

谨慎推荐（维持）

环保行业 2019 年上半年投资策略

风险评级：中风险

期待融资改善预期下的转机

2018 年 12 月 3 日

投资要点：

黄秀瑜

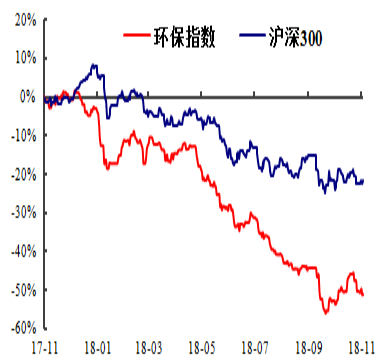
SAC 执业证书编号：

S0340512090001

电话：0769-22119455

邮箱：hxy3@dgzq.com.cn

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- **行业盈利增速下滑，现金流成关键要素。**2017年以来金融去杠杆背景下，PPP项目库持续规范清理，环保企业的融资出现了问题，资金流动性紧张，项目实施进度普遍放缓，融资难融资贵使得财务费用大幅上升，行业的盈利能力显著削弱，2018年前三季度行业的净利润增速逐季下滑。近几年行业投资性现金流与经营性现金流的比值持续上升，说明行业的资金压力在不断上升。尤其在2018年偏紧的融资环境下，现金流成为制约环保企业业绩增长的关键要素。
- **生态环保是补短板重点之一，期待融资环境逐步回暖。**尽管PPP项目库处于规范清理阶段，但生态环保项目的数量和投资额保持逐季上升。在当前经济增速下滑压力加大的背景下，管理层再度强调保持基础设施领域补短板力度，生态环保是其中重点任务之一。进入2018年四季度，管理层频繁表态支持民营企业发展，帮助民营企业解决融资难问题，出台了一系列民企融资支持政策措施。污染防治项目作为补短板优先支持领域，后续有望获得专项财政资金和金融支持。
- **关注景气较高细分领域。**污水处理市场重心或将转向，黑臭水体整治高峰渐过，工业废水处理和村镇污水处理需求逐步释放。垃圾焚烧发电处于稳健增长的发展阶段，项目运营能够获得稳定收益和现金流，业绩保持增长态势。危废处理仍属高景气，需求不断释放，未来3年供给相对不足局面仍将持续。环境监测趋严催生发展契机，龙头企业增长更快。
- **投资建议：期待融资改善预期下的转机。**在融资环境得到实质性改善的情况下，板块前期更为悲观的工程类标的的弹性将更大，重点关注：碧水源。固废处理和环境监测的景气度保持较高，行业的业绩增长态势良好且现金流状况较好，板块中的优质标的估值较低，安全边际较高。重点关注：瀚蓝环境、东江环保、聚光科技。
- **风险提示。**经济下滑影响环保政策落实不达预期，地方财政支付能力下降，融资环境偏紧，市场竞争加剧。

重点公司盈利预测及投资评级（2018/11/30）

股票名称	股价（元）	EPS（元）			PE			评级
		2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
碧水源	8.73	0.80	0.84	1.04	10.91	10.39	8.39	推荐
瀚蓝环境	13.45	0.85	1.05	1.19	15.82	12.81	11.30	谨慎推荐
东江环保	11.35	0.53	0.62	0.75	21.42	18.31	15.13	谨慎推荐
聚光科技	24.41	0.99	1.33	1.71	24.66	18.35	14.27	推荐

资料来源：Wind，东莞证券研究所

目 录

1. 板块深跌，估值探底	3
2. 行业盈利增速下滑，现金流成关键要素	3
3. 生态环保是补短板重点之一	5
4. 期待融资环境逐步回暖	6
5. 关注景气较高细分领域	8
5.1 污水处理市场重心或将转向	8
5.2 垃圾焚烧增长稳健，现金流充沛	9
5.3 危废处理仍属高景气	10
5.4 环境监测趋严催生发展契机	11
6. 投资建议与重点公司	12
7. 风险提示	15

插图目录

图 1：近一年环保板块市场表现	3
图 2：环保板块历史 PE	3
图 3：环保行业历年收入增长	3
图 4：环保行业历年净利润增长	3
图 5：环保行业资产负债率	4
图 6：环保行业财务费用率	4
图 7：环保行业现金流	4
图 8：环保行业投资性现金流/经营性现金流	4
图 9：PPP 管理库项目数季变化及落地率	5
图 10：PPP 管理库项目投资额季变化	5
图 11：生态环保 PPP 项目季度新增项目数	6
图 12：生态环保 PPP 项目季度新增投资额	6
图 13：污水处理行业收入和净利润	8
图 14：污水处理行业应收账款/收入	8
图 15：全国城市道路清扫保洁面积	9
图 16：全国生活垃圾清运量	9
图 17：环境监测行业收入和净利润	11
图 18：环境监测行业资产负债率	11
图 19：环境监测行业龙头企业市占率	12

表格目录

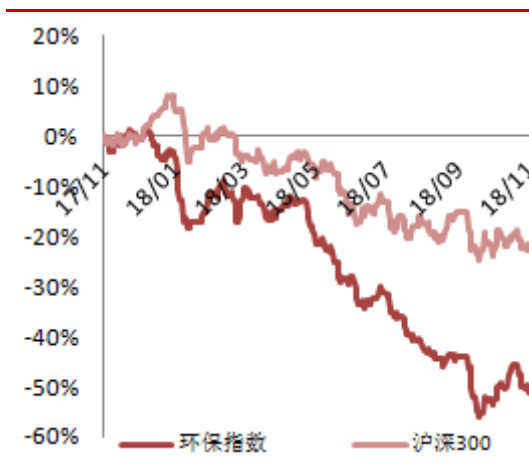
表 1：国资系入股上市民营企业案例	6
表 2：支持民营企业融资政策相关汇总	7
表 3：十三五全国城镇生活垃圾处理能力增长	10
表 4：工业危废无害化准入壁垒高	10
表 5：环境监测行业发展方向	12
表 6：重点公司盈利预测及投资评级（2018/11/30）	15

1. 板块深跌，估值探底

环保板块跌幅深。2018 年金融监管持续强化，信用紧缩、PPP 监管趋严，引发环保企业债务问题发酵，债务违约事件频发，甚至资金链断链，信用风险的暴露，使得市场对 PPP 非常谨慎。截至 11 月 30 日，今年以来环保指数下跌 47%，排列二级行业指数涨跌幅的倒数第三。同期沪深 300 指数下跌 21%，中小板指下跌 33%，创业板指下跌 24%。

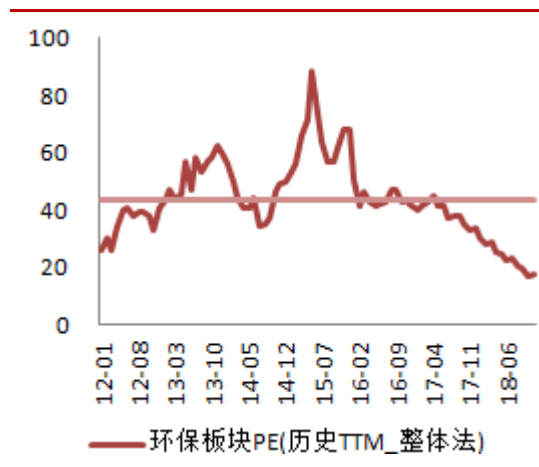
估值创历史新低。自 2017 年下半年以来，板块 PE 持续下降，已创下历史新低水平，目前约为 18 倍，历史估值中枢为 43.64 倍。

图1：近一年环保板块市场表现



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图2：环保板块历史PE



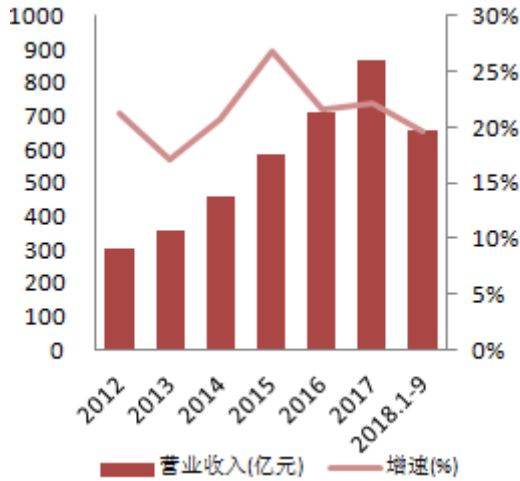
数据来源：Wind，东莞证券研究所

2. 行业盈利增速下滑，现金流成关键要素

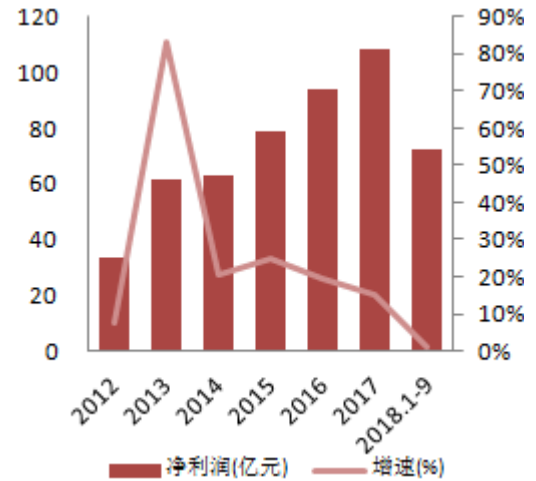
历年来，环保行业的营业收入保持着较快的增长，但净利润的增速却在近三年来呈逐年下滑的走势。自 2015 年 PPP 模式在环保行业内兴起以来，环保公司的 PPP 订单快速增长，由于前期需垫资且回款周期长，环保企业对资金的需求急剧上升，负债上升，业绩增长对资金的依赖度也快速提升。尤其是在 2017 年以来金融去杠杆背景下，PPP 项目库持续规范清理，银行对 PPP 放贷收紧，环保企业的融资出现了问题，资金流动性紧张，项目实施进度普遍放缓，融资难融资贵使得财务费用大幅上升，行业的盈利能力显著削弱，2018 年前三季度行业的净利润增速逐季下滑。

图3：环保行业历年收入增长

图4：环保行业历年净利润增长



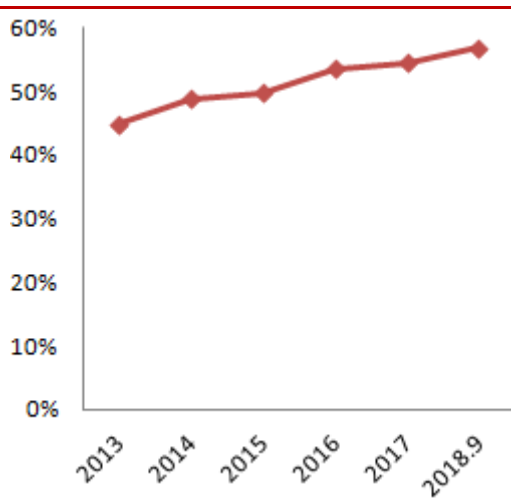
数据来源: Wind, 东莞证券研究所



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

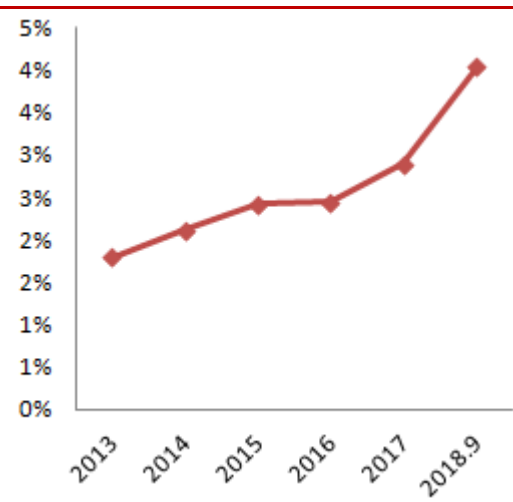
随着工程类业务量的比重增加, 环保行业的资产负债率呈逐年攀升的态势, 2018 年前三季度行业的资产负债率为 56.92%, 同比上升 4.17 个百分点。相应地, 行业的财务费用率也逐年攀升, 尤其在 2018 年去杠杆的大环境下, 融资成本大幅上升, 财务费用率加速上升。

图5: 环保行业资产负债率



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

图6: 环保行业财务费用率

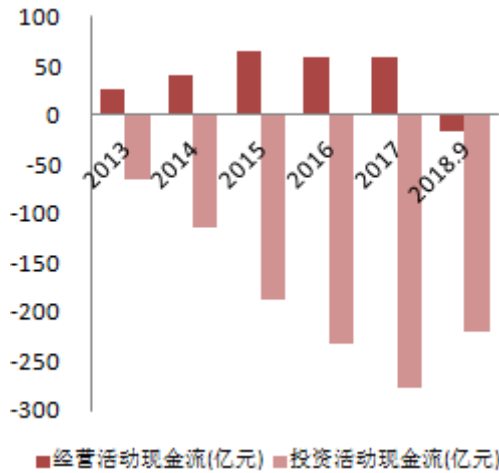


数据来源: Wind, 东莞证券研究所

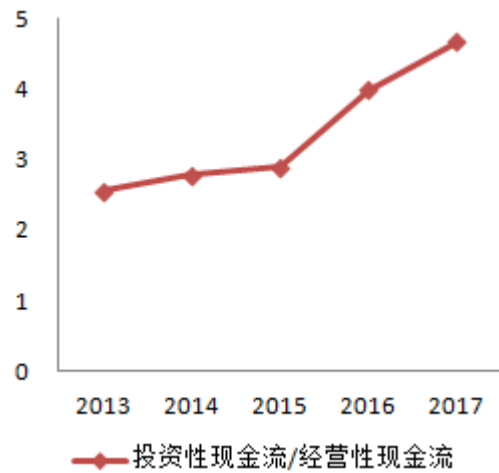
由于生态环境建设业务快速扩张, 环保企业需要垫付大量的流动资金, 近几年行业的投资活动现金流持续增长, 同时工程结算周期的相应延长带来了应收账款回款周期的增长, 对营运资金的占用时间也相应延长, 而经营活动现金流相对很小, 增长缓慢, 在 PPP 模式广泛推广后经营活动现金流出现下降。近几年行业投资性现金流与经营性现金流的比值持续上升, 说明行业的资金压力在不断上升。尤其在 2018 年偏紧的融资环境下, 企业融资变得很困难, 现金流成为制约环保企业业绩增长的关键要素。

图7: 环保行业现金流

图8: 环保行业投资性现金流/经营性现金流



数据来源: Wind, 东莞证券研究所



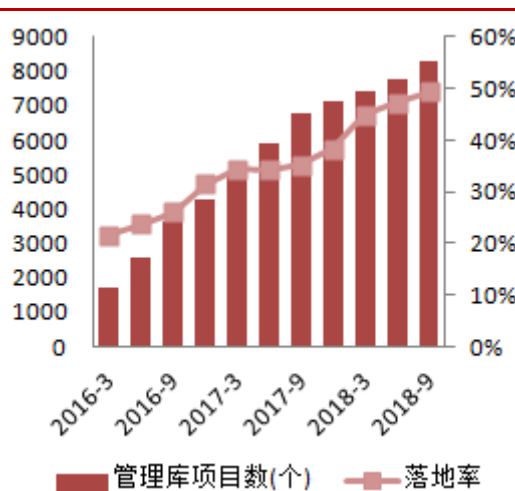
数据来源: Wind, 东莞证券研究所

3. 生态环保是补短板重点之一

财政部自 2017 年 11 月份下发 92 号文以来, 在全国范围内持续对 PPP 项目库进行规范清理, 防止地方政府把 PPP 异化为新的融资手段, 遏制隐性债务风险。

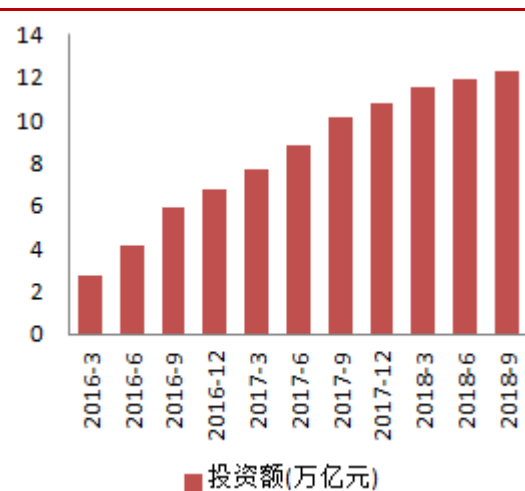
截至目前各地仍在继续加强 PPP 项目库管理, 持续清理不合规项目, 在库项目质量有所提高。截至 2018 年 10 月份, 累计清库 2428 个项目, 涉及投资额 2.9 万亿, 整顿完善 2005 个项目, 涉及投资额 3.1 万亿元。同时, 管理库持续新增入库项目, 2018 年 1-9 月管理库共新增项目 1152 个, 投资额 1.5 万亿元, 表明 PPP 在全国各地继续平稳推进。截至 2018 年 3 季度末, PPP 项目管理库累计项目数有 8289 个, 投资额 12.3 万亿元。

图 9: PPP 管理库项目数季变化及落地率



数据来源: 财政部 PPP 中心, 东莞证券研究所

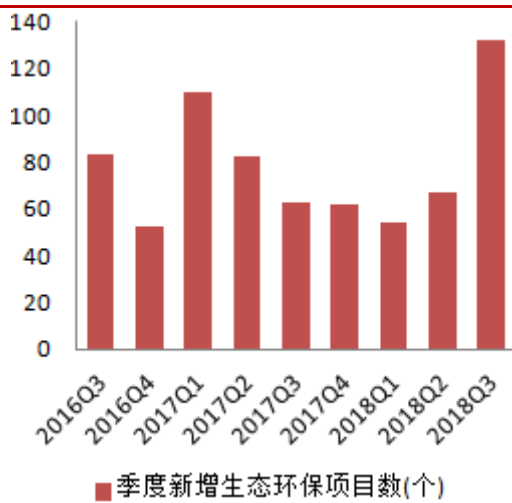
图 10: PPP 管理库项目投资额季变化



数据来源: 财政部 PPP 中心, 东莞证券研究所

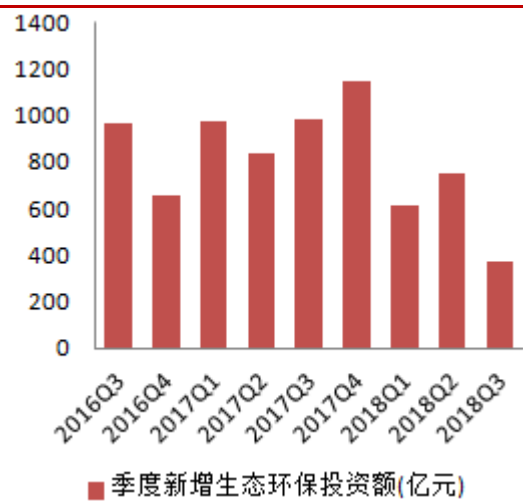
尽管 PPP 项目库处于规范清理阶段, 但生态环保项目的数量和投资额保持逐季上升。截至 2018 年 3 季度末, 生态建设和环境保护项目数 796 个, 占比 9.6%, 位居行业第三位, 投资额 8784 亿元, 占比 7.1%, 位居行业第四位。

图11：生态环保PPP项目季度新增项目数



数据来源：财政部PPP中心，东莞证券研究所

图12：生态环保PPP项目季度新增投资额



数据来源：财政部PPP中心，东莞证券研究所

2018年11月初，国务院印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》。在当前经济增速下滑压力加大的背景下，管理层再度强调保持基础设施领域补短板的力度，生态环保是其中重点任务之一，表明支持城镇污水、黑臭水体、流域治理、生活垃圾、危废处理等设施建设。《指导意见》还明确鼓励要加快推进合规的PPP项目，提出可以用PPP模式解决在建项目后续融资等问题。

目前PPP面临监管趋严、融资紧张的局面，但长远利好行业的健康发展。PPP模式仍然受国家政策支持发展的，PPP仍将是环保行业发展的重要模式。随着近一年来财政部对PPP项目管理库的清理整顿后，PPP项目整体运作逐渐走向规范化，未来将会有更多高质量的PPP项目推向市场，也将更加利好龙头企业。预计后续还会有更多推进规范PPP项目建设的利好政策出台，规范PPP项目融资和落地应该能获得较好的保障，后续有望能加快建设进度。

4.期待融资环境逐步回暖

自2016年财政部、环保部大力推广PPP模式在环保领域的应用后，环保企业中的PPP订单出现快速增长。在PPP模式下，环保行业对资金的依赖度上升，而环保行业以中小企业、民营企业居多，财务实力普遍较弱。因此受此轮去杠杆、信用紧缩的影响非常明显，2018年金融机构和金融市场对民营企业的风险偏好下降，民企融资难度上升，部分企业出现了债务违约，甚至资金链断裂，需要通过股权转让来挽救企业的生存。

表1：国资系入股上市民营企业案例

时间	上市民企	国资系入股
2018年11月	东方园林	北京盈润汇民基金拟受让东方园林实际控制人不超过总股本5%的股份，成为战略股东。盈润汇民基金是北京朝阳区国有资本经营管理中心旗下母基金北京盈润基金管理有限公司出资的基金主体。
2018年11月	中金环境	中金环境实际控制人与无锡市政签署《股权转让意向协议》，交易完成后，实际控制人将变更为无锡市政。

2018 年 10 月	兴源环境	兴源环境控股股东兴源控股拟与国有资本平台筹划股权转让相关重大事项，为公司引进国有背景战略投资者。
2018 年 10 月	天翔环境	国有特大型投资集团四川铁投与天翔环境双方拟在水务、固废处理等环保业务领域展开广泛和深入的合作。
2018 年 10 月	环能科技	中国建筑集团旗下公司中建启明将受让环能科技控股股东环能投资持有的环能科技 1.83 亿股股份，交易完成后，中建启明将成为控股股东。
2018 年 10 月	永清环保	永清环保控股股东永清集团拟向湖南金阳投资转让其持有的不超过 30% 的永清环保股份。湖南金阳投资的出资人为浏阳市人民政府。
2018 年 8 月	凯迪生态	凯迪生态同控股股东阳光凯迪以及中战华信签署重组框架协议，拟对凯迪生态开展“股权处置+资产处置+债务重构”联合重组。
2018 年 8 月	三聚环保	三聚环保控股股东海淀科技的股东北京金种子创业谷科技孵化器中心，将其持有的海淀科技 2% 股权无偿划转给北京海淀区国有资产投资经营有限公司。交易完成后，海淀国投成为控股股东。
2018 年 5 月	盛运环保	盛运环保第一大股东开晓胜将其持有的 13.69% 股份转让给川能集团。

数据来源：中国固废网，东莞证券研究所

进入 2018 年四季度，管理层频繁表态支持民营企业发展，帮助民营企业解决融资难问题，相关座谈会在相关部门和各级政府间密集召开。在 11 月份短短一个月内，最高领导人、国务院、央行、证监会、财政部等连续表态，出台了一系列民企融资支持政策措施，包括设立民企融资支持工具、设定民企新增贷款目标、再融资限制松绑、对民企参与的 PPP 项目给予倾斜、决定开展专项清欠行动解决拖欠民企账款问题等等。缓解企业融资难问题，特别是支持暂时遇到流动性困难，但有市场、有前景、技术有竞争力的民营企业改善融资状况。污染防治项目是补短板优先支持领域，后续有望获得专项财政资金和金融支持。

表 2：支持民营企业融资政策相关汇总

日期	主要内容
11 月 9 日	国务院常务会议决定，抓紧开展专项清欠行动，解决拖欠民营企业账款问题，明确要求，凡有拖欠问题的都要建立台账，对欠款“限时清零”。
11 月 9 日	财政部发布关于加强中国政企合作投资基金管理的通知，提出积极探索与民营资本合作的模式、路径，对民营企业参与的 PPP 项目要给予倾斜。
11 月 9 日	证监会表示，上市公司再融资不再受 18 个月间隔限制。通过配股、发行优先股或董事会确定发行对象的非公开发行股票方式募集资金的，可以将募集资金全部用于补充流动资金和偿还债务。
11 月 9 日	国务院常务会议：要求加大金融支持缓解民营企业特别是小微企业融资难融资贵；决定开展专项行动，解决拖欠民营企业账款问题；部署有效发挥政府性融资担保作用支持小微企业和“三农”发展。
11 月 9 日	人民银行联合北京银保监局筹备组、北京证监局、北京地方金融监管局，共同组织召开“北京地区民营企业融资座谈会”，介绍金融部门支持民营企业发展的相关政策措施，听取民营企业融资服务需求。
11 月 7 日	人民银行党委书记郭树清指出，初步考虑对民企新增贷款实现“一二五”目标，即在新增的公司类贷款中，大型银行对民企贷款不低于 1/3，中小型银行不低于 2/3，争取三年后，银行业对民企的贷款占新增公司类贷款的比例不低于 50%。
11 月 1 日	习近平总书记主持召开民营企业座谈会，强调所有民营企业和民营企业家完全可

以吃下定心丸、安心谋发展。提出当前要抓好 6 个方面政策举措落实，其中一点是解决民营企业融资难融资贵的问题。

10 月 22 日 央行宣布引导设立民营企业债券融资支持工具，稳定和促进民企债券融资。

数据来源：东莞证券研究所整理

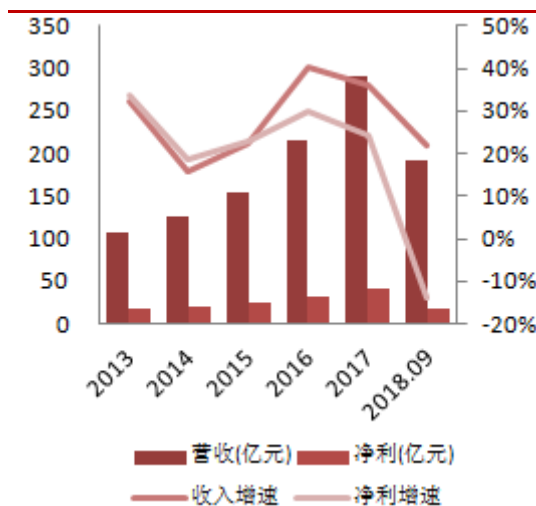
5. 关注景气较高细分领域

5.1 污水处理市场重心或将转向

黑臭水体整治高峰渐过，PPP 项目较多期待融资改善。在政策的导向下，污水处理行业前几年实现快速增长，特别是 2015 年“水十条”出台，把城市黑臭水体整治摆在重要位置，要求到 2020 年底前 95% 以上的地级及以上城市要消灭黑臭水体。尤其 2016 年底全面推行河长制，黑臭水体整治需求在近两年得以快速释放。根据全国城市黑臭水体整治信息发布，十三五需整治的城市黑臭水体总认定数为 2100 个，截至 11 月底，1745 个已完成治理，264 个正在治理中，91 个处于方案制定阶段。

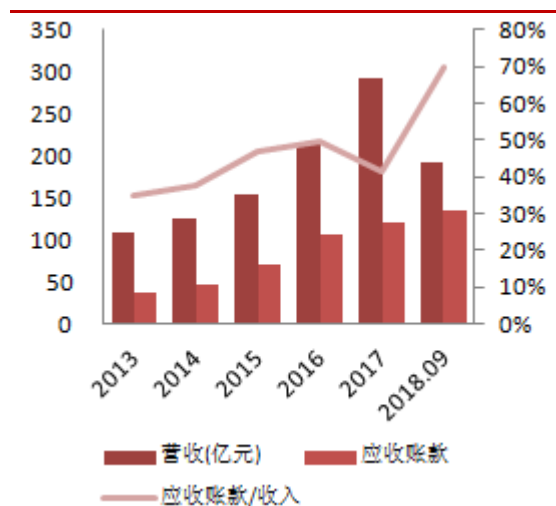
由于污水处理行业大力推广 PPP 模式，在订单规模快速增长的同时，资金需求也急剧上升，因此今年受去杠杆和 PPP 紧缩的影响最大，行业资金流动性紧张，2018 年下半年黑臭水体的整治进度明显放缓。项目实施减缓和财务费用的大幅增长，使得前三季度行业的收入增速下滑，净利润出现负增长，应收账款与收入的比值也攀升至 70%。期待融资环境改善带动规范 PPP 项目的推进。

图13：污水处理行业收入和净利润



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图14：污水处理行业应收账款/收入



数据来源：Wind，东莞证券研究所

随着黑臭水体整治高峰逐渐过去，未来城市污水处理的市场空间主要在于污水处理厂提标升级。其中膜技术仍然是最具有市场竞争力的。近年来随着膜技术污水处理成本的下降，其在污水处理和再生水回用领域的市场竞争力在增强，后续膜法水处理公司仍能获得相对较好的发展。

工业废水处理和村镇污水处理需求逐步释放。工业废水处理方面，在《关于推行环境污染第三方治理的意见》中，国家倡导“污染者付费、第三方治理”，提出到 2020 年工业

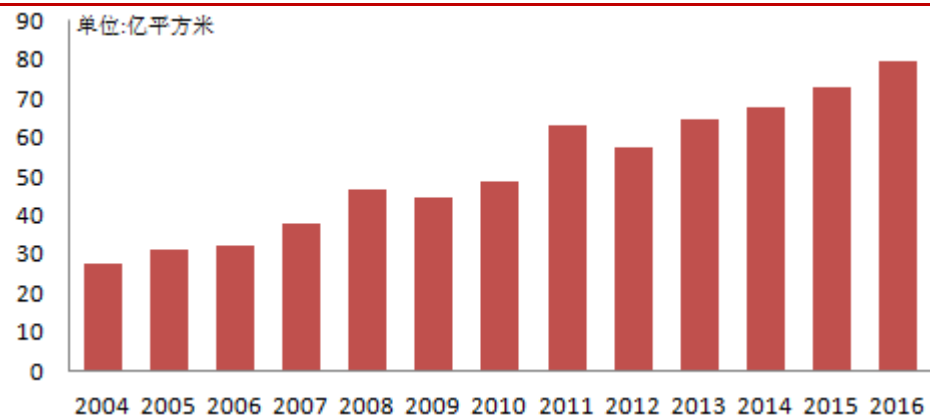
园区等重点领域第三方治理取得显著进展。随着环保督查和专项行动持续加码，工业废水处理市场需求将逐渐释放。拥有技术实力的专业第三方环境治理企业将受益。村镇污水处理方面，随着城市生活污水处理市场逐渐饱和，市场方向逐渐转向村镇污水处理市场。国家提出建设美丽乡村战略，到 2020 年，实现农村人居环境明显改善，其中推进农村生活污水治理是重点之一。目前我国村镇生活污水处理率仅约 22%。我国近 8 亿人生活在农村和小城镇，村镇污水治理市场空间巨大。

5.2 垃圾焚烧增长稳健，现金流充沛

垃圾焚烧发电已发展成为相对成熟的固废处理细分领域，目前仍处于稳健增长的发展阶段。我国仍处于城镇化阶段，根据国际经验，随着人民富裕程度增加，人均垃圾生产量将保持增长，同时垃圾收运体系建设日趋完善，保障了城市垃圾清运量的增长。

根据国家统计局统计数据，全国城市道路清扫保洁面积从 2006 年的 32.48 亿平方米增长至 2016 年的 79.49 亿平方米，复合增长率约 9.36%。

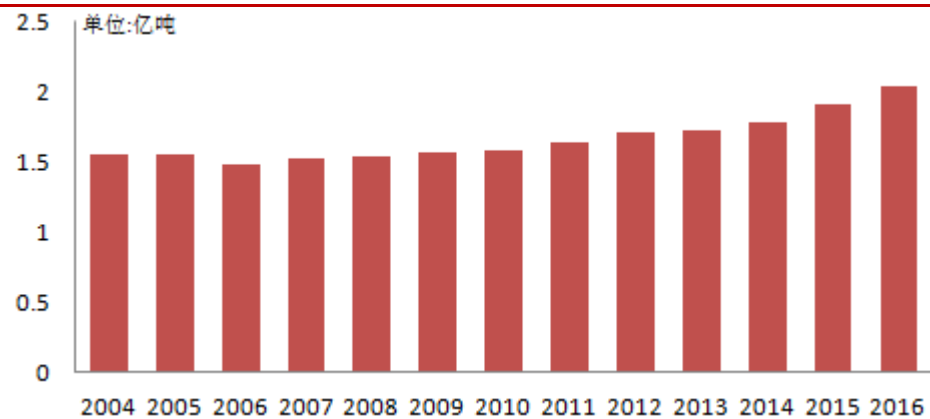
图 15：全国城市道路清扫保洁面积



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

全国生活垃圾清运量从 2006 年的 1.48 亿吨增长至 2016 年的 2.04 亿吨，复合增长率约 3.26%。随着城镇化率的不断提高，未来 5 年道路清扫保洁面积增速有望保持在 5% 左右，生活垃圾清运量继续平稳增长。

图 16：全国生活垃圾清运量



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

根据《十三五全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，十三五期间总投资约 1924 亿元，到 2020 年，城镇生活垃圾无害化处理能力将达到 109.83 万吨/日，年复合增长率为 7.69%。其中城镇焚烧处理能力将达 52.04 万吨/日，年复合增长率达 17%。焚烧处理占无害化处理比例将从 2015 年的 28.6% 提升至 2020 年的 50%。十三五期间新增的无害化处理能力中 85% 是焚烧处理能力。随着垃圾焚烧处理项目大型化趋势明显，行业整合需求与日俱增，龙头企业将推动市场集中度进一步提高。

表 3：十三五全国城镇生活垃圾处理能力增长

指标	2015 年	2020 年	增加	复合增长率
无害化处理能力（万吨/日）	75.83	109.83	34	7.69%
其中：焚烧处理能力（万吨/日）	23.52	52.04	28.52	17.21%
占比	28.6%	50%	21.4%	

资料来源：公开资料，东莞证券研究所

在 2018 年信用紧缩的背景下，由于垃圾焚烧发电项目运营能够获得稳定的收益和现金流，行业内公司的现金流普遍较为充沛，财务费用并未出现明显增长，业绩保持增长态势。

5.3 危废处理仍属高景气

危废处理需求不断释放。危废是具有腐蚀性、毒性、易燃性、反应性、感染性等一种或几种危险特性的废物，不妥善处理造成的危害极大。据统计，近年来涉嫌环境污染犯罪案件中有 40% 是涉及危废环境违法案件。因此，新《环保法》大幅提高了工业危废非法经营的违法成本，大幅提升了环境污染犯罪的惩罚力度。但当前我国非法转移、倾倒危废的事件仍呈高发态势。2018 年 5 月生态环境部启动“清废行动 2018”打击固废环境违法行为专项行动现场督查。同时生态环境部印发通知要求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。强化督查进一步引导原经非正规途径处置的工业危废回流至正规处理渠道，促进危废处理需求的释放。

危废无害化产能供不应求局面将持续。目前我国危废无害化牌照仍非常紧缺。根据粗略统计，我国每年危废产生量约 1 亿吨，其中约 30% 需要进行无害化处理，而全国危废处理产能规模约 5000 万吨左右，其中无害化产能占比仅约 20%，所以危废无害化处理产能是供不应求的。预计未来 3 年危废处理缺口较大的局面仍将持续。

表 4：工业危废无害化准入壁垒高

壁垒	内容
资质壁垒	取得危废资质需经过严格复杂的审批程序，从选址、可研、环评到开工建设一般需要 3 年，经环保部门环保验收合格后，环保部门根据处理能力颁发危废处理资质，获取资质需要 3-5 年，甚至 7-8 年。全资质运营商可提供快捷的一站式服务，具备竞争优势。
经验壁垒	危废具有腐蚀性、毒性等危险特性，如风险控制经验不足，会给环境造成严重的二次污染。
技术壁垒	危废处理需要应用物理、化学和生物等综合学科技术，特别是在处理技术的应用和有

效性方面，需经过长期的经验积累。

信任壁垒

无论是政府还是相关合作企业，均会选择有过往可追溯经验的工业危废处理企业进行合作，行业的高要求导致新进入企业无法在短期内获得外界的信任。

资料来源：东莞证券研究所

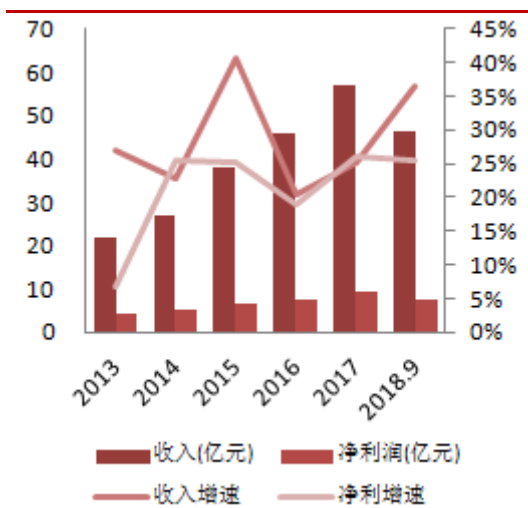
行业整合空间大，期待二次并购浪潮。目前危废市场集中度低，前十大企业市占率不到 10%。全国 99% 的工业危废处理企业为民营企业，全国 1500 多家危废处理企业平均处理规模仅为 3 万吨，行业前十名企业的市场占有率合计不到 10%。大部分企业的技术、资金、研发能力弱，处理资质单一，行业整体呈现“散、小、弱”的特点，供给相对不足。因此，拥有资金、资质、规模优势的龙头企业具有显著的行业整合能力，面临较大的市场整合空间，期待二次并购浪潮的来临。

5.4 环境监测趋严催生发展契机

环境监测是环保工作开展的基石，近年来国家对环境监测重视度大幅提高。伴随今年环保税实施和生态环境监测网络建设的契机，环境监测政策趋严，监测污染指标增加，监测范围由电力行业向非电领域扩大，监测设备布局密度增加，数据精度要求提升以及监测仪器更新换代（平均以 5-8 年为一个周期）等，加速了行业空间释放，政府端和企业端的环境监测设备安装和运维需求均快速增加，尤其龙头企业增长更快。

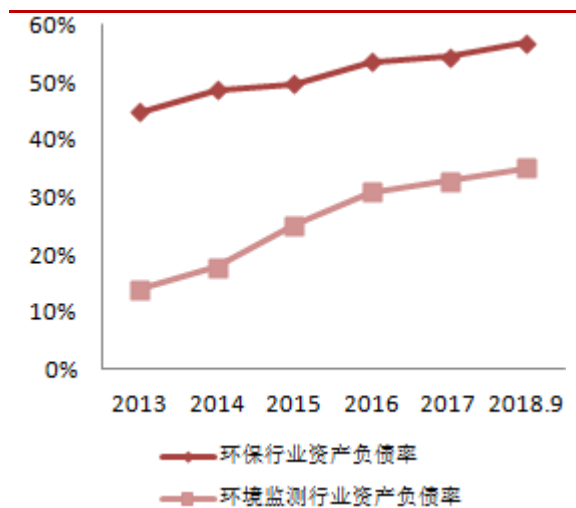
近五年来，环境监测行业上市公司的收入和净利润均保持快速增长态势，2013-2017 年行业的收入复合增速为 27%，净利润复合增速为 20%。环境监测行业属于低杠杆行业，受去杠杆影响较小。2018 年前三季度在环保行业整体业绩增速放缓的背景下，环境监测行业仍实现快速增长，收入和净利润增速分别达到 36% 和 26%。

图17：环境监测行业收入和净利润



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图18：环境监测行业资产负债率

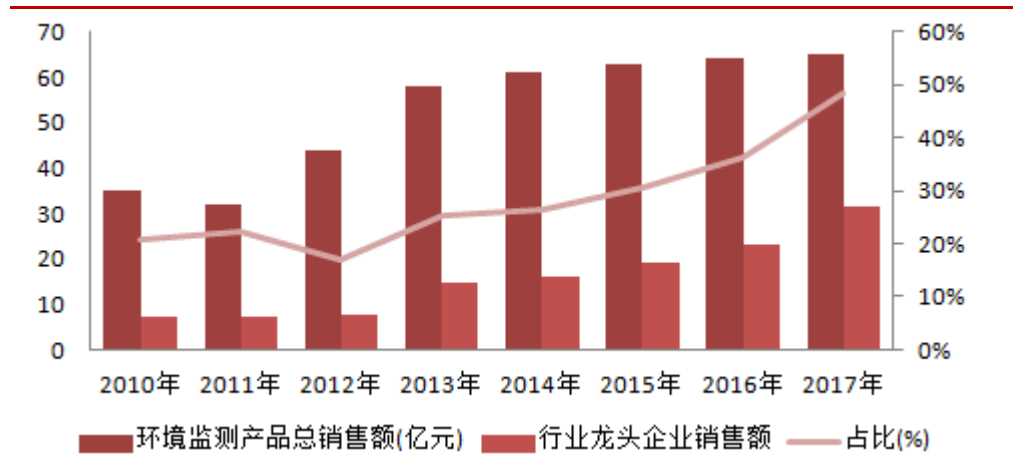


数据来源：Wind，东莞证券研究所

近几年随着国内龙头环境监测仪器制造企业加大研发力度，逐步完成技术积累，国产设备性能有所提高，以及在智慧环境趋势下国家对信息安全和价格差异方面的考虑，国产监测设备产品进口替代明显上升。在环境监测政策趋严的背景下，未来技术低端和不规

范运营的监测公司将逐渐失去市场份额，技术领先的龙头企业受益，市场占有率有望进一步提高。

图19：环境监测行业龙头企业市占率



数据来源：中国环博会，东莞证券研究所

未来随着环保税及一系列环保相关政策的实施，监测趋严，监测参数将更加广泛，不仅包括空气、水质，还有重金属、VOCs 等等百余种特征污染物监测，对于监测设备及第三方监测服务将保持较高且持续的需求。

表 5：环境监测行业发展方向

领域	发展方向
VOCs 监测	全面加强固定污染源废气 VOCs 监测工作。到 2020 年底前，在电子、包装印刷、汽车制造等 VOCs 排放重点行业全面推行排污许可制度。
空气质量监测	推动臭氧监测和环境空气 PM1 试点监测；微型空气站将得到大量推广和应用，形成网格化监测网络；机动车尾气遥感监测技术量化交通能耗与排放。
水环境监测	对饮用水水源地、城市黑臭水体、重点流域水环境等的遥感监测分析与评估是未来重点发展方向之一。
土壤环境监测	将完善国家土壤环境监测网，组织开展 2500 个背景点和部分历史基础点监测。
生态环境监测	构建全国生态状况遥感监测业务化运行体系，开展区域生态状况监测与评估。

资料来源：中国环博会，东莞证券研究所

6.投资建议与重点公司

随着民营支持政策的逐步落地，环保行业作为补短板的重点领域之一，后续是有望获得专项财政资金和金融支持的。2018 年环保板块因融资困境遭遇业绩估值双杀，明年融资改善若能持续，企业的项目有望逐步恢复建设进度，行业业绩有望回升，特别是龙头企业在获取优质 PPP 项目方面有明显优势，长期发展的信用风险应该是可控的，在融资环境改善的背景下，业绩逐步回升的预期将比较高。

在融资环境得到实质性改善的情况下，板块前期更为悲观的工程类标的的弹性将更大，重点关注：碧水源（300070）。固废处理和环境监测的景气度保持较高，行业的业绩增

长态势良好且现金流状况较好，板块中的优质标的估值较低，安全边际较高。重点关注：瀚蓝环境（600323）、东江环保（002672）、聚光科技（300203）。

重点公司：

碧水源（300070）：环保民营龙头，受益融资支持政策

公司在金融支持民企政策中受益将较大。公司是环保龙头，也是规模较大的民企。预计将在接下来的金融支持民企发展政策中受益较大，公司的民企债券融资支持工具率先落地。2018 年 11 月 2 日，中债信用增进公司、交通银行、中关村融资担保公司与碧水源四方签署了《民营企业债券融资支持工具意向合作协议》。公司得到中债信用增进公司、交通银行、中关村融资担保公司的支持和帮助，将进一步提升公司融资能力，拓宽融资渠道，降低融资成本，提高融资效率，优化债务结构，促进公司可持续发展，对公司未来经营产生积极影响。

膜技术具备核心竞争力，持续增长可期。公司在膜材料制造技术、膜设备及膜技术水处理工艺领域保持领先优势，拥有全系列膜生产技术，尤其在近几年 DF 膜开始规模化生产后，通过“MBR+DF”工艺可以将污水直接处理为达到地表水 II 或 III 类的高品质再生水，为雄安新区建设、黄河以北缺水地区及工业园区零排放等提供较强的技术支撑。凭借强大的膜技术实力，公司在后续的环保水处理领域将获得持续的发展。

盈利与估值。公司抗风险能力相对强，订单充足，融资环境改善有望带来业绩回暖。预计 2018-2019 年 EPS 分别为 0.84 元、1.04 元，对应 PE 分别为 10 倍、8 倍。目前估值处于底部区域。

瀚蓝环境（600323）：业绩稳健，现金流充沛

固废处理为业务核心，产能逐步释放。固废处理是公司业务发展的重点，公司连续 4 年被评选为中国固废处理行业十大影响力企业，“瀚蓝模式”逐步复制，在广东省内已成立 3 个固废处理环保产业园。垃圾焚烧发电是相对成熟的固废处理细分领域，但仍处于稳健增长的发展阶段，龙头企业将推动市场集中度持续提高。公司的垃圾焚烧发电产能已跻身行业第一梯队，业务区域覆盖 8 个省共 23 个城市。目前拥有 15 个垃圾发电项目，垃圾焚烧发电总规模 2.15 万吨/日，其中已投产规模约占五成。顺德固废产业园 3000 吨/日垃圾焚烧项目和廊坊二期扩建项目于 2018 年 4 季度建成投产，共新增项目投产规模 30%，其余在建及筹建项目亦将推动未来 2 年业绩稳健增长。

燃气和供水业务经营平稳，贡献稳健现金流。2018 年 1 季度公司完成收购南海燃气发展剩余 30% 股权，实现 100% 的股权控制。预计南海燃气业务的盈利将保持比较平稳增长的趋势。2016 年底燃气业务区外拓展实现零突破，获得江西樟树市 11 个镇街的燃气特许经营权。目前供水产能 136 万吨/日，第二水厂四期扩建项目 25 万吨/日即将投产。燃气和供水业务能够贡献稳定充沛的现金流，有利于支持固废处理业务扩张。

盈利与估值。预计 2018-2019 年 EPS 分别为 1.05 元、1.19 元，对应 PE 分别为 13 倍、11 倍。后续 10 亿元的可转债如顺利发行，将进一步扩充现金流，保障项目持续推进。控股股东拟实施增持提振市场信心。

东江环保（002672）：危废处理龙头，产能释放驱动业绩

危废处理龙头地位稳固，获两大国资增持。公司作为国内危废处理龙头的地位稳固，具备总计 46 大类中 44 大类的危废处理资质，资质种类最齐全，资质质量遥遥领先，截至 2017 年底危废资质达约 160 万吨。目前公司重点布局了粤港澳大湾区、长江经济带和京津冀三大区域，占据了最核心的工业危废市场。广东广晟集团和江苏汇鸿集团两大国企成为公司第一第二大股东，将形成区域项目资源互补，国资背景也有利于融资实力提升和市场拓展。随着管理层新老交接完成，此前公司的负面影响将逐步消化。

项目建设持续推进，产能释放将促业绩增长。2018 年公司继续推动多个项目建设进展，衡水睿韬焚烧 2.9 万吨/年、物化 2 万吨/年、沿海固废物化 2.4 万吨/年已取得危废经营许可证；福建泉州项目焚烧 2 万吨/年、潍坊东江蓝海焚烧 6 万吨/年及物化 12 万吨/年、湖北仙桃资源化 1.8 万吨/年建设完成。福建南平 2 万吨/年、南通东江 4 万吨/年、唐山曹妃甸 5.8 万吨/年等项目建设持续推进中。另外，设计规模 13.5 万吨/年的仙桃绿怡二期获得环评批复；签订了涉县循环经济示范中心及珠海市绿色工业服务中心项目的合作协议，设计规模达 32.5 万吨/年。这些项目陆续建成投产将为公司后续业绩持续增长奠定基础。

盈利与估值。危废处理行业景气度较高，公司作为龙头企业，业绩有望保持稳健增长。预计 2018-2019 年 EPS 分别为 0.62 元、0.75 元，对应 PE 分别为 18 倍、15 倍。

聚光科技（300203）：受益监测行业景气，业绩快速增长

公司业绩保持快速增长态势。公司主营业务包括四大板块，环境监测系统及运维的占比过半，实验室分析仪器占比约三成，工业过程分析系统和水利水务智能化系统的占比相对较小。2018 年前三季度实现营业收入 23.01 亿元，同比增长 38.41%；归母净利润 4.20 亿元，同比增长 30.34%。

积极外延并购，转型环境综合服务商。公司通过多年持续收购兼并，并购公司的数量大幅增加，涉足的行业、领域不断丰富，凭借收购公司的资质和渠道，迅速切入对应的细分领域。通过自主研发+并购外延，公司构建了“从监测检测到大数据分析再到治理工程”的闭环模式，逐步向环境综合服务商转型与升级。

拟回购股份彰显长期发展信心。公司拟以自有或自筹资金不超过 2 亿元且不低于 1 亿元在未来 1 年内回购公司股份，回购价格不超过 35 元/股，预计本次回购股份 285.7 万股至 571.4 万股，占目前总股本的 0.63%至 1.26%。公司认为目前股价不能正确反映公司价值，回购股份彰显对未来股价的信心。

盈利与估值。预计 2018-2019 年 EPS 分别为 1.33 元、1.71 元，对应 PE 分别为 18 倍、14 倍，估值处于底部区域。

表 6：重点公司盈利预测及投资评级（2018/11/30）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E		
300070	碧水源	8.73	0.80	0.84	1.04	10.91	10.39	8.39	推荐	维持
300422	博世科	10.95	0.41	0.72	1.08	26.71	15.21	10.14	谨慎推荐	下调
000826	启迪桑德	10.85	0.87	0.94	1.21	12.47	11.54	8.97	谨慎推荐	维持
600323	瀚蓝环境	13.45	0.85	1.05	1.19	15.82	12.81	11.30	谨慎推荐	维持
002672	东江环保	11.35	0.53	0.62	0.75	21.42	18.31	15.13	谨慎推荐	维持
300203	聚光科技	24.41	0.99	1.33	1.71	24.66	18.35	14.27	推荐	维持
002573	清新环境	8.14	0.60	0.50	0.60	13.57	16.28	13.57	谨慎推荐	维持

资料来源：Wind，东莞证券研究所

7.风险提示

经济下滑影响环保政策落实不达预期。

地方财政支付能力下降。

融资环境偏紧。

市场竞争加剧。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn