

环保 II

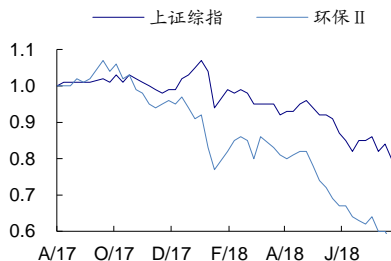
环保行业 8 月投资策略

超配

(维持评级)

2018 年 08 月 20 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《环保行业周报:《生态环境监测质量监督检查三年行动计划》印发;中石油超预期涨价,看多今冬 LNG 价格》——2018-08-13  
 《环保行业周报:看好危废、监测、环卫优质细分龙头;发改委推进油气管网设施公平开放》——2018-08-07  
 《环保行业周报:资金宽松行业回暖,乡村投资有望成为亮点;北方清洁取暖政策再加码》——2018-07-30  
 《行业定期报告:二季度机构持仓分析:增运营、减工程、创新低,看好三季度资金回暖下的阶段性行情》——2018-07-24  
 《中报业绩前瞻:中报业绩增速受资金面影响有所放缓》——2018-07-12

证券分析师:陈青青

电话: 0755-22940855  
 E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513050004

证券分析师:王宁

电话: 021-60933142  
 E-MAIL: wangning2@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517110001

行业投资策略

信贷政策放松带动资金面回暖,短期看工程类公司反弹,长期看优质运营龙头

● 环保板块上半年估值业绩双杀,基金持仓创历史新低

在信用收缩、PPP 收紧、债务违约、大股东爆仓等多重不利因素影响下,环保板块上半年估值业绩双杀,机构持仓和估值均处于历史以来最低水平。截至 2018 年上半年,全市场基金环保股东持仓市值为 49.3 亿元,占机构全部持仓比例为 0.56%,已经创出自 2012 年以来的历史低位。从基金持仓的前十大环保股来看,二季度机构对环保运营类公司的增持明显;而对工程类公司均有减持行为。

● 环保行业融资难、融资贵仍是常态,但有望边际改善

PPP 带动环保工程业务大增,由于 PPP 项目前期需要大量投资,随之而来的是投资大幅增加,环保类公司现金流日趋紧张。在金融去杠杆背景下,环保企业融资难、融资贵仍是常态。整个市场债券的信用利差从 2018 年 4 月份开始快速爬升,评级不高的民企融资艰难。但近期货币政策有所放松,环保企业融资存在边际改善的可能。根据央行近期发布的二季度货币政策执行报告,在流动性投放、贷款额度等方面都已经有一定程度的放松和转变。同时,近期银保监会官网发布关于进一步做好信贷工作提升服务实体经济质效的通知,着力疏通货币信贷传导机制,强调在不增加地方政府隐性债务的前提下,加大对资本金到位、动作规范的基础设施补短板项目的信贷投放。环保作为三大攻坚战之一,作为基建投资的重要组成部分,在政策刺激下,流域治理、农村污水处理、生活垃圾焚烧发电等领域的投资力度有望加大,环保公司的资金情况有望实现边际改善。

● 投资策略:看好资金面回暖情况下工程类公司的阶段性行情,长期持续看好环保优质运营龙头

最近央行窗口指导银行购买低评级信用债,资管新规落地放松对于非标资产的投资限制等都显示去杠杆的政策力度有所缓和。在政府由去杠杆到稳杠杆,甚至可能局部加杠杆的背景下,我们分析:①环保属于中央鼓励和地方政府考核的重要方向,是鼓励资金投入的方向(环保大会提出鼓励 PPP 的模式),可以想象未来或有支持环保企业融资的政策出台(比如发债、信用贷款等等);②环保类企业订单饱满,下半年在经济增速压力加大的情况下或成为政府加大投入的重要方面,项目进度有望加速;③中报业绩风险已经释放,机构持仓和市场预期处于低位。看好三季度环保板块工程类企业的阶段性表现,建议关注估值具有安全边际的环保龙头碧水源。长期仍看好高景气的细分运营龙头的东江环保、伟明环保、聚光科技、龙马环卫。

● 风险因素:政策不及预期;上市公司项目进度不及预期

重点公司盈利预测及投资评级

| 公司代码   | 公司名称 | 投资评级 | 昨收盘(元) | 总市值(百万元) | EPS   |       | PE    |       |
|--------|------|------|--------|----------|-------|-------|-------|-------|
|        |      |      |        |          | 2017E | 2018E | 2017E | 2018E |
| 000826 | 启迪桑德 | 买入   | 29.32  | 29,960   | 1.27  | 1.67  | 23.1  | 17.6  |
| 300070 | 碧水源  | 买入   | 17.03  | 53,367   | 0.81  | 1.10  | 21.0  | 15.5  |
| 300203 | 聚光科技 | 买入   | 27.49  | 12,440   | 1.27  | 1.55  | 21.6  | 17.7  |
| 002672 | 东江环保 | 买入   | 14.38  | 11,559   | 0.55  | 0.69  | 26.1  | 21.4  |

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明

## 内容目录

|  |    |
|--|----|
| 上半年板块估值业绩双杀，板块基金持仓创历史新低.....           | 4  |
| 紧信用和收 PPP 背景下，环保板块上半年估值业绩双杀，基金持仓创历史新低. | 4  |
| 机构增配运营类环保公司，工程类公司均有不同程度的减持 .....       | 4  |
| 融资难、融资贵仍是常态，但有望边际改善 .....              | 5  |
| PPP 带动环保工程业务大增，需大量投资，环保企业现金流趋紧 .....   | 5  |
| 融资难、融资贵是常态，资金成为环保企业的生命线 .....          | 6  |
| 信贷政策利好实体经济，环保企业资金情况有望边际改善 .....        | 8  |
| 投资策略：看好工程类公司的阶段性行情，长期看好环保优质运营龙头 .....  | 9  |
| 国信证券投资评级 .....                         | 10 |
| 分析师承诺 .....                            | 10 |
| 风险提示 .....                             | 10 |
| 证券投资咨询业务的说明 .....                      | 10 |

## 图表目录

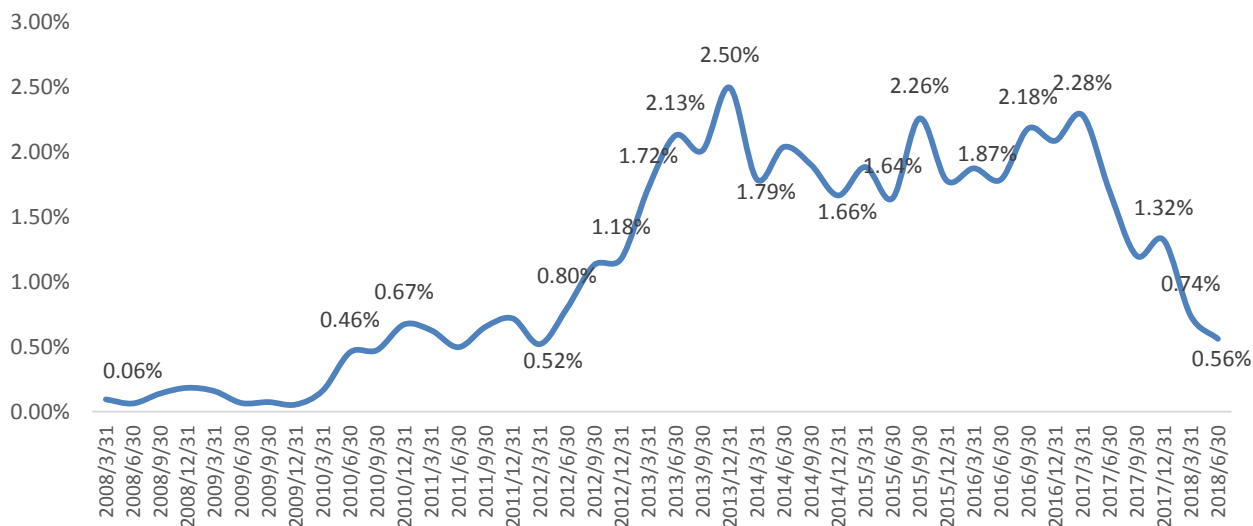
|  |   |
|--|---|
| 图 1: 基金环保股持仓比例变化情况.....                  | 4 |
| 图 2: 环保板块近六年来现金流情况.....                  | 6 |
| 图 3: 环保公司近三年经营性现金流净额/营收比值变化情况.....       | 6 |
| 图 4: 社会融资规模存量同比 (%) .....                | 7 |
| 图 5: 国债及公司债利率走势.....                     | 7 |
| 图 6: 2015 年以来市场公司债和短融券发行总额和票面利率变化情况..... | 7 |
| 图 7: 主要环保公司债券 (包括短融) 发行利率变化情况.....       | 8 |
| 图 8: AA+评级产业债券信用利差变化情况 (bp) .....        | 8 |
| 表 1: 2018 年中报基金的前十大环保持仓 .....            | 5 |

## 上半年板块估值业绩双杀，板块基金持仓创历史新低

### 紧信用和收 PPP 背景下，环保板块上半年估值业绩双杀，基金持仓创历史新低

金融去杠杆背景下，“紧信用”使得社会融资存量从 2017 年 7 月开始出现同比的显著下滑。整个市场债券的信用利差从 2018 年 4 月份开始快速爬升，评级不高的民企融资艰难。而环保工程类企业属于高杠杆，资金驱动型企业，在受信用紧缩和 PPP 收紧的双重因素影响下，估值持续下杀；同时在中报业绩预告陆续公告后，部分公司业绩预期低于预期又加重了市场对业绩的担忧，从而使板块进一步下杀。根据公告的基金中报，截至 2018 年上半年，全市场基金环保股东持仓市值为 49.3 亿元，占机构全部持仓比例为 0.56%，已经创出自 2012 年以来的最低位置。同时，龙头公司尤其是工程类公司如碧水源、启迪桑德等 PE 已经杀到历史估值最低位置约 13-15 倍之间。信用收缩、PPP 收紧、债务违约、大股东爆仓，在多重不利因素影响下环保板块上半年估值业绩双杀，目前机构持仓和估值均处于历史以来最低水平。

图 1：基金环保股持仓比例变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 机构增配运营类环保公司，工程类公司均有不同程度的减持

从基金持仓的前十大环保股来看，二季度机构对环保运营类公司的增持明显；而对工程类公司均有减持行为。

- ✓ 在机构对于环保股大幅减配的背景下，相对于一季度末，二季度基金的环保持仓增加的仅有龙马环卫（持股数量+28%）、启迪桑德（+26%）、瀚蓝环境（+4486%）和伟明环保（+82%）四只股票。而这四只股票均是运营类资产占比较高的企业。
- ✓ 而以工程为主的东方园林和碧水源在二季度受到机构大幅度减持，总机构持股数量分别下降了 59%和 44%，而且持股机构家数也减少了一半，分别到了 40 家（-46%）和 38 家（-51%）。
- ✓ 一季度末机构前十大环保持仓股中的中再资环、天壕环境、京蓝科技则在二季度退出了前十大持仓。

**表 1: 2018 年中报基金的前十大环保持仓**

| 名称   | 持股机构家数 | 持股数量(万股) |        |        | 持股市值(万元) |          |         | 占流通 A 股比例(%) |       |        |
|------|--------|----------|--------|--------|----------|----------|---------|--------------|-------|--------|
|      |        | 2018Q2   | 变动     | 2018Q1 | 2018Q2   | 变动       | 2018Q1  | 2018Q2       | 变动    | 2018Q1 |
| 东方园林 | 40     | 12,495   | -9,343 | 21,838 | 187,805  | -264,679 | 452,483 | 7.7%         | -5.8% | 13.5%  |
| 碧水源  | 38     | 11,435   | -4,118 | 15,553 | 159,284  | -122,531 | 281,814 | 5.6%         | -2.0% | 7.6%   |
| 聚光科技 | 19     | 2,357    | -385   | 2,742  | 60,339   | -18,988  | 79,327  | 5.2%         | -0.9% | 6.1%   |
| 东江环保 | 5      | 3,484    | -1,073 | 4,557  | 45,610   | -23,566  | 69,176  | 5.4%         | -2.8% | 8.1%   |
| 龙马环卫 | 17     | 1,099    | 229    | 870    | 26,860   | 5,818    | 21,043  | 4.1%         | 0.8%  | 3.2%   |
| 启迪桑德 | 4      | 1,075    | 550    | 525    | 18,799   | 3,860    | 14,940  | 0.9%         | 0.3%  | 0.6%   |
| 瀚蓝环境 | 15     | 993      | 970    | 24     | 15,119   | 14,790   | 330     | 1.3%         | 1.3%  | 0.0%   |
| 伟明环保 | 13     | 556      | 193    | 363    | 14,062   | 6,322    | 7,740   | 0.8%         | -2.0% | 2.8%   |
| 先河环保 | 8      | 830      | -368   | 1,198  | 13,256   | -10,240  | 23,496  | 2.8%         | -1.2% | 4.0%   |
| 博世科  | 4      | 785      | -10    | 795    | 11,191   | -1,116   | 12,307  | 3.0%         | 0.0%  | 3.0%   |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 融资难、融资贵仍是常态，但有望边际改善

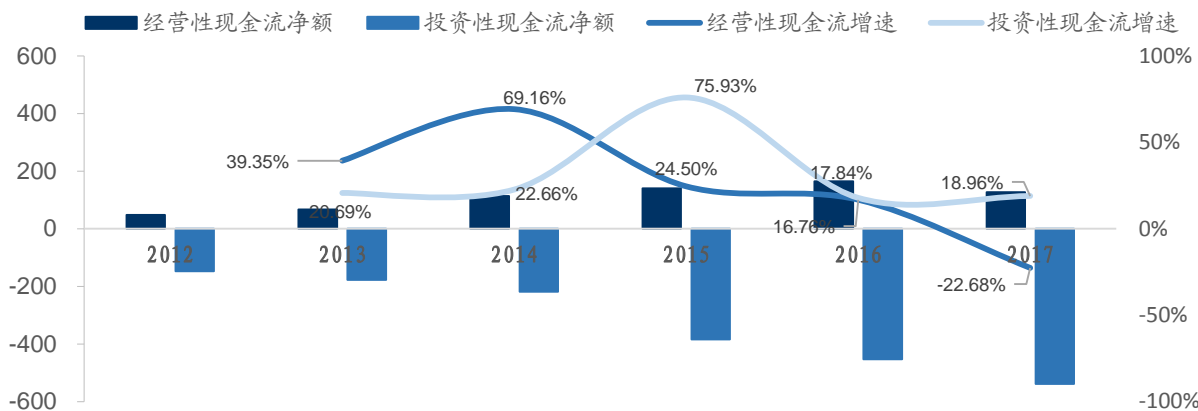
### PPP 带动环保工程业务大增，需大量投资，环保企业现金流趋紧

PPP 近年来发展快速，推动环保行业大发展。PPP 项目的项目数量和投资额都呈现出快速发展的势头。但由于 PPP 项目前期需要大量投资，随之而来的是投资的大幅增加，环保类公司现金流的紧张。尽管 PPP 的过快和无序增长已经引发了相关部门的担忧，相应的规范政策已经出台，比如财政部清库行动。但在巨大的存量 PPP 项目面前，前期承接过多 PPP 项目的企业资金方面仍面临很大压力。

从经营性现金流来看，虽然近年来环保企业营收和利润大幅增长，经营性现金流有所改善，但经营性现金流的增速却赶不上营收和利润的增速。**现金回流成为业绩高速增长环保行业的一大痛点。**环保板块整体经营性现金流净额的增速从 2015 年开始显著下降，而对应的净利润增速却同年显著上升。到 2017 年，环保板块整体经营性现金流净额出现了-22.7%的负增长。

而从投资性现金流来看，2015 年开始行业进入 PPP 模式大发展时代，环保企业对外投资支出大幅增加。到 2016/2017 年行业投资性现金流流出增长保持在 18%左右。到 2017 年底，我们选取的 32 家环保企业合计的投资性现金流流出净额已经超过经营性现金流净额的 4 倍，环境企业资金压力大。

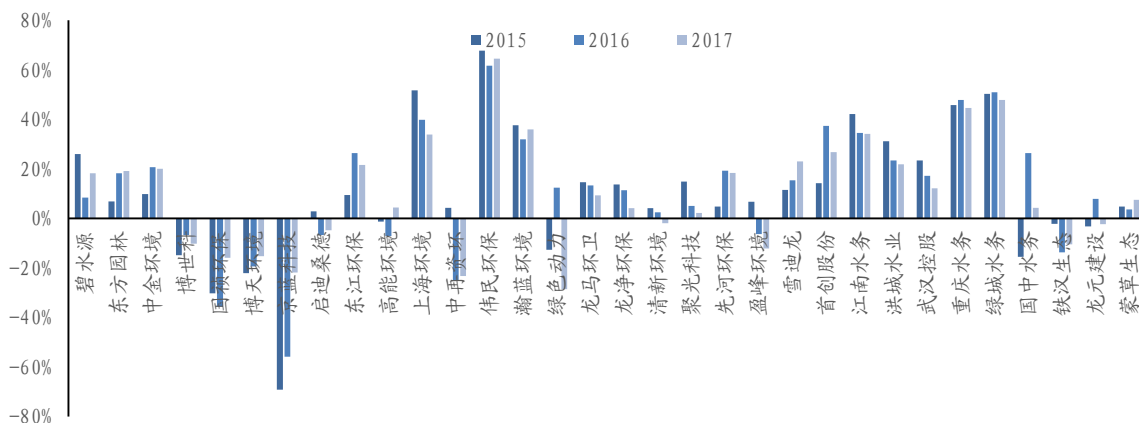
图 2: 环保板块近六年来现金流情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

具体到板块和企业来看，我们比较经营性现金流净额与营收的比值。大部分环保企业具有较高的经营性现金流。比值较高的可以很明显的看出来以运营类企业为主：上海环境、东江环保、伟明环保、瀚蓝环境等固废运营类企业，以及众多水务企业。其中伟明环保的经营性现金流净额与营收的比值最高，稳定在 60% 以上。而碧水源、东方园林和中金环境等参与 PPP 工程的企业由于回款比较及时，也保持了较好的经营性现金流净额与营收的比值，接近 20%。

图 3: 环保公司近三年经营性现金流净额/营收比值变化情况

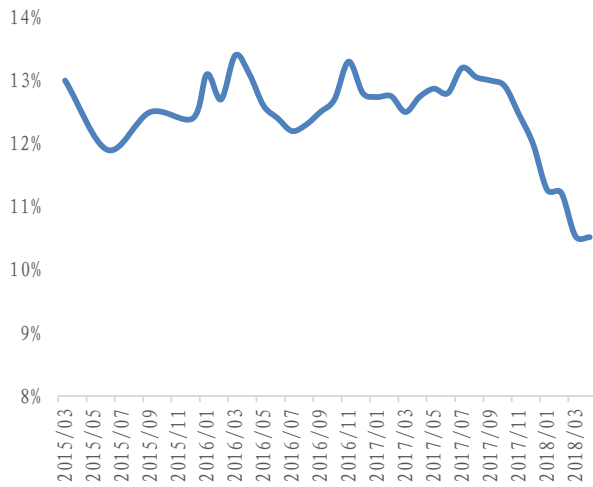


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 融资难、融资贵是常态，资金成为环保企业的生命线

“防范化解重大风险”是三大攻坚战的首要任务，近两年来，国家不断出台相关政策完善金融监管，控制宏观杠杆率。2017 年 7 月，第五次金融工作会议设立金融稳定发展委员会，为金融监管打下基础。2018 年 4 月，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》出台，破刚兑，去通道，规范资管业务。随着金融去杠杆的推进，2017 年国债利率及公司债利率全年持续上行，企业融资成本增加。社会融资存量从 2017 年 7 月开始出现同比的显著下滑。

图 4: 社会融资规模存量同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

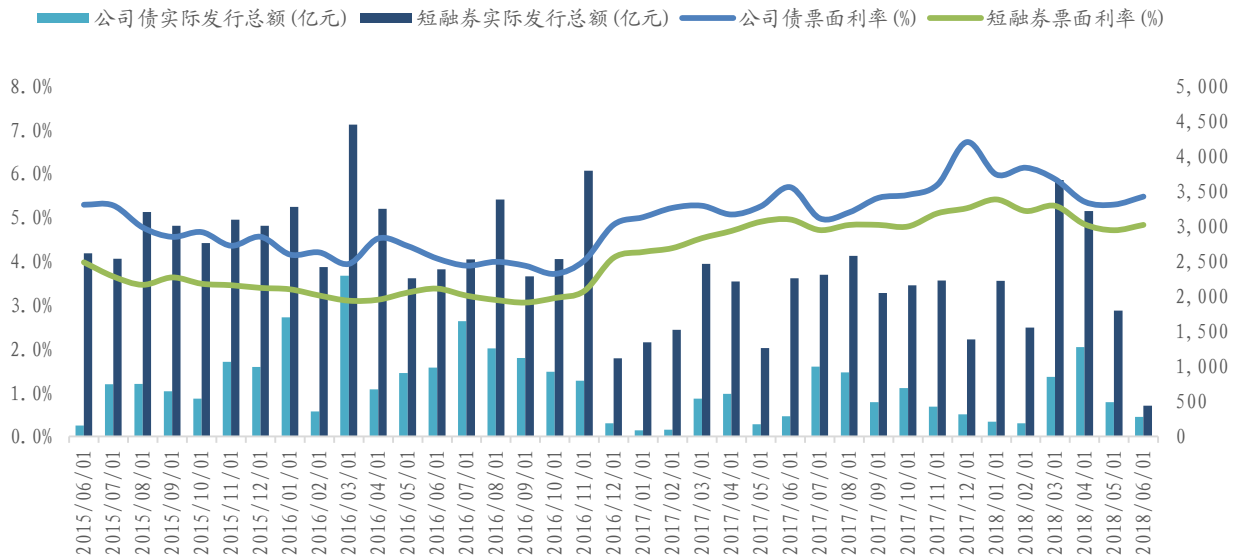
图 5: 国债及公司债利率走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从债券市场来看, 2018 年一季度, 利率有所缓解下降, 但实际发行融资规模自 2018 年 3 月后就显著萎缩。据统计年初至今已有 116 只短期债券取消或延迟发行, 共计 639.4 亿元。

图 6: 2015 年以来市场公司债和短融券发行总额和票面利率变化情况



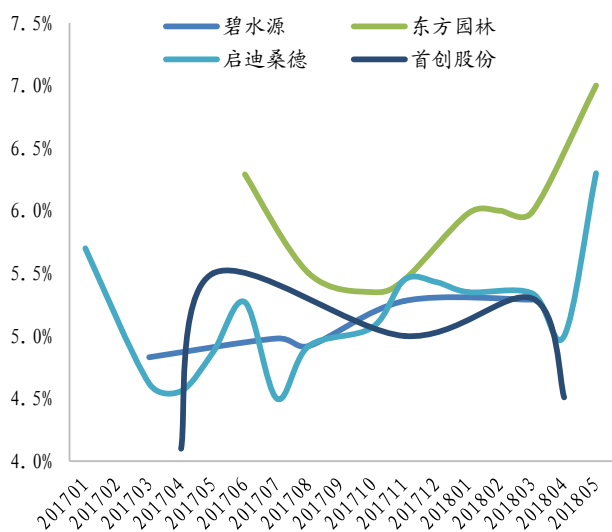
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

在市场资金紧张的局面下, 环保板块接连出现了一些债券违约的情况, 包括有神雾集团、盛运环保、中节能集团, 使得市场对于板块的资金情况产生疑虑。东方园林 6 月初 10 亿元的发债计划最终完成 0.5 亿元, 引爆了市场对于板块融资的担忧。

整个市场债券的信用利差从2018年4月份开始快速爬升。AA+评级的债券（大部分优质环保公司的债券评级，包括碧水源、东方园林等）的信用利差到2018年6月8日已经到了183bp的水平，达到历史新高，显示市场资金对于发债企业的偿还能力担忧加剧，开始选择更为优质的企业，而债券评级低的企业融资成本更高。

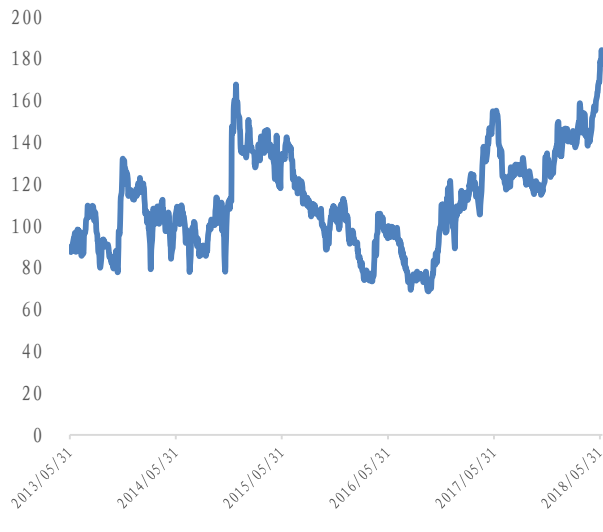
而从环保主要公司的债券实际发行利率情况来看，在4月份开始，实际发行的票面利率有显著上升，但也有分化。东方园林5月份债券发行利率为7%，桑德为6.3%。而国企首创股份4月份发行的债券票面利率却出现了下降，为4.3%。在市场利率下行的背景下，环保企业发债利率反而上升，这既是近期一些环保公司债券违约的影响，也显示了市场对于环保企业商业模式和偿还能力的担忧。

图 7：主要环保公司债券（包括短融）发行利率变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 8：AA+评级产业债券信用利差变化情况 (bp)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**信贷政策利好实体经济，环保企业资金情况有望边际改善**

随着宏观杠杆率增速放缓，未来货币政策调控将转而侧重“稳杠杆”，无形间给货币政策趋松创造一定操作空间。4月2日中央财经委员会第一次会议提出了“结构性去杠杆的思路”，将“去杠杆”比较精准地指向了国有企业和地方政府。随着去杠杆接近尾声，各部门金融严监管政策协调力度相对减弱，货币政策侧重点开始转向调结构促经济发展，未来货币政策存在趋松空间，资金流动性较一季度更加宽裕。

根据央行近期发布的二季度货币政策执行报告，在流动性投放、贷款额度、MPA参数等方面都已经有一定程度的放松和转变。二季度的贷款利率上涨速度也有所放缓。6月份贷款加权平均利率为5.97%，仅比3月微升0.01个百分点。银保监会披露“7月新增人民币贷款1.45万亿元，同比多增6237亿元”。根据央行数据，去年期新增人民币贷款8255亿元。而上半年受紧信用影响违约事件频发，银行的风险偏好也相应下降。因此短期来看基建是银行加速投放的方向之一。7月新增基础设施行业贷款1724亿元，与季末投放高峰的6月相比多增469亿元。

信贷政策利好实体经济，环保企业资金情况有望边际改善。近期银保监会官网发布关于进一步做好信贷工作提升服务实体经济质效的通知，着力疏通货币信贷传导机制，强调在不增加地方政府隐性债务的前提下，加大对资本金到位、动作规范的基础设施补短板项目的信贷投放。环保作为三大攻坚战之一，作为基建投资的重要组成部分，在政策刺激下，流域治理、农村污水处理、生活垃圾焚烧发电等领域的投资力度有望加大，相关环保上市公司的资金情况有望实现边际改善。

## 投资策略：看好工程类公司的阶段性行情，长期看好环保优质运营龙头

最近央行窗口指导银行购买低评级信用债，资管新规落地放松对于非标资产的投资限制等都显示去杠杆的政策力度有所缓和。在政府由去杠杆到稳杠杆，甚至可能局部加杠杆的背景下，我们分析：①环保属于中央鼓励和地方政府考核的重要方向，是鼓励资金投入的方向（环保大会提出鼓励 PPP 的模式），可以想象未来或有支持环保企业融资的政策出台（比如发债、信用贷款等等）；②环保类企业订单饱满，下半年在经济增速压力加大的情况下或成为政府加大投入的重要方面，项目进度有望加速；③中报业绩风险已经释放，机构持仓和市场预期处于低位。看好三季度环保板块工程类企业的阶段性表现，建议关注估值具有安全边际的环保龙头碧水源。

纵观国外环保行业发展历史，最终长期长大的企业，基本属于运营优质企业，集中在生活垃圾、危废、环卫等领域。因此，我们长期仍看好高景气的细分运营龙头的东江环保、伟明环保、聚光科技、龙马环卫。

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 定义                                  |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032