

稳中求胜，拨云方见日

业绩增速下滑，板块估值创新低

今年环保板块进入回调阶段，从一月份以来整体一路走低，表现不如大盘，截至 2018 年 11 月 29 日，中信环保指数自年初累计下跌 45.70%，沪深 300 指数累计下跌 22.16%，环保板块落后大盘 23.54 个百分点。目前行业估值水平仍处于低位，18 年环保板块整体估值从 35 倍一度跌至不到 20，未来有较大的修复空间。在国家相关政策的推动下，融资边际改善，PPP 市场将重新受到各方重视，有望成为环保行业的一个增长机会。

去杠杆融资紧缩，政策利好频至有望带来边际改善

金融去杠杆影响大，环保板块行情低迷。自 2017 年底发端的新一轮去杠杆，对 2018 年环保行业的融资产生了深重影响。截至 2018 年度中期，去杠杆已经推进了大半年，环保企业纷纷表示“缺钱”。环保行业 PPP 受到融资环境紧缩及工程进度拖累，行业颓势明显。但三季度后期，政策上对融资环境的改善以及 PPP 相关政策的逐步出台，环保企业有望解决融资难困境。

18 年是“十三五”中期考核年，黑臭治理及农村污染治理是短板“水十条”、“十三五规划”等各项政策中对于黑臭水体治理以及农村污染治理均有明确的治理目标和考核要求。就目前我国治理情况来看，治理之路仍旧任重道远。经过我们测算，预计全国黑臭水体治理市场空间尚有 1165 亿；农村污水治理市场空间亦在千亿元以上。而自 2016 年长江大保护行动以来，长江流域经济带 11 省市经过系列督查与整改行动，大保护已然从源头控制转向综合整治阶段，经测算仅危废处理（845.92 亿）、黑臭水治理（310.59 亿）和污水处理（城镇污水处理+提标改造共 879.03 亿）的市场空间总额已经达到了 2035.54 亿元。

绿色发展价格市场化，运营资产价值有望重估

当前政府财政吃紧，而在财政水平并不乐观的状态下，政府有望将主导的项目部分推向第三方企业。而在此市场低迷的环境下，运营类资产凭借其稳定的净现金流入成为环保行业当中亮点。这与其具有相对稳定的融资模式、现金流，以及运营期稳定的收入和利润密不可分。同时相关政策的出台，帮助绿色资产价格市场化，绿色价格机制的实施从服务价格和市场容量两个方面利好行业，有利于运营资产的估值提升，议价能力有望增强，提振市场对于长期投资的信心。

投资建议

我们认为寻找优质的运营资产及融资边际改善后直接利好的龙头企业标的是当前时点的选择。推荐关注**瀚蓝环境、高能环境、联美控股、碧水源、聚光科技、东江环保、金圆股份**。

环保工程及服务 II

维持

买入

郑小波

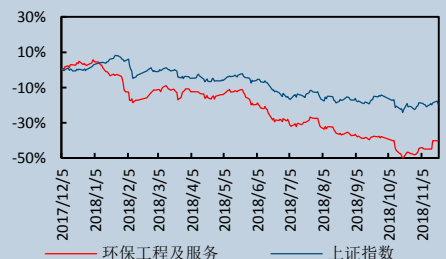
zhengxiaobo@csc.com.cn

0755-23952703

执业证书编号：S1440518060001

发布日期：2018 年 12 月 10 日

市场表现



相关研究报告

- | | |
|----------|--|
| 18.06.11 | 中信建投 2018 年中期投资策略报告之环保行业篇：正本清源，凝聚一切力量打好污染防治攻坚战 |
| 17.12.19 | 中信建投 2018 年投资策略报告之环保行业：库兹涅茨拐点悄然来临，行业进入发展新时期 |

目录

业绩增速下滑，板块估值创新低	1
政策利好带动环保板块短期回暖	1
业绩同比增速减缓，市场步入平稳发展阶段.....	2
行业估值下跌至历史最低位，具备较强安全边际.....	4
去杠杆缩融资改善、PPP 走向规范发展，政策利好有望带动行情修复	6
去杠杆导致融资紧缩，政策利好频至有望带来边际改善.....	6
去杠杆影响下，融资端面临压力	6
去杠杆初见成效，融资边际改善迫在眉睫.....	8
定向放宽，政策驱动，融资状况改善预期强烈.....	9
PPP 从清库走向规范，政策引导健康高质量发展.....	12
92 号文拉开 PPP 清库序幕，PPP 市场走向规范化	12
清库工作常态化，环保行业受影响有限.....	16
政策助力 PPP 融资环境温和改善，行业或将进入稳步上升通道	18
环保督查紧锣密鼓，强压推动行业规范化发展	20
第一批“回头看”见微知著	20
“回头看”刚性更强、督查更全面，“一刀切”明显改善.....	22
第二批“回头看”如火如荼	24
黑臭治理及村镇环保不达预期，有望成为补短板重要突破口.....	25
“水十条”、“十三五生态环保规划”考核指标严格.....	25
黑臭水治理：政策再出台延缓整改期限，市场空间可期.....	26
流域综合治理先行者：长江大保护，永葆母亲河生机活力.....	28
长江流域经济带：经济发达，资源丰富.....	28
长江环境污染日益严重，大保护势在必行.....	29
长江大保护：九江 77 亿项目落地开启千亿环保治理空间.....	29
农村环保：政策叠加，开启千亿市场空间	33
绿色发展价格市场化，运营资产价值有望重估	37
宏观经济下行，地方财政紧张	37
绿色资产价格市场化，议价能力有望增强	38
运营类子行业发展稳定，运营资产优势凸显.....	40
投资建议：看好优质的运营资产及融资边际改善带来的业绩弹性.....	42
风险分析	44
图 1：18 年 10 月中旬环保板块呈上升走势，但全年表现不如大盘.....	1
图 2：历年环保板块与大盘累计涨跌幅对比.....	1
图 3：环保公司营业收入增长情况	2
图 4：环保公司归母净利润增长情况	2
图 5：环保公司毛利率和净利率情况（单位：%）	2
图 6：环保公司期间费用率情况（单位：%）	2

图 7: 7 大子板块分季度涨跌幅情况	3
图 8: 2018Q1-Q3 子板块营业收入 (单位: 亿元)	3
图 9: 2018Q1-Q3 子板块归母净利润 (单位: 亿元)	3
图 10: 2018Q1-Q3 子板块扣非归母净利润 (单位: 亿元)	4
图 11: 2018Q1-Q3 子板块毛利率及净利率 (单位: %)	4
图 12: 环保、公用、沪深 300 市盈率对比	4
图 13: 环保、公用、沪深 300 市净率对比	4
图 14: 环保子板块动态市盈率情况	5
图 15: 环保行业资产负债率有所提升 (单位: %)	6
图 16: 环保行业费用率情况 (单位: %)	6
图 17: 近 5 年来全社会杠杆率与非金融企业杠杆率 (单位: %)	8
图 18: 近 5 年全社会及环保行业固定资产投资额及增速 (单位: 亿元)	9
图 19: 环保行业现金流情况 (单位: 亿元)	9
图 20: 近 5 年环保行业收现比 (单位: %)	9
图 21: 2018Q3 环保行业应收账款及占营收比例 (单位: 亿元/%)	9
图 22: 环保行业七大防治攻坚战	10
图 23: 2017 年 12 月初至 2018 年 3 月底退出 PPP 项目管理库项目数和投资额行业分布情况	13
图 24: 2017 年 12 月初至 2018 年 3 月底退出 PPP 项目管理库项目数和投资额地区分布情况	14
图 25: 财金 (2018) 54 号文公布的清退示范项目数目行业分布情况 (单位: 个)	14
图 26: 财金 (2018) 54 号文公布的清退示范项目投资额行业分布情况 (单位: 亿元)	15
图 27: 2017 年 Q1 至 2018 年 Q3PPP 示范项目累计总数及落地情况 (单位: 个)	15
图 28: 2017 年 Q1 至 2018 年 Q3PPP 示范项目累计投资额及落地情况 (单位: 亿元)	15
图 29: 2018 年 5-9 月 PPP 项目数及落地率	16
图 30: 2018 年 5-9 月 PPP 项目投资额 (单位: 亿元)	16
图 31: 截至 2018 年 9 月 30 日 PPP 项目行业分布情况 (不包括识别阶段项目)	16
图 32: 截止 2018 年 3 月底环保二级行业 PPP 项目数和投资额情况	17
图 33: 2017 年 12 月至 2018 年 9 月生态建设和环境保护行业 PPP 项目数及投资额	17
图 34: 环保督查整体安排	20
图 35: 督察与“回头看”责令整改案件数或关停整改企业数	21
图 36: 督察与“回头看”问责人数	21
图 37: 第一批“回头看”各省问题总结 (单位: 个)	21
图 38: 第一批“回头看”各行业问题统计	21
图 39: 督察与“回头看”总问题对比	22
图 40: 督察与“回头看”各省固废污染问题对比	22
图 41: 督察与“回头看”各省自然保护区违规违建对比	23
图 42: 督察与“回头看”各省水污染问题对比	23
图 43: “回头看”6 月份企业停产情况	23
图 44: 第二批回头看受理举报数	24
图 45: 第二批回头看问责人数	24
图 46: “水十条”黑臭水治理阶段性要求	25
图 47: 黑臭水体治理专项督查结果中实际完成治理率与上报情况相差 50%以上城市情况	27

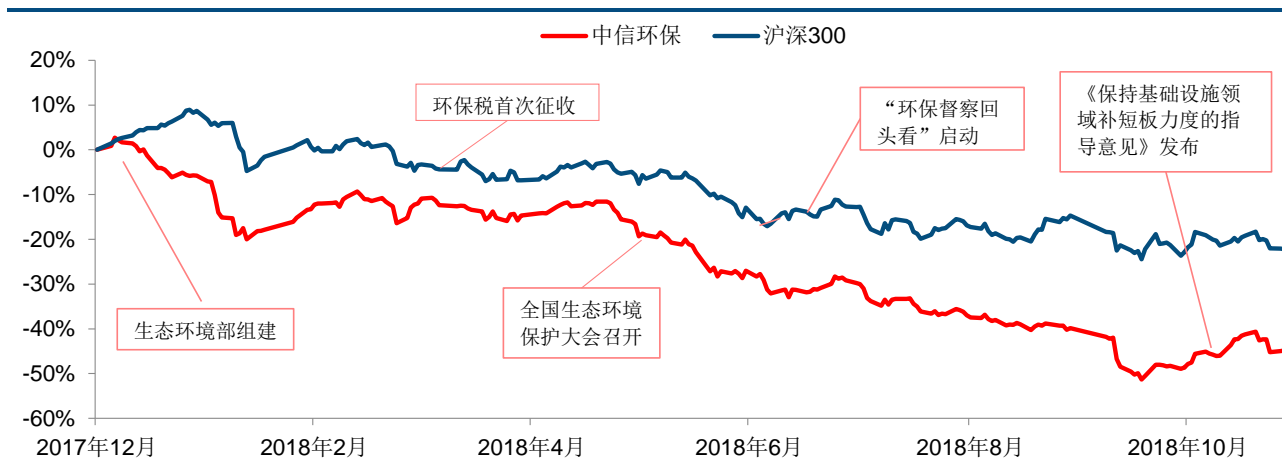
图 48: 《城市黑臭水体治理攻坚实施方案》阶段性要求.....	28
图 49: 全国各省对生活垃圾处理的行政村比例分布情况.....	34
图 50: 对生活垃圾进行处理的行政村比例	34
图 51: 2016 年城乡垃圾无害化处理率对比	34
图 52: 全国生活污水处理的行政村情况	35
图 53: 全国生活污水处理 PPP 项目情况	35
图 54: 近 5 年来 GDP 当季同比 (单位: %)	37
图 55: 近 5 年来工业增加值当月同比 (单位: %)	37
图 56: 近 5 年来中小企业发展指数	38
图 57: 截至 18 年三季度制造业及服务业财新 PMI	38
图 58: 2010-2018Q3 政府财政赤字及占 GDP 比例 (单位: 亿元)	38
图 59: 环保公司 2018 年年初至今涨跌幅 (%)	40
图 60: 运营类企业 2018Q3 营收增速 (单位: %)	41
图 61: 运营类企业 2018Q3 归母净利润增速 (单位: %)	41
表 1: 2016-2018 碧水源、启迪桑德、东方园林债权融资情况汇总	7
表 2: 2016-2018 龙头公司股权融资情况汇总	7
表 3: 2018 下半年环保行业重大政策汇总	10
表 4: 2018 下半年民营企业融资重大政策汇总	11
表 5: 入库标准及清库情形	12
表 6: 2018 年下半年以来有关 PPP 政策情况	18
表 7: 《全国农村环境综合整治“十三五”规划》农村污染防治三大主要任务	25
表 8: 截止于 2018 年 11 月官方统计各省市黑臭水体整治进度 (单位: 个)	26
表 9: 2007-2016 年长江经济带突发环境事件数量	29
表 10: 国家各部委出台长江大保护相关政策	30
表 11: 各地方政府长江大保护相关政策	31
表 12: 长江经济带专项行动及环保督查	32
表 13: 农村环境防治相关政策汇总	33
表 14: 农村污水处理市场空间测算	36
表 15: 各领域绿色价格机制详解	39

业绩增速下滑，板块估值创新低

政策利好带动环保板块短期回暖

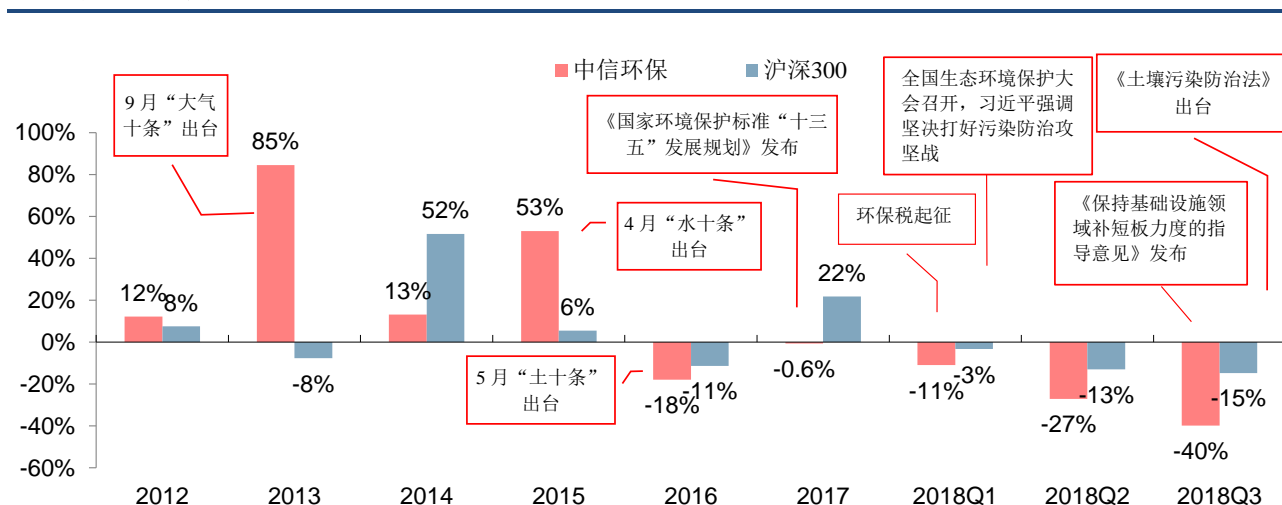
今年环保板块进入回调阶段，从一月份以来整体一路走低，表现不如大盘。2017年11月开始的PPP管理库集中清理工作以及今年上半年不断恶化的融资环境，直接促使市场进入低迷状态并一直持续到10月中旬。10月底国务院办公厅发布《保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，其中提到生态环保将作为“基建补短板”的重要领域获得更大的支持力度。此后高层不断释放融资方面的利好信息，政策倾斜成为环保板块上升的重要动能。目前市场已经显露出上升势头，但就全年来看，截止至2018年11月29日，中信环保指数自年初累计下跌45.70%，沪深300指数累计下跌22.16%，环保板块落后大盘23.54个百分点。

图 1：18 年 10 月中旬环保板块呈上升走势，但全年表现不如大盘



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图 2：历年环保板块与大盘累计涨跌幅对比

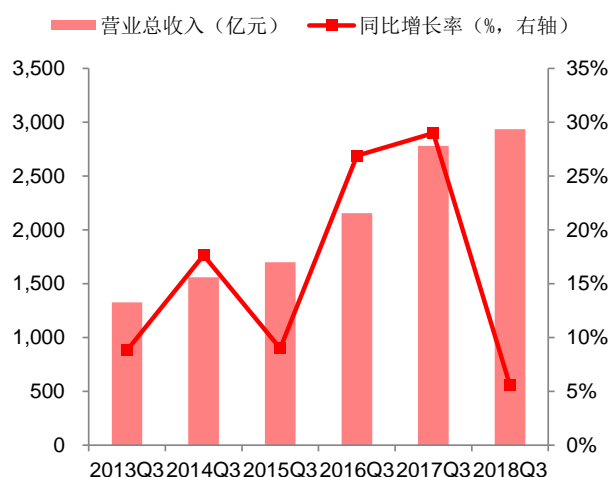


资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

业绩同比增速减缓，市场步入平稳发展阶段

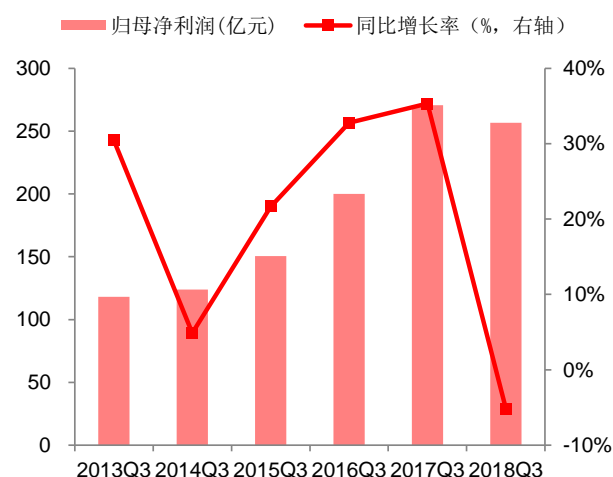
环保公司在 2016 和 2017 年出现爆发式增长之后，18 年在整体去杠杆融资紧缩的环境下，业绩增速下滑明显，同时由于财务费用的大幅增加，期间费用率有所增长。归母净利润 5 年来首次出现负增长，引起板块净利润率的下跌。

图 3：环保公司营业收入增长情况



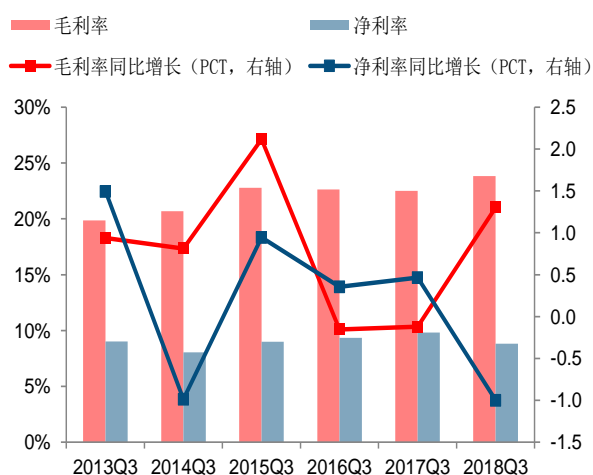
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 4：环保公司归母净利润增长情况



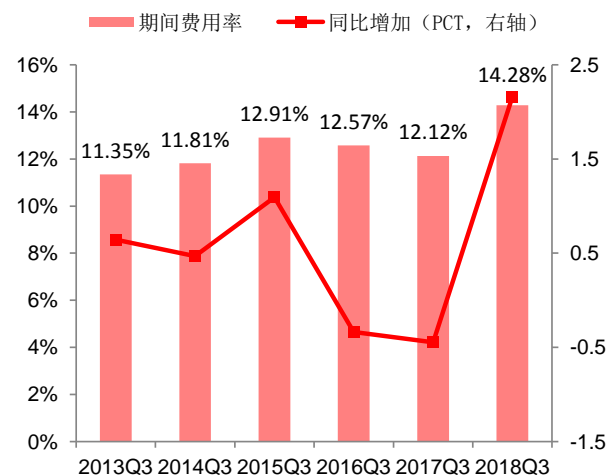
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 5：环保公司毛利率和净利率情况（单位：%）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 6：环保公司期间费用率情况（单位：%）

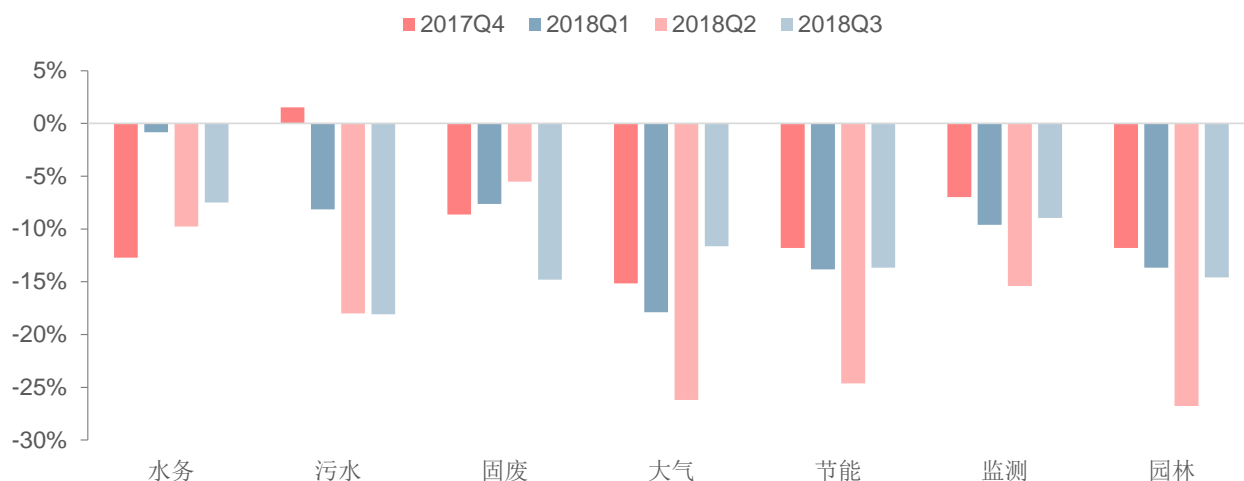


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

我们在环保板块选取了 115 家上市公司进行跟踪研究，并将这些公司进一步细分为水务、污水、固废、大气、节能、监测、园林 7 个子板块。2018 年前三季度 PPP 市场陷入低谷，融资环境恶劣，7 大子板块均表现出不同程度的下跌。分板块来看，2018 年前三季度环境监测表现亮眼，板块营收和归母净利润同比增长率分别达

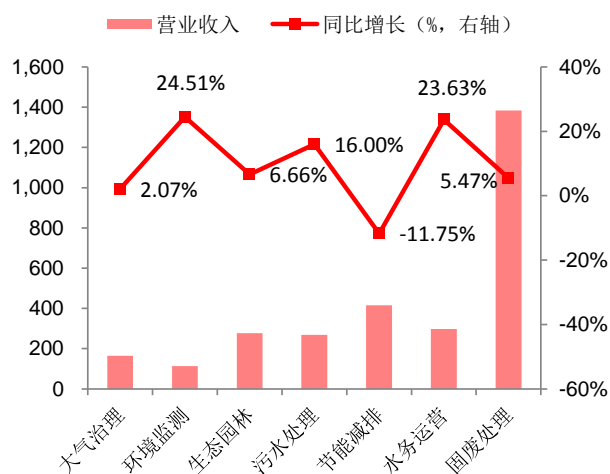
到 24.51%和 19.97%。固废处理板块实现近 1400 亿营业收入，行业整体毛利率 20.44%，同比增加 2.84 个 PCT；整体净利率 7.94%，同比增加 0.87 个 PCT，盈利能力稳中有升。

图 7：7 大子板块分季度涨跌幅情况



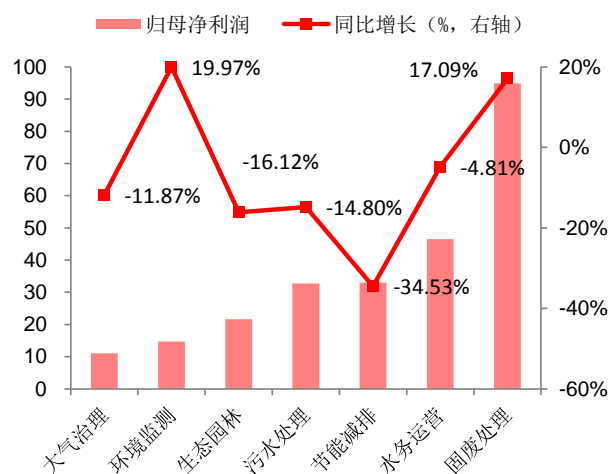
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 8：2018Q1-Q3 子板块营业收入（单位：亿元）



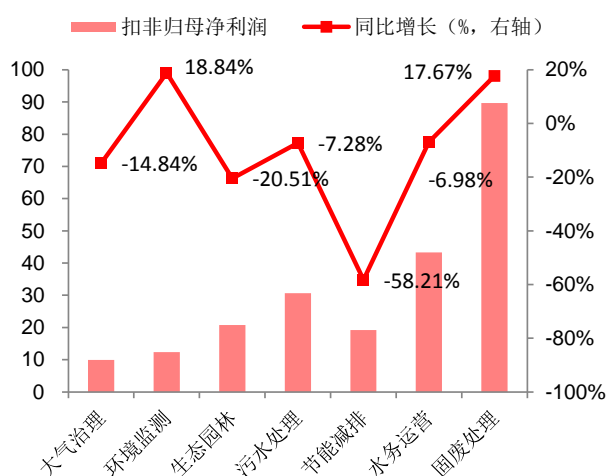
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 9：2018Q1-Q3 子板块归母净利润（单位：亿元）



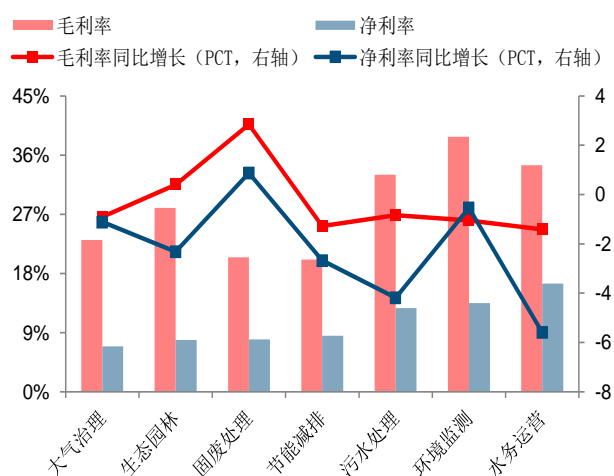
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 10: 2018Q1-Q3 子板块扣非归母净利润 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图 11: 2018Q1-Q3 子板块毛利率及净利率 (单位: %)

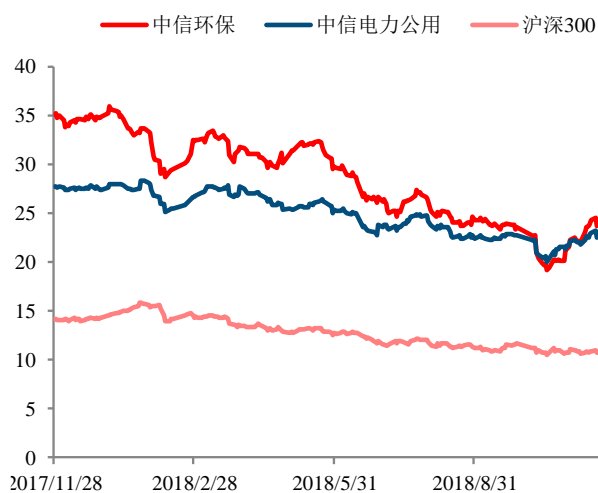


资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

行业估值下跌至历史最低位, 具备较强安全边际

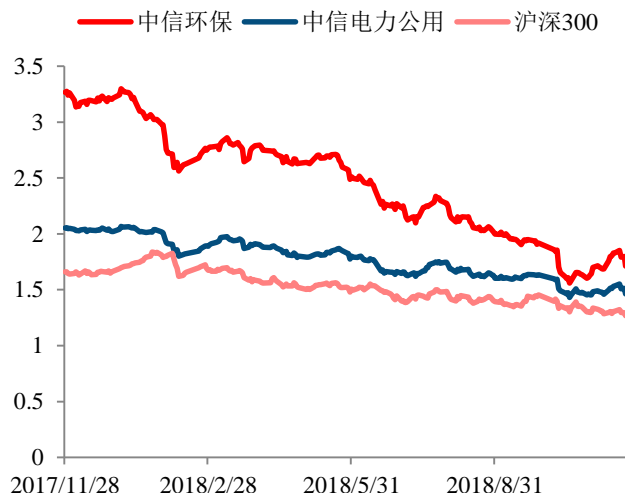
环保行业估值总体上高于电力公用事业板块, 18 年环保板块整体估值从 35 倍一度跌至不到 20 倍, 虽然近期小幅回暖, 但行业估值水平仍处于历史低位, 安全边际强, 未来有较大的修复空间。

图 12: 环保、公用、沪深 300 市盈率对比



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

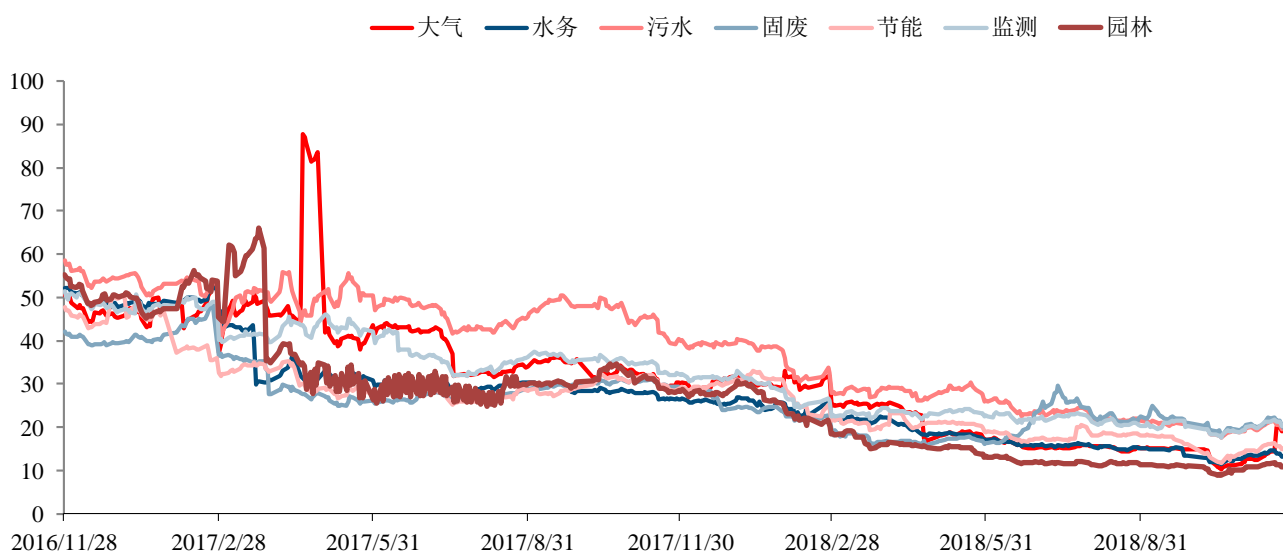
图 13: 环保、公用、沪深 300 市净率对比



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

在我们跟踪的 115 家环保公司 7 个子板块来看, 近期大气、污水、固废和监测板块估值水平在 20 倍上下浮动; 水务和节能板块估值为 20 倍左右; 园林板块估值水平较低, 仅为 10 倍左右, 但得益于当前 PPP 市场逐渐回暖, 拥有大量 PPP 订单的园林板块有望借此机会提升估值水平。同时今年危废产业景气度高, 行业预计能够产生 30% 的业绩增速, 相比目前的 20 倍估值, 固废板块未来上升空间较大。

图 14：环保子板块动态市盈率情况



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

总体来说，我们认为目前行业估值水平仍处于低位。在国家相关政策的推动下，融资边际改善，PPP 条例也有望于 18 年底前出台，PPP 市场将重新受到各方重视，进入到规范化高质量发展阶段，有望带动环保行业重新进入到增长通道。

去杠杆缩融资改善、PPP 走向规范发展，政策利好有望带动行情修复

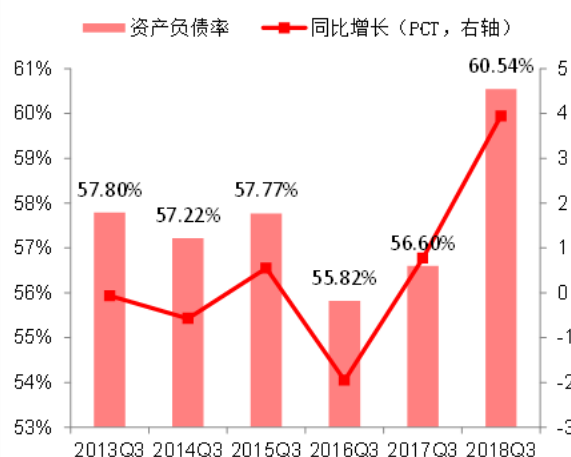
去杠杆导致融资紧缩，政策利好频至有望带来边际改善

金融去杠杆影响大，环保板块行情低迷。自 2017 年底发端的新一轮去杠杆，对 2018 年环保行业的融资产生了深远影响。截至 2018 年度中期，去杠杆已经推进了大半年，环保企业纷纷表示“缺钱”。从盛云环保、神雾环保、凯迪生态“三大巨头”的债务违约事件开始，到东方园林的发债失败，使得环保行业融资问题不断加剧。环保板块 18 年表现较差，环保行业指数跌幅远大于同期市场幅度。环保行业 PPP 受到融资环境紧缩及工程进度拖累，行业颓势明显。但三季度后期，政策上对融资环境的改善以及 PPP 相关政策的逐步出台，环保企业有望解决融资难困境，实现业绩与估值的双重修复。

去杠杆影响下，融资端面临压力

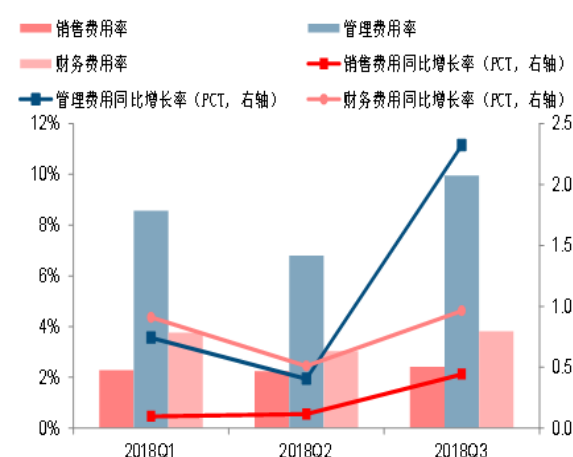
融资遇困，资产负债率高，行业债务压力大。对于环保行业来说，由于其行业性质和商业模式，前期往往需要较大比例的资金投入，垫资较多，所以融资形势对于推动项目进行起到了至关重要的作用。通过对我们选取的 115 个环保行业股票进行跟踪，发现 2018 上半年融资环境持续紧缩、环保公司资产负债率进一步提升。前三季度整体资产负债率 60.54%，同比增长 3.94PCT，其中有 69 家企业的资产负债率较去年同期有不同程度的增长，并且有 32 家企业的资产负债率已经超过 60%。前三季度环保公司期间费用率为 14.28%，同比增加 2.16PCT，继续呈上升趋势，其中管理费用率 8.41%，同比上升 1.15 个 PCT；财务费用率 3.54%，同比上升 0.79PCT；销售费用率 2.33%，同比上升 0.23PCT。我们对行业 21 家核心龙头公司近三年的融资情况进行了分析，以启迪桑德为例，2016 年发行债券总额为 70 亿元，利率水平在 2.75%~4.05% 之间，2017 年发行债券总额为 65 亿元，利率水平为 4.5%~6.7%，2018 年发行债券总额为 35 亿元，利率水平则为 5%~6.3%，发债规模逐年递减，债券利率却逐年增加；股权融资方面，只有五家企业成功实现股权融资，分别为博世科、中国光大国际、金圆股份、启迪桑德以及盈峰环境，企业在资金融通环节仍旧面临较大压力。

图 15：环保行业资产负债率有所提升（单位：%）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 16：环保行业费用率情况（单位：%）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

表 1：2016-2018 碧水源、启迪桑德、东方园林债权融资情况汇总

公司 名称	2016 年			2017 年			2018 年		
	债券名称	规模 (亿元)	票面利率 (当期)	债券名称	规模 (亿元)	票面利率 (当期)	债券名称	规模 (亿元)	票面利率
碧 水 源	16 碧水源 CP001	15.00	3.48%	17 碧水源 MTN003	17.00	5.28%	18 碧水源 CP002	14.00	5.28%
	16 碧水源 SCP002	10.00	2.91%	17 碧水源 MTN002	15.00	4.98%	18 碧水源 CP001	12.00	5.29%
	16 碧水源 SCP001	10.00	3.00%	17 碧水源 MTN001	15.00	4.83%			
				17 碧水源 CP001	15.00	4.92%			
合计		35.00			62.00			28.00	
	16 桑德 SCP001	4.00	2.95%	17 桑德 MTN001	10.00	5.70%	18 桑德 SCP001	5.00	5.35%
	16 桑德 MTN001	5.00	3.63%	17 桑德 CP001	5.00	4.62%	18 桑德 CP001	5.00	5.35%
	16 桑德 SCP002	5.00	2.99%	17 桑德 SCP001	5.00	4.56%	18 桑德 CP002	10.00	5.37%
	16 桑德 MTN002	5.00	4.05%	17 桑德 SCP002	10.00	4.87%	18 桑德 SCP002	5.00	5.34%
	16 桑德 SCP003	5.00	3.41%	17 桑德 SCP003	5.00	5.27%	18 桑德 SCP003	5.00	5.00%
启	16 启迪 SCP004	4.00	3.10%	17 桑德 SCP004	5.00	4.50%	18 桑德 SCP004	5.00	6.30%
迪	16 桑德 CP001	5.00	2.85%	17 桑德 SCP005	5.00	4.92%			
桑	16 桑德 SCP005	5.00	2.90%	17 桑德 MTN002	10.00	5.07%			
德	16 桑德 SCP006	5.00	2.75%	17 桑德 SCP006	5.00	5.45%			
	16 桑德 SCP007	2.00	2.90%	17 桑德 CP002	5.00	5.43%			
	16 桑德 CP002	5.00	3.11%						
	16 桑德 MTN003	5.00	4.23%						
	16 桑德 SCP008	5.00	3.39%						
	16 桑德 CP003	10.00	3.90%						
合计		70.00			65.00			35.00	
	16 东林 01	10.00	5.78%	17 东方园林 SCP001	10.00	6.29%	18 东方园林 CP001	10.00	5.98%
东	16 东林 02	6.00	4.70%	17 东方园林 SCP002	8.00	5.50%	18 东方园林 CP002	5.00	6.00%
方	16 东林 03	6.00	4.00%	17 东方园林 SCP003	4.00	5.35%	18 东方园林 SCP001	10.00	5.99%
园				17 东方园林 CP001	10.00	5.45%	18 东林 01	0.50	7.00%
林							18 东方园林 SCP002	12.00	7.70%
							18 东方园林 SCP003	10.00	7.76%
合计		22.00			32.00			47.50	

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

表 2：2016-2018 龙头公司股权融资情况汇总

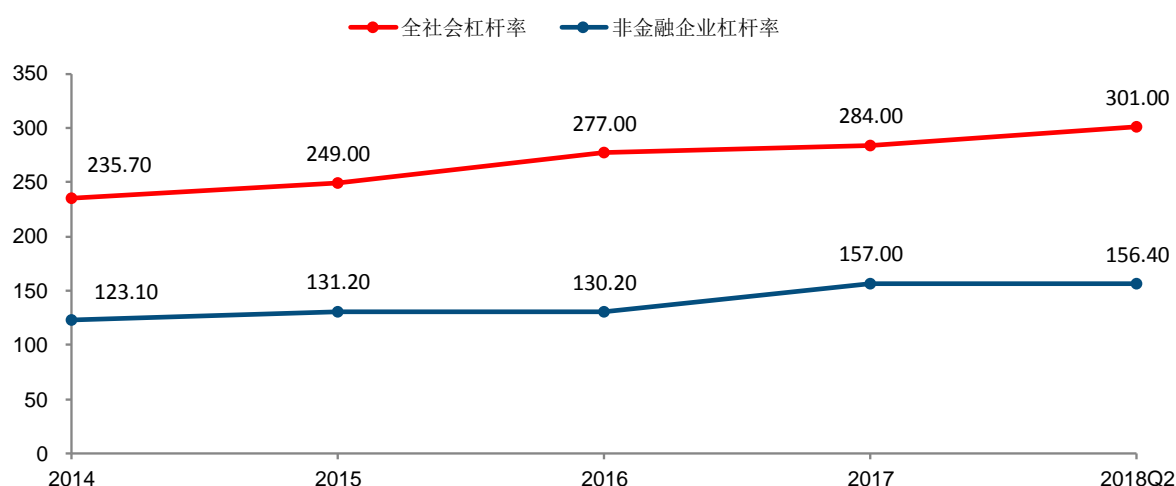
公司名称	2016 总股本 (亿股)	2017 总股本 (亿股)	2018 总股本 (亿股)	股权融资情况
博世科	1.42	3.56	3.56	2016 年 10 月 26 日定向增发 1.5 亿股, 募资 5.5 亿元
中国光大国际	44.83	44.83	61.43	2018 年 8 月 14 日配股 20.34 亿股, 募资 122.02 亿港元
金圆股份	5.95	7.15	7.15	2017 年 8 月 18 日定向增发 1.2 亿股, 募资 12.1 亿元
启迪桑德	8.54	10.22	14.31	2017 年 8 月 17 日定向增发 1.68 亿股, 募资 45.89 亿元
盈峰环境	7.27	10.93	11.67	2018 年 1 月 2 日定向增发 0.74 亿股, 募资 6.3 亿

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

去杠杆初见成效，融资边际改善迫在眉睫

非金融企业杠杆率小幅下降，总杠杆率企稳。近五年来的全社会杠杆率与非金融企业杠杆率持续上涨，其中非金融企业杠杆率从 2014 年 123.1% 涨至 2017 年 157%。经过 2018 年上半年的集中去杠杆，非金融企业杠杆率下降 0.6PCT 至 156.40%，去杠杆已初显成效。截至 2018 年上半年我国总杠杆率为 301%，较年初上升 7%，但增速有所下降，趋向缓和。

图 17：近 5 年来全社会杠杆率与非金融企业杠杆率（单位：%）

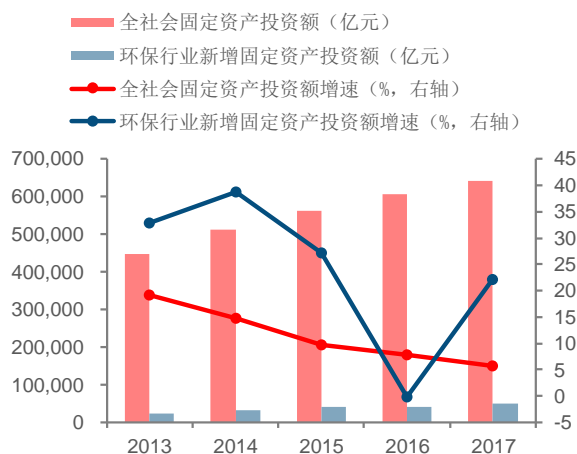


资料来源：BIS，中信建投证券研究发展部

融资成本升高，信贷规模紧张，投资增速放缓。在去杠杆政策下，企业难以融入债务性资金，甚至无法发新还旧，可能导致二者的实质性违约。今年上半年企业投资增速放缓，全社会投资增速仅有 6%，环保行业的投资增速也处于较低水平，虽然 2017 年由 -0.17% 上升到 22.19%，但相较前几年仍然较低。环保公司前三季度融资性现金流相比 2017 年同期有所减少，其净额为 418.81 亿元，同比下降 33.86%；前三季整体资金缺口由去年同期 -102 亿元扩大至 -337.21 亿元。近几年民营企业投资增速下降，整体投资形势不向好加深民营企业投资的不稳定性，对于产业结构升级的带动作用也不明显。由于当今世界经济形势低迷，外加国内投资环境略显疲态，外商直接投资增速明显放缓，大型投资项目也有所减少。

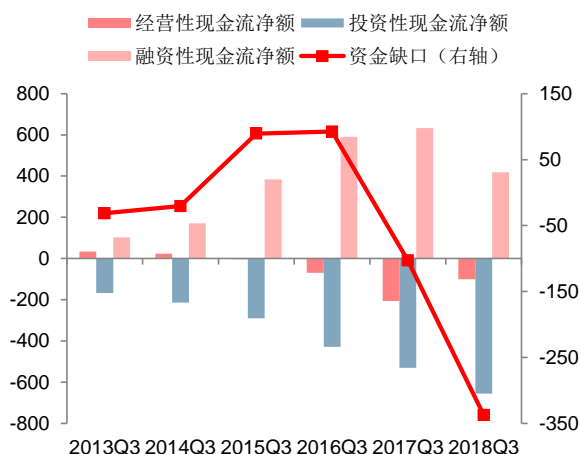
去杠杆条件下提升投资效率，维持二者紧平衡。对于融资环境带来的压力，企业在对于投资以及项目招标上既需要清楚认识投资目的，也需要尽可能提高资金运用效率，努力做到有限资金利用价值的最大化。近五年来环保行业的收入现金比不断下降，由 2013 年的 90.31% 下降到 2017 年 85.22%，但行业的应收账款占营收比例却不断增长，由去年的 41.52% 上涨到 60.27%。因此，强化风险意识、加强经营管理、提升回款速度成为公司发展重中之重，怎样实现有效融资以及改善现金流迫在眉睫。

图 18: 近 5 年全社会及环保行业固定资产投资额及增速 (单位: 亿元)



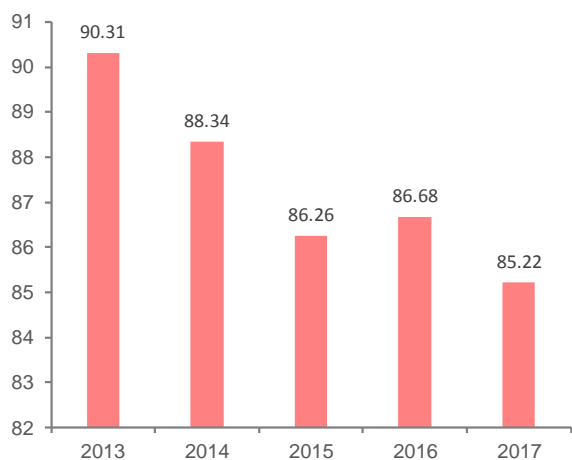
资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图 19: 环保行业现金流情况 (单位: 亿元)



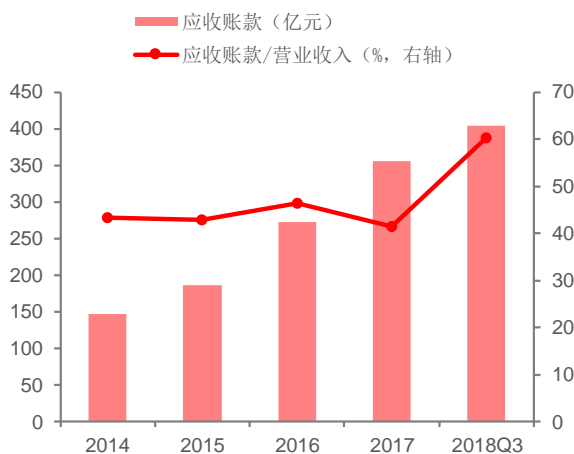
资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图 20: 近 5 年环保行业收现比 (单位: %)



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图 21: 2018Q3 环保行业应收账款及占营收比例 (单位: 亿元/%)



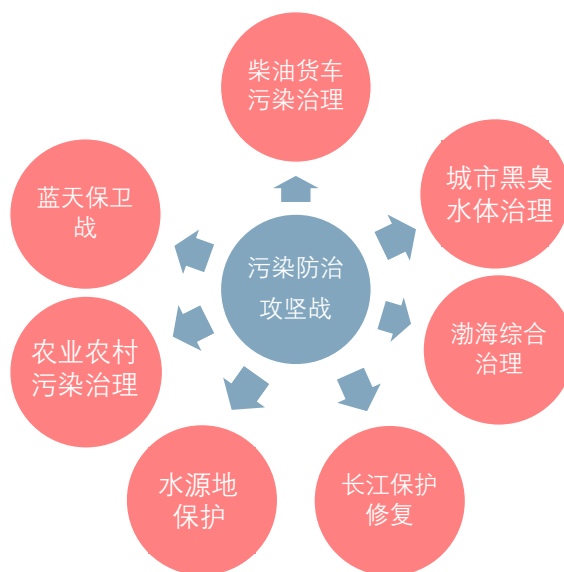
资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

定向放宽, 政策驱动, 融资状况改善预期强烈

合理利用顶层设计, 重点围绕环保七大攻坚战。2018 年 4 月 3 日, 生态环境部党组书记、部长李干杰主持召开部党组会议, 传达学习习近平总书记在中央财经委员会第一次会议上关于打好污染防治攻坚战的重要讲话精神, 研究部署有关细化落实措施和责任分工, 会议要求, 按照党中央、国务院确定的时间节点, 倒排工期、稳妥有序推进生态环境部组建任务落地, 同时还要紧锣密鼓地做好第八次全国环境保护大会筹备工作, 为打好污染防治攻坚战提供更加坚实的机构队伍和政策保障。习近平总书记的重要讲话明确要求, 要打几场标志性的重大战役, 具体包括: 打赢蓝天保卫战、打好柴油货车污染治理、城市黑臭水体治理、渤海综合治理、长江保

护修复、水源地保护、农业农村污染治理七大攻坚战。强调接下来的工作要把这七场标志性的重大战役，作为打好污染防治攻坚战的突破口和“牛鼻子”，抓紧制定作战计划和方案，细化目标任务、重点举措和保障条件，做到按图施工、挂图作战，以重点突破带动整体推进，确保七大攻坚战役 3 年时间明显见效。可见当前政策上环保顶层设计清晰，未来三年工作重点将围绕七大攻坚战展开。在整体融资环境相对紧张的局面下，环保领域依托政策扶持，需要合理利用政策支持，找到企业融资突破口。

图 22：环保行业七大防治攻坚战



资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

表 3：2018 下半年环保行业重大政策汇总

时间	政策名称	要点
2018.06	《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
2018.07	《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
2018.08	《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
2018.09	《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
2018.09	《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
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

资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

环保政策支持力度大，行业转折现生机。18 年下半年以来，政府不仅出台了打赢蓝天保卫战等七大环保攻坚战的政策，还相继出台包括乡村振兴战略规划、创新和完善促进绿色发展价格机制在内的一系列政策文件。这些政策的出台与环保行业息息相关，对未来政策规划、实现方法、监督举措等都进行了详细且深刻的解释说明，尤其在环保行业运营资产价格形成机制、政府承诺兑现力度等方面，更是提出了有效建议，从而推动环保行业的发展。

融资政策有望缓解企业生存危机，融资局势得以改善。自国务院办公厅印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，明确提出环保是补短板的重点领域之一以来，有关解决民营企业融资难的政策陆续出台。其中银保监会明确表示在监管政策上鼓励、引导银行业金融机构改善和加大对民营企业的支持；在李克强总理主持的国务院常务会议上，要求加大金融支持缓解民营企业融资难融资贵，开展专项行动解决拖欠民营企业账款问题。此外，多家券商、保险公司宣布设立了总规模逾 700 亿元的纾困民企专项产品或资管计划。融资类利好政策的不断出台，让资金边际改善的预期越发强烈。随着民企融资的改善，环保行业有望加快补短板，重回增长通道，迎来业绩与估值的双修复。环保行业重资金属性明显，股权质押率较高，自去年底加大去杠杆力度以来，环保行业各企业融资成本居高不下，信用利差也持续扩大，各企业资产负债率更是出现了加速增长态势，使得环保企业经营情况与现金流都面临压力。近期一系列利好政策的不断出台，有的放矢地针对环保行业中显著的问题，对环保行业大力支持，长远来看融资大环境将得到改善，企业生存危机以及融资局势有望缓解，预计明年将迎来行业转折点，后续有望出现反弹。

表 4：2018 年下半年民营企业融资重大政策汇总

时间	名称	要点
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，提出补短板聚焦生态环保领域；
2018.10	国新办举行新闻发布会，介绍银行业和保险业服务民营、小微企业有关情况	银保监会明确表示在监管政策上鼓励、引导银行业金融机构改善和加大对民营企业、小微企业的支持，初步考虑对民营企业的贷款要实现“一二五”的目标，不断地提高对民营企业、小微企业授信的比重；
2018.10	券商、保险公司设立纾困民企专项产品或资管计划	券商采用母子资管计划的架构模式，保险资金以战略和财务投资者角色进入市场进行纾困，多家券商、保险公司宣布设立了总规模逾 700 亿元的纾困民企专项产品或资管计划；
2018.11	习近平主席主持召开民营企业座谈会	减轻企业税费负担、解决民营企业融资难融资贵问题、营造公平竞争环境、完善政策执行方式、构建亲清新型政商关系、保护企业家人身和财产安全
2018.11	李克强总理主持国务院常务会议	要求加大金融支持缓解民营企业融资难融资贵，开展专项行动解决拖欠民营企业账款问题

资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

PPP 从清库走向规范，政策引导健康高质量发展

92 号文拉开 PPP 清库序幕，PPP 市场走向规范化

PPP 隐患显露，92 号文适时发布。自 2013 年国家大力推广 PPP 模式以来，政府和市场响应积极，PPP 落地项目不断增长。截至 2018 年 10 月末，全国已有 4302 个项目签约落地，项目涵盖了市政工程、交通运输、环境保护等 19 个领域，带动投资 6.6 万亿。但在发展过程中，部分地方政府泛化滥用 PPP，借 PPP 变相融资，带来了巨大的地方债务风险。为规范 PPP 项目发展，遏制隐形债务风险增量，2017 年 11 月 16 日，财政部发布《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》（财办金〔2017〕92 号，后简称 92 号文），要求严格新 PPP 项目的入库标准，集中清理已入库项目。

表 5：入库标准及清库情形

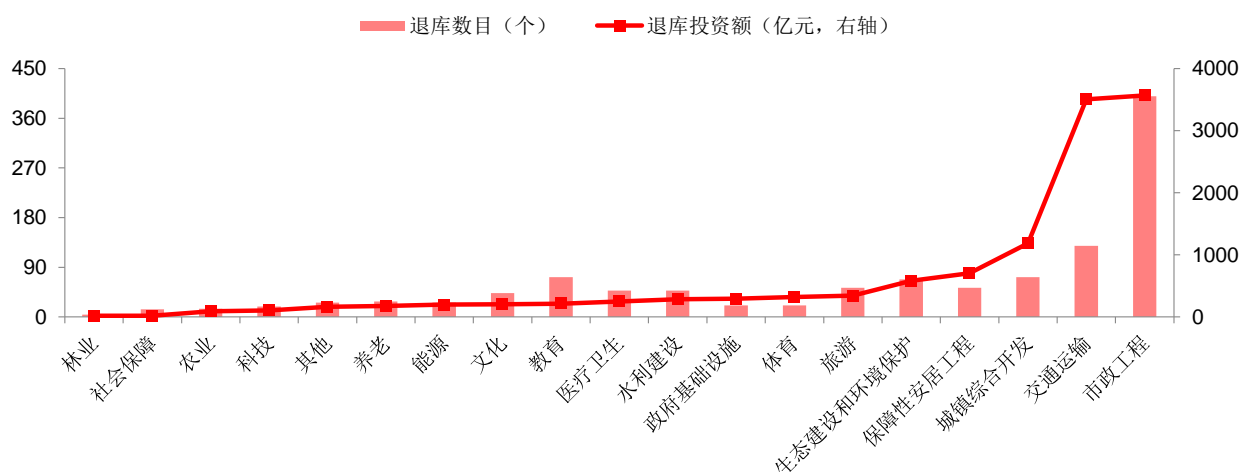
序号	违规情形	新入库项目	已入库项目
1	不适宜采用 PPP 模式实施。 包括不属于公共服务领域，政府不负有提供义务的，如商业地产开发、招商引资项目等；因涉及国家安全或重大公共利益等，不适宜由社会资本承担的；仅涉及工程建设，无运营内容的；其他不适宜采用 PPP 模式实施的情形。	适用	适用
2	前期准备工作不到位。 包括新建、改扩建项目未按规定履行相关立项审批手续的；涉及国有资产权益转移的存量项目未按规定履行相关国有资产审批、评估手续的；未通过物有所值评价和财政承受能力论证的。	适用	适用
3	未建立按效付费机制。 包括通过政府付费或可行性缺口补助方式获得回报，但未建立与项目产出绩效相挂钩的付费机制的；政府付费或可行性缺口补助在项目合作期内未连续、平滑支付，导致某一时期内财政支出压力激增的；项目建设成本不参与绩效考核，或实际与绩效考核结果挂钩部分占比不足 30%，固化政府支出责任的。	适用	
4	未按规定开展“两个论证”。 包括已进入采购阶段但未开展物有所值评价或财政承受能力论证的（2015 年 4 月 7 日前进入采购阶段但未开展财政承受能力论证以及 2015 年 12 月 18 日前进入采购阶段但未开展物有所值评价的项目除外）；虽已开展物有所值评价和财政承受能力论证，但评价方法和程序不符合规定的。		适用
5	不宜继续采用 PPP 模式实施。 包括入库之日起一年内无任何实质性进展的；尚未进入采购阶段但所属本级政府当前及以后年度财政承受能力已超过 10% 上限的；项目发起人或实施机构已书面确认不再采用 PPP 模式实施的。		适用
6	不符合规范运作要求。 包括未按规定转型的融资平台公司作为社会资本方的；采用建设-移交（BT）方式实施的；采购文件中设置歧视性条款、影响社会资本平等参与的；未按合同约定落实项目债权融资的；违反相关法律和政策规定，未按时足额缴纳项目资本金、以债务性资金充当资本金或由第三方代持社会资本方股份的。		适用
7	构成违法违规举债担保。 包括由政府或政府指定机构回购社会资本投资本金或兜底本金损失的；政府向社会资本承诺固定收益回报的；政府及其部门为项目债务提供任何形式担保的；存在其他违法违规举债担保行为的。		适用
8	未按规定进行信息公开。 包括违反国家有关法律法规，所公开信息与党的路线		适用

方针政策不一致或涉及国家秘密、商业秘密、个人隐私和知识产权，可能危及国家安全、公共安全、经济安全和社会稳定或损害公民、法人或其他组织合法权益的；未准确完整填写项目信息，入库之日起一年内未更新任何信息，或未及时充分披露项目实施方案、物有所值评价、财政承受能力论证、政府采购等关键信息的。

资料来源：财政部，中信建投证券研究发展部

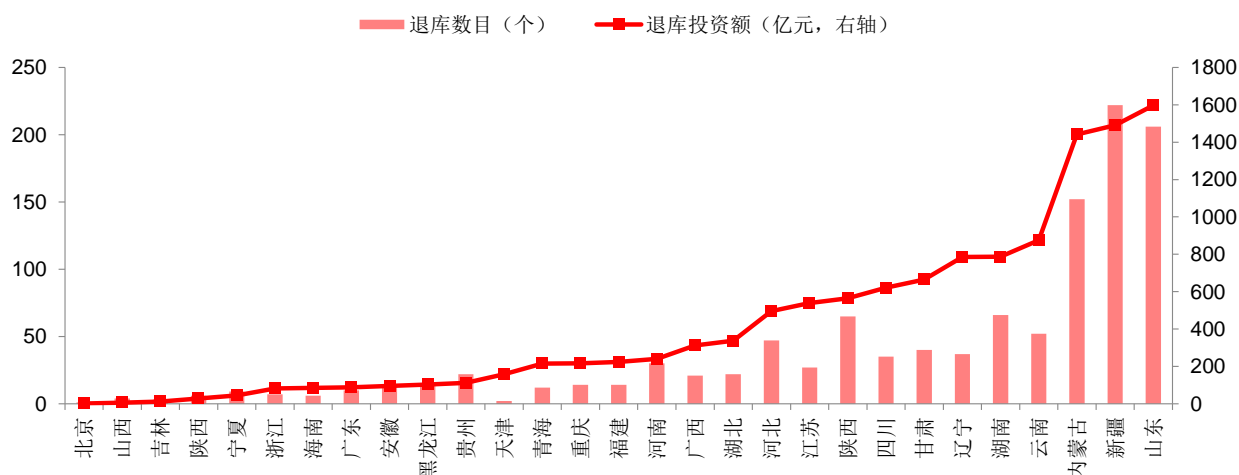
PPP 集中清理工作力度大、涉及面广，市场将加强规范运作。根据 92 号文的安排，全国各省市应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区 PPP 项目库的集中清理。从 2017 年 12 月起至 2018 年 3 月底，PPP 项目管理库累计清退 1160 个项目（不包括处于识别阶段的项目），累计清减投资额 1.2 万亿。退库项目主要分布在市政工程、交通运输和城镇综合开发三大领域，合计退库数占项目总数的 51.9%，退库投资额约为 0.8 万亿；地区方面退库数前三位分别是新疆、山东和内蒙古，分别为 222 个、206 个和 152 个，合计占退库项目总数的 50.0%。从 92 号文中列出的 8 种违规情形来看，PPP 工作将从高速发展转向高质量发展，推动 PPP 项目回归公共服务创新供给机制的本源，促进实现公共服务提质增效目标，实现 PPP 可持续发展。对于拥有丰富 PPP 运营经验、具有领域核心竞争力的企业将通过此次 PPP 清库得到优势体现。

图 23：2017 年 12 月初至 2018 年 3 月底退出 PPP 项目管理库项目数和投资额行业分布情况



资料来源：财政部，中信建投证券研究发展部

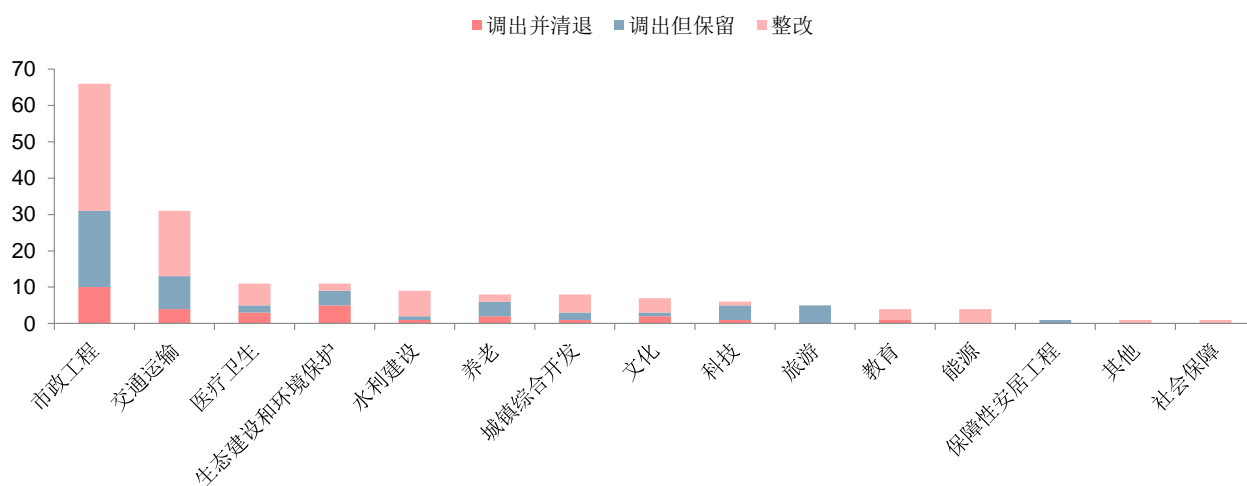
图 24：2017 年 12 月初至 2018 年 3 月底退出 PPP 项目管理库项目数和投资额地区分布情况



资料来源：财政部，中信建投证券研究发展部

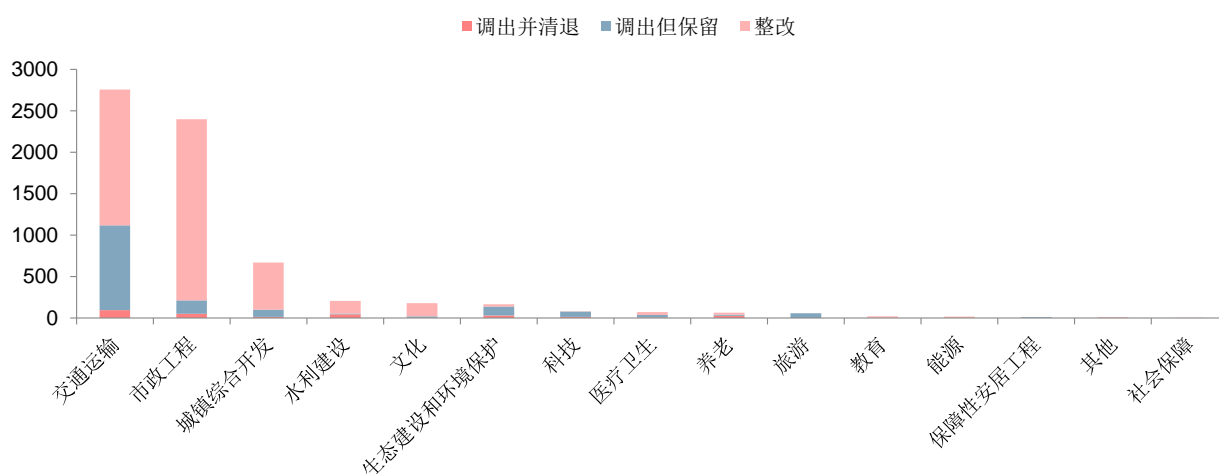
清库工作走向深水区，示范项目同样面临清库风险。示范项目具备引导规范运作、带动区域发展、推动行业破冰、推广经验模式等基本属性。截至目前，财政部共公布 4 个批次的示范项目，项目总数 1009 个，总投资额达 2.31 万亿元。最近一次是 2018 年 2 月公布的第四批示范项目，项目数 396 个，总投资额为 0.76 万亿元。此次 PPP 项目清库工作完成后，财政部发布《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》（财金〔2018〕54 号），其中有 30 个项目调出示范项目名单并清退出全国 PPP 综合信息平台项目库；54 个项目调出示范项目名单但仍保留在项目库中；89 个项目被要求督促整改，逾期不符合相关要求的面临调出示范项目名单甚至清退出项目库的风险。截至 2018 年 4 月，清库工作推向全面化，示范项目同样面临清库风险。

图 25：财金〔2018〕54 号文公布的清退示范项目数目行业分布情况（单位：个）



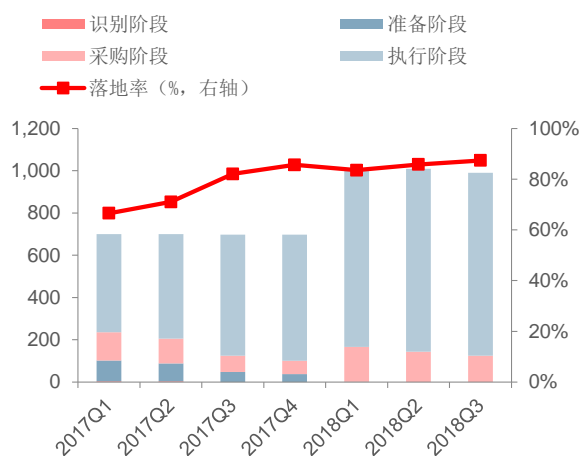
资料来源：财政部，中信建投证券研究发展部

图 26：财金〔2018〕54 号文公布的清退示范项目投资额行业分布情况（单位：亿元）



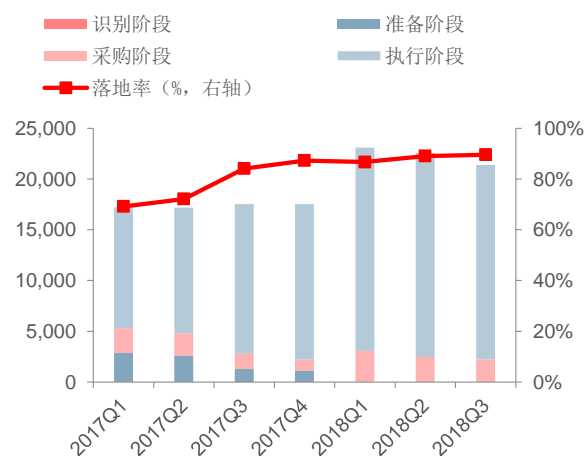
资料来源：财政部，中信建投证券研究发展部

图 27：2017 年 Q1 至 2018 年 Q3 PPP 示范项目累计总数及落地情况（单位：个）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 28：2017 年 Q1 至 2018 年 Q3 PPP 示范项目累计投资额及落地情况（单位：亿元）



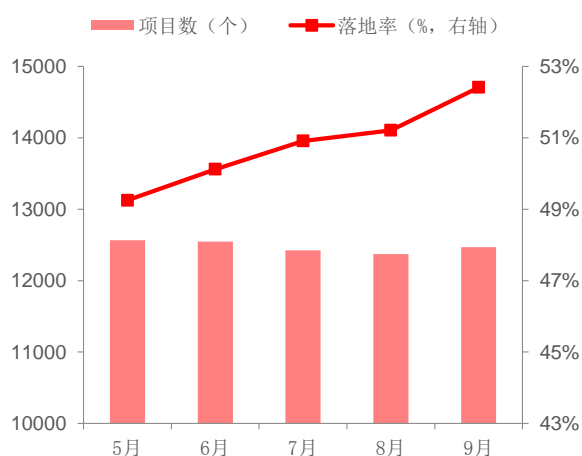
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

一季度新增项目数环比大幅降低，政策进一步恶化融资环境。PPP 项目清库工作一定程度上使社会各界对 PPP 持更谨慎的态度。2018 年一季度新入库项目仅 283 个，环比减少 1172 个，同比减少 878 个。在这个态势下，2018 年 3 月 30 日财政部发布《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》，直指地方政府违规举债问题，旨在进一步规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为，防范和化解地方政府债务风险，融资政策收紧，对 PPP 行业无疑是雪上加霜。

清库工作常态化，环保行业受影响有限

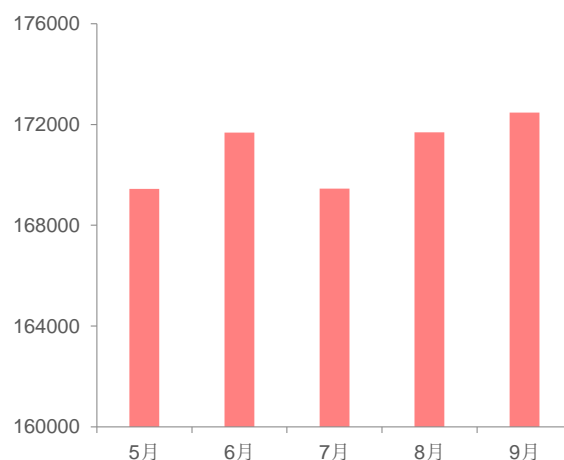
PPP 清库工作进入常态化，PPP 项目数稳中有降。各地政府本着进一步规范 PPP 项目、促进 PPP 良性发展的目的，18 年二季度继续退库 856 个 PPP 项目，三季度再次退库 538 个，清库工作成为常态化，在库项目质量持续提高。纵观二季度和三季度，一方面不断有项目从库中被清除，另一方面准入门槛的提高导致 PPP 项目新增数量较少，整体 PPP 项目数处于稳中有降的趋势。而落地率在此情况下总体平稳上升，项目执行情况良好，PPP 市场正逐渐走向健康发展。

图 29：2018 年 5-9 月 PPP 项目数及落地率



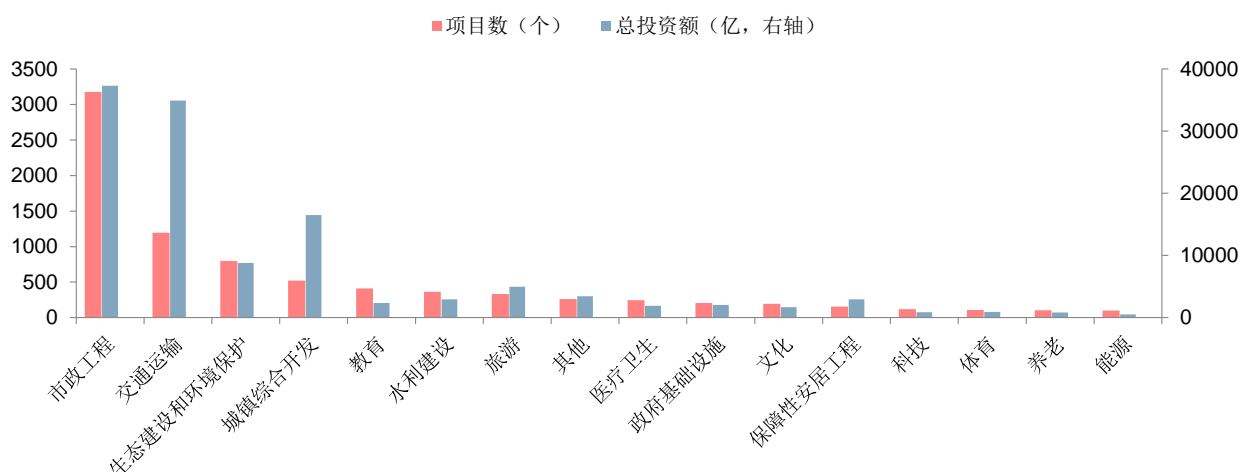
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 30：2018 年 5-9 月 PPP 项目投资额（单位：亿元）



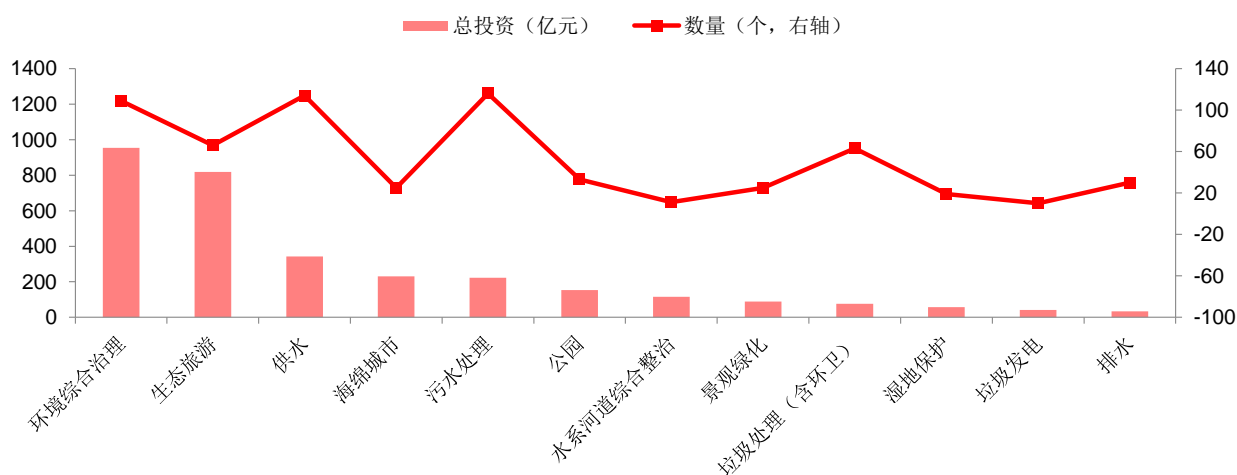
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 31：截至 2018 年 9 月 30 日 PPP 项目行业分布情况（不包括识别阶段项目）



资料来源：财政部，中信建投证券研究发展部

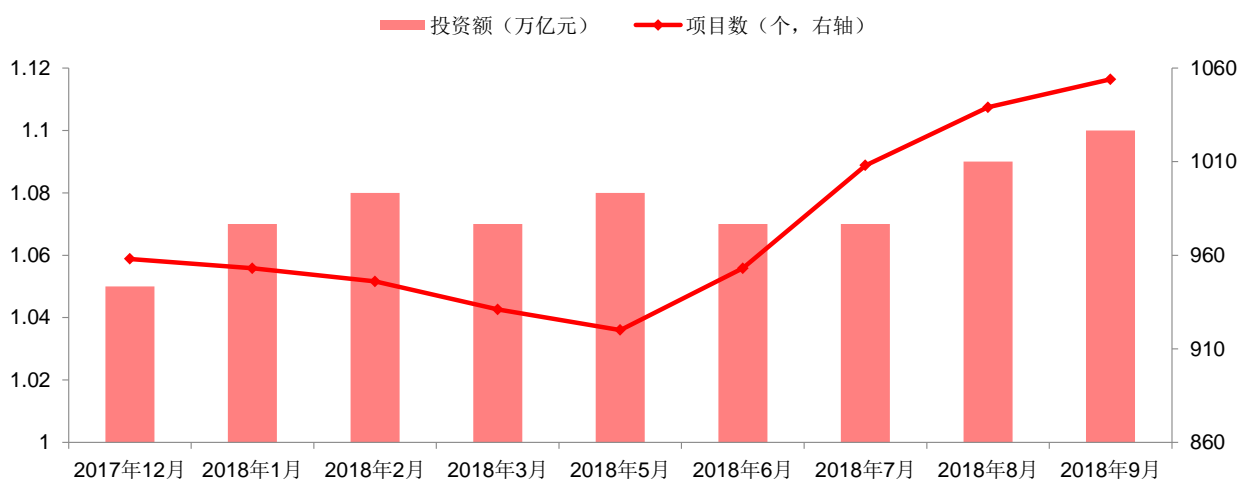
图 32：截止 2018 年 3 月底环保二级行业 PPP 项目数和投资额情况



资料来源：财政部，中信建投证券研究发展部

环保领域受清库工作影响逐渐减弱，占据 PPP 市场重要份额。以 9 月末入库项目（包括处于识别阶段）数量排名，生态建设和环境保护行业以 1054 个项目数位列第三，仅次于市政工程 4579 个与交通运输 1758 个；以 9 月末投资额排名，生态建设和环境保护行业以 1.10 万亿元位列第四，前三分别为交通运输 5.08 万亿、市政工程 4.92 万亿和片区开发 2.16 万亿，从上述情况可以看出，环保是 PPP 项目分布的主要行业之一。根据去年 12 月份到今年 9 月份的统计数据看，环保行业从 17 年 11 月 92 号文下发后到 18 年 5 月，在库总项目数有所下降，但从 5 月份开始，随着清库告一段落后，总在库项目又持续且快速增长，总投资在 9 月末已逾 1.1 万亿。

图 33：2017 年 12 月至 2018 年 9 月生态建设和环境保护行业 PPP 项目数及投资额



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

政策助力 PPP 融资环境温和改善，行业或将进入稳步上升通道

下半年 PPP 市场有所回暖，各项数据环比边际改善。在 PPP 项目管理进入“新常态”之后，三季度管理库环比二季度新增项目 540 个、投资额 3471 亿元；环比新增落地项目 421 个、投资额 3135 亿元；环比新增已开工项目 174 个、投资额 1015 亿元。除了数据面板上的变化，PPP 政策回暖也为市场注入一针强心剂。

表 6：2018 年下半年以来有关 PPP 政策情况

发布时间	政策名称	相关内容	影响
9 月	《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)》	规范的 PPP 项目形成中长期财政支出事项不属于地方政府隐性债务	有助于增强银行贷款信心，后续 PPP 贷款有望逐步改善
9 月 20 日	《中共中央 国务院关于完善促进消费体制机制 进一步激发居民消费潜力的若干意见》	通过政府和社会资本合作 (PPP) 模式、社会领域产业企业专项债券等方式，鼓励支持社会力量参与文化、旅游、体育、健康、养老、家政、教育等领域基础设施建设。鼓励地方依法合规采用政府和社会资本合作 (PPP) 等方式，撬动社会资本特别是民间投资投入补短板重大项目。对经核查符合规定的政府和社会资本合作 (PPP) 项目加大推进力度，严格兑现合法合规的政策承诺，尽快落实建设条件。积极推动符合条件的政府和社会资本合作 (PPP) 项目发行债券、规范开展资产证券化。	消费领域基础设施有望成为下一个经济增长点，PPP 项目将成为该发展模式的主要工具
10 月 31 日	《国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》	积极探索与民营资本合作的模式、路径，对民营企业参与的政府和社会资本合作 (PPP) 项目要给予倾斜。	优质 PPP 项目有望得到政策支持尤其是融资方面的支持
11 月 9 日	《关于加强中国政企合作投资基金管理的通知》		融资政策倾斜

资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

市场迎来新转折点，环保获得政策倾斜。10 月 31 日发布的《国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(后简称《指导意见》)被视为去年 92 号文以来的重要转折点。《指导意见》明确指出，环保是补短板的重点领域之一，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。同时在模式上，重点支持 PPP 模式的发展，对经核查符合规定的 PPP 项目加大推进力度，积极推动符合条件项目发行债券、规范开展资产证券化。该《指导意见》的印发不仅是当前环保民营企业的及时雨，同时也打消了市场对于 PPP 项目推进的疑虑。

高层释放融资利好信号，PPP 市场回暖的预期增强。11 月以来，高层在多场合多次表态缓解民营企业融资困难的问题。11 月 9 日国务院总理李克强召开国常会，要求加大金融支持缓解民营企业融资难融资贵。此外，多家券商、保险公司宣布设立了总规模逾 700 亿元的纾困民企专项产品或资管计划。利好信号不断释放，资金边际改善预期强烈，随着融资改善，相关民企将迎来业绩与估值的双修复。

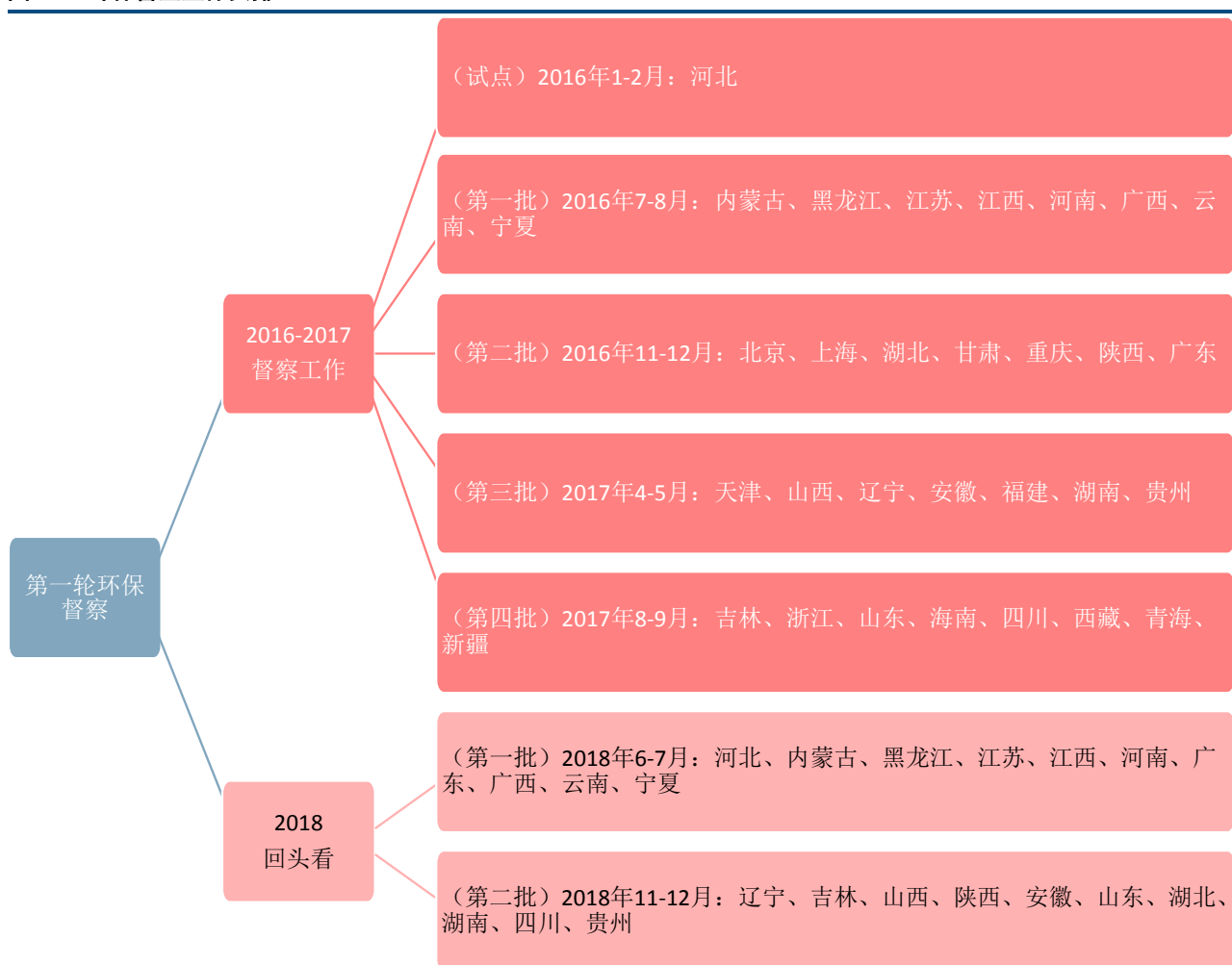
PPP 发展将保持“稳”的主基调，环保行业有望走出低位。11 月 22 日，在上海举办的第四届中国 PPP 融资论坛上，财政部 PPP 中心主任焦小平发言表示，①财政部将配合司法部加快出台 PPP 条例，进一步完善政策体系；②对于依法合规的、10% 限额以内的 PPP 支出责任不是隐性债务；③民营企业平等享受 PPP 的国家财政政策，提高 PPP 基金投资民营企业参与项目的比例。同时，在环境领域选出一批示范项目，中央财政通过专项

资金支持地方关于 PPP 项目资本金注册不足的问题。从此次发言释放的信号来看，PPP 市场当前仍将以“稳”为主基调。有别于 2016 年和 2017 年爆发式的增长，未来 PPP 市场会在科学、规范、可持续的情况下寻求进一步发展，每月新增成交额将维持在两三千亿。得益于当前融资政策的大力支持，在库的优质 PPP 项目有望取得更快的推进速度，未来 PPP 项目落地率将有所上升。环保行业作为国家“补短板”战略中重要组成部分，将优先吸收中央财政专项资金和社会资本，行业有望借此机会逐步摆脱困境，重回增长通道。

环保督查紧锣密鼓，强压推动行业规范化发展

环保督查+回头看，凸显环保整改执法刚性。我国环境问题已经逐渐成为影响经济社会发展的重要因素，严格的环保督察有利于建立良好的环保意识，构建环保长效机制。2015 年底-2016 年初，中央环境保护督察组对河北省开展了环境保护试点督察，拉开了为期三年的第一轮环保督察序幕。随后分别于 2016 年 7 月和 11 月、2017 年 4 月和 8 月分四批开展督察，实现对全国 31 个省（区、市）全面覆盖。2018 年 6 月，第一批中央环境保护督察“回头看”6 个督察组对 10 省（区）开展为期一个月的督察进驻。截至 2018 年 11 月底，第二批中央生态环境保护督察“回头看”五个督察组下沉至各省开展督查工作。

图 34：环保督查整体安排

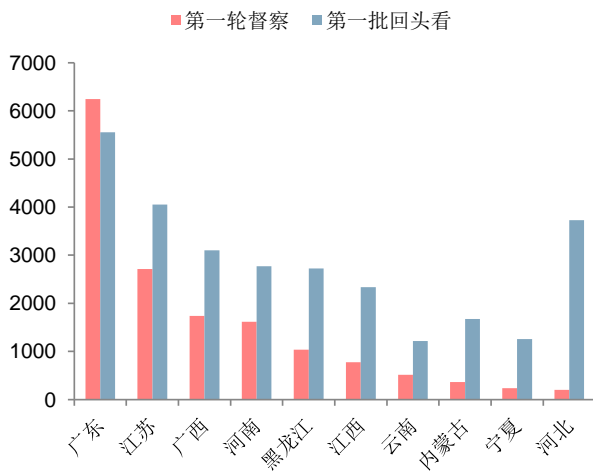


资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

第一批“回头看”见微知著

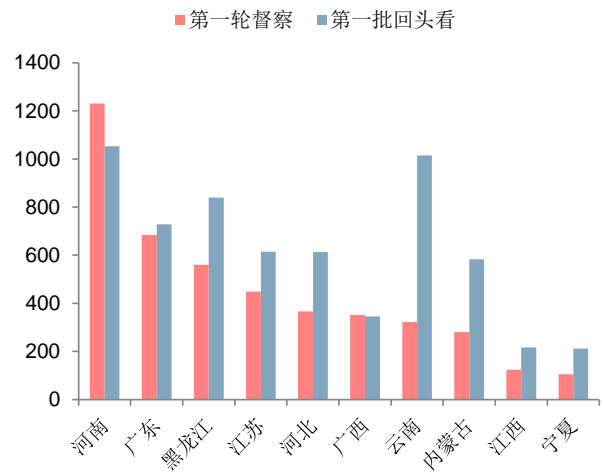
回头看对第一轮中央环境保护督察反馈问题紧盯不放，不达目的决不松手。10 月份，第一批督察小组对各省份“回头看”做了反馈。督察组受理的 37640 件群众生态环境问题举报已基本办结，共责令整改 28407 家，问责 6219 人。其中，广东省责令整改案件数或企业关停整改企业数最多，达 5556 件，河南省问责人数最多，高达 1053 人。

图 35: 督察与“回头看”责令整改案件数或关停整改企业数



资料来源: 生态环境部, 中信建投证券研究发展部

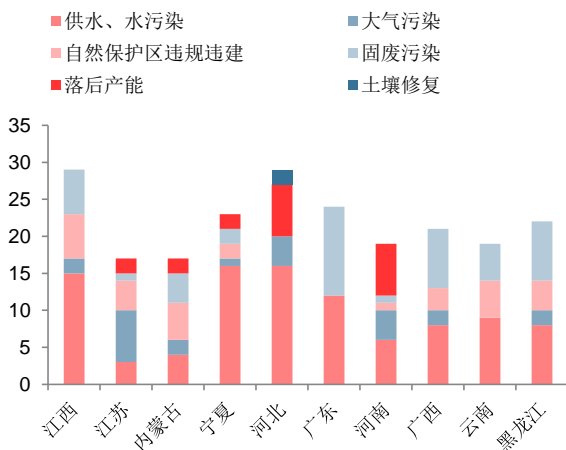
图 36: 督察与“回头看”问责人数



资料来源: 生态环境部, 中信建投证券研究发展部

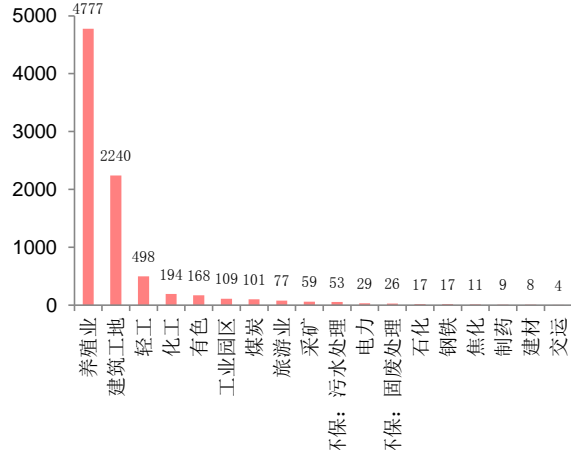
水污染问题最广泛。经统计,“回头看”的各省水污染问题占最多,各省份都存在较大比重的水污染问题,江西、宁夏、河北及广东水污染较为严重。**污水直排现象严重,**银川市第一污水处理厂每天约 8 万吨氨氮严重超标的生活污水排入银新干沟;南昌市牛行水厂水源地二级保护区内存在蓑衣菜闸非法排污口,每天排放污水约 8 万吨。长期不予整改污水直排的原因一方面在于现有污水处理厂能效不足,另一方政府对推进污水处理工作进展的延后,如南昌市政府及相关部门推动污水处理设施及配套管网建设工作滞后,至今未按要求编制城镇污水处理及管网设施建设规划。

图 37: 第一批“回头看”各省问题总结(单位:个)



资料来源: 生态环境部, 中信建投证券研究发展部

图 38: 第一批“回头看”各行业问题统计



资料来源: 生态环境部, 中信建投证券研究发展部

固废污染问题严重。督查组对各省反馈问题中江西、广东、广西、黑龙江固废问题较为严重。工业固废非法倾倒处置多发频发,多为固废处置能力不足。例如广东省自 2015 年以来,全省危险废物非法处置倾倒案件多达 200 余起,非法转移倾倒点遍布全省 21 个地市。广东省固废处置能力结构性失衡明显,粤西危险废物处置中心、广东省危险废物综合处理示范中心二期等一批规划要求建设的重点项目均未建成,全省焚烧类、填埋类危

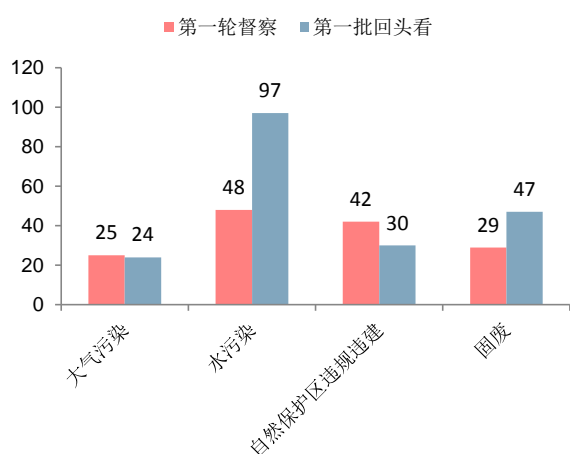
危险废物处置能力缺口分别高达 15 万吨/年和 10 万吨/年。同时生活垃圾处置产能不足的现象也较为突出。例如哈尔滨方正县垃圾处理项目未按要求及时投运,近一年来每天将约 100 吨生活垃圾运到通河县垃圾焚烧厂处理。黑龙江省现有行政村 8697 个,截至 2017 年底仅 408 个达到国家生活垃圾治理要求,“垃圾围村”问题十分突出,生活垃圾随意倾倒、堆放、掩埋和露天焚烧现象严重。

“回头看”刚性更强、督查更全面,“一刀切”明显改善

第一轮环保督察与“回头看”紧密联系、各有侧重。各地党委政府部门为重要责任主体,环保督察督企亦督政,督察对象均包括了省级、市级党委、政府及有关部门和地方企业,实现了对“党政企”的全覆盖;两次行动的力度不断加强;环保督察坚持问题导向,“回头看”中央批准的督察报告及整改方案的落实情况;督察和“回头看”的同省份责令整改数大不同。

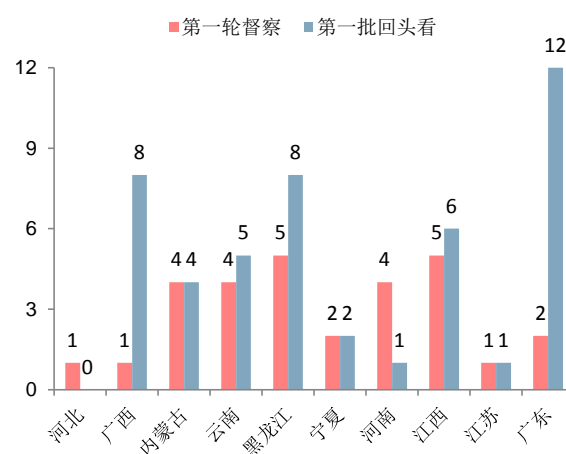
- **坚持导向不同。**环保督察坚持问题导向,努力做到见人、见事、见责任,在处理群众举报问题的工作中,找到责任方,解决问题,督促整改。“回头看”是有的放矢,紧盯中央批准的督察报告及整改方案的落实情况,抓住重点问题和关键任务,盯到位、盯到底。
- **整体力度不断加强。**第三、第四批督察组共计与 717 名领导干部进行个别谈话,其中省级领导 378 人,部门和地市主要领导 339 人;“回头看”工作开展以来,中央第一环境保护督察组副组长、生态环境部副部长赵英民同志约见河南省中央环保督察协调保障领导小组组长、副省长刘伟同志,中央第三环境保护督察组副组长、生态环境部副部长黄润秋约见黑龙江省副省长程志明,从约谈官员的级别上可以看出,各地政府对“回头看”的重视程度不减。督察期间,十省份问题最多的是水污染和自然保护区违规违建,其中广东、广西、江西水污染问题较严重,广西、内蒙自然保护区违规违建较严重。“回头看”期间,十省份问题最多的仍是水污染问题和固废污染问题,其中河北、宁夏、江西、广东水污染问题高发,广东、广西、黑龙江固废存在较多问题。两次行动,水污染问题均较为突出。

图 39: 督察与“回头看”总问题对比



资料来源:生态环境部,中信建投证券研究发展部

图 40: 督察与“回头看”各省固废污染问题对比

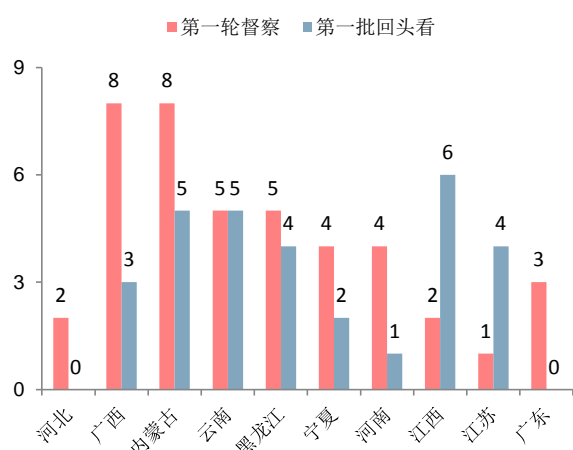


资料来源:生态环境部,中信建投证券研究发展部

- **相同省份整改、问责数量变化大。**将第一批“回头看”时期与督察时期相同的十个省份加以对比,多数省份责令整改案件数和约谈问责人数大比例上升,其中河北省督察时期责令整改数仅为 200 件,“回头看”这一指标上升至 3728 件,宁夏督察时期责令整改 236 件,“回头看”这一指标上升至 1254 件,

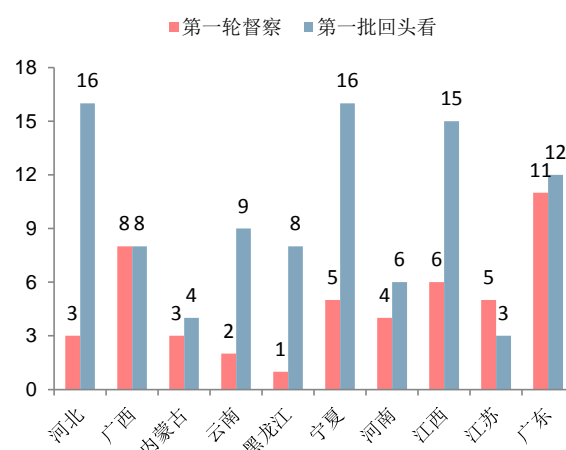
类似这种巨量增长的情况的还有蒙古、云南、江西，此外，各省问责人数也出现了倒挂的现象。原因有以下几点：1.第一批回头看省份多数是最早一批进行环保督察的省份，督查组企业整改力度尚未确定，经过两年的多批督察，逐渐摸索并确定整改和问责的规范。2.明确禁止“一刀切”，使得在第一轮督察期通过停产限产应对督察的企业不能采取这种方式应对“回头看”，使得环境问题暴露比较充分。3.督查组获得问题的一大来源是群众举报，随着环保督察工作整体的推进和新闻媒体的传播，更多人对良好生态环境的诉求得到充分表达，环境问题更多的呈现在督查组案前。

图 41：督察与“回头看”各省自然保护区违规违建对比



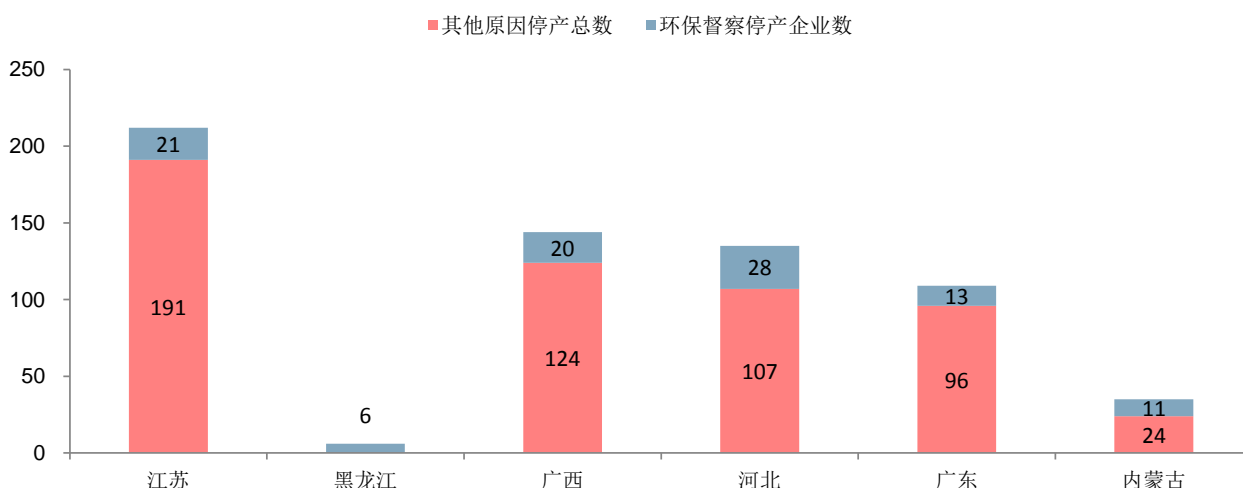
资料来源：生态环境部，中信建投证券研究发展部

图 42：督察与“回头看”各省水污染问题对比



资料来源：生态环境部，中信建投证券研究发展部

图 43：“回头看”6月份企业停产情况



资料来源：各省环保厅，中信建投证券研究发展部

明确禁止“一刀切”整改。中央环保督察期间，部分地区为了应付检查，把所有的企业都停了下来。为防止一些地方不分青红皂白地实施集中停工停业停产行为，生态环境部于5月底发布通告，明确禁止环保“一刀切”行为，坚决避免集中停工停业停产等简单粗暴行为，要求针对不同类型的企业采取分类施策的做法。中央环境

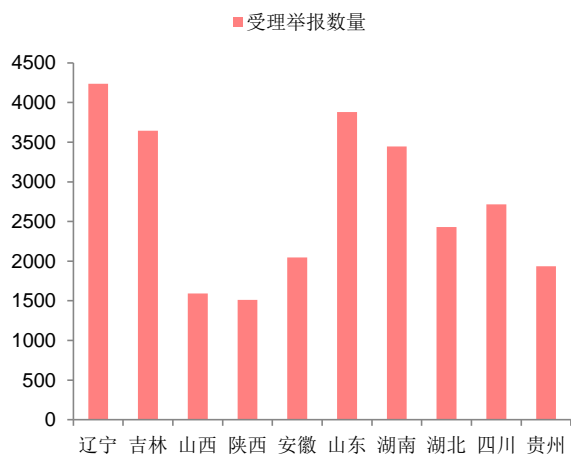
保护督察组也将把环保“一刀切”作为生态环境领域形式主义、官僚主义的典型问题纳入督察范畴，对问题严重且造成恶劣影响的，严格实施督察问责。禁止“一刀切”的规定贯穿了回头看的工作，但根据企业连续生产的指标数据，江苏、黑龙江、广西、河北、广东、内蒙古均有少数集中关闭生产企业以应对督察的现象。

督改决心坚定不移不动摇。除相关污染问题的反馈情况外，在有关政府督导问题的反馈通报文件中，督查组点名批评各级政府，言辞犀利，文风凛然，显示出环境部对环境整改的决心和意志力。如广西壮族自治区对外公开的督察整改完成情况显示，截至 2017 年底，南宁市建成区的 38 段黑臭水体全面完成整治任务，并于 2017 年 12 月 20 日予以备案销号。但督察发现，南宁市在黑臭水体整治中不严不实，“表面整改”“敷衍整改”问题突出，治理城市水体黑臭不是在建设管网、截污减排上下功夫，通告政府“做表面文章，应付过关”。江苏徐州、宿迁两市对第一轮中央环保督察转办案件敷衍了事，对长期存在的污染问题睁只眼闭只眼，存在不作为、慢作为，甚至失职失责等问题，督察组要求地方依法依规严肃处理、严肃问责。

第二批“回头看”如火如荼

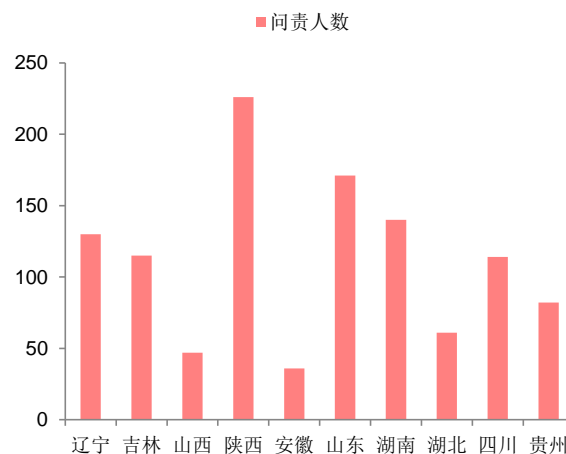
第一轮中央环境保护督察整改情况的“回头看”取得显著效果。为进一步传导压力，压实责任，解决问题，第二批中央生态环境保护督察“回头看”五个督察组于 2018 年 10 月 30 日至 11 月 6 日陆续对山西、辽宁、吉林、安徽、山东、湖北、湖南、四川、贵州、陕西等 10 个省份实施督察进驻。截至 11 月 26 日，各督察组共收到群众信访举报 36031 件，受理有效举报 27440 件；地方已完成查处 10986 件，其中立案处罚 1741 家，罚款 12389.45 万元；立案侦查 99 件，拘留 66 人；约谈 1153 人，问责 1122 人。

图 44：第二批回头看受理举报数



资料来源：生态环境部，中信建投证券研究发展部

图 45：第二批回头看问责人数



资料来源：生态环境部，中信建投证券研究发展部

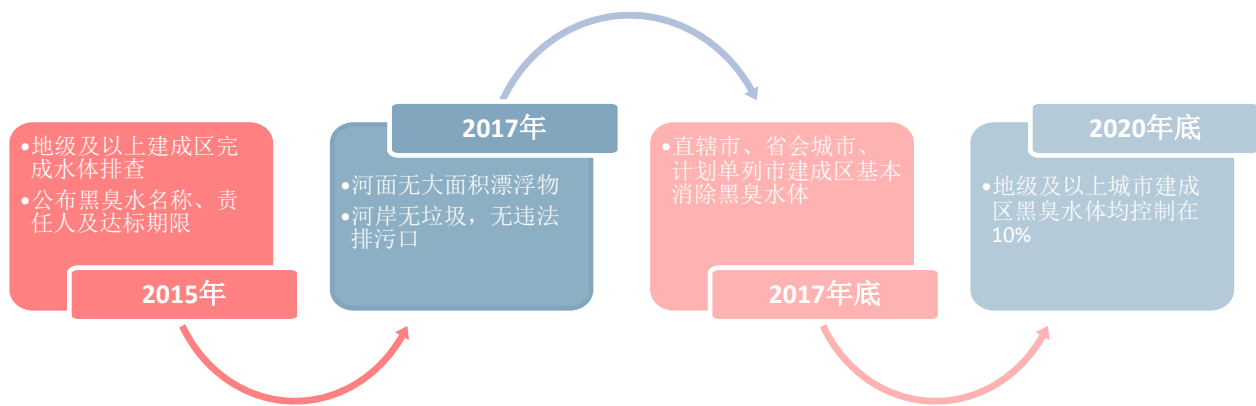
“一刀切”行为仍存，明确禁止“一刀切”和持续督察督改促进环保治理需求释放。中央第二生态环境保护督察组对山西开展“回头看”工作，第二天便收到 7 起关于太原市迎泽区康乐片区严禁用煤、无法温暖过冬的举报。督察组当晚核查发现，太原市迎泽区在禁煤过程中，采用强制禁煤方式推行清洁取暖，无法保障人民群众温暖过冬。是一起典型的、打着大气污染治理旗号却影响民生的“一刀切”行为。第一批“回头看”工作中，禁止“一刀切”行为使得各省市的环保问题暴露的更充分，第二批回头看仍然坚持这一原则，同时环保督察的持续高压会不断刺激各级政府和各企业管理人员对环保的心弦，有利于释放对环保治理的需求。

黑臭治理及村镇环保不超预期，有望成为补短板重要突破口

“水十条”、“十三五生态环保规划”考核指标严格

政策频繁提及，消除黑臭水体为重中之重。《水污染防治行动计划》和《十三五生态环保规划》中都明确提到，到 2020 年，地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在 10%，“水十条”更将其做为主要的考核指标，要求采取控源截污、垃圾清理、清淤疏浚、生态修复等措施，加大黑臭水体治理力度，每半年向社会公布治理情况，政策频繁将消除黑臭水体作为主要指标，凸显出黑臭水体治理任务的重要性。

图 46：“水十条”黑臭水治理阶段性要求



资料来源：公开资料, 中信建投证券研究发展部

农村环境整治初有成效，问题依然突出。《全国农村环境综合整治“十三五”规划》中提出，我国农村环境整治取得了初步的成效，截至 2015 年底，中央财政累计安排农村环保专项资金 315 亿元，各地增设饮用水水源防护设施 3800 多公里，拆除饮用水水源地排污口 3400 多处，初步建立了农村环保体制机制，出台了一系列政策，农村环境监管能力得到提升。但是农村环境问题依然突出，存在着环保基础设施严重不足、环保机制体制仍有待完善和监管能力薄弱的问题，为此，《规划》提出了农村饮用水水源地保护、农村生活垃圾和污水处理、畜禽养殖废弃物资源化利用和污染防治三大主要任务推进农村环境综合治理。

表 7：《全国农村环境综合整治“十三五”规划》农村污染防治三大主要任务

三大任务	建设内容	主要措施
农村饮用水水源地保护	在饮用水水源地周边设立警示标志、建设防护带和截污设施，依法拆除排污口，开展水源地生态修复	加快农村饮用水水源地保护区保护范围划定工作，开展农村饮用水水源地环境状况调查评估工作，建设一批优质饮用水水源地，取缔一批劣质饮用水水源地
农村生活垃圾和污水处理	重点在村庄密度较高、人口较多的地区，开展农村生活垃圾和污水污染治理，包括垃圾分类、收集、转运和处理设施建设和生活污水处理设施建设	推进县域农村环保设施统一规划、建设和管理，鼓励在县级层面统一招投标，提升生活垃圾和污水处理水平，因地制宜选取农村生活垃圾和污水治理技术和模式，保障污染治理设施长效运行
畜禽养殖废弃物资源化利用和污染防治	在畜禽养殖量大、环境问题突出的地区，开展区域或县域畜禽养殖废弃物资源化利用和污染治理，经过整治的村庄，畜禽养殖废弃物得到	完成畜禽养殖禁养区划定和整治，地方环保部门要配合有关部门，积极推动当地政府完成禁养区内确需关闭或搬迁的养殖场的关闭和搬迁，加强畜禽养殖业环境监管。加强源头控制，严格畜禽养殖

有效处理，畜禽粪便综合利用率 $\geq 70\%$ 。

场建设项目的环保审批

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展

黑臭水治理：政策再出台延缓整改期限，市场空间可期

两部门联合督察，坚决消除黑臭水体。2018年5月7日，生态环境部联合住房城乡建设部启动2018年城市黑臭水体整治环境保护专项行动。此次督查分为三个阶段，第一阶段为5月到7月份，督察组将分为三批对全国重点城市开展督查。第二阶段为9月到10月，对问题整改情况进行检查。第三阶段为10月到12月，对环境问题严重城市开展约谈，整改不力的城市开展专项督查。

黑臭水体数量多，面积大，官方统计完成率83.10%。截至11月全国黑臭水治理平台数据显示，全国已认定黑臭水体总计数量2100个，其中：未治理数量为0个，方案制定中数量为91个，治理中数量为264个，已治理数量为1745个，再次黑臭数量为0个。在统计中可以看到，全国黑臭水体总长度7938.89公里，总面积1462.79平方公里，治理完成率为83.10%。而17年12月黑臭水体治理完成数目927条，流域面积166平方公里，占总面积的11.3%。为了迎接水十条的中期考核，黑臭水体治理面积短期快速增加，并且官方统计口径采用自下而上申报汇总的方式，仓促治理下不免会存在漏报、瞒报等现象。

表 8：截止于 2018 年 11 月官方统计各省市黑臭水体整治进度（单位：个）

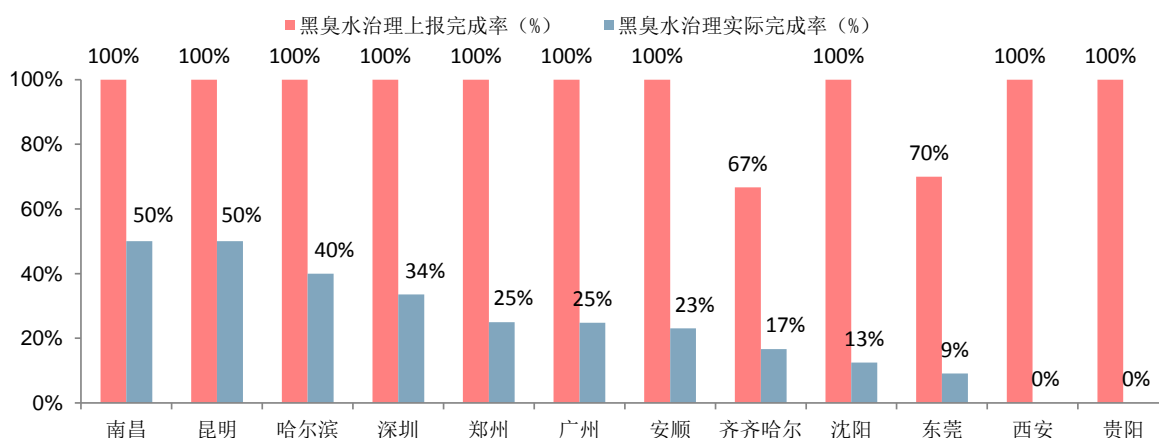
省市	问题总数量	长度	面积	方案制定	治理中	完成治理	完成率
广东	243	699.00	99.66	3	38	202	83.13%
安徽	217	361.45	21.24	30	39	148	68.20%
湖南	170	342.73	34.21	5	28	137	80.59%
山东	165	366.59	40.69	1	11	153	92.73%
江苏	152	272.72	5.56	1	13	138	90.79%
湖北	145	3498.93	25.32	3	19	123	84.83%
河南	128	321.93	769.74	13	18	97	75.78%
四川	99	249.48	62.54	2	21	76	76.77%
吉林	97	336.27	48.98	5	22	70	72.16%
福建	87	100.23	3.65	0	1	86	98.85%
山西	72	209.14	51.32	3	11	58	80.56%
广西	63	146.23	3.932	3	6	54	85.71%
北京	61	50.14	19.22	0	0	61	100.00%
辽宁	61	241.17	5.56	13	9	39	63.93%
上海	56	129.26	5.29	0	0	56	100.00%
河北	42	112.96	4.97	6	3	33	78.57%
重庆	31	46.00	9.23	0	0	31	100.00%
海南	29	21.32	3.64	0	1	28	96.55%
江西	26	22.10	1.26	0	5	21	80.77%
青海	26	14.27	0.17	0	0	26	100.00%
天津	25	117.29	3.91	0	0	25	100.00%
黑龙江	22	36.72	168.41	3	5	14	63.64%
甘肃	17	44.00	3.08	0	3	14	82.35%

内蒙古	14	23.40	0.61	0	4	10	71.43%
贵州	14	26.85	0.04	0	0	14	100.00%
宁夏	13	40.57	15.18	0	1	12	92.31%
云南	12	61.96	49.48	0	5	7	58.33%
浙江	6	3.56	0.11	0	0	6	100.00%
陕西	5	16.40	5.35	0	1	4	80.00%
新疆	2	26.23	0.43	0	0	2	100.00%
全国	2100	7938.89	1462.79	91	264	1745	83.10%

资料来源：生态环境部，中信建投证券研究发展部

虚假整改、表面整改频现，真实治理情况堪忧。今年5月，城市黑臭水体整治环境保护专项行动第二批督查正式开始，至7月结束共检查黑臭水体994个，共发现未消除黑臭水体82个以及共计647个问题，包括245个控源截污问题、189个垃圾清理问题、55个清淤疏浚问题等，同时在原有统计之外新发现的黑臭水体274个。对59个城市黑臭水体情况进行专项督查发现，与2017年底上报数据吻合的城市只有29个，占比还不到一半，其中齐齐哈尔上报已完成整治黑臭水体6个，实际却有5个未消除黑臭，实际完成率只有11.11%；沈阳、安顺、东莞也存在大量不达标谎报的行为，上报的实际完成率还不足30%。此外，有26个城市发现新黑臭水体，其中贵阳和西安上报时称无黑臭水体，但督查时却发现4个黑臭水体，弄虚作假问题严重；还有广州、深圳两市，新发现黑臭水体分别高达102和80个，相比官方上报数据35和45个，瞒报漏报情况严重。若按照督查新增后的总黑臭水体数量为基数进行统计，59个城市汇总后实际完成黑臭河治理的比率只有64.84%，其中治理率超过90%的城市只有21个，占比35.59%，只有13个城市达到100%治理黑臭水体的目标；以西安、贵阳、东莞、广州等问题严重的20个城市来看，实际治理率还不足50%。若以水十条2017年对于直辖市、省会城市、计划单列市建成区基本消除黑臭水体的阶段性要求来考察的话，黑臭水治理进度和效果严重不达预期，真实治理情况令人堪忧。

图 47：黑臭水体治理专项批督查结果中实际完成治理率与上报情况相差 50%以上城市情况

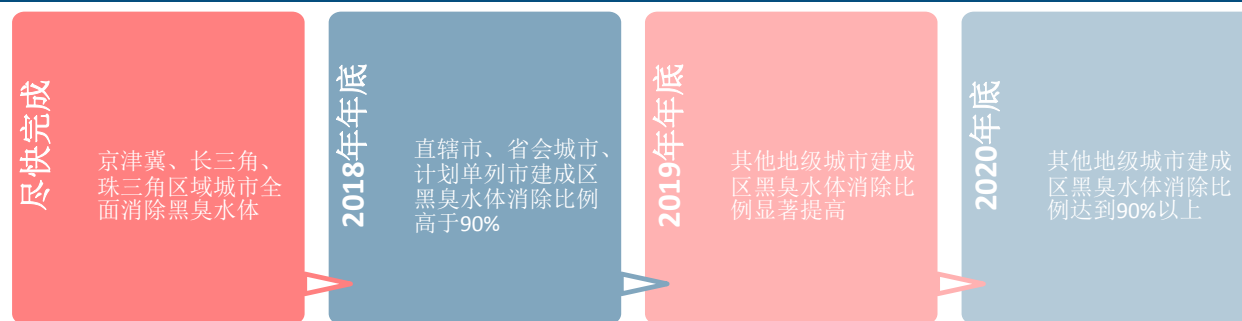


资料来源：生态环境部，中信建投证券研究发展部

整改目标延期，黑臭水治理任重道远。“水十条”中要求，2017年年底实现直辖市、省会城市、计划单列市建成区基本消除黑臭水体，但截至到2018年11月，全国只有13个省市治理完成率达到100%，36个重点

城市整体平均完成率只有 70%，距离基本消除黑臭水体的要求还很远。为此，2018 年 10 月 16 日，住房和城乡建设部、生态环境部联合发布《城市黑臭水体治理攻坚战实施方案》，将目标改为到 2018 年年底，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%，基本实现长治久清，相较于“水十条”中的要求，完成期限和消除比例的要求均有所放松，也从侧面反映了我国黑臭水情况的严重程度和治理难度，治理黑臭水任重道远。

图 48：《城市黑臭水体治理攻坚战实施方案》阶段性要求



资料来源：《城市黑臭水体治理攻坚战实施方案》，中信建投证券研究发展部

黑臭治理依附 PPP 模式，融资改善条例落地有望加速治理步伐。城市黑臭水处理项目大多采用 PPP 模式，由社会资本与政府出资方代表组建联合体公司运营项目，这种合作模式即可以发挥社会资本（专业水处理公司）的技术优势和治理经验，又可以利用政府出资方（一般为地方政府投资平台）的政府背景推动项目所需许可、土地审批进程。但在经济去杠杆、融资环境逐渐紧缩、PPP 清库的影响下，2018 年 PPP 发展缓慢、项目推进力度不及预期成为黑臭水治理滞后另一因素。2018 年 9 月 19 日，财政部、住房城乡建设部、生态环境部联合发布《关于组织申报 2018 年城市黑臭水体治理示范城市的通知》，明确指出 2018-2020 年中央财政分批支持部分治理任务较重的地级及以上城市开展城市黑臭水体治理，2018 年首批支持 20 个左右城市，每个支持 6 亿元，同时强调黑臭治理仍旧支持 PPP 为主要模式。此次中央财政直接对于示范城市黑臭水治理的支持也需要地方财政进行配套支持，假设地方财政按照 1:1 资金配套，那么首批 20 个城市将会获得共计 240 亿元的政府资金支持，在 PPP 模式下，若按照政府 10%、社会资本 10%，银行项目贷款 80% 的比例测算，将撬动 2400 亿元黑臭水治理项目。此外，近期对于民营企业融资改善相关政策频繁出台，对于资金的大力支持有望缓解治理任务较重公司的资金问题，将加速城市黑臭水体的治理速度。

流域综合治理先行者：长江大保护，永葆母亲河生机活力

长江流域经济带：经济发达，资源丰富

人口众多,经济发达,自然资源丰富。长江经济带覆盖上海、江苏、浙江、安徽、江西、湖北、湖南、重庆、四川、云南、贵州等 11 省市，面积约 205 万平方公里。长江经济带人口和生产总值均超过全国总量的 40%，贯穿中国的东-西-中部，是我国经济发展的重点区域，丰富的自然资源、便利的运输条件，使其成为了我国资源开发利用的重要轴线。截至 2017 年长江沿线 11 省总人口 5.91 亿，占全国总人口 42.67%，长江沿线 11 省 GDP 达 37.4 亿元，贡献全国 GDP 的 43.70%。长江经济带横跨我国东、中、西三大区域，资源丰富，承载能力高。丰富的自然资源为长江经济带的发展打下了坚实的基础。

长江环境污染日益严重，大保护势在必行

工业发展导致长江经济带环境污染日益严重。长江经济带工业占我国工业总量的 40% 以上，工业的蓬勃发展也带了严重的环境问题，特别是有些企业不注重对环境的保护，将未经处理的工业废水直接排入到长江之中，导致长江的水体质量不断下降。2015 年，长江经济带直接排放入环境的工业废水的排放量达到了 630801 万吨，其中，江苏省直接排入环境工业废水达到 126594 万吨，占整个经济带总量的 20.07%，上海工业废水直接排入环境量最少为 19322 万吨。经济带共产生 92075 万吨固体废物，1401 万吨危险废物。湖南省和云南省 2015 年分别产生 258 万吨和 223 万吨危险废物，共占经济带全年危废产生总量的 34.36%。尽管随着近几年对长江保护和督查力度不断加大，长江水质有了一定的改善，但要将水质恢复仍需要长时间、高强度的保护和督查力度。

重大突发环境事件影响恶劣，大保护刻不容缓。重大突发环境事件影响范围广，造成财产损失大，易对群众生活造成严重威胁，容易引发公众恐慌，2016 年，我国发生三起重大突发环境事件，有两件发生在长江经济带内的江西省。江西省宜春市中安实业有限公司违法排污致新余市第三水厂取水中断事件导致 4 万人受到停水影响，江西省宜春市宜丰县工业污水处理场违法排污致上高县饮用水水源污染事件导致该县城供水中断。2014 年全国发生重大突发环境事件 3 件，有两件发生在湖北省，湖北省汉江武汉段氨氮超标事件导致三个供水厂停水，湖北省恩施自治州建始县磺厂坪矿业有限公司致重庆市巫山县千丈岩水库污染事件导致 5 万人饮用水受到影响。重大突发环境事件集中发生在长江经济带，长江经济带的整治需求迫切，环境问题的治理刻不容缓。

表 9：2007-2016 年长江经济带突发环境事件数量

区域	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
四川	1	2	0	1	25	16	14	7	14	20
重庆	24	21	33	23	18	25	11	16	9	11
云南	1	4	3	0	1	1	2	3	4	1
贵州	18	10	4	5	7	4	9	3	9	12
湖南	0	6	0	1	9	3	3	2	16	8
湖北	15	33	11	27	7	4	7	5	10	37
江西	1	19	6	9	8	1	5	6	7	7
安徽	22	16	22	30	12	20	6	9	8	3
浙江	80	64	50	35	31	23	26	27	22	16
江苏	4	11	10	7	27	77	125	70	27	13
上海	50	86	118	161	197	192	251	108	10	3
经济带	216	272	257	299	342	366	459	256	136	131
全国总数量	462	474	418	420	542	542	712	471	330	304
经济带占比	46.75%	57.38%	61.48%	71.19%	63.10%	67.53%	64.47%	54.35%	41.21%	43.09%

资料来源：生态环境部，中信建投证券研究发展部

长江大保护：九江 77 亿项目落地开启千亿环保治理空间

长江经济带的环境问题引起了党中央的高度重视，习近平总书记对于长江经济带的环境问题形容到“长江病了”，而且病得不轻。2016 年 1 月 5 日，习总书记在重庆召开推动长江经济带发展座谈会，指出当前和今后相当长一个时期，要把修复长江生态环境摆在压倒性位置，共抓大保护，不搞大开发，把实施重大生态修复工程作为推动长江经济带发展项目的优先选项。自此，长江大保护正式提出。

中央、地方政策密集落地，为大保护保驾护航

截至 2018 年 11 月，国家各部委已发布 12 台关于长江经济带保护和发展的政策，分别从长江经济带的发展规划、污染治理指标、资金保障、监测机制等方面对长江大保护行动提供指导和支持。其中《长江经济带生态环境保护规划》明确了长江经济带在 2020 年的环境指标。地方层面上，各地方政府均制定了地方《生态保护红线》，确定了生态保护的保护区，并依据地方各省市自身环境情况制定环境保护行动方案。

表 10：国家各部委出台长江大保护相关政策

发布时间	名称	颁发部门	内容
2016/2/23	《关于加强长江黄金水道环境污染防控治理的指导意见》 《关于加强长江经济带造林绿化的指导意见》	发改委、环保部	明确了长江水污染防治和生态保护修复的总体思路、主要目标、具体任务等措施。 明确了长江经济带绿化造林工作的总体思路、主要目标、重点任务和保障措施。
2016/9/11	《长江经济带发展规划纲要》	国务院	描绘了长江经济带发展的宏伟蓝图。
2017/7/13	《长江经济带生态环境保护规划》	环保部	规划确立了六方面重点任务，以“五江”目标引领生态示范，“三线”框定保护边界，强化联防联控机制。
2017/7/28	《关于加强长江经济带工业绿色发展的指导意见》	工业和信息化部、发改委、科学技术部、财政部、环境保护部	进一步提高工业资源能源利用效率，全面推进绿色制造，减少工业发展对生态环境的影响，实现绿色增长。
2018/7/20	《长江保护修复攻坚战行动计划》	生态环境部	大力实施长江生态环境空间管控、排污口综合整治等重点措施，确保长江生态功能逐步恢复，生态环境质量持续改善。
2018/4/9	《关于聚焦长江经济带 坚决遏制固体废物非法转移和倾倒专项行动方案》	生态环境部	上下联动、协同配合，聚焦长江沿岸固体废物非法转移和倾倒问题，严厉打击违法行为，切实保护长江“母亲河”生态环境安全。
2018/4/16	《长江经济带绿色发展专项中央预算内投资管理暂行办法》	发改委	充分发挥中央预算内投资引领带动作用，推动长江经济带生态优先、绿色发展。
2018/9/21	《共抓长江水生态保护力推美丽长江建设行动方案（2018-2022 年）》	水利部、农业农村部	将共同推动尽快启动实施一批重大水生态修复项目，推动珍稀濒危水生生物保护。
2018/10/15	《关于加强长江水生生物保护工作的意见》	国务院	进一步强化和提升长江水生生物资源保护和流域生态修复工作。

2018/11/1	《关于加快推进长江经济带农业面源污染治理的指导意见》	发改委、生态环境部、农业农村部、住房城乡建设部、水利部	加快推进长江经济带农业农村面源污染治理，推行绿色生产生活方式，持续改善长江水质，实现农业农村发展与资源环境相协调，助力长江经济带高质量发展。
2018/11/6	《长江流域水环境质量监测预警办法（试行）》	生态环境部	加快建立长江流域自动监测管理和技术体系，完善长江流域国家地表水环境监测网络，推进长江流域水环境质量持续改善。

资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

表 11：各地方政府长江大保护相关政策

省市	发布时间	名称
浙江省	2018/4/3	《长江经济带生态环境保护规划浙江省实施方案》
南通市	2018/5/22	《南通市长江经济带生态环境保护实施规划》
四川	2018/7/25	《四川省生态保护红线方案》
四川、重庆	2018/6/6	《深化川渝合作深入推动长江经济带发展行动计划(2018-2022 年)》
重庆	2018/7/15	《重庆市生态保护红线》
湖北省	2018/6/20	《湖北省饮用水水源地保护和专项治理工作方案》
		《湖北省企业非法排污整治工作方案》
		《湖北省固体废物污染治理工作方案》
	2018/8/4	《湖北省生态保护红线划定方案》
云南省	2018/6/29	《云南省人民政府关于发布云南省生态保护红线的通知》
江苏省	2018/7/14	《江苏省长江经济带生态环境保护实施规划》
湖南省	2018/7/25	《湖南省生态保护红线》
上海市	2018/8/26	《上海市生态保护红线》
江西省	2018/8/30	《关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战实施意见》
		《江西省推进长江经济带“共抓大保护”攻坚行动农业重点任务工作方案》
	2018/7/15	《江西省生态保护红线》
安徽省	2018/7/2	《安徽省生态保护红线》

资料来源：各地方政府网站，中信建投证券研究发展部

五大专项行动+三大环保督查，大保护截污整改初见成效

自提出长江大保护以来，国家先后开展了五项针对长江经济带环境保护的专项行动，解决了一批对环境存在重大威胁的历史遗留问题，使长江生态环境得到更好的保障。同时，国家生态环境部联合其他部委开展了三次督查行动，对督查中发现的问题采取逐一消号、突出问题挂牌督办的形式进行整治。通过专项整治行动及环保督查行动，长江流域水质有了明显的提升，2016 年 7 月，长江流域按水功能区共评价 1102 个，达标数量 909 个，达标率 82.00%，按河长统计评价 41189.9 千米，达标河长 34424.1 千米，达标率 83.60%。2018 年 7 月，长江流域按水功能区共评价 1153 个，达标数量 974 个，达标率 84.50%，较 2016 年同期提升 2.5 个百分点，按河长统计评价 41476.2 千米，达标河长 36594.8 千米，达标率 88.20%，较 2016 年同期提升 4.6 个百分点。

表 12：长江经济带专项行动及环保督查

	名称	开始时间
五大专项行动	非法码头、非法采砂专项整治行动	2015 年底
	工业污染专项整治行动	2017 年 11 月
	饮用水水源地安全检查专项行动（县级市）	2017 年 6 月
	长江入河排污口专项整治行动	2017 年 4 月
	岸线保护和利用专项检查行动	2017 年 12 月
三大环保督查	饮用水水源地环境保护执法专项行动	2018 年 4 月
	“清废行动 2018”及核查“回头看”	2018 年 5 月
	黑臭水体整治环境保护专项行动	2018 年 5 月

资料来源：《长江经济带生态环境保护规划》，中信建投证券研究发展部

九江 77 亿项目落地，先行先试先导工程开启千亿治理空间

长江经济带首个环境治理 PPP 项目开工建设。2018 年 7 月 30 日，长江三峡集团联合中标九江市中心城区水环境系统综合治理一期项目，项目预算约 77 亿元，项目合作期为 20 年，其中建设期 2-3 年，采用 PPP 模式运作。11 月 1 日，江西省九江市濂溪区龙门小区管网改造工程破土施工，标志着两河（十里河、濂溪河）流域综合整治工程正式开工建设，11 月 16 日，江西省九江市中心城区水环境系统综合治理一期子项目——八里湖赛城湖控制枢纽工程一期上游横向围堰截流圆满成功。围堰顺利合拢，标志着工程进入新的实质性施工阶段。

长江综合治理拉开大幕，助力行业龙头发展。随着三峡集团中标九江市水环境治理项目及其部分项目的开工建设，标志着长江经济带生态环境保护从源头控制进入到综合治理阶段，77 亿的项目总额更标志着广阔的市场空间，长江经济带综合治理涉及到水务运营、固废处理、污水处理、环境监测等环保子板块，各板块内的龙头企业由于有较成熟的机制及经验，必将受益于大保护行动的推进，政策利好和市场的高需求将拉动业务的高速增长。

由于长江经济带的综合整治刚刚开始，目前涉及到的环保领域较少，但仅危废处理（845.92 亿）、黑臭水治理（310.59 亿）和污水处理（城镇污水处理+提标改造共 879.03 亿）的市场空间总额已经达到了 2035.54 亿元，随着 2020 年长江经济带环境治理中期节点的接近，其他环保领域的市场空间（垃圾分类、环卫市场化、农村整治）也将得到释放，整体市场空间远超千亿，水治理、固废危废处置以及环境监测龙头必将优先享受政策红利，抢占先机。

农村环保：政策叠加，开启千亿市场空间

政策密集出台，农村环境防治重点在农村垃圾和污水处理，自 2011 年起，国家已经出台 11 项关于农村环境防治的政策，其中，《全国农村环境综合整治“十三五”规划》提出，重点加强对饮用水水源地保护、生活垃圾和污水的处理。《规划》中要求加快农村生活垃圾和污水污染治理设施的建设，要求新增完成环境综合整治建制村 13 万个，经过整治的村庄，生活垃圾定点存放清运率达到 100%，生活垃圾无害化处理率大于 70%，生活污水处理率大于 60%。同时，《农村人居环境整治三年行动方案》要求中西部的村庄有 90% 的生活垃圾得到治理，生活污水乱排乱放得到管控。

表 13：农村环境防治相关政策汇总

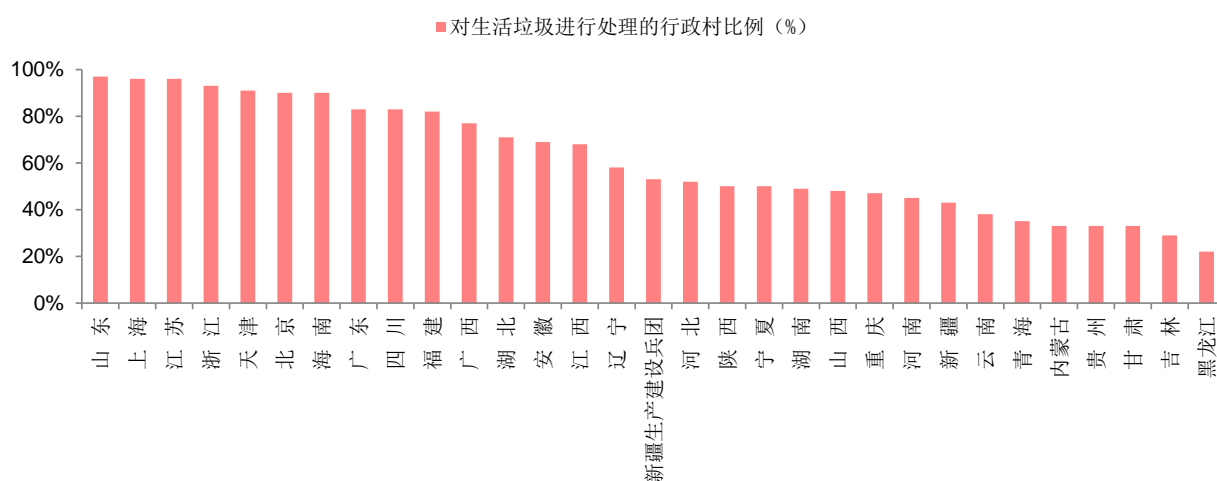
时间	政策	要点
2011 年	《关于加强农村环境保护工作意见》	因地制宜开展农村污水、垃圾治理，有条件的应建设污水处理设施，城市周边可纳入城市污水收集管网
2011 年	《国家环境保护“十二五”规划》	鼓励乡镇和规模较大的村庄建设集中式污水处理设施
2012 年	《关于开展“十二五”农村环境综合治理项目库建设的通知》	项目主要为 4 类：农村饮用水水源地保护、农村生活污水和垃圾处理、禽畜养殖污染处理、农村工矿污染治理
2014 年	《国务院办公厅关于改善农村人居环境的指导意见》	大力开展农村环境治理，重点治理农村污水和垃圾
2015 年	《水污染防治行动条例》	以县为单位，实行农村污水统一规划、统一建设、统一管理，到 2020 年，新增完成环境综合整治的建制村 13 万个
2015 年	《住房城乡建设部等部门关于全面推进农村垃圾治理的指导意见》	2020 年 90% 以上村庄的生活垃圾得到有效治理
2016 年	《“十三五”生态环境保护规划》	推进 13 万个行政村的环境综合治理，建设污水垃圾收集处理利用设施
2017 年	《全国农村环境综合整治“十三五”规划》	到 2020 年新增完成综合整治的建制村 13 万个，重点领域包括农村饮用水水源地保护、生活垃圾和污水治理
2018 年	《农村人居环境整治三年行动方案》	以农村垃圾、污水治理和村容村貌提升为主攻方向，到 2020 年，实现农村人居环境明显改善，村庄环境基本干净整洁有序
2018 年	《中共中央国务院关于实施乡村振兴战略的意见》	持续改善农村人居环境，实施人居环境整治 3 年行动计划，以农村垃圾、污水治理和村容村貌提升为主攻方向
2018 年	《农业农村污染治理攻坚战行动计划》	明确了五项任务：加强农村饮用水水源保护和生活垃圾污水治理、解决养殖业污染、防控种植业污染以及提升农业农村环境监督能力

资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

垃圾处理：地区发展不均，市场缺口巨大

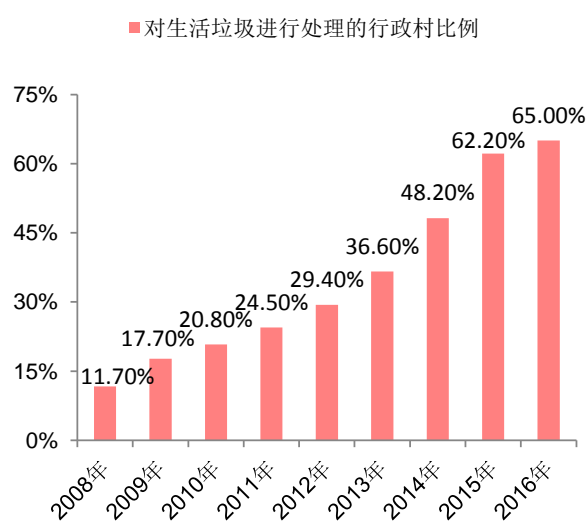
垃圾处理行业地区发展不均，欠发达地区远远落后。2016 年全国各省对生活垃圾处理的行政村比例分布的中位数是 53%。山东、上海、江苏、浙江、天津、北京、海南七个省（直辖市）比例超过 90%，分别是 97%、96%、96%、93%、91%、90%、90%，分属华东、华北或华南地区。排名最后五名的省份分别是内蒙古、贵州、甘肃、吉林、黑龙江，比例依次是 33%、33%、33%、29%、22%，分属华中、西南、西北或东北地区。发达地区省份对生活垃圾处理的行政村比例普遍高于欠发达地区。

图 49：全国各省对生活垃圾处理的行政村比例分布情况



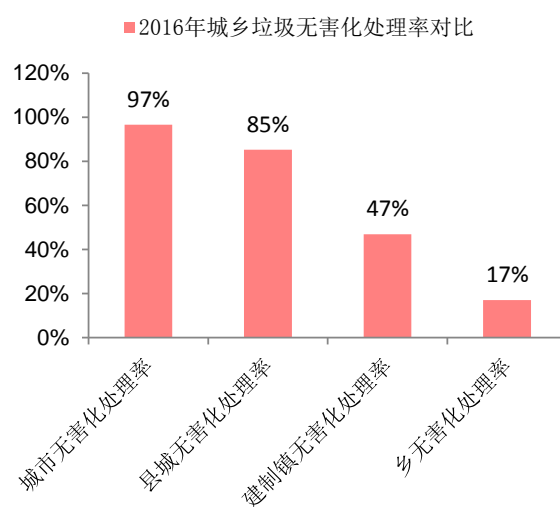
资料来源：《城市统计年鉴》，中信建投证券研究发展部

图 50：对生活垃圾处理的行政村比例



资料来源：《城市统计年鉴》，中信建投证券研究发展部

图 51：2016 年城乡垃圾无害化处理率对比



资料来源：《城市统计年鉴》，中信建投证券研究发展部

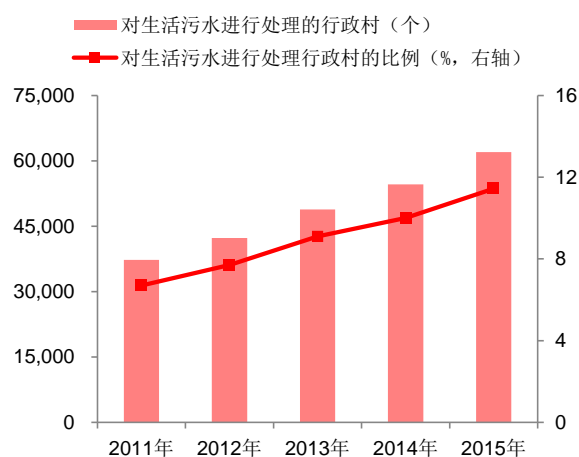
农村垃圾处理发展程度低，市场缺口大，2016 年乡村垃圾无害化处理率只有 17.03%，而同期城市、县城和建制镇则分别为 96.62%、85.22%、46.94%，乡村与县城镇差距较大，乡村垃圾处理行业还处于发展初级阶段。2016 年，对生活垃圾处理的行政村比例达到 65%，相较 2008 年的 11.70%增长了 53.30%，分区域来看，东部地区对生活垃圾处理的行政村比例为 87%，而中西部发展较为落后，仅有 49%。按照 2018 年颁布的《农村人居环境整治三年行动方案》中要求的“东部地区基本实现农村生活垃圾处置体系全覆盖，中西部地区力争实现 90% 左右的村庄生活垃圾得到治理”的目标，中西部地区仍有 41% 的农村生活垃圾处理空间未得到释放，存在较大的市场空间。

污水处理：政策利好开启千亿市场空间

设施缺乏、水质水量变化大，农村污水处理问题凸显。我国目前污水的来源主要为种植业污染、养殖业污染和农村生活污水污染。由于农村村镇的分布分散、地形复杂、基础设施不完善，污水沿着路边沟或者道路直接排入水体，导致乡镇污水收集困难。另一方面，农村污水排放存在较大的季节差异、昼夜差异，表现为夏季污水量远超冬季、白天比晚间排水量多，晚间排水甚至可能停止，污水排放呈现间断状态，不利于污水处理厂的运行，同时，农村居民环保意识弱，厨房污水、生活洗涤污水和厕所污水的随意倾倒，更是加重了农村污水造成的污染。

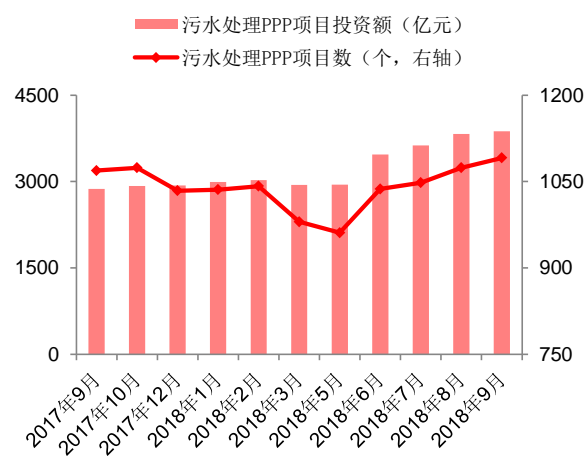
污水处理乡村数量逐年上升，但比例仍低。2011年，我国进行污水处理的行政村的数量为37268个，到2015年，这一数量上升到了61995个，增加了66.35%。从占全国行政村的比例来看，2011年进行污水处理的行政村占全国数量6.7%，2016年这一数字为11.44%，增加了4.74%。但总体来看，我国对污水进行处理的村庄占比刚刚超过10%，反映了我国农村污水处理的治理水平不高，总体而言，我国农村污水治理的水平十分低下，亟待解决。

图 52：全国生活污水处理的行政村情况



资料来源：住房与城乡建设部，中信建投证券研究发展部

图 53：全国生活污水处理 PPP 项目情况



资料来源：财政部，中信建投证券研究发展部

污水处理市场火热，PPP项目众多。目前我国农村水污染治理大多采用PPP模式，当前农村水污染防治形势紧迫，村民对美好环境和水安全的迫切需求及农村污水处理市场潜在的巨大的市场空间，都为PPP模式在农村污水处理领域提供了广阔的市场，2017年，中央财政农村环境保护专项资金规模已经达到420亿元，主要用于农村污水垃圾处理、饮用水水源地保护等，中央政府的投资也为PPP项目的发展提供了助力，截止2018年9月，全国污水处理PPP项目共1091个，总投资规模3874.07亿元，随着2020年农村污水治理考核期限的到来，污水处理市场将迎来进一步的爆发。

政策助力开启千亿市场空间。《全国农村环境综合整治“十三五”规划》要求到2020年底，新增完成环境综合整治建制村13万个，完成综合整治的村庄污水处理率达到60%，按照每个行政村平均1811人，13万个建制村共计人口2.35亿人，人均用水74升/天，污水产生率70%，处理率60%来计算，目前农村污水处理能力的缺口为730.38万吨/天，农村污水处理的主流技术包括集中式污水处理站和分散式小型一体化处理设施两种。若全部采用集中式污水处理站，按照处理设施建设成本为4000元每吨每天处理能力，管道建设为处理设施建设成本的2.5倍来计算，则对应集中式处理总投资额1022.53亿元。若全部采用分散式一体化处理设施，按照每户平

均人数 4 人，则 13 万个建制村共有 0.58 亿户，每户建设小型一体化设施的投资额为 10000 元，则对应总投资额为 5875 亿元，超千亿的市场空间预示着农村污水处理市场的广阔。

表 14：农村污水处理市场空间测算

表达式	项目	数值
a	平均每个行政村人口数量（个）	1811
b	《全国农村环境综合整治“十三五”规划》要求新增整改完成行政村数量（个）	130000
c	农村人均用水量（升/天）	74
d	污水产生率	70%
e	《全国农村环境综合整治“十三五”规划》污水处理率指标	60%
$f=a*b*c*d*e$	污水处理缺口（万吨/天）	730.38
g	集中式污水处理设施单位造价（元·吨/天）	4000
$h=f*g$	集中处理设施建造投资（亿元）	292.15
i	管网建设与污水处理厂建设比例	2.5
$j=h*i$	管网建设投资（亿元）	730.38
$k=h+j$	集中式处理总投资（亿元）	1022.53
l	每户人数（人/户）	4
$m=a*b/l$	户数（亿户）	0.58
n	每户建设小型一体化设施的投资（元）	10000
$p=m*n$	分散式处理总投资（亿元）	5875

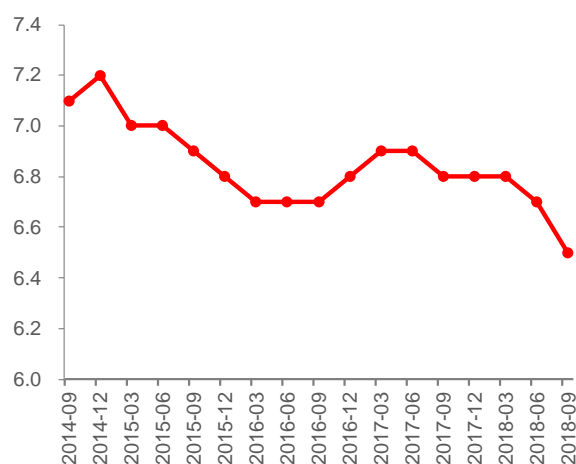
资料来源：中信建投证券研究发展部

绿色发展价格市场化，运营资产价值有望重估

宏观经济下行，地方财政紧张

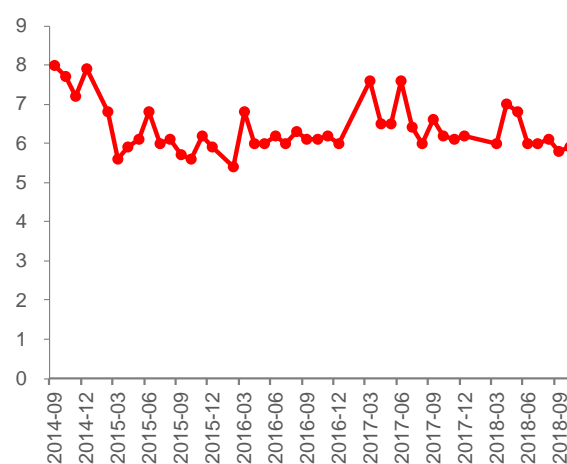
经济增速回落，下行趋势明显。我国当前的经济发展进入了一个新阶段，GDP 的增长率由高速增长转换到了中速增长状态。我国 2018 年第三季度的 GDP 增速为 6.5%，较上半年的增速略有下滑，预计四季度增速将继续回落。2018 年后半年以来，无论制造业还是服务业，财新 PMI 指数都处在下行状态，虽然服务业在中间有短期回升，但近期仍出现了明显的回落，尤其是今年 10 月仅高于荣枯线 0.2 个百分点，PMI 新订单及生产分项同步走弱。从工业增加值来看，总体虽然仍保持一定增长，但也较年初逐步回落，尤其是从 2018 年后半年开始，一直较为低迷。从累计同比增速来看，今年的工业增加值累计同比从 2 月的 7.2% 降至了 10 月的 6.4%，与其他经济指标一样，有明显的下行趋势。

图 54：近 5 年来 GDP 当季同比（单位：%）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

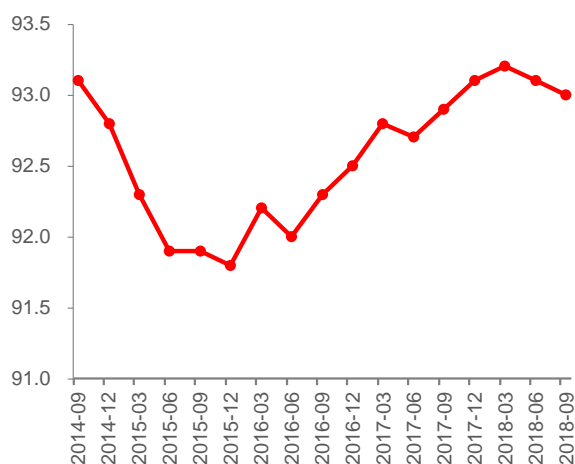
图 55：近 5 年来工业增加值当月同比（单位：%）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

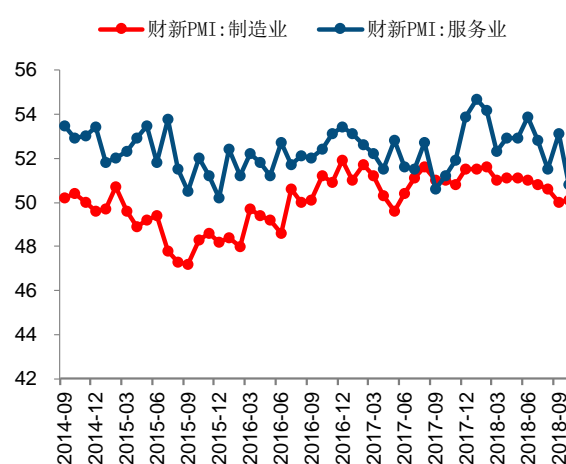
去杠杆影响下，政府财政吃紧，部分项目有望推向第三方企业。今年在国内去杠杆、紧信用、调结构和国际贸易等整体影响下，不仅整体宏观形势受到负面影响，投资、消费、净出口面临下行压力，地方政府的财政水平也进入紧张状态。通过对当前政府财政赤字的统计数据进行分析，得出了 2010 年至 2018 年第三季度的财政赤字率变化情况。由图 5 可发现，从 2011 年开始，我国的政府财政赤字水平及财政赤字率在逐年上升，虽然财政赤字率在 2018 年第三季度有所回落，但是仍然处于高位。我们同时计算了近 10 年来我国政府的实际财政赤字，得出 2015 和 2016 年的财政赤字率分别为 2.35% 和 2.93%，而实际赤字率则分别达到 3.43% 和 3.79%。2017 年，实际赤字率达到 3.72%，高于财政赤字率（2.88%）0.84 个百分点。实际赤字率虽不是一个正规的财政统计指标，但却能更好地度量财政收支之间的真实差额，更能反映出当年财政政策的积极程度。无论是财政赤字率还是实际财政赤字率，都可以看出当前政府财政吃紧，而在财政水平并不乐观的状态下，政府有望将主导的项目部分推向第三方企业。

图 56: 近 5 年来中小企业发展指数



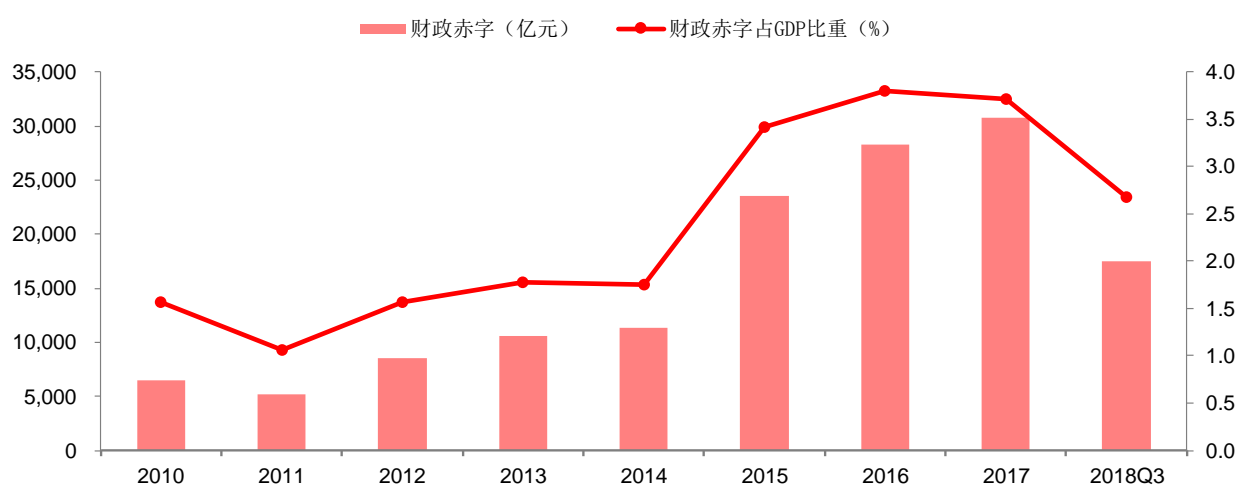
资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图 57: 截至 18 年三季度制造业及服务业财新 PMI



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图 58: 2010-2018Q3 政府财政赤字及占 GDP 比例 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

绿色资产价格市场化, 议价能力有望增强

2018 年 7 月 2 日, 发改委发布《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》。该意见对污水处理、固废处置、节能减排等多个领域的价格形成机制做出了指导。强调环保服务的市场价格要“覆盖成本”、“合理盈利”与“提供激励”, 采用“计量收费”、“差别化收费”等方法。《意见》坚持的一大原则为“使用者付费”, 强调污染企业对于环境治理的支付义务。此外, 《意见》明确提出, “到 2020 年, 有利于绿色发展的价格机制、价格政策体系基本形成, 促进资源节约和生态环境成本内部化的作用明显增强”。

表 15：各领域绿色价格机制详解

	污水处理价格机制	固体废物处理价格机制	节约用水价格机制	节能环保电价机制
价格基准	通过招投标等市场竞争方式，处置成本、污水总量、污染物去除量、经营期限等为主要参数，形成污水处理服务费标准。	1、鼓励城镇生活垃圾收集、运输、处理市场化运营。2、危废处置收费标准可由双方协商确定。	1、居民用水价格调整至不低于成本水平；2、非居民用水价格调整至补偿成本并合理盈利水平；3、按照与自来水保持竞争优势的原则确定再生水价格。	1、加大对污水处理等环保行业的用电补贴力度；2、鼓励建立基于单位产值能耗、污染物排放的差别化电价政策。
差别化收费	1、根据污水中主要污染物种类、浓度、环保信用评级等制定差别化收费标准；2、工业园区要率先推行差别化收费政策；	1、对非居民用户推行计量收费、分类垃圾差别化收费政策；2、对具备条件的居民用户，实行计量收费和差别化收费	1、完善居民阶梯水价制度；2、城镇非居民推行用水超定额累进加价制度，缺水地区和特种行业实行更高的加价标准；3、再生水探索实行累退价格机制	1、对淘汰类和限制类企业用电（含市场化交易电量）实行更高价格；2、运用价格信号引导电力削峰填谷，完善居民阶梯电价制度，推行居民峰谷电价
价格调整机制	按照补偿污水、污泥处置设施运营成本并合理盈利的原则，定期评估调整污水处理费	按照补偿成本并合理盈利的原则，调整城镇生活垃圾处理收费标准	1、居民用水价格在充分反映供水成本的基础上动态调整；2、非居民用水对标先进企业制定用水定额并动态调整	在售电价总水平不变的前提下，建立峰谷电价动态调整机制。
农村地区定价	探索建立农户付费制度，综合考虑农户承受能力、污水处理成本等因素，合理确定付费标准。	建立农村垃圾处理收费制度，综合考虑农户承受能力、垃圾处理成本等因素，合理确定收费标准。	农业水价逐步提高到运行维护成本水平，部分地区提高到完全成本水平。全面实行超定额用水累进加价，完善节水补贴和奖励制度	

资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

企业付费占比上升，有利于行业长期健康发展。此次《意见》的出台，有利于绿色价格机制的创新与完善，理顺利益责任关系，增加企业付费的比例，保障行业的长期健康发展。过去，环保过于依赖政府财政“输血”，在流域治理等领域尤其明显。但政府财政资金毕竟有限，不可能面面俱到，而且很容易产生拖欠资金的问题。环境成本内部化将倒逼污染企业加大环保节能投资。出于实际经营考量的环保投入更具有可持续性，企业付费占比的上升意味着环保行业拥有了“自行造血”的能力。“政府财政+污染企业付费”双轮驱动更有利于环保行业的长期健康发展。

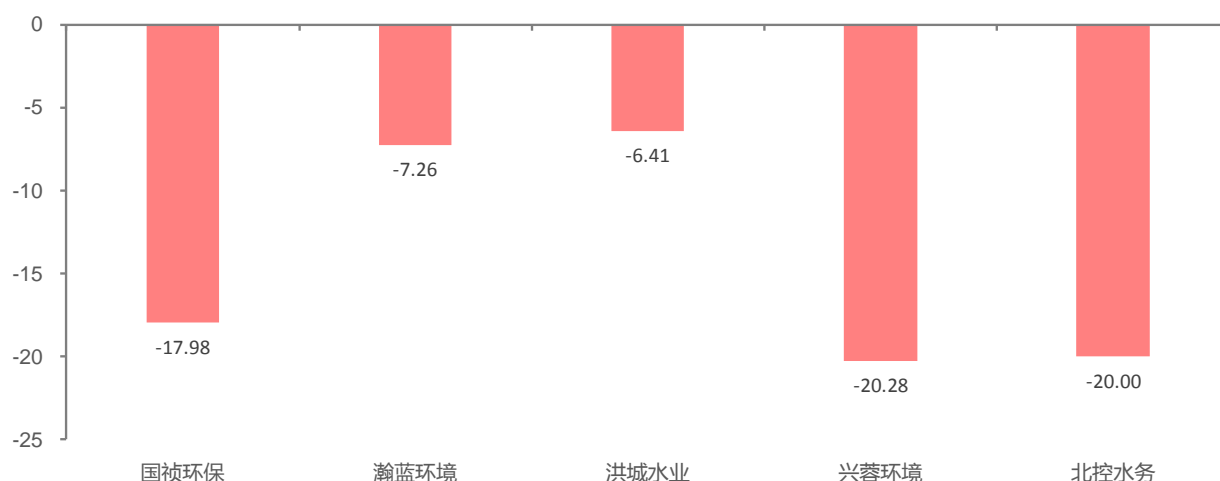
环保市场扩容，运营资产价格市场化，价值有望重估。今年 10 月，山西省发展和改革委员会、山西省财政厅等部门联合下发《关于完善固体废物处理收费机制的通知》。按照《通知》，对非居民用户和具备条件的居民用户，实行分类垃圾与混合垃圾差别化收费政策。这是自 7 月份国家发展改革委印发《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》后，首个出台的省级垃圾分类收费指导文件，将对山西省的垃圾分类工作推动起到催化作用。此类绿色价格机制的落地，未来会促进污水处理、垃圾发电、供水业务、危废处理的商业化，会带来处置价格上涨的空间。首先，只有价格上升才能满足“合理盈利”、“提供激励”的要求；其次，计量收费、差别化收费等更加精细的定价方式将增加对高污染企业的收费；第三，绿色价格机制新纳入了城镇居民用户、农

村用户等以往未覆盖的对象，扩大了环保企业的收费范围；最后，当前宏观经济下行，地方政府财政紧张，金融去杠杆手段的持续会促使政府出让或转让一些供水、污水相关的运营项目，使得更多运营资产价格得以市场化，绿色资产价值议价能力有望增强。

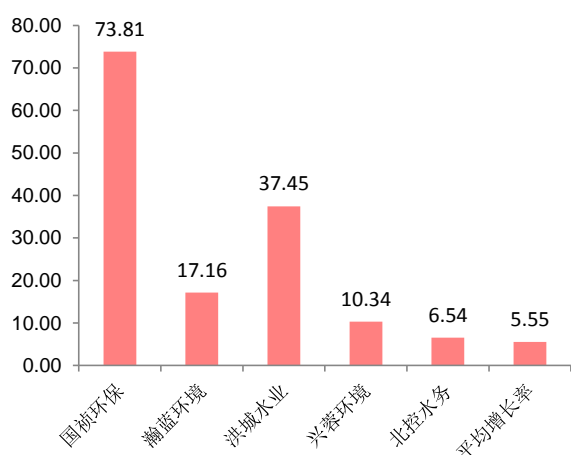
运营类子行业发展稳定，运营资产优势凸显

运营资产优质，企业业绩平稳增长。我们选取国祯环保、瀚蓝环境、洪城水业、兴蓉环境以及北控水务，分析了自年初以来各企业的市场表现以及近 5 年来的运营成绩。从市场表现来看，今年环保板块从一月份以来整体一路走低，截止至 2018 年 11 月 29 日，中信环保指数自年初累计下跌 45.70%，沪深 300 指数累计下跌 22.16%。而五个企业中最大跌幅的兴蓉环境也只有 20.28%，不及环保板块整体跌幅的一半，5 家运营类企业均跑过沪深 300 指数，运营类企业以其稳定的现金流和稳健的业绩充分展示其防御性。从经营业绩表现来看，5 家企业均表现稳定，尤其国祯环保在经历前两年的蛰伏期后，2018 年前三季度经营业绩涨势突出，营业收入增速由去年的 35.3% 上升到今年的 73.81%，归母净利润增长率则由去年的 15.7% 增长到今年的 127.68%。可见在当前行情低迷的背景下，运营类企业稳定的业绩表现亮眼。

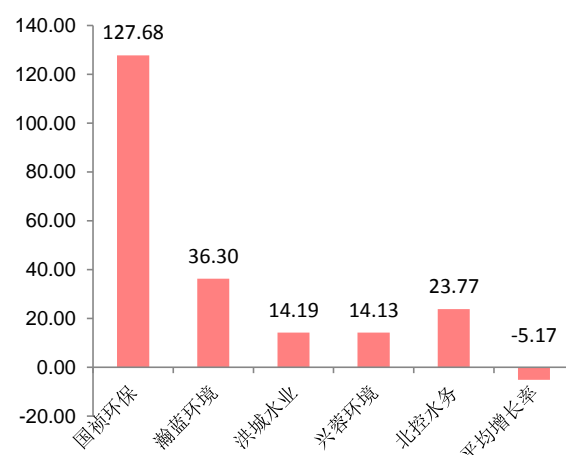
图 59：环保公司 2018 年年初至今涨跌幅（%）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 60：运营类企业 2018Q3 营收增速（单位：%）


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 61：运营类企业 2018Q3 归母净利润增速（单位：%）


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

增厚环保企业业绩，推荐强运营能力标的。当前，环保行业仍保持高速增长，但估值处于历史底部。绿色价格机制的实施从服务价格和市场容量两个方面利好行业，有利于运营资产的估值提升，提振市场对于长期投资的信心。以北控水务（0371.HK）为例，该公司在运营资产总规模约为 3400 万吨/日，以单吨水处理费用为 1 元计算，每天净现金流入 3400 万元，在当前市场低迷、经济下行的环境下，稳定的净现金流入彰显了运营类资产的优势，成为环保行业当中亮点，其价值有望重估。

投资建议：看好优质的运营资产及融资边际改善带来的业绩弹性

当前宏观经济增速回落，下行趋势明显，金融去杠杆政策的深入使得政府财政吃紧，导致部分项目可能推向第三方企业。而在此市场低迷的环境下，运营类资产凭借其稳定的净现金流入成为环保行业当中亮点。这与其具有相对稳定的融资模式、现金流，以及运营期稳定的收入和利润密不可分。同时相关政策的出台，帮助绿色资产价格市场化，绿色价格机制的实施从服务价格和市场容量两个方面利好行业，有利于运营资产的估值提升，议价能力有望增强，提振市场对于长期投资的信心。

与此同时，七大攻坚战役的提出可见当前政策上环保顶层设计清晰，从而推动环保行业的发展。自国务院办公厅印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，明确提出环保是补短板的重点领域之一以来，有关解决民营企业融资难的政策陆续出台。针对环保行业中民营企业融资难的问题，近期一系列利好政策也不断出台。长远来看融资大环境将得到改善，融资边际有望加强。

我们认为寻找优质的运营资产及融资边际改善后直接利好的龙头企业标的是当前时点的选择。推荐关注瀚蓝环境、高能环境、联美控股、碧水源、聚光科技、东江环保、金圆股份。

瀚蓝环境

公司在手垃圾发电项目 26 个，总权益规模 2.40 万吨，运营中产能 1.13 万吨/天，占比 47%；另外预计顺德固废产业园（3000 吨，权益产能 1020 吨）、廊坊改扩建（500 吨）项目将在四季度建成投运，合计新增权益运营产能 13.5%，为 19 年固废业务增长提供支撑。公司污水处理规模 58 万立方米/日，收入贡献近 2 亿，此外南海管网运营服务的开始也大幅增厚公司业绩；供水产能 136 万立方米/日，在建 25 万立方米/日，业绩增长稳健。公司“南海模式”不断复制，固废业务步入发展快车道，在手项目充足；燃气及水务板块运营资产稳定，提供稳定的现金流；再加码危废板块投运确定性高，业绩增长预期强烈。我们预计 18-20 年归母净利润 7.98、9.24、10.96 亿元的预测，对应 EPS 为 1.04、1.21、1.43 元，维持“买入评级”。

高能环境

公司聚焦长期优势项目，重点发展修复和固废项目，优先考虑长三角珠三角经济相对优势地区，不断积极调整订单结构，累计在手订单 107.23 亿元，尚未履行订单 85.64 亿元。此外，公司接连斩获内江城乡生活垃圾处理 PPP 项目（22.56 亿元）、西藏玉龙铜矿改扩建工程诺玛弄沟尾矿库工程（10.5 亿元）以及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（3.97 亿元）三大项目，各个板块接连开花，充裕的在手订单以及修复行业政策利好的形势下，公司技术优势明显，定会优先享受政策红利，业绩持续向好。我们预计公司 2018 至 2020 年实现营业收入 34.73、45.98、59.78 亿元；归母净利润分别为 3.14、3.94、4.97 亿元，对应 EPS 分别为 0.47、0.59、0.75 元，维持买入评级。

联美控股

公司 2017 年年底供热面积 5600 万平米，增加 21.74%，同时已获批未开发面积 7000 万平米，远期规划 1.5 亿平米，距离目前还有 1.5 倍的空间，供暖面积的稳步增加将持续推动公司业绩增长。公司于今年 7 月用 23 亿元收购集团旗下优质资产兆讯传媒 100% 股份，同时剥离 MV 合资的培育周期较长、费用较高的 3D 成像业务。兆讯传媒 17 年收入 3.38 亿元，净利润 1.25 亿元，净利润率高达 36.98%。兆讯传媒原股东承诺，18-20 年归母净利润分别为 1.5 亿元、1.88 亿元和 2.34 亿元，三年共计 5.72 亿元，兆讯传媒的并表将增厚公司 18 年 EPS 由 0.66（预测值）至 0.74，提高 12.12%，大幅提升公司业绩，同时优质资产高利润率也将提振公司整体利润率水

平。我们看好公司多元化布局的同时兼具管理、技术、资金突出的优势，预计公司 2018-2020 年实现营业收入分别为 31.67、38.53 和 46.15 亿元，归母净利润分别为 11.59、13.77 和 16.36 亿元，对应 EPS 分别为 0.66、0.78 和 0.93 元，维持买入评级。

碧水源

公司受今年降杠杆政策、PPP 清库及和融资环境的影响，公司项目结算及付款周期有所滞后，但公司加大风险控制力度，减少支出，回款增加明显，现金流状况有所改善。公司 18 年新增订单 170 个，总金额 363.39 亿元；公司在手 EPC 项目总计 271 个，未确认收入 248.42 亿元；在手 PPP 项目 174 个，尚未完成 558.60 亿元，在手订单依然充足。随着融资环境改善、PPP 条例的出台，公司有望优先享受红利，我们预计公司 2018 至 2020 年营收至 158.84、184.86、208.52 亿元；归母净利润至 27.05、30.47、34.42 亿元，对应 EPS 分别为 0.86、0.97、1.10 元，维持买入评级。

聚光科技

公司一直将自主研发作为核心发展战略，拥有一支经验丰富、超 700 人的研发团队，在微型空气站 3.0、扬尘监测系统监测产品上不断创新，针对污水监管治一体化不断开创新处理设备。我们相信在以技术致胜的发展策略下，公司不断创新、技术突破必将强助力公司业务拓展，市场占有率进一步提升。在日益趋严的环境政策下，监测行业作为环保发展的基石，呈现急速的增长趋势，政策利好频至，多重利好叠加，势必将环境监测市场规模推向新的高点，公司作为监测龙头，必将在此次机遇中充分受益。我们预计 2018 年-2020 年收入分别为 36.72 亿元、46.68 亿元和 59.59 亿元，净利润分别为 6.04 亿元、7.36 亿元和 9.18 亿元，折合 EPS 分别为 1.33 元、1.63 元和 2.03 元，维持“买入评级”。

东江环保

在整体经济下行、环保政策趋严及监管力度加强的环境下，公司坚持聚焦危废主业的发展战略，加快推进在手产能的建设并积极开拓新项目，在手项目总设计产能 350 万吨。公司危废项目质量高、运营能力强，且高毛利的无害化占比逐步提升，公司伴随运营产能提升以及业务结构优化，业绩有望保持持续稳定增长。大股东广晟受让张维仰 5% 股份后其持股提高至 20.72%，控股地位得以巩固，二股东江苏国企旗下的汇鸿集团作为战略股东持有 10.63% 股份。第一、第二大股东分属广东国资和江苏国资，地处两大危废大省，未来协力助推公司做大做强危废主业，在资源嫁接、技术合作、资金支持上强强合作，制约因素得以消除。随着“清废行动 2018”和环保督查回头看等危废治理关键措施的深入推进，在环保执法趋严、处置能力存在缺口的背景下，危废处置行业景气度有望维持高位。预计 2018 至 2020 年公司营收 37.63、45.97、53.81 亿元；归母净利润 5.28、6.86、8.01 亿元，对应 EPS 分别为 0.59、0.77、0.90 元，维持“买入评级”。

金圆股份

公司在手项目充足，目前在运 5 个危废处置项目，产能共计 40 万吨，上半年实际处置量 12 万吨左右，下半年预计处置 18 万吨；6 个项目在建设中，预计在 18 年底陆续建完，涉及总产能 82.6 万吨（资源化 45 万吨，水泥窑协同处置 37.6 万吨）；3 个水泥窑协同项目预计在 19 年上半年建完，总规模 45 万吨；另有 3 个已经通过专家评审的预计 19 年开工。当前危废行业供不应求，缺口凸显，今年处置价格普遍有 10% 上浮，危废行业整体盈利能力进一步提高，公司在手项目充足，随着建设的完工陆续会有大量新项目投产运营，危废板块收入持续增长必将助力公司业绩腾飞。我们预计 2018、2019、2020 年营业收入 81.33、89.73 和 100.86 亿元；归母净利润分别 5.53、6.98 和 9.70 亿元，对应 EPS 分别为 0.77、0.98 和 1.3 元，维持买入评级。

风险分析

政策出台及推进力度不及预期的风险；

融资环境未及时改善导致财务状况恶化的风险。

分析师介绍

郑小波：环保行业研究员，中山大学投资学硕士。6 年卖方环保公用研究经历（3 年港股+3 年 A 股），2015 年新财富最佳海外市场研究第四名（核心成员），2016 年新财富公用事业第五名，2017 年金牛奖环保第三名核心成员。

报告贡献人

冯佳 010-86451420 fengjiazgs@csc.com.cn

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

赵倩 010-85159313 zhaopian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859