

增持

——维持

日期：2021 年 06 月 03 日

行业：环保行业



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

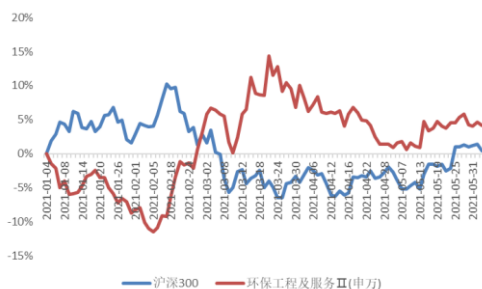
分析师：熊雪珍

Tel: 021-53686180

E-mail: xiongexuezheng@shzq.com

SAC 证书编号: S0870519080002

近 12 个月行业指数与沪深 300 比较
(截止至 2021 年 06 月 2 日)



相关报告:

证券研究报告/行业研究/中期策略

业绩回暖，关注碳中和背景下行业估值提升

——2021 年环保行业中期策略

■ 主要观点

行业基本面继续向好，估值上行空间充足，投资价值凸显

基本上，2020 年虽受疫情影响，细分行业业绩有所分化，但总体净利润已经恢复增长，经营性现金流持续改善，行业基本面向好趋势不变。在碳中和的长期发展背景下，环保行业景气度有望上行，且在后续碳交易市场中环保企业也有望通过 CCER 获得额外利润，增厚收益。此外随着首批 REITs 项目的落地，从现金流角度对环保稳健运营类资产进行了定价评估，在部分环保企业寻求轻资产运营化转变的趋势下，运营类资产估值有望被重估。当前环保行业估值仍在历史中位以下，上行空间充足。

水环境治理：看好运营类资产的估值提升

水污染防治仍是污染防治的重点工作任务之一，在节能减排+持续改善环境质量逻辑下，水环境治理有望受益于污水资源化、基础设施方面补短板，进一步打开十四五水环境的运营市场空间。水环境治理细分行业当前估值仍较低，仅为 14.26 倍，随着近年来其运营类资产占比逐年提升，企业开始寻求轻资产化转型，我们看好其在基本面上进一步增厚利润推升 EPS，叠加 REITs 对环保运营类资产项目价值评估影响，看好运营类资产的估值提升。

固废处理：垃圾焚烧仍有增量空间，有望受益 CCER 交易

两会对固废治理力度依然不减，“十四五”明确要求对部分城市“零填埋”，垃圾焚烧发电仍有增量空间。另一方面，补贴退坡靴子落地，不确定性降低，而存量补贴政策加码也有望改善垃圾焚烧电价补贴拖欠导致的发电企业利润与现金流不匹配状况。我们认为在垃圾焚烧进入后半程的发展阶段叠加电价补贴政策的影响，着重看公司项目前期布局、在手产能以及发电效率，看好在建规模/已投运规模带来的持续盈利及增长空间，行业龙头集中度有望提升。此外垃圾焚烧有望受益 CCER 交易，我们对补贴取消、参与 CCER 模拟不同价格情形进行测算，单吨发电量从基本情形的 300kwh 提升至 360kwh（增加 20%），处置单价由 75 元/吨提升至 90 元/吨（增加 33.33%），CCER 交易价格为 50 元/吨时，可基本对冲可再生能源基金补贴退坡影响。

环卫：环卫服务继续驱动业绩成长，期待环卫新能源设备渗透率提升

环卫市场化推进背景下，特许经营、PPP 等模式的大体量环卫项目频出，环卫服务持续高增。环卫设备端虽然设备总量当前增长有限，但在“碳中和”的节能减排的路径下，新能源环卫设备渗透率持续提升，企业环卫设备产值得以增长。我们看好现金流状况较好、成长性高的环卫公司投资机会。2021 年前 4 个月新能源环卫设备渗透率为 2.88%，同比提升 0.76pct。从品牌方来看，2021 年前 4 个月累计销售新能源电动环卫设备前五分别为宇通、中联（盈峰环境）、徐工、华林、福龙马，累计占比达到 67.33%，宇通、中联重科（盈峰环境）、龙马环卫市场份额分别为

25.11%、16.12%、7.41%，我们看好在“碳中和”的节能减排的路径下，新能源环卫设备渗透率持续提升，运营、设备双轮驱动头部企业享受成长红利。

■ 投资建议：评级未来十二个月内，行业评级“增持”

■ 风险提示

环保政策推进不及预期的风险；疫情反复的风险；项目进度不达预期的风险；宏观信贷政策变化的风险；行业竞争加剧的风险等。

■ 数据预测与估值

重点推荐股票业绩预测（截止 2021 年 06 月 2 日）：

股票	代码	股价	EPS			PE			投资评级
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
伟明环保	603568.SH	23.00	1.00	1.25	1.59	23.00	18.40	14.47	增持
节能国祯	300388.SZ	8.06	0.48	0.65	0.73	16.64	12.40	11.04	增持
高能环境	603588.SH	18.13	0.75	0.89	1.06	24.11	20.37	17.10	增持
龙马环卫	603686.SH	16.11	1.06	1.32	1.61	15.20	12.20	10.01	谨慎增持

数据来源：wind 上海证券研究所

目 录

一、业绩回暖，低估值环保板块投资价值凸显.....	6
1.1 行业景气度有所提升，估值上行仍有空间	6
1.2 行业基本面继续向好	7
1.3 公司回购方案频出，彰显长期发展信心	11
二、碳中和背景下行业长期增长逻辑确定	12
2.1 顶层规划文件确定行业长期增长逻辑	12
2.2 价格机制进一步完善，有望捋顺行业定价机制	13
2.3 REITs 助力环保行业轻资产转型	14
三、行业估值提升，关注成长确定性强的细分赛道	16
3.1 水环境治理：看好运营类资产的估值提升	16
3.2 固废处理：垃圾焚烧发展加速+CCER 有望贡献额外利润..	19
3.3 环卫：环卫服务继续驱动业绩成长，期待环卫新能源设备 渗透率提升	23
四、环保行业评级、策略及重点股票	26
4.1 维持环保行业“增持”评级	26
4.2 重点公司	26
五、风险提示	27

图

图 1 2021 年年初至 5 月 28 日环保行业走势对比 (%)	6
图 2 环保板块年初至今涨幅居前 (%)	6
图 3 环保板块 PE、PB 及相对沪深 300 溢价率 (2016/05/28-2021/05/28)	7
图 4 环保板块营收情况 (单位: 亿元, %)	8
图 5 环保板块归母净利润情况 (单位: 亿元, %)	8
图 6 环保板块分季度归母净利润同比、环比情况 (%)	8
图 7 细分行业 2020 年营收、归母净利润同比	9
图 8 细分行业单季度毛利率情况	9
图 9 环保行业及细分费用率情况	9
图 10 环保行业及细分行业净利率情况	9
图 11 环保行业及细分行业资产负债率情况	10
图 12 环保及细分行业 ROE 情况	10
图 13 环保行业投资性净现金流 (亿元)	10
图 14 细分子行业投资性净现金流 (亿元)	10
图 15 环保行业经营性净现金流 (亿元)	11
图 16 细分子行业经营性净现金流 (亿元)	11
图 17 “碳达峰、碳中和”行动涉及行业	12
图 18 首钢 REITs 基本构架	14
图 19 富国首创 REITs 基本构架	15
图 20 水环境细分行业运营类资产情况	17
图 21 水环境头部企业运营类业务占比情况	17
图 22 2019 年各省市再生水利用率	18
图 23 各省市 2019 年垃圾焚烧处理率 (%)	20
图 24 公司垃圾焚烧在建、运营规模: 吨/日 (2020)	21
图 25 公司吨垃圾折算发电量: 吨/日 (2020)	21
图 26 已减排量备案项目数量	22
图 27 已减排量备案项目预计年减排量	22
图 28 行业中标年化服务金额 (亿元, %)	23
图 29 头部企业 2020 年业绩预增情况 (百万、%)	23
图 30 2020 年-2021 年新能源环卫装备渗透率情况	25
图 31 各省 2021 年 1~4 月新能源环卫设备占比	25
图 32 环卫新能源设备市场占有率情况 (数据: 202101-202104)	25

表

表 1 环保各细分板块的 PE (截至 5 月 28 日)	7
表 2 2021 年以来环保公司回购方案公布及最新回购进展 (当前价格取 6.1 收盘价)	11
表 3 价格机制相关政策	13
表 4 REITs 基金相关政策	14
表 5 近期股权合作情况	17

表 6 水环境主要政策.....	18
表 7 垃圾焚烧电价补贴相关政策.....	21
表 8 垃圾焚烧发电补贴取消下不同情形的收益测算.....	22
表 10 各省发布的新能源环卫车推广政策.....	24

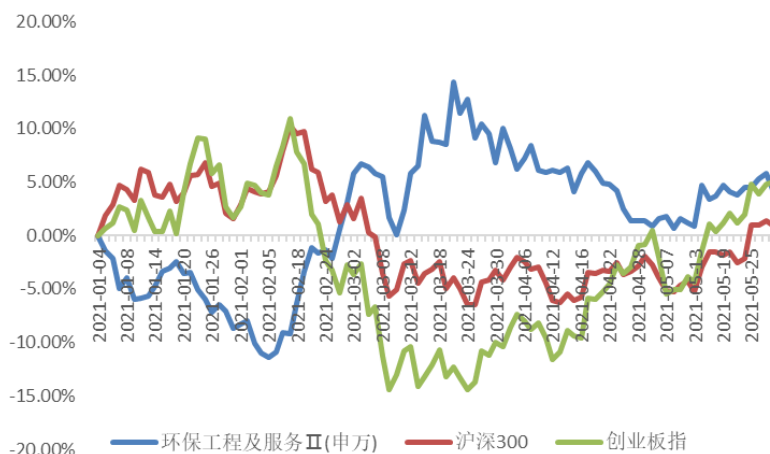
一、业绩回暖，低估值环保板块投资价值凸显

1.1 行业景气度有所提升，估值上行仍有空间

在过去一年（20210101-20210528）的行情中，沪深300指数上涨1.01%，创业板指上涨5.01%，环保工程及服务（申万）上涨4.28%，景气度有所提升。其中近一个月（0428-0528）以来，沪深300指数上涨3.94%，创业板指上涨5.96%，环保工程及服务（申万）上涨2.84%。

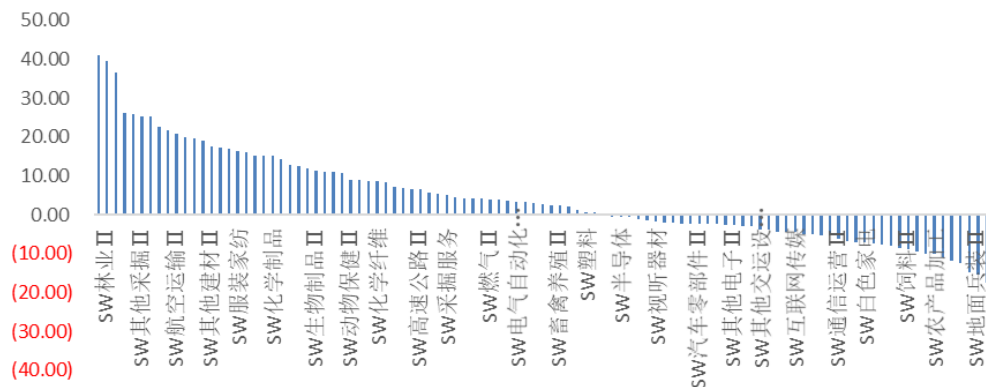
从年初至今，104个申万二级板块中，SW环保工程及服务II、SW水务II、SW园林工程II涨幅位于中位，涨幅分别为4.42%、1.99%、-0.63%，排名分别为42/104、55/104、62/104。

图1 2021年年初至5月28日环保行业走势对比（%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

图2 环保板块年初至今涨幅居前（%）



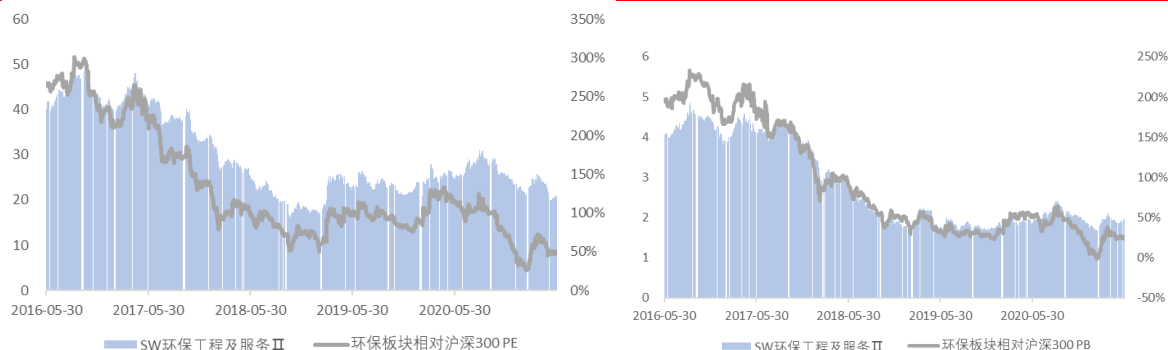
数据来源：Wind，上海证券研究所

当前环保行业估值仍在五年历史中位以下，上行仍有空间。我
请务必阅读尾页重要声明

们取 2016 年 5 月 28 日-2021 年 5 月 28 日作为观察区间，环保板块历史 PE 估值区间为 15.88 倍-49.64 倍，历史中位为 29.43 倍，当前环保板块估值为 20.73 倍，板块相对沪深 300 溢价率历史区间为 25.63%-300.96%，中值 131.80%，当前环保板块估值溢价率为 47.05%。PB 方面，行业 PB 历史区间为 1.61 倍-4.86 倍，当前板块 PB 为 1.93 倍。

细分板块方面，水处理、大固废（固废处置、环卫）估值相对较低，环保行业整体具备较高的安全边际，配置价值凸显。

图 3 环保板块 PE、PB 及相对沪深 300 溢价率（2016/05/28-2021/05/28）



数据来源：Wind，上海证券研究所

表 1 环保各细分板块的 PE（截至 5 月 28 日）

细分板块	PE	相对沪深 300PE 溢价率
水处理	14.26	1.13%
大气治理	27.69	96.38%
固废处置	17.99	27.59%
土壤修复	31.00	119.86%
环卫	17.76	25.96%
环境监测	22.59	60.21%
生态园林	28.01	98.65%
沪深 300	14.10	-

数据来源：Wind，上海证券研究所

1.2 行业基本面继续向好

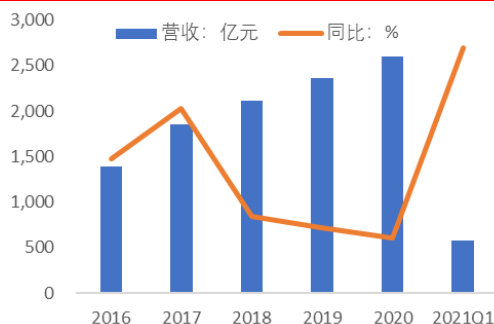
环保板块净利润已开始恢复增长

我们统计了环保板块 75 家上市公司 2020 年及 2021Q1 业绩情况，2020 年环保行业合计营业收入 2687.66 亿元，同比增长 8.95%；合计归母净利润 191.20 亿元，同比降低 0.51%，主要系启迪环境归母净利润亏损 15.37 亿元所致，剔除启迪环境后，环保行业 2020 年营业收入、归母净利润同比增长 10.04%、9.53%。

分季度来看，环保板块 2020 年一季度受疫情影响明显，二季度随着复工复产的推进，工程建设项目逐渐复工，融资端的支持效果渐显，环保板块二、三季度改善明显，剔除启迪环境第四季度单

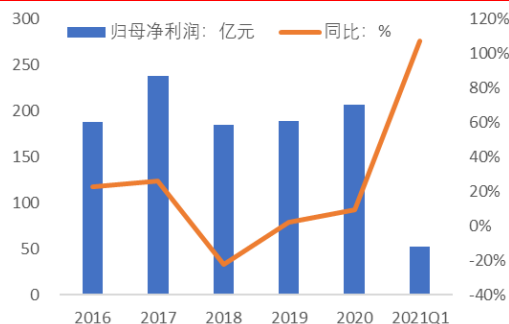
季度归母净利润同比下降 24.67%，但营收仍保持 12.83% 的增长。
 2021Q1 考虑 2020Q1 低基数影响，增幅较大，行业营收同比增长 44.93%，归母净利润同比增长 97.62%，行业基本面持续向好：

图 4 环保板块营收情况（单位：亿元，%）



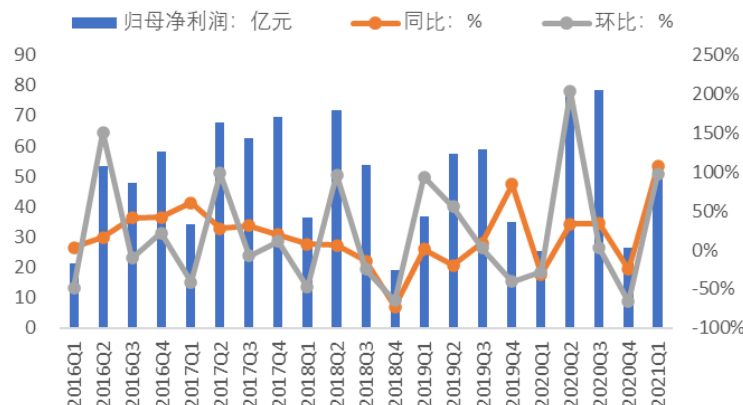
数据来源：Wind 上海证券研究所

图 5 环保板块归母净利润情况（单位：亿元，%）



数据来源：Wind 上海证券研究所

图 6 环保板块分季度归母净利润同比、环比情况 (%)



数据来源：Wind，上海证券研究所

细分板块来看，剔除波动较大的个股来看，2020 年仅大气治理、生态园林板块营收负增长，固废、土壤修复、环卫营收增长增幅较大，分别为 30.07%、31.82%、18.17%，但相较 2019 年幅均有所缩窄。归母净利润端，仅大气治理同比下降，水环境、固废处置、土壤修复、环卫、环境监测均实现同比增长，分别为 1.81%、27.98%、24.29%、25.11%、32.64%。生态园林板块归母净利润由 2019 年的 -13.98 亿元提升到 9.90 亿元。2021Q1 归母净利润各细分板块均实现较大提升。

毛利率端，环保板块毛利率较稳定，2020 年行业毛利率为 25.61%，同比略降 0.51pct，其中水环境治理行业为 31.55%，同比略降 0.01pct，固废处置行业为 24.30%，同比略降 0.33pct，环卫行业为 20.95%，同比略升 0.59pct，细分子行业中环境监测毛利率最高，为 39.66%，同比减少 1.37pct，2021Q1 毛利率回升到 44.85%。

图 7 细分行业 2020 年营收、归母净利润同比

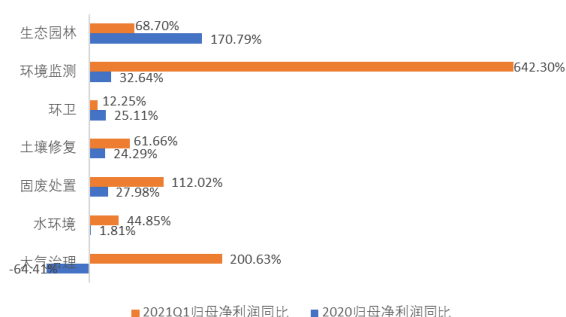
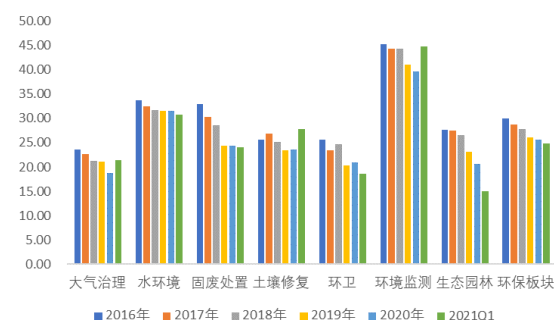


图 8 细分行业单季度毛利率情况



数据来源: Wind 上海证券研究所

数据来源: Wind 上海证券研究所

费用端, 环保行业期间费用率 2020 年为 12.67%, 同比略降 0.96pct, 财务费用率基本保持稳定, 2020 年略升 0.01pct 至 4.51%, 销售费用率除环境监测提升 0.67pct 外, 其余子行业均有所下降, 环保行业整体销售费率同比下降 0.53pct 至 1.79%。

净利率端, 环保行业 2020 年净利率为 7.64%, 同比下降 0.60pct, 2021Q1 回升至 8.12%。其中净利率较高的细分行业为水环境 11.61%、固废处置 8.78%、土壤修复 8.83%。

图 9 环保行业及细分费用率情况

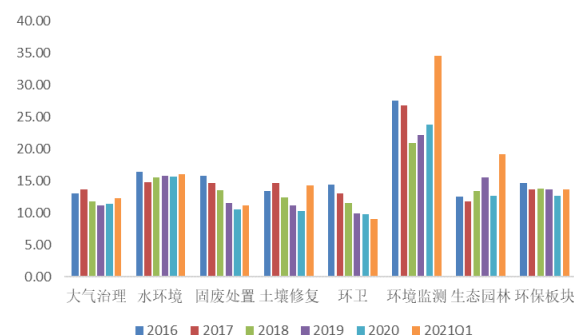
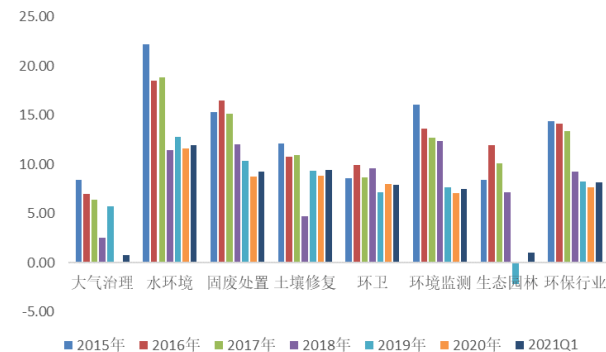


图 10 环保行业及细分行业净利率情况



数据来源: Wind 上海证券研究所

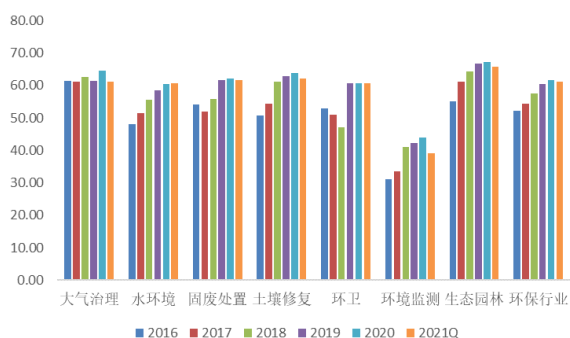
数据来源: Wind 上海证券研究所

负债率仍较高, ROE 同比下降

环保行业目前仍然是受投资驱动实现业绩增长的行业, 行业资产负债率 2016 年以来持续走高, 2020 年资产负债率为 61.70%, 同比增长 1.19pct, 整体仍保持较高水平, 细分子行业来看, 仅环境监测板块负债率较低, 为 44.04%。

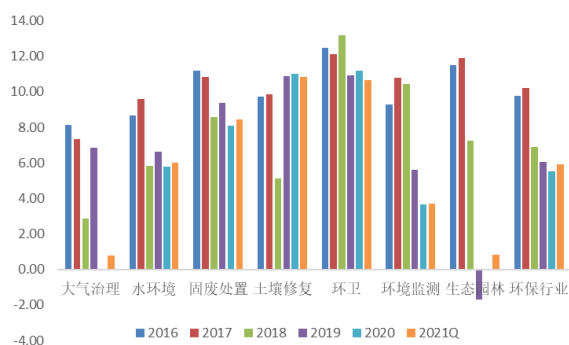
板块整体 ROE 受疫情影响较大, 同比下降 0.52pct 至 5.53%, 仅环卫、土壤修复、生态园林同比提升, 分别为 11.18% (+0.28pct)、10.99% (+0.10pct)、0.03% (+1.70pct)。2021Q1 板块 ROE 回升至 5.92%。

图 11 环保行业及细分行业资产负债率情况



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 12 环保及细分行业 ROE 情况



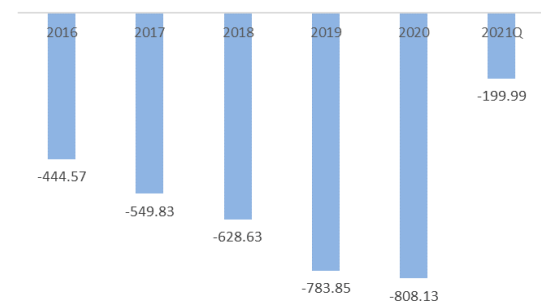
数据来源: Wind 上海证券研究所

经营性现金流持续改善

2020 年环保行业投资性净现金流出为-808.13 亿元，同比扩增了 24.28 亿元，自 2016 年来投资性现金流出逐年增长，环保行业当前仍在产能规模扩建阶段。

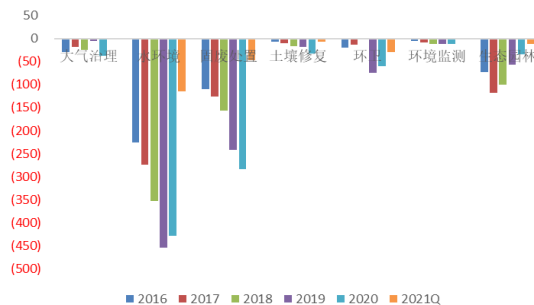
考虑项目的投产运营、工程款的确认为、应收账款催收等积极因素，行业经营性现金流得到持续改善，2020 年环保行业经营活动产生的净现金流为 366.67 亿元，同比增长 1.63%，行业经营性现金流持续改善。细分子行业除生态园林外现金流均出现好转。其中环卫、土壤修复、环境监测经营性现金流同比高增 30.12%、39.56%、39.07%，水处理、固废受益于运营类业务的回款保障，经营性现金流同比增长分别为 0.93%、14.00%。

图 13 环保行业投资性净现金流 (亿元)



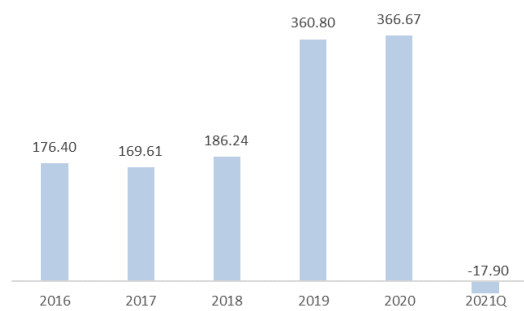
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 14 细分子行业投资性净现金流 (亿元)



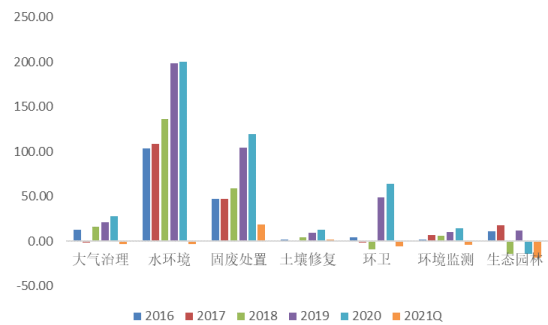
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 15 环保行业经营性净现金流（亿元）



数据来源：Wind 上海证券研究所

图 16 细分子行业经营性净现金流（亿元）



数据来源：Wind 上海证券研究所

1.3 公司回购方案频出，彰显长期发展信心

自 2021 年年初以来，环保行业上市公司已有 9 家公司公告了回购方案，当前环保板块回购方案总金额合计 12.20~23.40 亿元，实际已回购金额累计达 10.27 亿元，伟明环保、清水源、万邦达已完成相关回购，且伟明环保顶格完成 1.6 亿元的回购。环保板块经历长期的股价低位后，随着现金流的改善、基本面向好，部分公司已逐步进入价值区间，公司回购方案频出彰显对公司长期发展信心。

表 2 2021 年以来环保公司回购方案公布及最新回购进展（当前价格取 6.1 收盘价）

代码	公司	回购方案公布日期	回购价格（不超过元/股）	回购总金额（亿元）	已回购金额（亿元）	回购价格	当前价格
000967.SZ	盈峰环境	2020.04.17	8.80	2 亿元~4 亿元	2.01	7.80~7.99	7.95
000035.SZ	中国天楹	2021.02.04	4.5	0.8 亿元~1.6 亿元	0.98	3.82~4.50	4.93
603686.SH	龙马环卫	2021.01.08	25	0.75 亿元~1.5 亿元	0.89	15.31~19.94	16.41
300388.SZ	节能国祯	2020.06.30	13.5	1.5 亿元~3 亿元	1.20	7.94~10.8	8.18
603568.SH	伟明环保	2021.01.06	23.8	0.8 亿元~1.6 亿元	1.6（已完成）	17.50~19.06	23.15
603359.SH	东珠生态	2021.03.02	23.93	0.25 亿元~0.5 亿元	0.3	17.37~19.43	17.19
603778.SH	乾景园林	2021.03.12	5.5	0.4 亿元~0.8 亿元	0.02	4.20~4.26	5.02
300055.SZ	万邦达	2021.03.02	8.43	3 亿元~5 亿元	4.40	6.30~7.97	6.99
300437.SZ	清水源	2021.02.10	12.80	0.4 亿元~0.8 亿元	0.4（已完成）	7.73~8.93	8.48
002887.SZ	绿茵生态	2021.02.21	16.66	0.8 亿元~1.6 亿元	0.8（已完成）	12.36~13.84	11.80
002266.SZ	浙富控股	2021.01.19	6.60	1.5 亿元~3 亿元	0.47	5.04~5.28	5.06

数据来源：Wind，上海证券研究所

二、碳中和背景下行业长期增长逻辑确定

2.1 顶层规划文件确定行业长期增长逻辑

《政府工作报告》中提出将“做好碳达峰、碳中和工作”列为2021年重点任务之一，并提出今年发展预期环保目标为：生态环境质量进一步改善，单位国内生产总值能耗降低3%左右，主要污染物排放量继续下降。

十四五规划也明确了环保行业在“十四五”期间要全面提高资源利用效率、构建资源循环利用体系、大力发展绿色经济及构建绿色发展政策体系的发展方向。

我们认为“碳中和、碳达峰”的主题会贯穿在环保行业发展中，另一方面在十三五收官、多项环保专项任务收官后，生态环境保护工作进入了深化阶段，环保行业纲领性的规划文件保障了行业长期增长的逻辑：

（1）贯穿“碳中和”理念的节能减排发展逻辑

前端监测：对高耗能行业的碳排、污染物排放的监测管理；

排放端的清洁能源替换：环卫领域用车新能源化、垃圾焚烧发电固废处理布局；

节能管理：

a.资源高效利用、合同能源管理等；

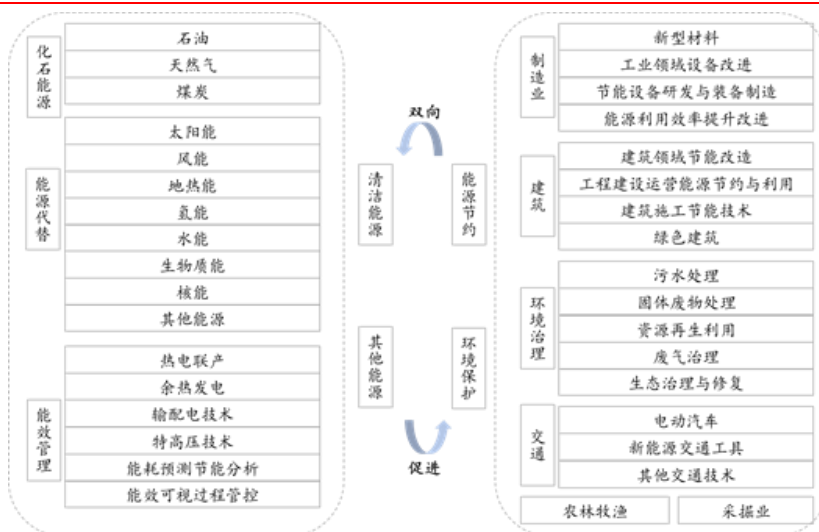
b.循环经济下的资源化：污水资源化、固废资源化利用（垃圾分类、资源回收）；

（2）在原本的环保内涵下继续推进生态治理与修复

全面提升环境基础设施水平：污水管网、污水厂提标改造、生活垃圾处理系统、医废、危险废弃物集中利用处置设施；

持续改善环境质量：水环境、流域治理、大气治理、土壤修复；

图 17 “碳达峰、碳中和”行动涉及行业



数据来源：中国环保，上海证券研究所

我们认为环保内涵的深化和碳中和主题是国家高质量发展的基调，是环保行业的长期规划导向，政策提振刺激是持续的、不断推进的，优选在长期增长逻辑下需求快速释放的细分赛道。

2.2 价格机制进一步完善，有望将顺行业定价机制

此次十四五价格方案的出台进一步完善环保行业价格机制，提出全面普及垃圾处理收费制度、提升污水处理价格、完善绿色电价等，有望将顺行业产品价值市场化定价，转变固废、污水处理等细分行业的付费模式。

其中垃圾处理费用方面，新出台的《关于土地闲置费城镇垃圾处理费划转有关征管事项的公告》明确了垃圾处理费按行政事业性收费管理。征管职责划入税务部门后，“通过涉税渠道及时追缴”有望提高各地垃圾收费的规范性，同时保障收缴率，尤其是对于非居民端垃圾处理费的征收。这一公告的出台也为后续垃圾处理费征收中“污染者付费”机制的推广打下基础，在收费机制的改进下，项目盈利边界有望进一步改善。

表 3 价格机制相关政策

来源	内容要点（环保相关）
《“十四五”时期深化价格机制改革行动方案》	<p>目标：到 2025 年，竞争性领域和环节价格主要由市场决定，能源资源价格形成机制进一步完善，重要民生商品价格调控机制更加健全，公共服务价格政策基本完善，适应高质量发展要求的政策体系基本建立；</p> <p>生活垃圾处理：推动县级以上地方政府建立生活垃圾处理收费制度，合理制定调整收费标准，推行非居民餐厨垃圾计量收费，具备条件的地区探索建立农户生活垃圾处理付费制度；完善危险废弃物处置收费机制；</p> <p>污水处理收费机制：结合污水处理排放标准提高情况，将收费标准提高至补偿污水处理和污泥无害化处置成本且合理盈利的水平，并建立动态调整机制。鼓励通过政府购买服务，以招投标等市场化方式确定污水处理服务费水平，建立与处理水质、污染物削减量等挂钩的污水处理服务费奖惩机制。鼓励已建成污水集中处理设施的农村地区，探索建立农户付费制度；</p> <p>城镇供水价格：完善居民阶梯水价制度，适度拉大分档差价；</p> <p>绿色电价政策：针对高耗能、高排放行业，完善差别电价、阶梯电价等绿色电价政策；</p>
《关于建立健全生态产品价值实现机制的意见》	要求建立生态环境保护者受益、使用者付费、破坏者赔偿的利益导向机制；
《关于土地闲置费城镇垃圾处理费划转有关征管事项的公告》	宣布自 2021 年 7 月 1 日起，住房和城乡建设等部门负责征收的按行政事业性收费管理的城镇垃圾处理费（以下简称城镇垃圾处理费）划转至税务部门征收。

数据来源：发改委官网，住建部官网，上海证券研究所

2.3 REITs 助力环保行业轻资产转型

REITs 试点项目要求中的重点行业囊括了环保的城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目，且要求是项目权属清晰已通过竣工验收，具有成熟的经营模式和运营能力的存量项目，基金可以通过盘活存量资产，减轻高杠杆扩张模式下公司的财务压力，助力重资产运营向轻资产模式转变，契合环保行业发展路径。

REITs 配套业务规则已经正式落地，包括公募 REITs 业务办法、发售指引和审核关注事项指引，REITs 为当前环保产业的资产盘活提供了另一种权益型融资方式。

当前首批 9 项基础设施公募 REITs 获证监会注册，首批覆盖了收费公路、产业园、垃圾处理、污水处理、仓储物流领域，其中环保领域有 2 个 REITs 产品，分别为中航首钢生物质 REITs、富国首创水务 REITs，均为特许经营权项目。

表 4 REITs 基金相关政策

时间	相关政策	内容要点
202004	《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》	推动国家重大战略实施，服务实体经济，支持重点领域符合国家政策导向、社会效益良好、投资收益率稳定且运营管理水平较好的项目开展基础设施 REITs 试点
202101	《公募 REITs 相关配套业务规则》	1) 对市场参与主体有较强的规范和指导意义； 2) 优化交易机制，提高二级市场流动性：公募 REITs 采取封闭式运作和竞价交易，为提升二级市场流动性，业务办法将上市首日涨跌幅调整到 30%，后续交易日的涨跌幅仍保持 10%。

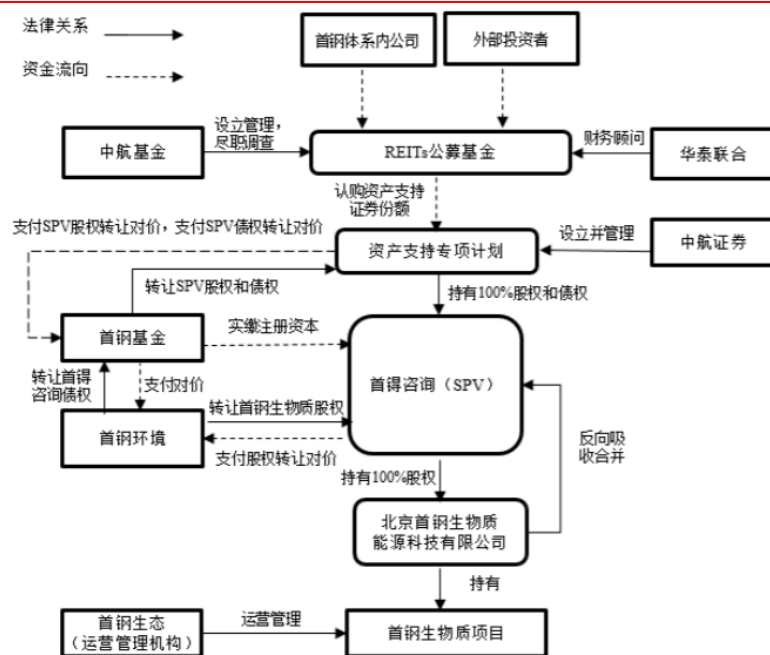
数据来源：财政部，上交所，上海证券研究所

首钢生物质 REITs 项目：拟募集规模达 12.49 亿元，项目资产包括垃圾焚烧项目（3000 吨/日）、残渣填埋（700 吨/日）、渗沥液处理（35 吨/日）、餐厨垃圾处理（100 吨/日），项目收入来源包括垃圾处理服务费、发电收入及餐厨垃圾收运、处置费。

招募书中对首钢生物质能源科技有限公司所持有的基础设施项目资产进行了价值评估，账面价值为 8.53 亿元，采取收益法的市场评估价值为 9.44 亿元，增值率达 10.64%。北京首钢生物质能源科技有限公司于 2020 年底净资产账面价值为 11.15 亿元，净资产评估价值为 12.06 万元，增值率为 8.15%。

基金产品的招募书中对项目现金流做出预测，预计 2021-2020 年经营性现金流净额为 0.25 亿元（2021 年为 6 月 1 日至 12 月 31 日）和 1.34 亿元，2021 年及 2022 年基金的现金分派率分别为：8.74%、9.15%。

图 18 首钢 REITs 基本构架



数据来源：中航基金官网，上海证券研究所

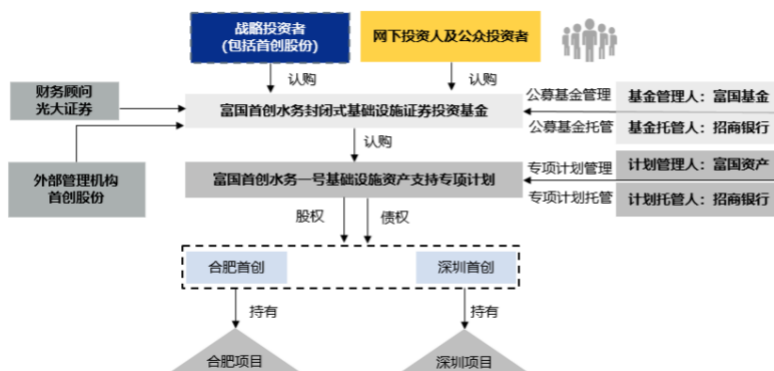
招募书中对资产组进行了价值评估:

深圳项目资产组的市场价值为 81,700.00 万元，其中，公明水厂增值率 14.07%，福永水厂增值率 17.27%，松岗水厂增值率 29.64%。**增值主要考虑:**1) 污水处理费的增长：公明水厂、松岗水厂和福永水厂已陆续于 2019 年、2020 年完成提标改造工程，污水处理服务费实现大幅增长；2) 产能利用率情况：从深圳项目三个水厂的历史三年经营状况来看，实际日均结算污水处理量达到设计产能水平，未来预测污水处理量将能够稳定在设计产能水平，收益现金流稳定。

合肥项目资产组账面价值为 100,970.50 万元，市场价值为 92,900.00 万元，减值率 7.99%，**减值主要考虑：**1) 产能利用方面：预测未考虑未来可能产生的超额产能的影响，合肥项目水量预测于距基准日三年后达到设计产能，基准日时点产能利用率 83% 较低；2) 水价方面：评估假设污水处理价格维持在评估基准日水平不变。

基金产品的招募书中对项目现金流做出预测，预计 2021-2020 年经营性现金流净额为 2.20 亿元和 1.82 亿元，2021 年及 2022 年基金的现金分派率分别为：9.13%、8.17%。

图 19 富国首创 REITs 基本构架



数据来源：富国基金官网，上海证券研究所

首创股份通过此次基础设施 REITs 发行盘活资产，拟回收资金 13.84 亿元，招募书中表示实现的回收资金将全部以资本金形式用于深圳、安徽等地共 9 个城镇水务、水环境综合治理等环保产业项目投资。

我们看好公募 REITs 通过盘活存量资产成为环保运营资产的优选退出通道之一，有助于新项目的建设，缓解了资产负债率控制下的规模扩张限制，减轻企业资金周转压力，进一步助力企业实现轻资产化。

三、行业估值提升，关注成长确定性强的细分赛道

碳中和背景下长期的顶层设计保障环保行业政策生态稳定，行业长期增长逻辑不变，贯穿“碳中和”理念的节能减排路径叠加全面提升环境基础设施水平、持续改善环境质量的需求释放，看好环保行业的配置机会，优选低估值、高成长的高景气赛道。

3.1 水环境治理：看好运营类资产的估值提升

看好水环境行业的轻资产转型

水环境治理企业的业务类型多为 BOT 模式的特许经营项目，在会计处理上工程完工后计入无形资产，我们以无形资产、长期应收款项作为分析行业的运营类资产发展趋势的指标，水环境治理细分行业的运营类资产逐年走高，2020 年比例达到 33.88%，同比增长 0.23pct，若再考虑合同资产，则 2020 年比例达到 36.50%，同比增长 2.86pct。

环保企业层面，我们以水处理板块中营业收入规模较大的碧水源、节能国祯、博世科为例，可以看到公司近三年运营业务占比逐年增大。看好环保水环境治理企业运营属性增强，并受益运营业务增量带来的利润增厚。

图 20 水环境细分行业运营类资产情况

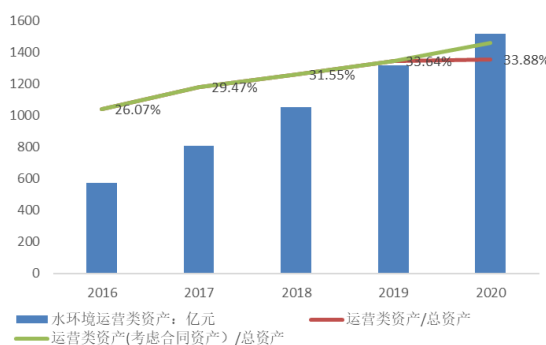
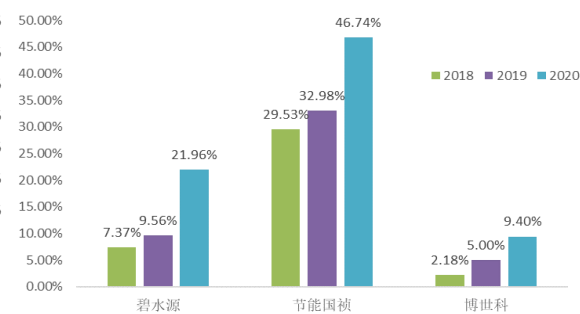


图 21 水环境头部企业运营类业务占比情况



数据来源: Wind 上海证券研究所

数据来源: Wind 上海证券研究所

环境治理项目中，民营企业开始更加聚焦运营

流域层面上，流域治理是水环境治理的重要赛道，项目体量较大，在流域类项目中分工倾向是：国资集团主导投资，项目中运营部分(污水厂、污水管网运营)交由其他社会资本方，环保企业作为专业技术服务提供者。

国资+民企合作模式帮助环保企业更好借助国资平台加强自身市场竞争力，并有望在项目合作中加速环保企业的轻资产转型，更好地聚焦运营类业务。

表 5 近期股权合作情况

时间	公司代码	公司	相关情况
2020 年 9 月	300388.SZ	节能国祯	受让股权后中节能集团持股 14.39%
2020 年 8 月	603903.SH	中持股份	受让股权后长江生态环保集团持股 5%
2021 年 1 月	603603.SH	博天环境	受让股权后葛洲坝生态持股 5%
2021 年 1 月	603903.SH	博世科	与广西环保产业投资集团签署《战略合作框架协议》，当前持股 1.35%

数据来源: Wind, 上海证券研究所

水环境治理市场需求进一步催化，行业运营属性增强

水污染防治仍是污染防治的重点工作任务之一，在节能减排+持续改善环境质量逻辑下，水环境治理有望受益于污水资源化、流域治理需求、基础设施方面补短板，进一步打开十四五水环境的运营市场空间，水环境治理行业主要看点：

1) 行业运营属性增强带来的利润增长：a. 流域治理赛道，环保企业聚焦运营。流域治理仍是污染防治十四五时期的重要内容，三峡集团、中节能等国资企业与多方股权合作参与流域项目投标，环保企业聚焦运营，有望助力企业轻运营模式转型；b. 污水资源化的推进，要求着力推进城镇生活污水、工业废水、农村农业用水等 3 个重点领域的污水资源利用，有望打开十四五污水处理、再生水运营市场空间；c. 污水资源化有望将顺污水处理付费机制，增厚利润；

2) 补短板下，污水处理需求仍有增长空间：a. 长江大保护中管网建设的推进；b. 城镇污水收集管网短板释放需求：提出中央预算内资金不再支持收集管网不配套的污水处理厂新改扩建项目，城镇管道尤其是农村管网建设市场、雨污分流管网改造市场有望加速

释放。**c.补短板规划**下提出长三角地区和粤港澳大湾区城市、京津冀地区和长江干流沿线地级及以上城市、黄河流域省会城市、计划单列市生活污水处理设施全部达到一级 A 排放标准，**提标改造进程有望加速。**

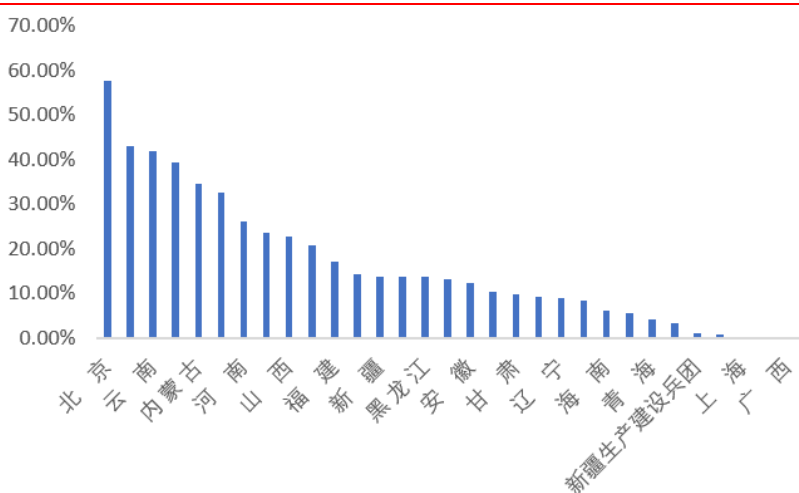
表 6 水环境主要政策

政策	相关内容
	2025 年目标：
《关于推进污水资源化利用的指导意见》	1) 全国污水收集效能显著提升，县城及城市污水处理能力基本满足当地经济社会发展需要，水环境敏感地区污水处理基本实现提标升级； 2) 全国地级及以上缺水城市再生水利用率达到 25% 以上，京津冀地区达到 35% 以上；
	主要任务涉及：
《城镇生活污水处理设施补短板强弱项实施方案》	1) 强化城镇污水处理厂弱项，提标改造进程有望加速； 2) 补齐城镇污水收集管网短板； 3) 加快推进污泥无害化处置和资源化利用；
《全国重要生态系统保护和修复重大工程规划（2021—2035 年）》	在长江重点生态区，以推动亚热带森林、河湖、湿地生态系统的综合整治和自然恢复为导向，布局了生态保护修复和重点区域的矿山修复，总计 8 个重点工程；

数据来源：政府网站，上海证券研究所

需求方面，十四五明确提出再生水利用率要求。按住建部城市建设统计年鉴数据，2019 年全国市政再生利用水量 116.08 亿 m³，对应的再生水利用率为 20.93%，分省市来看，京津冀再生水利用率分别为 57.77%、23.63%、32.57%，除北京外，天津、河北距 35% 的再生利用率仍有一定需求。而对缺水地区，以甘肃、辽宁、陕西为例，再生水利用率仅为 9.80%、9.13%、5.55%，参照“十四五”的 25% 目标，再生水利用尚有很大提升空间，污水资源化有望进一步释放未来水处理市场。

图 22 2019 年各省市再生水利用率



数据来源：Wind，上海证券研究所

水环境治理细分行业当前估值仍较低，仅为 14.26 倍，水环境治理企业过去粗放扩张，2017 年年末 PPP 清库行动开始后现金流吃

紧压抑估值的形势有所改变，运营类资产占比逐年提升，企业开始寻求轻资产化转型，一方面我们看好其在基本面上有望进一步增厚利润，推升 EPS，另一方面，受公募 REITs 对其资产项目价值评估影响，从现金流角度对环保稳健运营类资产进行了定价评估，当前环保两个 REITs 项目在实现设计规模满产利用的基础下，市场估值基本能享受 8% 以上的增值率，有望提振当前运营类资产的估值。

3.2 固废处理：垃圾焚烧发展加速+CCER 有望贡献额外利润

垃圾焚烧仍有增量需求

两会对固废治理力度依然不减，“十四五”明确要求对部分城市“零填埋”，焚烧项目落地有望进一步加速，垃圾焚烧仍有增量需求：

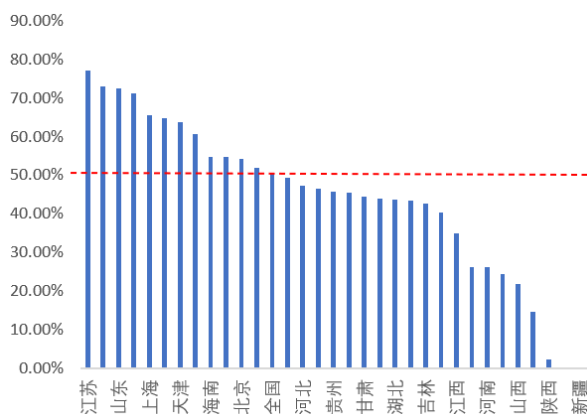
“十四五”期间垃圾焚烧加速发展

《城镇生活垃圾分类和处理设施补短板强弱项实施方案》中明确指出生活垃圾分类及处理是补短板的重点任务，并设置 2023 年作为考核年，并提出在生活垃圾日清运量超过 300 吨的地区，加快发展以焚烧为主的垃圾处理方式，到 2023 年基本实现原生生活垃圾“零填埋”。“十四五”规划文件再度要求城市生活垃圾日清运量超 300 吨地区实现原生垃圾零填埋，措辞上“实现”替换“基本实现”。

按住建部城市统计年鉴数据，2019 年全国垃圾焚烧处理率为 50.29%，当前区域间差距仍较大，江苏、浙江、山东、上海等地垃圾焚烧处理率较高，但仍有 20 省垃圾焚烧处理率在 50% 以下，其中 9 省在 40% 以下，垃圾焚烧增量空间仍在。

生活垃圾日清运量在 300 吨以上城市的 2019 年填埋总量为 9659.85 万吨，我们以 2019 年统计数据进行估计，这一部分转化为垃圾焚烧处理量之后，焚烧处理率可达到 90.20%。

图 23 各省市 2019 年垃圾焚烧处理率 (%)



数据来源：住建部，上海证券研究所

电价补贴政策落地+存量补贴政策加码，着重看公司项目前期布局、在手产能以及发电效率

补贴退坡靴子落地：国家发改委发布《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》有关事项的补充通知，明确生物质发电项目（包括农林生物质发电、垃圾焚烧发电和沼气发电项目）全生命周期合理利用小时数满 82500 小时，将不再享受国家补贴。国补退坡政策明确后，不确定性降低，此外，此前垃圾焚烧企业前期长期低迷的股价行情也较好地消化了国补退坡对行业的影响。

存量补贴政策加码：《关于引导加大金融支持力度促进风电和光伏发电等行业健康有序发展的通知》推出多项举措解决可再生能源电价补贴拖欠问题，重点措施是已纳入补贴清单的可再生能源项目所在企业可申请补贴确权贷款，有望改善垃圾焚烧电价补贴拖欠导致的发电企业利润与现金流不匹配状况。

着重看公司项目前期布局、在手产能以及发电效率：

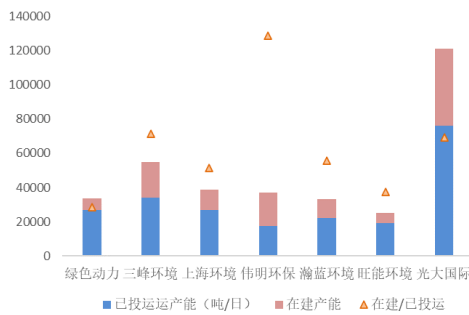
1) **区域竞争加剧，**垃圾焚烧发电行业仍在产能扩张，各地区中长期发展规划明确了垃圾焚烧产能新增空间，随着前期业务的布局，2021 年将迎来垃圾焚烧企业的业绩兑现，看重前期布局及在建规模/已投运规模带来的持续盈利及增长空间；

2) **未来垃圾焚烧步入运营时代，**项目运营能力要求提升。随着密集期在手项目的后续投产，行业工程建设收入/运营收入比例会下降，运营属性会更加拉大企业间的盈利差距。在退补背景下，中长期省补、垃圾处理费、发电效率等提升空间或将补足当前补贴缺口。企业在垃圾处理费方面的议价能力也有助于缓冲退补压力。而未来新增项目的竞价上网，对企业的发电成本同样是较大考验。

对比在建规模/已投运规模，比例较大的为伟明环保（1.10）、三峰环境（61.36%）、光大国际（59.51%），若项目按预期推进，能

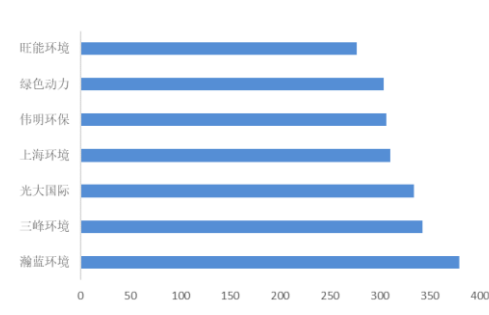
为公司带来较大的业绩增长。

图 24 公司垃圾焚烧在建、运营规模：吨/日（2020）



数据来源：Wind，上海证券研究所

图 25 公司吨垃圾折算发电量：吨/日（2020）



数据来源：Wind，上海证券研究所

表 7 垃圾焚烧电价补贴相关政策

时间	部门	内容要点
202001	《可再生能源电价附加补助资金管理办法》	1) 2020 年 1 月 20 日后并网发电的生活垃圾焚烧发电（含沼气发电）项目为新增项目（新增项目），国家按照以收定支的原则，通过可再生能源发展基金继续予以支持；2) 2020 年 1 月 20 日前并网发电的相关项目为存量项目，需符合国家能源主管部门要求，按流程经电网企业审核后纳入补助项目清单。
202004	《关于有序推进新增垃圾焚烧发电项目建设有关事项的通知》	1) 再次明确 1 月 20 日为划分新增、存量节点；2) 明确各省行业发展责任 ：要求各省（区、市）发展改革部门按照国家相关规划和政策要求，会同有关部门编制本地区省级垃圾焚烧发电中长期专项规划（简称专项规划）和三年滚动投资计划， 未纳入专项规划的垃圾焚烧发电项目，所需补贴资金原则上由项目所在省（区、市）负责解决。
202009	《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》	明确生物质发电项目（包括农林生物质发电、垃圾焚烧发电和沼气发电项目）运行满 15 年或全生命周期合理利用小时数满 82500 小时，将不再享受国家补贴
202102	《关于引导加大金融支持力度促进风电和光伏发电等行业健康有序发展的通知》	1) 金融机构按照商业化原则与可再生能源企业协商展期或续贷，金融机构按照市场化、法治化原则自主发放补贴确权贷款，对补贴确权贷款给予合理支持； 2) 通过核发绿色电力证书方式适当弥补企业分担的利息成本

数据来源：财政部，发改委，上海证券研究所

垃圾发电有望通过 CCER 获得额外利润

CCER（自愿减排量交易）是我国碳市场建设过程中重要的尝试机制，垃圾焚烧发电作为允许申请的项目类型企业可以参与到 CCER 交易中来。此前考虑到《温室气体自愿减排交易管理暂行办法》施行中存在交易量小、个别项目不够规范等问题，2017 年国家发改委宣布暂缓受理 CCER。在已减排量备案的 287 个项目中，挂网公示 254 个，从项目类别看，生物质发电签发项目相对较少，项

请务必阅读尾页重要声明

目备案数及减排量均占 CCER 备案项目的 5% 左右。

图 26 已减排量备案项目数量

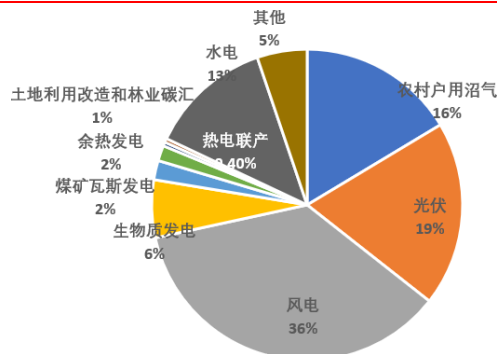
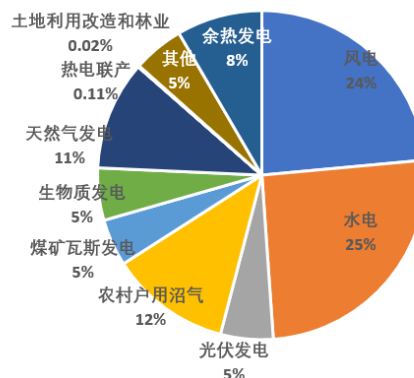


图 27 已减排量备案项目预计年减排量



数据来源:EDF《中国温室气体自愿减排交易现状分析》,上海证券研究所

数据来源:EDF《中国温室气体自愿减排交易现状分析》,上海证券研究所

目前全国碳市场交易系统已基本建设完成,相关规则制度也已完备,此前生态环境部表露预计 6 月底前将要正式启动。CCER 作为碳交易市场中价格机制的重要环节,也有望重启,我们测算 CCER 对垃圾焚烧发电的盈利贡献:

假设项目产能 1000t/d,单吨垃圾碳减排量行业均值为 0.25 吨,吨垃圾发电上网电量 300kwh;燃煤标杆上网电价 0.37 元/kwh,当前上网电价为 0.65 元/kwh (其中省补 0.1 元、可再生能源基金补贴部分为 0.18 元),参考此前碳交易试点交易价格情况,按成交价 30 元/吨计算,该项目通过碳交易可额外增加 273.75 万元收入。

对补贴取消、参与 CCER 模拟不同价格情形进行测算,单吨发电量从 300kwh 提升至 360kwh (增加 20%),处置单价由 75 元/吨提升至 90 元/吨 (增加 33.33%),CCER 交易价格为 50 元/吨时,可基本对冲可再生能源基金补贴退坡影响。

表 8 垃圾焚烧发电补贴取消下不同情形的收益测算

	基准情况	情况一: 处置单价 (10%/15%/20%)			情况二: 吨上网电量 (10%/15%/20%)			情况三 (处置单价与吨上网电量组合)		
项目产能 (t/d)	1000									
垃圾焚烧处置单价 (元/吨)	75	82.5	86.25	90				86.25	90	90
吨上网电量 (kwh)	300				330	345	360	330	345	360
燃煤标杆上网电价 (元/kwh)	0.37									
当前上网电价 (元/kwh)	0.65									
其中: 省补	0.1									
燃煤标杆电价	0.37									
可再生能源基金补贴部分	0.18	取消补贴								
垃圾处置收入 (百万)	27.38	30.11	31.48	32.85	27.38	27.38	27.38	31.48	32.85	32.85

发电收入	71.18	51.47	51.47	0.00	56.61	59.18	61.76	56.61	59.18	61.76
CCER 交易价格 (元/吨)		30.00	40.00	50.00	30.00	40.00	50.00	30.00	40.00	50.00
CCER 贡献收入 (百万)		2.74	3.65	4.56	2.74	3.65	4.56	2.74	3.65	4.56
合计	98.55	84.32	86.60	88.88	86.72	90.21	93.70	90.83	95.68	99.17
同比基准情况 (%)		-14.44%	-12.13%	-9.81%	-12.00%	-8.46%	-4.93%	-7.83%	-2.91%	0.63%

数据来源：上海证券

3.3 环卫：环卫服务继续驱动业绩成长，期待环卫新能源设备渗透率提升

备渗透率提升

环卫市场化推进背景下，特许经营、PPP 等模式的大体量环卫项目频出，环卫服务持续高增。环卫设备端，虽然设备总量当前增长有限，但在“碳中和”的节能减排的路径下，新能源环卫设备渗透率持续提升，企业环卫设备产值得以增长。看好现金流状况较好、成长性高的环卫公司投资机会：

环卫服务：市场化推进下快速增长，优质的运营类资产

根据环境司南统计数据显示，环卫行业项目中标年化服务费 2016-2019 年环卫服务订单年化金额分别为 248/321/482/550 亿元，同比增速分别为 80%/29%/50%/14%，据 E20 数据，2020 年环卫服务新增年化订单总额 670 亿元，行业仍保持 20% 以上的高增速。

龙头企业订单储备优势明显

从头部企业来看，龙头企业盈峰环境、龙马环卫、玉禾田、侨银股份合计新增年化环卫服务金额 36.46 亿元，其中盈峰环境新增环卫服务合同年化金额同比增长 45.96%。龙马环卫虽然 2020 年新签订单受疫情影响，年化金额同比有所下降（-46.29%），但在项目类型上，一体化外包模式的首年服务合同金额占比超 70%，且截至 2020 年末，公司在履行的环卫服务年化合同金额 33.67 亿元，同比增长 27.78%，待履行的环卫服务合同总金额 195.18 亿元，公司环卫在手订单仍充足。龙头企业的订单储备优势仍然明显。

从业绩来看，盈峰环境、龙马环卫、玉禾田、侨银股份的环卫服务收入均保持较高增速。我们看好在行业项目快速放量下，龙头企业市场份额的提升。

图 28 行业中标年化服务金额（亿元，%）

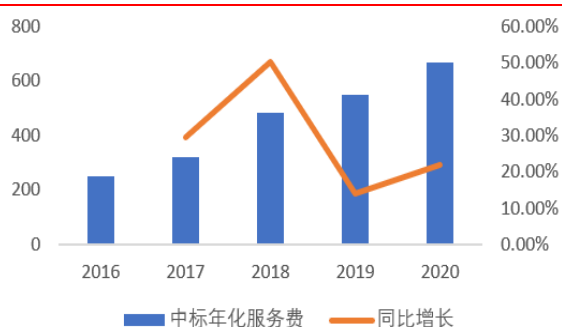
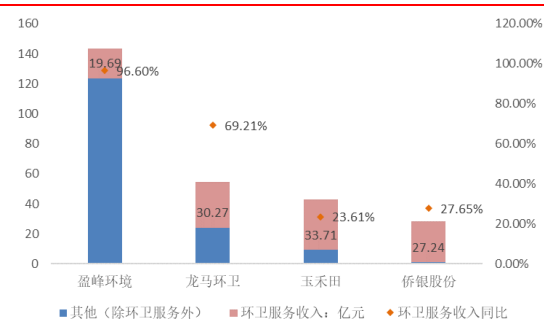


图 29 头部企业 2020 年业绩预增情况（百万，%）



数据来源：环境司南，E20，上海证券研究所

数据来源：Wind，上海证券研究所

环卫设备端：电动化的渗透率持续提升

政策催化方面，《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》提出，到 2035 年公共领域用车全面电动化，各省市也加速了新能源环卫车的替代，为新能源环卫设备提供了增长逻辑。

表 9 各省发布的新能源环卫车推广政策

时间	省市	内容要点
202102	上海	《上海市加快新能源汽车产业发展实施计划（2021—2025 年）》：十四五期间，国有事业单位公务车、环卫车辆等新能源汽车占比超过 80%。
202102	海南	《海南省新能源汽车推广 2021 年行动计划》：新增及更换的城市环卫车辆使用新能源汽车比例不低于 50%，且完成期限为 2021 年 12 月。
202103	浙江杭州	2021 年，建成区新增和更新的车辆清洁化比例达到 80% 以上；2022 年起，除清洁化车辆不能满足功能需要外，建成区新增和更新的环卫车辆原则上全部清洁化。
202009	广东	《广东省发展契合战略性新兴产业集群行动计划（2021-2025 年）》：推进全省范围内公务、公交、市政、物流、出租、环卫、仓储、矿山、机场、港口等领域新能源化。
202009	四川	《四川省支持新能源与智能汽车产业发展若干政策措施的通知》：鼓励新能源汽车在公路客运、出租、环卫、邮政快递、城市物流配送、机场、港口等领域的应用。党政机关更新公务用车的，除特殊情况外，应优先选用新能源汽车。
202004	浙江	《浙江省促进汽车消费的若干意见（2020—2022 年）》：到 2022 年底前，城市建成区公交车辆除应急保障车外全部使用新能源或清洁能源汽车。
202002	北京	《北京市深入打好污染防治攻坚战 2021 年行动计划》：对新增和更新车，推进公交、出租、环卫、邮政、旅游、勤务、物流、网约车等领域车辆电动化，研究制定一揽子鼓励政策

数据来源：政府官网，上海证券研究所

当前新能源环卫设备渗透率仍低，以交强险数据来看，2020 全年平均渗透率仅 2.61%，2021 年 1 月~4 月合计新能源环卫设备上险 701 台，渗透率为 2.88%，同比 2020 年 1~4 月提升了 0.76pct。

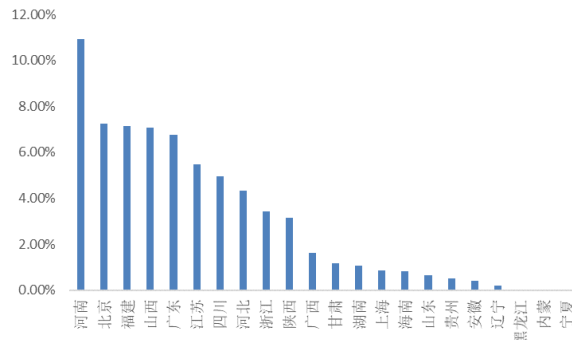
分省份来看，2021 年前两个月新能源（纯电动）设备主要由河南、广东、江苏、四川贡献，合计占全部上险量的 63.90%，渗透率方面河南、北京、福建、山西领先，分别为 10.94%、7.24%、7.14%、7.07%。

图 30 2020 年-2021 年新能源环卫装备渗透率情况



数据来源：交强险统计数据，上海证券研究所

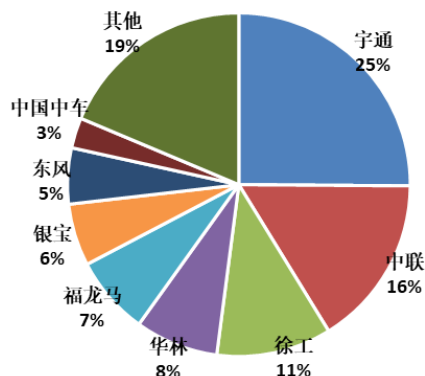
图 31 各省 2021 年 1~4 月新能源环卫设备占比



数据来源：交强险统计数据，上海证券研究所

从品牌方来看，2021 年前四个月累计销售新能源电动环卫设备 701 辆，市场前五分别为宇通、中联（盈峰）、徐工、华林、福龙马，累计占比达到 67.33%，宇通、中联重科（盈峰环境）、龙马环卫市场份额分别为 25.11%、16.12%、7.41%，我们看好未来新能源环卫渗透率不断提升的背景下，龙头企业优先受益增量市场，市场份额进一步提升。

图 32 环卫新能源设备市场占有率情况（数据：202101-202104）



数据来源：Wind，上海证券研究所

在环卫订单大体量、综合性的发展趋势下，项目的资金需求上升，长年限的服务合同下运营能力更加被重视，行业准入门槛提高，龙头企业更具竞争优势。从上市公司业绩表现来看，环卫服务通常是公司业绩成长的引擎，设备龙头企业盈峰环境、龙马环卫近年环卫服务业务高速增长，环服业务均得到较大提升，而随着项目运营时间的增长，环服项目的毛利率也会有所提高，我们认为近年才开始着力环服的设备类企业未来毛利率还有上升空间。看好市场化需求释放背景下，运营、设备双轮驱动头部企业享受成长红利。

四、环保行业评级、策略及重点股票

4.1 维持环保行业“增持”评级

碳中和发展背景下，顶层长周期规划政策保障行业长期增长逻辑，贯穿“碳中和”理念的节能减排路径叠加全面提升环境基础设施、持续改善环境质量的规划，环保仍为刚需。基本上，行业 2020 年虽受疫情影响，细分行业业绩有所分化，但总体净利润已经恢复增长，经营性现金流持续改善，行业基本面向好趋势不变。在碳中和的长期发展背景下，环保行业景气度有望上行，且在后续碳交易市场中环保企业也有望通过 CCER 获得额外利润，增厚收益。此外随着首批 REITs 项目的落地，从现金流角度对环保稳健运营类资产进行了定价评估，在部分环保企业寻求轻资产运营化转变的趋势下，运营类资产估值有望被重估。当前环保行业估值仍在历史中位以下，上行空间充足。关注优质运营类资产成长性，把握大固废板块的确定性增长，看好水环境治理细分子行业在运营属性强化下利润增厚带来的投资机会，维持环保行业“增持”评级。

4.2 重点公司

节能国祯 (300388.SZ): 公司深耕污水处理业，具备优秀的项目运营能力，基本上公司运营类业务 2020 年实现收入 18.08 亿元，同比增长 31.49%，毛利率较高的运营类收入占比上升，带动公司毛利率提升 4.55 pct 至 29.44%。中节能入主，看好国资平台加持下公司优质的运营能力加速释放。

伟明环保 (603568.SH): 垃圾焚烧头部企业，从披露的项目来看公司吨垃圾发电量具有竞争优势，有一定区域议价能力。公司运营数据稳健增长，经营性现金流持续改善，公司在建规模/已投运规模，位于同行业公司前列，随着项目建设投产，看好未来业绩释放。在国补退坡的背景下，看好公司作为具有资金、现金流优势、运营能力等多项竞争优势的优质龙头企业在行业整合提质机会下，市占率的继续提升。

高能环境 (603588.SH): 公司运营占比不断提升，业绩持续稳健增长。2020 年受益于多个生活垃圾焚烧发电项目投产运营、工程类项目有序推进，营收实现同比增长 34.51%。公司聚焦资源化利用，2021Q1 公司开始在重庆和贵州新建危废资源化利用项目，有望进一步打开公司危废产能提升空间。公司 2020 年通过收购股权拓展废轮胎、废塑料等固废资源化领域，也有望成为新的业绩增长点。

龙马环卫 (603686.SH): 环卫装备头部企业，新能源环卫装备的需求释放有望助推新能源环卫装备的销量攀升，公司当前新能源

设备市占率第四，随着新能源渗透率的提升，市场份额有望进一步集中。环服方面，公司借由自身环卫装备制造及销售渠道优势切入环服赛道，环服业务快速增长，在手订单充足，已成为业绩成长有力引擎，看好设备、服务双轮驱动下公司的稳健成长。

五、风险提示

环保政策推进不及预期的风险；疫情反复的风险；项目进度不达预期的风险；宏观信贷政策变化的风险；行业竞争加剧的风险等。

分析师声明

熊雪珍

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。