

固废行业深度报告

爱国卫生运动启动，垃圾分类大幕拉开

核心观点：

- **专家座谈会强调公共环境卫生，爱国卫生运动纳入重要议事日程。**6月2日两会后的首场专家座谈会上，习主席发表重要讲话提出“构建强大的公共卫生体系，维护人民健康”，会议强调爱国卫生运动的重要性，涉及到公共环境卫生环保内容包括：1.要求各级党委和政府把爱国卫生工作列入重要议事日程；2.改善人居环境、加强公共卫生环境设施建设；3.推进城乡环境卫生整治、推进卫生城镇创建。我们预计伴随爱国卫生运动开展，涉及公共环境卫生的垃圾分类（湿垃圾+环卫设备及服务）、中央空调消毒等细分领域的投资需求和市场化程度将显著提升。
- **站在公共环境卫生的高度理解垃圾分类。**从公共环境卫生角度来看，爱国卫生运动纳入各级政府议事日程对于固废多个环节意义较大：此前除焚烧以外，其他环节的市场化程度均不高，在考核压力下地方政府有动力进行更多的市场化招标，特别是在存量的环卫、填埋场等设施的升级改造，新增的湿垃圾处置、再生资源等体系的建设等领域。大中城市需求侧重垃圾分类+环卫服务升级，县市城镇侧重固废体系建立等。
- **垃圾分类推广，湿垃圾处置+环卫市场化空间快速释放。**根据垃圾分类的推广时间表和各地政策，目前46个重点城市垃圾分类立法工作基本完成并已向全国地级以上城市延伸，我们统计337个地级以上城市中已有89%启动垃圾分类工作。2020年以来，我们可以看到垃圾分类纳入到多个地方环卫一体化招标订单中，带动环卫订单的大型化和一体化，且上海绿容局披露2019年上海湿垃圾、可回收垃圾分别同比提升89%、432%，垃圾分类带动的环卫市场化、湿垃圾、再生资源需求扩增已经显现。
- **已有旺能、瀚蓝等拓展案例，一体化是固废产业趋势。**行业中已有典型公司如旺能环境（股东美欣达集团在环卫、再生资源等环保领域布局加速）、瀚蓝环境（收购深圳环卫企业国源环境进军环卫领域）、北控集团（立足主业污水处理厂向全国扩展环卫业务），越来越多后端处置企业向清扫转运、餐厨污泥等固废全产业链延伸。
- **爱国卫生运动将开启，看好垃圾分类（湿垃圾）、环卫、空调消毒等领域。**重点建议关注1.维尔利（“湿垃圾”龙头，垃圾分类开启高成长之路）；2.盈峰环境（环卫设备龙头进军环卫服务优势明显，接连斩获深圳运营大单）、龙马环卫等；3.旺能环境（被低估的固废纯运营公司，进入业绩加速释放期）和瀚蓝环境（固废板块增速亮眼，可转债落地加速布局全产业链条）。
- **风险提示。**环卫项目招标进度较慢；湿垃圾项目运营的盈利能力波动较大；垃圾分类推广需要较长的时间周期。

行业评级

买入

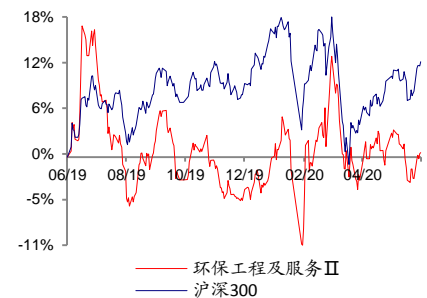
前次评级

买入

报告日期

2020-06-07

相对市场表现



分析师：

郭鹏



SAC 执证号：S0260514030003



SFC CE No. BNX688



021-60750631

guopeng@gf.com.cn

分析师：

许洁



SAC 执证号：S0260518080004



SFC CE No. BNU965



021-60750631

xujie@gf.com.cn

相关研究：

环保行业深度跟踪：前四月环 2020-05-31

保专项债占比近五分之一，

优先关注“大固废”

环保行业深度跟踪：两会聚焦 2020-05-24

固废、污水等领域，减税、

融资改善等政策延续

环保行业深度跟踪：新一轮家 2020-05-17

电以旧换新政策出台，持续

看好焚烧+环卫模式

联系人：姜涛

shjiangtao@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	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2019E	2020E
旺能环境	002034.SZ	CNY	19.59	2020.5.6	买入	24.40	1.22	1.55	15.99	12.61	11.01	9.59	9.5%	9.3%
维尔利	300190.SZ	CNY	7.82	2020.5.31	买入	9.36	0.52	0.69	15.17	11.40	10.11	9.27	9.4%	11.1%
盈峰环境	000967.SZ	CNY	8.22	2020.5.25	买入	9.06	0.50	0.61	16.34	13.53	10.06	8.20	9.1%	9.7%
中再资环	600217.SH	CNY	5.13	2020.5.5	买入	7.68	0.35	0.41	14.69	12.43	10.33	9.31	20.0%	18.4%
龙马环卫	603686.SH	CNY	21.54	2020.4.20	买入	16.59	0.86	1.14	24.99	18.84	15.18	12.14	12.5%	14.3%
瀚蓝环境	600323.SH	CNY	22.66	2020.4.15	买入	24.71	1.37	1.63	16.51	13.92	10.95	9.28	11.6%	10.6%

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、公共卫生催化垃圾分类落地，提升垃圾分类政治高度.....	6
（一）爱国卫生运动拔高垃圾分类政治高度，催化垃圾分类政策加速落地.....	6
（二）国家层面《固废法》立法明确垃圾分类全国推广，政策持续压实垃圾分类.....	7
（三）46 座城市立法推进顺利，正由重点城市向全国地级市覆盖	11
二、垃圾分类打开固废产业链天花板，市场化程度提升在即	12
（一）垃圾分类逐步推广已带动各个子版块市场空间释放及市场化率提升	13
（二）环卫市场化运营空间为 2095 亿/年、装备新增市场空间提升 10%	16
（三）垃圾分类全面推广，湿垃圾、餐厨等需求或将爆发	17
（四）2030 年焚烧产能有望增加至 149 万吨/日，市场空间依旧广阔	19
三、重点关注湿垃圾、环卫、焚烧等领域公司	20
（一）盈峰环境：连续获环卫大单，被低估的装备+运营服务商	21
（二）维尔利：湿垃圾+渗滤液龙头，垃圾分类刺激后端处置需求提升	23
（三）旺能环境：被低估的固废纯运营公司，进入业绩加速释放期	25
（四）中再资环：“国字头”电废龙头，渠道优势叠加垃圾分类业绩持续释放	27
（五）瀚蓝环境：南海模式持续推进，焚烧+环卫一体化推进践行者	28
五、风险提示	30

图表索引

图 1: 环境设施建设和环境卫生整治是此次专家座谈会提及的重要内容.....	6
图 2: 疫情期间爱国卫生运动规格提高, 高要求的环境卫生整治力度有望常态化 7	
图 3: 垃圾分类是环境卫生整治和环境设施建设的重合点, 也是固废产业链中枢 7	
图 4: 我国垃圾分类政策力度不断加强.....	8
图 5: 46 座重点城市均已启动垃圾分类制度建设.....	11
图 6: 46 个重点城市条例实施数量逐年提高.....	11
图 7: 已有 89% 的地级以上城市启动垃圾分类工作.....	12
图 8: 垃圾分类逐步推广的具体时间安排.....	12
图 9: 截至 6 月 7 日全国各省市已推进垃圾分类城市比例情况.....	12
图 10: 2025 年固废各领域市场空间测算.....	13
图 11: 环卫市场容积提升 (高平项目和荔城区项目为例).....	13
图 12: 入库 PPP 项目中环卫一体化占 48%.....	14
图 13: 高金额、长周期的环卫服务订单数逐年增长.....	14
图 14: 部分发达国家回收率可达 40% 以上.....	15
图 15: 湿垃圾处置市场 2025 年将达 1786 亿元.....	18
图 16: 31 省市区的焚烧产能有望由 2018 年 41 万吨/日增长至 2030 年 149 万吨/日.....	19
图 17: 垃圾分类有望提增固废全产业链需求.....	20
图 18: 盈峰环境 2019 年环卫运营收入同比增长 62%.....	21
图 19: 盈峰环境环卫服务业务占比逐年增高.....	21
图 20: 盈峰环境 19 年新增环卫服务总金额 97 亿元.....	21
图 21: 盈峰环境 2016 起累计签约环卫服务总金额.....	21
图 22: 盈峰环境 19 年新增年化服务总金额 8.55 亿元.....	22
图 23: 盈峰环境 2016 起累计签约环卫年化服务金额.....	22
图 24: 维尔利业务结构.....	23
图 25: 维尔利 2017-2019 年收入快速增长.....	23
图 26: 维尔利 2017-2019 年归母净利润快速增长.....	23
图 27: 维尔利新增订单情况快速增长.....	24
图 28: 维尔利 2019 年湿垃圾订单占比高达 78% (亿元).....	24
图 29: 旺能环境 2019 年固废营收同比增长 36%.....	25
图 30: 旺能环境固废业务近三年业绩增速 30% 以上.....	25
图 31: 旺能环境未投运产能中扩建类、二、三期项目占比较高.....	25
图 32: 美欣达环卫接连斩获长期的大额订单/个.....	26
图 33: 美欣达环卫订单主要来自浙江、河南地区.....	26
图 34: 美欣达集团固废相关业务覆盖领域.....	26
图 35: 中再资环 2015-2020Q1 收入保持增长.....	27
图 36: 中再资环 2015-19 年业绩保持增长.....	27
图 37: 中再生和中再生资源拆解厂及回收网络遍布全国.....	27
图 38: 瀚蓝环境 2019 年营收同比增长 27.04%.....	28

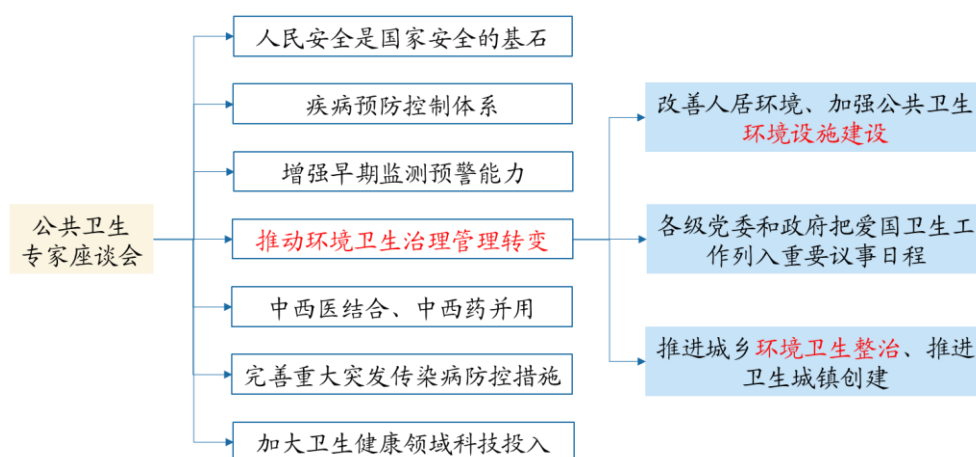
图 39: 瀚蓝环境 19 年扣非归母净利润同比增长 20%	28
图 40: 持续高速外延扩张, 瀚蓝环境项目分布情况 (2019 年末)	28
表 1: 我国垃圾分类制度政策顶层设计	8
表 2: 新版《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》及其官方解读	9
表 3: 《国家发展改革委关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》垃圾 分类相关内容	10
表 4: 2020 年以来的新签项目依旧延续近两年来的大标模式	14
表 5: 上海垃圾分类推行后, 湿垃圾占比约 30% 左右	15
表 6: 环卫行业运营市场空间规模中值测算达 2095 亿元	16
表 7: 全国地级市垃圾分类对于垃圾收转设备的新增需求空间测算	17
表 8: 湿垃圾处置市场将在 2020-2025 年快速释放	17
表 9: 渗滤液处置需求约 150-250 亿元/年	18
表 10: 公司估值同业对比 (收盘价日期: 2020/6/5)	20
表 11: 盈峰环境重要中标项目统计 (单位: 亿元)	22
表 12: 维尔利中标上海市 3 个湿垃圾订单	24
表 13: 瀚蓝环境于 2019 年收购国源环境	29

一、公共卫生催化垃圾分类落地，提升垃圾分类政治高度

（一）爱国卫生运动拔高垃圾分类政治高度，催化垃圾分类政策加速落地

专家座谈会上主席强调公共环境卫生，爱国卫生运动纳入重要议事日程。在6月2日两会后的首场专家座谈会上，习主席发表重要讲话提出“构建强大的公共卫生体系，维护人民健康”，会议强调了爱国卫生运动的重要性，涉及到公共环境卫生环保的内容包括：1.改善人居环境、加强公共卫生环境设施建设；2.推进城乡环境卫生整治、推进卫生城镇创建；3.各级党委和政府把爱国卫生工作列入重要议事日程。垃圾分类作为固废产业链的中枢，涵盖此次提及的设施建设和卫生整治两大方面，就是此次政策落地的重要渠道。且在固废法和垃圾分类原有政策的持续推进的背景下，爱国卫生运动更是赋予了垃圾分类落地以催化剂作用，并将带动固废产业链需求提升。

图 1：环境设施建设和环境卫生整治是此次专家座谈会提及的重要内容



数据来源：人民网，广发证券发展研究中心

疫情下爱国卫生运动高要求、高规格，环境卫生重视程度与日俱增。受新冠疫情的影响，2020年以来社会对于环保卫生的需求及重视程度与日俱增。早在2020年2月全国爱卫办就已发布《关于深入开展爱国卫生运动，做好新冠肺炎疫情防控工作的通知》，要求将爱国卫生工作列入重要议事日程。考虑到本次疫情对经济及生活的重大影响，预期此次爱国卫生运动也将压实落地环境设施建设和环境卫生整治，同时未来更高要求、更高规格的环境卫生整治力度也有望常态化。

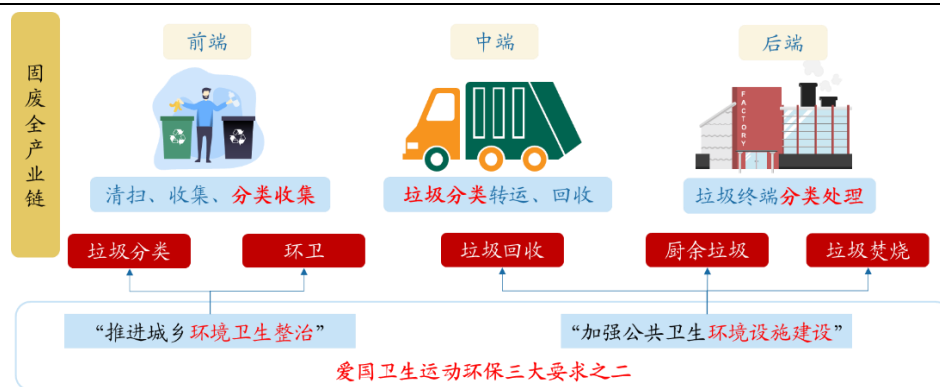
图 2：疫情期间爱国卫生运动规格提高，高要求的环境卫生整治力度有望常态化



数据来源：人民网，爱卫办，国务院，广发证券发展研究中心

垃圾分类是此次爱国卫生两大要求——环境卫生整治和环境设施建设的重合点。习近平主席在本次座谈会中强调了加强环境设施建设及城乡环境卫生整治的重要性。我们可以看到，垃圾分类作为固废全产业链的中枢，贯穿固废产业链从前端收转运的环节将垃圾分类（环境卫生整治）运至后端处置（环境设施建设），也是此次爱国卫生运动要求中环境卫生整治和环境设施建设的重合点。可以预见的是，在爱国卫生运动的催化下，垃圾分类将加速打开前端收集入口、裂化中端回收需求、保障后端处置体系完整，强化整个固废全产业链景气度提升。

图 3：垃圾分类是环境卫生整治和环境设施建设的重合点，也是固废产业链中枢



数据来源：人民网，广发证券发展研究中心

（二）国家层面《固废法》立法明确垃圾分类全国推广，政策持续压实垃圾分类

固废法将垃圾分类纳入立法，垃圾分类政策持续压实。2016 年以来，我国陆续颁布了多项政策推进垃圾分类工作，2019 年 6 月住建部等部委发布要求到 2020 年底 46 个重点城市将基本建成垃圾分类处理系统，到 2025 年全国地级及以上城市基本建成生活垃圾分类处理系统，后续固废法中将垃圾分类提高到国家立法水平并提出推广至县城。发改委也于 5 月底发文推进县城垃圾分类。垃圾分类原本已经有政策逐步压实落地，又伴随此次爱国卫生运动催化落地速度，我们有理由相信垃圾分类持续推进以及对固废产业链的需求提升逻辑将持续演绎，提升环卫、焚烧、湿垃圾处理以及再生资源回收领域的景气度。

图 4：我国垃圾分类政策力度不断加强



数据来源：发改委、住建部，广发证券发展研究中心

习近平总书记继 2016 年中央财经领导小组会议后再次对垃圾分类工作作出重要指示，且依照住建部等部委 2019 年 6 月发布的《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》要求：**46 个重点城市到 2020 年底将基本建成垃圾分类处理系统；全国地级及以上城市 2019 年起全面启动，2025 年底前基本建成。**

表 1：我国垃圾分类制度政策顶层设计

出台日期	政策名称	出台部门	目标	详细措施
2016 年 12 月	中央财经领导小组第十四次会议		普遍推行垃圾分类制度，关系 13 亿多人生活环境改善，关系垃圾能不能减量化、资源化、无害化处理。要加快建立分类投放、分类收集、分类运输、分类处理的垃圾处理系统，形成以法治为基础、政府推动、全民参与、城乡统筹、因地制宜的垃圾分类制度，努力提高垃圾分类制度覆盖范围。	
2017 年 3 月	《生活垃圾分类制度实施方案》	发改委、住建部	到 2020 年底，基本建立垃圾分类相关法律法规和标准体系，形成可复制、可推广的生活垃圾分类模式，在实施生活垃圾分类强制分类的城市，生活垃圾回收利用率达到 35% 以上。	<p>强制分类要求：实施生活垃圾分类强制分类的城市要结合本地实际，于 2017 年底前制定出台办法，细化垃圾分类类别、品种、投放、收运、处置等方面要求；其中，必须将有害垃圾作为强制分类的类别之一，同时参照生活垃圾分类及其评价标准，再选择确定易腐垃圾、可回收物等强制分类的类别。</p> <p>引导居民自觉开展生活垃圾分类：单独投放有害垃圾。分类投放其他生活垃圾。引导居民将“湿垃圾”（滤出水分后的厨余垃圾）与“干垃圾”分类收集、分类投放。</p> <p>加强生活垃圾分类配套体系建设：建立与分类品种相配套的收运体系。建立与再生资源利用相协调的回收体系。完善与垃圾分类相衔接的终端处理设施。探索建立垃圾协同处置利用基地。</p>
2018 年 1 月	《关于加快推进部分重点城市生活垃圾分类工作的通知》	住建部	2020 年年底前，46 个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统，基本形成相应的法律法规和标准体系，形成一批可复制、可推广的模式。在进入焚烧和填埋设施之前，可回收物和易腐垃圾的回收利用率合计达到 35% 以上。2035 年前，46 个重点城市全面建立城市生活垃圾分类制度，垃圾分类达到国际先进水平。	<p>规范生活垃圾分类投放：要设立有害垃圾固定回收点或设置专门容器，独立储存。</p> <p>规范生活垃圾分类收集：建立健全生活垃圾分类收集责任制，落实属地责任，加强对生活垃圾分类收集责任人的日常监管。</p> <p>加快配套分类运输系统：要建立与生活垃圾分类相衔接的收运网络，提高有害垃圾运输能力，推广“车载桶装”、直运等密闭、高效的厨余垃圾运输系统。</p> <p>加快建设分类处理设施：要编制实施生活垃圾分类处理设施建设规划，加快以焚烧为主的垃圾处理设施建设。现有处理设施不达标的，要尽快实施提升改造。探索总结厨余垃圾处理模式，统筹填埋、焚烧等处理技术，加快相应设施建设。探索总结厨余垃圾处理模式，统筹填埋、焚烧等处理技术，加快相应设施建设。探索总结厨余垃圾处理模式，统筹填埋、焚烧等处理技术，加快相应设施建设。探索总结厨余垃圾处理模式，统筹填埋、焚烧等处理技术，加快相应设施建设。探索总结厨余垃圾处理模式，统筹填埋、焚烧等处理技术，加快相应设施建设。</p>
2019 年 6 月	《关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》	住建部	到 2020 年，46 个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统；其他地级城市实现公共机构生活垃圾分类全覆盖，至少有 1 个街道基本建成生活垃圾分类示范片区。到 2022 年，各地级城市至少有 1 个区实现生活垃圾分类全覆盖；其他各区至少有 1 个街道基本建成生活垃圾分类示范片区。到 2025	<p>做好顶层设计：各地级城市应于 2019 年年底前，编制完成生活垃圾分类实施方案，明确生活垃圾分类标准，以及推动生活垃圾分类的目标任务、重点项目、配套政策、具体措施。公共机构要率先示范，相关经营场所比照党政机关积极落实生活垃圾分类要求。</p> <p>夯实学校教育：切实以生活垃圾分类为载体，培养一代人良好的文明习惯、公共意识和公民意识；开展青年志愿活动，鼓励和引导青少年积极参与生活垃圾分类；动员家庭积极参与，大力传播生态文明思想和理念，引导家庭成员从自身做起，自觉成为生活垃圾分类的参与者、践行者、推动者。</p> <p>以街道为单元，开展生活垃圾分类示范片区建设：实现生活垃圾分类管理主体全覆盖，生活垃圾分类类别全覆盖，生活垃圾分类投放、收集、运输、处理系统全覆盖。</p>

		年，全国地级及以上城市基本建成生活垃圾分类处理系统。	采取简便易行的分类投放方式： 各地级以上城市要以“有害垃圾、干垃圾、湿垃圾和可回收物”为生活垃圾分类基本类型，确保有害垃圾单独投放，逐步做到干、湿垃圾分开，努力提高可回收物的单独投放比例。 设置环境友好的分类收集站点： 实施生活垃圾分类的单位、社区要优化布局，合理设置垃圾箱房、垃圾桶站等生活垃圾分类收集站点。 分类运输环节防止“先分后混”： 分类后的生活垃圾必须实行分类运输，各地级以上城市要以确保全程分类为目标，建立和完善分类后各类生活垃圾的分类运输系统。 加快提高与前端分类相匹配的处理能力： 要加快建立与生活垃圾分类投放、分类收集、分类运输相匹配的分类处理系统，加强生活垃圾处理设施的规划建设，满足生活垃圾分类处理需求。
--	--	----------------------------	---

数据来源：发改委，住建部等，广发证券发展研究中心

《固废法》修订案发布并推行，垃圾分类由重点城市向全国推广。4月29日，十三届全国人大常委会第十七次会议审议通过了修订后的《固体废物污染环境防治法》，其中第六条总则中明确提及“国家推行生活垃圾分类制度”。垃圾分类制度重视程度与日俱增，推广范围由重点城市延伸至全国。

表 2：新版《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》及其官方解读

本次修订内容		具体要求
一、明确固体废物污染环境防治原则		坚持减量化、资源化和无害化原则
二、强化政府及其有关部门监督管理责任		明确目标责任制、信用记录、联防联控、全过程监控和信息化追溯等制度，国家逐步实现固体废物零进口
三、完善工业固体废物污染环境防治制度		强化产生者责任，增加排污许可、管理台账、资源综合利用评价等制度
四、完善生活垃圾污染环境防治制度	明确国家推行生活垃圾分类制度，确立对应原则	<ol style="list-style-type: none"> 坚持政府推动、全民参与、城乡统筹、因地制宜、简便易行的原则 县级以上地方政府加快建立分类投放、分类收集、分类运输、分类处理的生活垃圾管理系统，建立协调机制，加强、统筹能力建设。 各级政府及其有关部门应组织开展生活垃圾分类宣传，教育引导公众养成生活垃圾分类习惯，督促和指导生活垃圾分类工作。 规定产生生活垃圾的单位、家庭和个人应当依法履行分类投放义务。 县级以上地方政府应当统筹生活垃圾公共转运、处理设施与收集设施有效衔接，加强分类收运体系和再生资源回收体系在规划、建设、运营等方面融合。 规定有害垃圾、厨余垃圾处理和生活垃圾分类经费保障、违法行为处罚等。
	统筹城乡，加强农村生活垃圾污染环境防治	
	规定地方可结合实际制定生活垃圾管理办法	
	建立建筑垃圾分类处理、全过程管理制度	<ol style="list-style-type: none"> 要求政府加强建筑垃圾污染环境的防治，建立分类处理制度。 明确国家鼓励采用先进技术、工艺、设备和管理措施，推进建筑垃圾源头减量，建立建筑垃圾回收利用体系。 规定环境卫生主管部门负责建筑垃圾污染环境的防治工作，建立建筑垃圾全过程管理制度，规范相关行为，推进综合利用。 要求工程施工单位编制建筑垃圾处理方案并报备案。 规定建筑垃圾转运、集中处置等设施建设用地保障和擅自倾倒、抛撒建筑垃圾的处罚等内容。
五、完善建筑垃圾、农业固体废物等污染环境防治制度		健全秸秆、废弃农用薄膜、畜禽粪污等农业固体废物污染环境防治制度；明确国家建立电器电子、铅蓄电池、车用动力电池等产品的生产者责任延伸制度；明确污泥处理、实验室固体废物管理等基本要求。
加强过度包装、塑料污染治理力度		关于过度包装： <ol style="list-style-type: none"> 明确有关部门要加强产品生产和流通过程管理，避免过度包装。

2. 明确包装物的设计、制造应当遵守国家有关清洁生产的规定，要求组织制定有关标准防止过度包装造成环境污染。
3. 强调生产经营者应当遵守限制商品过度包装的强制性标准，避免过度包装。
4. 要求生产、销售、进口依法被列入强制回收目录的包装物的企业，应当按照规定对包装物进行回收。
5. 规定电子商务、快递、外卖等行业应当优先采用可重复使用、易回收利用的包装物，优化物品包装，减少包装物的使用，并积极回收利用包装物。
6. 明确国家鼓励和引导消费者使用绿色包装和减量包装。

关于塑料污染治理：

1. 明确依法禁止、限制生产、销售和使用不可降解塑料袋等一次性塑料制品。
2. 要求商品零售场所开办单位、电子商务平台企业和快递企业、外卖企业按照规定向商务、邮政等主管部门报告塑料袋等一次性塑料制品的使用、回收。
3. 规定国家鼓励和引导减少使用塑料袋等一次性塑料制品，推广应用可循环、易回收、可降解的替代产品。

六、完善危险废物污染环境防治制度	规定危险废物分级分类管理、信息化监管体系、区域性集中处置设施场所建设等内容；加强危险废物跨省转移管理，通过信息化手段管理、共享转移数据和信息，规定电子转移联单，明确危险废物转移管理应当全程管控、提高效率。
七、健全保障机制	增加保障措施一章，从用地、设施场所建设、经济技术政策和措施、从业人员培训和指导、产业专业化和规模化发展、污染防治技术进步、政府资金安排、环境污染责任保险、社会力量参与、税收优惠等方面全方位保障固体废物污染环境防治工作。
八、严格法律责任	对违法行为实行严惩重罚，提高罚款额度，增加处罚种类，强化处罚到人，同时补充规定一些违法行为的法律责任。例如，有未经批准擅自转移危险废物等违法行为的，对法定代表人、主要负责人、直接负责的主管人员和其他责任人员依法给予罚款、行政拘留处罚。

数据来源：新版《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》及其全国人大官方解读，广发证券发展研究中心

发改委应时发布县城“补短板”规划，垃圾分类制度下沉县城。5月29日，发改委发布《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，其中生活垃圾分类、收运、焚烧以及湿垃圾回收等包含于第7项建设任务“完善垃圾无害化资源化处理设施”的项目范畴。《通知》要求压实地方责任，各地区加大财政资金支持、吸引社会资本投入，扎实推进项目建设实施。伴随政策落地，垃圾分类制度及后端环保产业需求将逐步下沉县城。

表 3：《国家发展改革委关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》垃圾分类相关内容

“完善垃圾无害化资源化处理设施”任务项目范畴	<p>1.全面推进生活垃圾分类，逐步建立分类投放、分类收集、分类运输、分类无害化资源化处理的生活垃圾处理系统。</p> <p>2.完善生活垃圾收运体系，配备分类清运、密封性好、压缩式收运车辆，改造垃圾房和转运站。</p> <p>3.加快建设生活垃圾焚烧终端处理设施，逐步减少原生垃圾直接填埋。</p> <p>4.建立餐厨垃圾和建筑垃圾等回收及再生利用体系。</p> <p>5.加快建设医疗废物集中处置设施，完善医疗废物收转运设施。</p> <p>6.因地制宜建设危险废物处理设施。</p> <p>7.在有条件县城建设规范的回收网点和分拣中心，重点对废弃电器电子产品、报废汽车、废纸等进行回收利用。</p>
县城城镇化补短板强弱项工作要素保障	<p>1.加大财政资金支持。各地区要坚持“资金跟着项目走”，落实政府投资重点支持“两新一重”建设的要求。</p> <p>2.吸引社会资本投入。对符合条件的大中型准公益性及经营性项目，可通过健全政银企对接机制，利用开发性政策性商业性金融或国家城乡融合发展基金予以融资支持。规范有序推广 PPP 模式，带动民间投资参与投入的积极性。</p> <p>3.加强建设用地支撑。各地区要保障县城城镇化补短板强弱项项目的合理用地需求。</p>

县城城镇化补短板强弱项工作组织实施

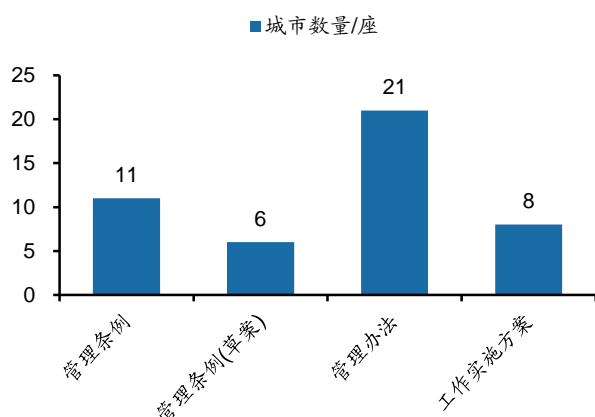
1. 分区分类推进。优先支持东部地区基础较好县城建设，有序支持中西部和东北城镇化地区县城（含边境地区重点县城）建设。
2. 强化示范带动。在湖北、长江三角洲区域、粤港澳大湾区和其他东中部都市圈地区，兼顾西部和东北地区，选择120个县及县级市开展县城新型城镇化建设示范工作。切实加大中央财政性资金等政策支持力度。
3. 压实地方责任。各市县要加快开展项目谋划与储备，注重加强关联项目之间的协同配套，做好项目审批核准备案和规划、用地、环评等前期工作，并将符合条件项目动态录入国家重大建设项目库，扎实推进项目建设实施，确保项目合规落地见效。
4. 严格防范风险。各市县要尽力而为、量力而行，严防地方政府债务风险，审慎论证项目可行性。

数据来源：《国家发展改革委关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，广发证券发展研究中心

（三）46座城市立法推进顺利，正由重点城市向全国地级市覆盖

46座城市均已启动垃圾分类相关工作，重点城市制度建设接近尾声。通过对46个垃圾分类重点城市政府官网进行统计，目前已有11个城市出台了正式地方性法规（6个城市出台了相关征求意见稿或草案），21个城市出台了政府规章，其余8个城市出台了规范性文件。2020年以来，北京、深圳已于2020年5月1日正式实施新版《垃圾分类管理条例》，武汉市将于7月1日正式实施，南宁市预计将于8月份出台并实施正式条例，泰安市与南京市预计将于11月份出台并实施正式条例，重点城市垃圾分类立法工作基本完成，并且已经向全国地级城市延伸。

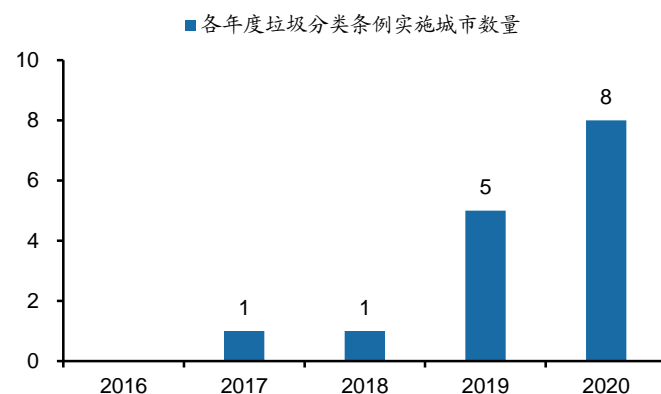
图 5：46座重点城市均已启动垃圾分类制度建设



数据来源：住建部、广发证券发展研究中心

备注：截至2020年6月7日

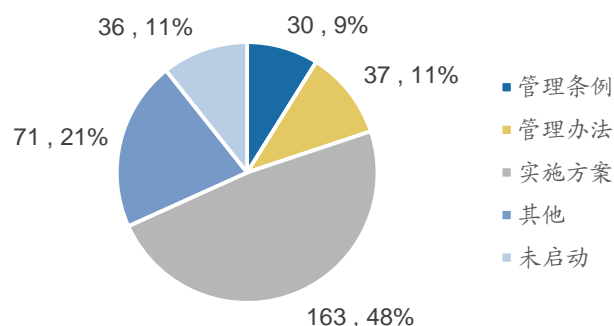
图 6：46个重点城市条例实施数量逐年提高



数据来源：重点城市政府官网、广发证券发展研究中心

由重点城市向全国铺开，已有89%的地级城市启动垃圾分类工作。根据住建部的垃圾分类建设规划，除46座重点城市将于2020年完成垃圾分类建设外，2025年内全国地级城市相关法规及规章也需落地。根据各地政府官网统计，337座地级及以上城市中已有30座发布垃圾分类管理条例、37座发布了垃圾分类管理办法、163座发布了垃圾分类实施方案并有71座发布了与垃圾分类相关的其他政策及规划。完成规矩及法规落地的城市为67座，占337座城市的20%，垃圾分类正加速由重点城市向全国铺开。

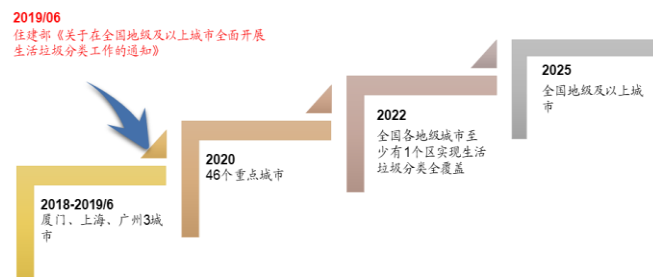
图 7：已有 89%的地级以上城市启动垃圾分类工作



数据来源：住建部、广发证券发展研究中心

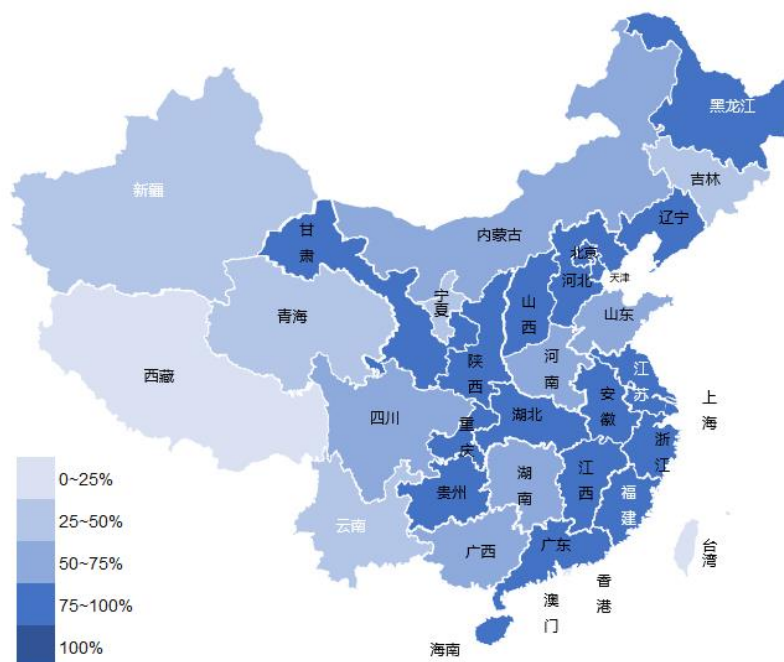
备注：截至2020年6月7日

图 8：垃圾分类逐步推广的具体时间安排



数据来源：发改委、住建部、广发证券发展研究中心

图 9：截至6月7日全国各省市已推进垃圾分类城市比例情况



数据来源：各城市政府官网，广发证券发展研究中心

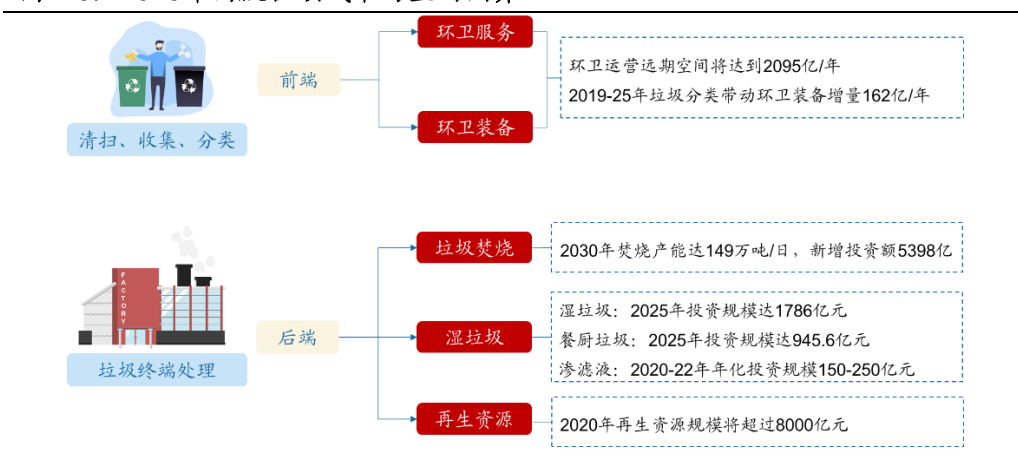
备注：启动比例=省内已开始推进垃圾分类地级及以上城市名单/省内地级及以上城市数量

二、垃圾分类打开固废产业链天花板，市场化程度提升在即

伴随前端垃圾分类推进，固废产业链整体市场空间被打开。垃圾分类带动产业链前端从过去的垃圾混合到干湿分类、中端运输端从过去统一运输裂化为干湿专用车辆运输+再生资源回收体系、末端处置从焚烧+填埋扩展至焚烧、湿垃圾处置并衍生出渗滤液处置需求，可以看出垃圾分类打开了固废产业链的市场空间天花板。此外，在当前垃圾分类政策稳步推进的同时，垃圾分类产业链除焚烧外，其余子领域的市

场化率依旧较低，我们预计在爱国卫生运动等因素作用下，固废产业链的政治地位有望提高、治理考核标准持续提升，后续市场化进程也将更加强烈。

图 10：2025年固废各领域市场空间测算

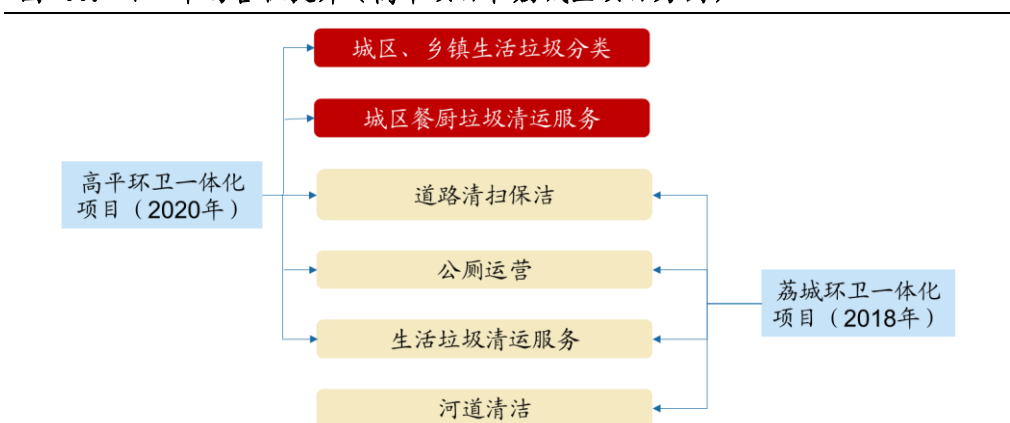


数据来源：住建部，发改委，广发证券发展研究中心

（一）垃圾分类逐步推广已带动各个子版块市场空间释放及市场化率提升

垃圾分类带动环卫领域相关需求增长，环卫市场容积提升。以美欣达欣环卫于 2020 年 1 月中标高平市城乡环卫一体化特许经营项目（年运营服务费 9999 万元/年）和龙马环卫于 2018 年 4 月中标荔城区城乡环卫一体化购买社会服务项目（年运营服务费 1.08 亿元/年）为例：荔城区项目仅包含道路清扫保洁、垃圾转运、公厕管理等传统环卫服务；伴随垃圾分类推进，2020 年招标的高平项目在传统环卫服务基础上新增生活垃圾分类、城区餐厨垃圾清运服务等垃圾分类制度带动的相关服务。

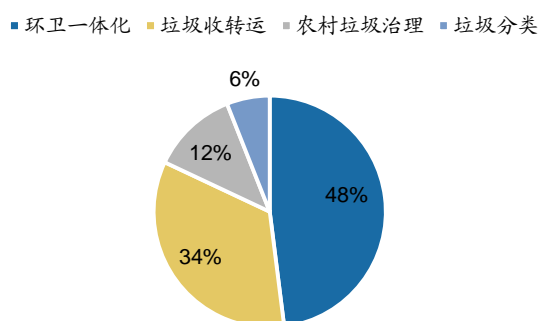
图 11：环卫市场容积提升（高平项目和荔城区项目为例）



数据来源：住建部，发改委，广发证券发展研究中心

环卫订单向大型化、长期化、一体化迈进。根据环境司南统计数据显示，2016 年至 2019 年 3 月份财政部“政府和社会资本合作中心”共入库环卫 PPP 项目 283 个（含环卫一体化、农村垃圾治理、垃圾分类、垃圾收转运四类），其中环卫一体化项目数量最多，占比达 48%。此外在近 4 年的环卫运营公开招标项目中，年运营服务费高于 500 万、合同期长于 10 年的当年新签订单数呈现显著上升的趋势。总体来说，环卫项目的订单金额及久期呈现显著增长趋势。

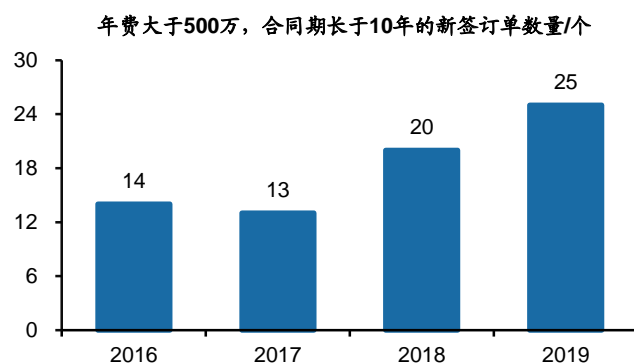
图 12: 入库PPP项目中环卫一体化占48%



数据来源：环境司南、广发证券发展研究中心

备注：自2016年至2019年3月份入库项目

图 13: 高金额、长周期的环卫服务订单数逐年增长



数据来源：环境司南、广发证券发展研究中心

备注：2016-2019年度同期数据（1月1日-4月20日）

78亿宝安环卫PPP项目开标，环卫项目长周期、一体化、PPP化成为趋势。近期盈峰环境中标深圳市宝安区新安、福永和福海街道环卫一体化PPP项目（15年，合计78亿元）。2020年以来，还出现了诸如北控水务子公司中标70亿深圳市宝安区新桥和沙井街道环卫一体化PPP项目，旺能环境大股东美欣达斩获山西高平28亿订单等，我们可以看到长周期、一体化、PPP化环卫运营项目持续释放。此外，可以看出优质地区的订单市场化速度提升，如深圳2019年至今已经连续释放三个大型PPP项目，分别为11.53、70.2、78亿元，预计环卫市场化进程将有望呈现优质地区高频大量释放、其他地区分散释放订单的模式推进。

表 4: 2020年以来的新签项目依旧延续近两年来的大标模式

序号	项目名称	开标时间	中标单位	成交金额 (亿元)	期限 (年)
1	深圳市宝安区新安、福永和福海街道环卫一体化 PPP 项目	2020/5/22	盈峰环境	78	15
2	辽宁省抚顺市顺城区环卫市场化改革服务项目	2020/4/30	侨银环保	4.2	8
3	云南省大理州宾川县城乡环卫一体化 PPP 项目	2020/4/23	盈峰环境、云南中悦	4.6	20
4	江西省分宜县城乡环卫一体化 PPP 项目	2020/4/20	净荃环保、劲旅环境	9.8	15
5	辽宁省抚顺市顺城区环卫市场化改革服务项目	2020/4/14	人和环境	4.3	8
6	辽宁省凌海市环卫行业市场化采购项目	2020/4/9	华清环境	2.0	8
7	黑龙江省哈尔滨市延寿县城乡环卫一体化项目	2020/3/27	轩昂环保	2.3	16
8	辽宁省鞍山经济开发区市政综合一体化环卫管理项目	2020/3/27	鞍山经开区环境工程有限公司	2.2	8
9	吉林省通化市柳河县环卫作业政府购买服务项目	2020/3/19	世基环境	4.1	12
10	安徽省六安市裕安区农村环卫一体化 PPP 项目	2020/3/18	劲旅环境	7.0	13
11	江苏省南通市如东县城环卫作业及股权合作项目	2020/1/23	中国天楹	7.3	10
12	宁波大榭开发区智能环卫一体化 PPP 项目	2020/1/22	徐工环境	5.2	18
13	河北省廊坊市香河县农村生活垃圾治理工程（1包）	2020/1/21	轩昂环保	6.2	16
14	河北省廊坊市香河县农村生活垃圾治理工程（2包）	2020/1/21	盈峰环境	5.9	16
15	广东省深圳市宝安区新桥和沙井街道环卫一体化 PPP 项目	2020/1/19	北控水务子公司	70.2	15
16	山西省晋城市高平市城乡环卫一体化特许经营项目	2020/1/15	美欣达集团	28.0	28

数据来源：环境司南，广发证券发展研究中心

湿垃圾分出量及可回收物日均回收量同比大幅增长。以上海市2018年发布的《上海市生活垃圾全程分类体系建设行动计划（2018-2020年）》和2019年发布的《推进全程分类体系建设实施意见的通知》为例，2020年全市实现垃圾分类全覆盖的目标，执行垃圾分类后，2019年上海市湿垃圾日均分出量达7453吨，同比提升89%，可回收物日均回收量同比提升431.8%，湿垃圾分出量约占垃圾量的26%左右，执行垃圾分类后的8-11月湿垃圾分出量约占垃圾量的30%。

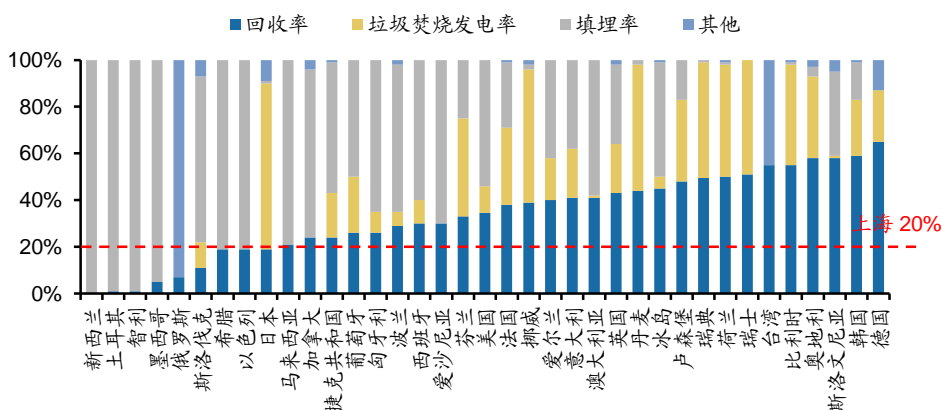
表 5：上海垃圾分类推行后，湿垃圾占比约30%左右

	湿垃圾日均分出量（吨）	干垃圾日均处置量（万吨）	可回收物日均回收量（吨）	垃圾量合计（吨）	湿垃圾占比
2019年5月	5,660	22,134	2,580	30,374	19%
2019年6月	6,950	19,400	4,000	30,350	23%
2019年7月	8,200	17,100	4,400	29,700	28%
2019年8月	9,200	15,500	4,500	29,200	32%
2019年9月	9,008	15,300	5,605	29,913	30%
2019年10月	8,710	14,800	5,960	29,470	30%
2019年11月	9,006	13,200	6,336	28,542	32%
2019全年	7,453	17,700	4,049	29,202	26%
2019年同比	+89%	-18%	+432%		
2020年5月	9,796	15,351	6,266	31,413	32%
2020年5月同比	+73%	-31%	+143%		

数据来源：上海绿化和市容管理局，广发证券发展研究中心

发达国家回收率可达50%以上，国内再生能源市场空间广阔。根据维基百科统计，多数发达国家垃圾回收率保持在40%以上，比照我国垃圾分类重点城市上海，推进垃圾分类一年后可回收垃圾占比仅20%。伴随着垃圾分类制度的推进，可回收类垃圾的分出量也有望进一步增加，带动再生资源领域市场空间释放。

图 14：部分发达国家回收率可达40%以上



数据来源：维基百科，广发证券发展研究中心 备注：数据年份为2019年

（二）环卫市场化运营空间为 2095 亿/年、装备新增市场空间提升 10%

受益于政府逐渐放开政策推进环卫市场化改革，同时环卫订单也呈现出由小规模短期限向“环卫一体化”长周期迈进的趋势，环卫行业市场空间逐步被打开，根据我们的测算，取年运营费计算区间的中值，当前环卫运营空间约为2095亿元/年（测算过程来自广发证券环保组2020年2月13日发布的报告《行业新宠：环卫板块异军突起，环服+设备双驱动》）。

表 6：环卫行业运营市场空间规模中值测算达 2095 亿元

城市数量	人口合计	运营核心内容	分类	单价下限	单价上限	单位	面积/垃圾量/户数评估	单位	年运营费 下限/亿元	年运营费 上限/亿元	年运营费 中值/亿元
661个	47714万人	道路清扫保洁	一级	11.00	25	元/平方米/年	470122	万平方米	638.76	798.44	718.60
			二级	8.25	20	元/平方米/年	288671	万平方米	294.16	392.22	343.19
			三级	5.50	15	元/平方米/年	65982	万平方米	44.82	67.24	56.03
		绿地保洁		2.75	10	元/平方米/年	662883	万平方米	231.11	462.21	346.66
		公厕保洁		5.50	15	万元/座/年	142394	座	96.58	144.87	120.73
		垃圾转运		82.50	200	元/吨	21819	万吨	234.90	313.20	274.05
		垃圾分类	城区	50.00	400	元/年/户	9017	万户	107.01	231.88	169.45
			乡镇	35.00	210	元/年/户	6710	万户	38.56	94.34	66.45
合计市场空间											2095.15

数据来源：城乡统计年鉴 2017、广发证券发展研究中心 备注：年运营费为五大类城市加总结果并非为表中量价直接相乘所得

以上海市2020年存量设备为基础，按照人口占比类推到全国地级市整体需求，再按照保有量数据测算设备的需求缺口，考虑到设备的单价，以此得到环卫设备新增市场空间162亿元。

全国地级市需求：根据住建部等9部门的政策，垃圾分类目前是在全国的地级市进行推广。考虑到生活垃圾与当地人口基本呈正相关关系，我们以人口占比测算全国的设备需求。根据国家统计局的数据，2017年上海市常住人口2418万人，而同年我国地级市人口4.91亿人，则对应垃圾收转设备需求27万台，其中干垃圾、湿垃圾、有害垃圾专用设备分别为8.1万台、1.9万台及300台左右，而湿垃圾专用集装箱、固定式、移动式中转站分别为3700个、16万个及4300个左右。

需求缺口及空间：根据《城乡建设统计年鉴》的数据，截止2017年底我国城市环卫专用车22.8万台，其中约60%为垃圾收转装备，对应存量垃圾收转设备约13.7万台，因此设备的需求缺口为13.4万台。在产品单价方面，移动式中转站的价格较低，约3万元左右；其余产品，包括各类垃圾专用收运车辆、固定式中转站，产品单价在30万元左右（数据来源于龙马环卫招股说明书），由此我们可以得到全国地级市垃圾收转设备新增市场空间约162亿元，若该部分市场空间分五年释放，则每年32.4亿市场释放对环卫装备既有市场（以盈峰环境20%装备市占率及2019年设备收入70亿计算），对市场的提振弹性将达到9.2%。

表 7：全国地级市垃圾分类对于垃圾收转设备的新增需求空间测算

项目	2020 年上海市设备 存量 (台)	全国地级市 总需求量 (台)	需求缺口 (台)	单价 (万元/台)	新增市场空间 (亿元)
1.配置分类运输装置					
干垃圾车辆	4000	81280	31130	28	87.16
湿垃圾专用收运车	920	18694	11854	30	35.56
有害垃圾专用收运车	16	325	325	30	0.98
2.垃圾分类收运中转设施					
湿垃圾专用集装箱	180	3658	3658	20	7.32
移动式中转站	8000	162560	85074	3	25.52
固定式中转站	210	4267	1933	30	5.80
3.设备总需求量					
整体需求	13326	270785	133973		162.34

数据来源：国家统计局、《城乡建设统计年鉴》、龙马环卫官网、上海市绿化和市容管理局、广发证券发展研究中心

（三）垃圾分类全面推广，湿垃圾、餐厨等需求或将爆发

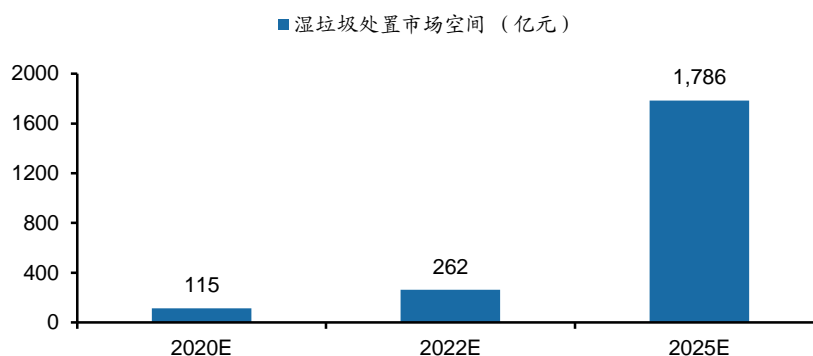
根据住建部数据，46个重点城市垃圾产量占全国城市垃圾产量的43%，则2020年对应垃圾产量约1.1亿吨，按照30%的湿垃圾比例，对应湿垃圾处置产能约11.48万吨/日，假设2020年重点城市按照20%的湿垃圾覆盖率，则对应的湿垃圾处置产能约为2.3万吨/日，按照50万/（吨*日）的投资测算，对应市场约为115亿元。按照规划，假设2022年和2025年分别有140个和337个地级市城市湿垃圾处置分别实现覆盖，则对应市场分别为262亿元和1786亿元。

表 8：湿垃圾处置市场将在2020-2025年快速释放

	单位	2020E	2022E	2025E
开展城市数量	个	46	140	337
对应垃圾产量	万吨	11,017	20,151	34,285
湿垃圾占比		30%	25%	30%
湿垃圾处置产能	万吨/日	11.48	17.49	35.71
覆盖率		20%	30%	100%
对应湿垃圾处置产能	万吨/日	2.30	5.25	35.71
单位投资	万元/（吨*日）	50	50	50
市场空间	亿元	114.76	262.38	1,785.70

数据来源：住建部，广发证券发展研究中心

图 15: 湿垃圾处置市场2025年将达1786亿元



数据来源：住建部，广发证券发展研究中心

垃圾分类推广，将推动餐厨&厨余垃圾综合处置需求，加速餐厨垃圾处置需求释放。

2010年，发改委、住建部等部门联合下发《关于组织开展城市餐厨废弃物资源化利用和无害化处理试点工作的通知》，之后国家陆续推出5批共计100个餐厨垃圾处理试点城市并推出专项资金支持，餐厨垃圾无害化处理逐步在全国开展起来。《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》提出，到“十三五”末，力争新增餐厨垃圾处理能力 3.44 万吨/日，“十三五”新增餐厨垃圾处理对应投资规模183.5 亿元，平均每年投资市场36.6亿元。根据产业前瞻研究院数据，2019年餐厨垃圾产量1.2亿吨，若假设未来按照6%的自然增长，到2025年，对应的餐厨垃圾处置需求63万吨/日，按照50万元的吨投资测算，对应EPC市场约3152亿元。我们假设2025 年餐厨垃圾处置覆盖率30%，则对应需求释放空间为945.6亿元。

填埋场应急处置+焚烧建设高峰，渗滤液需求迎来高增长。无论生活垃圾以何种方式处置，其渗滤液处置需求始终存在，且渗滤液处置需求随着生活垃圾产量的自然增长而增长。2015-2018年，我国垃圾清运量维持在5-10%的自然增长，每年新增垃圾产量保持在1000万吨以上；垃圾清运量的增长背后的驱动力主要是城镇人口的增长及人均垃圾产量的提升。渗滤液处置需求来自于3个方面：新建垃圾焚烧厂（EPC&运营）、新建垃圾填埋场（EPC&运营）、垃圾填埋场应急处置（运营），我们预计2020-2022年渗滤液处置市场在150-250亿左右。

表 9: 渗滤液处置需求约150-250亿元/年

		2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
全国垃圾焚烧产能（万吨/日）		51	63	78	95	116
全国垃圾填埋产能（万吨/日）		54	54	54	54	54
垃圾填埋新增产能（万吨/日）		3	3	3	3	3
垃圾填埋封场产能（万吨/日）		3	3	3	3	3
渗滤液 EPC 单位造价（万元/（吨*日））		10	10	10	10	10
垃圾焚烧	新增垃圾焚烧产能（万吨/日）	10	12	14	17	21
	渗滤液产生比例	30%	30%	30%	30%	30%
	新增渗滤液处置产能（万吨/日）	3.0	3.6	4.3	5.2	6.2
	渗滤液 EPC 市场（亿元）	30.0	36.0	43.2	51.8	62.2
垃圾填埋	新增垃圾填埋产能（万吨/日）	3	3	3	3	3
	渗滤液产生比例	40%	40%	40%	40%	40%

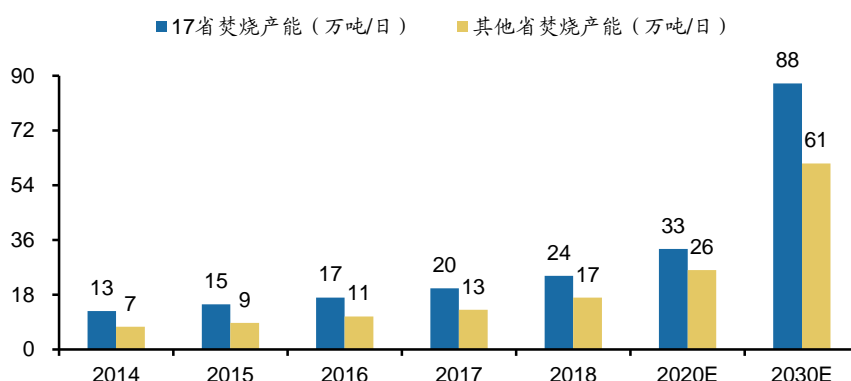
	新增渗滤液处置产能（万吨/日）	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
	渗滤液 EPC 市场（亿元）	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
填埋场应急处理	垃圾填埋应急处理比例	10%	20%	30%	40%	50%
	垃圾填埋存量应急处理累计规模（万吨/日）	5.39	10.78	16.16	21.55	26.94
	当年垃圾填埋场应急处理规模（万吨/日）	2.69	5.39	5.39	5.39	2.69
	渗滤液产生比例	200%	200%	200%	200%	200%
	新增渗滤液应急处理产能（万吨/日）	5.39	10.78	10.78	10.78	5.39
	渗滤液处置量（万吨/年）	1,777.95	3,555.90	3,555.90	3,555.90	3,555.90
	应急处理单价（元/吨）	150.00	150.00	150.00	150.00	150.00
	应急处理运营市场（亿元）	26.67	53.34	53.34	53.34	53.34
	渗滤液 EPC 市场（亿元）	42.00	48.00	55.20	63.84	74.21
运营	渗滤液运营产能（万吨/日）	36.91	40.51	44.83	50.02	56.24
	渗滤液处置量（万吨/年）	12,181	13,369	14,794	16,505	18,558
	渗滤液处置单价（元/吨）	70	70	70	70	70
	运营市场（亿元）	85.27	93.58	103.56	115.54	129.91
渗滤液处置市场合计（亿元）		153.93	194.92	212.10	232.71	257.45

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（四）2030 年焚烧产能有望增加至 149 万吨/日，市场空间依旧广阔

17 省市区发布焚烧建设中长期规划预计至 2030 年合计新增产能 63 万吨/日，测算全国新增产能 107 万吨/日。据不完全统计，目前已有 17 省市区发布详细《生活垃圾焚烧发电中长期专项规划》，以 2018 城乡统计为基数计算，合计 2018-2030 新增产能 63 万吨/日。若按照 17 省市区的人均垃圾产量、焚烧率数据进行测算，其余 14 省市区 2018-2030 新增规模将达到 44 万吨。预计 2030 年垃圾焚烧市场规模将增加至 149 万吨/日，对比 2018 年规模有近三倍空间，对应投资额超 5398 亿元，对应年化投资额在 450 亿元左右。

图 16：31 省市区的焚烧产能有望由 2018 年 41 万吨/日增长至 2030 年 149 万吨/日



数据来源：各地焚烧发电中长期规划，十三五规划，城乡统计年鉴，广发证券发展研究中心

注：2020E 数据为十三五规划；2030E 中青海规划期至 2025 年，假设 2025-2030 无新增；黑龙江规划期至 2035 年，假设提前完成，其他省市区的 2030E 焚烧产能来自广发测算值。

三、重点关注湿垃圾、环卫、焚烧等领域公司

本次爱国卫生运动纳入议事日程及垃圾分类推广的加速，固废全产业链相关龙头企业均有望受益，重点建议关注：1.维尔利（“湿垃圾”龙头，垃圾分类开启高成长之路）；2.盈峰环境（环卫设备龙头进军环卫服务优势明显，接连斩获深圳运营大单）、龙马环卫等；3.旺能环境（被低估的固废纯运营公司，进入业绩加速释放期）和瀚蓝环境（固废板块增速亮眼，可转债落地加速布局全产业链条）；4.中再资环（家电拆解市占率第一名，结构优化助力利润提升）。

图 17：垃圾分类有望提增固废全产业链需求



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 10：公司估值同业对比（收盘价日期：2020/6/5）

代码	简称	收盘价 元/股	市值/亿元	PE 倍			归母净利润/亿元		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
002034.SZ	旺能环境	19.6	82.4	15.0	16.0	12.6	4.11	5.15	6.54
300190.SZ	维尔利	7.8	61.3	17.0	15.2	11.4	3.17	4.04	5.38
000967.SZ	盈峰环境	8.2	260.0	14.3	16.3	13.5	13.61	15.91	19.22
603686.SH	龙马环卫	96.4	23.2	16.8	25.0	18.8	2.70	3.58	4.75
600217.SH	中再资环	5.1	71.2	17.7	14.7	12.4	4.02	4.85	5.73
600323.SH	瀚蓝环境	22.7	173.6	14.7	16.5	13.9	9.13	10.52	12.47

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

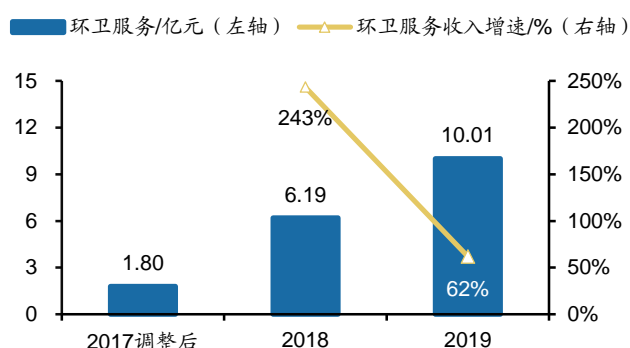
备注：盈利预测均来自广发证券发展研究中心

(一) 盈峰环境：连续获环卫大单，被低估的装备+运营服务商

公司是国内环卫装备的绝对龙头，市占率超过20%，面对服务市场化大潮，加快转型，不断斩获一体化运行项目大单。我们认为公司的核心竞争力在于：1.装备优势，在智慧化、新能源化、综合多元化等角度，可完全满足各类需求，助力城市提升城市整体环保服务的标准和档次；2.历史上超过500亿元的装备销售，使得公司紧密对接全国运营业主（政府部门+第三方运营商），在市场化、一体化的过程中快速扩张。

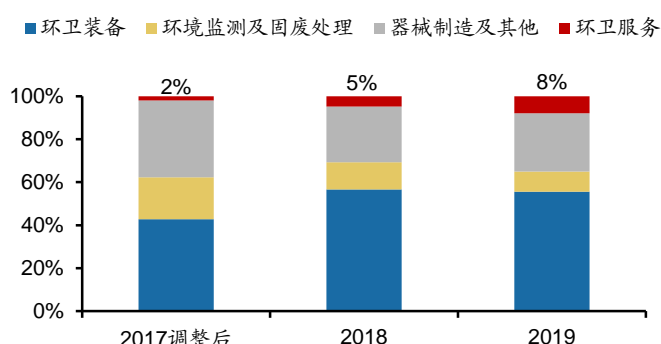
环卫运营收入大幅增长，超出市场预期。2019年公司环卫服务实现收入10.01亿元（同比+61.72%），实现毛利2.59亿元（同比+53.40%）。环卫收入占总营业收入的比重由2017年的2.03%（2017年为调整后数据）上升至2019年的7.91%。经过三年发展，公司环卫服务业务现已初具规模，增速超出市场预期。

图 18：盈峰环境2019年环卫运营收入同比增长62%



数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心
备注：调整后收入为《交易报告书》里中联环境服务收入

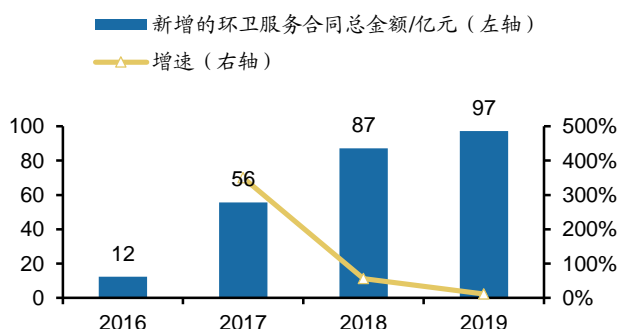
图 19：盈峰环境环卫服务业务占比逐年增高



数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心
备注：2017年环卫运营收入来自《交易报告书》中联环境服务收入

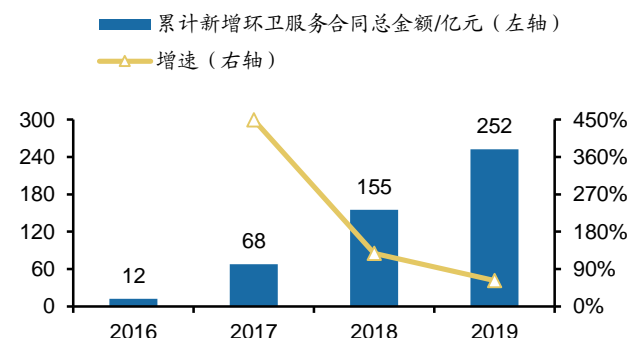
在手环卫服务订单储备丰富，依托上游设备优势加速切入下游服务领域。公司于2018年收购中联环境进军环卫领域，并依托上游设备切入下游环卫服务的优势，订单规模不断增长。2019年公司新签环卫服务合同总金额和年化服务金额分别为97.20亿元（同比+11.58%）和8.55亿元（同比+99.30%），总金额和年化服务金额均位于全国第四名。截至2019年底公司正在运营项目数量共计57个，合同总额已达252亿元，年化服务金额16亿元，在手订单储备丰富。

图 20：盈峰环境19年新增环卫服务总金额97亿元



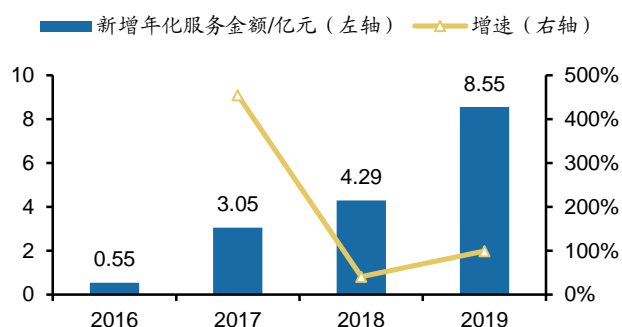
数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

图 21：盈峰环境2016起累计签约环卫服务总金额



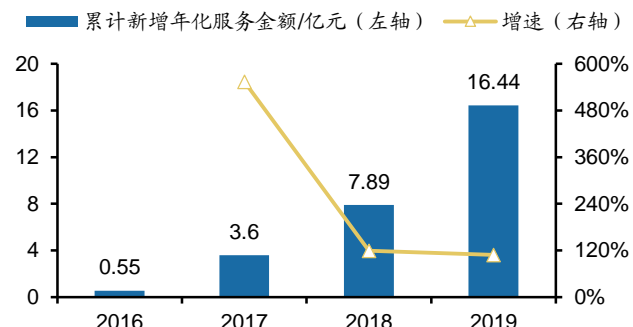
数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

图 22: 盈峰环境19年新增年化服务总金额8.55亿元



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

图 23: 盈峰环境2016起累计签约环卫年化服务金额



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

5月公司公告中标深圳宝安区新安、福永和福海街道环卫一体化PPP项目。宝安项目有24个竞争者，包括了国内绝大部分主流的环卫服务公司，彰显了公司强劲的项目竞争力。2020年至今新获重要订单金额达84亿元，现在手年化服务金额超21亿元。根据公司公告及环境司南统计汇总，公司2020年至今新获重要订单首年服务金额5.54亿元，总金额达84亿元，为2019年全年新签年化服务金额的65%，全年新签订单总额87%。公司目前在手订单总超336亿元，年化服务金额超21亿元。

表 11: 盈峰环境重要中标项目统计 (单位: 亿元)

时间	项目名称	金额	年化服务金额	期限
2020/5	宝安区新安、福永和福海街道环卫一体化 PPP 项目	78.06	5.20	15 年
2020/4	漾濞县城乡环卫一体化 PPP 项目	1.60	0.11	16 年 (含建设期 2 年)
2020/4	宾川县城乡环卫一体化 PPP 项目	4.60	0.23	21 年 (含建设期 1 年)
2019/10	深圳市福田区政府环卫 PPP 项目	11.53	1.44	10 年(含建设期 2 年)
2019/6	天府仁寿城市环卫一体化 PPP 项目	15.69	0.65	25 年 (含建设期 1 年)
2019/4	福建省南安市城乡生活垃圾环卫一体化 PPP 项目	22.25	1.39	16 年
2018/4	凯里市生活垃圾运系统二期工程 PPP 项目	6.98	0.39	19 年 (含建设期 1 年)
2018/1	连平县城环卫一体化 PPP 项目	8.32	0.33	26 年 (建设期 1 年)

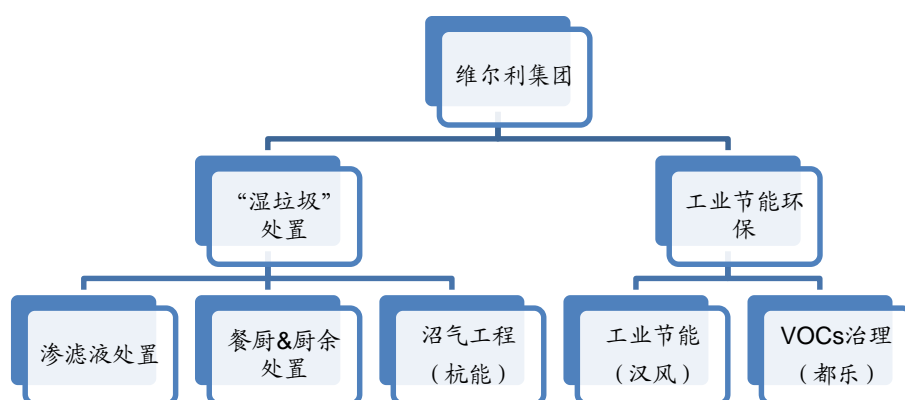
数据来源: 公司项目中标公告, 环境司南, 广发证券发展研究中心

(二) 维尔利：湿垃圾+渗滤液龙头，垃圾分类刺激后端处置需求提升

维尔利是国内湿垃圾装备的龙头企业，技术和市场能力出众，面对全国铺开的垃圾分类大潮，我们预计湿垃圾相关业务（湿垃圾设施设备、餐厨处置、渗滤液设备等）订单增速有望保持持续高增长。

“湿垃圾”处置龙头，并购整合构建业务版图。公司前身是国内引入垃圾渗滤液技术的德资企业，以现任董事长李月中为首的管理层收购维尔利100%股权，并于2011年实现上市。公司于2013、2014年、2016先后收购汇恒环保、杭能环境、汉风科技和南京都乐等，逐步打造成以市政湿垃圾（渗滤液处理、餐厨处理、沼气工程）和工业治理（工业节能、VOCs治理）的环保集团。

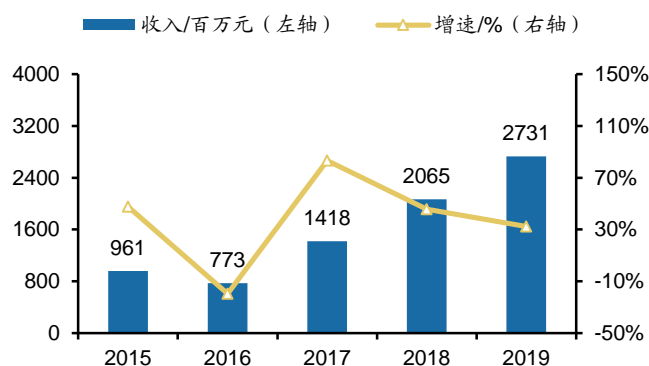
图 24：维尔利业务结构



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

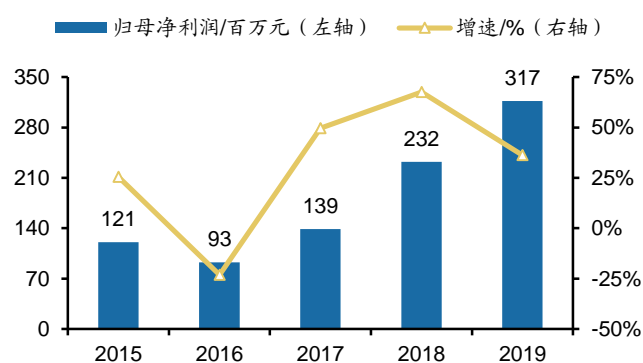
外沿并购+订单增长，公司三年业绩维持高增速。2019年公司收入27.31亿元，同比增长32.24%；归母净利润3.17亿元，同比增长36.3%。2017-2019年公司收入和归母净利润复合增速分别为39%和51%，驱动利润增长的动力来自湿垃圾业务订单的快速增长和汉风+都乐的并购。

图 25：维尔利2017-2019年收入快速增长



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 26：维尔利2017-2019年归母净利润快速增长



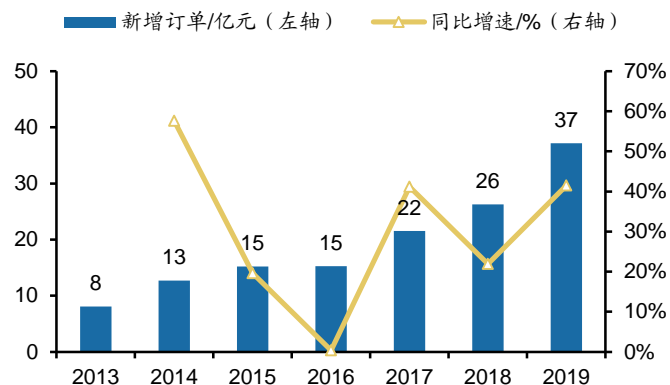
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2019年公司新增订单37亿元，其中来自于湿垃圾的订单29亿元。2017-2019年，公司湿垃圾订单（包括渗滤液处置、餐厨厨余处置、沼气工程）增长迈入快车道，占比

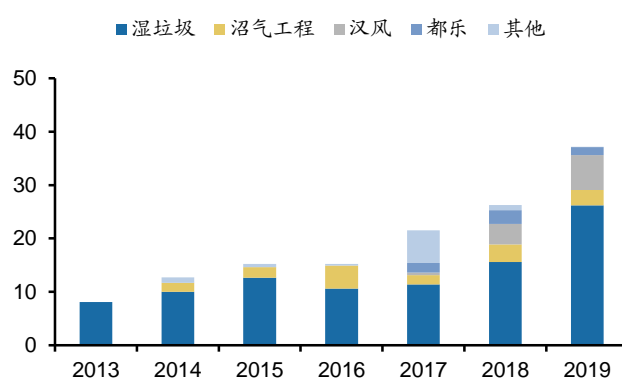
提升至78%；其中2018年和2019年新增订单分别同比增长44%和54%，并且湿垃圾处置新增订单占比提升至78%，主要是新建焚烧厂快速增长带来的渗滤液处置需求和存量填埋场应急处置需求爆发，及国家推行垃圾分类催生湿垃圾处置需求所致。

图 27: 维尔利新增订单情况快速增长

图 28: 维尔利2019年湿垃圾订单占比高达78%(亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

公司获取上海3个湿垃圾处置项目，彰显龙头优势。上海市在垃圾分类终端处置建设走在全国前列，2018年和2019年招标了金山、嘉定和松江三个湿垃圾处置项目，这三个项目维尔利中标，总中标金额合计2.86亿元，彰显公司湿垃圾处置的龙头地位。

表 12: 维尔利中标上海市3个湿垃圾订单

中标日期	中标项目	项目规模	中标金额(亿元)
2019/8/30	金山区固废综合利用工程湿垃圾处理工艺设备采购项目	湿垃圾 250t/d (餐厨废弃物 100t/d, 厨余废弃物 150t/d), 废弃油脂 10t/d	1.26
2019/8/23	嘉定区湿垃圾资源化处理项目厨余垃圾预处理系统成套设备供货、安装、调试、试运行及技术服务采购项目 (200t/d)	厨余垃圾 200t/d, 餐饮垃圾 300t/d, 废弃食用油脂 70t/d	0.45
2018/9/27	松江区湿垃圾资源化处理工程预处理、厌氧消化、沼渣脱水以及废弃食用油脂处理系统成套设备供货、安装、调试、试运行及技术服务采购项目	湿垃圾 500 吨/天 (厨余垃圾 350 吨/天, 餐饮垃圾 150 吨/天)、废弃食用油脂 30 吨/天	1.15

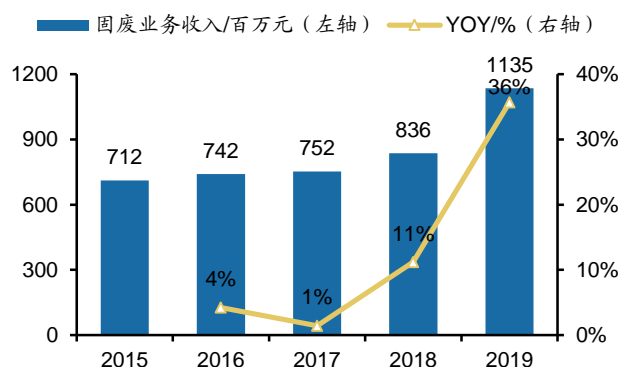
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

（三）旺能环境：被低估的固废纯运营公司，进入业绩加速释放期

公司是以垃圾焚烧运营为主业，不确认工程收益，2019年归母净利润4.1亿元，经营现金流达到7.1亿元。未来2-3年，在建、筹建项目逐步投产将推动利润快速增长，同时集团环保业务储备丰富，在浙江湖州等地打造焚烧+环卫+餐厨+污泥等的一体化固废解决方案有望全面推广。

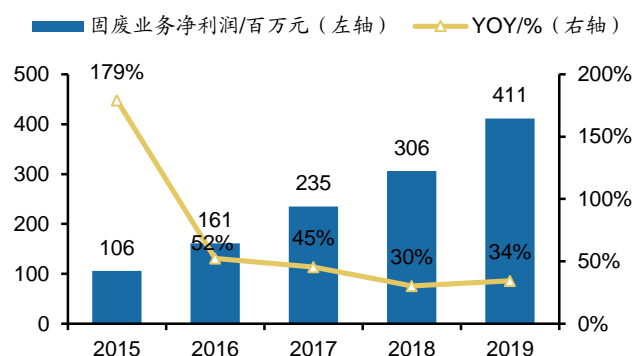
公司2017年完成垃圾焚烧和印染业务置换后，公司成为纯运营垃圾焚烧公司（不确认工程），市场布局“立足浙江，辐射全国”。2019年公司收入突破11亿大关，利润体量达到4亿元，同比增长超30%。根据公司定期报告，截至2019年底，公司已有22个垃圾焚烧项目成功运行，在运规模达1.47万吨/日（未包含试运营1500吨/日的淮北项目），尚未投运产能约1.34万吨/日。

图 29：旺能环境2019年固废营收同比增长36%



数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

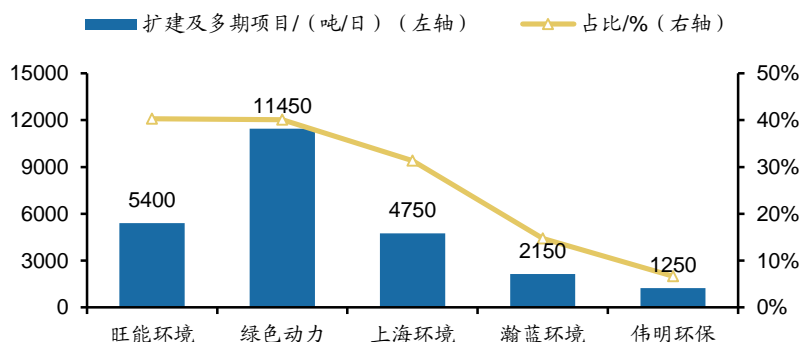
图 30：旺能环境固废业务近三年业绩增速30%以上



数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

在建/在运产能比超1，公司未来两年迎来投产高峰期。截至2019年年底，攀枝花、河池、许昌及南太湖四期项目陆续投产，合计新增产能0.44万吨/日（此外1500吨/日的淮北项目已竣工，正处于试运营状态）。公司在运规模接近1.5万吨/日，尚未投运规模达1.34万吨/日。公司未来两至三年有望迎来投产高峰期。且公司新建产能中扩建类、二、三期项目占比高达40%，结合扩建项目“投资低、投产快”的特点，产能倍增时代有望抢占先机。

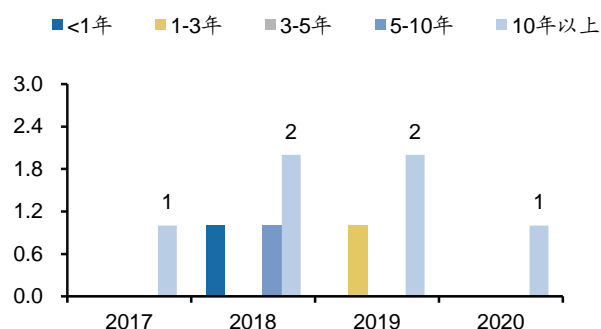
图 31：旺能环境未投运产能中扩建类、二、三期项目占比较高



数据来源：各公司定期报告、债券募集说明书，广发证券发展研究中心

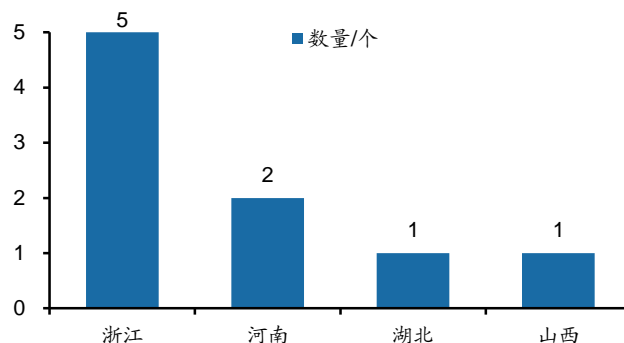
大股东美欣达集团环保资产丰厚，已拥有固废全产业链布局。公司大股东美欣达集团经历20多年的发展，已从最初单一的纺织印染产业拓展到当期以绿色环保产业为主导，金融、健康休闲为两翼的新型发展架构。在固废处理上，既有垃圾焚烧发电产业，也有相关的工业固废/危废处理、环卫一体化、餐厨及污泥等产业板块。

图 32: 美欣达环卫接连斩获长久期的大额订单/个



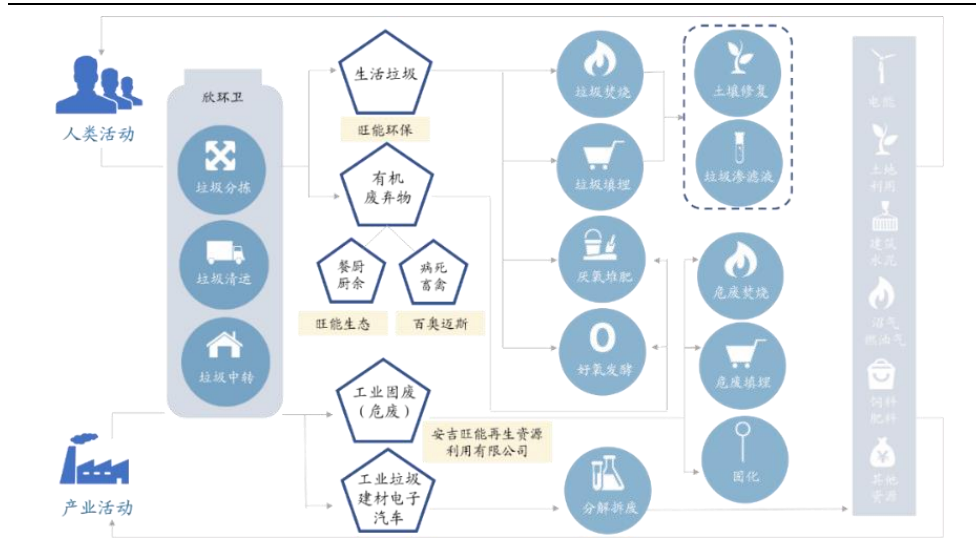
数据来源: 招标网, 广发证券发展研究中心

图 33: 美欣达环卫订单主要来自浙江、河南地区



数据来源: 招标网, 广发证券发展研究中心

图 34: 美欣达集团固废相关业务覆盖领域

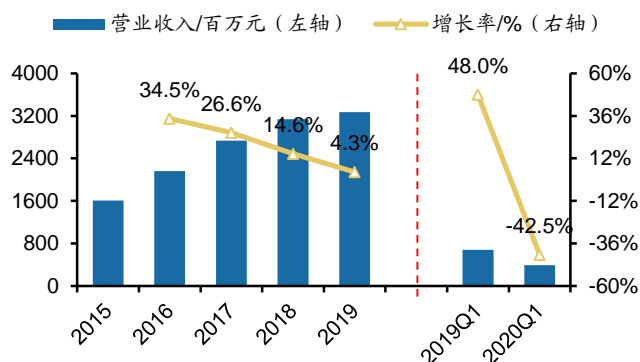


数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

(四) 中再资环：“国字头”电废龙头，渠道优势叠加垃圾分类业绩持续释放

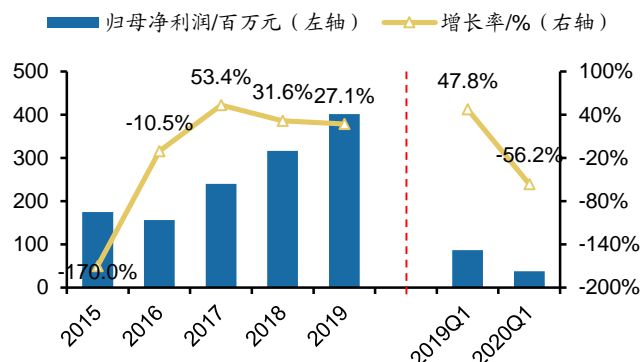
“国字头”电废龙头，再生资源拆解量全国第一。中再资环2015年借壳秦岭水泥实现上市，实际控制人是中国供销集团。截止2019年末上市公司核心资产为10家废旧电器电子产品处理基金补贴企业，核定处理能力2958万台/年，类别包括电视机、洗衣机、空调、电冰箱等“四机一脑”的回收、规范拆解和深加工。2019年公司拆解量1768万台，居行业第一名。2019年公司收入32.72亿元，归母净利润4.02亿元，其中家电拆解业务收入、净利润占比75%以上。

图 35：中再资环2015-2020Q1收入保持增长



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 36：中再资环2015-19年业绩保持增长



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

拆解厂及回收网络遍布全国，渠道优势叠加垃圾分类业绩有望持续释放。中再生和中再资源目前在全国23个省（区、直辖市）初步建立起环渤海、东北、华东、中南、华南、西南和西北等7大区域回收网络，5,000多个回收网点。2019年，中国供销集团再生资源板块业务收入199亿元，毛利13.82亿元，毛利率逐年提高。集团再生资源回收品类包括废钢、废塑料、废纸等品类。伴随垃圾分类持续推进，公司有望借助渠道优势进一步囊括垃圾分类带动的再生资源市场空间。

图 37：中再生和中再资源拆解厂及回收网络遍布全国

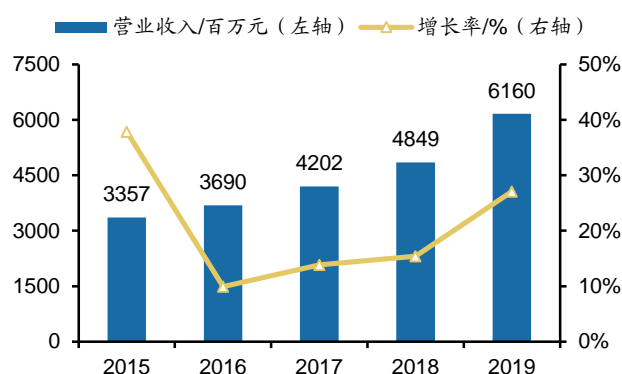


数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

(五) 瀚蓝环境：南海模式持续推进，焚烧+环卫一体化推进践行者

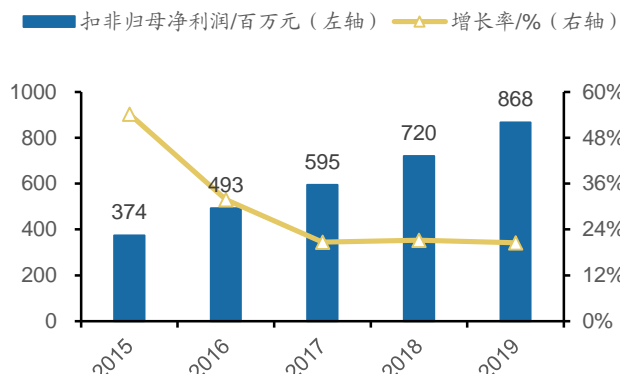
佛山南海区环境服务龙头企业，业务涵盖固废、燃气、供水和污水四大板块。公司原名南海发展于2000年上市，初期以供水业务为主，2004-2005年进入污水处理及固废领域。公司致力于成为“环境服务综合运营商”：在对佛山本地产业深度整合的基础上，于2014年起陆续收购创冠环保100%股权，2016年收购哈尔滨、大庆、牡丹江三市餐厨垃圾项目，同年与瑞曼迪斯合作进入危废领域，收购驼王生物进军农业垃圾处理，并于2019年收购国源环境进军环卫，立足佛山南海模式走向全国固废布局。

图 38：瀚蓝环境2019年营收同比增长27.04%



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

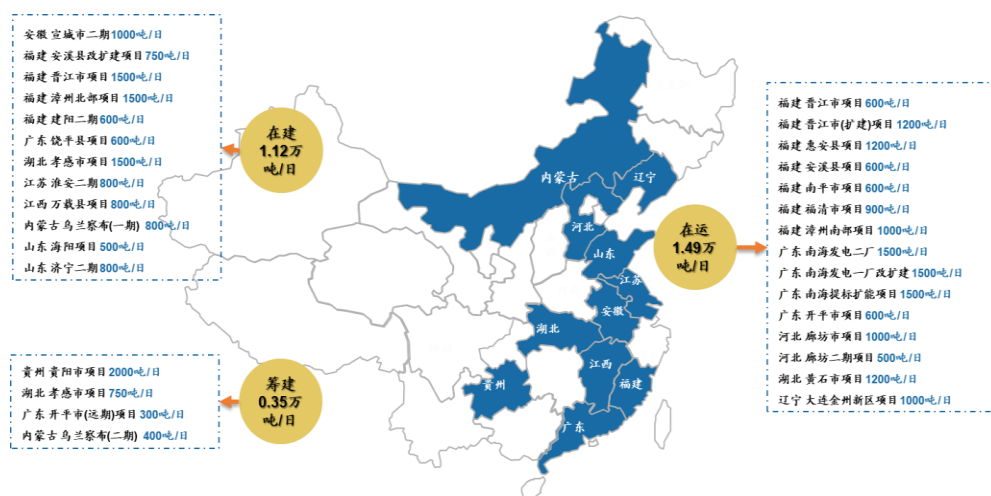
图 39：瀚蓝环境19年扣非归母净利润同比增长20%



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

公司预计2020年全年投产1.16万吨/日，焚烧产能2-3年内有望翻倍。结合可转债募集说明书和年报投产进度，截至2020年3月公司垃圾焚烧在运产能达1.49万吨/日（漳州南部项目及南海三期已于2020年1月投产）。在建及筹备达1.46万吨/日（已完成盛运环保项目收购），公司预计2020年全年将建成投产1.16万吨/日。此外，危废方面江西嘉兴项目已并表，赣州危废项目全年运营，佛山（南海）危废预计2020年6月建成。

图 40：持续高速外延扩张，瀚蓝环境项目分布情况（2019年末）



数据来源：定期报告，公司官网等，广发证券发展研究中心

公司收购国源环境切入环卫领域，加速“焚烧+环卫”产业链一体化布局。国源环境是一家以城乡环卫一体化和生活垃圾处理业务为核心的环境服务商。2019年，公司收购国源环境进军垃圾分类、市政清洁、垃圾收转运业务，有望完成固废全产业链拼图，强化产业链闭环协同作用。

表 13：瀚蓝环境于2019年收购国源环境

被购买方名称	股权取得时点	股权取得成本（亿元）	股权取得比例	购买日	购买日至期末被购买方的收入（万元）	购买日至期末被购买方的净利润（万元）
深圳市国源环境集团有限公司	2019/10/24	2.9	100%	2019/10/31	5781.52	354.23

数据来源：瀚蓝环境年报，国源环境官网，广发证券发展研究中心

五、风险提示

环卫项目招标进度较慢；湿垃圾项目运营的盈利能力波动较大；垃圾分类推广需要较长的时间周期。

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，2015 年、2016 年、2017 年新财富环保行业第一名，多年环保、燃气、电力等公用事业研究经验，带领团队荣获 2019 年新财富环保行业第一名。
- 邱长伟：资深分析师，北京大学汇丰商学院金融硕士，厦门大学自动化系学士，2015 年加入广发证券发展研究中心。
- 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：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：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。

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 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
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。