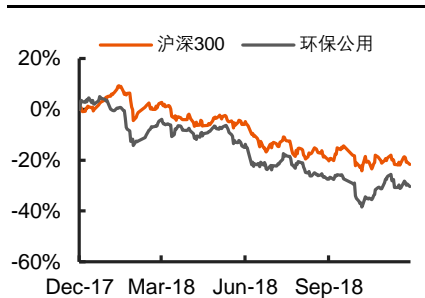


2019年环保公用行业年度策略报告

工程承压，运营雄起

中性（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业专题报告*环保公用*水务运营：被忽视的黄金，量价提升带来价值回归》
2018-11-29

《行业动态跟踪报告*环保公用*投资驱动难以持续，优质运营企业凸显投资价值》
2018-11-01

《行业专题报告*环保公用*钢铁超低排放开启非电烟气治理大幕》
2018-08-14

《行业动态跟踪报告*环保公用*行业盈利质量下降，弱市现金公司价值凸显》
2018-07-13

《行业半年度策略报告*环保公用*重视风险，现金为王》
2018-06-21

证券分析师

庞文亮 投资咨询资格编号
S1060518110002
010-53827011
PANGWENLIANG732@PINGAN.CO
M.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- **复盘环保行业，增长&质量必须兼顾。**环保板块独立行情较少，多数情况跟随大盘走势，2007年至今共出现一次走强行情和一次走弱行情。2012年12月环保板块开始显著走强，主要是政府对环保重视度大幅提升，政策密集出台。2017年7月环保板块走弱，主要是环保流动性危机爆发，环保盈利质量下滑，经营活动产生的现金流量净额/归母净利润从2015年106.20%降至2017年的72.10%。从细分领域龙头表现看，18年碧水源、启迪桑德、三聚环保、清新环境等工程龙头大幅下跌，基本和前三季度业绩增长对应。综合来看，业绩增长及质量共同决定了环保板块未来走势。
- **PPP工程公司未来何去何从：**PPP模式本身非常成熟，但短期会使公司产生大量负债，不支持快速扩张。主要环保公司2017年中标PPP订单金额超过100亿元，其中水系、园林PPP项目时效性要求强，建设周期短，短期将导致现金大幅流出，因此无序扩张才是环保流动性危机爆发主要原因。目前政府先后出台各类支持政策，如债券融资支持工具、发行优先股等，短期风险基本解除。我们预计PPP工程公司将面临至少一年的阵痛调整期，区域优质运营公司将迎来扩张良机。长期来看，PPP工程公司将呈两极分化，运营能力较差的公司将面临更大的项目贷款债务危机。
- **借鉴海外，大型运营公司为环保终极形态：**国外主流环保公司多是水务、固废运营类公司。1) 规模：美国废物管理公司营收超过500亿元。国内环保运营公司规模较小，相比巨大的市场仍有较大发展空间；2) 业绩：国内环保运营公司业绩更稳健；3) 估值：国外环保运营公司估值通常在20倍以上，国内优秀环保运营公司估值已降至13倍以下；4) 行情：美国环保运营公司十年长牛，国内运营公司长期调整；5) 发展历程：国外环保公司的发展史就是一部并购史。借鉴海外，内生稳健增长叠加外延并购对国内环保运营公司是一个较好的选择。综合来看，目前国内水务、固废运营类公司业绩增长稳健，估值较低，投资价值较高。
- **优质运营资产将是环保长期投资方向：**1) 水务运营：污水处理提标改造至少1000亿市场空间，提标改造的加速推进核心是驱动污水处理结算价格上升。另外，我国省会城市平均供水价格从2014年12月的2.06元/吨一直维持到现在，已进入涨价周期；2) 垃圾焚烧运营：根据规划，未来两年我国垃圾焚烧仍将保持20%以上的增长。行业内公司多数已投运较多垃圾焚烧发电项目，可产生充足现金，在建项目仍有一定体量，确保公司稳健增长，建议重点配置。
- **投资建议：**短期环保流动性风险基本解除，但PPP工程公司需经历至少一年的阵痛调整期，对行业整体利润增速可能产生影响，且行业分化加剧，基于此，维持行业“中性”评级。建议配置优质运营资产：1) 水务运营：国祯环保、洪城水业、北控水务集团；2) 垃圾焚烧运营：瀚蓝环境、伟明环保；3) 供热运营：联美控股。

- **风险提示：**1) 环保上市公司风险事件持续爆发；环保上市公司风险事件的持续发生将进一步打击市场对环保股的信心，在此背景下，环保股估值有望持续下移；2) 环保行业竞争进一步加剧，环保中多数细分领域进入壁垒较低，如 PPP 业务，国企、非环保企业纷纷进入，会导致行业竞争持续加剧，毛利率出现下滑；3) 融资环境继续收紧，环保中多数细分领域属于资本消耗型，前期需投入大量资金，未来如果整个市场的融资环境继续收紧，环保上市公司项目建设进度将受到影响，进而影响企业收入确认。

股票代码	股票名称	股票价格		EPS		P/E			评级
		2018/12/11	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
300388.SZ	国祯环保	9.28	0.35	0.57	0.77	26.24	16.28	12.05	强烈推荐
600167.SH	联美控股	9.60	0.52	0.67	0.84	18.32	14.33	11.43	强烈推荐
600461.SH	洪城水业	5.68	0.35	0.44	0.54	16.37	12.91	10.52	推荐
600323.SH	瀚蓝环境	13.74	0.85	1.24	1.38	16.14	11.08	9.96	推荐
603568.SH	伟明环保	23.28	0.74	0.97	1.24	31.59	24.00	18.77	推荐
0371.HK	北控水务集团	4.20	0.42	0.49	0.57	10.00	8.57	7.37	无评级

说明：北控水务集团 EPS 预测来自 WIND，其单位为港

正文目录

一、18年回顾：调整持续，分化加剧	6
二、PPP工程公司未来何去何从？	9
2.1 复盘环保行业，增长&质量必须兼顾	9
2.2 透析PPP本质，无序扩张才是危机主因	11
2.3 工程公司蛰伏，优质环保运营公司雄起	12
2.4 借鉴海外，大型运营公司为环保终极形态	14
三、优质运营资产将是环保长期投资方向	17
3.1 水务运营：被忽视的黄金，量价提升带来价值回归	17
3.2 垃圾焚烧：焚烧大势所趋，行业发展势头持续向好	24
四、投资建议及重点公司推荐	26
五、风险提示	27

图表目录

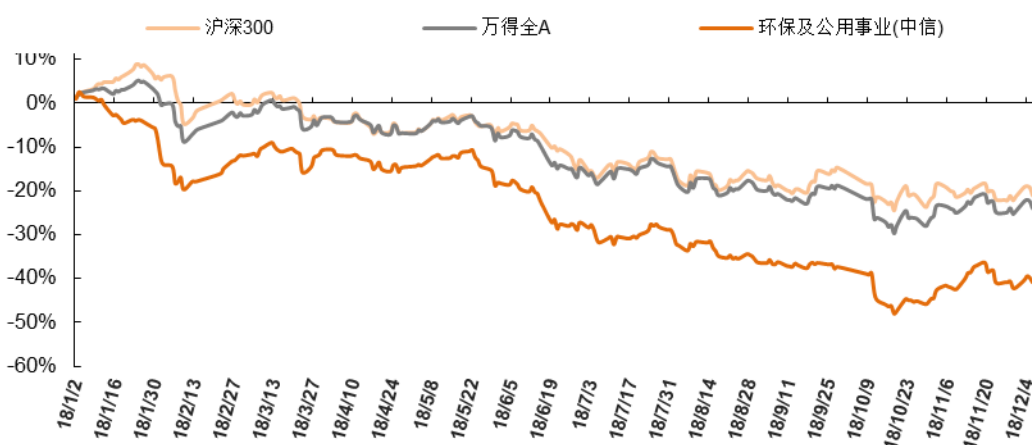
图表 1	2018 年环保板块持续调整	6
图表 2	环保板块估值已降至历史最低水平	6
图表 3	环保板块目前估值处于所有细分行业平均水平	7
图表 4	环保板块基金持仓占 A 股基金持仓比例处于近几年最低水平	7
图表 5	环保上市公司营收增速大幅回调	7
图表 6	环保上市公司归母净利润增速大幅回调	7
图表 7	环保细分领域分化加剧	8
图表 8	环保 2019 年投资逻辑	8
图表 9	2012 年 12 月，环保指数开始走强	9
图表 10	2017 年 7 月，环保指数持续走弱	9
图表 11	2016 年环保板块回款质量开始变差	10
图表 12	大气治理、水务工程等拖累环保行业表现	10
图表 13	2018 年环保工程龙头大幅下跌	11
图表 14	环保板块投资现金流净额持续攀升	11
图表 15	环保板块资产负债率持续上升	11
图表 16	PPP 业务会导致公司短期负债大幅上升，经营现金持续流出	12
图表 17	主要 PPP 工程公司年中标项目规模远超现阶段归母净利润	12
图表 18	当前 PPP 工程公司战略调整方向	13
图表 19	PPP 工程公司未来发展方向	13
图表 20	碧水源水务运营收入迅速增长	13
图表 21	启迪桑德固废运营收入稳健增长	13
图表 22	国外大型环保公司一览	14
图表 23	国内市值前 10 环保公司一览	14
图表 24	美国环保运营公司扣非归母净利润波动较大	15
图表 25	国内优秀环保公司扣非归母净利润稳健增长	15
图表 26	美国主要环保公司估值通常高于市场 (PE_TTM)	15
图表 27	国内优质环保运营公司 PE (TTM) 处于较低水平	15
图表 28	美国废物管理公司 10 年涨幅超过 300%	16
图表 29	美国水业 10 年涨幅超过 500%	16
图表 30	美国废物管理公司发展历程	16
图表 31	美国水业发展历程	17
图表 32	污水处理“十三五”规划重点强调提标改造	18
图表 33	提标改造整体市场规模约 1 亿立方米/日	19

图表 34	主要水务上市公司执行一级 A 标准比例不足 50% (2017 年年报数据)	19
图表 35	我国省会城市平均供水价格缓慢增长	19
图表 36	水务运营板块毛利率处于较高水平	20
图表 37	水务运营板块净利率处于较高水平	20
图表 38	水务运营板块资产负债率处于较低水平	20
图表 39	水务运营在环保细分行业中回款最好	21
图表 40	水务运营板块在手现金充足	21
图表 41	水务运营板块股息率较高	21
图表 42	水务运营板块内各公司股息率差异较大	21
图表 43	2017 年供水 (在建+拟建) /运营规模排名	22
图表 44	2017 年污水 (在建+拟建) /运营规模排名	22
图表 45	主要水务净资产收益率排名	23
图表 46	上市公司供水产能利用率在 50%-80% (2017 年)	23
图表 47	供水业务普遍产销差率较大 (2017 年)	23
图表 48	主要水务上市公司污水产能利用率变化情况	24
图表 49	城市生活垃圾清运量稳健增长	25
图表 50	规划城镇生活垃圾焚烧处理能力快速增长	25
图表 51	2020 年区域垃圾焚烧处理能力规划情况	25
图表 52	主要垃圾焚烧发电企业 2017 年投运规模排名	26
图表 53	主要固废公司单位垃圾上网电量趋势 (度/吨)	26
图表 54	伟明环保新签项目数量呈加速趋势	26
图表 55	重点推荐公司盈利预测	26

一、18年回顾：调整持续，分化加剧

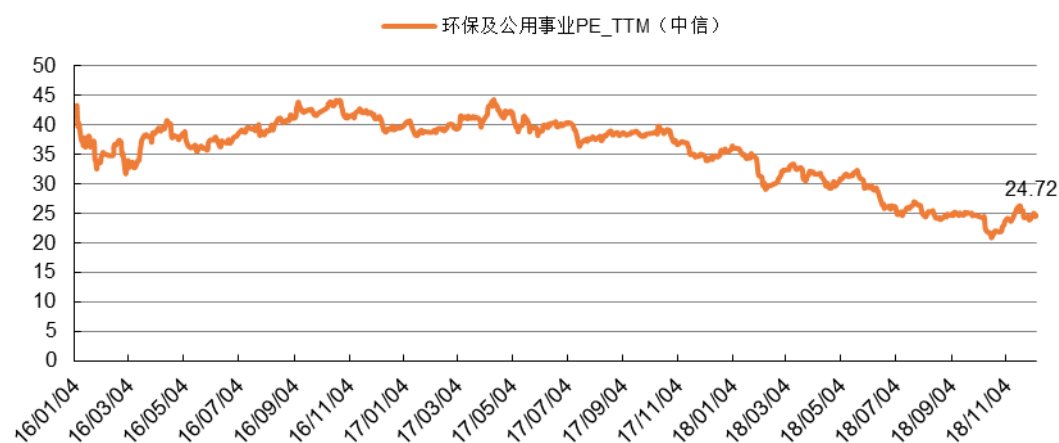
2018年环保板块持续调整，截至2018年12月7日，板块累计下跌40.42%，跑输沪深300和万得全A指数分别为19.35%、16.41%。目前行业估值已降至24.72，处于历史最低水平，在所有细分行业中排13名。基金持仓方面，2018年三季度末环保基金持仓占A股基金持仓比例为0.91%，连续六个季度下跌。行业增长方面，2018年前三季度环保上市公司营收增速和归母净利润增速分别为8.00%、-17.90%，业绩增速大幅回调，这也是环保板块大幅下跌的主要原因之一。其中，环境监测、垃圾焚烧归母净利润增速分别为22.00%、15.06%，增速最快，节能环保、大气治理归母净利润增速分别为-38.22%、-31.53%，增速最慢，环保细分领域分化加剧。

图表1 2018年环保板块持续调整



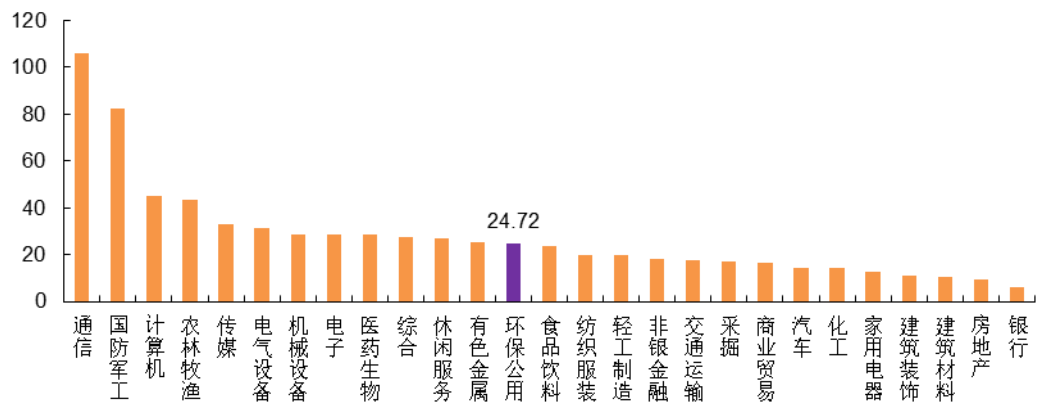
资料来源:WIND、平安证券研究所 说明:时间截至2018年12月7日

图表2 环保板块估值已降至历史最低水平



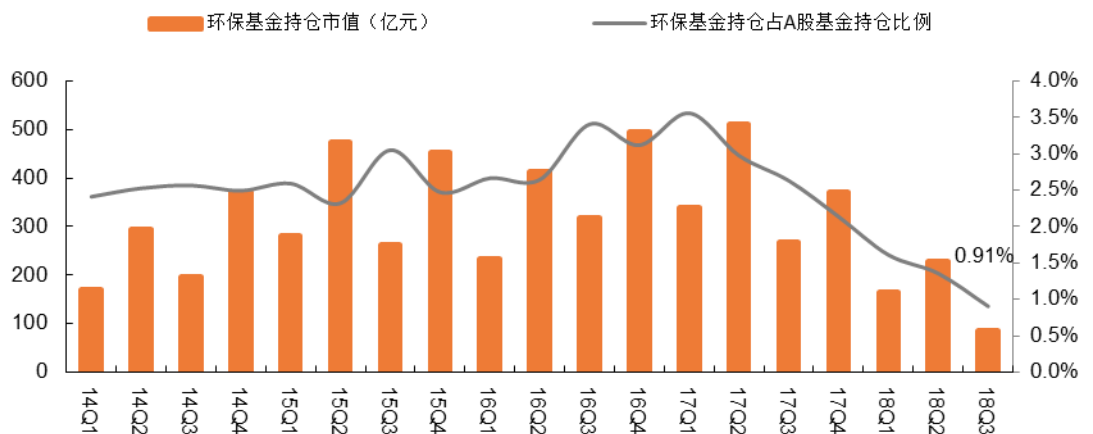
资料来源:WIND、平安证券研究所 说明:时间截至2018年12月7日

图表3 环保板块目前估值处于所有细分行业平均水平



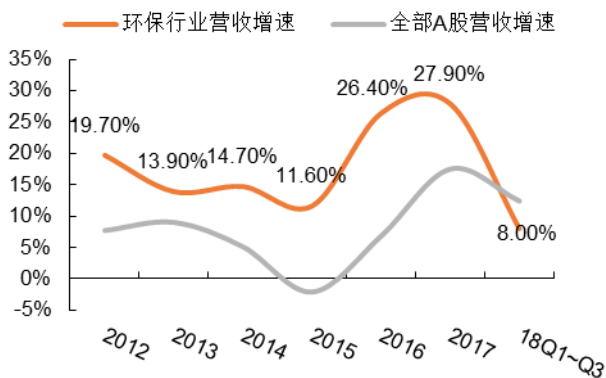
资料来源:WIND、平安证券研究所 说明:时间截至2018年12月7日

图表4 环保板块基金持仓占A股基金持仓比例处于近几年最低水平



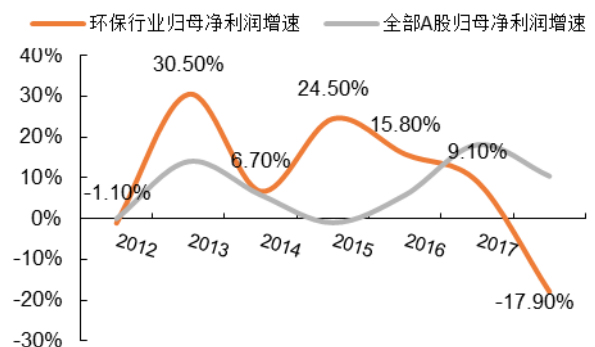
资料来源:WIND、平安证券研究所

图表5 环保上市公司营收增速大幅回调



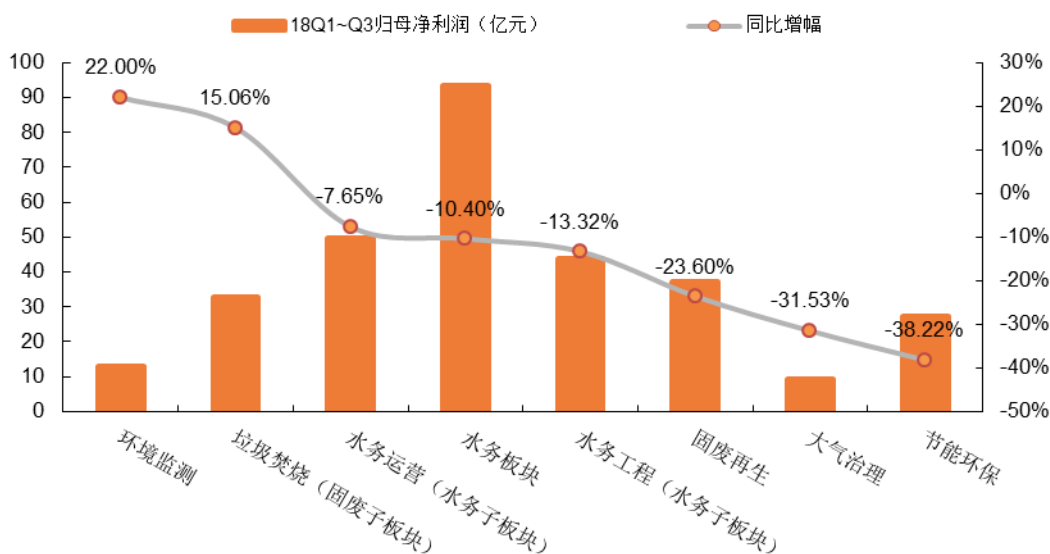
资料来源:Wind、平安证券研究所

图表6 环保上市公司归母净利润增速大幅回调



资料来源:Wind、平安证券研究所

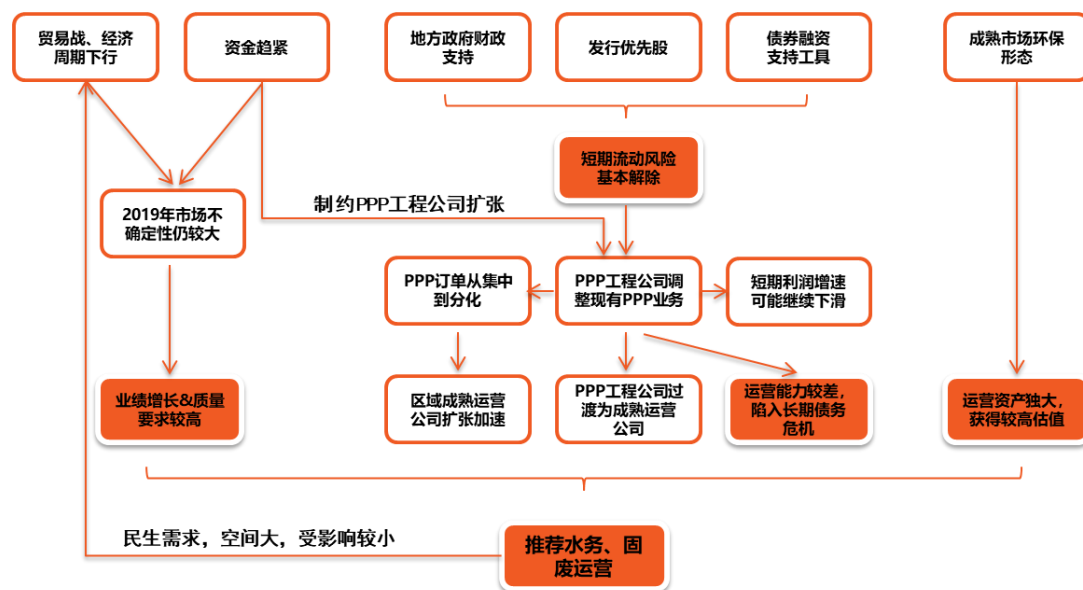
图表7 环保细分领域分化加剧



资料来源:WIND、平安证券研究所

综合来看，环保工程公司短期将重点调整现有 PPP 业务，业绩增速可能继续下滑。龙头减速，对区域成熟运营公司构成利好，对外扩张有望加速。外部环境方面，2019 年市场不确定性仍较大，如贸易战谈判结果、经济周期下行、资金持续趋紧等，在此背景下，一是市场对业绩增长及质量要求较高，二是本身水务、固废属于民生需求，市场空间大，受外部环境影响较小，可能成为机构关注重点。另外，对比国外成熟市场，千亿市值环保公司都是垃圾焚烧、水务运营类公司，且可获得较高估值。综合这些因素，2019 年我们重点推荐水务、固废运营板块。

图表8 环保 2019 年投资逻辑



资料来源:平安证券研究所

二、PPP 工程公司未来何去何从？

2.1 复盘环保行业，增长&质量必须兼顾

为更好反映环保板块相对市场的表现情况，进而分析其涨跌驱动因素，我们采用 2007 年、2015 年两次牛市最高点对应时间为起始时间点，将环保指数与大盘指数进行叠加。综合来看，环保板块独立行情较少，多数情况跟随大盘走势，期间共出现一次走强行情和一次走弱行情。

- 2007/10/16~2015/06/12：2012 年 12 月环保板块开始显著走强，主要是新一届政府对环保重视度大幅提升，政策密集出台。2013 年 6 月，“气十条”发布，拉开环境治理大幕。
- 2015/06/12~2018/12/07：2017 年 7 月环保板块开始走弱，主要是环保流动性危机开始爆发，同时环保盈利质量开始下滑，经营活动产生的现金流量净额/归母净利润从 2015 年的 106.20% 下降至 2017 年的 72.10%。

图表9 2012 年 12 月，环保指数开始走强



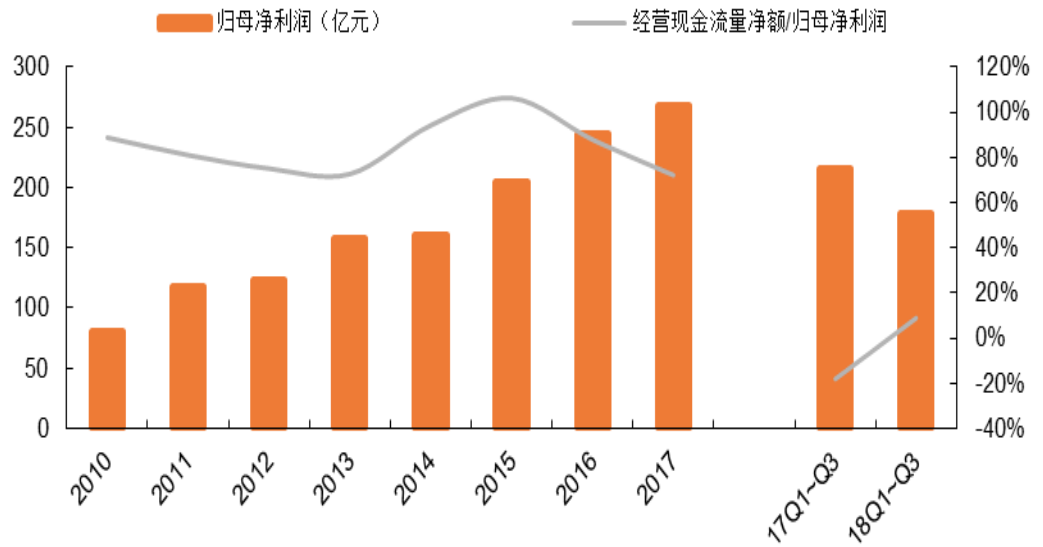
资料来源:WIND、平安证券研究所 说明:日期区间为 2007/10/16~2015/06/12

图表10 2017 年 7 月，环保指数持续走弱



资料来源:WIND、平安证券研究所 说明:日期期间为 2015/06/12~2018/12/07

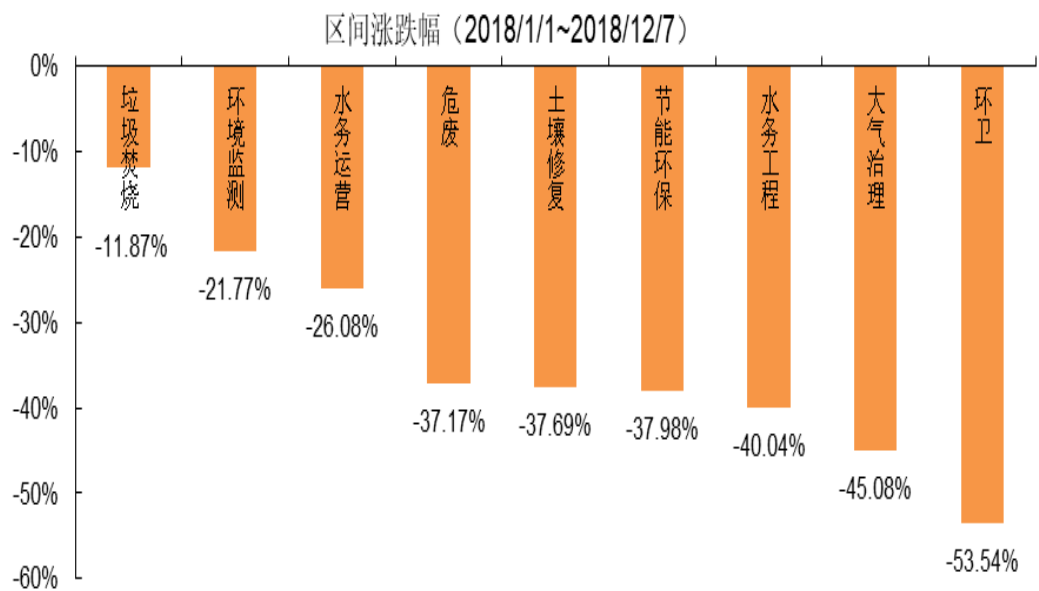
图表11 2016年环保板块回款质量开始变差



资料来源:WIND、平安证券研究所

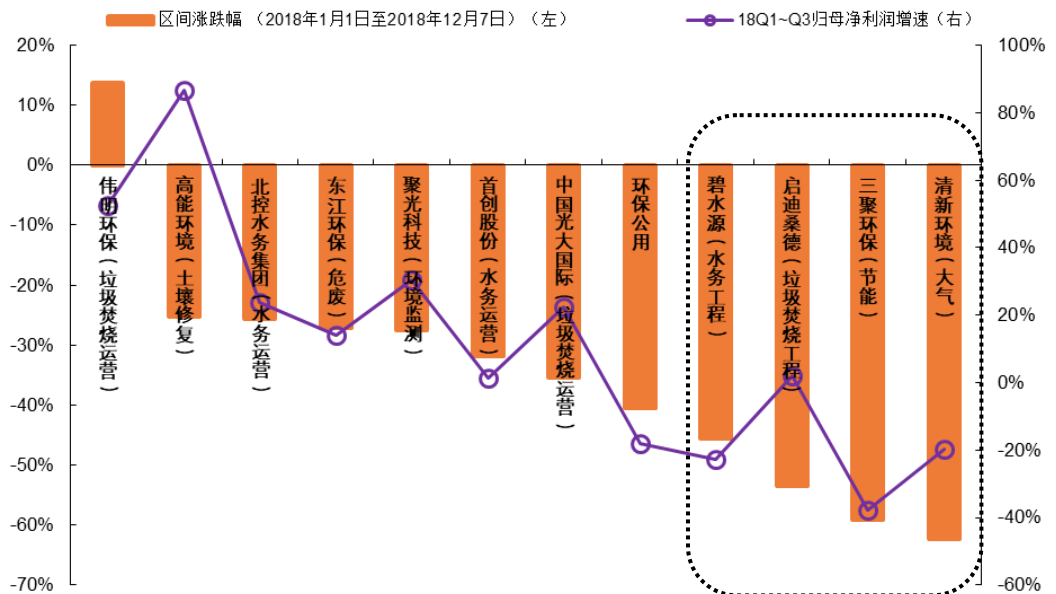
从细分板块看，2018年环卫、大气治理、水务工程等表现最差，拖累环保板块整体走势。碧水源、启迪桑德、三聚环保、清新环境等工程龙头大幅下跌，基本和2018年前三季度业绩增长对应，且回款质量相对较差。综合来看，业绩增长及质量共同决定了环保板块未来走势。

图表12 大气治理、水务工程等拖累环保行业表现



资料来源:WIND、平安证券研究所

图表13 2018年环保工程龙头大幅下跌

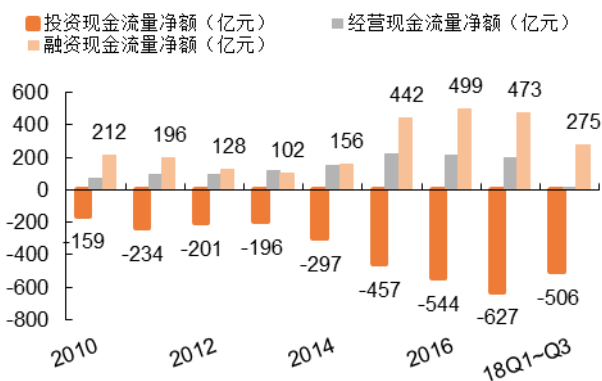


资料来源:WIND、平安证券研究所

2.2 透析 PPP 本质，无序扩张才是危机主因

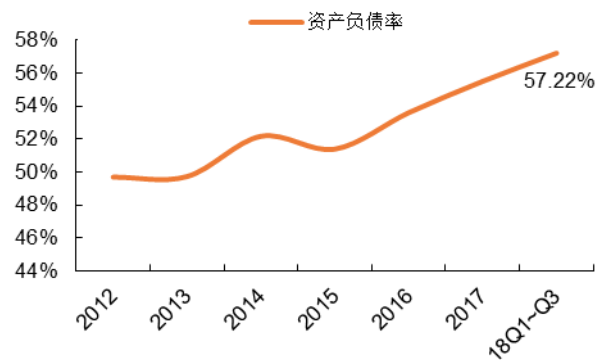
PPP 模式非常成熟。由于多数环保公司都参与了 PPP 业务，导致行业现金持续流出，负债攀升。融资活动产生的现金流量净额和投资活动产生的现金流量净额远大于经营活动产生的现金流量净额。目前市场存在两种观点，一是认为 PPP 本身是非常差的盈利模式，不值得投资；二是认为当前 PPP 公司经营恶化核心是融资环境趋紧所致，目前融资环境有所改善，行业有望起稳回升。我们认为，这两种说法都有一定错误。目前垃圾焚烧、水务运营公司本身从事的业务就是 PPP 业务，以伟明环保为例，业绩从 2011 年的 0.7 亿元增至 2017 年的 5.07 亿元，且财务安全，近三年资产负债率始终维持在 45%以下，一定程度说明 PPP 其实是一种非常成熟的模式。

图表14 环保板块投资现金流净额持续攀升



资料来源:WIND、平安证券研究所

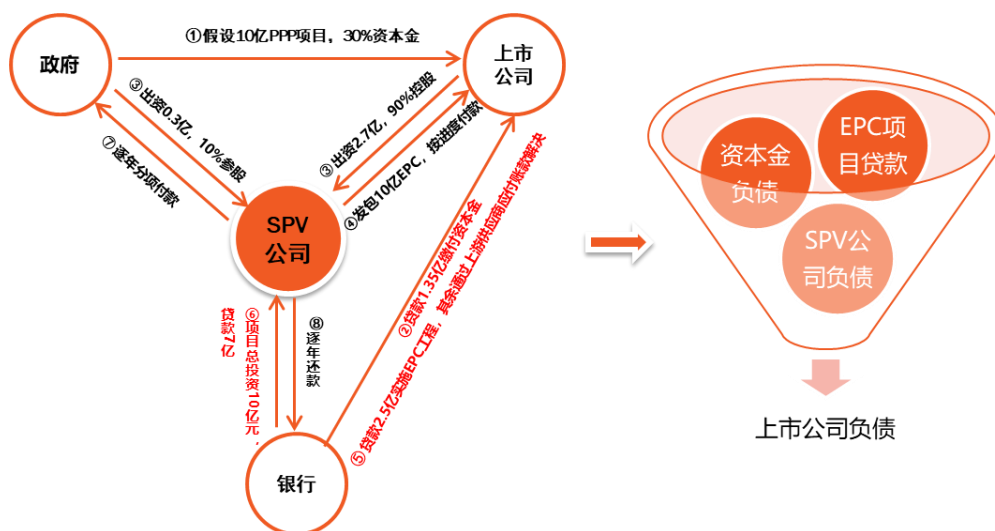
图表15 环保板块资产负债率持续上升



资料来源:WIND、平安证券研究所

PPP 模式短期会使公司产生大量负债，不支持快速扩张。主要环保上市公司原业务规模较小，产生的现金有限，通常通过负债投资 SPV 公司，SPV 公司将工程业务承包给上市公司或其子公司，在此过程中，上市公司需投入资金以保证项目正常进行。SPV 公司将收到的资本金(多数源于上市公司)及银行贷款按工程进度付给上市公司。整个过程，上市公司会在三个阶段产生负债：1) SPV 公司资本金，初期阶段预计约 50%的资本金来自上市公司负债，随着订单的增多，后期项目资本金负债比例将呈上升趋势；2) 实施 EPC 工程时产生的负债；3) SPV 公司项目贷款，并表时也计入上市公司负债。整个项目的全部投入最终以水厂等特许经营资产存在，现金全部转为实物，回款则需 15-30 年，投入大，周转慢，相比其他行业，PPP 的业务模式决定了公司不能快速扩张。

图表16 PPP 业务会导致公司短期负债大幅上升，经营现金持续流出



资料来源:平安证券研究所

无序扩张才是 PPP 工程公司流动性危机爆发主因。主要环保公司年中标 PPP 订单金额超过 100 亿元，与现有归母净利润比值都在 10 倍以上，水系、园林 PPP 项目时效性强，建设周期短，短期将导致公司负债大幅攀升，现金大幅流出。因此与其他行业不同，环保流动性危机主要从龙头开始，因为其中标项目最多，现金流出最大，最容易产生危机。

图表17 主要 PPP 工程公司年中标项目规模远超现阶段归母净利润

	东方园林	博世科	蒙草生态	国祯环保	碧水源	中金环境
2017 年新增 PPP 项目投资额 (亿元)	715.71	29.99	172.10	32.68	363.72	21.59
2017 年归母净利润 (亿元)	21.78	1.47	8.44	1.94	25.09	5.91
倍数	32.86	20.40	20.39	16.84	14.50	3.65

资料来源:WIND、对应公司公告、平安证券研究所

2.3 工程公司蛰伏，优质环保运营公司雄起

PPP 工程龙头减速，优质运营公司扩张有望加快。针对 PPP 工程公司出现的流动性危机，政府先后出台各类支持政策，如债券融资支持工具、发行优先股等，短期流动性风险基本解除。目前 PPP 工程公司面临一个阵痛调整期，我们预计至少一年。首先是投标新 PPP 项目减速，工程收入会出现

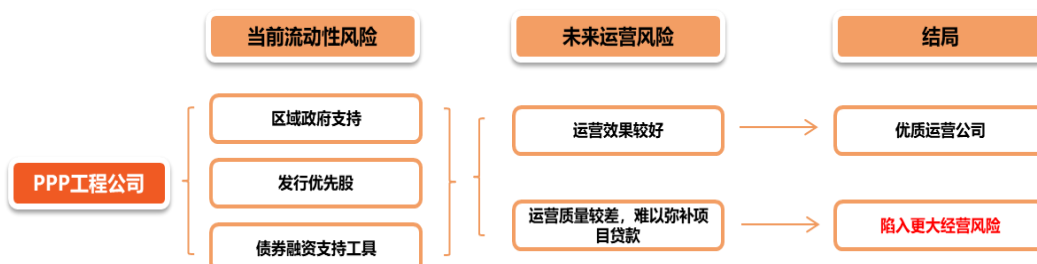
下滑进而导致整体业绩下降，碧水源 2018 年前三季度 PPP 订单同比下降 15%；二是退出部分已中标项目，会损失投标保证金，但总体不超过 PPP 预算的 2%；三是终止已进行的部分 PPP 项目，前期投入可能损失。综合来看，目前 PPP 工程龙头从粗放式抢订单、抢市场向控制业务规模，精细化管理转变，区域优质运营公司将迎来扩张良机。从长期来看，如果投运项目运营效果较好，实现最初投资规划，PPP 工程公司可以过渡到优质运营公司，如果运营项目质量较差，难以弥补项目贷款，可能陷入更大债务危机。碧水源 2018 年前三季度运营收入 6.23 亿元，同比增长 89.54%，保持快速增长，较大可能过渡为稳健运营公司。

图表18 当前 PPP 工程公司战略调整方向



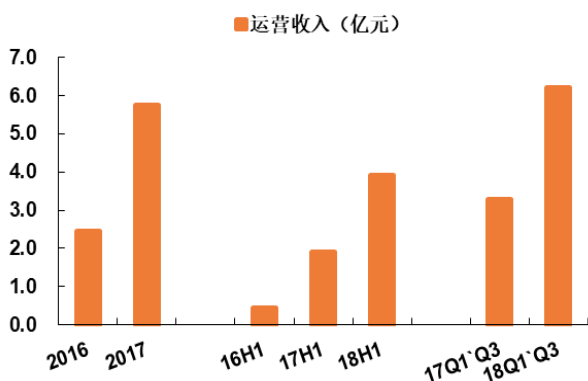
资料来源:平安证券研究所

图表19 PPP 工程公司未来发展方向



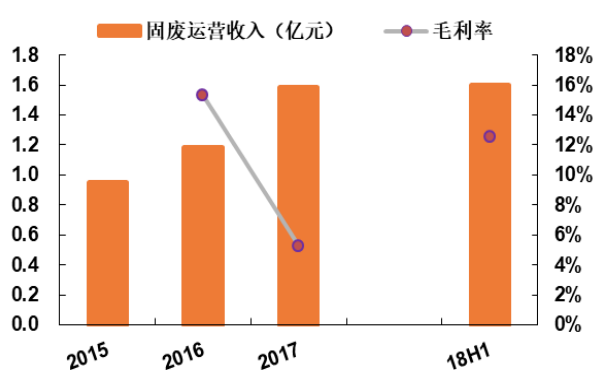
资料来源:平安证券研究所

图表20 碧水源水务运营收入迅速增长



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表21 启迪桑德固废运营收入稳健增长



资料来源:公司公告、平安证券研究所

2.4 借鉴海外，大型运营公司为环保终极形态

国外主流环保公司多是水务、固废运营类公司。我们从规模、业绩、估值、行情等多方面对比得出，目前国内水务、固废运营公司业绩增长稳健，估值较低，投资价值较高，建议重点配置。

- **规模：国内环保运营公司规模较小，相比巨大的市场仍有较大发展空间。**目前，国外市值超过 500 亿元的公司多是水务、固废运营类公司。美国废物管理公司、美国水业市值都超过 1000 亿元。国内市值最大的环保公司为中国光大国际、北控水务集团，都在港股上市，市值不超过 400 亿元。A 股中碧水源市值最高，主要以水务工程为主。综合来看，对比国外，我国环保公司规模较小，仍有较大成长空间。

图表22 国外大型环保公司一览

序号	中文公司名称	简称	成立时间	国家	业务范围	市值 (亿元)	2017 营收 (亿元)	2017 净利润 (亿元)
1	美国废物管理公司	WM	1968	美国	废物收集、转移、回收	2748	995.74	133.98
2	共和废品处理	RSG	1981	美国	垃圾转运、填埋	1726	690.32	87.88
3	美国水业	AWK	1886	美国	水务	1185	230.77	29.28
4	威立雅	VIE	1853	法国	水务、固废	829	1965.42	31.42
5	苏伊士	SUEZ	1880	法国	水务、固废	540	1241.56	23.61

资料来源:WIND、平安证券研究所 说明 1:对应货币都为人民币,以 12 月 7 日汇率为基准将外币兑换为人民币 说明 2:市值对应日期为 2018/12/7

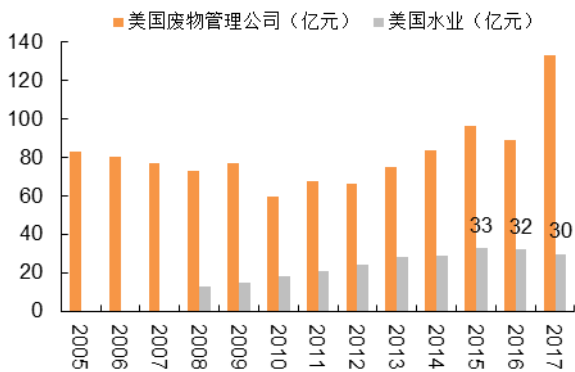
图表23 国内市值前 10 环保公司一览

序号	证券简称	成立日期	主要业务	市值 (亿元)	2017 营收 (亿元)	2017 归母净利润 (亿元)
1	中国光大国际 (港股)	1996	垃圾焚烧运营	365.10	176.86	30.86
2	北控水务集团 (港股)	1993	水务运营	361.66	190.58	32.68
3	碧水源	2001	水务工程	293.31	137.67	24.98
4	重庆水务	2001	水务运营	264.96	44.72	20.83
5	三聚环保	1997	工程	262.08	224.78	25.35
6	东方园林	1992	水务工程	222.67	152.26	21.78
7	首创股份	1999	水务运营	213.20	92.85	8.09
8	格林美	2001	再生能源	172.73	107.52	5.64
9	联美控股	1905	供热运营	168.26	23.76	9.22
10	伟明环保	2001	垃圾焚烧运营	162.78	10.29	5.07

资料来源:WIND、平安证券研究所 说明 1:对应货币都为人民币,以 12 月 7 日汇率为基准将港币兑换为人民币 说明 2:市值对应日期为 2018/12/7

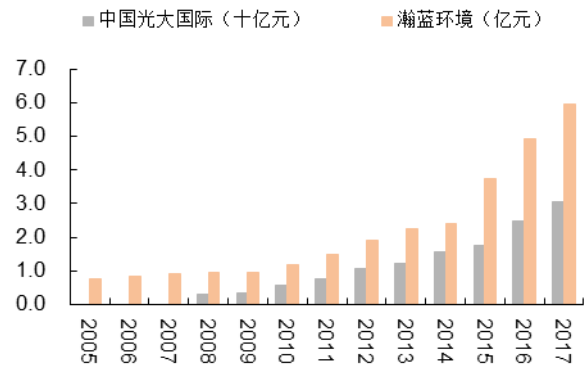
- **业绩：国内环保运营公司业绩更稳健。**从业绩表现看，国外环保运营公司业绩不够稳健，如美国废物管理公司 2005-2012 年业绩缓慢下降，美国水业 2016-2017 年业绩也出现下滑。国内如中国光大国际、瀚蓝环境近 10 年业绩都是稳健增长。

图表24 美国环保运营公司扣非归母净利润波动较大



资料来源:Wind、平安证券研究所 说明:外币已根据12月7日汇率换算为人民币

图表25 国内优秀环保公司扣非归母净利润稳健增长



资料来源:Wind、平安证券研究所

- **估值: 国外环保运营公司获得较高估值, 国内环保运营公司估值处于历史底部。**剔除美国牛市影响, 长期看国外环保运营公司估值通常高于市场估值, PE (TTM) 通常在 20 倍以上, 美国废物管理公司近 10 年 PE (TTM) 最低为 10.05。目前, 国内优秀环保运营公司如北控水务集团、瀚蓝环境 PE (TTM) 都在 13 倍以下, 接近成熟市场最低估值。

图表26 美国主要环保公司估值通常高于市场 (PE_TTM)



资料来源:WIND、平安证券研究所 说明1: 时间截至2018年12月7日 说明2: 剔除负值和大于100的极端值

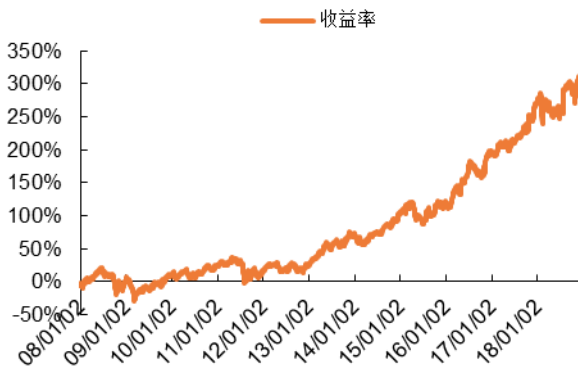
图表27 国内优质环保运营公司 PE (TTM) 处于较低水平

证券代码	证券简称	市盈率 PE(TTM) 2018/12/07
0371.HK	北控水务集团	9.87
0257.HK	中国光大国际	10.61
002034.SZ	旺能环境	12.22
600323.SH	瀚蓝环境	12.35
000598.SZ	兴蓉环境	12.59
0371.HK	北控水务集团	9.87

资料来源:WIND、平安证券研究所

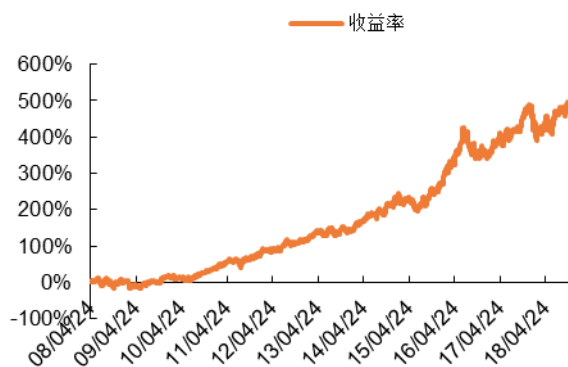
- **行情：美国环保运营公司十年长牛，国内运营公司长期调整，价值显现。**美国废物管理公司近10年涨幅超过300%，美国水业近10年涨幅超过500%，表现优异。国内如瀚蓝环境长期调整，近四年涨幅为零，投资价值显现。

图表28 美国废物管理公司10年涨幅超过300%



资料来源:Wind、平安证券研究所

图表29 美国水业10年涨幅超过500%

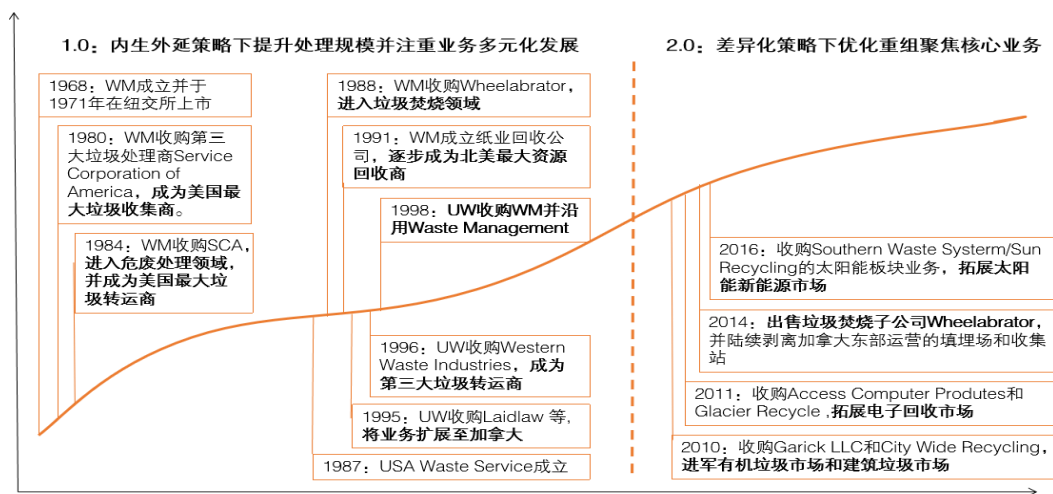


资料来源:Wind、平安证券研究所

从发展历程看，国外大型环保公司的发展史就是一部并购史，通过不断并购实现区域环保公司向全国环保公司的转变。由于并购PE通常在10倍以下，且并购资产多已稳定运行，可直接产生稳定现金流，财务相对可控。从现金流角度，并购远优于大规模自建，因此内生稳健增长叠加外延并购对国内环保运营公司是一个较好的选择。

- **美国废物管理公司：持续并购，打造行业龙头。**公司在发展过程中注重外延并购，迅速扩大市场规模。公司在上市前已完成133次小规模并购，1980年收购美国第三大垃圾处理商Service Corporation of America，一举成为美国最大垃圾收集商，1988年公司收购Wheelabrator，进入垃圾焚烧领域。目前公司业务覆盖垃圾收集、转运、焚烧、填埋及资源化利用等各方面。公司在新的行业发展阶段，从三个战略方向不断巩固行业领先地位：1)“有所为”：通过战略收购壮大核心业务，发展以客户为中心的多元化终端市场，巩固市场地位，促进收入增长；2)“有所不为”：剥离不具备地区定价优势的资产以及固废处理产业链上非核心业务资产；3)执行差异化战略，创新商业模式，推动新型能源利用技术发展。

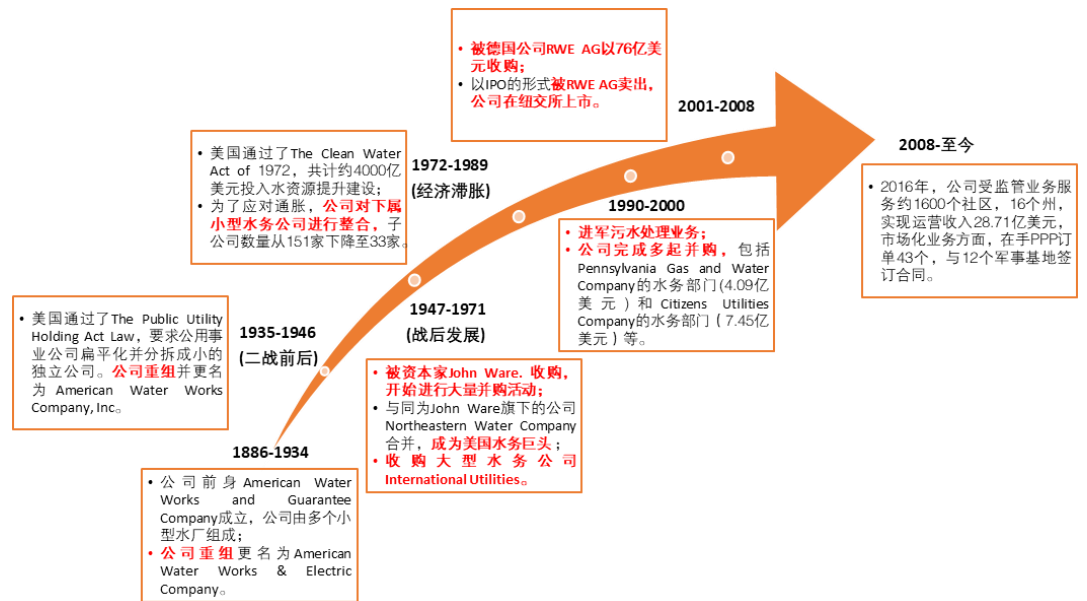
图表30 美国废物管理公司发展历程



资料来源: 公司年报、公司官网、平安证券研究所

- **美国水业：打造行业标准，持续整合市场。**公司设立之初便是由几家小型水厂合并而成，其后公司在自身发展需求和监管要求下经历了多次重组。1963 年，公司与 Northeastern Water Company 合并，成为美国水务巨头。1998 年至 1999 年，公司在供水和污水领域进行多次并购，总金额超过 16 亿美元。目前公司主要经营市政水务、美军基地水务和燃气管道业务。公司致力于成为行业标准，并从三个方面扩张其影响力：1) 边缘渗透，通过收购已有业务区域边缘的中小型水厂，更好地运用自身的管理优势和整合能力，提升水厂运行效率，保质保量地完成市场扩张；2) 内部整合，通过积极地整合下属小型水务公司，使其达到规模经济，提高出水质量，打造行业标杆；3) 发展美军基地水务，通过与美军基地签署 50 年的长期合同，稳固自身地位，收入稳定性得到保障。

图表31 美国水业发展历程



资料来源:公司官网、公司年报、平安证券研究所

三、 优质运营资产将是环保长期投资方向

3.1 水务运营：被忽视的黄金，量价提升带来价值回归

由“量”到“质”加速推进，提标改造创造新机会。目前我国污水处理率已处于较高水平，但出水水质还有待提升。“十三五”规划目标是实现城镇污水处理设施建设由“规模增长”向“提质增效”转变，由“重水轻泥”向“泥水并重”转变，由“污水处理”向“再生利用”转变。规划大幅提高了污水处理设施提标改造规模和污泥处理设施建造投资规模。“十三五”期间，全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划投资 5644 亿元，与“十二五”规划的 4300 亿元相比仍处较高水平。其中污水提标改造规划投资约 432 亿元，远超“十二五”规划的 137 亿元，提标改造投资大幅增长，提标改造后出水水质应达到一级 A 排放标准或相关规定的水质标准。

图表32 污水处理“十三五”规划重点强调提标改造

类别	十二五	十三五
规划方向		
特点	规模增长、重水轻泥、 污水处理	提质增效、泥水并重、 再生利用
新增规模		
新增污水管网（万公里）	15.90	12.59
新增污水处理设施规模（万立方米/日）	4569	5022
提标改造污水处理设施规模（万立方米/日）	2611	4220
新增污泥处理处置规模（万吨/年）	518	2194
新建污水再生利用设施规模（万立方米/日）	2675	1505
新增投资		
全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划投资（亿元）	4300	5644
各类设施建设投资（亿元）	4271	5600
设施监管能力建设投资（亿元）	27.00	43.84
完善和新建管网投资（亿元）	2443	-
新建配套污水管网投资（亿元）	-	2135
老旧污水管网改造投资（亿元）	-	494
雨污合流管网改造投资（亿元）	-	501
新增城镇污水处理投资（亿元）	1040	1506
升级改造城镇污水处理厂投资（亿元）	137	432
污泥处理处置设施建设投资（亿元）	347	294
再生水利用设施建设投资（亿元）	304	158
初期雨水治理设施投资（亿元）	-	81
黑臭水体治理中控源截污涉及的投资（亿元）	-	1700

资料来源：《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》、《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》、平安证券研究所

提标改造整体市场空间约 1000 亿元。住建部城镇污水处理厂实时管理系统显示，截至 2015 年 6 月底，全国设市城市、县累计建成污水处理厂 3802 座，污水处理能力达 1.61 亿立方米/日。其中，一级 A 项目约 860 个，日处理能力 2925 万立方米，约 3000 多座污水处理厂达不到一级 A 排放标准。假设“十三五”期间新建污水处理设施都是一级 A 水平，且规划的 4220 万立方米/日提标改造规模按直线法进行改造，则截至 2018 年 6 月底，尚有 1.06 亿立方米/日规模的污水处理设施需要提标改造，占污水处理整体规模比例约 50%。另外，我们统计了主要水务运营上市公司 2017 年污水处理厂达标情况（本报告只统计了详细披露排污执行标准的公司），执行一级 A 标准的比例平均为 27%，考虑到部分水厂可能已实现一级 A 但尚未执行一级 A 标准，基本符合上文提到的达到一级 A 标准的污水处理规模比例约 50%。提标改造单位投资约 1000 万元/万立方米/日，据此估计，未来污水处理提标改造总投资空间约 1000 亿元。

图表33 提标改造整体市场规模约 1 亿立方米/日

时间	污水处理能力 (亿立方米/日)	一级 A 项目处理能力 (亿立方米/日)	改造市场规模 (亿立方米/日)
15 年 6 月底	1.61	0.29	1.32
18 年 6 月底	-	-	1.06

资料来源: 中国水网、平安证券研究所

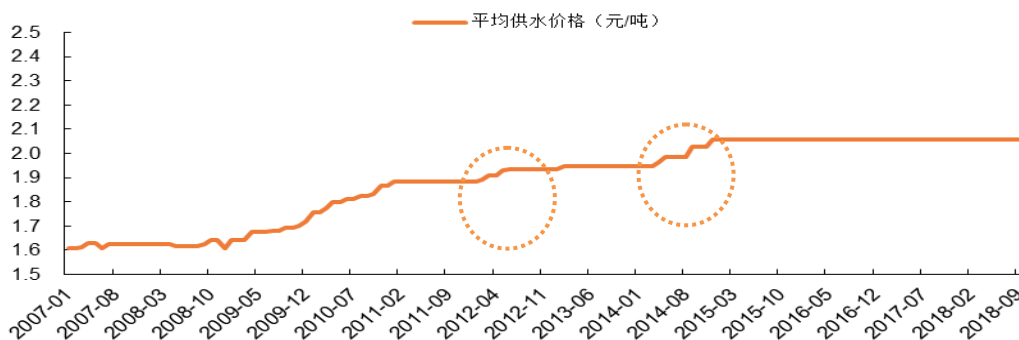
图表34 主要水务上市公司执行一级 A 标准比例不足 50% (2017 年年报数据)

上市公司名称	下属重点排污(废水)单位个数	执行一级 A 标准(及以上)单位个数	执行一级 A 标准单位比例
洪城水业	79	1	1%
重庆水务	51	18	35%
兴蓉环境	18	15	83%
中山公用	3	1	33%
渤海股份	6	6	100%
江南水务	3	1	33%
海峡环保	6	1	17%
联泰环保	5	1	20%
武汉控股	1	1	100%
钱江水利	4	3	75%
总计	176	48	27%

资料来源: 公司公告、平安证券研究所 说明: 本报告只统计了在年报中详细披露排污执行标准的公司

多因素驱动, 水价提价在即。我国省会城市平均供水价格从 2007 年 1 月的 1.61 元/吨涨至 2018 年 10 月的 2.06 元/吨, 复合增速(2007 年 1 月-2018 年 1 月)达 2.27%, 处于较低水平, 且平均供水价格从 2014 年 12 月的 2.06 元/吨一直维持至现在, 按照 3-4 年的涨价周期算, 目前供水价格已进入提价周期。我国污水处理结算价制定采取“成本+合理利润”模式, 因此提标改造的加速推进核心是驱动污水处理结算价格上涨, 进而带动水务运营公司收入和利润增长。

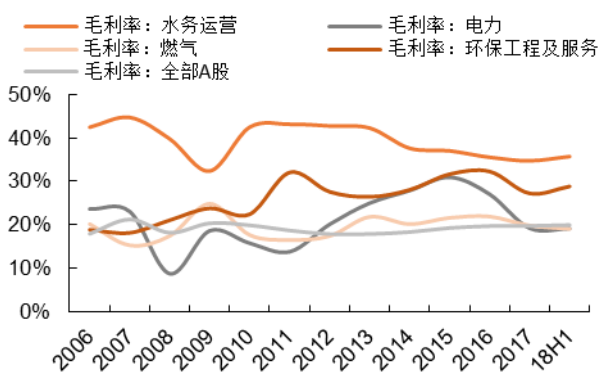
图表35 我国省会城市平均供水价格缓慢增长



资料来源: WIND、平安证券研究所

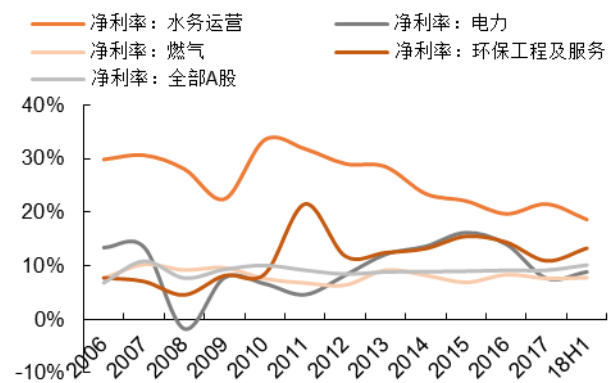
水务上市公司经营稳健，抗风险能力极强。近十年，水务运营板块毛利率一直高于上市公司整体水平以及燃气、电力等公用子板块。2018年上半年，水务运营板块毛利率35.69%，高出A股上市公司整体水平15.79个百分点。水务行业杠杆率一直处于较低水平。2017年，水务运营板块资产负债率50.05%，处于所有细分行业中等偏低水平。水务运营板块现金流充足，销售商品提供劳务收到的现金/营收在环保所有细分行业中排第一名。截至2017年末，水务运营板块货币资金合计达241.48亿元，同比增长28.65%，货币资金占总资产比例达13.03%。2017年，板块股息率达2.06%，在所有细分行业中排6名。由于板块内各公司资本支出计划不同等因素，板块内各公司股息率差异较大。股息率较高的有重庆水务，近8年平均股息率达4.89%，而最低的国中水务股息率为0%。随着未来水务行业盈利改善以及产能持续扩张，行业股息率有望进一步提升，长期投资价值凸显。

图表36 水务运营板块毛利率处于较高水平



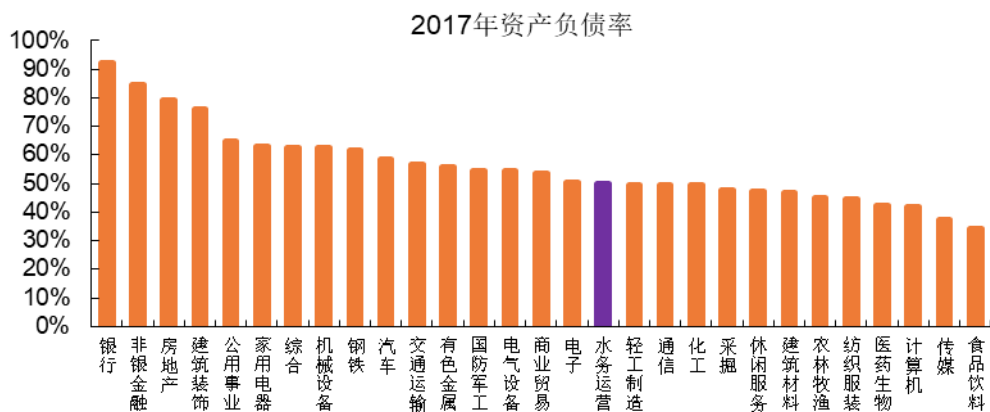
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表37 水务运营板块净利率处于较高水平



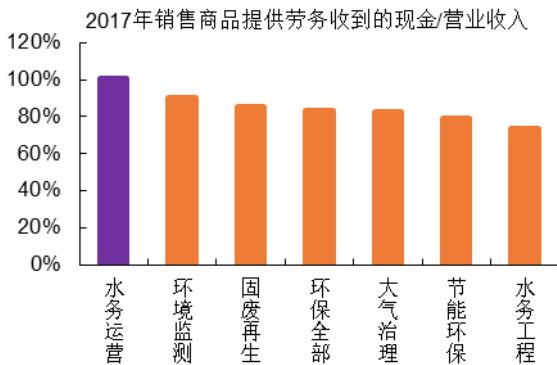
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表38 水务运营板块资产负债率处于较低水平



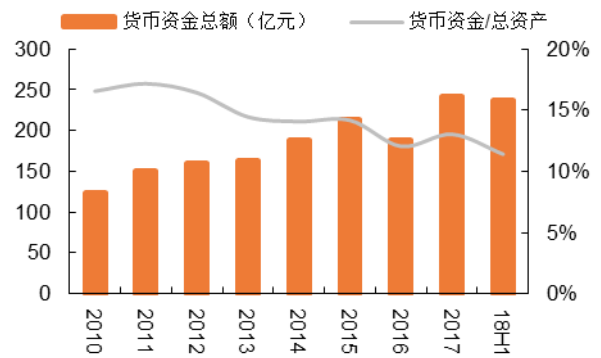
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表39 水务运营在环保细分行业中回款最好



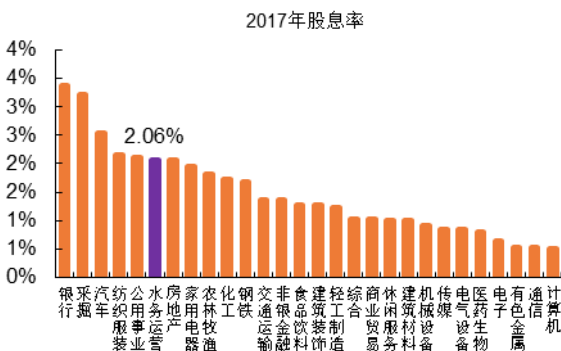
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表40 水务运营板块在手现金充足



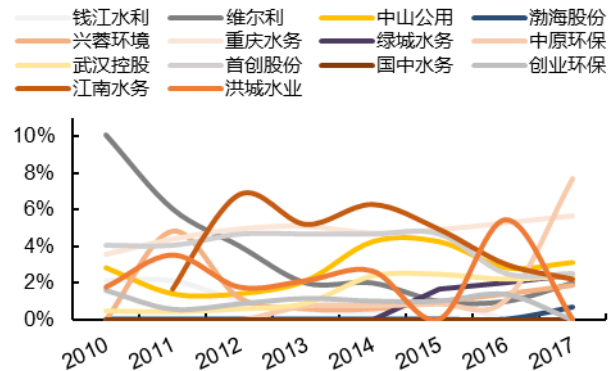
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表41 水务运营板块股息率较高



资料来源: WIND、平安证券研究所

图表42 水务运营板块内各公司股息率差异较大

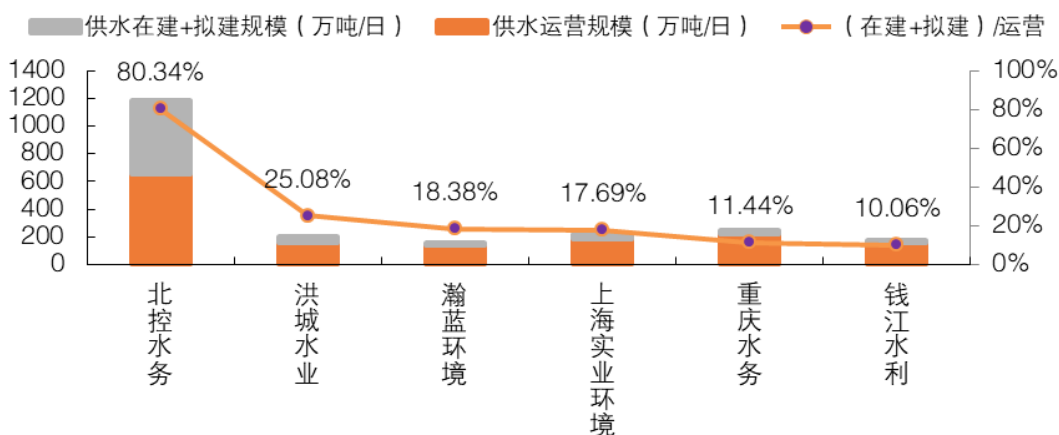


资料来源: WIND、平安证券研究所

四个维度精选优质个股。影响水务运营公司利润增长的主要因素有产能扩张、盈利能力、经营效率以及提价预期等。结合公司估值情况，我们重点推荐国祯环保、洪城水业，关注北控水务。

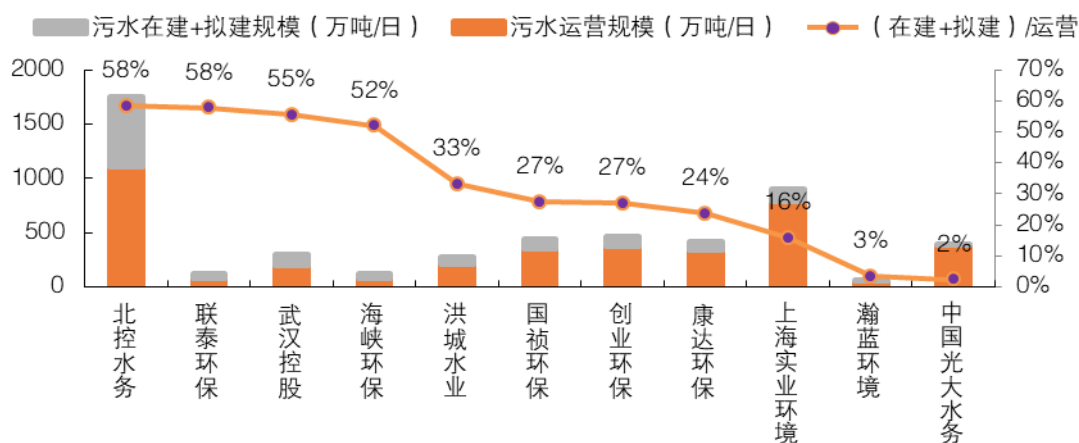
- 产能扩张：**产能扩张是保证公司增长的重要源泉，通常情况下，已有一定投运产能且（在建+拟建产能）/运营产能比例在 20%~50%是一个非常健康的状态。此时，投运产能可提供稳定现金流，在建产能可确保公司未来增长，避免在建产能过多使公司陷入流动性危机。产能增加的方式主要有两种，一是已有产能扩建，通常发生于人口净流入的省市；二是中标新项目。由于多数水务公司所属区域内项目已在早期进入上市公司体内，因此异地扩张是产能增加的重要选择。供水领域，北控水务（在建+拟建）/运营比例高达 80%，排在首位，不过公司 2017 年供水投运规模达 655.56 万吨/日，投运规模较高，总体风险可控。洪城水业以 25%的比例排在第二位。污水处理领域，北控水务以 58%的比例同样居首，考虑污水处理规模，洪城水业、国祯环保以 33%和 27%的比例仍有较大成长空间。

图表43 2017年供水（在建+拟建）/运营规模排名



资料来源: 对应公司公告、平安证券研究所 说明: 洪城水业数据为2018年6月30日

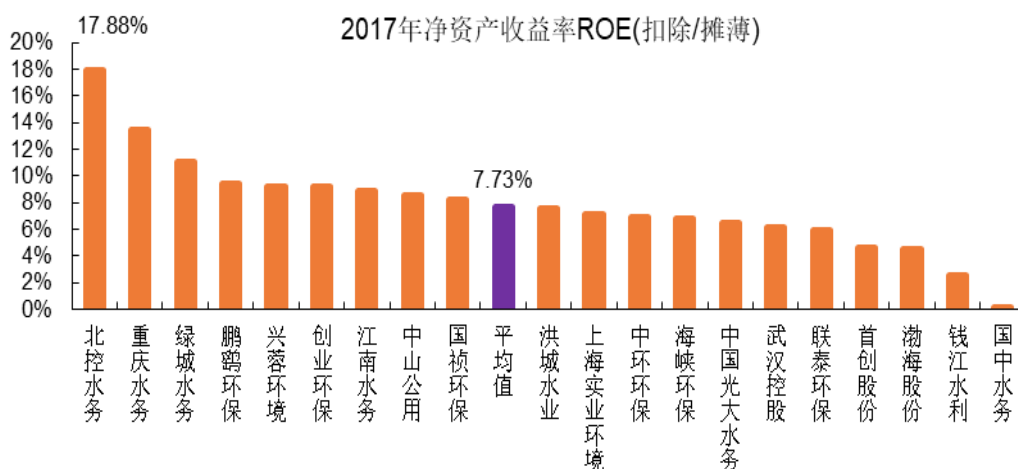
图表44 2017年污水（在建+拟建）/运营规模排名



资料来源: 对应公司公告、平安证券研究所 说明: 洪城水业数据为2018年6月30日

- 盈利能力:** 2017年主要水务运营上市公司平均净资产收益率达7.73%，北控水务净资产收益率为17.88%，排在首位，体现了公司较强的盈利能力。

图表45 主要水务净资产收益率排名

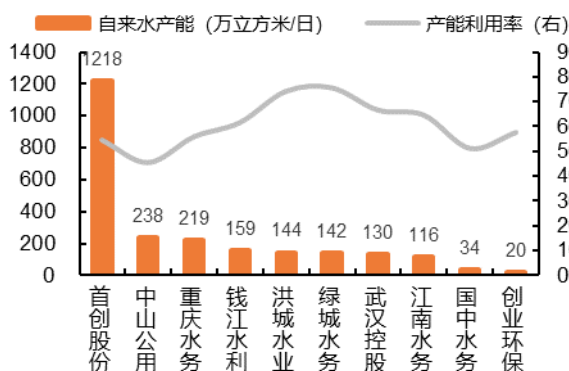


资料来源: 对应公司公告、平安证券研究所

■ 经营效率:

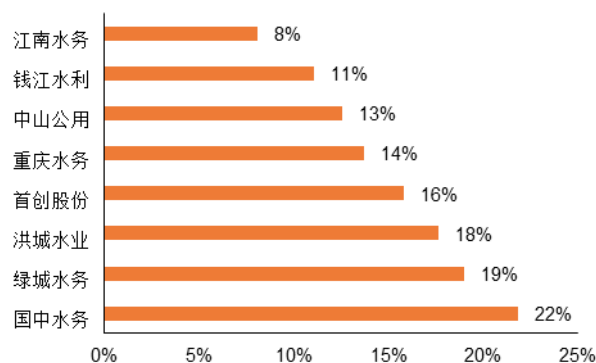
供水: 优选产销差率较低的公司。截至 2017 年底, 上市公司产能利用率在 50%至 80%之间, 相对较低。一方面是因为供水设施建设具有超前性, 另一方面是因为供水过程漏损严重, 产销差率较大, 直接影响结算水量。从 2017 年数据看, 江南水务、钱江水利等区域水务公司产销差率较低。

图表46 上市公司供水产能利用率在 50%-80% (2017 年)



资料来源: 公司公告、平安证券研究所 说明: 本报告只统计了在年报中详细披露自来水产能的公司数据

图表47 供水业务普遍产销差率较大 (2017 年)



资料来源: 公司公告、平安证券研究所 说明: 本报告只统计了在年报中详细披露自来水产销差率的公司数据

污水: 优选污水处理量超过或接近保底水量, 未来将迎来自然增长的公司。部分污水处理厂由于常年处理量都小于保底水量, 将长期按保底水量结算 (通常为产能的 60%), 这种情况下, 只能维持较低的盈利水平。因此如果污水处理企业所选项目较好, 污水处理量呈持续增长态势, 后期公司项目将迎来自然增长。从数据上看, 如果污水处理量接近结算量, 表明污水处理项目即将迎来自然增长, 由于多数公司只披露了生产量和结算量其中一个数据, 我们以产能利用率代替, 由于新投产项目会降低整体产能利用率, 我们直接选择产能利用率持续提升的公司。北控水务在不断有新产能投产的情况下维持了产能利用率的持续提升, 另外, 洪城水业近两年产能利用率也处于上升趋势。

图表48 主要水务上市公司污水产能利用率变化情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
北控水务	70.38%	73.29%	75.51%	86.26%	84.74%	85.81%	87.88%
首创股份						85.00%	80.67%
上海实业环境				100.90%	96.14%	61.58%	76.17%
洪城水业	95.46%	96.92%	85.01%	94.37%	98.33%	76.49%	83.01%
瀚蓝环境						76.72%	74.51%
重庆水务			96.54%	101.52%	98.27%	98.97%	97.89%
创业环保					90.62%	92.86%	94.89%
武汉控股			84.94%	84.86%	79.50%	85.15%	86.47%
绿城水务					95.87%	103.74%	104.69%
上海环境						100.32%	100.50%
中国光大水务					71.51%	82.90%	84.84%
康达环保				69.78%	72.42%	67.00%	71.34%

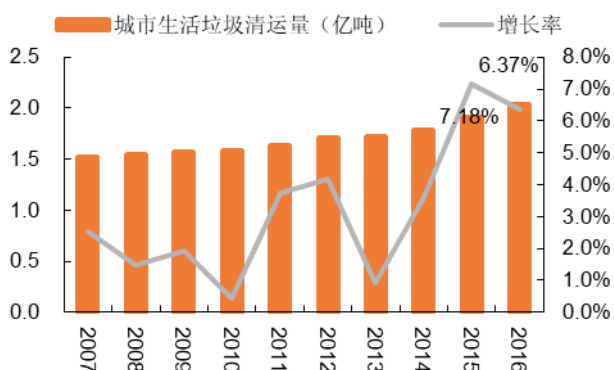
资料来源：公司公告、平安证券研究所

- **提价预期。**北控水务、首创股份等全国性水务公司由于产能分布比较平均，因此单一区域提价对公司盈利影响有限，提价对区域性水务公司影响较大。供水领域，南昌市已于2018年11月1日提价，将对洪城水业2019年收入产生较大影响，另外，洪城水业污水处理项目提标规模较大，未来提价预期较强。

3.2 垃圾焚烧：焚烧大势所趋，行业发展势头持续向好

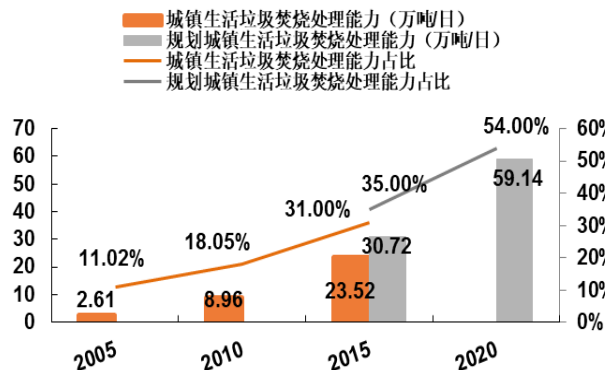
垃圾焚烧相比填埋更易实现资源的减量化、无害化、资源化，是我国垃圾处理的最科学选择。未来我国垃圾焚烧规模增长主要来自两方面：1) 垃圾产量持续增长带来新的垃圾焚烧需求。2016年，我国城市生活垃圾清运量2.04亿吨，同比增长6.37%。物流等行业的快速发展将驱动垃圾清运量稳健增长；2) 垃圾焚烧对填埋的替代。“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划提出，城镇垃圾填埋处理能力从2015年的50.15万吨/日降至2020年47.71万吨/日，生活垃圾焚烧处理能力从2015年的23.52万吨/日提升至2020年的59.14万吨/日，垃圾焚烧处理能力占比提升至54%。从各省区域规划来看，发达城市填埋规划总能力处于快速下降趋势。综合来看，我们预计未来两年我国垃圾焚烧仍将保持20%以上的增长。行业内公司多数已投运较多垃圾焚烧发电项目，可产生充足现金，在建项目仍有一定体量，确保公司稳健增长。

图表49 城市生活垃圾清运量稳健增长



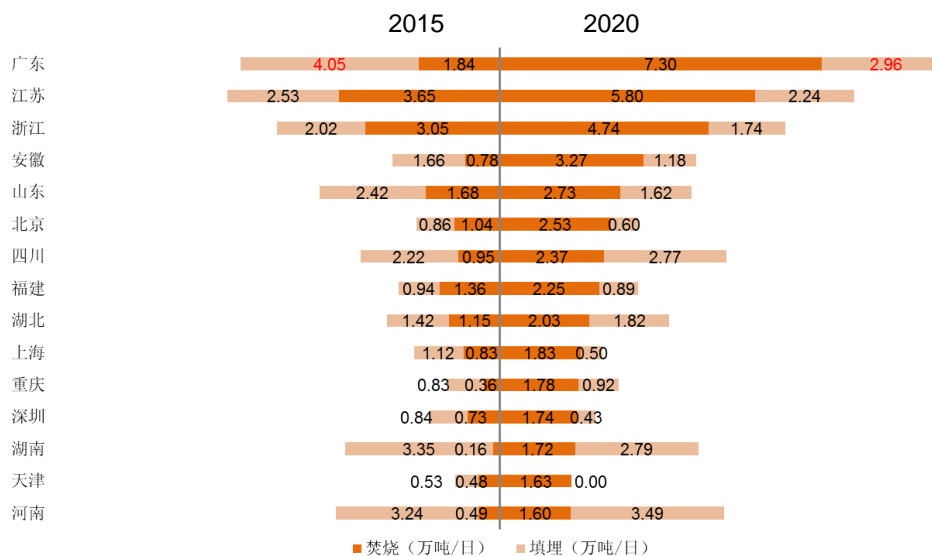
资料来源:Wind、平安证券研究所

图表50 规划城镇生活垃圾焚烧处理能力快速增长



资料来源:《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》、《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》、平安证券研究所

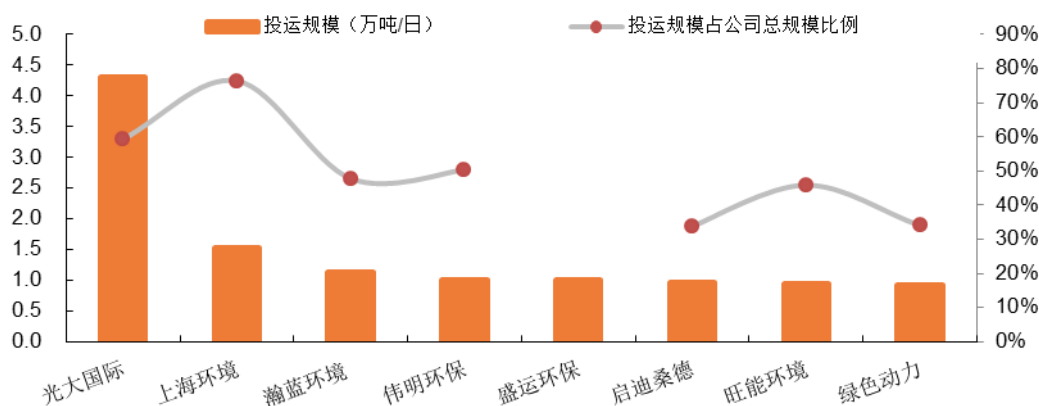
图表51 2020年区域垃圾焚烧处理能力规划情况



资料来源:《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》、《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》、平安证券研究所

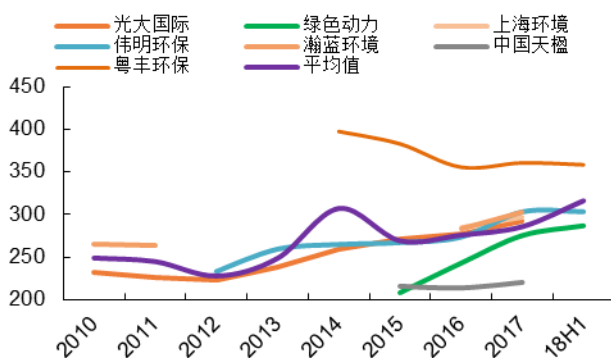
三个维度精选优质个股：1) 投运规模较大，能产生充足现金的公司。从已披露数据看，中国光大国际投运规模最大，其他固废公司投运规模多在 1 万吨/日左右；**2) 运营能力较强，单位垃圾上网电量呈上升趋势。**瀚蓝环境、伟明环保、绿色动力单位垃圾上网电量都呈上升趋势；**3) 新签项目稳健增长。**以伟明环保为例，2017 年公司开始加大扩张步伐，订单稳健增长。综合来看，我们重点推荐瀚蓝环境、伟明环保。

图表52 主要垃圾焚烧发电企业 2017 年投运规模排名



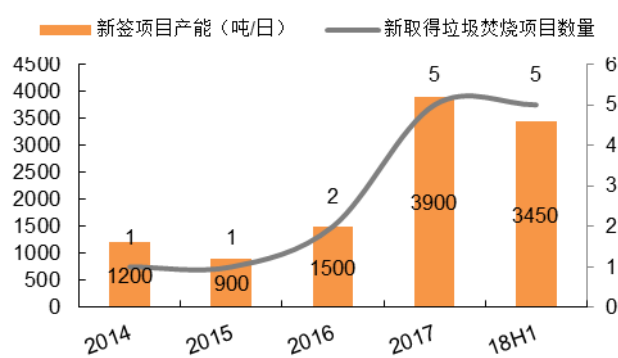
资料来源: 对应公司公告、平安证券研究所

图表53 主要固废公司单位垃圾上网电量趋势 (度/吨)



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表54 伟明环保新签项目数量呈加速趋势



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

四、投资建议及重点公司推荐

短期环保流动性风险得到大幅缓解, 但 PPP 工程公司需经历至少一年的阵痛调整期, 对行业整体利润增速可能产生影响, 且行业分化加剧, 基于此, 维持行业“中性”评级。建议配置优质运营资产: 1) 水务运营: 国祯环保、洪城水业、北控水务集团; 2) 垃圾焚烧运营: 瀚蓝环境、伟明环保; 3) 供热运营: 联美控股。

图表55 重点推荐公司盈利预测

序号	股票代码	股票名称	股票价格		EPS		P/E			评级
			2018/12/11	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
1	300388.SZ	国祯环保	9.28	0.35	0.57	0.77	26.24	16.28	12.05	强烈推荐
2	600167.SH	联美控股	9.60	0.52	0.67	0.84	18.32	14.33	11.43	强烈推荐
3	600461.SH	洪城水业	5.68	0.35	0.44	0.54	16.37	12.91	10.52	推荐
4	600323.SH	瀚蓝环境	13.74	0.85	1.24	1.38	16.14	11.08	9.96	推荐

5	603568.SH	伟明环保	23.28	0.74	0.97	1.24	31.59	24.00	18.77	推荐
6	0371.HK	北控水务集团	4.20	0.42	0.49	0.57	10.00	8.57	7.37	无评级

资料来源:wind, 平安证券研究所 说明: 北控水务集团 EPS 预测来自 WIND, 且其单位为港币

五、风险提示

1) 环保上市公司风险事件持续爆发, 行业估值持续下降

环保上市公司风险事件的持续发生将进一步打击市场对环保股的信心, 在此背景下, 环保股估值有望持续下移。

2) 环保行业竞争进一步加剧

环保中多数细分领域进入壁垒较低, 如 PPP 业务, 国企、非环保企业纷纷进入, 会导致行业竞争持续加剧, 毛利率出现下滑。

3) 融资环境继续收紧

环保中多数细分领域属于资本消耗型, 前期需投入大量资金, 未来如果整个市场的融资环境继续收紧, 环保上市公司项目建设进度将受到影响, 进而影响企业收入确认。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取行使独立判断。

平安证券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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033