

固废行业深度报告

焚烧+环卫，固废全产业链时代渐行渐近

核心观点：

- **焚烧+环卫一体化是产业趋势：**(1) 伴随固废法修改、垃圾分类等政策推进，政府对于固废全产业链处置的需求在提升，特别是在焚烧补贴属地化不断探索、完善的背景下，全产业链布局才能无“后顾之忧”(补贴定价、政府沟通能力等方面)；(2) 龙头企业虽然普遍在建+筹建/投运机组在 1 倍附近、近 2-3 年成长无忧，但新签订单增速难以提升，需要类似环卫 2000 多亿市场打开成长空间，并且“焚烧+环卫”模式产业链上有协同性、商业模式互补(轻重资产)、异地扩张模式类似；(3) 特别是环卫市场化加快后，长周期、一体化、PPP 趋势显著(典型地区焚烧、环卫项目分别可贡献的营收水平接近，未来还可拓展再生资源等多项业务)，焚烧企业现有区域政府沟通能力较强(项目公司设在地，经营权普遍 20 年以上)，存量项目经营现金流良好，焚烧企业既有动力、又有优势。
- **已有旺能、瀚蓝等产业链拓展案例，借助主业加速扩张趋势明显。**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)、北控水务(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。上述企业主业大多在当地有 20 年以上的合作协议，可为政府打造固废一体化的解决方案，进军环卫领域顺理成章。我们看好“焚烧+环卫”一体化逻辑正向演绎：提升行业成长空间、产业链协同提升盈利能力。
- **垃圾焚烧为基建公募 REITs 重点支持行业，中长期估值水平向上打开。**基建公募 REITs 将垃圾焚烧等固废处置列入重点支持方向之一。短期来看，可盘活存量项目的资金沉淀、降低负债率，转为新基建项目的滚动投资。中长期来看，假设 2-3 年垃圾焚烧公募 REITs 普遍发行，则可为存量项目提供稳定的退出通道和项目估值预期，焚烧运营项目的中长期估值区间打开。
- **关注焚烧+环卫一体化固废运营公司，业绩景气周期已经开启。**作为地域性、拥有全产业链范例(旺能环境的湖州模式、瀚蓝环境的南海模式)的固废龙头，上述公司或将拓展“焚烧+环卫”业务模式，重资产结合，实现快速的异地复制。焚烧+环卫的产业链延伸提升成长空间，而公募 REITs 提升运营项目的估值，我们看好固废运营公司业绩预期和估值的双提升，**建议关注旺能环境、瀚蓝环境。**
- **风险提示。**产能投产进度不及预期；垃圾焚烧发电补贴政策变动；公司新订单获取速度低于预期。

行业评级

买入

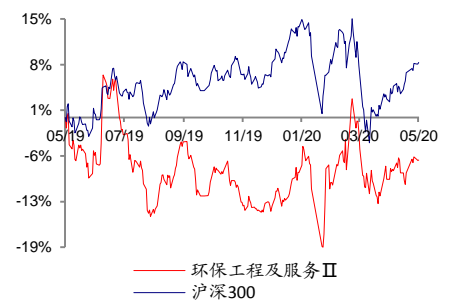
前次评级

买入

报告日期

2020-05-14

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:公募 REITs 打开估值空间，关注固废产业链一体化	2020-05-10
固废行业跟踪:新版固废法正式发布，助推大固废领域需求扩张	2020-05-05
环保行业 2019 年报和 2020 年一季报总结:业绩重回高速增长，公募 REITs 打开估值空间	2020-05-05

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	18.01	2020.5.6	买入	24.40	1.22	1.55	14.70	11.59	10.42	9.11	9.5%	9.3%
瀚蓝环境	600323.SH	CNY	21.50	2020.4.15	买入	24.71	1.37	1.63	15.66	13.21	10.55	8.94	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、焚烧+环卫是产业趋势，关注固废产业链一体化	5
（一）必然性 1：固废法修改及垃圾分类提升固废全产业链需求	5
（二）必然性 2：同地区焚烧对应环卫规模相当，由重向轻拓张优势显著	7
（三）必然性 3：环卫市场化加速，跑马圈地正当时	9
二、立足主业加速扩张案例频发，产业链一体化趋势明显	11
（一）旺能环境：主业垃圾焚烧，大股东美欣达 2017 年切入环卫领域	11
（二）瀚蓝环境：收购环卫企业国源环境，未来环卫业绩有望高增长	12
三、关注焚烧+环卫一体化固废运营公司，业绩景气周期已开启	14
（一）旺能环境：被低估的固废纯运营公司，进入业绩加速释放期	14
（二）瀚蓝环境：固废全产业链布局，瀚蓝模式异地扩张加速	17
四、投资建议	18
五、风险提示	18

图表索引

图 1: 公募 REITs 有望盘活环保存量资产并形成良性投资循环.....	7
图 2: 主流固废公司 2018 产能占比分布, 梯队逐步固化.....	7
图 3: 2018 年环卫服务市场集中度尚低.....	7
图 4: 环卫项目投资金额和年化收入比低于焚烧项目.....	8
图 5: 轻资产模式的环卫业务 ROE 水平高于垃圾焚烧.....	8
图 6: 近两年多家固废公司有望迎来投产高峰期.....	9
图 7: 在建在运比除绿色动力外均超过 50%.....	9
图 8: 2019 年环卫新签合同总额达 2223 亿元.....	9
图 9: 2019 年环卫首年服务金额达 550 亿元.....	9
图 10: 入库 PPP 项目中环卫一体化占 48%.....	10
图 11: 高金额、长周期的环卫服务订单数逐年增长.....	10
图 12: 旺能环境项目分布图 (截至 2019 年年末).....	11
图 13: 美欣达环卫接连斩获长久期的大额订单/个.....	12
图 14: 美欣达环卫订单主要来自浙江、河南地区.....	12
图 15: 瀚蓝环境项目分布图 (截至 2019 年年末).....	13
图 16: 瀚蓝环境加速“焚烧+环卫”产业链一体化布局.....	14
图 17: 公司 2019 年固废营收同比增长 36%.....	15
图 18: 固废业务近三年净利润维持 30%以上增速.....	15
图 19: 受益于炉排炉陆续投产, 盈利水平稳步上升.....	15
图 20: 公司在建+筹建/在运项目近 1 倍.....	15
图 21: 公司固废相关业务覆盖领域.....	16
图 22: 2019 年营收同比增长 27.04%.....	17
图 23: 2019 年扣非归母净利润同比增长 20.49%.....	17
图 24: 固废板块全年营收同比增长 50% (单位: 百万元).....	17
图 25: 固废、燃气、水务贡献 95%毛利 (单位: 百万元).....	17
图 26: 南海固废处理产业园.....	18
表 1: 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.....	5
表 2: 旺能环境南浔区焚烧项目收入约 1.43 亿元, 与环卫项目接近.....	8
表 3: 2020 年以来的新签项目依旧延续近两年来的大标模式.....	10
表 4: 2017 年以来美欣达集团环卫合同总额达 87.48 亿元.....	12
表 5: 2017 年以来美欣达新签环卫订单具体内容.....	12
表 6: 瀚蓝环境于 2019 年收购国源环境.....	13
表 7: 国源环境主要历史环卫订单情况.....	14
表 8: 旺能环境 2019 年股权激励计划.....	16
表 9: 公司 2019 年股权激励业绩条件.....	16
表 10: 可比公司估值表 (收盘日: 2020/5/13).....	18

一、焚烧+环卫是产业趋势，关注固废产业链一体化

（一）必然性 1：固废法修改及垃圾分类提升固废全产业链需求

伴随固废法修改、垃圾分类等政策推进，政府对于固废全产业链处置的需求在提升，特别是在焚烧补贴属地化不断探索、完善的背景下，全产业链布局才能无“后顾之忧”。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》，自2020年9月1日起施行。综合来看对垃圾焚烧及分类、危废处理、再生资源回收、环卫行业均有更高的要求，预期对相关领域需求产生积极的推动作用。此外制度端固废法明确要求推进生活垃圾处理收费制度，预计固废产业链各个环节收费来源、周期、价格体系有望明晰。

表 1：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	1. 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
	应原则	2. 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。
	统筹城乡，加强农村生活垃圾污染环境防治	3. 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。
五、完善建筑垃圾、农业固体废物等污染环境防治制度	规定地方可结合实际制定生活垃圾管理办法	4. 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。
		5. 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。
		6. 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。
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。	建立建筑垃圾分类处理、全过程管理制度	1. 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。
		2. 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。
		3. 规定环境卫生主管部门负责建筑垃圾污染环境防治工作，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。
加强过度包装、塑料污染治理力度		4. 要求工程施工单位编制建筑垃圾处理方案并报备案。
		5. 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。
		关于过度包装： 1. 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。

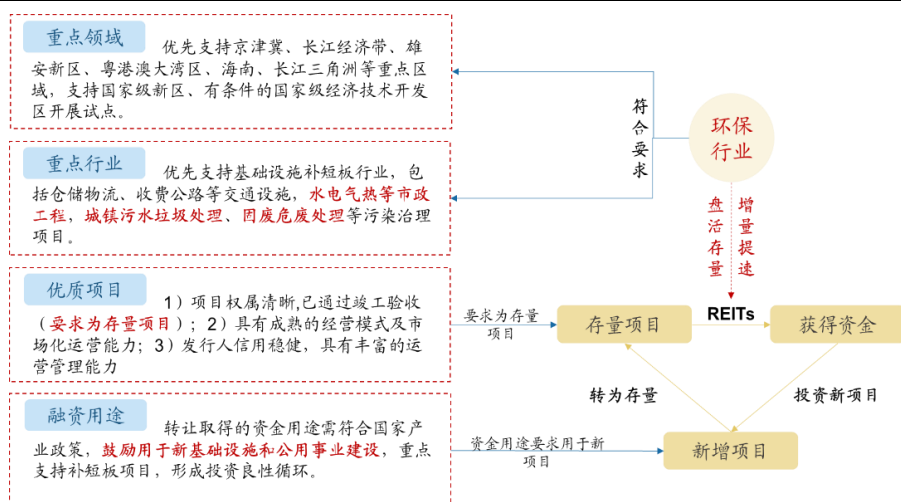
六、完善危险废物污染环境防治制度	规定危险废物分级分类管理、信息化监管体系、区域性集中处置设施场所建设等内容；加强危险废物跨省转移管理，通过信息化手段管理、共享转移数据和信息，规定电子转移联单，明确危险废物转移管理应当全程管控、提高效率。
七、健全保障机制	增加保障措施一章，从用地、设施场所建设、经济技术政策和措施、从业人员培训和指导、产业专业化和规模化发展、污染防治技术进步、政府资金安排、环境污染责任保险、社会力量参与、税收优惠等方面全方位保障固体废物污染环境防治工作。
八、严格法律责任	对违法行为实行严惩重罚，提高罚款额度，增加处罚种类，强化处罚到人，同时补充规定一些违法行为的法律责任。例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

垃圾分类有望推动固废处理费征收，重点城市配套收费制度有望建立。随着垃圾分类深入人心，按照“谁产生谁付费、多产生多付费”和差别化收费的原则，逐步建立分类计价、计量收费的制度，将有望成为固废行业变革的新方向。以上海市为例，其2019年7月印发的新版《上海市单位生活垃圾处理费征收管理办法》中，明确了建立与分类质量相挂钩的生活垃圾收费制度的要求。垃圾分类制度有望推动其配套收费制度的建立，关注其余重点城市相关垃圾收费制度进展情况。

污染防治为基建公募REITs重点支持行业，垃圾焚烧等环保项目后端运营融资问题有望解决。4月30日证监会、发改委发文推动基建公募REITs启动，污水垃圾处理、固废危废处理、水电气热等市政工程等污染治理项目位列优先支持的行列。基建公募REITs可盘活存量项目的资金沉淀、降低负债率，转为新基建项目的滚动投资、形成良性循环并有望作为运营资产的稳定退出通道。公募REITs的出现对于过去高投入的焚烧行业而言，有望置换资本金用于新的焚烧项目及产业链其他环节投资，从资金端的角度为上下游整合提供保障。

图 1：公募REITs有望盘活环保存量资产并形成良性投资循环

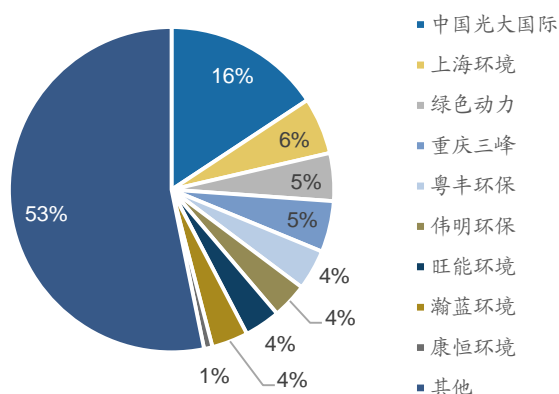


数据来源：证监会、发改委《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，广发证券发展研究中心

（二）必然性 2：同地区焚烧对应环卫规模相当，由重向轻拓张优势显著

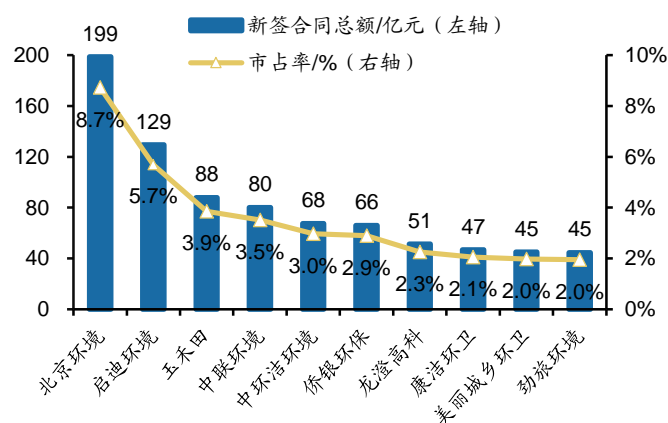
固废产业链下游的焚烧环节梯队逐步走向固化，上游环卫作为蓝海值得切入。目前垃圾焚烧市场集中度较高，根据各公司定期报告与相关债券募集说明书，2018年9家公司的现有焚烧产能占总产能的比例达到47%，梯队逐步固化。而环卫服务市场集中度目前还处于较低水平，2018年10家公司的新签合同总额合计占全年新签合同总额的35.9%，其中北京环境居首位为8.72%，整体来看集中度尚低。对于产业链下游的焚烧环节，环卫环节实质上是控制原材料和资源的环节。失去所在地区的环卫环节一方面会减少协同效应，另一方面可能会增加成本。因此，在焚烧集中度提升背景下环卫蓝海是焚烧公司必须争取的。

图 2：主流固废公司2018产能占比分布，梯队逐步固化



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

图 3：2018年环卫服务市场集中度尚低



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

同规模焚烧项目与环卫项目收入规模一致，环卫项目投资较低且ROE较高值得切入。以美欣达集团新签订的南浔环卫一体化项目为例，该项目的年化收入约1.6亿元，与

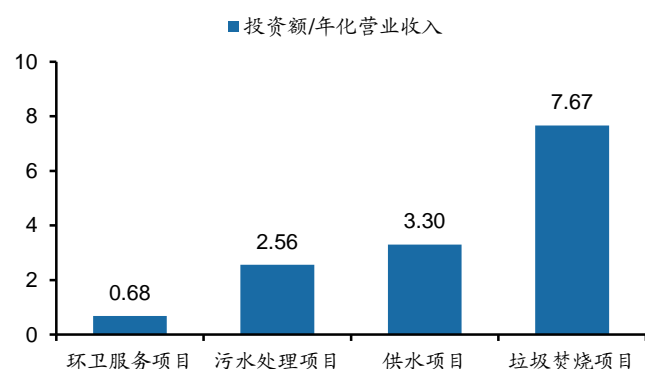
其当地焚烧项目收入1.4亿元（测算值）相近，同地区焚烧对应的环卫规模相当。对比环卫项目与焚烧项目，环卫典型项目的投资额与年化收入比为0.68，远低于焚烧典型项目的7.67；焚烧项目的ROE为13.68%，远低于环卫项目的28.93%。焚烧企业可以通过切入上游环卫，从投资收益的角度上就可以带动ROE提升，若考虑产业链协同效应，ROE提升会更佳明显，此外，进军环卫将有助于焚烧企业由重转轻，产业链整合的优势显著。

表 2：旺能环境南浔区焚烧项目收入约 1.43 亿元，与环卫项目接近

	2015	2016	2017
垃圾处理产能/(吨/日)	1500	1500	1500
垃圾接收量/万吨	45.8	54.2	54.75
处理率/%	87%	89%	90%
垃圾入炉量/万吨	39.8	48.1	49.3
吨发电量/(千瓦时/吨)	321	340	380
发电量/亿千瓦时	1.3	1.6	1.9
上网电率/%	84%	84%	84%
上网电量/亿千瓦时	1.1	1.4	1.6
价格数据			
垃圾处理费/(元/吨)[不含税]	107	107	107
上网电价/(元/千瓦时)[不含税]	0.56	0.56	0.56
燃煤电价/(元/千瓦时)[不含税]	0.43	0.43	0.43
收入测算			
垃圾处理收入/亿元	0.49	0.58	0.58
发电收入/亿元	0.58	0.73	0.82
收入合计/亿元	1.07	1.31	1.40

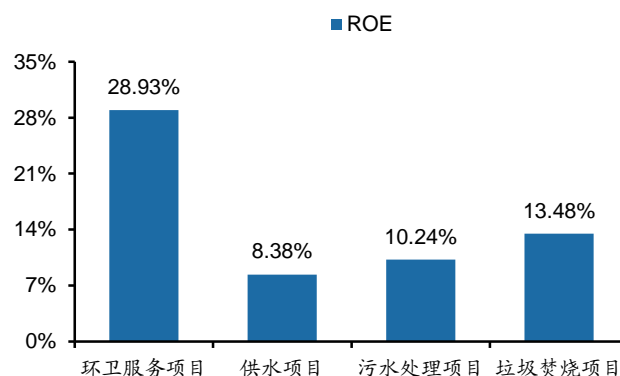
数据来源：招标网，旺能环境置换说明书，广发证券发展研究中心

图 4：环卫项目投资金额和年化收入比低于焚烧项目



数据来源：各公司定期报告，广发证券发展研究中心

图 5：轻资产模式的环卫业务ROE水平高于垃圾焚烧

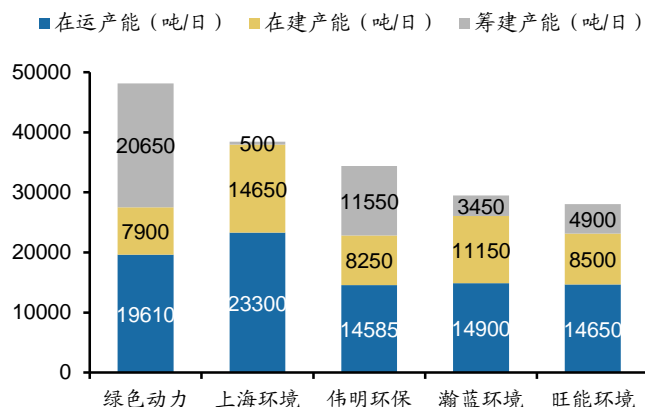


数据来源：各公司定期报告，广发证券发展研究中心

焚烧产能逐步进入收获期，后续需要新业务充实收入业绩体量。预期多家固废公司未来两年有望迎来投产高峰期，诸如绿色动力、上海环境、伟明环保、瀚蓝环境以及

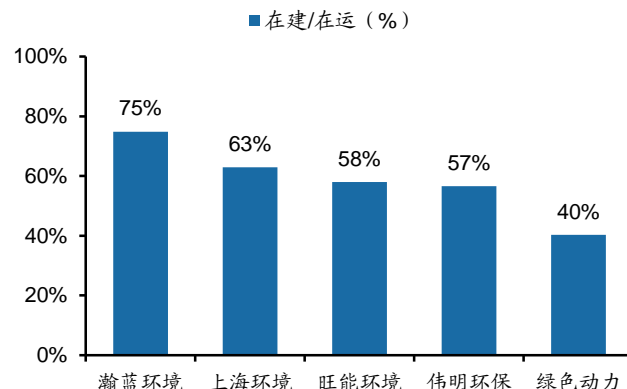
旺能环境5家A股龙头焚烧公司合计在建及筹建产能占总产能的51%。若考虑到焚烧厂前期规划及环评审核等筹建流程的周期一般为1年左右，而建设周期一般为12至18个月左右。预期多家固废公司未来两年有望迎来投产高峰期。进入投产高峰期后公司业绩将逐步趋于稳定，环卫项目作为固废优质子业务，纳入上市公司体内能够有效充实业绩体量。

图 6：近两年多家固废公司有望迎来投产高峰期



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

图 7：在建在运比除绿色动力外均超过50%

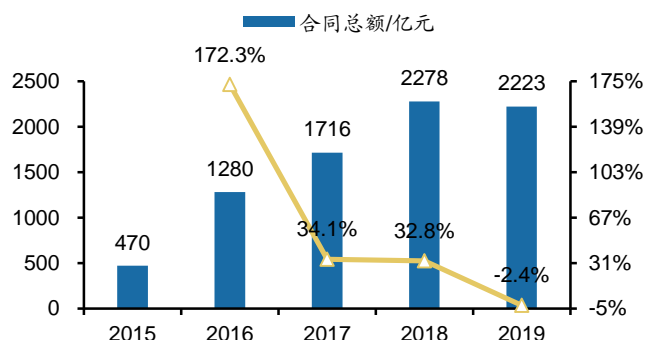


数据来源：各公司定期报告、债券募集说明书，广发证券发展研究中心

（三）必然性 3：环卫市场化加速，跑马圈地正当时

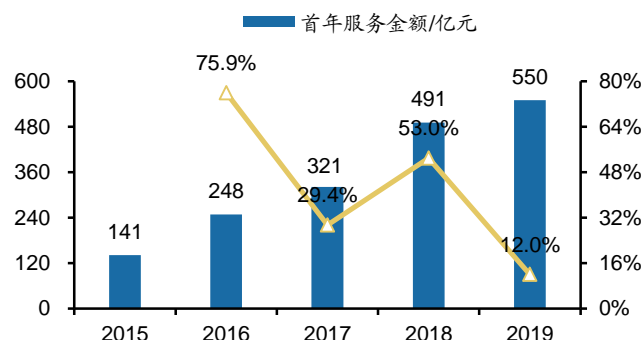
环卫市场化加速，近三年首年服务金额复合增速超30%。根据环境司南对环卫服务项目订单统计数据，近三年环卫项目当年新签合同总额快速增长，2019年达到2223亿元（2017年仅861亿元）；首年服务金额则由2017年的321亿元增长至2019年的550亿元，近三年复合增速超30%。

图 8：2019年环卫新签合同总额达2223亿元



数据来源：环境司南、广发证券发展研究中心

图 9：2019年环卫首年服务金额达550亿元

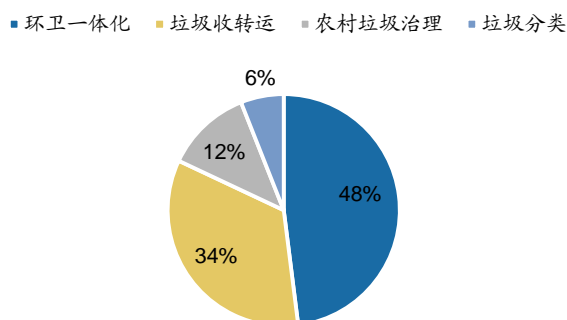


数据来源：环境司南、广发证券发展研究中心

环服订单向大型化、长期化、一体化迈进，需要资本保障。根据环境司南统计数据，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。

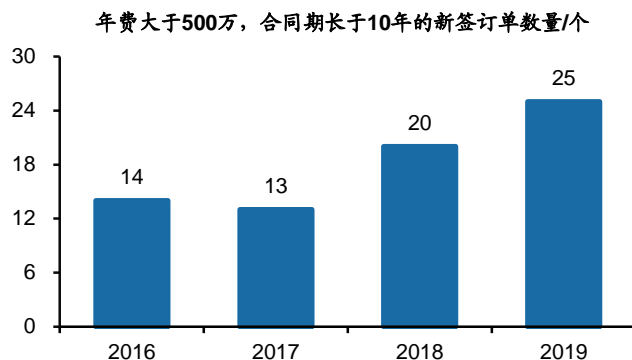
图 10：入库PPP项目中环卫一体化占48%



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 11：高金额、长期限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）

84亿宝安环卫PPP项目将开标，环卫项目长周期、一体化、PPP化成为趋势。根据环境司南新闻披露，5月11日左右深圳市宝安区新安、福永和福海街道环卫一体化PPP项目（15年，合计84亿元）将公布最终中标人。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、83.9亿元，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 3：2020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	2020/5/11	盈峰环境	83.9	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	侨银环保科技股份有限公司	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、云南中悦环保科技有限公司	4.6	20
4	江西省分宜县城乡环卫一体化 PPP 项目	2020/4/20	合肥净荃环保科技有限公司、劲旅环境科技股份有限公司	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	河北人和环境科技有限公司	4.3	8
6	辽宁省凌海市环卫行业市场化采购项目	2020/4/9	辽宁华清环境科技有限公司	2.0	8
7	北京经济技术开发区环卫养护项目（第 1 包）	2020/3/27	北京新洁环卫服务有限公司	5.6	3
8	黑龙江省哈尔滨市延寿县城乡环卫一体化项目	2020/3/27	北京轩昂环保科技有限公司	2.3	16
9	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
10	吉林省通化市柳河县环卫作业政府购买服务项目	2020/3/19	山东世基环境科技有限公司	4.1	12
11	安徽省六安市裕安区农村环卫一体化 PPP 项目	2020/3/18	劲旅环境科技股份有限公司	7.0	13
12	内蒙古赤峰市中心城区环卫一体化项目	2020/3/3	北京环境有限公司	6.8	3
13	江苏省南通市如东县城区环卫作业及股权合作项目	2020/1/23	中国天楹股份有限公司	7.3	10

14	宁波大榭开发区智能环卫一体化 PPP 项目	2020/1/22	徐州徐工环境技术有限公司	5.2	18
15	河北省廊坊市香河县农村生活垃圾治理工程（1 包）	2020/1/21	北京轩昂环保科技有限公司	6.2	16
16	河北省廊坊市香河县农村生活垃圾治理工程（2 包）	2020/1/21	长沙中联重科环境产业有限公司	5.9	16
17	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
18	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	美欣达环卫科技有限公司	28.0	28
19	天津市北辰区建成区环卫一体化项目	2020/1/2	福建龙马环卫装备股份有限公司	5.8	3

数据来源：环境司南，广发证券发展研究中心

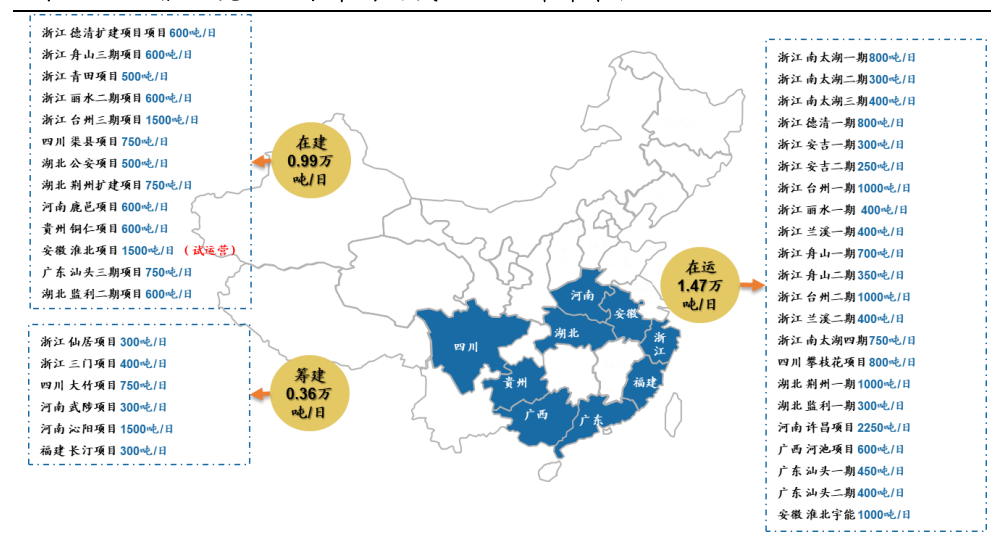
二、立足主业加速扩张案例频发，产业链一体化趋势明显

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）、北控水务（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。上述企业主业企业大多在当地有20年以上的合作协议，可为政府打造固废一体化的解决方案，进军环卫领域顺理成章。我们看好“焚烧+环卫”一体化逻辑正向演绎：提升行业成长空间、产业链协同提升盈利能力。

（一）旺能环境：主业垃圾焚烧，大股东美欣达 2017 年切入环卫领域

公司于2007年开始布局垃圾焚烧行业，十几年来形成“立足浙江，辐射全国”的市场拓展布局。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 12：旺能环境项目分布图（截至2019年年末）



数据来源：公司中标项目公告，公司定期报告，广发证券发展研究中心

伴随焚烧市场集中度提升，公司产能逐步进入收获期，大股东美欣达始于2017年对下游环卫领域进行布局。据招标网的统计，公司大股东美欣达集团自2017年进入环卫领域至今，子公司美欣达环卫已斩获环卫合同总额累计达87.48亿元，且以长久期的订单为主。其中如湖州、南浔、鹿邑等环卫拓展地区为焚烧产能已布局区域，

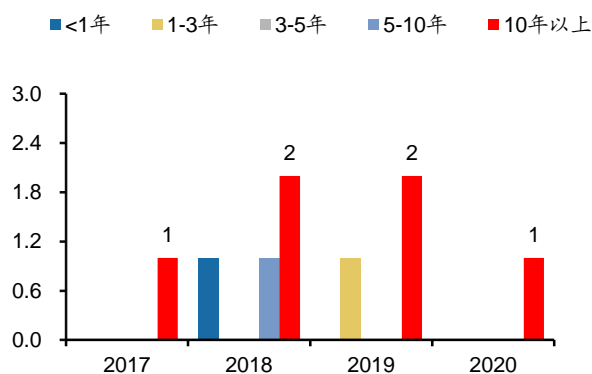
公司有望借助公司及大股东其他业务领域布局拓宽环卫业务范围，构建固废的一体化平台。

表 4：2017 年以来美欣达集团环卫合同总额达 87.48 亿元

	中标金额/亿元	年化服务费/亿元	订单数量/个
2020	28.00	1.00	1
2019	50.51	1.75	3
2018	1.49	0.19	4
2017	7.48	0.25	1
合计	87.48	3.19	9

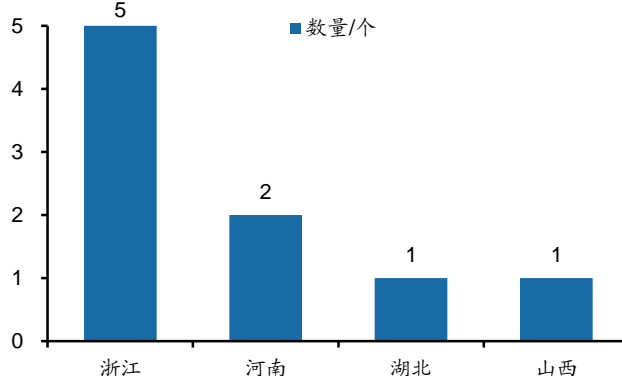
数据来源：美欣达公司官网，广发证券发展研究中心

图 13：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 14：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

表 5：2017 年以来美欣达新签环卫订单具体内容

项目名称	签订时间	中标金额 (万元)	年化服务金额 (万元)	期限 (年)
高平市城乡环卫一体化特许经营项目	2020/1/15	279979	9999	28
南浔区城乡环卫和固体废物（工业固废除外）综合处理一体化项目	2019/10/18	497776	16593	30
京山市全域垃圾处理 PPP 项目	2019/7/10	6157	308	20
嘉兴市王江泾镇一般工业固废清理、运输、处置焚化服务外包项目	2019/4/11	1136	568	2
湖州西凤漾垃圾中转站 PPP 项目社会资本采购（第三次）项目	2018/7/11	4544	227	20
修武县城乡环卫一体化政府购买服务项目二次	2018/5/22	10240	1280	8
湖州市吴兴区城乡环卫一体化 PPP 项目	2018/1/24	/	269	30
临海市大田街道河道保洁项目	2018/1/23	146	146	1
鹿邑县城乡环卫一体化 PPP 项目	2017/2/24	74826	2494	30

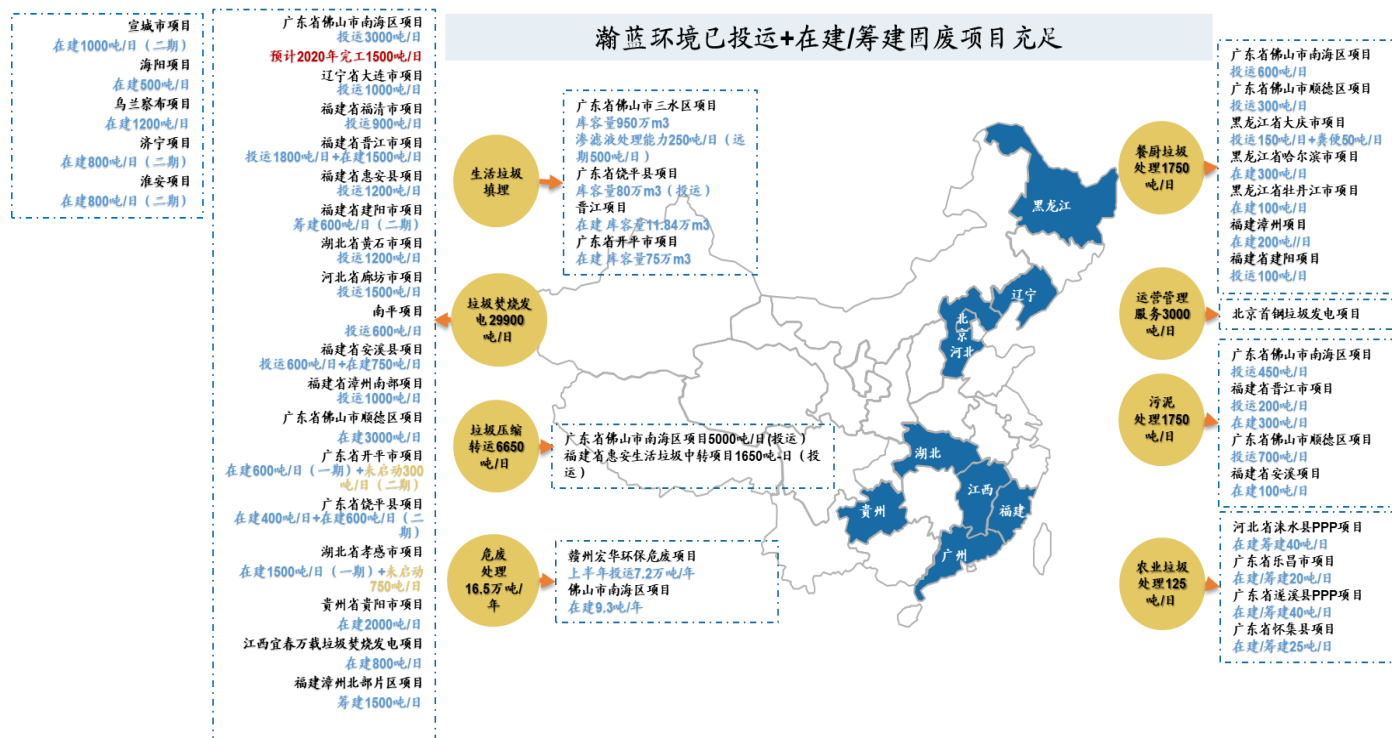
数据来源：招标网，广发证券发展研究中心

（二）瀚蓝环境：收购环卫企业国源环境，未来环卫业绩有望高增长

公司以“大固废”布局为核心驱动力，业务涵盖固废、燃气、供水和污水四大板块，同时在餐厨、填埋、危废等领域形成突破。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，在建及筹备达1.46万吨/日，公司预计2020年全年将建成投产1.16万吨/日。

图 15：瀚蓝环境项目分布图（截至2019年年末）



数据来源：公司中标项目公告，公司定期报告，广发证券发展研究中心

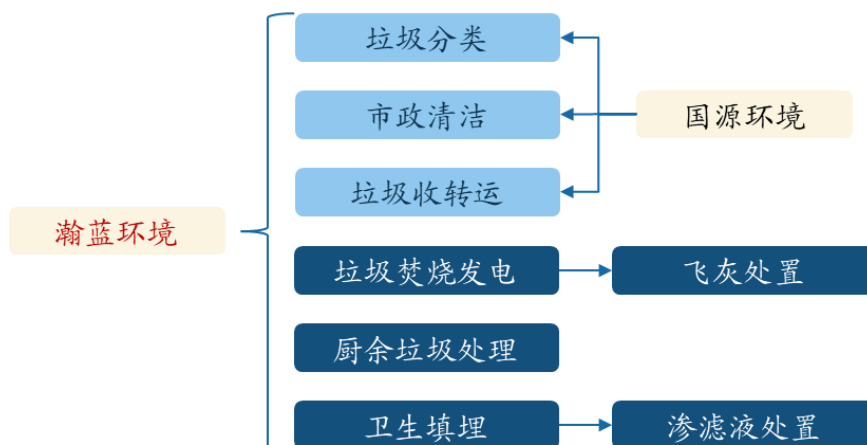
公司收购国源环境切入环卫领域，加速“焚烧+环卫”产业链一体化布局。国源环境是一家以城乡环卫一体化和生活垃圾处理业务为核心的环境服务商。2019年，公司收购国源环境进军垃圾分类、市政清洁、垃圾收转运业务，有望完成固废全产业链拼图，强化产业链闭环协同作用。

表 6：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

图 16: 瀚蓝环境加速“焚烧+环卫”产业链一体化布局



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

国源环境中标项目累计年费总额5亿元左右。国源环境创办于2010年，环境司南数据监测表明，该公司近年来先后在广东、贵州、江西、湖北、山东等多个省份中标环卫运营项目超过30个，中标项目累计年费总额在5亿元左右。

表 7: 国源环境主要历史环卫订单情况

中标时间	项目名称	中标金额 (万元)	期限(年)
2019/6/6	兴国县农村环卫一体化服务项目	20064	3
2019/1/11	兴国县环卫市场化服务项目	12021	3
2018/8/3	阳新县城乡环卫一体化市场化保洁服务项目	9500	/
2018/5/23	宁都县城区环卫作业和绿化管护市场化运作项目	11952	/
2017/12/25	深圳市宝安区新安街道办抑尘车作业营养服务项目	110	/
2017/10/17	青州市镇环境卫生保洁项目(包二)	11118	/
2014/12/19	沂源县城乡环卫一体化项目	4467	/

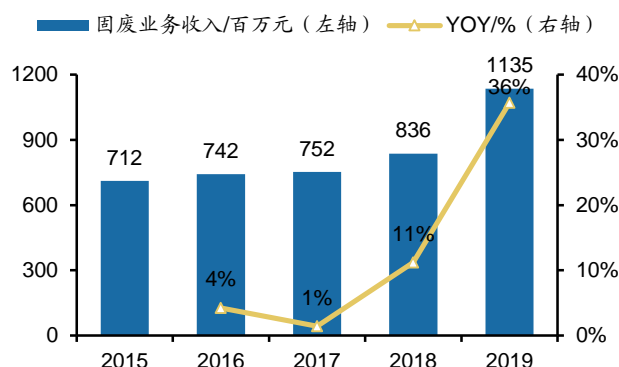
数据来源：瀚蓝环境年报，国源环境官网，广发证券发展研究中心

三、关注焚烧+环卫一体化固废运营公司，业绩景气周期已开启

(一) 旺能环境：被低估的固废纯运营公司，进入业绩加速释放期

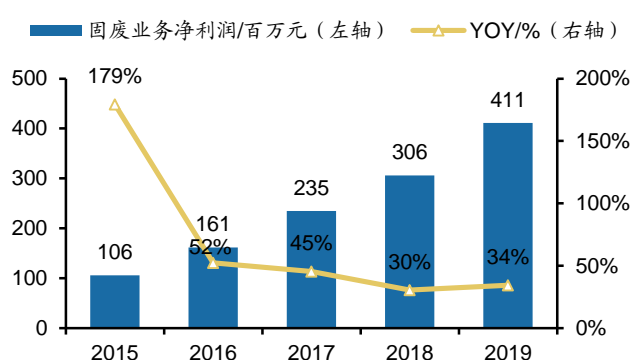
旺能环境成立于2007年，由美欣达集团出资组建，总部位于杭州，主要从事生活垃圾焚烧发电，十几年来形成“立足浙江，辐射全国”的市场拓展布局，2017年完成垃圾焚烧和印染业务置换后，公司成为纯运营垃圾焚烧公司（不确认工程）。2019年公司收入突破11亿大关，利润体量达到4亿元，同比增长超30%。

图 17: 公司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 18: 固废业务近三年净利润维持30%以上增速

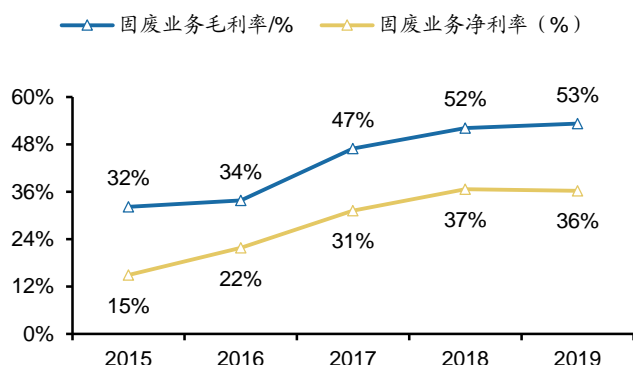


数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

存量项目技改完成, 经营效率与主流固废公司相当。早前公司有部分流化床项目, 近年来随着技改不断完成, 目前公司80%以上项目均为炉排炉技术(预期持续技改), 发电效率持续提升。公司典型项目盈利能力较强: 净利率超50%、ROE超过15%, 部分项目ROE超30%与伟明环保接近。

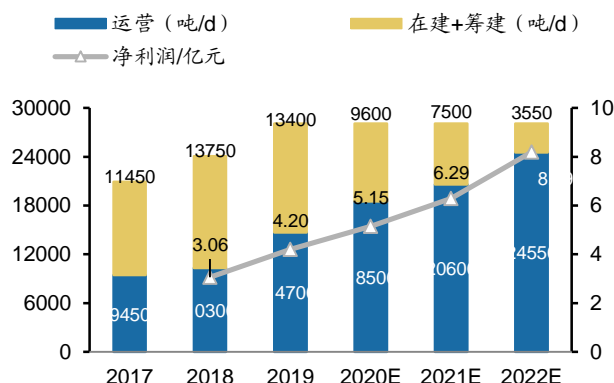
在建/在运近1倍, 30-40%为扩建项目, 盈利能力将提升: 根据公司定期报告披露, 截至2019年末, 公司在运规模接近1.5万吨/日, 尚未投运规模超过1万吨/日(其中30-40%为扩建, 投资额低投产进度快), 可扩张倍数与同业接近(1倍左右)。

图 19: 受益于炉排炉陆续投产, 盈利水平稳步上升



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

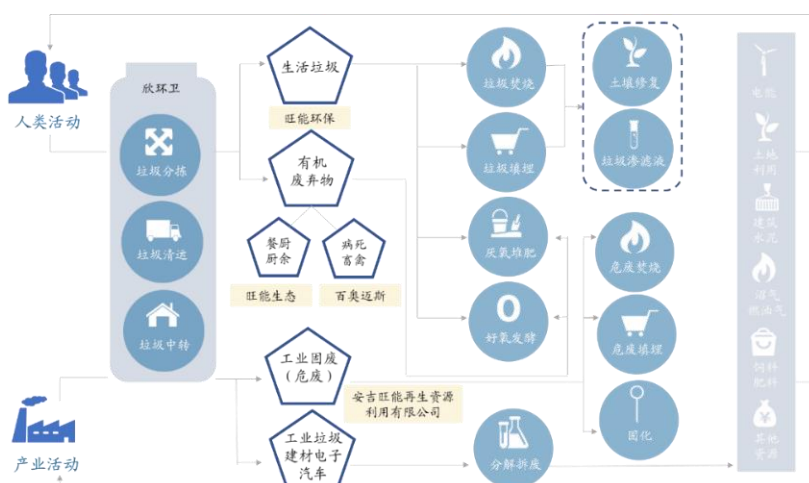
图 20: 公司在建+筹建/在运项目近1倍



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

大股东美欣达集团环保资产丰厚, 固废全产业链布局已成熟。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 21: 公司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

管理层激励绑定，彰显未来发展信心。公司于2019年12月通过限制性股票激励计划，向9名公司管理层及核心人员授予限制性股票480万股，占公司总股本的1.13%，授予价格为7.98元/股。激励计划的业绩考核目标为以2018年净利润为基数，2019-2021年业绩增长率不低于30%、45%、60%，对应利润为4.05、4.52、4.99亿元，彰显未来发展信心。

表 8: 旺能环境 2019 年股权激励计划

激励对象	9 人，包括：公司董事（独立董事除外）、高级管理人员等核心岗位员工。
方式	限制性股票
有效期	最长不超过 48 个月
授予日	2019/12/18
授予价格（元/股）	7.98
授予数量	480 万股：首次授予 420 万股，预留 60 万股

数据来源：《2019 年限制性股票激励计划（草案）》，《关于向激励对象首次授予限制性股票的议案》，广发证券发展研究中心

表 9: 公司 2019 年股权激励业绩条件

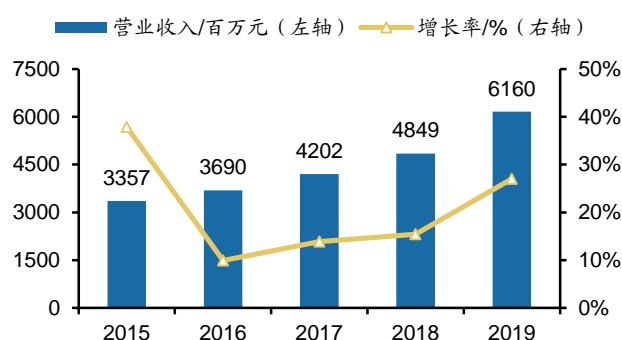
解除限售期		可解除限售股票比例	业绩考核指标（单位：亿元）	
首次授予的限制性股票	第一个	40%	2019 年净利润不低于	4.05
	第二个	30%	2020 年净利润不低于	4.52
	第三个	30%	2021 年净利润不低于	4.99
预留的限制性股票	若预留的限制性股票在 2019 年	第一个	2019 年净利润不低于	4.05
	年报披露前完成授予登记	第二个	2020 年净利润不低于	4.52
		第三个	2021 年净利润不低于	4.99
		若预留的限制性股票在 2019	第一个	2020 年净利润不低于
	年年报披露后完成授予登记	第二个	2021 年净利润不低于	4.99

数据来源：《2019年限制性股票激励计划（草案）》，《关于向激励对象首次授予限制性股票的议案》，广发证券发展研究中心

(二) 瀚蓝环境：固废全产业链布局，瀚蓝模式异地扩张加速

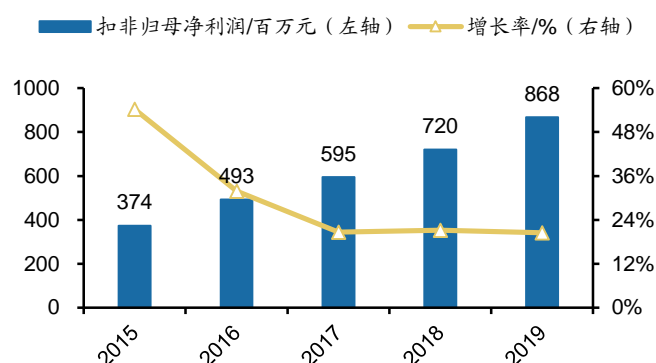
以“大固废”布局为核心驱动力，燃气、水务协同发展助业绩增长。公司为佛山南海区环境服务龙头企业，深耕固废业务的同时在餐厨、填埋、危废等领域形成突破，打造固废处理多元化格局。固废处理业务作为公司战略突破口，随着创冠项目的不断落地，固废营收占比逐年增高。公司固废业务 2019 实现营收 26.5 亿元（同比+50.14%）表现亮眼；燃气业务受益新用户开拓营收同比增长 14.06%；排水业务受益污水提标改造提价及新项目投产，营收同比增长 56.29%。

图 22：2019 年营收同比增长 27.04%



数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

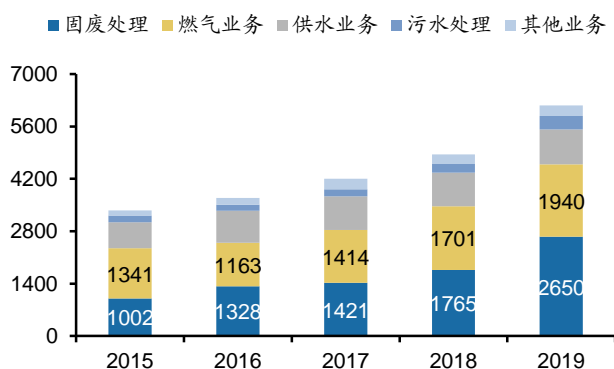
图 23：2019 年扣非归母净利润同比增长 20.49%



数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

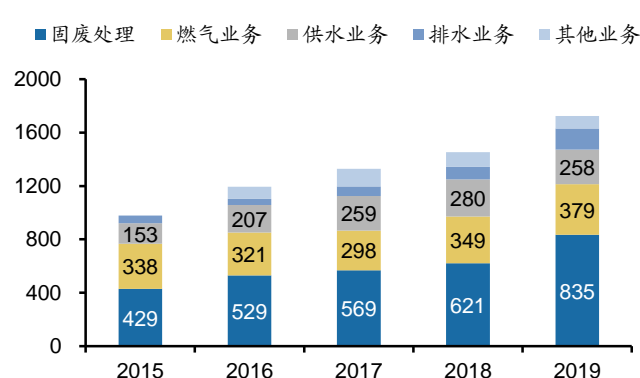
固废、燃气业务收入占比最高，固废业务为毛利增长的核心驱动力。分业务看，固废业务 2019 实现营收 26.5 亿元（同比+50.14%）表现亮眼，主要系处理量增长、新增产能投产带升整体盈利水平；根据公司定期报告，燃气业务受益新用户开拓，量价齐升下营收同比增长 14.06%；排水业务受益于污水提标改造提价以及新项目投产，营收同比增长 56.29%。

图 24：固废板块全年营收同比增长 50%（单位：百万元）



数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

图 25：固废、燃气、水务贡献 95% 毛利（单位：百万元）



数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

标杆“南海模式”，预期将助推公司全产业链布局。南海固废处理环保产业园规划建设了固体废物全产业链处理系统，形成了由源头到终端完整的固体废物处理产业链，包括前端（垃圾集中压缩转运）、中端（垃圾填埋、生活垃圾焚烧发电、污泥干化处理、餐厨垃圾处理）、末端（渗滤液处理、飞灰处理）。

1. 南海垃圾焚烧发电二厂为代表全国最高运营水平的AAA级垃圾焚烧发电厂；
2. 南海垃圾压缩转运系统为国家住房和城乡建设部科技示范工程；
3. 南海固废处理环保产业园以系统的整体规划，国际领先的建设标准，优于欧盟标准的排放指标，被称为“破解垃圾围城困境的‘南海样本’”，成为国内同行业标杆和典范。

图 26：南海固废处理产业园



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

四、投资建议

关注焚烧+环卫一体化固废运营公司，业绩景气周期已经开启。作为地域性、拥有全产业链范例（旺能环境的湖州模式、瀚蓝环境的南海模式）的固废龙头，上述公司或将拓展“焚烧+环卫”业务模式，重轻资产结合，实现快速的异地复制。焚烧+环卫的产业链延伸提升成长空间，而公募REITS提升运营项目的估值，我们看好固废运营公司业绩预期和估值的双提升，建议关注旺能环境、瀚蓝环境。

表 10：可比公司估值表（收盘日：2020/5/13）

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	归母净利润/百万元				PE			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002034.SZ	旺能环境	75.78	18.01	411	515	654	806	15.00	14.70	11.59	9.41
600323.SH	瀚蓝环境	164.75	21.50	913	1052	1247	1471	14.73	15.66	13.21	11.20
603568.SH	伟明环保	302.15	31.26	974	1235	1557	1919	22.47	24.46	19.40	15.74

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：旺能环境、瀚蓝环境盈利预测来自广发证券发展研究中心，伟明环保盈利预测来自 WIND 一致预测

五、风险提示

产能投产进度不及预期；垃圾焚烧发电补贴政策变动；公司新订单获取速度低于预期。

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，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：研究助理，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。

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
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。

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

营业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。