

环保行业深度报告

垃圾收费促商业模式理顺&现金流资产价值重估，分类计价推动资源化体系完善

增持（维持）

2022年06月13日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

投资要点

- **发改委要求推进生活垃圾收费，促商业模式 C/B 端理顺。**全国生活垃圾收费视频工作会议围绕全面推进生活垃圾收费改革、生活垃圾差别化收费、非居民厨余垃圾计量收费、农村生活垃圾收费等作了经验交流，并对重点工作进行部署：1) **差别化收费**：分类分步推进生活垃圾收费工作，持续深化分类计价和计量收费，因地制宜制定政策；2) **理清补偿范围**：进一步理顺生活垃圾收费与财政投入关系，明确各自补偿范围，合理制定收费标准；3) **加大收缴力度**：加大居民和农村生活垃圾收费工作推进力度。自 2021 年 7 月 1 日起原由住建部负责征收的城镇垃圾处理费划转至税务部门征收，主管部门变动进一步增强收缴率。长期以来，生活垃圾处理费用普遍由政府财政支出，此次会议进一步推进生活垃圾生产者付费制度的落实，将原本由地方财政支出承担的垃圾处理费转嫁至居民/非居民生产端，有利于商业模式由 G 端向 C/B 端转移。
- **垃圾焚烧存量补贴兑付加速，补贴退坡&垃圾收费促商业模式理顺，顺价至 C 端支付难度低。**2022 年中央政府性基金其他项预算增超 3600 亿元，存量补贴发放加速。政策明确新项目竞争配置，按补贴退坡幅度由高到低排序纳入，市场化机制加强。当退坡幅度较大时促进垃圾处理费调升。垃圾收费制度下可将上涨部分转移至居民端，提升了调价的可行性。我们测算若补贴退坡 0.05/0.10/0.15 元/度，垃圾处理费提升部分顺价至 C 端对应人均垃圾处理费为 0.30/0.61/0.91 元/月，占人均可支配收入的 0.01%/0.02%/0.02%；若由居民完全承担，则人均垃圾处理费为 1.82/2.13/2.43 元/月，占人均可支配收入的 0.05%/0.06%/0.07%。
- **分类计价计量收费与垃圾分类协同，推动资源化产业底层架构完善。**政策在此前定额基础上推进分类计价计量收费的差别化征收模式，更能体现不同垃圾处理成本和资源化价值。1) **分类计价模式与垃圾分类协同互促**，分类计价需要由成熟的垃圾分类体系作为支撑，分类垃圾价低、混合垃圾价高的差别化征收标准可以调动垃圾分类的积极性，实现双向协同；2) **推动资源化产业底层架构完善**，促进废电池、废塑料、废油脂等回收体系的建立，打通后端资源化渠道。
- **垃圾分类提升固废产业链运行效率，焚烧企业吨上网提升可对冲国补退坡影响。**1) 垃圾分类后各类垃圾能够以最合适的方式进行处理，提高固废产业链从前端收转运到后端处置整体的运行效率。2) 对于垃圾焚烧企业而言，干湿分离后吨上网可以得到显著提升，叠加技术升级运营提效。我们测算若补贴退坡 0.05/0.10/0.15 元/度，吨上网由 280 度/吨提至 315/350/385 度/吨，可在不调升处理费情形下保持原有盈利水平。
- **垃圾收费促商业模式变革，行业现金流预期改善：**1) 经营性现金流在存量改善的基础上通过生产者付费模式在长期进一步优化；2) 新项目竞争配置，市场化机制加强；3) 行业增速放缓，项目进入运行期，自由现金流改善在即。依据现金流改善估值提振的受益程度，重点推荐【光大环境】存量补贴兑付叠加自身发展周期，现金流改善迎价值回归，当前股息率 7.47%，PB(MRQ)为 0.54，对应 2022 年 PE 为 4 倍(2022/6/12)；【瀚蓝环境】存量国补有望回收显著改善现金流；【绿色动力】高成长&低估值兼具，项目量效双升；【伟明环保】固废主业动能充足&盈利领先。建议关注【旺能环境】、【三峰环境】。分类计价模式&垃圾分类协同，推动资源化产业底层架构完善：重点推荐电池回用【天奇股份】，再生塑料【三联虹普】、【英科再生】，建议关注再生油【嘉澳环保】、【北清环能】、【卓越新能】。
- **风险提示：**政策推行时间及执行效果不达预期，项目进度低于预期

行业走势



相关研究

《氦气：气体黄金进口依赖 97.5%，国产替代加速，碳中和约束供应资源端重估》

2022-06-12

《可再生能源利好政策密集释放，REITs 扩募规则落地，环保优质运营资产迎价值重估》

2022-06-05

《REITs 扩募规则正式落地，环保优质运营资产有望优先受益迎价值重估》

2022-06-04

内容目录

1. 垃圾收费促商业模式 C/B 端理顺，行业付费痛点&现金流改善	4
1.1. 发改委推进生活垃圾收费，促进商业模式 C/B 端理顺	4
1.2. 存量国补兑付加速&商业模式理顺，远期经营性现金流迎改善	5
1.3. 垃圾处理费顺价至 C 端支付难度小，行业付费痛点&现金流有望改善	9
2. 分类计价模式&垃圾分类协同，推动资源化产业底层架构完善	10
3. 垃圾分类提升固废产业链运行效率，吨上网提升对冲国补影响	11
4. 投资建议	12

图表目录

图 1: 生活垃圾焚烧收入拆分.....	6
图 2: 2015-2022E 可再生能源电价附加收入安排的支出	7
图 3: 可再生能源电价附加收入安排的支出结构.....	7
图 4: 行业新增中标项目平均处理费持续提升.....	9
图 5: 垃圾焚烧企业单吨垃圾上网电量逐年提升（单位：度/吨）	11
图 6: 吨上网提升对国补退坡下处理费提升幅度的敏感性测算.....	12
表 1: 生活垃圾处理费收费制度政策梳理.....	5
表 2: 垃圾焚烧行业可比公司估值（估值日期：2022/6/12）	13

1. 垃圾收费促商业模式 C/B 端理顺，行业付费痛点&现金流改善

1.1. 发改委推进生活垃圾收费，促进商业模式 C/B 端理顺

发改委要求推进生活垃圾收费工作，完善收费标准&理清补偿范围&提高收缴力度。2022 年 6 月 9 日，国家发展改革委价格司组织召开全国生活垃圾收费视频工作会议。会议通报了各地前期在推进生活垃圾收费工作中的典型经验做法，北京市、湖南省、浙江省和台州市等地围绕全面推进生活垃圾收费改革、生活垃圾差别化收费、非居民厨余垃圾计量收费、农村生活垃圾收费等作了经验交流。会议对下一步重点工作进行了部署：

1) 分类分步推进生活垃圾收费工作，持续深化分类计价和计量收费，因地制宜制定政策措施。在垃圾处理费征收标准上，政策在定额收费基础上提出分类计价计量模式，更加合理地落实生产者付费制。2021 年 5 月，发改委和住建部发布《“十四五”城镇生活垃圾分类和处理设施发展规划》，要求结合生活垃圾分类情况，体现分类计价、计量收费等差别化管理，创新收费模式，提高收缴率。

2) 进一步理顺生活垃圾收费与财政投入关系，明确各自补偿范围，合理制定收费标准。垃圾收费和公共财政共同为垃圾处理服务提供经费。垃圾处理作为政府的基本职能，长期以来公共财政成为垃圾处理经费的基本来源。垃圾处理费本质上是对财政税收的替代，是一种更市场化的价格机制，该制度在垃圾处理服务的提供方和使用方之间建立了更加明确的收益与成本的对应关系，利用价格机制提高垃圾处理领域的公平与效率。当前处于垃圾处理收费制度建立初期，制度的成熟和完善还需要较长的时间，过渡阶段预计财政拨款在整个经费中所占的比例还将占据重要地位。长期来看，垃圾处理费所占比重将逐步提高。

3) 加大居民和农村生活垃圾收费工作推进力度，补齐政策短板。同时会议要求各地强化责任担当，深入推进生活垃圾收费工作；抓紧制定工作方案，加快构建符合本地区实际的生活垃圾收费政策；积极开展试点，加强宣传引导，在全社会树立污染者付费和环境保护意识。前期政策持续推进垃圾收费征缴力度，2021 年 5 月《关于土地闲置费城镇垃圾处理费划转有关征管事项的公告》提出自 2021 年 7 月 1 日起原由住建部负责征收的城镇垃圾处理费划转至税务部门征收，未按时缴纳的，由税务部门出具催缴通知，并通过涉税渠道及时追缴。征收部门的变更进一步增强收缴力度。

长期以来，生活垃圾处理费用普遍由政府财政支出，此次全国生活垃圾收费工作会议进一步推进生活垃圾生产者付费制度的落实，将原本由地方财政承担的垃圾处理费转嫁至居民和非居民端，有利于垃圾处理行业商业模式由 G 端向 C/B 端转移，解决行业付费痛点改善现金流。

表1：生活垃圾处理费收费制度政策梳理

时间	部门	政策	生活垃圾处理费收费制度
2022.2	发改委、生态环境部、住建部、卫健委	《关于加快推进城镇环境基础设施建设的指导意见》	完善污水、生活垃圾、危险废物、医疗废物处置价格形成和收费机制。全面落实生活垃圾收费制度， 推行非居民用户垃圾计量收费，探索居民用户按量收费 ，鼓励各地创新生活垃圾处理收费模式，不断提高收缴率。
2021.7	发改委、住建部	《关于推进非居民厨余垃圾处理计量收费的指导意见》	推行 厨余垃圾计量收费 ；逐步建立非居民厨余垃圾 定额管理和超定额累进加价机制
2021.5	国税总局、财政部、自然资源部、住建部，人民银行	《关于土地闲置费 城镇垃圾处理费划转有关征管事项的公告》	自 2021 年 7 月 1 日起，住房和城乡建设等部门负责征收的按行政事业性收费管理的城镇垃圾处理费 划转至税务部门征收 。未按时缴纳的，由税务部门出具催缴通知，并通过涉税渠道及时追缴。
2021.5	发改委、住建部	《“十四五”城镇生活垃圾分类和处理设施发展规划》	按照 产生者付费原则 ，完善生活垃圾收费政策，结合生活垃圾分类情况，体现 分类计价、计量收费 等差别化管理，创新收费模式，提高收缴率。
2020.7	发改委、住建部、生态环境部	《城镇生活垃圾分类和处理设施补短板强弱项实施方案》	鼓励 县级以上城市 建立生活垃圾收费制度
2020.7	发改委	《城市生活垃圾处理成本研究及建议》	严格落实定期和动态成本监审机制，及时确定 定价成本费用水平
2019.6	国务院	《固体废物污染环境防治法（修订草案）》	按照 产生者付费原则 ，县级及以上地方政府可以根据本地实际建立 差别化的生活垃圾排放收费制度
2018.7	发改委	《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》	2020 年底前，全国 城市及建制镇 全面建立生活垃圾处理收费制度。对 非居民用户推行垃圾计量收费 ；对有条件的居民用户，实行 计量收费和差别化收费 。
2017.3	发改委、住建部	《生活垃圾分类制度实施方案》	按照 污染者付费原则 ，完善垃圾处理收费制度，尽快将垃圾处理收费标准调整到位。
2002.9	国家发展计划委员会、原建设部、环保总局	《关于印发推进城市污水、垃圾处理产业化发展意见的通知》	已建有污水、垃圾处理设施的城市都要立即开征污水和垃圾处理费。在城市范围内排放污水、生产垃圾的单位和个人，均应缴纳污水和垃圾处理费。

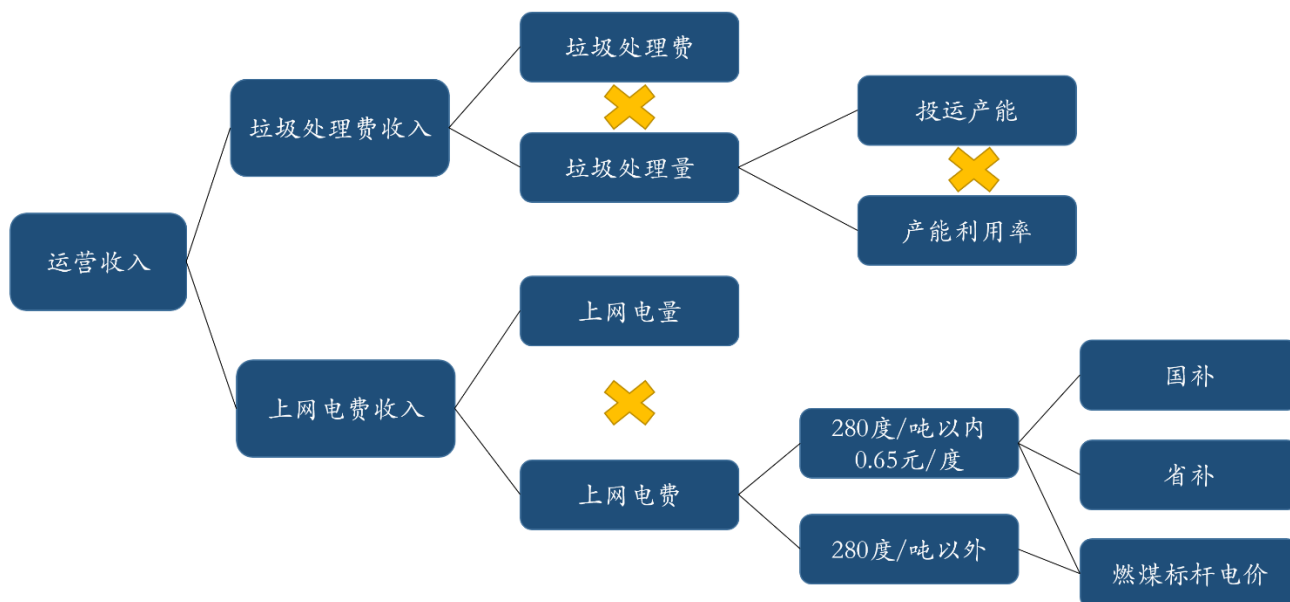
数据来源：发改委，住建部，生态环境部，东吴证券研究所

1.2. 存量国补兑付加速&商业模式理顺，远期经营性现金流迎改善

垃圾焚烧收益来源于处理费&上网电费，售电收入变化可触发调价机制。垃圾焚烧企业收益来源于两部分，一是垃圾处理费，核算方式为单吨垃圾处理费*实际处置量，由政府支付；二是上网电费，核算方式为上网电量*上网电价，国家发改委规定生活垃圾折算上网电量暂定为 280 Kwh/吨，并执行全国统一垃圾发电标杆电价 0.65 元/Kwh(含税)，其余上网电量执行当地同类燃煤发电机组上网电价。高出当地脱硫燃煤机组标杆上网电价的部分实行“国补+省补”两级分摊，当地省级电网负担 0.1 元/Kwh，电网企业通过

销售电价予以疏导，其余部分为国家补贴，由中央和地方共同承担，其中中央补贴来源于全国征收的可再生能源电价附加。生活垃圾焚烧发电项目特许经营协议中一般有约定垃圾处理费调价机制，规定当因售电等收入变化导致企业净利润发生一定比例变化时，垃圾处理服务费可进行调整。

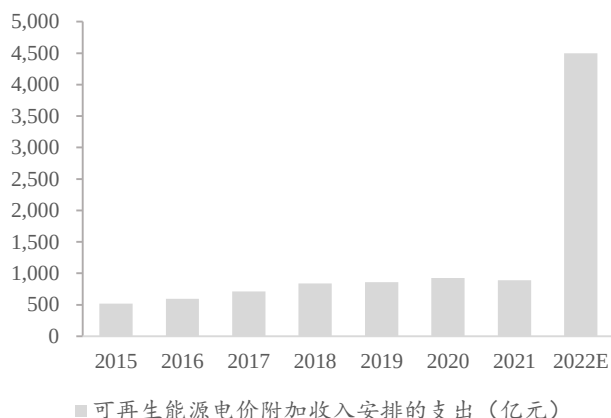
图1：生活垃圾焚烧收入拆分



数据来源：东吴证券研究所绘制

2022 年中央政府性基金其他项预算增超 3600 亿元，存量补贴发放加速。2022 年 3 月 24 日，财政部发布 2022 年中央政府性基金支出预算表，“其他政府性基金支出”2022 年预算额 4594 亿元，较 2020 年执行数高 3609 亿元。根据 2021 年预算明细，可再生能源补贴支出占同口径下其他政府性基金支出的比例为 93%，其他政府性基金支出中的剩余合并项目的支出合计不足百亿，且历史变动较小。其他项预算增量预计将用于可再生能源电价存量补贴的支付。根据可再生能源协会测算，2019 年底补贴缺口累计超 2600 亿元，2020 年底将突破 3000 亿元。线性推至 2021 年底补贴缺口约 3000~4000 亿元。3 月 13 日，财政部发布 2022 年中央和地方预算草案，**首提解决可再生能源补贴资金缺口**。3 月 24 日，国家发改委、能源局及财政部通知要求**电网和发电企业开展可再生能源发电补贴核查**。5 月 11 日，国务院常务会议提出在前期支持基础上，再向中央发电企业拨付 500 亿元可再生能源补贴。可再生能源存量补贴兑付加速，垃圾焚烧企业现金流改善在即。

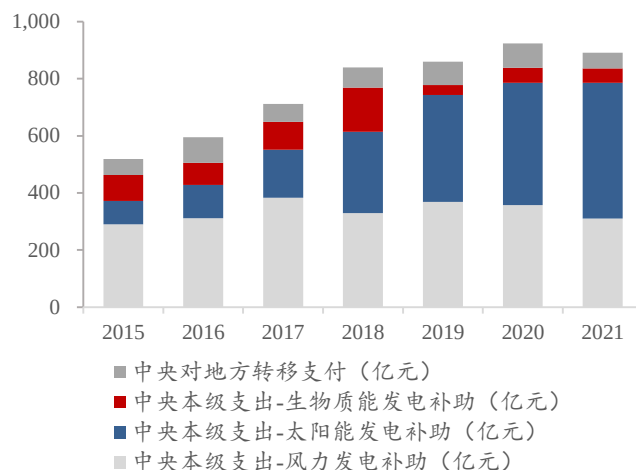
图2：2015-2022E 可再生能源电价附加收入安排的支出



注：2015-2020 年为决算数，2021 年为预算数

数据来源：财政部，东吴证券研究所

图3：可再生能源电价附加收入安排的支出结构



数据来源：财政部，东吴证券研究所

国补新政明确新项目竞争配置加强市场化机制，实行央地分担减轻中央压力。2021年8月19日，国家发展改革委、财政部、国家能源局联合印发《2021年生物质发电项目建设工作方案》。方案明确2021年1月1日及以后新开工项目为竞争配置项目，按补贴退坡幅度由高到低排序纳入。垃圾焚烧发电申报电价需低于现行标杆上网电价，以1厘/千瓦时为最小报价单位。同时明确2020年9月11日及以后并网项目的补贴资金实行**央地分担**，西部和东北/中部/东部地区垃圾焚烧发电项目中央支持比例分别为60%/40%/20%，后续中央分担部分将逐年调整并有序退出。竞价政策鼓励盈利能力高的项目优先上网，市场化机制加强，优质运营资产更具竞争力；央地分担减轻国补压力，存量项目补贴发放有望提速。

图 1：垃圾焚烧项目电价政策



注：据《对十三届全国人大三次会议第4866号建议的答复》所示，2020年中央新增生物质发电补贴资金安排，并确定2020年底前在建和并网的生物质发电项目仍沿用现行电价政策，充分保障生物质发电产业平稳发展。

数据来源：发改委，能源局，东吴证券研究所

国补退坡促垃圾处理费调整，配合垃圾收费制度商业模式 C/B 端理顺，补贴退坡预期下新项目平均处理费提升。竞价上网意味着垃圾焚烧企业以更低的上网电价去争取进入补贴清单，当上网电价退坡幅度较大对企业盈利能力造成影响时，可能触发调价机制，通过垃圾处理费的提升弥补电价下滑的影响。垃圾处理费提升加大地方财政压力，生活垃圾生产者付费制度的落实可以将财政压力转移至垃圾生产者，提升了处理费调价的可行性。2021 年政策明确国补退坡和竞价上网，在补贴退坡预期下，2021 年行业新中标项目平均处理费同增 17%至 90 元/吨。

图4：行业新增中标项目平均处理费持续提升



数据来源：北极星环保网，东吴证券研究所

1.3. 垃圾处理费顺价至 C 端支付难度小，行业付费痛点&现金流有望改善

国补退坡后垃圾处理费上涨部分顺价至 C 端仅占人均可支配收入不到 0.02%，支付难度小。我们对国补退坡传导至 C 端进行敏感性测算：

假设：项目规模为 1000 吨/日，单吨投资 50 万元，按 26 年折旧，年运行 330 天，每吨垃圾上网电量 280Kwh，单吨处理费 70 元，年可变成本 1800 万元，年固定成本 2500 万元，期间费用率 13%。

To B 端影响：若补贴退坡 0.05/0.10/0.15 元/Kwh，毛利率分别下降 3.04/6.46/10.34/pct，净利率分别下降 2.85/6.07/9.71pct，垃圾处理费需上涨 20% /40%/60%可抵消补贴退坡。

To C 端影响：1) 若垃圾处理费上涨部分由居民端承担，原有垃圾处理费基础部分由政府承担：当补贴退坡 0.05/0.10/0.15 元/Kwh，恢复至原有盈利水平垃圾处理费需要由 70 元/吨分别提升 14/28/42 元/吨至 84/98/112 元/吨，垃圾处理费提升部分顺价至 C 端，对应人均垃圾处理费为 0.30/0.61/0.91 元/月，占人均可支配收入的比例为 0.01%/0.02%/0.02%；2) 若垃圾处理费完全顺价由居民端 100%承担：当垃圾处理费单价为 70 元/吨时，完全顺价至 C 端人均垃圾处理费为 1.52 元/月，占人均可支配收入的 0.04%。当补贴退坡 0.05/0.10/0.15 元/Kwh，恢复至原有盈利水平下人均垃圾处理费需提升至 1.82/2.13/2.43 元/月，占人均可支配收入的 0.05%/0.06%/0.07%。

竞价上网推行促使垃圾处理费调升，垃圾处理费有望向居民端推行支付难度小，商业模式 C 端转移收益确定性增强，行业付费痛点和现金流有望改善。

表 1：垃圾焚烧电价补贴或将退坡传导至 C 端的敏感性分析（考虑居民端 100% 承担的情形）

	当前	乐观	中性	悲观
补贴退坡幅度（元/度）	0	0.05	0.10	0.15
垃圾处理量（吨/日）	1000	1000	1000	1000
年运行天数（天）	330	330	330	330
垃圾处理单价（元/吨）	70	70	70	70
垃圾处理费收入（万元/年）	2310	2310	2310	2310
单位垃圾发电上网量（度/吨）	280	280	280	280
上网电价（元/度）	0.65	0.6	0.55	0.5
上网发电收入（万元/年）	6006	5544	5082	4620
收入合计（万元/年）	8316	7854	7392	6930
可变成本（万元）	1800	1800	1800	1800
固定成本（万元）	2500	2500	2500	2500
毛利（万元）	4016	3554	3092	2630
毛利率	48.29%	45.25%	41.83%	37.95%
毛利率降幅		3.04pct	6.46pct	10.34pct
期间费用	1081	1081	1081	1081
税前利润（万元）	2935	2473	2011	1549
所得税率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润（万元）	2201	1855	1508	1162
净利率	26.47%	23.61%	20.40%	16.76%
净利率降幅		2.85pct	6.07pct	9.71pct
恢复至原毛利率处理费上升幅度（元/吨）		14	28	42
恢复至原毛利率所需处理费总额（元/吨）	70	84	98	112
垃圾处理费上升幅度		20%	40%	60%
城镇人口（万人）	90199	90199	90199	90199
城镇居民人均可支配收入（元/年）	43834	43834	43834	43834
城市生活垃圾清运量（万吨）	23512	23512	23512	23512
城镇人均生活垃圾清运量（吨/人·年）	0.26	0.26	0.26	0.26
人均处理费上升幅度（元/年）		3.65	7.30	10.95
人均处理费上升幅度占人均可支配收入比例		0.01%	0.02%	0.02%
人均垃圾处理费（元/年）	18	22	26	29
占人均可支配收入比例	0.04%	0.05%	0.06%	0.07%

注：城镇人口、城镇居民人均可支配收入、城市生活垃圾清运量均为 2020 年数据

数据来源：中国统计年鉴，东吴证券研究所测算

2. 分类计价模式&垃圾分类协同，推动资源化产业底层架构完善

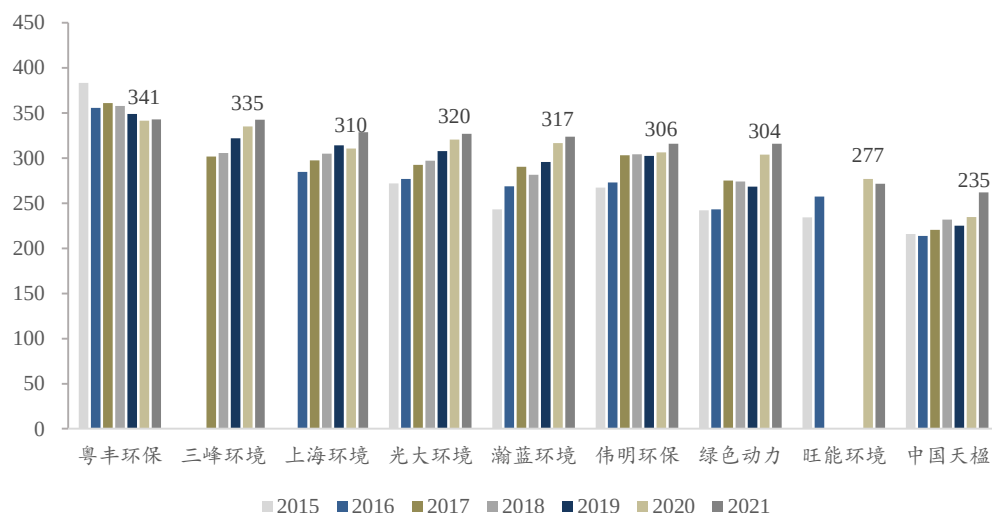
分类计价计量收费模式与垃圾分类协同，推动资源化产业底层架构完善。前期政策和发改委会议强调要持续深化分类计价和计量收费。分类计价更能体现不同垃圾处理成

本和资源化价值。分类计量差别化收费 1) 与垃圾分类协同互促，一方面，垃圾分类计价需要由成熟的垃圾分类体系作为支撑，另一方面，对于“差别化收费”，国家发改委价格司副司长曾解释，对分类投放垃圾的，可以适当实行低一些的收费标准，对不分类投放垃圾的，实行高一些的收费标准，分类计价的收费模式可以调动人们垃圾分类的积极性，实现双向协同；2) 体现不同垃圾的内在价值和处置成本的差异性，推动资源化产业底层架构完善，废电池、废塑料和废油脂等具备再利用的价值，垃圾分类有助于回收体系的建立，打通后端资源化的渠道。

3. 垃圾分类提升固废产业链运行效率，吨上网提升对冲国补影响

垃圾分类&分类计价提升固废产业链运行效率，垃圾焚烧企业吨上网提升可进一步对冲国补退坡影响。1) 随着垃圾分类&分类计价的推动，各类垃圾能够以最合适的处置方式进行处理，提高固废产业链从前端收转运到后端处置整体的运行效率。2) 对于垃圾焚烧企业而言，干湿垃圾分离后吨垃圾上网电量可以得到显著提升，叠加技术升级运营提效，从垃圾焚烧企业披露的经营数据来看，上网电量持续提升，粤丰环保 2021 年单独上网电量达 341 度/吨领先同业，上网电量的提升可以进一步对冲国补退坡的影响。

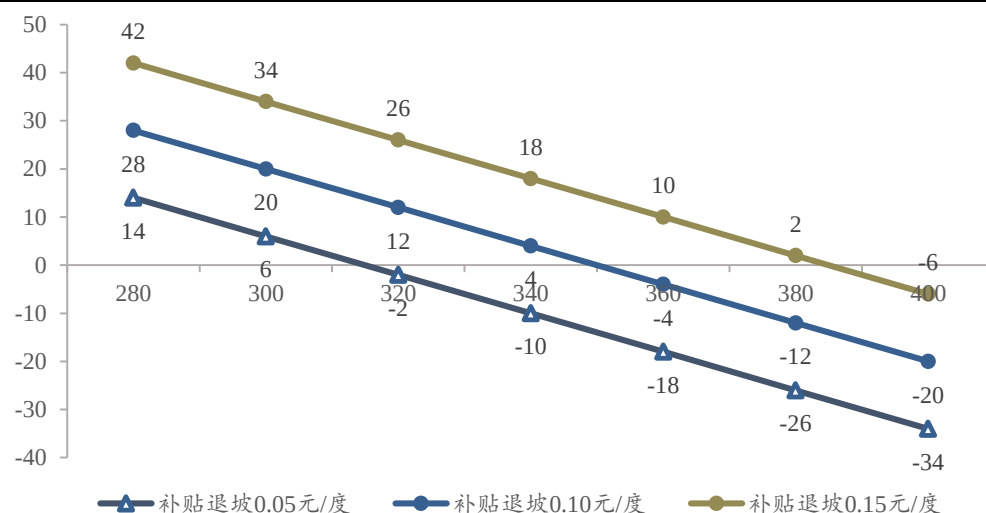
图5：垃圾焚烧企业单吨垃圾上网电量逐年提升（单位：度/吨）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们加入单吨上网电量这一变量，在原有模型的基础上对国补退坡的影响进行敏感性测算，在国补退坡 0.05/0.10/0.15 元/Kwh 时，若上网电量分别提升至 315/350/385 度/吨，则可以在不调整垃圾处理费的情况下保持原有的盈利水平。

图6：吨上网提升对国补退坡下处理费提升幅度的敏感性测算



注：横轴为吨上网水平，单位为“度/吨”；纵轴为国补退坡时保持原有毛利率水平下处理费所需提升的幅度，单位为“元/吨”

数据来源：中国统计年鉴，东吴证券研究所测算

4. 投资建议

垃圾收费促商业模式变革，行业现金流预期改善：1) 存量补贴发放加速，经营性现金流有望在存量改善的基础上通过新的生产者付费模式的优化更进一步，预计长期现金流大幅改善。生活垃圾收费制度的落实为垃圾处理费顺价提供保障，我们测算垃圾处理费完全顺至C端支付难度低。2) 新项目竞争配置，按补贴退坡幅度由高到低排序纳入，市场化机制加强。3) 十四五行业增速放缓，从高度投建期逐步进入稳定运行期，自由现金流改善在即。依据现金流改善估值提振的受益程度，重点推荐【光大环境】垃圾焚烧龙头强者恒强，存量补贴兑付叠加自身发展周期，现金流改善迎价值回归，当前股息率7.47%，PB(MRQ)为0.54，对应2022年PE为4倍(2022/6/12)；【瀚蓝环境】存量国补有望回收显著改善现金流，天然气顺价促环比改善；【绿色动力】高成长&低估值兼具，定增降债增利&项目量效双升；【伟明环保】固废主业动能充足&盈利领先，携手青山从高冰镍到正极材料纵深布局；。建议关注【旺能环境】、【三峰环境】。

表2：垃圾焚烧行业可比公司估值（估值日期：2022/6/12）

公司	代码	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				归母净利润增速				PE 估值水平			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
光大环境	0257.HK	280	68.04	72.74	74.60		13.1%	6.9%	2.6%		4	4	4	
瀚蓝环境	600323.SH	166	11.63	13.72	16.36	18.96	10.0%	17.9%	19.3%	15.9%	14	12	10	9
绿色动力	601330.SH	107	6.98	9.55	11.03	12.38	38.6%	36.8%	15.5%	12.3%	15	11	10	9
伟明环保	603568.SH	350	15.35	19.38	24.36	32.72	22.1%	26.3%	25.7%	34.3%	23	18	14	11
中国天楹	000035.SZ	133	7.29	7.26	10.05	11.93	11.5%	-0.5%	38.5%	18.7%	18	18	13	11
粤丰环保	1381.HK	94	13.22	14.37	16.31	17.37	25.5%	8.7%	13.6%	6.5%	7	7	6	5
上海环境	601200.SH	112	6.87	7.84	9.01	10.48	9.8%	14.1%	15.1%	16.3%	16	14	12	11
三峰环境	601827.SH	118	12.38	13.04	15.37	16.81	71.8%	5.3%	17.9%	9.4%	10	9	8	7
旺能环境	002034.SZ	86	6.48	8.53	10.75	13.76	24.1%	31.6%	26.1%	28.0%	13	10	8	6
圣元环保	300867.SZ	58	4.72	6.07	7.22	8.21	55.3%	28.7%	19.0%	13.8%	12	10	8	7

注：光大环境、瀚蓝环境、绿色动力、伟明环保、中国天楹盈利预测来自东吴证券研究所，其他来自 wind 一致预期，光大环境、粤丰环保货币单位为“亿港元”

数据来源：Wind，东吴证券研究所

分类计价模式&垃圾分类协同，推动资源化产业底层架构完善。分类计价更能体现不同垃圾处理成本和资源化价值：1）与垃圾分类协同互促；2）体现不同垃圾的内在价值和处置成本的差异性，推动资源化产业底层架构完善，废电池、废塑料和废油脂等可以通过再生回用发掘内在价值。**重点推荐电池回用【天奇股份】，再生塑料【三联虹普】【英科再生】，建议关注再生油【嘉澳环保】【北清环能】【卓越新能】。**

风险提示：政策推行时间不及预期，政策执行效果不达预期，项目进度低于预期

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>