

增持

——维持

日期：2018年12月10日

行业：环保行业



分析师：冀丽俊

Tel: 021-53686156

E-mail: jilijun@shzq.com

SAC 证书编号：S0870510120017

研究助理：熊雪珍

Tel: 021-53686180

E-mail: xiongxuezheng@shzq.com

SAC 证书编号：S0870117080002

证券研究报告/行业研究/年度策略

融资环境有望改善，看好环保细分行业投资机会

——2019年环保行业投资策略

主要观点

板块估值已在5年低位，下调空间有限

板块估值及相对沪深300溢价率已接近五年的最低位。经历年初以来的深度回调后，截至12月6日，环保板块（TTM整体法，剔除负值）市盈率为17.90倍，相对沪深300的估值溢价率为71.61%。市净率为1.76（整体法，剔除负值），相对沪深300的估值溢价率为41.57%，均处在历史低位，继续下调空间有限。细分板块方面，环卫、园林板块PE较低，细分子行业中优质企业后续有望通过业绩进行估值修复。

板块现金流继续承压，再申现金为王观点，看好稳健经营的固废处理子行业

环保板块2018Q3实现归母净利润175.24亿元，同比降低0.36%，现金流持续承压，净现金流为-176.89亿元，板块仍有较高的融资需求。环保作为资金密集型行业，受信贷政策影响较大，细分板块上水处理、园林归母净利润同比下降，其他子行业都有不同程度的增速下滑。从归母净利率看细分子行业存在业绩分化，固废类企业归母净利润增长率基本保持较高的稳定增长。我们从运营端、工程端测算垃圾焚烧发电的市场空间，2018-2020年合计将有2000亿以上的市场。龙头企业在手订单充足，看好龙头固废处理企业稳增，市场份额提升下的投资机会。

关注融资环境改善预期下的PPP回暖

随着近期对支持民营企业发展的政策出台，融资环境有望改善，政策传导下PPP项目推进回暖，我们认为重回轨道的PPP项目将更重合规、强化运营属性，优选使用者付费、可行性缺口补助付费机制较多的水处理业务的标的公司，与拿单能力强的优质企业做交集，筛选投资标的。

关注高景气度子行业土壤修复

随着《土壤法》及其配套文件落地，将助推土壤修复市场进一步释放。一方面十三五规划助推生活垃圾处理设施的存量整治，明确指出“十三五”期间拟封场处理能力16.31万吨/日。近两年市场上土壤修复订单增长迅速，虽然土壤修复的市场相对其他细分子行业较小，但看好行业高速增长下优质企业的投资机会。

投资建议：评级未来十二个月内，行业评级“增持”

风险提示

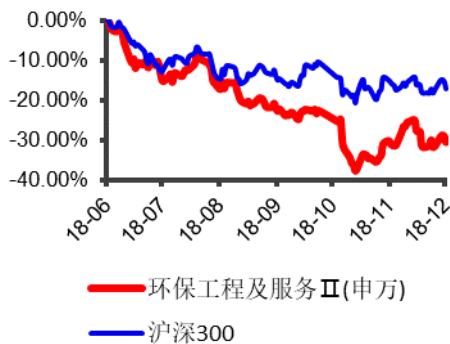
环保政策推进不及预期的风险；宏观信贷政策变化的风险；行业竞争加剧的风险等。

数据预测与估值：

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
伟明环保	603568.SH	23.67	0.74	0.99	1.17	31.99	23.91	20.23	增持
国祯环保	300388.SZ	9.25	0.64	0.56	0.77	14.45	16.52	12.01	暂未评级
高能环境	603588.SH	8.53	0.29	0.46	0.61	29.35	18.47	14.13	增持

资料来源：上海证券研究所，股价为2018年12月7日收盘价（国祯环保EPS采用Wind一致预期）

最近6个月行业指数与沪深300指数比较



报告编号：JLJ18-AIT03

目 录

一、行业政策持续加码，融资环境有望改善	4
1.1 行业政策利好频出，环保推进力度不减.....	4
1.2 融资环境有望改善.....	5
二、行情回顾：环保板块走势低迷	6
2.1 融资难+部分企业债务问题，板块市场行情持续低迷.....	6
2.2 板块估值接近5年最低位.....	8
三、业绩回顾：增速回落，关注稳健运营子板块	9
3.1 三季度板块业绩增速回落，盈利能力降低.....	9
3.2 有息负债持续走高，现金流仍承压.....	11
3.3 板块商誉/净资产情况:提示商誉减值风险.....	12
四、优选细分赛道：估值修复、稳健经营、高景气度下的成长性	13
4.1 PPP 回暖，关注超跌企业的估值修复.....	13
4.2 稳健经营，继续看好运营类资产——固废处理.....	17
4.3 关注高景气度行业——土壤修复市场空间进一步释放.....	21
五、环保行业评级与策略	22
5.1 维持环保行业“增持”评级.....	22
5.2 环保板块投资策略：估值修复+运营类资产+高景气度子行业.....	23
六、风险提示	25

图

图 1 2018 年年初至 12 月 06 日环保行业走势对比 (%)	7
图 2 环保板块年初至今跌幅居前 (%)	7
图 3 环保细分子版块年初至 12 月 6 日涨跌幅	8
图 4 环保板块 PE 及相对沪深 300 溢价率 (2013/12/06-2018/12/06)	8
图 5 环保板块 PB 及相对沪深 300 溢价率 (2013/12/06-2018/12/06)	9
图 6 2015-2018Q3 环保行业业绩增速 (%)	10
图 7 细分子行业 2017Q3、2018Q3 营收增速 (%)	10
图 8 细分子行业 2017Q3、2018Q3 归母净利润增速 (%)	10
图 9 2015-2018Q3 环保行业及细分行业期间费率	11
图 10 2015-2018Q3 环保细分行业财务费率 (%)	11
图 11 2015-2018Q3 环保行业及细分行业有息负债	12
图 12 2015-2018Q3 环保及细分行业有息负债/股东权益	12
图 13 2015-2018Q3 环保及细分行业应收账款	12
图 14 2015-2018Q3 环保及细分行业经营性现金流	12
图 15 环保类 PPP 项目投资额及落地率	14
图 16 PPP 三种付费机制的项目数	14
图 17 环保板块新增订单业务类型及占比 (亿元, %)	16
图 18 公司新增订单情况 (亿元)	17
图 19 公司拿单能力情况	17
图 20 2007-2016 垃圾清运量	18
图 21 各区域的城市生活垃圾清运量 (2017 数据)	18
图 22 公司垃圾焚烧运营规模: 吨/日 (2018 年中报)	19
图 23 公司吨垃圾发电量: 千瓦时 (2018 年中报)	19
图 24 固废处理企业在建、筹建项目处理规模: 吨/日	20
图 25 垃圾焚烧处理企业市场份额	21
图 26 2012-2017 年土壤修复市场订单: 亿元	22

表

表 1 环保行业政策	4
表 2 融资环境的利好政策	5
表 3 环保各细分板块的 PE (截至 12 月 6 日)	9
表 4 环保板块商誉/净资产比例分布情况	13
表 5 PPP 相关政策	15
表 6 环保上市企业可转债发行情况	15
表 7 垃圾焚烧运营业务收益估算	18
表 8 垃圾焚烧规模较大的 A 股上市公司资产负债率及现金流 情况 (2018Q3)	20

一、行业政策持续加码，融资环境有望改善

1.1 行业政策利好频出，环保推进力度不减

环保板块前三季度整体业绩承压，板块二级市场行情也持续走低，但政策上对环保行业的支持力度仍在持续加码。11月份国办出台《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》明确了生态环保为重点领域短板。环保产业发展通常由相应规划牵头，细分分子行业的政策稳步推进也体现大方向上对环保行业发展的重视。

表 1 环保行业政策

时间	政策	内容要点
2018.11	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》	明确 生态环保为重点领域短板 ，并提出了10项配套政策措施，其中包含加大在建项目和补短板重大项目的金融支持力度、合理保障融资平台公司正常融资需求、分调动民间投资积极性、规范有序推进政府和社会资本合作项目。
乡村振兴		
2018.9	《乡村振兴战略规划（2018-2022年）》	2019年国家将进一步推进乡村环境整治工作：垃圾治理方面、污水治理方面、村容村貌提升方面。
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，加快推进农村生活垃圾污水治理，解决养殖业污染、种植业污染，提升农业农村环境监管能力。
大气治理		
2018.5	《钢铁企业超低排放改造工作方案（征求意见稿）》	新建项目全部达到超低排放水平，2020年10月底前，京津冀及周边、长三角、汾渭平原等大气污染防治重点区域具备改造条件的钢铁企业基本完成超低排放改造；2022年前，珠三角、成渝、辽宁中部、武汉籍周边、长株潭、乌昌等区域基本完成；2025年前全国具备改造条件的钢铁企业力争实现超低排放。
2018.7	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	到2020年，二氧化硫、氮氧化物排放总量分别比2015年下降15%以上；PM2.5未达标地级及以上城市浓度比2015年下降18%以上，地级及以上城市空气质量优良天数比率达到80%，重度及以上污染天数比率比2015年下降25%以上
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》	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
2018.11	《长三角地区2018-2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	秋冬季期间（2018年10月1日-2019年3月31日）长三角地区PM2.5平均浓度同比下降3%左右，重度及以上污染天数同比减少3%左右。并提出要实施重点行业深度治理。
水处理		
2018.10	《城市黑臭水体治理攻坚战实施方案》	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%。2019年底，其他地级城市建成区黑臭水体消除比例显著提高，2020年底达到90%以上。

环境监测

2018.8	《生态环境监测质量监督检查三年行动计划(2018-2020年)》	对生态环境监测机构、排污单位、运维机构三类主体实行全覆盖检查,其中重点检查京津冀及周边区域、长三角区域、汾渭平原等重点区域和造纸、火电、钢铁、化工、城市污水处理等行业。
2018.10	《环保装备制造行业(污水治理)规范条件》、《环保装备制造行业(环境监测仪器)规范条件》	促进环保装备行业高质量发展。要求企业近三年利润率平均值不低于6%,并对企业技术创新能力、产品要求等方面做出要求。
2018.11	《关于统筹推进省以下生态环境机构监测监察执法垂直管理制度改革工作的通知》	2019年3月底前全面完成垂改实施工作。重点任务涉及建立省级“督政”体系,上收市、县两级环保部门的督察职能,理顺监测体系。

土壤修复

2018.9	《土壤污染防治法》	明确了政府的土壤污染防治责任,实行土壤污染防治目标责任制和考核评价制度;明确了不同情形下的土壤污染责任人和责任形式;建立了类型化的土壤污染风险管控和修复制度;建立了土壤污染防治基金制度;明确要求建立土壤污染防治标准体系和土壤污染状况监测制度。
--------	-----------	---

数据来源:政府网站,上海证券研究所

1.2 融资环境有望改善

今年以来受资金面紧张影响,环保企业业绩承压,现金流紧张,部分企业爆发流动性风险。环保行业资产负债率较高,尤其是以工程项目为主的企业,由于工程类项目往往需要前期垫资,导致环保企业通常具有较高的融资需求。在资金面紧张,融资不畅时,环保企业项目推进速度受阻、融资成本升高,而业绩承压后融资困难加剧。另一方面,高股权质押也加剧了市场对环保企业的担忧情绪。

今年10月后陆续出台了系列支持民营企业发展政策及缓解流动性风险措施,疏通了民营企业融资渠道。会计准则上明确了PPP不属于地方政府隐性债务,为PPP后续的合规推进打下基础,并再次强调对民营企业参与的PPP项目给予倾斜。即将开展的“清欠专项”活动,旨在解决政府及大国企对民营企业的款项拖欠问题,有望改善工程类企业的回款情况。环保企业的融资环境有望改善。

表 2 融资环境的利好政策

时间	政策	内容要点
2018.10	国常会指出决定设立民营企业债券融资支持工具。	由中国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。
2018.11	国常会指出即将开展专项清欠活动	解决政府部门和国有大企业拖欠民营企业账款问题

2018年12月10日

缓解流动性风险措施

2018.10	《关于支持证券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》	鼓励证券公司充分发挥专业优势，以自有资金或多渠道募集社会资金，通过成立资产管理计划等形式，参与化解民营上市公司流动性风险
2018.11	《关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》	明确了使用募集资金补充流动资金和偿还债务的监管要求。
2018.11	《关于支持上市公司回购股份的意见》	鼓励运用其他市场工具为股份回购提供融资等支持。

PPP 相关

2018.9	《关于规范推进政府与社会资本合作(PPP)工作的实施意见(征求意见稿)》	明确指出 PPP 项目形成的中长期财政支出不属于地方政府隐性债务。
2018.11	《关于加强中国政企合作投资基金管理的通知》	要求中国 PPP 基金要积极支持和服务国家重大战略、重点领域，对民营企业参与 PPP 项目要给予倾斜。不能只投大不投小、投发达不投欠发达地区、投国企参与的不投民企参与的 PPP 项目。
2018.11	《政府会计准则第 8 号——负债》	明确负债定义，指出 PPP 项目需要根据公共服务的绩效评价结果进行支付，所以签订合同时并不存在可靠金额的支付义务，因此 PPP 未来支出责任并非政府的负债。

数据来源：政府网站，上海证券研究所

二、行情回顾：环保板块走势低迷

2.1 融资难+部分企业债务问题，板块市场行情持续低迷

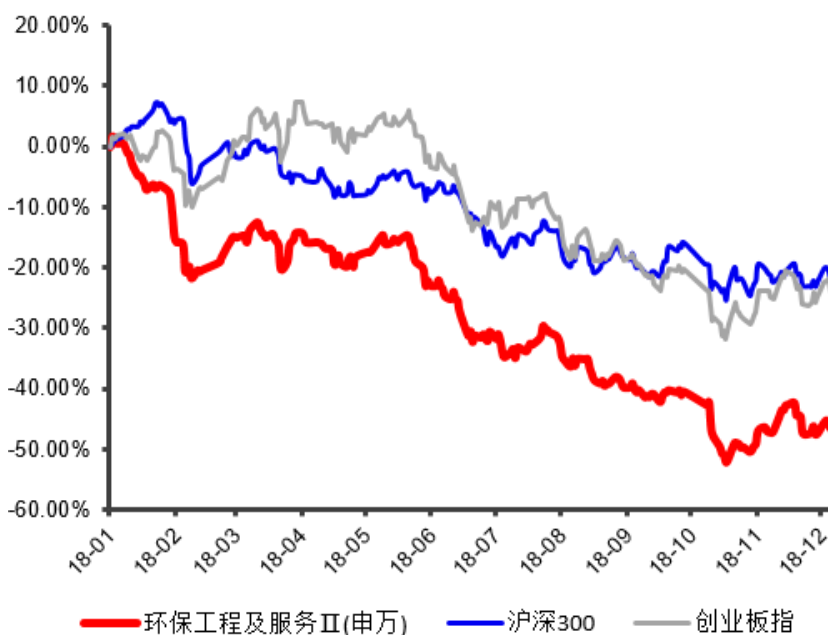
环保板块走势低迷，跌幅显著大于市场。年初以来上证综指下跌 21.22%，创业板指下跌 23.22%，沪深 300 下跌 21.06%，环保工程及服务（申万）指数下跌 45.98%，分别跑输上证综指 24.76pct、创业板指 22.76pct。

回顾环保板块行情，年初由于年报业绩不达预期板块股价大幅回调，板块第一次回暖主要是考虑上半年两会、第八次环保大会等在政策上再次明确环保行业的需求和重要性，叠加一季度业绩回暖，提振了板块行情。但受宏观信贷政策影响，企业项目推进减慢，行业龙头企业东方园林发债失利，部分企业出现债券违约，环保行业流动性风险暴发，叠加对环保企业股权质押问题的担忧，板块走势持续低迷。

10 月份以来，出台了多项缓解二级市场流动性的政策，融资利好频现，民营企业的融资环境有望改善，环保板块行情出现回暖。

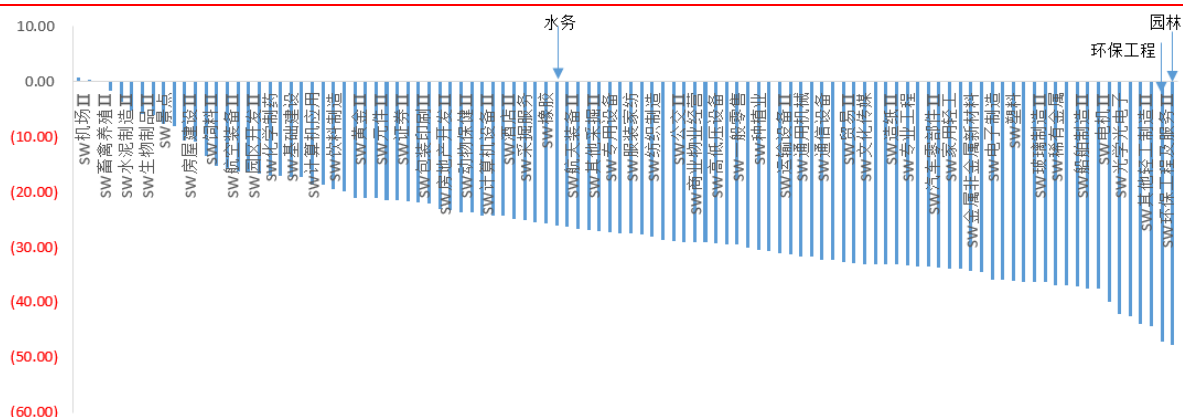
从年初至今，环保工程及服务在申万二级板块中，跌幅居 2/103 位，SW 园林工程位居 1/103 位，SW 水务位居 59/103 位。

图 1 2018 年年初至 12 月 06 日环保行业走势对比 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

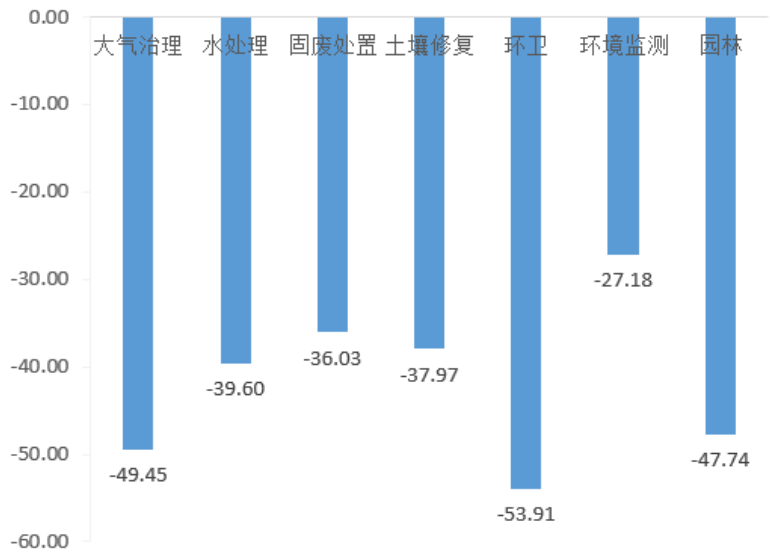
图 2 环保板块年初至今跌幅居前 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

细分子行业涨跌幅方面，我们按主营业务分为大气治理、水处理、固废处置、土壤修复、环卫、环境监测及园林子行业。2018 年年初至今环保子行业全部下跌，其中环卫下跌 53.91%，跌幅最大，园林板块次之（-49.45%）。环境监测、固废处置略好于其他板块。个股涨跌幅方面，年初至今环保板块中，仅绿色动力、华测检测、伟明环保、三只个股上涨，其中绿色动力为 2018 年上市的新股，华测检测上涨 46.99%，伟明环保上涨 14.66%；个股跌幅方面，兴源环境下跌 78.50%，盛运环保下跌 63.88%，蒙草生态下跌 63.08%。

图 3 环保细分子版块年初至 12 月 6 日涨跌幅

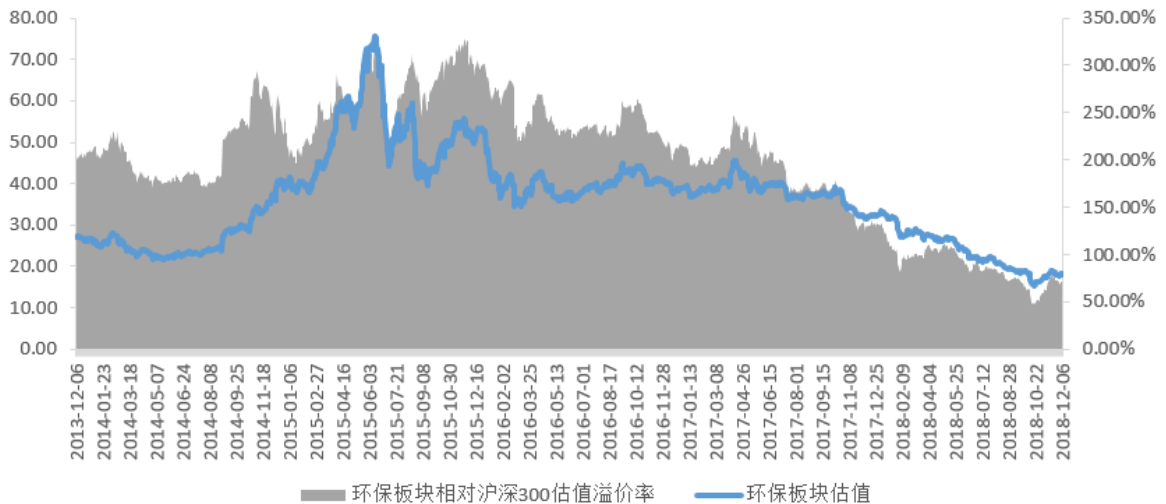


数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

2.2 板块估值接近 5 年最低位

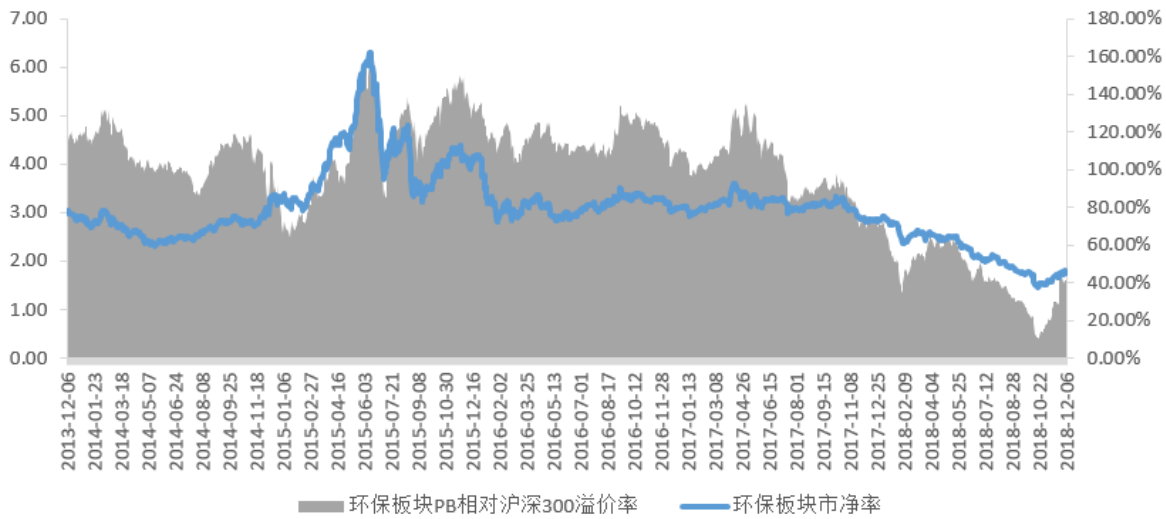
环保板块的估值及相对沪深 300 溢价率已接近五年的最低位。板块经历年初以来的深度回调后,截至 12 月 6 日,环保板块(TTM 整体法,剔除负值)市盈率为 17.90 倍,相对沪深 300 的估值溢价率为 71.61%,市净率为 1.76 (整体法,剔除负值),相对沪深 300 的估值溢价率为 41.57%,均处在历史低位,继续下调空间有限。

图 4 环保板块 PE 及相对沪深 300 溢价率 (2013/12/06-2018/12/06)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 5 环保板块 PB 及相对沪深 300 溢价率 (2013/12/06-2018/12/06)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

年初以来大盘及板块均出现大幅下跌, 细分板块方面, 环卫、园林板块 PE 较低, 为 12.31、14.92, 今年以来资金面紧张使得园林企业项目进展不及预期、融资困难, 使得其估值下降在细分板块中最为严重。在后续融资环境有望改善的预期下, 看好环保板块业绩回暖后的估值修复。

表 3 环保各细分板块的 PE (截至 12 月 6 日)

细分板块	PE	相对沪深 300PE 溢价率
水处理	18.39	76.32%
大气治理	21.41	105.27%
固废处置	18.37	76.13%
土壤修复	21.21	103.36%
环卫	12.31	18.02%
环境监测	24.13	131.35%
园林	14.92	43.05%
沪深 300	10.43	-

数据来源: Wind, 上海证券研究所

三、业绩回顾: 增速回落, 关注稳健运营子板块

3.1 三季度板块业绩增速回落, 盈利能力降低

2018 年三季度环保板块业绩增速回落, 归母净利润出现负增, 考虑宏观信贷政策收缩、PPP 监管趋严影响下, 环保项目推进进度放缓、融资成本上升等侵蚀利润。剔除一些大额亏损的企业后我们统计了环保板块 74 家上市企业, 板块 2018 年 Q3 总计实现营业收入 1455.96 亿元, 去年同期值 1242.97 亿元, 同比增长 17.14%, 业绩增速较去年同期的 33.01% 出现明显回落; 实现归母净利润

2018 年 12 月 10 日

175.24 亿元，去年同期值 175.81 亿元，同比降低 0.36%。

图 6 2015-2018Q3 环保行业业绩增速 (%)

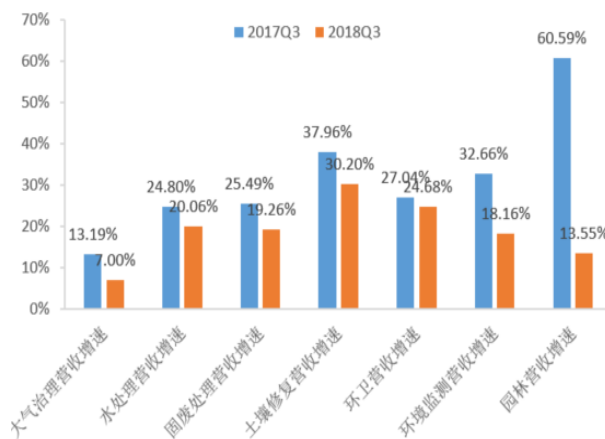


数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

从细分子行业板块来看，营收规模最大的为水处理（469.25 亿元），其次为园林（424.53 亿元），营收规模最小的为土壤修复（109.62 亿元）。从营收增速上看，土壤修复增速最高（30.20%），虽然较去年同期 37.96% 增速放缓，但基本保持了较高增长。

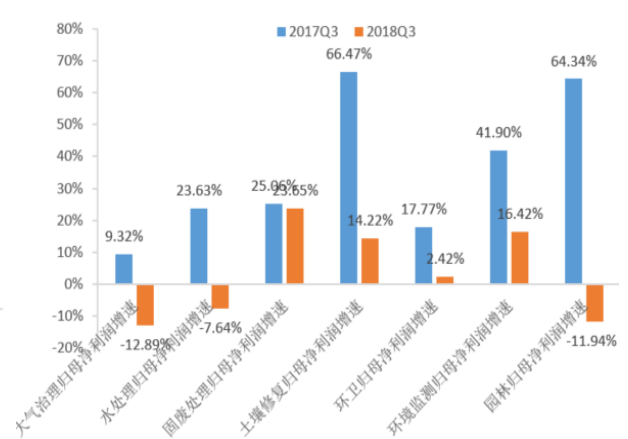
归母净利润方面，规模最大的为水处理（70.40 亿元），其次为固废处理（39.46 亿元）。增速方面，大气治理（-12.89%）、园林（-11.94%）、水处理（-7.64%），其他子版块仍保持正向增长，其中增速较高的为固废处理（23.65%）、环境监测（16.42%）。其中固废处理归母净利润增速基本保持稳定，环境监测较去年同期增速 41.90% 出现下滑。

图 7 细分子行业 2017Q3、2018Q3 营收增速 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 8 细分子行业 2017Q3、2018Q3 归母净利润增速 (%)

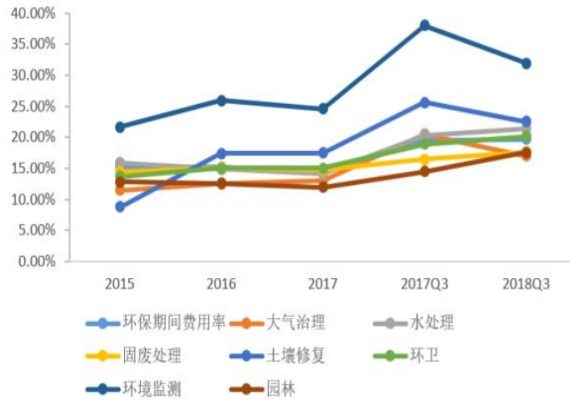


数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

费用率端，板块期间费用率较上年同期上升 0.24pct，费用率最高的为环境监测（31.90%），其次为土壤修复（22.53%），最低的大气治理（17.02%）。细分板块方面大除气治理、土壤修复、环境

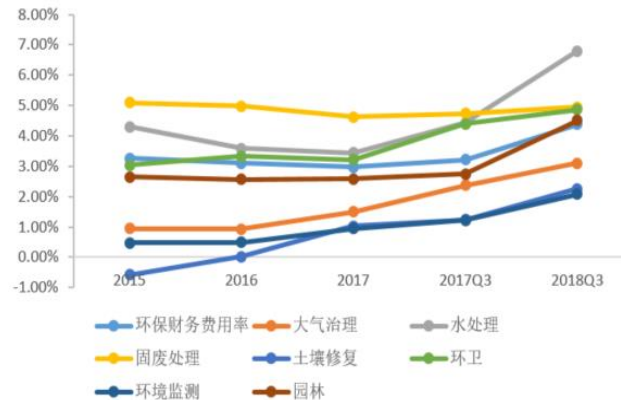
监测期间费用率下降，其余均上升，其中上升最多的为园林子行业，费用率上升 3.07pct。财务费用率，板块较上年同期增加 1.17pct，所有细分板块财务费用率均上升，其中水处理上升最多，增加了 2.36pct，园林板块次之，为 1.77pct。

图 9 2015-2018Q3 环保行业及细分行业期间费率



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 10 2015-2018Q3 环保细分行业财务费率 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

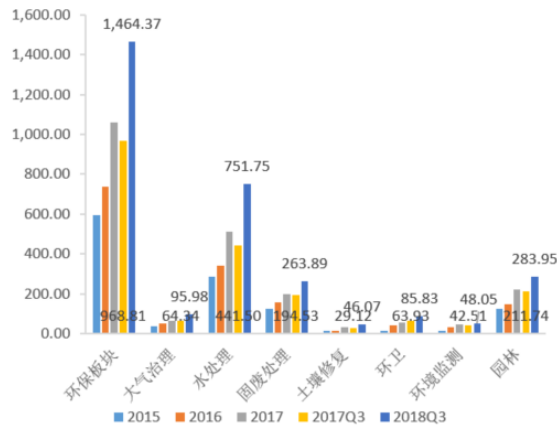
净利率端，细分板块均有所下降。净利率最高的为固废处理 (17.68%)，其中园林、大气治理净利率下降较多，分别为 3.71pct、3.03pct。**毛利率端**环保板块维持稳定，略降 0.14pct。大气治理、园林下降较多，分别为 1.41pct、0.72pct。环境监测毛利率最高，且基本保持稳定，为 37.19%，固废处理板块毛利率较去年同期提升 2.32pct。

3.2 有息负债持续走高，现金流仍承压

环保企业尤其是以工程项目为主的工程类企业通常需要前期的工程垫资，融资需求较高，且呈现出订单—融资—更大订单—融资的成长模式。统计环保及细分板块的有息负债（短期借款及长期借款），2018Q3 环保板块短期借款达到 692.93 亿元，长期借款达到 771.44 亿元，分别较上年同期增长 40.95%、61.66%，有息负债大幅增长。负债对股东权益比率 2018Q3 已达到 48.48%，已达到近三年最高水平，其后在水处理板块为 53.42%，最低的环境监测为 23.02%。

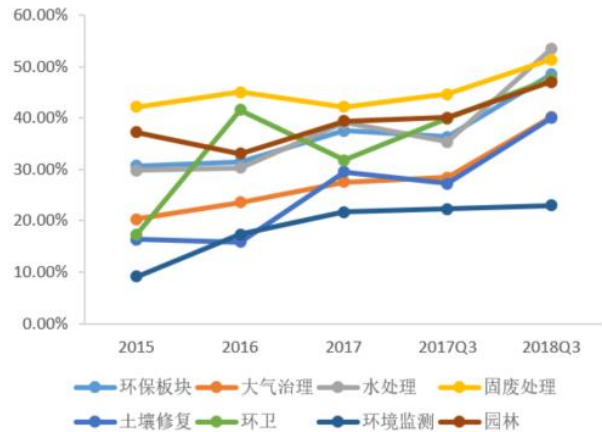
环保板块的有息负债持续走高，主要是由于环保企业工程业务规模不断扩大。从环保企业以往业绩来看，随着政策对环保的重视，市场上环保类项目不断放量，上市企业工程业务规模的扩增能有效提升业绩规模，增厚净利润，也加剧了环保企业对融资的依赖度。高企的有息债务/股东权益在当前环境下增加了企业经营风险。

图 11 2015-2018Q3 环保行业及细分行业有息负债



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 12 2015-2018Q3 环保及细分行业有息负债/股东权益

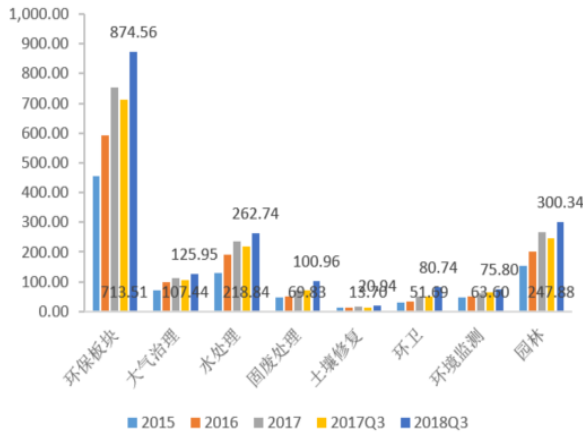


数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

环保板块应收账款增长迅速,2018Q3 板块应收账款达到 874.56 亿元,较上年同期增加 22.57%,较年初增加 16.34%。一方面也是由于资金不到位,项目推进速度受阻,项目回款不及预期。另一方面也是客户端多为政府或工业企业,环保类企业通常议价能力较低,项目回款不及时进一步增加了企业经营压力,同时又影响了融资难度,造成了负反馈的循环。

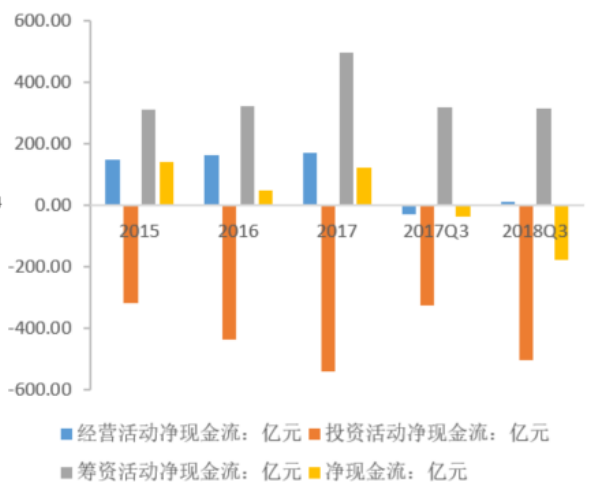
2018Q3 板块现金流持续承压,净现金流为-176.89 亿元,缺口较上年同期增加了 3.66 倍。经营性现金流净额较上年同期转正。投资活动现金流金额大幅流出。整体来看板块仍有较高的融资需求。但考虑到环保企业确认收入会集中在四季度,年报预期现金流或会有所改善。

图 13 2015-2018Q3 环保及细分行业应收账款



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 14 2015-2018Q3 环保及细分行业经营性现金流



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

3.3 板块商誉/净资产情况:提示商誉减值风险

近期证监会发布了《会计监管风险提示第 8 号——商誉减值》,对商誉减值的会计处理及信息披露、商誉减值事项的审计、与商誉减值事项相关的评估方面做了详细的说明,以强化商誉减值的会计监管。

统计 80 家 A 股环保上市公司的 2018Q3 商誉情况。板块商誉合计为 280.50 亿元，净资产为 3503.73 亿元，商誉/净资产比例为 8.01%。剔除 21 家没有商誉的环保企业后，商誉/净资产比例为 10.06%。

仅有理工环科商誉/净资产比例超过 50%，板块中比例在 10% 以上的企业共有 26 家，占环保企业数目的 32.5%。除理工环科外，比例在 (30%，50%] 之间的企业仍有 4 家。

表 4 环保板块商誉/净资产比例分布情况

区间分布	公司个数	公司
>50%	1	理工环科
(30%，50]	4	天瑞仪器、兴源环境、清水源、三维丝
(10%，30]	21	(前三位) 中持股份、维尔利、东江环保
(0,10%]	33	-

数据来源：Wind 上海证券研究所

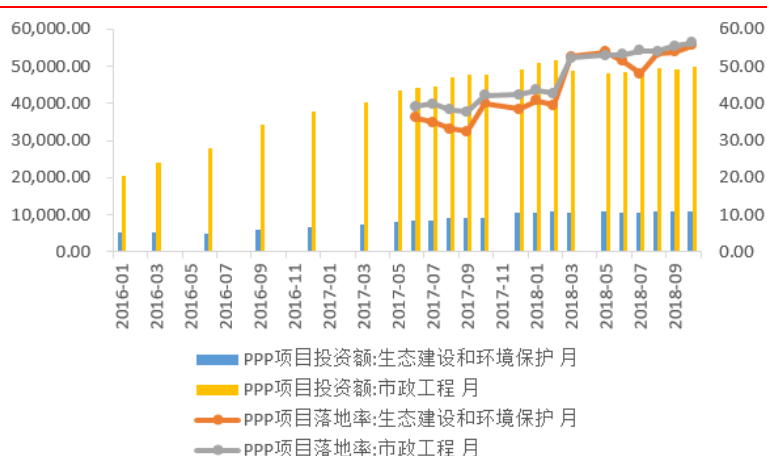
以往我们认为环保企业受政策影响推动，随着市场上的环保项目放量，上市公司通过加大融资不断加持项目扩张，有利于公司规模、市场份额的提升，但从去年年末开始，从 PPP 清库行动、到宏观资金面收紧、规范商誉减值，都体现出“量”与“质”平衡的重要性。前期 PPP 模式推出，环保企业上马大量项目，抢占市场份额，企业与企业之间的技术及产品同质化较严重，竞争力更多体现在资金实力上——有足够的资本维持项目的市场扩张。PPP 清库实际也是从项目层面进行优化，提质重效，重视项目的运营及盈利属性，是重项目的质量。今年以来，资金面收紧，企业高杠杆下的流动性风险爆发，是重视资产的质量。从三季报的数据来看，环保企业的现金流压力仍大，但后续随着融资环境的宽松，以及政府对民企项目的“清欠活动”的展开，压力或有缓解，但也对环保企业的项目运营能力、战略制定能力提出了更高要求，需要更注意兼顾业务规模与负债规模的平衡性。

四、优选细分赛道：估值修复、稳健经营、高景气度下的成长性

4.1 PPP 回暖，关注超跌企业的估值修复

PPP 项目投资额目前较稳定，落地率稳中略升。截至 2018 年 10 月，生态建设和环境保护类 PPP 项目投资额为 10,859 亿元，环比降低 2%，基本平稳，落地率为 55.53%；市政工程类 PPP 项目投资额为 49,482.71 亿元，环比增加 1%，落地率为 56.30%。

图 15 环保类 PPP 项目投资额及落地率



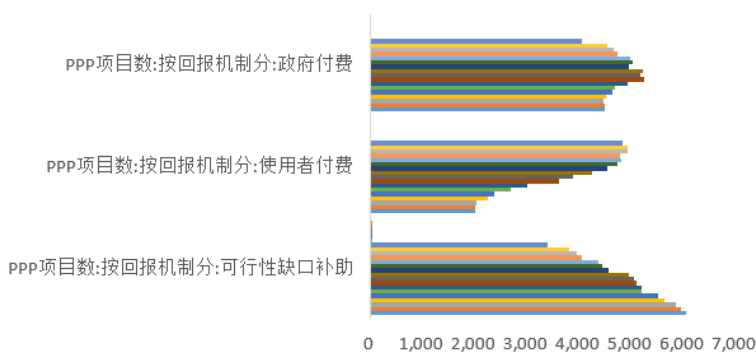
数据来源：年报，上海证券研究所

未来 PPP 项目将更重合规，强化运营属性。

在 PPP 规范性政策搭建好之后，PPP 政策不改积极态势，回归常态，对于“原则上不开展完全政府付费类”项目，今后使用者付费、可行性缺口补助付费机制的项目有望增加，利好环保运营类 PPP 中的污水处理、垃圾焚烧类业务，运营类 PPP 项目收费定价机制透明、有稳定现金流，随着 PPP 规范政策的执行深入，运营能力强的龙头公司或将受益。另一方面，PPP 条例有望年内出台，进一步夯实 PPP 发展基础，也将带来正面预期。

统计 2017 年 3 月至 2018 年 10 月 PPP 不同付费机制的项目数，可以看到今年政府付费项目 2018 年以来逐渐减少，使用者付费项目表现逐月下降趋势。这主要是由于使用者付费机制对项目本身的条件要求较高，成本收益的实现需要依靠向用户直接收取，社会资本将承担大部分的市场风险，实施时通常会叠加可行性缺口补助。

图 16 PPP 三种付费机制的项目数



数据来源：年报，上海证券研究所

2017 年年末起陆续出台的 PPP 规范文件及展开的清库行动，生态环保作为 PPP“重镇”，受到一定影响。PPP 监管核心围绕政府债务问题。规范 PPP 运作强调了项目的运营性，“不得约定将项目运营责任返包给政府方出资代表承担或另行制定社会资本方以外的第三方承担”。也规避了非专业企业强行涉足生态环保行业再转包的情况。规范化 PPP 运作为具有优质运营经验，拿单能力强的上市企业塑造了更好的行业环境。

政府负债方面，政策明确合规的 PPP 项目，由于运营期绩效考核的存在，政府不承担未来刚性支出义务，其支出不构成地方政府债务，为后续 PPP 的合规推进解除了疑虑。

表 5 PPP 相关政策

时间	政策文件	发文单位	重点内容
2017.11	关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知（92 号文）	财政部	严格新项目入库标准：不适宜采用 PPP 模式实施；前期准备工作不到位；未建立按效付费机制。集中清理已入库项目，存在未按规定开展“两个论证”、不宜继续采用 PPP 模式实施、不符合规范运作要求、构成违法违规举债担保、未按规定进行信息公开以及不符合入库标准的项目予以清退。
2017.12	关于加强中央企业 PPP 业务风险管控的通知（192 号文）	国资委	严格规模控制，防止推高债务风险：入中央企业债务风险管控范围的企业集团，累计对 PPP 项目的净投资原则上不得超过上一年度集团合并净资产的 50%，明确相关子企业 PPP 业务规模上限；资产负债率高于 85% 或近 2 年连续亏损的子企业不得单独投资 PPP 项目。
2018.02	关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知	发改委	规范以政府和社会资本合作（PPP）项目发行债券融资。严格 PPP 模式适用范围，审慎评估政府付费类 PPP 项目、可行性缺口补助 PPP 项目发债风险，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。
2018.03	关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知	财政部	要求国有金融企业应以 PPP 项目规范运作为融资前提条件，对于未落实项目资本金来源、未按规定开展物有所值评价、财政承受能力论证的，物有所值评价、财政承受能力论证等相关信息没有充分披露的 PPP 项目，不得提供融资。资金审查方面，若发现存在以“名股实债”、股东借款、借贷资金等债务性资金和以公益性资产、储备土地等方式违规出资或出资不实的问题，国有金融企业不得向其提供融资。
2018.09	《关于规范推进政府与社会资本合作（PPP）工作的实施意见（征求意见稿）》	财政部	明确规范的 PPP 项目形成中长期财政支出事项不属于地方隐性债务，原则上不再开展完全政府付费项目。
2018.11	《政府会计准则第 8 号——负债》	——	合规的 PPP 项目，由于运营期绩效考核的存在，政府不承担未来刚性支出义务，其支出不构成地方政府债务

数据来源：政府网站，上海证券研究所

融资端，上市公司可转债截至 2018 年 12 月 6 日，已有高能环境、岭南股份、博世科、铁汉生态、雪迪龙、伟明环保完成发行。当前仍有联泰环保等 8 家公司还有可转债仍待发行，规模合计 115.6 亿元，发行完成后，将在一定程度上缓解上市公司资金压力。

表 6 环保上市企业可转债发行情况

证券代码	证券简称	可转债发行状态	发行规模（亿元）
603588.SH	高能环境	发行	8.4

002717.SZ	岭南股份	发行	6.6
300422.SZ	博世科	发行	4.3
002658.SZ	雪迪龙	发行	5.2
603568.SH	伟明环保	发行	6.7
300197.SZ	铁汉生态	发行	11
603797.SH	联泰环保	证监会核准	3.9
300237.SZ	美晨生态	证监会核准	7
603817.SH	海峡环保	证监会核准	4.6
600323.SH	瀚蓝环境	证监会受理	10
601200.SH	上海环境	证监会受理	22.1
300437.SZ	清水源	预案	4.9
300692.SZ	中环环保	预案	2.9
600388.SH	龙净环保	预案	18
合计			115.6

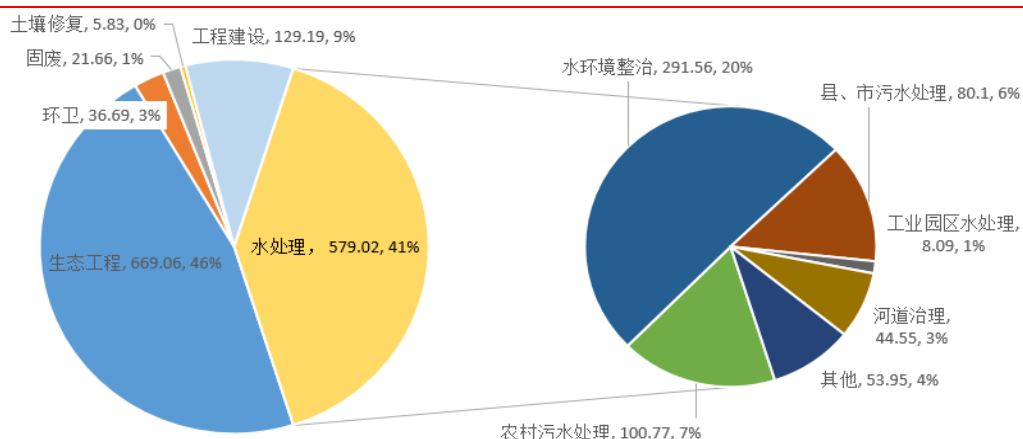
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

PPP 回暖预期下, 优选以水处理类 PPP 业务为主的公司标的。

我们统计了前三季度环保板块新增订单, 全部订单金额为 1441.45 亿元, 其中涉及水处理业务的订单金额达 579.02 亿元, 占比达到 40.17%。生态工程项目订单金额达到 669.06 亿元, 占比 46.41%。环卫金额为 36.69 亿元, 固废处理金额为 21.66 亿元。

从订单金额看生态工程和水处理仍是订单的主要业务类型。水处理中水环境整治业务占比最大, 主要是流域类水体的水环境综合整治订单平均金额大, 为 14.68 亿元。随着政策对农村人居环境的重视度加强, 在城市污水处理率基本达到要求后, 水环境治理不断向乡镇下沉, 今年以来农村污水处理订单金额达到 100.77 亿, 占全部污水处理类订单的 55.71%, 且乡镇污水处理常为连排连片打包处理, 订单平均金额一般较大, 统计订单均价为 7.20 亿元, 而县市污水处理的订单均价仅为 4.71 亿元。

图 17 环保板块新增订单业务类型及占比 (亿元, %)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

公司拿单方面, 拿单金额最高的为东方园林, 新增订单 400.3 亿元。以新增订单/市值作为拿单能力衡量指标, 则拿单能力最强的为棕榈股份, 达 181.74%, 其次为博天环境, 占比为 151.89%。拿

单能力呈阶梯式分布，我们取 100% 以上的为第一梯队，即棕榈股份、博天环境、铁汉生态、东方园林、天域生态、国祯环保、岭南股份。

区分不同项目的付费方式，优选标的。拿单能力第一梯队的公司中，棕榈股份、铁汉生态、天域生态、岭南股份 PPP 业务主要集中在环境综合整治、生态工程，其付费模式主要是可行性缺口补助、政府付费。通过整理订单公告，工业用水处理、县市污水处理付费机制通常为使用者付费+可行性缺口补助，农村污水处理付费机制通常为政府付费。第一梯队中博天环境、国祯环保 PPP 业务主要集中在水处理。

图 18 公司新增订单情况 (亿元)

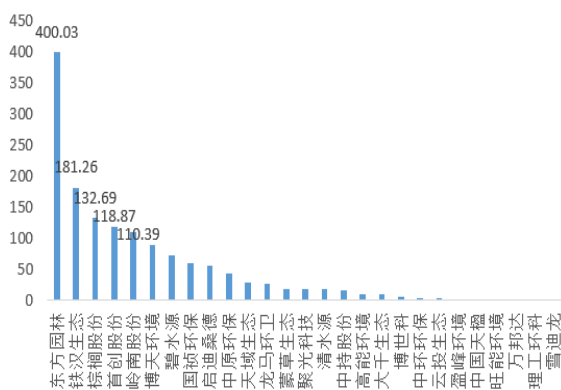
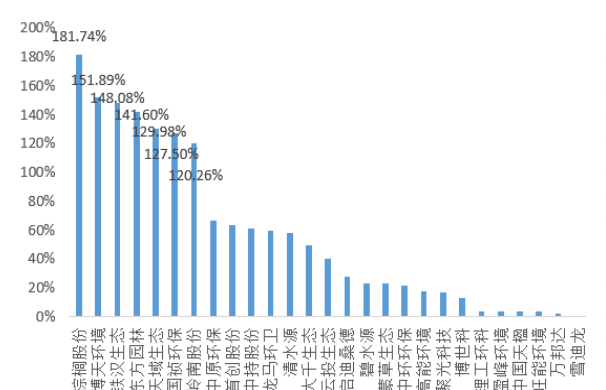


图 19 公司拿单能力情况



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

4.2 稳健经营，继续看好运营类资产——固废处理

从 2018Q3 数据来看，固废处理板块子行业仍保持了较稳定的归母净利润增长 (23.65%)，是环保板块中稳健的运营类资产。固废处理类环保企业对盈利模式清晰，生活垃圾焚烧业务收入主要来源于垃圾处理费及焚烧发电费，盈利保障力度较大，企业现金流相对充裕。当前生活垃圾处置方式还是以填埋为主，但出于对垃圾减量化、清洁、环保处理的考虑，垃圾焚烧处理方式正在不断推广。

生活垃圾清运量方面，2007 年-2016 年 (暂无 2017 年县城清运量数据)，我国城市和县城生活垃圾清运量由 22,325 万吨增加到 27,028 万吨，2016 年同比增长 4.77%，10 年复合增长率为 1.93%，其中城市生活垃圾清运量复合增速为 2.96%。2017 年城市生活垃圾清运量同比增长达到 5.69%，可以看到城市生活垃圾处理需求增长较快。从区域上看，华东地区的清运量占比达到 32%，远高于其他区域。

图 20 2007-2016 垃圾清运量

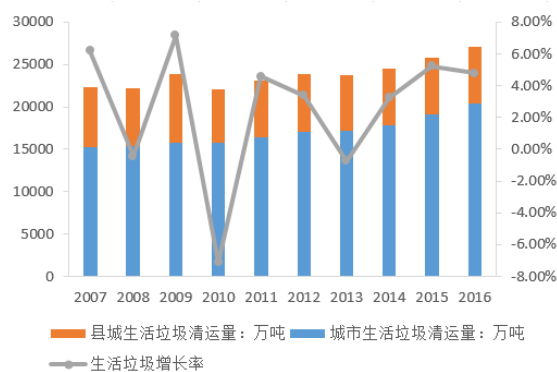
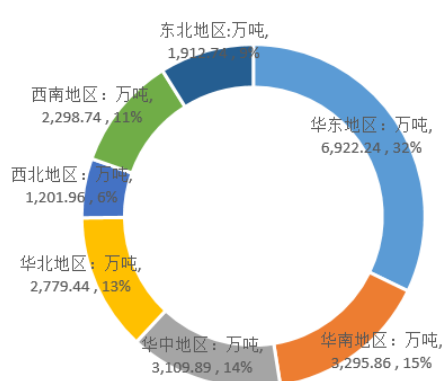


图 21 各区域的城市生活垃圾清运量 (2017 数据)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

统计局 2016 年数据来看, 2016 年垃圾焚烧处理能力为 25.59 万吨/日, 虽然生活垃圾无害化处理率已达到 96.6%, 但垃圾焚烧处理率仅为 37.5%, 仍有较大提升空间。区域上看垃圾焚烧占比高的省份还是沿海发达地区, 如江苏、浙江、福建, 焚烧处理方式的占比能达到一半以上。

垃圾焚烧的模式通常是 BOT、委托运营、PPP, 细分行业的市场空间可按运营和工程两类测算。

根据《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》, 到 2020 年底全国城镇生活垃圾焚烧处理设施能力占无害化处理总能力 50% 以上, 其中东部地区占 60% 以上。规划中指出 2020 年垃圾焚烧处理能力须达到 59.14 万吨/日, 2016 年焚烧处理能力为 25.59 万吨/日, 为达到这一目标, “十三五”期间, 生活垃圾焚烧处理能力年复合增长率将至少需要达到 23.30% 的增速。

对垃圾焚烧行业的运营业务收入进行粗略估算。参数设置上:

1) 2017-2020 年垃圾处理能力按照 23.30% 增速预估; 2) 垃圾焚烧负荷率参考 2016 年负荷率 (焚烧处理量/焚烧处理能力) 78.99%, 估算采用 80% 的负荷; 3) 垃圾焚烧处理单价行业, 参考中国环联发布的《全国生活垃圾焚烧价格指数》(2012-2017) 中 2017 年中标项目平均处理费价格 65.44 元/吨, 综合考虑垃圾焚烧排放标准趋严下价格提升, 及市场竞争下对价格的压制, 保守估计以 70 元/吨作为 2018 年之后的平均处理单价; 4) 发电量通过入场垃圾处理量折算, 每吨生活垃圾折算上网电量为 280 千瓦时, 上网电价执行全国统一垃圾发电标杆电价 0.65 元/千瓦时 (发改委:《关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》), 其余部分电量按同类燃煤机组上网电价结算。估算时仅按 280 千瓦时/吨, 0.65 元/千瓦时预估。

垃圾焚烧发电行业运营端受益焚烧处理能力的稳健增长, 保守估计下 2018-2020 三年运营端收益达 1000 多亿。

表 7 垃圾焚烧运营业务收益估算

区间分布	2016	2017	2018	2019	2020
垃圾焚烧处理能力: 万吨	9340.35	11,516.38	14199.36	17,507.39	21,586.10
垃圾焚烧负荷	80%	80%	80%	80%	80%

垃圾焚烧处理量: 万吨	7,472.28	9213.10	11,359.49	14005.91	17268.88
垃圾焚烧处理单价: 元/吨	64.55	70.00	70.00	70.00	70.00
垃圾焚烧处理收益: 万元	482,335.67	644,917.16	795,163.97	980,413.88	1,208,821.60
垃圾焚烧处理量: 万吨	7,472.28	9,213.10	11,359.49	14,005.91	17,268.88
折算上网电量: 千瓦时/吨	280.00	280.00	280.00	280.00	280.00
总发电量(万 千瓦时)	2,092,238.40	2,579,668.66	3,180,655.89	3,921,655.54	4,835,286.40
上网电价: 元/千瓦时	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65
售电效益: 万元	1,359,954.96	1,676,784.63	2,067,426.33	2,549,076.10	3,142,936.16
市场空间: 亿元	184.23	232.17	286.26	352.95	435.18

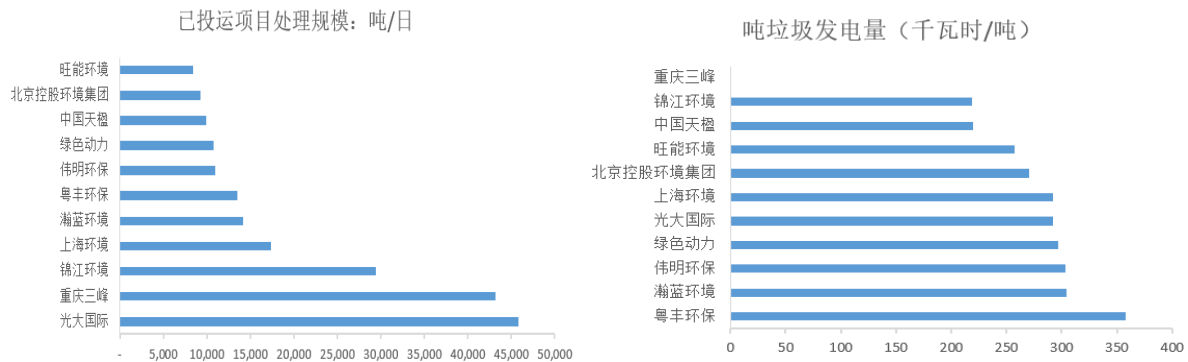
数据来源:《全国生活垃圾焚烧价格指数》(2012-2017), 政府网站, 上海证券研究所

从垃圾焚烧设备投入、工程施工方面看,《关于可再生能源发展“十三五”规划实施的指导意见》中对全国“十三五”期间城市生活垃圾焚烧发电新建项目进行了统一规划,规划新增城市生活垃圾焚烧发电项目 529 个,新增装机规模 1022 万千瓦,《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》中也明确对无害化处理设施建设的投资,其中新建处理设施投资额达到 **1699.3 亿元**。

垃圾焚烧作为典型的环保运营类行业,现金流量好,行业成长性高,行业增长空间确定性较强,今年以来板块股价也有了深度调整,看好细分行业的投资机会,精选稳增长型个股。

增长型公司盈利能力的关键指标我们统计了公司(其中重庆三峰由于不是上市公司,吨垃圾发电量没有披露、启迪桑德未详细披露)投入运营项目规模、吨垃圾发电量,其中吨垃圾发电量是按发电量与入场垃圾进行计算。A 股上市公司处理规模较大的为上海环境、瀚蓝环境、伟明环保,单吨垃圾发电量较大的为瀚蓝环境、伟明环保、上海环境。

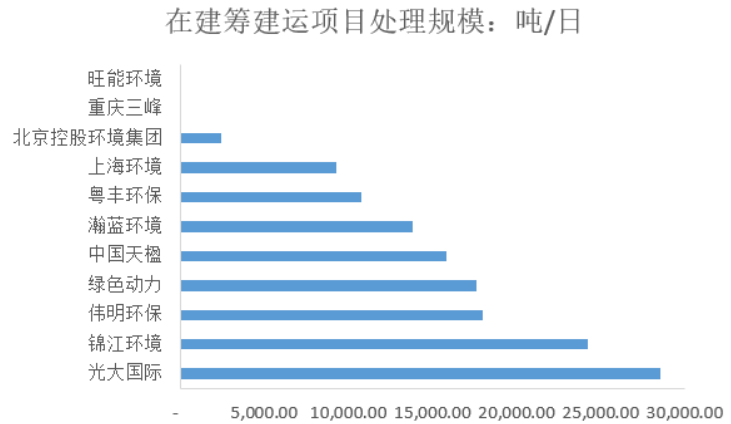
图 22 公司垃圾焚烧运营规模:吨/日 (2018 年中报) 图 23 公司吨垃圾发电量:千瓦时 (2018 年中报)



数据来源: 年报, 中国固废 E20 研究院, 上海证券研究所

比较其在建、筹建垃圾处理规模,光大国际、锦江环境规模较大,主要为筹建项目,其中在建规模分别为 1.37 万吨/日、0.54 吨/日。A 股上市公司中,伟明环保、绿色动力在手项目充足,为业绩持续增长提供支撑。

图 24 固废处理企业在建、筹建项目处理规模：吨/日



数据来源：年报，上海证券研究所

固废处理板块资产负债率为 54.88%，旺能环境、上海环境、伟明环保均低于行业平均水平。固废企业回款有保障，项目一旦进入运营期，经营活动现金流情况则表现较好，垃圾焚烧业务一般为 BOT 模式，项目建设的资金通常依赖负债，在经历今年以来的信贷紧缩后，警惕企业过度拓展，重申现金为王。

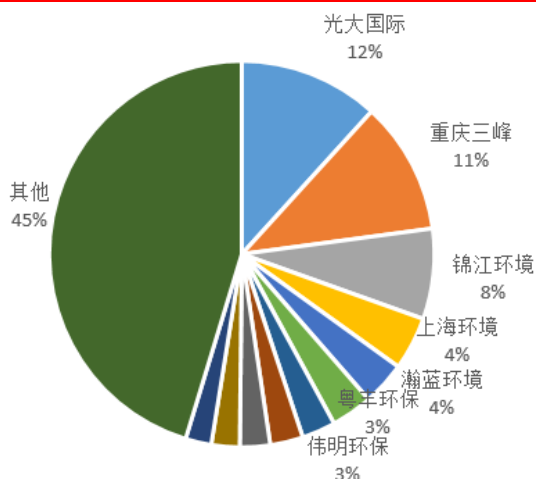
表 8 垃圾焚烧规模较大的 A 股上市公司资产负债率及现金流情况 (2018Q3)

公司代码	公司名称	资产负债率	现金流：亿元			
			经营活动 净现金流	投资活动 净现金流	筹资活动 净现金流	经营活动净现金流/营收
002034.SZ	旺能环境	38.41	3.03	-12.06	5.76	49.32
601200.SH	上海环境	49.30	6.12	-16.48	13.29	33.37
603568.SH	伟明环保	43.11	3.42	-5.06	2.28	29.23
600323.SH	瀚蓝环境	58.45	9.42	-16.37	5.54	26.28
000035.SZ	中国天楹	61.66	3.13	-5.18	-6.89	22.86
601330.SH	绿色动力	64.53	-2.77	-6.24	8.87	-35.53

数据来源：2018 三季报，上海证券研究所

固废处理板块中，垃圾焚烧子行业市场较为分散，龙头企业的集中度 CR4 仅为 35%，但龙头企业在手项目充足，待后期投产后，龙头企也市场份额有望大幅提升。

图 25 垃圾焚烧处理企业市场份额



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

4.3 关注高景气度行业——土壤修复市场空间进一步释放

《土壤法》落地加速市场空间释放

2016 年“土十条”出台，明确要求到 2020 年实现受污染耕地安全利用率达到 90% 左右、污染地块安全利用率 90% 以上；到 2030 年，实现受污染耕地、污染地块安全利用率均达到 95% 以上。提出**实施农用地分类管理**。根据污染程度分别划定为优先保护类、安全利用类、严格管控类。**以耕地为重点**，分别采取相应管理措施，保障农产品质量安全。**着力推进安全利用**，到 2020 年轻度和中度污染耕地实现安全利用的面积达到 4000 万亩。**有序开展治理与修复**，农用地方面，到 2020 年受污染耕地治理与修复面积达到 1000 万亩。年内污染地块、农用地、工矿用地共 3 个土壤环境管理办法全部出台。

2018 年《土壤法》出台，自 2019 年 1 月 1 日起施行。从产生污染、现场调查监测、废物处置收集过程、效果评估、土地使用、生产经营等各环节对**责任人进行了责任范围认定，建立了污染责任人制度**，并指出土壤污染责任人无法认定的，土地使用权人应当实施土壤污染风险管控和修复。建立了土壤污染风险管控和修复制度、土壤污染环评、监测制度及土壤污染防治基金制度，专业地规定了地块修复、污染防治措施，强调了评估与监测的重要性，保障了无法认定土壤污染责任人的地块的修复资金，随着后续配套文件的逐步落地，看好土壤修复市场的加速释放。

十三五规划助推生活垃圾处理设施的存量整治

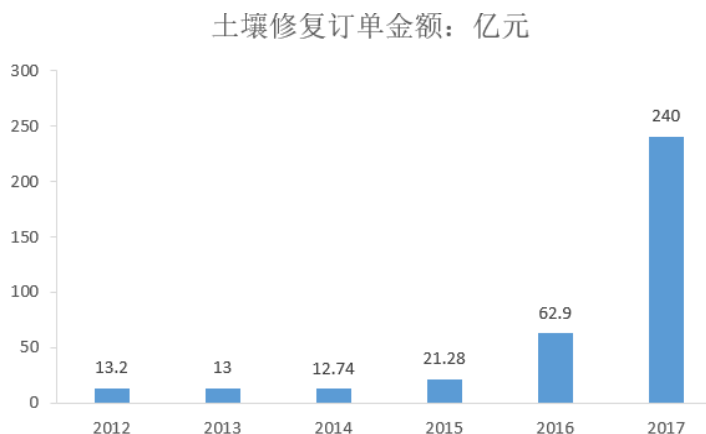
存量垃圾填埋场的治理，业内通常的做法为封场他用或陈腐垃圾处理后进行填埋场再次利用。垃圾填埋场的封场通常经历沼气处理、渗滤液处理以及覆土他用或植被绿化环节。尤其是渗滤液的防渗处理，能够避免对地下水及土壤的侵害，因此市场上通常也是由土壤修复企业承做垃圾填埋场的封场项目。

《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》明确指出，“十三五”期间预计实施存量治理项目 803 个，全国城镇

生活垃圾无害化处理设施建设存量整治工程投资 241.4 亿元，“十三五”期间拟封场处理能力 16.31 万吨/日。

据中国产业信息网统计行业订单，2017 年订单金额出现激增，金额近 2016 年的四倍。从上市公司订单来看，今年以来高能环境已中标土壤修复订单 14.7 亿，2017 年披露的中标公告统计金额仅为 3.34 亿元。

图 26 2012-2017 年土壤修复市场订单：亿元



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

2014 年发布的《全国土壤污染状况调查公报》数据显示土壤总的超标率为 16.1%，污染类型以无机型为主，复合型污染比重较小。从污染分布情况看，南方土壤污染重于北方；长江三角洲、珠江三角洲、东北老工业基地等部分区域土壤污染问题较为突出，西南、中南地区土壤重金属超标范围较大。从不同土地类型来看，耕地土壤点位超标率最高，为 19.4%。其他林地、草地、未利用地超标率均在 10% 以上。该份调查公报指出样本重污染企业用地及周边土壤超标点位占比达 36.3%，样本工业废弃地超标点位占比 34.9%，样本工业园区土壤超标率为 29.4%，样本固体废物集中处置场地超标点位占比为 21.3%。

技术方面，有机污染场地修复技术常用技术：热脱附、蒸气浸提、化学氧化、化学还原、光催化降解等技术路线。**重金属污染场地修复技术常用技术：**固化稳定化、淋洗、电动力学等技术路线。**重金属污染农田修复技术方面，**目前镉污染、砷污染农田修复技术较为成熟，常用技术为钝化、超积累植物提取、低吸收农作物品种选育栽培等。

原位处理是目前土壤修复技术的一个趋势，上市公司中高能环境、永清环保的原位处理技术已有较成熟的项目应用。

五、环保行业评级与策略

5.1 维持环保行业“增持”评级

当前环保行业估值已处在 5 年历史低位，今年以来环保股大幅下跌，考虑一方面是宏观信贷收缩影响，环保企业融资难，推升费

用率侵蚀企业利润，叠加 PPP 严监管下项目进度减慢，另一方面部分企业已发生流动性风险，也加剧了市场对环保板块高负债扩张模式的担忧情绪发酵。近期随着支持民营企业发展系列政策的出台，融资环境有望改善。在 PPP 规范性政策搭建好之后，明确合规的 PPP 项目不纳入地方政府负债，有利于后续继续推进 PPP 项目。叠加即将开展的“专项清欠”活动，我们认为此次之后，PPP 项目将更加重“质”，强化运营属性，从付费机制角度看，今后使用者付费、可行性缺口补助付费机制的项目有望增加，如污水处理、垃圾焚烧类业务。政策大方向上明确环保是重点领域短板，环保工作仍是刚需，《土壤法》的落地，将进一步释放土壤修复的市场空间，目前土壤修复市场相较其他环保细分行业，量级较小，但随着政策加码，需求释放，其未来市场有望高速增长。当前时间节点下，板块估值下调空间有限，融资环境具有改善预期，看好环保板块细分行业的投资价值，继续维持环保行业“增持”评级。

5.2 环保板块投资策略：估值修复+运营类资产+高景气度子

行业

(1) 估值修复：看好水处理类 PPP 业务为主的标的公司

环保板块细分行业之间的联动性较小，我们可以看到在这一番信贷收缩下，园林及水务细分板块由于工程类项目较多，且深度参与 PPP 模式，净利润影响及现金流压力都较大，二级市场也从年初开始降幅较大，随着后续融资环境的改善，流动性风险的缓解，企业业绩有回暖预期。

具体投资策略思路是政策传导下 PPP 项目推进回暖——重回轨道的 PPP 项目将更重合规、强化运营——付费机制上倾向使用者付费、可行性缺口补助付费机制——优选水处理类 PPP 业务为主的公司的——以订单金额/市值比较上市公司拿单能力。

选取订单金额/市值比值大于 100% 的公司与项目运营属性、付费机制做交集，筛选投资标的。

相关标的：国祯环保(300388.SZ)：公司前三季度实现营收 24.9 亿元，同比增长 73.81%，归母净利润 2.28 亿元，同比增长 127.68% 亿元。公司工程+运营持续高增长，运营端前三季实现营收 8.78 亿元，同比增长 43.4%，工程端同比增长 140.01%，工程业绩放量。公司在手订单充足，期末订单中工程类、特许经营类未完成订单分别为 45.57 亿元、53.43 亿元，支撑公司未来业绩。

(2) 再申现金为王观点，看好稳健运营类资产——垃圾焚烧发电

从中报业绩来看，固废板块的归母净利润近几年都保持在一个稳定的增长水平（20%左右），盈利模式清晰，生活垃圾焚烧业务收

入主要来源于垃圾处理费及焚烧发电费，盈利保障力度较大，企业现金流相对充裕，是环保板块中稳健的运营类资产。

受益于“十三五规划”对垃圾焚烧处理的推广，我们测算了垃圾焚烧运营端、工程端2018-2020年间市场空间分别能达到1000多亿，垃圾年处理规模或有20%以上增幅。

通过比较上市公司垃圾焚烧发电项目投入运营规模、吨垃圾发电量、在建筹建项目，筛选排位较前的A股上市公司。我们测算目前行业集中度仍较低，CR4仅为35%，但龙头企业在手项目充足，待后期投产后，龙头企业市场份额有望提升。

相关标的：伟明环保（603568.SH）：公司2018年前三季度实现营收11.70亿元，同比增长62%；归母净利润5.77亿元，同比增长52.57%；扣非后归母净利润5.68亿元，同比增长55.11%。公司专注垃圾焚烧发电业务，在手订单充足，新拓展垃圾焚烧项目规模合计6200吨/日，业务规模持续增长。核心设备由公司自主研发，公司毛利率水平为行业领先，现金流稳健。此外，公司凭借优秀的运营能力外延进入渗滤液、餐厨垃圾等领域，看好公司主营业务与新进业务协同发展。公司可转债发行获证监会审核通过，发行总额不超过人民币6.7亿元，促进项目落地。

（3）高景气度子行业——《土壤法》落地，土壤修复市场增长下的投资机会

随着《土壤法》及其配套文件落地，将助推土壤修复市场进一步释放，另一方面十三五规划助推生活垃圾处理设施的存量整治。业内通常的做法为封场他用或陈腐垃圾处理后进行填埋场再次利用。垃圾填埋场的封场的渗滤液的防渗处理，能够避免对地下水及土壤的侵害，因此市场上通常也是由土壤修复企业承做垃圾填埋场的封场项目。《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》明确指出“十三五”期间拟封场处理能力16.31万吨/日。

近两年市场上土壤修复订单增长迅速，2016年订单金额累计62.9亿元，2017年为240亿元。对上市企业来说，高能环境今年以来土壤修复订单已公告15.58亿，去年公告仅3.34亿元。虽然土壤修复的市场相对其他细分子行业较小，但看好其行业高速增长下优质企业的投资机会。

相关标的：高能环境（603588.SH）：公司前三季度实现营业收入22.35亿元，同比增加47.10%，实现归母净利润2.41亿元，同比增加86.49%。环境修复板块方面，受《土壤污染防治法》出台影响，土壤修复市场行情景气度高，今年以来环境公司修复订单持续落地，截至2018年12月8日，公司新签环境修复订单合计14.7亿元。

其中苏州溶剂厂原址南区地块污染土壤及地下水治理修复项目，规模达 3.97 亿元，是目前业内单体金额最大的环境修复订单，再次彰显公司土壤修复龙头的竞争优势。此外，城市环境板块方面，中报披露公司城市环境订单金额同比增长 116%，工业环境的新增订单据公司中报披露增速为 133%，公司三大业务板块齐头并进，在手订单充足，项目拓展有序，看好公司业绩继续高增。

六、风险提示

环保政策推进不及预期的风险；宏观信贷政策变化的风险；行业竞争加剧的风险等。

分析师承诺

冀丽俊，熊雪珍

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20% 以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10% 以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10% 以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。