

分析师: 顾敏豪

执业证书编号: S0730512100001

gumh00@ccnew.com 021-50588666-8012

研究助理: 唐俊男

tangjn@ccnew.com 021-50588666-8016

# 洗净铅华，剩者为王

## ——环保及公用事业行业 2019 年年度策略

### 证券研究报告-行业年度策略

**同步大市 (维持)**

#### 盈利预测和投资评级

发布日期: 2018 年 11 月 15 日

公司简称	18EPS	19EPS	19PE	评级
东江环保	0.62	0.79	15.06	买入
先河环保	0.47	0.61	13.62	买入
伟明环保	1.11	1.52	16.01	增持
瀚蓝环境	1.10	1.21	11.18	增持
兴蓉环境	0.35	0.42	10.43	增持
博世科	0.77	1.05	11.79	增持
聚光科技	1.26	1.58	15.99	买入
碧水源	1.08	1.33	7.62	增持

#### 关键要素:

18 年 1-10 月期间环保指数跌幅显著大于市场, 三季报显示板块资产质量走弱, 现金流承压, 盈利增速骤然下降。宏观去杠杆带来行业发展阵痛, 但环保政策支持力度不减, 融资环境边际改善, 股票质押问题有望缓解, 行业最差阶段已过。行业经过洗礼, 期待真正具备竞争力公司崛起。建议围绕监测设备、固废处理、环境工程类优质企业展开布局。

#### 投资要点:

- **政策支持力度强劲, 行业经营环境预期得以改善。** 18 年下半年以来, 政府出台系列政策文件, 环保领域市场空间持续打开。民企融资难融资贵问题被政府高度重视, 政府出台多维政策对融资环境形成边际改善。管理层多措并举纾解股票质押风险, 国企入股改善公司治理结构。行业发展最困难时期已过, 19 年有望迎来探底阶段。
- **监测设备需求提升, 领先企业有望实现持续增长。** 18 年地方政府提高环境监测数据质量、治理污染压力增加促使监测设备及系统需求提升; 同时, 监测点位下沉、监测密度增加扩大市场空间。目前, 市场份额向领先企业聚集, 高研发投入的龙头企业有望持续受益。
- **固废处理市场规模稳步扩张, 充裕现金流助推实现真成长。** 垃圾焚烧发电行业受益于焚烧处理率和城镇化率的提升, 有望实现稳健增长; 目前行业竞争格局已定, 现有产能扩建和进军农村垃圾处理市场是 19 年看点。19 年危废处理行业景气周期向上有望持续, 市场份额向领先企业聚集; 可能存在价格向上弹性, 但须提防产能投放不及预期风险。
- **环境工程类优质企业实现困境反转可期。** 18 年来, 以城市黑臭水体治理、流域治理、园林绿化等环境工程进入调整期。国常会要求开展清欠行动, 民企回款有望改善; 同时, 融资环境预期好转、PPP 项目订单结构和质量趋于优化、股票质押问题有望缓解, 板块存估值修复契机。
- **维持行业“同步大市”投资评级。** 截止到 18 年 11 月 14 日, 环保 (中信) 指数 PE (TTM) 为 23.61 倍, 处于历史低位水平。投资主线: 1) 具备较高景气度和行业竞争壁垒的环境监测设备类公司; 2) 具备高效运营效率、较强项目获取能力的垃圾焚烧处理和危废处理公司; 3) 有望实现困境反转的环境工程类公司。重点关注标的: 聚光科技、先河环保、伟明环保、瀚蓝环境、东江环保、兴蓉环境、碧水源、博世科。

**风险提示:** 排污标准提高, 环保企业本身治污投入增加; 环保项目建设进度不及预期; 危废处理行业参与者增加, 竞争趋于激烈; 相关政策执行力度低于预期。

#### 环保及公用事业相对沪深 300 指数表现



#### 相关报告

- 1 《环保及公用事业行业点评报告: PPP 项目以奖代补名单公布, 促进公共服务提质增效》 2018-10-19
- 2 《环保及公用事业行业月报: 市场低迷, 关注三季度业绩主线》 2018-10-16
- 3 《环保及公用事业行业月报: 中报业绩增速下滑显著, 关注监测和固废细分景气领域》 2018-09-14

**联系人: 李琳琳**
**电话:** 021-50588666-8045

**传真:** 021-50587779

**地址:** 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

**邮编:** 200122

## 内容目录

<b>1. 18 年行情及业绩回顾</b>	<b>4</b>
1.1. 环保板块二级市场行情低迷	4
1.2. 板块资产质量走弱、现金流承压	4
1.3. 业绩增速放缓，市场预期转变	6
1.4. 市场竞争格局有望优化，期待真正具备竞争力公司崛起	8
<b>2. 政策驱动市场，经营环境趋于改善</b>	<b>9</b>
2.1. 政策密集发布，治污投资具备支出刚性	9
2.2. 融资环境边际改善，股票质押问题有望缓解	11
<b>3. 最差经营阶段已过，寻找真正具备竞争力公司</b>	<b>13</b>
3.1. 监测设备持续景气，点位下沉铸就持续成长空间	13
3.2. 固废处理市场加速释放，充裕现金流助推实现真成长	15
3.3. 环境工程类优质企业有望逐步实现困境反转	20
<b>4. 投资评级及主线</b>	<b>22</b>
4.1. 维持行业“同步大市”投资评级	22
4.2. 投资主线	22
4.3. 重点关注标的	22
<b>5. 风险提示</b>	<b>23</b>

## 图表目录

图 1: 18 年环保指数跌幅显著高于市场	4
图 2: 前 10 个月环保各细分领域涨跌幅对比 (%)	4
图 3: 18Q3 环保应收账款及周转天数持续增长	5
图 4: 18Q3 环保存货余额及周转天数迅速增加	5
图 5: 18Q3 环保板块有息负债情况	5
图 6: 18Q3 环保板块带息债务/股东权益变化情况	5
图 7: 15-18 年环保板块资产负债率持续提升	6
图 8: 18 年前三季度环保板块财务费用率提升显著	6
图 9: 18Q3 环保板块强化回款 (单位: %)	6
图 10: 18Q3 环保板块现金流变化情况	6
图 11: 18Q1-3 环保板块营业总收入下滑显著	7
图 12: 18Q1-3 环保板块归母净利润增速转负	7
图 13: 18Q3 环保细分领域营收增速对比	7
图 14: 18Q3 环保细分领域归母净利润增速对比	7
图 15: 环保细分子行业 18Q1-3 营收情况 (单位: 亿元)	8
图 16: 环保子行业 18Q1-3 归母净利润 (单位: 亿元)	8
图 17: 2000-17 年环境污染治理投资总额及 GDP 占比	10
图 18: 2007-18 年我国固定资产累计投资及累计同比	10
图 19: 环保类 PPP 项目累计数量及占比逐季提升 (个)	11
图 20: 环保 PPP 项目总金额及占比逐季度提升 (亿元)	11
图 21: 6 月份以来公司债券到期收益率变化情况	11
图 22: 7 月份以来信用利差持续收窄	11
图 23: 环保领域质押比例高于市场平均水平	12

图 24: 环保领域大股东质押比例显著高于市场平均值 .....	12
图 25: 截止到 18 年 11 月 2 日, 环保板块过半公司大股东股权质押比例超过 50%.....	12
图 26: 17 年水质监测系统放量明显 .....	14
图 27: 17 年空气监测领域和数据采集设备领域放量 .....	14
图 28: 17 年环境监测设备行业市场份额向龙头聚集 .....	14
图 29: 14-18 年环境监测设备公司研发投入 (亿元) .....	14
图 30: 14-18 年主要监测设备公司净债务 (亿元) .....	15
图 31: 14-18 监测设备公司经营活动现金净流量 (亿元) .....	15
图 32: 填埋和焚烧构成我国垃圾无害化处理主要方式 .....	16
图 33: 2007-2016 年我国垃圾焚烧量及同比增速 .....	16
图 34: 我国生活垃圾焚烧处理比例仍有提升空间 .....	16
图 35: 十三五焚烧处理能力预计达到 59.14 万吨/天.....	16
图 36: 我国总设计处理能力靠前的垃圾焚烧发电企业 .....	17
图 37: 部分垃圾焚烧处理公司 18H1 新增处理能力 .....	17
图 38: 主要垃圾焚烧发电企业经营活动现金流 (亿元) .....	18
图 39: 主要垃圾焚烧发电企业应收账款情况(亿元).....	18
图 40: 2006-16 年我国危废产量持续增长.....	19
图 41: 部分危险废物处理公司平均处理价格 (港币) .....	19
图 42: 18H1 部分危险废物处理公司新增处理能力 .....	20
图 43: 18H1 部分危险废物处理公司处理能力增长显著.....	20
图 44: 18Q1-3 水处理设备及工程领域营收增速放缓 .....	21
图 45: 18H1 环境工程类企业新增订单情况 (亿元) .....	21
图 46: 中信环保指数历史 PE 变化情况 (倍) .....	22
图 47: 中信环保指数相对于中小板估值情况 (倍) .....	22
表 1: 18 年下半年以来环保领域重大的政策文件 .....	9
表 2: 18 年来部分环保公司转让控股权或者引入国企战投 .....	21
表 3: 重点公司估值表 .....	23

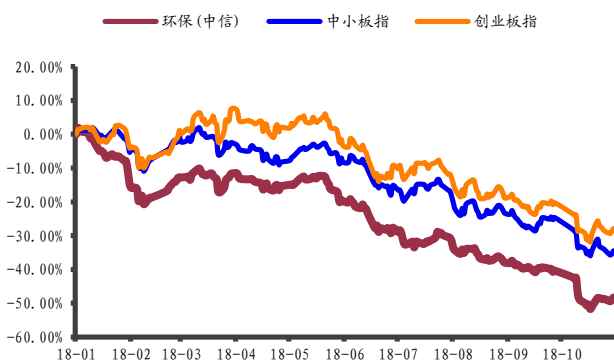
## 1. 18 年行情及业绩回顾

### 1.1. 环保板块二级市场行情低迷

走势低迷，期间跌幅显著大于市场。环保板块 18 年表现较差，截止到 10 月 31 日，前 10 个月中信环保指数下跌 48.32%，位于中信指数（二级分类）第 76/83 位。同期，中小板指数下跌 34.49%，创业板指数下跌 27.92%，环保指数跌幅显然远大于同期市场幅度。环保板块股价在 18 年持续单边下跌，但值得关注的有三个时间点：一是年初部分公司业绩增速不达预期，股价向下剧烈修正；二是五月东方园林债券发行失利，引发市场对环保公司经营活动现金流的担忧，板块内公司股价继续承压；三是十月大股东股票质押频繁爆仓问题被市场重视，而环保公司股票作为大股东高比例质押的密集领域，受此影响导致板块跌幅加速。但是，随着纾缓大股东股权质押危机、解决民营企业融资难融资贵等问题的政策出台，板块悲观预期有所改观，环保公司股价出现阶段性反弹。

从细分领域来看，18 年前 10 月，环保细分板块涨幅排名为：水务运营（-31.90%）、固废（-38.51%）、再生资源（-39.72%）、环境监测（-40.03%）、水处理设备及工程（-45.89%）、大气治理（-47.54%）、节能（-54.13%）。

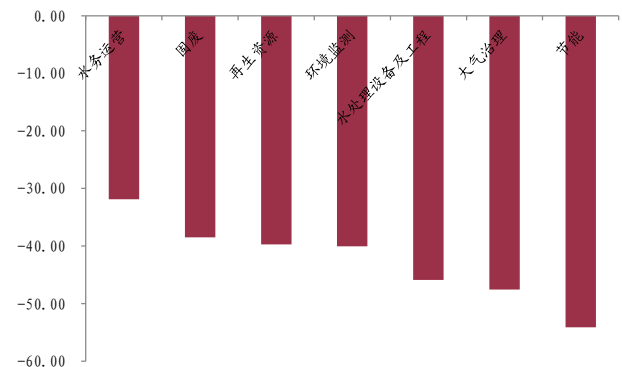
图 1：18 年环保指数跌幅显著高于市场



资料来源：Wind，中原证券

注：时间区间为 2018 年 1 月 1 日至 18 年 10 月 31 日

图 2：前 10 个月环保各细分领域涨跌幅对比 (%)

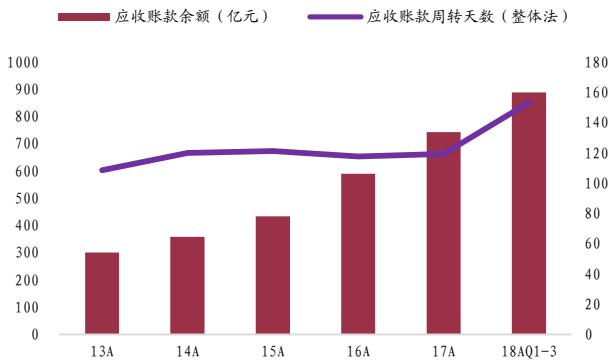


资料来源：Wind，中原证券

### 1.2. 板块资产质量走弱、现金流承压

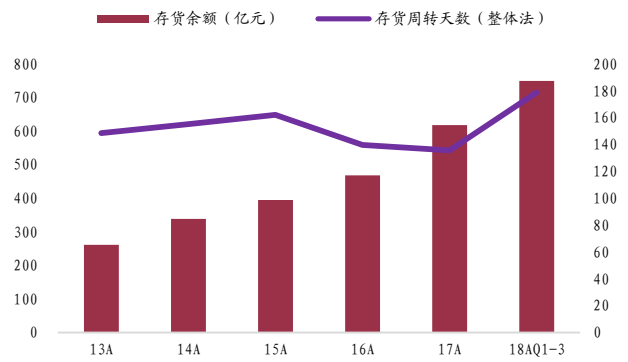
应收账款及存货增长迅速。18 年环保板块面临较为严峻的经营形势，主要原因：其一，17 年 11 月到 18 年 3 月底，财政部 PPP 项目库清理，部分银行对 PPP 项目停贷或者发放贷款速度放缓，环保工程施工项目建设进度受到显著的负面冲击；其二，在宏观经济去杠杆的背景下，环保公司多为民营企业，融资难融资贵的问题难以解决，部分企业出现流动性困难；其三，环保公司下游多为政府客户或者工业客户，各细分领域竞争壁垒不高并且相对于政府议价能力有限，现金流较差加剧了在不利宏观环境中的经营压力。截止到 18 年 3 季度末，持续跟踪的 63 家环保公司资产质量出现明显的降低，其中，板块应收账款余额 888.44 亿元，较年初增长 19.58%；存货余额 749.86 亿元，较年初增长 21.29%，较年初增长 21.29%。

图 3: 18Q3 环保应收账款及周转天数持续增长



资料来源: Wind, 中原证券

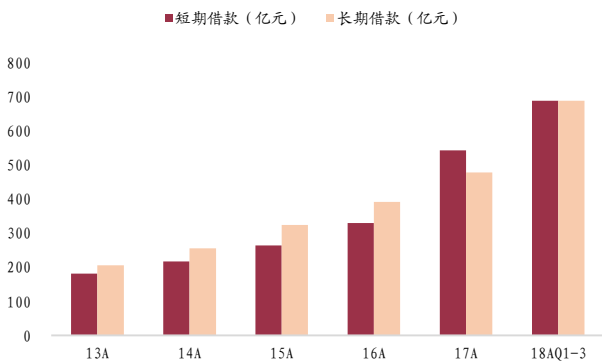
图 4: 18Q3 环保存货余额及周转天数迅速增加



资料来源: Wind, 中原证券

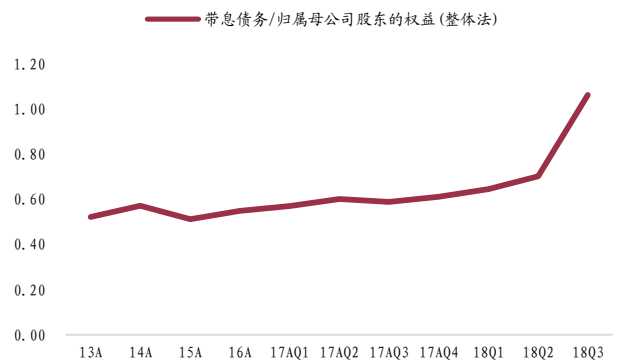
**有息负债持续增加，板块债务压力提升。**无论是水环境修复、土壤修复、工业烟气处理等环境工程类业务，还是垃圾焚烧发电、危险废物处理、污水处理投资运营类业务，均涉及到大量的资金投入或者工程垫资。因此，融资驱动的业务模式在行业内较为突出。截止到 18 年 3 季度末，环保板块短期借款 688.83 亿元，较年初增长 26.67%；长期借款余额 688.80 亿元，较年初增长 43.80%。值得关注的是，板块的资产负债率提升至 55.61%，较年初提升 2.01 个百分点；带息债务与归属于股东权益的比值提升到 1.06，尤其是二季度以来，公司有息债务与股东权益占比提升显著凸显环保领域对资金需求加大。与之对应的是，板块的财务费用率提升到 4.35%，较去年同期提升 1.08 个百分点。虽然有息债务总量的增长有望为工程业务规模扩大奠定了资金基础，但债务总量的迅速增长降低了抗风险能力，并且今年以来环保领域频发的债务问题用实际说明了激进式扩张和不重视项目质量的严重后果。而且资产负债率的提升空间有限，部分环保企业负债水平已经升至高位。另外，财务费用率的迅速提升，侵蚀环保板块的盈利能力。

图 5: 18Q3 环保板块有息负债情况



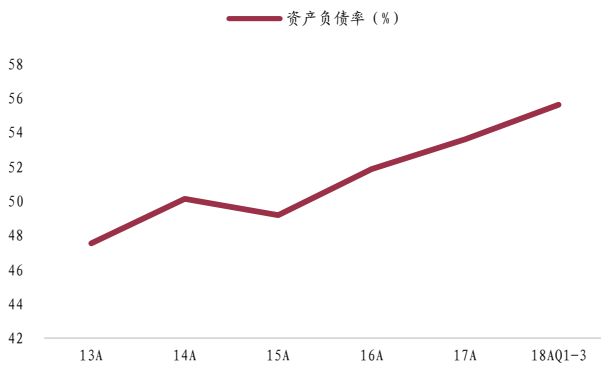
资料来源: Wind, 中原证券

图 6: 18Q3 环保板块带息债务/股东权益变化情况



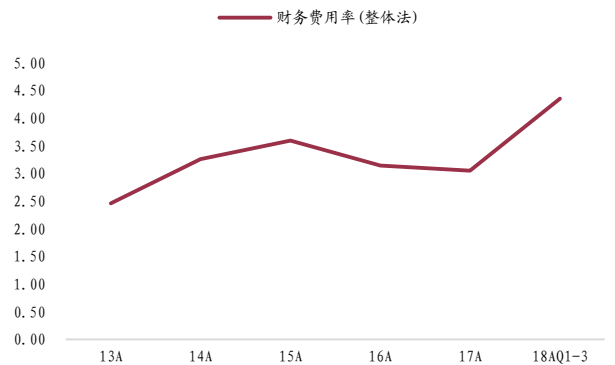
资料来源: Wind, 中原证券

图 7: 15-18 年环保板块资产负债率持续提升



资料来源: Wind, 中原证券

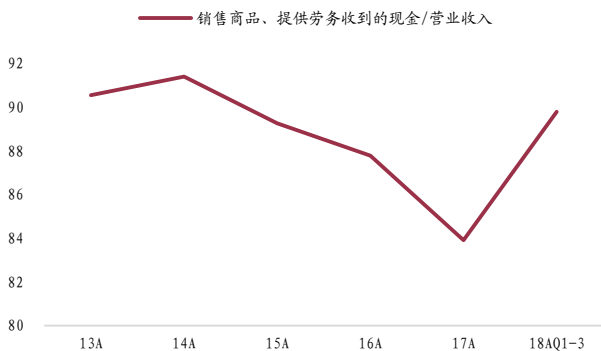
图 8: 18 年前三季度环保板块财务费用率提升显著



资料来源: Wind, 中原证券

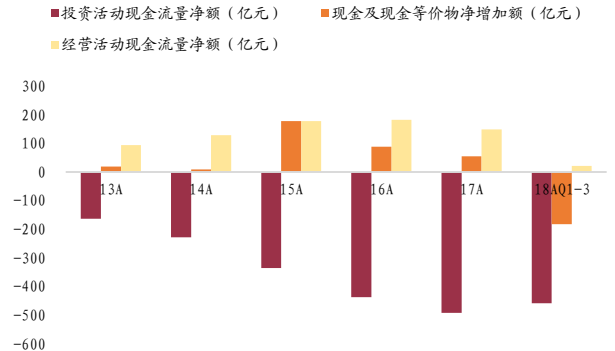
**强化回款, 现金流仍承压。** 面临账面利润增长而现金流较差的情形, 部分环保公司显然已经意识到这一问题。因此, 部分公司在 17 年年报中披露, 要强化风险意识, 加强经营管理、提升回款速度, 将工程施工进度款及销售回款作为业绩考核的重要一部分。截止到 18 年 3 季度末, 板块经营活动现金流量净额 21.30 亿元, 较同期转正。同时, 板块销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入之比 89.78%, 同比提升 5.11 个百分点。而第四季度作为环保公司收入确认及回款的旺季, 板块全年经营活动现金流有望改善。但是, 从投资支付的现金总额来看, 板块仍需要持续不断的进行融资, 未来将持续面临现金支付压力。

图 9: 18Q3 环保板块强化回款 (单位: %)



资料来源: Wind, 中原证券

图 10: 18Q3 环保板块现金流变化情况

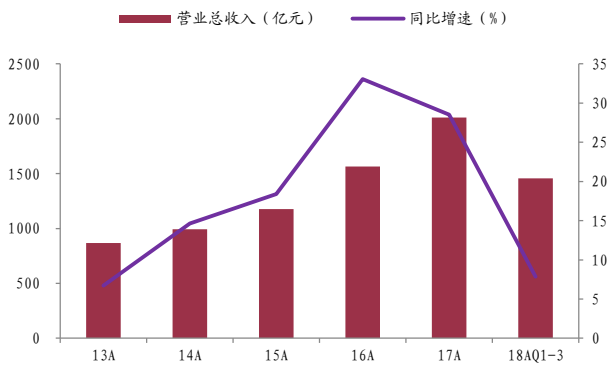


资料来源: Wind, 中原证券

### 1.3. 业绩增速放缓, 市场预期转变

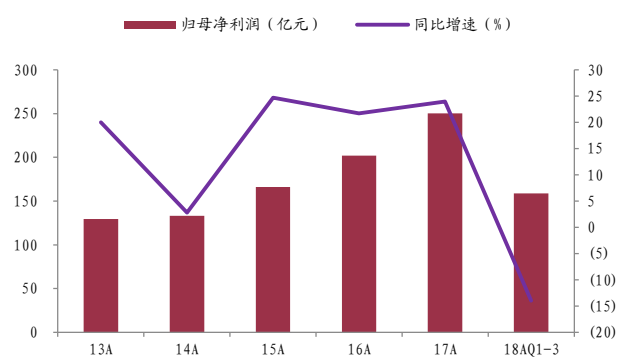
**Q1-3 环保板块业绩增速显著放缓。** 与板块应收账款、存货余额、债务规模迅速扩张相应的是, 公司营业总收入和归属于上市公司股东的净利润增速骤然放缓。18 年前三季度, 环保板块营业总收入 1456.99 亿元, 同比增长 7.84%; 归属于上市公司股东的净利润 158.90 亿元, 同比下滑 13.98%。而环保板块 Q1、H2、Q1-3 营业总收入分别同比增长 18.93%、12.32%、7.84%; 同期归属于上市公司股东的净利润分别同比增长 1%、-6.28%、-13.98%。由此可见, 财政部 PPP 项目库清理、融资环境恶化、行业竞争激烈、财务费用上升等因素已经显著影响行业的发展情况。环保行业从 15-17 年的高速增长阶段逐步进入阶段性调整期。

图 11: 18Q1-3 环保板块营业总收入下滑显著



资料来源: Wind, 中原证券

图 12: 18Q1-3 环保板块归母净利润增速转负



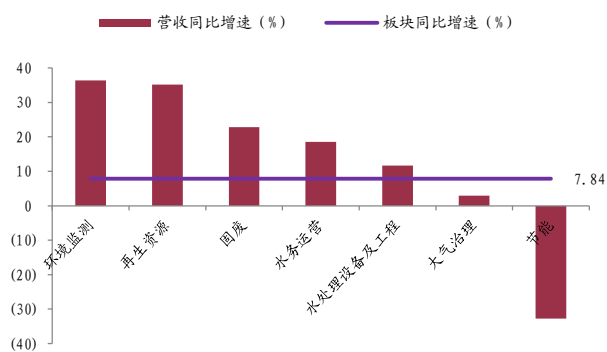
资料来源: Wind, 中原证券

细分子行业分化明显,运营属性领域更具抗风险能力。虽然行业预期增速放缓,但各细分子领域体现出明显差异性。18年前三季度,监测设备(36.37%)、再生资源(35.15%)、固废处理(22.85%)、水务运营(18.59%)四大细分领域收入增速均超过15%;而偏环境工程类领域,如水处理设备及工程(11.71%)、大气治理(2.98%)、节能(-32.73%)业绩增速落后。

值得关注的是,监测设备行业受益于环保督查趋严、中央深化环境监测改革提高环境监测数据质量政策落实以及监测点位下沉、监测密度增加等因素,体现出较高的景气度;而固废处理领域由于垃圾焚烧发电、危险废物处理产能持续扩张,运营及施工收入增长;废钢铁、废有色金属、废弃电器电子拆解物价格处于相对高位,再生资源板块收入规模增长较快。

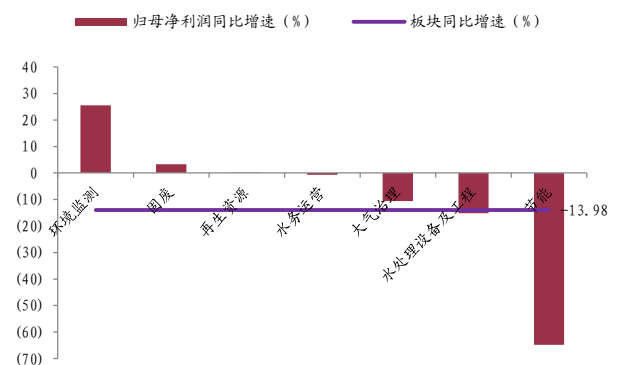
与之相反的是,以水环境治理、黑臭水体治理为代表的水处理设备及工程领域,受制于PPP项目融资进度、工程施工进度放缓等因素,收入增速出现剧烈下滑。大气治理行业受火电厂脱硫脱销除尘超低排放改造市场萎缩,钢铁、石化、水泥、有色、工业锅炉等非电领域市场尚未大规模兑现业绩影响,行业收入增速维持低位;而节能板块,受下游钢铁、水泥等高耗能产业结构调整,余热发电工程业务量缩减;并且,部分节能公司其项目业主流动性紧张,工程进度及回款出现问题,业务收入大幅度减少。由此可见,在行业外部融资环境恶化、竞争趋于激烈、成本提高的背景下,偏运营的环保细分领域具备更持久的规模扩张能力和业务稳定性。

图 13: 18Q3 环保细分领域营收增速对比



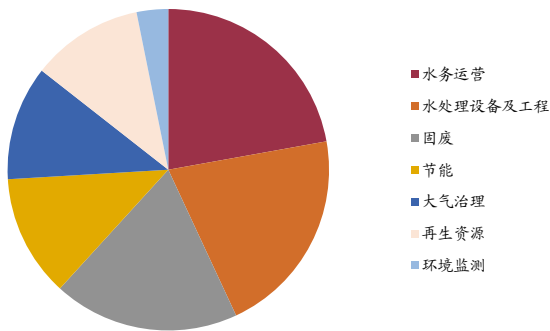
资料来源: Wind, 中原证券

图 14: 18Q3 环保细分领域归母净利润增速对比



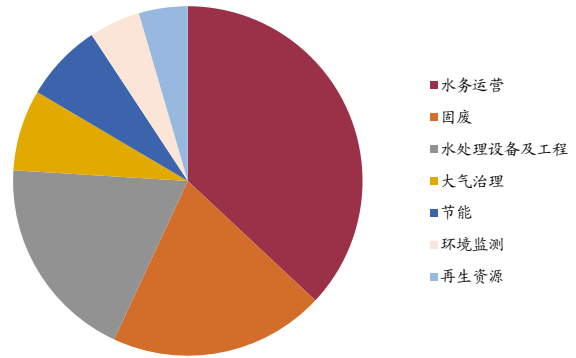
资料来源: Wind, 中原证券

图 15: 环保细分子行业 18Q1-3 营收情况(单位: 亿元)



资料来源: Wind, 中原证券

图 16: 环保子行业 18Q1-3 归母净利润(单位: 亿元)



资料来源: Wind, 中原证券

#### 1.4. 市场竞争格局有望优化, 期待真正具备竞争力公司崛起

**环境工程领域经历调整, 竞争压力有望趋缓。**18 年, 在宏观经济面临下行压力、民营企业融资难融资贵、PPP 项目进入强监管期的背景下, 以资金驱动的环境工程类业务凸显出极大的劣势。其主要体现在: 1) 银行对 PPP 项目放贷速度趋缓, 部分项目难以融到资金; 2) 随着业务规模的扩大, 公司需要持续的资金投入, 从而推高企业的资产负债水平; 3) 行业竞争壁垒不高, 各类形式的企业参与其中, 增加竞争激烈程度。结果是: 以赚取工程收益为目标的企业毛利率水平走低, 财务费用增长过快; 并且, 前期扩张过快的部分民企出现偿债能力不足, 流动性紧张等经营问题。

因此, 以东方园林、碧水源、环能科技、兴源环境、巴安水务、博世科等为代表的公司主动调整经营战略, 削减无法贷款项目、减缓高成本项目推进速度、强化 PPP 项目的风险识别、审慎参与 PPP 项目, 同时强化 EPC 项目的跟踪。甚至, 行业内部分公司已经决定逐步减少相关领域的资源投入。所以, PPP 项目领域的竞争格局有望改善, 行业盈利处于触底阶段。

**行业发展有望迎来新阶段, 硬实力铸就真成长。**在“绿水青山就是金山银山”、生态文明建设被定位于“千年大计”的背景下, 18 年环保行业依然处于政策密集发布期: 从年初生态环境部宣布“大气十条”全部完成、下一步打赢蓝天保卫战, 到 5 月份的黑臭水体治理专项行动、打击固体废物违法行为专项行动的推进, 6 月份的打赢蓝天保卫战三年行动计划印发以及 9 月份乡村振兴战略规划的发布。环保行业政策支持力度较大, 市场空间无需担忧。目前宏观去杠杆带来行业发展阵痛, 但有望重塑市场竞争格局, 增强企业提高自身技术实力的动力, 从而实现市场的优胜劣汰。并且, 环保领域国资战略入股趋势明显, 大股东股票质押问题有望逐步得到解决, 融资环境边际改善, 均对行业发展预期形成积极推动。19 年, 建议围绕技术壁垒较高的环境监测设备领域、运营能力逐步提升的固废处理领域以及前期爆发大股东股票质押问题的环境工程龙头公司展开布局。

## 2. 政策驱动市场，经营环境趋于改善

### 2.1. 政策密集发布，治污投资具备支出刚性

**政策支持力度强劲，市场空间持续释放。**环保属于非标准行业，涵盖大气治理、污水处理设备及工程、污水处理运营、固废处理、再生资源回收利用、环境监测、工业节能等多个领域。环保的市场空间来自于环保政策出台，所带来的新的污染源治理投资需求或者排污标准提高所形成的治理设备更新换代需求。18年下半年以来，政府出台包括打赢蓝天保卫战三年行动计划、乡村振兴战略规划、保持基础设施领域补短板力度、创新和完善促进绿色发展价格机制等一系列政策文件。主要政策涉及环保领域的方方面面，不仅从政策目标、实施路径、保障措施等方面制定未来的治理规划，而且从价格形成机制、政府承诺兑现力度等方面出发，推动环保行业的发展。具体市场空间来看，水体修复市场 > 固废处理市场 > 污水处理市场 > 监测设备及系统市场。并且，由于污染治理逐步向农村方向扩展，农村污水处理、农村垃圾处理市场空间打开并得到资本的积极关注。

表 1: 18 年下半年以来环保领域重大的政策文件

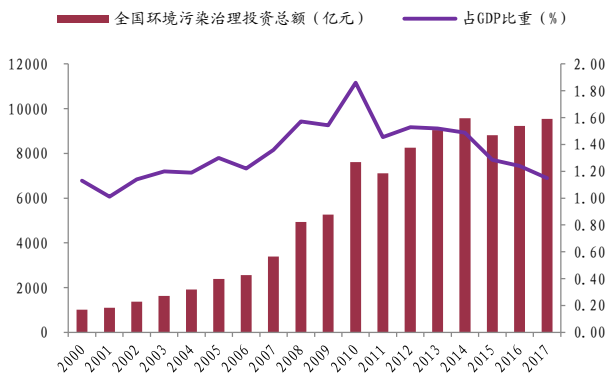
时间	政策文件名称	简要内容	影响领域
2018.6	《中共中央、国务院关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》	打赢蓝天、碧水、净土保卫战，加快生态保护与修复，改革完善生态环境治理体系	大气污染治理、污水处理、土壤修复
2018.7	《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》	将生态环境成本纳入经济运行成本；完善污水处理收费政策、健全固体废物处理收费机制、建立有利于节约用水的价格机制、健全促进节能环保的电价机制	污水处理、垃圾焚烧发电、危险废物处理
2018.7	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	优化产业结构、能源结构、运输结构、用地结构，推进面源污染治理，实施重大专项行动，强化区域联防联控，健全法律法规体系，加强基础能力建设，明确落实各方责任等	园林绿化、土壤修复、监测设备、工业环保
2018.8	《生态环境监测质量监督检查三年行动计划（2018-2020年）》	覆盖各类主体、突出检查重点、强化部门联动	监测设备及运维
2018.9	《乡村振兴战略规划（2018-2022年）》	推进农业绿色发展；持续改善农村人居环境；加强乡村生态保护与修复	农村污水、生活垃圾、黑臭水体治理、园林绿化、土壤修复
2018.9	《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	坚持问题导向，立足产业结构、能源结构、运输结构和用地结构的调整以推进清洁取暖、公转铁、企业提标升级改造为重点，巩固“散乱污”企业综合整治成果，狠抓柴油货车、工业炉窑和挥发性有机物（VOCs）专项整治	工业烟气治理、汽车尾气监测、VOCs 治理、空气质量监测
2018.10	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》	扎实推进农村人居环境整治三年行动，支持城镇生活污水、生活垃圾、危险废物处理设施建设，加快黑臭水体治理，支持重点流域水环境综合治理，严格兑现合法合规的政策承诺，尽快落实建设条件	黑臭水体治理、污水处理、生活垃圾处理
2018.11	《农业农村污染治理攻坚战行动计划》	加强农村饮用水水源保护、推进农村生活垃圾污水治理、解决养殖业污染、控制种植业污染、提升农业农村环境监管能力	农村污水处理、农村垃圾处理

资料来源：中国政府网，生态环境部，中原证券

**基建补短板，有望增加治理污染投资金额。**在当前我国经济运行稳中有变，经济下行压力有所加大，外部环境发生明显变化，部分企业经营困难较多的背景下，18年10月底的中央政

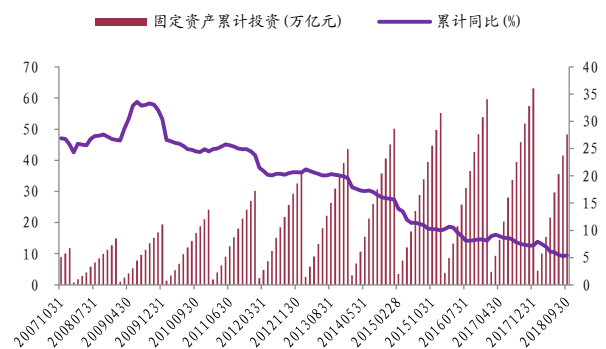
治局会议强调要稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作。同时，国务院办公厅印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，强调环保是基础设施领域补短板的重要构成。其中，在九个补短板的领域中，与环保相关的有两个，分别是农业农村领域和生态环保领域。意见指出，要推进农村人居环境整治，支持城镇生活污水、生活垃圾、危险废物处理、黑臭水体治理领域进度。值得一提的是，在我国 17 年环保污染治理投资 GDP 占比仅 1.15%，并延续下滑趋势，18 年前 9 个月固定资产投资累计增幅仅 5.4% 的背景下，环保治理投资不仅在提升环境质量，而且在拉动地方投资和增加就业方面发挥积极作用。相对于发达国家明显改善环境质量需要的 2%-3% 的污染治理 GDP 占比相比，我国的环境治理投资比例仍然偏低。目前的政策力度有望提升治理污染投资金额及比例。

图 17: 2000-17 年环境污染治理投资总额及 GDP 占比



资料来源：统计局，Wind，中原证券

图 18: 2007-18 年我国固定资产累计投资及累计同比

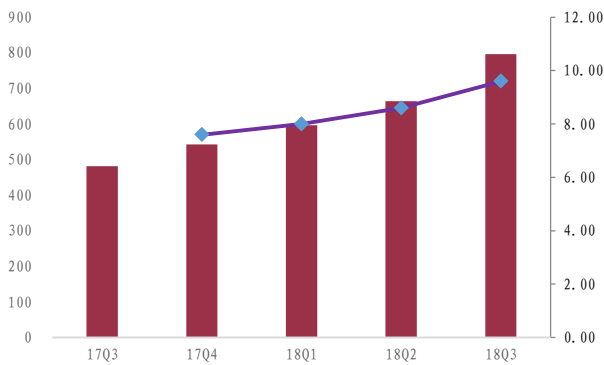


资料来源：统计局，Wind，中原证券

**生态建设和环境保护类 PPP 新增项目金额稳中有降，累计占比提升凸显投资刚性。**生态建设和环保类 PPP 项目数量及金额的变化作为环保投资微观层面景气度的体现，发展趋势逐步趋稳。从 17Q4-18Q3，财政部生态建设和环保类 PPP 新增数量分别为 62、54、67、132 个，新增项目投资金额分别为 1144 亿、615 亿、754 亿、372 亿元，其中有两点值得注意：其一，新增项目数量逐季度增长，而新增项目金额稳中有降；其二，平均项目投资金额逐步减少。这充分体现目前市场对 PPP 项目投资热度整体回归理性，但环保类 PPP 项目数量的增长说明市场需求持续增长。

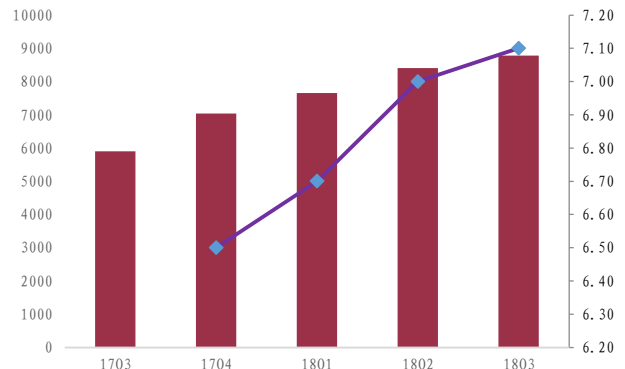
截止到 18 年三季度末，财政部管理库生态建设和环境保护类 PPP 累计数量为 796 个，占比 9.6%；累计投资金额 8784 亿元，占比 7.1%。累计数量和累计投资金额占比均呈现逐季度提升趋势，体现环保项目在管理库权重增加。18 年 PPP 项目面临管理库清理、央企参与项目受限、融资进度放缓、地方政府控制债务总量等不利局面，而生态环保类项目新增投资数量仍保持稳步上涨，充分体现其投资刚性。目前 PPP 项目进入规范发展阶段，可以预见无论是市场参与主体还是政府采购，未来更多的向污水处理、生活垃圾焚烧处理、危险废物处理、农村环卫等偏运营类项目发展。相关方向的市场需求值得期待。

图 19: 环保类 PPP 项目累计数量及占比逐季提升(个)



资料来源: 财政部政府和社会资本合作中心, 中原证券

图 20: 环保 PPP 项目总金额及占比逐季度提升(亿元)



资料来源: 财政部政府和社会资本合作中心, 中原证券

## 2.2. 融资环境边际改善, 股票质押问题有望缓解

民营企业融资问题被高层重视, 多维政策对融资环境形成边际改善。环保企业的融资进度及融资成本对企业利润形成重大影响。18 年 5 月-11 月, 公司债到期收益率维持下行。截止到 18 年 11 月 9 日, 一年期 AAA、AA、AA-级中证公司债到期收益率分别为 4.00%、4.74%、6.20%。与之同时, 信用利差从 7 月份逐渐呈现下行趋势, 基本回归到前期中轴水平。

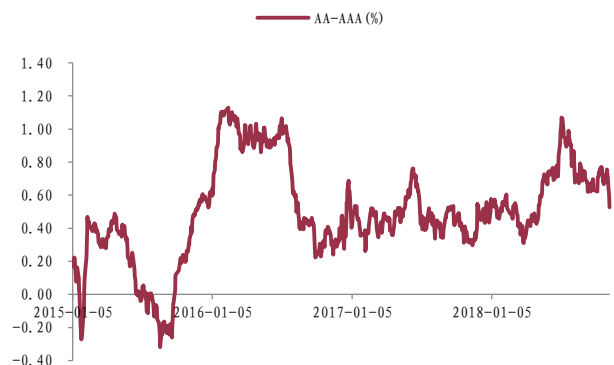
值得一提的是, 在经济面临下行压力有所加大的背景下, 各部委密集出台支持民营企业发展, 解决融资难融资贵的举措。例如, 11 月初习总书记在民营企业座谈会强调要改革和完善金融机构监管考核和内部激励机制, 扩大金融市场准入, 拓宽民营企业融资途径, 对符合经济结构优化升级方向、有前景的民营企业进行必要财务救助; 11 月上旬国务院印发的《关于聚焦企业关切进一步推动优化营商环境政策落实的通知》, 强调缓解中小企业融资难融资贵问题, 要防止对民营企业随意减少授信、抽贷断贷“一刀切”等做法等; 而 11 月 9 日国务院常务会议直接指出, 要力争商业银行四季度发放小微贷款利率下降一个百分点, 并清理政府部门和国有大企业拖欠民营企业账款。因此, 作为民企占多数, 并且资金需求较大的行业, 环保领域 19 年融资渠道趋于多样化, 融资利率有望继续改善。

图 21: 6 月份以来公司债券到期收益率变化情况



资料来源: Wind, 中原证券

图 22: 7 月份以来信用利差持续收窄



资料来源: Wind, 中原证券

环保领域为大股东股权质押密集区，部分公司陷入质押困境。根据中证登公司公布的周频数据，截止到 18 年 11 月 2 日，环保板块质押总数占总股本比例为 18.24%，超过同期沪深 A 股 10.04% 的质押比例。而环保领域大股东股票质押占其持股数的算数平均值为 43.87%，远远超过全市场 6.95% 的比例。更值得一提的是，大股东质押比例超过 50% 的环保公司有 35 家，超过整个板块公司数量的 50%，而且多为民营企业。环保公司大股东高比例股票质押，一方面与上市公司经营活动现金流长期较差，自身造血能力不足，需要持续融资有关；另一方面，受大股东在体外资产规模扩张过快，杠杆率过高影响。并与公司二级市场股价持续走低，抵押股票价值缩水形成正反馈效应。目前民营企业融资难融资贵的问题在去杠杆的背景下更为突出，部分环保公司大股东爆发流动性危机并牵扯到上市公司的正常运营。这是目前压制环保公司经营层面以及公司二级市场股价层面的重要原因。

图 23: 环保领域质押比例高于市场平均水平

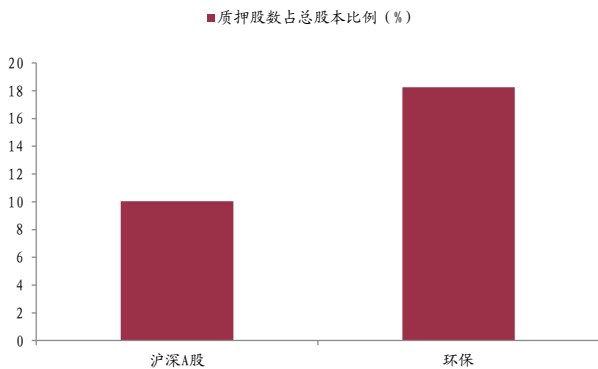
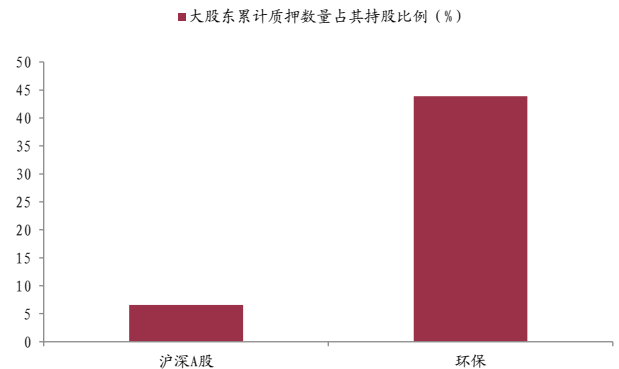


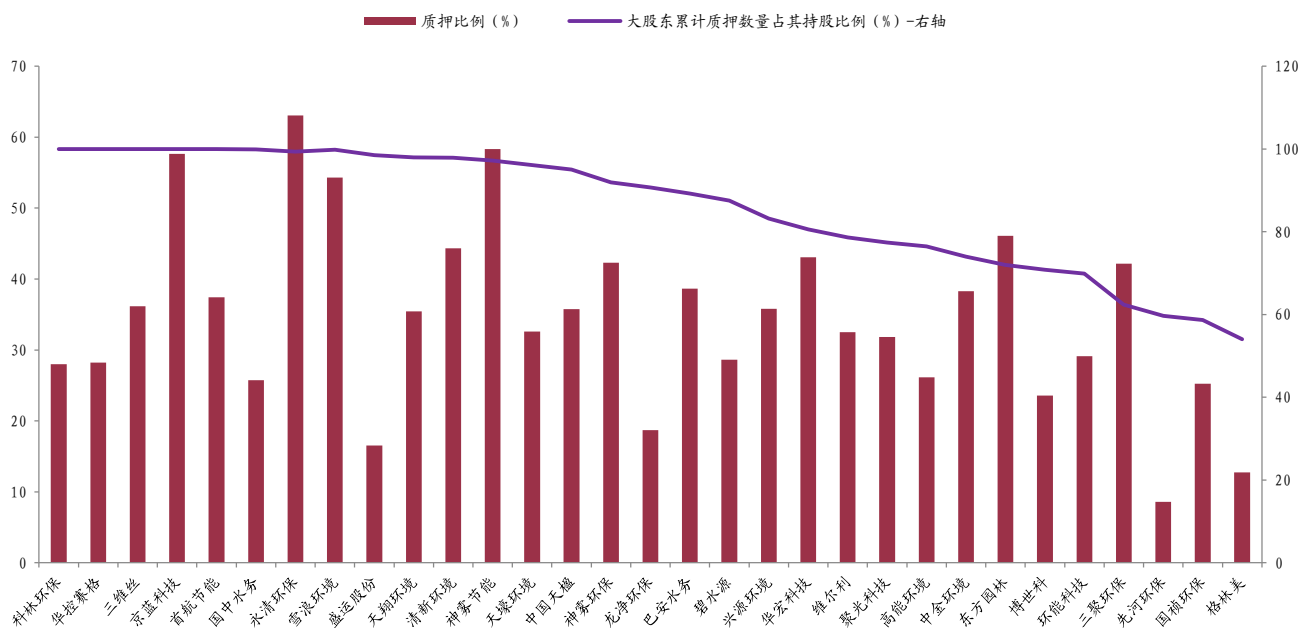
图 24: 环保领域大股东质押比例显著高于市场平均值



资料来源: Wind, 中原证券

资料来源: Wind, 中原证券

图 25: 截止到 18 年 11 月 2 日，环保板块过半公司大股东股权质押比例超过 50%



资料来源: Wind, 中原证券

管理层全方位纾解股票质押风险，相关公司流动性紧张问题有望逐步缓解。从 18 年下半年

年开始，股票质押问题得到管理层的高度重视，包括证监会、银保监会、基金业协会、证券业协会等发布包括《建“绿色通道”审核纾解民企融资困境及股票质押风险专项债》、《关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》、《关于支持辖区证券投资基金经营机构积极参与化解上市公司股票质押风险、支持民营企业发展的通知》以及组建千亿资管计划纾缓股票质押困难等政策。从微观层面来看，国资战略入股或者主动承接辖区高比例质押公司股份已经逐步实施，例如，东方园林大股东与北京市朝阳区国有资本经营管理中心控制的盈润汇民基金签订不超过 5% 的股权转让框架协议，永清环保大股东与湖南金阳投资集团签订转让不超过 30% 股份的投资合作框架协议，环能科技大股东向国务院国资委控制的中建启明转让 27% 股份、中金环境大股东拟向无锡市国资委控股的无锡市政转让 8.78% 股份，实际控制人发生变更……等。因此，可以预期大股东股票质押对上市公司经营及股价的负面影响正在逐步改善。

由此可见，目前的环保行业经历了一次大的洗礼，政策层面持续打开市场，环保治理投资被持续重视，融资环境逐步趋于改善，国企入股改善治理结构，大股东股票质押问题预期得以纾解，行业发展的最困难时期已过，19 年有望迎来探底阶段。

### 3. 最差经营阶段已过，寻找真正具备竞争力公司

#### 3.1. 监测设备持续景气，点位下沉铸就持续成长空间

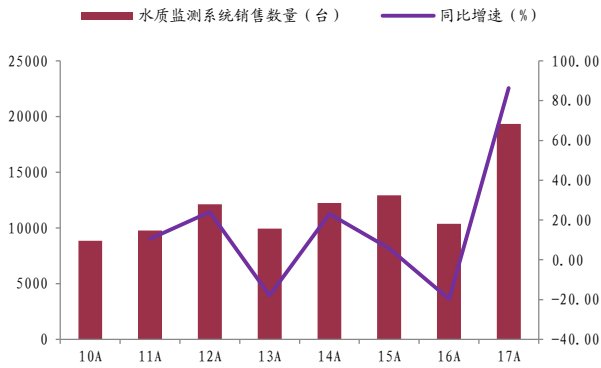
中央政府强制要求提高监测数据质量，促使监测设备及系统需求提升。环境监测设备及系统运维行业作为环境治理的最前端，受环保政策影响极为敏感。17 年 9 月 21 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于深化环境监测改革提高环境监测数据质量的意见》，要求到 2020 年，通过深化改革，全面建立环境监测数据质量保障责任体系，确保环境监测数据全面、准确、客观、真实。而进入 18 年以来，包括河南、四川、浙江、黑龙江、河北、吉林、海南、上海、江苏、内蒙、重庆等省份和直辖市制定地方性提高监测数据质量具体实施方案，要求建立健全监测体系网络及制度。18 年 8 月，生态环境部印发《生态环境监测质量监督检查三年行动计划（2018-2020 年）》、启动“千里眼计划”全面开展热点网格监管工作，强化环境监测在精准治污、提高监管效能的作用。

与之相应的是，从 17 年开始，主要环保监测设备产品销量均出现明显的增长。据中国环保产业协会统计，61 家环境监测公司 17 年销售各类环境监测产品 56875 台（包含环境空气监测仪器、烟气烟尘监测仪、水质监测仪、颗粒物采样器和数采仪），同比增长 38.5%。具体细分品种来看，水质监测系统销量 19345 台，同比增长 86.30%；烟气烟尘监测设备销量 18486 台，同比增长 22.74%；环境空气在线监测设备 7162 台，同比增长 55.32%；数据采集设备 9155 台，同比增长 83.6%。值得注意的是，主要监测产品销量均出现井喷。18 年官方环境监测设备销量数据尚未出来，但参考行业内主要经营情况，行业销量预期维持高增。

另外，监测点位下沉，网格化监测需求增长是行业趋势。国控点采购需求高点已过，监测点位向县、乡、企业进一步下沉。我国有 334 个地级行政区、2851 个县级行政区、39888 个

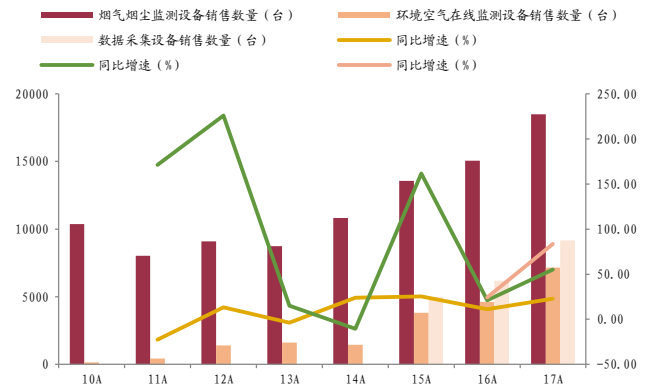
乡级行政区，监测点位向下级布置，点位数量将会呈现高速增长。监测设备销售将会带动后端运维业务量的扩张。因此，在地方政府提高监测数据质量以及环境污染治理需求紧迫性增加的背景下，我们预计 19 年环境监测行业市场空间持续增加，相关龙头企业持续受益。

图 26: 17 年水质监测系统放量明显



资料来源：中国环保产业协会，中原证券

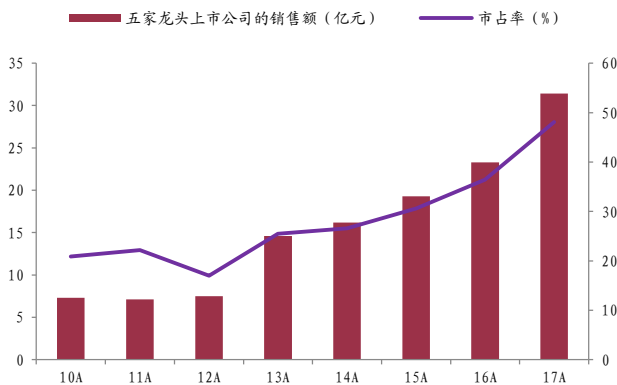
图 27: 17 年空气监测领域和数据采集设备领域放量



资料来源：中国环保产业协会，中原证券

**市场份额向领先企业聚集，高研发投入铸就竞争力。**在监测设备销量高速增长的背景下，行业销售收入并未出现大规模增长，可能的原因为产品结构的变化和销售单价的下降。据中国环保产业协会统计，17 年 61 家环境监测设备公司实现销售额 65 亿元，同比增长 1.56%。值得一提的是，5 家上市环境监测企业实现销售额 31.4 亿元，同比增长 34.76%；市占率提升 11.7 个百分点至 48.1%。这与行业内领头公司持续的研发投入、产品性能提高和品牌价值实力较强有关。除此之外，综合解决方案以及多样化服务也是领先企业的竞争力体现。

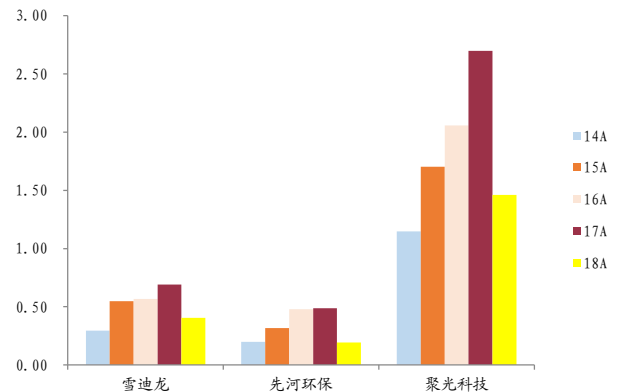
图 28: 17 年环境监测设备行业市场份额向龙头聚集



资料来源：中国环保产业协会，中原证券

注：五家监测设备上市公司指：先河环保、聚光科技、雪迪龙、盈峰环境旗下宇星科技，中节能旗下的中节能天融科技

图 29: 14-18 年环境监测设备公司研发投入（亿元）

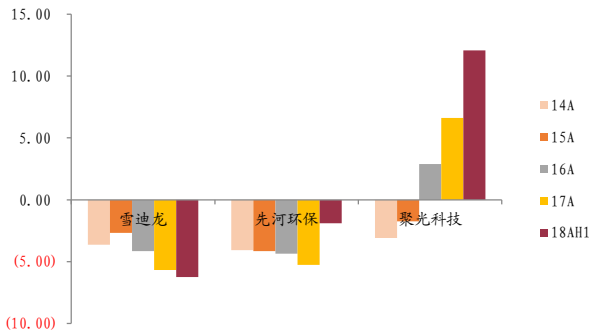


资料来源：Wind，中原证券

**监测设备行业负债较为保守，经营活动现金流充沛，有助于实现高质量盈利。**以环境监测业务占比较高的雪迪龙、先河环保、聚光科技为例，除了聚光参与 PPP 项目建设、业务范围较广导致净负债较高外，雪迪龙和先河环保有息负债金额极少，净债务为负，体现较为保守的财

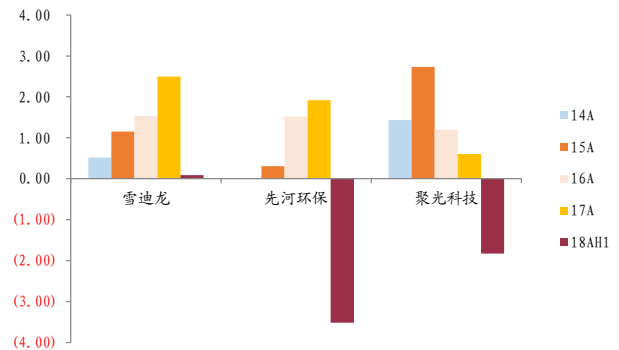
务政策。在目前宏观经济下行压力较大的环境中，低负债水平增强了企业的抗风险能力。另外，环境监测设备生产、销售业务具备良好的回款能力，剔除季节性影响，行业回款趋势向好。

图 30: 14-18 年主要监测设备公司净债务(亿元)



资料来源: Wind, 中原证券

图 31: 14-18 监测设备公司经营活动现金净流量(亿元)



资料来源: Wind, 中原证券

因此，19 年环境监测设备的领先企业有望继续受益于监测点位下沉、行业集中度的提升；同时，较低的资产负债水平和充沛的经营活动现金流增强企业抗风险能力。建议关注：先河环保、聚光科技。

### 3.2. 固废处理市场加速释放，充裕现金流助推实现真成长

无论是生活垃圾焚烧发电，还是危险废物处理行业，我们认为均有望在 19 年实现稳健的规模扩张。

生活垃圾焚烧发电，具备区域特许经营特征，对垃圾资源具备一定的独占性，并通过收取垃圾处理费和上网电费获取投资回报。其未来成长性主要体现在垃圾焚烧处理率的提升，城镇化率提高、消费水平提高、清运效率提升所带来的垃圾产量和垃圾热值的提高。行业内领头公司已经占据核心一线城市，增量体现在后期产能的扩建和农村生活垃圾焚烧处理的规模扩张。预计这一发展趋势在 19 年难以改变。并且，行业的经营活动现金流相对充裕，投资回报具备可靠性；行业运营属性凸出，相对于环境工程业务，更易得到金融机构的融资。

危险废物处理行业，我们延续 18 年以来的判断，行业处于黄金发展期。危险废物的无害化处理和资源化处理存在供需缺口，这一现状在环保政策趋严，地方政府强化治理的背景下尤为明显，目前已经成为市场共识。作为环保领域“皇冠上的明珠”，危险废物处理具备较高的技术壁垒、强议价能力、高盈利能力，是环保细分领域最具投资前景板块。19 年，预计行业总处理能力稳定增长、处理价格维持高位、市场集中度有望提升。同时，考虑到行业并购增加，预计危废资产价格很难下降，新建项目的产能投放进度成为重要关注点。

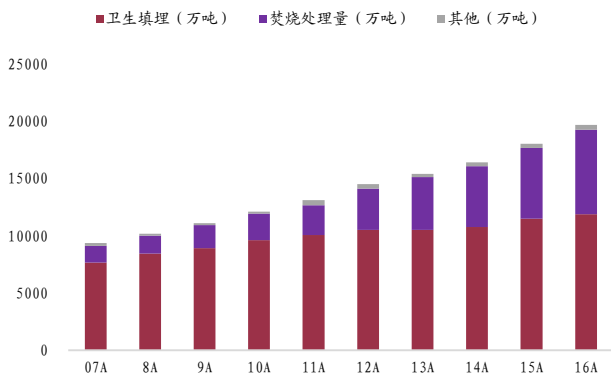
#### 1) 垃圾焚烧发电行业 19 年有望实现稳定增长

生活垃圾焚烧处理率持续提升，市场空间稳步扩张。我国生活垃圾无害化处理主要包括卫生填埋和焚烧两种方式。在土地资源日渐稀缺的背景下，垃圾焚烧减量、减重效果明显，同时

能够发电或者供热，具备较好的经济效益。因此，垃圾焚烧处理能力在近 10 年取得稳健增长。住建部数据显示：2007-2016 年我国垃圾焚烧处理能力从 4.47 万吨/日提升到 25.59 万吨/日；处理量从 1435.1 万吨增长到 7378.42 万吨；垃圾焚烧比例从 15.21%提升到 37.50%。截止到 17 年底，中国环境网数据显示，我国内地建成并投入运营的垃圾焚烧处理能力 30.4 万吨/日，同比增长 18.82%，维持较高增速。

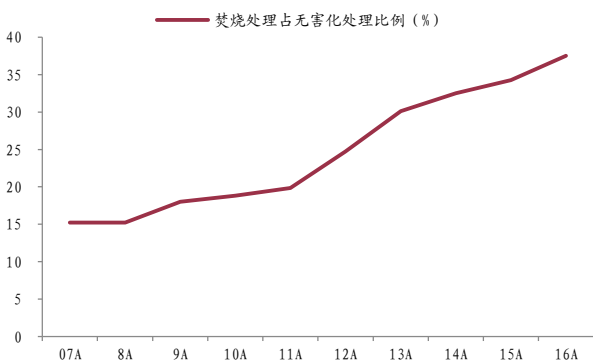
而根据《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》要求，到 2020 年底，我国垃圾焚烧处理能力有望达到 59.14 万吨/天，同时，焚烧占无害化处理比例有望提升到 50%，东部地区提升到 60%。粗略估计，如果能够达到规划预期，2018-2020 年垃圾焚烧处理产能复合增长率 24.83%；按单吨垃圾焚烧投资 50-70 万元预计，三年累计投资额 1437 亿元-2011 亿元（包含垃圾焚烧炉、烟气净化系统、电控系统等设备投资，土建成本等）；按照 80%的产能利用率，约 80 元/吨的垃圾处理费、每吨垃圾 350 度发电量、80%上网比例、0.65 元/度上网电价估算，至 2020 年我国垃圾焚烧发电行业年焚烧处理垃圾 1.73 亿吨，收取垃圾处理费 138 亿元，年上网电费收入 314 亿元。因此，垃圾焚烧发电行业运营市场受益于产能投放，运营收入有望稳健增长；同时，垃圾焚烧设备制造、建筑施工等投资规模超 1400 亿元，有望给产业链上游带来增量业务。

图 32: 填埋和焚烧构成我国垃圾无害化处理主要方式



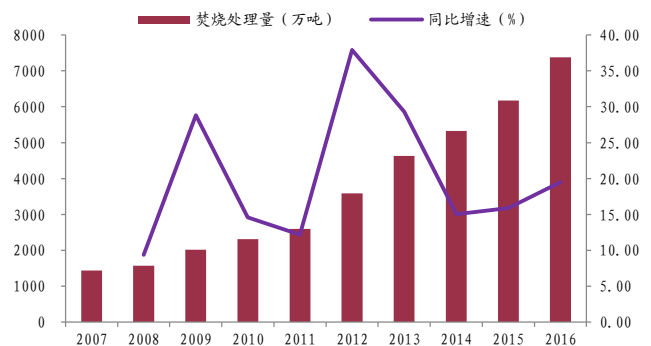
资料来源: 住建部, 中原证券

图 34: 我国生活垃圾焚烧处理比例仍有提升空间



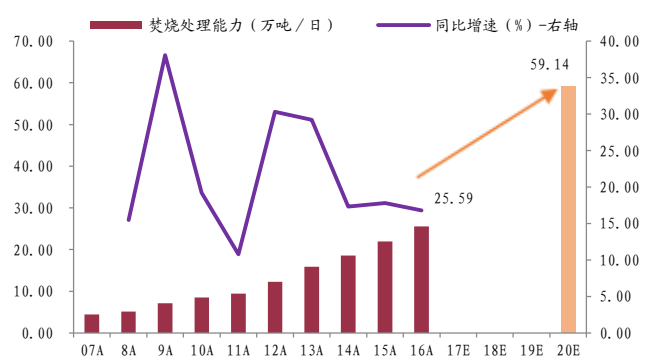
资料来源: 住建部, 中原证券

图 33: 2007-2016 年我国垃圾焚烧量及同比增速



资料来源: 住建部, 中原证券

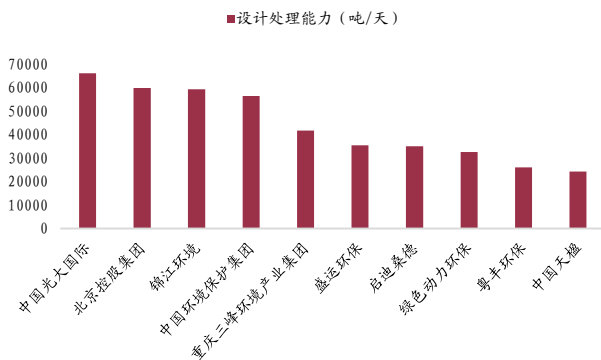
图 35: 十三五焚烧处理能力预计达到 59.14 万吨/天



资料来源: 发改委网站, 中原证券

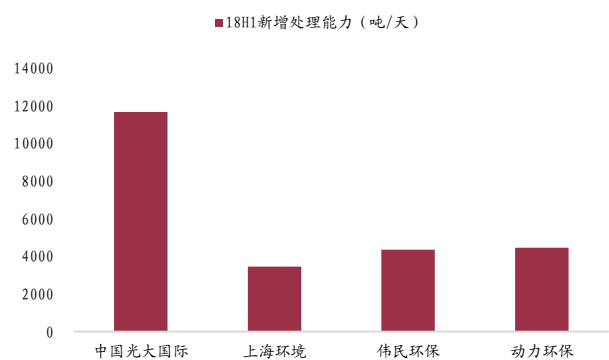
行业竞争格局已定，现有产能扩建及进军农村垃圾处理市场是重要看点。我国垃圾焚烧发电行业竞争格局已定，央企、地方国企占据大部分市场份额。例如，截止到 17 年底，中国光大国际、北京控股集团、中国环境保护集团、重庆三峰环境产业集团等投入运营、在建和筹建的设计处理能力排名靠前。值得注意的是，其一，18H1 增量项目仍较为客观，行业的领头公司如中国光大国际新增 11650 吨/天的焚烧处理能力、绿色动力环保新增 4450 吨/天焚烧处理能力、伟民环保新增 4350 吨/天焚烧处理能力；其二，新增项目中有很多为原有项目的二期、三期工程，原垃圾焚烧发电运营商在当地占据先发优势；三是垃圾转运与处理一体化 PPP 项目频现，产业链延伸明显。另外，18 年《乡村振兴战略规划（2018-2022 年）》、《农业农村污染治理攻坚战行动计划》等政策出台，农村生活垃圾处理作为补短板措施被高度重视。考虑到目前我国 69 万行政村村落中，垃圾收运及处理比例小于 60%，无害化处理比例小于 50%，低渗透率有望持续提升，相关市场打开。

图 36: 我国总设计处理能力靠前的垃圾焚烧发电企业



资料来源：公司公告，官方网站，互联网，中原证券  
注：截止到 17 年 12 月 31 日

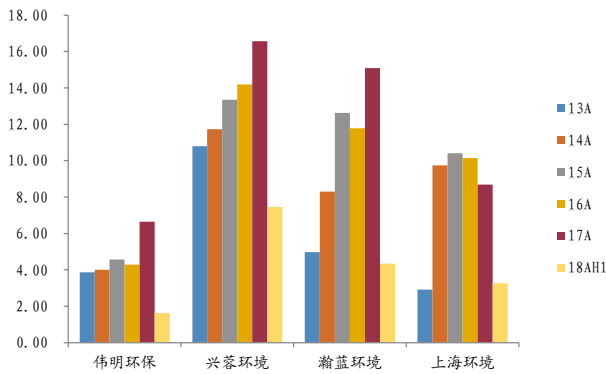
图 37: 部分垃圾焚烧处理公司 18H1 新增处理能力



资料来源：公司公告，中原证券

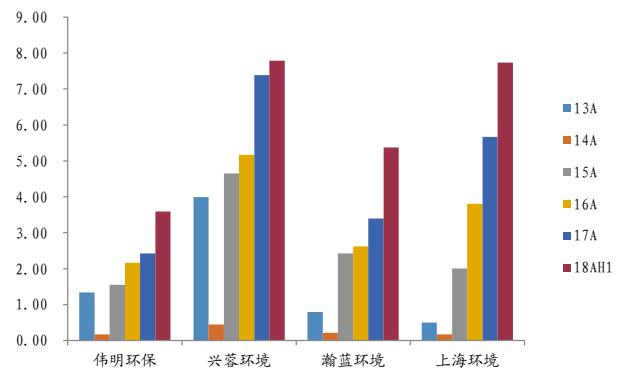
经营活动现金流较为充裕，盈利质量相对较高。垃圾焚烧行业前期需要大规模资金投入，后续在特许经营期限内通过垃圾处理费和上网电费逐年回收。13-18 年，主要以运营为主的垃圾焚烧发电企业销售商品、提供劳务收取的现金/营业收入比例为 1.05-1.1 倍，经营活动产生的现金流量净额均大幅度高于净利润，并逐年增长。目前，垃圾焚烧发电处理应收账款资产占比 4%-8%，相对不高。应收账款主要对象为地方环卫部门和国家电网，信用级别相对较高。在经济下行压力增大，垃圾焚烧发电企业充沛的现金流量有利于助推内生性增长，实现规模扩张。

图 38: 主要垃圾焚烧发电企业经营活动现金流(亿元)



资料来源: Wind, 中原证券

图 39: 主要垃圾焚烧发电企业应收账款情况(亿元)



资料来源: Wind, 中原证券

因此, 19 年建议关注运营效率较高、项目拓展能力强、融资成本偏低的垃圾焚烧发电企业, 主要标的包括: 瀚蓝环境、伟明环保、兴蓉环境。

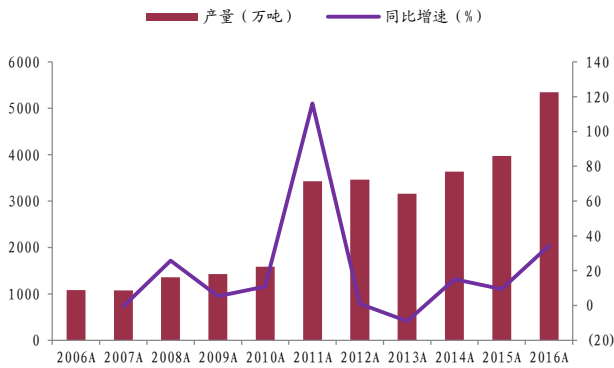
## 2) 危险废物处理依旧处于景气周期, 投产进度是 19 年主要关注点

危险废物处理行业作为环保细分领域中最具竞争力、盈利能力最强、运营空间较大的领域, 我们认为 19 年仍然存在很大的机会。

景气周期向上有望持续。首先, 行业存在较大供需缺口。供需缺口的存在主要是之前非法处置的成本远远低于正规处理成本, 很大一部分没有进入正规处理渠道。在危险废物私排入刑、环保税征收、环保督查趋严的背景下, 流入正规危险废物处理厂的废物量增多, 如 16 年危险废物产量同比增长 34.48%。17 年官方统计数据未出, 预计仍保持高速增长趋势。如果按照危险废物产量与固废比例粗略估算, 危险废物处理供需缺口在 4000 万吨/年。从建设到投产, 集中式危险废物处理设施至少需要三年以上, 预期 19 年焚烧、填埋、物化产能投放仍不能满足处理需求。

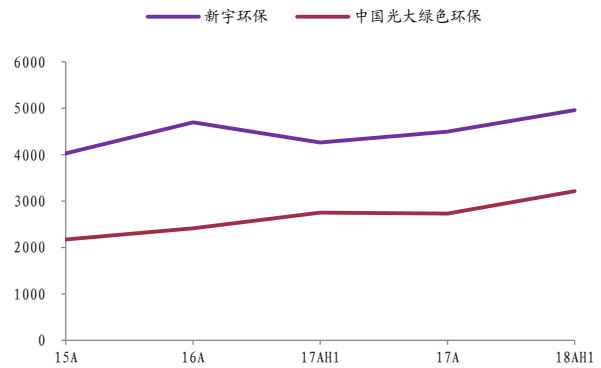
其次, 处理价格的逐年上涨提升盈利能力。16-18 年危险废物处理价格呈现逐年上涨趋势。以填埋占比较高的中国光大绿色环保为例, 16、17、18 年上半年, 平均每吨废物的处理价格为 2413.6、2731.86、3217.64 港币; 价格上涨带动综合毛利率不断提升。新宇环保平均处理价格显著高于中国光大绿色环保, 主要是包含处理单价较高的焚烧工艺所致。18 年 5 月, 生态环境部启动“打击固体废物环境违法行为专项行动”, 以及印发《关于坚决遏制固体废物非法转移和倾倒进一步加强危险废物全过程监管的通知》, 部分地区危险废物处理价格出现明显的上涨。因此, 预计 19 年危险废物无害化处理价格仍有望坚挺, 并且不排除环保政策趋严可能带来的处理价格向上弹性, 从而影响盈利增长预期。

图 40: 2006-16 年我国危废产量持续增长



资料来源: 生态环境部, 中原证券

图 41: 部分危险废物处理公司平均处理价格 (港币)



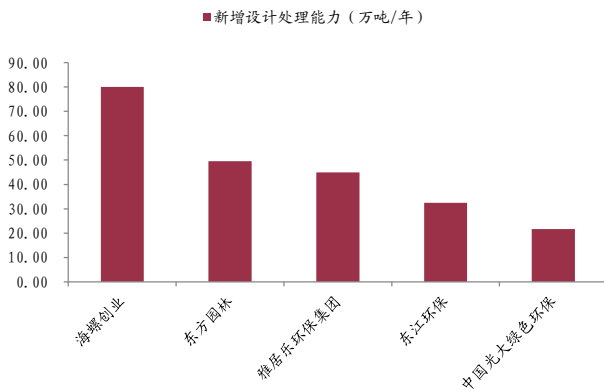
资料来源: 公司公告, 中原证券

注: 新宇环保处理价格计算统计口径中包含填埋、焚烧处理工业危废、少量医疗废物和一般工业固废; 中国光大绿色环保处理单价包含填埋和焚烧

**项目投产进度不足是行业发展问题。**18 年危废处理行业面临较好的发展机遇, 但是相关上市公司业绩并未呈现爆发式增长。行业发展和业绩增长趋势背离的主要原因, 我们认为是: 1) 受中央环保督查及项目建设周期影响, 新建危废处理厂投产进度低于预期; 2) 危废处理项目与垃圾焚烧发电项目类似, 存在“邻避”效应, 选址难度较大是项目进度低于预期的重要原因; 3) 部分产废公司与处理废物公司签订的是长期合同, 处理价格上涨传导具备滞后性; 4) 环保督查趋严, 危险废物处理厂停工检修和处理设备升级带来成本增加。19 年行业实际投产规模将是板块营业收入规模扩大的重要影响因素。考虑到地方政府对危险废物处理的紧迫性, 实际投放进度预期要好于 18 年。

**竞争激烈程度提升值得警惕, 但技术储备与项目布局成竞争壁垒。**17、18 年市场普遍意识到危险废物处理行业存在较为广阔的市场空间和丰厚的盈利。参与者不断加入, 主要分为两类: 一类是以海螺创业、雅居乐环保、中国光大绿色环保、深投环保、东江环保、中环信为代表的公司, 通过自建和收购模式深耕危险废物处理领域; 另外一类是以中金环境、东方园林、金圆股份、永清环保为代表的跨界者。从 18H1 获取的新增产能来看, 据不完全统计, 海螺创业、东方园林、雅居乐环保新增处理能力分别为 80、49.55、45 万吨/年的处理能力, 扩张速度较快。因此, 这部分新增产能到三、五年后进入运营, 可能对危险废物的市场处理价格形成冲击。但是, 我们认为, 处理企业能够通过增加处理种类、为企业提供综合处理服务、升级处理设备降低处理成本、优先占据核心产废区域以及为企业提供入厂服务, 能够降低不利影响。

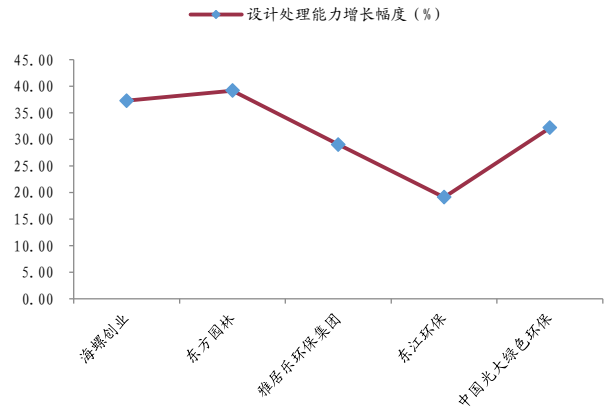
图 42: 18H1 部分危险废物处理公司新增处理能力



资料来源: 公司公告, 中原证券

注: 包括焚烧、填埋、物化处理项目产能总和

图 43: 18H1 部分危险废物处理公司处理能力增长显著



资料来源: 公司公告, 中原证券

预计 19 年危废处理行业处理能力持续提升, 处理价格稳中有升, 行业龙头继续提高市场份额, 但同时提防投产进度不及预期风险, 建议关注东江环保、中金环境、东方园林等公司。

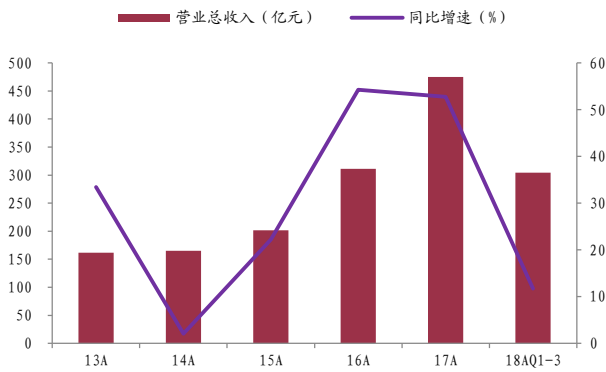
### 3.3. 环境工程类优质企业有望逐步实现困境反转

黑臭水体治理、环境修复类 PPP 有一定投资刚性, 不可过度悲观。18 年来以城市黑臭水体治理、流域治理、园林绿化等环境工程领域, 进入行业调整期。市场对其发展从火热阶段降至理性看待, 乃至悲观阶段。主要原因在于: 偏工程属性的 PPP 项目, 后续不具有持续的经营性现金流入, 地方政府债务规模控制引发对其回款的担忧; PPP 项目前期资本投入巨大, 存在巨大的融资需求, 在去杠杆的背景下, 融资问题被市场高度重视; 18 年上半年行业内部分公司流动性紧张, 业绩骤然下滑, 引发市场担忧。

然而, 从地方政府治理污染角度来看, 以黑臭水体治理为例, 18 年 10 月住建部和生态环境部联合印发《城市黑臭水体治理攻坚战实施方案》要求: 到 2018 年底, 直辖市、省会城市、计划单列市建成区黑臭水体消除比例高于 90%, 其他地级城市在 2019 年底建成区黑臭水体消除比例显著提高, 到 2020 年底达到 90% 以上, 并鼓励京津冀、长三角、珠三角区域城市建成区尽早全面消除黑臭水体。地方政府考核压力持续推动治理需求提升。

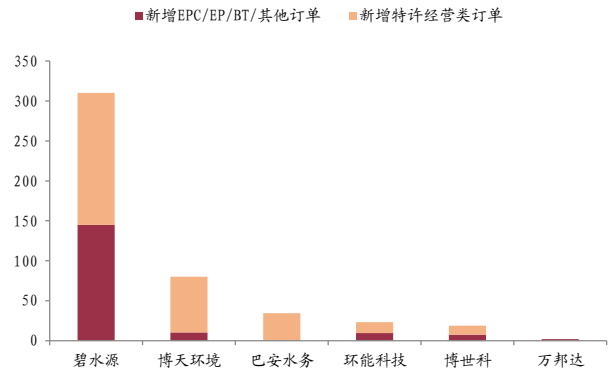
微观企业层面显示, 前期参与河道治理类 PPP 的公司, 如东方园林、碧水源、博世科、兴源环境虽然面临银行贷款放缓、资金压力增加、回款较慢等风险, 但是剔除无获得银行贷款的 PPP 项目, 在手订单仍然能够支持未来两年的发展。行业内公司普遍对治理类 PPP 转向谨慎, 将减少行业竞争压力, 优化市场竞争格局。并且, 无法使用 PPP 模式进行的环境治理工程, 可以采用 EPC 模式进行。因此, 预期 19 年主要参与方获取 PPP 项目金额可能会减少, 但是以 EPC 或者工程承包模式的项目量会增加, 订单结构和质量趋于优化。

图 44: 18Q1-3 水处理设备及工程领域营收增速放缓



资料来源: Wind, 中原证券

图 45: 18H1 环境工程类企业新增订单情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中原证券

**融资及回款问题获得政府支持, 预期改善是大概率事件。**17 年 11 月至 18 年 3 月底的财政部 PPP 项目库清理, 是影响银行对 SPV 放款放缓的重要因素。另外, 无运营背景的纯工程类 PPP 项目存在后期政府债务过重, 偿债压力过大隐患。18 年前三季度环境工程类企业经营状况基本体现了以上问题。目前, 民营企业的融资难融资贵的问题已经得到政府高度重视, 前面部分已有论述, 不做过多分析。值得强调的是, 11 月上旬的国务院常务会议要求: 针对政府部门和国企清欠民营企业账款, 抓紧开展专项清欠行动, 对欠款“限时清零”; 大力清理规范工程建设领域保证金, 大幅度提升商业债务违约成本, 严禁发生新的欠款。截止到 3 季度末, 以环保为主业的 63 家公司应收账款余额 888.44 亿元。清欠政策一旦落地, 将会显著改善环保公司的资产质量, 明显改善企业的经营活动现金流, 减少坏账减值准备, 提升盈利质量。因此, 清欠举措对环保领域积弱已久的回款问题、现金流问题将会产生积极影响, 对行业发展预期产生显著改善。

**国企战略入股或者承接控股权增强企业实力。**18 年下半年, 随着市场的进一步走弱, 部分大股东股权质押面临爆仓或者已经爆仓。环保作为高比例质押领域, 部分公司也面临股权质押困境, 环境工程领域尤甚。截止到 11 月中旬, 年内 6 家 A 股民营环保公司转让或者拟转让控股权, 由国有资本或者央企平台承接。地方国资解决大股东股权质押问题, 受让部分企业股权持续发生。民营环保公司转变为国有企业, 将会显著提升企业的信用评级, 对降低融资成本、增强项目获取能力产生积极影响。

表 2: 18 年来部分环保公司转让控股权或者引入国企战投

名称	公告时间	简要描述
盛运环保	2018.5.23	控股股东拟向四川能源投资集团转让 13.69% 的全部股份
中金环境	2018.11.8	控股股东、实际控制人拟向无锡市政转让 8.76% 股份, 若通过国资审批, 另将 1.92 亿股表决权委托无锡市政行使
东方园林	2018.11.2	实际控制人与盈润汇民基金签订股权转让框架协议, 拟转让不超过 5% 股份
永清环保	2018.10.9	永清集团与湖南金阳投资集团有限公司签署了《投资合作框架协议》, 拟向甲方转让其持有的公司不超过 30% 的股份
兴源环境	2018.10.31	公司控股股东与两家国有资本平台签订投资意向协议, 与中国煤炭地质总局签订《股权转让意向协议》, 控股权拟变更

环能科技	2018.10.16	环能投资转让 1.83 亿股股份给中建启明，占总股份的 27%；国务院国资委将成为公司的实际控制人
天翔环境	2018.10.15	实际控制人承诺通过包括但不限于协议转让、表决权委托等合法方式向铁投集团转让其持有的上市公司股权或者控股权

资料来源：公司公告，中原证券

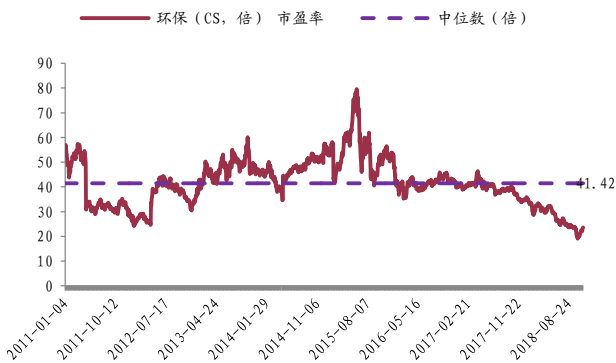
因此，不必对参与 PPP 项目类环保公司过度悲观。考虑到 19 年 PPP 项目订单结构和质量趋于优化、回款有望改善、融资环境预期好转、大股东股票质押问题有望缓解等因素，板块存估值修复契机，建议关注碧水源、东方园林、中金环境、博世科等公司。

## 4. 投资评级及主线

### 4.1. 维持行业“同步大市”投资评级

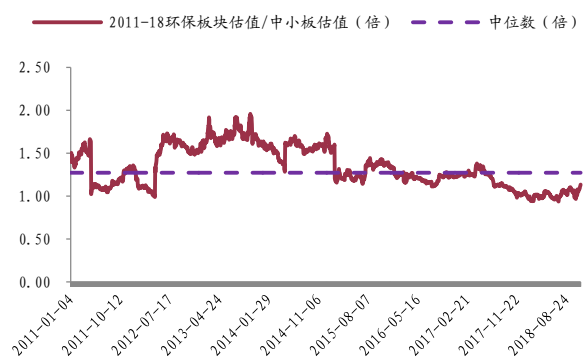
2011 年以来，板块估值中位数为 41.42 倍，截止到 18 年 11 月 14 日，环保（中信）指数 PE(TTM)为 23.61 倍，相对于中小板指数估值（TTM）比值为 1.13 倍，板块估值水平处于历史低位，维持行业“同步大市”投资评级。

图 46: 中信环保指数历史 PE 变化情况 (倍)



资料来源：Wind，中原证券

图 47: 中信环保指数相对于中小板估值情况 (倍)



资料来源：Wind，中原证券

### 4.2. 投资主线

- 1) 具备较高景气度和行业竞争壁垒的环境监测设备类公司；
- 2) 具备高效运营效率、较强项目获取能力的垃圾焚烧处理和危险废物处理公司；
- 3) 有望实现困境反转的环境工程类公司。

### 4.3. 重点关注标的

建议关注：聚光科技、先河环保、伟明环保、瀚蓝环境、东江环保、兴蓉环境、碧水源、博世科。

表 3: 重点公司估值表

公司简称	总股本/ 亿股)	流通股/ 亿股	股价(元, 11.14)	EPS (元)		每股净资产 (18AQ3)	PE(倍)		PB(18AQ3)	投资评 级
				2018E	2019E		2018E	2019E		
东江环保	8.87	6.51	11.90	0.62	0.79	4.48	19.19	15.06	2.65	买入
先河环保	5.51	4.74	8.31	0.47	0.61	3.15	17.68	13.62	2.64	买入
伟明环保	6.88	6.83	24.34	1.11	1.52	3.99	21.93	16.01	6.10	增持
瀚蓝环境	7.66	7.66	13.53	1.10	1.21	7.44	12.30	11.18	1.82	增持
兴蓉环境	29.86	29.86	4.38	0.35	0.42	3.45	12.51	10.43	1.27	增持
博世科	3.56	2.64	12.38	0.77	1.05	3.72	16.08	11.79	3.33	增持
聚光科技	4.53	4.52	25.27	1.26	1.58	7.69	20.06	15.99	3.29	买入
碧水源	31.51	20.16	10.13	1.08	1.33	5.87	9.38	7.62	1.72	增持

资料来源: 中原证券

## 5. 风险提示

- 1) 排污标准提高, 环保企业本身治污投入增加;
- 2) 环保项目建设进度不及预期;
- 3) 危废处理行业参与者增加, 竞争趋于激烈;
- 4) 相关政策执行力度低于预期。

### 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。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

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，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。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。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。