

# 业绩增速继续下滑，关注垃圾分类下固废行业新机遇

## ——环保及公用事业行业 2019 年第四季度投资策略报告

分析师：刘蕾

SAC NO: S1150518120001

2019 年 09 月 16 日

### 证券分析师

刘蕾  
010-68104662  
liulei@bhzq.com

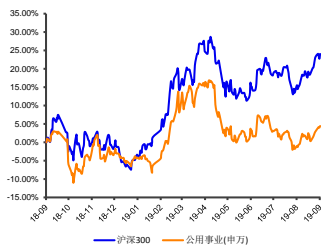
### 子行业评级

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
维尔利	增持
国祯环保	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:

#### ● 板块整体表现不及大盘，估值仍处低位

2019 年第一季度，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；进入第二季度后，伴随中美经贸摩擦的不断升级，板块伴随大盘逐渐回调；2019 年第三季度以来，板块伴随大盘震荡上行，整体而言，板块及各子板块走势均明显弱于大盘。截至 9 月 12 日，沪深 300 指数上涨 33.77%，SW 公用事业指数上涨 11.22%，跑输沪深 300 约 22.55 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 9 月 12 日，SW 公用事业板块市盈率（TTM 整体法，剔除负值）为 18.40 倍，较年初下降 1.89%，相对沪深 300 的估值溢价率则由年初的 84.82% 下降至 50.87%。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。

#### ● 板块及个股盈利情况均有所恶化

2019 年上半年，环保及公用事业板块 154 家上市公司营业总收入合计 6773.56 亿元，同比增加 6.69%，整体增速低于 2018 年上半年 14.76% 的增速。全行业实现归母净利润 549.05 亿元，同比增加 9.51%，行业整体增速同比继续下滑。从个股盈利情况来看，2019H1 渤海节能环保板块内实现营收同比增速超过 50% 的有 17 家，同比增速在 30%-50% 的有 10 家，同比增速在 0%-30% 的有 81 家，同比增速小于 0% 的有 46 家。而从归母净利润同比增速的角度来看，环保行业归母净利润同比增速超过 100% 的有 20 家，大于 50% 小于 100% 的有 15 家，在 0% 至 50% 的共有 56 家，而小于 0% 的有 63 家。2019H1 渤海节能环保板块内业绩增速在 30% 以上的上市公司数量占比 34.42%，该比例相较 2018H1 下降了 3.9 个百分点。2019H1 共有 18 家上市公司实现归母净利为负，与 2018H1 持平。结合 2019H1 板块内各上市公司的盈利情况来看，公司业绩增长呈现一定的下滑趋势。

#### ● 垃圾分类全面推行，固废处理景气度上行

自 2000 年起，我国便开始在北京等城市开展垃圾分类收集试点工作，但总体效果不甚理想；2017 年，发改委、住建部发布《生活垃圾分类制度实施方案》，明确我国 46 个城市将被列入生活垃圾强制分类范围，且到 2020 年底生活垃圾回收利用率达 35% 以上。此后，我国针对垃圾分类的助力政策不断加码，国家层面连续发布重磅文件，细化垃圾分类的时间表和任务书，垃圾分类在全国范围内火热开展；2019 年 6 月，住建部发文要求自 2019 年起在全国地级及以上城市全面启动生活垃圾分类，垃圾分类按下快进键。我国持续快速增长的生活垃圾清运量为垃圾处理市场发展带来广阔的发展空间，垃

圾的全面推行提升了固废处理行业的景气度，“三化”优势突出的垃圾焚烧有望持续受益。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。

### ● 土壤污染防治法正式施行，打响净土保卫战

我国土壤污染问题形势严峻。2014年发布的《全国土壤污染状况调查公报》数据显示，全国土壤总超标率16.1%，污染类型以无机型为主，超标点位数占全部超标点位的82.8%。2017年6月，土壤污染防治法（草案）公开向社会公众征求意见；2018年8月，十三届全国人大常委会表决通过了《土壤污染防治法》；2019年1月，《土壤污染防治法》正式施行。这是继“土十条”出台后土壤污染防治领域的又一重磅政策，也是我国国家层面制定的第一部土壤污染防治领域的单行法。土壤法的出台为土壤环境监管及治理提供必要的法律依据，将促进土壤治理市场有序健康发展。随着后续相关配套政策措施的出台和落实，土壤治理市场空间有望加速打开，行业提速发展可期。根据测算，“十三五”期间，污染场地及受污染耕地两大重点领域修复市场规模预计将达到3,000亿元，而且伴随“土十条”政策的持续落实，修复需求将渐进加快释放，看好行业的中长期发展。

### ● 投资建议

从公用事业板块154家上市公司的2019上半年业绩来看，行业整体增速继续同比下滑，主要是受到融资环境改善尚未传导至业绩所致。虽然板块自2019年初以来有所反弹，但是表现明显弱于大盘，估值仍然处于近3年来历史底部。行业层面，政策向好态势不变，环境治理需求仍待进一步释放。今年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。此后，全国各地垃圾分类政策制度纷纷出台，垃圾分类工作多点开花。伴随我国生活垃圾分类工作不断推进，环卫设备及服务、餐厨垃圾处理等垃圾分类产业链相关企业有望持续受益。同时，垃圾分类助力政策的接连出台，有望进一步提升市场对于整个板块的关注度。策略方面，我们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，看好景气度上升的垃圾焚烧、环卫设备以及餐厨垃圾处理领域。股票池推荐：瀚蓝环境（600323.SH）、维尔利（300190.SZ）、国祯环保（300388.SZ）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 板块整体表现不及大盘，估值仍处低位 .....	5
1.2 板块及个股盈利情况均有所恶化 .....	6
1.3 市场需求仍在，静待融资利好传导 .....	7
2.垃圾分类全面推行，固废处理景气度上行 .....	9
2.1 我国垃圾清运量持续增长，处理能力相对不足 .....	9
2.2 助力政策频出，垃圾分类全面开展 .....	10
2.3 固废处理景气度提升，关注优势突出的垃圾焚烧 .....	12
3.土壤污染防治法正式施行，打响净土保卫战 .....	15
3.1 我国土壤污染不容乐观，治理需求迫切 .....	15
3.2 土壤污染防治法正式施行，行业发展添新动力 .....	16
3.3 巨大需求待释放，看好行业中长期发展 .....	17
4.投资建议 .....	18
5.风险提示 .....	19

## 图 目 录

图 1: 2019 前三季度环保及公用事业指数与沪深 300 指数走势对比.....	5
图 2: 2019 年前三季度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 年上半年环保及公用事业板块盈利变化情况 .....	6
图 5: 2019H1 环保及公用事业板块营收增速区间统计 .....	7
图 6: 2019H1 环保及公用事业板块归母净利润增速区间统计 .....	7
图 7: 我国城镇化率及生活垃圾清运量 .....	10
图 8: 我国城市生活垃圾无害化处理情况 .....	10
图 9: “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 10: 焚烧发电在垃圾无害化处理能力中的比重快速提升 .....	13
图 11: 我国城市生活垃圾焚烧无害化处理厂数及能力 .....	13
图 12: 全国垃圾焚烧处理能力预测 (万吨/日) .....	15
图 13: 全国垃圾焚烧设施建设投资需求预测 (亿元) .....	15
图 14: 我国土壤环境质量形势不容乐观 .....	16
图 15: “土十条”十大重要举措 .....	17
图 16: “十三五”期间土壤修复市场规模预测 .....	18

## 表 目 录

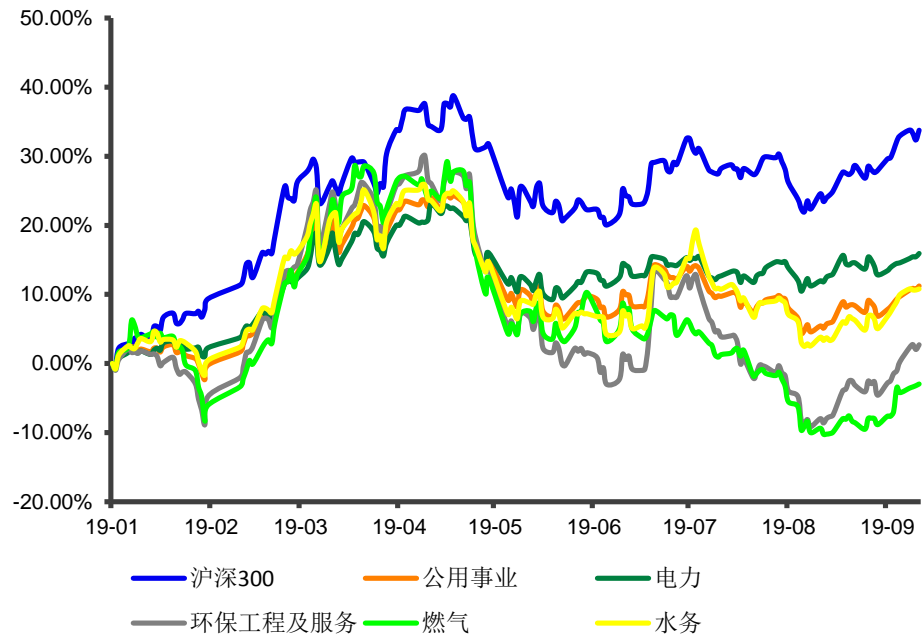
表 1: 2019 年以来环保领域重要政策 .....	8
表 2: 2018 年 10 月份以来民企融资利好政策概览.....	9
表 3: 2000 年以来垃圾分类领域重要政策 .....	11
表 4: 近年来各地发布垃圾分类政策情况 .....	12
表 5: “十二五”以来我国生活垃圾焚烧领域相关政策 .....	14
表 6: 重点推荐公司盈利预测及评级 .....	19

## 1. 回顾与展望

### 1.1 板块整体表现不及大盘，估值仍处低位

2019 年第一季度，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；进入第二季度后，伴随中美经贸摩擦的不断升级，板块伴随大盘逐渐回调；2019 年第三季度以来，板块伴随大盘震荡上行，整体而言，板块及各子板块走势均明显弱于大盘。截至 9 月 12 日，沪深 300 指数上涨 33.77%，SW 公用事业指数上涨 11.22%，跑输沪深 300 约 22.55 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 15.93%、-2.97%、10.79% 和 2.71%，分别对应跑输沪深 300 指数 17.84、36.74、22.98 和 31.06 个百分点。

图 1: 2019 前三季度环保及公用事业指数与沪深 300 指数走势对比

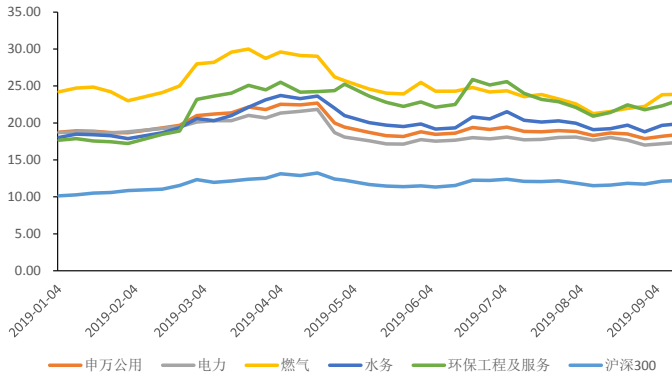


资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

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 9 月 12 日，SW 公用事业板块市盈率（TTM 整体法，剔除负值）为 18.40 倍，较年初下降 1.89%，相对沪深 300 的估值溢价率则由年初的 84.82% 下降至 50.87%。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 17.34、23.87、19.86 和 22.98 倍，相对年初分别上涨-7.19、-1.42、10.12 和 30.07 百分点。目前，公用

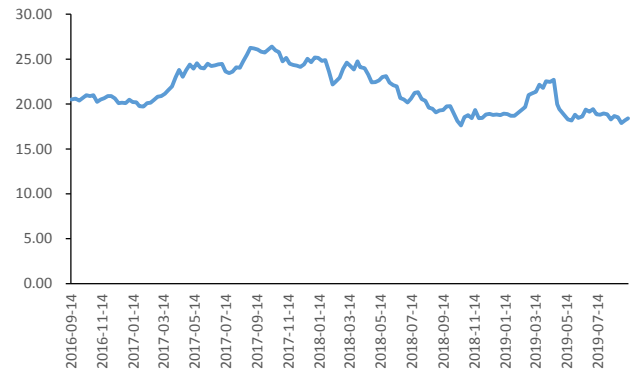
事业板块市盈率已经低于近3年来历史中值(PE约21.0X), 向下继续大幅调整的空间有限。

图 2: 2019 年前三季度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

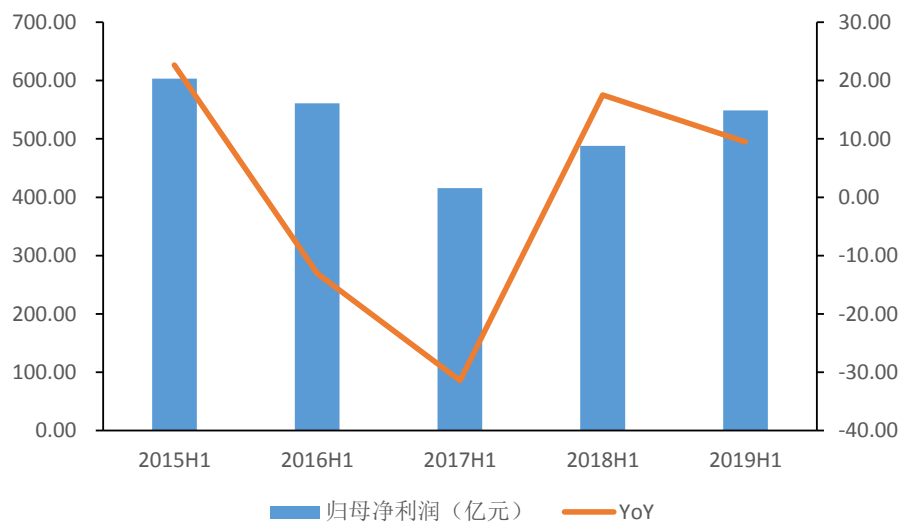


资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

## 1.2 板块及个股盈利情况均有所恶化

2019 年上半年, 环保及公用事业板块 154 家上市公司营业总收入合计 6773.56 亿元, 同比增加 6.69%, 整体增速低于 2018 年上半年 14.76% 的增速。全行业实现归母净利润 549.05 亿元, 同比增加 9.51%, 行业整体增速同比继续下滑。

图 4: 2015-2019 年上半年环保及公用事业板块盈利变化情况



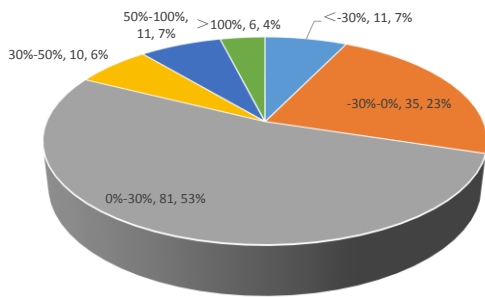
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

从个股盈利情况来看, 2019H1 渤海节能环保板块内实现营收同比增速超过 50% 的有 17 家, 同比增速在 30%-50% 的有 10 家, 同比增速在 0%-30% 的有 81 家, 同比增速小于 0% 的有 46 家。而从归母净利润同比增速的角度来看, 环保行业归



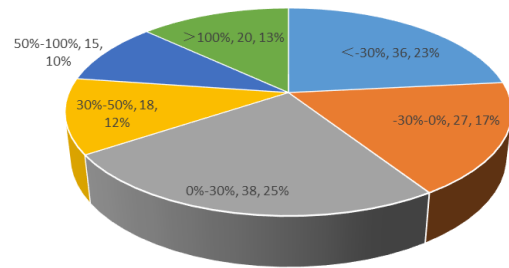
母净利润同比增速超过 100% 的有 20 家，大于 50% 小于 100% 的有 15 家，在 0% 至 50% 的共有 56 家，而小于 0% 的有 63 家。2019H1 渤海节能环保板块内业绩增速在 30% 以上的上市公司数量占比 34.42%，该比例相较 2018H1 下降了 3.9 个百分点。2019H1 共有 18 家上市公司实现归母净利为负，与 2018H1 持平。结合 2019H1 板块内各上市公司的盈利情况来看，公司业绩增长呈现一定的下滑趋势。

图 5：2019H1 环保及公用事业板块营收增速区间统计



资料来源：Wind 资讯，渤海证券

图 6：2019H1 环保及公用事业板块归母净利润增速区间统计



资料来源：Wind 资讯，渤海证券

### 1.3 市场需求仍在，静待融资利好传导

政策利好频出，环境治理市场需求仍在。进入 2019 年以来，环保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；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》；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》；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；7 月，生态环境部会同水利部、农业农村部印发了《关于推进农村黑臭水体治理工作的指导意见》；8 月，生态环境部发布《关于加强重污染天气应对夯实应急减排措施的指导意见》。政策利好频出，有望进一步加快我国环境治理市场需求的不断释放。

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	《长江“三磷”专项排查整治行动实施方案》
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》
2019.07	生态环境部、水利部、农业农村部	《关于推进农村黑臭水体治理工作的指导意见》
2019.07	生态环境部、发改委等	《工业炉窑大气污染综合治理方案》
2019.07	生态环境部、发改委等	《关于进一步加快推进中西部地区城镇污水垃圾处理有关工作的通知》
2019.07	生态环境部	《重点行业挥发性有机物综合治理方案》
2019.07	财政部	《城市管网及污水处理补助资金管理办法》
2019.08	生态环境部	《关于加强重污染天气应对夯实应急减排措施的指导意见》

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，传导至业绩仍需时间。**自 2018 年 10 月起，民企融资利好政策不断出台。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

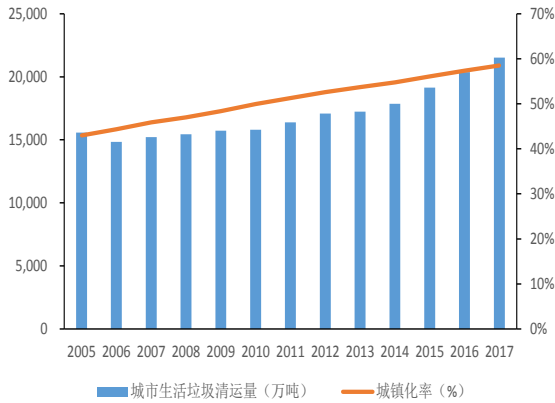
资料来源: 公开资料, 渤海证券

## 2. 垃圾分类全面推行, 固废处理景气度上行

### 2.1 我国垃圾清运量持续增长, 处理能力相对不足

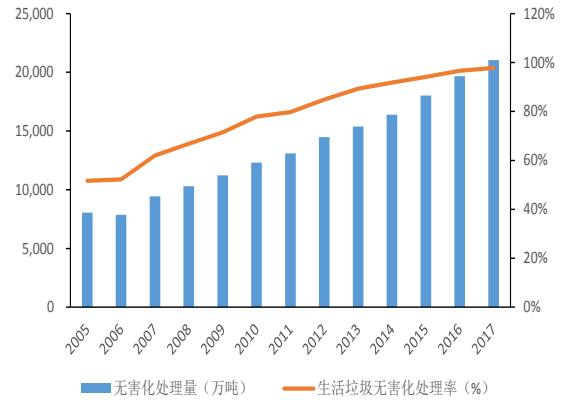
**城镇化进程加速, 生活垃圾处理需求保持较快增长。**2005 年-2017 年我国城镇化率从 42.99% 提升至 58.52%, 城镇化的快速发展和人民生活水平的日益提高使得我国城镇生活垃圾清运量持续较快增长。2017 年, 全国城市生活垃圾清运量约 2.15 亿吨, 较 2005 年增加 38.16%, 年均复合增速 2.73%。另外, 从生活垃圾无害化处理情况来看, 虽然目前城市生活垃圾无害化处理率已从 2005 年的 51.7% 大幅提升到 2017 年的 97.74%, 但未无害化的历史累积存量仍在持续增加且数量巨大, 仅 2005-2017 年城市垃圾清运量中未无害化的部分累计就高达 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 7: 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

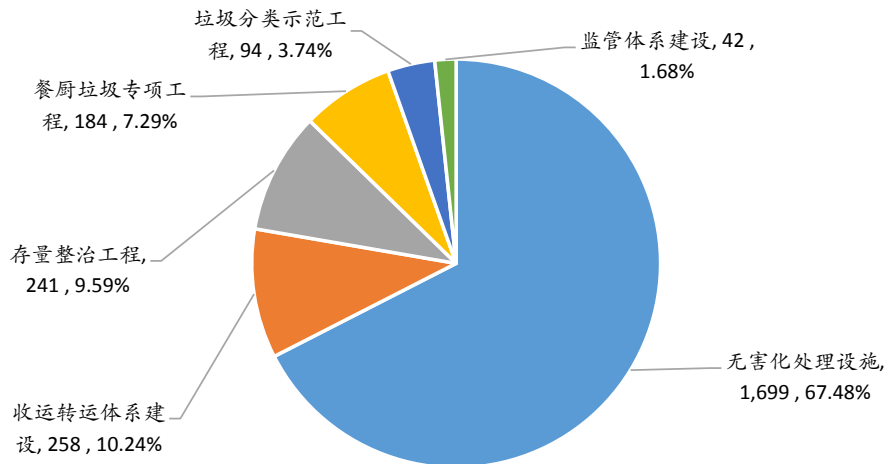
图 8: 我国城市生活垃圾无害化处理情况



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 9: “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 助力政策频出, 垃圾分类全面开展

自 2000 年起, 我国便开始在北京等城市开展垃圾分类收集试点工作, 但总体效

果不甚理想；2017年，发改委、住建部发布《生活垃圾分类制度实施方案》，明确我国46个城市将被列入生活垃圾强制分类范围，且到2020年底生活垃圾回收利用率达35%以上。此后，我国针对垃圾分类的助力政策不断加码，国家层面连续发布重磅文件，细化垃圾分类的时间表和任务书，垃圾分类在全国范围内火热开展；2019年6月，住建部发文要求自2019年起在全国地级及以上城市全面启动生活垃圾分类，垃圾分类按下快进键。另外，全国各地积极响应，纷纷发文推进垃圾分类工作。

**表 3: 2000 年以来垃圾分类领域重要政策**

时间	发布机构	文件名称	重点内容
2000.06	原建设部	《关于公布生活垃圾分类收集试点城市的通知》	确定北京、上海、广州、深圳等8个垃圾分类试点城市
2011.04	国务院	《关于进一步加强城市生活垃圾处理工作的意见》	到2015年，每个省（区）建成一个以上生活垃圾分类示范城市。50%的设区城市初步实现餐厨垃圾分类收运处理。城市生活垃圾资源化利用比例达到30%，直辖市、省会城市和计划单列市达到50%
2015.04	国务院	《关于加快推进生态文明建设的意见》	完善再生资源回收体系，实行垃圾分类回收
2015.09	国务院	《生态文明体制改革总体方案》	加快建立垃圾强制分类制度
2016.02	国务院	《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	通过分类投放收集、综合循环利用，促进垃圾减量化、资源化、无害化。到2020年，力争将垃圾回收利用率提高到35%以上
2017.03	发改委、住建部	《生活垃圾分类制度实施方案》	确定我国46个城市将被列入生活垃圾强制分类范围，到2020年底生活垃圾回收利用率达35%以上
2017.1	住建部等	《关于推进党政机关等公共机构生活垃圾分类工作的通知》	2017年底前，中央和国家机关及省（区、市）直机关率先实现生活垃圾强制分类；2020年底前，直辖市、省会城市、计划单列市和住房城乡建设部等部门确定的生活垃圾分类示范城市的城区范围内公共机构实现生活垃圾强制分类；其他公共机构要因地制宜做好生活垃圾分类工作
2017.1	住建部等	《关于军队单位落实生活垃圾分类制度的意见》	到2020年底，军队单位产生的生活垃圾基本实现准确分类和收集
2017.1	卫计委等	《关于在医疗机构推进生活垃圾分类管理的通知》	到2020年底，所有医疗机构实施生活垃圾分类管理，对产生的生活垃圾实现准确分类投放、暂存，并与各类垃圾回收单位按分类进行有效衔接，分类运输、分类处理。生活垃圾回收利用率达到40%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；2035年前，46个重点城市全面建立城市生活垃圾分类制度，垃圾分类达到国

2018.04	教育部等	《关于在学校推进生活垃圾分类管理工作的通知》	际先进水平
2019.06	住建部等	《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》	到 2020 年底,各学校生活垃圾分类知识普及率要达到 100%
2019.06	生态环境部	《中华人民共和国固体废物污染环境防治法(修订草案)》	自 2019 年起在全国地级及以上城市全面启动生活垃圾分类工作 增设生活垃圾分类制度,要求地方政府做好分类投放、分类收集、分类运输、分类处理体系建设

资料来源: 公开资料, 渤海证券

表 4: 近年来各地发布垃圾分类政策情况

出台时间	发布地区	文件名称
2019.08	湖北	《湖北省推进城乡生活垃圾分类工作实施方案》
2019.03	长春	《长春市生活垃圾分类管理条例》
2019.02	深圳	《深圳经济特区生活垃圾分类投放规定(草案)》
2019.02	大连	《大连市城市生活垃圾分类管理办法》
2019.02	宁波	《宁波市生活垃圾分类管理条例》
2019.01	合肥	《合肥市生活垃圾管理办法》
2019.01	昆明	《昆明市城市生活垃圾分类管理办法》
2018.12	兰州	《兰州市城市生活垃圾分类管理办法》
2018.12	太原	《太原市生活垃圾分类管理条例》
2018.10	海口	《海口市生活垃圾分类管理办法》
2018.03	广州	《广州市生活垃圾分类管理条例》
2018.03	贵阳	《贵阳市城镇生活垃圾分类管理办法》
2018.03	郑州	《郑州市 2018 年生活垃圾分类工作实施方案》
2018.03	哈尔滨	《哈尔滨市生活垃圾分类工作方案》
2018.03	沈阳	《关于加快推进生活垃圾分类工作的实施意见》
2018.01	南宁	《南宁市生活垃圾分类制度实施方案》
2018.01	武汉	《武汉市生活垃圾分类实施方案》
2017.12	南昌	《南昌市城市生活垃圾分类制度工作实施方案》
2017.12	石家庄	《石家庄市生活垃圾分类工作实施方案(2018-2020 年)》
2017.12	长沙市	《长沙市生活垃圾分类制度实施方案》
2015.11	沈阳	《沈阳市生活垃圾管理条例》
2013.05	青岛	《青岛市城市生活垃圾分类管理办法》
2012.11	杭州	《杭州市城市生活垃圾管理办法》

资料来源: 公开资料, 渤海证券

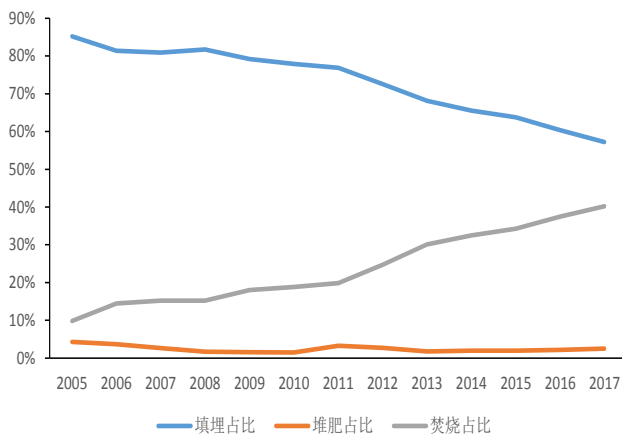
## 2.3 固废处理景气度提升, 关注优势突出的垃圾焚烧

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

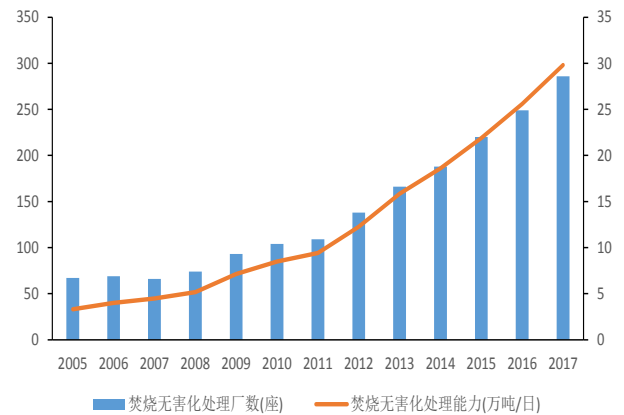
57%；其次为焚烧，占比 40%；堆肥占比最少，不到 3%。我们认为，垃圾焚烧发电技术具有减量化、资源化、无害化突出优势，能较好解决我国生活垃圾产生量不断增加而城市土地资源紧缺的矛盾问题；同时，目前焚烧技术较为成熟，设备国产化程度不断提高，使用成本的逐步下降，也为其加快应用创造条件。2005-2017 年全国生活垃圾焚烧无害化处理能力从 3.3 万吨/日提升至 29.8 万吨/日，增长约 8 倍，年均复合增长率超过 20%；焚烧发电在无害化处理能力中的比重则从 9.82%提高至 40.24%，逐渐成为垃圾无害化处理能力增长的主要贡献力量。

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

**垃圾焚烧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 5: “十二五”以来我国生活垃圾焚烧领域相关政策

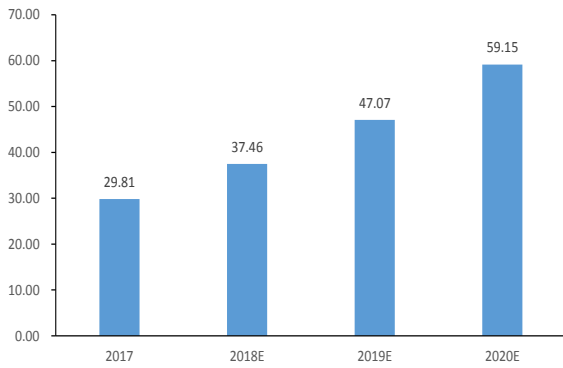
时间	发布机构	政策名称	重点内容
2011.04	国务院	《关于加强生活垃圾处理和污染综合的工作意见》	全面推广焚烧发电等生活垃圾资源化利用方式
2012.03	发改委	《关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》	执行全国统一垃圾发电标杆电价每千瓦时 0.65 元
2012.04	国务院	《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》	2015 年全国城镇生活垃圾焚烧处理设施能力达到无害化处理总能力 35% 的目标要求
2014.06	原环保部等	《生活垃圾焚烧污染控制标准》	垃圾焚烧厂选址、设计、运行与管理等的污染控制标准
2016.09	国务院	《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划（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

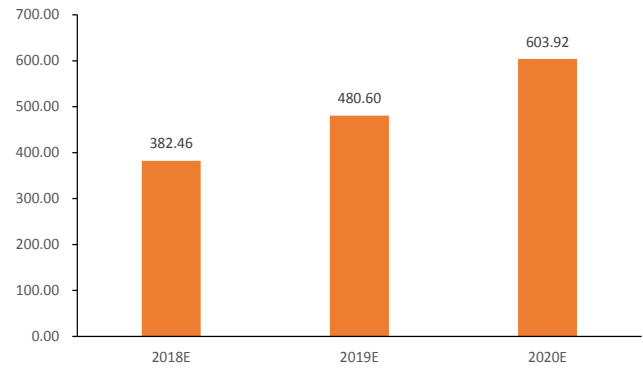
生活垃圾焚烧处理设施能力为 29.8 万吨/日，则 2017-2020 年，垃圾焚烧处理能力年均复合增长率为 25.66%，按照焚烧发电单位投资 50 万元/(吨/日)，测算 2018-2020 年生活垃圾焚烧发电设施建设投入规模将达 1,467 亿元（年均 489 亿元），市场空间广阔。

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. 土壤污染防治法正式施行，打响净土保卫战

#### 3.1 我国土壤污染不容乐观，治理需求迫切

我国土壤污染问题形势严峻。2014 年发布的《全国土壤污染状况调查公报》数据显示，全国土壤总超标率 16.1%，污染类型以无机型为主，超标点位数占全部超标点位的 82.8%。无机污染物中，以五毒重金属（镉、汞、砷、铅、铬）以及铜、锌、镍等为主，其中镉污染最为严重，点位超标率达 7.0%。在不同的土地利用类型中，耕地土壤受污染比例最高，点位超标率达 19.4%。总体而言，南方土壤污染重于北方，部分地区土壤污染较重，耕地土壤环境质量堪忧，工矿业废地土壤环境问题突出。

图 14: 我国土壤环境质量形势不容乐观

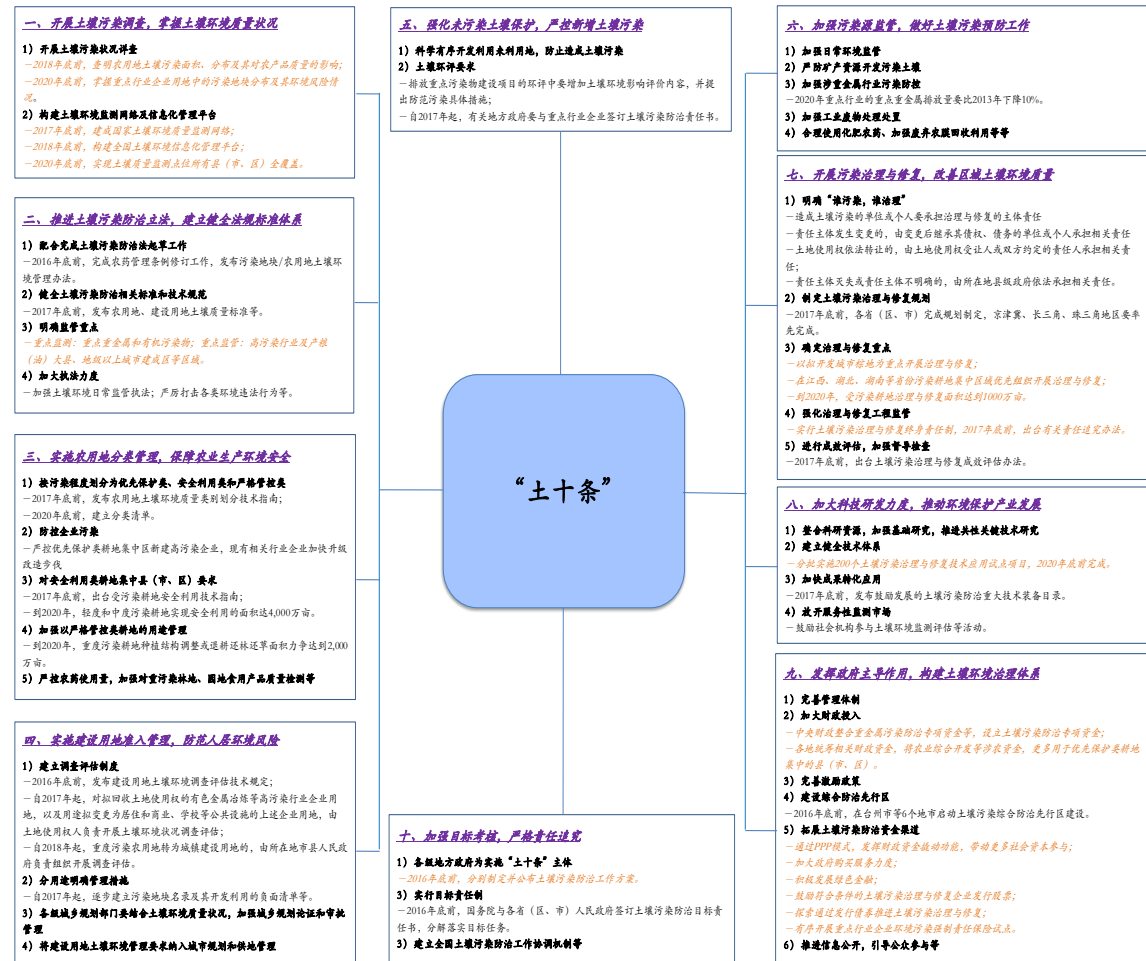


资料来源: 新华社, 渤海证券

### 3.2 土壤污染防治法正式施行, 行业发展添新动力

“土十条”促进开启土壤修复行业市场。2016年5月31日, 国务院正式印发《土壤污染防治行动计划》(“土十条”)。“土十条”根据我国土壤污染防治的现实国情设定了分3步走的阶段工作目标, 即到2020年/2030年/2050年, 我国土壤环境质量分别达到总体保持稳定、稳中向好和全面改善。同时, “土十条”提出10条、35款具体举措, 以确保土壤污染防治目标的如期实现。“土十条”系统构建了我国中长期土壤环境质量保护的框架体系, 为土壤污染防治指明了方向。

图 15：“土十条”十大重要举措



资料来源：国务院，渤海证券

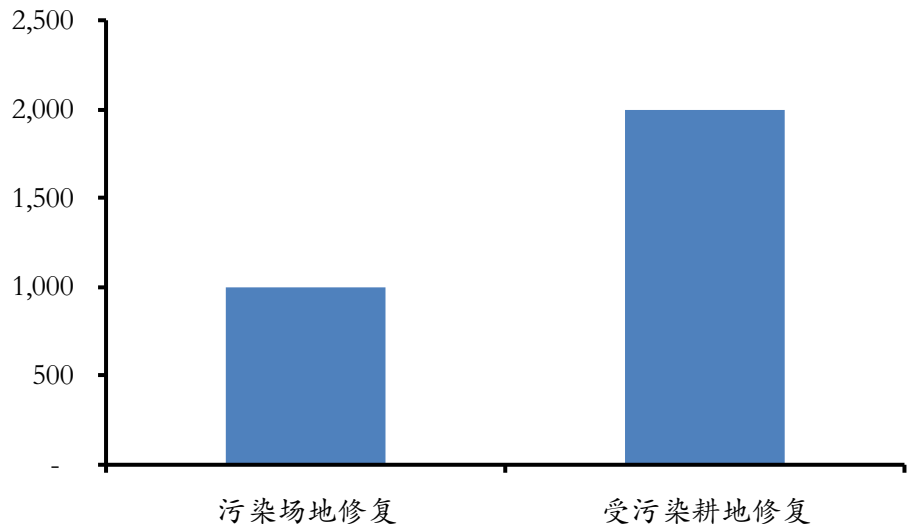
**土壤污染防治法正式落地，为土壤污染防治工作和管理提供法律依据。**2017年6月，土壤污染防治法(草案)公开向社会公众征求意见；2018年8月，十三届全国人大常委会表决通过了《土壤污染防治法》；2019年1月，《土壤污染防治法》正式施行。这是继“土十条”出台后土壤污染防治领域的又一重磅政策，也是我国国家层面制定的第一部土壤污染防治领域的单行法。土壤法的出台为土壤环境监管及治理提供必要的法律依据，将促进土壤治理市场有序健康发展。随着后续相关配套政策措施的出台和落实，土壤治理市场空间有望加速打开，行业提速发展可期。

### 3.3 巨大需求待释放，看好行业中长期发展

根据中国土壤环境修复产业技术创新战略联盟等机构的调研，我国的污染场地数量在100-200万块。假设每个污染地块平均修复成本100万元，若“十三五”期

间完成中 10 万块污染场地修复，则对应市场空间为 1,000 亿元。污染耕地方面，按亩均 2 万元的修复成本测算，则“十三五”期间完成 1,000 万亩污染耕地修复所需的投入为 2,000 亿元。因此，“十三五”期间，污染场地及受污染耕地两大重点领域修复市场规模预计将达到 3,000 亿元，而且伴随“土十条”政策的持续落实，修复需求将渐进加快释放，看好行业的中长期发展。

图 16：“十三五”期间土壤修复市场规模预测



资料来源：公开资料，渤海证券

## 4. 投资建议

从公用事业板块 154 家上市公司的 2019 上半年业绩来看，行业整体增速继续同比下滑，主要是受到融资环境改善尚未传导至业绩所致。虽然板块自 2019 年初以来有所反弹，但是表现明显弱于大盘，估值仍然处于近 3 年来历史底部。行业层面，政策向好态势不变，环境治理需求仍待进一步释放。今年 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。此后，全国各地垃圾分类政策制度纷纷出台，垃圾分类工作多点开花。伴随我国生活垃圾分类工作不断推进，环卫设备及服务、餐厨垃圾处理等垃圾分类产业链相关企业有望持续受益。同时，垃圾分类助力政策的接连出台，有望进一步提升市场对于整个板块的关注度。策略方面，我们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，看好景气度上升的垃圾焚烧、环卫设备以及餐厨垃圾处理领域。股票池推荐：瀚蓝环境（600323.SH）、维尔利（300190.SZ）、国祯环保（300388.SZ）和先河环保（300137.SZ）。



**表 6: 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
			2019-09-12	19E	20E	TTM	19E	20E	(MRQ)	
600323.SH	瀚蓝环境	增持	18.21	1.21	1.45	16.70	15.11	12.55	2.27	
300190.SZ	维尔利	增持	8.21	0.44	0.58	22.90	18.70	14.07	1.72	
300388.SZ	国祯环保	增持	9.73	0.53	0.67	18.47	14.54	10.37	2.87	
300137.SZ	先河环保	增持	8.13	0.60	0.75	16.00	13.58	10.87	2.36	

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**

 宋昉  
+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)