

关键字：现金流、高成长 α 、化债修复 ——2023年环保&天然气行业三季度总结

证券分析师：袁理

执业证书编号：S0600511080001

联系邮箱：yuanl@dwzq.com.cn

二零二三年十一月二十日

2023年三季报总结：业绩改善成长稳健，现金流价值体现

- ✓ **环保：成长向上，质量提升。**2023年前三季度，环保实现营业收入2994亿元（同比+1.5%），归母净利润209亿元（同比-5.2%），收入增速提升，业绩下行收窄，利润率稳定，经营活动净现金流199亿元（同比+34%），净现比1.0（同比+0.3），资本开支478亿元（同比-3.3%）。2021年以来环保板块资本开支逐年下降，自由现金流改善。
- ✓ **天然气：稳健成长，现金优异。**2023年前三季度，天然气实现营业收入2433亿元（同比-2.0%），归母净利润101亿元（同比+7.7%），受气价回落影响板块收入回落，业绩维持增长，经营活动净现金流230亿元，净现比2.3，现金流表现良好，净现比维持2.0以上，资本开支161亿元（同比+20%），2018-2022年板块自由现金流持续为正。

三季报关键字：现金流、高成长 α 、化债修复

- ✓ **关键字之一现金流：重点关注水务运营、垃圾焚烧、天然气。**2023年前三季度，水务运营收入/归母净利润同增6%/8%，垃圾焚烧收入/归母净利润同增4%/16%，天然气板块归母净利润同增8%，三大板块展现优质运营资产的业绩稳定性。2023年前三季度，垃圾焚烧资本开支下降明显，自由现金流转正趋势明显，水务运营资产开支有所回升自由现金流转正趋势不变，天然气资本开支维持，自由现金流阶段转负长期为正。气价、水价、垃圾处理费等价格机制持续推进落地，现金流进一步优化，长期分红率仍可提升。
- ✓ **关键字之二高成长 α ：重点关注半导体治理、压滤机、双碳等。**高技术壁垒的龙头公司收入利润的持续高增在2023年前三季度得到验证，2023年前三季度，包括仕净科技归母净利润同增185%，美埃科技归母净利润同增50%等，三季度业绩增速相较中期加快。2023年前三季度，美埃科技、仕净科技、景津装备等利润率提升彰显竞争力。技术驱动公司持续成长，产业链横纵拓展新成长曲线。
- ✓ **关键字之三化债修复：重点关注环卫、生态修复。**“一揽子化债方案”有助于环保资产负债表修复与新增需求释放，万亿国债下发稳增长，增强地方投入优化地方债务，PPP新机制实行，严控新增地方政府隐性债务，撬动行业发展新动能。政府客户占比高以及工程类型模式为主的细分板块前期受地方财政、债务压力影响较大。关注化债催化下修复弹性与新需求的释放。

投资建议与风险提示：

- ✓ **重点推荐：现金流：水务**（洪城环境、兴蓉环境、重庆水务）、**垃圾焚烧**（军信股份、旺能环境、伟明环保）、**天然气**（蓝天燃气、九丰能源、新奥股份）。**高技术壁垒龙头：美埃科技、景津装备、仕净科技、龙净环保、高能环境。****化债修复：环卫**（福龙马）
- ✓ **风险提示：**政策推广不及预期、融资环境改善不及预期、财政支出不及预期、行业竞争加剧。

本报告样本来自东吴证券环保&天然气股票池

✓ 选取东吴环保基础标的合计184只成分股，以此对环保、天然气板块2023年三季报表现分析总结。样本成分股中，

水务板块包含公司59家，其中工程类公司45家，运营类公司14家；

固废板块包含公司20家，其中垃圾焚烧公司11家，环卫公司9家；

再生资源板块包含公司20家，其中危废公司9家，再生塑料公司2家，生物柴油公司3家，锂电回收公司6家；

环保设备板块公司6家；大气治理板块公司17家；生态修复板块公司18家；设计咨询板块公司4家；环境监测板块公司8家；天然气板块公司32家。

图：东吴证券环保&天然气股票池（截至2023/11/17）

板块	水		固废		再生资源				环保设备	大气治理	生态修复	设计咨询	环境监测	天然气	合计
子版块	水务工程	水务运营	垃圾焚烧	环卫	危废	再生塑料	生物柴油	锂电回收							
成分股个数	45	14	11	9	9	2	3	6	6	17	18	4	8	32	184



目 录

■ 环保&天然气2023年三季度报综述

- ✓ 环保：成长向上，质量提升
- ✓ 天然气：稳健成长，现金优异

■ 关键字：现金流、高成长 α 、化债修复

- ✓ 关键字之现金流：优质运营资产稳定增长，资本开支下降分红率提升
- ✓ 关键字之高成长 α ：高技术壁垒的龙头彰显成长性
- ✓ 关键字之化债修复：化债带来的修复与需求释放值得期待

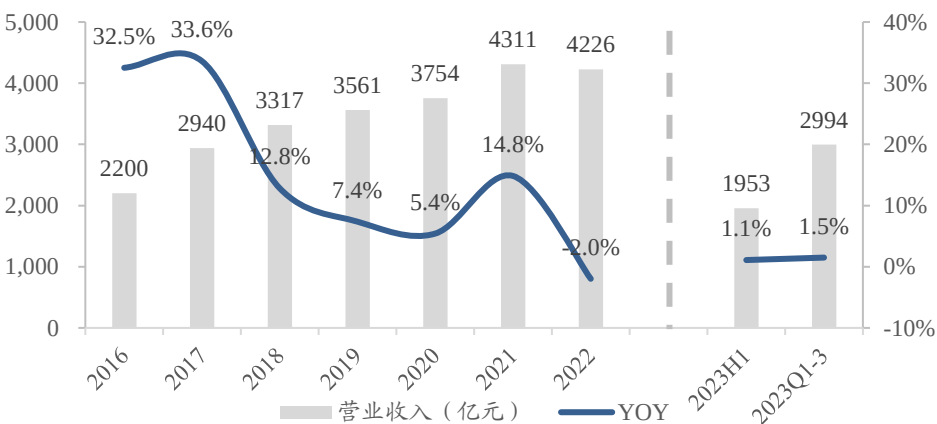
■ 投资建议与风险提示

环保三季报综述：成长向上，质量提升

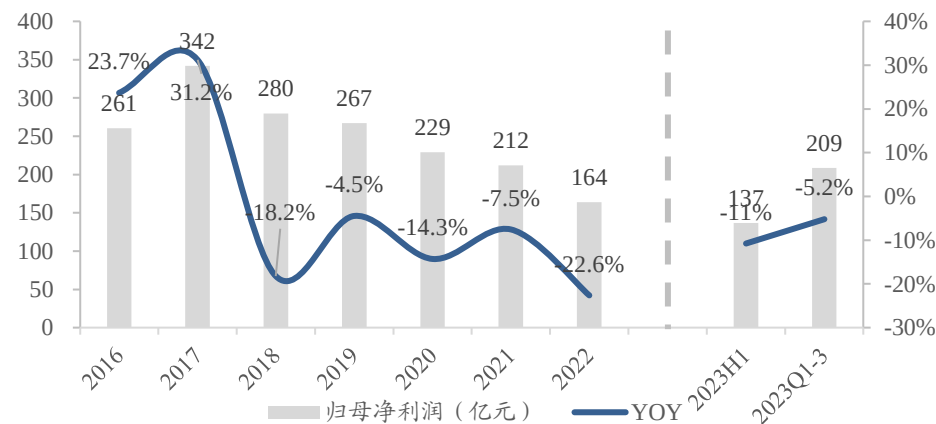
环保三季报综述：收入回升，业绩下滑收窄

- ✓ **收入持续回升。**2023年前三季度，环保板块实现营业收入2994亿元，同比增长1.5%，收入实现稳定增长。2022年环保板块营业收入有所下滑，2023年以来持续回升，2023年前三季度收入同比增速相较2023年上半年收入同比增速加速回升。
- ✓ **业绩下滑收窄。**2023年前三季度，环保板块实现归母净利润209亿元，同比下滑5.2%。2023年上半年环保板块归母净利润整体承压，2023年前三季度板块业绩表现转好，下滑收窄。

图：2016-2023Q1-3环保板块收入情况



图：2016-2023Q1-3环保板块归母净利润情况

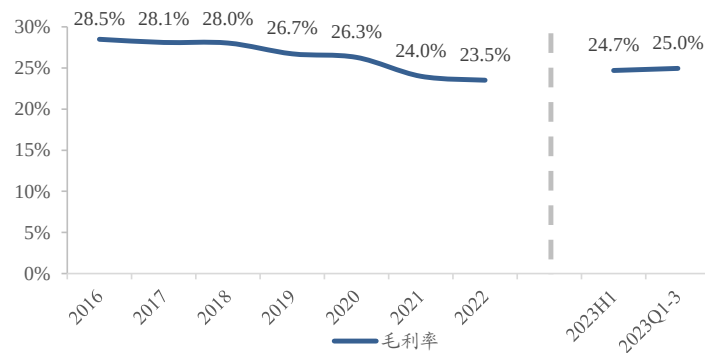


环保三季报综述：成长向上，质量提升

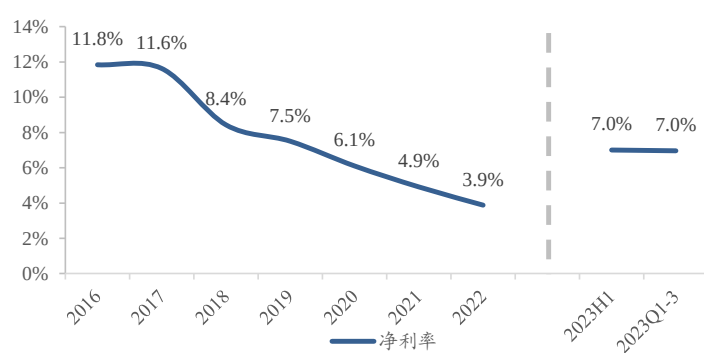
环保三季报综述：利润率稳定提升，减值影响大幅减少

- ✓ **利润率稳定提升。**2023年前三季度，环保板块毛利率/归母净利率分别为25.0%/7.0%，同比提升0.2pct/下降0.5pct，利润率水平相较于2023年上半年维持稳定，相较于2022年有所提升。
- ✓ **期间费用率稳定。**2023年前三季度，环保板块期间费用率16.2%，同比提升0.4pct，略有提升整体稳定。
- ✓ **减值影响大幅减少。**2023年前三季度，环保板块因减值对利润的影响大幅减少，减值影响为-1.5%（注：（资产减值损失+信用减值损失）/营业收入），板块持续消化减值影响，影响基本见底。

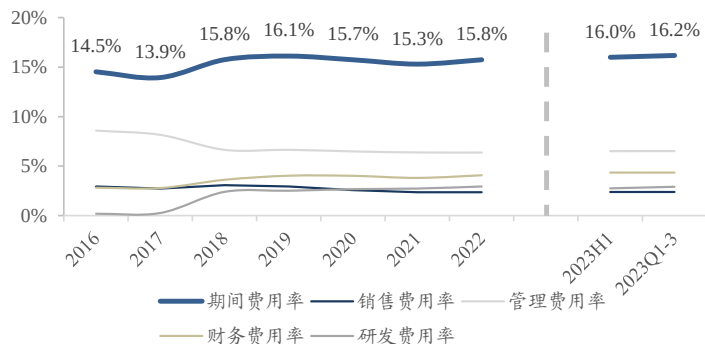
图：2016-2023Q1-3环保板块毛利率情况



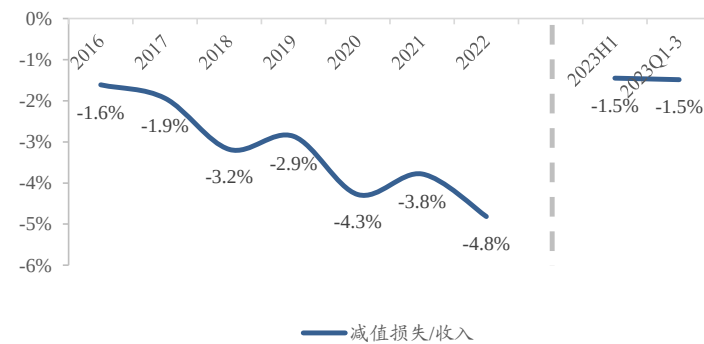
图：2016-2023Q1-3环保板块归母净利率情况



图：2016-2023Q1-3环保板块期间费用率情况



图：2016-2023Q1-3环保板块减值影响情况

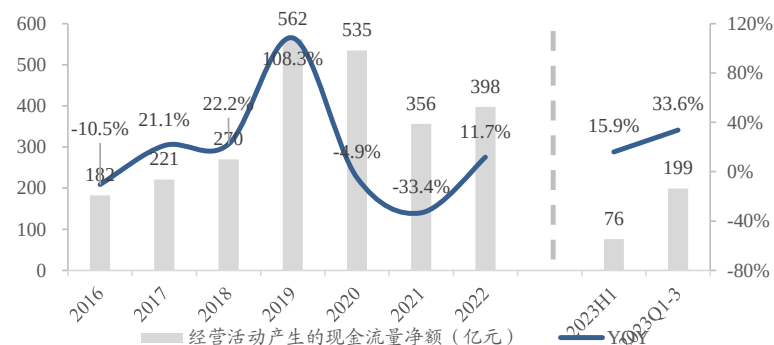


环保三季报综述：成长向上，质量提升

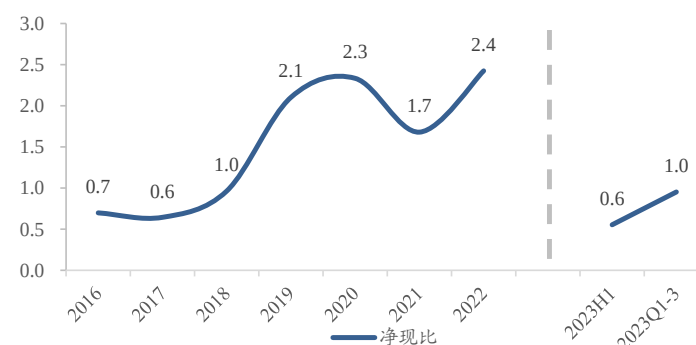
环保三季报综述：现金流表现良好，资本开支下降

- ✓ **现金流表现良好。**2023年前三季度，环保板块经营活动净现金流199亿元，同比增长33.6%，净现比1.0，同比提升0.3。2023年前三季度现金流表现相较于2023年上半年进一步提升，板块现金流表现持续转好。
- ✓ **资本开支下降，自由现金流改善。**2023年前三季度，环保板块资本开支478亿元，同比下降3.3%。2021年以来板块资本开支逐年下降，自由现金流改善，现金流价值体现。

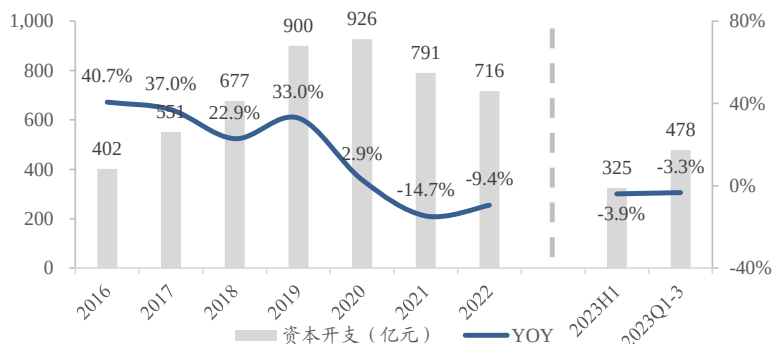
图：2016-2023Q1-3环保板块经营性净现金流情况



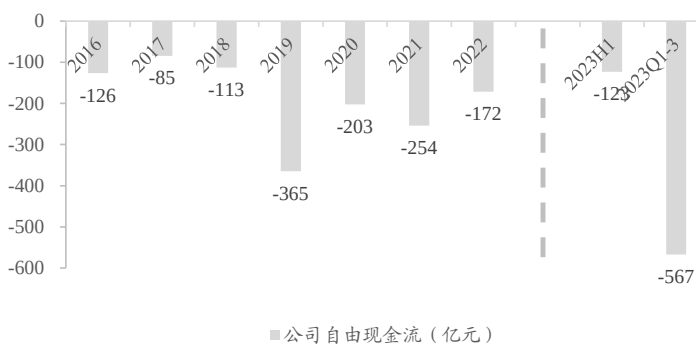
图：2016-2023Q1-3环保板块净现比情况



图：2016-2023Q1-3环保板块资本开支情况



图：2016-2023Q1-3环保板块公司自由现金流情况

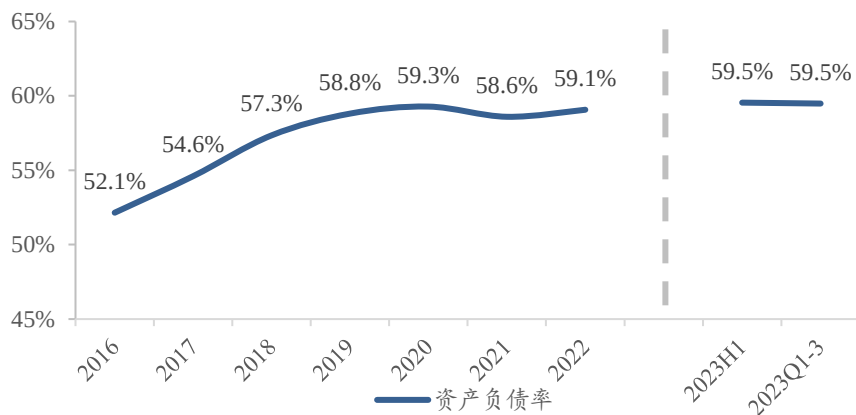


环保三季报综述：成长向上，质量提升

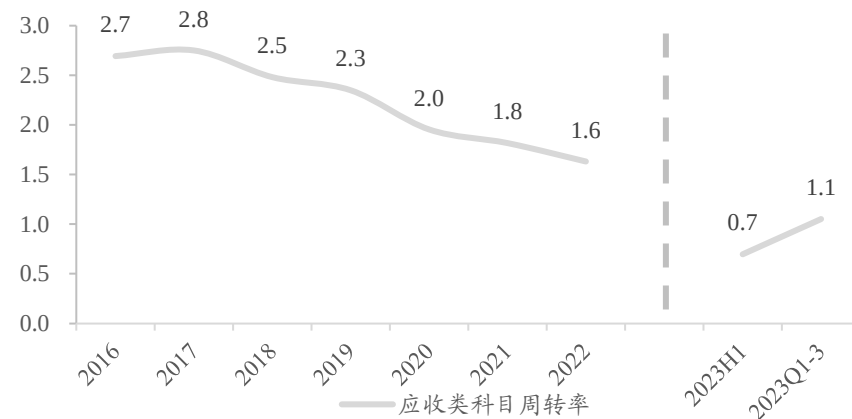
环保三季报综述：资产负债率稳定

- ✓ 资产负债率稳定。2023年前三季度，环保板块资产负债率59.5%，同比持平，相较于2022年全年提升0.4pct，资产负债率整体稳定。
- ✓ 应收类科目周转率环比提升。2023年前三季度，环保板块应收类科目（应收账款+应收票据+合同资产）周转率为1.1，同比下降0.1，相较于2023年上半年有所提升。

图：2016-2023Q1-3环保板块资产负债率



图：2016-2023Q1-3环保板块应收类科目周转率情况





目 录

■ 环保&天然气2023年三季度报综述

- ✓ 环保：成长向上，质量提升
- ✓ 天然气：稳健成长，现金优异

■ 关键字：现金流、高成长 α 、化债修复

- ✓ 关键字之现金流：优质运营资产稳定增长，资本开支下降分红率提升
- ✓ 关键字之高成长 α ：高技术壁垒的龙头彰显成长性
- ✓ 关键字之化债修复：化债带来的修复与需求释放值得期待

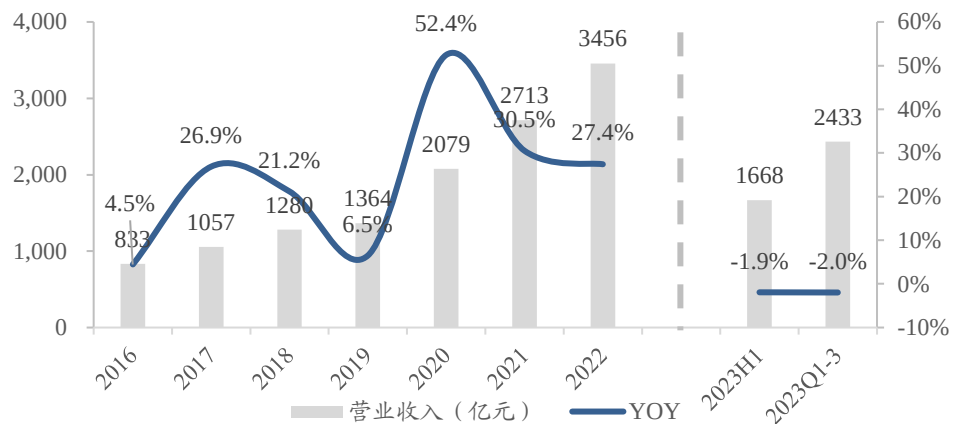
■ 投资建议与风险提示

天然气三季报综述：稳健成长，现金优异

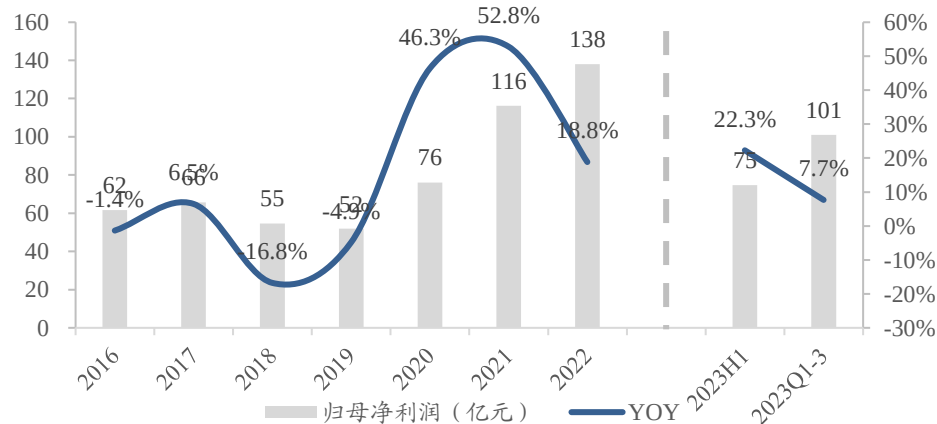
天然气三季报综述：气价回落影响收入增速，业绩稳定增长

- ✓ **气价回落影响收入增速。**2023年前三季度，天然气板块实现营业收入2433亿元，同比下滑2.0%，收入变动幅度与2023年上半年变动幅度接近，天然气行业发展向好，受气价回落影响收入增速。
- ✓ **业绩稳定增长。**2023年前三季度，天然气板块实现归母净利润101亿元，同比增长7.7%。天然气板块业绩持续维持较高增速，兼具稳健与成长。

图：2016-2023Q1-3天然气板块收入情况



图：2016-2023Q1-3天然气板块归母净利润情况

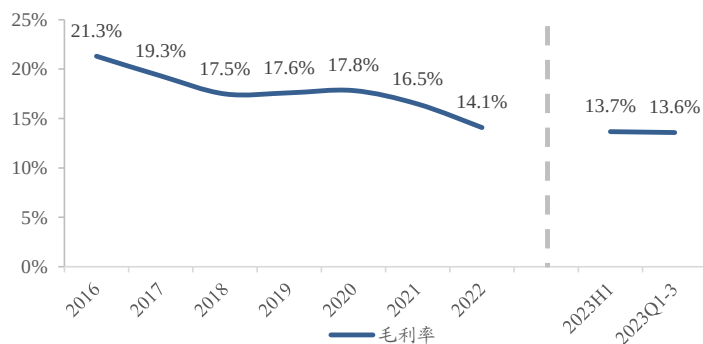


天然气三季报综述：稳健成长，现金优异

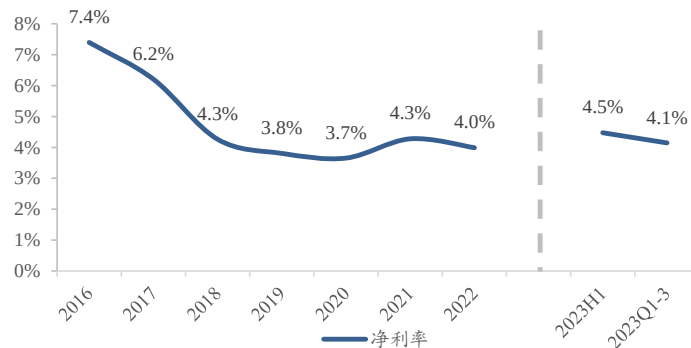
天然气三季报综述：利润率稳定，费用率下降

- ✓ **利润率稳定提升。**2023年前三季度，天然气板块毛利率/归母净利率分别为13.6%/4.1%，同比下降0.3pct/上升0.4pct，利润率水平相较于2023年上半年基本维持稳定，相较于2022年略有提升。
- ✓ **期间费用率下降。**2023年前三季度，天然气板块期间费用率6.8%，同比下降0.3pct，期间费用率稳定下降。
- ✓ **现金流良好基本不受减值影响。**2023年前三季度，天然气板块利润基本不受减值影响，减值影响为-0.1%（注：（资产减值损失+信用减值损失）/营业收入），天然气板块资产质量良好，基本无应收类科目压力。

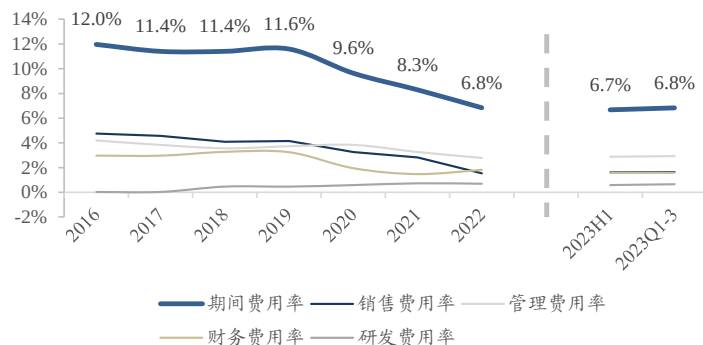
图：2016-2023Q1-3天然气板块毛利率情况



图：2016-2023Q1-3天然气板块归母净利率情况



图：2016-2023Q1-3天然气板块期间费用率情况



图：2016-2023Q1-3天然气板块减值影响情况

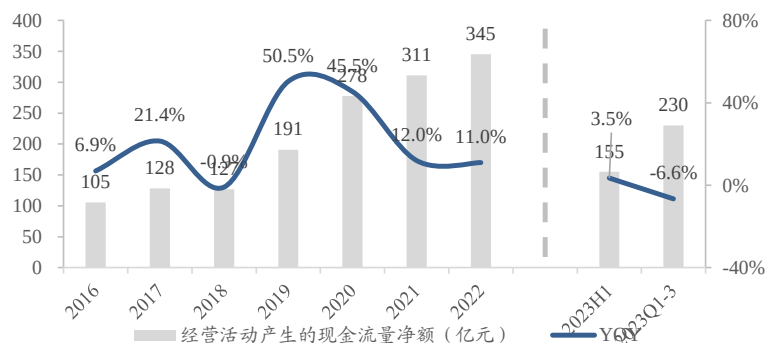


天然气三季报综述：稳健成长，现金优异

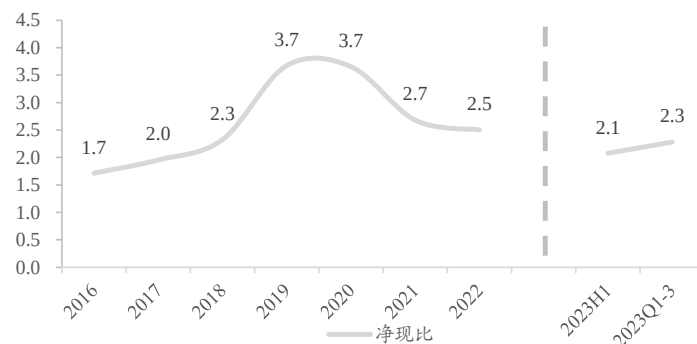
天然气三季报综述：现金流持续良好，资本开支有所提升

- ✓ 现金流表现良好。2023年前三季度，天然气板块经营活动净现金流230亿元，同比下降6.6%，净现比2.3，同比下降0.3。现金表现良好，净现比维持2.0以上。
- ✓ 资本开支有所提升，自由现金流持续为正。2023年前三季度，天然气板块资本开支161亿元，同比提升19.7%。天然气板块资本开支维持稳定水平，2018-2022年天然气板块自由现金流持续为正。

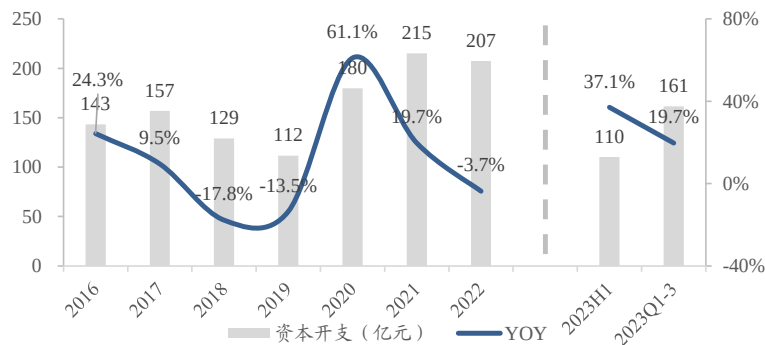
图：2016-2023Q1-3天然气板块经营性净现金流情况



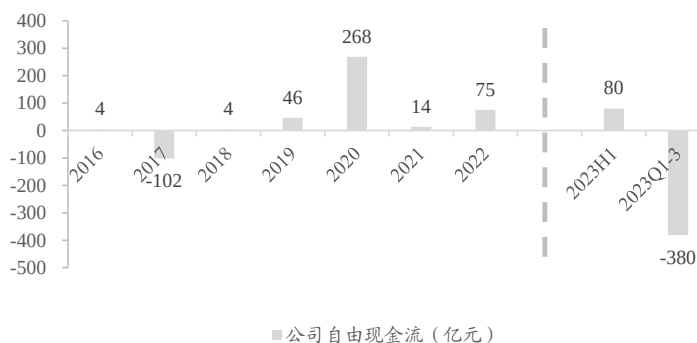
图：2016-2023Q1-3天然气板块净现比情况



图：2016-2023Q1-3天然气板块资本开支情况



图：2016-2023Q1-3天然气板块公司自由现金流情况



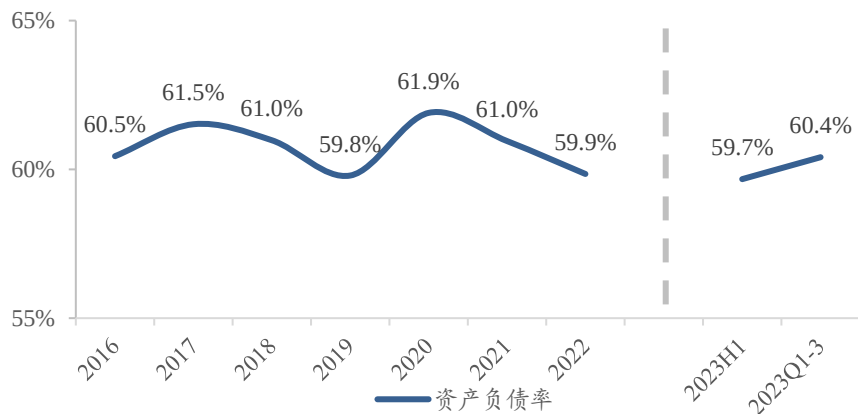
■公司自由现金流（亿元）

天然气三季报综述：稳健成长，现金优异

天然气三季报综述：资产负债率稳定，应收类科目维持高周转

- ✓ **资产负债率稳定。**2023年前三季度，天然气板块资产负债率60.4%，同比持平，相较于2022年全年提升0.6pct，板块资产负债率稳定在60%左右。
- ✓ **应收类科目维持高周转。**2023年前三季度，天然气板块应收类科目（应收账款+应收票据+合同资产）周转率为9.40，同比下降0.5，板块现金流表现良好，应收类科目维持高周转。

图：2016-2023Q1-3天然气板块资产负债率



图：2016-2023Q1-3天然气板块应收类科目周转率情况





目 录

■ 环保&天然气2023年三季度报综述

- ✓ 环保：成长向上，质量提升
- ✓ 天然气：稳健成长，现金优异

■ 关键字：现金流、高成长 α 、化债修复

- ✓ 关键字之现金流：优质运营资产稳定增长，资本开支下降分红率提升
- ✓ 关键字之高成长 α ：高技术壁垒的龙头彰显成长性
- ✓ 关键字之化债修复：化债带来的修复与需求释放值得期待

■ 投资建议与风险提示

关键字：现金流、高成长 α 、化债修复

关键字：现金流、高成长 α 、化债修复

- ✓ 内生发展来看，环保行业经历粗放1.0时代（资金+政策驱动）、2.0时代（杠杆驱动），进入高质量发展3.0时代，估值体系重塑。3.0时代下，真实现金流价值与优质技术驱动下的高成长 α 实现共振。
- ✓ 外部环境来看，“一揽子化债方案”逐步落地，全面系统化解地方债务风险正在加速，化债推进有望修复板块资产负债表，推动释放新增环保需求。PPP新机制落地，进一步深化体制改革，聚焦高质量项目，明确回报渠道，最大程度鼓励民企参与，规范保障高效与市场化，可期待项目迎来进一步明确的收费机制，商业模式改善，撬动发展新动能。化债带来的修复与新需求释放同样值得期待。

- ✓ 2023年三季报关键字，关注：

关键字之一现金流：优质现金流资产贡献稳定收入利润，资本开支下降明显，自由现金流转正趋势不变，长期分红率有望稳定提升，重点关注：水务运营、垃圾焚烧、天然气。

关键字之二高成长 α ：高技术壁垒的龙头彰显成长性，重点关注：半导体治理、压滤机、双碳。

关键字之三化债修复：政府应收类科目对To G业务类型以及工程类型公司报表影响仍然较大，重点关注：环卫、生态修复。

收入利润：优质现金流资产可贡献稳定收入利润增长，高技术壁垒的装备龙头彰显成长性

2023年前三季度环保板块归母净利润略有下降，从各细分赛道贡献来看：

- ✓ 优质运营资产贡献稳定成长基础。2023年前三季度水务运营、垃圾焚烧贡献稳定的收入利润贡献，水务运营收入/归母净利润同增6%/8%，垃圾焚烧收入/归母净利润同增4%/16%。2023年前三季度，天然气板块归母净利润同增8%。水务运营、垃圾焚烧、天然气三大板块展现优质运营资产的业绩稳定性。
- ✓ 装备维持高增。2023年前三季度环保装备收入/归母净利润同增22%/24%，彰显优质环保装备的成长趋势。
- ✓ 工程咨询低基数高弹性。经过过去几年的调整消化，2023年前三季度水务工程、大气治理、生态修复体现修复弹性。

表：2020-2023Q1-3各细分收入同比增速

营业收入YOY	2020	2021	2022	2023H1	2023Q1-3
环保板块	5%	15%	-2%	1%	1%
水务	4%	18%	1%	1%	3%
水务工程	-7%	10%	-2%	-1%	-3%
水务运营	16%	24%	3%	2%	6%
固废	21%	17%	-13%	2%	1%
垃圾焚烧	23%	33%	-20%	5%	4%
环卫	20%	-3%	-2%	-2%	-2%
再生资源	5%	27%	15%	-1%	1%
危废	11%	11%	-7%	-8%	4%
再生塑料	22%	10%	10%	11%	-2%
生物柴油	33%	83%	60%	8%	9%
锂电回收	-1%	36%	23%	0%	9%
环保设备	7%	20%	11%	28%	22%
大气治理	-6%	8%	13%	8%	11%
生态修复	-7%	-6%	-39%	-20%	-20%
设计咨询	-7%	-2%	5%	7%	7%
环境监测	4%	3%	-11%	-3%	-2%
天然气	52%	31%	27%	-2%	-2%

表：2020-2023Q1-3各细分归母净利润同比增速

归母净利润YOY	2020	2021	2022	2023H1	2023Q1-3
环保板块	-14%	-8%	-23%	-11%	-5%
水务	3%	15%	17%	4%	10%
水务工程	-61%	-45%	373%	15%	20%
水务运营	21%	20%	3%	3%	8%
固废	9%	-26%	35%	10%	3%
垃圾焚烧	16%	28%	-9%	10%	6%
环卫	-11%	-219%	-132%	13%	-2%
再生资源	-82%	219%	53%	-61%	-59%
危废	-125%	-250%	-77%	-17%	-37%
再生塑料	38%	12%	9%	0%	-5%
生物柴油	282%	62%	-4%	-41%	-63%
锂电回收	-69%	1%	396%	-91%	-79%
环保设备	15%	1%	-30%	35%	24%
大气治理	-113%	-611%	-52%	39%	40%
生态修复	-385%	-981%	443%	166%	61%
设计咨询	-27%	-62%	229%	14%	1%
环境监测	28%	-84%	-219%	-86%	-74%
天然气	46%	53%	19%	22%	8%

关键字：现金流、高成长 α 、化债修复

利润率：工程占比下降带动运营资产净利率提升，工程业务&再生资源利润率恢复提升

2023年前三季度毛利率与净利率稳步提升，从各细分赛道贡献来看：

- ✓ 毛利率：2023年前三季度相较于2023年上半年来看毛利率提升情况，环保装备（+0.6pct）、再生资源（+0.5pct）、固废（+0.4pct）、水务（+0.1pct）毛利率提升表现较为突出，从细分赛道来看，锂电回收、垃圾焚烧、再生塑料毛利率环比提升明显。
- ✓ 净利率：2023年前三季度相较于2023年上半年来看净利率提升情况，水务（+0.8pct）、环境监测（+0.4pct）、固废（+0.2pct）净利率提升表现较为突出，从细分赛道来看，水务工程、水务运营、锂电回收、垃圾焚烧净利率环比提升明显。

表：2020-2023Q1-3各细分毛利率情况

毛利率	2020	2021	2022	2023H1	2023Q1-3	23Q1-3较23H1
环保板块	26.3%	24.0%	23.5%	24.7%	25.0%	0.3%
水务	32.1%	30.0%	29.8%	31.3%	31.5%	0.1%
水务工程	29.9%	27.6%	26.4%	26.8%	27.0%	0.2%
水务运营	34.0%	31.9%	32.2%	34.3%	34.3%	0.1%
固废	27.1%	23.1%	27.5%	30.4%	30.8%	0.4%
垃圾焚烧	28.8%	25.8%	30.2%	34.5%	35.3%	0.7%
环卫	24.9%	18.5%	23.8%	24.5%	24.3%	-0.2%
再生资源	19.6%	17.6%	15.4%	14.2%	14.7%	0.5%
危废	25.0%	22.5%	19.1%	21.2%	20.3%	-0.8%
再生塑料	36.4%	33.3%	30.5%	29.9%	30.4%	0.5%
生物柴油	17.4%	14.7%	11.1%	11.5%	10.0%	-1.5%
锂电回收	14.6%	14.0%	13.6%	10.9%	12.0%	1.1%
环保设备	30.6%	28.7%	27.6%	28.6%	29.2%	0.6%
大气治理	18.9%	19.8%	18.4%	19.7%	19.5%	-0.2%
生态修复	22.0%	19.3%	7.8%	14.0%	12.2%	-1.8%
设计咨询	25.0%	25.7%	25.3%	22.4%	22.4%	0.1%
环境监测	44.8%	40.7%	40.3%	43.2%	43.3%	0.1%
天然气	17.8%	16.5%	14.1%	13.7%	13.6%	-0.1%

表：2020-2023Q1-3各细分净利率情况

净利率	2020	2021	2022	2023H1	2023Q1-3	23Q1-3较23H1
环保板块	6.1%	4.9%	3.9%	7.0%	7.0%	0.0%
水务	9.6%	9.4%	10.8%	11.0%	11.9%	0.8%
水务工程	1.7%	0.8%	4.0%	3.4%	4.6%	1.2%
水务运营	16.2%	15.6%	15.6%	15.9%	16.5%	0.6%
固废	9.4%	5.9%	9.2%	12.5%	12.7%	0.2%
垃圾焚烧	13.1%	12.7%	14.3%	17.5%	17.9%	0.4%
环卫	4.7%	-5.8%	1.9%	5.4%	5.1%	-0.3%
再生资源	1.0%	2.4%	3.2%	2.5%	2.3%	-0.2%
危废	-1.8%	2.4%	0.6%	4.4%	3.4%	-1.0%
再生塑料	15.0%	15.2%	15.1%	14.9%	13.4%	-1.5%
生物柴油	10.2%	9.1%	5.4%	5.1%	3.3%	-1.7%
锂电回收	1.1%	0.9%	3.4%	0.5%	1.0%	0.5%
环保设备	12.8%	10.8%	6.8%	11.0%	10.8%	-0.3%
大气治理	14.6%	14.3%	14.2%	15.1%	15.2%	0.1%
生态修复	0.6%	-5.5%	-48.8%	-17.6%	-23.3%	-5.7%
设计咨询	6.2%	2.4%	7.6%	7.9%	7.1%	-0.9%
环境监测	14.5%	2.3%	-3.1%	0.6%	1.1%	0.4%
天然气	3.7%	4.3%	4.0%	4.5%	4.1%	-0.3%

资本开支与自由现金流：运营资产资本开支下降明显，自由现金流转正趋势不变

2023年前三季度环保板块资本开支持续下降，自由现金流阶段性趋负，从各细分赛道贡献来看：

- ✓ 考虑过去3年资本开支变动，水务、固废资本开支持续下降，再生资源、天然气资本开支有所加大。2023年前三季度，垃圾焚烧、再生资源资本开支下降明显，水务运营资产开支有所回升，天然气资本开支维持。
- ✓ 2023年前三季度，垃圾焚烧自由现金流体现明显的转正趋势，水务运营自由现金流转正趋势不变。2020年以来天然气自由现金流持续为正，2023年前三季度天然气受资本开支加大影响，短期转负。

表：2020-2023Q1-3各细分资本开支变动与企业自由现金流

板块	资本开支变动		企业自由现金流（亿元）					
	19-22年CAGR	2023Q1-3	2020	2021	2022	2023H1	2023Q1-3	2023Q1-3同比变动
环保板块	-7%	-3%	(203)	(254)	(172)	(123)	(567)	97
水务	-16%	0%	(139)	(101)	18	(87)	(283)	(80)
水务工程	-23%	-5%	(45)	(82)	42	(43)	(117)	(57)
水务运营	-12%	10%	(94)	(18)	(25)	(44)	(166)	(23)
固废	-7%	-7%	(54)	(143)	(79)	(20)	(108)	81
垃圾焚烧	-6%	-9%	(90)	(84)	(78)	(19)	(82)	59
环卫	-13%	-7%	35	(59)	(1)	(1)	(26)	22
再生资源	24%	-15%	(6)	(74)	(110)	(41)	(129)	14
危废	11%	-36%	(18)	(42)	(45)	(25)	(60)	(5)
再生塑料	29%	-41%	(4)	(1)	4	(2)	(1)	(2)
生物柴油	51%	68%	8	(2)	3	(0)	(14)	(7)
锂电回收	35%	-7%	8	(29)	(72)	(14)	(54)	28
环保设备	16%	35%	(4)	(3)	2	(13)	(24)	(15)
大气治理	25%	54%	(0)	39	2	(6)	(53)	(7)
生态修复	-27%	-18%	(1)	18	(6)	58	45	87
设计咨询	0%	42%	12	7	2	(2)	5	18
环境监测	-29%	-34%	(9)	3	(1)	(13)	(19)	(1)
天然气	-23%	20%	268	14	75	80	(380)	(436)

应收占比与减值影响：应收类科目对ToG及工程类业务的报表影响仍然较大

2023年前三季度环保板块应收类科目占比与减值影响整体稳定，从各细分赛道贡献来看：

- ✓ **工程、装备应收占比较高，运营资产质量优异。**参考（应收账款+应收票据+合同资产）/总资产比例，2023年前三季度，生态修复（42%）、设计咨询（41%）、环保装备（27%）、环卫（26%）占比偏高，且暂时未体现下降趋势。运营资产资产质量好，水务运营（13%）、垃圾焚烧（11%）、天然气（6%）为占比较低前三。
- ✓ **工程类业务受减值影响较大。**2023年前三季度，生态修复、水务工程利润受资产减值损失与信用减值损失影响较大，两项减值损失分别占当期营业收入的-6.2%与-3.6%。

表：2020-2023Q1-3各细分应收类科目占比

应收类科目/总资产	2020	2021	2022	2023H1	2023Q1-3
环保板块	18%	18%	19%	19%	20%
水务	12%	13%	15%	16%	16%
水务工程	18%	20%	21%	21%	22%
水务运营	6%	8%	11%	12%	13%
固废	11%	12%	13%	14%	15%
垃圾焚烧	7%	8%	9%	10%	11%
环卫	18%	21%	24%	26%	26%
再生资源	15%	16%	15%	15%	15%
危废	15%	17%	17%	17%	17%
再生塑料	6%	5%	5%	6%	6%
生物柴油	6%	6%	6%	5%	5%
锂电回收	16%	17%	16%	15%	15%
环保设备	26%	26%	25%	27%	27%
大气治理	26%	21%	22%	21%	21%
生态修复	43%	43%	43%	42%	42%
设计咨询	44%	42%	40%	42%	41%
环境监测	17%	19%	21%	21%	22%
天然气	5%	6%	6%	6%	6%

表：2020-2023Q1-3各细分减值影响

减值影响	2020	2021	2022	2023H1	2023Q1-3
环保板块	-4.3%	-3.8%	-4.8%	-1.5%	-1.5%
水务	-4.5%	-3.5%	-4.5%	-2.0%	-1.6%
水务工程	-9.0%	-6.7%	-8.3%	-4.7%	-3.6%
水务运营	-0.8%	-1.2%	-1.8%	-0.3%	-0.4%
固废	-1.9%	-3.3%	-1.9%	-1.2%	-1.3%
垃圾焚烧	-0.7%	-0.8%	-0.4%	-1.0%	-0.9%
环卫	-3.4%	-7.5%	-4.0%	-1.7%	-1.8%
再生资源	-5.7%	-2.5%	-2.0%	-1.2%	-1.1%
危废	-11.9%	-5.2%	-3.7%	-1.1%	-1.4%
再生塑料	-0.3%	-0.3%	-0.5%	-0.8%	-0.5%
生物柴油	-0.1%	0.0%	-0.8%	-0.2%	-0.1%
锂电回收	-1.9%	-1.3%	-1.6%	-1.3%	-1.2%
环保设备	-1.7%	-1.6%	-3.8%	-0.8%	-1.3%
大气治理	-5.7%	-2.2%	-3.0%	-0.5%	-0.5%
生态修复	-6.4%	-9.0%	-33.8%	-3.8%	-6.2%
设计咨询	-4.3%	-8.6%	-4.6%	-1.6%	-1.9%
环境监测	-3.3%	-7.0%	-7.4%	-0.7%	-1.2%
天然气	-0.7%	-0.9%	-0.4%	-0.2%	-0.1%



目 录

■ 环保&天然气2023年三季度报综述

- ✓ 环保：成长向上，质量提升
- ✓ 天然气：稳健成长，现金优异

■ 关键字：现金流、高成长 α 、化债修复

- ✓ 关键字之现金流：优质运营资产稳定增长，资本开支下降分红率提升
- ✓ 关键字之高成长 α ：高技术壁垒的龙头彰显成长性
- ✓ 关键字之化债修复：化债带来的修复与需求释放值得期待

■ 投资建议与风险提示

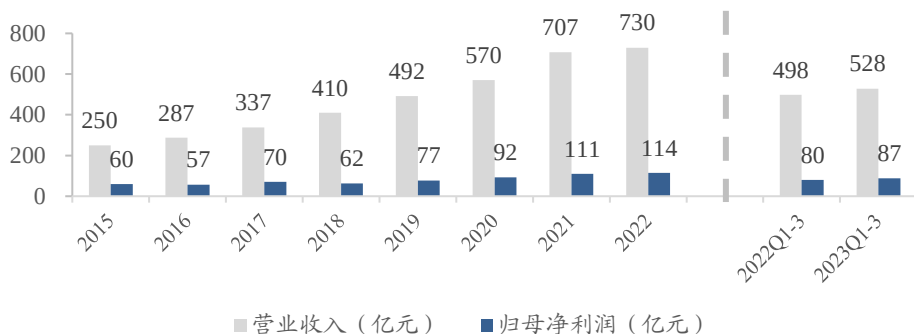
优质运营资产稳定增长，资本开支下降分红率提升

优质运营资产稳定增长，资本开支下降分红率提升，重点关注：水务运营、垃圾焚烧、天然气

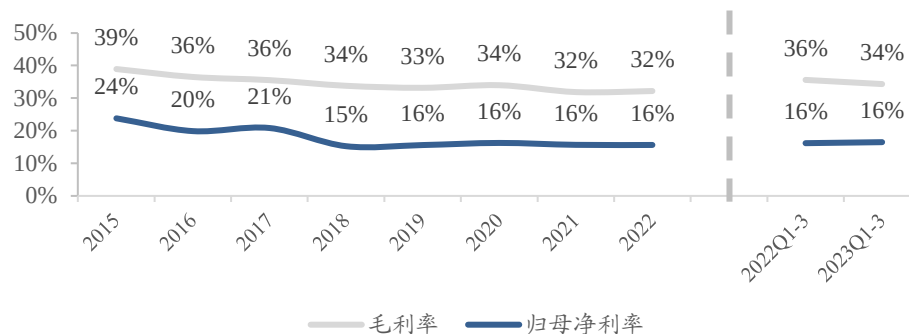
- ✓ 优质现金流资产贡献稳定收入利润。水务运营、垃圾焚烧、天然气均属于核心环保公用运营资产，刚需属性突出，受宏观环境、经济周期影响较小。2015-2023Q1-3，水务运营、垃圾焚烧、天然气收入利润均维持稳步提升，兼具成长与确定。运营资产绝大部分以特许经营的形式运行，享受稳定的合理回报。2015-2023Q1-3，水务运营、垃圾焚烧、天然气的利润率水平整体稳定运行。
- ✓ 资本开支下降。水务运营（供水、市政污水）建设高峰期已过，垃圾焚烧渗透率提升逐步放缓。2020年以来，水务运营、垃圾焚烧资本开支趋势下降。天然气板块目前还未看到明显资本开支下降趋势。
- ✓ 自由现金流转正趋势明显。优质运营资产现金流表现良好，水务运营、垃圾焚烧净现比基本均高于1.0，天然气净现比2.0至3.0之间，随着经营活动净现金流稳步提升叠加资本开支趋势，自由现金流转正趋势明显。天然气基本可实现自由现金流转正，水务运营、垃圾焚烧自由现金流转正拐点已现。

优质运营资产收入利润稳定增长，利润率稳定

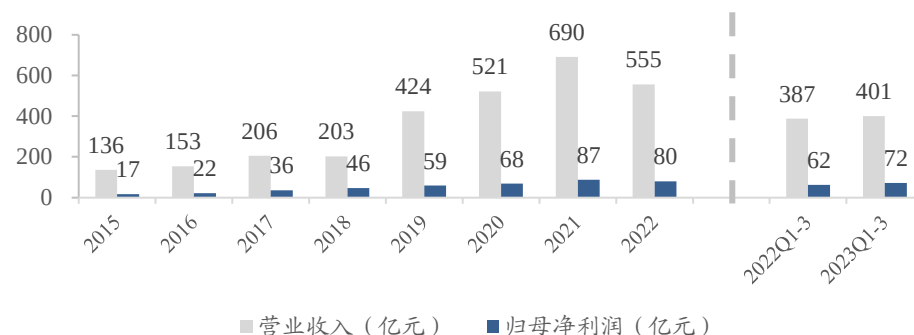
图：2015-2023Q1-3水务运营营业收入情况



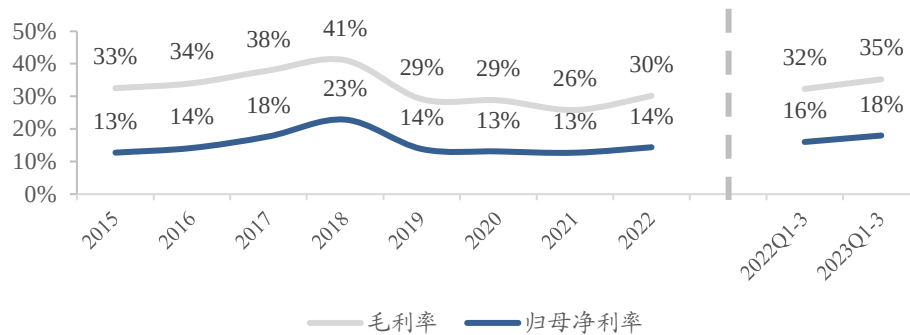
图：2015-2023Q1-3水务运营利润率情况



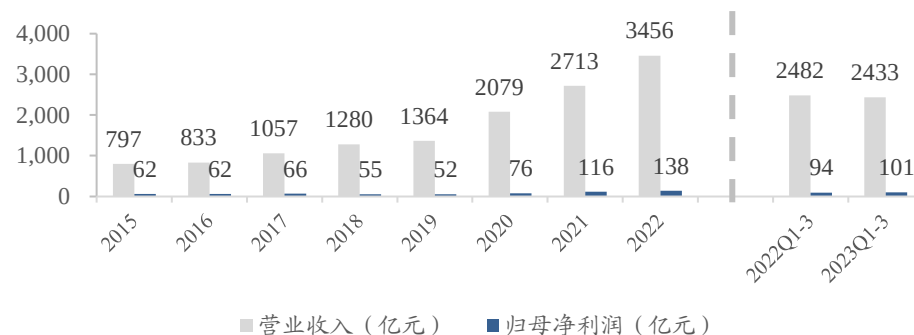
图：2015-2023Q1-3垃圾焚烧营业收入情况



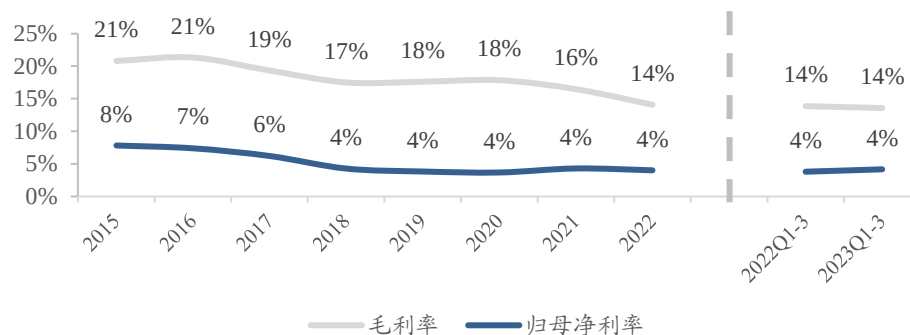
图：2015-2023Q1-3垃圾焚烧利润率情况



图：2015-2023Q1-3天然气营业收入情况

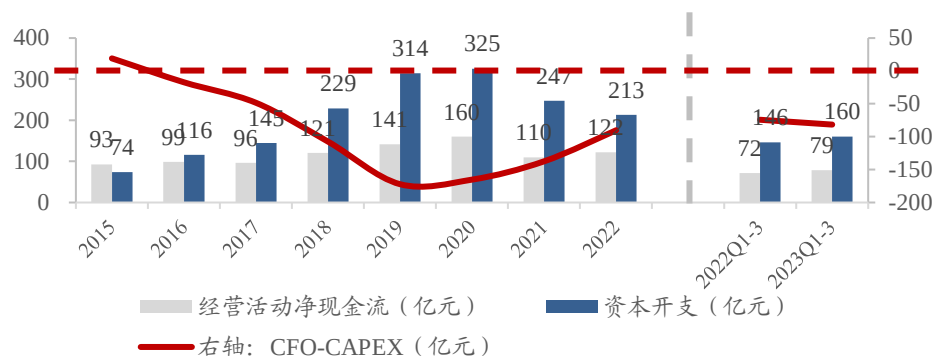


图：2015-2023Q1-3天然气利润率情况

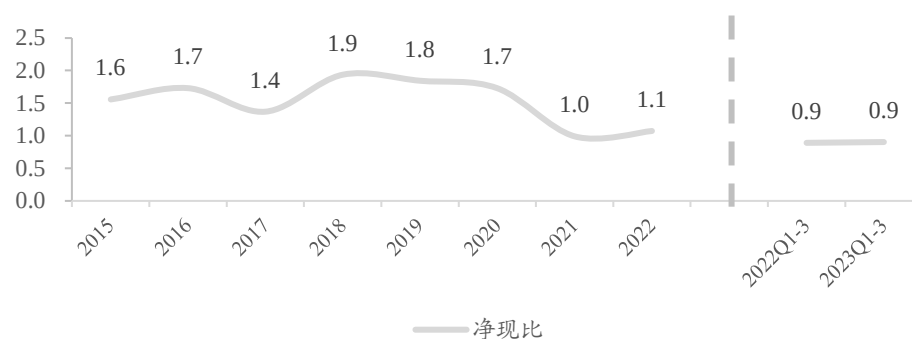


优质运营资产资本开支下降，自由现金流转正趋势明确

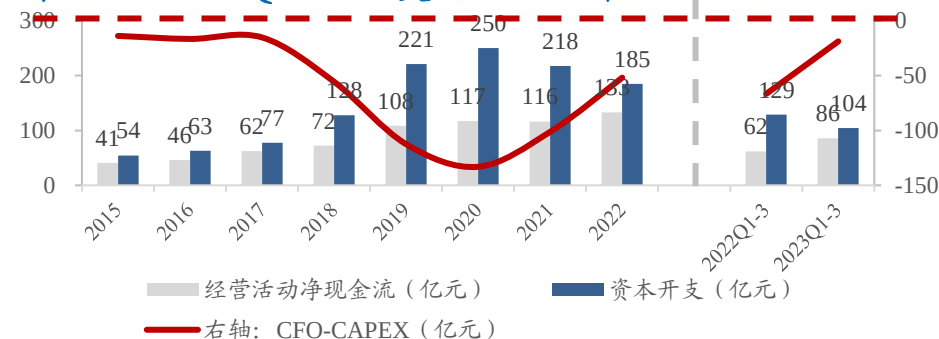
图：2015-2023Q1-3水务运营现金流情况



图：2015-2023Q1-3水务运营净现比



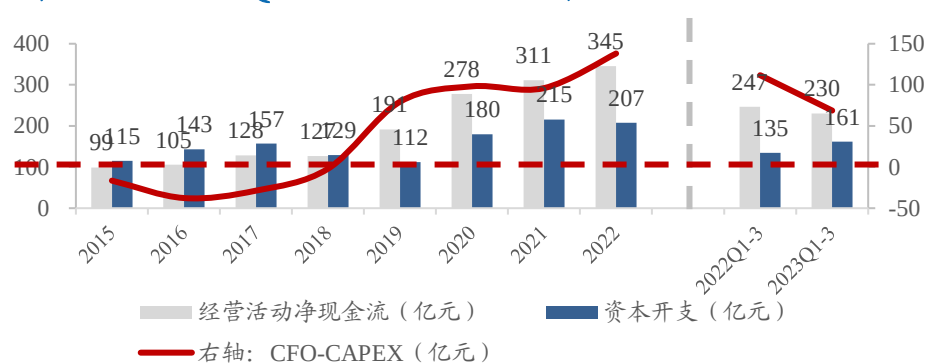
图：2015-2023Q1-3垃圾焚烧现金流情况



图：2015-2023Q1-3垃圾焚烧净现比



图：2015-2023Q1-3天然气现金流情况



图：2015-2023Q1-3天然气净现比

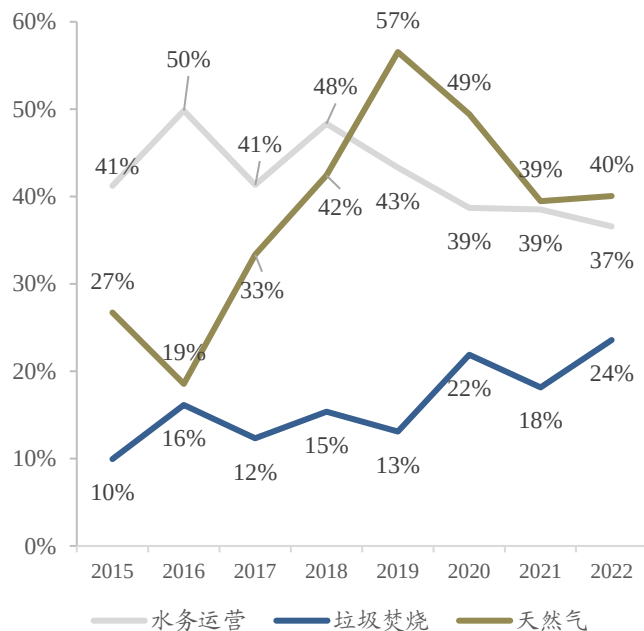


优质运营资产稳定增长，资本开支下降分红率提升，重点关注：水务运营、垃圾焚烧、天然气

- ✓ 2020年以来，水务运营与天然气分红比例较为稳定，基本可维持在40%以上。依托水务运营资本开支进一步下降，以及天然气扎实支撑的经营性净现金流，看齐板块内部优质分红标的（水务运营头部分红标的平均分红率65%、天然气头部分红标的平均分红率接近100%），**水务运营、天然气板块分红率仍有提升空间。**
- ✓ 垃圾焚烧受制于行业发展阶段，资本开支正处于逐步下降的过程中，板块平均分红率低于水务运营与天然气，**垃圾焚烧具备较大分红率提升潜力。**

图：2015-2022水务运营、垃圾焚烧、天然气分红比例

表：2020-2022年三年平均分红率板块前五公司梳理（截至2023/11/17）

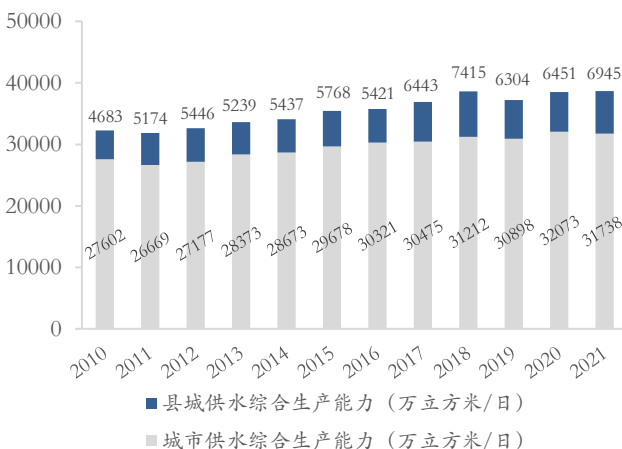


板块	代码	公司简称	股息率TTM	分红比例			
				20-22平均	2020	2021	2022
水务运营	601158.SH	重庆水务	4.8%	65%	69%	59%	68%
	600461.SH	洪城环境	5.0%	58%	60%	63%	50%
	000605.SZ	渤海股份	0.3%	47%	35%	62%	45%
	000544.SZ	中原环保	2.1%	44%	49%	48%	34%
	600008.SH	首创股份	4.8%	32%	35%	32%	30%
天然气	603706.SH	东方环宇	3.9%	101%	109%	97%	97%
	600681.SH	百川能源	7.1%	100%	89%	109%	103%
	002267.SZ	陕天然气	4.1%	83%	62%	79%	108%
	002911.SZ	佛燃能源	3.7%	69%	71%	72%	66%
垃圾焚烧	605368.SH	蓝天燃气	7.0%	69%	70%	55%	84%
	301109.SZ	军信股份	5.5%	34%	0%	24%	79%
	601330.SH	绿色动力	1.8%	33%	55%	20%	22%
	601827.SH	三峰环境	3.0%	33%	35%	30%	33%
	002034.SZ	旺能环境	3.3%	30%	40%	20%	30%
	603568.SH	伟明环保	0.8%	19%	30%	11%	15%

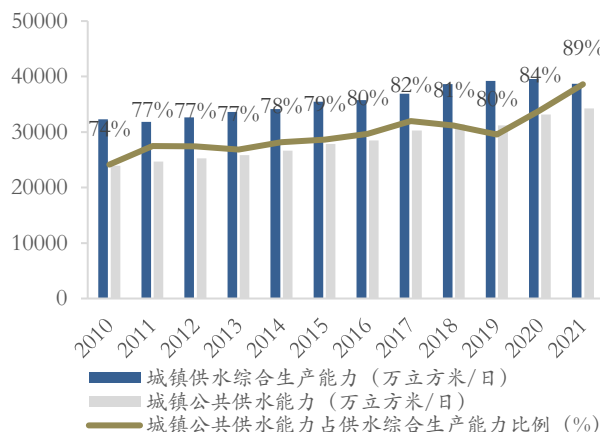
水务：水价改革+污水顺价，优质水务资产重估开启

公共供水已基本实现全部覆盖，十四五增速放缓

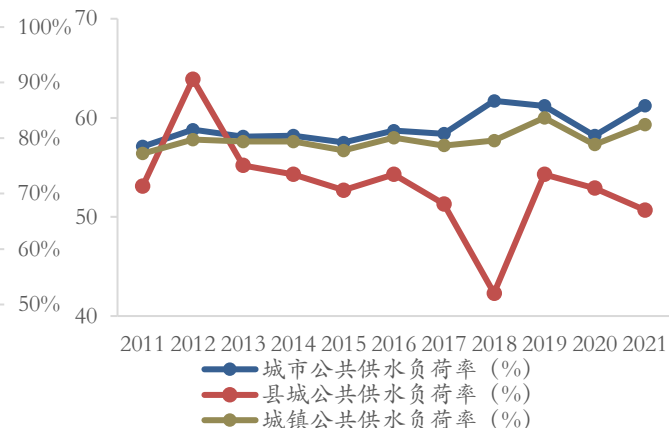
图：2021年城市和县城综合供水能力3.87亿m³/日，维持增长态势



图：2021年城镇公共供水能力为3.43亿m³/日，占比持续提升达89%



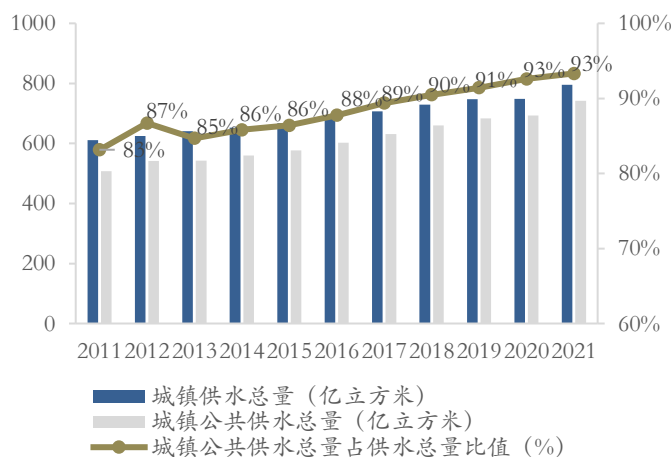
图：2021年城市/城镇/县城公共供水负荷率为61%/59%/51%



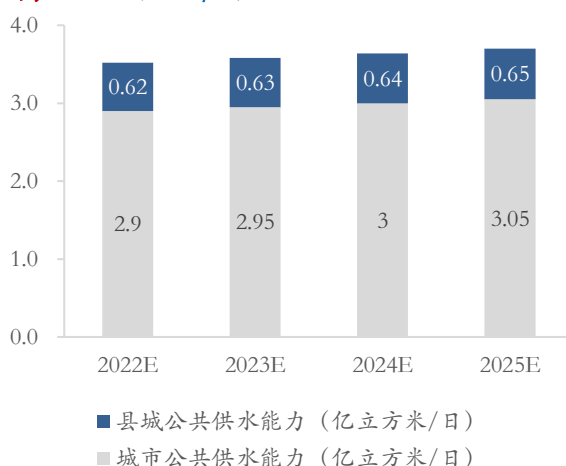
图：2021年城市/县城公共供水普及率达99%/96%



图：2016-2021年城镇供水总量复增3%



图：E20预测“十四五”新增综合供水能力0.3-0.4亿m³/日

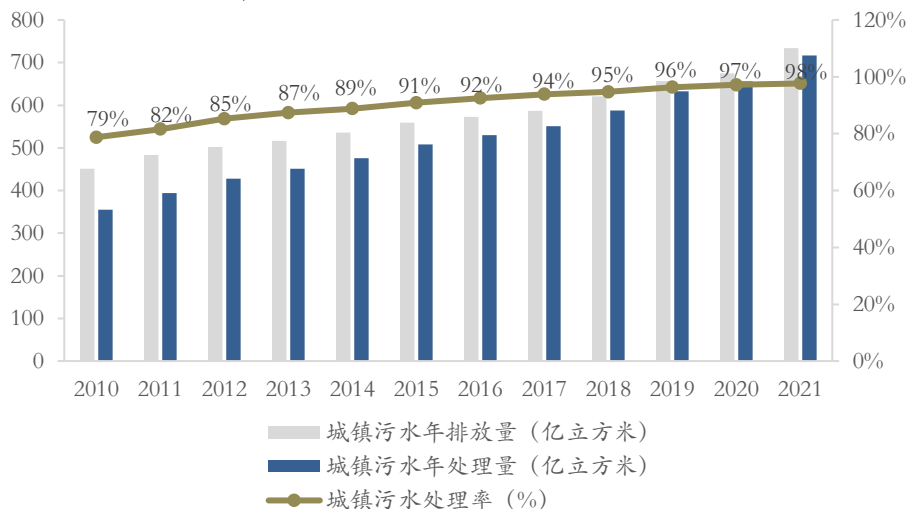


注：公共供水：包括正规水厂和符合水质标准的非临时供水设施；自建设施供水：事业单位、机关团体、部队等社会单位自办的独立供水设施。

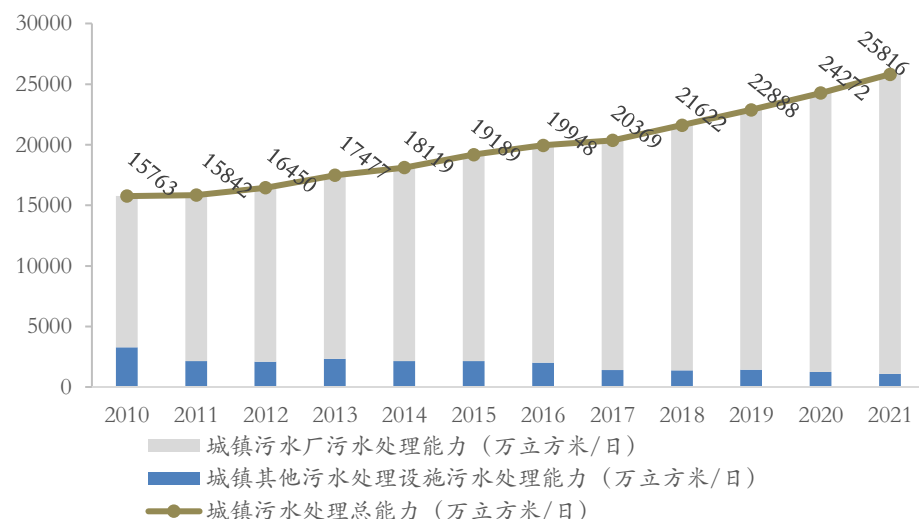
水务：水价改革+污水顺价，优质水务资产重估开启

污水处理能力稳步增长，污水收集体系仍需完善

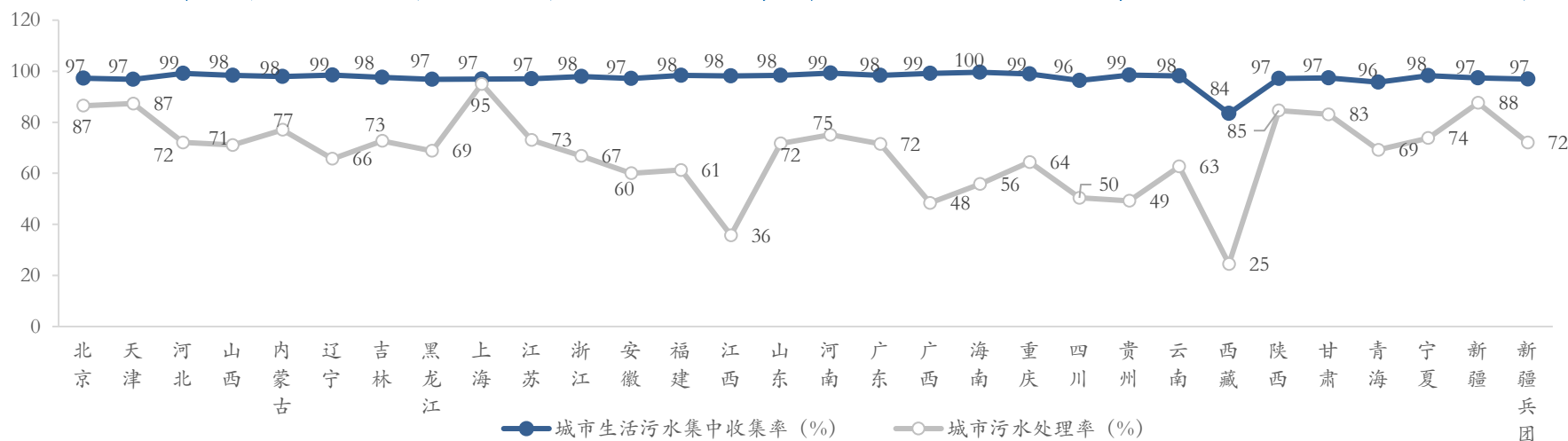
图：2021年城镇污水处理量提至98%



图：2021年城镇污水处理能力2.58亿m³/日，2016-2021复增5%



图：2021年城市污水收集率与处理率差值超过29%，部分区域差值超过50%，我国污水收集体系仍需完善

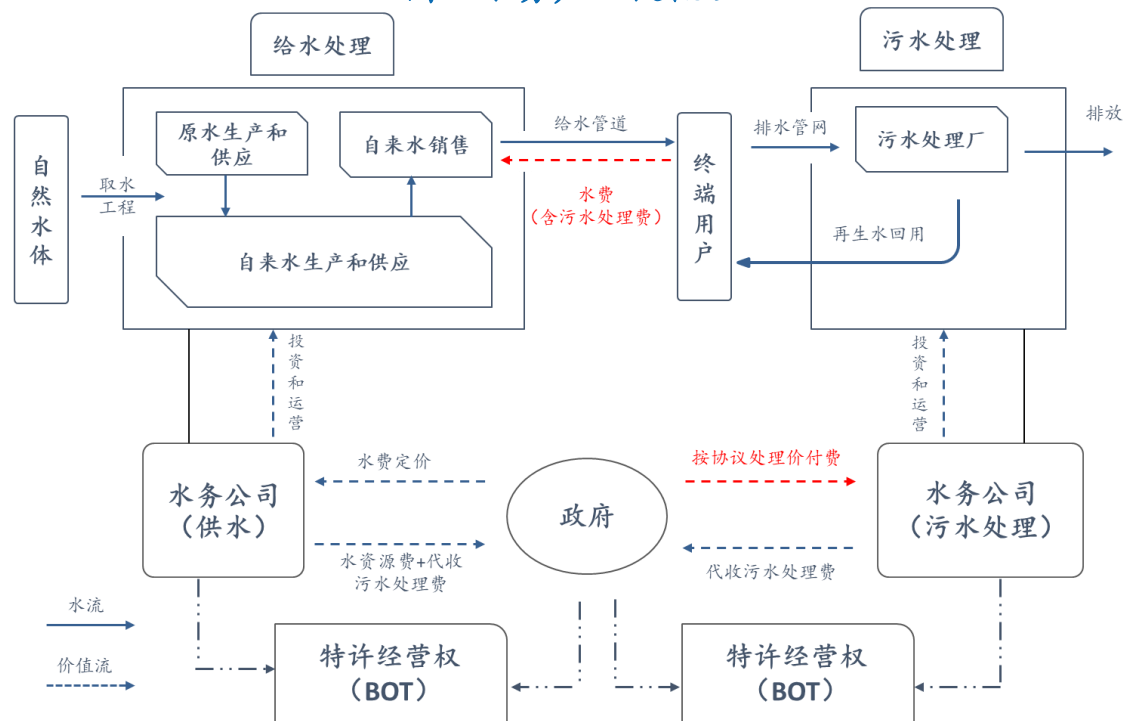


水务： 水价改革+污水顺价， 优质水务资产重估开启

价格改革： 水价市场化增强盈利稳定性， 污水顺价促商业模式B/C端理顺

- ✓ 供水收益来源： 收入来自终端用户水费， 水价调整受政府管制， 供水资产现金流优质但盈利承压。 水价市场化增强盈利稳定性。
- ✓ 污水收益来源： 回报机制包括1) 政府支付新建项目的可用性付费； 2) 运营期间根据污水处理量， 满足污水处理成本及合理利润需要的污水处理费； 3) 运营期间维持污水管网可用性的管网运维费。 总体来看， 部分来自使用者付费， 部分来自可行性缺口补助， BOT协议盈利有保障， 但涉及G端支付， 财政压力加大背景下现金流承压。 污水顺价促商业模式B/C端理顺。

图： 水务产业链梳理



图： PPP项目回报机制

项目	收入来源	收入形式	适用项目类型
使用者付费	消费者	最终由消费者直接付费购买公共产品和服务	经营性项目(燃气、自来水)
可行性缺口补助	消费者 & 政府	由政府以财政补助、股本投入、优惠贷款和其他优惠政策的形式,给予社会资本或项目公司经济补助	准经营性项目(污水处理、垃圾处理等)
政府付费	政府	政府直接付费购买公共产品和服务,主要包括可用性付费、使用量付费和绩效服务费	非经营性项目(市政道路、环境治理等)

垃圾焚烧：建造高峰已过，现金流改善&商业模式理顺

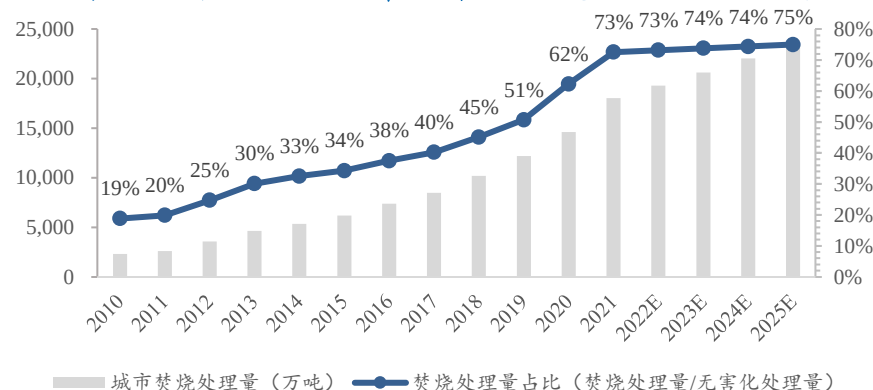
十四五增量空间收窄，纵横拓展空间可期

- ✓ 十四五垃圾焚烧增速放缓，企业纵横拓展外延空间广阔。假设垃圾清运量平稳提升，2025年城市焚烧处理占比提升至75%，则2025年生活垃圾焚烧处理量将增至2.35亿吨，2021-2025年复合增速近7%。垃圾焚烧企业横向扩张餐厨、污泥、危废、农林垃圾等优势显著。纵向可向前端延伸环卫服务、垃圾收运等业务。
- ✓ 行业格局稳定，强制恒强。光大环境为行业龙头，截至2022年底在手垃圾焚烧产能合计15.41万吨/日。

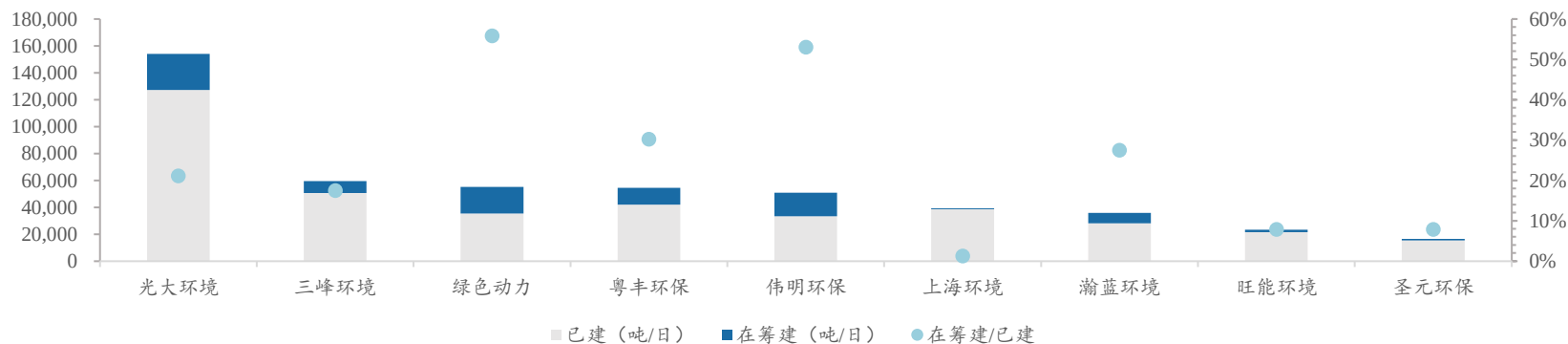
图：城市和县城垃圾焚烧产能快速提升



图：预计2021-2025年城市垃圾焚烧处理量复增7%



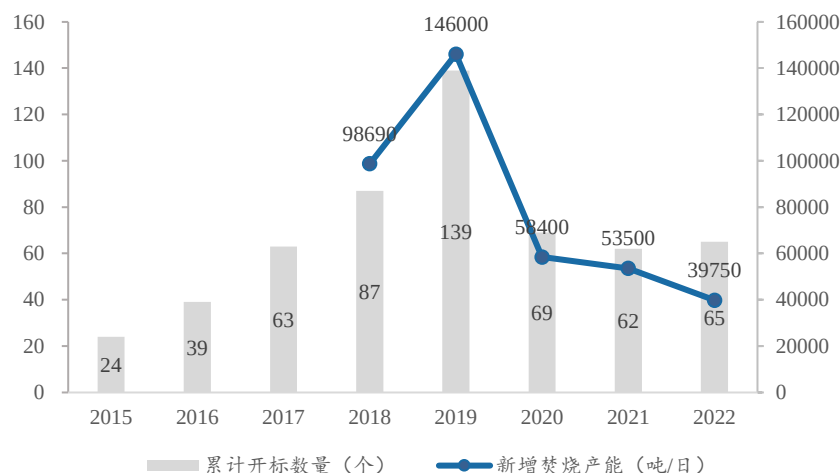
图：2022年底光大环境在手产能居同业首位



十四五增量空间收窄，纵横拓展空间可期

- ✓ 垃圾焚烧市场新增招投标规模下滑，市场下沉，处理费均价呈上升趋势。
- ✓ 1) 规模：2020年以来行业新增开标规模下降，市场下沉，单体项目规模下降。
- ✓ 2) 单价：新项目平均处理费持续提升，由2016年的55元/吨提升至2022年94元/吨。一方面，垃圾处置标准和要求提升，推动单价上行；另一方面，新项目竞价上网，电费存在不确定性，推动垃圾处理费提升保障项目收益。

图：2020年以来垃圾焚烧市场新增招投标规模下降



图：垃圾焚烧平均处理费水平逐年提升

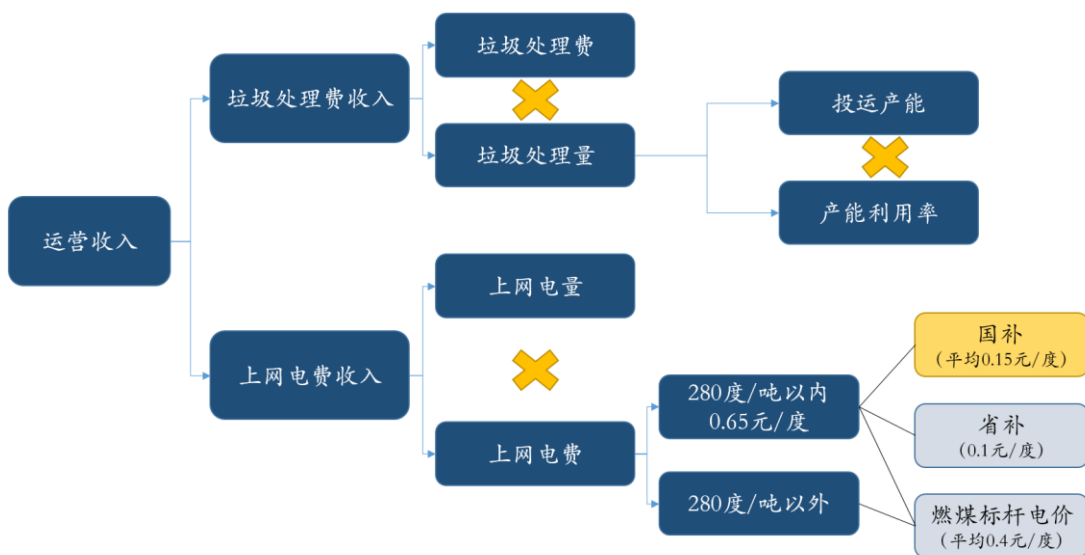


垃圾焚烧：建造高峰已过，现金流改善&商业模式理顺

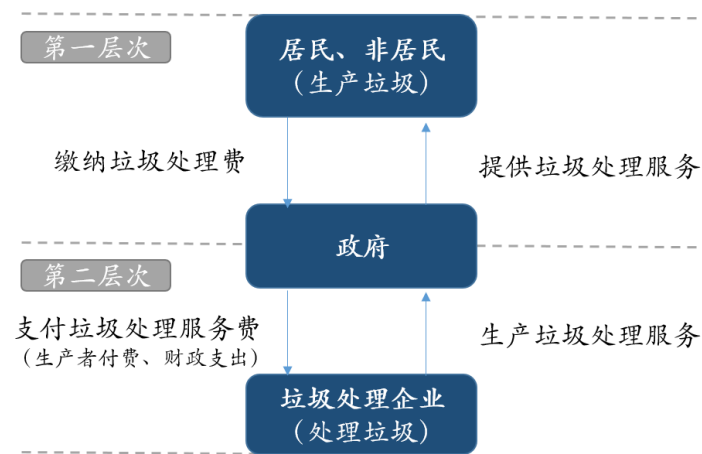
竞价上网&垃圾收费政策推进，商业模式C端理顺促现金流长期改善

- ✓ **竞价上网**：2021年8月19日，国家发展改革委、财政部、国家能源局联合印发《2021年生物质发电项目建设工作方案》。方案明确2021/1/1及以后新开工项目为竞争配置项目，按补贴退坡幅度由高到低排序纳入。竞价上网推行将促使垃圾处理费调升，垃圾处理费有望向居民端推行。
- ✓ **垃圾收费制度**：2022年6月，发改委召开全国生活垃圾收费视频工作会议，要求结合垃圾分类推动居民端分类计量收费，理顺生活垃圾收费与财政投入关系，明确各自补偿范围，加大收缴力度。自2021年7月起，城镇垃圾处理费划转至税务部门征收，疏通收缴催缴追缴渠道，顺价逻辑加强。

图：垃圾焚烧收入结构拆分



图：垃圾处理费来源

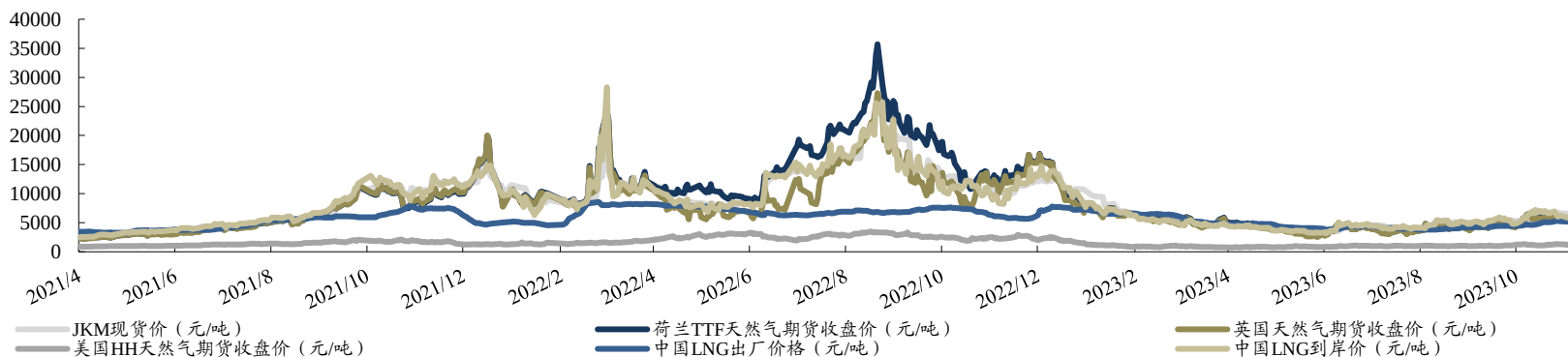


全球天然气供需再平衡，国外气价回落

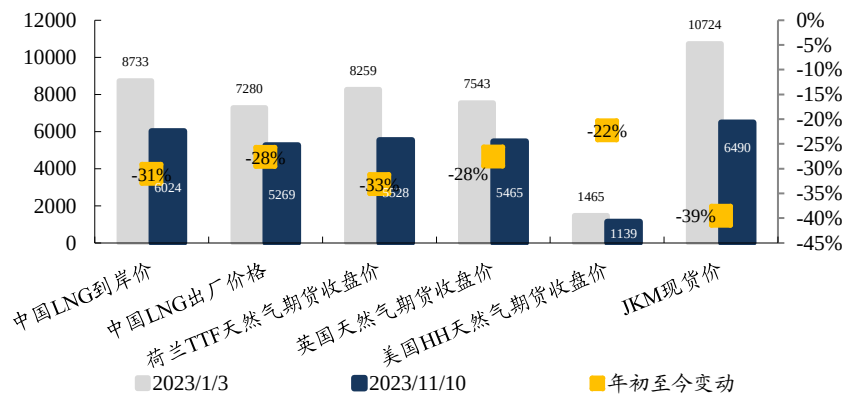
✓ 2023年以来，海外主流天然气价格指数持续下降。截至2023年11月10日，JKM现货价年内降幅达39%；同日，TTF、NBP、HH期货收盘价分别为5528、5465、1139元/吨，年内变动幅度分别为-33%、-28%、-22%。

✓ 欧洲主动削减天然气消费量&受到经济发展压力，用气下滑，一定程度缓解供给紧张局面。欧洲天然气需求持续下降。2023M1-7欧洲（经合组织）天然气消费量2614亿方，同减10.5%（2022M1-7同减9.6%），天然气消费量持续下行。

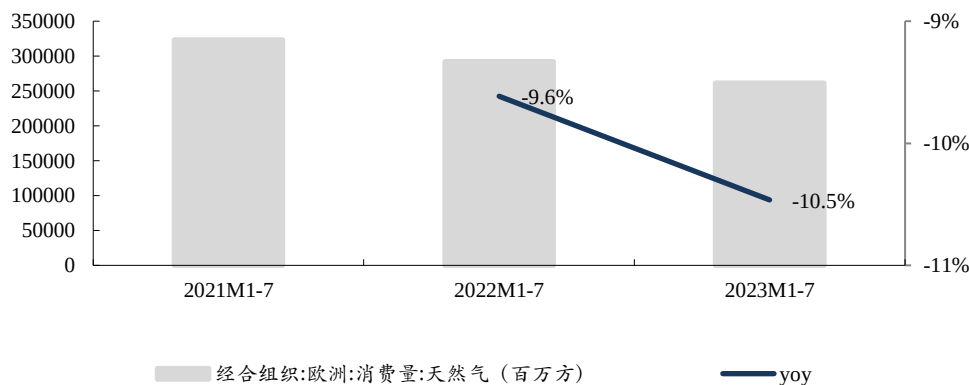
图：国际天然气价格（欧洲、北美、英国、亚洲）



图：海外天然气价格（元/吨）及变动幅度



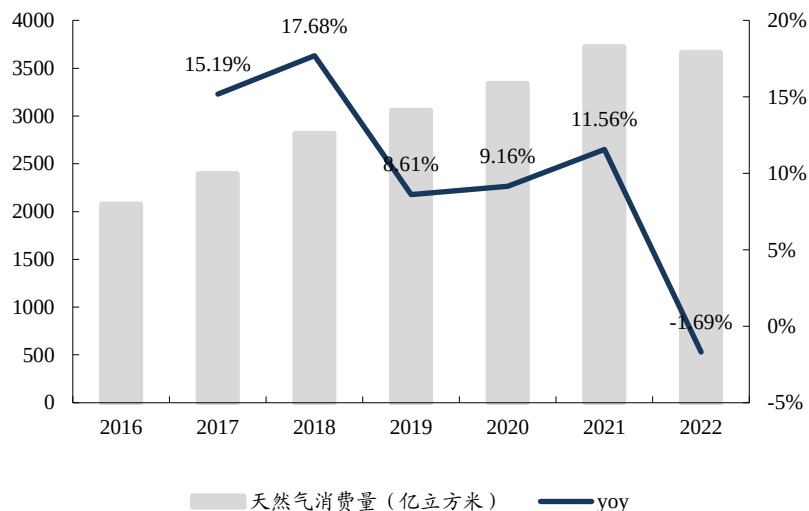
图：2021-2023年欧洲天然气消费量及同比变动（亿方）



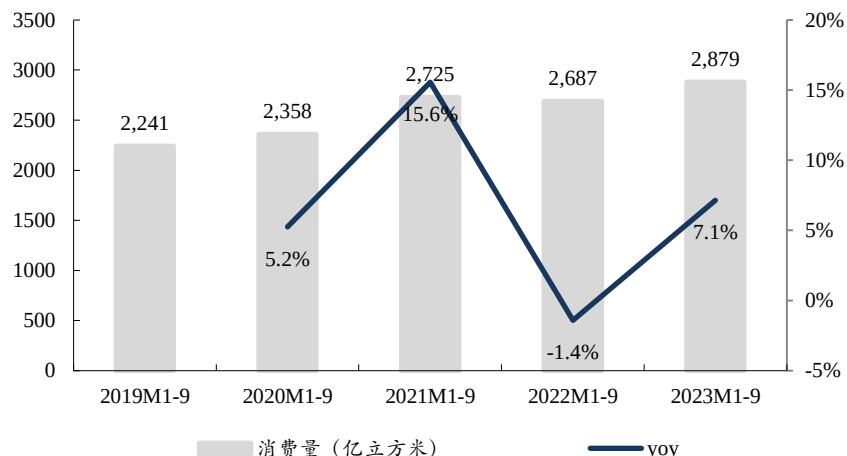
国内天然气M1-9消费量同比增长7.1%，消费量复苏

- ✓ 2022年我国天然气消费量萎缩，天然气消费量迎10年来首次负增长，消费量同比下降1.7%。主要原因：1) 价格高涨导致需求萎缩；2) 疫情影响需求。
- ✓ 2023年1-9月我国天然气表观消费量达2879亿方，同增7.1%（2022M1-9同减1.4%）。2023年，随我国经济复苏，天然气消费量回归增长。

图：2022年中国天然气消费量首次下滑



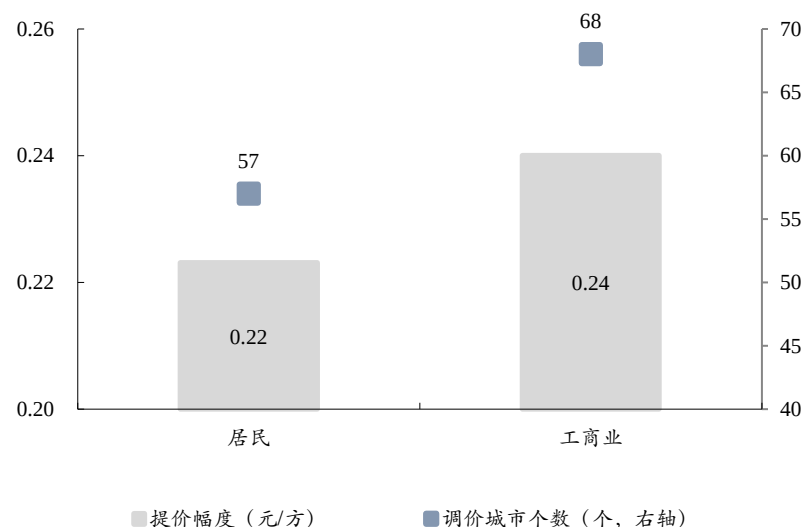
图：2023M1-9中国天然气消费量同比增长7.1%



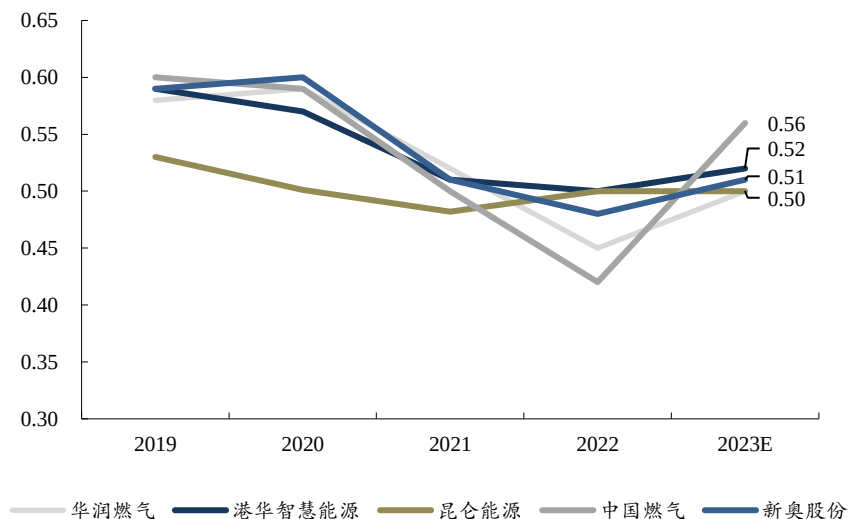
顺价机制理顺，城燃端毛差修复

- ✓ 2022年城燃公司采购成本上涨、销售价格提升受管控，利润受到挤压。2022年海外气价高涨；而我国天然气进口依赖度40%，国外高气价传导到国内。
 - ✓ 多数地区的调价相对滞后，价格调整改革亟需进行；部分地区价格理顺初见成效，期待进一步发展。
- 我们梳理了全国地级以上城市的气价政策，从2023年已经进行调价的城市来看，截至10月初：
- ✓ 1) 居民用气方面，2023年57个城市进行了调价，占比20%；调价的57个城市2023年居民用气平均气价平均上调幅度约0.22元/方。
 - ✓ 2) 工商业用气方面，2023年68个城市进行了调价，占比24%；调价的68个城市2023年平均上调幅度约0.24元/方。

图：2023年居民/工商业平均调价幅度



图：2019-2023E年五大龙头城燃价差（元/方）





目 录

■ 环保&天然气2023年三季度报综述

- ✓ 环保：成长向上，质量提升
- ✓ 天然气：稳健成长，现金优异

■ 关键字：现金流、高成长 α 、化债修复

- ✓ 关键字之现金流：优质运营资产稳定增长，资本开支下降分红率提升
- ✓ 关键字之高成长 α ：高技术壁垒的龙头彰显成长性
- ✓ 关键字之化债修复：化债带来的修复与需求释放值得期待

■ 投资建议与风险提示

高技术壁垒的龙头彰显成长性，重点关注：半导体治理、压滤机、双碳等

- ✓ **技术高壁垒铸就行业成长性与良好格局。**环保进入3.0高质量发展时代，配套环保装备、环保服务需求释放。需求释放的同时更关注供给端优势，具备技术壁垒龙头公司迎优质成长。**重点关注：**1) **半导体配套治理**护航中国半导体产业发展；2) **压滤机**下游多元化需求释放，配套设备与出海打开成长空间；3) **双碳：**清洁能源转型下，光伏高增驱动释放设备需求，绿电运营盈利突出空间广阔，重点行业碳排放管控释放固碳需求，循环经济驱动再生资源成长性。**高壁垒、高成长是环保高质量发展时代的显著特点。**
- ✓ **收入利润的持续高增在2023年前三季度得到验证。**2023年前三季度，高技术壁垒的龙头公司收入利润维持高增。2023年前三季度，**仕净科技**（业绩主要贡献来自主业光伏电池片废气治理设备）归母净利润同比高增185%，2023年前三季度增速相较于2023年中报有进一步提升；**美埃科技**（半导体洁净室洁净设备+耗材）归母净利润同比高增50%，2023年三季度增速加快；**景津装备**（压滤机龙头）长期维持25%以上复合增速。
- ✓ **利润率的稳定提升体现竞争壁垒。**2023年前三季度，美埃科技、景津装备、仕净科技利润率提升彰显竞争力，其中，美埃科技毛利率提升较为明显，我们预计主要系耗材占比与海外客户占比提升所致。
- ✓ **新业务空间释放值得期待。**技术驱动公司寻找持续成长，产业链横纵拓展新的成长曲线。仕净科技聚焦双碳需求，布局光伏电池片制造+水泥固碳技术；龙净环保围绕控股方紫金矿业需求，布局矿山绿电运营与全产业链储能；盛剑环境深耕半导体产业链需求，拓展湿电子化学品耗材与半导体设备零部件。

表：2020-2023Q1-3年高技术壁垒龙头业绩及增速

代码	公司简称	归母净利润（亿元）与归母净利润同比增速					变动
		2020	2021	2022	2023H1	2023Q1-3	
603279.SH	景津环保 压滤机龙头	5.1	6.5	8.3	4.8	7.4	复合增速维持25%
		25%	26%	29%	34%	26%	
603324.SH	盛剑环境 半导体废气+装备零部件	1.2	1.5	1.3	0.8	1.0	受项目确认节奏影响， 三季度增速放暖
		7%	25%	-14%	23%	-10%	
688376.SH	美埃科技 半导体洁净室洁净设备	0.8	1.1	1.2	0.8	1.3	三季度增速提升
		16%	31%	14%	21%	50%	
301030.SZ	仕净科技 光伏治理+水泥固碳	0.6	0.6	1.0	1.0	1.7	维持高增
		-5%	-5%	67%	154%	185%	
603588.SH	高能环境 金属资源化	5.5	7.3	6.9	4.9	6.6	稳定增长
		34%	32%	-5%	11%	9%	
600388.SH	龙净环保 矿山绿电+全产业链储能	7.0	8.6	8.0	4.3	6.4	主业稳健，期待新业务 贡献成长加速
		-17%	22%	-7%	12%	1%	

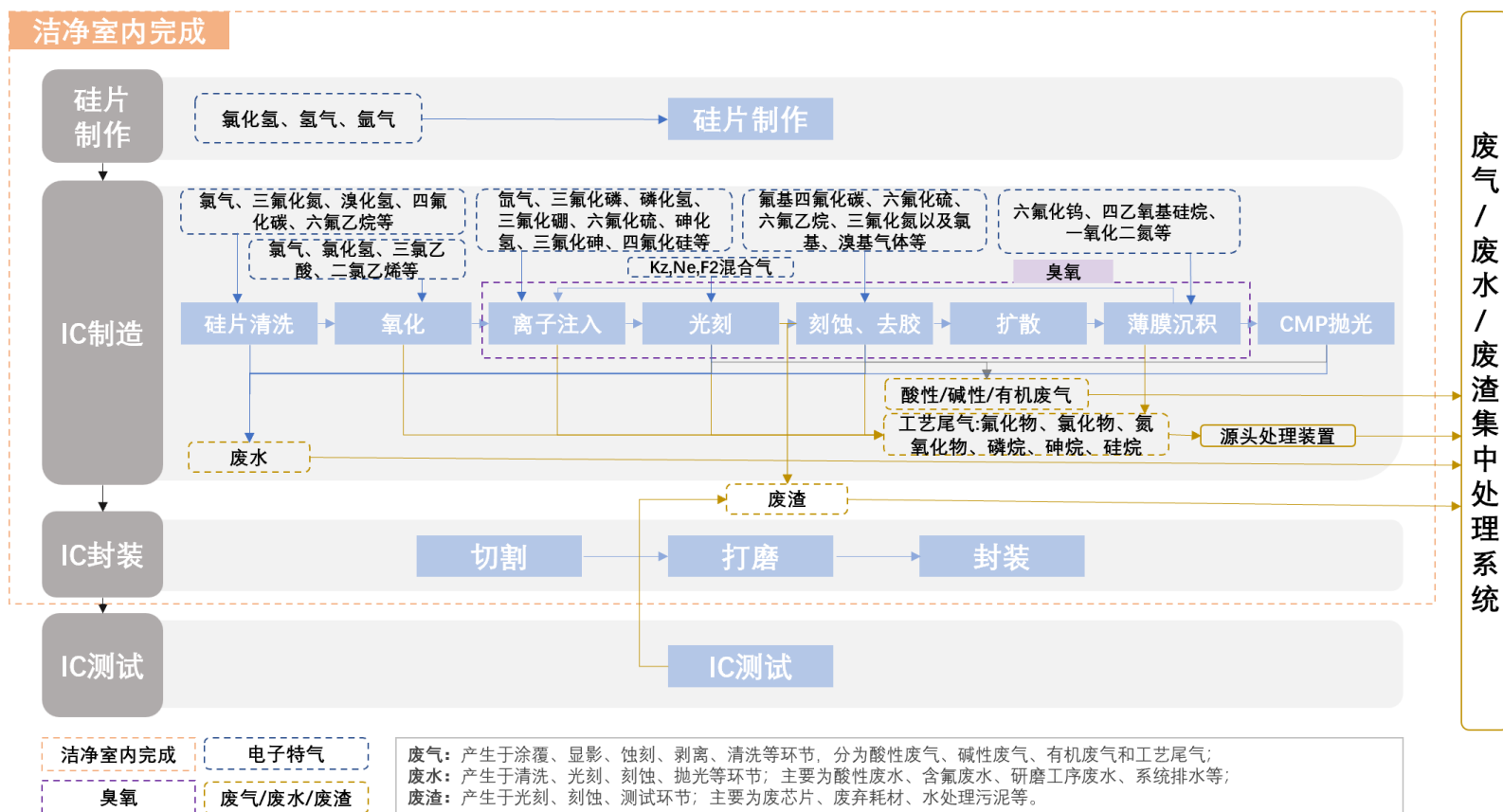
表：2020-2023Q1-3年高技术壁垒龙头利润率情况

代码	公司简称	毛利率与净利率					变动
		2020	2021	2022	2023H1	2023Q1-3	
603279.SH	景津环保 压滤机龙头	32%	30%	31%	32%	33%	利润率持续提升
		15%	14%	15%	16%	16%	
603324.SH	盛剑环境 半导体废气+装备零部件	28%	27%	28%	29%	28%	受应收科目影响，利润 率略降
		13%	12%	10%	10%	9%	
688376.SH	美埃科技 半导体洁净室洁净设备	28%	27%	28%	28%	28%	利润率持续提升
		9%	9%	10%	12%	12%	
301030.SZ	仕净科技 光伏治理+水泥固碳	31%	27%	28%	27%	27%	利润率持续提升
		10%	7%	7%	8%	8%	
603588.SH	高能环境 金属资源化	23%	24%	24%	22%	19%	利润率稳定
		9%	11%	8%	12%	9%	
600388.SH	龙净环保 矿山绿电+全产业链储能	22%	23%	23%	23%	24%	利润率持续提升
		7%	8%	7%	9%	9%	

高技术壁垒的龙头彰显成长性，重点关注：半导体治理、压滤机、双碳等

✓ **半导体配套治理具体包括：**1) 设备类：洁净室过滤设备、臭氧发生设备、废气/废水/废渣治理设备；2) 耗材类：洁净室过滤器、电子特气。刚需与高壁垒铸就半导体治理价值。①刚需：洁净室等级&废气治理水平直接关系到产品良率。②高壁垒：半导体行业洁净室等级&特气纯度要求更高、废气组分复杂处理难度更大。

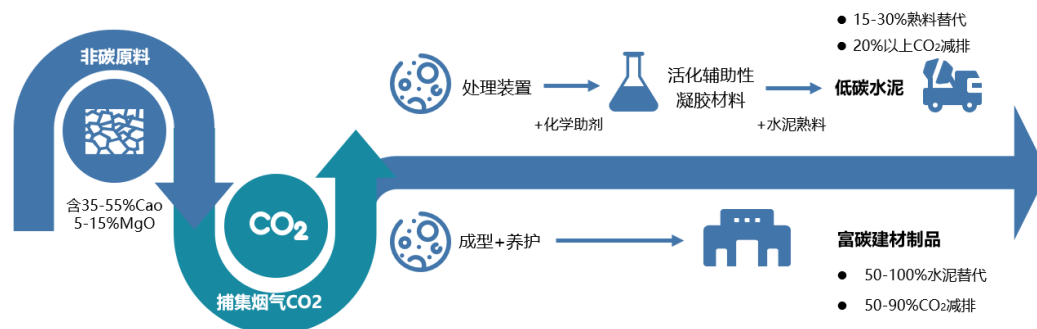
图：半导体配套治理环节示意图



高技术壁垒的龙头彰显成长性，重点关注：半导体治理、压滤机、双碳等

- ✓ **水泥固碳&钢渣资源化**：矿粉市场规模超千亿，仕净科技首个项目已于2022年11月投产，年产60万吨基于钢渣捕集CO₂与资源化利用的复合矿粉项目投产在即。项目可低成本捕集烟气CO₂&钢渣资源化利用&制备低碳建筑材料，随碳市场扩容，水泥钢铁固碳需求将加速释放。共赢而非成本，水泥&钢铁企业经济+排放解决双受益。

图：仕净科技钢渣捕碳与低碳水泥技术路径示意图



- ✓ **矿业提高可再生能源占比，2030年紫金矿业绿电运营规模约7GW**。2022年紫金矿业可再生能源占总用能比例达16.21%，目标到2030年可再生能源占比达到30%。紫金矿业产能增长带来新的用能需求，考虑能源转型节奏我们预计2030年紫金矿业单独一家对于绿电运营规模可达7GW，龙净环保作为紫金矿业绿电运营商空间广阔。

表：2030年紫金矿业新能源需求量将达7431GWh

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
能源消耗总量 (GWh)	11377	14271	15237	16295	17272	18309	19407	20377	21396	22466	23589	24769
yoy		25.4%	6.8%	6.9%	6%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	5%
可再生能源 (GWh)				2641	3098	3599	4149	4708	5312	5965	6670	7431
可再生能源yoy					17.3%	16.2%	15.3%	13.5%	12.8%	12.3%	11.8%	11.4%
可再生能源占总能耗比 (%)				16.2%	17.9%	19.7%	21.4%	23.1%	24.8%	26.6%	28.3%	30.0%
可利用小时数 (小时/年)				1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500
自发自用比例 (%)				70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
新能源装机量 (GW)				2.52	2.95	3.43	3.95	4.48	5.06	5.68	6.35	7.08



目 录

■ 环保&天然气2023年三季度报综述

- ✓ 环保：成长向上，质量提升
- ✓ 天然气：稳健成长，现金优异

■ 关键字：现金流、高成长 α 、化债修复

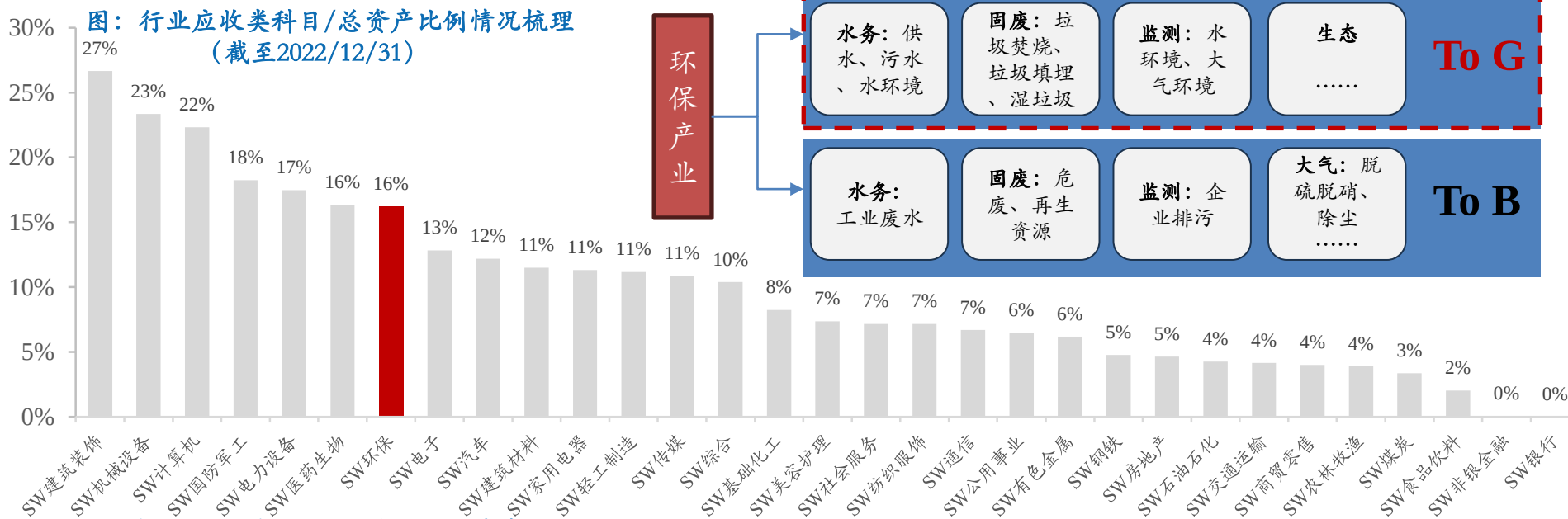
- ✓ 关键字之现金流：优质运营资产稳定增长，资本开支下降分红率提升
- ✓ 关键字之高成长 α ：高技术壁垒的龙头彰显成长性
- ✓ 关键字之化债修复：化债带来的修复与需求释放值得期待

■ 投资建议与风险提示

“一揽子化债方案”有助于环保资产负债表修复与新增需求释放

- ✓ 全面系统化解地方债务风险正在加速。1) 7月初，中国人大网公布了《国务院关于2022年中央决算的报告》。有效防范化解地方政府债务风险是《报告》中提出的下一步财政重点工作之一。2) 7月24日召开的中央政治局会议提出，要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。3) 8月1日，人民银行、外汇局召开2023年下半年工作会议要求，统筹协调金融支持地方债务风险化解工作。
- ✓ 传统环保业务属性偏ToG，化债推进有望修复板块资产负债表，推动释放新增环保需求。行业对比视角来看，环保行业应收类科目占总资产比例16%，占比偏高。环保产业可以分为政府类业务与企业类业务，传统环保需求由政府投资、采购驱动。行业特性致使应收科目中来自政府端的应收较高，地方债务风险化解利于环保公司资产负债表修复与新增需求释放。

图：行业应收类科目/总资产比例情况梳理
(截至2022/12/31)



注：应收类=应收账款+应收票据+合同资产

数据来源：Wind，东吴证券研究所

化债带来的修复与需求释放值得期待

万亿国债稳增长再发力，增强地方投入&改善债务

- ✓ 增发1万亿国债稳增长再发力，增强地方投入&腾挪财政空间提升化债预期。中央财政将在今年四季度增发2023年国债1万亿元，增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方。其中，今年拟安排使用5000亿元，结转明年使用5000亿元。中央财政增发国债，但具体资金使用全部都在地方，①有助于缓解地方财政收支压力，增强地方投入；②有助于腾挪更多的财务空间，解决地方债务问题。
- ✓ 资金支持灾后恢复重建和防灾减灾救灾能力，关注环保领域城市排水&水土流失治理业务机遇。增发的国债重点用于八大方面。其中，城市排水防涝和水土流失治理属于环保企业业务范畴，业务实施依赖于G端投入，随着国债发行，地方政府投入增加，相关企业订单有望加速。

表：万亿国债投入背景下，关注城市排水及水土流失治理标的

城市排水防涝能力提升					
证券代码	证券简称	相关业务（22年报提及）	化债指标（22A）		
			应收类科目/总资产	信用减值对归母净利润的影响	
600461.SH	洪城环境	市政给排水设计、咨询，给排水设施工程建筑，给排水管道和设备安装	8%	0%	
601158.SH	重庆水务	排水管网的投资、建设、运营管理，给排水设备制造	5%	-1%	
600008.SH	首创环保	排水管网建设、设计	14%	-6%	
000598.SZ	兴蓉环境	供排水管网建设	7%	-3%	
003039.SZ	顺控发展	供排水管网工程	3%	1%	
300262.SZ	巴安水务	城市排水管道工程施工	7%	12%	
300388.SZ	节能国祯	排水管网及泵站投资运营	20%	-2%	
600168.SH	武汉控股	排水管网及其它排水设施的投资、建设、运营	23%	-96%	
000685.SZ	中山公用	污水管网和泵站运营服务，智慧排水	7%	-1%	
601368.SH	绿城水务	市政管道工程、排水工程	6%	-8%	
300070.SZ	碧水源	市政与给排水工程	19%	-39%	
601199.SH	江南水务	排水管网运维业务、排水管网工程业务	10%	4%	
603797.SH	联泰环保	城乡污水收集管网及配套提升泵站的投资、建设和运维	7%	-9%	
灌区建设改造和重点水土流失治理工程					
证券代码	证券简称	业务指标		化债指标（22A）	
		收入结构（23H1）	23半年报是否提及水土流失治理	应收类科目/总资产	信用减值对归母净利润的影响
300355.SZ	蒙草生态	自然生态系统保护管理占总收入98%	提及	33%	-61%
002887.SZ	绿茵生态	生态修复占总收入74%，市政绿化占总收入25%	提及	24%	-32%
300197.SZ	节能铁汉	生态保护占总收入49%，园林绿化占总收入40%	提及	25%	不适用，剔除信用减值影响后仍然亏损
300948.SZ	冠中生态	园林绿化占总收入52%，综合性治理占总收入32%，植被恢复占总收入11%	提及	62%	-25%
603359.SH	东珠生态	生态修复工程占总收入55%，市政景观占总收入45%	提及	70%	-60%
605069.SH	正和生态	生态修复工程占总收入46%，水环境治理占总收入24%，生态景观建设占总收入16%，生态保护占总收入9%	提及	49%	不适用，剔除信用减值影响后仍然亏损

PPP新机制实行，严控新增地方政府隐性债务，撬动行业发展新动能

✓ PPP新机制撬动环保公用发展新动能。

国务院办公厅转发国家发改委、财政部《关于规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见》，PPP新机制出台实施。政府和社会资本合作实施近十年，此次进一步深化体制改革，聚焦高质量项目，明确回报渠道，最大程度鼓励民企参与，规范保障高效与市场化。新机制最大程度鼓励民营企业参与，保护项目运营超额收益归经营者所有，充分激发民企活力，同时可期待项目迎来进一步明确的收费机制，护航PPP项目高质量运营。商业模式改善，带动现金流可持续性向好，环保公用迎估值重估，行业发展迎新一轮驱动力。PPP新机制赋能的重点领域包括垃圾焚烧、水务、天然气等。

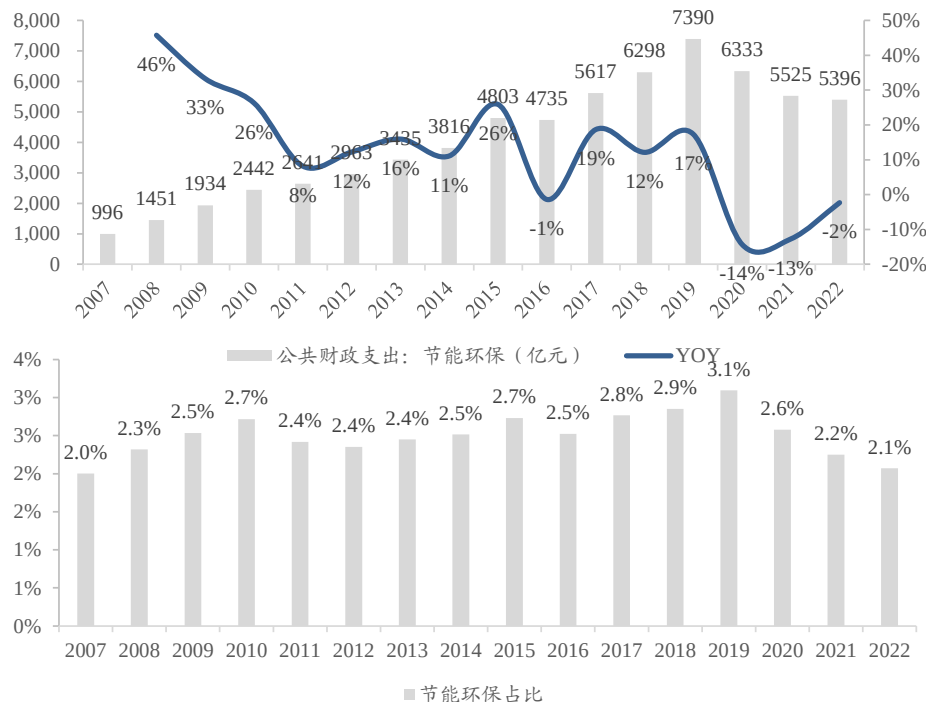
表：支持民营企业参与的特许经营新建（含改扩建）项目清单（2023年版）

领域	应由民营企业独资或控股的项目	民营企业股权占比原则上不低于35%的项目	积极创造条件、支持民营企业参与的项目
环保领域	垃圾固废处理和垃圾焚烧发电项目	污水处理项目	
		污水管网项目	
市政领域	园区基础设施项目	城镇供水、供气、供热项目	
	公共停车场项目		
物流领域	物流枢纽、物流园区项目	机场货运处理设施项目	
		国家物流枢纽、国家骨干冷链物流基地项目	
农业林业领域	农业废弃物资源化利用项目		
	旅游农业、休闲农业基础设施项目		
	林业生态项目		
社会领域	体育项目		
	旅游公共服务项目		
交通运输领域		城际铁路、资源开发性铁路和支线铁路，铁路客货运输商业类、延伸类业务项目	列入中长期铁路网规划、国家批准的专项规划和区域规划的铁路项目
		收费公路项目（不含投资规模大、建设难度高的收费公路项目）	投资规模大、建设难度高的收费公路等项目
		低运量轨道交通项目	城市地铁、轻轨和市域（郊）铁路项目
水利领域		具有发电功能的小型水利项目	具有发电功能的大中型水利项目
新型基础设施领域	智慧城市、智慧交通、智慧农业、智慧能源项目		
	数据中心项目		
	人工智能算力基础设施项目		
	民用空间基础设施项目		
能源领域			农村电网改造升级项目
			油气管网主干线或支线项目
			石油、天然气储备设施项目

“化债”催化的本质，是环保商业模式变革，优质资产价值重估

- ✓ 环保的成长不依赖于政府财政支付。2019年以来中国公共财政支出中，节能环保的总金额与占比持续下降，2022年，节能环保支出占比仅为2.1%。同期，中国环保产业产值稳定增长，2021年中国环保产值增速11.8%，对于GDP贡献达1.9%。环保相较于财政支出的逆势增长，反应出环保成长并不完全依赖于政府财政，1) To G环保市场化价格机制改革持续推进：水价市场化改革、垃圾焚烧竞价上网与垃圾收费制度、燃气上下游成本联动等等出台均推动了环保商业模式变革。2) To B环保展现出高景气度：经济转向高质量发展，激发环保新需求，再生资源、节能降碳、先进环保装备等领域优质公司涌现，推动行业迎来市场化优质成长。

图：节能环保财政支出金额与占比2019年以来开始下滑



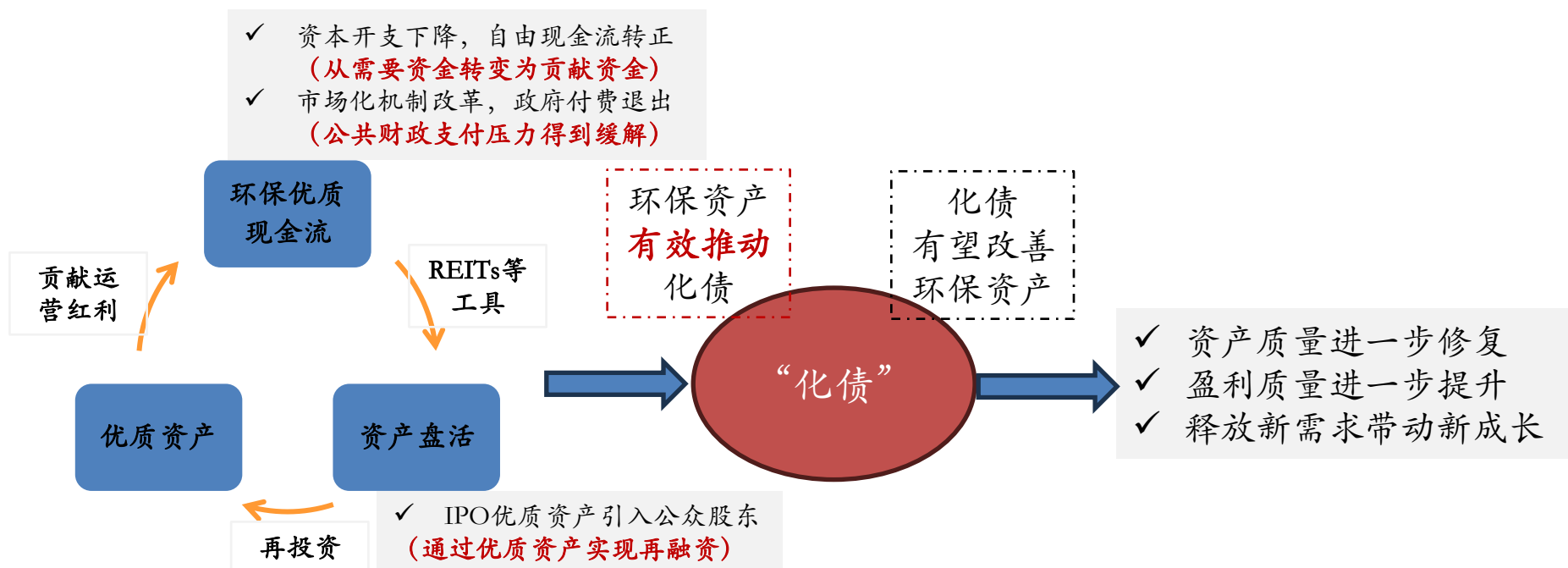
图：环保产值与GDP贡献持续提升



“化债”催化的本质，是环保商业模式变革，优质资产价值重估

- ✓ 最有效的化债是降低政府财政压力，盘活资产，优质资产价值重估。被动接收“化债”带来的边际变化将有利于提升环保资产质量，释放新需求，但环保资产本质将有效推动地方政府“化债”：1) 基于环保现金流资产持续积极变化趋势，财政支付压力减轻；2) 通过公募REITs等工具盘活存量优质资产；3) 再投资带动经济并持续贡献优质项目，实现稳健增长优质闭环。

图：“化债”催化的本质，是优质资产价值重估



关注资产质量修复弹性与新增需求释放

✓ 政府客户占比高以及工程类型模式为主的细分板块前期受地方财政、债务压力影响较大。随着“一揽子化债方案”逐步落地，资产质量迎来修复。万亿国债增发、PPP新机制落地等相关政策推进，高质量需求得到释放。重点关注总资产中应收类科目占比高，利润受减值影响较大的细分方向，重点关注：环卫、生态修复。

表：2022-2023Q1-3应收科目占比、减值影响梳理

板块	应收类科目/总资产			减值影响		
	2022	2023H1	2023Q1-3	2022	2023H1	2023Q1-3
环保板块	19.1%	19.5%	19.8%	-4.8%	-1.5%	-1.5%
水务	14.9%	15.6%	16.3%	-4.5%	-2.0%	-1.6%
水务工程	20.6%	21.2%	21.8%	-8.3%	-4.7%	-3.6%
水务运营	10.8%	11.8%	12.5%	-1.8%	-0.3%	-0.4%
固废	12.8%	14.4%	15.0%	-1.9%	-1.2%	-1.3%
垃圾焚烧	8.7%	10.3%	10.8%	-0.4%	-1.0%	-0.9%
环卫	23.6%	25.6%	26.4%	-4.0%	-1.7%	-1.8%
再生资源	15.4%	14.6%	15.0%	-2.0%	-1.2%	-1.1%
危废	17.2%	17.4%	17.3%	-3.7%	-1.1%	-1.4%
再生塑料	4.9%	5.7%	5.9%	-0.5%	-0.8%	-0.5%
生物柴油	6.2%	5.2%	5.1%	-0.8%	-0.2%	-0.1%
锂电回收	16.1%	14.6%	15.3%	-1.6%	-1.3%	-1.2%
环保设备	25.0%	27.1%	27.2%	-3.8%	-0.8%	-1.3%
大气治理	22.2%	21.1%	21.5%	-3.0%	-0.5%	-0.5%
生态修复	42.8%	42.4%	41.7%	-33.8%	-3.8%	-6.2%
设计咨询	39.9%	41.9%	41.3%	-4.6%	-1.6%	-1.9%
环境监测	20.9%	21.4%	21.7%	-7.4%	-0.7%	-1.2%
天然气	6.0%	5.9%	6.2%	-0.4%	-0.2%	-0.1%



目 录

■ 环保&天然气2023年三季度报综述

- ✓ 环保：成长向上，质量提升
- ✓ 天然气：稳健成长，现金优异

■ 关键字：现金流、高成长 α 、化债修复

- ✓ 关键字之现金流：优质运营资产稳定增长，资本开支下降分红率提升
- ✓ 关键字之高成长 α ：高技术壁垒的龙头彰显成长性
- ✓ 关键字之化债修复：化债带来的修复与需求释放值得期待

■ 投资建议与风险提示

表：重点推荐（截至2023/11/17）

关键字	细分赛道	公司代码	公司简称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）/归母净利润YOY			PE		
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
现金流	水务	600461.SH	洪城环境	95	10.5	11.9	12.7	9.1	8.0	7.5
					11%	14%	7%			
		000598.SZ	兴蓉环境 (建议关注)	165	17.4	19.3	21.0	9.5	8.6	7.9
					8%	11%	9%			
		601158.SH	重庆水务 (建议关注)	267	17.5	19.3	21.0	15.2	13.8	12.7
					-8%	10%	9%			
	垃圾焚烧	301109.SZ	军信股份 (建议关注)	67	5.3	5.7	6.3	12.7	11.8	10.7
					13%	8%	10%			
		002034.SZ	旺能环境 (建议关注)	65	7.7	8.8	9.9	8.3	7.4	6.5
					7%	13%	13%			
		603568.SH	伟明环保	305	19.8	27.7	33.9	15.4	11.0	9.0
					20%	40%	22%			
	天然气	605368.SH	蓝天燃气	70	6.7	7.4	8.1	10.5	9.5	8.7
					13%	10%	10%			
		605090.SH	九丰能源	153	13.2	16.9	18.8	11.6	9.1	8.1
					21%	28%	12%			
		600803.SH	新奥股份	504	62.0	75.5	86.6	8.1	6.7	5.8
					6%	22%	15%			
高技术壁垒龙头	半导体治理	688376.SH	美埃科技	51	1.7	2.5	3.2	29.4	20.3	15.7
					40%	45%	29%			
	压滤机	603279.SH	景津装备	136	10.7	13.7	17.1	12.7	9.9	7.9
					29%	28%	25%			
	光伏电池片+水泥固碳	301030.SZ	仕净科技	59	2.4	9.0	12.5	24.5	6.5	4.7
					147%	277%	38%			
	矿山绿电+全产业链储能	600388.SH	龙净环保	158	10.5	15.6	22.8	15.1	10.1	6.9
					31%	48%	46%			
	再生资源	603588.SH	高能环境	121	9.4	11.8	14.4	12.8	10.2	8.4
					36%	25%	22%			
化债修复	环卫	603686.SH	福龙马	45	2.9	3.4	4.0	15.4	13.1	11.2
					12%	18%	17%			

✓ 政策推广不及预期：

政策推广执行过程中面临不确定的风险，可能导致政策执行效果不及预期。

✓ 融资环境改善不及预期：

融资环境虽有改善，但与国内总体经济情况、宏观调控、外围市场变化息息相关，可能导致融资环境改善不及预期

✓ 财政支出低于预期：

财政支出受国家宏观调控影响，存在变化的可能，且不同地方政府财政情况不同，可能导致财政支出实际执行效果不及预期

✓ 行业竞争加剧：

环保燃气行业市场参与者众多，竞争激烈。且随着行业模式、竞争格局以及国企央企入主等的变化，企业实力增强，行业竞争加剧

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园