

评级：中性

核心观点

邹序元

首席分析师

SAC 执证编号：S0110520090002

zouxuyuan@sczq.com.cn

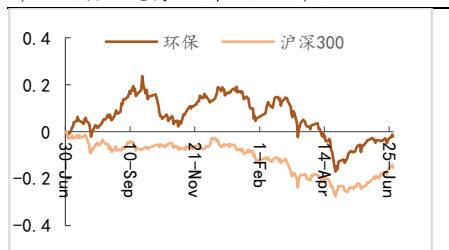
电话：86-10-8115 2655

董海军

研究助理

donghaijun@sczq.com.cn

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

相关研究

·
·
·

- **整体表现落后市场，环保板块触底回升。**上半年以来，环保板块波动较大，整体表现落后沪深 300 指数。1-5 月份呈波动下降趋势，5 月初开始触底回升。细分行业来看，仅水务板块表现优于行业整体以及沪深 300 指数。下半年重点关注水务稳增长、垃圾焚烧、危废资源化以及 REITs 等投资机会。
- **水务板块：**水务板块上市公司现金流相对充足。短期来看，在当前稳增长、扩内需的背景下，水务行业政策支持力度强，预计将迎来新的增量发展机会；长期来看，供水及污水领域增长空间有限，总体已相对饱和，战略选择、运营管理以及技术能力将成为核心竞争力，同时需关注污水提标改造带来的机会。
- **固废板块：**固废板块需求旺盛，整体收入利润稳步增长。“无废城市”以“优先源头减量、充分资源化利用、全过程无害化”为建设目标，进入“十四五”后推进速度加快，推动城市生活垃圾“前端收集-中端清运-后端处置”整个产业链的发展。垃圾焚烧作为末端主要处置方式，近年来产能迅速扩张，补贴退坡背景下运营提质将成为行业主题；危废资源化作为环保行业为数不多的 ToB 业务，商业模式优异，契合可持续发展主题及双碳目标，优质企业将明显受益。
- **REITs：**自我国基础设施公募 REITs 启动以来，12 只产品已陆续上市，深受投资者认可，市场认购火爆。同时已发行产品表现优异，除交通基础设施产品外，均明显优于行业及大盘走势。作为基础设施建设新型投融资模式，REITs 有利于盘活存量资产，同时为企业发展注入新动能。稳增长背景下，政策支持力度加大，REITs 发展提速。基础设施范围的扩大以及扩募规则的出台，有望带来行业发展的新格局。
- 我们给予行业“中性”的投资评级，重点关注**瀚蓝环境、高能环境、清新环境**等公司。由于经济受疫情等因素冲击，地方政府支付能力受一定影响，未来需持续关注疫情以及国内经济状况对企业经营状况的影响。
- **风险因素：**碳中和政策落地不及预期；碳配额及 CCER 交易价格不及预期；垃圾处理费增长不及预期；危废资源化企业竞争加剧；资源化金属价格大幅下跌；污水资源化政策落地不及预期；REITs 底层运营资产经营不及预期；地方政府支付能力不及预期等。

目录

1 行业回顾与展望	1
2 水务板块	2
2.1 毛利率小幅下降，现金流充足	2
2.2 短期：关注稳增长主题机会	7
2.3 中长期：运营是行业主题	10
2.3.1 行业增长空间有限，降本增效是主题	10
2.3.2 污水提标改造	11
3 固废板块	12
3.1 需求旺盛，关注企业经营状况	12
3.2 无废城市加速推进	19
3.2.1 无废城市建设加速	19
3.2.2 无废城市下的产业链一体化	20
3.2.3 运营提质是行业主题	21
3.3 资源化优质赛道	23
3.3.1 危废资源化的内生需求旺盛	23
3.3.2 行业壁垒高筑，商业模式优异，优质企业将明显受益	26
4 REITs	26
4.1 已发行 REITs 产品表现优异	26
4.2 RIETs 发展意义重大	29
4.3 REITs 发展加速	30
5 重点公司	33
6 风险因素	34

插图目录

图 1：环保各板块走势对比	1
图 2：水务板块收入成本状况（亿元）	2
图 3：水务板块毛利率状况	2
图 4：剔除异常公司板块毛利率状况	2
图 5：水务板块 Q1 收入成本状况（亿元）	3
图 6：水务板块 Q1 毛利率状况	3
图 7：水务板块 Q1 毛利率状况（剔除武汉控股）	3
图 8：水务板块归母净利润状况（亿元）	4
图 9：水务板块回报率状况	4
图 10：水务板块 Q1 归母净利润状况（亿元）	4
图 11：水务板块 Q1 回报率状况	4
图 12：水务板块 Q1 归母净利润情况（亿元）（剔除武汉控股）	5
图 13：水务板块期间费用状况（亿元）	5
图 14：水务板块 Q1 期间费用状况（亿元）	5
图 15：水务板块经营性现金流状况（亿元）	6
图 16：剔除四个公司后水务板块经营性现金流状况（亿元）	6
图 17：水务板块 Q1 经营性现金流状况（亿元）	6

图 18: 水务板块资产负债率状况.....	7
图 19: 水务板块 Q1 资产负债率状况.....	7
图 20: 我国供水量状况 (亿立方米)	11
图 21: 我国供水普及率.....	11
图 22: 我国污水处理能力不断提升 (万立方米/日)	11
图 23: 我国污水处理率.....	11
图 24: 固废板块收入成本状况 (亿元)	13
图 25: 固废板块 2021 年营业收入情况.....	13
图 26: 固废板块毛利率情况.....	13
图 27: 固废板块 Q1 收入成本状况 (亿元)	14
图 28: 固废板块 Q1 毛利率情况.....	14
图 29: 固废板块归母净利润状况 (亿元)	14
图 30: 固废板块回报率情况.....	14
图 31: 剔除异常值后板块归母净利润状况 (亿元)	15
图 32: 剔除异常值后板块回报率情况.....	15
图 33: 固废板块盈利状况产生分化.....	15
图 34: 剔除异常值后 Q1 板块归母净利润状况 (亿元)	16
图 35: 剔除异常值后 Q1 板块回报率情况.....	16
图 36: 固废板块期间费用状况 (亿元)	16
图 37: 固废板块 Q1 期间费用状况 (亿元)	16
图 38: 固废板块经营性现金流情况 (亿元)	17
图 39: 剔除三个公司后板块经营性现金流情况 (亿元)	17
图 40: 剔除启迪环境后固废板块 Q1 经营性现金流情况 (亿元)	17
图 41: 剔除启迪环境后固废板块资产负债率情况.....	18
图 42: 剔除启迪环境和中国天楹后固废板块资产负债率情况.....	18
图 43: 剔除启迪环境和中国天楹后板块 Q1 资产负债率状况.....	18
图 44: 城市生活垃圾处理产业链.....	20
图 45: 垃圾分类产业链及处理路线.....	21
图 46: 2019 年我国典型省市生活垃圾无害化处理量比例.....	22
图 47: 2010-2017 年中国危险废弃物产生量(单位: 万吨, %)...23	23
图 48: 2019 年各省大、中城市危险废物产生量情况 (万吨)	23
图 49: 广东、江西、江苏、浙江重点产废行业工业产值情况.....	24
图 50: 2013 年至 2019 年全国大中城市危险废物核准处置量.....	24
图 51: 2019 年各省大、中城市危险废物经营许可证数量.....	25
图 52: 2013 年至 2019 年全国大中城市危险废物核准及实际收集、利用处置量.....	25
图 53: 仓储物流 REITs 走势.....	28
图 54: 园区基础设施 REITs 走势.....	28
图 55: 生态环保 REITs 走势.....	28
图 56: 交通基础设施 REITs 走势.....	28
图 57: REITs 上市至今涨跌幅.....	29
图 58: 投融资模式.....	29
图 59: 公司治理方式.....	30

表格目录

表 1: “稳增长”部分政策文件	8
表 2: 国家稳增长政策水务相关内容	9
表 3: 地方稳增长政策水务相关内容	9
表 4: 污水提标改造相关政策	12
表 5: “无废城市”相关政策	19
表 6: 12 只 REITs 发行信息	27
表 7: 2022 年 REITs 政策文件	31
表 8: REITs 扩募定价方式	32

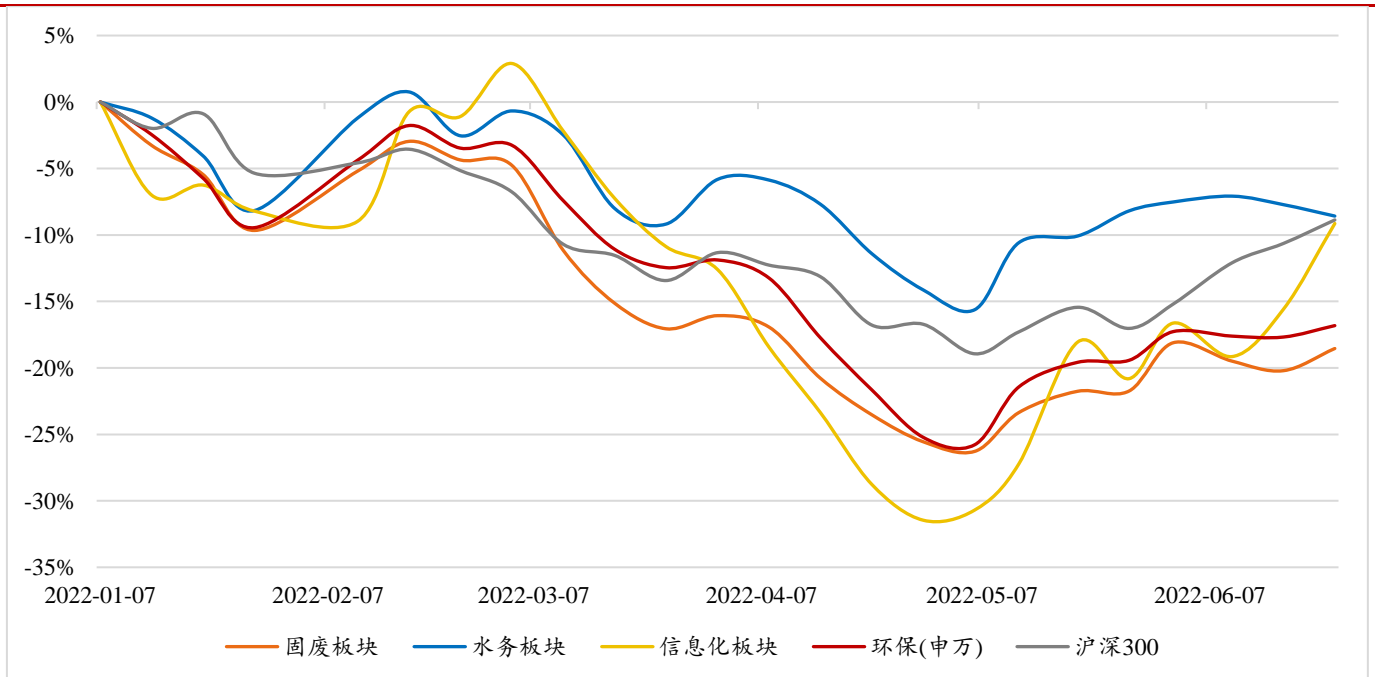
1 行业回顾与展望

今年以来，环保板块整体走势呈现大幅波动。2022年1月至2月中旬，环保板块走势在0至-10%之间小幅波动，2月下旬开始持续下跌。4月上旬之后，环保行业整体走势略逊于沪深300，5月上旬跌至最低点，较期初下跌25.78%，之后走势开始触底回升。截至2022年6月24日，环保板块相较于今年年初下跌16.82%，落后于沪深300（下跌8.87%）7.95个百分点。

细分板块方面，固废、水务以及信息化板块与环保板块整体走势基本保持一致，其中信息化板块波动幅度较大。2022年1月至2月中旬，信息化板块走势波动下跌，之后出现小幅回升，3月初达到涨幅最高点，较今年年初上涨2.9%。进入2022年3月，信息化板块开始大幅下跌，下跌超过30%，4月末跌至最低点，之后呈现反弹趋势。固废、水务板块与环保行业整体走势较为接近，其中水务板块整体表现优于环保行业走势，固废板块表现略逊于环保板块。2022年1月至2月，固废、水务板块小幅波动，2月中旬，水务板块走势达到最高点，较年初上涨0.76%。2月下旬开始，固废、水务板块持续波动下跌，5月上旬跌至最低点，其中，固废板块较年初下跌26.28%，水务板块较年初下跌15.62%，之后走势出现小幅回升。截至2022年6月24日，固废/水务/信息化板块相对于年初分别实现-18.54%/-8.58%/-9.14%的涨跌幅，其中，水务板块领先于沪深300指数0.29个百分点，固废/信息化板块分别落后于沪深300指数9.67/0.27个百分点。

2022年，由于国内疫情反复，加之地缘冲突加剧等不利因素冲击，我国经济面临着需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，短期内的经济下行压力增大。年初以来，国家陆续出台系列稳增长相关政策，刺激经济发展。短期来看，在稳增长政策刺激下，水务、环境治理等领域有一定增量机会；但长期来看，水务领域已基本饱和，固废处置大规模建设期已过，随着补贴退坡、建设减速，行业逐渐步入存量阶段，企业重心将逐渐从规模扩张转换至降本增效，运营管理能力将成为企业核心竞争力。下半年我们重点关注水务稳增长、垃圾焚烧、危废资源化以及REITs等投资机会。同时，由于经济受疫情等因素冲击，地方政府支付能力受一定影响，后续需持续关注企业经营情况。

图1：环保各板块走势对比



资料来源：Wind，首创证券

www.767stock.com

2 水务板块

2.1 毛利率小幅下降，现金流充足

2021 年水务板块收入快速增长，但增速不敌成本增速，毛利率略有下降。2021 年水务板块营业收入为 772.53 亿元，同比增长 22.88%，增速较 2020 年提高了 7.42%。营业成本为 526.13 亿元，同比增长 26.32%，成本增速高于收入增速。2021 年板块毛利率为 31.89%，比 2020 年减少了 1.86%，呈现轻微的下行趋势。具体来看，由于《企业会计准则解释第 14 号》规定的执行，对于板块收入以及毛利造成一定影响。板块整体毛利率仍较高，近年来维持在 30% 以上，板块内大部分上市公司毛利率达 30% 以上。

图 2：水务板块收入成本状况（亿元）

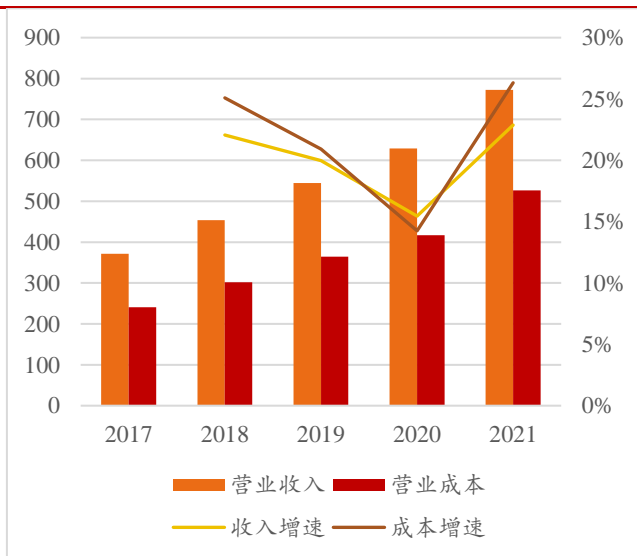
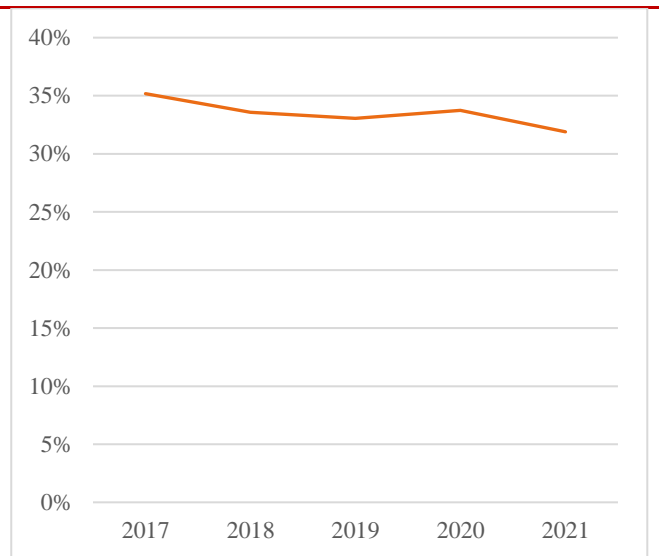


图 3：水务板块毛利率状况

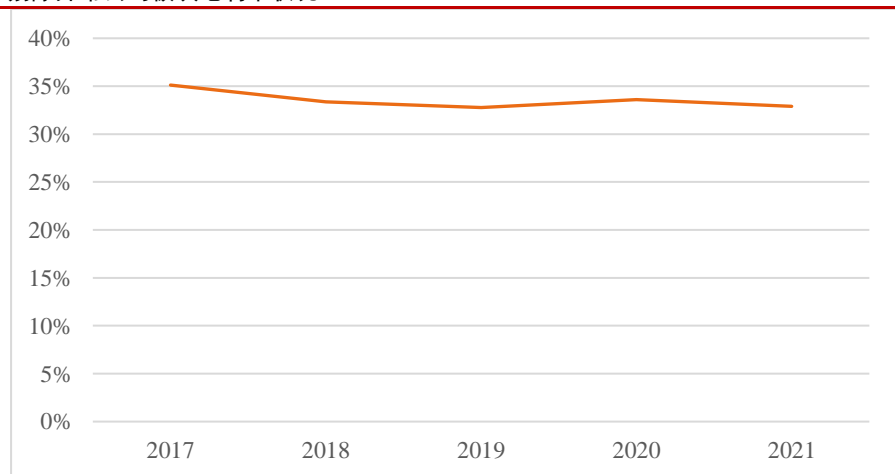


资料来源：Wind，首创证券

资料来源：Wind，首创证券

毛利率细分来看，板块内中原环保和国中水务毛利率下降幅度较大，分别较 2020 年减少 16.51% 和 18.28%，主要是工程业务影响。中原环保主要受《企业会计准则解释第 14 号》影响，确认毛利率较低的 PPP 项目收入成本，拉低毛利率；国中水务毛利率降低，主要源自子公司工程项目收入不及预期，成本高于预期等原因。剔除中原环保和国中水务，板块毛利率下降趋势更加缓和，2021 年较 2020 年下降 0.71%。

图 4：剔除异常公司板块毛利率状况



资料来源：Wind，首创证券

www.767stock.com

2022 年第一季度，板块收入与成本较去年略有上涨，毛利率基本持平。2022 年一季度板块营业收入为 169.69 亿元，同比上涨 9.31%，营业成本为 114.28 亿元，同比上涨 9.52%。2022 年一季度毛利率为 32.65%，较去年同期下降 0.13%。细分板块中，武汉控股、鹏鹞环保、渤海股份毛利率下降幅度较大，分别为 15.10%、9.76%、9.12%。其中武汉控股 2022 年 1 月收购武汉水务集团持有的武汉市水务工程建设有限公司，合并范围有所变化，将去年同期数进行调整后，毛利率下降程度有所缓解。剔除武汉控股，2022Q1 板块毛利率为 33.03%，较去年同期上涨 0.41%。

图 5：水务板块 Q1 收入成本状况（亿元）

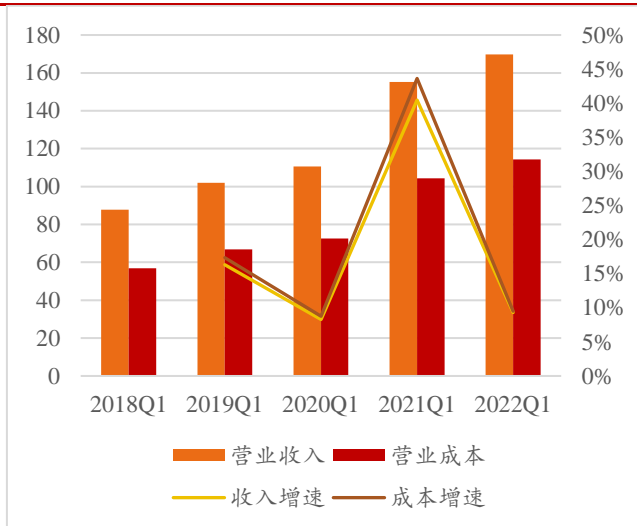
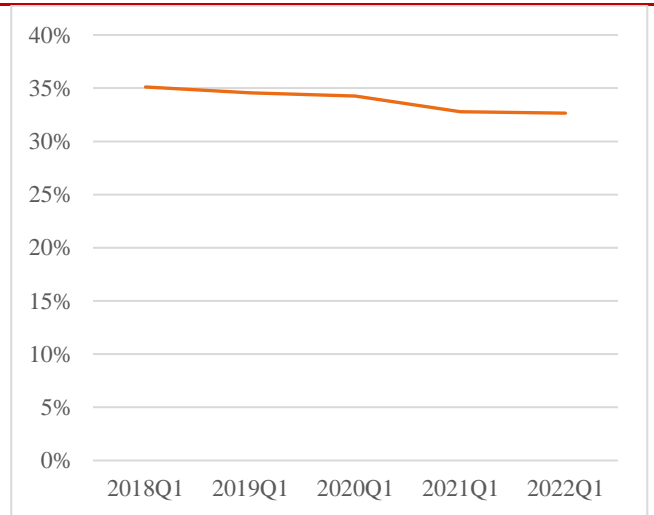


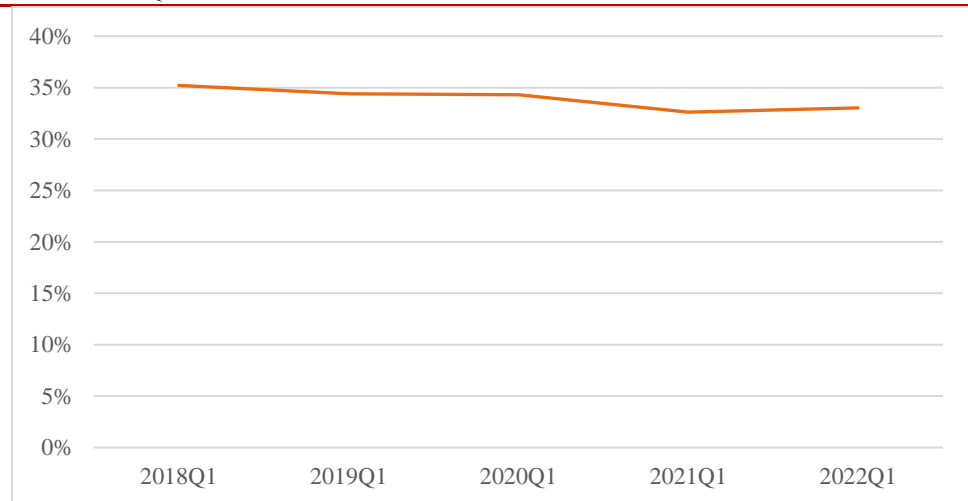
图 6：水务板块 Q1 毛利率状况



资料来源：Wind，首创证券

资料来源：Wind，首创证券

图 7：水务板块 Q1 毛利率状况（剔除武汉控股）

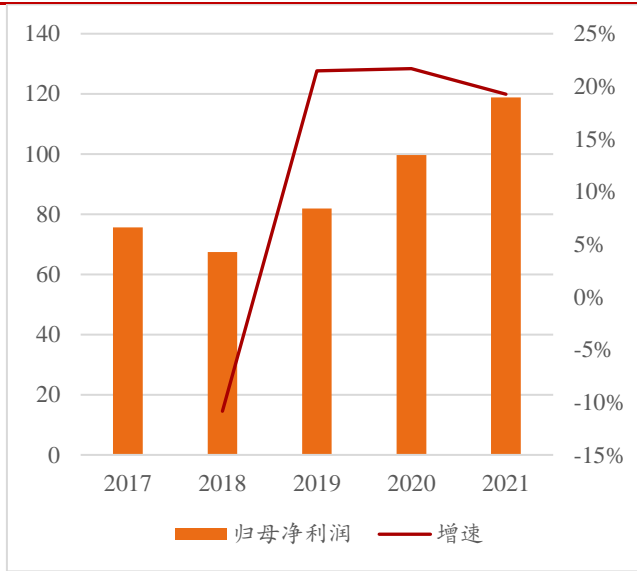


资料来源：Wind，首创证券

板块回报方面，2021 年归母净利润维持高速上涨，归母净利率较为稳定，ROE 稳中有升。2021 年，板块归母净利润 118.83 亿元，同比增加 19.25%，增速较去年略有下降，整体在 20% 左右波动，板块归母净利润维持在较高速增长。板块回报率方面，2021 年板块 ROE 为 8.62%，较 2020 年增长 0.98%，呈现稳中有升的趋势；板块归母净利率为 15.38%，较 2020 年减少 0.47%，总体来看，归母净利率较为稳定，近年来维持在 15% 左右。

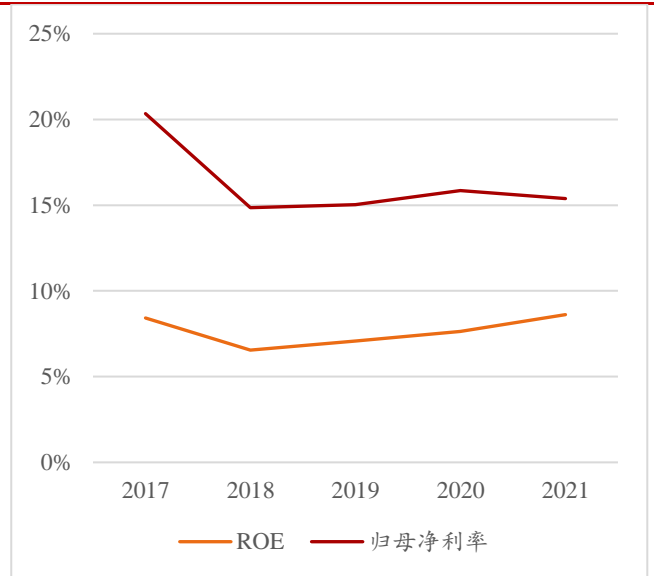
www.767stock.com

图 8：水务板块归母净利润状况（亿元）



资料来源：Wind，首创证券

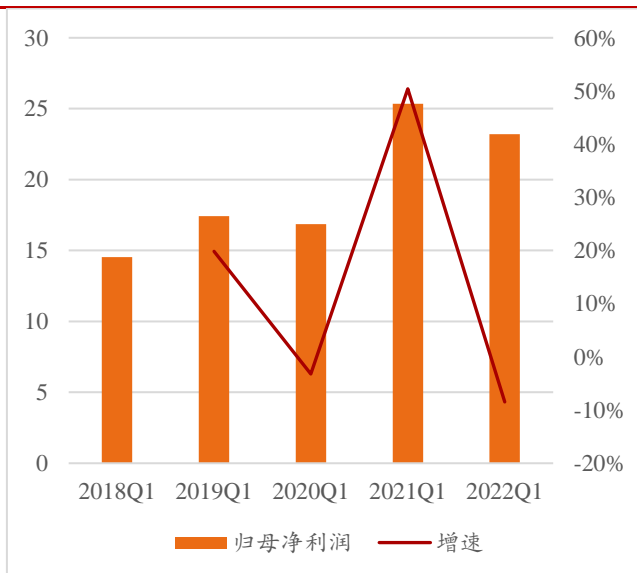
图 9：水务板块回报率状况



资料来源：Wind，首创证券

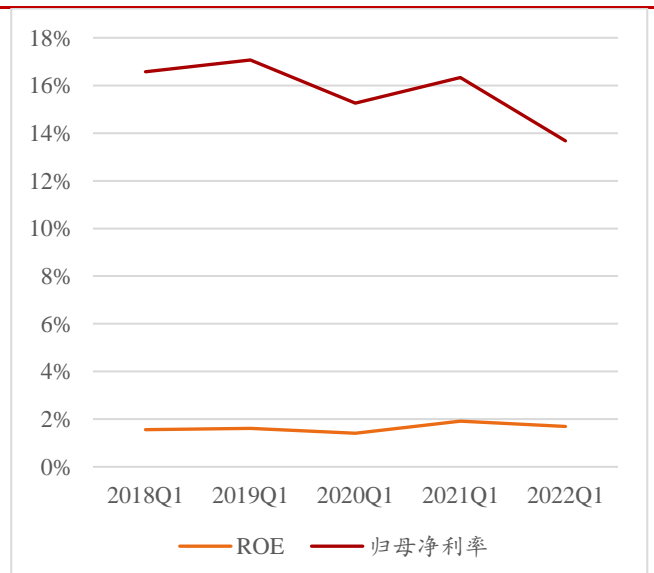
2022 年一季度板块回报有所下降。2022 年一季度归母净利润为 23.21 亿元，同比下降 8.47%，ROE 为 1.70%，较去年同期下降 0.22%，归母净利率为 13.68%，较去年同期下降 2.66%。细分公司中，武汉控股归母净利润降幅较大，超过 60%，主要由于子公司项目投产及公司借款增加，使得折旧费用、污水成本、财务费用增加。若剔除武汉控股，板块 2022Q1 归母净利润为 22.83 亿元，同比减少 6.39%。其余归母净利润降幅较大的公司有中山公用、重庆水务。中山公用因投资收益减少，归母净利润减少 40%；重庆水务因去年同期转让资产，以及本期供排水企业折旧摊销增加导致归母净利润同比减少 32.03%。

图 10：水务板块 Q1 归母净利润状况（亿元）



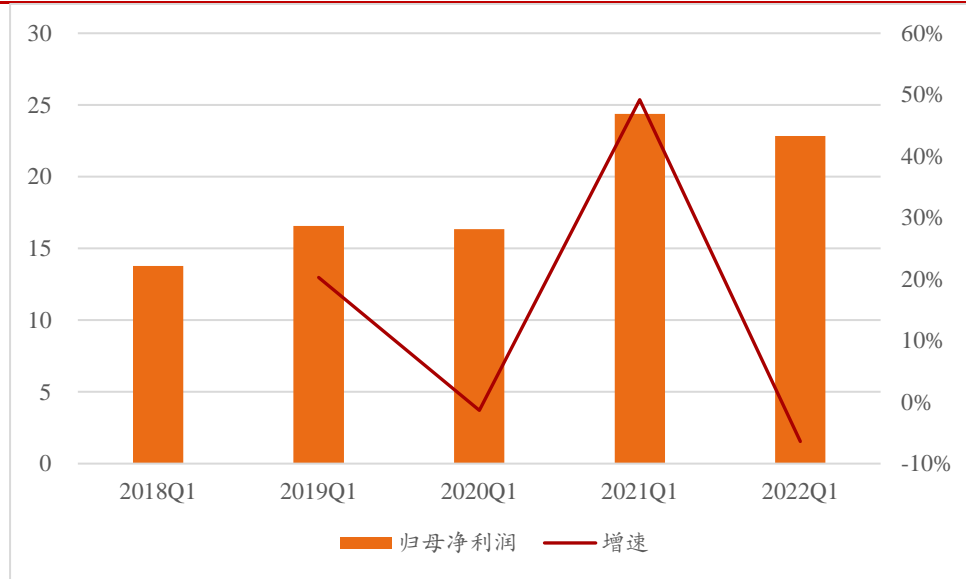
资料来源：Wind，首创证券

图 11：水务板块 Q1 回报率状况



资料来源：Wind，首创证券

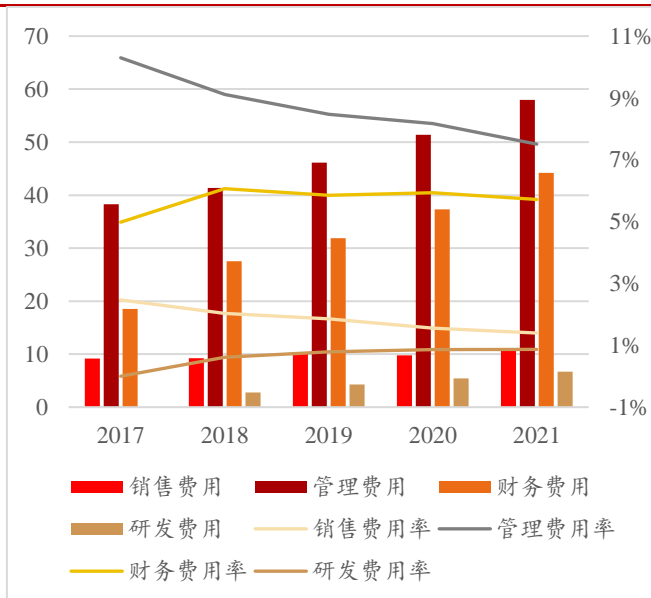
图 12: 水务板块 Q1 归母净利润情况 (亿元) (剔除武汉控股)



资料来源: Wind, 首创证券

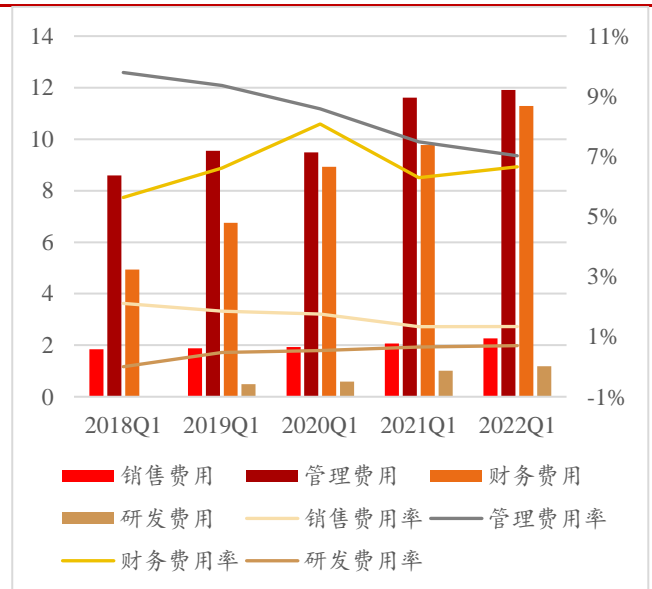
期间费用方面,2021 年年度板块管理费用率、销售费用率有所下降,而财务费用率、研发费用率保持稳定。2021 年板块销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 1.40%/7.51%/5.72%/0.87%。其中销售费用率、管理费用率及财务费用率较 2020 年分别下降 0.15%、0.66%、0.21%; 研发费用率与 2020 年齐平。

图 13: 水务板块期间费用状况 (亿元)



资料来源: Wind, 首创证券

图 14: 水务板块 Q1 期间费用状况 (亿元)



资料来源: Wind, 首创证券

除管理费用率,一季度板块期间费用率有所上升。2022 年一季度,水务板块销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 1.34%/7.02%/6.65%/0.70%,其中销售费用率、财务费用率、研发费用率较去年同期增加 0.01%/0.36%/0.05%,管理费用率较去年同期减少 0.46%。

经营性现金流方面,2021 年板块经营性现金流良好,但较 2020 年下降较多。2021

年板块经营性现金流为 121.65 亿元，同比下降 30.55%。从细分成分来看，较多公司经营性现金流有所减少，主要为执行《企业会计准则解释第 14 号》影响。根据公告，现金流减少的公司中，中原环保、首创环保、联泰环保、中持股份受到了《企业会计准则解释第 14 号》影响。其中中原环保 2021 年经营性现金流净额大幅减少（由 2020 年的 6.08 亿元减少至 2021 年的 -26.85 亿元），对板块现金流影响程度较大。若剔除上述受会计变更影响的四个公司，2021 年板块经营性现金流为 117.18 亿元，同比增加 0.61%。

图 15：水务板块经营性现金流状况（亿元）

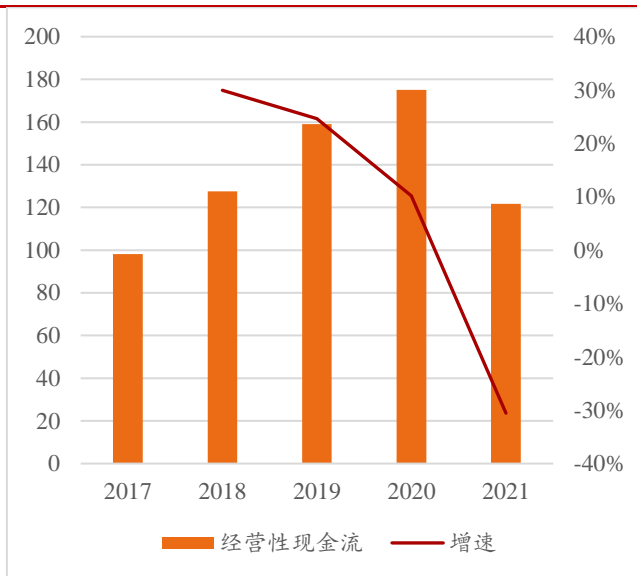
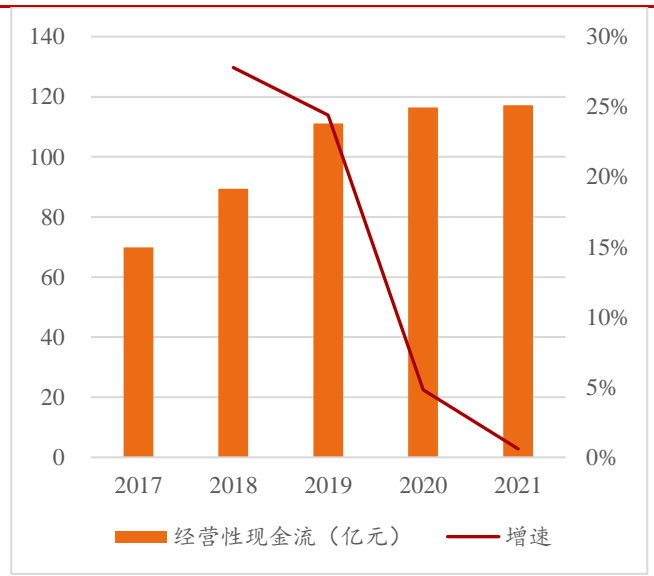


图 16：剔除四个公司后水务板块经营性现金流状况（亿元）

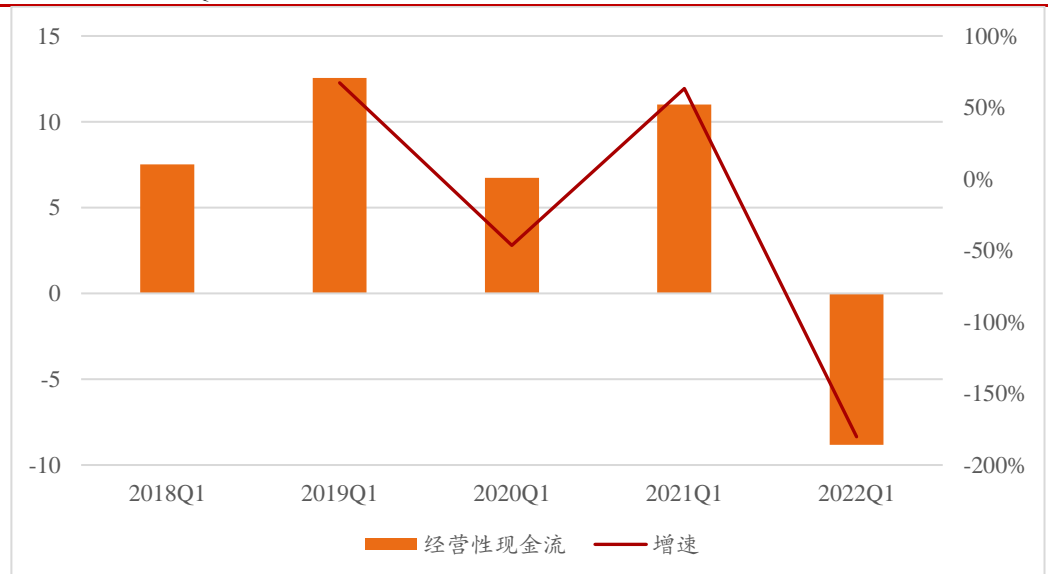


资料来源：Wind，首创证券

资料来源：Wind，首创证券

2022 年一季度，板块经营性现金流较去年同期大幅下降，表现为负。2022 年 Q1 经营性现金流为 -8.83 亿元，同比减少 180.21%。细分公司中，半数以上公司现金流出现了不同程度的减少。其中首创环保、中原环保对现金流减少影响较大，根据公司公告，现金流减少主要源于《企业会计准则解释第 14 号》影响。

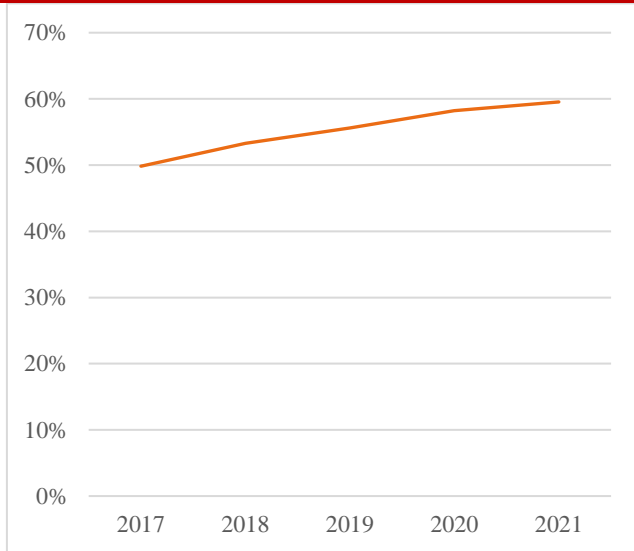
图 17：水务板块 Q1 经营性现金流状况（亿元）



资料来源：Wind，首创证券

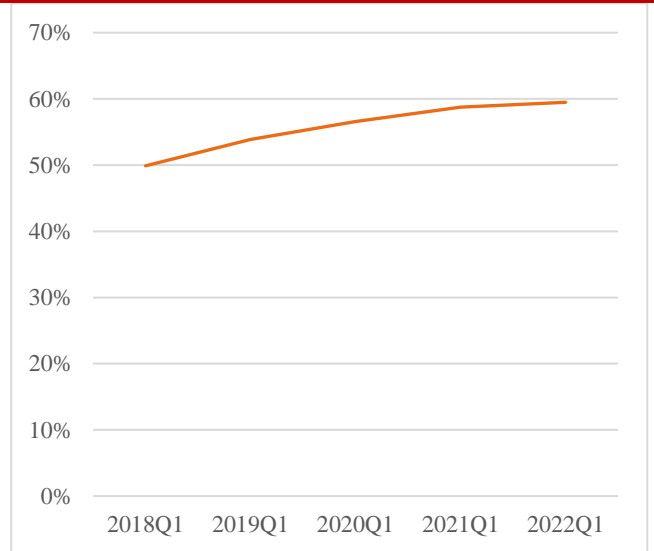
资产负债率方面,由于板块建设项目数量相对减少,板块资产负债率平稳上升。2021年板块资产负债率 59.54%,较 2020 年增长 1.31%。2022 年一季度,板块资产负债率为 59.48%,较去年同期提高 0.74%。

图 18: 水务板块资产负债率状况



资料来源: Wind, 首创证券

图 19: 水务板块 Q1 资产负债率状况



资料来源: Wind, 首创证券

水务板块需求旺盛,收入利润持续增长,且板块毛利较高。稳增长政策下,污水处理及水环境治理领域投资有望增长,短期内,建设业务的增加以及《企业会计准则解释第 14 号》执行对于行业现金流造成一定影响。但是长期来看,经过多年快速发展,供水及水处理市场已经趋于饱和,投资建设业务将逐步减少,行业将进入存量时代,存量项目的运营将成为行业主题。

2.2 短期: 关注稳增长主题机会

稳增长政策力度不断增强。2021 年年底的中央经济工作会议提出,“我国经济面临着需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力”。进入 2022 年,由于国内疫情局部反复,加之地缘冲突加剧等不利因素冲击,我国短期内的经济下行压力增大。因此,关于稳住经济增长的一系列政策措施依次出台。2022 年政府工作报告中明确,今年政府工作要坚持“稳字当头、稳中求进”,把稳增长放在更加突出的位置。2022 年 1 月,央行副行长刘国强在国新办新闻发布会上表示,当前目标是稳,政策要求是发力。要将货币政策工具箱开得大一些,充足发力;金融部门主动出击,精准发力;前瞻操作,走在市场曲线前面,靠前发力。4 月,中国人民银行、国家外汇管理局发布《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》,从支持受困主体纾困、畅通国民经济循环、促进外贸出口发展三方面,提出加强金融服务和对实体经济支持力度的 23 条政策措施。5 月,国务院印发《扎实稳住经济的一揽子政策措施》,其中包括财政政策、货币金融政策、稳投资促消费政策等 6 个方面共 33 项措施。6 月,银保监会发布《关于进一步做好受疫情影响困难行业企业等金融服务的通知》,进一步加强金融纾困政策落地。

表 1：“稳增长”部分政策文件

日期	文件/会议	主要内容
2022/1/18	国新办新闻发布会	当前重点的目标是稳，政策的要求是发力。一是充足发力，把货币政策工具箱开得再大一些，保持总量稳定，避免信贷塌方；二是精准发力，要致广大而尽精微，金融部门要按照新发展理念的要求，主动找好项目，做有效的加法，优化经济结构；三是靠前发力。要抓紧做事，前瞻操作，走在市场曲线的前面，及时回应市场的普遍关切。
2022/3/5	政府工作报告	今年工作要坚持稳字当头、稳中求进。面对新的下行压力，要把稳增长放在更加突出的位置。各地区各部门要切实担负起稳定经济的责任，积极推出有利于经济稳定的政策。
2022/4/18	《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》	发挥货币政策总量和结构双重功能，加大对受疫情影响行业、企业、人群等金融支持；发挥金融畅通国民经济循环作用，抓好金融支持实体经济政策落地；优化外汇和跨境人民币业务办理，促进外贸出口平稳发展。
2022/5/31	《国务院关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》	包括财政、货币金融、稳投资促消费、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基本民生等六个方面共 33 项措施。
2022/6/2	《关于进一步做好受疫情影响困难行业企业等金融服务的通知》	进一步加强对受新冠肺炎疫情影响严重行业企业等的金融支持，确保有关金融纾困政策落地。

资料来源：政府公告，公开信息，首创证券

水务是稳增长的重要一环。从当前环境来看，投资不仅能有效推动经济增长，而且有利于供给侧的结构调整。在我国消费需求与出口需求转弱的背景之下，投资将是短期内稳定经济增长的主要支撑，也是政策端支持力度最大的方面。其中基础设施投资具备灵活可操作、带动力强的特点，是宏观调控的有力手段。水务行业属于传统基建的重要板块，具有吸纳投资大、产业链条长、创造就业机会多的特点，能够有效拉动投资需求，促进经济稳定增长，保障民生。在当前稳增长、扩内需的背景下，水务行业政策支持力度强，短期内将迎来新的增量发展机会。

国家多个政策文件中提及水务领域稳增长措施。2021 年 12 月的中央经济工作会议指出，要适度超前开展基础设施投资，在“十四五”期间，必须把管道改造和建设作为重要的一项基础设施工程来抓。今年的政府工作报告指出要建设重点水利工程，积极扩大有效投资，加快给排水管道等管网更新改造，推进地下综合管廊建设。今年 4 月，中央财经委员会第十一次会议提出要加快构建国家水网主骨架和大动脉，加强农业农村基础设施建设，实施规模化供水工程，加强农村污水处理设施建设。国务院发布的《关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》中，再次强调将推进水利工程项目实施以及城市地下综合管廊建设作为稳投资促消费的重要举措。水务工程建设已成为稳定宏观经济增长的重要方面，短期内水务行业规模或将迎来新的增长。

表 2：国家稳增长政策水务相关内容

时间	政策/会议	主要内容
2021/12/8	中央经济工作会议	“十四五”期间，必须把管道改造和建设作为重要的一项基础设施工程来抓。“适度超前开展基础设施投资”写入此次会议文件，明确点出这项任务清单：“包括加快城市管道老化更新改造等。”
2022/3/5	政府工作报告	积极扩大有效投资。围绕国家重大战略部署和“十四五”规划，适度超前开展基础设施投资。建设重点水利工程、加快给排水管道等管网更新改造，完善防洪排涝设施，继续推进地下综合管廊建设。
2022/3/29	国务院常务会议	水利工程是民生工程、发展工程、安全工程。今年再开工一批已纳入规划、条件成熟的项目，包括南水北调后续工程等重大引调水、骨干防洪减灾、病险水库除险加固、灌区建设和改造等工程。这些工程加上其他水利项目，全年可完成投资约 8000 亿元。
2022/4/8	2022 年水利工程建设情况国务院政策例行吹风会	加快实施在建水利工程，对符合经济社会发展需要、前期技术论证基本成熟、省际间没有重大分歧、地方推动项目建设意愿较为强烈的重大水利项目，加快审查审批，推动工程尽早开工建设。
2022/4/26	中央财经委员会第十一次会议	加强水利等基础设施建设，加快构建国家水网主骨架和大动脉，推进重点水源、灌区、蓄滞洪区建设和现代化改造。加强农业农村基础设施建设，完善农田水利设施，实施规模化供水工程，加强农村污水和垃圾收集处理设施建设。
2022/5/31	《关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》	加快推进一批论证成熟的水利工程项目。2022 年再开工一批已纳入规划、条件成熟的项目，包括南水北调后续工程等重大引调水、骨干防洪减灾、病险水库除险加固、灌区建设和改造等工程。进一步完善工程项目清单，加强组织实施、协调推动并优化工作流程，切实提高水资源保障和防灾减灾能力。
2022/6/13	金融支持水利基础设施建设推进工作电视电话会议	聚焦水利建设重点领域做好金融服务，聚焦国家水网主骨架和南水北调等重大工程、水资源集约节约利用、农村供水工程、流域防洪工程体系建设、河湖生态保护修复、智慧水利建设等重点领域，发挥好水利基础设施建设扩大有效投资、拉动经济发展的作用。

资料来源：政府公告，首创证券

为切实减少疫情对于经济社会发展的影响，稳住经济基本盘，全国各省市也陆续出台稳住经济增长一揽子政策措施，其中都将供水、排水、污水处理、管网改造等水务工程建设项目作为稳定投资、拉动内需的重要方面。

表 3：地方稳增长政策水务相关内容

时间	地区	文件	主要内容
2022/05/31	吉林	《稳定全省经济若干措施》	加快推进一批重大水利工程项目，加快推进全省“大水网”建设，重点建设重大引调水、大江大河治理等骨干输排水通道。
2022/05/31	天津	《扎实稳住经济的一揽子政策措施》	加快推进水务工程建设，重点推动供水、防洪、排水、水生态等重要基础设施建设前期工作。
2022/06/01	广东	《广东省贯彻落实国务院〈扎实稳住经济的一揽子政策措施〉实施方案》	推进一批论证成熟的水利工程项目，今年再开工一批已纳入规划、条件成熟的重大水资源配置、骨干防洪减灾、病险水库除险加固、灌区续建配套和节水改造等项目。
2022/06/01	辽宁	《辽宁省贯彻落实国务院扎实稳住经济一揽子政策措施若干举措》	加强水利工程建设。积极争取国家支持，年内再开工建设一批条件成熟且纳入国家规划的中小河流、主要支流、病险水库除险加固、中型灌区节水改造、水文站提档升级等工程。
2022/06/01	青海	《关于贯彻落实国务院扎实稳住经济一揽子政策措施的实施方案》	加快水利基础设施建设，开工实施 200 余项民生水利项目，推进澜沧江、香日德河、布哈河等河道治理。

案》

2022/06/02	四川	《扎实稳住经济增长若干政策措施》	着力补齐城镇生活污水、城乡生活垃圾、排水防涝等基础设施短板弱项，开展城市更新及老旧管网改造，推动实施一批具备条件的地下综合管廊项目，指导管廊运营主体合理制定入廊收费标准。
2022/06/02	福建	《关于贯彻落实扎实稳住经济一揽子政策措施的实施方案》	免征相关行业地方水利建设基金。对我省工业、物流、公路水路运输等六大行业免征 2022 年度地方水利建设基金。
2022/06/02	安徽	《稳住经济一揽子政策措施实施方案》	加快推进一批论证成熟的水利工程项目，加快引江济淮等在建重大水利工程实施。
2022/06/02	浙江	《浙江省贯彻落实国务院扎实稳住经济一揽子政策措施实施方案》	加快推进一批水利项目建设，着力推进一批已纳入规划、建设条件成熟的项目前期工作。
2022/06/02	河北	《扎实稳定全省经济运行的一揽子措施及配套政策》	加快实施一批重大水利工程项目，2022 年再开工一批已纳入规划、条件成熟的项目。
2022/06/02	北京	《北京市统筹疫情防控和稳定经济增长的实施方案》	制定推进现代化基础设施体系建设实施方案，梳理形成轨道交通、能源、水务、物流设施等领域年内开工重大项目清单。
2022/06/07	新疆	《自治区贯彻落实国发〔2022〕12 号文件精神推进经济稳增长一揽子政策措施》	加快推进一批水利工程项目建设，开工建设一批已纳入规划、条件成熟的水利项目，加快推进重大引调水及大中小型水库工程建设。
2022/06/07	贵州	《省人民政府关于贯彻落实<关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知>任务清单的通知》	加快凤山、观音等大型水库建设，开工建设一批骨干水源工程，加快推动纳入国家 2022 年重点推进的重大水利项目前期工作。
2022/06/07	黑龙江	《贯彻落实国务院扎实稳住经济一揽子政策措施实施方案》	全力推进重大水利工程建设，对接落实好国家加快推进一批成熟的水利工程项目政策。
2022/06/09	云南	《关于贯彻落实扎实稳住经济一揽子政策措施的意见》	加快推进重大水利工程建设，全年争取开工重点水网工程 200 件以上，争取纳入“十四五”规划的工程项目尽早开工、尽快完工，积极谋划一批“十五五”重大水利工程项目。

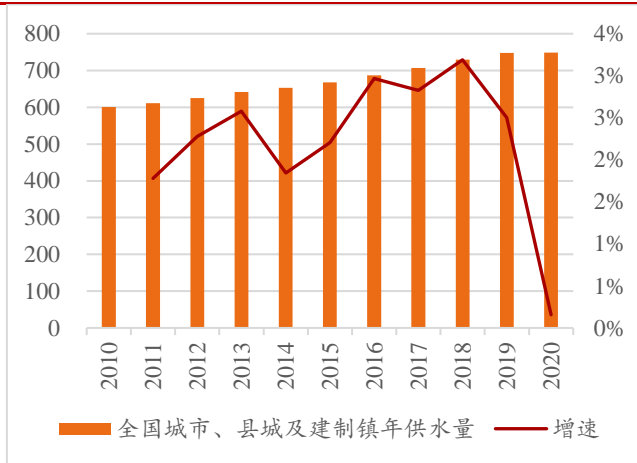
资料来源：政府公告，首创证券

2.3 中长期：运营是行业主题

2.3.1 行业增长空间有限，降本增效是主题

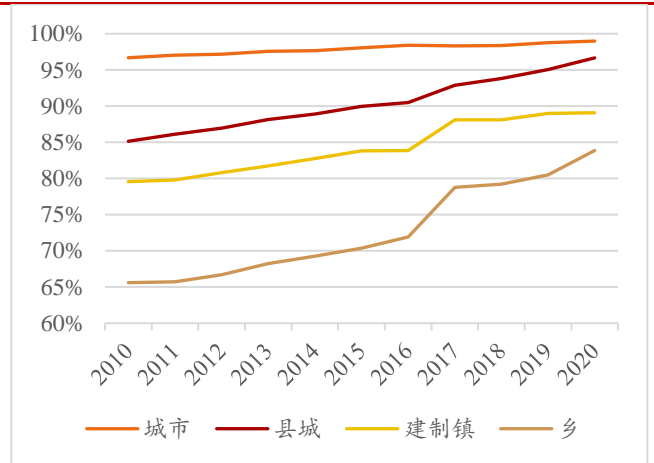
我国供水能力及供水普及率不断提升，整体已趋于稳定。自 2010 年以来，我国全国供水量稳步提升，年度增长基本维持在 2%-3% 水平。2010 年，全国供水量 600 亿立方米，至 2020 年为 748 亿立方米。2018 年以后，供水量增速开始下降，2020 年同比增长仅为 0.16%。供水普及率方面，2010 年以来，我国城市、县城、建制镇以及乡等不同行政级别供水率也均呈现稳步提升状态。至 2020 年为止，我国城市以及县城的供水普及率均已超过 95%，分别达到 98.99%、96.66%；建制镇及乡的供水普及率较 2010 年大幅提升，均已超过 80%，分别达到 89.08% 和 83.86%。整体来看，供水方面建制镇及乡村层面仍有一定提升空间，总体已经呈现相对饱和状态。

图 20: 我国供水量状况 (亿立方米)



资料来源: Wind, 首创证券

图 21: 我国供水普及率



资料来源: Wind, 首创证券

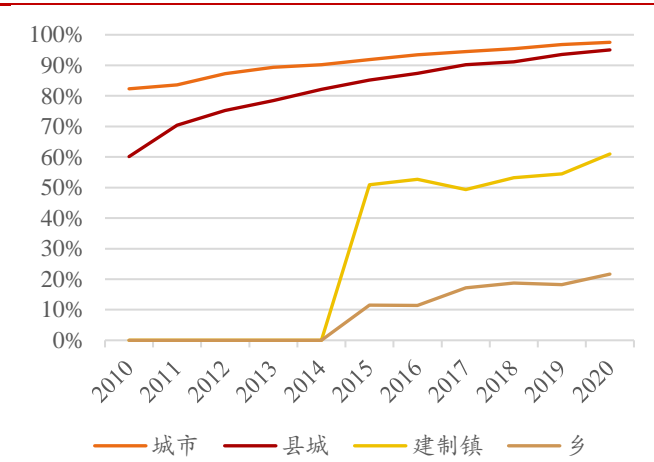
污水处理能力同步提升, 乡村污水处理存在一定提升空间。与供水能力相比, 我国污水处理能力也呈现稳步增长状态, 2010 年我国污水处理能力约 1.34 亿立方米/日, 至 2020 年增长为 2.59 亿立方米每日。污水处理率方面, 我国城市及县城污水处理率稳步增长, 均已超过 95%, 分别达到 97.53%/95.05%; 建制镇及乡污水处理率相对较低, 截止 2020 年分别为 60.98%及 21.67%, 仍存在一定发展空间。

图 22: 我国污水处理能力不断提升 (万立方米/日)



资料来源: Wind, 首创证券

图 23: 我国污水处理率



资料来源: Wind, 首创证券

从整体来讲, 水务行业大规模建设阶段已过, 未来将进入存量及结构性发展阶段。在此背景下, 运营管理、降本增效将成为行业发展主题。随着智慧水务、大数据应用标准的不断提高, 运营管理高效、技术领先的水务公司将逐步在未来的竞争中脱颖而出。

2.3.2 污水提标改造

虽然我国污水处理率已处于较高水平, 但出水水质仍有提升空间。越来越多的污水厂排放标准由原来的《城镇污水处理厂污染物排放标准》中的二级、一级 B 标准提升为一级 A 或者更高标准。

与再生水的商业逻辑不同, 污水提标改造是政策驱动。2015 年以来, 各级政府出台了一系列的水治理政策, 其中很多内容对污水提标改造提出了具体要求。从单位改造投资额推算, 污水提标改造市场的潜在容量大。

表 4：污水提标改造相关政策

时间	政策	提标改造相关内容
2015.04	《水污染防治行动计划》	建成区水体水质达不到地表水 IV 类标准的城市，新建城镇污水处理设施要执行一级 A 排放标准。
2016.12	《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》	“十三五”期间提标改造污水处理设施规模 4220 万立方米/日，其中设市城市 3639 万立方米/日，县城 581 万立方米/日，提标改造污水处理设施投资 432 亿元。
2018.01	《重点流域水污染防治规划（2016-2020 年）》	到 2020 年，完成提标改造的污水处理设施日处理能力总和不低于 4250 万吨。
2019.05	《城镇污水处理提质增效三年行动方案(2019-2021 年)》	2019-2021 年加快推进生活污水收集处理设施改造和建设。
2020.07	《城镇生活污水处理设施补短板强弱项实施方案》	长三角地区和粤港澳大湾区城市、京津冀地区和长江干流沿线地级及以上城市、黄河流域省会城市生活污水处理设施全部达到一级 A 排放标准。
2021.01	《关于推动农村人居环境标准体系建设的指导意见》	加快编制农村分散式生活污水处理设施、农村小型一体化生活污水处理设备等标准。开展农村生活污水处理、建设施工、竣工验收等方面的标准制修订工作
2021.06	《“十四五”城镇污水处理及资源化利用发展规划》	到 2025 年，全国城市生活污水集中收集率力争达到 70% 以上，县城污水处理率达到 95% 以上；到 2035 年，城市生活污水收集管网基本全覆盖，城镇污水处理能力全覆盖。
2021.12	《农村人居环境整治提升五年行动方案（2021—2025 年）》	优先治理京津冀、长江经济带、粤港澳大湾区、黄河流域及水质需改善控制单元等区域，重点整治水源保护区和城乡结合部、乡镇政府驻地、中心村、旅游风景区等人口居住集中区域农村生活污水。
2022.01	《“十四五”节能减排综合工作方案》	到 2025 年，新增和改造污水收集管网 8 万公里，新增污水处理能力 2000 万立方米/日。
2022.02	《关于加快推进城镇环境基础设施建设的指导意见》	到 2025 年，新增污水处理能力 2000 万立方米/日，新增和改造污水收集管网 8 万公里，县城污水处理率达到 95% 以上。

资料来源：各部委公告，首创证券

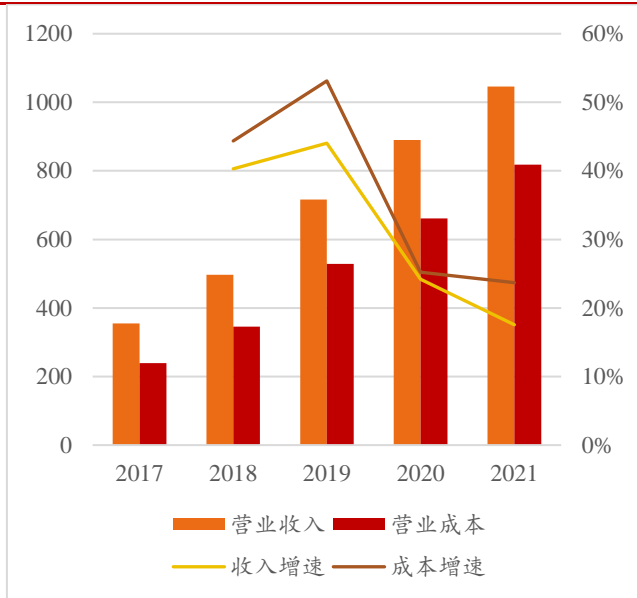
3 固废板块

3.1 需求旺盛，关注企业经营状况

2021 年，板块需求增加驱动收入增长，毛利率延续下降趋势。固废板块营业收入持续提升，增速有所下降。2021 年固废板块营业收入 1045.75 亿元，同比增长 17.56%，增速较去年下降 6.64 个百分点。具体来看，大部分固废板块公司营业收入实现增长，盈峰环境、中国天楹、启迪环境、维尔利营收同比下降。

由于成本增速高于收入增速，固废板块毛利率持续降低。2021 年，固废板块营业成本达到 818.39 亿元，同比增长 23.69%；板块毛利率 21.74%，较 2020 年下降 3.88 个百分点。具体来看，主要由于疫情影响以及大部分公司建造业务仍然占据较大比例，而《企业会计准则解释第 14 号》于 2021 年开始执行，导致整个板块毛利率有较大幅度下降。

图 24：固废板块收入成本状况（亿元）



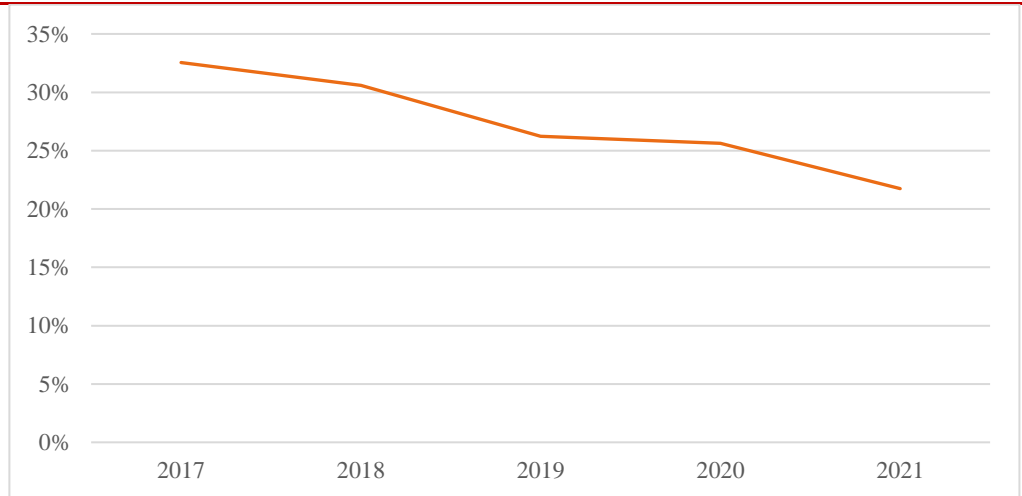
资料来源：Wind，首创证券

图 25：固废板块 2021 年营业收入情况

(亿元)	2021 年营业收入	同比
浙富控股	141.35	69.42%
伟明环保	41.85	34.00%
盈峰环境	118.14	-17.57%
瀚蓝环境	117.77	57.41%
高能环境	78.27	14.65%
上海环境	71.02	57.41%
绿色动力	50.57	122.03%
中国天楹	205.93	-5.83%
启迪环境	84.81	-1.93%
中再资环	34.69	4.16%
旺能环境	29.68	74.75%
东江环保	40.15	21.12%
维尔利	31.53	-1.55%

资料来源：Wind，首创证券

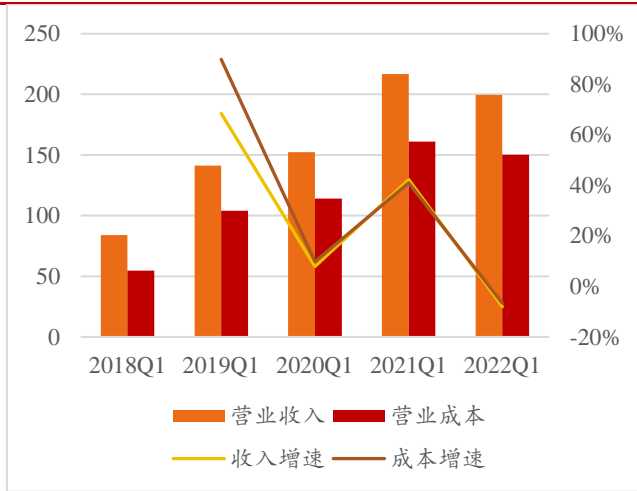
图 26：固废板块毛利率情况



资料来源：Wind，首创证券

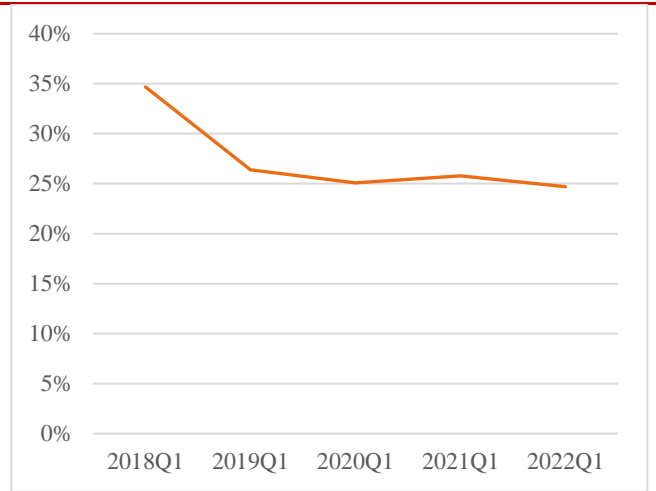
剔除异常值后，板块 2022 年一季度收入维持增长。整体来看，2022 年一季度，板块收入成本较去年同期有所下降，毛利率相对稳定。2022 年一季度板块营业收入 199.58 亿元，同比减少 7.97%，板块营业成本为 150.29 亿元，同比减少 6.62%。从细分成分来看，一季度中国天楹由于出售子公司，营业收入下降 79.18%，对板块营业收入影响较大，若剔除中国天楹，板块 2022Q1 营业收入为 187.54 亿元，较去年同期上涨 17.93%。2022 年一季度板块毛利率为 24.70%，较去年同期下降 1.09%。其中绿色动力由于受《企业会计准则解释第 14 号》影响，毛利率下降 21.09%，幅度较大。

图 27: 固废板块 Q1 收入成本状况 (亿元)



资料来源: Wind, 首创证券

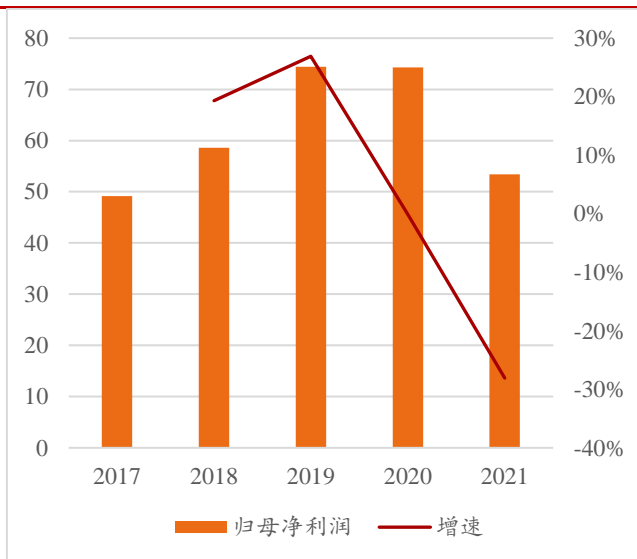
图 28: 固废板块 Q1 毛利率情况



资料来源: Wind, 首创证券

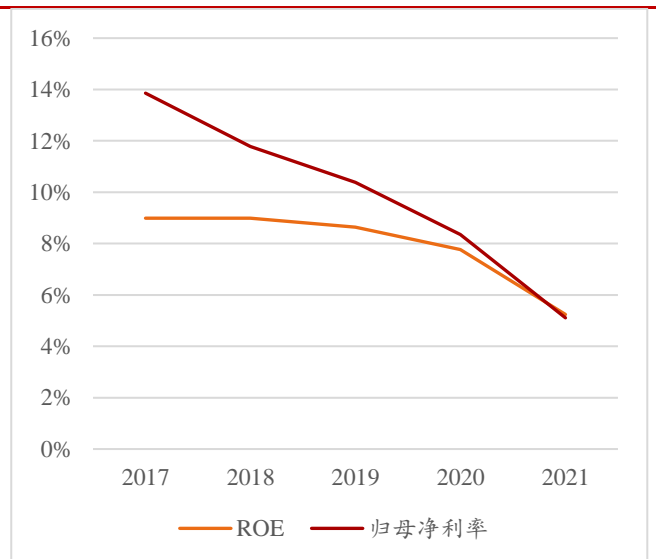
归母净利润方面, 2021 年板块归母净利润 53.43 亿元, 同比下降 28.09%, 降幅较大。板块回报方面, 归母净利率及 ROE 均呈现下降趋势, 2021 年, 板块归母净利率为 5.11%, 较 2020 年下降 3.24 个百分点; ROE 为 5.24%, 较 2020 年下降 2.53 个百分点。

图 29: 固废板块归母净利润状况 (亿元)



资料来源: Wind, 首创证券

图 30: 固废板块回报率情况

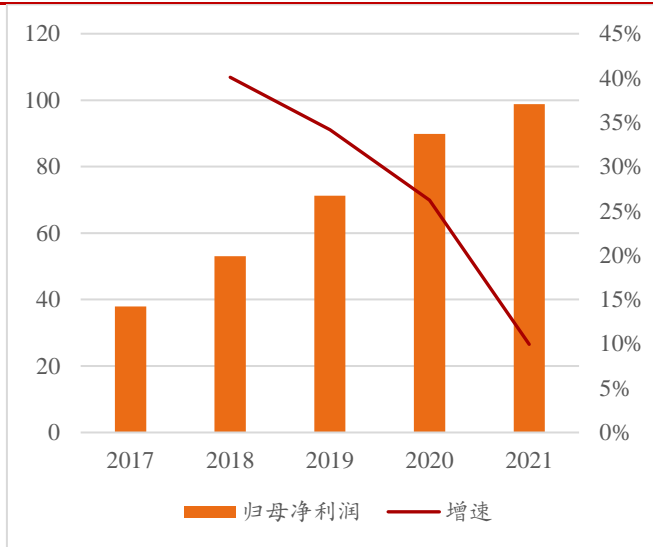


资料来源: Wind, 首创证券

从板块成分细分来看, 仅启迪环境出现了严重亏损, 其余公司归母净利润变动范围相对正常。2021 年, 启迪环境归母净利润为 -45.40 亿元, 2020 年归母净利润为 -15.59 亿元。公司目前已收到两封深交所关注函, 由于启迪环境财务状况较为异常, 将其剔除后, 板块财务数据有所好转。

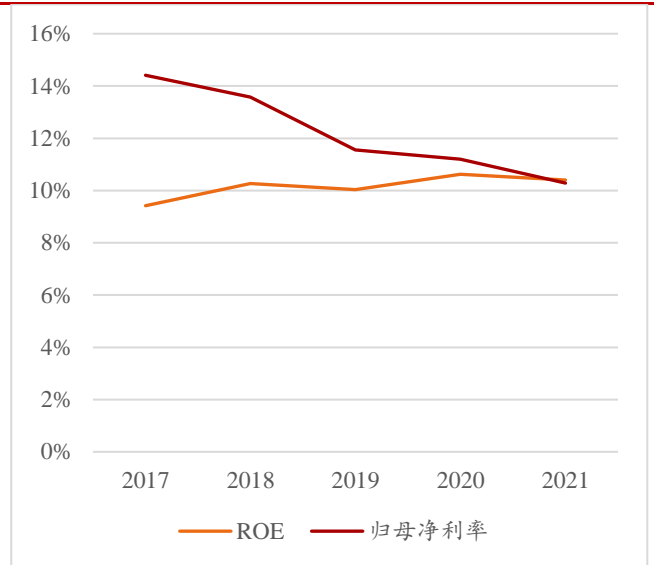
剔除异常值后, 板块归母净利润呈增长趋势, 回报率小幅下降。剔除异常值后, 2021 年全年板块归母净利润为 98.83 亿元, 同比增长 9.95%, 增速较以前年度有所下降。归母净利润 4 年复合增长率为 27.08%。回报率方面, 在剔除异常值后, ROE、归母净利率下降趋势有所缓和, 2021 年板块归母净利率为 10.28%, 较 2020 年下降 0.91%; 2021 年板块 ROE 为 10.40%, 与 2020 年基本持平。

图 31：剔除异常值后板块归母净利润状况（亿元）



资料来源：Wind，首创证券

图 32：剔除异常值后板块回报率情况



资料来源：Wind，首创证券

从板块的具体成分来看，不同公司盈利状况出现明显分化。建成投运项目体量较大、占比较高、营运能力较强的公司，在盈利端表现亮眼。

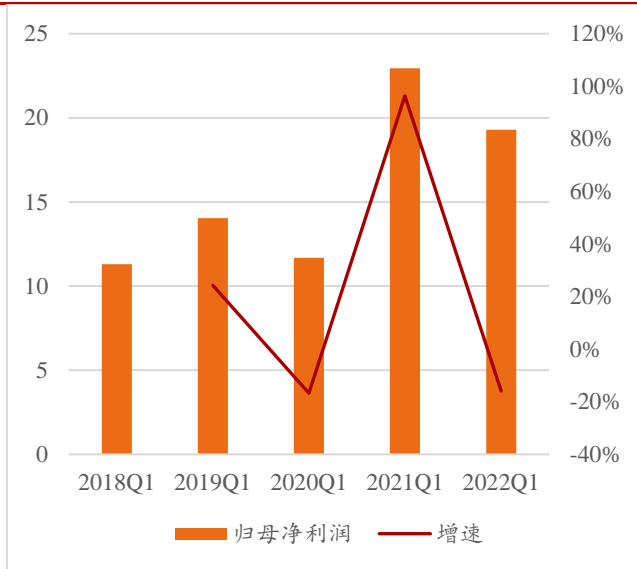
图 33：固废板块盈利状况产生分化

(亿元)	2021年归母净利润	增速
浙富控股	23.12	69.74%
伟明环保	15.35	22.13%
盈峰环境	7.28	-47.46%
瀚蓝环境	11.63	10.01%
高能环境	7.26	32.03%
上海环境	6.87	9.77%
绿色动力	6.98	38.62%
中国天楹	7.29	11.54%
中再资环	3.09	-24.68%
旺能环境	6.48	24.10%
东江环保	1.61	-46.98%
维尔利	1.86	-47.87%

资料来源：Wind，首创证券

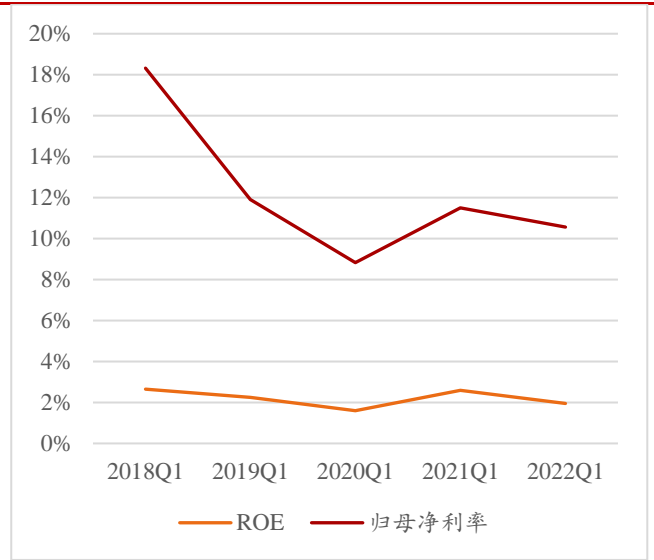
2022 年一季度，启迪环境仍出现较大亏损，剔除异常公司启迪环境后，板块归母净利润为 19.29 亿元，同比下降 15.92%。细分公司中，大部分成分公司归母净利润出现下降。中国天楹、中再资环、东江环保下降幅度较大，其中中国天楹主要受出售子公司影响；东江环保则主要由于工业废物处置价格下降，资源化废物采购成本上升，以及期间费用上升导致净利润减少。回报率方面，归母净利率及 ROE 略有下降。2022 一季度，板块 ROE1.95%，归母净利率 10.56%，较去年同期分别下降 0.64%、0.94%。

图 34：剔除异常值后 Q1 板块归母净利润状况（亿元）



资料来源：Wind，首创证券

图 35：剔除异常值后 Q1 板块回报率情况

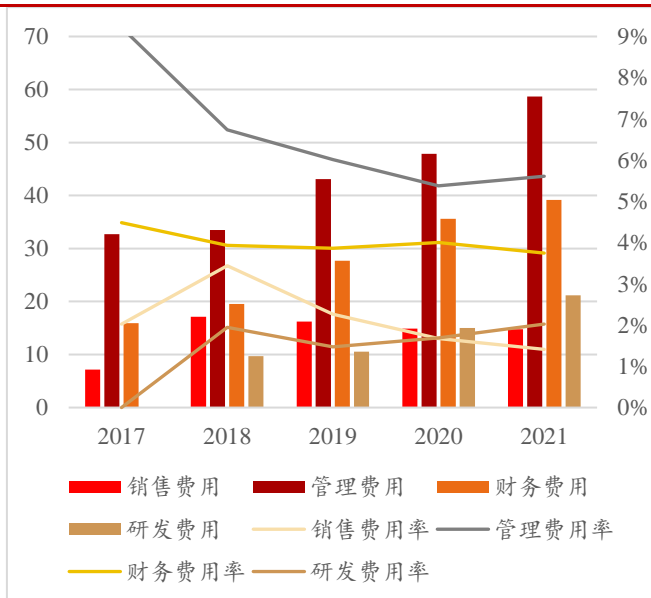


资料来源：Wind，首创证券

期间费用方面，年度板块管理费用率略有回升，财务费用率保持稳定，销售费用率不断下降，研发费用率持续上升。2021 年固废板块销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 1.41%/5.61%/3.75%/2.02%。销售费用率和财务费用率较 2020 年分别减少 0.26%、0.25%；管理费用率、研发费用率较 2020 年分别上升 0.23%、0.34%。

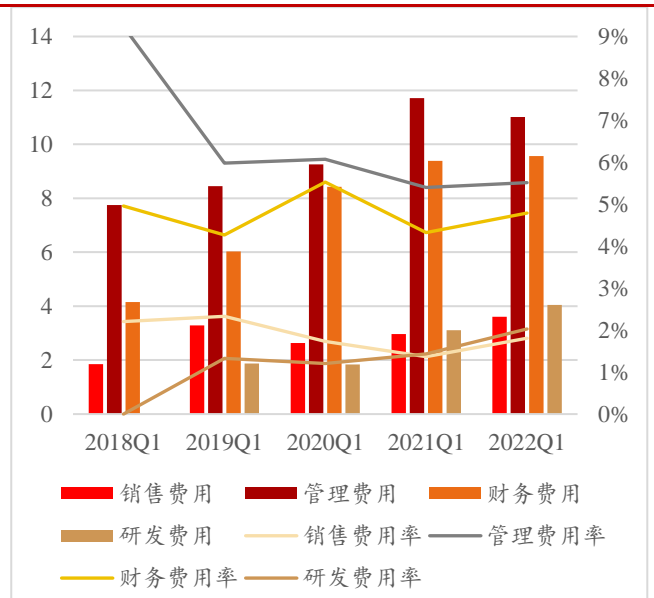
一季度板块期间费用率略有上升。2022 年一季度，板块销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 1.81%/5.52%/4.79%/2.03%，分别较去年同期增加 0.44%/0.12%/0.47%/0.60%。

图 36：固废板块期间费用状况（亿元）



资料来源：Wind，首创证券

图 37：固废板块 Q1 期间费用状况（亿元）

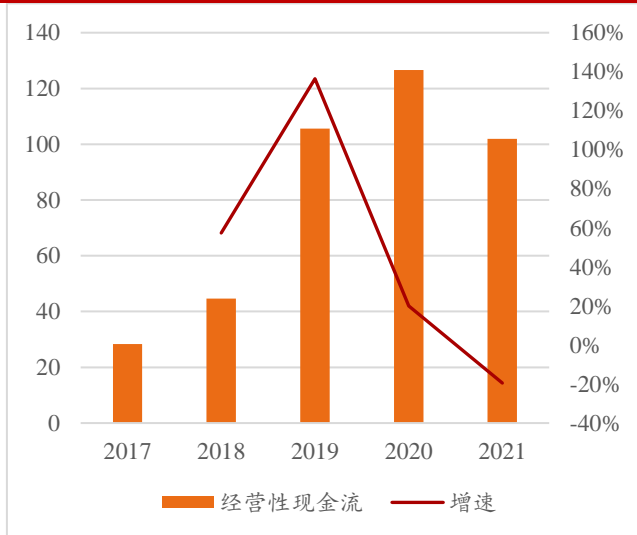


资料来源：Wind，首创证券

经营性现金流方面，2021 年板块经营性现金流有所下滑。2021 年，固废板块实现经营性现金流 101.93 亿元，同比减少 19.49%。若剔除异常公司启迪环境，板块实现经营性现金流 94 亿元，同比减少 23%。细分成分来看，多数公司经营性现金流有一定程

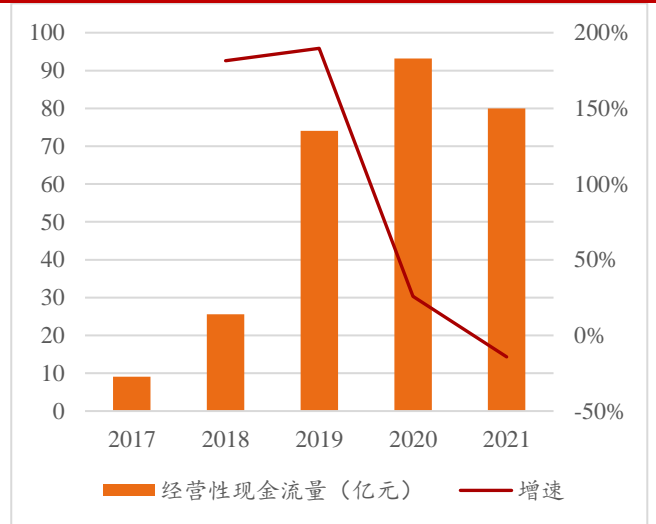
度的减少，其中瀚蓝环境和上海环境经营性活动现金流减少主要源于《会计准则解释第14号影响》等相关会计政策变更。若剔除瀚蓝环境、上海环境及启迪环境，2021年固废板块经营性现金流为79.99亿元，同比减少14.19%。减少幅度有所好转。

图 38：固废板块经营性现金流情况（亿元）



资料来源：Wind，首创证券

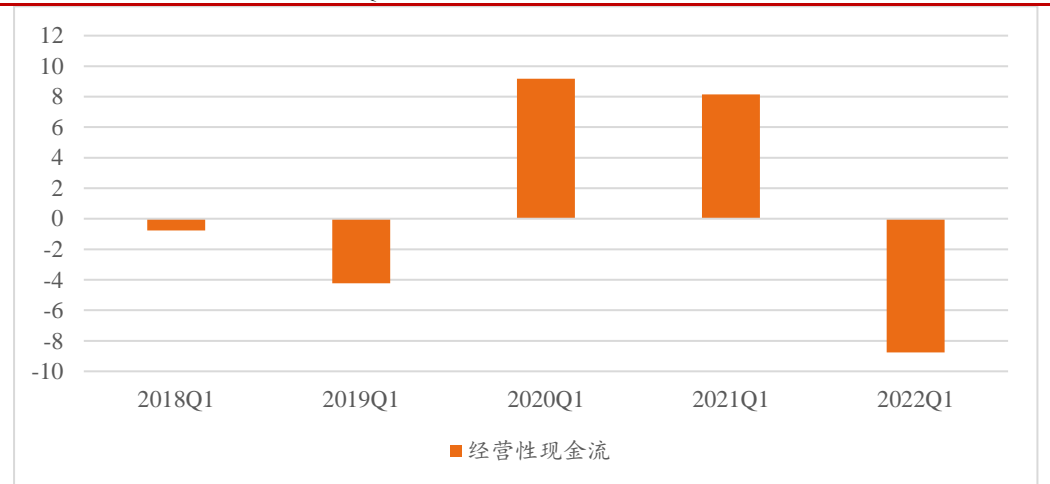
图 39：剔除三个公司后板块经营性现金流情况（亿元）



资料来源：Wind，首创证券

2022 年第一季度，板块经营性现金流大幅减少。2022 年一季度板块经营性现金流为-9 亿元，较去年同期由正转负。板块内大多数公司现金流恶化，浙富控股、瀚蓝环境、中国天楹、中再资环、东江环保现金流下降幅度较大。其中浙富控股主要由于支付期货合约保证金、生产备料支付货款、支付的各项税费上升导致现金流恶化；瀚蓝环境则受《会计准则解释第 14 号》影响，以及能源业务亏损、应收账款回款尚未改善等拖累；东江环保因增加子公司营运资金导致现金流降低。

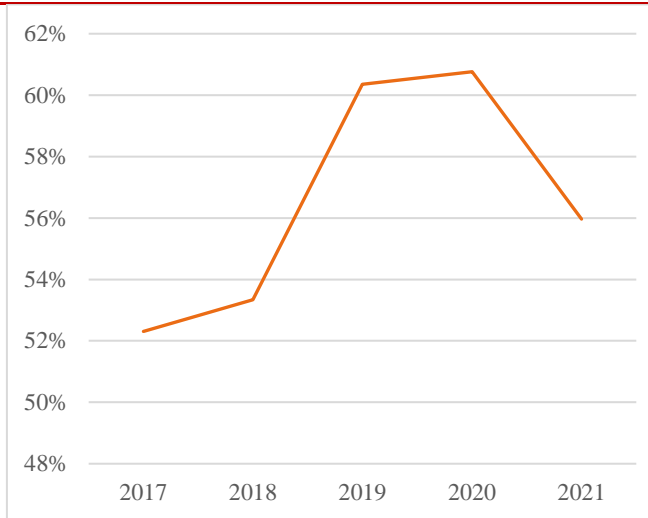
图 40：剔除启迪环境后固废板块 Q1 经营性现金流情况（亿元）



资料来源：Wind，首创证券

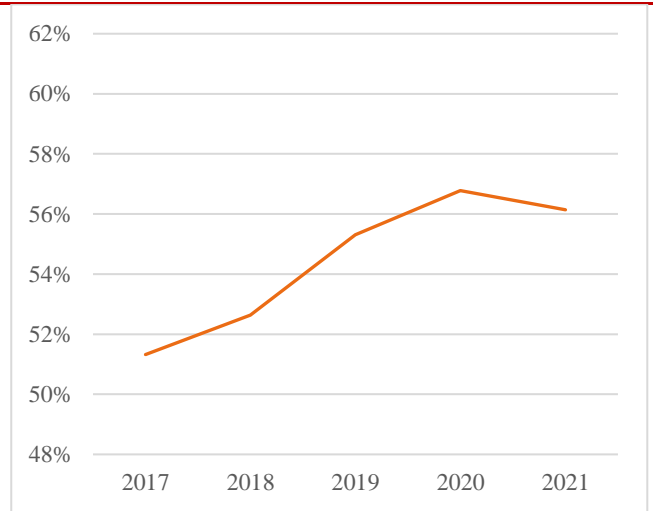
2021 年板块资产负债率增长趋稳，有下降趋势。仅剔除异常公司启迪环境，2021 年板块资产负债率为 55.96%，较 2020 年减少 4.80%。趋势上看，近年来，随着建设规模到达顶峰，建成投运项目增加，板块资产负债率增长逐步放缓，于 2020 年到达高点，并于 2021 年产生较大幅度的下降。细分成分来看，2021 年中国天楹出售子公司，其资产负债率较 2020 年减少 20.72%。若剔除中国天楹，资产负债率由 2020 年 57% 下降到 2020 年 56%，下降幅度较小。

图 41：剔除启迪环境后固废板块资产负债率情况



资料来源：Wind，首创证券

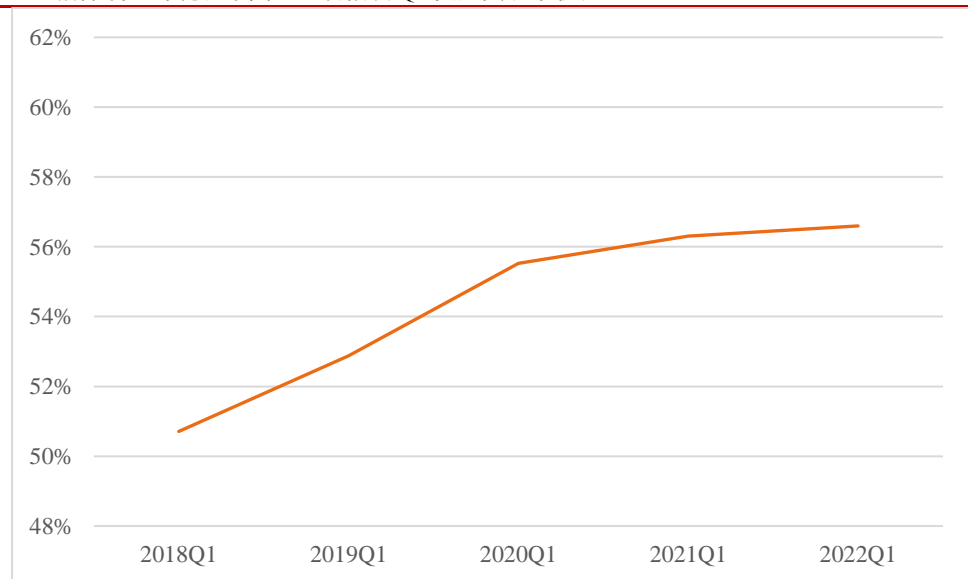
图 42：剔除启迪环境和中国天楹后固废板块资产负债率情况



资料来源：Wind，首创证券

2022 年一季度资产负债率走势与年度走势相近。2022 年一季度，剔除启迪环境和中国天楹后，资产负债率为 56.6%，较去年同期提高 0.3%。

图 43：剔除启迪环境和中国天楹后板块 Q1 资产负债率状况



资料来源：Wind，首创证券

固废的减量化是刚性需求，行业景气度仍在，需求旺盛。随着建成投产进入运营阶段的项目逐渐增多，板块资产负债率增速逐渐下降，经营性现金流持续向好，管理规范、营运能力强的企业在盈利端逐渐“崭露头角”。同时，后期面临国补的逐渐退坡，提高垃圾处理费、重新开启 CCER 交易等支持政策有望加速落地。但是 2022 年以来，疫情状况有所反弹，同时由于国外地缘冲突加剧，我国经济运行受到一定影响，固废板块中非运营类业务以及部分运营项目由于地方支付能力以及疫情原因受到一定影响，部分企业收入、利润以及现金流状况出现一定变化，未来需关注疫情以及国内经济状况对企业经营状况的持续影响。

3.2 无废城市加速推进

3.2.1 无废城市建设加速

“十三五”开始建设无废城市试点。2018年12月29日，国务院办公厅印发《“无废城市”建设试点工作方案》，首次在政策文件中明确“无废城市”的概念，开始发展“无废城市”建设试点。2019年5月5日生态环境部办公厅印发《关于发布“无废城市”建设试点名单的公告》，筛选确定了广东省深圳市、内蒙古自治区包头市、安徽省铜陵市、山东省威海市、重庆市（主城区）、浙江省绍兴市、海南省三亚市、河南省许昌市、江苏省徐州市、辽宁省盘锦市、青海省西宁市等11个城市作为“无废城市”建设试点。同时，将河北雄安新区、北京经济技术开发区、中新天津生态城、福建省光泽县、江西省瑞金市作为特例，参照“无废城市”建设试点一并推动。此后，首批“无废城市”建设试点开始实施。

进入“十四五”后，无废城市建设加速。2021年9月15日，生态环境部公开征求《“十四五”时期深入推进“无废城市”建设工作方案（征求意见稿）》和《“无废城市”建设指标体系（2021年版）（征求意见稿）》意见；2021年12月15日，生态环境部联合其他十七部门发布《“十四五”时期“无废城市”建设工作方案》，明确了总体目标，即推动100个左右地级及以上城市开展“无废城市”建设；同时提出了7个主要任务：科学编制实施方案，强化顶层设计引领；加快工业绿色低碳发展，降低工业固体废物处置压力；促进农业农村绿色低碳发展，提升主要农业固体废物综合利用水平；推动形成绿色低碳生活方式，促进生活源固体废物减量化、资源化；加强全过程管理，推进建筑垃圾综合利用；强化监管和利用处置能力，切实防控危险废物环境风险；加强制度、技术、市场和监管体系建设，全面提升保障能力。2022年4月24日，生态环境部办公厅印发《关于发布“十四五”时期“无废城市”建设名单的通知》，确定了“十四五”时期开展“无废城市”建设的城市名单，并予以公布。

表 5：“无废城市”相关政策

日期	文件名称	主要内容
2018/6/16	《关于全面加强生态环境保护 坚决打好污染防治攻坚战的意见》	开展“无废城市”试点，推动固体废物资源化利用。
2018/12/29	《“无废城市”建设试点工作方案》	明确了“无废城市”的概念和六项重点任务。
2019/4/26	《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》	提出工作目标，在地级及以上城市全面启动生活垃圾分类工作，加快生活垃圾分类系统建设，建立健全工作机制，确保取得实效。
2019/5/5	《关于发布“无废城市”建设试点名单的公告》	确定了11个城市作为“无废城市”建设试点。同时，将河北雄安新区、北京经济技术开发区、中新天津生态城、福建省光泽县、江西省瑞金市作为特例，参照“无废城市”建设试点一并推动。
2019/5/8	《“无废城市”建设试点实施方案编制指南》	指导“无废城市”建设。
2019/5/8	《“无废城市”建设指标体系（试行）》	指导“无废城市”建设。
2020/11/27	《关于进一步推进生活垃圾分类工作的若干意见》	提出主要目标并强调全面加强科学管理、努力推动习惯养成、加快形成长效机制、加强组织领导。
2021/7/1	《“十四五”循环经济发展规划》	各有关部门按照职能分工抓好重点任务落实，并加强与节能、节水、垃圾分类、“无废城市”建设等相关工作的衔接。
2021/9/15	《“十四五”时期深入推进“无废城市”建设工作方案（征求意见稿）》和《“无废城市”建设指标体系（2021年版）（征求意见稿）》	指导地方做好“十四五”时期“无废城市”建设工作。

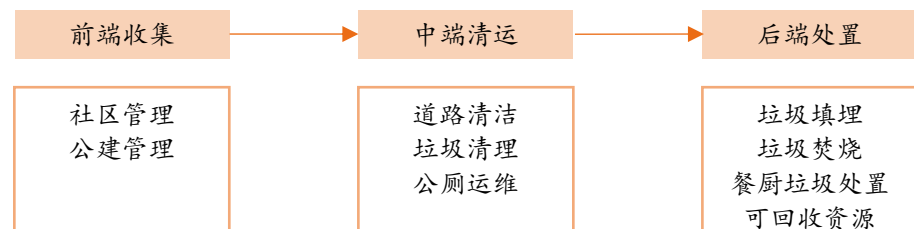
2021/11/2	《关于深入打好污染防治攻坚战的意见》	稳步推进“无废城市”建设。“十四五”时期，推进 100 个左右地级及以上城市开展“无废城市”建设，鼓励有条件的省份全域推进“无废城市”建设。
2021/12/15	《“十四五”时期“无废城市”建设工作方案》	明确了总体目标，两个结合，三步走，四个原则，五大指标，七项任务。
2022/4/24	《关于发布“十四五”时期“无废城市”建设名单的通知》	确定了“十四五”时期开展“无废城市”建设的城市名单。

资料来源：各部委公告，首创证券

3.2.2 无废城市下的产业链一体化

“无废城市”是以创新、协调、绿色、开放、共享的新发展理念为引领，通过推动形成绿色发展方式和生活方式，推进固体废物减量化和资源化利用，最大限度减少填埋量，将固体废物对环境的影响降至最低的城市发展模式。城市生活垃圾处置是焦点。

图 44：城市生活垃圾处理产业链



资料来源：Wind，首创证券

前端收集

社区管理（物业权责）。物业公司负责社区管理，但是其对垃圾分类收集没有内生动力，需要政府强制规定。

环卫转运

环卫服务主要是道路清洁、垃圾清理和公厕运维三项工作。市场规模的测算是，道路清扫保洁面积*清扫费用；生活垃圾清运量*清运费；公厕数*管理费用。根据住建部发布的《城乡建设统计年鉴》的数据进行测算，每年城市环卫服务市场规模超过 1300 亿元。环卫是轻资产运营模式，也是人工密集型行业，经营挑战是人员管理及管理效率。当前，环卫行业的市场化程度低，格局分散，专业化程度低，经营效率低。环卫机械装备是进行环卫机械化作业的主要工具，是国家环境卫生事业持续发展不可或缺的基础设施之一。环卫设备主要包括垃圾收集设备、环卫清洁设备、垃圾收转装备和垃圾处理装备四大类。随着我国城镇化水平不断提高，垃圾无害化处置要求增高，国家加大对环卫设备的更新优化的支持力度，国家有关部门下发文件把城市生活垃圾处理技术和成套设备确定为重点发展的高技术产业领域，环卫装备的水平和更新换代仍将持续，加上新能源和垃圾分类对产销量的刺激，环卫车以及环卫设备的需求也会进一步增加。

末端处置

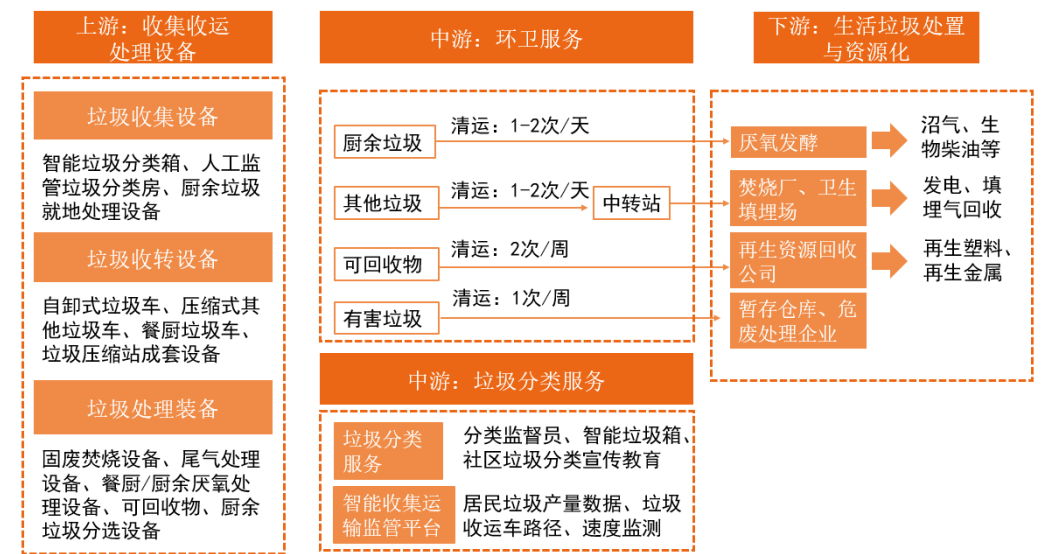
垃圾无害化处理、有机垃圾处置、可再生资源回收利用。根据国家统计局的数据，2018 年，有 52% 的生活垃圾采取卫生填埋的方式进行处理，45% 以焚烧的方式处理，3% 采用堆肥或其他方式。垃圾焚烧发电增长较快，但面临的主要问题是运营阶段的盈利能

力低。垃圾发电运营阶段，收入端因素是垃圾量、发电量、处理费、上网电价、电价补贴，成本端因素是燃料成本（垃圾热值相关）、折旧等刚性成本。垃圾量和垃圾热值与垃圾分类效果、垃圾收集、转运量正相关。

除无害化处置外，城市生活垃圾资源化回收利用是循环经济的重要一环。从类型来看，再生资源主要包括三大类：金属类再生资源、非金属类再生资源和废旧电子电气机械设备。随着再生资源行业趋向规范化发展，市场竞争愈发激烈，企业规模化不断扩大，能力较弱的小型作坊式企业正面临淘汰。

“互联网+再生资源”创新回收模式。随着互联网技术的飞速发展，传统废品回收行业通过大数据、人工智能和物联网等现代信息技术，建立便捷高效的再生资源回收交易服务平台，使供需双方能够快速获得信息匹配，完善再生资源回收体系，推动再生资源交易向线上线下结合的方向转型升级。

图 45：垃圾分类产业链及处理路线



资料来源：Wind，首创证券

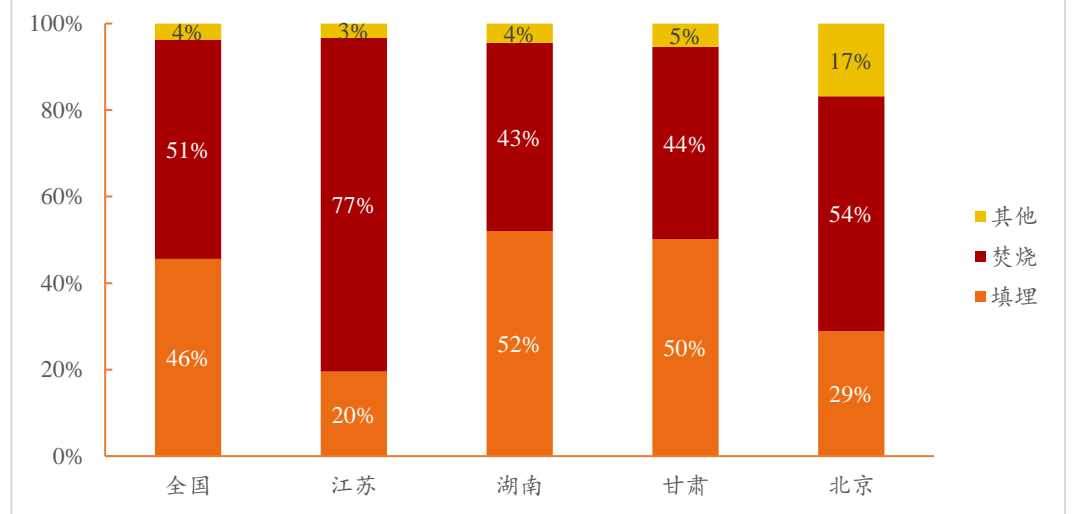
3.2.3 运营提质是行业主题

1. 垃圾焚烧发电是末端处置主要趋势

我国生活垃圾常用的处置技术有：卫生填埋、焚烧、堆肥等。在生活垃圾处置方式中，填埋虽然处理成本低，技术简单，但占用大量土地资源。焚烧对垃圾减量化的效果明显，并与能源回收有机结合。我国不同省市的填埋和焚烧处置比例差距较大，东部沿海和北京等经济发达地区焚烧处置比例相对较高，高于全国平均的焚烧比例；而西北欠发达地区仍主要以填埋为主（≥50%）。

从产业趋势上，垃圾焚烧发电和资源化利用是主要发展方向。

图 46：2019 年我国典型省市生活垃圾无害化处理量比例



资料来源：国家统计局，首创证券

2. 最新工作方案出台，运营提质替代增长成为主题

2021 年 8 月 19 日，国家发展改革委、财政部、国家能源局近日联合印发了《2021 年生物质发电项目建设工作方案》（以下简称《方案》）。《方案》就 2021 年生物质发电项目建设工作的总体要求、补贴项目条件、纳入 2021 年中央补贴项目的规则、工作程序以及推动生物质发电有序建设的后续措施进行了详细说明。

随着可再生能源行业的快速发展，可再生能源电价附加收入增长不及可再生能源发电补贴需要，补贴资金缺口持续扩大。为促进生物质发电等可再生能源行业健康发展，按照 2020 年 1 月份财政部、国家发展改革委、国家能源局联合出台的《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》和《完善生物质发电项目建设运行的实施方案》中“以收定支”和竞争配置、央地分担的思路制定了该方案。

《方案》的总体思路即“以收定补、央地分担、分类管理、平稳发展”。围绕“2021 年补贴资金申报”和“生物质发电项目建设”两大主要任务，重点突出“分类管理”，推动生物质发电行业平稳健康发展。

分类管理包括三层含义：一是在补贴项目上分类管理，分非竞争配置和竞争配置两类分别切块安排补贴资金，既保障存量已建在建项目有序纳入补贴范围，也保障一定规模的补贴资金用于竞争配置，促进技术进步和成本下降，推动生物质发电从快速增长向高质量发展转变；二是在央地分担上分类管理，按照各省（区、市）不同经济社会发展水平和生物质资源禀赋，科学合理确定不同的央地分担比例；三是在竞争配置中分类管理，分农林生物质发电和沼气发电、垃圾焚烧发电两类分别切块安排补贴资金，分类开展竞争配置，更好实现公平竞争。未来，生物质发电补贴中央分担部分将逐年调整，最终有序退出。

随着近年来的高速发展，垃圾焚烧发电行业经过大规模建设期，已经逐渐步入成熟期。同时，目前地方补贴政策仍未明确，预计生物质发电规模大幅增长将告一段落。随着补贴退坡以及建设规模减小，运营提质将成为行业主题。企业发展重点也将逐渐从规模扩张转换至降本提效，集中力量降低成本费用，提升产能利用率，促进运营水平高质量发展，从而保障盈利能力，夯实竞争能力。

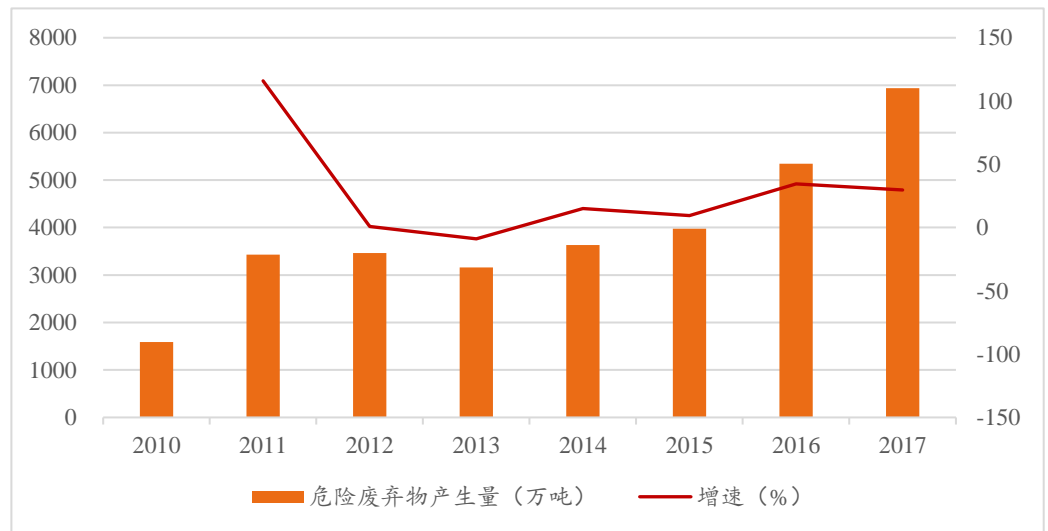
3.3 资源化优质赛道

3.3.1 危废资源化的内生需求旺盛

1. 危废市场规模快速增长

随着我国经济以及工业生产的快速发展，我国危废的产量也持续提升。同时，2013年最高人民法院、最高人民检察院联合下发的《关于办理环境污染刑事案件适用法律若干问题的解释》（下称《两高司法解释》），以及2016年《两高司法解释》的升级，促进了之前“隐性”危废的“显化”释放，危废市场统计规模快速增长。根据《中国统计年鉴》，2013年我国危废产生量为3156万吨，到2017年已达6936万吨，年复合增长率达22%。

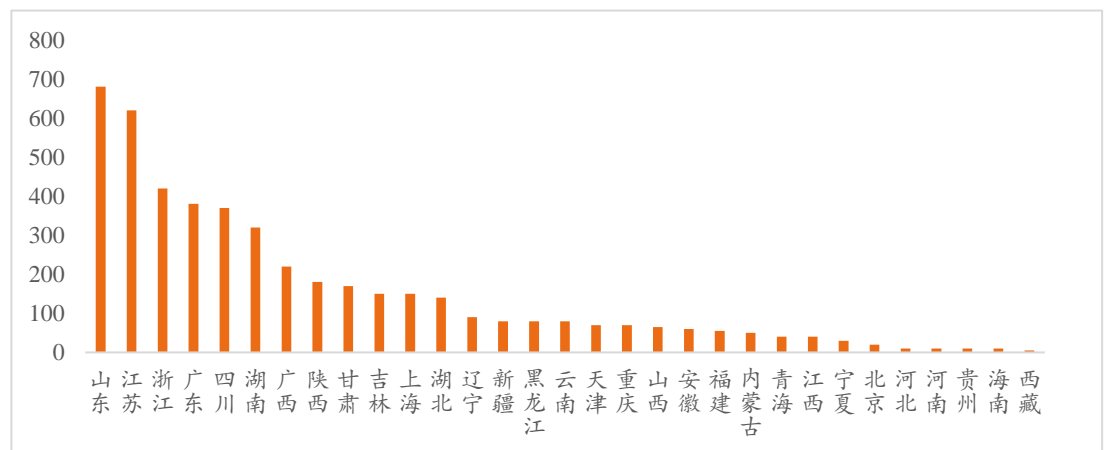
图 47：2010-2017 年中国危险废弃物产生量(单位：万吨，%)



资料来源：中国统计年鉴，首创证券

危废产生地域与该地区的工业总量和发展水平也密切相关。根据《2020年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，2019年，山东、江苏、浙江工业危废产量约达680万吨、620万吨和420万吨，位列全国大中城市危废产量的前三名，广东、四川、湖南、广西、陕西等地危废产量也居全国前列，位处南部、西部的云南、新疆，东北的吉林、辽宁，危废产量也相对巨大。

图 48：2019 年各省大、中城市危险废弃物产生量情况（万吨）



资料来源：《2020年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，首创证券

我国重点产废行业区域集中分布特点较为明显，华东地区产废量巨大。以广东省为例，由于通信设备、计算机及其他电子设备制造业的集中，广东省产废量最大的两类危废分别为含铜废物（HW22）及表面处理废物（HW17），均为含金属资源的危废，处置利用方式以资源化利用为主。

图 49：广东、江西、江苏、浙江重点产废行业工业产值情况

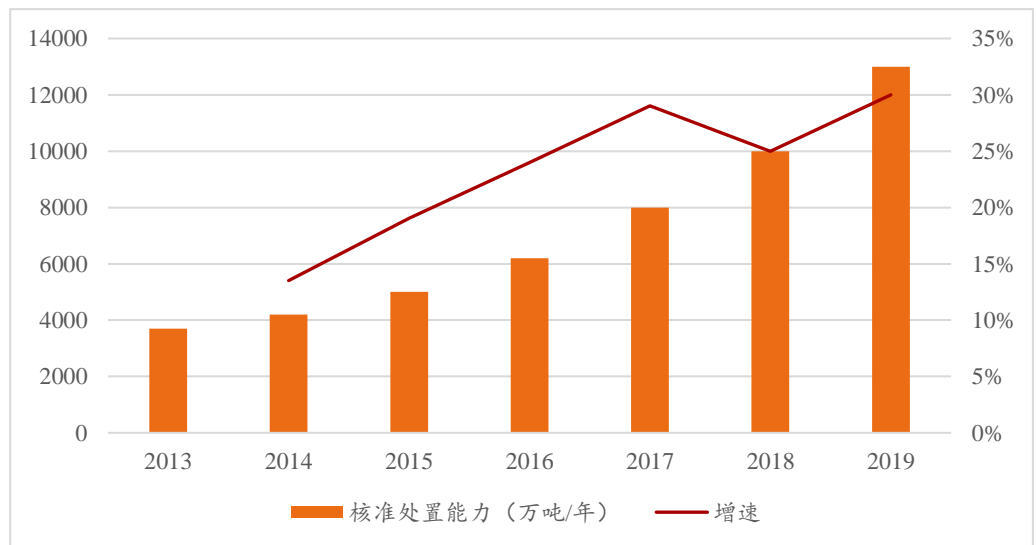


资料来源：飞南资源招股说明书，首创证券

2. 许可产能快速增长但利用率不足

《两高司法解释》的出台及升级，促进了危废处置需求快速增长。同时，自 2013 年以来，核准产能呈同步快速增长状态，处置产能加快建设。2013 年，全国大、中城市核准产能不及 4000 万吨/年，到 2019 年已经超过 12000 万吨/年。

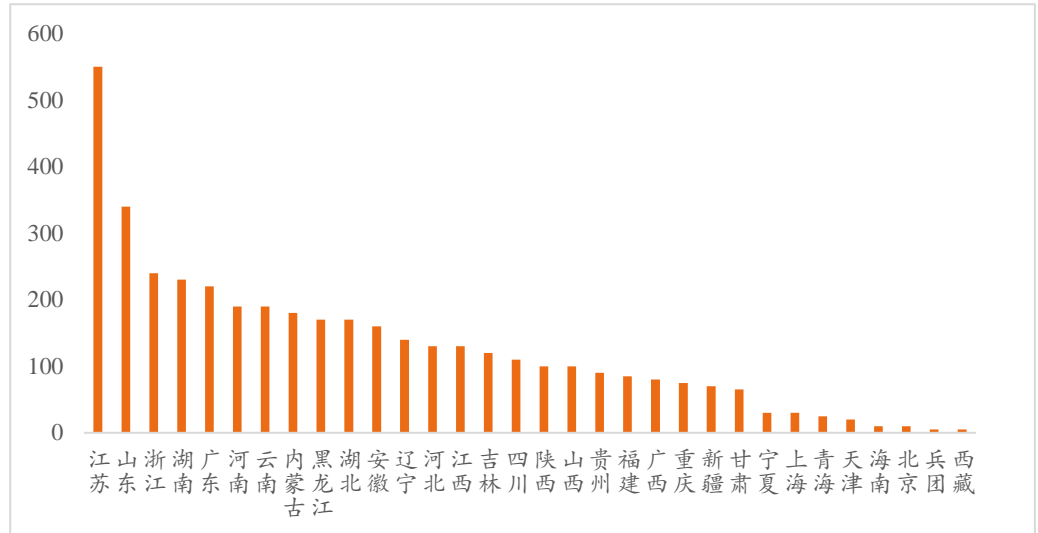
图 50：2013 年至 2019 年全国大中城市危险废物核准处置量



资料来源：《全国大、中城市污染防治年报》，首创证券

我国各省危废资质许可规模分布情况与各省产废量分布情况基本一致。根据《2020年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，三大产废大省山东、江苏、浙江的许可资质数量也位于全国前三名；湖南、广东、河南、云南等位列4-7名。

图 51：2019 年各省大、中城市危险废物经营许可证数量

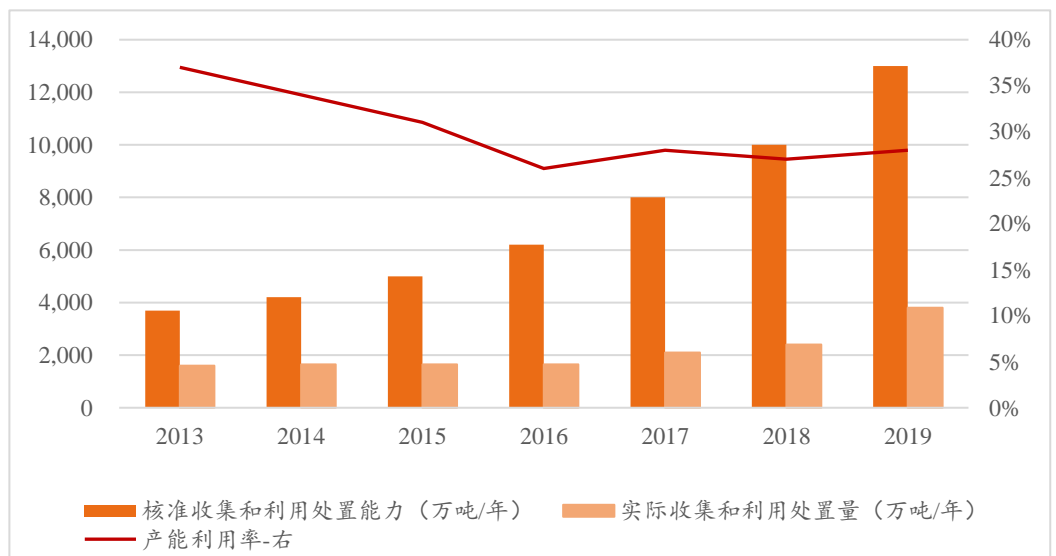


资料来源：《2020 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，首创证券

虽然我国产废规模以及危废处置行业经营许可产能快速增长，但是存在实际处置产能不足、产能利用率低、实际可用产能小而分散等问题。根据《全国大、中城市污染防治年报》统计，我国大、中城市危废实际收集和处置利用量长期不及核准处理产能 1/3，实际产能利用率低下。

危废资源化领域存在相同的问题。一方面，危废产出与实际核准处理产能存在区域与类别错配，同时存在核准处理产能分散，单个企业可处理类型广泛但关键废物处置总产能有限的问题，导致大量核准产能无法使用而被荒废；另一方面，部分新核准产能仍处于调试与爬坡阶段，导致我国目前危废处置产能利用率明显不足。

图 52：2013 年至 2019 年全国大中城市危险废物核准及实际收集、利用处置量



资料来源：《全国大、中城市污染防治年报》，首创证券

3.3.2 行业壁垒高筑，商业模式优异，优质企业将明显受益

危废处置及资源化利用行业受政策法规及监管影响较大，同时因危废种类繁多、性质复杂、危险性高，专业性强，行业壁垒高筑。

(1) 行业准入及产能审批困难

由于危险废物对于环境的危害性极大，处置不当极易造成二次污染，国家对于行业管控严格。根据《危险废物经营许可证管理办法》从事危险废物收集、贮存、处置经营活动的企业，必须领取危险废物经营许可证。而危险废物经营许可证颁发要求较高，只有拥有丰富的行业运营经验、配套完善的处理处置装置、良好的环保和生产设施条件、先进的技术支持和雄厚的资金实力的企业才可能取得。目前，除取得准入资质困难，新项目经营许可获得周期也较长，从许可申请到最后落地投产需要经历较长时间，同时特定品类许可产能有限。准入及产能审批困难为行业内优质企业创造了良好发展条件，行业内零散产能并购整合也将持续进行。

(2) 核心技术能力及资金实力要求高

危险废物资源化处理技术是集物理、化学、化工、机械、自动控制等学科为一体的复合型技术，涉及粗炼、精炼、电解、萃取、蒸馏等多重工艺，专业门槛较高，需要大量专业人才、设备以及工艺技术的积累和技术研发的支持。同时危险废物一般具有腐蚀性、毒性等危险特性，如处置不当会给环境造成严重的二次污染，对技术管理的要求较高。行业内企业往往需要多年生产经营经验积累和工艺技术探索，才能形成一整套高效、环保的技术储备，而新进入企业很难在短时间内达到以及形成技术优势。

(3) 商业模式优异

危废资源化企业的收入主要包括两部分。第一部分为初步资源化企业收取的由产废企业支付的危废处置费；第二部分为深度资源化企业提纯、销售有色金属等资源品后赚取的差价。与大部分环保企业对接政府端（ToG）不同，危废资源化企业直接对接产废企业以及金属资源需求方等B端企业（ToB），付费模式更加通畅，可以不受地方政府支付能力等因素影响，相比ToG的环保企业商业模式更加优异。

危险废物相关业务呈现资质管控严格、行业准入门槛高、区域性强的特点。危废处理需求的持续增长，与落后的产能供给矛盾日益剧烈，这也为我国危废处置行业发展提供了广阔的市场空间。当前危废资源化市场仍存在“散、小、弱”的普遍特征，而这也为优质企业发展提供了优质环境。未来具有规模优势、技术优势、管理优势的优质资源化企业将受益明显，产能整合并购将持续进行，行业集中度逐步提升。

4 REITs

4.1 已发行 REITs 产品表现优异

1. REITs 产品陆续上市，市场认购火爆

基础设施公募 REITs 是指依法向社会投资者公开募集资金形成基金财产，通过基础设施资产支持证券等特殊目的载体持有基础设施项目，由基金管理人等主动管理运营上述基础设施项目，并将产生的绝大部分收益分配给投资者的标准化金融产品。按照规定，我国基础设施 REITs 在证券交易所上市交易。

2020年4月30日，中国证监会和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》，同年8月，中国证监会发布《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》，我国基础设施公募 REITs 正式启动。

试点以来，我国公募 REITs 市场规则体系不断完善，REITs 产品市场表现良好。截至目前，国内共有 12 只基础设施公募 REITs 项目上市交易，合计发行规模约 458 亿元，涵盖生态环保、交通基础设施、园区基础设施、仓储物流 4 类基础设施类型。2021 年 6

月 21 日，首批 9 只公募 REITs 发行上市，目前已平稳运行一周年，迎来了限售份额解禁。第二批 2 只公募 REITs 于 2021 年 12 月上市交易，今年 4 月，第 12 只公募 REIT——华夏中国交建高速 REIT 上市交易，在 12 只公募 REITs 中的发行规模最大，达到 93.99 亿元，募集份额 10 亿份。

公募基础设施自上市以来便受到投资者的认可，市场认购火爆。我国首批 9 只公募基础设施 REITs 于 2021 年 5 月 31 日公开发售认购，2021 年 6 月 21 日正式上市交易，9 只 REITs 全部实现超募，其中 6 只 REITs 基金公众配售比例低于 10%，共募集资金 314 亿元。第二批两只公募 REITs，华夏越秀高速公路封闭式基础设施 REIT 和建信中关村产业园 REIT 配售比例均低于 3%。此外，于今年 4 月上市的华夏中国交建高速 REIT 更是成为 2022 年震荡行情下的爆款基金，4 月 7 日认购当天投资者热情高涨，火速达到了募资规模，最终提前结束募集并进行比例配售，公众配售比例 0.84%，创下了 REITs 产品公众配售比例的历史新低。

表 6：12 只 REITs 发行信息

代码	证券简称	资产类型	发行规模 (亿元)	募集份额 (万份)	发行价格 (元)	上市时间	公众配售比例	网下配售比例
180101.SZ	博时招商蛇口产业园 REIT	园区基础设施	20.79	90,000	2.31	2021-06-21	2.39%	5.94%
180201.SZ	平安广州交投广河高速公路 REIT	交通基础设施	91.14	70,000	13.02	2021-06-21	10.80%	20.03%
180301.SZ	红土创新盐田港仓储物流 REIT	仓储物流	18.40	80,000	2.30	2021-06-21	8.80%	11.80%
180801.SZ	中航首钢生物质 REIT	生态环保	13.38	10,000	13.38	2021-06-21	1.76%	10.72%
508000.SH	华安张江光大园 REIT	园区基础设施	14.95	50,000	2.99	2021-06-21	4.26%	11.29%
508001.SH	浙商证券沪杭甬高速 REIT	交通基础设施	43.60	50,000	8.72	2021-06-21	3.68%	20.58%
508006.SH	富国首创水务 REIT	生态环保	18.50	50,000	3.70	2021-06-21	2.41%	9.30%
508027.SH	东吴苏州工业园区产业园 REIT	园区基础设施	34.92	90,000	3.88	2021-06-21	12.30%	25.95%
508056.SH	中金普洛斯仓储物流 REIT	仓储物流	58.35	150,000	3.89	2021-06-21	10.04%	14.95%
180202.SZ	华夏越秀高速公路封闭式基础设施 REIT	交通基础设施	21.30	30,000	7.10	2021-12-14	2.14%	2.60%
508099.SH	建信中关村产业园 REIT	园区基础设施	28.80	90,000	3.20	2021-12-17	1.97%	1.83%
508018.SH	华夏中国交建高速 REIT	交通基础设施	93.99	100,000	9.40	2022-04-28	0.84%	2.69%

资料来源：Wind，首创证券

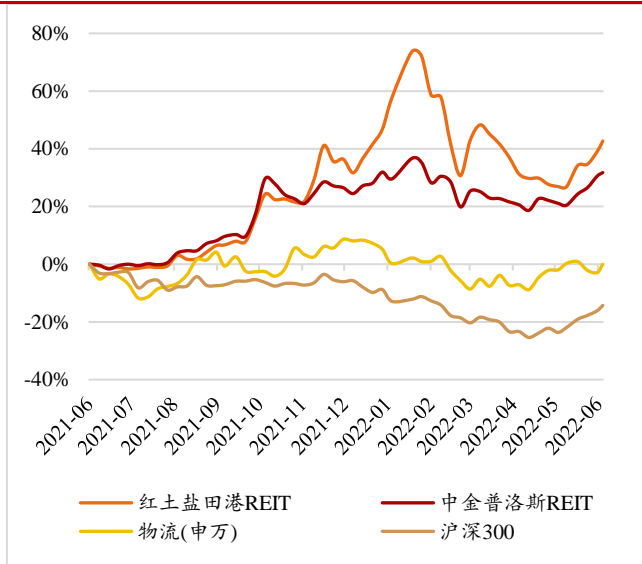
2. 已发行产品走势良好

2021 年 6 月发行上市的首批 9 只公募 REITs 业绩表现良好，整体表现优于沪深 300 指数。除平安广州交投广河高速公路 REIT 跌破发行价以外，其他 8 只 REITs 产品上市至今业绩都实现了正增长。从走势情况来看，9 只公募 REITs 整体走势基本保持一致，2021 年 6 月至 2022 年 2 月，9 只基金均呈持续波动上涨态势，至 2 月达到涨幅最高点，其中富国首创水务 REIT 涨幅最高，较发行日上涨 88.98%。2022 年 2 月开始，9 只 REITs 基金进入下跌走势，6 月初，仓储物流和园区基础设施两种资产类型 REITs 出现小幅反弹。

www.767stock.com

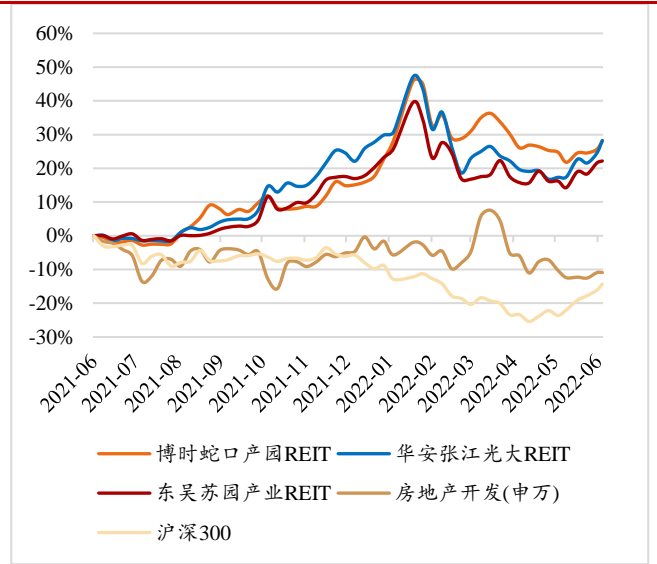
从资产类型来看，仓储物流、园区基础设施、生态环保三种类型 REITs 表现良好，各资产类型 REITs 表现优于所属行业走势，均较发行日实现了超过 20% 的涨幅，其中红土创新盐田港仓储物流 REIT 涨幅最高，较发行日上涨 41.18%。交通基础设施类 REITs 表现相对较差，相较于发行日，浙商证券沪杭甬高速 REIT 上涨 2.58%，而平安广州交投广河高速公路 REIT 下跌 6.98%。

图 53：仓储物流 REITs 走势



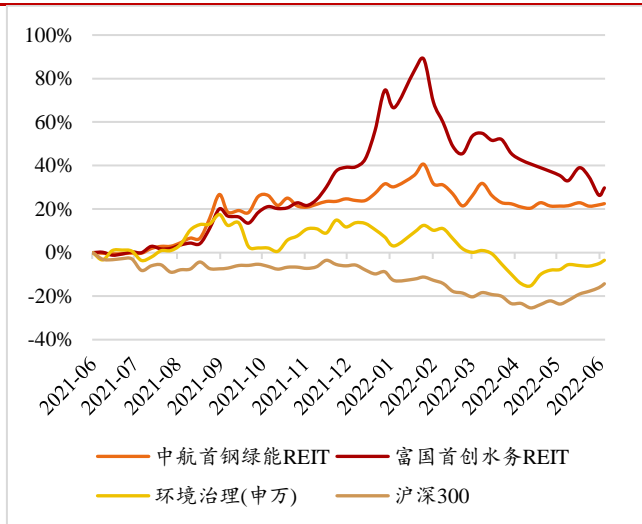
资料来源：Wind，首创证券

图 54：园区基础设施 REITs 走势



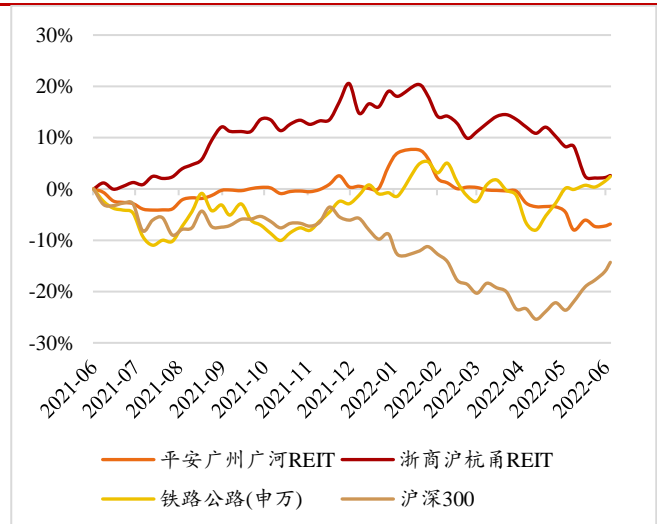
资料来源：Wind，首创证券

图 55：生态环保 REITs 走势



资料来源：Wind，首创证券

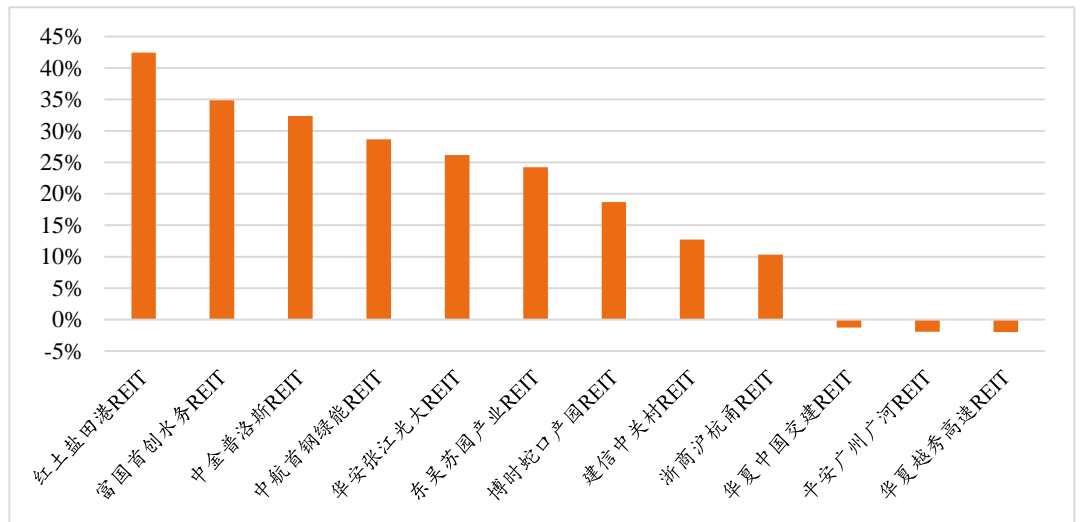
图 56：交通基础设施 REITs 走势



资料来源：Wind，首创证券

截至 6 月 28 日，12 只公募 REITs 上市至今共有 9 只上涨，3 只下跌，其中红土创新盐田港仓储物流 REIT 涨幅最高，为 42.43%，富国首创水务 REIT 次之，上涨 34.85%，华夏越秀高速公路封闭式基础设施 REIT 跌幅最高，下跌 1.97%。从基础设施类型来看，仓储物流和生态环保类 REITs 表现较好，而交通基础设施板块整体表现较差，其中有 3 只交通基础设施 REITs 基金跌破发行价格。

图 57: REITs 上市至今涨跌幅



资料来源: Wind, 首创证券

注: 华夏越秀高速公路封闭式基础设施REIT上市日期为2021年12月14日; 建信中关村产业园REIT上市日期为2021年12月17日; 华夏中国交建高速REIT上市日期为2022年4月28日; 其他REITs基金上市日期均为2021年6月21日。

4.2 RIETs 发展意义重大

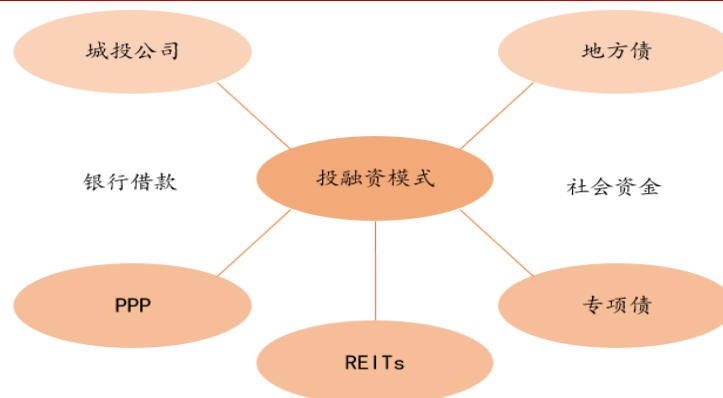
1. 基础设施建设新型投融资模式

目前,我国部分产业领域的基础设施短板仍然较为突出,仍然迫切需要统筹布局建设一批健全、高效、可持续的新型基础设施,而基础设施建设离不开资金的支持。

我国发展基础设施建设的前期,主要以城投公司、地方债为主要融资方式,后因地方政府资产负债率过高而受到限制。PPP主要是为了解决基础设施建设资金来源而进行的投融资模式创新,但是由于在具体实施阶段中,重建设而轻运营、重增量而轻存量等问题,目前仍处于规范阶段。作为积极财政政策工具,专项债有力支撑了近几年基建投资建设的发展,但是今年以来专项债边际增量大幅减少,对于基建投资发展缺乏有力支撑。

在此背景下,REITs作为一种新型投融资模式,将会为未来基建发展注入新的动力。相对于以往的投融资模式,基础设施公募REITs更加市场化,同时有望带来对于底层资产的价值重估。

图 58: 投融资模式



资料来源: 首创证券

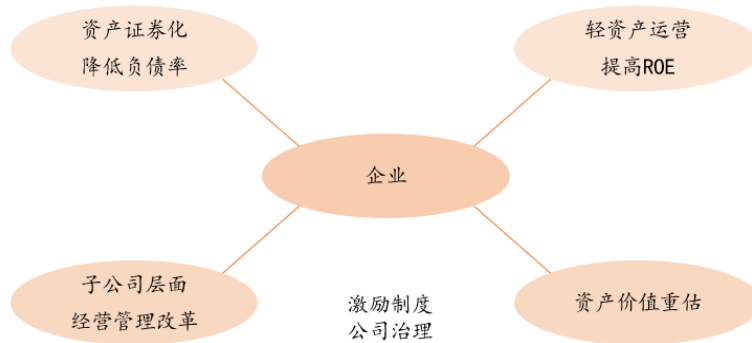
2. 企业发展新动能

基础设施 REITs 作为一种新的投融资模式，不仅为政府发展基础设施建设提供了新的资金来源支持，对于企业自身发展也有诸多帮助。

一方面，公司通过发行基础设施公募 REITs 可以以资产证券化的方式降低公司的资产负债率，实现轻资产运营，提高股东权益报酬率；同时，公司融得的资金可以帮助公司减少基础设施建设的资金压力，资金充裕后公司将有更多的资金投入到了关键技术研发以及生产运营环节，从而形成正向循环不断促进公司长远发展。

就 REITs 底层资产的项目公司而言，上市发行类似于子公司的分拆上市。一方面，与母公司分离后，项目公司往往会获得市场更准确、远远高于母公司的市场定价，另一方面，子公司层面的经营管理会更加独立，公司治理以及激励制度往往更加市场化、更加完善，同样会形成正向循环，促进子公司不断发展，从而进一步提高子公司的市场价值。

图 59：公司治理方式



资料来源：首创证券

4.3 REITs 发展加速

1. 稳增长背景下，REITs 发展提速

2021 年的中央经济工作会议以及今年的政府工作报告中均提出要适度超前开展基础设施投资，加强基础设施建设。基础设施建设对于扩大内需，拉动经济增长，稳定宏观经济大盘具有重要意义。我国在基础设施等领域形成了一大批存量资产，为此，国家鼓励通过公募 REITs 盘活存量资产，形成存量资产与新增投资的良性循环，进而扩大有效投资。

2022 年年初至今，国家密集出台了 REITs 的相关政策措施，利好基础设施 REITs 发展。1 月 26 日，财政部及税务总局发布《关于基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点税收政策的公告》，首次在税收方面明确支持 REITs 产品运作。1 月 28 日，深交所、上交所分别发布《深圳证券交易所证券投资基金业务指引第 3 号——基金通平台份额转让》和《上海证券交易所基金自律监管规则适用指引第 3 号——基金通平台份额转让》，通过建立基金通平台便利公开募集基础设施证券投资基金等基金场外份额转让。5 月 26 日，国务院办公厅发布《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》，文件中指出要推动基础设施领域 REITs 健康发展，鼓励更多符合条件的基础设施 REITs 项目发行上市，建立健全扩募机制，探索建立多层次基础设施 REITs 市场，研究推进 REITs 相关立法工作。5 月 31 日，深交所、上交所发布《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务指引第 3 号——新购入基础设施项目（试行）》和《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金（REITs）规则适用指引第 3 号——新购入基础设施项目（试行）》，明确了新购入基础设施项目的条件、程序、信息披露要求和扩募发售相关安排，强调扩

募相关要求与首次发售一致。

REITs 项目资产类型覆盖保障性租赁住房，基础设施公募 REITs 扩容加速。6 月 6 日，国金铁建重庆渝遂高速公路封闭式基础设施证券投资基金获上交所通过，将成为国内第 13 只基础设施公募 REITs 项目。5 月 27 日，中国证监会办公厅和国家发展改革委办公厅联合发布《关于规范做好保障性租赁住房试点发行基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）有关工作的通知》，推动保障性租赁住房 REITs 业务有序开展。同日，中金厦门安居保障性租赁住房 REIT 和红土创新深圳人才安居保障性租赁住房 REIT 在上交所、深交所正式申报。保障性租赁住房正式纳入我国基础设施公募 REITs 范围之内，REITs 项目覆盖领域日益广泛。

生态环保、产业园区、仓储物流等基础设施是 REITs 的底层资产，公募 REITs 对于基础设施领域的投资与我国当前稳住经济增长的政策路径相契合。同时，REITs 作为盘活存量资产的重要方式，可以有效降低政府债务风险、拓宽社会投资渠道。在今年稳增长的政策背景下，结合税收政策、扩募规则出台以及 REITs 试点范围扩大等影响因素，我国公募 REITs 市场将迎来新的发展机遇和发展空间。

表 7：2022 年 REITs 政策文件

日期	文件名称	主要内容
2022/1/18	关于印发“十四五”现代综合交通运输体系发展规划的通知	支持符合条件的项目实施主体通过发行企业债券等途径开展市场化融资，稳妥推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点，规范发展政府和社会资本合作模式，支持开发性金融、政策性金融、社会资本依法依规参与交通基础设施建设，鼓励社会资本设立多式联运等产业投资基金。
2022/1/26	关于基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点税收政策的公告	支持基础设施 REITs 试点，明确 REITs 产品运作的相关税收政策
2022/1/28	《深圳证券交易所证券投资基金业务指引第 3 号——基金通平台份额转让》	指引实施初期，基金通平台仅支持通过报价转让方式转让基金份额。支持投资者卖出基金份额、做市商买入或将基金份额由基金通平台转出至场内交易系统。
2022/1/28	《上海证券交易所基金自律监管规则适用指引第 3 号——基金通平台份额转让》	基金通平台仅面向持有开放式基金账户的投资者提供特定基金品种的转让服务。基金通平台上线初期，仅支持投资者采用报价转让方式卖出、做市商采用报价转让方式买入基金份额。
2022/2/18	关于印发促进工业经济平稳增长的若干政策的通知	推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）健康发展，有效盘活存量资产，形成存量资产和新增投资的良性循环。
2022/3/18	深入推进公募 REITs 试点 进一步促进投融资良性循环	证监会正在研究制定基础设施 REITs 扩募规则，抓紧推动保障性租赁住房公募 REITs 试点项目落地。
2022/3/21	关于进一步做好社会资本投融资合作对接有关工作的通知	推动更多符合条件的存量项目发行基础设施 REITs，打通投资退出渠道，提升企业参与基础设施建设的积极性。
2022/5/26	关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见	推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）健康发展。进一步提高推荐、审核效率，鼓励更多符合条件的基础设施 REITs 项目发行上市。建立健全扩募机制，探索建立多层次基础设施 REITs 市场。研究推进 REITs 相关立法工作。
2022/5/27	关于规范做好保障性租赁住房试点发行基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）有关工作的通知	充分认识保障性租赁住房发行基础设施 REITs 的重要意义，深入落实房地产市场平稳健康发展有关要求，严格规范回收资金用途，进一步压实参与方监督职责，切实加强沟通协作
2022/5/30	关于促进新时代新能源高质量发展实施方案的通知	研究探索将新能源项目纳入基础设施不动产投资信托基金（REITs）试点支持范围。
2022/5/31	《公开募集基础设施证券投资基金业务指引第 3 号——新购入基础设施项目（试行）》	完善基础设施 REITs 规则体系，规范基础设施 REITs 新购入项目流程。

2022/5/31	《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务指引第3号——新购入基础设施项目（试行）》	明确新购入基础设施项目的原则和条件、新购入基础设施项目的程序、信息披露与停复牌要求，及基础设施基金扩募发售和定价方式。
2022/5/31	《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金（REITs）规则适用指引第3号——新购入基础设施项目（试行）》	明确新购入基础设施项目的原则和条件、新购入基础设施项目的程序、信息披露与停复牌要求，及基础设施基金扩募发售和定价方式。
2022/5/31	证监会指导证券交易所发布基础设施REITs扩募指引	扩募是REITs产品的重要特性，是市场建设不可缺少的重要环节。《新购入基础设施项目（试行）》明确了新购入基础设施项目的条件、程序、信息披露要求和扩募发售相关安排，强调扩募相关要求与首次发售一致，强化内幕信息管理和利益冲突防范，坚持持有人利益优先，严把项目质量关，压实参与机构主体责任。
2022/4/22	四川省促进工业经济稳增长行动方案	稳妥推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点。
2022/5/22	青岛出台11条举措推进基础设施REITs产业发展	青岛目前共有4个项目纳入国家基础设施REITs项目库，下一步，青岛将加快推进首批试点项目顺利上市，加大投融资机制创新引导，推动项目资源持续供给，促进形成全市基础设施投融资“募投管退”滚动接续良性循环，助力全市经济社会长期健康发展。
2022/6/2	《北京市统筹疫情防控和稳定经济增长的实施方案》	推动更多符合条件的基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目发行上市。

资料来源：国务院，发改委，证监会，财政部，上交所，深交所等，首创证券

2. 扩募规则出台，带来行业新格局

扩募细则出台，公募REITs扩容加速。5月31日，上交所、深交所发布《公开募集基础设施证券投资基金（REITs）规则适用指引第3号——新购入基础设施项目（试行）》和《公开募集基础设施证券投资基金业务指引第3号——新购入基础设施项目（试行）》，该《指引》对于新购入基础设施项目、扩募发售、信息披露等方面做出了明确规定，完善扩募安排，规范了公募REITs的规则体系。

扩募是基础设施REITs的重要机制。所谓扩募，指的是REITs在发起募集之后，再次募集资金的行为，募集到的资金可作为新购入基础设施项目的资金来源。REITs扩募包括定向扩募、公开扩募和向原持有人配售三种发售方式，其中定向扩募属于向特定对象发售，向原持有人配售和公开扩募属于向不特定对象发售。

表 8：REITs 扩募定价方式

发售方式	定价方式
向原持有人配售	基金管理人、财务顾问应当遵循基金份额持有人利益优先的原则，根据基础设施基金二级市场交易价格和新购入基础设施项目的市场价值等有关因素，合理确定配售价格。
公开扩募	公开扩募的发售价格应当不低于发售阶段公告招募说明书前20个交易日或者前1个交易日的基础设施基金交易均价。
定向扩募	定向扩募的发售价格应当不低于定价基准日前20个交易日基础设施基金交易均价的90%。

资料来源：上交所，深交所，首创证券

www.767stock.com

扩募规则的出台进一步完善了我国基础设施 REITs 规则体系，有效提升 REITs 产品的竞争力和吸引力。本次《指引》对于新购入基础设施项目、扩募发售、信息披露等方面做出了明确规定，完善扩募安排，规范了公募 REITs 的规则体系。同时，为推动基础设施 REITs 的发展，上交所、深交所暂免收取基础设施 REITs 扩募业务的上市初费、上市月费、交易经手费及非限售份额参与要约收购业务费用。

扩募有助于推动 REITs 市场规模增长。扩募是 REITs 的重要融资方式之一，通过扩募可以增发份额，收购能够为投资人带来稳定现金流的优质资产。《指引》中指出申请新购入基础设施项目，基础设施基金应当符合投资运作稳健，运行时间原则上满 12 个月，运营业绩良好，治理结构健全等条件。我国首批上市的 9 只公募 REITs，目前已平稳运行一周年，原则上符合扩募条件，扩募规则出台有利于已上市主体增发份额收购优质资产，实现规模扩张。

扩募有助于优化投资组合，提高投资者收益率。目前我国 REITs 产品底层资产大多为单一的基础设施资产，投资者收益率与单一项目紧密挂钩，风险较高。通过扩募机制，REITs 产品可以引入新的项目，延长 REITs 期限，优化投资结构，达到了分散风险的目的。同时，引入的新项目大多为优质资产，可以为投资者带来稳定的现金流，进一步提高投资者收益率。

扩募有助于盘活存量资产，支持实体经济发展。目前我国有大量基础设施存量资产，REIT 原始权益人通过转让取得的资金可以用于新项目的投资建设，打通“投资-运营-退出-再投资”的完整闭环，推动投融资良性循环，进一步盘活存量资产，实现我国宏观经济稳增长的政策目标。

扩募细则发布，环保行业有望优先受益。国内生态环保领域的两只 REITs，中航首钢生物质 REIT 和富国首创水务 REIT，底层资产主要涉及固废和水务两个领域，《指引》中指出新购入的基础设施项目要与基础设施基金当前持有基础设施项目为同一类型。原始权益人可借此将已有的优质同类项目纳入现有 REIT 产品中，推动固废、水务领域的新项目投资，拉动行业经济增长。

5 重点公司

瀚蓝环境。30 年发展铸就产业链齐全的行业白马，2021 年固废板块表现亮眼，燃气板块拖累业绩。2021 年垃圾焚烧发电新增日处理产能 8300 吨，同比增长 48%；运营效率同步提升，带动收入利润大幅增长，板块实现净利润 7.17 亿元，贡献公司净利润 60%。燃气板块受成本影响，盈利大幅减少。2022/2023 年固废仍将快速发展，燃气业绩有望反转。固废板块 2022/2023 年在规模上仍然会有稳定快速的的增长；供水、排水业务保持相对平稳发展为公司发展提供支撑；燃气业务 2022 年公司将尽量实现盈亏平衡，2023 年随着气价的平稳以及价格关系的理顺，盈利有望反转，需求增长成果将逐步显现，利润规模会有一个较快的增长。在 2022/23 年这种规模的快速扩张之后，公司进入运营为主的阶段，收入、利润、现金流都会非常稳定、优异，分红比例也会有显著提升，伴随着估值中枢将会明显上移。

高能环境。高能环境是国内最早从事专业固废污染防治技术研究、成果转化和提供污染防治系统解决方案的高新技术企业之一。公司环境修复业务与垃圾焚烧业务稳步发展，同时，2020 年公司正式提出以固废危废资源化利用为主要发展方向，生活垃圾处理、环境修复等领域协同发展的战略。2021 年，通过外延收购公司危废资源化业务快速扩张，资源化收入同比增长 156%，横向资源化品类与纵向深度资源化布局同步拓展。未来垃圾焚烧发电及危废资源化产能仍将继续拓展。随着垃圾焚烧产能逐渐释放以及危废资源化产能提升，公司运营收入占比不断提升。公司管理能力优秀，企业未来发展可期。

清新环境。公司在燃煤电厂烟气治理方面具有较强竞争力，同时近年来不断对业务范围进行拓展。一方面，在烟气治理领域，不断推动钢铁、焦化、有色、石化等非电领

域业务；另一方面，公司以工业烟气治理为基础，逐步延伸供热、资源综合利用、节能、危废、水务咨询、智慧环境及生态修复业务。同时公司积极寻求国资层面战略合作，2019年7月引入川发环境国资控股股东，推动公司跨入新的发展阶段。2022年公司明确了“十四五”期间“生态化、低碳化、资源化”的战略发展方向。公司运营管理能力优异，以成为综合性环境服务商为发展目标。在国企股东的资信、资金、资源等平台能力支撑下，预计“十四五”期间业绩将迎来突破式增长。

6 风险因素

碳中和政策落地不及预期；碳配额及 CCER 交易价格不及预期；垃圾处理费增长不及预期；危废资源化企业竞争加剧；资源化金属价格大幅下跌；污水资源化政策落地不及预期；REITs 底层运营资产经营不及预期；地方政府支付能力不及预期等。

分析师简介

邹序元，分析师，英国埃克塞特大学金融与投资专业硕士，10年证券研究经验，5年证券投资经验。

董海军，研究助理，北京大学硕士，2020年8月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
		增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
		中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
		减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		中性 行业与整体市场表现基本持平
		看淡 行业弱于整体市场表现