

## 环保工程及服务行业

# 首单民营企业债券融资支持工具落地！反弹关注业绩估值与流动性改善，长期抛开博弈关注确定性！ 增持（维持）

2018年11月05日

证券分析师 袁理

执业证号：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 刘博

执业证号：S0600518070002

021-60199793

liub@dwzq.com.cn

### 投资要点

■ **事件：**11月2日，首单民企债券融资支持工具在北京落地，东方园林、大北农、碧水源三家民企与交通银行、民生银行、中债信用增信公司、北京中关村科技融资担保有限公司共同签订意向书。

■ **此次签约意义重大，央行信用背书下民企变央企，融资环境有望大幅改善：**

央行副行长潘功胜在介绍民营企业债券融资支持工具时解释，初期选择的专业机构是中债信用增进投资股份有限公司，这是目前在中国信用风险缓释工具市场份额最大的一家机构。公开资料显示，中债信增于2009年成立，是在央行指导下，交易商协会联合中石油、国网英大、中国中化、北京国有资本经营管理中心、首钢总公司、中银投资资产管理有限公司共同发起的我国首家专业债券信用增进机构，注册资本为60亿元，信用评级为AAA级。此次签约后，我们推测合作模式将是中债信增以央行再贷款为民营企业提供担保，未来若出现债务违约，中债信增将在担保范围内提供偿付，这种合作模式，意味着央行信用为民营企业背书，民企地位变“央企”甚至超越央企，融资环境有望大幅改善。

■ **预计后续还会有项目落地，板块有望迎来估值修复机遇：**

根据潘功胜介绍，初步估算如果初期提供的初始资金是100亿元，可能会形成1600亿元的规模。央行还将根据市场变化情况，观察和评估这个规模对于民营企业融资氛围的改善效果，以决定是否进一步扩大规模。我们认为，此次3家民企签约仅是一个开始，预计后续还会有更多优质环保民企进入合作范围，在政策利好不断落地、融资环境逐步改善的形势下，板块有望迎来估值修复机遇。

■ **重申我们前期观点：改革预期推动市场反弹行情，风险偏好逐步提升：**压制环保行业估值水平的核心因素在于融资环境。这一点从第二季度起增长速度的放缓得到验证，主流公司三季度（包含预告）趋势仍然继续。所以，决定行业投资价值的关键变量在于融资环境是否改善。近期针对民营企业融资，利好政策密集落地（最新环保行业股权质押数据库请向我们索取）因此，短期来看，政策对行业逻辑形成有力支撑，处在“预期改善”阶段。我们从三个方面：估值，三季度业绩，股权质押风险缓释，筛选【聚光科技】、【高能环境】、【中金环境】、【龙净环保】，建议关注。

■ **长期来看，抛开博弈，选择好公司的因素聚焦在“增长的确定性”：**压不确定性在于：贸易摩擦，经济增长方式，融资环境，与行业强相关的因素主要在第三点：融资，因此我们从痛点出发，寻找商业模式通顺，现金流内生或融资能力强的标的，结合其他方面：具体包括：1，对融资环境依赖度低，2，行业空间，3，公司治理，4，发展战略清晰度。建议关注【国祯环保】、【聚光科技】、【瀚蓝环境】、【海螺创业】；燃气【深圳燃气】、【新天然气】。

■ **风险提示：**行业政策出台不及预期、环保订单执行不及预期。

### 行业走势



### 相关研究

1、《环保工程及服务行业：监测行业漫谈：千里眼计划增量有几多》2018-09-10

2、《环保工程及服务行业：促进天然气协调稳定发展意见出台，行业迎来黄金机遇期》2018-09-09

3、《环保工程及服务行业：《土壤污染防治法》历时5年终落地，行业空间有望加速释放》2018-09-03

作为全市场第一个建立基于宏观的环保研究框架的团队，我们近期的核心观点是：去杠杆，关注资本金生成能力！

● 在环保行业 3 种模式的公司中：模式 2，有运营资产积淀的公司，经营现金流持续累积，支持再投资实现内生成长！

● 危废作为模式 2 运营现金流公司中，景气度不断提升的子行业，建议重点关注。

### 事件：

1) 2018 年 10 月 22 日，央行公告，引导设立民营企业债券融资支持工具，由人民银行运用再贷款提供部分初始资金，由专业机构进行市场化运作，通过出售信用风险缓释工具、担保增信等多种方式，重点支持暂时遇到困难，但有市场、有前景、技术有竞争力的民营企业债券融资。

2) 11 月 2 日，首单民企债券融资支持工具在北京落地，东方园林、大北农、碧水源三家民企与交通银行、民生银行、中债信用增信公司、北京中关村科技融资担保有限公司共同签订意向书。

**此次签约意义重大，央行信用背书下民企变央企，融资环境有望大幅改善**

央行副行长潘功胜在介绍民营企业债券融资支持工具时解释，初期选择的专业机构是中债信用增进投资股份有限公司，这是目前在中国信用风险缓释工具市场份额最大的一家机构。公开资料显示，中债信增于 2009 年成立，是在央行指导下，交易商协会联合中石油、国网英大、中国中化、北京国有资本经营管理中心、首钢总公司、中银投资资产管理有限公司共同发起的我国首家专业债券信用增进机构，注册资本为 60 亿元，

信用评级为 AAA 级。此次签约后，我们推测合作模式将是中债信增以央行再贷款为民营企业提供担保，未来若出现债务违约，中债信增将在担保范围内提供偿付，这种合作模式，意味着央行信用为民营企业背书，民企地位变“央企”甚至超越央企，融资环境有望大幅改善。

## 预计后续还会有项目落地，板块有望迎来估值修复机遇

根据潘功胜介绍，初步估算如果初期提供的初始资金是 100 亿元，可能会形成 1600 亿元的规模。央行还将根据市场变化情况，观察和评估这个规模对于民营企业融资氛围的改善效果，以决定是否进一步扩大规模。我们认为，此次 3 家民企签约仅是一个开始，预计后续还会有更多优质环保民企进入合作范围，在政策利好不断落地、融资环境逐步改善的形势下，板块有望迎来估值修复机遇。

## 重申我们前期观点：改革预期推动市场反弹行情，风险偏好逐步提升

**压制环保行业估值水平的核心因素在于融资环境。**这一点从第二季度起增长速度的放缓得到验证，主流公司三季度（包含预告）趋势仍然继续。所以，决定行业投资价值的关键变量在于融资环境是否改善。近期针对民营企业融资，利好政策密集落地（最新环保行业股权质押数据库请向我们索取）因此，短期来看，政策对行业逻辑形成有力支撑，处在“预期改善”阶段。我们从三个方面：估值，三季度业绩，股权质押风险缓解，筛选【聚光科技】、【高能环境】、【中金环境】、【龙净环保】，建议关注。

## 长期来看，抛开博弈，选择好公司的因素聚焦在“增长的确定性”

不确定性在于：贸易摩擦，经济增长方式，融资环境，与行业强相关的因素主要在第三点：融资，因此我们从痛点出发，寻找商业模式通顺，现金流内生或融资能力强的标的，结合其他方面：具体包括：1，对融资环境依赖度低，2，行业空间，3，公司治理 4，发展战略清晰度。建议关注【国祯环保】、【聚光科技】、【瀚蓝环境】、【海螺创业】；燃气【深圳燃气】、【新天然气】。

**【国祯环保】：**1) 运营业务未来三年复合增速在 30% 以上，提供稳健现金流，对融资环境依赖程度较低；2) 特定投资者定向增发募集 10 亿资金，降低资产负债率和流动性风险，同时股东在订单和资金层面有望提供良好助力。

**【聚光科技】：**新签监测设备订单超预期，全年监测业务有望实现 50% 增长；受益于上游传统工业企业盈利能力提升，在手工业订单实现高增长。行业层面，千里眼计划和网格化监测催生行业未来 3 年内较高景气度，公司作为龙头企业有望率先获益。

**【瀚蓝环境】：**燃气、水务、固废业务稳健增长，现金流状况良好，融资需求较低；

瀚蓝模式异地复制，业务扩张和业绩增长的确性较强。

【海螺创业】：水泥板块业务稳健，提供安全边际；水泥窑协同处置危废，项目进展顺利+行业景气度较高，未来 3-5 年有望进入高速增长区间。

【深圳燃气】：在天然气行业供需缺口持续扩大（需求增速接近 20%、供给增速不到 10%）的形势下，预计行业未来 3-5 年仍将保持较高景气度，公司作为 A 股上极为稀缺的优质城燃公司，不受接驳费政策影响，城燃业务稳健增长，80 万吨/年的 LNG 接收站即将投运，有望为公司提供弹性。

【新天然气】：收购的亚美能源拥有潘庄（80%权益）和马必（70%权益）稀缺气源，潘庄项目稳定运营，年售气量维持在 5-6 亿方水平，新的马必项目设计产能为 10 亿方/年左右，随着马必项目进入商业化开采阶段，将为公司业绩提供显著弹性。

## 风险提示

行业政策出台不及预期、环保订单执行不及预期。

## 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>

