

环保工程及服务

凛冬未去，蛰伏待春 -2019年环保行业投资策略

分析师：曾明

证书编号：S0740518070008

Email: zengming@r.qlzq.com.cn

相关报告

<<打好污染防治攻坚战，关注农村环保及工业环保>>2018.12.23

<<行业估值处于历史地位，运营类资产仍具较高配置价值>>2018.12.17

<<融资环境好转，PPP走向规范化>>2018.12.09

投资要点

- **估值业绩双杀，环保板块最暗淡的一年。**1) 行情表现：跌幅居首位，估值降至历史底部。从环保行业2018年全年的行情表现来看，由于受融资环境恶化、股权质押风险、板块业绩增速下滑等因素影响，环保板块全年下跌幅度较大，但是观察全年环保行情走势，环保曾有4波反弹行情。中万环保板块的估值持续下移，目前板块估值(TTM)已降至历史底部，约17X左右。2) 业绩表现：收入端增速下降，利润端出现负增长。2018Q3环保板块整体实现营业收入1108.3亿，同比增加12.5%，增速下滑10.6pct，整体归母净利润为118.9亿，同比减少17.8%，环保板块收入端增速出现下滑趋势，而利润端则首次出现负增长。
- **行业之变：环保督查力度不减，PPP阵痛过后走向合规。**1) 专项督查层层推进，督查回头看全面启动。生态环境部全面启动开展重点区域大气污染综合治理攻坚等七项专项行动；第一批中央环保督查“回头看”结束，查处环保形式主义；第二批中央环保督查“回头看”全面启动，进一步落实党政同责、一岗双责。2) PPP渡过阵痛期，合规的PPP项目仍将大力推进。截至2017年三季度，环保相关的入库PPP项目投资总额超万亿，项目库持续扩容，92号文出台后，PPP项目逐渐走向规范化，入库PPP项目将由量的改变转向质的改变，入库门槛的提升将有助于优质环保PPP项目的释放，利好环保PPP项目的长期发展。
- **公司之变：破而后立，蛰伏待春。**1) 融资困难，财务费用抬升。去杠杆的背景之下，资金面不断收紧，大部分龙头公司从2018年一季度至三季度的财务费用率与去年同期相比都有不同幅度的抬升。2) 国资入场，市场格局或有改变。2018年下半年以来，环保板块已经陆续有企业通过引入国资的方式来纾解企业运营的压力，国资入场后，环保市场的格局或有所改变。3) 订单充足，蛰伏待春。大部分环保公司项目进展受到拖累，2018年的业绩增速将有所放缓，但是优质的公司选择的不是盲目加杠杆，而是做好订单储备蛰伏待春。
- 2019年经济下行趋势难改变，加之从“宽货币”到“宽信用”的传导机制还未完全理顺，工程类公司仍需承受较大经营压力，相比之下，运营类资产现金流状况较好、业绩增长稳定，具有较好的防御性，配置价值相对较高，因此我们建议关注运营属性较强的垃圾焚烧以及环境监测板块，此外，从主题投资的角度，建议关注土壤修复板块，2019年土壤污染防治法正式启动，土壤修复市场有望加速启动。
 - **垃圾焚烧：垃圾焚烧处置率提升，行业仍存千亿市场。**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，规划全国城镇生活垃圾焚烧处置规模达59.14万吨/日(2015年为23.52万吨/日)，焚烧占比由2015年的31%上升至54%，预计十三五期间垃圾焚烧发电的总空间约为2893.8亿
 - **环境监测：监测需求释放，网格化监测有望全面铺开。**环保督查的“切一刀”以及排污许可制度、环境税的征收都将刺激环境监测需求释放，“千里眼”计划的启动将实现对重点区域的热点网格监管全覆盖，未来网格化监测有望全面铺开，环境监测市场也将随之打开。
 - **土壤修复：土壤污染防治法通过，潜在市场将被激发。**《土壤污染防治法》的出台标志着土壤修复顶层设计的逐步完善，未来土壤修复将有法可依，市场空间也将被快速打开。而我国土壤污染问题严重，“十三五”期间土壤修复总市场有望达四千亿以上。
- **投资建议：**在多方政策的刺激之下，民营企业的融资环境有望得到改善，但是落实企业层面可能还需要一定的时间，我们建议还是继续关注拥有稳定现金流、业绩增速稳定的运营类公司，此外，《土壤污染防治法》于今年正式实施，行业空间有望加速释放，建议关注相关的主题投资机会，推荐标的：**高能环境**(环境修复龙头公司)、**瀚蓝环境**(拥有优质运营类资产)、**聚光科技**(环境监测龙头)、**盈峰环境**(环境综合治理平台，固废全产业链布局)。
- **风险提示：**政策执行力度不达预期，项目建设进度不达预期，行业竞争加剧风险。

内容目录

一. 估值业绩双杀，环保板块最暗淡的一年.....	- 5 -
行情表现：跌幅居首位，估值降至历史底部.....	- 5 -
业绩表现：收入端、利润端均出现负增长.....	- 6 -
二. 行业之变：环保督查力度不减，PPP 阵痛过后走向合规.....	- 8 -
专项督查层层推进，督查回头看全面启动.....	- 8 -
PPP 渡过阵痛期，合规的 PPP 项目仍将大力推进.....	- 14 -
三. 公司之变：破而后立，蛰伏待春.....	- 17 -
融资困难，财务费用抬升.....	- 17 -
国资入场，市场格局或有改变.....	- 18 -
订单充足，蛰伏待春.....	- 18 -
四. 工程类企业继续承压，运营类资产配置价值凸显.....	- 19 -
垃圾焚烧：垃圾焚烧处置率提升，行业仍存千亿市场.....	- 20 -
环境监测：监测需求释放，网格化监测有望全面铺开.....	- 23 -
土壤修复：土壤污染防治法通过，潜在市场将被激发.....	- 25 -
五. 投资建议.....	- 29 -
高能环境：环境修复龙头，危废产业链持续拓展.....	- 29 -
瀚蓝环境：四大业务协同发展，瀚蓝模式加速异地复制.....	- 30 -
聚光科技：环境监测龙头，环境综合服务能力持续提升.....	- 30 -
盈峰环境：环保平台成型，加码环卫实现固废全产业链布局.....	- 31 -
风险提示.....	- 31 -

图表目录

图表 1: 环保行业 2018 年行情表现.....	- 5 -
图表 2: 2018 年申万行业涨跌幅情况.....	- 6 -
图表 3: 环保板块历史估值 (TTM).....	- 6 -
图表 4: 环保板块 2018Q3 营业收入.....	- 7 -
图表 5: 环保板块 2018Q3 归母净利润.....	- 7 -
图表 6: 调整后环保板块 2018Q3 营业收入.....	- 7 -
图表 7: 调整后环保板块 2018Q3 归母净利润.....	- 7 -
图表 8: 环保各子板块 2018Q3 营业收入 (亿).....	- 8 -
图表 9: 环保各子板块 2018Q3 营业收入增速.....	- 8 -
图表 10: 环保各子板块 2018Q3 归母净利润 (亿).....	- 8 -
图表 11: 环保各子板块 2018Q3 归母净利润增速.....	- 8 -
图表 12: 2018 年生态环境部启动多项专项督查.....	- 9 -
图表 13: 部分省份“绿盾 2018”督查情况.....	- 9 -

图表 14: “清废行动 2018” 问题分类.....	- 10 -
图表 15: “清废行动 2018” 问题分布.....	- 10 -
图表 16: 部分城市黑臭水体整治专项行动督查情况.....	- 11 -
图表 17: 集中式饮用水水源地环境整治专项行动整治进展.....	- 12 -
图表 18: 蓝天保卫战重点区域强化督查方案.....	- 13 -
图表 19: 第一批中央环境保护督察“回头看”边督边改情况.....	- 13 -
图表 20: 第二批中央环保督察“回头看”安排表.....	- 14 -
图表 21: 财政部 PPP 项目清库情况 (截至 2018 年 3 月).....	- 15 -
图表 22: 财政部 PPP 项目清库情况 (3 月-8 月).....	- 15 -
图表 23: 环保类 PPP 项目清库情况 (3 月-8 月).....	- 15 -
图表 24: 各省出库环保项目情况 (3 月-8 月).....	- 16 -
图表 25: 《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》配套政策措施.....	- 16 -
图表 26: 部分水治理板块上市公司财务费用率 (%).....	- 17 -
图表 27: 部分固废治理板块上市公司财务费用率 (%).....	- 17 -
图表 28: 部分大气治理板块上市公司财务费用率 (%).....	- 17 -
图表 29: 部分环境监测板块上市公司财务费用率 (%).....	- 17 -
图表 30: 国资入场情况.....	- 18 -
图表 31: 碧水源订单情况 (亿).....	- 19 -
图表 32: 博世科订单情况 (亿).....	- 19 -
图表 33: 国祯环保订单情况 (亿).....	- 19 -
图表 34: 龙净环保订单情况 (亿).....	- 19 -
图表 35: 我国城镇化率不断提升.....	- 20 -
图表 36: 中国城市生活垃圾清运量.....	- 20 -
图表 37: 城市生活垃圾焚烧量.....	- 20 -
图表 38: 城市生活垃圾焚烧率.....	- 20 -
图表 39: “十二五”期间各省垃圾焚烧处置能力 (万吨/日).....	- 21 -
图表 40: “十二五”期间各省生活垃圾处理比例.....	- 21 -
图表 41: “十三五”规划各省生活垃圾处置产能.....	- 22 -
图表 42: “十三五”垃圾焚烧市场测算.....	- 22 -
图表 43: 排污许可证相关文件内容.....	- 23 -
图表 44: 排污许可证相关文件内容.....	- 24 -
图表 45: 环境税替代排污费.....	- 25 -
图表 46: “2+26”城市热点网格分布.....	- 25 -
图表 47: 土壤污染相关政策.....	- 26 -
图表 48: 全国土壤污染点位超标率.....	- 27 -

图表 49: 主要污染物点位超标率..... - 27 -

图表 50: 被污染土壤点位超标率..... - 27 -

图表 51: “十三五”期间土壤修复空间测算..... - 28 -

图表 52: 2018 年土壤修复项目招标数量..... - 28 -

图表 53: 高能环境 2018 年中标土壤修复相关项目..... - 29 -

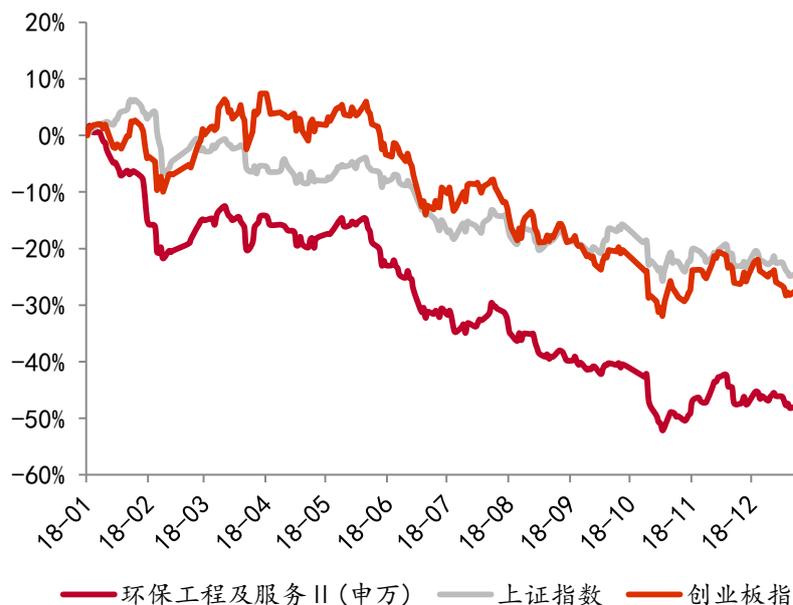
图表 54: 重点公司估值表..... - 31 -

一. 估值业绩双杀，环保板块最暗淡的一年

行情表现：跌幅居首位，估值降至历史底部

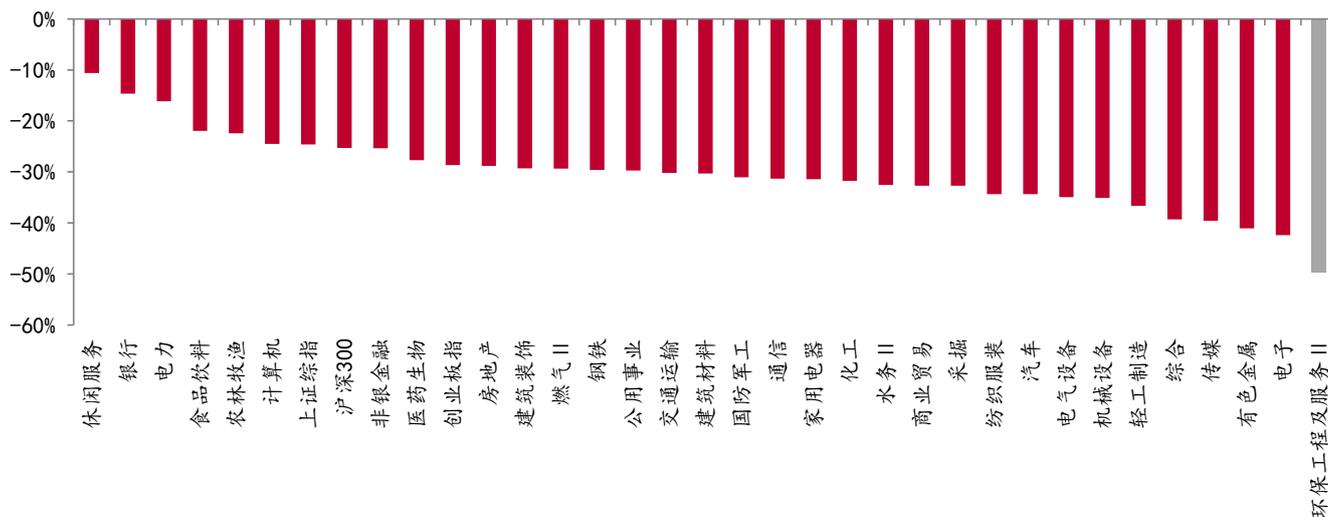
- 全年跌幅较大，但仍有反弹行情。申万环保指数 2018 年全年涨幅为 -49.68%，在申万 29 个行业中跌幅居首位，跑输大盘 25.09 个百分点，跑输创业板 21.03 个百分点。从环保行业 2018 年全年的行情表现来看，由于受融资环境恶化、股权质押风险、板块业绩增速下滑等因素影响，环保板块全年下跌幅度较大，但是观察全年环保行情走势，环保曾有 4 波反弹行情：1) 2 月-3 月，财政部公布第四批 PPP 示范项目，其中环保相关项目占比较高，环保板块迎来第一波反弹；2) 4 月-5 月，第八次环保大会召开之前，市场对环保大会的预期带来环保板块的第二波反弹；3) 7 月-8 月，信用边际改善以及更加积极的财政政策释放了积极信号，环保板块迎来第三波反弹；4) 10 月中旬-11 月中旬，民营企业融资利好政策频频出台，环保板块迎来第四波反弹。

图表 1: 环保行业 2018 年行情表现



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 2: 2018 年申万行业涨跌幅情况



来源: wind, 中泰证券研究所 注: 区间涨跌幅取自 2018 年 1 月 2 日至 2017 年 12 月 28 日

- **估值降至历史底部。**从历史来看,申万环保板块估值曾在 2015 年达到历史最高峰,估值约 100X 左右,此后,板块估值一路下滑,2018 年以来,受融资环境影响,环保板块受到估值与业绩的双杀,申万环保板块的估值持续下移,目前申万环保板块估值(TTM)已降至历史底部,约 17X 左右。

图表 3: 环保板块历史估值(TTM)

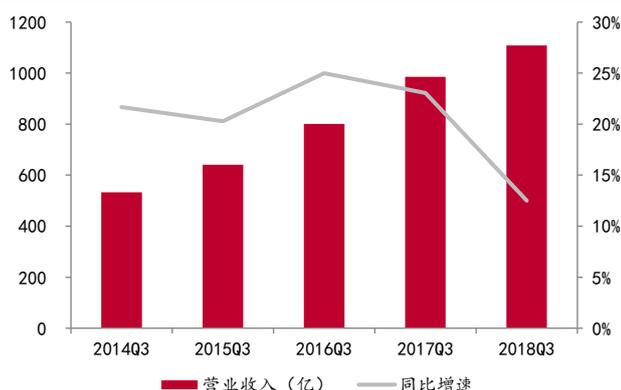


来源: wind, 中泰证券研究所

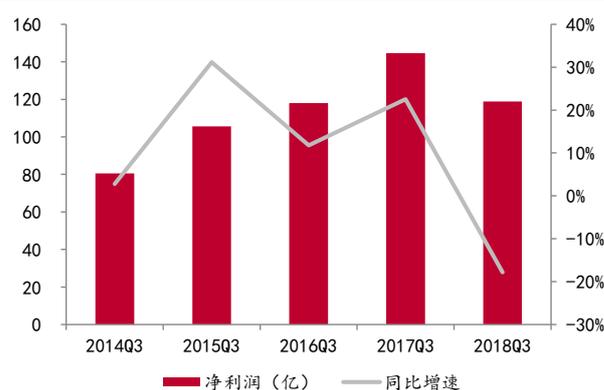
业绩表现: 收入端增速下降, 利润端出现负增长

- **收入端增速下降, 利润端首次出现负增长。**2018Q3 环保板块整体实现营业收入 1108.3 亿, 同比增加 12.5%, 增速下滑 10.6pct, 整体归母净利润为 118.9 亿, 同比减少 17.8%, 环保板块收入端增速出现下滑趋势, 而利润端则首次出现负增长。若剔除水务板块以及债务问题较严重的盛

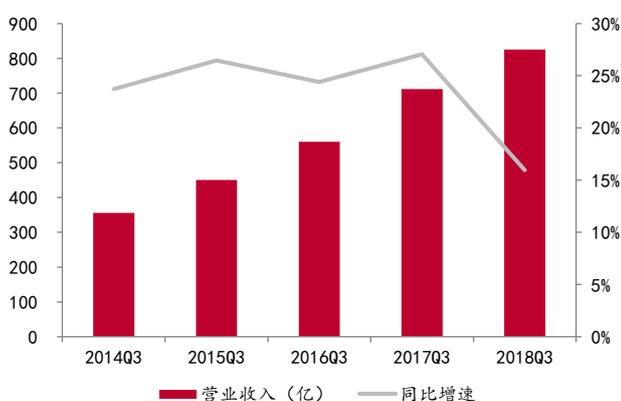
运环保、凯迪生态，环保板块营业收入为 825.1 亿，同比增加 16.0%，增速下滑 11.0pct，归母净利润为 89.4 亿，同比减少 1.1%，增速下滑 31.3pct。环保板块业绩整体出现下滑，我们认为主要原因有：1) 受融资环境影响，环保公司的财务费用普遍有所上升；2) 由于环保公司中 PPP 项目占比较高，受 PPP 清库的影响，环保公司对选择 PPP 项目态度更为谨慎，开工的 PPP 项目减少，导致板块整体前三季度的业绩有所下滑。虽然四季度进入项目工程结算期，但是由于 2018 年上半年融资环境偏紧，大部分公司的项目施工进度受到一定影响，全年来看，板块整体业绩下滑的趋势难以改变。

图表 4：环保板块 2018Q3 营业收入


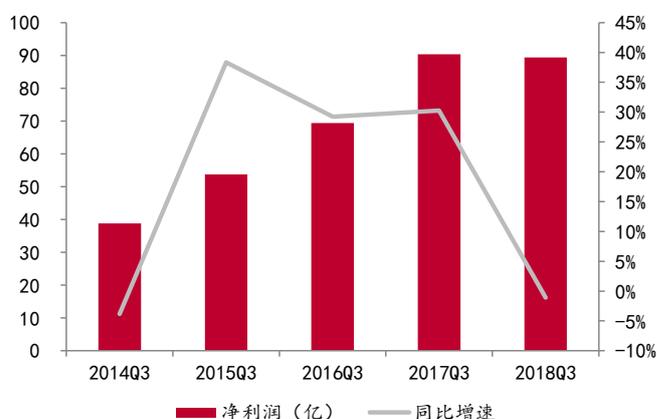
来源：wind，中泰证券研究所

图表 5：环保板块 2018Q3 归母净利润


来源：wind，中泰证券研究所

图表 6：调整后环保板块 2018Q3 营业收入


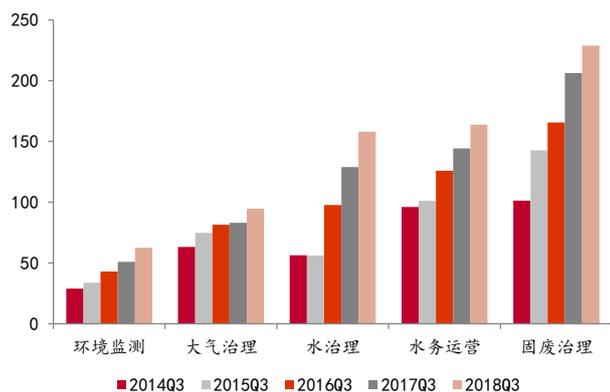
来源：wind，中泰证券研究所

图表 7：调整后环保板块 2018Q3 归母净利润


来源：wind，中泰证券研究所

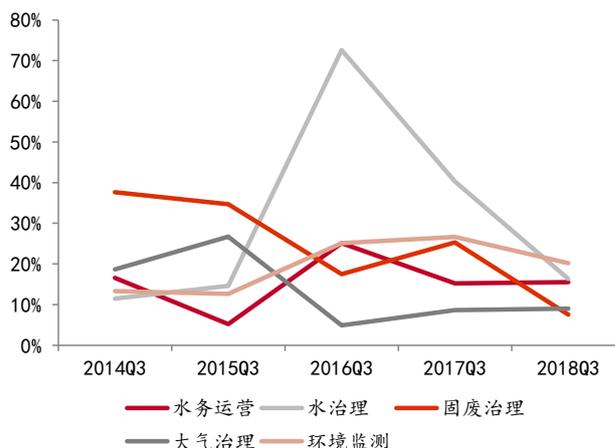
- 水治理、固废治理板块营收增速下滑。**分子版块看，水治理及固废治理板块营收增速下滑较快，分别为 16.3%、7.6%，同比分别减少 23.9pct、17.7pct，水治理板块增速下滑主要因受融资环境以及 PPP 项目清库影响较大，固废治理板块增速下滑主要因受盛运环保及凯迪生态拖累，环境监测的营收增速为 20.2%，在所有子行业中增速居首，水务运营、大气治理板块营收增速分别为 15.5%、9.0%，增速与去年同期基本持平。

图表 8: 环保各子板块 2018Q3 营业收入 (亿)



来源: wind, 中泰证券研究所

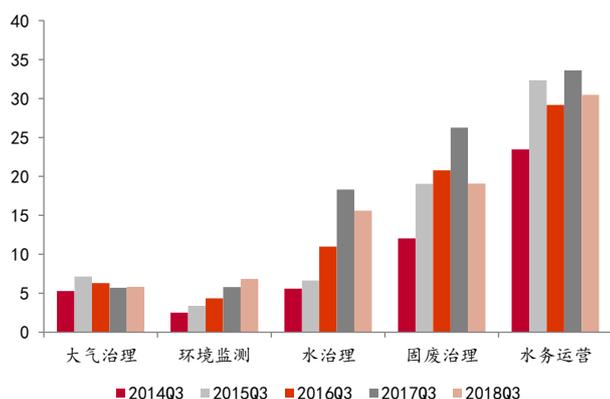
图表 9: 环保各子板块 2018Q3 营业收入增速



来源: wind, 中泰证券研究所

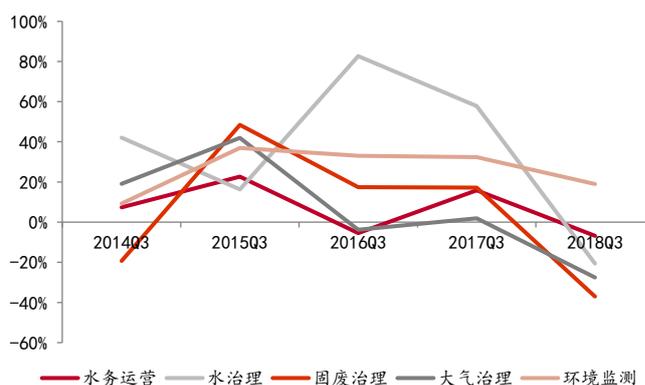
- 多数子版块归母净利润增速出现负增长，环境监测板块仍维持正增长。从利润端来看，子板块中仅环境监测板块归母净利润实现正向增长，归母净利润增速为 19.0%，水治理板块归母净利润增速为-20.6%，增速下滑较快主要因：1) 碧水源 2017Q3 出售盈德气体导致当期净利润基数较高；2) 兴源环境、天翔环境业绩大幅下滑。固废治理板块归母净利润增速为-37.1%，主要受盛运环保及凯迪生态拖累，若剔除盛运环保及凯迪生态，固废治理板块归母净利润增速为 15.8%。大气治理、水务运营的归母净利润增速分别为-27.5%、6.8%，与去年同期相比也出现一定程度下滑

图表 10: 环保各子板块 2018Q3 归母净利润 (亿)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 11: 环保各子板块 2018Q3 归母净利润增速



来源: wind, 中泰证券研究所

二. 行业之变：环保督查力度不减，PPP 阵痛过后走向合规

专项督查层层推进，督查回头看全面启动

- 七大专项行动启动，全面打好污染防治攻坚战。2018 年 3 月，生态环境部召开了 2018 年 3 月份例行新闻发布会，会上明确表示今年将全面

启动开展重点区域大气污染综合治理攻坚、落实《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》、打击固体废物及危险废物非法转移和倾倒、垃圾焚烧发电行业达标排放、城市黑臭水体整治及城镇和园区污水处理设施建设、集中式饮用水水源地环境整治、“绿盾”国家级自然保护区监督检查等七大专项行动，作为全面打好污染防治攻坚战的关键性工程。

图表 12: 2018 年生态环境部启动多项专项督查



来源：生态环境部，中泰证券研究所

- “绿盾 2018”专项行动方案率先发布，自然保护区监督拉开帷幕。**《“绿盾 2018”自然保护区监督检查专项行动实施方案》于 2018 年 3 月发布，8 月，由生态环境部、自然资源部、水利部、农业农村部和中国科学院等 5 部门联合组成的 3 个巡查组分赴天津、甘肃和广东，标志着“绿盾 2018”自然保护区监督检查专项行动巡查工作正式拉开帷幕。通过组织联合巡查组开展巡查和抽查，对照自然保护区违法违规问题管理台账和整改方案，进一步核查问题追责情况，整改进展、生态修复都得到了良好的效果。

图表 13: 部分省份“绿盾 2018”督查情况

省份	督查情况
河南	“绿盾2018”国家级自然保护区新增人类活动遥感点位中，重点问题点位31个，经核查，已完成销号27个，其中不在保护区范围内2个，已完成整改待销号的1个，正在整改的3个
陕西	绿盾2018”共排查问题237个，已整改完成148个，正在整改89个，整改完成率62.45%，已销号123个，销号率51.9%
湖南	绿盾2018”专项行动共排查省级以上自然保护区53个（国家级23个、省级30个），查处问题682个，其中，未整改问题4个、整改中问题303个、完成整改问题375个，市级建议销号问题367个、占查处问题总量53.8%，省级认定销号309个、占查处问题总量45.3%
湖北	不符合保护区要求及违法违规问题线索3292个，其中国家级自然保护区内存在问题2526个，完成整改申请销号的2445个，完成率96.79%
黑龙江	核查自查人类活动点位4479个，其中，问题点位2417个，整改完成1221个，整改完成率50.52%，其他涉及农用地、扶贫项目、居民点内的民生设施等历史遗留问题正在整改中

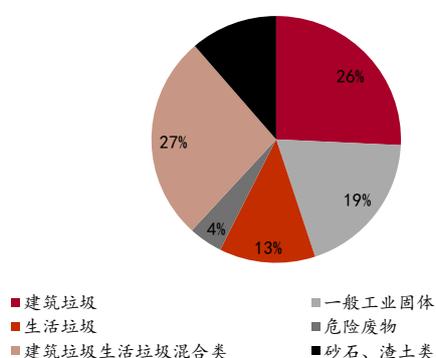
来源：各地方政府官网，中泰证券研究所

- 垃圾焚烧发电行业达标排放专项行动方案发布。**2017 年垃圾焚烧行业已完成“装、树、联”三项任务，所有垃圾焚烧企业都要安装污染源监控设备，实时监测污染物的排放情况，都要在显著位置设立显示屏，将污

染排放数据实时公开，企业的自动监控系统都要与环保部门联网。为进一步督促垃圾焚烧发电企业实现达标排放，2018年3月，生态环境部审议并原则通过了《垃圾焚烧发电行业达标排放专项整治行动方案》，并强调要“强化督查检查，对发现的突出问题严查严办”。

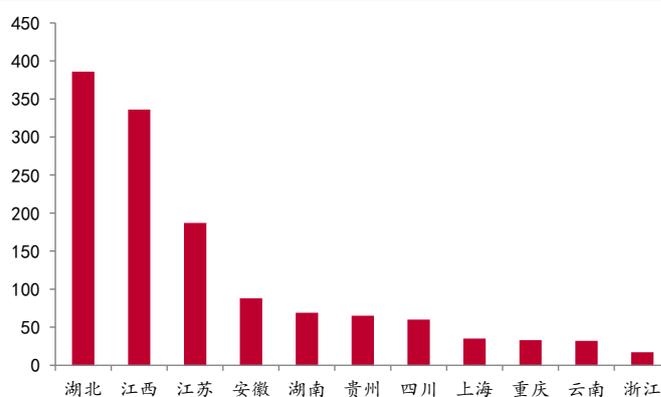
- **“清废行动 2018”启动，长江经济带非法倾倒有望遏制。**5月9日，生态环境部启动“清废行动 2018”专项督查，从5月开始至6月底，生态环境部抽调环境执法骨干和固体废物管理方面的专家，组成150个督查组，进驻长江经济带有关地市。通过对长江经济带固体废物非法倾倒情况现场摸排核实，落实环境保护主体责任，依法查处涉固体废物、危险废物环境违法行为，对相关责任人员依法依规实施问责，遏制非法转移倾倒案件，确保长江生态环境安全。

图表 14: “清废行动 2018” 问题分类



来源：生态环境部，中泰证券研究所

图表 15: “清废行动 2018” 问题分布



来源：生态环境部，中泰证券研究所

- **黑臭水整治专项行动启动，加速补齐生态环境短板。**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，5月至6月，由南至北分3批对全国36个重点城市和部分地级城市开展现场督查；现场督查工作结束后15个工作日内形成城市黑臭水体整治情况统计表和问题清单，生态环境部印发督办函，将问题清单移交地方人民政府，要求限期整改并向社会公开，实行“拉条挂账，逐个销号”式管理；9月至10月，对交办地方的问题整改情况进行巡查，提出约谈建议；10月至12月，生态环境部联合相关省级人民政府，对问题严重的城市人民政府进行约谈，对约谈后整改不力的，开展环境保护专项督察。通过城市黑臭水体整治环境保护专项行动倒逼城市加速环境基础设施建设，加快补齐生态环境短板，提高城市水污染防治水平。

图表 16: 部分城市黑臭水体整治专项行动督查情况

城市	黑臭水整治情况
长沙	上报黑臭水体24个, 新发现黑臭水体0个, 黑臭水体总数为24个。专项督查期间, 经核实已消除或基本消除黑臭的水体23个, 黑臭水体整治任务完成比例95.8%
武汉	上报黑臭水体19个, 新发现黑臭水体1个, 黑臭水体总数为20个。专项督查期间, 经核实已消除或基本消除黑臭的水体17个, 黑臭水体整治任务完成比例为85%
合肥	上报黑臭水体4个, 新发现黑臭水体0个, 黑臭水体总数为4个。专项督查期间, 经核实已消除或基本消除黑臭的水体4个, 黑臭水体整治任务完成比例100%
广州	上报黑臭水体35个, 新发现黑臭水体102个, 黑臭水体总数为137个。专项督查期间, 经核实已消除或基本消除黑臭的水体34个, 黑臭水体整治任务完成比例24.8%
深圳	上报黑臭水体45个, 新发现黑臭水体80个, 黑臭水体总数为125个。专项督查期间, 经核实已消除或基本消除黑臭的水体42个, 黑臭水体整治任务完成比例33.6%
南宁	上报黑臭水体38个, 新发现黑臭水体0个, 黑臭水体总数为38个。专项督查期间, 经核实已消除或已基本消除黑臭的水体27个, 黑臭水体整治任务完成比例71.1%
海口	上报黑臭水体21个, 新发现黑臭水体0个, 黑臭水体总数为21个。专项督查期间, 经核实已消除黑臭或已基本消除黑臭的水体20个, 黑臭水体整治任务完成比例为95.2%
南京	上报黑臭水体16个, 新发现黑臭水体1个, 黑臭水体总数为17个。专项督查期间, 经核实已消除黑臭的水体16个, 黑臭水体整治任务完成比例94.1%
上海	上报黑臭水体56个, 新发现黑臭水体11个, 黑臭水体总数为67个。专项督查期间, 经核实已消除或基本消除黑臭的水体56个, 黑臭水体整治任务完成比例83.6%
北京	上报黑臭水体57个, 新发现黑臭水体1个, 黑臭水体总数为58个。专项督查期间, 经核实已消除或基本消除黑臭的水体53个, 黑臭水体整治任务完成比例91.4%
天津	上报黑臭水体25个, 新发现黑臭水体1个, 黑臭水体总数为26个。专项督查期间, 经核实已消除或基本消除黑臭的水体25个, 黑臭水体整治任务完成比例96.2%
重庆	上报黑臭水体31个, 新发现黑臭水体0个, 黑臭水体总数为31个。专项督查期间, 经核实已消除或基本消除黑臭的水体31个, 黑臭水体整治任务完成比例100%

来源: 生态环境部, 中泰证券研究所

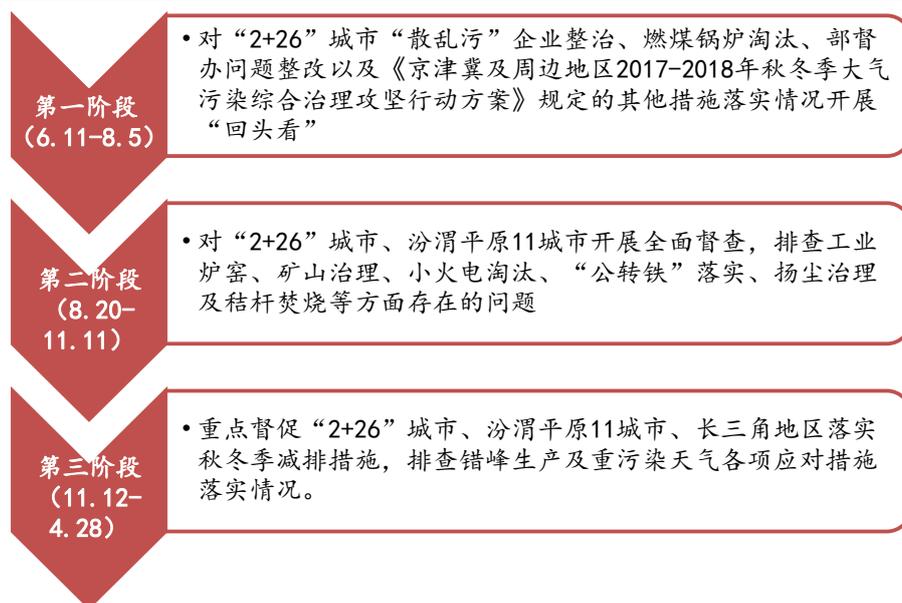
- 集中式饮用水水源地专项督查全覆盖。**2018年5月20日至6月2日, 生态环境部组织开展全国集中式饮用水水源地环境保护第一轮专项督查。第一轮督查在各地排查报送的3991个环境问题基础上, 新发现2260个问题, 进一步核清了问题底数, 建立了台帐。第二轮督查从9月1日开始, 持续到9月28日结束, 生态环境部从全国抽调执法骨干力量622人, 分四批次, 对全国饮用水水源保护区6251个环境问题进行全覆盖督查, 逐一核实每个问题的整治进展, 重点对“零进展”问题和整治严重滞后的问题进一步查明原因, 督促加快整治进度。

图表 17: 集中式饮用水水源地环境整治专项行动整治进展

省(市)	问题总数	整治完成	正在整治	整治零进展	整治完成比例
北京	14	2	12	0	14.3%
天津	8	2	6	0	25.0%
河北	78	19	58	1	24.4%
山西	24	5	19	0	20.8%
内蒙古	26	9	12	5	34.6%
辽宁	108	13	68	27	12.0%
吉林	79	40	38	1	50.6%
黑龙江	48	11	27	10	22.9%
上海	0	0	0	0	0.0%
江苏	191	58	131	2	30.4%
浙江	182	105	76	1	57.7%
安徽	76	29	47	0	38.2%
福建	52	11	33	8	21.2%
江西	231	78	153	0	33.8%
山东	369	60	168	141	16.3%
河南	166	32	123	11	19.3%
湖北	83	46	37	0	55.4%
湖南	163	135	27	1	82.8%
广东	742	230	410	102	31.0%
广西	235	48	187	0	20.4%
海南	34	5	25	4	14.7%
重庆	116	48	68	0	41.4%
四川	99	24	75	0	24.2%
贵州	102	20	82	0	19.6%
云南	341	85	256	0	24.9%
西藏	14	6	8	0	42.9%
陕西	325	87	55	183	26.8%
甘肃	39	18	21	0	46.2%
青海	13	2	11	0	15.4%
宁夏	0	0	0	0	0.0%
总计	3958	1228	2233	497	31.0%

来源: 生态环境部, 中泰证券研究所

- 开展大气污染防治强化督查, 进一步改善空气质量。**2018年6月, 生态环境部发布《2018-2019年蓝天保卫战重点区域强化督查方案》, 为进一步改善京津冀及周边地区、汾渭平原及长三角地区等重点区域环境空气质量, 将持续开展大气污染防治强化督查。重点区域强化督查分三个阶段, 第一阶段共4个轮次, 第二阶段共6个轮次, 第三阶段共11个轮次, 每个督查组现场督查2周, 共安排21轮次督查。

图表 18: 蓝天保卫战重点区域强化督查方案


来源：生态环境部，中泰证券研究所

- **进口固体废物加工利用企业环境违法问题专项督查行动，重拳打击环境违法。**2018年8月30日至9月3日，生态环境部开展了为期5天的第一阶段现场督查工作，对浙江、山东、广东等地10家企业进行现场督查，重拳打击企业严重环境违法问题。现场检查发现10家企业共存在12个环境违法问题，督查组将所有问题交办地方依法进行处理，并建议对其中6个问题立案处罚。
- **第一批中央环保督查“回头看”结束，坚决整治环保形式主义。**第一批中央环境保护督察“回头看”6个督察组于2018年5月30日至6月7日陆续对河北、内蒙古、黑龙江、江苏、江西、河南、广东、广西、云南、宁夏等10省（区）实施督察进驻，截至7月7日，已全部完成督察进驻工作。环保督查“回头看”通过深入基层，进一步调查核具体问题，坚决查处“表面整改”“假装整改”“敷衍整改”等生态环保领域形式主义、官僚主义问题，对督查整改不力的问题起到威慑和警示作用。

图表 19: 第一批中央环境保护督察“回头看”边督边改情况

省份	受理举报数量	责令整改案件或关停企业	立案处罚案件	罚款(万元)	立案侦查	拘留人数	约谈人数	问责人数
河北	4720	3012	569	3046.24	47	77	77	462
内蒙古	2545	1672	295	2485.03	78	13	219	444
黑龙江	4387	2019	177	3209.25	26	10	47	142
江苏	3866	3392	1401	23996.08	24	70	425	307
江西	2518	2216	485	5307.99	45	40	72	198
河南	5477	2154	271	1482.21	53	35	346	1015
广东	5849	4364	1298	6492.9	60	36	426	466
广西	4430	2379	390	455.51	34	26	413	268
云南	1959	1450	172	2440.8	24	28	686	808
宁夏	1339	1091	114	2146.31	14	3	108	195
合计	37090	23749	5172	51062.32	405	338	2819	4305

来源：生态环境部，中泰证券研究所

- 第二批中央环保督查“回头看”全面启动，进一步落实党政同责、一岗双责。**2018年10月，第二批中央生态环境保护督察“回头看”全面启动，对山西、辽宁、吉林、安徽、山东、湖北、湖南、四川、贵州、陕西等省份开展“回头看”督察进驻工作。第二批中央环保督查“回头看”将重点盯住督察整改不力，甚至表面整改、假装整改、敷衍整改，以及“一刀切”等生态环境保护领域不作为、滥作为的问题；重点检查列入督察整改方案的重大生态环境问题及其查处、整治情况；重点督办人民群众身边生态环境问题整治情况；重点督察地方落实生态环境保护党政同责、一岗双责，严肃责任追究情况。针对污染防治攻坚战7大标志性战役和其他重点领域，结合被督察省份具体情况，每个省份同步统筹安排1个生态环境保护专项督察，采取统一实施督察、统一报告反馈、分别移交移送的方式，进一步压实责任，倒逼落实，为打好污染防治攻坚战提供强大助力。

图表 20: 第二批中央环保督察“回头看”安排表

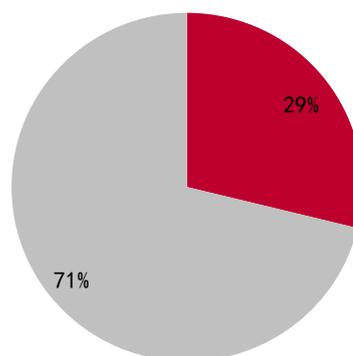
小组	组长 副组长	省份	时间
一组	朱小丹	辽宁	11.4-12.4
	翟青	吉林	11.5-12.5
二组	朱之鑫	陕西	11.3-12.3
	黄润秋	山西	11.6-12.6
三组	吴新雄	安徽	10.31-11.30
	翟青	山东	11.1-12.1
四组	李家祥	湖南	10.30-11.30
	赵英民	湖北	10.30-11.30
五组	黄龙云	四川	11.3-12.3
	刘华	贵州	11.4-12.4

来源：生态环境部，中泰证券研究所

PPP 渡过阵痛期，合规的 PPP 项目仍将大力推进

- 不符合要求的 PPP 项目被清退，PPP 迎来阵痛期。**为了缓解地方政府未来财政支出压力，为优质的 PPP 项目释放更多财政可承受能力的空间，减 PPP 模式泛用或滥用带来地方债务风险的隐患，2017年11月，财政部发布《关于规范政府和社会资本合作综合信息平台项目库管理的通知》（92号文），通知中明确要求将加强 PPP 项目的管理力度并严格规定了新入项目的标准，对于项目库中不符合要求的项目进行清退。根据 E20 统计，从 2017 年第二季度到 2018 年 3 月底，财政部 PPP 项目库出库项目总数达 3258 个，其中环保出库项目 938 个。

图表 21: 财政部 PPP 项目清库情况 (截至 2018 年 3 月)

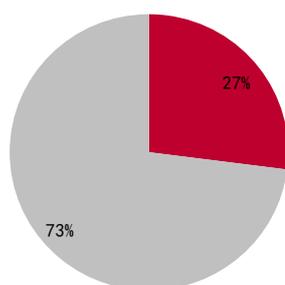


■ 环保类出库项目 ■ 非环保类出库项目

来源: E20, 中泰证券研究所

- **清库持续进行, 环保类项目占比较高。**2018 年 3 月以后, PPP 项目集中清理出库仍持续进行中, 据 E20 研究院统计, 从 3 月至 8 月底期间, 财政部 PPP 项目库出库环保项目 935 个, 占有所有出库项目的 27%。出库环保项目中, 水务类项目数最多, 为 637 个, 其次是固废类 146 个, 管网/管廊类 103 个, 混合类 49 个。从各省出库环保项目情况来看, 项目数量排名前三的省份分别为河南、贵州、河北, 其中河南省出库项目达 139 个, 项目出库比例排名前三的省份分别为甘肃、辽宁、黑龙江, 甘肃省出库比例超过 50%, 辽宁省出库项目数量与出库比例均较大。

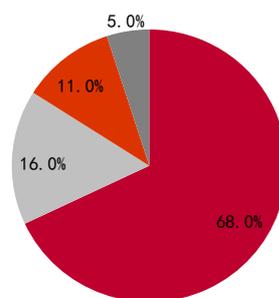
图表 22: 财政部 PPP 项目清库情况 (3 月-8 月)



■ 环保类出库项目 ■ 非环保类出库项目

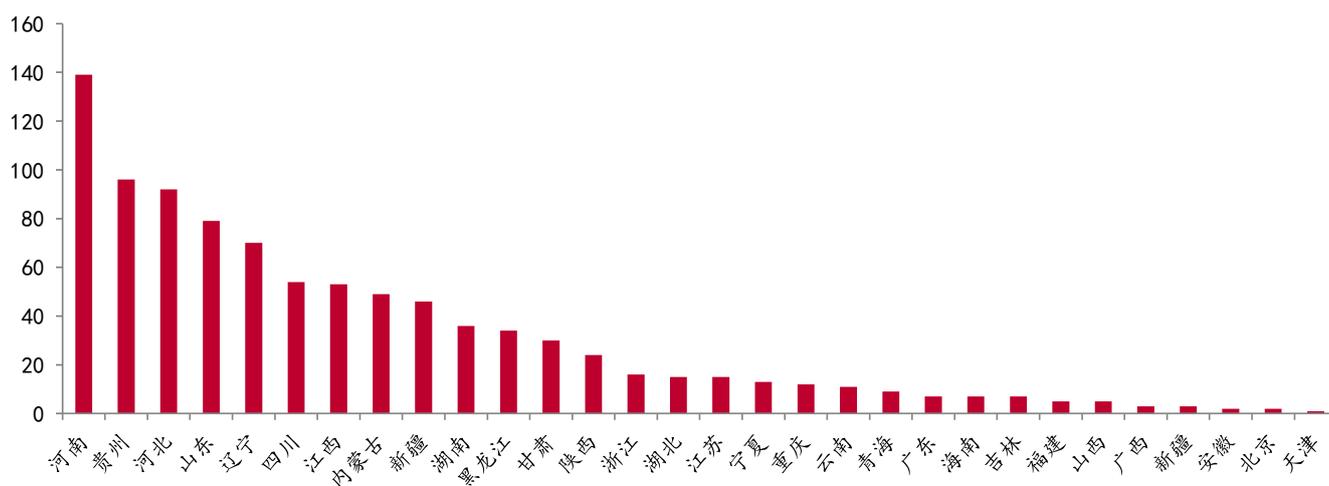
来源: E20, 中泰证券研究所

图表 23: 环保类 PPP 项目清库情况 (3 月-8 月)



■ 水务类 ■ 固废类 ■ 管网/管廊类 ■ 混合类

来源: E20, 中泰证券研究所

图表 24: 各省出库环保项目情况 (3月-8月)


来源: E20, 中泰证券研究所

- 基建补短板, 合规的 PPP 项目仍将大力推进。** 2018 年 10 月底, 国务院发布《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》, 意见中明确表示将规范有序推进 PPP 项目, 鼓励地方依法合规采用 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, 结合此前发布的 92 号文, 我们认为政府仍把 PPP 作为化解地方债务的方式之一, 未来仍将大力推进合法合规的 PPP 项目展开。

图表 25: 《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》配套政策措施

配套政策措施	
1	加强重大项目储备
2	推进项目前期工作和开工建设
3	保障在建项目顺利实施, 避免形成“半拉子”工程
4	加强地方政府专项债券资金和项目管理
5	加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持
6	合理保障融资平台公司正常融资需求
7	充分调动民间投资积极性
8	规范有序推荐政府和社会资本合作项目
9	深化投资领域放管服改革
10	防范化解地方政府隐性债务风险和金融风险

来源: 国务院, 中泰证券研究所

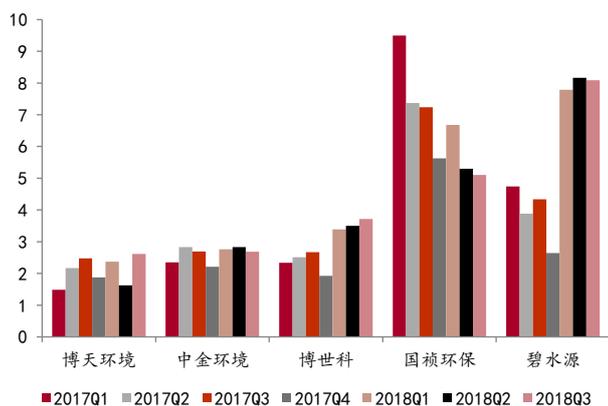
- 优先支持补短板项目, 严控 10% 红线。** 11 月 22 日在上海举办的第四届中国 PPP 融资论坛上, 财政部 PPP 中心主任焦小平表示, 依法合规的、10% 限额以内的 PPP 支出责任不是隐性债务, 未来将严守财政支出红线, 优先支持补短板项目, 进一步加强财政承受能力管理, 加强财政支出责任动态监测, 严控 10% 红线, 将支出责任纳入各级政府财政预算, 对于 PPP 支出超出本地支出预算的红线地区, 坚决停止新项目入库。

三. 公司之变：破而后立，蛰伏待春

融资困难， 财务费用抬升

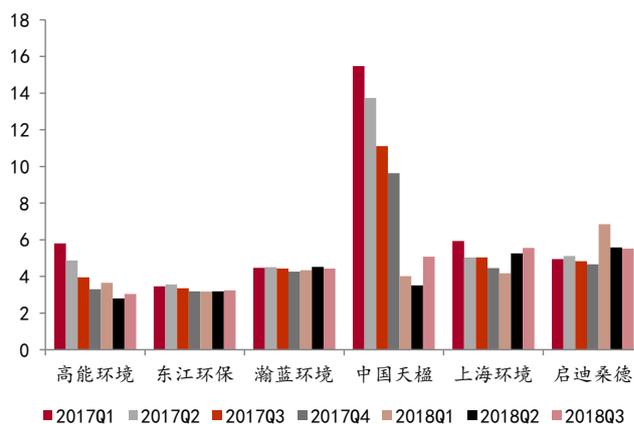
- 在去杠杆的背景之下，资金面不断收紧，受此影响，民营企业的融资问题越来越明显，除了以水务运营为主业的环保公司多为国企之外，大部分环保企业都是民营企业，从 2018 年单季度财务数据可以发现，大部分龙头公司从 2018 年一季度至三季度的财务费用率与去年同期相比都有不同幅度的抬升，由此可见大部分环保企业的融资成本也在不断上升。

图表 26: 部分水治理板块上市公司财务费用率 (%)



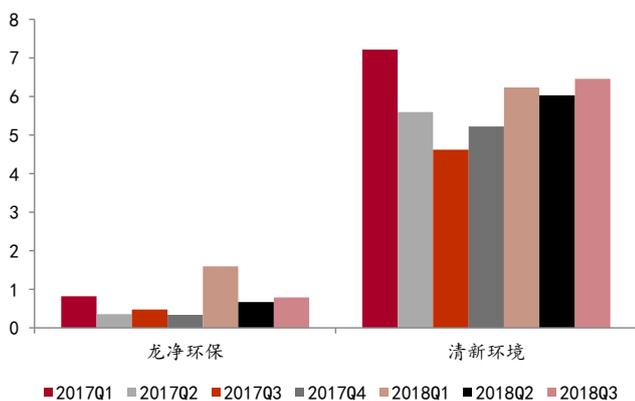
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 27: 部分固废治理板块上市公司财务费用率 (%)



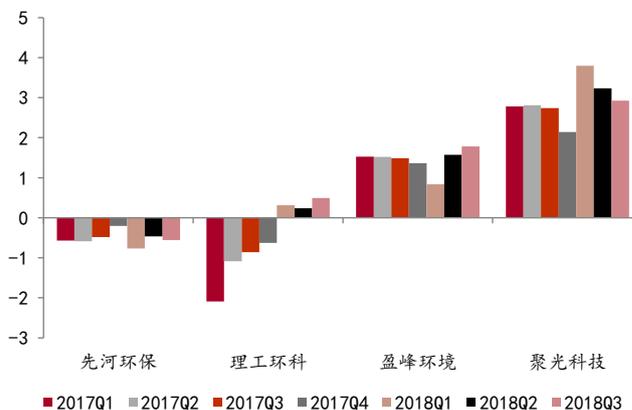
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 28: 部分大气治理板块上市公司财务费用率 (%)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 29: 部分环境监测板块上市公司财务费用率 (%)



来源: wind, 中泰证券研究所

- 2018 年 10 月以来，民营企业融资利好政策频频出台，央行率先增加再贷款和再贴现额度 1500 亿支持小微、民营企业融资，后又提出运用民营企业债券融资支持工具，国务院先后召开民营企业债券融资支持工具政策会以及常务会议，对民营企业融资的支持力度不断加大。目前，政策面已经出现了明显的变化，在宽信用的政策预期下，货币流动性有望加强，民营企业融资问题将得到一定缓解，环保公司的融资成本有望下降。

国资入场，市场格局或有改变

- 2018年环保股的股价跌幅较大，部分股份质押率高的企业不得不承受市场的压力，少数环保公司出现债务违约的情况，民营企业运营艰难，因此2018年下半年以来，环保板块已经陆续有企业通过引入国资的方式来纾解企业运营的压力。国资的介入给运营艰难的环保企业带来了新的活力，一方面国资的背景可以使企业在融资方面更具优势，另一方面，国资可以对接地方政府资源，对以市政环保为主的企业的业务拓展有较大帮助。原来环保的市场主要还是以民营企业为主（水务板块除外），国资入场后，环保市场的格局有所改变，后续如何演变还需观察国资入场后企业的整合情况。

图表 30: 国资入场情况

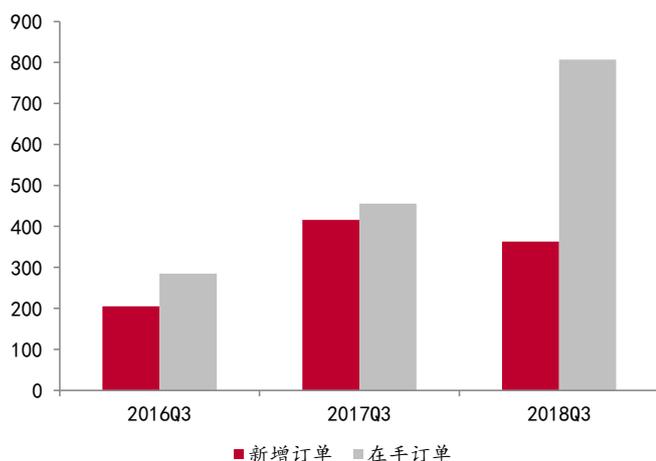
公告时间	公司	国资名称	公告内容
2018/5/23	盛运环保	川能集团	公司第一大股东开晓胜将其所持13.69%股份全部转让给川能集团，川能集团还将对盛运环保垃圾发电项目投资不低于156.75亿元，川能集团出资人为四川省国资委
2018/10/9	永清环保	湖南金阳	公司控股股东永清集团与湖南金阳投资集团有限公司签署《投资合作框架协议》，拟向湖南金阳投资转让其持有的不超过30%的永清环保股份，湖南金阳投资集团出资人为浏阳市人民政府
2018/10/15	天翔环境	四川铁投集团	公司以及公司的实际控制人邓亲华与四川省铁投集团签订《战略合作框架协议》，将在项目和股权层面展开合作
2018/10/17	环能科技	中建启明	公司控股股东环能投资、实际控制人倪明亮与北京中建启明企业管理有限签署《股权转让协议》，中建启明将受让环能投资持有的环能科技1.83亿股，中建启明实际控制人为国务院国资委
2018/11/8	中金环境	无锡市政	公司与无锡市市政公用产业集团有限公司签署《股权转让意向协议》，实际控制人沈金浩拟转让6.65%股权给无锡市政，同时沈金浩将其持有的12.13%表决权委托给无锡市政，沈金浩、沈洁泳与无锡市政成为一致行动人。
2018/11/1	兴源环境	中国煤炭地质总局	兴源控股于2018年10月30日与第三家投资人中国煤炭地质总局签订《股权转让意向协议》，中国煤炭地质总局拟通过协议转让的方式受让兴源控股所持有的不低于23.5%且不高于30%的公司股份

来源：公司公告，中泰证券研究所

订单充足，蛰伏待春

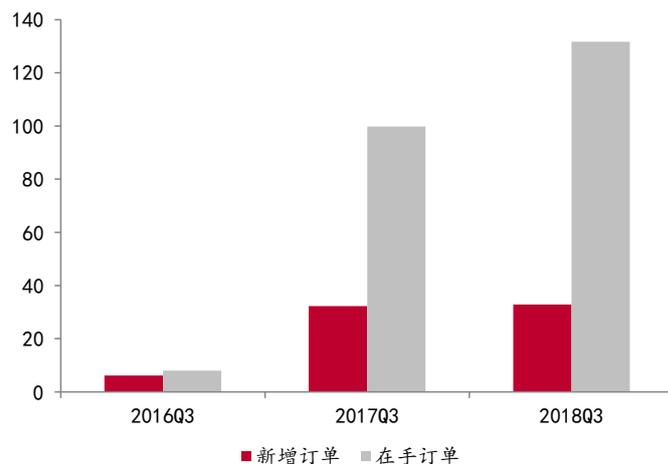
- 融资成本抬升+PPP 严监管的环境下，部分环保项目进度有所减缓甚至中止，因此环保公司在承接项目方面态度更偏谨慎，部分公司可能还会基于项目进展及综合收益情况对在手项目进行主动清理。我们统计了部分龙头公司的订单情况，从订单总额来看，仅碧水源 2018 年前三季度的新增订单有所下滑，博世科、国祯环保、龙净环保 2018 年前三季度的新增订单均未出现下滑趋势，从在手订单情况来看，4 家公司的在手订单金额与去年同期相比均有所增加，其中碧水源虽然新增订单金额下滑，但是在手订单却大幅增长，龙头公司的订单储备还是十分充足。虽然受融资环境影响，大部分环保公司项目进展受到拖累，2018 年的业绩增速将有所放缓，但是优质的公司选择的不是盲目加杠杆，而是做好订单储备蛰伏待春。

图表 31: 碧水源订单情况 (亿)



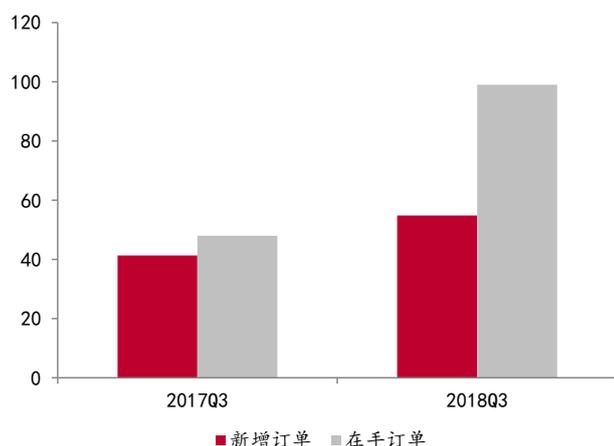
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 32: 博世科订单情况 (亿)



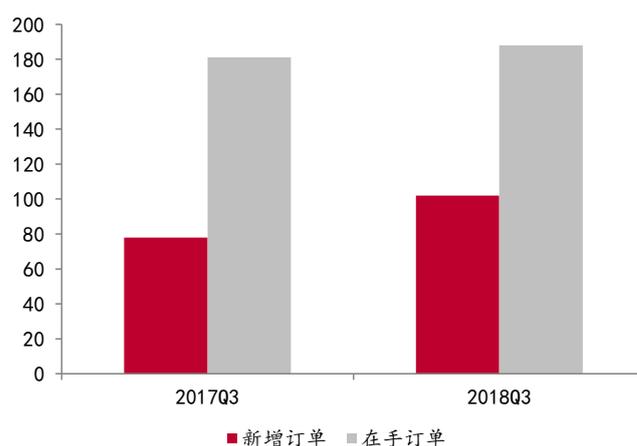
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 33: 国祯环保订单情况 (亿)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 34: 龙净环保订单情况 (亿)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

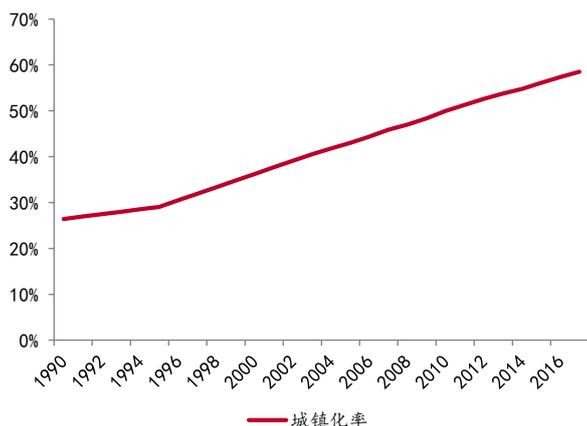
四. 工程类企业继续承压, 运营类资产配置价值凸显

- 2019 年经济下行趋势难改变, 加之从“宽货币”到“宽信用”的传导机制还未完全理顺, 工程类公司仍需承受较大经营压力, 相比之下, 运营类资产现金流状况较好、业绩增长稳定, 具有较好的防御性, 配置价值相对较高, 因此我们建议关注运营属性较强的垃圾焚烧以及环境监测板块, 此外, 从主题投资的角度, 建议关注土壤修复板块, 2019 年土壤污染防治法正式启动, 土壤修复市场有望加速启动。

垃圾焚烧：垃圾焚烧处置率提升，行业仍存千亿市场

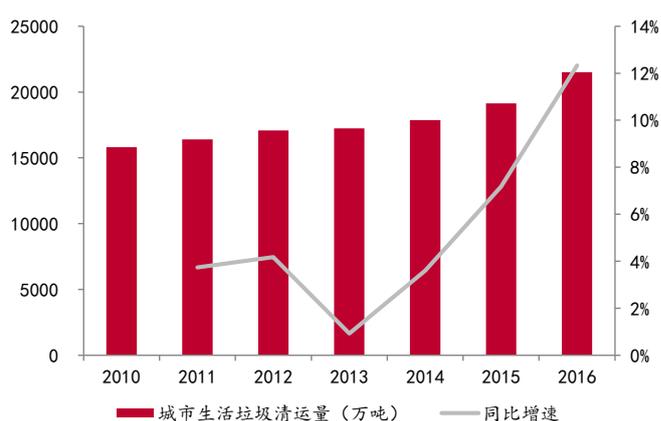
- **城镇化推进，垃圾清运量持续增加。**随着生活水平的提升，农村人口逐渐向城镇转移，城镇化率持续推进，因此城市垃圾清运量也逐年增加，2016年全国生活垃圾清运量约为21500万吨，同比增速为12.3%。而对比发达国家将近80%的城镇化率，我国的城镇化率仍有一定的发展空间，未来随着城镇化率的进一步提升，城市生活垃圾清运量还将继续增加。

图表 35：我国城镇化率不断提升



来源：wind，中泰证券研究所

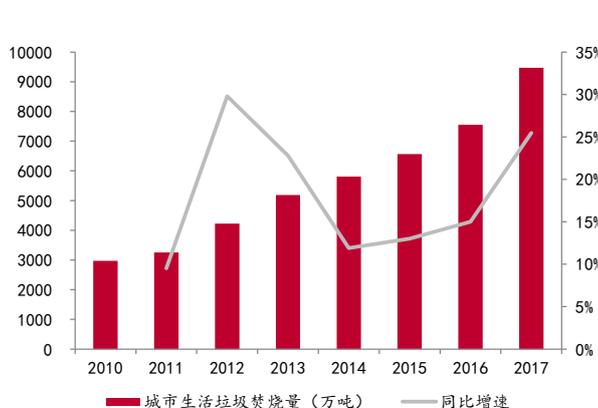
图表 36：中国城市生活垃圾清运量



来源：统计局，中泰证券研究所

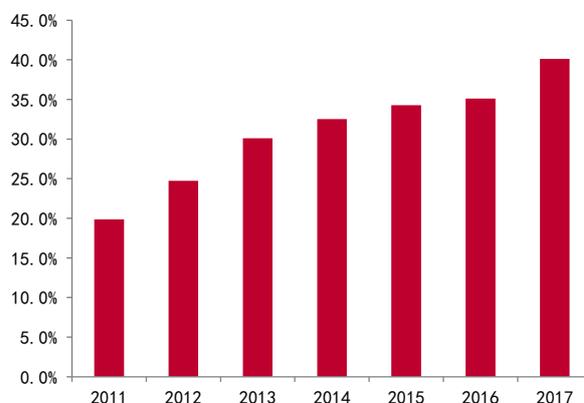
- **垃圾焚烧率逐年提升。**随着城市生活垃圾的不断增长，垃圾的无害化处理率也显著提升，无害化处理主要分为垃圾填埋、垃圾焚烧及其他处置三种方式，从城市垃圾无害化处置的进程来看，垃圾填埋一直是无害化处置的主要模式，但是近年来，由于：1) 城市圈不断向外扩张，用地紧张导致垃圾填埋场可选范围不断缩小；2) 城市地价上涨，用地成本上升；3) 垃圾填埋存在渗滤液泄漏、填埋场容量不够等问题，垃圾焚烧逐渐成为垃圾处置的主要方式，垃圾焚烧处理方式使用率也逐年提升，从2010年的18%左右提升至2017年的40%左右。

图表 37：城市生活垃圾焚烧量



来源：统计局，中泰证券研究所

图表 38：城市生活垃圾焚烧率

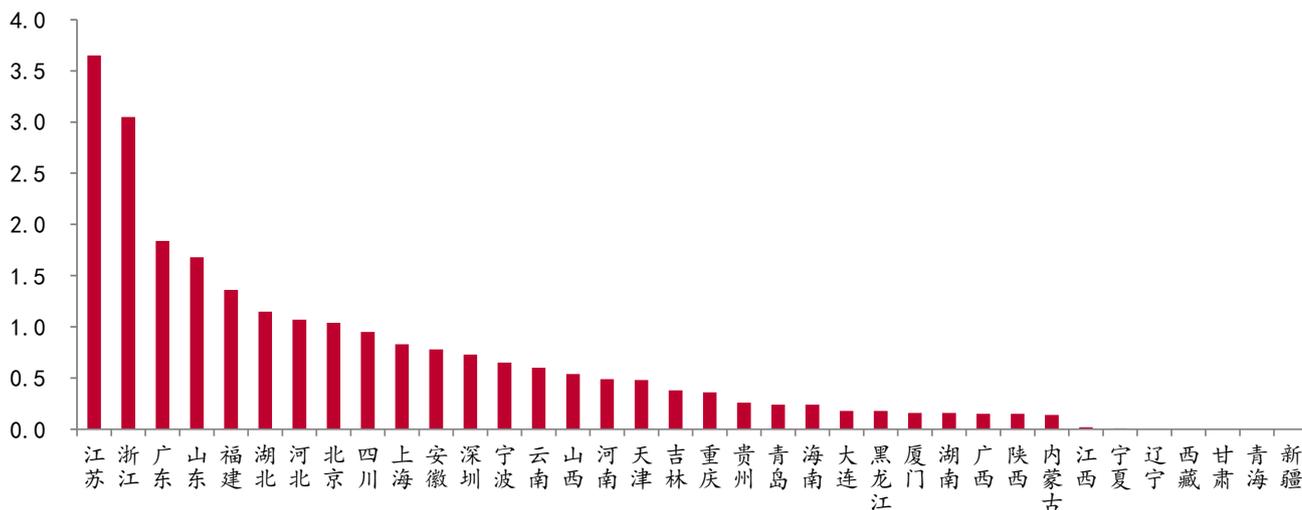


来源：统计局，中泰证券研究所

- **沿海地区垃圾焚烧能力居前。**从各省分垃圾的垃圾焚烧处置能力来看，

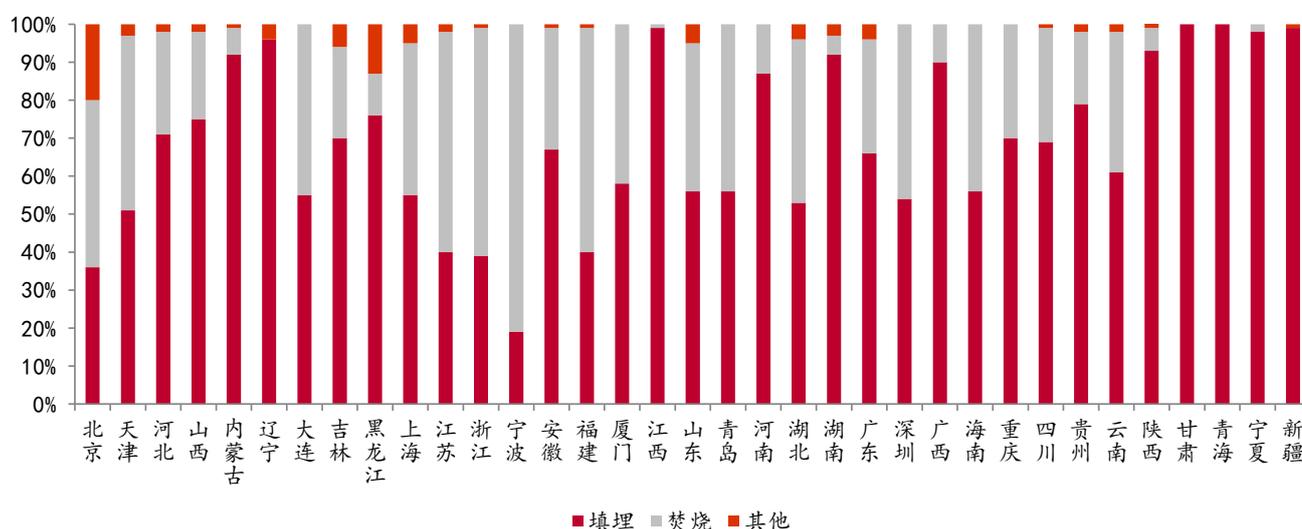
沿海地区的垃圾焚烧处置能力普遍高于中部地区，其中江苏（3.65万吨/日）、浙江（3.05万吨/日）、广东（1.84万吨/日）的垃圾焚烧处置能力在全国居前，从垃圾焚烧处置的占比来看，宁波、浙江、福建的焚烧处置占比最高，分别为81%、60%、59%。早期的垃圾焚烧单位垃圾处置的价格较高，由于沿海地区经济较为发达，经济承受能力较强，故沿海地区的垃圾焚烧起步较早，发展的最快，焚烧产能相对处于前列。

图表 39：“十二五”期间各省垃圾焚烧处置能力（万吨/日）



来源：《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，中泰证券研究所

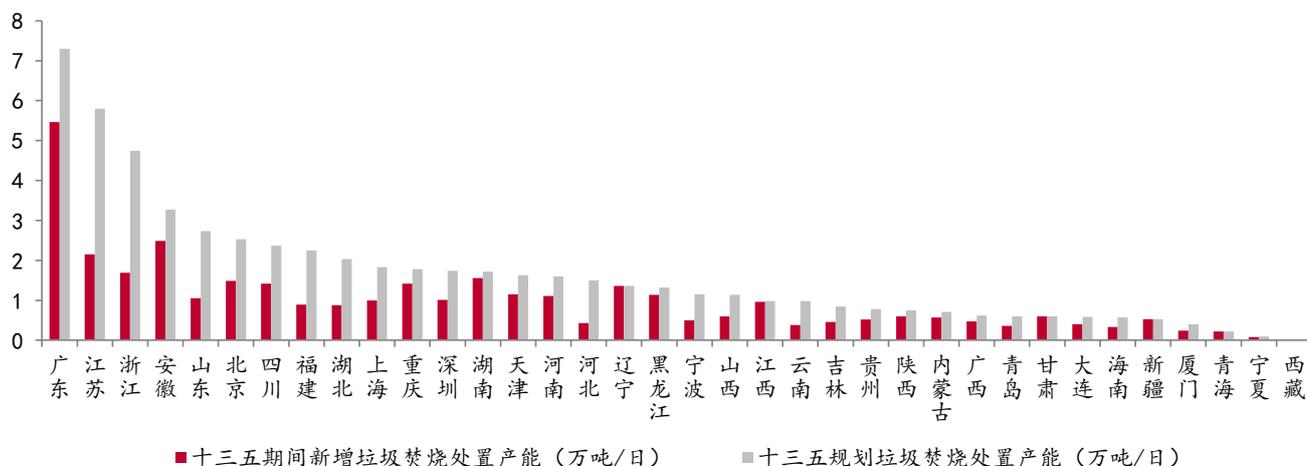
图表 40：“十二五”期间各省生活垃圾处理比例



来源：《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，中泰证券研究所

- “十三五”期间垃圾焚烧率仍有较大提升空间。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，规划全国城镇生活垃圾焚烧处置规模达59.14万吨/日（2015年为23.52万吨/日），焚烧占比由2015年的31%上升至54%，其中设市城市生活垃圾焚烧处理能力占无害化处理总能力的比例达到50%，东部地区达到60%。我们预计“十三五”期间垃圾焚烧规模仍将持续扩大，年复合增长率有望达到

20%。

图表 41：“十三五”规划各省生活垃圾处置产能


来源：《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，中泰证券研究所

- “十三五”期间垃圾焚烧空间近三千亿。**我们假设：1) 垃圾焚烧处置能力的年复合增速为 20%，至 2020 年，垃圾焚烧处置能力达 59.1 万吨/日；2) 垃圾焚烧处理单价为 65 元/吨；3) 吨垃圾焚烧发电量为 300 千万时，售电率为 90%；4) 单位垃圾焚烧设备的投资成本为 40 万/(吨/日)，由此算出自 2018 年后，垃圾焚烧发电的增长空间每年都在 500 亿以上，十三五期间垃圾焚烧发电的总空间约为 2893.8 亿。

图表 42：“十三五”垃圾焚烧市场测算

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020
规划垃圾焚烧处置能力 (万吨/日)	23.5	28.3	34.1	41.1	49.5	59.1
产能利用率	80%	80%	80%	80%	80%	80%
设备运营天数 (天)	360	360	360	360	360	360
实际垃圾处理量 (万吨/年)	6768.0	8155.4	9827.3	11841.9	14269.5	17020.8
新增处理能力 (万吨/日)		4.8	5.8	7.0	8.4	9.6
投资成本 (万元/(吨/日))		40	40	40	40	40
投资规模 (亿)		192.7	232.2	279.8	337.2	382.1
垃圾焚烧处理单价 (元/吨)	65	65	65	65	65	65
焚烧处置收入 (亿元)	44.0	53.0	63.9	77.0	92.8	110.6
垃圾焚烧发电量 (KWH/吨)	300	300	300	300	300	300
售电率	90%	90%	90%	90%	90%	90%
年售电量 (万KWH)	1827360.0	2201968.8	2653372.4	3197313.7	3852763.1	4595616.0
上网电价 (元/千瓦时)	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65
售电收入 (亿)	118.8	143.1	172.5	207.8	250.4	298.7
垃圾焚烧投资+焚烧处置+售电总收入 (亿)		388.8	468.6	564.6	680.3	791.5
十三五期间垃圾焚烧总空间						2893.8

来源：中泰证券研究所

环境监测：监测需求释放，网格化监测有望全面铺开

- 从“一刀切”到“切一刀”，释放污染监测需求。**为了应付环保督查，规避环保问责风险，在环境治理过程中，多地出现了简单粗暴地“一刀切”，以企业关停换取环保考核的达标，宁可“错关”不可“漏关”。针对环保“一刀切”问题，2018年5月，生态环境部专门印发了《禁止环保“一刀切”工作意见》，对禁止环保“一刀切”提出明确要求，对于具有合法手续且符合环境保护要求的，不得采取集中停工停产停业的整治措施；对于具有合法手续，但没有达到环境保护要求的，应当根据具体问题采取针对性整改措施；对于“散乱污”企业，需要停产整治的，坚决停产整治。各地方政府也纷纷出台相关文件，严禁出现环保“一刀切”问题。“一刀切”问题解决之后，未来环保执法需要更多的是对污染企业的密切监测，通过监测数据及时发现污染源，对污染源精准的“切一刀”，才能使环保执法的效果更加明显。

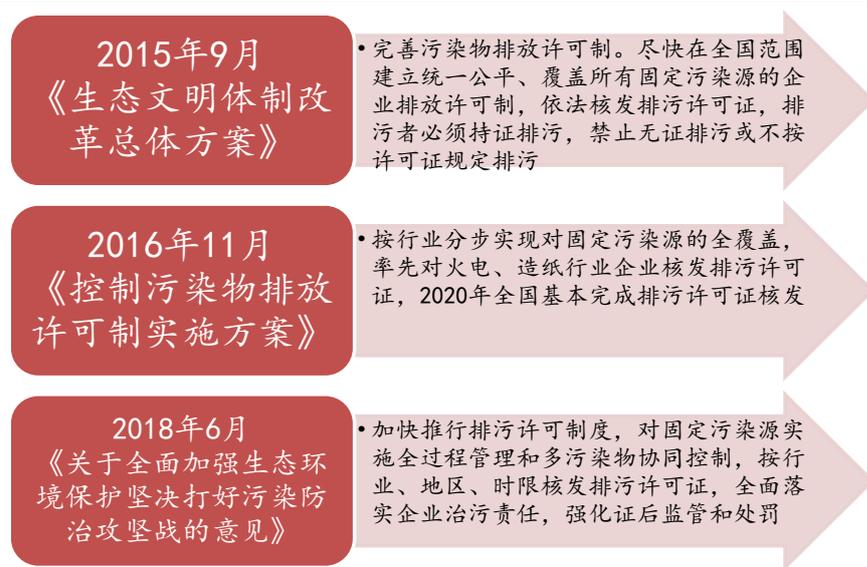
图表 43：禁止“一刀切”相关文件

发布时间	发布单位	文件名称	主要内容
2018/5/28	生态环境部	《禁止环保“一刀切”工作意见》	对于具有合法手续且符合环境保护要求的，不得采取集中停工停产停业的整治措施；对于具有合法手续，但没有达到环境保护要求的，应当根据具体问题采取针对性整改措施；对于没有合法手续，且达不到环境保护要求的，应当依法严肃整治，特别是“散乱污”企业，需要停产整治的，坚决停产整治。
2018/6/3	黑龙江省办公厅	《关于做好禁止生态环境保护问题整改“一刀切”工作的通知》	在问题整改中，严格防止不顾客观实际、不分青红皂白、不考虑群众权益的情况发生，严禁采取“紧急停产”“一律关停”“先停再说”等敷衍应对做法，坚决避免集中停工停业停产、大面积无序拆除清退等简单粗暴行为，更不得要求企业督察期间集中停产检修。
2018/6/6	宁夏自治区办公厅	《关于做好禁止生态环境保护问题整改“一刀切”工作的通知》	对于依法依规取得施工许可的各类建筑、道路、市政等工程项目，不得采取集中停工措施，对于其中没有达到环境保护要求的，应当针对具体环境问题开展整治，确需停工整治的，需依法实施，对于建设工程项目的正常停工修整，应由施工企业自行安排，不得在督查进驻期间要求集中修整
2018/6/7	河南省办公厅	《关于做好禁止生态环境保护问题整改“一刀切”工作的通知》	各地、各部门要在整改工作中要制订可行方案，坚持依法依规，加强政策配套，注重统筹推进，严格禁止“一律关停”“先停再说”等敷衍应对做法，坚决避免集中停工停业停产等简单粗暴行为
2018/6/7	江西省办公厅	《关于做好禁止生态环境保护问题整改“一刀切”工作的通知》	对于具有合法手续且符合环境保护要求的，不得采取集中停工停产停业的整治措施；对于具有合法手续，但没有达到环境保护要求的，应当根据具体问题采取针对性整改措施；对于没有合法手续，且达不到环境保护要求的，应当依法严肃整治，特别是“散乱污”企业，需要停产整治的，坚决停产整治。
2018/6/9	广东省办公厅	《开展“回头看”禁止“一刀切”》	加强对环保“一刀切”问题的查处力度，发现一起查处一起，严肃问责，绝不姑息。同时，积极配合中央环境保护督察组把环保“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。
2018/8/9	生态环境部	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》	对钢铁、建材、焦化、铸造、有色、化工等高排放行业，实施秋冬季错峰生产，实行差别化管理，严禁“一刀切”方式，对行业污染排放绩效水平明显好于同行业其他企业的环保标杆企业，应少限产或不予限产

来源：各地方政府官网，中泰证券研究所

- 排污许可制度落实，监测设备有望实现全行业覆盖。**2016年之前，由于制度及监管体系的缺失，我国的排污许可制定位不明确，企事业单位治污责任难以落实。2016年11月，国务院发布《控制污染物排放许可制实施方案》，通过实施控制污染物排放许可制，实行企事业单位污染物排放总量控制制度，明确了企事业单位的环境保护责任。《方案》中提出将按行业分步实现对固定污染源的全覆盖，率先对火电、造纸行业企业核发排污许可证。2018年6月，国务院发布《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》，意见中提出要加快推行排污许可制，对固定污染源实施全过程管理和多污染物协同控制，按行业、地区、时限核发排污许可证，全面落实企业治污责任，强化证后监管和处罚，2020年，将排污许可证制度建设成为固定源环境管理核心制度，实现“一证式”管理。排污许可制度的落实将加强政府对排污企业的监督管理，通过监测设备可实时监测企业污染物的排放，有助于实现环境环境保护的精细化管理。

图表 44: 排污许可证相关文件内容



来源：生态环境部，中泰证券研究所

- 环境税开征，撬动监测设备以及运维市场。**2016年12月，《中华人民共和国环境保护税法》获表决通过，原有的排污费将基于“税负平移”原则将改为环境税，2018年1月1日，环境税正式开征。环境税取代排污费后，拥有法律意义上的强制力、具有刚性特征，可进一步规范污染企业的监测体系，对排污数据的准确性提出更高要求，监测设备以及运维市场的需求将加速释放。

图表 45: 环境税替代排污费

项目	排污费	环境税
征收范围	污水、废气、固体废物及危险废物、噪声	应税污染物，具体包括大气污染物、水污染物、固体废物、建筑施工噪声和工业噪声以及其他污染物。
征收标准	金额偏低，无法弥补治理成本	税率水平等于排污费
减税政策	排放应税大气污染物或水污染物浓度值低于规定的50%，排污费减半	排放应税大气污染物或水污染物浓度值低于规定的50%，税收减半，低于规定的30%，税收减75%
执行力度	强制性不如税收	具有法律意义上的强制力
分成比例	中央与地方按1:9分成	全部归属于地方政府
使用范围	排污费用作环保专项资金	税收不作为环保专项资金

来源：生态环境部，中泰证券研究所

- “千里眼”计划启动，网格化监测有望全面铺开。**生态环境部于 2018 年 8 月正式启动“千里眼计划”，将“2+26”城市全行政区域按照 3 千米*3 千米划分出 36793 个网格，医用卫星遥感技术，结合空气指廊监测数据、气象数据等计算网格上年度的 PM2.5 平均浓度，从中筛选出浓度较高、排放较重的 3600 个网格作为热点网格，进行重点监管，并逐步将京津冀及周边“2+26”城市、汾渭平原 11 城市、长三角 41 城市纳入范围，实现对大气污染防治三大重点区域的热点网格监管全覆盖。通过监测可以第一时间锁定重污染地区，有利于对污染源的及时排查及整顿。下一步，生态环境部将逐步扩大“千里眼计划”实施范围，2018 年 10 月前实施范围为“2+26”城市，10 月起增加汾渭平原 11 城市；2019 年 2 月起将增加长三角地区 41 城市，实现对重点区域的热点网格监管全覆盖，未来网格化监测有望全面铺开，环境监测市场也将随之打开。

图表 46: “2+26”城市热点网格分布

省	市	热点网格数量	省	市	热点网格数量
北京	北京市	133	山东省	德州市	122
天津	天津市	213		济南市	120
河北省	保定市	188		济宁市	124
	唐山市	173		淄博市	135
	廊坊市	130		滨州市	92
	沧州市	126		聊城市	96
	石家庄市	270		菏泽市	114
	衡水市	118		河南省	安阳市
邢台市	158	开封市			88
邯郸市	232	新乡市			102
山西省	太原市	103	濮阳市		78
	晋城市	80	焦作市		99
	长治市	72	郑州市		221
	阳泉市	54	鹤壁市	69	

来源：生态环境部，中泰证券研究所

土壤修复：土壤污染防治法通过，潜在市场将被激发

- 顶层设计逐步完善，土壤修复有法可依。**2018 年 8 月底，十三届全国人民代表大会常务委员会第五次会议全票通过《中华人民共和国土壤污染防治法》，污染防治法将于 2019 年 1 月正式实施，《土壤污染防治法》明确了企业防止土壤受到污染的主体责任，强化污染者的治理责任，明

明确政府和相关部门的监管责任，建立农用地分类管理和建设用地准入管理制度，加大环境违法行为处罚力度，为推进“净土保卫战”提供了有力的保障。《土壤污染防治法》的出台标志着土壤修复顶层设计的逐步完善，未来土壤修复将有法可依，市场空间也将被快速打开。

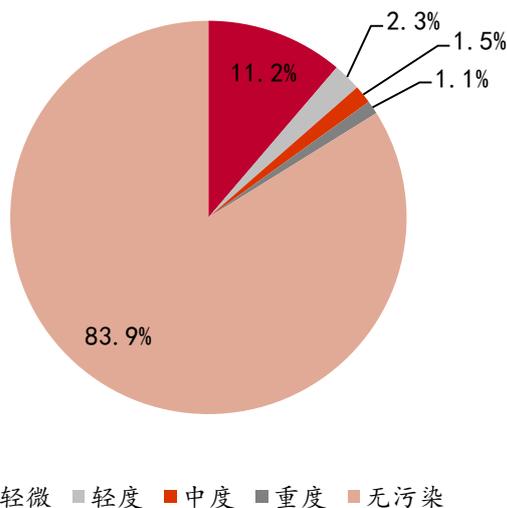
图表 47: 土壤污染相关政策

时间	文件名称	发布单位	文件内容
2016年5月	《土壤污染防治行动计划》	国务院	到2020年，全国土壤污染加重趋势得到初步遏制，土壤环境质量总体保持稳定，农用地和建设用地土壤环境安全得到基本保障，土壤环境风险得到基本管控。到2030年，全国土壤环境质量稳中向好，农用地和建设用地土壤环境安全得到有效保障，土壤环境风险得到全面管控，到本世纪中叶，土壤环境质量全面改善，生态系统实现良性循环
2016年11月	《农用地土壤环境管理办法（试行）（征求意见稿）》	环保部	明确规定了农用地土壤环境的调查、监测、类别划分、风险评估、风险管控或者治理与修复活动的环境保护监督管理内容
2016年11月	《污染地块土壤环境管理办法（征求意见稿）》	环保部	明确规定了已关闭搬迁以及拟变更土地利用方式或者土地使用权人污染地块的环境调查、风险评估、风险管控或者治理与修复等活动的土壤环境保护监督管理内容
2017年11月	《工矿用地土壤环境管理办法（试行）（征求意见稿）》	环保部	明确规定了工矿用地土壤和地下水环境保护相关互动及其环境保护监督管理内容
2018年6月	《土壤环境质量 建设用地土壤污染风险管控标准（试行）》	生态环保部	标准规定了保护人体健康的建设用地土壤污染风险筛选值和管制值，以及监测、实施与监督要求，可用于建设用地土壤污染风险筛查和风险管制
2018年6月	《土壤环境质量 农用地土壤污染风险管控标准（试行）》	生态环保部	标准规定了农用地土壤污染风险筛选值和管制值，以及监测、实施和监督要求，可用于耕地土壤污染风险筛查和分类，园地和牧草地也可以此参照
2018年8月	《土壤污染防治法》	全国人大	国家实行土壤污染防治目标责任制和考核评价制度，将土壤污染防治目标完成情况作为考核评价地方各级人民政府及其负责人、县级以上人民政府负有土壤污染防治监督管理职责的部门及其负责人的内容每十年至少组织开展一次全国土壤污染状况普查，制定土壤环境监测规范，统一规划国家土壤环境监测站（点）的设置

来源：生态环境部，中泰证券研究所

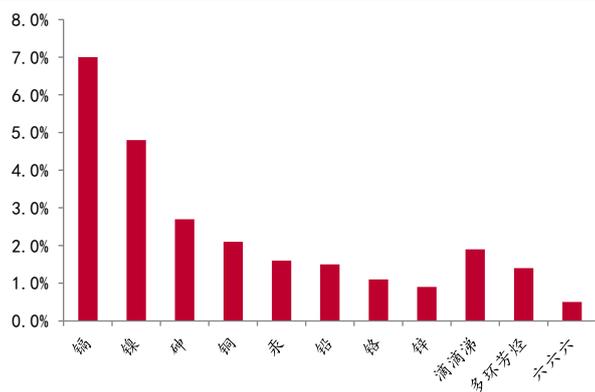
- 土壤环境问题严重，耕地质量较低。**我国土壤环境问题严重，部分地区土壤污染较重，耕地土壤环境质量堪忧，工矿业废弃地土壤环境问题突出。2015年发布的《全国土壤污染状况调查公报》调查结果显示：全国土壤总的点位超标率为16.1%，其中轻微、轻度、中度和重度污染点位比例分别为11.2%、2.3%、1.5%和1.1%。南方土壤污染重于北方，长三角、珠三角、东北老工业基地等部分区域土壤污染问题较为突出，西南、中南地区土壤重金属超标范围较大。从污染物类型来看，污染物以无机型为主，无机型污染物超标点位数占全部超标点位的82.8%，其次为有机型。从被污染土壤类型来看，耕地的土壤点位超标率最为严重，已达到19.4%，其次为未利用土地，草地以及林地的点位超标率基本相同，都在10%左右。

图表 48: 全国土壤污染点位超标率



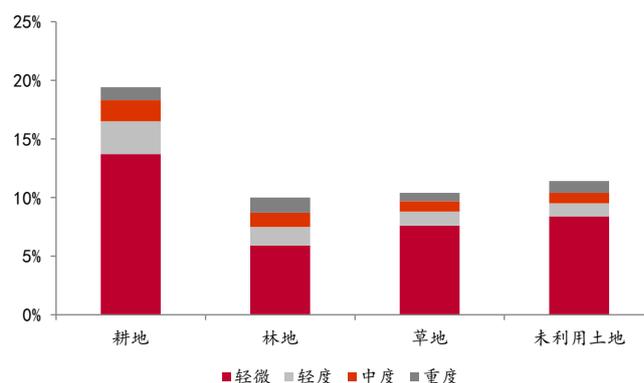
来源：土壤污染状况调查公报，中泰证券研究所

图表 49: 主要污染物点位超标率



来源：土壤污染状况调查公报，中泰证券研究所

图表 50: 被污染土壤点位超标率



来源：土壤污染状况调查公报，中泰证券研究所

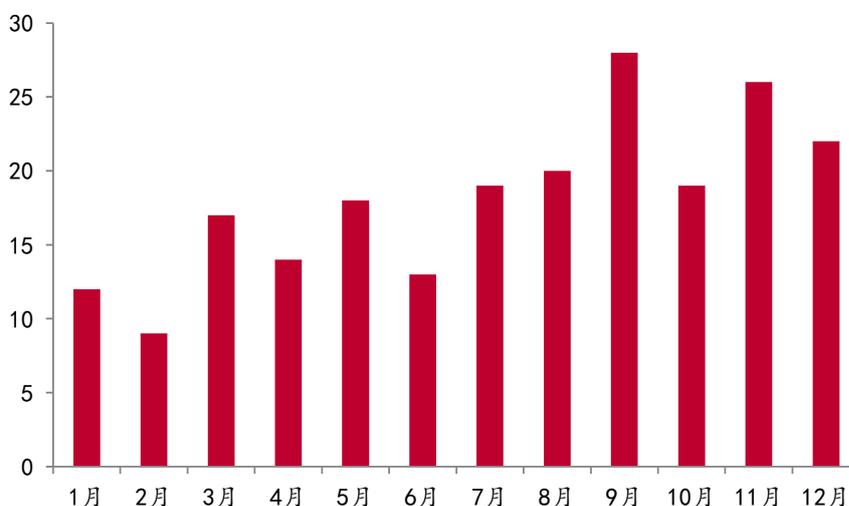
- **“十三五”土壤修复空间超千亿，场地修复有望率先启动。**场地修复主要由于工业用地的经济效应，其修复价值能优先得到资本的认可进而启动较快，而耕地修复商业价值较小，修复工作主要由政府推动，因此我们认为城市场地修复和耕地修复有望率先启动，而矿区修复将最晚启动。假设“十三五”期间，场地修复、耕地修复、矿山修复释放比例分别为25%、58%、1%，三种土壤修复工作在“十三五”期间市场空间分别为2500亿元、1960亿元、300亿元，“十三五”期间土壤修复总市场有望达四千亿以上。

图表 51: “十三五”期间土壤修复空间测算

土壤类型	待修复面积 (万亩)	修复成本 (万 元 / 亩)	潜在市场 (亿)	“十三五” 修复比例	“十三五” 市场空间 (亿)
场地修复	200	50	10000	25%	2500
耕地修复	39200	1	39200	5%	1960
矿山修复	300	10	3000	1%	300
合计					4760

来源: 前瞻产业研究院, 中泰证券研究所

- “土法”催化, 修复市场加速释放。** 根据千里马招标网发布的土壤修复相关项目的招标信息来看, 2018 年下半年土壤修复项目的招标数量相比上半年有明显的增加, 9 月招标的土壤修复项目数量达到了顶峰, 全年来看, 11 月、12 月的土壤修复项目招标数量也相对较多, 我们认为在土壤污染防治法的催化下, 2018 年下半年开始土壤修复市场已经开始加速释放。从土壤修复公司的项目中标情况也可得到同样结论, 我们统计了龙头公司高能环境 2018 年的土壤修复项目中标情况, 公司下半年中标的土壤修复项目明显增多, 全年中标项目的总金额达 22 亿元, 与 2017 年相比有大幅度增长, 土壤修复公司的中标项目增加也从侧面验证了土壤修复市场正在加速释放。

图表 52: 2018 年土壤修复项目招标数量


来源: 千里马招标网, 中泰证券研究所

图表 53: 高能环境 2018 年中标土壤修复相关项目

时间	项目名称	项目金额 (万元)
2018/5/3	武汉市北洋桥生活垃圾简易填埋场生态修复工程封场覆盖及土建工程(二次)工程	10800.00
2018/5/4	钟祥市 2017 年农田安全利用与污染治理工程项目	9198.00
2018/5/7	湖南省湘阴县附山生活垃圾填埋场治理修复项目	7000.00
2018/5/10	白银区东大沟河道重金属污染治理工程(梁家窑-四龙镇段)施工(第 001 标段)	5988.00
2018/7/11	原民乐铬盐厂旧厂区铬污染场地及铬渣场土壤修复项目(第一标段)	11250.60
2018/7/27	宁波江东甬江东南岸区域 JD01-02-04、JD01-02-05、JD01-02-10 地块及周边道路场地修复工程施工项目	9000.00
2018/10/16	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	39668.81
2018/10/17	西藏玉龙铜矿改扩建工程诺玛弄沟尾矿库工程	105284.49
2018/10/26	常丰农化原厂址场地修复工程污染土壤及污水地下水修复	5111.61
2018/11/1	杭州市望江地区红星化工厂土壤修复项目	11980.40
2018/12/5	江苏恩华药业股份有限公司、徐州天嘉食用化工有限公司和徐州华辰胶带有限公司原厂址污染土壤及地下水修复治理项目	13668.18
	合计	228950.08

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

五. 投资建议

- 在多方政策的刺激之下, 民营企业的融资环境有望得到改善, 但是落实企业层面可能还需要一定的时间, 我们建议还是继续关注拥有稳定现金流、业绩增速稳定的运营类公司, 此外, 《土壤污染防治法》于今年正式实施, 行业空间有望加速释放, 建议关注相关的主题投资机会, 推荐标的: **高能环境**(环境修复龙头公司)、**瀚蓝环境**(拥有优质运营类资产)、**聚光科技**(环境监测龙头)、**盈峰环境**(环境综合治理平台, 固废全产业链布局)。

高能环境: 环境修复龙头, 危废产业链持续拓展

- 土壤修复龙头公司, 业绩快速增长。**公司为环境修复领域的龙头公司, 业务领域覆盖城市环境、工业环境、环境修复三大领域, 凭借丰厚的技术经验, 公司已完成近千项国内外大型环保工程。公司 2018 年新开工项目确认收入与去年同期相比有较大增长, 叠加贵州宏达、中色东方、扬子化工并表的因素, 公司 2018 年前三季度实现营业收入 22.4 亿, 同比增长 47.1%, 实现归母净利润 2.4 亿, 同比增长 86.5%。
- 外延并购加速, 危废产业链持续拓展。**公司自 2016 年开始快马加鞭发展危废业务, 2016 年先后收购宁波大地、靖远宏达, 2017 年又相继收购阳新鹏富、中色东方、扬子化工, 经过两年多的外延并购, 2018 年, 公司又投资了贵州宏达、金钰环保, 危废处置版图再次扩大, 公司的危废处置能力不断提升, 目前公司的危废牌照量已接近 40 万吨。
- 在手订单充足, 支撑业绩持续增长。**2018 年以来公司的订单频频不断, 据我们统计, 公司今年以来中标的项目总金额已超 60 亿元, 项目总金额已超 2017 年全年营收水平, 中标项目中不乏荆门市中心城区生活垃圾焚烧处置项目(5.2 亿)、天津市静海区新能源环保发电 PPP 项目(一期)(7.9 亿)等大型固废项目, 公司市场拓展能力突出, 丰富的订单资

源将为公司业绩增长提供强劲动力。

瀚蓝环境：四大业务协同发展，瀚蓝模式加速异地复制

- **四大业务协同发展，保障业绩稳定增长。**公司为佛山市唯一环保上市国企，业务领域涵盖自来水生产与供应、污水处理、固废处理、燃气供应四大领域，供水能力为 136 万立方米/日，污水处理规模约 60 万立方米/日，拥有 4 个固废处理环保产业园、17 个垃圾发电项目、3 个垃圾填埋场项目、7 个餐厨处理项目、4 个污泥处理项目、2 个危废处理项目、4 个农业垃圾处理项目。四大业务支柱协同发展，为公司提供了稳定的现金流，公司 2018 年前三季度实现营收 35.85 亿元，同比增长 17.16%，实现归母净利润 7.44 亿元，同比增长 36.30%。
- **引入国投电力，瀚蓝模式有望加速异地复制。**公司原股东创冠香港于 2018 年 4 月与国投电力签署《股份转让协议》，将其所持 8.615% 的股份转让给国投电力。国投电力为国内第三大水电装机规模的上市公司，项目覆盖在四川、云南、天津、福建、广西、安徽、甘肃等十多个省份，国投电力的实际控制人为国家开发投资集团有限公司。国投电力的战略入股可以为公司提供央企背书，进一步降低公司的融资成本，此外，凭借国投电力丰富的政府资源，公司“瀚蓝模式”有望加速异地复制。
- **危废项目异地拓展，固废版图不断扩大。**公司 11 月发布公告，同意公司下属全资子公司佛山市南海瀚蓝固废处理投资有限公司以 3.7 亿元收购赣州宏华环保 100% 股权，并投资赣州信丰工业固体废物处置中心项目。信丰项目位于江西省赣州市信丰县大唐工业园内，危险废物处置规模为 7.2 万吨/年（填埋 4.8 万吨/年、焚烧 1.5 万吨/年、物化处理 0.2 万吨/年、废钢制包装桶回收 0.7 万吨/年），安全填埋场总库容 95 万 m³（已建成一期 37 万 m³），目前已经完成焚、物化处理中心和填埋场一期的建设，项目于 2018 年 12 月底正式调适运营。通过收购宏华环保，公司的危废项目实现了异地拓展，固废版图不断扩大，固废板块成为公司业绩增长的重要支撑点。

聚光科技：环境监测龙头，环境综合服务能力持续提升

- **监测行业龙头，转型环境综合服务商。**公司原为环境监测、工业过程分析和安全监测领域龙头企业，通过外延并购不断向下游行业拓展，目前公司的业务范围涉及污染源在线监测、水环境在线监测、大气环境在线监测、空间立体监测、环保大数据、环境治理等智慧环保多个领域，可为客户提供“检测/监测+大数据+云计算+咨询+治理+运维”全套解决方案。
- **拓展环境治理业务成效初显，综合能力持续提升。**公司 2018 年相继中标林州市淇浙河国家湿地公园及配套工程 PPP 项目、盘县鸡场坪龙湖湿地景区基础设施建设项目等多个项目，转型环境综合服务商初见成效，环境综合治理能力不断加强。
- **绑定核心团队及公司利益，股份回购彰显发展信心。**为维护股东利益，增强投资者信心，同时为了进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引

优秀人才，绑定核心团队及公司的利益，保持公司长久持续运营能力，公司于2018年10月发布股份回购预案，拟以自有或自筹资金不超过2亿元（含2亿元）且不低于1亿元（含1亿元）用于以集中竞价方式回购公司股份，回购价格不超过35元/股（含35元/股），回购的股份将用作股权激励计划或依法注销减少注册资本。

盈峰环境：环保平台成型，加码环卫实现固废全产业链布局

- **环保平台搭建成型，业绩增速稳定。**公司2014年开始进军环保，2015年通过收购监测龙头宇星科技100%股权进入环境监测领域，此后又通过收购及增资取得绿色东方70%股权将环保领域扩大至垃圾焚烧，2016年成功收购亮科环保55%股权及顺德五家城镇污水厂100%股权进入污水处理领域，环保平台搭建已然成型。
- **收购中联环境，固废全产业链布局。**公司发行152.5亿元公司股份购买中联环境100%股权，中联环境原股东承诺公司2018-2020年净利润分别不低于9.97/12.30/14.95亿元，中联环境是环卫装备行业的龙头企业，拥有清扫车、清洗车、垃圾车、市政车、新能源车等产品系列约400多款，可为客户提供提供环卫一体化解决方案。收购中联环境后，公司将打通环卫装备业务、环卫一体化服务业务以及垃圾处置业务的上下游链条，实现固废全产业链的布局。
- **背靠美的，资金&资源&管理能力雄厚。**公司转型环保并引入美的管理团队之后，依靠美的集团成功的企业经验、良好的管理能力及丰富的政企资源进一步整合环保资源，打造成集前段装备+后端治理为一体的综合环境服务商，公司未来有望借助大股东的政府资源，继续深耕环保领域。

图表 54：重点公司估值表

代码	名称	股价	EPS				PE				PEG
			2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E	
600323	瀚蓝环境	14.12	0.85	1.00	1.21	1.38	17	14	12	10	0.88
300203	聚光科技	23.65	1.14	1.38	1.75	1.98	21	17	14	12	0.57
000967	盈峰环境	5.79	0.42	0.49	0.61	0.74	14	12	9	8	0.16
603588	高能环境	7.95	0.42	0.49	0.64	0.84	19	16	12	9	0.28

来源：中泰证券研究所 注：股价取自2019年1月4日收盘价

风险提示

- **政策执行力度不达预期。**从政策出台到实际实行，可能存在压力传导不到位情况，因此政策可能落实不到操作层面或者存在政策的执行力度不强的现象。
- **项目建设进度不达预期。**新建环保项目的流程较为复杂，前期需要经过审批、环评等多个环节，若是在其中一个环节受阻，则项目整体建设的时间将会被延长，因此存在项目建设进度不达预期的风险。
- **行业竞争加剧风险。**我国环保需求旺盛，环保市场空间充足，而环保行业壁垒较低，近年来许多非环保企业也踏入环保领域，竞争者增加可能会导致行业竞争加剧，项目的毛利率可能会有所下滑。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。