

政策发力行业回暖，危废龙头迎来整合窗口

——东江环保（002672）深度报告

增持（维持）

日期：2020年05月28日

报告关键要素：

公司布局粤港澳、长三角等国家核心区域，研发能力强，资质涵盖 44 类，是行业内危废资质最为齐全的龙头企业。2016 年起经历多次股权转让，广东广晟、江苏汇鸿成为公司第一、二大股东，合计国有控股比例高达 30.37%，股东资源丰富。公司 2019 年营收 34.59 亿元，同比增长 5.31%，实现归母净利润 4.24 亿元，同比增长 3.93%。

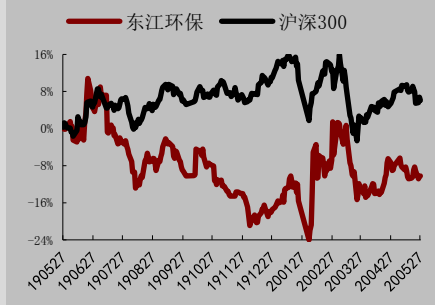
投资要点：

- **政策发力监管加强，危废行业景气度提升：**我们测算 2020 年工业危废年产量已超过 1 亿吨，但由于持证企业产能利用率低、处置种类错配等因素，持证处理规模仅达 34%，CR8 仅达 28%。伴随政策落地以及运营监管的加强，未来行业将逐渐规范化，龙头企业将迎来新一轮合并期，市场占有率将进一步提升。
- **公司产能储备充足，运营资质齐全：**截至 19 年末公司具备危废处理能力 190 万吨/年，在建及拟建产能超 61 万吨/年，布局覆盖东部沿海及四川、新疆等 10 个工业大省，并通过外延兼并高速扩张，子公司达 70 个。公司目前的危废资质覆盖 44 类，为业内最全。
- **研发投入高速增长，提高产能利用率：**19 年研发费用 1.27 亿，同比增长 39.12%。同期新增授权专利 68 项，目前共有专利 450 个。产能利用效率领先行业，公司利用先进技术对现有项目实施工艺改进，多项研发成果实现了产业化，加快转换低效资质，产能利用效率高达 44%，同期行业平均仅为 26.41%。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 20-22 年营业收入分别为 38.06/44.09/50.18 亿元；归母净利润 5.17/6.15/7.03 亿元，同比增长 21.9%/19.0%/14.3%；EPS 分别为 0.59/0.70/0.80 元/股。考虑到公司在危废处理行业的龙头地位，给予未来 6 个月目标价 11.8 元，对应 20 年 PE 为 20 倍，维持公司“增持”评级。
- **风险因素：**产能释放不达预期；资源化利用下游产品价格波动；环保监管力度不达预期；竞争加剧毛利下滑；测算可能存在误差。

基础数据

行业	公用事业
公司网址	
大股东/持股	HKSCCNOMINEESLIMIT ED/22.76%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	879.27
流通A股(百万股)	660.42
收盘价(元)	9.69
总市值(亿元)	85.20
流通A股市值(亿元)	63.99

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2020年05月27日

相关研究

万联证券研究所 20140303_点评_AAA_东江环保点评报告

分析师：周春林

执业证书编号：S0270518070001

电话：021-60883486

邮箱：zhoucl@wlzq.com.cn

研究助理：江维

电话：01056508507

邮箱：jiangwei@wlzq.com

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,459	3,806	4,409	5,018
增长比率(%)	5.3%	10.0%	15.8%	13.8%
净利润(百万元)	424	517	615	703
增长比率(%)	3.9%	21.9%	19.0%	14.3%
每股收益(元)	0.48	0.59	0.70	0.80
市盈率(倍)	20.1	16.5	13.9	12.1

资料来源：wind，万联证券研究所

投资核心观点**● 公司整体判断**

公司是危废治理行业龙头，建立了多元化的产业格局和全业务链的废物处理能力，综合竞争力较强。目前公司业务链不仅横跨工业固废和市政固废两大领域，还配套发展一站式环保服务，贯通废物收集运输、资源化综合处理、无害化处理处置的完善产业链条，服务范围已延伸至生活垃圾、市政污泥及污水处理等领域。公司持续加大研发投入，通过不断开发和创新，现拥有工业废液、废渣、城市生活垃圾处理、污泥处理、餐厨垃圾处理和资源化利用的多项核心技术，并形成在工业危险废物及城市固体废物处理处置和综合利用等领域丰富的技术储备和研发成果。

● 估值和评级

预计公司 20-22 年营业收入分别为 38.06/44.09/50.18 亿元；归母净利润 5.17/6.15/7.03 亿元，同比增长 21.9%/19.0%/14.3%；EPS 分别为 0.59/0.70/0.80 元/股。考虑到公司在危废处理行业的龙头地位，给予未来 6 个月目标价 11.8 元，对应 20 年 PE 为 20 倍，维持公司“增持”评级。

● 股价触发因素

危废相关政策落地；地方危废设施建设规划引导出台；固废处理 REITs 试点项目推行；危废污染监管加强；

● 风险提示

产能释放不达预期；资源化利用下游产品价格波动；环保监管力度不达预期；竞争加剧毛利下滑；测算与实际可能存在误差。

目录

1、立足广东面向全国，打造危废行业龙头	5
1.1 背靠两大国资，股东资源丰富	6
1.2 以危废处理为核心，积极拓展相关业务	6
1.3 深耕国家核心区域，产能布局覆盖东部沿海大省	8
1.4 盈利能力出色，核心业务稳步增长	8
2、政策推动行业回暖，融资渠道进一步拓宽	11
2.1 多地打响环保攻坚战，危废处理重回发展轨道	12
2.2 处置能力缺口巨大，实际产能远低于核准	13
2.3 行业准入壁垒高，整合空间大	15
2.4 顺应基础设施建设 REITs，资产变现加速企业扩张	16
3、龙头地位稳固，多维度提高市场占有率	17
3.1 产能持续释放，业绩增长明确	17
3.2 危废资质齐全，竞争优势明显	19
3.3 持续研发投入，提高技术门槛	20
3.4 盘活运营资产，外延扩张可期	21
4、盈利预测与投资建议	22
5、风险提示	25
图表 1：公司发展历程	5
图表 2：公司股权结构	6
图表 3：公司业务布局	7
图表 4：公司营收构成变化趋势	7
图表 5：公司 2019 年细分营收构成	7
图表 6：公司布局区域图	8
图表 7：公司 2019 年营收地域构成	8
图表 8：公司营业收入及同比	9
图表 9：公司归母净利润及同比	9
图表 10：公司 ROE 同行对比	9
图表 11：公司毛利率同行对比	9
图表 12：公司各产品毛利率	9
图表 13：公司 2019 年毛利结构	9
图表 14：公司三项费率	10
图表 15：公司资产负债率	10
图表 16：我国危废主要来源	11
图表 17：我国工业固体废物产量（万吨）	11
图表 18：我国危险废物产量（万吨）	11
图表 19：危废相关法律法规及政策	12
图表 20：2016 年至今各地危废政策情况	12
图表 21：世界各国危废占固废比例（%）	13
图表 22：我国危险废物对标法估测量（万吨）	13
图表 23：我国危险废物普查法估测量（万吨）	14
图表 24：全国危废利用统计量与持证经营规模（%）	14
图表 25：危废持证单位核准产能与实际利用量（万吨）	14
图表 26：工业危废无害化准入壁垒	15

图表 27: 危废资质各规模厂家数.....	16
图表 28: REITs 试点项目具体要求.....	16
图表 29: 公司固定资产在建工程及同比 (百万元)	17
图表 30: 公司在建工程情况.....	18
图表 31: 2018 年危废处置企业经营资质前十	19
图表 32: 公司资质产能地域分布 (万吨)	19
图表 33: 持证项目分布及平均资质产能.....	19
图表 34: 公司目前专利状态.....	20
图表 35: 公司目前专利类型.....	20
图表 36: 2019 年公司研发专利情况.....	21
图表 37: 2015 年以来公司收购兼并完成情况.....	21
图表 38: 公司各项业务收入预测.....	23

万联证券

1、立足广东面向全国，打造危废行业龙头

东江环保股份有限公司创立于 1999 年，是一家专业从事废物管理和环境服务的高科技环保企业。公司致力于工业和市政废物的资源化利用与无害化处理，配套发展水治理、环境工程、环境检测等业务，构建完整产业链，铸造以废物资源化为核心的多层次环保服务平台，为企业的不同发展阶段定制和提供一站式环保服务，并可为城市废物管理提供整体解决方案。

公司 2003 年在香港 H 股上市，成为国内首家境外上市的民营环保企业，并通过外资合作等方式进行技术引进立足广东，在 2005 年与法国威立雅共同建设了广东首危废综合处理示范中心。从 2007 年开始深入挖掘固废产业上下游，进军填埋气综合利用、生活垃圾、市政污泥、餐厨垃圾、电子废弃物等细分市场，并于 2012 年在深交所 A 股上市。

公司自 2013 年开始逐步走向全国，通过新设、并购和收购等方式拓展经营，形成了覆盖泛珠江三角洲、长江三角洲及中西部地区的以工业及市政废物无害化处理及资源化利用为业务核心的产业布局。2015 年收并购 7 家环保企业，为夯实珠三角、做大长三角、谋篇京津冀环渤海、布局中西部市场的区域拓展战略定下基调。

公司 2016 年通过引入广晟，释放国资优势，凝聚内部力量，充分发挥国企和民企的综合优势、取长补短，致力于树立国有控股、A+H 两地上市的混合所有制的典范。背靠广东、江苏两大国资资源积极进行开发和创新，现拥有工业废液、废渣、城市生活垃圾处理、污泥处理、餐厨垃圾处理 and 资源化利用的多项核心技术，并形成在工业危险废物及城市固体废物处理处置和综合利用等领域丰富的技术储备和研发成果。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，万联证券研究所

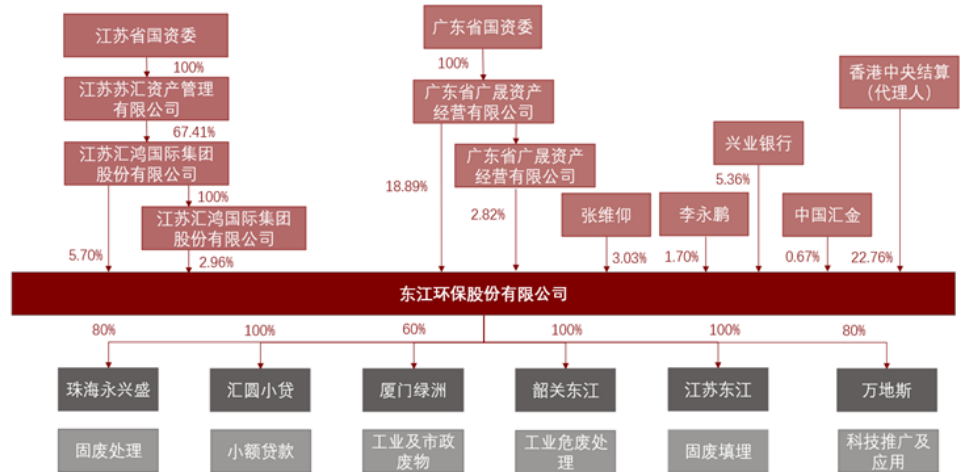
1.1 背靠两大国资，股东资源丰富

公司目前的实际控制人为广东省国资委，广国资全权控股的广东广晟经营有限公司于 2016 年通过受让张维仰所持有股份和二级市场增持成为可实际支配公司最大单一表决权的股东，形成了以国有资本为主导、以民营资本为助力的混合所有制资本结构。截止至 2020 年 1 季度广晟持有公司股本 1.91 亿股，占公司股本的 21.71%。

在控股股东的支持下，公司积极响应政府战略政策并于 2017 年 4 月成功发行绿色公司债券“17 东江 G1”，成为首家在深交所公开发行绿色债券并上市的企业。同年 6 月，公司与珠海水务集团、珠海斗门区政府签署了三方战略合作框架协议，就黑臭河涌水体治理、工业垃圾、建筑垃圾及危险废物处理处置、农村污水一体化建设、污水厂的建设提标、污水管网建管维护、斗门区域内餐厨垃圾收运、环境检测等其他领域全面形成了战略合作伙伴关系。

2018 年，江苏省国资委通过全权控股的江苏汇鸿集团入股东江环保，成为第二大股东，目前持有股本 0.76 亿股，占公司股本的 8.66%。汇鸿集团于 2019 年 8 月与公司合资成立江苏汇鸿东江环保公司，主营对固体及危险废弃物处置及其再生利用，通过对接汇鸿在项目资源、市场资源、人才资源等方面多年的储备，已具备较好的环保资源基础。公司固废处理业务下游主要涉及化工产业，而江苏的化工企业较多，环保市场广阔，汇鸿集团的引入有助公司在长三角做大做强。

图表 2：公司股权结构



资料来源：公司官网，万联证券研究所

1.2 以危废处理为核心，积极拓展相关业务

公司是危废处理行业的龙头企业，业务发展以工业固废治理为核心，深入推进工业废物的处置处理以及资源化利用，并利用自身的行业地位以及技术积累积极拓展相关细分市场。公司目前的主营业务包括四大板块：工业废物处理、环保工程及服务、市政废物处理以及增值性服务。

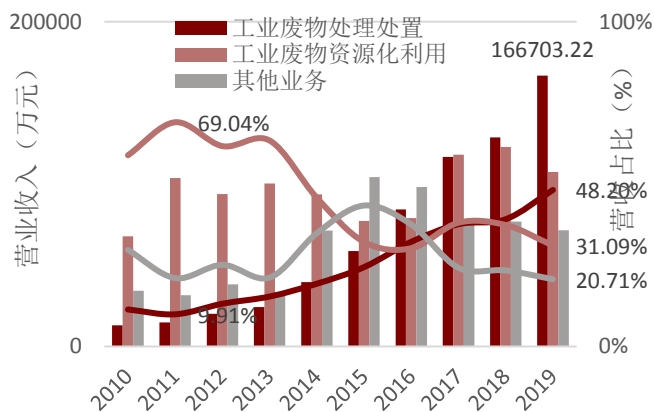
图表 3：公司业务布局

主要板块	相关业务	主要内容
工业废物处理	工业废物无害化处置	通过化学、物理和生物等手段对工业企业产生的有毒有害的废液、污泥及废渣等废物进行减量化处理和无害化处置
	资源化利用	从高浓度工业废液中提炼重金属并加工成化合物
	资源化产品销售	对硫酸铜、氧化铜、碱式氯化铜、硫酸镍、次氧化锌等资源化产品进行销售
环保工程服务	水处理	对污水处理过程中产生的污泥进行稳定化、固化改性填埋
	环保工程建设及运营	主要是提供环境保护设施工程的技术咨询、设计、建设、运营管理
市政废物处理	垃圾发电	垃圾焚烧发电、填埋气发电
	市政废物处理及资源化	对城市生活垃圾进行清运和卫生填埋以及生活垃圾填埋渗滤液进行处理达标排放
增值性服务	化工产品贸易	购销本公司及其主要工业客户所需的辅助化工原料
	环境监测、修复、救援	环境影响评价和环境检测等
	电子废弃物拆解	电子废品的拆解回收
	再生能源及 CDM 交易	对于垃圾焚烧发电、填埋气发电等再生能源的交易

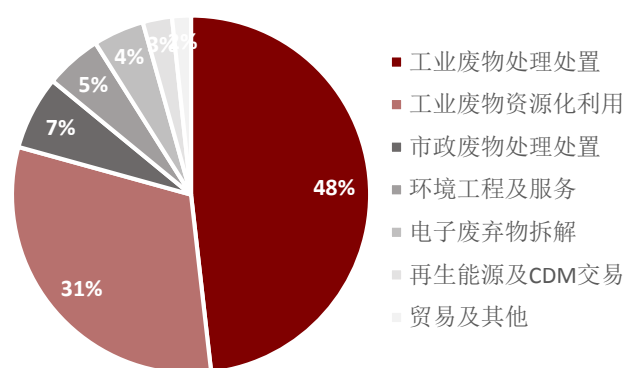
资料来源：公司官网，万联证券研究所

公司积极调整产品结构。公司创立初期业务以工业废物资源化利用为主，营收占比在 2011 年高达 69.04%，同期工业废物无害化处置业务占比仅为 9.91%。随着我国工业固废的处置缺口的扩大、相关政策以及法律法规的陆续出台，工业废物无害化处置业务从 14 年开始进入高速增长期，营收占比快速上升并于 2016 年首次超越资源化利用业务。在 2019 年公司营业收入的 34.6 亿中，工业废物处理处置贡献 16.7 亿，占比 48.2%；工业废物资源化利用贡献 10.8 亿，31.09%；工业废物的处理及资源化利用共占 79.29%，形成了以工业废物处理及资源化为核心，多项业务协同发展的局面。

图表 4：公司营收构成变化趋势



图表 5：公司 2019 年细分营收构成



资料来源: Wind, 万联证券研究所

资料来源: Wind, 万联证券研究所

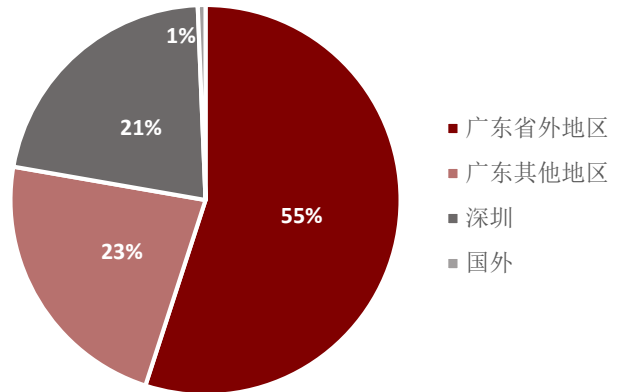
1.3 深耕国家核心区域，产能布局覆盖东部沿海大省

公司积极执行夯实珠三角、做大长三角、谋篇京津冀环渤海、布局中西部市场的区域拓展战略。截至 2019 年，公司已拥有 70 家分子公司，并通过新设、并购和收购等方式拓展经营，形成了覆盖泛珠江三角洲、长江三角洲、华北和中西部地区的以工业及市政废物无害化处理及资源化利用为业务核心的产业布局。

广东省外地区营收超 50%，市场布局日趋完善。公司深度参与广东、江苏、浙江、山东、福建、江西、湖北、河北、四川及新疆等工业危废大省的工业废物处置网络建设，占据了最为核心的工业危废市场，19 年通过收并购及自主投资等方式拓展了广东佛山、广东揭阳、广东珠海、广东惠州等区域，进一步巩固在广东的领先地位。全年营收 34.6 亿中广东省外贡献 19 亿，占比 54.99%；广东地区除深圳外贡献 7.87 亿，占比 22.75%；深圳地区贡献 7.49 亿，占比 21.62%；境外地区贡献 2215 万，占比 0.64%。

图表 6: 公司布局区域图

图表 7: 公司 2019 年营收地域构成



资料来源: 公开数据整理, 万联证券研究所

资料来源: Wind, 万联证券研究所

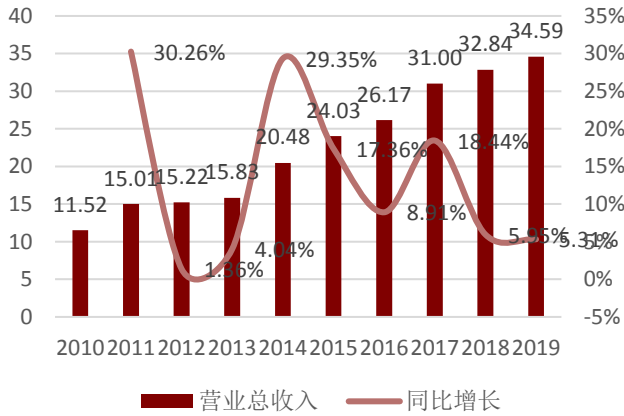
国资股东资源丰富，广东地区增长明显。公司聚焦危废主业，坚持落实战略规划，进一步扩大危废产能规模、提高产能利用率，深耕粤港澳大湾区、长三角、京津冀与环渤海等区域市场，集合政府、行业等各方优势资源，拓展优质危废项目，坚持走内生加外延式扩张的发展策略。公司充分发挥控股子公司在环境治理的骨干力量和托底作用，深化巩固在粤港澳大湾区和华东地区的战略布局优势，积极发挥股东的协同优势，重点提升在广东、江苏两省的市场份额，19 年营业收入在深圳以及广东省内其他地区的增长率分别为 11.34% 和 14.86%。

1.4 盈利能力出色，核心业务稳步增长

公司盈利能力强，业绩增长稳定。公司近三年营收分别为 31.00、32.84、34.59 亿元，同比增速分别为 18.44%、5.95%、5.31%。19 年实现归母净利润 4.24 亿元，同比增长 3.93%；扣非净利润 3.61 亿元，同比增长 11.75%。19 年业绩增长主要是由工业

废物处理处置业务保持稳健增长,无害化产能投运加速等因素导致。公司 2019 年 ROE 为 10.11%, 近四年 ROE 的下滑主要是由于废物处理处置毛利率的下降导致的, 公司的 ROE 领先于行业平均水平, 在行业市值前十的环保企业中位列第 7, 盈利能力出色。

图表 8: 公司营业收入及同比



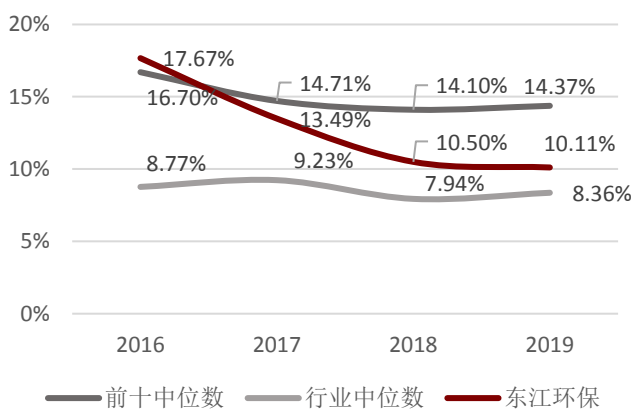
图表 9: 公司归母净利润及同比



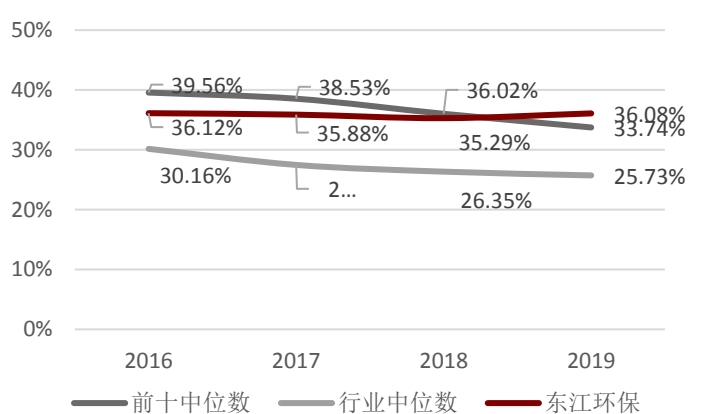
资料来源: Wind, 万联证券研究所

资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表 10: 公司 ROE 同行对比



图表 11: 公司毛利率同行对比



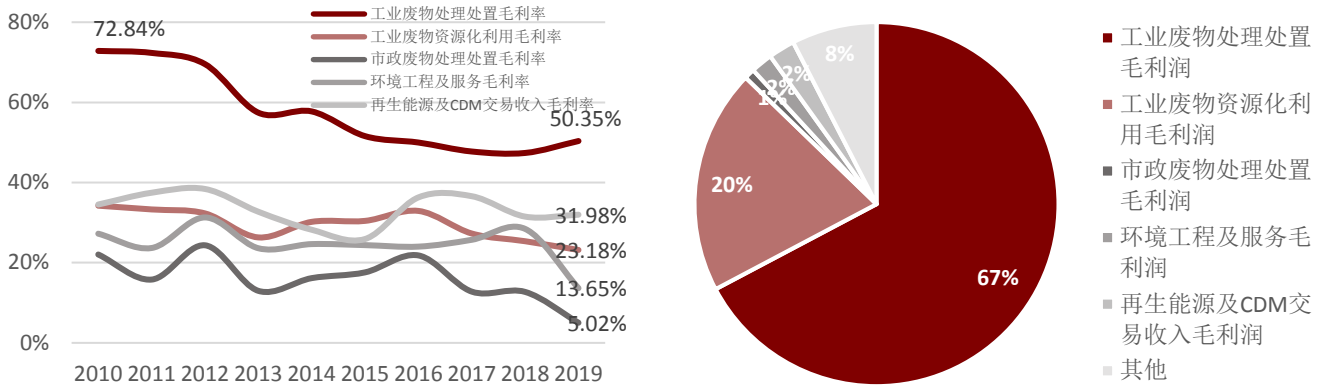
资料来源: Wind, 万联证券研究所

资料来源: Wind, 万联证券研究所

公司大力发展工业危废处理处置业务, 综合毛利水平高。公司 19 年综合毛利率高达 36.08%, 在行业中脱颖而出, 同期环保行业前十的毛利率中位数为 33.74%, 行业中位数为 25.73%。公司综合毛利率之所以能在行业中保持高位, 主要是因为公司大力发展工业废物处理处置业务, 由于存在技术、资质、资金上的壁垒, 该业务的毛利率在 17 年高达 72.84%; 随着今年行业产能的逐渐释放毛利有所下滑, 但在 19 年依然保持在 50.35% 的位置。公司 2019 年毛利润中工业废物处理处置业务以 55% 的营收占比贡献了 67% 的毛利润, 而工业废物资源化利用则以 23% 的营收占比贡献了 20% 的毛利润。两项业务共占公司毛利润的 87%。

图表 12: 公司各产品毛利率

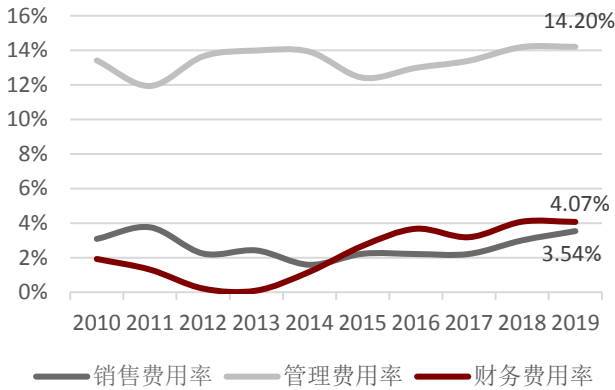
图表 13: 公司 2019 年毛利结构



资料来源: Wind, 万联证券研究所

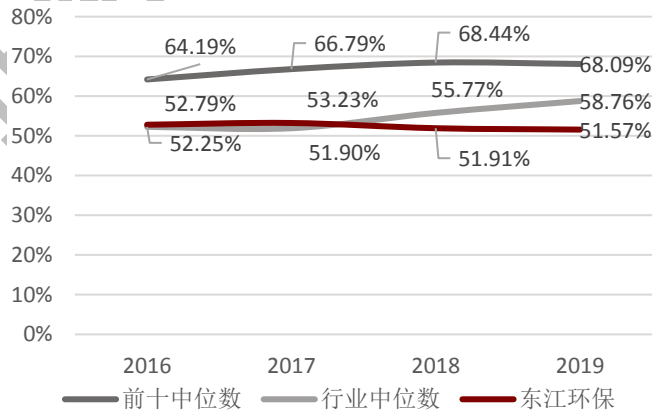
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图 14: 公司三项费率



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图 15: 公司资产负债率



资料来源: Wind, 万联证券研究所

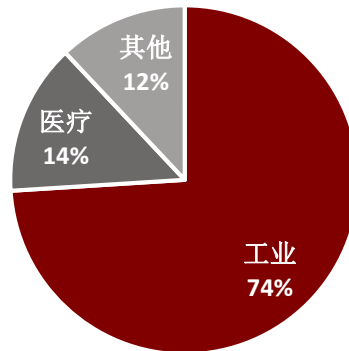
三项费率维持稳定，资产负债率低于行业平均。年报披露 19 年销售费用 1.22 亿元，同比增长 24.14%，主要由于 2019 年危废市场竞争加剧，公司加大市场开拓力度，加强公司业务品牌宣传及管理等原因。2019 年公司研发费用支出为 1.27 亿元，同比增长 39.12%，主要因为公司为应对环保产业快速的发展和激烈的竞争，持续加大研发投入，加快产品研发、技术和管理创新。财务费用及管理费用相对稳定，整体来看公司期间费用率近年来一直维持在 20% 左右。公司的资产负债率低于行业中位数，安全边际高，随着新基建 REITs 的推动也有望盘活存量资产，实现轻资产快速扩张。

2、政策推动行业回暖，融资渠道进一步拓宽

危险废弃物是具有腐蚀性、毒性、易燃性、反应性、感染性等一种或几种危险特性的废物，不妥善处理造成的危害极大。环保部 2016 年发布的修订版《国家危险废物名录》中，危险废物分为 46 大类，共有 479 种。按来源划分主要有三大类：

- (一) 工业危废，如废酸废碱、金属类、有机类、残渣类等
- (二) 医疗废物，如医疗卫生、制药等行业产生的医疗废物等
- (三) 日常生活过程产生的废物，如生活中的杀虫剂、农业中的农药等

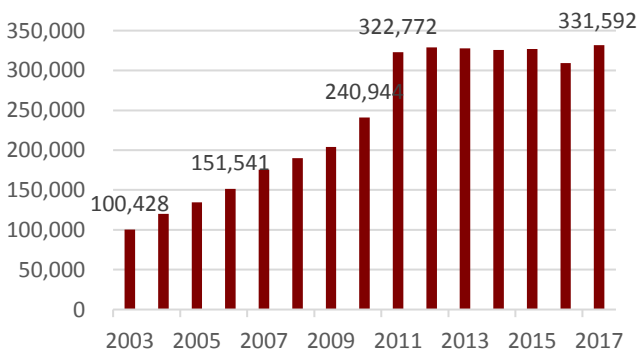
图表 16：我国危废主要来源



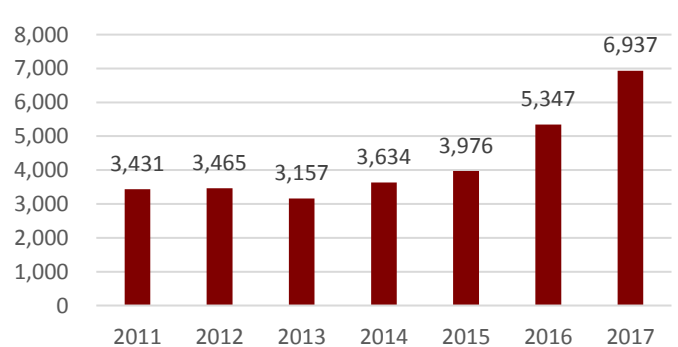
资料来源：国家危废名录，万联证券研究所

工业危废处置行业政策引导性强。《名录》收录的危险废物中，70%以上是来自于工业行业，工业危废的无害化处理以及资源化利用是我国危废污染防治攻坚战的重中之重。目前我国工业危废处理行业依然是以政策为导向，这是由我国环境保护监管不力、标准不健全等因素所决定的。随着 2011 年企业危废申报下限由 10kg 调整至 1kg，2013 年的两高司法解释、2016 年的环保督查等政策的出台，大量游离于监管之外的危废得到查处，2011、2016、2017 年我国工业固废及危废产量统计值出现激增。未来随着监管的逐渐严格，标准逐渐建立，相关政策逐渐得到落实，我国危废产量统计数据将逐渐反映我国真实的现状，因此危废处置能力缺口也将进一步显现。目前行业整体已经呈现危废处置供不应求的局面，我国 17 年工业固废产量统计值已达 331592 万吨，危废产量统计值达 6937 万吨，而同期无害化处置量占比仅达 24%和 36%。

图表 17：我国工业固体废物产量（万吨）



图表 18：我国危险废物产量（万吨）



资料来源: Wind, 万联证券研究所

资料来源: 生态环境部《2015 全国环境统计年报》, 万联证券研究所

图表 19: 危废相关法律法规及政策

出台时间	相关文件	发展期
1995	《中华人民共和国固体废物污染防治法》	危废概念萌芽期
2001	危废填埋及贮存污染控制标准	
2003	《全国危险废物和医疗废物处置设施建设规划》	
2004	《危险废物经营许可证管理办法》	
2008	《国家危险废物名录》	
2009	建立危险废物台账作为申报基础	
2010	《第一次全国污染源普查公报》	
2011	危废申报下限由 10kg 改为 1kg	
2013	《环境污染犯罪司法解释》	
2015	《全国环境统计年报》	
2016	《中华人民共和国环境保护税法》	
2016	新《国家危险废物名录》	
2018	清废行动	成长期
2019	《全国大中城市固体废物污染环境防治年报》	
2020	《固体废物污染环境防治法》	

资料来源: 政府网站, 万联证券研究所

2.1 多地打响环保攻坚战, 危废处理重回发展轨道

自 2013 年危废入刑以来, 我国对于危废污染的监管逐渐加强。2016 年环保部同公安部联合开展打击涉及危废环境违法犯罪专项行动, 检查涉及危废单位 46397 家, 立案查处 1539 起, 公安机关追究刑事责任 330 件, 其中天津立案处罚 22 家、河北通报批评 17 家、湖北责令整改 100 家。

危废监管政策落地, 工业省市处置需求加大。地方危废政策越来越贴合各省的发展现状。以四川省为例, 由于目前的工业结构以重工业为主, 省内大量的化工、医药、有色、石化企业产生的危险废物种类多、数量大, 对危险废物集中处置的需求缺口大。因此在 17 年四川省环保厅印发《四川省危险废物集中处置设施建设规划(2017-2022)》, 对危险废物、集中处置进行了布局, 提出具体目标分“两步走”: 到 2020 年, 新增危险废物处置能力 40.5 万吨/年, 全省危险废物集中处置能力达到 49.86 万吨/年; 到 2022 年, 新增危险废物处置能力 23.3 万吨/年, 全省危险废物集中处置能力达到 73.16 万吨/年。随着环保攻坚战持续发力, 19 年全国多地相继下发危废设施建设规划, 大力推进水泥窑协同处置等技术落地, 并进一步约束了危险废物跨省转移等情况, 一方面从引导供给端提高省内处置能力, 另一方面从需求端限制了省外危废的流入, 政策的推行利好东部沿海、四川、新疆等核心工业省市的危废行业发展。

图表 20: 2016 年至今各地危废政策情况

出台时间	省份	相关文件
2016-4	浙江	《浙江省危险废物集中处置设施建设规划(2015-2020 年)》

2017-3	福建	《福建省“十三五”危险废物污染防治规划》
2017-6	湖北	《“十三五”湖北省危险废物规范化管理督查考核工作方案》
2017-7	山东	《山东省“十三五”危险废物处置设施建设规划》
2017-8	安徽	《安徽省“十三五”危险废物污染防治规划》
2017-9	四川	《四川省危险废物集中处置设施建设规划（2017-2022）》
2017-10	广西	《广西壮族自治区人民政府办公厅关于加强全区危险废物处置利用设施建设的指导意见》
2017-11	广东	《广东省固体废物污染防治三年行动计划（2018-2020年）》
2019-1	河南	《河南省危险废物集中处置设施建设布局规划指导意见的通知》
2019-1	山东	《山东省生态环境厅关于调整危险废物跨省转移联单发放有关事项的通知》
2019-1	河北	《河北：关于加强全省水泥窑协同处置危险废物管理的通知》
2019-1	上海	《上海市2019年危险废物规范化管理督查考核工作实施方案》
2019-2	云南	《云南省危险废物转移跨省审批指南（完整版）》
2019-2	陕西	关于修改《危险废物经营单位审查和许可指南》部分条款的公告
2019-3	青海	关于征求《关于进一步加强危险废物跨省转移环境监管工作的通知（征求意见稿）》意见建议的函
2019-6	山东	《关于加强危险废物处置设施建设和管理的意见》

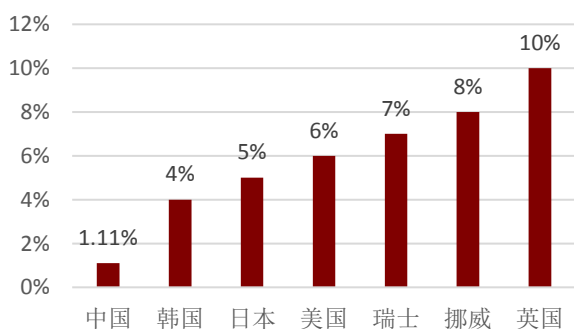
资料来源：政府网站，万联证券研究所

2.2 处置能力缺口巨大，实际产能远低于核准

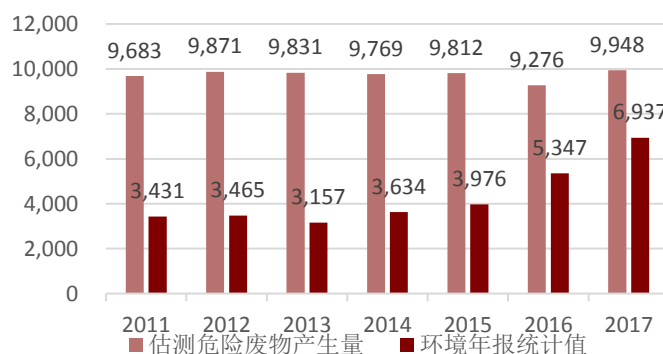
统计口径失真，实际危废生产量已达1亿吨。由于生态环境部《2015全国环境统计年报》采取的是自主申报的原则，统计数值与危废实际产生量的偏差很大。以2007年《第一次全国污染源普查公告》为基准，环保部统计2007年危废产生量为1079万吨，而普查结果为4574万吨，约为统计年报的4.5倍，实际的处置能力缺口应该更大。我们在此通过两种方法估算我国的危废实际产生量：

(一)：按危废占一般工业固废的占比，对标发达工业体进行测算：

图表 21：世界各国危废占固废比例（%）



图表 22：我国危险废物对标法估测量（万吨）



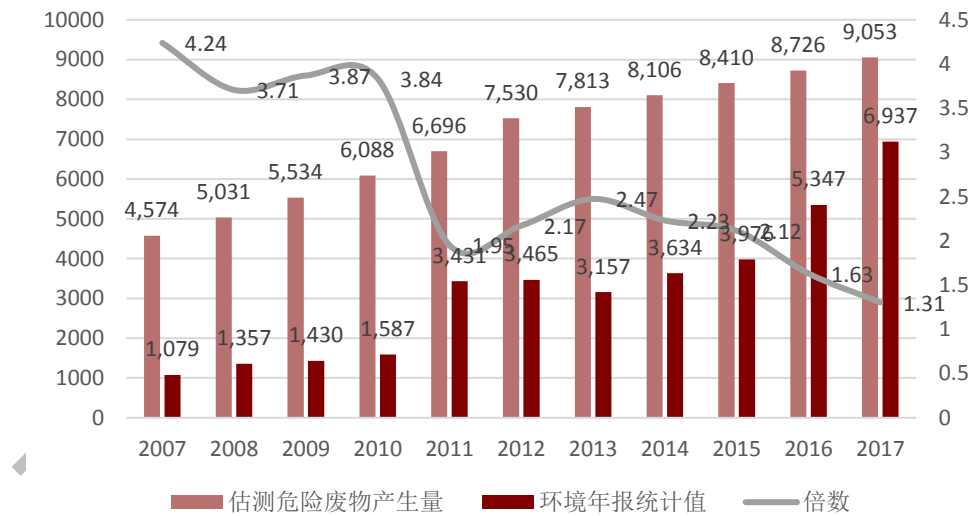
资料来源：中国产业信息网, 万联证券研究所

资料来源：Wind, 万联证券研究所

2016 年欧美危废占工业固废比例均在 6% 以上，而日本、韩国占比在 5-6%，保守估计我国的危废占比为 3%，根据我国工业固体废物产量数据进行估算，2017 年估测生产量为 9948 万吨，我国目前的危险废物产生量应达到 1 亿吨以上。

(二): 以 2007 年《第一次全国污染源普查公告》的结果为依据，结合环境年报统计值的增长率进行测算，剔除统计口径从 10kg 调整到 1kg 的变动影响:

图表 23: 我国危险废物普查法估测量 (万吨)



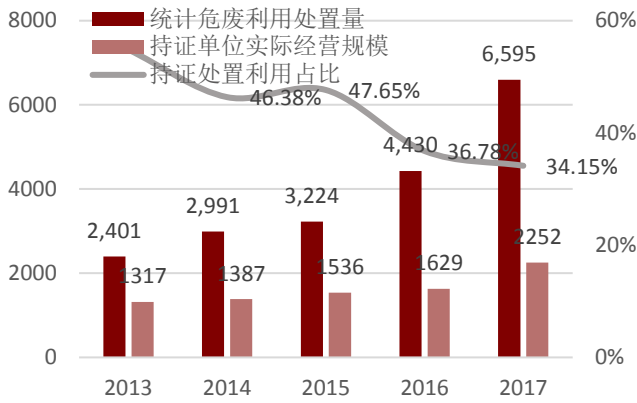
资料来源：Wind, 万联证券研究所

由于统计值的增长除了产生量实际增长也包含了监管加强导致的数据变化，在此我们不直接以 07 年的 4.24 倍作为估值依据，而是结合统计年报的复合增长率进行估算。此外，2011 年统计年报的统计口径从 10kg 调整到 1kg 造成 2011 年统计数据的激增，而此变化反映的是统计数据更进一步与实际数据贴近，因此 2011 年的增长率不能直接纳入参考范围，在此我们把数据分为 2011 年前后两段计算复合增长率，以 07 年的普查值作为起始基准进行估算，2017 年估测危废生产量为 9053 万吨，按此方法计算我国目前的危废生产量应该在 1 亿吨以上。

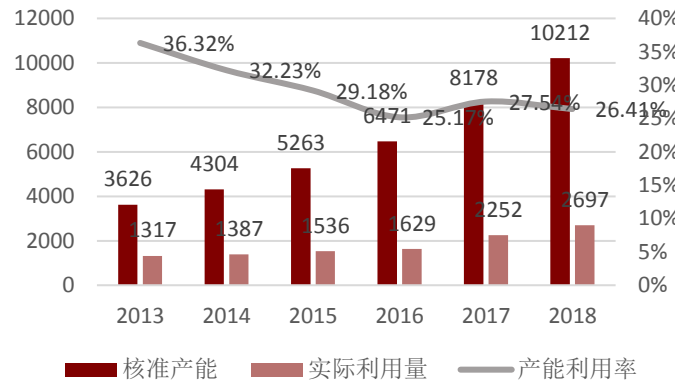
持证规模产能利用率低。除了需求端上危废产生量数据失真以外，供给端上看我国也面临着持证单位规模占比低、实际产能低于核准规模的现象。2017 年我国危废利用处置量统计值为 6595 万吨，但危废持证单位实际经营规模为 2252 万吨，占比仅达 34.15%，反映出企业内部处置、资质错配等问题，2018 年危废持证单位的实际产能利用率仅达 26.41%。随着排放标准逐渐严格，危废处置技术门槛将进一步提高，未来危废处置能力的缺口将进一步扩大，行业龙头填补这部分无效、落后产能退出后产生的空缺，提高产能利用效率。

图表 24: 全国危废利用统计量与持证经营规模 (%)

图表 25: 危废持证单位核准产能与实际利用量 (万吨)



资料来源：生态环境部《全国大中城市固体废物污染环境防治年报》，万联证券研究所



资料来源：生态环境部《全国大中城市固体废物污染环境防治年报》，万联证券研究所

2.3 行业准入壁垒高，整合空间大

危废处置包括资源化处置和无害化处置，其中无害化处置具有更高的准入壁垒，包括严格复杂的产能资质审批、要求极高的危废处置技术、一定时间积累的管理经验以及与政府长期合作建立的信任基础等。新的市场参与者无法在短期内通过大量资金投入的方式对原有的市场格局形成较为明显的冲击。

图表 26：工业危废无害化准入壁垒

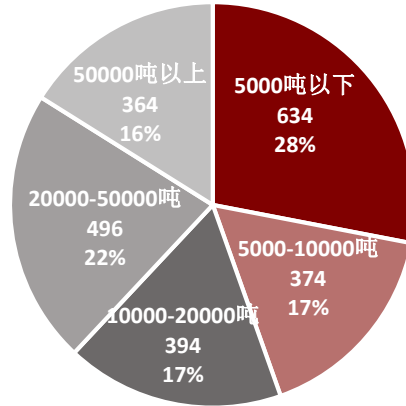
壁垒	内容
资质壁垒	取得危废资质需经过严格复杂的审批程序，从选址、可研、环评到开工建设一般需要 3 年，经环保部门环保验收合格后，环保部门根据处理能力颁发危废处理资质，获取资质需要 3-5 年，甚至 7-8 年。全资质运营商可提供快捷的一站式服务，具备竞争优势。
技术壁垒	危废处理需要应用物理、化学和生物等综合学科技术，特别是在处理技术的应用和有效性方面，需经过长期的经验积累。
经验壁垒	危废具有腐蚀性、毒性等危险特性，如风险控制经验不足，会给环境造成严重的二次污染。
信任壁垒	无论是政府还是相关合作企业，均会选择有过往可追溯经验的工业危废处理企业进行合作，行业的高要求导致新进入企业无法在短期内获得外界的信任。

资料来源：公司官网，万联证券研究所

行业持牌处置规模低，供需种类错配严重。目前我国危废无害化牌照仍非常紧缺，94%的危废处置企业经许可处置的危废种类都小于 10 种，88%的企业处理种类小于 5 种，而能处理 25 种以上危废品类的企业仅占 1%。我国 2018 年实际危废产生量约 1 亿吨，其中约 30%需要进行无害化处理，而同期全国危废处理产能规模 10212 万吨，实际产能利用量仅达 2697 吨，其中无害化产能占比仅约 27%，缺口接近 2300 万吨。一方面是因为目前的供需种类不匹配。危废种类繁多，因而每种危废需要不同的处置技术与处置资格，我国 90% 以上危废处置企业仅能处置 5 种以下危废种类，供需种类错配

的现象较为严重。另一方面由于环评及建设期长等因素，有大量拥有牌照却无实际处置能力的危废企业。

图表 27：危废资质各规模厂家数



资料来源：各省环保厅，万联证券研究所

市场呈现“散、小、弱”的特点，整合空间大。目前危废市场集中度低，CR8 仅达 28%，市场格局非常分散。目前我国 99%的工业危废处理企业为民营企业，平均处理规模仅为 3 万吨，处置能力 3 万吨以下的企业占比高达 73%。大部分企业的技术、资金、研发能力弱，处理资质单一，行业整体呈现显著的“散、小、弱”特点。随着行业逐渐规范化，占据全资质牌照、技术经验储备充足、行业认可度高、资金充沛的龙头企业将迎来新一轮合并期，市场占有率将进一步提升。

2.4 顺应基础设施建设REITs，资产变现加速企业扩张

4 月 30 日，中国证监会、国家发展改革委联合发布《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》，正式启动基础设施领域公募 REITs 试点工作。《通知》从布局区域、所在行业、项目运营、资金用途四个维度对基础设施 REITs 试点项目提出以下要求：

图表 28：REITs 试点项目具体要求

试点要求	主要内容
聚焦重点区域	优先支持京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲等重点区域，支持国家级新区、有条件的国家级经济技术开发区开展试点。
聚焦重点行业	优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施，水电气热等市政工程，城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目。鼓励信息网络等新型基础设施，以及国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等开展试点。
聚焦优质项目	1. 项目权属清晰，已按规定履行项目投资管理，以及规划、环评和用地等相关手续，已通过竣工验收。PPP 项目应依法依规履行政府和社会资本管理相关规定，收入来源以使用者付费为

主，未出现重大问题和合同纠纷。

2. 具有成熟的经营模式及市场化运营能力，已产生持续、稳定的收益及现金流，投资回报良好，并具有持续经营能力、较好的增长潜力。

3. 发起人（原始权益人）及基础设施运营企业信用稳健、内部控制制度健全，具有持续经营能力，最近3年无重大违法违规行为。基础设施运营企业还应当具有丰富的运营管理能力。

加强融资管理 发起人（原始权益人）通过转让基础设施取得资金的用途应符合国家产业政策，鼓励将回收资金用于新的基础设施和公用事业建设，重点支持补短板项目，形成投资良性循环。

资料来源：政府网站，万联证券研究所

危废项目符合 REITs 试点要求，回报率高具备发行价格基础。固废危废处理等污染治理项目是通知要求聚焦的重点行业，这些领域具有成熟的经营模式及市场化运营能力，已产生持续、稳定的收益及现金流且投资回报良好的项目符合 REITs 项目要求。REITs 有利于盘活环保行业存量资产，改善市场投资环保的意愿，推动未来危废固废治理行业经营模式和运营能力提升。目前我国处在利率下行周期，垃圾焚烧、水泥窑协同处置等回报率 6% 以上的垃圾无害化资产具备发行 REITs 的价值基础。通过出让收益权，企业的发展模式走向轻资产化，一方面能把有限的精力和资源集中到环保运营服务、技术研发中去，另一方面也为行业整合优化，吞并中小型危废处理企业及项目提供了资金支持，运营资产得到价值重估。

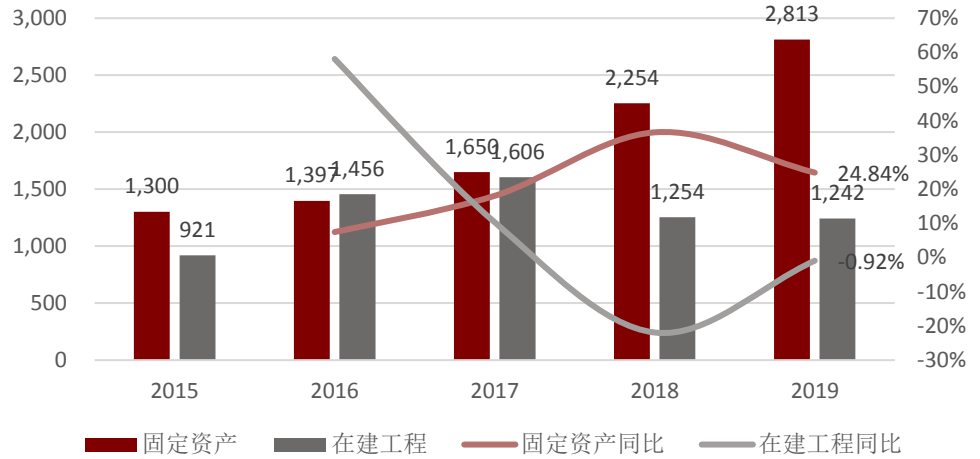
3、龙头地位稳固，多维度提高市场占有率

3.1 产能持续释放，业绩增长明确

公司大力推动重点项目的建设投产，2019 年公司共有 4 家企业取得危废经营许可证，分别是韶关再生资源（焚烧 0.95 万吨/年，资源化利用 9.5 万吨/年，物化 2.6 万吨/年）、南通东江（焚烧 2.18 万吨/年）、潍坊东江（焚烧 6 万吨/年、物化 11.4 万吨/年），珠海永兴盛技改项目新增焚烧资质约 1 万吨/年，合计增加能力约 33 万吨/年，无害化能力保持较快增长，产能结构持续优化。

公司从高速建设拓展期逐渐进入投产期。19 年年报披露固定资产 28.13 亿元，同比增长 24.84%，同期在建工程 12.42 亿元，同比下跌 0.92%，主要反映出 16、17 年动工的大部分建设项目开始转产，随着各项政策监管的逐渐落地以及新固废法的推动，我们预计未来两年产能将有一个明显的释放空间。

图表 29：公司固定资产在建工程及同比（百万元）



资料来源: Wind, 万联证券研究所

公司产能储备充裕, 在建及拟建产能超 61 万吨/年。公司目前已经建成正在申请危废经营许可证的项目有唐山万德斯、南通东江物化项目、福建绿洲焚烧项目; 在建项目有厦门东江改扩建项目、福建绿洲填埋项目、佛山富龙、绍兴华鑫、韶关再生资源填埋场和东江威立雅二期, 上述建成和在建项目合计设计产能超过 20 万吨/年, 且焚烧和填埋能力占比超过 80%, 符合公司加快发展无害化处置能力的战略布局, 有利于公司抢占行业需求高地, 提高市场份额。在拟建项目方面, 公司储备了揭阳东江、珠海东江、绵阳东江一期项目和江苏东江填埋场等多个项目, 合计设计产能约为 41 万吨/年, 丰富的项目储备为公司实现可持续高质量发展提供了可靠保障。

图表 30: 公司在建工程情况

在建工程	预计新增产能	预算	进度 (%)
曹妃甸区危险废物和一般固体废物处理处置中心 (唐山万德斯)	分两期建设, 一期工程建成后, 危废处理类别达 40 中, 年设计总处理规模 5.8 万吨	2.52 亿元	71.96%
等离子中试系统 (龙岗东江)	危废等离子气体熔融处置, 年处置规模 9000 吨	0.67 亿元	59.76%
福建绿洲回转窑项目 (福建绿洲)	新增危险废物年处理规模 2 万吨	3.10 亿元	68.23%
荆州东江项目 (荆州东江 BOT)	2020 年建设污水处理规模 3.0 万吨/日	0.70 亿元	99.40%
三期两万吨回转窑项目 (华鑫环保)	新增危险废物年处理规模 2 万吨	0.86 亿元	35.56%
潍坊东江项目 (潍坊蓝海)	新增危险废物年处理规模 5 万吨	3.65 亿元	80.83%
佛山富龙工业固体废物综合利用及处置项目 (佛山富龙)	物化废水车间一期、综合水池、综合管廊施工图范围内的建筑、结构、钢结构及幕墙工程、电气、给排水、暖通及消防工程等	5.00 亿元	58.47%
韶关再生资源危废填埋项目 (韶关再生资源)	每年可填埋危险废物 5.23 万吨	1.50 亿元	43.13%

BOT)			
南通东江项目建设(南通东江)	年可高温蒸煮 1800 吨医疗废物项目、年可处置 2 万吨危险废物焚烧回转窑项目、以及年可处置 1.5 万吨物化废水项目	1.95 亿元	79.59%
仙桃环保项目(仙桃绿怡)	年处理量 1.5 万吨	4.28 亿元	31.91%

资料来源：公司年报，公开数据整理，万联证券研究所

3.2 危废资质齐全，竞争优势明显

公司危废处置资质质量大，种类覆盖齐全。截止至 2019 年底，公司已经在全国 9 个省份建成运营危险废物处理处置基地 28 个，客户达到约 3 万家，同比增长 15.4%；总危废经营资质超过 190 万吨/年，其中焚烧能力约 30 万吨/年，占比 13%；填埋能力约 18 万吨/年，占比 9%；资源化能力约 46 万吨/年，占比 32%；物化能力约 60 万吨/年，占比 32%。截止 19 年末公司已具备 44 类危险废物经营资质，危废处置资质结构持续优化，是国内废物处理资质最齐全的环保经营企业之一，并已建立了多元化的产业格局和全业务链的废物处理能力，综合竞争力较强。

图表 31：2018 年危废处置企业经营资质前十

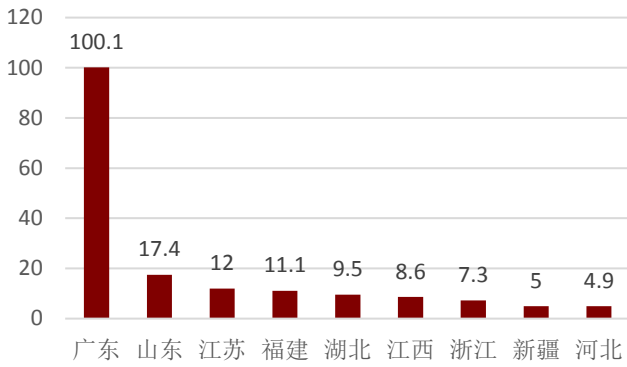
在建工程	危废资质(万吨)
东江环保股份有限公司	119.85
吉林大地化工股份有限公司	90.00
招金矿业股份有限公司	86.00
中国海螺创业控股有限公司	83.46
山东国大黄金股份有限公司	67.00
浙江纳海石油化工股份有限公司	66.00
莱州市鸿铖矿业环保开发有限公司	56.00
河南豫光金铅股份有限公司	54.60
重庆宏源实业有限公司	52.00
浙江红狮环保科技有限公司	50.50

资料来源：北极星环保，万联证券研究所

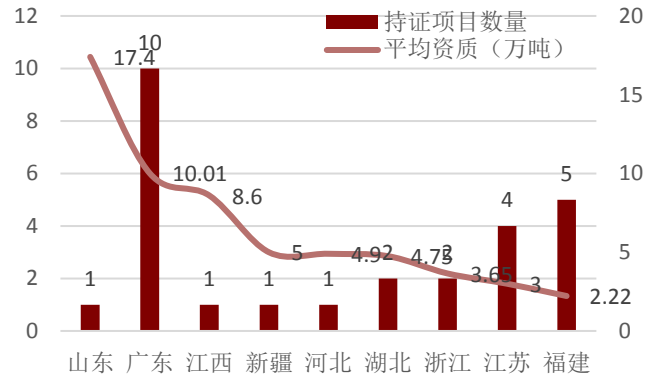
公司持续深化布局广东和华东两大核心市场。目前公司在广东省内共有危险废物经营企业 10 家，总核准处理资质约 101 万吨/年，其中焚烧和填埋资质占全省核发同类资质约 48%，无害化布局优势明显；在江苏、浙江共有危废经营企业 6 家，总核准处理资质约 25 万吨/年，其中焚烧资质约 7.5 万吨/年，填埋资质 2 万吨/年，资源化能力超过 11 万吨/年。从项目的平均产能上看山东、广东都以大项目为主，其中山东仅有的一个项目产能高达 17.4 万吨，广东项目产能为 10 万吨，而江苏、福建则以中小型项目为主。

图表 32：公司资质产能地域分布(万吨)

图表 33：持证项目分布及平均资质产能



资料来源：各省环保厅，万联证券研究所



资料来源：各省环保厅，万联证券研究所

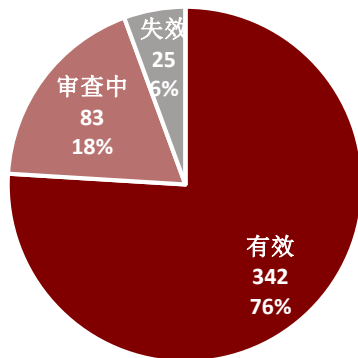
公司资质利用效率高于行业平均水平。目前公司的整体资质利用率超过 44%，而 18 年危废行业平均利用率为 26.41%，公司无论是在资质总量还是利用率上都处于行业领先水平。由于 19 年新增资质质量较大，项目仍处在市场拓展阶段，对资质利用率有一定的影响，大量新项目的产能有待在未来 2-3 年内进一步释放。

3.3 持续研发投入，提高技术门槛

公司始终坚持技术引领企业发展，加速科研成果转换，不断打造行业科研创新标杆，致力于开展前沿技术研发、技术引进及合作并产业化应用。现拥有工业废液、废渣、城市生活垃圾处理、污泥处理、餐厨垃圾处理和资源化利用的多项核心技术，并形成在工业危险废物及城市固体废物处理处置和综合利用等领域丰富的技术储备和研发成果。

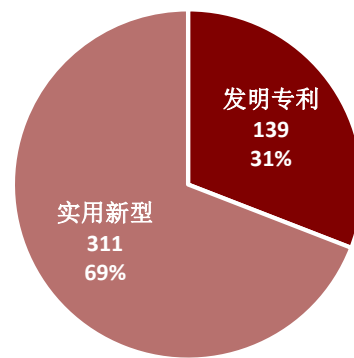
研发投入高速增长，提高核心竞争力。19 年研发费用 1.27 亿，同比增长 39.12%。同期新增授权专利 68 项，其中发明专利 11 项，实用新型专利 56 项，外观设计 1 项，累计授权 338 项，其中“一种从铬渣中回收铬的脱毒处理方法”的专利获得省专利优秀奖。截止至 2019 年底，公司共有专利 450 个，同期行业平均专利数为 422 个。专利总数中有效专利 442 个，在审专利 83 个，前 5 专利价值 1174.79 万元。专利类型上看，实用新型专利占比 69.1%，发明专利占比 30.9%，

图表 34：公司目前专利状态



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 35：公司目前专利类型



资料来源：Wind，万联证券研究所

公司充分发挥省重点实验室创新平台作用，立项 10 项研发课题，发表科技论文 11 篇，解决三个行业技术难题：

- (一)完成“利用磷泥生产饲料级磷酸氢钙”和“硫磷混酸生产肥钙、饲钙”等产业化项目的应用，解决二次磷资源中和成本高、填埋成本高等行业共性技术问题，实现了二次磷资源危险废物的资源化综合利用；
- (二)玻璃减薄蚀刻废液资源化及其处理技术开发，解决了简单中和而造成的大量填埋渣问题；
- (三)化学镀镍废水深度处理技术开发，解决废水镍和磷排放超标问题。

图表 36：2019 年公司研发专利情况

专利名称	专利类型
碱式碳酸铜的制备方法	发明专利
用于磷酸氢钙的制备系统	实用新型专利
用于硝酸铵钙镁肥的制备系统	实用新型专利
氧化铜生产废水的处理方法	发明专利
一种废电路板脱溴的方法	发明专利
TFT-LCD 阵列基板铜导线刻蚀废水的处理方法	发明专利
污泥脱水系统	发明专利

资料来源：Wind，万联证券研究所

加快转换无效资质或低效资质，提高产能利用率和市场匹配度。公司利用先进技术、设备对现有项目实施技术改造和工艺改进，其中包括氧化铜生产工艺和硫酸根废水处理工艺改进，韶关再生资源重金属资源化利用项目工艺设备技改，在各生产基地优化废水处理装置和改进尾气处置设施等，进一步降低生产成本，优化资质结构，提高处置效果和产品质量。通过研发和技改，海绵铜质量提升、退锡废水生产氯化硝酸钙、硝酸铜废液生产农用硝酸钙等多项研发成果实现了产业化，我们预计 2020 年公司的资质产能利用效率有望提高到 50%。

3.4 盘活运营资产，外延扩张可期

公司自 15 年开始大量并购整合，外延扩张经验丰富。由于危废经营许可审批周期较长，从申请到落地投产一般 3 至 5 年，但改扩建危废项目周期在 1 年左右，因此收购后改扩建成为扩大危废产能的重要途径。公司 15 年以来通过收并购整合地方环保项目，结合自身运营经验、技术储备及行业资源进行外延扩张，目前旗下子公司达 70 家，深度参与多个省市 30 余个环保产业项目的运营，具备突出的专业化管理能力和经验。15 年后由于融资环境的恶化，公司扩张步伐开始放缓。我们预计随着 2020 年我国进入利率下行区间，融资环境改善资金成本下降，公司有望进入新一轮收购扩张期。

图表 37：2015 年以来公司收购兼并完成情况

时间	被收购方	相关领域	收购金额	收购比例
2018-08	欧晟绿色燃料	复合公共事业	6232.8 万	37.1%

2017-10	华藤环境	环保设施服务	150 万	100%
2017-09	富龙环保	环保设施服务	4800 万	30%
2017-09	唐山万德斯	环保设施服务	1.3 亿	80%
2015-11	如东大恒	环保设施服务	1 亿	100%
2015-11	江联环保	环保设施服务	7555.8 万	60%
2015-08	绿怡环保	复合公共事业	4050 万	55%
2015-06	睿韬环保	农业	8500 万	85%
2015-05	珠海永兴盛	环境设施服务	2.2 亿	80%
2015-03	康泰环保	环境设施服务	1769.39 万	51%
2015-03	绿洲环保	环境设施服务	3.75 亿	60%
2015-03	武汉云峰	基础化工	280.48 万	11.01%
2015-03	湖北天银	新能源发电	7350 万	60%
2015-02	恒建通达	多领域控股	1.47 亿	100%

资料来源: Wind, 万联证券研究所

政策发力整治行业现状, 市场份额逐渐向龙头集中。除了融资端的改善以外, 行业的整合也得到政策上的推动。针对行业“散、小、弱”的现状, 生态环境部发布了《关于提升危险废物环境监管能力、利用处置能力和环境风险防范能力的指导意见》, 鼓励危废源头减量和建设专业化、规模化危废处理能力, 有效解决危废处理供需不平衡的问题。预计未来行业的发展将呈现以下特点:

- 1、规模化程度持续提高, 大型企业集团跨区域统筹布局, 产业基地、大型企业集团、化工园区配套建设危废设施, 市场份额向龙头企业集中, 危险废物专业化、规模化处置项目或将成为行业主流。
- 2、产废企业采取清洁生产、内部处置等措施, 从源头减少危废产生量, 危废数量增长放缓。
- 3、危废产能上升至政策目标水平后, 市场竞争将转向存量市场, 技术更先进、处理成本低、管理有优势、安全风险低的企业将获得长期核心竞争优势。

并购的增加会使落后的产能加速被淘汰, 行业整合加快, 运营经验丰富、技术优异公司望最终胜出。随着危废项目被纳入公募 REITs 试点, 公司有望盘活目前已在运营的项目资产, 结合过往的扩张经验, 积极参与到行业新一轮整合中, 提升自身的市场地位。

4、盈利预测与投资建议

核心假设:

工业废物处理处置:

公司目前已建成正在申请许可证的项目有唐山万德斯、南通东江物化项目、福建绿洲焚烧项目; 在建项目有厦门东江改扩建项目、福建绿洲填埋项目、佛山富龙、绍兴华鑫、韶关再生资源填埋场和东江威立雅二期, 合计产能超过20万吨/年, 且中无害化处理(焚烧、填埋能力)超过80%; 拟建项目方面, 公司储备了揭阳东江、珠海东江、

绵阳东江一期项目和江苏东江填埋场等多个项目，合计设计产能约为41万吨/年；产能储备高达61万吨，能基本保证未来2-3年的增长。此外，目前的政策监管的加强约束了危废的跨省转移，因此重工业地区的危废无害化处理供不应求的局面在未来两年将进一步深化。结合过去两年的产能增量以及业绩增长情况，我们保守估计2020、2021年无害化处理业务增幅在25%左右，随着行业集中度逐渐提高，持证企业的产能利用率提升，未来三年内有望通过提高存量产能的利用效率来提高无害化业务的增长。我们预计2022年增长率能保持在20%以上。

工业废物资源化利用：

受疫情影响，各地重工业一季度停工停产对公司资源化业务带来一定冲击，一方面上游的危废原材料供应不足，另一方面停产也导致资源化产品如铜等原材料的需求短时间下降，我们预计2020全年资源化业务将面临10%的跌幅，2021、2022年我们预计会有缓慢的恢复，随着海绵铜质量提升、退锡废水生产氯化硝酸钙、硝酸铜废液生产农用硝酸钙等多项研发成果实现产业化，公司的产能利用效率未来两年内能够实现平稳增长，2021、2022年资源化业务营收增长率保守估计在5%左右。结合历史数据，我们保守估计毛利率在20%左右。

市政废物处理处置：

随着疫情的爆发，多地政府开始重视医疗、市政固废的处理处置，外出就餐的减少、外卖市场的快速扩张也带来大量的白色垃圾需要专业化的企业进行回收和处理处置，市政废物处理处置业务收缩的局面有望在2020年出现转变，我们保守估计未来3年市政废物处理业务能保持5%的年增长率。由于相较工业危废而言，市政废物处理处置业务的技术门槛、资质门槛较低，结合历史数据我们假设毛利率保持在5%的水平不变。

环境工程及服务：

目前我国环保攻坚战已进入攻坚期，多地的危废设施建设规划进入最后的建设投产阶段，伴随生态环境部政策发力整治行业“小、散、乱”的局面，我们预计未来3年会有大量中小型环保企业被兼并，落后产能得到升级，大量改建项目落地会推动公司环境工程及服务版块的发展，保守估计增长率在5%左右，结合历史数据及行业趋势假设毛利保持在13%不变。

电子废弃物拆解

受生态环境部《废弃电器电子产品拆解处理情况审核工作指南（2019年版）》文件的推动，《废弃电器电子产品回收处理管理条例》和《废弃电器电子产品基金征收使用管理办法》在2020年将逐步得到贯彻落实，废弃电器电子产品的回收逐渐规范化，利好公司电子废弃物拆解业务。2020年该板块业务保守估计能保持19年的增长速率，约为15%。2021、2020年保守估计能够以5%的速率平稳增长。

再生能源及CDM拆解

由于该业务的营收占比常年低于3%，且历史波动较少，我们假设营业收入及毛利率保持不变。

贸易及其他

受疫情影响，我们预计贸易及其他2020年收入下滑10%左右，2020、2021年则以5%、10%的增长速率平稳恢复，结合历史数据毛利率保守估计在70%左右。

图表 38：公司各项业务收入预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入：百万元						
收入	3099.66	3284.08	3458.59	3806.15	4408.64	5018.00
YOY	18.44%	5.95%	5.31%	10.05%	15.83%	13.82%

成本	1987.51	21.25	2210.63	2465.79	2854.69	3268.56
毛利	1112.15	1158.84	1247.96	1340.35	1553.95	1749.44
毛利率	35.88%	35.29%	36.08%	35.22%	35.25%	34.86%
工业废物处理处置：百万元						
收入	1167.44	1286.74	1667.03	2083.79	2604.74	3125.69
YOY	38.44%	10.22%	29.55%	25.00%	25.00%	20.00%
占比	37.66%	39.18%	48.20%	54.75%	59.08%	62.29%
成本	610.08	677.08	827.64	1083.57	1406.56	1750.38
毛利	557.35	609.66	839.39	1000.22	1198.18	1375.30
毛利率	47.74%	47.38%	50.35%	48.00%	46.00%	44.00%
工业废物资源化利用：百万元						
收入	1181.53	1228.37	1075.32	967.78	1016.17	1066.98
YOY	49.33%	3.96%	-12.46%	-10.00%	5.00%	5.00%
占比	38.12%	37.40%	31.09%	25.43%	23.05%	21.26%
成本	859.21	916.90	826.06	774.23	812.94	853.59
毛利	322.32	311.47	249.25	193.56	203.23	213.40
毛利率	27.28%	25.36%	23.18%	20.00%	20.00%	20.00%
市政废物处理处置：百万元						
收入	192.96	262.00	230.03	241.53	253.60	266.28
YOY	-36.89%	35.78%	-12.20%	5.00%	5.00%	5.00%
占比	6.23%	7.98%	6.65%	6.35%	5.75%	5.31%
成本	168.29	228.71	218.49	229.45	240.92	252.97
毛利	24.67	33.30	11.54	12.08	12.68	13.31
毛利率	12.78%	12.71%	5.02%	5.00%	5.00%	5.00%
环境工程及服务：百万元						
收入	279.82	173.30	176.43	185.25	194.51	204.24
YOY	14.01%	-38.07%	1.80%	5.00%	5.00%	5.00%
占比	9.03%	5.28%	5.10%	4.87%	4.41%	4.07%
成本	207.86	124.03	152.35	161.17	169.23	177.69
毛利	71.96	49.27	24.08	24.08	25.29	26.55
毛利率	25.72%	28.43%	13.65%	13.00%	13.00%	13.00%
电子废弃物拆解：百万元						
收入	57.31	137.70	159.38	183.29	192.45	202.07
YOY	-74.02%	140.27%	15.74%	15.00%	5.00%	5.00%
占比	1.85%	4.19%	4.61%	4.82%	4.37%	4.03%
成本	47.41	90.03	110.09	137.47	144.34	151.56
毛利	9.90	47.67	49.29	45.82	48.11	50.52
毛利率	17.27%	34.62%	30.93%	25.00%	25.00%	25.00%
再生能源及 CDM 交易：百万元						
收入	92.98	91.45	91.39	91.39	91.39	91.39
YOY	1.22%	-1.65%	-0.06%	0.00%	0.00%	0.00%
占比	3.00%	2.78%	2.64%	2.40%	2.07%	1.82%
成本	58.96	62.64	62.16	63.98	63.98	63.98
毛利	34.02	28.80	29.23	27.42	27.42	27.42

毛利率	36.59%	31.50%	31.98%	30.00%	30.00%	30.00%
贸易及其他：百万元						
收入	127.62	104.52	59.01	53.11	55.77	61.34
YOY	7.36%	-18.10%	-43.54%	-10.00%	5.00%	10.00%
占比	4.12%	3.18%	1.71%	1.40%	1.26%	1.22%
成本	35.69	25.85	13.83	15.93	16.73	18.40
毛利	91.93	78.66	45.18	37.18	39.04	42.94
毛利率	72.03%	75.26%	76.56%	70.00%	70.00%	70.00%

资料来源：Wind，万联证券研究所

结合公司经营情况以及行业发展趋势，我们预计公司 20-22 年营业收入分别为 38.06/44.09/50.18 亿元；归母净利润 5.17/6.15/7.03 亿元，同比增长 21.9%/19.0%/14.3%；EPS 分别为 0.59/0.70/0.80 元/股。考虑到公司在危废处理行业的龙头地位，给予未来 6 个月目标价 11.8 元，对应 20 年 PE 为 20 倍，维持公司“增持”评级。

5、风险提示

- 1) 产能释放不达预期：由于公司营收高度集中于危废处理处置业务，因此业绩受工业危废产能波动的影响较大，如果唐山万德斯、南通东江物化项目、福建绿洲焚烧项目等项目的许可申请流程出现影响，对公司的营收增长会有一定的冲击
- 2) 资源化利用下游产品价格波动：目前公司资源化利用的商业模式主要是通过对铜、重金属等产品的销售进行获利，因此该板块的营收受产品价格波动的影响，如果 2020 年工业生产不能得到有效恢复，产品价格出现大幅下滑，会对资源化利用业务产生较大影响。
- 3) 环保监管力度不达预期：我国环保行业仍然是以政策为主导，如果相关政策不能及时落地，监管力度出现放松，会从需求端上出现假性下降。
- 4) 测算可能存在误差：目前工业危废体量的测算是以发达工业体危废固废占比为基准进行测算，与实际数值相比可能存在误差。

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,026	4,480	5,022	5,587	营业收入	3,459	3,806	4,409	5,018
货币资金	1,105	2,435	2,717	3,017	营业成本	2,211	2,466	2,855	3,269
应收票据及应收账款	844	928	1,075	1,224	营业税金及附加	46	51	60	67
其他应收款	207	209	242	275	销售费用	122	111	139	161
预付账款	45	49	57	65	管理费用	364	422	485	545
存货	300	338	391	448	研发费用	127	109	137	161
其他流动资产	525	522	540	558	财务费用	141	157	169	159
非流动资产	7,370	8,104	8,938	9,868	资产减值损失	-41	-35	-35	-35
长期股权投资	253	253	253	253	公允价值变动收益	9	0	0	0
固定资产	2,813	3,565	4,399	5,329	投资净收益	13	20	19	22
在建工程	1,242	1,242	1,242	1,242	资产处置收益	1	-2	0	-1
无形资产	1,105	1,105	1,105	1,105	营业利润	518	667	787	897
其他长期资产	1,957	1,939	1,939	1,939	营业外收入	13	0	0	0
资产总计	10,395	12,584	13,960	15,455	营业外支出	7	0	0	0
流动负债	4,397	5,556	5,800	6,061	利润总额	524	667	787	897
短期借款	1,744	2,744	2,694	2,644	所得税	58	83	101	108
应付票据及应付账款	786	851	985	1,128	净利润	467	584	686	789
预收账款	0	171	198	226	少数股东损益	43	68	71	87
其他流动负债	1,866	1,789	1,922	2,063	归属母公司净利润	424	517	615	703
非流动负债	964	1,064	1,164	1,264	EBITDA	996	840	960	1,081
长期借款	770	870	970	1,070	EPS (元)	0.48	0.59	0.70	0.80
应付债券	0	0	0	0	主要财务比率				
其他非流动负债	194	194	194	194	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	5,361	6,620	6,963	7,324	成长能力				
股本	879	879	879	879	营业收入	5.3%	10.0%	15.8%	13.8%
资本公积	439	439	439	439	营业利润	-8.4%	28.8%	17.9%	14.1%
留存收益	3,004	3,866	4,827	5,875	归属于母公司净利润	3.9%	21.9%	19.0%	14.3%
归属母公司股东权益	4,345	5,207	6,167	7,215	获利能力				
少数股东权益	690	758	829	915	毛利率	36.1%	35.2%	35.2%	34.9%
负债和股东权益	10,395	12,584	13,960	15,455	净利率	13.5%	15.4%	15.6%	15.7%
					ROE	9.8%	9.9%	10.0%	9.7%
					ROIC	6.2%	5.4%	5.5%	5.6%
					偿债能力				
					资产负债率	51.6%	52.6%	49.9%	47.4%
					净负债比率	47.0%	35.9%	27.2%	20.4%
					流动比率	0.69	0.81	0.87	0.92
					速动比率	0.58	0.72	0.77	0.81
					营运能力				
					总资产周转率	0.33	0.30	0.32	0.32
					应收账款周转率	4.10	4.10	4.10	4.10
					存货周转率	7.38	7.30	7.30	7.30
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.48	0.59	0.70	0.80
					每股经营现金流	1.40	1.15	1.34	1.51
					每股净资产	4.94	5.92	7.01	8.21
					估值比率				
					P/E	20.10	16.49	13.86	12.13
					P/B	1.96	1.64	1.38	1.18
					EV/EBITDA	10.32	12.68	10.86	9.42

资料来源: 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者增持或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场