市
厨余垃圾总投资市场空间（亿元）	80.66	311.03	315.11	327.84	302.36	257.98	320.04	1915.03
设备市场空间								
厨余垃圾处理设备市场空间（亿元）	30.65	118.19	119.74	124.58	114.90	98.03	121.62	727.71
其中核心设备市场空间（亿元）	15.33	59.10	59.87	62.29	57.45	49.02	60.81	363.86
厨余清运装备市场空间（亿元）	3.44	13.27	13.45	13.99	12.90	11.01	13.66	81.71
总计	34.09	131.46	133.19	138.57	127.80	109.04	135.27	809.42
服务市场空间								
厨余垃圾运营处理市场空间（亿元/年）	6.15	29.87	53.90	78.91	101.96	121.64	146.05	——
厨余清运服务市场空间（亿元/年）	4.39	21.33	38.50	56.35	72.82	86.87	104.31	——
生活垃圾分类服务市场空间（亿元/年）	10.92	53.06	141.86	207.67	273.98	326.85	392.43	——
总计	21.47	104.27	234.27	342.93	448.77	535.36	642.78	

数据来源：中国统计年鉴，中国产业信息网，招标网，东吴证券研究所

3.垃圾分类下财政投入&居民付费增加，分类习惯养成将有效缓解付费压力

3.1.垃圾分类下政府财政投入测算

中性条件下（50%垃圾分类率），厨余垃圾每年拟新增 643 亿运营费用。特许经营模式下，垃圾分类所导致的初始投入由企业承担，因此政府所需支付的厨余垃

圾处理运营费用=厨余垃圾处理费+厨余垃圾清运费+前端垃圾分类运营服务费。经过上文的测算，可得全国 293 个地级市厨余垃圾处理运营费 643 亿元/年=厨余垃圾处理费 146 亿/年+厨余垃圾清运费 104 亿/年+前端垃圾分类运营服务费 392 亿/年，占 2018 年全国财政支出比重 0.29%（由于 293 个地级市财政支出总计数据缺失，采用全国口径进行比较）。

地级市规模影响厨余垃圾运营费构成和财政占比。考虑到 293 个地级市城市规模不同，取上海市和南充市分别作为大/小型城市的案例，做新增政府支出分析测算。

1) 以上海市为例：上海市垃圾清运吨数为 743.07 万吨/年，按 56%的比例测算则厨余垃圾为 416.12 万吨/年，占全国 239 个地级市垃圾比重为 4.22%。按上文相同方法测算上海厨余垃圾处理费为 6.15 亿元/年，清运费为 4.39 亿元/年，垃圾分类服务费为 10.92 亿元/年，则上海厨余垃圾处理运营费总计达 21.47 亿元/年。2018 年上海市一般公共预算收入为 7108.1 亿元，支出为 8351.5 亿元，财政赤字为 1243.3 亿元，赤字/收入为 17.5%。**厨余垃圾分类带来上海市的财政支出增加 21.47 亿元/年，占上海市财政支出的 0.26%。**

2) 以南充市为例：南充市垃圾清运吨数为 43.67 万吨/年，按 56%的比例测算厨余垃圾为 24.46 万吨/年，占全国 239 个地级市垃圾比重 0.258%。按上文相同方法测算南充市厨余垃圾处理费为 0.36 亿元/年，清运费为 0.26 亿元/年，垃圾分类服务费为 4.09 亿元/年，则南充市厨余垃圾处理运营费总计达 4.71 亿元/年。2018 年南充市一般公共预算收入为 113.9 亿元，支出为 495.2 亿元，加上上级补助后财政收支基本平衡。**厨余垃圾分类带来南充市的财政支出增加 4.71 亿元，占南充市财政支出的 0.95%。**

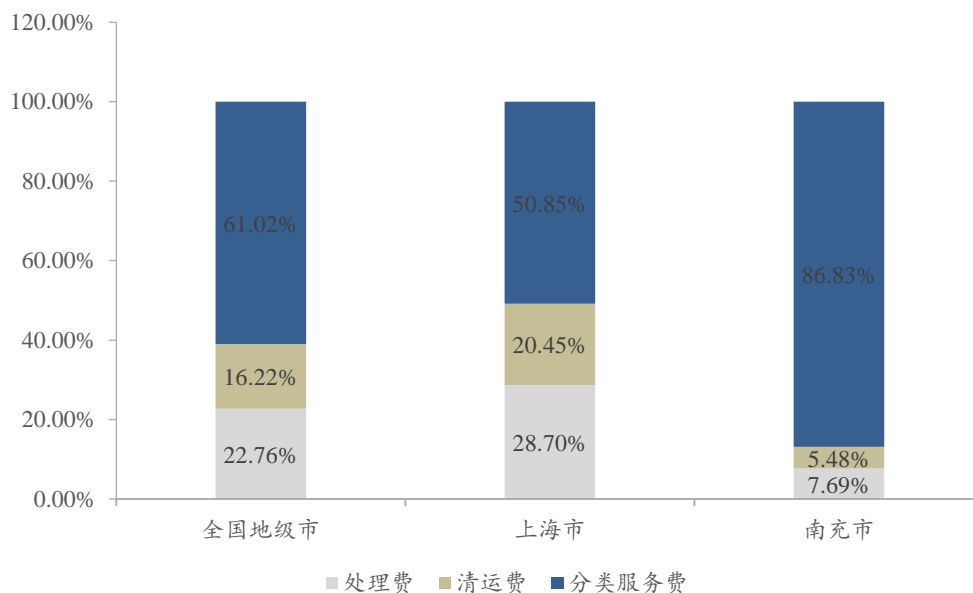
由下表数据可以得出：全国 293 个地级市的厨余垃圾运营费用占全国财政支出比重为 0.29%，地级市的城市规模越小，厨余垃圾运营费占财政支出的比重越大，并且垃圾分类服务费的比重也相应越高。

表 13：厨余垃圾分类新增财政支出

地区	厨余垃圾清运吨数 (万吨/年)	垃圾处理费 (亿/年)	占比	垃圾清运费 (亿/年)	占比	垃圾分类服务费 (亿/年)	占比	厨余垃圾处理运营合计 (亿/年)	对财政支出比重
全国地级市	9878.99	146.05	23%	104.31	0.16	392.43	61%	642.78	0.29%
上海市	416.12	6.15	29%	4.39	0.20	10.92	51%	21.47	0.26%
南充市	24.46	0.36	8%	0.26	0.05	4.09	87%	4.71	0.95%

数据来源：中国统计年鉴，东吴证券研究所

图 7：厨余垃圾处理运营费用结构



数据来源：中国统计年鉴，东吴证券研究所

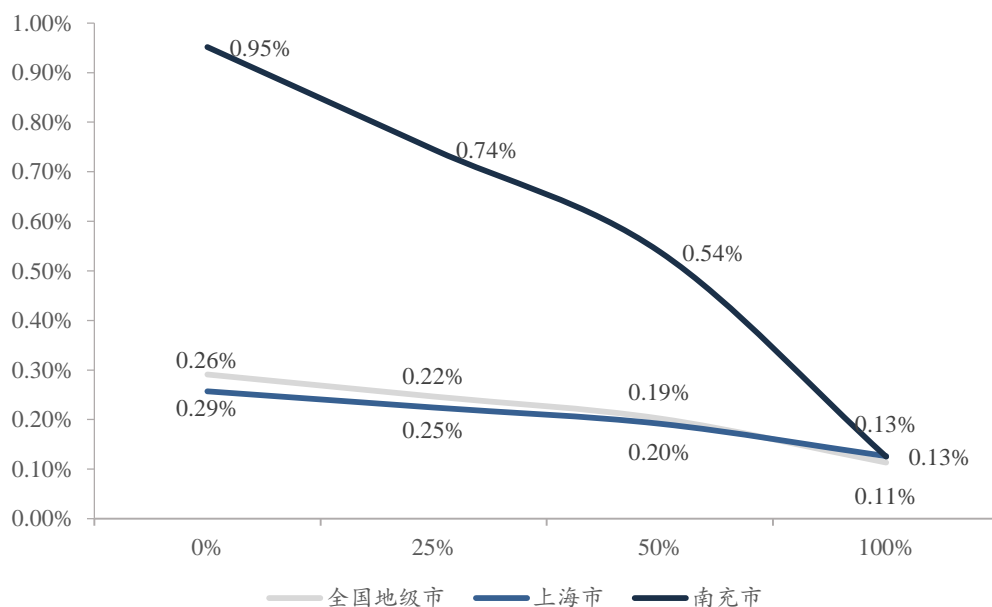
预计分类习惯养成后将有效减轻财政支出压力。分类习惯形成将带来生活垃圾分类服务费用的下降，进而减少新增的财政支出压力，假定分类服务下降比例分别为 0%、25%、50%、100% 时进行敏感性分析，可得当垃圾服务费下降至 100% 时，全国地级市厨余垃圾年运营费用为 250 亿/年，比未形成垃圾分类习惯时下降 61.05pct，占 18 年全国财政支出的 0.11%；上海市年运营费用为 11 亿/年，比未形成垃圾分类习惯时下降 50.88pct，占 18 年上海财政支出的 0.13%；南充市年运营费用为 1 亿/年，比未形成垃圾分类习惯时下降 86.85pct，占 18 年南充财政支出的 0.13%。同时地级市规模越小，垃圾分类服务费用占厨余垃圾运营费用的比重相对越大，因此预计垃圾分类习惯的推广能更大程度上减轻小型城市的财政负担。

表 14: 分类习惯形成导致的垃圾分类服务费变化

分类服务费 下降比例	0%			25%			50%			100%		
	垃圾 分类 支出	运营 费用= 分类+ 清运+ 处置	财政 支出 占比	垃圾 分类 支出	运营 费用= 分类+ 清运+ 处置	财政 支出 占比	垃圾 分类 支出	运营 费用= 分类+ 清运+ 处置	财政 支出 占比	垃圾 分类 支出	运营 费用= 分类+ 清运+ 处置	财政 支出 占比
全国地级市	392.43	642.78	0.29%	294.32	544.68	0.25%	196.22	446.57	0.20%	0.00	250.35	0.11%
上海市	10.92	21.47	0.26%	8.19	18.74	0.22%	5.46	16.01	0.19%	0.00	10.55	0.13%
南充市	4.09	4.71	0.95%	3.07	3.69	0.74%	2.05	2.67	0.54%	0.00	0.62	0.13%

数据来源: 中国统计年鉴, 各人民政府网站, 招标网, 东吴证券研究所

图 8: 分类习惯形成对财政压力变化



数据来源: 中国统计年鉴, 各人民政府网站, 招标网, 东吴证券研究所

3.2.生产者付费机制下居民付费测算

根据《固废污染环境防治法(修订草案)》提出的按照产生者付费原则实行生活垃圾处理收费制度, 目前拟定的政府支出以支持垃圾分类的形式在规范后将转化为居民付费形式, 也即 To.G 端转变为 To.C 端。基于此测算每户的垃圾处理费用负担。

生产者付费机制下垃圾处理户均月费用为 27.30 元/月。垃圾分类推行后, 新增财政支出 643 亿元/年, 全国地级市总户数为 1.95 亿, 分摊到居民端的户均月费用

27.30 元/月，此费用为落实到“谁生产、谁付费”后垃圾分类带来的居民新增支出费用。

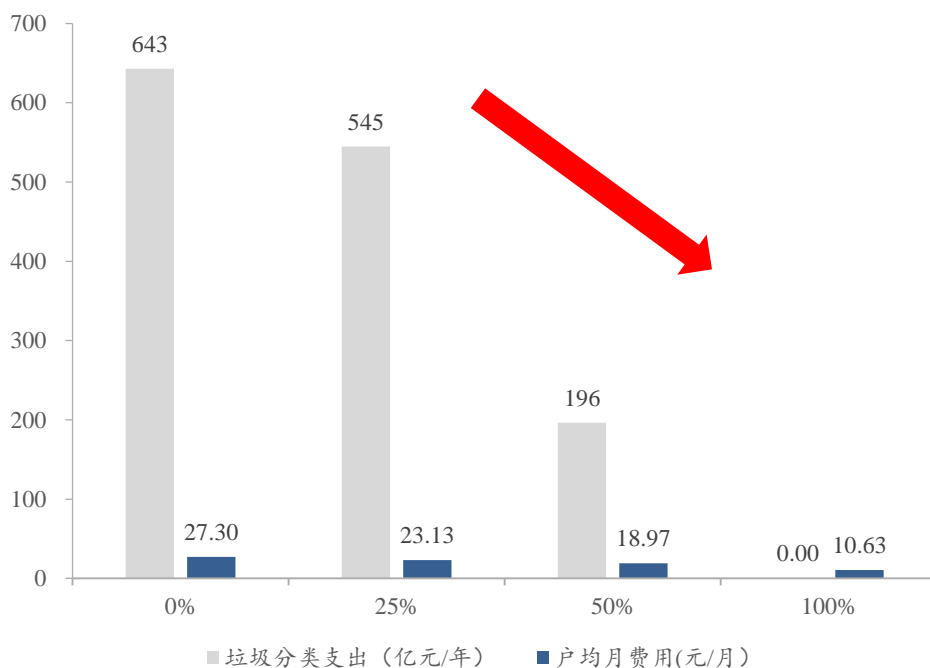
分类习惯形成后居民付费弹性增加。经测算，分类服务费下降 25% 时，户均月费用比未形成垃圾分类习惯时下降 15.26%；下降 50% 时，户均月费用下降 30.53%；下降 100% 时，户均月费用下降 61.05%。可见，垃圾分类习惯养成后居民付费压力将大幅度缓解。

表 15：分类习惯形成后户均月费用变化

分类服务费下降比例		0%			25%			50%			100%		
项目	全国地级市及以上城市户数(万)	垃圾分类支出(亿/年)	运营费用=分类+清运+处置(亿/年)	户均月费用(元/月)	垃圾分类支出(亿元/年)	运营费用=分类+清运+处置(亿/年)	户均月费用(元/月)	垃圾分类支出(亿/年)	运营费用=分类+清运+处置(亿/年)	户均月费用(元/月)	垃圾分类支出(亿/年)	运营费用=分类+清运+处置(亿/年)	户均月费用(元/月)
全国地级市	19621.62	392.43	642.78	27.30	294.32	544.68	23.13	196.22	446.57	18.97	0.00	250.35	10.63
减少比例					-25.00%	-15.26%	-15.26%	-50.00%	-30.53%	-30.53%	-100%	-61.05%	-61.05%

数据来源：中国统计年鉴，东吴证券研究所

图 9：分类习惯形成对居民付费影响



数据来源：中国统计年鉴，东吴证券研究所

4.垃圾分类相关公司受益弹性测算

4.1.维尔利：厨余处理设备市场带来业绩年均弹性达 71.58%

维尔利为厨余垃圾核心处理设备制造行业的领先公司。根据上文测算的厨余垃圾核心处理设备新增市场空间与维尔利市场份额可推算垃圾分类为上市公司带来的业务和业绩增量弹性。

按照维尔利市场份额 20%，垃圾处理设备净利率 16% 测算，可得 2019-2025 年间，1) **收入弹性**：厨余垃圾处理设备新增收入较公司 18 年营业收入的年均弹性可达 50.35%；2) **利润弹性**：厨余垃圾处理设备新增净利润较公司 18 年净利润的年均弹性可达 71.58%。

表 16：维尔利业务与业绩增量弹性测算

项目	数值							
18 年营业收入 (亿元)	20.65							
18 年净利润 (亿元)	2.32							
市占率	20%							
净利率	16%							
项目	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	总计
厨余垃圾处理设备市场空间 (亿元)	15.33	59.10	59.87	62.29	57.45	49.02	60.81	363.86
公司对应厨余垃圾处理设备市场空间 (亿元)	3.07	11.82	11.97	12.46	11.49	9.80	12.16	72.77
对应 18 年收入增量空间弹性	14.84%	57.24%	57.99%	60.33%	55.64%	47.48%	58.90%	50.35%
厨余垃圾处理设备新增净利润 (亿元)	2.45	9.46	9.58	9.97	9.19	7.84	9.73	58.22
公司对应厨余垃圾处理设备净利润 (亿元)	0.49	1.89	1.92	1.99	1.84	1.57	1.95	11.64
对应 18 年净利润增量空间弹性	21.11%	81.38%	82.45%	85.78%	79.11%	67.50%	83.74%	71.58%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2.龙马环卫：环卫清运/垃圾分类服务市场带来业绩弹性达 15.45%/58.12%

龙马环卫为环卫服务行业的领先公司。根据上文测算的环卫服务运营新增市场空间与龙马环卫市场份额可推算垃圾分类为上市公司带来的业务和业绩增量弹性。根据龙马环卫的业务，此处只测算垃圾分类服务与厨余垃圾清运服务带来的增量。

按照龙马环卫市场份额 5%，环卫服务净利率 7% 测算，可得至 2025 年，1) **收入弹性**：厨余垃圾清运服务市场空间对应收入弹性为 15.14%、垃圾分类服务市场空间对应收入弹性为 56.98%；2) **利润弹性**：厨余垃圾清运服务市场空间对应弹性为 15.45%、垃圾分类服务市场空间对应净利润弹性为 58.12%。

表 17：龙马环卫业务与业绩增量弹性测算

项目	数值						
18 年营业收入 (亿元)	34.44						
18 年净利润 (亿元)	2.36						
市占率	5%						
净利率	7%						
项目	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
厨余垃圾清运服务市场空间 (亿元)	4.39	21.33	38.50	56.35	72.82	86.87	104.31
垃圾分类服务市场空间 (亿元)	10.92	53.06	141.86	207.67	273.98	326.85	392.43
环卫服务总体市场空间 (亿元)	15.31	74.40	180.36	264.02	346.81	413.72	496.74
厨余垃圾清运服务对应 18 年收入增量空间弹性	0.64%	3.10%	5.59%	8.18%	10.57%	12.61%	15.14%
垃圾分类服务对应 18 年收入增量空间弹性	1.59%	7.70%	20.60%	30.15%	39.78%	47.46%	56.98%
总环卫服务对应 18 年收入增量空间弹性	2.22%	10.80%	26.19%	38.34%	50.36%	60.07%	72.13%
厨余垃圾清运服务市场新增净利润 (亿元)	0.02	0.07	0.13	0.20	0.25	0.30	0.37
垃圾分类服务市场新增净利润 (亿元)	0.04	0.19	0.50	0.73	0.96	1.14	1.37
环卫服务新增净利润 (亿元)	0.05	0.26	0.63	0.92	1.21	1.45	1.74
厨余垃圾清运服务对应 18 年净利润增量空间弹性	0.65%	3.16%	5.70%	8.35%	10.78%	12.87%	15.45%
垃圾分类服务对应 18 年净利润增量空间弹性	1.62%	7.86%	21.01%	30.75%	40.58%	48.41%	58.12%
环卫服务对应 18 年净利润增量空间弹性	2.27%	11.02%	26.71%	39.10%	51.36%	61.27%	73.57%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5.垃圾清运量增长背景下，垃圾分类未对垃圾焚烧设施产生明显影响

生活垃圾清运量增长背景下，垃圾分类对垃圾焚烧未产生明显影响。垃圾分类后厨余垃圾的单独处理将影响原有垃圾焚烧量，但是厨余垃圾处置后的沼渣仍然需要无害化处置，而垃圾产生量的自然增长趋势不可逆。因此，从焚烧减少量及焚烧增加量两方面对比测算垃圾分类推行后对现有垃圾焚烧行业的影响。关于热值的影响，由于当前锅炉按照当前热值参数设计，已有先决限制，本文着重讨论焚烧量的变化。

垃圾减量：依据上文假设垃圾分类完全推广节奏得出 2019-2025 年对应城市厨余垃圾清运量。由于厨余垃圾分类存在不完全性以及厨余垃圾分类处置后仍有一部分沼渣需要再次进入垃圾焚烧设施中焚烧。因此中性假设厨余垃圾分类完成率为 50%，厨余垃圾非焚烧处理率为 70%（沼渣比例为 30%），可得每年对应的厨余垃圾非焚烧处理量（即焚烧减少量）。

垃圾增量：由于我国生活垃圾清运量仍处于增长期，此处选取 2007-2017 年生活垃圾清运量复合增速 3.53% 为生活垃圾清运量增速假设值，以 2017 年地级及以

上城市生活垃圾清运量*增速 3.53%线性推算每年生活垃圾清运量增量，可得2019-2025年每年全国地级及以上城市生活焚烧累计增加量（即焚烧增量）。

经测算 19-25 年间，生活垃圾清运量&焚烧比例提升带来的垃圾焚烧增量与垃圾分类带来的垃圾焚烧减量的对冲差额将从 19 年 1.37 万吨/日逐步扩大至 25 年 4.27 万吨/日，表示垃圾焚烧增量增速高于焚烧减量。同时考虑到未来生活垃圾清运量增速加快，人均生活垃圾产量提升以及生活垃圾焚烧比例提升，实际生活垃圾增量有望进一步提升。因此我们认为垃圾分类对垃圾焚烧量未产生明显影响，未来随着生活垃圾清运量及焚烧比例不断上升，垃圾焚烧市场空间仍有望进一步增长。

表 18：生活垃圾焚烧量对冲测算

项目		2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
垃圾分类完全推广节奏		上海市	8 个重点城市	20 个重点城市	46 个重点城市	88 个地级市	150 个地级市	297 个地级市
焚烧减量 (万吨/d)	对应城市厨余清运量 (万吨/d)	1.14	5.54	9.99	14.62	18.90	22.54	27.07
	垃圾分类完成率	50%						
	厨余垃圾非焚烧处理率	70%						
	对应城市厨余垃圾处理量 (万吨/d)	0.57	2.77	4.99	7.31	9.45	11.27	13.53
	对应城市厨余垃圾非焚烧处理量 (万吨/d)	0.40	1.94	3.50	5.12	6.61	7.89	9.47
焚烧增量 (万吨/d)	生活垃圾清运量增速	3.53%						
	对应城市生活垃圾清运量累计增加量 (万吨/d)	1.77	3.59	5.49	7.44	9.47	11.57	13.75
对冲差额 (万吨/d)		1.37	1.66	1.99	2.33	2.86	3.68	4.27

数据来源：中国统计年鉴，东吴证券研究所

■ 风险提示：政策推广不及预期、行业竞争加剧、项目进展不及预期、成本上升

2.2. 东江环保点评：工业废物处置业务增长，经营性现金流改善

投资要点：

事件：2019 年上半年公司实现营业收入 16.90 亿元，同比增长 1.67%；归母净利润 2.52 亿元，同比减少 5.08%；扣非归母净利润 2.35 亿元，同比减少 7.79%；加权平均 ROE 同比降低 0.83pct，至 6.06%。

业务结构持续优化，工业废物处置业务高速增长。2019H1 公司毛利率提高 1.07pct 至 36.69%，主要得益于高毛利率的工业废物处置业务营收占比提升。分板块来看，1)

工业废物处置业务实现营收 7.97 亿元，同比增长 31.54%，营收占比为 47.16%，毛利率率同比提升 2.08pct 至 48.94%；2) 工业废物资源化利用业务实现营收 5.66 亿元，同比减少 13.64%，营收占比为 33.47%，毛利率微降 0.40pct 至 26.93%；3) 市政废物处置业务实现营收 1.06 亿，同比减少 5.64%，营收占比 6.30%，毛利率降低 7.07pct 至 7.88%；4) 环境工程与服务业务实现营收 0.75 亿，同比减少 37.57%，营收占比 4.41%，毛利率降低 3.00pct 至 22.34%。

19H1 新增危废资质 35.5 万吨/年，在申请+在建+拟建危废产能达 83.4 万吨/年。19H1 公司新增投产项目 3 个，取得危废资质项目 1 个，新增危废经营资质合计 35.5 万吨/年，据统计截止 18 年底公司存量危废资质已达 167 万吨/年左右，新增资质约为存量资质的 21%，产能快速释放；正在申请危废资质的项目 3 个，资质合计 8.9 万吨/年；在建项目 4 个，设计资质合计 13.5 万吨/年；拟建项目 7 个，设计资质约 61 万吨/年，项目储备充足。

期间费用率上升 2.45pct，销售及财务费用增幅较大。2019H1 公司期间费用（加回研发费用）同比增长 15.69% 至 3.4 亿元，期间费用率同比上升 2.45pct 至 20.15%。其中销售费用率同比上升 0.79pct 至 3.29%，主要系公司加强公司业务品牌宣传及管理所致。管理（加回研发费用）费用率同比上升 0.73pct 至 12.74%。财务费用率同比上升 0.93pct 至 4.12%，主要系在建工程转固后致使利息费用化增加所致。

经营性净现金流同比增长 95.32%。2019H1 公司经营活动现金流净额 5.83 亿元，同比增加 95.32%；投资活动现金流净额-3.46 亿元，同比增加 23.95%；筹资活动现金流净额 0.38 亿元，同比增加 3.72%。

抢先布局粤港澳大湾区，9 大项目已落地。《粤港澳大湾区发展规划纲要》中明确指出，要加强危废区域协同处理能力建设，强化跨境转移监管，提升固废的无害化、减量化、资源化水平。目前，公司已有 9 个危废处置项目落户粤港澳大湾区的 5 个城市，共取得资质 88.29 万吨/年，在建设能力为 45.8 万吨/年。公司是广东省唯一的省属国资危废处置平台，有望充分受益粤港澳大湾区带来的发展机遇。

国资接连入驻，产业布局有望快速扩张。18 年以来，大股东广晟集团股比增持至 18.89%，江苏省属国资汇鸿集团持股 5.7% 成为第二大股东，公司国资背景持续加强。近日，公司与汇鸿集团拟分别出资 0.8 亿、1.2 亿在南京设立合资公司，此次合作有望充分发挥汇鸿集团在江苏境内的地域与资源优势，快速推进公司在华东区域环保产业的布局，进一步提升盈利能力。

盈利预测与投资评级：考虑股份回购的影响后，我们预计公司 19-21 年的 EPS 分别为 0.59、0.75、0.91 元，对应 PE 分别为 17、13、11 倍，维持“买入”评级。

风险提示：危废处理价格下行；项目进展不达预期；市场竞争加剧

正文

事件:

2019年上半年公司实现营业收入16.90亿元,同比增长1.67%;归母净利润2.52亿元,同比减少5.08%;扣非归母净利润2.35亿元,同比减少7.79%;加权平均ROE同比降低0.83pct,至6.06%。

点评:

1.工业废物处置业务快速增长,期间费用率上升

业务结构持续优化,工业废物处置业务高速增长。2019年上半年公司实现营业收入16.90亿元,同比增长1.67%;归母净利润2.52亿元,同比减少5.08%;毛利率提高1.07pct至36.69%,主要得益于高毛利率的工业废物处置业务营收占比提升。分板块来看,1)工业废物处理处置业务实现营收7.97亿元,同比增长31.54%,营收占比为47.16%,毛利率同比提升2.08pct至48.94%;2)工业废物资源化利用业务实现营收5.66亿元,同比减少13.64%,营收占比为33.47%,毛利率微降0.40pct至26.93%;3)市政废物处理处置业务实现营收1.06亿,同比减少5.64%,营收占比6.30%,毛利率降低7.07pct至7.88%;4)环境工程与服务业务实现营收0.75亿,同比减少37.57%,营收占比4.41%,毛利率降低3.00pct至22.34%。

新增危废资质35.5万吨/年,约占存量危废资质的21%,无害化产能快速释放。报告期内,公司3个项目取得危废资质并投产,1个项目取得危废资质。其中南通东江2万吨/年焚烧项目、兴业东江7.15万吨/年综合利用及处理项目和韶关东江8.95万吨/年综合利用及处理项目等3个项目取得危废资质并投入运营;潍坊东江取得17.4万吨/年的危废经营资质,合计获得危废经营资质35.5万吨/年,其中焚烧填埋资质达14.3万吨。据我们统计,截止18年底公司存量危废资质已达167万吨/年左右,新增危废资质约为存量资质的21%,公司无害化产能得到快速释放。

在申请+在建+拟建危废资质达83.4万吨/年,项目储备充足。截止19年6月,公司正在申请危废经营许可证的项目3个:唐山万德斯、福建绿洲焚烧部分以及南通东江物化部分,资质合计8.9万吨/年;在建项目4个:厦门东江改扩建项目、绍兴华鑫、佛山富龙、福建绿洲填埋物化部分,设计资质合计13.5万吨/年;拟建项目7个:珠海富山、龙岗东江等离子项目、揭阳东江、韶关再生资源填埋部分、绵阳东江、邯郸东江、宝安东江技改项目,设计资质约61万吨/年。上述项目全部建成后预计将新增83.4万吨/年的处置能力,项目储备充足,将有效保障公司长期、稳定的高质量发展。

表 19: 公司危废处置项目进展

项目进度	项目名称	项目规模(万吨/年)	项目类型
------	------	------------	------

新增	南通东江	2	焚烧
	兴业东江	7.15	综合利用及处理
	韶关东江	8.95	综合利用及处理
	潍坊东江	17.4	
	新增资质合计达 35.5 万吨/年		
资质申请	唐山万德斯	5.4	焚烧、填埋及物化
	福建绿洲	2	焚烧
	南通东江	1.5	物化
	在申请资质合计达 8.9 万吨/年		
在建	厦门东江改扩建、绍兴华鑫、佛山富龙、福建绿洲		
	在建设资质合计达 13.5 万吨/年		
拟建	珠海富山、龙岗东江、揭阳东江、韶关再生资源、绵阳东江、邯郸东江、宝安东江技改		
	拟建设资质合计达 61 万吨/年		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

期间费用率上升 2.45pct，销售及财务费用增幅较大。2019 年上半年公司期间费用（加回研发费用）同比增长 15.69% 至 3.4 亿元，期间费用率同比上升 2.45pct 至 20.15%。其中，销售费用同比增加 33.74% 至 0.56 亿元，销售费用率同比上升 0.79pct 至 3.29%，主要系报告期内公司危废市场竞争更加激烈，公司加大市场开拓力度，加强公司业务品牌宣传及管理所致。管理（加回研发费用）同比增加 7.82% 至 2.15 亿元，管理（加回研发费用）费用率同比上升 0.73pct 至 12.74%，主要系折旧费用增加所致。财务费用同比增加 31.18% 至 0.7 亿元，财务费用率同比上升 0.93pct 至 4.12%，主要系上年度公司加快项目建设进度，在建工程转固后致使报告期内利息费用化增加所致。

销售净利率及财务杠杆下降使 ROE 同比下降 0.83pct。2019 年上半年公司加权平均净资产收益率同比下降 0.83pct 至 6.06%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2019 年上半年公司销售净利率为 17.22%，同比下降 1.63pct，总资产周转率为 0.17（次），同比下降 0.01（次），权益乘数从 18 年上半年的 2.48 下降至 19 年上半年的 2.46。

2. 资产负债率基本持平，营运效率略降

资产负债率基本持平，营运效率略降。2019 年上半年公司资产负债率为 53.24%，同比增长 0.05pct，较上年末增长 1.33pct。2019 年上半年公司应收账款同比增长 6.43% 至 7.54 亿元，应收账款周转天数同比增加 0.97 天至 76.93 天；存货同比减少 15.3% 至 2.73 亿元，存货周转天数同比减少 5.22 天至 48.19 天；应付账款同比减少 11.18% 至 6.2 亿元，应付账款周转天数同比减少 18.87 天至 99.12 天，使净营业周期同比增加 14.63 天至 26 天。

3.小贷公司客户贷款回笼，致经营性现金流大幅增长

经营性净现金流同比增长 95.32%至 5.83 亿元。1) 2019 年上半年公司经营活动现金流净额 5.83 亿元，同比增加 95.32%，主要系公司工业废物处理业务提升而增加经营性现金流入以及小贷公司客户贷款回笼所致；2) 投资活动现金流净额-3.46 亿元，同比增加 23.95%，主要系报告期内项目投资支出减少所致；3) 筹资活动现金流净额 0.38 亿元，同比增加 3.72%。

4.行业景气度延续，龙头产能有望持续扩张

政策加速产能缺口弥合，行业景气度延续。近年来，生态环境部重点推行“坚决禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革”、“组织开展“无废城市”建设试点”，开展“着力实施打击固体废物非法转移倾倒专项行动”、“废铅蓄电池污染防治专项行动”、“长江经济带固体废物大排查”、“清废行动 2019”等一系列固废领域工作，明确指出要加强危险废弃物的排查、处置与监管，“响水爆炸事件”更是加速规范治理。截至 2017 年全国的危险废物利用处置能力约为 7500 万吨，我们预计危废实际产生量近 1 亿吨，行业产能缺口明显。同时行业壁垒较高，部分危废处置企业受获取渠道单一、邻避效应等多种因素的影响，有效产能不足。随着政策力度加大，危废行业缺口有望快速弥合，景气度持续提升。同时监管趋严驱使行业进入整合期，广晟支持下公司作为龙头有望率先获益。

商业模式清晰，带来优质现金流。由于危废处置企业的上游客户主要是大型工业企业：1) 盈利能力较为稳定，经营波动的风险较小；2) 法律意识相对较强，更加注重危废的合规处置；3) 无论是资源化还是无害化，市场化程度较高，收费机制透明，因此，危废处置行业的商业模式清晰、客户资质较好，现金流状况稳健，在市场估值体系重构的形势下，有望获得现金流和确定性溢价。

抢先布局粤港澳大湾区，9 大项目已落地。《粤港澳大湾区发展规划纲要》中明确指出，要加强危废区域协同处理能力建设，强化跨境转移监管，提升固废的无害化、减量化、资源化水平。目前，公司已有 9 个危废处置项目落户粤港澳大湾区 5 个城市，分别为宝安东江、东江威立雅、东莞恒建、惠州东江、佛山富龙、珠海永兴盛、珠海富山、龙岗东江、江门东江等，已取得资质 88.29 万吨/年，在建设能力为 45.8 万吨/年。公司是广东省唯一的省属国资危废处置平台，有望充分受益粤港澳大湾区带来的发展机遇。

国资接连入驻，产业布局有望快速扩张。广晟集团自 16 年变为公司实控人后，18 年通过股份协议转让进一步增持公司股份，目前广晟集团持股比例占总股本的 18.89%，同年江苏省国资委控股企业汇鸿集团也通过股权转让入驻公司成为第二大股东，持股比例占总股本的 5.7%，公司国资背景持续加强。近日，公司与汇鸿集团拟分别出资 8000 万、12000 万在南京设立合资公司，此次合作有望充分发挥汇鸿集团作为国资平台在江苏境内的地域优势与资源背景，从而快速推进公司在华东区域环保产业的布局，有望增

强区域核心竞争力和市场影响力，进一步提升盈利能力。

盈利预测与投资评级：考虑股份回购的影响后，我们预计公司 19-21 年的 EPS 分别为 0.59、0.75、0.91 元，对应 PE 分别为 17、13、11 倍，维持“买入”评级。

风险提示：危废处理价格下行；项目进展不达预期；市场竞争加剧

2.3. 国祯环保中报点评：经营业绩稳健增长，轻资产模式红利可期

■ **事件：**2019 年上半年公司实现营业收入 16.86 亿元，同比增长 6.96%；归母净利润 1.56 亿元，同比增长 12.1%；扣非归母净利润 1.53 亿元，同比增长 11.17%；加权平均 ROE 同比提高 0.72pct，至 6.82%。

■ **运营业务收入同比增长 20%，工程业务收入基本持平。**19H1 公司毛利率提高 2.16pct 至 25.89%，主要系高毛利率的运营服务营收占比提升所致。分板块来看，1) 运营服务实现营收 6.45 亿元，同比增长 20.00%，营收占比为 38.29%，毛利率微降 0.67pct 至 37.97%；2) 工程建设业务实现营收 9.63 亿元，同比微增 0.98%，营收占比为 57.14%，毛利率同比提升 2.47pct 至 17.04%；3) 设备制造业务实现营收 0.72 亿元，同比减少 13.82%，营收占比为 4.26%，毛利率微降 0.33pct 至 32.12%。

■ **19H1 新增 4.79 亿元投资订单和 18.51 亿元工程订单。**19H1 公司新增投资类项目 5 个，涉及投资金额 4.79 亿元，期末未完成投资额 52.76 亿元；新增工程项目 50 个，其中 EPC 项目 44 个，涉及金额 16.07 亿元，EP 项目 6 个，涉及金额 2.43 亿元，涉及金额合计 18.51 亿元，同比增长 63.69%，期末工程类在手订单 50.08 亿元。

■ **期间费用率基本持平。**19H1 公司期间费用（加回研发费用）同比增长 16.54%至 2.6 亿元，期间费用率上升 1.27pct 至 15.42%。其中，销售、管理（加回研发费用）、财务费用率分别下降 0.26pct、下降 0.18pct、上升 1.71pct 至 2.88%、5.53%、7.01%。

■ **实际经营性净现金流同比增长 204%。**19H1 公司经营活动现金流净额-7.1 亿元，同比减少 277.79%，不含特许经营权支出后的经营性净现金流为 5.7 亿元，增长 204%；投资活动现金流净额-2.06 亿元，同比增加 37.23%；筹资活动现金流净额 24.96 亿元，同比增加 561.06%。

■ **两大央企战略入股，开启轻资产运营模式，现金流扩张红利可期。**三峡和中节能

集团在长江大保护计划中的骨干作用毋庸置疑，芜湖模式中作为牵头方主要负责项目投资建设，而公司负责轻资产运营。报告期内，三峡集团、中节能集团两大央企定增战略入股后，加上其子公司合并考虑的持股占比分别为 11.64% 和 8.71%，为公司前 4 大股东，有利于发挥彼此之间的协同效应。公司目前已中标长江大保护首批试点城市之一的芜湖项目，第二批试点城市也已开启，“轻资产运营”规模有望快速扩张，优质现金流业务占比快速提升。情景假设 1: 公司在长江大保护计划中市占率 10%，预计可新增 725 万吨/d 委托运营规模，是 18 年公司委托运营水量的 5.18 倍，已投运水量的 1.95 倍。情景假设 2: 预计安徽长江沿线城市提标改造运营规模可带来 297 万吨/d 的受益增量，是 18 年公司委托运营水量的 2.12 倍，已投运水量的 79.96%。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑定增完成后股份摊薄的影响，预计公司 19-21 年 EPS 分别为 0.55/0.73/0.91 元，对应 PE 为 16/12/10 倍，维持“买入”评级

■ **风险提示：**水厂建设进度不达预期、工程项目建设进度不达预期、融资改善不达预期

点评正文：

1. 运营业务收入同比增长 20%，工程业务收入基本持平

运营业务收入同比增长 20%，工程业务收入基本持平。2019 年上半年公司实现营业收入 16.86 亿元，同比增长 6.96%；归母净利润 1.56 亿元，同比增长 12.1%；毛利率提高 2.16pct 至 25.89%，主要系高毛利率的运营服务营收占比提升所致。分板块来看，1) 运营服务实现营收 6.45 亿元，同比增长 20.00%，营收占比为 38.29%，毛利率微降 0.67pct 至 37.97%；2) 工程建设业务实现营收 9.63 亿元，同比微增 0.98%，营收占比为 57.14%，毛利率同比提升 2.47pct 至 17.04%；3) 设备制造业务实现营收 0.72 亿元，同比减少 13.82%，营收占比为 4.26%，毛利率微降 0.33pct 至 32.12%。

19H1 新增 4.79 亿元投资订单和 18.51 亿元工程订单。报告期内，1) 公司新增投资类项目 5 个，均为公司已有项目的提标改造 (BOT)，涉及投资金额合计 4.79 亿元，包括阳春市城区污水处理厂、衡山县污水处理厂、芜湖天门山污水处理厂一期、遵化污水处理厂 IV 类提标改造项目、汨罗市城市污水处理厂一期提质改造及二期扩建项目等，期末未完成投资额 52.76 亿元；2) 新增工程项目 50 个，其中 EPC

项目 44 个，涉及金额 16.07 亿元，EP 项目 6 个，涉及金额 2.43 亿元，涉及金额合计 18.51 亿元，同比增长 63.69%。包括白湖监狱管理分局污水处理设施建设项目 DBO 项目、即墨区农村污水一期治理工程、美国万华项目等；期末工程类在手订单 50.08 亿元。

在手污水处理规模 524 万吨/日，委托运营规模 139 万吨/日。截至 19 年 6 月底，公司已在全国拥有百余座污水处理厂，处理规模 524 万吨/日，其中在建规模 139 万吨/日；托管运营规模 143 万吨/日；公司拥有管网规模 5597 公里/年，污水处理规模进一步扩大，提升公司的可持续发展能力。

表 20：公司订单情况整理：亿元

	2015	2016	2017	2018	2019H1
污水处理规模（万吨/日）	302	377	446	510	524
其中：在建（万吨/日）			96	138	139
已投运规模（万吨/日）			350	372	385
托管运营（万吨/日）			181	140	143
管网规模（公里/年）				5371	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

期间费用率基本持平。2019 年上半年公司期间费用（加回研发费用）同比增长 16.54% 至 2.6 亿元，期间费用率上升 1.27pct 至 15.42%。其中，销售、管理（加回研发费用）、财务费用同比分别减少 1.98%、增加 3.56%、增加 41.52% 至 0.49 亿元、0.93 亿元、1.18 亿元；其中，财务费用增长较多主要系融资规模增加，利息支出增加。销售、管理（加回研发费用）、财务费用率分别下降 0.26pct、下降 0.18pct、上升 1.71pct 至 2.88%、5.53%、7.01%。

销售净利率及财务杠杆上升使 ROE 同比提高 0.72pct。2019 年上半年公司加权平均净资产收益率同比上升 0.72pct 至 6.82%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2019 年上半年公司销售净利率为 9.72%，同比上升 0.29pct，总资产周转率为 0.15（次），同比下降 0.04（次），权益乘数从 18 年上半年的 4.33 上升至 19 年上半年的 5.05。

2. 资产负债率上升，营运效率提升

资产负债率上升，营运效率提升。2019年上半年公司资产负债率为79%，同比上升5.18pct，较年初上升4.3pct。2019年上半年公司应收账款同比增长32.17%至10.58亿元，应收账款周转天数同比增加16.53天至106.87天；存货同比增长13.84%至6.53亿元，存货周转天数同比增加18.18天至89.03天；应付账款同比增长49.23%至16.9亿元，应付账款周转天数同比增加88.71天至254.98天，使净营业周期同比减少54天至-59.08天。

3. 实际经营活动净现金流同比大幅增长

不含特许经营权支出后的经营性净现金流同比增长204%。1) 2019年上半年公司经营活动现金流净额-7.1亿元，同比减少277.79%，不含特许经营权支出后的经营性净现金流为5.7亿元，增长204%；2) 投资活动现金流净额-2.06亿元，同比增加37.23%，主要系部分在建项目投入运营，同比项目投入减少；3) 筹资活动现金流净额24.96亿元，同比增加561.06%，主要系重大项目融资贷款陆续落地。

4. 两大央企战略入股，轻资产运营模式带来三大优势

两大央企战略入股，运营现金流扩张红利可期。三峡和中节能集团在长江大保护计划中的骨干作用毋庸置疑，芜湖模式中作为牵头方主要负责项目投资建设，而公司负责轻资产运营。报告期内，三峡集团、中节能集团两大央企定增战略入股后，加上其子公司合并考虑的持股占比分别为11.64%和8.71%，为公司前4大股东，有利于发挥彼此之间的协同效应。公司目前已中标长江大保护首批试点城市之一的芜湖项目，第二批试点城市也已开启，“轻资产运营”规模有望快速扩张，优质现金流业务占比快速提升。情景假设1:公司在长江大保护计划中市占率10%，预计可新增725万吨/d委托运营规模，是18年公司委托运营水量的5.18倍，已投运水量的1.95倍。情景假设2:预计安徽长江沿线城市提标改造运营规模可带来297万吨/d的受益增量，是18年公司委托运营水量的2.12倍，已投运水量的79.96%。

后PPP时代竞争格局激变，轻资产优质运营模式带来三大优势。当前水处理行业的重大矛盾是长江水环境亟待改善下的庞大投资市场和融资瓶颈之间的矛盾。新模式有效解决瓶颈，凭借运营技术、管理能力获取合作机会的公司享有3大优势：1) 轻资产发展，投资回报率与现金流运营占比双双快速提升。根据委托运营平均

盈利模式测算，平均投资回报率有望从传统项目的 6.24% 提升至轻资产模式下的 51.34%，实现项目收益率 8.22 倍扩张；2) 央企牵头项目城市打包模式，加速市场份额提升。芜湖项目打包 6 个污水处理厂，总运营水量 61.5 万吨，是公司 18 年运营项目平均中标规模的 7.7 倍；3) 加速政府存量水务资产市场化。据 E20 数据显示，我国污水处理存量资产中约 57% 为非市场化项目，随着项目向第三方开放，将打开政府存量资产的市场化空间。

盈利预测与投资评级：考虑定增完成后股份摊薄的影响，预计公司 19-21 年 EPS 分别为 0.55/0.73/0.91 元，对应 PE 为 16/12/10 倍，维持“买入”评级。

风险提示：水厂建设进度不达预期、工程项目建设进度不达预期、融资改善不达预期

2.4. 蓝焰控股中报点评：经营业绩持平，销气收入增长近 20%

■ **事件：**2019 年上半年公司实现营业收入 9.86 亿元，同比减少 1.71%；归母净利润 3.34 亿元，同比增长 1.32%；扣非归母净利润 3.29 亿元，同比增长 0.4%；加权平均 ROE 同比降低 1.58pct，至 8.32%。

■ **煤层气销售收入同增 19.89%，气井建设工程收入下滑。**19H1 公司毛利率微降 0.91pct 至 41.40%。分板块来看，1) 煤层气销售实现营收 6.47 亿元，同比增长 19.89%，毛利率微降 0.97pct 至 45.22%；2) 气井建设工程实现营收 1.81 亿元，同比减少 37.98%，毛利率同比提升 1.95pct 至 41.01%；煤矿瓦斯治理实现营收 1.41 亿元，同比微减 0.49%，毛利率减少 7.34pct 至 27.86%。

■ **煤层气销量 3.72 亿 m 同增 5.68%，销量增速高于抽采量增速 3.06pct。**公司通过适时调价、减少气损、提高调配能力增加售气量，19H1 完成煤层气抽采量 7.43 亿立方米，同比增长 2.62%，煤层气利用量 5.73 亿立方米，同比增长 3.24%，煤层气销售量 3.72 亿立方米，同比增长 5.68%。

■ **期间费用率基本持平。**19H1 公司期间费用（加回研发费用）同比减少 2.22% 至 1.35 亿元，期间费用率下降 0.07pct 至 13.66%。其中，销售费用同比增加 90.14% 至 0.04 亿元主要系公司运输成本增加；注重市场宣传开拓发生部分宣传费用。销售、

管理（加回研发费用）、财务费用率分别上升 0.22pct、上升 0.2pct、下降 0.49pct 至 0.45%、6.65%、6.56%。

■ **税费增加较多致经营活动净现金流同比减少。**19H1 公司经营活动现金流净额 0.09 亿元，同比减少 81.82%，主要系公司上半年支付的企业所得税等税费同比增加较多所致；投资活动现金流净额-1.51 亿元，同比减少 241.32%；筹资活动现金流净额 1.49 亿元，同比增加 155.99%。

■ **新增气源进展顺利，提升公司可持续发展能力。**公司已初步完成了柳林石西、武乡南、和顺横岭、和顺西四区块的前期勘查工作。其中柳林石西、武乡南区块已取得试采批准书。截至 7 月底，四区块累计完成钻井 122 口，压裂 53 口，试运行井 19 口。报告期内，全资子公司蓝焰煤层气成功取得 253.82 平方千米和顺马坊东区块勘探权；根据重大资产重组承诺，蓝焰煤层气已取得了成庄煤矿、寺河煤矿（东区）、郑庄井田的煤层气采矿权和胡底井田的煤层气探矿权。上述区块的取得增加了公司的煤层气资源储备，有利于提升公司未来的可持续发展能力。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.76、0.90、1.07 元，对应 PE 为 13、11、9 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**项目进展不达预期，煤层气销量不及预期，煤层气售价下跌

点评正文：

1.经营业绩基本持平，煤层气销售业务增长较快

煤层气销售收入同增 19.89%，气井建造工程收入下滑。2019 年上半年公司实现营业收入 9.86 亿元，同比减少 1.71%；归母净利润 3.34 亿元，同比增长 1.32%；利率微降 0.91pct 至 41.40%。分板块来看，1) 煤层气销售实现营业收入 6.47 亿元，同比增长 19.89%，毛利率微降 0.97pct 至 45.22%；2) 气井建造工程实现营业收入 1.81 亿元，同比减少 37.98%，毛利率同比提升 1.95pct 至 41.01%；煤矿瓦斯治理实现营业收入 1.41 亿元，同比微减 0.49%，毛利率减少 7.34pct 至 27.86%。

煤层气销售量 3.72 亿立方米，同比增长 5.68%，销量增速高于抽采量增速 3.06pct。公司坚持“应销尽销、以销促产”的经营原则，积极开发管输气调峰与压缩煤层气下游新客户，19H1 公司完成煤层气抽采量 7.43 亿立方米，同比增长 2.62%，煤层气利用量 5.73 亿立方米，同比增长 3.24%，煤层气销售量 3.72 亿立方米，同

比增长 5.68%；并根据市场供需情况适时调整销售价格，保障销售渠道的畅通和利润最大化；确保公司检修与客户检修时间同步，减少气量损失；对增压站等输配设施进行技术改造，提高气量调配能力。

新区块中标开发工作进展顺利，增厚气源储备。报告期内，公司已经初步完成了柳林石西、武乡南、和顺横岭、和顺西四个区块的地质填图和二维地震等前期现场勘查工作；其中柳林石西、武乡南区块已取得试采批准书。截至 2019 年 7 月底，四个区块完成地质填图 610 平方千米，二维地震 369.31 千米，累计完成钻井 122 口，压裂 53 口，试运行井 19 口。报告期内，全资子公司蓝焰煤层气成功取得和顺马坊东区块（区块面积 253.82 平方千米）的勘探权；根据重大资产重组承诺，蓝焰煤层气已取得了成庄煤矿、寺河煤矿（东区）、郑庄井田的煤层气采矿权和胡底井田的煤层气探矿权。上述区块的取得，增加了公司的煤层气资源储备，有利于提升公司可持续发展能力。

期间费用率基本持平。2019 年上半年公司期间费用（加回研发费用）同比减少 2.22% 至 1.35 亿元，期间费用率下降 0.07pct 至 13.66%。其中，销售、管理（加回研发费用）、财务费用同比分别增加 90.14%、增加 1.35%、减少 8.54% 至 0.04 亿元、0.66 亿元、0.65 亿元；销售费用增长较多主要系公司运输成本同比增加；同时注重市场宣传和开拓，发生部分宣传费用。销售、管理（加回研发费用）、财务费用率分别上升 0.22pct、上升 0.2pct、下降 0.49pct 至 0.45%、6.65%、6.56%。

财务杠杆下降使 ROE 同比降低 1.58pct。2019 年上半年公司加权平均净资产收益率同比下降 1.58pct 至 8.32%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2019 年上半年公司销售净利率为 33.54%，同比上升 1.12pct，总资产周转率为 0.12（次），同比下降 0.01（次），权益乘数从 18 年上半年的 2.23 下降至 19 年上半年的 2.02。

2. 资产负债率下降，营运效率提升

资产负债率下降，营运效率提升。2019 年上半年公司资产负债率为 48.01%，同比下降 3.97pct，较年初下降 2.74pct。2019 年上半年公司应收账款同比增长 12.37% 至 13.15 亿元，应收账款周转天数同比增加 133.81 天至 316.18 天；存货同比减少 50.24% 至 3.13 亿元，存货周转天数同比减少 109.94 天至 68.4 天；应付账款同比增长 23.12% 至 9.38 亿元，应付账款周转天数同比增加 87.3 天至 331.66 天，使净营业

周期同比减少 63.43 天至 52.92 天。

3. 税费增加较多致经营活动净现金流同比减少

税费增加较多致经营活动净现金流同比减少。1) 2019 年上半年公司经营活动现金流净额 0.09 亿元，同比减少 81.82%，主要系公司上半年支付的企业所得税等税费同比增加较多所致；2) 投资活动现金流净额-1.51 亿元，同比减少 241.32%，主要系报告期内公司加快新区块的勘探开发，在建工程及购置设备规模同比增加所致；3) 筹资活动现金流净额 1.49 亿元，同比增加 155.99%，主要系上年同期偿还借款较多所致。

4. 规划 50 亿立方米新增产能，中标区块项目进展顺利

已签署和顺马坊东区块煤层气探矿权出让合同，提升公司可持续发展能力。8 月 15 日，蓝焰煤层气公司就中标的煤层气勘查区块与山西省自然资源厅签署了《煤层气探矿权出让合同》。山西省和顺马坊东煤层气勘查区块位于煤层气国家规划矿区，是国家和山西省煤层气勘查开发的重点区域，区块面积达 253.82 平方千米，勘查有效期 3 年零 3 个月，勘查期内承诺勘查投入 3.76 亿元。公司 17 年中标的和顺横岭、柳林石西、和顺西、武乡南四大区块分别承诺勘查投入 1.37、0.53、1.09、1.49 亿元，勘查面积分别为 271.15、50.52、91.18、203.15 平方千米。预计本次中标项目的顺利实施将有利于增加公司的煤层气资源储备，开辟新的勘查开发区块，扩大煤层气业务规模，提升公司煤层气产业竞争力和可持续发展能力。

规划 50 亿立方米新增产能，未来增长可期。公司的煤层气开发区块主要位于山西沁水盆地和鄂尔多斯盆地东缘，是国家规划的重点地区，而山西省作为我国煤层气最为富集的地区，探明储量居全国首位。2018 年山西省地面煤层气产量 50.4 亿立方米、利用量 45.4 亿立方米，分别占全国的 93.11%、92.65%。在山西燃气集团的重组方案中，提出了力争 3-5 年内形成 30-50 亿立方米/年的新增产能。到 2020 年，自身煤层气抽采规模将达 43 亿立方米；与央企合作形成 100 亿立方米抽采规模。目前公司已形成产能约 16 亿立方米/年，意味着如果要完成资产重组目标，即使不考虑与央企合作形成的产能，则 2019、2020 年两年之内需要再造 1.5 个蓝焰控

股。公司在 18 年年报中披露 19 年预计完成固定资产投资 30 亿元，实现营业收入 23 亿元。目前在手新增的四大区块中已有 3 个完成点火出气，勘探工作进展顺利，气量增长潜力充足。在规划目标明确的形势下，预计未来 2-3 年内公司新区块的进展会显著加快，气量销售有望实现较快增长。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.76、0.90、1.07 元，对应 PE 为 13、11、9 倍，维持“买入”评级。

风险提示：项目进展不达预期，煤层气销量不及预期，煤层气售价下跌

2.5. 中再资环中报点评：内生增长良好，货源优势带来盈利质量提升

投资要点

■ **事件：**2019 年上半年公司实现营业收入 15.65 亿元，同比增长 8.47%；归母净利润 2.17 亿元，同比增长 23.66%；扣非归母净利润 2.15 亿元，同比增长 43.11%；加权平均 ROE 同比提高 4.89pct 至 14.30%。

■ **营收业绩双增，废电回收拆解业务同比增长 24.26%。**2019H1 公司实现营收 15.65 亿元，同比增长 8.47%，主要系废电拆解量增加，拆解产出物售价上涨；归母净利润 2.17 亿元，同比增长 23.66%；其中环服公司实现营收 3.74 亿元，归母净利润 2688.65 万元，占全年业绩承诺的 38.11%，剔除环服公司因素后，公司废电回收拆解业务实现营收 11.90 亿元，同比增长 6.46%，归母净利润 1.90 亿元，同比增长 24.26%，内生业务业绩增速高于营收，预计主要来自于拆解结构优化。

■ **实际毛利率提升，期间费用率持平。**根据公司会计记账规则，剔除环服公司后，将营业成本与存货跌价损失合并考虑后，预计 19H1 实际毛利率为 31.75%，同比提高 1.26pct。2019H1 公司期间费用（加回研发费用）同比增长 6.17%至 1.81 亿元，期间费用率下降 0.25pct 至 11.58%。销售、管理（加回研发费用）、财务费用率分别上升 0.46pct、下降 0.70pct、下降 0.01pct 至 2.23%、4.21%、5.14%。其中，因营销力度加大，销售费用同比增加 36.39%至 3491 万元。

■ **应收补贴增加致经营活动净现金流同比减少。**1) 2019H1 公司经营活动现金流净额 1.47 亿元，同比减少 48.94%，主要系应收废电处理基金补贴款增加；2) 投资活

动现金流净额-0.29 亿元，同比增加 10.19%，主要系投资活动减少；3) 筹资活动现金流净额-0.48 亿元，同比增加 40.29%，主要系公司偿还借款所致。

■ **落后产能面临出清，龙头份额有望提升。**废电拆解行业面对补贴发放缓慢+环保政策趋严双重挑战，部分实力较弱的企业面临出清。公司凭借资金、渠道、资质三大核心竞争力，成本优势明显，18 年实际利润率高于同行 14pct。2019H1 公司废电拆解处理量同比增长，资源产出率上升，固体废弃物一体化处置业务收益保持增长，补贴标准动态调整且差异化趋势下龙头份额有望进一步提升。

■ **外延并购持续推进，发挥协同改善现金流。**公司拟收购山东环科、森泰环保 100% 股权切入危废、工业水处理领域，预计收购完成后有助于 1) 发挥协同效应。新拓展业务将与中再环服 toB 端工业园区业务形成良好协同，扩大收入来源，增厚经营业绩。2) 改善现金流。山东环科主营危废业务毛利率高，现金流状况良好（2018 年经营性现金流净额 6506 万元），森泰环保主营的工业水处理业务，运营周期较长，长期现金流稳定。预计该收购将有助于优化公司财务结构，改善经营现金流。

■ **盈利预测与投资评级：**假设公司重大资产重组方案 19 年内实施完毕，我们预计公司 2019-2021 年考虑股份摊薄后的 EPS 分别为 0.29/0.35/0.42 元，对应 PE 分别为 19/16/13 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**拓展业务不达预期，收购整合不达预期，行业竞争加剧

点评正文：

1. 营收业绩双增，废电回收拆解保持内生增长

营收业绩双增，废电回收拆解业务同比增长 24.26%。2019H1 公司实现营收 15.65 亿元，同比增长 8.47%，主要系废电拆解量增加，拆解产出物售价上涨；归母净利润 2.17 亿元，同比增长 23.66%；其中环服公司实现营收 3.74 亿元，归母净利润 2688.65 万元，占全年业绩承诺的 38.11%，剔除环服公司因素后，公司废电回收拆解业务实现营收 11.90 亿元，同比增长 6.46%，归母净利润 1.90 亿元，同比增长 24.26%，内生业务业绩增速高于营收预计主要来自于拆解结构变化。根据公司会计记账规则，剔除环服公司后，将营业成本与存货跌价损失合并考虑后，预计 19H1 实际毛利率为 31.75%，同比提高 1.26pct。

期间费用率基本持平。2019 年上半年公司期间费用（加回研发费用）同比增长 6.17% 至 1.81 亿元，期间费用率下降 0.25pct 至 11.58%。其中，因营销力度加大，销售费用同比增加 36.39% 至 3491 万元；管理费用（加回研发费用）同比减少 6.99% 至 6588 万元，主要系公司加强管理，控制费用支出；财务费用同比增加 8.29% 至 8045 万元，主要系借款利息增加；销售、管理（加回研发费用）、财务费用率分别上升 0.46pct、下降 0.70pct、下降 0.01pct 至 2.23%、4.21%、5.14%。

周转率、权益乘数提升使 ROE 同比提高 4.89pct。2019 年上半年公司加权平均净资产收益率同比提升 4.89 个百分点至 14.30%，剔除环服公司因素后，报告期末 ROE 为 13.14%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2019 年上半年公司销售净利率为 13.89%，同比提高 0.18 个百分点，总资产周转率为 0.32（次）同比提高 0.09（次），权益乘数从 18 年上半年的 2.77 升至 19 年上半年的 3.20。

2. 资产负债率改善，营运效率提高。

资产负债率改善，营运效率提高。2019 年上半年公司资产负债率为 67.62%，较年初降低 1.57pct。2019 年上半年公司应收账款同比增长 7.89% 至 31.85 亿元，主要系应收基金补贴增加，应收账款周转天数同比减少 135.05 天至 348.3 天；存货同比减少 37.00% 至 1.75 亿元，资产减值损失同比减少 46.36% 至 0.71 亿元，反应出公司已拆解未出售的废电库存情况；存货周转天数同比减少 49.52 天至 30.19 天，应付账款同比减少 9.84% 至 1.37 亿元，应付账款周转天数同比减少 20.99 天至 21.67 天，使净营业周期同比减少 163.58 天至 356.82 天。

3. 应收补贴增加致经营活动净现金流同比减少

应收补贴增加致经营活动净现金流同比减少。1) 2019 年上半年公司经营活动现金流净额 1.47 亿元，同比减少 48.94%，主要系应收废电处理基金补贴款增加；2) 投资活动现金流净额 -0.29 亿元，同比增加 10.19%，主要系投资活动减少；3) 筹资活动现金流净额 -0.48 亿元，同比增加 40.29%，主要系公司偿还借款所致。

4.行业龙头份额提升，外延并购改善现金流

落后产能面临出清，龙头份额有望提升。 废电拆解行业面对补贴发放缓慢+环保政策趋严双重挑战，部分渠道、环保、资金实力较弱的企业面临出清。公司凭借资金、渠道、资金三大核心竞争力，成本优势明显，18年实际利润率高于同行14pct。2019年上半年公司废电拆解处理量同比增长，拆解处理品种结构相对稳定，资源产出率上升，固体废弃物一体化处置业务收益保持增长，公司经营总体向好，补贴标准动态调整且差异化趋势下龙头份额有望进一步提升。

外延并购持续推进，发挥协同改善现金流。 公司继18年收购中再环服100%股权拓展工业固废处置业务后，拟外延扩张切入危废处理、工业水处理领域，目前还在持续推进中，预计收购完成后，将对公司产生以下影响。**1) 发挥协同效应。** 新拓展业务将与中再环服toB端工业园区业务形成良好协同，有利于扩大收入来源，增厚经营业绩。**2) 改善现金流。** 山东环科主营的危废业务毛利率高，现金流状况良好（2018年经营性现金流净额6,506万元），森泰环保主营的工业水处理业务，运营周期较长，长期现金流稳定，预计该收购将有助于优化公司的财务结构，有效改善较为紧张的现金流局面。

盈利预测与投资评级：假设公司重大资产重组方案19年内实施完毕，我们预计公司2019-2021年考虑股份摊薄后的EPS分别为0.29/0.35/0.42元，对应PE分别为19/16/13倍，维持“买入”评级。

风险提示：拓展业务不达预期，收购整合不达预期，行业竞争加剧

3. 行业新闻

3.1. 8月社融增量1.98万亿，同比多376亿，存量216万亿，同增10.7%

初步统计，8月份社会融资规模增量为1.98万亿元，比上年同期多376亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加1.3万亿元，同比少增95亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少247亿元，同比少减97亿元；委托贷款减少513亿元，同比少减694亿元；信托贷款减少658亿元，同比少减27亿元；未贴现的银行承兑汇票增加157亿元，同比多增936亿元；企业债券净融资3041亿元，同比少361亿元；地方政府专项债券净融资3213亿元，同比少893亿元；非金融企业境内股票融资256亿元，同比多115亿元。

初步统计，8月末社会融资规模存量为216.01万亿元，同比增长10.7%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为146.82万亿元，同比增长12.6%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为2.23万亿元，同比下降10.3%；委托贷款余额为11.74万亿元，同比下降9.5%；信托贷款余额为7.75万亿元，同比下降4.3%；未贴现的银行承兑汇票余额3.33万亿元，同比下降12.8%；企业债券余额为21.65万亿元，同比增长11.3%；地方政府专项债券余额为9.21万亿元，同比增长43.1%；非金融企业境内股票余额为7.21万亿元，同比增长4.1%。

从结构看，8月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的68%，同比高1.2个百分点；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比1%，同比低0.3个百分点；委托贷款余额占比5.4%，同比低1.2个百分点；信托贷款余额占比3.6%，同比低0.6个百分点；未贴现的银行承兑汇票余额占比1.5%，同比低0.5个百分点；企业债券余额占比10%，与上年同期持平；地方政府专项债券余额占比4.3%，同比高1个百分点；非金融企业境内股票余额占比3.3%，同比低0.3个百分点。

新闻来源：

<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3888746/index.html>

<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3888750/index.html>

3.2. 生态环境部发布《关于进一步深化生态环境监管服务推动经济高质量发展的意见》

《意见》明确要求，加大“放”的力度，激发市场主体活力；优化“管”的方式，营造公平市场环境；提升“服”的实效，增强企业绿色发展能力；精准“治”的举措，提升生态环境管理水平。同时要求，强化责任担当，健全保障机制。《意见》指出，要

把服务“六稳”工作放在更加突出位置，以放出活力、管出公平、服出便利为导向，深化“放管服”改革，进一步优化营商环境，主动服务企业绿色发展，协同推进经济高质量发展和生态环境高水平保护。

新闻来源：

http://www.mee.gov.cn/xxgk/xxgk/xxgk03/201909/t20190911_733474.html

3.3. 环渤海十三个城市的入海排污口现场排查全部完成

9月2日-6日，生态环境部在河北省秦皇岛市启动最后一批渤海地区入海排污口现场排查工作。截至目前，环渤海13个城市的入海排污口现场排查任务全部完成。从2019年1月至今，在完成渤海3000多公里海岸线全部无人机航空遥感（即一级排查）的基础上，生态环境部进行了环渤海13个城市的入海排污口二级“拉网式”排查。据生态环境部生态环境执法局负责人介绍，下一步将对疑难点进行查缺补漏（三级排查），建立科学完善的入海排污口名录。之后，继续推进入海排污口监测、溯源分析、分类整治等，全面摸清入海排污口状况及排污情况，形成务实高效的监管体系和长效机制，为海洋环境质量改善奠定坚实的基础。

新闻来源：http://www.mee.gov.cn/xxgk/hjyw/201909/t20190911_733456.shtml

3.4. 《中国移动源环境管理年报（2019）》过去5年机动车增三成，污染排放减一成

生态环境部日前发布《中国移动源环境管理年报（2019）》，公布了2018年全国移动源环境管理情况。《年报》显示，中国已连续十年成为世界机动车产销第一大国，机动车等移动源污染已成为大气污染的重要来源。从2013年以来，中国推行机动车排放标准升级，加速淘汰高排放车辆，大力发展新能源车，推动车用燃料清洁化，积极倡导“绿色出行”理念，机动车污染防治工作取得积极成效。2013-2018年，全国机动车保有量增加32.7%，年均增长5.8%，但污染物排放量下降了11.1%。其中，汽车保有量增长83.9%，年均增长13.0%，但污染物排放量下降了4%。

2018年，全国机动车保有量达到3.27亿辆，同比增长5.5%；其中，汽车保有量达到2.4亿辆，同比增长10.5%，新能源汽车保有量达到261万辆，同比增长70.0%。汽车已占机动车主导地位，其构成按车型分类，客车占88.9%，货车占11.1%；按燃料类型分类，汽油车占88.7%，柴油车占9.1%，新能源车占1.1%；按排放标准分类，国三及以上标准的车辆占92.5%。

2018年，全国机动车四项污染物排放总量初步核算为4065.3万吨。汽车是机动车大

气污染排放的主要贡献者，其排放的一氧化碳、氮氧化物和颗粒物超过 90%，碳氢化合物超过 80%。按车型分类，货车排放的氮氧化物和颗粒物明显高于客车，其中重型货车是主要贡献者；客车一氧化碳和碳氢化合物排放量明显高于货车。按燃料分类，柴油车排放的氮氧化物接近汽车排放总量的 70%，颗粒物超过 90%；汽油车一氧化碳和碳氢化合物排放量较高，一氧化碳超过汽车排放总量的 80%，碳氢化合物超过 70%。占汽车保有量 7.9% 的柴油货车，排放了 60.0% 的氮氧化物和 84.6% 的颗粒物，是机动车污染防治的重中之重。

新闻来源：

http://www.mee.gov.cn/xxgk/hjyw/201909/t20190913_733747.shtml

3.5. 生态环境部（国家核安全局）对《中国的核安全》白皮书做出解读

9月3日国务院新闻办公室发表《中国的核安全》白皮书。这是首次以我国政府白皮书的形式介绍我国核安全事业发展历程，阐述核安全的基本原则和政策主张，分享核安全监管的理念和实践，有效回应公众对于核安全的关切，全面阐明我国倡导构建核安全命运共同体的决心和行动。将为加强核安全监管，提升核安全水平，推进全球核安全治理，发挥着重要的作用。

2019年9月9日，生态环境部（国家核安全局）对《中国的核安全》白皮书做出解读。《中国的核安全》是中国政府发表的第一部核安全白皮书，白皮书全面介绍了中国核安全事业的发展历程，阐述中国核安全的基本原则和政策主张，分享中国核安全监管的理念和实践，阐明中国推进全球核安全治理进程的的决心和行动。白皮书指出，中国始终把保障核安全作为重要的国家责任，始终以安全为前提发展核事业，不断推动核安全与时俱进、创新发展，保持了良好的安全记录，走出了一条中国特色核安全之路。

新闻来源：http://www.mee.gov.cn/xxgk/zcfgjd/201909/t20190910_733263.shtml

3.6. 环境部发布危废焚烧、电子工业、人造板工业排污许可技术规范

近日，生态环境部发布《排污许可证申请与核发技术规范 电子工业》(HJ 1031-2019)(以下简称“电子技术规范”)、《排污许可证申请与核发技术规范 人造板工业》(HJ1032-2019)(以下简称“人造板技术规范”)和《排污许可证申请与核发技术规范 危险废物焚烧》(HJ1038-2019)(以下简称“危险废物焚烧技术规范”)三项技术规范，全面推进排污许可制度改革。目前，三个行业排污许可证申请与核发功能已正式上线，相关行业排污单位可在全国排污许可证管理信息平台中正式申报排污许可证。

新闻来源：

<http://www.hnep.gov.cn/xxzy/hbyw/hjyw/webinfo/2019/09/1565138899007591.htm>

3.7. 生态环境部召开全国环评与排污许可信息化衔接试点工作推进会

9月10日,生态环境部副部长黄润秋在辽宁省大连市主持召开全国环评与排污许可信息化衔接试点工作推进会,总结各试点省(市)的阶段性成果和经验,分析形势,研究部署下一阶段试点任务。会议听取了有关试点省、市生态环境部门的试点工作推进情况汇报,强调试点工作是贯彻习近平网络强国战略思想的政治任务,是提高生态环境管理水平的内在需要,也是发挥环评效能推动排污许可“一证式”监管的必然要求,要求各试点地区进一步提高站位,深刻理解环评与排污许可信息化衔接试点工作的重要意义。

新闻来源: <http://www.h2o-china.com/news/296337.html>

3.8. 住建部发布《农村生活污水处理工程技术标准》, 12月1日实行

近日,住建部发布《农村生活污水处理新技术标准》,标准将于2019年12月1日施行。

1) 确定农村污水的处理方法。结合当前农村需求和技术成熟度,结合“水十”的要求,该县是该单位。“标准”建议以县级行政区域为单位实行统一规划,统一建设,统一运行和统一管理。此外,还借鉴国内外农村污水处理集中分散处理的经验,提出了生活污水处理,乡村污水集中处理,城市污水处理等城市污水管网的处理方法。在对农村生活污水处理建设,运行,维护和管理进行综合经济比较分析的基础上,应根据当地情况选择合适的处理方法和技术流程。

2) 设计水量和水质。不同地区农村生活习惯、生活水平、气候条件、水源、水资源结构的差异,导致农村污水排放和水质差异较大,难以给出具体的设计值。标准所列的数据范围仅在基本数据的情况下供当地参考。实地调查应是确定农村污水排放和水质的首要选择。

3) 强调农村污水收集管网的重要作用。目前,农村污水处理强调技术和收集系统相对缺乏。过去,大多数参考城市排水网络设计,造成大量投资浪费。在“标准”中,对此提出了一些要求,并建议根据位移和坡度确定管道直径和流量,并制定管道和检查井的管理规定。

4) 农村污水处理技术参数优化。本标准对具体工艺参数进行了优化,以适应我国农村污水的特点。优化的主要依据包括总结国内工程近几年的经验,借鉴国外经验,针对厕所改造提出对厕所污水处理和资源利用的要求。

新闻来源: http://www.mohurd.gov.cn/wjfb/201909/t20190911_241761.html

3.9. 住建部发布《生活垃圾焚烧厂评价标准》，10月1日实行

住房和城乡建设部发布行业标准《生活垃圾焚烧厂评价标准》，现批准《生活垃圾焚烧厂评价标准》为行业标准，编号为 CJJ/T137-2019，自 2019 年 10 月 1 日起实施。原行业标准《生活垃圾焚烧厂评价标准》(CJJ/T137-2010) 同时废止。本次《评价标准》含有评价内容、工程建设水平评价方法、运行管理水平评价方法、综合评价与等级设置。

新闻来源：http://www.mohurd.gov.cn/wjfb/201909/t20190910_241752.html

3.10. 《中国天然气发展报告(2019)》发布，我国单日天然气用量破 10 亿立方米

9 月 6 日，自然资源部对外发布《中国天然气发展报告(2019)》，报告显示，我国天然气消费快速增长，单日高峰用气量首破 10 亿立方米。数据显示，2018 年我国天然气消费量达 2803 亿立方米，同比增长 17.5%；其中，单日最高用气量达 10.37 亿立方米，同比增长 20%。

从区域消费看，各省天然气消费水平都有明显提升。浙江、河北、河南、陕西四省的消费规模均首次超百亿立方米，全国天然气消费规模超过百亿立方米的省份增至 10 个。《报告》预计今年我国天然气表观消费量约达 3100 亿方。

新闻来源：<https://gas.in-en.com/html/gas-3178020.shtml>

3.11. 重庆市将有 204 座加油站实施油气回收联网监控

为打好污染防治攻坚战，打赢蓝天保卫战，重庆将对全市 204 座年销售汽油量 5000 吨以上的加油站开展油气回收在线监控系统建设工作。其中，主城区、渝西片区、涪陵区、长寿区 177 座加油站的油气回收在线监控系统建设将在 2019 年底前完成，其他区县的 27 座加油站的油气回收在线监控系统建设将在 2020 年底前完成。

据重庆市机动排气污染管理中心相关负责人介绍，加油站排放的挥发性有机物是形成臭氧和二次颗粒物的重要前体物之一，减少挥发性有机物排放，能够有效地降低大气环境中臭氧、PM2.5 等污染物的浓度，改善大气环境质量。目前在首批试点的九龙坡区，已有 5 家民营加油站完成联网，加油站的每一只油枪，都被纳入了系统统一管理。

新闻来源：<https://gas.in-en.com/html/gas-3178082.shtml>

4. 公司重要公告

表 21: 公司公告

类型	日期	公司	事件
项目补充协议	9.9	旺能环境	公司下属全资项目公司监利旺能经项目公司主管部门同意,拟启动二期扩建项目。项目垃圾处理规模为 600 吨/日,项目总投资约为 3.00 亿元人民币。2019 年 9 月 9 日,由监利县人民政府、监利县城市管理执法局与浙江旺能环保有限公司、监利旺能共同签署了《监利县生活垃圾焚烧发电厂 BOO 项目协议之补充协议》。协议要求: 1.项目规模: 扩建规模为 600 吨/日。2.项目特许期: 扩建项目特许经营期限为 30 年。3.处理费: 垃圾处理费 58 元/吨。4.垃圾保底量: 600 吨/日(含原项目和扩建项目)。
项目中标	9.11	高能环境	公司收到招标代理机构河南省荣鼎红业发来的《中标通知书》,通知书确认公司为河南省驻马店市平舆县生活垃圾飞灰及应急填埋项目的中标单位。中标价格为人民币 9997 万元。中标工期为 540 日历天。
	9.11	伟明环保	公司收到采购人富锦市市容环境卫生作业中心发来的《中标通知书》,确认公司为“黑龙江省富锦市生活垃圾焚烧发电项目”的中标社会资本方,现将中标情况公告如下: 项目编号: DHZB-HLJ-19142,项目总投资估算约为 1.94 亿元,项目规模为一期 300 吨/日,预留二期焚烧线扩建端。合作期为 30 年,含建设期 24 个月。
	9.12	东湖高新	公司控股子公司上海泰欣环境中标广州市第五资源热力电厂二期工程烟气净化系统采购及相关服务,垃圾焚烧发电厂的烟气净化系统日处理能力为 3200 吨,中标价 2.17 亿元,项目工程建设计划总工期为 18 个月。
公司增资	9.9	绿城水务	公司注册资本由 735,810,898 元增至 882,973,077 元。
	9.11	润邦股份	公司将公司所持润邦海洋 2 亿元的债权转作公司对润邦海洋的长期股权投资资本金,形成注册资本,使润邦海洋注册资本由 8 亿元增至 10 亿元。公司于近日获悉,公司上述以债转股方式向润邦海洋增资的事宜已办理完毕。润邦海洋已完成工商登记变更相关手续并领取了新的《营业执照》。润邦海洋的注册资本由 8 亿元变更为 10 亿元。
子公司移出黑名单	9.11	环能科技	公司于 2018 年 7 月 30 日披露了《关于子公司被纳入安全生产失信联合惩戒“黑名单”的公告》(公告编号: 2018-052),公司全资子公司北京环能被纳入安全生产失信联合惩戒“黑名单”。日前,中华人民共和国应急管理部发布 2019 年第 19 号公告,经审核,将北京环能移出安全生产失信联合惩戒“黑名单”。
项目扩建	9.10	湘潭电化	公司同意全资子公司湘潭市污水处理公司投资建设三期扩建及提标工程项目,该项目选址在湘潭市雨湖区湘竹村,拟在污水处理公司原有污水处理规模 20 万 m ³ /日的基础上扩建 10 万 m ³ /日,达到 30 万 m ³ /日的污水处理总规模,三期扩建工程出水水质将达到省地标一级标准。预计投资总额约为 3.72 亿元,由企业自筹解决,项目建设期为 1 年左右。
资金管理	9.10	博世科	2018 年公司将暂时闲置的 25505 万元和 495 万元转出可转债募集资金专户,用于暂时补充流动资金。2019/4/9 公司将 1.5 亿提前归还。2019/9/10 公司将剩余用于暂时补充流动资金的闲置募集资金 1.1 亿全部归还。
	9.10	清水源	公司以闲置募集资金 3000 万元,购买保本浮动收益型半年期银行理财产品,

			预计年收益率 1.55%
资金变更	9.12	*ST 菲达	原项目“大型燃煤锅炉微细粉尘减排技术装备产业化建设项目”剩余募集资金 9387 万元用途变更为：永久补充公司流动资金。
转让公司	9.12	*ST 菲达	鉴于全资子公司江苏海德涉及诉讼较多，公司以不低于股东全部权益评估价值 3878 万元的价格将江苏海德 100%股权转让给浙江省浙商资产管理有限公司。
注销资金专户	9.11	龙马环卫	2019 年 8 月 26 日，公司审议通过《关于公司首次公开发行股票募集资金投资项目结项并使用结余募集资金永久补充流动资金的议案》，同意公司将首次公开发行股票募集资金投资项目全部结项，并将募集资金专户中的资金余额及利息收入 3272 万元（实际金额以资金转出当日专户余额为准）永久性补充流动资金，公司将按合同约定使用自有资金支付募投项目尚未支付的尾款及质保金。截至本公告日，公司实际结存 3275 万元已永久补充流动资金。公司结余募集资金转为流动资金后，相关募集资金专项账户将不再使用，公司于近日完成账户的注销工作。
注销股票期权	9.9	高能环境	公司拟对 2018 年度个人绩效考核不达标、离职的 52 人持有的已获授但尚未获准行权的股票期权 269.0898 万份进行注销。
债券回售	9.9	清新环境	根据中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司提供的债券回售申报数据，“16 清新 G1”本次有效回售申报数量为 231 万张，回售金额为 2.31 亿元（不含利息），剩余托管量为 3 万张。回售部分债券享有 2016 年 10 月 31 日至 2019 年 10 月 31 日期间利息，票面年利率为 3.70%。
	9.10	绿城水务	公司于 2019/8/29 发布了《“16 绿水 01”公司债券回售申报情况的公告》，本次回售数量 6 万手，本次回售实施完毕后，“16 绿水 01”在上交所上市并交易的数量为 94 万手。
	9.10	北控水务	“16 水务 01”第二次回售实施结果：回售有效申报数量：1 手，回售并注销金额：1000 元。
	9.11	瀚蓝环境	本次债券回售回售代码为 100919，回售简称瀚蓝回售，回售价格为 100 元/张。回售申报日：2019 年 9 月 16、17、18 日，回售资金发放日为 19 年 10 月 28 日。此外，发行人瀚蓝环境选择在本期债券存续期的第 3 年末上调票面利率 105 个基点至 4.10%，并在债券存续期后 2 年固定不变。
债券付息	9.10	兴蓉环境	“14 兴蓉 01”发行规模 11 亿元，票面年利率 5.49%，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权，至 2019/9/16 将期满 5 年，本期付息后将摘牌。
项目补充协议	9.9	旺能环境	公司下属全资项目公司监利旺能经项目公司主管部门同意，拟启动二期扩建项目。项目垃圾处理规模为 600 吨/日，项目总投资约为 3.00 亿元人民币。2019 年 9 月 9 日，由监利县人民政府、监利县城市管理执法局与浙江旺能环保有限公司、监利旺能共同签署了《监利县生活垃圾焚烧发电厂 BOO 项目协议之补充协议》。协议要求：1.项目规模：扩建规模为 600 吨/日。2.项目特许期：扩建项目特许经营期限为 30 年。3.处理费：垃圾处理费 58 元/吨。4.垃圾保底量：600 吨/日（含原项目和扩建项目）。

土地出让	9.11	泰达股份	公司的控股子公司南京新城（公司持有其 51% 的股份）与扬州广陵新城指挥部签署的开发协议，二级子公司扬州泰达（南京新城出资占其注册资本的 55%）成为扬州市广陵新城受托范围内土地一级开发的唯一主体。2019 年 9 月 10 日，由扬州市国土资源局组织，扬州泰达受托开发范围内的一宗地块依法定程序挂牌交易并被摘牌，信息如下：地块编号：GZ118，土地面积：5.67 万 平方米，土地用途：城镇住宅用地，成交价：10.15 亿元（1.79 万元/平方米）。
提供担保	9.9	金圆股份	公司拟为孙公司江西汇盈向农发行申请生态环境建设与保护中长期贷款本金不超过人民币 2.6 亿元（含）提供本息担保，担保期限不超过 6 年（含），同时将二次有色金属资源环保处置及多金属综合回收项目（一期）所涉及的土地使用权（赣（2018）铅山县不动产权第 0000861 号、赣（2018）铅山县不动产权第 0000860 号、赣（2018）铅山县不动产权第 0000862 号、赣（2019）铅山县不动产权第 0000397 号、赣（2019）铅山县不动产权第 0000398 号）以及前述五宗土地使用权上的在建工程为上述贷款本息提供抵押担保。
	9.9	金圆股份	公司拟为子公司江西新金叶向光大银行申请并购贷款不超过人民币 7,000 万元（含）提供连带责任担保，担保期限不超过 5 年（含），同时将新金叶江西汇盈 100% 股权质押给光大银行。2、公司拟为新金叶向交通银行申请新增综合授信贷款敞口不超过人民币 6,000 万元（含）提供担保，担保期限不超过 2 年（含），融资种类包括但不限于流贷、承兑汇票、信用证等。3、公司拟为新金叶向上饶农商行申请新增融资不超过人民币 900 万元（含 9）提供担保，担保期限不超过 3 年（含）。
	9.12	葛洲坝	公司参股 5% 的湖北宣恩洞坪水电有限责任公司向其控股股东湖北能源集团办理了 1.3 亿元股东借款，期限一年，基准利率下浮 10%（3.915%），公司按 5% 持股比例对其中 650 万元借款及相应利息等费用提供连带责任担保。
	9.12	高能环境	公司举行临时股东大会审议通过《关于为控股子公司提供担保的议案》、《关于公司注册资本变更的议案》。
	9.12	依米康	公司控股子公司平昌依米康拟在年度综合授信额度范围内申请额度为 2.1 亿元的健康扶贫非 PSL 中长期贷款，用于平昌县黄滩坝医疗科技产业园 B 区建设项目，公司为平昌依米康申请本次贷款向债权人提供主合同项下的连带责任保证担保。
股权冻结	9.9	中金环境	公司近日接到股东安吉同光的通知，安吉同光的部分股份被司法冻结。本次被冻结股份数量为 5450 万股，占其所持股比例为 40.29%。
	9.10	三维丝	公司接到持股 5% 以上股东罗红花女士书面告知函。罗红花女士持有公司股份 57,854,328 股，占公司总股本的 15.01%。本次司法冻结后，其所持公司股份累计被冻结 57,854,328 股，占其所持公司股份的 100%，占公司总股本的 15.01%。
人员变动	9.12	雪浪环境	公司审计部负责人诸佳莹女士因个人原因申请辞去公司审计部负责人职务。
	9.11	龙马环卫	公司于 2019 年 9 月 11 日召开 2019 年第一次临时股东大会，会议选举产生了公司第五届董事会董事、第五届监事会股东代表监事。公司第五届董事会共由 7 名董事组成，其中独立董事 3 名：董事长：张桂丰；董事会成员：张桂丰、张桂潮、白云龙、王东升、肖伟（独立董事）、唐炎钊（独立董事）、汤新华（独立董事）。公司第五届监事会共由 3 名监事组成，其中职工代表

			监事 2 名：监事会主席：沈家庆；监事会成员：沈家庆、罗锦烽（职工代表监事）、周玮（职工代表监事）。
权益变动	9.11	华测检测	公司收到兴全睿众的通知，其管理的“兴全睿众华测检测特定客户资产管理计划”于 2019 年 9 月 11 日，通过深圳证券交易所大宗交易方式出售本公司流通股 550 万股，成交价格为 12.19 元/股，占公司总股本的 0.33%。本次权益变动后，兴全睿众华测检测特定客户资产管理计划持有公司股份 477 万股，占公司总股本的 0.29%。
签订合同	9.9	东湖高新	工程名称为丹江口市普通公路“建养一体化”第一个项目包。工程地点：丹江口市；工程规模：本项目总投资估算为 9.89 亿元，具体为：①十堰市茅箭区茅塔乡至丹江口市官山镇公路改扩建工程，投资估算为 1,200 万元；②丹江口市五龙山至马湾一级公路工程，投资总估算为 6,259 万元；③280 省道丹江口市大沟至艾河段改扩建工程（大沟至习家店段），投资估算为 3.55 亿元；④丹江口市官山至盐池河公路工程，投资估算为 4.22 亿元；⑤337 省道丹江二桥扩建工程，投资估算为 1.38 亿元。
	9.10	开尔新材	2019/9/9，公司收到与浙江天虹物资签订的《台二发电风粉在线监测与调整改造采购合同》，总金额为 1444 万元（含税），交货时间：2019/10/10。
名称变更	9.9	天华院	公司变更前名称为：公司名称青岛天华院化学工程股份有限公司；变更后名称为：公司名称克劳斯玛菲股份有限公司。
股份解质	9.9	金圆股份	截至公告披露日，金圆控股直接持有公司股份 2.32 亿股，占公司股份总数 32.45%。金圆控股本次解除质押的股份总数为 727 万股，占公司股份总数 1.02%。截至目前，金圆控股累计用于质押的股份总数为 1.52 亿股，占公司股份总数 21.32%。
	9.12	美晨生态	公司持股 5% 以上股东赛石集团将其持有的 13.34% 公司股份办理解除质押，占公司总股本的 0.95%。此次解质后赛石有限处于质押状态的股份占其直接持有本公司股份总数的 85.54%，占本公司总股本的 6.09%。
股权质押及解质	9.11	格林美	公司近日接到控股股东汇丰源通知，获悉汇丰源将其所持有的部分本公司股份办理了股权质押。同时，汇丰源将其所持有的已质押给国泰君安证券的部分本公司股票办理了提前购回并解除质押手续：质押开始日期 19 年 9 月 9 日，质押股数 4307 万股，占其所持股份的 9.08%。解除质押日为 19 年 9 月 10 日，解除质押股数 4307 万股，占其所持股份的 9.08%。截至公告日，汇丰源实际持股 4.75 亿股，占公司总股本的 11.44%，累计质押股份 2.85 亿股，占其所持公司股份的 59.99%，占公司总股本的 6.86%。
解除限售	9.9	格林美	截至日前，公司总股本为 41.5 亿股，本次拟解除非公开发行限售股共计 3.36 亿股，占公司总股本的 8.1035%。本次解除限售股份可上市流通日为 2019 年 9 月 16 日。
名称变更	9.12	天华院	公司证券简称将于 2019/9/19 起由“天华院”变更为“克劳斯”，证券代码“600579”保持不变。

基金退伙	9.11	国中水务	芜湖实元（有限合伙）的合伙人何宝民因自身原因、合伙人国中水务因公司发展原因，根据《有限合伙协议》的有关规定，决定退伙。退伙人向合伙企业分别实缴出资的人民币 1000 万元，有限合伙企业须分别向其返还人民币 1015 万元。各方确认，合伙企业成立后未对外发生任何债务，退伙人作为合伙企业的合伙人期间未发生应由其承担的合伙企业债务。
回购股份	9.10	三维丝	公司拟使用≤3,000 万元且≥2,000 万元的自有资金/自筹资金以集中竞价交易方式回购公司部分社会公众股，回购价格≤9.00 元/股，拟回购的股份将用于实施股权激励计划、员工持股计划，回购股份期限为回购预案自股东大会审议通过之日起不超过 12 个月。
	9.12	三维丝	公司于 2019/9/11 以集中竞价方式首次回购股份 14.4 万股，占总股本的 0.037%，成交最高价为 6.15 元/股，成交最低价为 6.07 元/股，支付的总金额为 88.2 万元。
股东增持	9.10	三维丝	公司持股 5% 以上股东上海中创及其一致行动人，拟用自有资金或自筹资金，于 2019/6/10 至 2019/12/9 期间增持不少于公司总股本 10% 的股份。截至今日，前述增持计划时间过半。
股东减持	9.9	中电环保	持有公司股份 2448 万股（占本公司总股本比例 4.6901%）的股东暨董事，周谷平先生计划在 2019 年 10 月 10 日至 2020 年 4 月 9 日期间以集中竞价或大宗交易方式减持本公司股份不超过 400 万股（不超过公司总股本比例 0.7664%）。
	9.10	金圆股份	公司于 2019/9/10 收到董事长方岳亮先生出具的《关于股份减持计划实施情况的告知函》，获悉方先生已通过集中竞价交易方式累计减持公司股份 57.5 万股，减持比例 0.08%，方先生本次减持计划已实施完毕。
	9.10	易世达	公司于 2019/9/10 收到原持股 5% 以上的股东阎克伟先生及其一致行动人出具的《关于股份减持计划实施进展的告知函》。阎先生及其一致行动人实施减持计划的股份减持数量累计已过半。
	9.11	博天环境	本次减持计划实施前，公司股东宁波高利持有本公司 1770 万股无限售条件流通股，占本公司总股本的 4.41%。宁波高利自 2019 年 3 月 28 日至 9 月 10 日期间，通过集中竞价方式减持公司股份 720.19 万股，占公司总股本的 1.79%；截至本公告披露日，宁波高利的本次减持计划实施完毕。
	9.12	依米康	公司持股 5% 以上股东上海亨升投资管理有限公司于 2019/9/9 至 9/11 期间以集中竞价交易方式累计减持公司 1500 万股。本次减持后其持有股份占公司当前总股本比例 5.8326%。
购买理财	9.12	日出东方	公司使用闲置募集资金 7700 万购买 91 天理财产品，预期收益率为 3.86%，截至本日公司使用闲置募集资金购买理财产品累计余额 3.568 亿。
发行债券	9.9	绿城水务	债券名称：广西绿城水务股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）。本次债券发行总规模不超过 10 亿元（含 10 亿元），采用分期发行形式完成。其中，首期债券基础发行规模 5 亿元，设置超额配售至总规模不超过 10 亿元（含 10 亿元）。本期债券最终发行总额为 10 亿元。本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。债券期限：本期发行的公司债券期限为 5 年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。债券为固定利率债券，最终债券票面利率为 3.09%。

对外投资	9.11	渤海股份	公司拟通过天津产权交易中心以网络竞价的方式收购水元投资 100%的股权及 3510 万元债权。公司于 2019 年 9 月 4 日收到天津产权交易中心发送的《组织签约通知书》，公司被确认为该项目的受让方。2019 年 9 月 11 日，公司与出让方入港处签订了该项目的《产权交易合同》。
	9.12	*ST 菲达	为更好地拓展制造业务，公司决定注销牌头制造分公司，以货币形式出资 5000 万元成立全资子公司诸暨菲达制造有限公司
	9.12	*ST 菲达	①本公司与浙江省环保集团分别出资 300 万元、5700 万元合资成立诸暨浙环菲达环境有限公司；②项目公司因无相应的专业管理、技术人员，将来宾 BOO 项目委托本公司运维；③为规避同业竞争，本公司将在资金条件允许的情况下，尽快收购环保集团所持有的项目公司股权，收购价格将以环保集团的出资款本金加期间利息(利率按照银行同期基准利率)为基准协商确定。
对外担保	9.10	湘潭电化	为满足生产经营需要,公司全资子公司靖西湘潭电化科技有限公司申请 2000 万元综合授信,期限 1 年。公司决定为靖西电化提供连带责任保证担保。
	9.12	武汉控股	公司为持股 80%的项目子公司黄梅公司按 100%的比例提供连带责任保证,担保金额不超过 2.4 亿元,担保期限 20 年,黄梅公司以其拥有的黄梅县乡镇生活污水处理 PPP 项目特许经营权收益权向公司提供反担保。
大宗交易	9.9	岭南股份	以 4.92 元/股的价格成交 770 万股,成交金额 3788.4 万元。
	9.10	中国天楹	以 6.26 元/股的价格成交 50 万股,成交金额 313 万元。
	9.11	嘉华能源	以 12.7 元成交 35 万股,占流通股的 0.02%,总成交额为 444.5 万元。
	9.11	华测检测	以 12.19 元成交 550 万股,占流通股的 0.37%,总成交额为 6704.5 万元。
	9.11	岭南股份	以 4.99 元成交 601.2 万股,占流通股的 0.59%,总成交额为 2999.99 万元。
补偿股份	9.10	三维丝	公司收到彭娜出具的《确认与承诺函》,因北京洛卡环保技术有限公司未实现业绩承诺需进行业绩补偿,彭娜同意在接到法院或公司通知之日起 60 日内配合进行股份划转过户等相关事宜。

数据来源: Choice, 东吴证券研究所

5. 下周大事提醒

表 22：下周大事提醒

	证券简称	事件
(09/16)周一	博世科(300422)	股东大会召开
	博天环境(603603)	股东大会召开
	怡球资源(601388)	股东大会召开
	格林美(002340)	3.36 亿股定向增发机构配售股份上市流通
	渤海股份(000605)	股东大会召开
	百川能源(600681)	股东大会召开
	*ST 菲达(600526)	股东大会召开
(09/17)周二	蒙草生态(300355)	股东大会召开
	岭南股份(002717)	股东大会召开
	中电环保(300172)	股东大会召开
	京蓝科技(000711)	股东大会召开
(09/18)周三	东湖高新(600133)	股东大会召开
(09/19)周四	天华院(600579)	证券简称变更
(09/20)周五	润邦股份(002483)	股东大会召开
	华光股份(600475)	股东大会召开

数据来源：Wind，东吴证券研究所

6. 风险提示

风险提示：政策推广不及预期，利率超预期上行，财政支出低于预期

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址:<http://www.dwzq.com.cn>

