

环保行业 2021 年中期策略

碳中和为主线、业绩持续兑现中

核心观点:

- 全国碳交易平台将上线,碳交易、重点行业减排等成为重点。碳减排被确立为我国的基本国策,针对我国国情,节能环保+循环再生是碳减排的必由之路。6月底全国碳交易平台(配额)即将上线,电力行业成为首批纳入交易的行业,与此同时 CCER 交易平台的建设也备受关注,预计后续多个重点减排行业(如钢铁、石化等)和城市将参与到相关交易中。通过梳理历史试点情况及对比欧盟制度及发展历程可以看到:我国碳市场准备更充分、制度亦更完善,预计碳交易市场成功落地有望加速激发企业减排动力。2月份以来碳中和指数涨幅显著,包括节能增效、碳交易所、CCER 等方向被市场追捧,我们预计下半年碳交易相关、重点行业/集团节能减排等将成为市场关注的重点,如 CCER 碳汇(垃圾焚烧、秸秆沼气)、循环再生(废塑料、废家电、废钢等)和清洁供热、环卫车电动化等领域投资。
- 首批公募 REITs 将上市,环保轻资产扩张模式成为可能。首批 9 单基建公募 REITs 项目将上市交易,合计募集金额 314 亿元,未来规模有望破万亿元,其中污水、垃圾焚烧项目入选。截至 2020 年末,仅环保板块就拥有 3672 亿元规模的运营资产可用于 REITs 融资。公募 REITs 可盘活存量资产、加快资金周转,特别是头部公司可借助 REITs 实现轻资产模式加速扩张。长期看环保产业有望不再单一依靠“大订单+再融资”成长逻辑,轻资产扩张模式下板块估值更具弹性。
- 环保板块实现报表隐疾出清存在三大显著转变,开启高质量、高成长发展之路。我们认为 2020 年板块改善的逻辑不仅仅体现在业绩增速恢复,更体现在经营质量优化及报表隐疾的出清:(1)连续三年高减值让板块商誉占总资产比重已下降至 2.13%;(2)板块现金流质量得到大幅提升,板块净现比由 2017 年 0.97 提升至 2020 年 1.90;(3)扣除减值影响板块 2020 年业绩同比增长 12%、2021Q1 同比增长 66%。Wind 一致预期下板块三年业绩复合增速 20%+,质量与成长兼备。
- 碳中和依然是逻辑主线,关注垃圾焚烧、危废资源化及再生塑料等领域。(1)垃圾焚烧减排属性突出,CCER 指标有望增厚利润;受益于两网融合下“焚烧+”业务扩张,固废企业将迎来 10 年以上高速发展期。建议关注三峰环境、瀚蓝环境、旺能环境等;(2)危废处置实现金属循环再生,行业竞争格局加速改善,龙头可期。建议关注高能环境、浙富控股等;(3)历史包袱出清、底部反转的泵业龙头中金环境及膜龙头碧水源;(4)碳减排下背景下关注再生塑料回收,农业养殖减排等。
- 风险提示。碳排放政策力度不及预期;运营企业补贴应收账款问题,产能利用率不足。

行业评级

买入

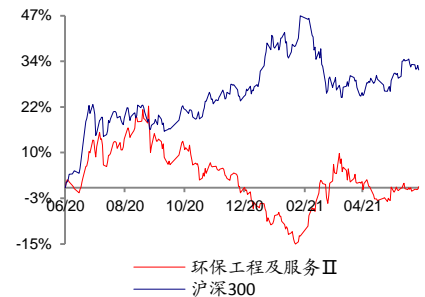
前次评级

买入

报告日期

2021-06-14

相对市场表现



分析师:

郭鹏



SAC 执证号: S0260514030003



SFC CE No. BNX688



021-38003655

guopeng@gf.com.cn

分析师:

许洁



SAC 执证号: S0260518080004



SFC CE No. BNU965

021-38003625



xujie@gf.com.cn

相关研究:

- | | |
|---------------------------------------|------------|
| 环保行业深度跟踪:碳中和主题持续发酵,公募 REITs 开启轻资产时代 | 2021-06-06 |
| 环保行业深度跟踪:政策推动危废资源化集中度提升,公募 REITs 上市在即 | 2021-05-30 |
| 危废行业深度跟踪:国务院发文强化危废监管,危废资源化景气度提升 | 2021-05-25 |

联系人:

姜涛 021-38003624

shjiangtao@gf.com.cn

联系人:

陈龙 021-38003624

shchenlong@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
中金环境	300145.SZ	CNY	3.09	2021/05/09	买入	4.27	0.25	0.31	12.36	9.97	7.00	5.99	14.60	15.20
三峰环境	601827.SH	CNY	9.18	2021/04/19	买入	12.89	0.72	0.73	12.75	12.58	7.50	7.23	13.40	12.00
高能环境	603588.SH	CNY	15.18	2021/04/09	买入	22.92	0.92	1.25	16.50	12.14	9.99	7.45	13.40	15.30
瀚蓝环境	600323.SH	CNY	22.91	2021/04/27	买入	33.14	1.66	2.00	13.80	11.46	6.41	5.39	14.60	14.90
旺能环境	002034.SZ	CNY	17.11	2021/04/29	买入	24.92	1.56	1.93	10.97	8.87	4.88	4.29	11.00	11.00
碧水源	300070.SZ	CNY	7.11	2021/05/16	买入	10.06	0.50	0.62	14.22	11.47	7.20	6.15	7.10	8.10
浙富控股	002266.SZ	CNY	5.11	2021/04/29	买入	6.84	0.34	0.41	15.03	12.46	12.74	10.77	19.30	18.60

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、碳交易平台上线在即，碳中和政策持续推进	6
（一）全国碳市场（配额）有望 6 月上线，期待 CCER 提供业绩弹性	6
（二）充分吸纳欧盟及自身试点经验，复盘中国碳交易试点成果	8
（三）2021 年初至今碳中和投资热度不减，环保多领域预期受益	10
二、公募 REITS 项目即将上市，加速运营资产重估	12
（一）首批公募 REITS 项目认购踊跃，2021 现金分派率预期在 4-12%	12
（二）盘存量+运营资产重估，公募 REITS 效用已经凸显	13
（三）环保优势运营资产筹码丰厚，垃圾焚烧及水处理板块最为受益	14
三、三大转变+业绩恢复成长，板块已欣欣向荣	15
（一）减值出清+运营资产占比提升+现金流大幅改善，板块欣欣向荣	15
（二）稳定、成长、成熟三板块各具特色，筛选高成长性、低估值标的	17
四、低碳时代关注焚烧+、危废资源化、再生塑料领域	20
（一）垃圾焚烧：“焚烧+”打开成长空间，减排指标有望增厚项目利润	20
（二）危废资源化：大市场、头部公司盈利空间大、低集中度三大特征	22
（三）再生塑料：循环背景下产业前景可期，多家公司加速产业布局	25
五、基本面持续向好，多家公司或迎来业绩估值双升	29
（一）中金环境：卸下包袱，聚焦泵业+危废	29
（二）三峰环境：高端焚烧装备国产引领者，国企改革注入新活力	30
（三）高能环境：修复+固废业务双轮驱动，危废资源化龙头起航	30
（四）瀚蓝环境：疫情影响消散各板块增长显著，固废业务重回增长	31
（五）旺能环境：固废纯运营公司，焚烧+”布局奠定长期成长逻辑	32
（六）碧水源：回归初心，膜法水处理龙头王者归来	32
六、风险提示	33

图表索引

图 1: 中国碳交易体系政策演变情况	6
图 2: 《管理办法》明确配额和 CCER 交易方式, 垃圾焚烧有望纳入交易体系	7
图 3: 水利及风电项目 CCER 减排备案数量及规模位于前列	8
图 4: 除填埋气发电项目外, 其他项目单位 MW 年减排量规模相近	8
图 5: 中国各碳交易试点平台历史保持稳健运营	10
图 6: 中国 9 个碳交易试点省市累计交易碳配额 4.0 亿吨、CCER2.4 亿吨.....	10
图 7: Wind 碳中和指数 2 月至今显著跑赢沪深 300.....	11
图 8: 清洁供电及供热标的 3 月份行情率先启动	11
图 9: 碳汇及减排标的 5 月至今启动碳交易滚动行情.....	11
图 10: 首批 9 支公募 REITs 合计募集金额 314.03 亿元	13
图 11: 2021 现金分派率预期在 4-12%	13
图 12: 公募 REITs 助力运营资产价值重估, 盘活存量资金, 轻资产扩张加速...	14
图 13: 环保板块运营资产占总资产比重逐年提升	14
图 14: 垃圾焚烧、水处理及水务运营资产合计占 89%.....	14
图 15: 垃圾焚烧企业归母净利润情况 (单位: 百万元)	15
图 16: 垃圾焚烧运营资产占总资产比重情况	15
图 17: 垃圾焚烧企业在运、在建及筹建情况	15
图 18: 垃圾焚烧企业资产负债率情况	15
图 19: 环保板块 2012 年至今单季度业绩及增速, 2018 年四季度为业绩拐点...	16
图 20: 近年来板块大幅计提减值损失, 出清在即	16
图 21: 环保板块运营资产占总资产比重逐年提升	17
图 22: 商誉及商誉占总资产比例持续下降	17
图 23: 环保板块净现比呈现明显上升趋势	17
图 24: 环保板块筹资性现金流已经恢复.....	17
图 25: 碳减排时代固废+再生市场空间广阔, 未来 10 年仍是黄金发展期.....	20
图 26: 垃圾焚烧与环卫、再生资源、厨余垃圾等业务高度协同	21
图 27: 垃圾焚烧减排效应突出, 预计 2030 年可实现碳减排 1.55 亿吨/年	22
图 28: 危废资源化的技术路线 (以浙富控股为例)	24
图 29: 行业资源化危废资质仍呈现增长态势	24
图 30: 各省 TOP15 危废处置公司合计规模占比超 60%.....	24
图 31: TOP15 资质中环保企业占比持续提升	25
图 32: 部分省份环保企业占比提升速度更为明显	25
图 33: 危废资源化收并购频发	25
图 34: 我国 2020 年共生产 1.04 亿吨初级形态塑料.....	26
图 35: 2018 年塑料产量中 PS 和 PET 分别占 3%和 13%.....	26
图 36: 2018 年我国塑料回收利用率达 21%	26
图 37: 塑料回收利用产业链分布	26
图 38: 我国塑料综合利用行业正处于有序发展期	26
图 39: 英科环保再生 PS 粒子产能为 9.72 万吨.....	27

图 40: 英科环保再生 PS 框条产能为 13.02 万千米	27
图 41: 公司再生 PS 塑料产业链分布	27
图 42: 公司计划建设 PET 项目产业链分布	28
图 43: 2020 年三联虹普再生 PET 实现 2.77 亿元收入	28
图 44: 再生 PET 开发支出 CAGR-3Y 高达 58.13%	28

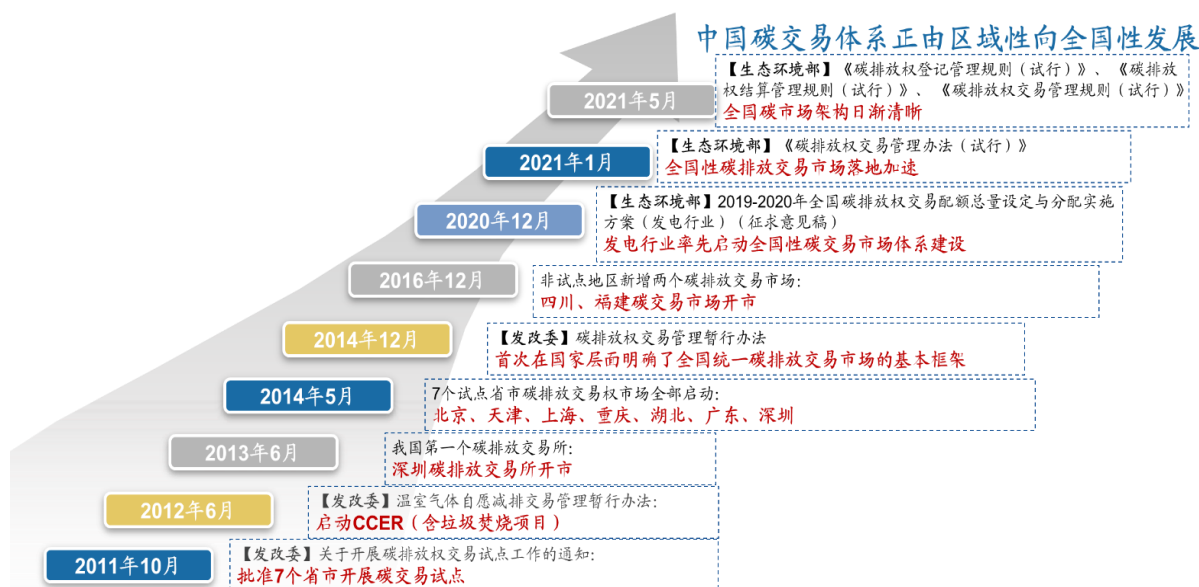
表 1: 生物质及沼气发电项目 2018 至 2020 年累计未备案减排量可超 2 亿吨	8
表 2: 中国碳交易制度与欧盟后期相似, 更加成熟完善	9
表 3: 回拨机制启动后, 首批 9 单公募 REITs 发售情况	12
表 4: 公募 REITs 盘存量、运营资产重估及轻资产运营等效用已经显现	13
表 5: 子板块利润表	18
表 6: 子板块资产负债表	18
表 7: 子板块现金流量表	19
表 8: 重点公司估值、分红、运营资产占比一览 (收盘价日期: 2021/6/11)	19
表 9: 主流焚烧企业在湿垃圾、环卫、危废等“焚烧+”方向上的尝试均在强化	21
表 10: 在中性假设下碳交易可以给单位垃圾焚烧带来 12 元/吨的收入	22
表 11: 市场空间——危废处置需求测算	23
表 12: 危废公司专利、可回收金属品类及主要销售产品情况	24
表 13: 2019 年起 Polymetrix 新签重要订单	29
表 14: 中金环境盈利预测表 (最新收盘价日期: 2021/6/11)	29
表 15: 三峰环境盈利预测表 (最新收盘价日期: 2021/6/11)	30
表 16: 高能环境盈利预测表 (最新收盘价日期: 2021/6/11)	31
表 17: 瀚蓝环境盈利预测表 (最新收盘价日期: 2021/6/11)	31
表 18: 旺能环境盈利预测表 (最新收盘价日期: 2021/6/11)	32
表 19: 碧水源环境盈利预测表 (最新收盘价日期: 2021/6/11)	33

一、碳交易平台上线在即，碳中和政策持续推进

（一）全国碳市场（配额）有望6月上线，期待CCER提供业绩弹性

早在今年2月底生态环境部部长赴湖北省、上海市调研碳市场建设工作时就强调：全国碳市场建设已到关键阶段，需确保今年6月底前启动上线交易，作为首批试点企业，2000多家电力行业（纯发电和热电联产）企业将获准参与交易。且随着碳交易市场开启时间临近，近期生态环境部进一步明确碳排放影响评价纳入环境影响评价体系，此外八部委也发文鼓励北京设立全国自愿减排等碳交易中心。预期碳交易市场的发展将助力我国加速实现绿色低碳循环经济转型、完成2060年碳中和目标，并带动能源替代（垃圾焚烧）、循环再生（资源再生、农业治污）和节能增效（环卫车电动化、清洁供热）领域投资机会。碳中和议题热度持续，绿色低碳、循环再生有望成为长期发展主旋律。

图 1：中国碳交易体系政策演变情况



数据来源：发改委，生态环境部，Wind，广发证券发展研究中心

除配额市场外，CCER交易平台的建设也备受关注，CCER可用于抵销应清缴碳配额，是全国碳交易市场的重要补充。据国务院办公厅近日印发的《2021年度立法工作计划》明确：《碳排放权交易管理暂行条例》在今年拟制定、修订的行政法规之列。

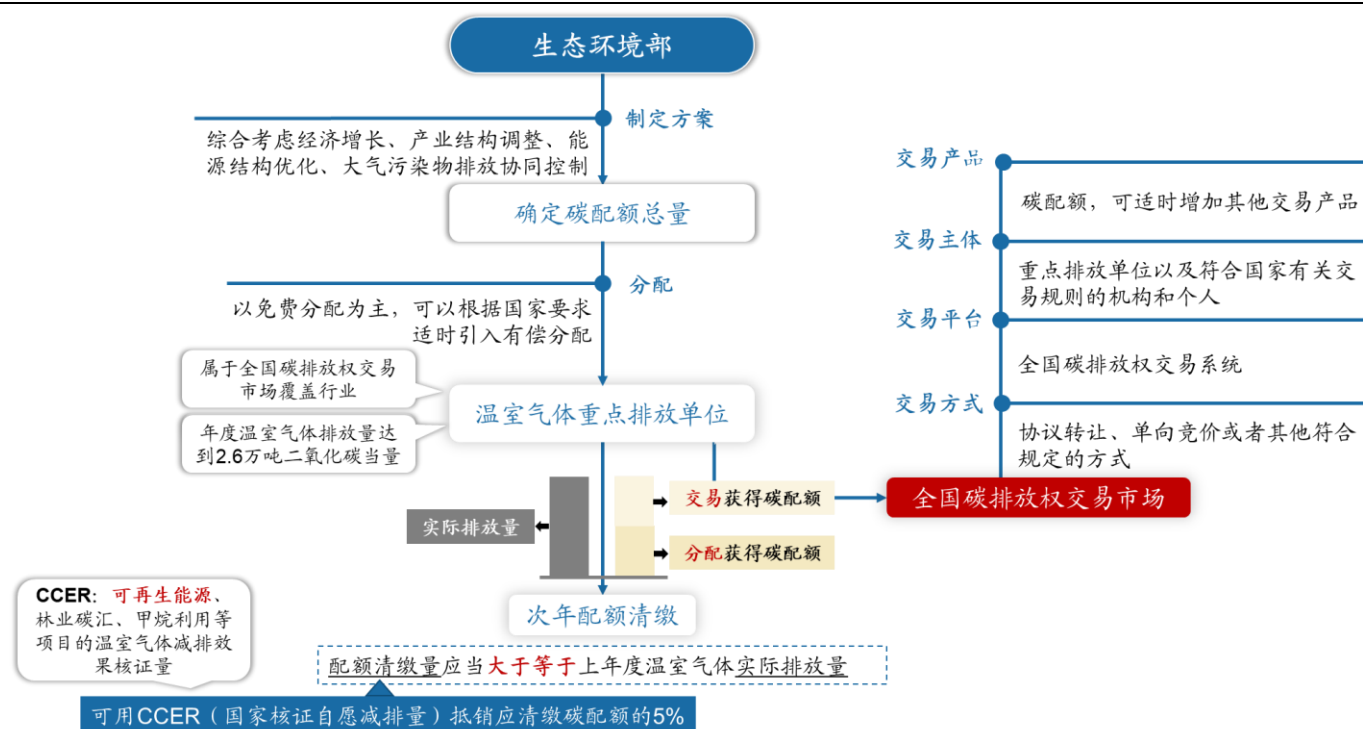
2020年12月发布的《碳排放交易管理办法（试行）》规划出全国碳交易体系全貌：（1）首先生态环境部明确全国碳配额总量，并将碳配额分配至各个“重点排放单位”；（2）“重点排放单位”核算当年实际排放量与分配获得的碳配额差额/盈余，并通过全国碳排放权交易系统购买/出售碳配额，使得在手碳配额总量大于等于当年实际排放量；（3）生态环境部根据实际排放量等额清缴“重点排放单位”碳配额，而“重点排放单位”可通过购买CCER抵减应缴碳配额的5%。

2021年3月生态环境部发布《碳排放权交易管理暂行条例（草案修改稿）》，较2019

年4月首次发布征求意见稿的基础上细化/增加了配额总量及分配方法、配额清缴、碳排放基金及追责制度等内容。综合来看《暂行条例》明确：（1）碳配额分配包括免费和有偿两种，初期以免费分配为主，逐步引入有偿，且有偿配额收入纳入国家碳排放交易基金，用于支持全国碳排放权交易市场建设和温室气体削减重点项目；（2）相较1月发布的《管理办法（试行）》此次《暂行条例》并未提及CCER抵减5%的限制；（3）不再建设地方碳排放权交易市场，已经存在的逐步纳入全国碳市场；（4）针对未足额清缴配额的企业处以10~50万元罚款，惩罚力度大于《管理办法（试行）》2~3万元。

CCER信用抵销机制作为国内参考欧盟“清洁发展机制（CDM）可产生CER用于抵销欧盟当年应缴碳配额”而产生，CCER本质与CER相似，均可给予减排企业减排抵销指标获得额外收益。

图 2：《管理办法》明确配额和CCER交易方式，垃圾焚烧有望纳入交易体系



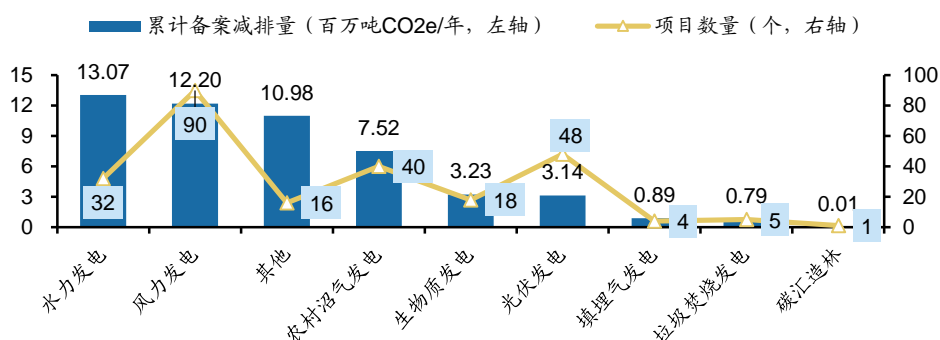
数据来源：发改委，生态环境部，Wind，广发证券发展研究中心

历史CCER累计备案减排量0.52亿吨CO₂e，以水利、风力发电等项目为主。2012年6月发改委发布《温室气体自愿减排交易管理暂行办法》，正式启动了CCER（国家核证自愿减排量）项目试点工作。《暂行办法》执行5年后，为进一步完善和规范温室气体自愿减排交易，2017年发改委启动《暂行办法》修订，并暂缓CCER备案申请。在执行五年期间，共审批备案通过CCER项目减排指标250余次，包括风力、光伏、垃圾焚烧、农村沼气发电、生物质发电等项目，其中水利发电及风力发电的累计备案减排量分别达0.13和0.12亿吨CO₂e，合计占总累计减排的49%。

除填埋气发电项目外，其他项目单位MW年减排量规模达0.08~0.27万吨CO₂e/年/MW。我们对各类项目的单位MW年减排量进行测算，除填埋气发电项目由于减排主要通过处理甲烷而非发电实现外，其余项目的单位装机年减排量规模相近，达

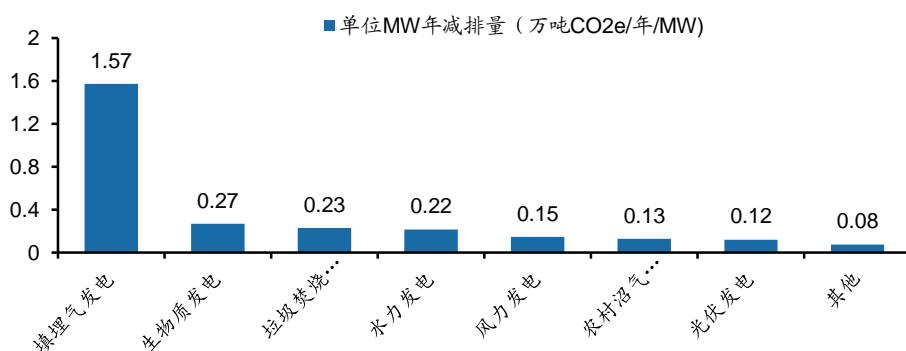
0.08~0.27万吨CO₂e/年/MW，其中生物质发电及垃圾焚烧发电项目单位装机容量年减排量可达0.27和0.23万吨CO₂e/年/MW，位于各类项目前列。

图 3：水利及风电项目CCER减排备案数量及规模位于前列



数据来源：中国自愿减排交易信息平台，Wind，广发证券发展研究中心

图 4：除填埋气发电项目外，其他项目单位MW年减排量规模相近



数据来源：中国自愿减排交易信息平台，Wind，广发证券发展研究中心

仅考虑生物质及沼气发电项目，2018至2020年累计未备案减排量可超2亿吨。我们根据中国自愿减排交易信息平台统计的单位MW年减排量及生物质发电（含垃圾焚烧）与沼气发电的历史装机容量综合进行测算。预期2018至2020年生物质发电及沼气发电累计未备案减排量分别可达1.77及0.30亿吨CO₂e，减排属性突出。伴随后续CCER项目申报再次开放，有望增厚环保减排项目利润水平。

表 1：生物质及沼气发电项目 2018 至 2020 年累计未备案减排量可超 2 亿吨

细分领域	单位 MW 年减排量 (万吨 CO ₂ e/年/MW)	当年新增装机容量 (MW)			2018-2020 年未备案减排量 (万吨 CO ₂ e)
		2018	2019	2020	
生物质发电 (含垃圾焚烧)	0.27	17810	22540	25200	17657
沼气发电	1.57	500	620	790	3005
合计		18310	23160	25990	20662

数据来源：中国自愿减排交易信息平台，Wind，广发证券发展研究中心

（二）充分吸纳欧盟及自身试点经验，复盘中国碳交易试点成果

中国碳交易制度已经基本完善，核心细则与欧盟后期成熟阶段相似。从中国角度来

看，通过吸纳海外欧盟碳交易体系的发展教训以及自身试点的经验积累，生态环境部2021年1月发布的《碳排放权交易管理办法（试行）》及3月发布的《碳排放权交易管理暂行办法（草案修改稿）》相较于欧盟早期阶段，在配额总量如何确定、免费配额如何分配、信用抵销机制如何执行以及配额跨期如何执行等核心领域考虑更为周全。中国碳交易整体采用的制度与欧盟后期成熟阶段相似，并且正积极对《温室气体自愿减排交易管理暂行办法》组织修订，我们认为充足的准备下，中国碳配额及CCER交易市场或更加稳健，将有效避免欧盟早期问题。

表 2：中国碳交易制度与欧盟后期相似，更加成熟完善

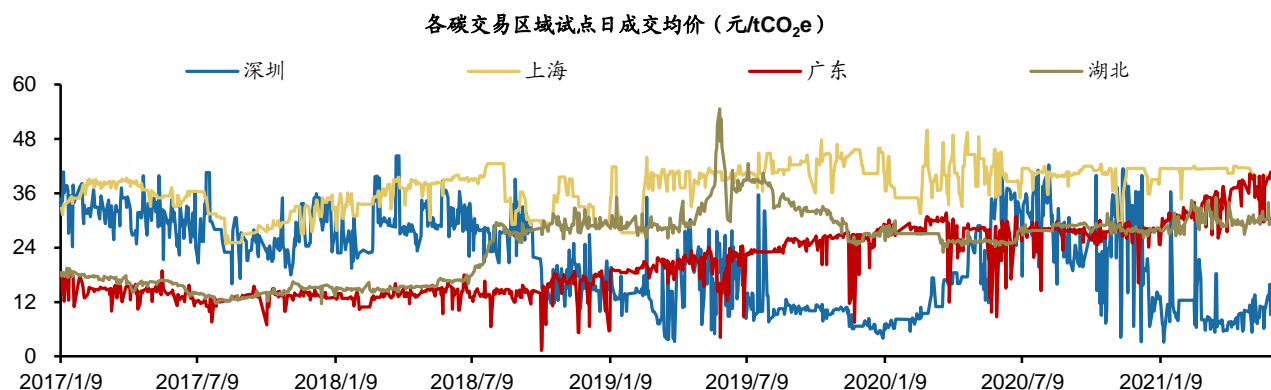
种类	属性	欧盟早期	欧盟后期	中国
配额总量设定	方式	国家分配计划 NAPs（成员国自行确定本国的配额总量和分配方式，各国配额之和便是 EU-ETS 配额总量）	欧盟层面统一确定	生态环境部明确配额总量，省级部门执行当地配额分配
	影响	各国努力将自身配额总量最大化，导致欧盟总配额量过剩	避免各国陷入“囚徒困境”，使得碳配额总量设定更加合理	避免各省陷入“囚徒困境”，使得碳配额总量设定更加合理
配额分配	方式	免费分配	免费分配+有偿分配	免费分配为主，适时引入有偿分配，并逐步扩大有偿比例
	影响	碳交易启动初期采用免费分配，降低企业排斥度，更好实现制度推广	中期引入有偿分配增加覆盖企业减排积极性，同时各国可用配额拍卖收入投资节能减排，进一步促进低碳产业发展。	前期免费分配降低企业排斥度，加速推广；中后期引入有偿分配，加速低碳产业发展
免费配额分配	方式	“祖父法”（又称“历史法”，根据各个单位历史排放情况决定其配额）	“基准法”（根据基准平均排放比例及公司历史生产量计算其配额）	“基准法”（根据基准平均排放比例及公司历史生产量计算其配额）
	影响	违背“污染者付费原则”，降低减排意愿；“鞭打快牛”迟滞减排行动，惩罚早期减排者，而奖励当前高排放者。	单位生产规模下各企业可获得的碳配额相等，意味着减排企业可获得配额盈余、高排企业存在配额缺口，激发产业减排动力	单位生产规模下各企业可获得的碳配额相等，意味着减排企业可获得配额盈余、高排企业存在配额缺口，激发产业减排动力
信用抵销机制	方式	CER 使用限制低	延续但限制使用 CER	明确 CCER 抵销比例，完善项目申报机制
	影响	导致 CER 泛滥，未实现平衡各地区利益同时，冲击了碳配额市场。	通过收紧 CDM 项目认可范围和 CER 可抵销比例，欧盟正逐步弱化 CER 在欧盟碳交易的重要性，甚至或将取消。	仍明确 CCER 是中国碳交易体系的重要组成部分，通过明确抵销比例以及完善项目申报审查制度保障市场有效性。
覆盖范围	方式	覆盖行业范围内的所有设施	年碳排放低于 2.5 万吨项目可以不纳入	只纳入年碳排放大于 2.6 万吨的重点排放单位
	影响	EU-ETS 第一阶段最大 7% 的设施排放的温室气体占总量的 60%，而最小 14% 设施的碳排放仅占 0.14%，众多小型设施耗费大量管理成本，经济性差	小型设施暂不纳入碳排放管控范围，减排经济性更高	小型设施暂不纳入碳排放管控范围，减排经济性更高
配额跨期	方式	一阶段配额不可跨期	配额可有条件跨期使用	配额可结转使用
	影响	降低市场有效性，使得碳配额价格期末出现剧烈波动。	保障市场的连续性及其有效性	保障市场的连续性及其有效性

数据来源：《低碳经济转型下的中国碳排放权交易体系》，生态环境部，欧盟委员会，Wind，广发证券发展研究中心

中国区域试点运行状况良好，增强全国碳市场发展信心。回顾中国碳交易市场发展

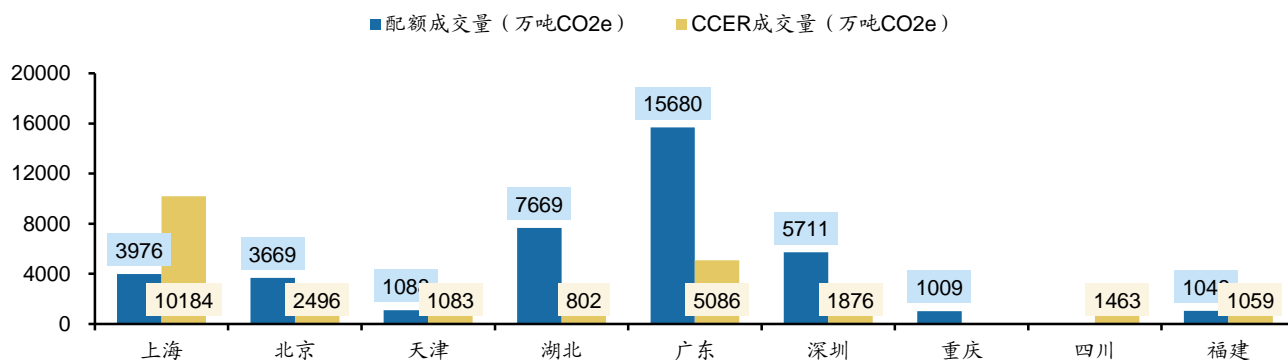
历程，2011 年基于逐步建立全国碳交易市场的目标，发改委发布《关于开展碳排放权交易试点工作的通知》，陆续启动北京、天津等九个试点区域碳市场并积累丰富经验。通过《国内碳排放交易市场现状及碳金融模式初探》统计，截至 2020 年 8 月，碳配额与 CCER 自启动以来累计交易量分别为 4.0 和 2.4 亿吨，其中各交易市场碳配额价格约为 20~40 元/吨，CCER 价格约为 30~40 元/吨。各试点运营状况良好，并给全国碳市场的建立提供宝贵经验，进一步增强全国碳市场的发展信心。

图 5：中国各碳交易试点平台历史保持稳健运营



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心 备注：图中以深圳、上海、广东及湖北碳交易市场行情为例

图 6：中国 9 个碳交易试点省市累计交易碳配额 4.0 亿吨、CCER 2.4 亿吨



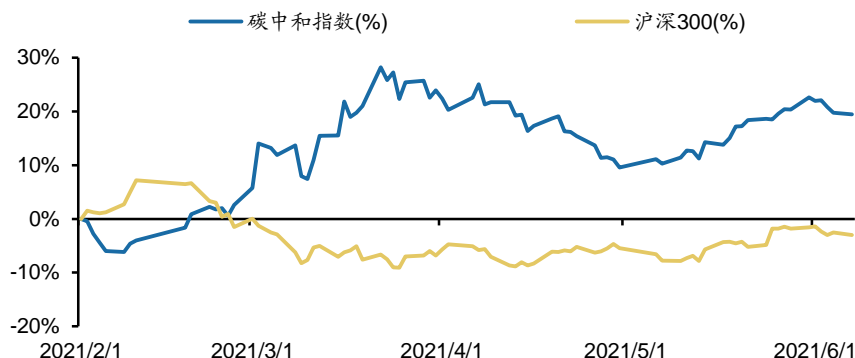
数据来源：《国内碳排放交易市场现状及碳金融模式初探》陈云波，广发证券发展研究中心

备注：为试点自启动以来至 2020 年 8 月统计量

（三）2021 年初至今碳中和投资热度不减，环保多领域预期受益

碳中和不断推进催化投资热度，2021 年初至今碳中和指数最高涨幅达 37%。自 2020 年 9 月习近平主席在第七十五届联合国大会一般性辩论上明确中国“二氧化碳力争 2030 年前碳达峰，争取 2060 年前实现碳中和”目标后，碳中和相关政策不断落地并催化投资热度：通过复盘碳中和指数（8841429.WI）我们发现：2021 年 2 月至今碳中和指数涨幅达 19.48%，跑赢沪深 300 指数 22.48PCT，对应期间最高涨幅可达 36.68%。

图 7: Wind碳中和指数2月至今显著跑赢沪深300

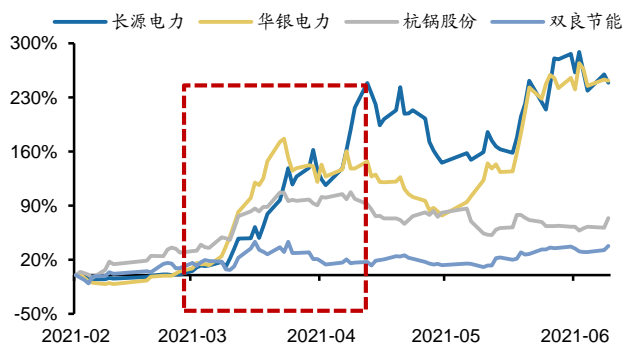


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 收盘时间更新至 2021/6/7; 碳中和指数代码为 8841429.WI

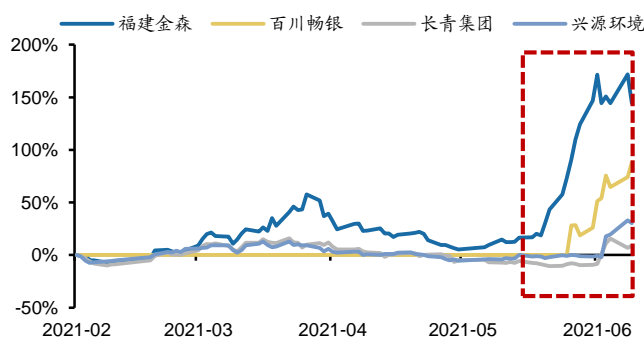
全国碳交易平台上线临近, 新增“碳汇及减排”领域标的滚动行情。而从碳中和细分领域来看, 伴随生态环境部部长明确的“全国碳市场需于今年6月底前启动上线交易”时间节点日益逼近, 碳汇及碳减排(可获得CCER指标)概念相关的各细分领域标的亦启动滚动行情: 从林业减排的福建金森、填埋发电减排的百川畅银、生物质发电减排的长青集团到农业养殖减排的兴源环境, 四者5月至今最大涨幅达153%、76%、29%和25%, 对应日成交额分别创近期新高, 碳减排概念行情表现突出。

图 8: 清洁供电及供热标的3月份行情率先启动



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 9: 碳汇及减排标的5月至今启动碳交易滚动行情



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

全国碳交易平台将上线, 碳交易、重点行业减排等成为重点。碳减排被确立为我国的基本国策, 针对我国国情, 节能环保+循环再生是碳减排的必由之路。6月底全国碳交易平台(配额)即将上线, 电力行业成为首批纳入交易的行业, 与此同时CCER交易平台的建设也备受关注, 预计后续多个重点减排行业(如钢铁、石化等)和城市将参与到相关交易中。通过梳理历史试点情况及对比欧盟制度及发展历程可以看到: 我国碳市场准备更充分、制度亦更完善, 预计碳交易市场成功落地有望加速激发企业减排动力。2月份以来碳中和指数涨幅显著, 包括节能增效、碳交易所、CCER等方向被市场追捧, 我们预计下半年碳交易相关、重点行业/集团节能减排等将成为市场关注的重点, 如CCER碳汇(垃圾焚烧、秸秆沼气)、循环再生(废塑料、

废家电、废钢等)和清洁供热、环卫车电动化等领域投资。

二、公募 REITS 项目即将上市，加速运营资产重估

(一) 首批公募 REITS 项目认购踊跃，2021 现金分派率预期在 4-12%

首批公募 REITS 项目认购踊跃，有望于近期落地上市。首批公募 REITS 认购火爆，已披露的 9 支产品均实现超比例认购，其中蛇口产业园整体认购倍数为 15.31 倍（剔除无效报价后的所有网下投资者认购倍数）。根据发售时间安排，在顺利完成网下投资者认购之后，首批公募 REITS 于 5 月 31 日启动公众投资者认购。截至 5 月 31 日日终，根据上交所和深交所公告，首批 9 支公募 REITS 公众投资者募集总规模已超过公众发售规模上限，公众投资者发售截止日已由原定的 6 月 1-2 日提前至 5 月 31 日。6 月 2-3 日，包括首创水务、首钢绿能在内的共 6 支公募 REITS 已启动回拨机制，将部分网下发售基金份额回拨至公众投资者，并对部分认购申请实施比例配售。

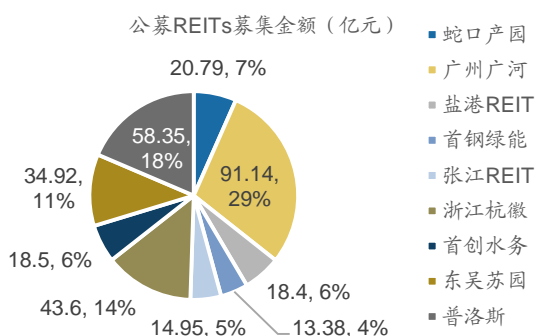
表 3：回拨机制启动后，首批 9 单公募 REITS 发售情况

代码	简称	基金管理人	有效 认购 倍数	认购 价格 (元)	预计发行 规模(亿 元)	募集 份额	战略 配售	网下 发售 (亿份)	公众 发售	2021 预 计现金 分派率	2022 预 计现金 分派率	发行 时间
180101	蛇口产业园	博时基金	15.31	2.31	20.79	9	5.85	2.205	0.945	4.39%	4.46%	5/31-6/1
180201	广州广河	平安基金	4.56	13.02	91.14	7	5.528	1.03	0.44	5.91%	6.87%	5/31-6/1
180301	盐港 REIT	红土创新	8.47	2.3	18.40	8	4.8	2.24	0.96	4.15%	4.40%	5/31-6/1
180801	首钢绿能	中航基金	11.13	13.38	13.38	1	0.6	0.28	0.12	8.52%	7.63%	5/31-6/1
508000	张江 REIT	华安基金	8.85	2.99	14.95	5	2.77	1.56	0.67	4.66%	4.04%	5/31-6/1
508001	浙江杭徽	浙江浙商证券资产	4.86	8.72	43.60	5	3.715	1.092	0.193	11.71%	9.91%	5/31-6/2
508006	首创水务	富国基金	8.35	3.7	18.50	5	3.8	0.84	0.36	8.67%	9.08%	5/31-6/2
508027	东吴苏园	东吴基金	3.61	3.88	34.92	9	5.4	2.70	0.90	4.31%	4.36%	5/31-6/2
508056	普洛斯	中金基金	5.85	3.89	58.35	15	10.8	2.94	1.26	4.29%	4.31%	5/31-6/2

数据来源：上交所、深交所，WIND，广发证券发展研究中心

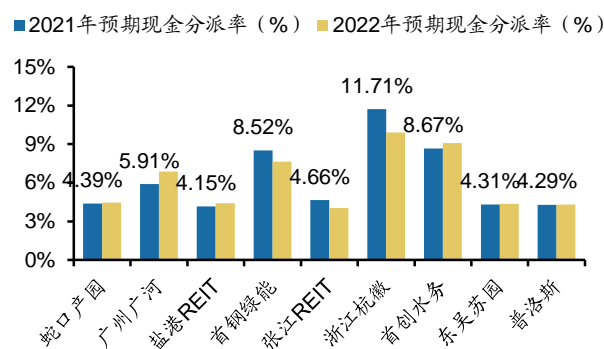
首批 9 支公募 REITS 合计募集金额 314.03 亿元。由平安基金担任管理人的广州广河募集金额达 91.14 亿元，居 9 支公募 REITS 发行规模之首，两支环保公募 REITS 首钢绿能及首创水务合计募集资金 31.88 亿元。根据《基金份额发售公告》，9 支公募 REITS 2021-2022 年加权平均预期现金分派率约为 6.25% 和 6.26%（现金分派率=年度可供分配现金金额测算值/发行总金额），从范围来看 2021 现金分派率预期在 4-12%，其中现金分派率最高的为浙江杭徽，2021 年和 2022 年预期现金分派率预计可达 11.71% 和 9.91%，预计收益可观。

图 10：首批9支公募REITs合计募集金额314.03亿元



数据来源：基金份额发售报告，广发证券发展研究中心

图 11：2021现金分派率预期在4-12%



数据来源：基金份额发售报告，广发证券发展研究中心

(二) 盘存量+运营资产重估，公募 REITs 效用已经凸显

公募REITs盘存量+运营资产重估作用显著。通过梳理9单基建公募REITs招募说明书细节，公募REITs对于运营企业盘存量、运营资产重估及轻资产运营等多领域效用已经显现，具体从两单环保项目来看：（1）收益法重估资产价值，“首钢绿能”实现10.64%的资产增值率；（2）盘活存量资产、加速再投资，首创股份通过出售“首创水务”实现回收资金13.84亿元，将全部以资本金形式用于9个水处理项目投资；（3）轻资产模式加快周转，首创股份实现“首创水务”相关资产出表的同时，仍为项目的运营管理机构，预计可每年可获得超2000万元资产管理收益。

表 4：公募 REITs 盘存量、运营资产重估及轻资产运营等效用已经显现

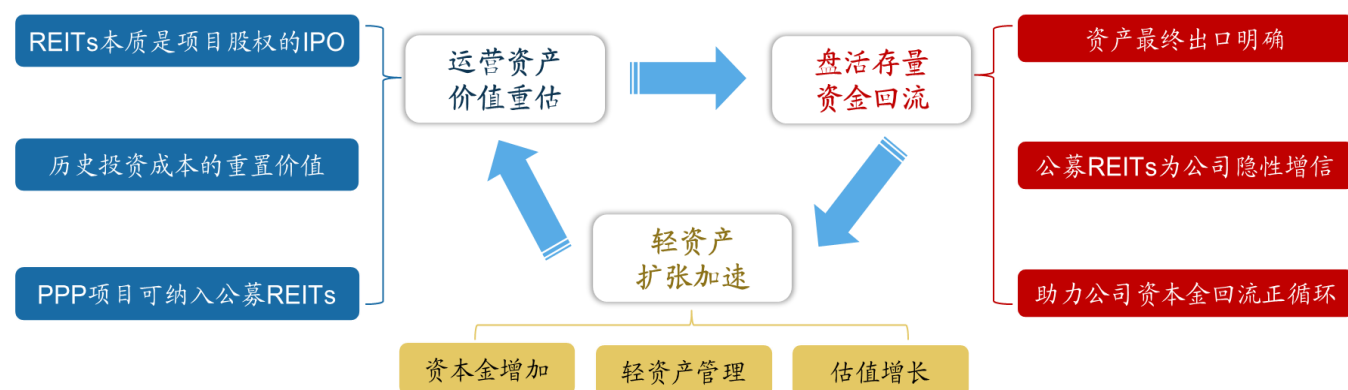
项目简称	资产类别	运营资产价值重估				盘活存量加速投资		轻资产 年运营管理 费 (亿元)
		评估手段	账面价值 (亿元)	评估值 (亿元)	溢价率 (%)	募集资金用途 (亿元)	主要用途	
首创水务	污水处理	收益法	16.88	17.46	3.41%	13.84	9个水处理项目建设	0.21
首钢绿能	垃圾焚烧	收益法	8.53	9.44	10.64%	9.60	垃圾焚烧发电等项目	未披露
张江 REIT	产业园区	收益法	3.88	14.70	278.96%	4.54	产业发展服务园区开发建设	未披露
浙江杭徽	高速公路	收益法	27.03	45.63	68.80%	未披露	2个高速公路项目投资	未披露
东吴苏园	产业园区	收益法	18.47	33.50	81.42%	23.45	10个基础设施项目开发建设	未披露
普洛斯	仓储物流	收益法	11.80	53.46	353.20%	45.43	现代仓及其他基础设施投资	未披露
蛇口产业园	产业园区	收益法	4.50	25.28	461.62%	未披露	5个产业园项目建设	未披露
广州广河	高速公路	收益法	54.33	96.74	78.05%	未披露	高速公路项目投资	未披露
盐港 REIT	仓储物流	收益法	10.12	17.05	68.50%	12.00	港口基础设施项目建设	未披露

数据来源：上交所官网、深交所官网、证券业协会官网、广发证券发展研究中心

公募REITs对环保公司成长逻辑有本质改善，特别是“大订单——再融资”的成长逻辑不再单一依赖股本扩张来完成。从环保行业来看，公募REIT作用更加显著，以往环保运营项目运行周期长达为20-30年、资产长期沉淀，而公募REITs要求运行3年以上即可申报，即大幅提高资产周转率；公募REITs打开受资产体量限制资产表扩张的天花板，优秀的头部公司凭借品牌、管理、运营能力可以实现轻资产模式的快速扩张；公募REITs将带动环保运营资产估值方法从历史成本法转向资产现值法，从现金

流/收益的角度对资产进行重新定价评估，或带来资产价值向上。

图 12：公募REITs助力运营资产价值重估，盘活存量资金，轻资产扩张加速

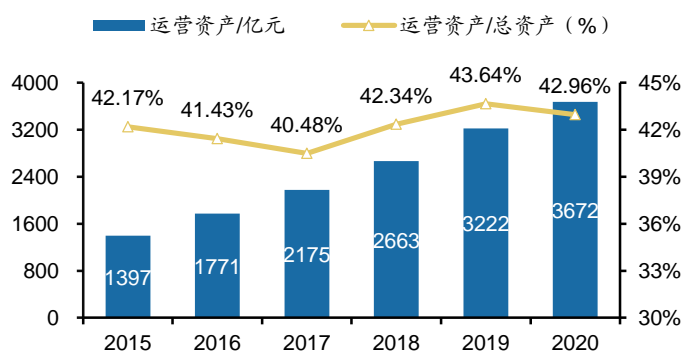


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（三）环保优势运营资产筹码丰厚，垃圾焚烧及水处理板块最为受益

环保运营资产体量已达3672亿元，垃圾焚烧、水处理及水务占比达89%。我们以无形资产、长期应收款来衡量企业的运营资产，截至2020年末环保板块运营资产体量已达3672亿元，占总资产额比重达43%，无形资产+长期应收款占比提升更为迅速，呈现逐年增长的趋势，主要系过去环保公司大量投资建设的工程已逐步转向运营，其中固废、水务和水处理合计运营资产占环保运营资产的89%。我们认为沉淀资产体量大、订单充裕、行业成长增速高的垃圾焚烧、水务及水处理板块是公募REITs的主要受益方向。

图 13：环保板块运营资产占总资产比重逐年提升

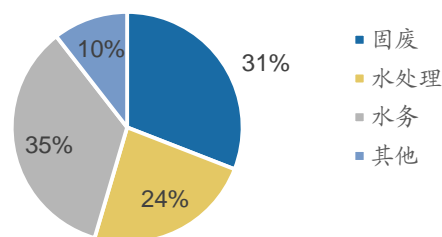


数据来源：Wind,广发证券发展研究中心

备注：运营资产=固定资产+无形资产+长期应收款

图 14：垃圾焚烧、水处理及水务运营资产合计占89%

截至2020年末，环保板块运营资产占比 (%)

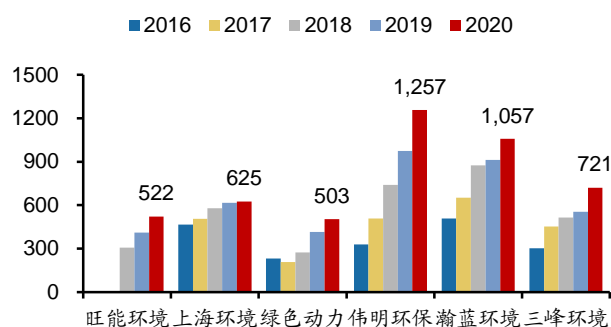


数据来源：Wind,广发证券发展研究中心

垃圾焚烧：经营模式稳健、造血能力出众，盘活存量资产加速“焚烧+”布局。垃圾焚烧行业正处加速扩张期，我们所选取的6家主流量样本公司（三峰环境、瀚蓝环境、旺能环境、伟明环保、绿色动力和上海环境）2020年可实现归母净利润5.03~12.57亿元，对应年末运营资产规模已达44.50~189.88亿元，占总资产的42~73%。垃圾焚烧企业在建/在运产能普遍达40%+，且“焚烧+”需求释放下长期投资空间有望翻倍；

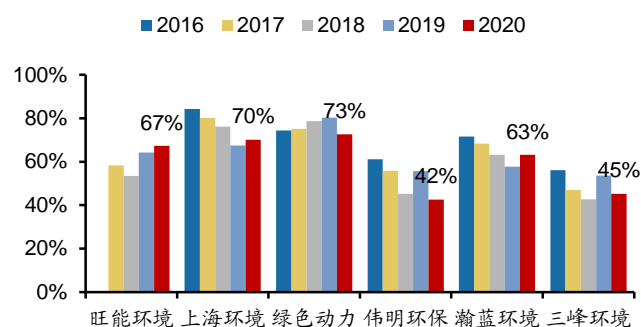
叠加普遍60%+的资产负债率水平，公募REITs助推焚烧企业盘存量加速投资、降杠杆作用愈发凸显。

图 15: 垃圾焚烧企业归母净利润情况 (单位: 百万元)



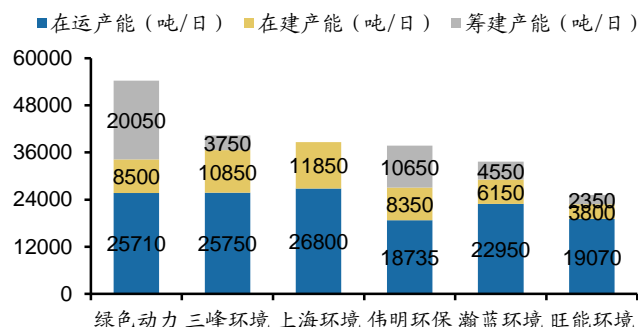
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 16: 垃圾焚烧运营资产占总资产比重情况



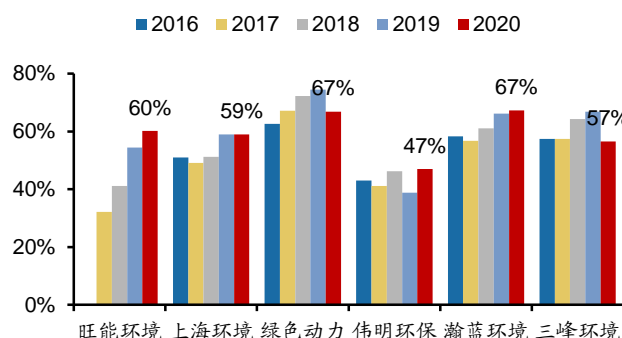
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 17: 垃圾焚烧企业在运、在建及筹建情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 垃圾焚烧企业资产负债率情况



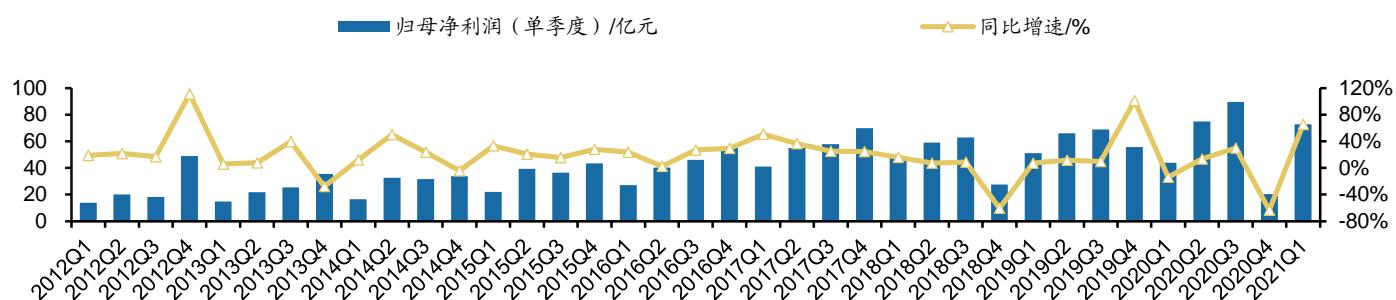
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、三大转变+业绩恢复成长，板块已欣欣向荣

(一) 减值出清+运营资产占比提升+现金流大幅改善，板块欣欣向荣

卸掉历史包袱，板块业绩拐点已至。从历史数据来看，自2018年二季度“高质押+融资难+PPP整顿”等问题爆发，板块净利润增速开始掉头向下，伴随宏观环境全面逆转，2019年起逐渐走出困境，2020年受疫情影响一季度业绩表现不佳，但二三季度依次创历史新高（同比分别增长14%、30%），四季度计提商誉、应收账款减值等卸掉历史包袱业绩同比下滑64%（若剔除三家公司则业绩同比增长7.08%），2021年一季度业绩同比2020年+66%，同比2019年+44%，板块重回高增长可期。

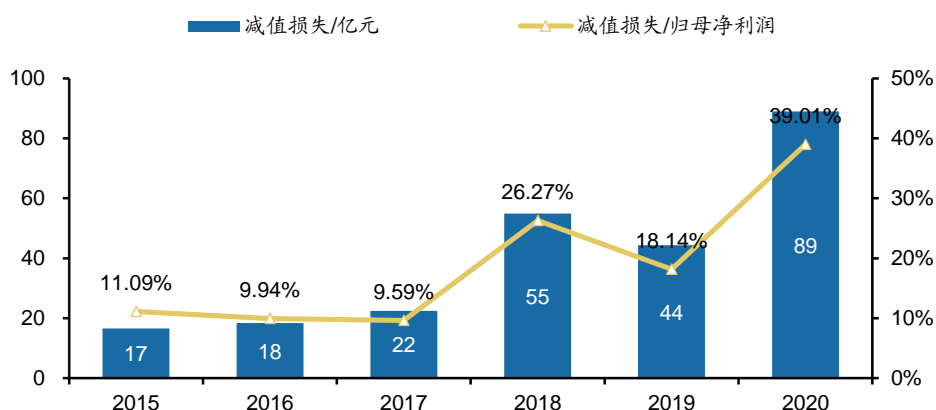
图 19: 环保板块2012年至今单季度业绩及增速, 2018年四季度为业绩拐点



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

改善一: 近年来板块加速计提资产减值损失, 出清在即。板块2015-2017年收并购产生的商誉以及部分工程项目产生的应收账款近年来加速计提, 与当年净利润的比例已持续提升至39%, 我们预计上述减值高峰期即将过去, 板块卸掉历史包袱, 同时伴随板块融资改善以及需求释放, 板块重回高增长可期。

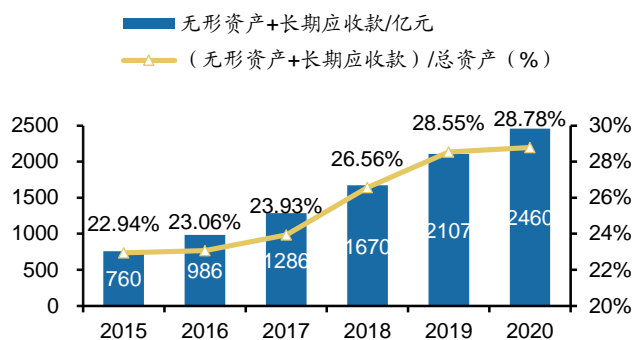
图 20: 近年来板块大幅计提减值损失, 出清在即



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

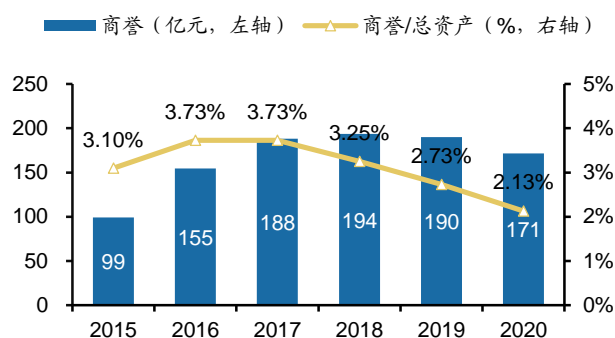
改善二: 运营资产占比持续提升, 商誉等历史问题加速消化。伴随在手工程逐步转为运营, 2020年末运营资产占总资产比重已达43%。我们以无形资产+长期应收款来衡量企业的运营资产, 2020年环保板块运营资产体量已达2460亿元, 占总资产额比重达28.8%, 呈现逐年增长的趋势, 主要系过去环保公司大量投资建设的工程已逐步转向运营, 并贡献稳定现金流。此外商誉问题已大幅缓解, 各类应收账款占比保持稳定。环保板块商誉占总资产比重连续四年下降, 2020年下降至2.13%, 为2015年以来最低水平, 商誉问题得到极大缓解。

图 21：环保板块运营资产占总资产比重逐年提升



数据来源：Wind,广发证券发展研究中心

图 22：商誉及商誉占总资产比例持续下降



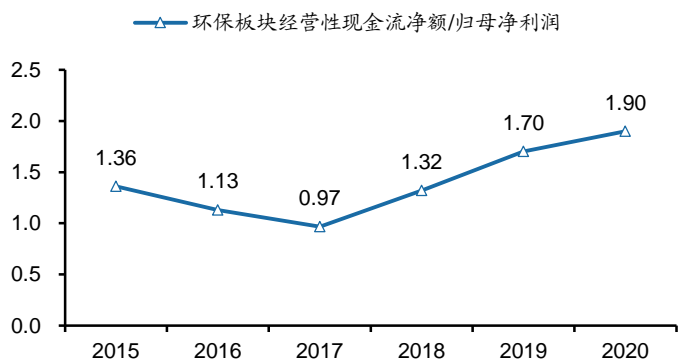
数据来源：Wind,广发证券发展研究中心

备注：剔除盈峰环境、浙富控股两家导致主业变更并购的公司

改善三：经营现金流持续改善，融资改善投融资现金流企稳回升

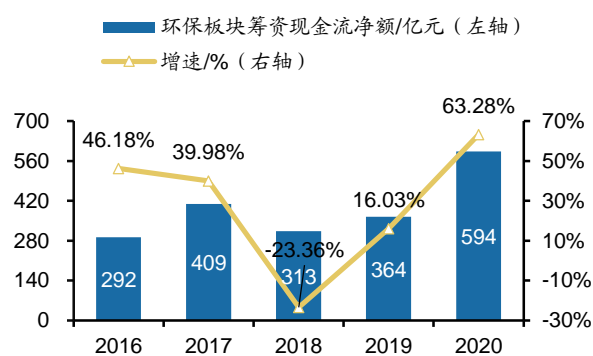
板块净现比已从2017年的0.97提升至2020年的1.90，经营性现金流大幅改善。2020年环保板块净现比显著改善，由2017年0.97提升至2020年1.90，一方面系经历过PPP整顿+降杠杆的行业“至暗阶段”后，板块大部分公司通过加强现金回款，另一方面伴随运营资产占比提升，运营期也贡献稳定现金流。伴随融资政策宽松以及国资入主，2020年环保板块实现筹资性现金流净额594亿元（同比+63%）。我们预计在板块经营现金流持续改善的情况下，板块自由现金流净流出将有望达到顶峰，未来更多走向内部自循环。

图 23：环保板块净现比呈现明显上升趋势



数据来源：Wind,广发证券发展研究中心

图 24：环保板块筹资性现金流已经恢复



数据来源：Wind,广发证券发展研究中心

（二）稳定、成长、成熟三板块各具特色，筛选高成长性、低估值标的

通过财务指标的梳理，我们将环保的各个子版块分成以下三类，各具配置特色：

（1）固废、水处理等稳定期板块，配置关注稳健增长（利润复合增速15%+）+产业链扩张：竞争格局趋于稳定，前期并购产生的商誉加速消化，未来享受如焚烧+、污水资源化等产业链扩张红利。工程转运营后，运营资产占比大幅提升（38%提升至60%），自由现金流转正苗头初现，固废净现比达1.9，关注三峰环境、瀚蓝环境、

















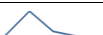
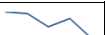
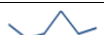
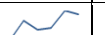
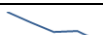



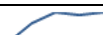




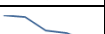

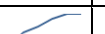
旺能环境；

(2) 危废、环卫等成长期板块，配置关注高成长（利润复合增速40%+）+竞争格局演绎：行业竞争激烈尚未固化，行业市场空间均超2000亿，高投资伴随高成长，静待龙头显现。投资现金流仍高速增长，运营资产占比提升中，关注高能环境；

(3) 水务、供暖等成熟期板块，配置关注高分红（超40%）与高股息：投资现金流增速放缓，公用事业属性增强，更注重分红。未来更多依赖外延并购（如资产注入、异地扩张等），关注联美控股。

利润表维度：三种类型分红率、收入利润增速存在明显差异。稳定期板块收入业绩复合增速保持平稳，垃圾焚烧建设高峰期已过，2020年分红率大幅提升；成长期板块收入利润增速远高于其他板块，分红率中等水平；成熟期板块高分红特征显著，利润增速略低于其他板块，稳定运营期利润率高于同业。





























表 5：子版块利润表

类型	子业务	收入增速	五年复合增速	利润增速	五年复合增速	2015 年分红率	分红率	2020 年分红率	2015 年净利率	净利率	2020 年净利率
稳定期	固废 1		13.70%		4.74%	12.48%		35.51%	12.72%		11.02%
	固废 2		16.60%		23.11%	11.74%		26.36%	11.81%		18.84%
	水处理		9.22%		-	9.18%		-33.55%	17.91%		-4.00%
成长期	危废		37.61%		25.59%	13.54%		15.51%	12.65%		9.89%
	环卫装备		42.56%		46.54%	27.02%		25.32%	5.44%		9.13%
	环卫服务		31.23%		48.39%	10.20%		19.46%	7.22%		14.09%
成熟期	水务		18.14%		13.35%	47.89%		42.80%	18.21%		14.60%
	供暖		15.18%		24.62%	21.84%		54.30%	26.04%		46.84%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心 备注：固废2相较于固废1样本剔除对净利润影响过大的启迪环境

资产负债表维度：整体来看运营资产占比持续提升，商誉占比持续下降。稳定期板块运营资产占比持续提升，并购导致的商誉近年来加速消化，资产负债率为子版块中最高；成长期板块近年来并购较多，商誉占总资产比例较大，资产负债率低于其他板块；成熟期板块略有分化，水务公司近年来运营资产占比持续提升，且为各子行业最高，供暖板块近年来并购增加提升商誉。

表 6：子版块资产负债表

























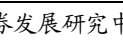



类型	子行业	运营资产占比	2020 年运营资产占比	商誉占比	2020 年商誉占比	资产负债率	2020 年资产负债率	应收账款占比	2020 年应收账款占比
稳定期	固废		49.68%		1.25%		61.00%		8.96%
	水处理		43.41%		1.71%		63.69%		16.64%
成长期	危废		35.90%		6.05%		53.77%		10.60%
	环卫装备		19.30%		15.48%		44.20%		20.08%
	环卫服务		32.89%		0.00%		51.12%		23.22%
成熟期	水务		54.28%		1.41%		60.17%		6.34%
	供暖		24.10%		0.29%		34.56%		6.38%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

现金流量表维度：投资现金流增速下降，多数板块经营现金流整体正增长。稳定期板块中垃圾焚烧经营现金流保持增长，但近年来处于投产高峰期，投资现金流增速

更快，自由现金流尚未转正，但部分公司已有趋势。水处理板块近年来投资现金流大幅下降，板块自由现金流已经转正。成长期板块普遍呈现为投资现金流大幅流出，自由现金流流出规模持续扩大，但此类板块经营现金流整体较好。成熟期板块现金流与资产注入及收购呈强相关，其中水务板块自由现金流仍持续扩大，但经营现金流增速位于各个子版块前列。供暖板块自由现金流已经转正。

表 7：子板块现金流量表

类型	子行业	经营现金流 流增速	2020 年经营 现金流增速	投资现金流 流增速	2020 年投 资现金流 增速	筹资现金流 流增速	2020 年筹资 现金流增速	自由现金流	2020 年自 由现金流 (亿元)
稳定期	固废		6.26%		27.48%		75.10%		-147.99
	水处理		-8.49%		-41.78%		-60.38%		-34.91
成长期	危废		-33.00%		17.22%		25.42%		-35.35
	环卫装备		11.52%		-49.19%		212.66%		20.49
	环卫服务		16.12%		36.72%		144.68%		-6.56
成熟期	水务		12.27%		18.20%		115.12%		-154.76
	供暖		-35.53%		-14.38%		355.18%		3.10

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

从上述三个阶段子行业的三表维度可以看出，板块已呈现差异化发展态势，重点公司业绩增速、现金流改善等财务基本面来看近年来表现良好，同时从估值视角来看，上述公司PE、PEG、股息率等诸多方面均有看点。重点关注高成长的危废资源化龙头高能环境、成长稳定且提高分红的旺能环境、瀚蓝环境、三峰环境。

(1) 股息率及分红率维度：联美控股、旺能环境、绿色动力分红率超40%，联美控股股息率达4.4%；

(2) 从成长性角度来看：大部分公司保持20%以上成长，危废资源化公司高能环境、固废公司，焚烧公司三峰环境、绿色动力，环卫装备公司龙马环卫，水处理公司碧水源增速超25%；

(3) 从PEG角度来看，高能环境、三峰环境、旺能环境、绿色动力、龙马环卫、碧水源、维尔利低于0.6；

(4) 从PE角度来看，联美控股、三峰环境、旺能环境、瀚蓝环境、龙马环卫、碧水源、维尔利低于15倍。

表 8：重点公司估值、分红、运营资产占比一览（收盘价日期：2021/6/11）

板块	公司	市值 (亿元)	归母净利润及预测 (亿元)				未来三年业 绩复合增速	2021PE	PEG	分红率	股息 率	运营资产占 比
			2020	2021E	2022E	2023E						
供暖	联美控股	206.16	16.85	18.73	20.86	23.13	11%	11.01	0.99	54.30%	4.40%	24.10%
危废	高能环境	160.38	5.5	7.48	10.08	13.83	36%	16.47	0.46	10.30%	0.30%	47.07%
危废	浙富控股	274.40	13.62	18.38	21.81	25.44	23%	14.93	0.64	15.80%	0.70%	16.97%
固废	三峰环境	154.07	7.21	12.02	12.17	14.45	26%	12.82	0.49	34.90%	1.60%	45.24%
固废	旺能环境	72.10	5.22	6.56	8.12	9.88	24%	10.99	0.46	40.30%	2.70%	67.27%
固废	瀚蓝环境	186.80	10.57	12.90	15.53	18.67	21%	14.48	0.69	17.00%	0.90%	63.12%
固废	绿色动力	123.46	5.03	6.87	8.81	10.72	29%	17.97	0.63	55.40%	2.30%	72.56%
固废	伟明环保	280.84	12.57	15.89	19.22	23.30	23%	17.67	0.77	30.50%	1.30%	42.49%
环卫装备	龙马环卫	66.63	4.43	5.22	6.33	7.54	19%	12.76	0.66	35.70%	2.30%	21.23%

再生	中再资环	70.41	4.1	4.61	5.70	6.90	19%	15.26	0.81	0.00%	0.00%	10.10%
水处理	碧水源	225.00	11.43	15.90	19.21	23.63	27%	14.15	0.52	15.20%	0.80%	54.14%
固废	维尔利	52.99	3.57	4.54	5.46	6.46	22%	11.66	0.53	21.90%	1.50%	22.58%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：联美控股、碧水源盈利预测来自wind一致预期，其他公司盈利预测来自广发证券

四、低碳时代关注焚烧+、危废资源化、再生塑料领域

（一）垃圾焚烧：“焚烧+”打开成长空间，减排指标有望增厚项目利润

城市固废处置内涵丰富，“两网融合”提供固废+再生资源体系整合的契机。在资源循环再生方面，城市固废循环再生是废钢、废纸等废料资源的主要来源之一，是未来实现碳中和的重要产业链。加之国务院于2021年2月发布的《加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》指出再生资源网和垃圾分类网“两网融合”的发展导向，城市固废处置内涵丰富。具体来看，垃圾焚烧处于建设高峰，而餐厨、工业固废、危废、医废等市场刚刚高速启动，而再生资源网市场化整合初期，因而我们预计固废处置+再生资源的产业链拥有10年以上的黄金发展期。

图 25：碳减排时代固废+再生市场空间广阔，未来10年仍是黄金发展期



数据来源：广发证券发展研究中心

我们预期焚烧公司会逐步成为全产业链固废综合服务商，即以垃圾焚烧厂为据点，开拓相关环卫、餐厨、工业固废、危废、医废、再生资源等“焚烧+”业务，垃圾焚烧项目所在单一地区的成长空间有望显著提升，同时也具备了资产由重到轻的拓张可能性。此外垃圾焚烧特许经营权的期限大都在20-30年，项目公司与当地政府长期合作，并熟知当地固废处置+再生资源等情况，便于业务的开拓和协同。头部公司“焚烧+”模式亦展现出广泛的复制性，瀚蓝环境除在佛山南海外也在开平、顺德等地区实现了固废产业园的布局，旺能环境亦在浙江省多个项目属地实现了垃圾焚烧（发电及供热）、环卫服务（母公司控股）及湿垃圾处置的协同。

图 26: 垃圾焚烧与环卫、再生资源、厨余垃圾等业务高度协同



数据来源: 广发证券发展研究中心

近年来, 主流焚烧企业均已启动“焚烧+”多元化布局, 湿垃圾、环卫、危废为主方向。近两年主流A股焚烧企业在“焚烧+”业务领域布局力度明显加大, 除上述瀚蓝环境及旺能环境外, 根据各公司公告统计: (1) 伟明环保中标厨余及污泥项目, 新增餐厨污泥处置规模905吨/日; (2) 上海环境正推进世界处置规模最大的240吨/日的医废和危废项目建设; (3) 绿色动力中标9.4亿元的污泥、餐厨项目, 且葫芦岛危废项目已完成施工总量70%; (4) 三峰环境工业固废、渗滤液等项目均已启动施工, “焚烧+”或将成为行业扩张新模式。

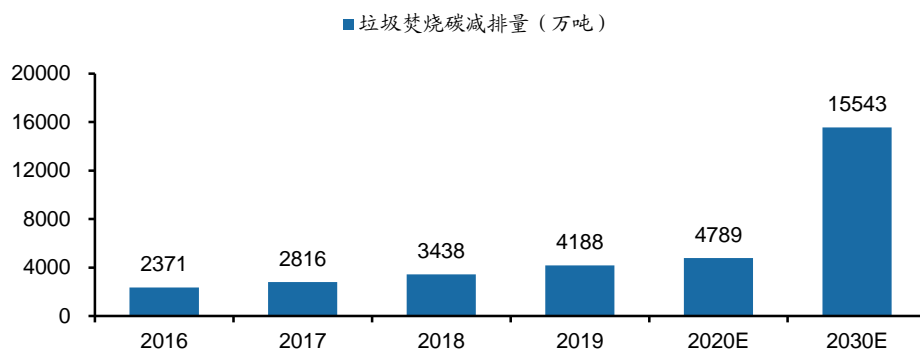
表 9: 主流焚烧企业在湿垃圾、环卫、危废等“焚烧+”方向上的尝试均在强化

公司名称	布局领域	具体事件
旺能环境	湿垃圾	2020年6月初收购苏州华益洁项目, 现厨余项目已达11个, 合计产能1660吨/日
	环卫	大股东美欣达集团接连斩获长久期的大额环卫订单, 2017年至今重要合同总金额87.6亿元
瀚蓝环境	湿垃圾	2020年6月末公司在建农业有机垃圾处理项目480吨/日, 于上半年中标300吨/日晋江市餐厨项目
	环卫	2019年收购国源环境, 2020H1新增新增山东省邹城市、山东省聊城市保洁及垃圾分类等环卫项目
	危废	2020年6月末在建工业危险废物处理项目12.5万吨/年, 预计将于2020年三、四季度投产
伟明环保	湿垃圾	2020年新增东阳、平阳和浦城等餐厨污泥收运和处理项目, 新增餐厨污泥处理项目规模905吨/日
上海环境	湿垃圾	2018至2019年间新签嘉定、松江项目, 涉及湿垃圾业务投资额达14.15亿元
	建筑垃圾	2018至2019年间新签嘉定、松江项目, 涉及建筑垃圾业务投资额达11.57亿元
	危废医废	2018年公司新增四川南充嘉源环保危废处置项目, 处置规模为6.6万吨/年, 总投资4.5亿元
绿色动力	湿垃圾	2020年中标污泥、餐厨垃圾、粪便无害化处理项目及综合处理项目, 总投资9.4亿; 2020年收购莱州海康垃圾焚烧、餐厨垃圾、污泥干化、渗滤液综合处理项目
	危废	截止2020中报, 葫芦岛危废项目填埋场已完成施工总量的70%
三峰环境	湿垃圾	中标浦江垃圾焚烧发电及餐厨垃圾处理项目, 产能60吨/日; 投资参股兴化项目, 设计处理粪便60吨/日、市政污泥50吨/日、餐厨垃圾50吨/日
	工业固废	黔江工业固废项目投资0.60亿元, 一期已完成施工投入使用, 二期已开工
	环卫	汕尾垃圾收运项目、黔江垃圾收运项目已开工实施
	渗滤液	黔江垃圾渗滤液项目已开工实施

数据来源: Wind, 各公司定期公告及中标公告, 广发证券发展研究中心

预期 2030 年垃圾焚烧 CCER 减排量可达 1.55 亿吨/年，是 2060 年碳中和重要助力。根据广发环保团队《2020-4-15：“国补”逐渐明朗化，多加公司预期迎来投产高峰》测算，预计 2030 年全国垃圾焚烧产能将达 149 万吨/日。结合碳排假设参数，2030 年预计发电量可达 1876.40 亿度/年，对应的碳减排量可达 1.55 亿吨/年。1.55 亿吨碳减排量相当于 2019 年全国碳排放量 105 亿吨的 1.5%，减排能力出众，是中国实现 2060 年碳中和的重要手段之一。具体测算公式及假设参数如下：碳减排量=对应燃煤当量*单位煤 CO₂ 排放量 - 实际垃圾焚烧 CO₂ 排放量

图 27：垃圾焚烧减排效应突出，预计2030年可实现碳减排1.55亿吨/年



数据来源：城乡建设统计年鉴，北极星环保网，Wind，广发证券发展研究中心

备注：2016 至 2030 年垃圾焚烧碳减排量均为测算值

若能如期纳入全国碳交易体系中，CCER有望给垃圾焚烧带来8~15元/吨额外收入。根据2021年2月22日广发团队发布《碳中和系列一：两会将至，碳中和的中国方案——循环再生、节能高效、低碳》测算结果，我们结合历史垃圾焚烧CCER项目0.3~0.5吨的单位垃圾减排量，并结合区域碳交易试点20~40元的CCER交易价格，我们预计中性条件下，CCER有望给垃圾焚烧带来8~15元/吨额外收入，在减低国补依赖程度同时，也给行业盈利模式增添市场化属性。垃圾焚烧项目作为最直观的减排路径之一，有望深度受益于全国碳交易市场的开展。

表 10：在中性假设下碳交易可以给单位垃圾焚烧带来12元/吨的收入

碳减排对应吨垃圾收入增加 (元/吨)		碳减排 CCER 价格 (元/吨)								
		10	15	20	25	30	35	40	45	50
吨垃圾减排 CO ₂ 量 (吨)	0.30	3.00	4.50	6.00	7.50	9.00	10.50	12.00	13.50	15.00
	0.35	3.50	5.25	7.00	8.75	10.50	12.25	14.00	15.75	17.50
	0.40	4.00	6.00	8.00	10.00	12.00	14.00	16.00	18.00	20.00
	0.45	4.50	6.75	9.00	11.25	13.50	15.75	18.00	20.25	22.50
	0.50	5.00	7.50	10.00	12.50	15.00	17.50	20.00	22.50	25.00

数据来源：广发证券发展研究中心

（二）危废资源化：大市场、头部公司盈利空间大、低集中度三大特征

我们认为危废资源化行业具备2000亿大市场、头部公司盈利能力强、低集中度三大要素，行业竞争格局已加速改善，成就未来龙头可期：

要素一：危废金属资源化年化市场空间超2000亿，市场空间广阔。工业固废由一般

工业固废和危废组成，且根据《危险废弃物鉴别标准（征求意见稿）》进行测算，危废产生量约为固体废物的3%左右。若给予2%增速以及50%的资源化占比，则测算我国2025年危废资源化处理量将达到5058.7万吨，以40%含金属危废占比进行测算，则含金属危废资源化处理量超2000万吨每年。若以危废资源化货值1万元/吨计算（10%为处置费，90%为产品销售），预计金属资源化市场空间将超过2000亿元。

测算逻辑如下：

危废产量=工业固废产量*危废占工业固废比：假设我国2018-2025年的固废产生量增速2%，危废占固废比例为2.6%；

资源化危废处理量=危废产量*资源化化比率：假设2025年资源化危废处置占比为50%，考虑其中含金属危废占比40%，则2025年金属资源化处置量超2000万吨；

资源化危废处理空间=资源化危废产能*运营单价：以浙富、高能典型子公司进行统计，单吨产值约为1万元，测算市场空间将超2000亿元。

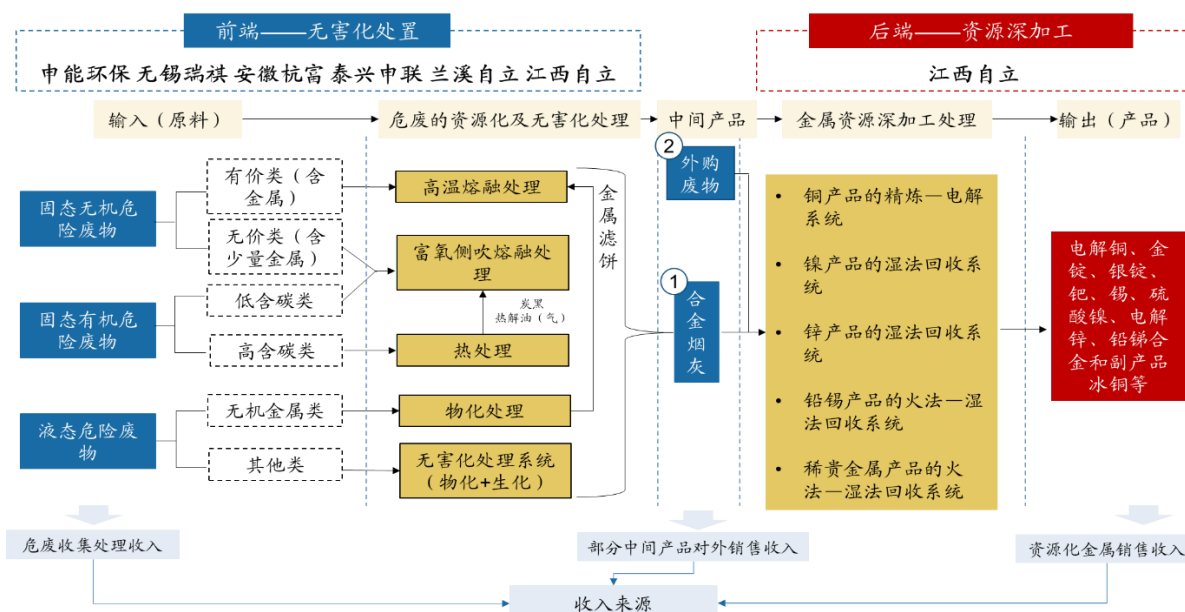
表 11：市场空间——危废处置需求测算

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2025E
固废产量（万吨）	326204	332509	330859	329254	327079	309210	331592	338224	344988	351888	388513
YOY		1.93%	-0.50%	-0.49%	-0.66%	-5.46%	7.24%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
危废/固废	2.60%	2.60%	2.60%	2.60%	2.60%	2.60%	2.60%	2.60%	2.60%	2.60%	2.60%
危废产量（万吨）-统计	3431.2	3465.2	3156.9	3633.5	3976.1	5347.3	6936.9				
危废产量（万吨）-测算								7611.4	8351.5	9163.6	10117.4
无害化处置量	916.5	698.2	701.2	929	1174	1605.8	2551.56				
无害化处置率	26.71%	20.15%	22.21%	25.57%	29.53%	30.03%	36.78%	39.00%	45.00%	48.00%	50.00%
资源化利用率	51.68%	57.85%	53.85%	56.74%	51.55%	52.81%	58.29%	55.00%	52.00%	52.00%	50.00%
资源化处置量（万吨）	1773.10	2004.60	1700.10	2061.80	2049.70	2823.71	4043.42	4186.28	4342.80	4765.09	5058.70
含金属资源化处置量（万吨）	709.24	801.84	680.04	824.72	819.88	1129.48	1617.37	1674.51	1737.12	1906.04	2023.48

数据来源：生态环境部《大中城市固废污染防治年报》、Wind、广发证券发展研究中心

要素二：行业头部公司已形成/加速推进前后端两段式工艺，金属提炼品类更为丰富，进而产生盈利空间。资源化行业的处置流程可分为前后两端：前端收集危废并进行预处理，可提炼冰铜、黑铜等合金并富集金、银、锡、镍等稀贵金属，后端为冶炼环节，将前端合金及收集的其他一般工业固废冶炼成电解铜、高纯度金属等产品。前后端布局的优势是前端可以多地收集，经前端处理后的产物为一般工业固废可跨省运输到后端，因此大部分公司采用或拟推进多地前端+统一后端的模式布局。此外行业头部公司具备更多提纯品类，相较于传统的危废资源化产物仅为铜，更多金属提纯品类塑造盈利空间，助力头部技术公司加速获取市场。

图 28：危废资源化的技术路线（以浙富控股为例）



数据来源：公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书（修订稿），广发证券发展研究中心

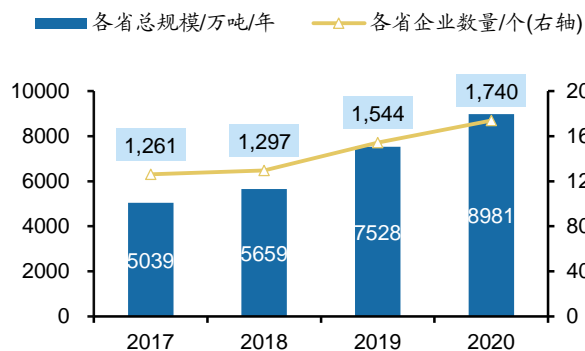
表 12：危废公司专利、可回收金属品类及主要销售产品情况

公司名称	实用新型专利	发明专利	可回收金属品类	主要销售产品
高能环境	12	1	铜、铅、锌、锡、铝	品位较高的粗铜及品位较低的电解铜
浙富控股	91	20	铜、金、银、钨、锡、镍、铅、锌、铋	硫酸镍、含锌 99.99% 以上的电解铜、铅锡合金及冰铜
飞南资源	32	8	铜、金、银、钨、锡、镍、锌	达到国家标准的电解铜、冰铜、含锌含镍等产品

数据来源：公司收购报告书，广发证券发展研究中心

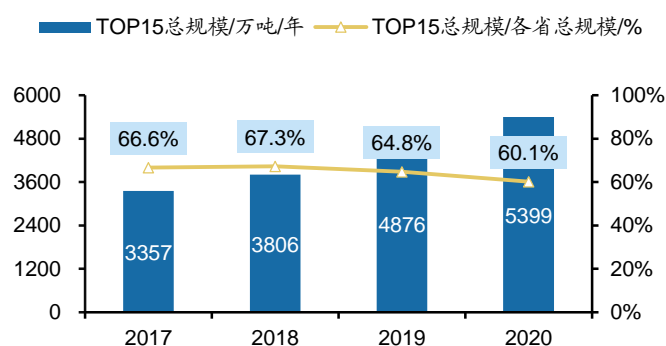
要素三：行业竞争格局分散，但加速向环保公司集中。通过统计各省生态环境厅危废审批资质数据，可窥视行业发展现状。截止2020年，我国资源化危废资质合计规模8981万吨/年，远超上述测算5000万吨/年实际处理量，因此行业产能总体呈现供过于求。从各省TOP15规模占总资质规模的比例也可看出，近年来行业仍有小型资质持续审批。因此危废资源化整体仍处于较为分散的竞争格局，有利于头部公司借助盈利能力获取更大市场份额。

图 29：行业资源化危废资质仍呈现增长态势



数据来源：各省生态环境厅，广发证券发展研究中心

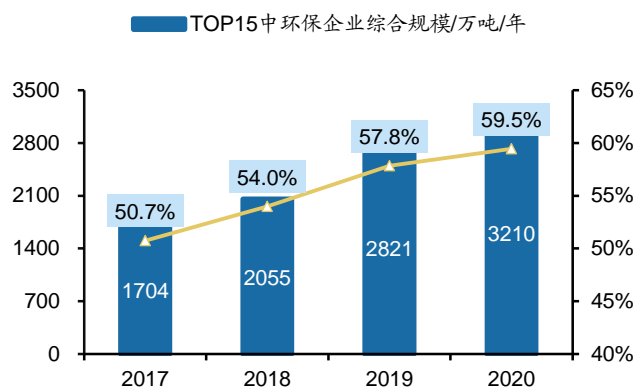
图 30：各省TOP15危废处置公司合计规模占比超60%



数据来源：各省生态环境厅，广发证券发展研究中心

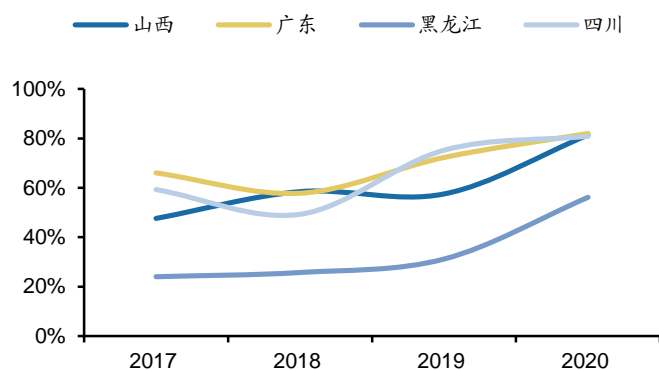
TOP15规模资质中环保企业占比已从2017年的50.7%提升至2020年的59.5%，行业整合趋势显性。我们通过实控人及公司经营范围进行筛选，发现各省头部危废资质中环保企业占比大幅提升，意味着行业正加速向环保公司整合，其中山西、广东、黑龙江、四川等省份增幅更大。我们预计伴随危废监管加严，环保企业的安全性、专业性、盈利性将进一步推升环保行业市占率提升。

图 31: TOP15资质中环保企业占比持续提升



数据来源：各省生态环境厅，广发证券发展研究中心

图 32: 部分省份环保企业占比提升速度更为明显



数据来源：各省生态环境厅，广发证券发展研究中心

微观端近年来危废资源化收并购已经频发，彰显产业视角青睐。自2017年以来，产业端危废资源化并购频发，诸如光大环境收购江苏佳愿，高能环境收购阳新鹏富、靖远宏达，浙富控股收购申联环保以及2021年初东江环保拟收购雄风环保等，合计并购规模达104万吨/年，合计金额187亿元。

图 33: 危废资源化收并购频发

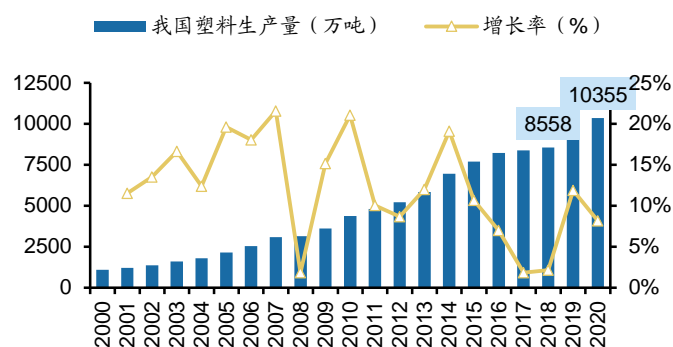


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（三）再生塑料：循环背景下产业前景可期，多家公司加速产业布局

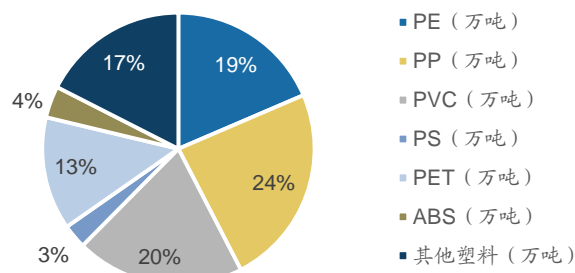
PS和PET为塑料回收的重要品类，2020年我国初级形态塑料产量为1.04亿吨，按照2018年占比情况PS和PET分别为3%和13%。由于其体积较大、一次性使用的特性及政策推动下，PS和PET塑料为塑料回收行业主要回收的两大品类。庞大的塑料生产量是再生塑料回收的基础，根据国家统计局数据，2020年我国初级形态塑料产量为1.04亿吨，2018年为0.86亿吨，其中PS和PET塑料分别占3%和13%。

图 34：我国2020年共生产1.04亿吨初级形态塑料



数据来源：国家统计局，Wind，广发证券发展研究中心

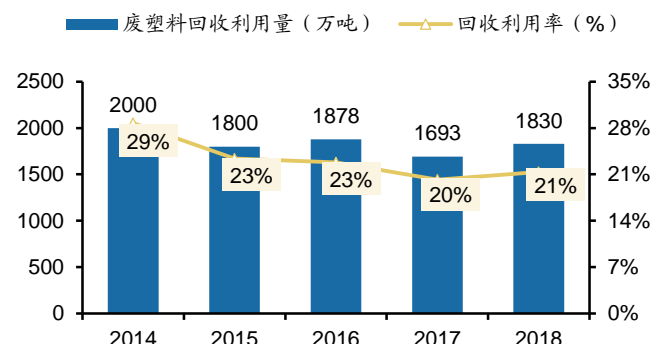
图 35：2018年塑料产量中PS和PET分别占3%和13%



数据来源：国家统计局，Wind，广发证券发展研究中心

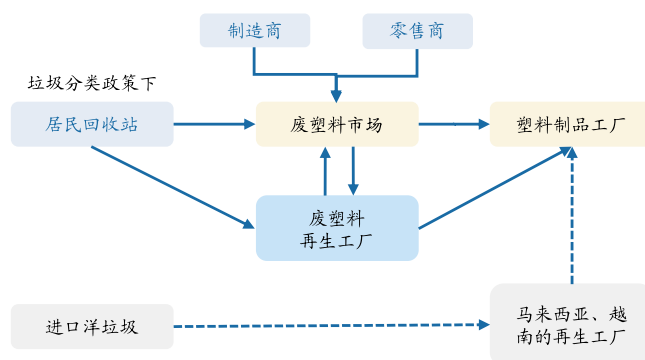
2018年我国塑料回收利用率达21%，塑料综合利用行业处于有序发展期。2018年我国共生产8558万吨塑料，其中共回收利用1830万吨废塑料，塑料回收利用率达21%。当前我国塑料综合利用行业处于有序发展期，目前行业内规模以上企业和规模以下企业的销售市场分化，预计未来行业集中度和技术水平将得到提高。塑料回收前端包括制造商、零售商和居民回收站等，目前居民回收站废塑料回收量较少，在垃圾分类回收政策推动的影响下，预计未来我国废塑料回收量将有所上升。

图 36：2018年我国塑料回收利用率达21%



数据来源：国家统计局，商务部《中国再生资源回收行业发展报告》，Wind，广发证券发展研究中心

图 37：塑料回收利用产业链分布



数据来源：《中国废塑料回收和再生市场研究》，广发证券发展研究中心

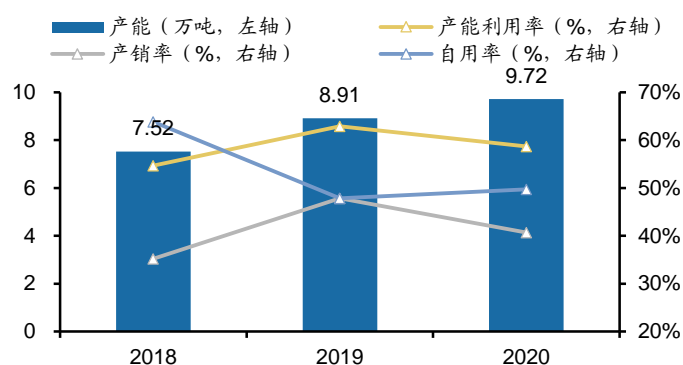
图 38：我国塑料综合利用行业正处于有序发展期



数据来源：英科环保《招股说明书》，广发证券发展研究中心

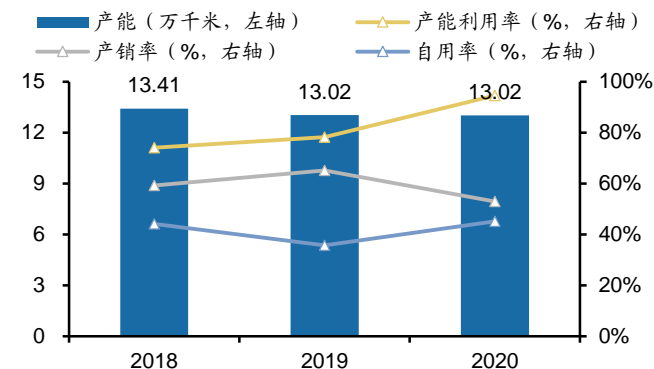
英科环保: 已具备一定规模的PS塑料回收再生业务, 在手9.72万吨/年再生PS产能。英科环保打通“塑料回收—再生塑料—再生塑料制品—循环回收”全产业链业务, 涵盖塑料回收、再生塑料、再生材料及产品市场推广等各阶段。《招股说明书》披露, 英科环保2020年在手再生PS粒子产能9.72万吨/年和再生PS框条产能13.02万千米, 产销率与自用率合计达90.37%和97.98%, 已具备一定规模的PS塑料回收再生业务。

图 39: 英科环保再生PS粒子产能为9.72万吨



数据来源: 英科环保《招股说明书》, 广发证券发展研究中心

图 40: 英科环保再生PS框条产能为13.02万千米



数据来源: 英科环保《招股说明书》, 广发证券发展研究中心

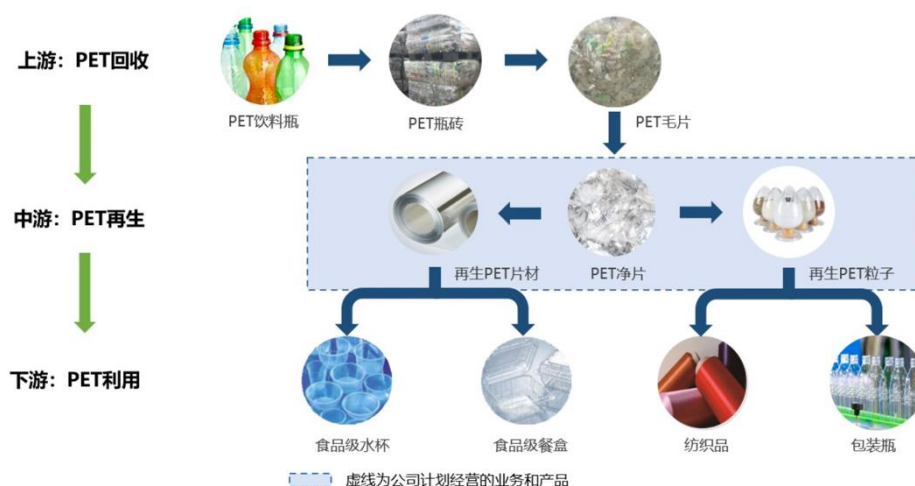
图 41: 公司再生PS塑料产业链分布



数据来源: 英科环保《招股说明书》, 广发证券发展研究中心

未来英科环保将布局再生PET、PE、PP多种塑料业务, 在建再生PET项目投产后将形成15万吨/年产能。《招股说明书》披露, 英科环保目前正在建设5万吨/年马来西亚PET塑料回收再生项目, 项目包含PET分类清洗、PET再生造粒、r-PET片材生产等, 目标产出达到高洁净水平的再生PET材料, 实现平级循环利用。此外, 公司计划运用募集资金在安徽六安建设10万吨/年多品类塑料瓶高质化再生项目, 预计投产后公司将形成15万吨/年PET产能, 高于业内大部分企业。未来英科环保还将布局PE、PP等多种塑料的回收再生业务, 不断扩大塑料的回收再生品类。

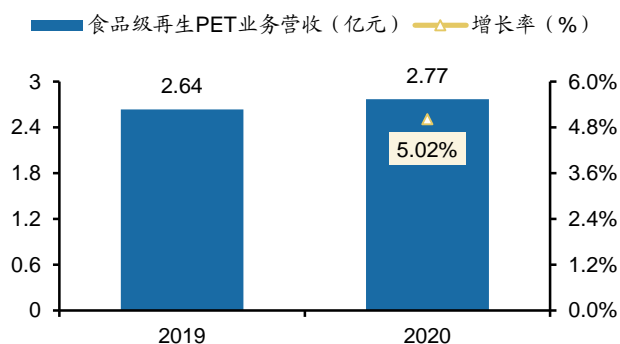
图 42: 公司计划建设PET项目产业链分布



数据来源：英科环保《招股说明书》，广发证券发展研究中心

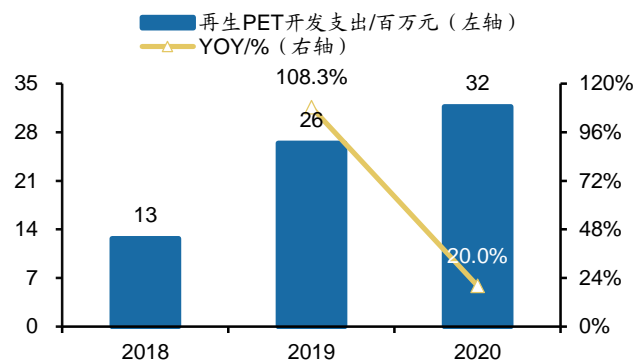
三联虹普：收购再生PET龙头公司Polymetrix，拓展业务新增长点。自三联虹普2018年收购Polymetrix以来，公司在再生聚酯领域业务保持高速增长，并逐步扩大其在亚洲市场的占有率。公司主要提供再生聚酯工艺包相关的工程服务，2020年食品级再生聚酯（rPET）项目实现收入约为2.77亿元，较2019年增长5.02%。同时，公司在再生PET技术上的开发支出持续攀升，2020年投入3169万元，CAGR-3Y高达58.13%。未来依托加大再生PET领域的开发支出和凭借Polymetrix在该领域的龙头地位、海外的地缘优势和品牌声誉，公司将有望进一步打开业绩增长空间。

图 43: 2020年三联虹普再生PET实现2.77亿元收入



数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

图 44: 再生PET开发支出CAGR-3Y高达58.13%



数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

三联虹普再生PET项目订单充裕，同时受益于全球环保政策及行业发展，业务成长空间广阔。Polymetrix在食品级再生聚酯市场上占据龙头地位，通过提供全套生产线工艺包实现盈利，全球市占率达到40%，是食品级再生PET整体解决方案的领导者。2019年再生PET项目新签订单达到2.7亿元，同比增长48%，项目订单充裕。2021年欧洲《塑料回收战略》以及绿色和平组织的相关举措，将推动全球范围聚酯瓶回收行业规模明显扩大，预计未来公司再生PET业务将迎来高速发展时期。

表 13: 2019 年起 Polymetrix 新签重要订单

披露日期	项目内容	合同金额 (万元)
2021/5/21	Polymetrix 与江苏兴业塑化及巴基斯坦 Ismail (Resin) Private Limited 公司签署了食品级聚酯(PET)瓶片--SSP 项目合同	19356
2021/3/12	Polymetrix 与江苏轩达签署了系列特种纤维 SSP 及食品级再生 rPET 项目合同	10933
2020/5/28	Polymetrix 与 Pan Asia Saudi 及保利长大工程有限公司签署了《瓶级聚酯 (PET) - SSP 项目合同》	10582
2019/7/3	Polymetrix 与 FIGP 签署《食品级再生聚酯瓶片合同》	3744
2019/3/11	Polymetrix 与 Envases Universales 签署《食品级再生聚酯瓶片合同》	7583

数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

五、基本面持续向好, 多家公司或迎来业绩估值双升

(一) 中金环境: 卸下包袱, 聚焦泵业+危废

商誉等历史包袱出清, 聚焦泵业+危废的新业务格局。公司前身为南方泵业, 过去几年因激进外延并购+股权质押危机等, 经营大幅受挫。2018 年底无锡国资入主成为控股股东, 大刀阔斧完成业务整合及资产负债表出清: 1. 累计商誉等资产/信用减值 27.51 亿元、历史“包袱”基本出清; 2. 国资控股后融资成本大幅下降; 3. 拟注入国资危废资产, 未来仍有资产整合预期。目前公司已形成南方泵业为基石、危废资源化快速成长的新业务布局, 2019、2020 年两者贡献净利润 5.55、4.26 亿元。

三十年打造“南泵”品牌, 重回制造业初心。南方泵业是国内水泵制造龙头, 利润总额已连续五年位居行业前二, 核心设备不锈钢离心泵销量常年稳居行业第一。即使在 2018-2020 年公司业务调整的阵痛期, 南方泵业净利润依然达到 3.1、3.5、3.6 亿元, 过去十年收入复合增速达 18%。公司未来战略重心重回制造业本源, 通过加大直销力度, 增加产品系列种类, 正加速突破污水、消防泵、二次供水等细分领域。

危废深度资源化迎来产能释放, 资产注入提升综合处置能力。受困于疫情等因素, 公司危废业务 2020 年净利润下滑至 0.70 亿元。但伴随深度资源化产能释放及贵金属业务放量 (2020 年营收同比+165%), 危废业务利润有望快速回升。新股东无锡国资拟将旗下危废、医废资产注入, 将进一步提升综合化危废的处置能力。

表 14: 中金环境盈利预测表 (最新收盘价日期: 2021/6/11)

报表项目	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4,094	4,218	4,936	5,627	6,362
归母净利润 (百万元)	23	-1,960	483	592	709
归母净利润增长率 (%)	-94.67%	-8647.07%	-124.66%	22.60%	19.61%
每股收益 (元)	0.01	-1.02	0.25	0.31	0.37
市盈率 (倍)			12.30	10.03	8.39
市净率 (倍)			1.80	1.53	1.29

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 三峰环境：高端焚烧装备国产引领者，国企治理改革注入新活力

重庆国资旗下唯一固废上市平台，二十余年深耕打造垃圾焚烧国产化设备+运营龙头。公司是重庆国资旗下集垃圾焚烧工程、设备及运营于一体的服务商，产业链协同优势明显。2016-2020 年实现业绩复合增速达 24%，具备较强的历史成长性。依靠产能投产及补贴收入确权，公司 2021Q1 实现业绩 5.37 亿元（同比+345%）。

在手尚有约 1.5 万吨/日在建筹建产能，精细化运营发电效率行业领先。公司作为全国固废运营龙头之一，产能储备雄厚且已到投运高峰期：截至 2021 年 Q1 公司在运产能达 2.58 万吨/日、在建/筹建产能达 1.46 万吨/日（其中 0.64 万吨/日已处于试运营阶段），并拥有 1.44 万吨/日参股产能布局。此外依托吸纳国际固废巨头卡万塔的运营经验及自身精细化运营优势，公司 2020 年厂用电率仅为 12%，远低于行业 16%~20%水平，吨上网电量高达 335 度/吨，发电效率领跑全行业。

高端焚烧装备国产化引领者，“焚烧+”布局打开成长天花板。公司作为国际设备龙头德国马丁二十余年合作商，深度技术共享+多年自主研发，率先实现高端设备国产化，并主编/参编 17 项国家标准和行业标准。国产化替代及海外需求释放下公司竞争优势明显，2020 设备新签订单达 13.2 亿元（同比+57%）。此外公司依托股东资源（重庆国资、苏伊士）积极布局餐厨、环卫等“焚烧+”业务，产业链拓张成长可期。

表 15：三峰环境盈利预测表（最新收盘价日期：2021/6/11）

报表项目	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4,364	4,929	6,241	6,924	7,942
归母净利润（百万元）	554	721	1,202	1,217	1,445
归母净利润增长率（%）	7.81%	30.24%	66.69%	1.29%	18.68%
每股收益（元）	0.43	0.43	0.72	0.73	0.86
市盈率（倍）	-	19.28	12.82	12.66	10.66
市净率（倍）	-	1.79	1.72	1.51	1.33

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(三) 高能环境：修复+固废业务双轮驱动，危废资源化龙头起航

2020 业绩同比增长 33.5%，2021Q1 业绩同比增长 69%超出市场预期。公司发布 2020 年报和 2021 一季报，2020 年公司实现营收 68.3 亿元（同比+34.5%），实现归母净利润 5.5 亿元（同比+33.5%），净现比达 1.98。收入业绩保持高增长主要系危废资源化业务同比增长 94%，也带动公司运营资产结构占比提高，此外垃圾焚烧项目也大量投产贡献收入。2021Q1 实现归母净利润 1.19 亿元（同比+69.2%），超出预期。

危废资源化加速投产，公司具备技术+治理+布局三重优势。资源再生利用乃大势所趋，且碳中和将加速这一进程，近年来行业已出现产废企业自行处置的产能逐步转至环保企业手中的趋势，行业整合在即。公司近年通过并购+培育方式迅速扩大危废版图，目前在手危废产能近 120 万吨/年（市占率仍不足 5%）。相比于小型危废处理公司，公司具有提纯金属种类多、成本控制好、地域布局广三重优势，未来可期。

土壤修复市场逐步回暖，垃圾焚烧业务高速增长。2020 年，公司传统主业土壤修复市场逐步回暖，新签订单 12.82 亿元（同比增长 35.37%），生活垃圾处理板块实现收入 3.61 亿元（同比增长 210%），垃圾焚烧在运产能 8500 吨/日，在建产能 2200 吨/日，焚烧板块过去增长主要依赖工程，伴随项目投产，运营收入占比将持续提升带动毛利率改善。

表 16：高能环境盈利预测表（最新收盘价日期：2021/6/11）

报表项目	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5,075	6,827	8,457	10,857	13,861
归母净利润（百万元）	412	550	744	1,018	1,383
归母净利润增长率（%）	26.92%	33.51%	35.34%	36.78%	35.82%
每股收益（元）	0.61	0.68	0.70	0.96	1.31
市盈率（倍）	15.54	20.64	21.54	15.75	11.60
市净率（倍）	2.15	2.40	2.88	2.41	1.98

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（四）瀚蓝环境：疫情影响消散各板块增长显著，固废业务重回增长

一季度业绩同比增长 78%，新增运营规模 5700 吨/日。公司 2021Q1 实现营业收入 20.65 亿元（同比+46.34%）、归母净利润 2.42 亿元（同比+78.34%），较 2019 年同期增长 26.90%。2021Q1 公司实现经营性现金流净额 4.76 亿元，新增运营固废产能 5700 吨/日，投产进度符合预期。

疫情影响消散各板块增长显著，“焚烧+”布局拓宽成长赛道。从经营数据来看，2021 年 Q1 公司实现垃圾焚烧量 204.16 万吨（同比+62%）、餐厨处理量 5.15 万吨（同比+132%）、危废处理量 1.99 万吨（同比+503%）。从分部收入来看，2021Q1 公司实现固废收入 10.93 亿元（同比+43.4%）；水务、燃气实现收入 3.24、6.10 亿元，同比分别增长 12.5%、80.0%。伴随佛山危废项目于 2020 年投产，2920 吨/日转运项目、1120 吨/日有机垃圾项目（含餐厨）等产能也将于今年陆续投产，公司有望进一步夯实大固废布局。

尚有约 1 万吨/日尚未投运，50 亿债券发行规划保障资金需求。截至 2021Q1 公司在运产能已达 2.30 万吨/日（较 2020 年末增长 33%），尚未投运产能合计为 0.99 万吨/日。为保障今年 50 亿预期资本开支需求，公司 2021 年 3 月至今已发布 25 亿超短融及 25 亿公司债两组预案。此外公司可转债已于 3 月触发强赎，已在 4 月末完成摘牌。

表 17：瀚蓝环境盈利预测表（最新收盘价日期：2021/6/11）

报表项目	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6,160	7,481	8,863	10,009	11,205
归母净利润（百万元）	913	1,057	1,290	1,553	1,867
归母净利润增长率（%）	4.49%	15.87%	22.01%	20.40%	20.17%
每股收益（元）	1.19	1.38	1.58	1.91	2.29
市盈率（倍）	14.73	17.99	14.48	12.02	10.01

市净率 (倍)	2.05	2.55	2.11	1.80	1.52
---------	------	------	------	------	------

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(五) 旺能环境: 固废纯运营公司, 焚烧+”布局奠定长期成长逻辑

2020 年及 2021Q1 业绩分别同比增长 24%和 70%, 投产加速下高成长属性突出。公司发布 2020 年报及 2021 年一季报, 2020 年实现营业收入 16.98 亿元 (同比+45%) 和归母净利润 5.22 亿元 (同比+24%)。而在 2020 年 Q1 业绩 34%高成长基础上, 公司 2021Q1 仍实现归母净利润 1.47 亿元 (同比+70%), 超出 4 月初预告的 64%增速上限, 并预计上半年实现业绩 3~3.2 亿 (同比+31%~39%), 高成长持续演绎。

产能放量加速省外扩张, 2020 年总上网电量同比增长 54%。2020 年公司实现上网电量 16.15 亿度 (同比+54%), 其中浙江省外实现上网电量 7.93 亿度 (同比+125%)。量效齐升下, 公司 2020 年实现运营收入 16.31 亿元 (同比+47%), 对应毛利率可达 50%。

外延并购保障固废主业扩张, “焚烧+”布局奠定长期成长逻辑。2020 年公司通过外延并购拓宽成长空间, 完成 1050 吨/日垃圾焚烧定西项目和 600 吨/日餐厨苏州华益洁项目收购。截至 2020 年末, 公司垃圾焚烧总产能已达 2.53 万吨/日, 其中在运产能 1.91 万吨/日, **试运营+在建+筹建产能 0.62 万吨/日 (提供 33%运营产能提升空间)**。此外公司 “焚烧+”筹码丰厚, 在手厨余产能 2720 吨/日 (830 吨/日已投产运营)、污泥 1478 吨/日、中转 1350 吨/日且开拓 70 万吨工业固废增量, 大股东体外环卫服务、再生资源等资产也已培育成熟。

表 18: 旺能环境盈利预测表 (最新收盘价日期: 2021/6/11)

报表项目	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,171	1,698	2,124	2,554	3,029
归母净利润 (百万元)	421	522	656	812	988
归母净利润增长率 (%)	37.61%	23.89%	25.66%	23.69%	21.71%
每股收益 (元)	0.98	1.24	1.56	1.93	2.34
市盈率 (倍)	15.00	12.85	10.99	8.88	7.30
市净率 (倍)	1.50	1.46	1.21	0.98	0.80

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(六) 碧水源: 回归初心, 膜法水处理龙头王者归来

十五年成长复盘: 技术创新-投资驱动-回归技术本源。公司是内膜法水处理龙头, 成立以来经历 3 个发展阶段: 2015 年以前技术+模式创新, 实现膜技术的推广; 2015-2017 年 PPP 投资驱动的加速扩张, 但遗患重重; 2018-2020 年中交控股, 压缩投资+聚焦膜技术设备、整装再出发。2020 年营业收入 96.18 亿元, 归母净利 11.43 亿元。根据盈利承诺, 未来几年有望保持近 25%的利润增长, 且利润构成转为膜品销售和水务运营为主, 现金流持续改善、资产质量提升。

聚焦膜品本身，重塑轻资产成长之路。在污水资源化+用水权交易等政策推动下，再生水、中水回用、提标改造等市场空间依然广阔。公司在膜法水处理领域市占率遥遥领先，技术实力突出。在央企股东支持下，公司聚焦膜设备业务，重新回到 2015 年前的轻资产成长模式。另一方面，公司着力压缩投资类项目，2017-2020 年投资现金流从 111 亿元下降至 36 亿元，在手订单中投资类项目几乎无增长。存量资产中伴随项目投运，运营收入逐步增长，且锁定未来长期的换膜收益。

央企中交集团入主，关注增发落地进程。2019 年中国城乡（中交集团独资）受让公司控股权，后推出增发方案（总额 37 亿元，股价 7.22 元/股）。目前方案已处于第二次意见反馈阶段。伴随中交控股+增发推进，公司将在资金实力、融资便利、项目获取等方面受益显著。

表 19：碧水源环境盈利预测表（最新收盘价日期：2021/6/11）

报表项目	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	12,255	9,618	12,356	14,950	18,099
归母净利润（百万元）	1,381	1,143	1,592	1,956	2,413
归母净利润增长率（%）	10.94%	-17.20%	39.21%	22.88%	23.36%
每股收益（元）	0.44	0.36	0.50	0.62	0.76
市盈率（倍）	17.42	21.18	14.18	11.54	9.35
市净率（倍）	1.19	1.17	1.01	0.91	0.83

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

六、风险提示

碳排放政策力度不及预期；运营企业补贴应收账款问题，产能利用率不足；资源化危废价格大幅下降，下游原材料波动幅度过大；REITs 政策变动风险，环保 REITs 项目落地情况不及预期；环保行业需求不及预期。

广发证券环保及公用事业研究小组

郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。

许 洁：资深分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016 年加入广发证券发展研究中心。

张 淼：高级分析师，武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

姜 涛：研究助理，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。

陈 龙：研究助理，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。