

环保工程及服务行业

环保首发 CRMW 示范效应彰显，更多优质企业融资支持可期 增持（维持）

2018 年 11 月 22 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

liub@dwzq.com.cn

投资要点

- **事件：**交易商协会挂出“18 碧水源 CP002 联合信用风险缓释凭证创设情况”公告，实际创设金额为 2.5 亿元（计划 5 亿）信用保护费率为 1.08%，对应短融募资 14 亿、票面利率 5.28%。
- **环保首发 CRMW 示范效应彰显，保费费率适中彰显违约担忧较小：**根据此次 CRMW 创设说明书，计划创设金额 5.0 亿，对应债券融资规模 14 亿，信用保护期限为 365 天，信用保费区间为 0.8%-1.8%。从实际创设情况来看，实际创设金额为 2.5 亿元，占计划创设额度的 50%。信用保费费率为 1.08%，处于保费区间中值。根据交易商协会披露的公开信息，18 碧水源 CP002 CRMW 之前，已累计发行 CRMW 产品 23 只，创设金额合计 40.75 亿，对应债权融资规模合计 458.20 亿，保费区间为 0.23%-1.82%。我们将此次碧水源 CRMW 的保费与 2018 年以来发行的主体信用评级为 AA+ 的民营企业 CRMW 产品作比较（保费区间为 0.40%-1.82%），发现其处于区间中值（1.11%）左右，保费费率适中。

由于 CRMW 保费费率的定价公式并没有披露（我们推测其应当是遵循无套利原则，即当期保费现金流流入等于将来违约产生的现金流流出），我们结合之前已发行的 CRMW 产品判断，保费费率应当与主体信用评级、保护金额占比募集资金总额、债券名义利率相关，即相同条件下，主体信用评级越高、保护金额占比募集资金总额越低、债券名义利率越低的 CRMW 产品，说明其信用违约风险越小，其保费费率应当越低，反之亦然。此次碧水源短融 CRMW 纵向上与之前已发行的 CRMW 产品相比，保费费率处于中间水平，显示出市场对 18 碧水源 CP002 出现信用违约风险的担忧较小。

- **CRMW 助推公司短融利率下行，融资环境有望持续改善：**我们梳理碧水源自 2017 年以来发行债券融资工具情况：2017 年至今，公司共发行三期中票，票面利率分别为 4.83%（2017.3）、4.98%（2017.7）、5.28%（2017.11）；三期短融，票面利率分别为 4.92%（2017.8）、5.29%（2018.3）、5.28%（2018.11）。

CRMW 助力公司短融利率回到环保信用担忧密集爆发前，低于市场平均水平：根据 AA+、1 年期的短融票面利率曲线，碧水源发行的三期短融利率均低于市场平均水平，利差分别为 -0.28（2017.8）、-0.58（2018.3）、-0.32（2018.11），利差先下降后上升，在环保行业经历一系列民营企业信用违约事件后，公司短融利率重回违约风暴前水平，可见此次 CRMW 对公司融资利率下行发挥重要作用。

票据利率高于市场平均水平，利差先上升后下降：根据 AA+、3 年期的中债中短期票据到期收益率曲线，碧水源发行的三期中票利率均高于市场平均水平，利差分别为 0.19（2017.3）、0.27（2017.7）、0.23（2017.11），利差先上升后下降，由于公司三期中票均是于 2017 年发行，当时尚未受到环保行业信用违约事件的影响，因此中票利率并未显示出明显变化。

- **带动行业表现：预计后续还会有项目落地，板块有望迎来估值修复机遇：**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。【国祯环保】、【龙净环保】、【聚光科技】、【碧水源】建议关注。

- **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：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！》2018-11-05
- 2、《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
- 3、《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

事件：

交易商协会挂出“18碧水源 CP002 联合信用风险缓释凭证创设情况”公告，实际创设金额为 2.5 亿元（计划 5 亿）信用保护费费率为 1.08%，对应短融募资 14 亿、票面利率 5.28%。

环保首发 CRMW 示范效应彰显，保费费率适中彰显违约担忧较小

根据此次 CRMW 创设说明书，计划创设金额 5.0 亿，对应债券融资规模 14 亿，信用保护期限为 365 天，信用保费区间为 0.8%-1.8%。从实际创设情况来看，实际创设金额为 2.5 亿元，占计划创设额度的 50%。信用保费费率为 1.08%，处于保费区间中值。根据交易商协会披露的公开信息，18 碧水源 CP002 CRMW 之前，已累计发行 CRMW 产品 23 只，创设金额合计 40.75 亿，对应债权融资规模合计 458.20 亿，保费区间为 0.23%-1.82%。我们将此次碧水源 CRMW 的保费与 2018 年以来发行的主体信用评级为 AA+ 的民营企业 CRMW 产品作比较（保费区间为 0.40%-1.82%），发现其处于区间中值（1.11%）左右，保费费率适中。

由于 CRMW 保费费率的定价公式并没有披露（我们推测其应当是遵循无套利原则，即当期保费现金流流入等于将来违约产生的现金流流出），我们结合之前已发行的 CRMW 产品判断，保费费率应当与主体信用评级、保护金额占比募集资金总额、债券名义利率相关，即相同条件下，主体信用评级越高、保护金额占比募集资金总额越低、债券名义利率越低的 CRMW 产品，说明其信用违约风险越小，其保费费率应当越低，反之亦然。此次碧水源短融 CRMW 纵向上与之前已发行的 CRMW 产品相比，保费费率处于中间水平，显示出市场对 18 碧水源 CP002 出现信用违约风险的担忧较小。

图表 1：截至中债信用增进投资股份有限公司与交通银行股份有限公司 18 碧水源 CP002 联合信用风险缓释凭证发行之前，交易商协会已发行的 CRMW 产品一览

证券简称	债券简称	凭证起始日	凭证到期日	债券募资金额	主体信用评级	信用保护本金金额	创设费率
10 中债增 CRMW002	10 联通 CP02	2010.11.24	2011.9.20	80.00	AAA	1.00	0.87

10 中债增 CRMW001	10 联通 MTN1	2010.11.25	2013.9.20	30.00	AAA	1.30	0.30
10 交通银 行 CRMW001	10TCL 集 CP01	2010.11.26	2011.8.18	5.00	AAA	0.50	0.35
10 民生银 行 CRMW001	10 云铜 CP01	2010.11.23	2011.10.20	20.00	AA+	2.00	0.23
10 汇丰中 国 CRMW001	10 中油 股 MTN3	2010.12.27	2011.12.27	200.00	AAA	0.10	0.30
10 浦发银 行 CRMW001	10 郑煤 CP01	2010.12.30	2011.11.29	10.00	AA-	0.50	0.51
10 兴业银 行 CRMW001	10 攀钢 集 CP02	2010.12.31	2011.10.13	10.00	AA+	0.50	0.30
10 中债增 CRMW003	09 清控 MTN1	2010.12.31	2012.8.27	10.00	AAA	1.00	0.46
11 中债增 CRMW001	10 赣粤 CP03	2011.3.23	2011.11.19	10.00	AAA	0.50	0.30
16 中信建 投 CRMW001	16 农盈 1 优先	2016.8.31	2021.7.26	注销		8.00	0.30
18 中债增 CRMW001	18 太钢 MTN001	2018.9.20	2019.9.20	20.00	AAA	0.35	0.40
18 中债增 CRMW002	18 荣盛 SCP005	2018.10.15	2019.7.12	10.00	AA+	5.00	1.00
18 中债增 CRMW003	18 红狮 SCP006	2018.10.16	2019.7.13	5.00	AA+	1.25	0.40
18 杭州银 行 CRMW001	18 红狮 SCP006	2018.10.16	2019.7.13	5.00	AA+	1.25	0.41
18 中债增 与浙商银 行联合 CRMW001	18 德力 西 SCP001	2018.11.5	2019.8.2	4.20	AA	1.00	1.01
18 江苏银 行 CRMW001	18 红豆 SCP004	2018.11.7	2019.8.4	5.00	AA+	2.50	1.30
18 工商银 行 CRMW001	18 珠江 投管 SCP003	2018.11.9	2019.8.6	5.00	AA	2.50	1.50
18 工商银	18 盈峰	2018.11.12	2019.11.12	7.00	AA+	3.50	0.50

行 CRMW002	CP001						
18 中债增 CRMW004	18 奥克斯 CP002	2018.11.9	2019.11.9	5.00	AA+	1.00	0.50
18 中债增 与杭州银行 联合 CRMW001	18 恒逸 SCP007	2018.11.9	2019.8.6	3.00	AA+	1.00	1.82
18 中债增 与工商银行 联合 CRMW001	18 正泰 SCP001	2018.11.9	2019.5.8	3.00	AA+	1.50	0.50
18 中债增 与中国银行 联合 CRMW001	18 亨通 SCP012	2018.11.9	2019.8.6	5.00	AA+	2.00	1.35
18 中国银 行 CRMW001	18 荣盛 SCP006	2018.11.9	2019.8.6	6.00	AA+	2.50	0.85
中债信用 增进投资 股份有限 公司与交 通银行股 份有限公 司 18 碧 水源 CP002 联合信用 风险缓释 凭证	18 碧 水源 CP002	2018.11.19	2019.11.19	14.00	AA+	2.50	1.08

资料来源：交易商协会网站、东吴证券研究所

CRMW 助推公司短融利率下行，融资环境有望持续改善

我们梳理碧水源自 2017 年以来发行债券融资工具情况：2017 年至今，公司共发行三期中票，票面利率分别为 4.83%（2017.3）、4.98%（2017.7）、5.28%（2017.11）；三期短融，票面利率分别为 4.92%（2017.8）、5.29%（2018.3）、5.28%（2018.11）。

图表 2：碧水源和东方园林自 2017 年以来发行的债券融资工具情况

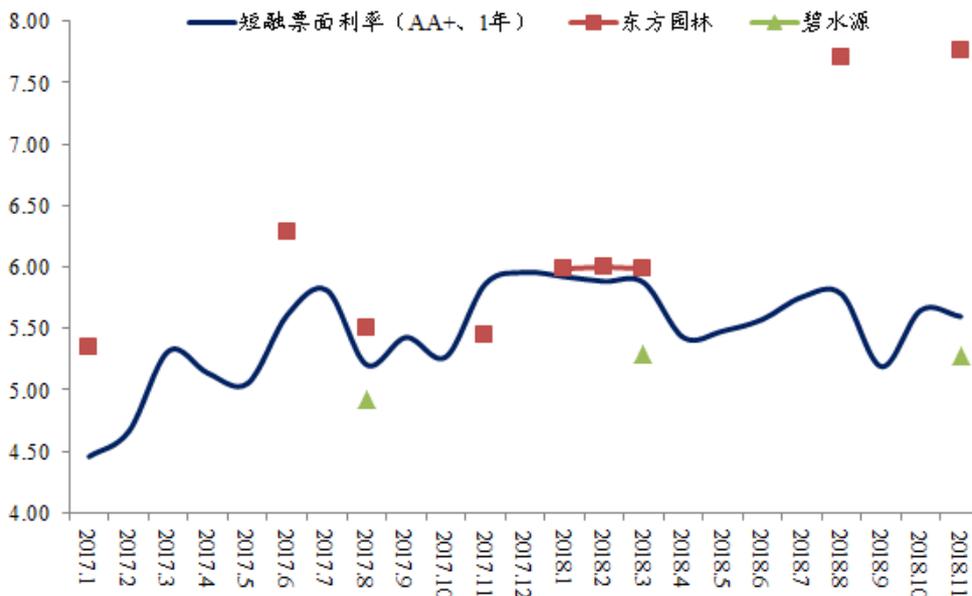
碧水源				
-----	--	--	--	--

发债时间	债券类型	金额	期限(年)	票面利率(%)
2018.11	短融	14	1	5.28
2018.3	短融	12	1	5.29
2017.11	中票	17	3	5.28
2017.8	短融	15	1	4.92
2017.7	中票	15	3	4.98
2017.3	中票	15	3	4.83
东方园林				
发债时间	债券类型	金额	期限(年)	票面利率(%)
2018.11	超短融	10	0.75	7.76
2018.8	超短融	12	0.5	7.70
2018.3	超短融	10	0.75	5.99
2018.2	短融	5	1	6.00
2018.1	短融	10	1	5.98
2017.11	短融	10	1	5.45
2017.8	超短融	8	0.75	5.50
2017.6	超短融	10	0.75	6.29
2017.1	超短融	4	0.75	5.35

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

CRMW 助力公司短融利率回到环保信用担忧密集爆发前，低于市场平均水平：根据 AA+、1 年期的短融票面利率曲线，碧水源发行的三期短融利率均低于市场平均水平，利差分别为 -0.28（2017.8）、-0.58（2018.3）、-0.32（2018.11），利差先下降后上升，在环保行业经历一系列民营企业信用违约事件后，公司短融利率重回违约风暴前水平，可见此次 CRMW 对公司融资利率下行发挥重要作用。

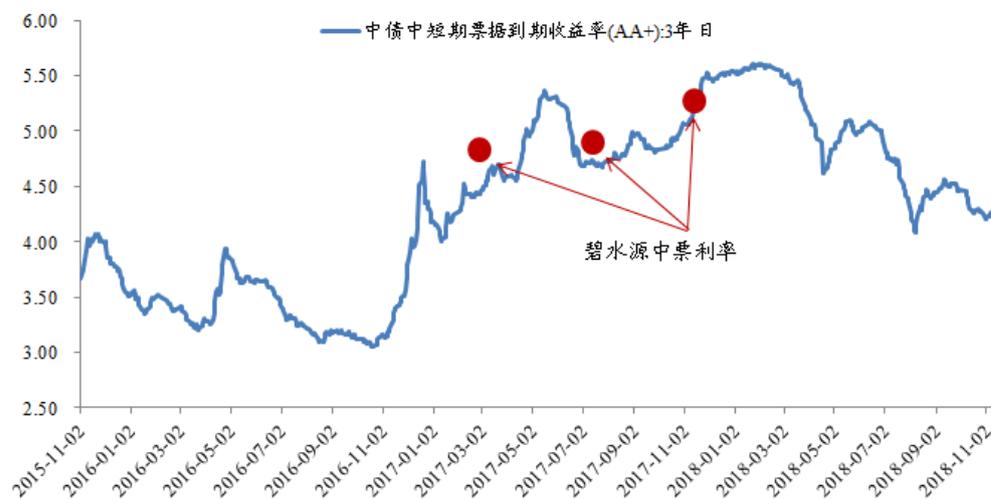
图 3：公司短融利率回到环保信用担忧密集爆发前，低于市场平均水平



数据来源：Wind 资讯、东吴证券研究所

票据利率高于市场平均水平，利差先上升后下降：根据 AA+、3 年期的中债中短期票据到期收益率曲线，碧水源发行的三期中票利率均高于市场平均水平，利差分别为 0.19（2017.3）、0.27（2017.7）、0.23（2017.11），利差先上升后下降，由于公司三期中票均是于 2017 年发行，当时尚未受到环保行业信用违约事件的影响，因此中票利率并未显示出明显变化。

图 4：票据利率高于市场平均水平



数据来源：Wind 资讯、东吴证券研究所

带动行业表现：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。

短期来看：政策对行业逻辑形成有力支撑，融资改善政策已经从预期到落实，逐步推进。以三峡牵头长江经济带环境治理为代表的行业格局变化值得重视。从三个方面：估值，业绩，股权质押风险缓解，筛选【国祯环保】、【龙净环保】、【聚光科技】、【碧水源】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”。当前市场面临的三个不确定性在于：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】。

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>

