



# 一场轮回，终点亦起点

## ——环保行业2019年投资策略

作者：殷中枢  
执业证书编号：S0930518040004  
2019年1月10日

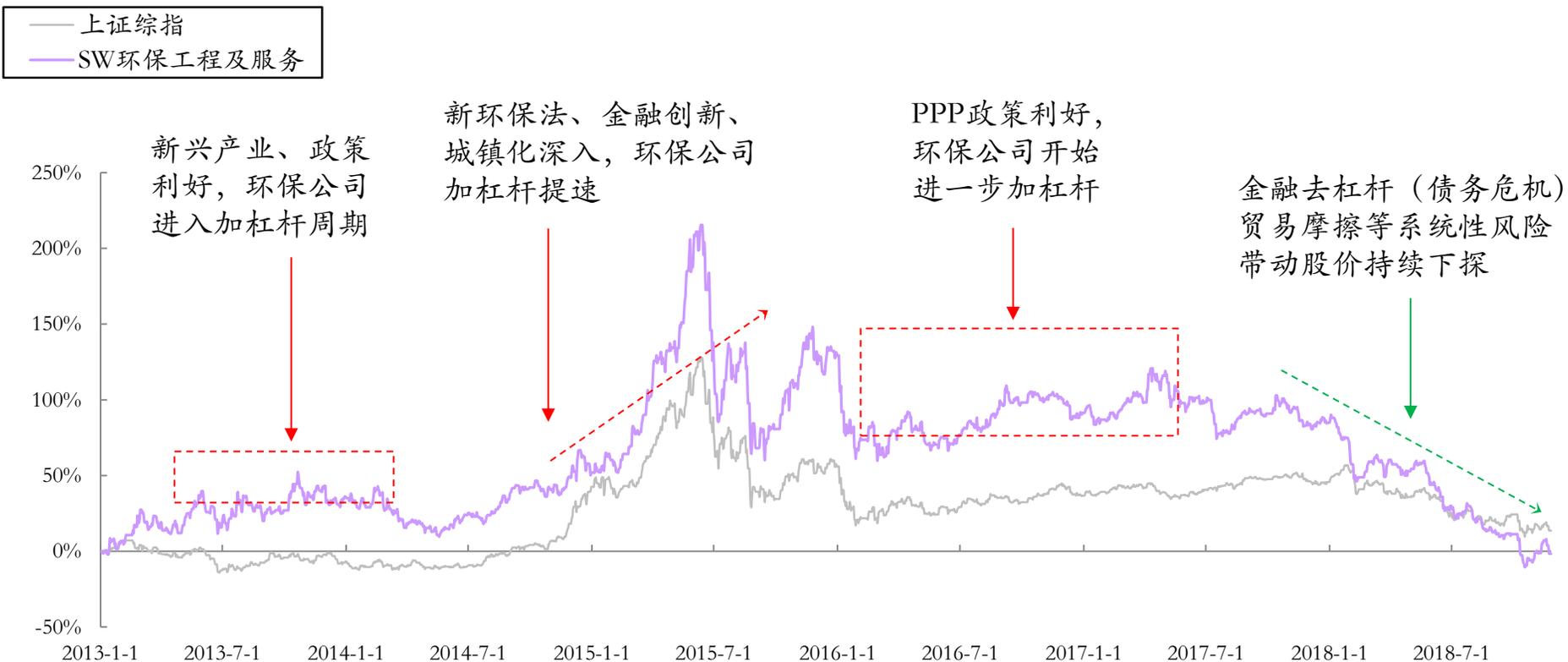
- 1、2018年复盘——却也只是一场轮回
- 2、问道“政策底”——行业趋势与破局法门
- 3、2019年策略——寻找新的起点
- 4、观点总结与投资建议
- 5、风险分析

# 一、2018年复盘——却也只是一场轮回

- 1.1 环保公司的杠杆周期
- 1.2 去杠杆不仅是“双杀”

# 环保公司的杠杆周期

图：五年是一场轮回，难道只是杠杆之过？

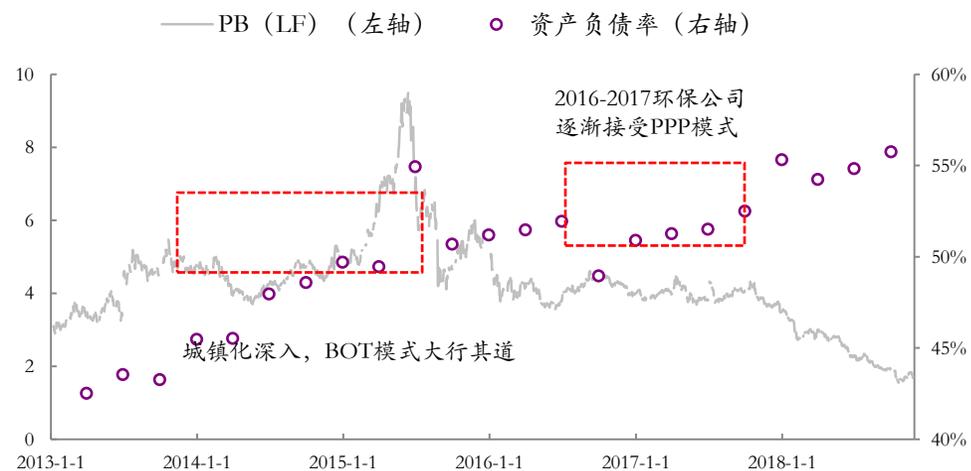


资料来源：Wind

# 环保公司的杠杆周期

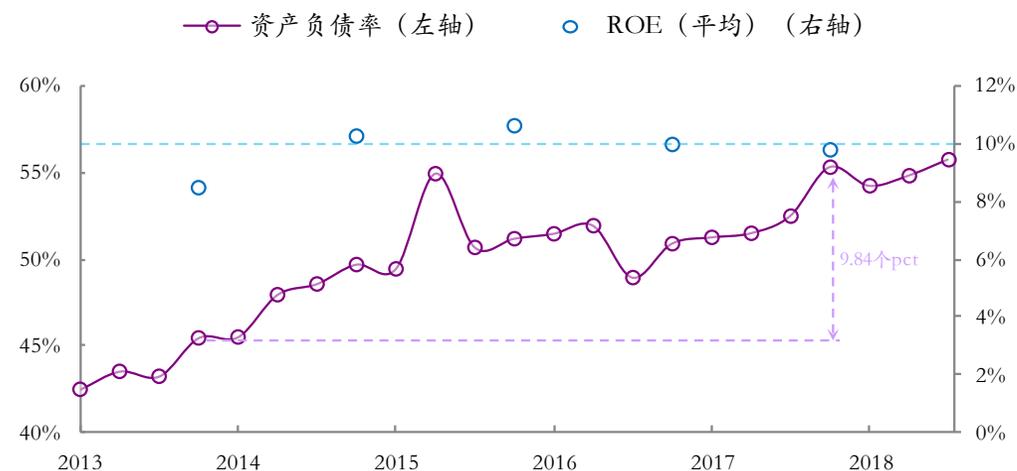
- 环保公司持续加杠杆，为什么2015年和2017年是两个波峰？
- ROE未有明显改善，说明杠杆逐步提升，收益利差在缩小
- PE/PB在2015年达到峰顶后持续下探

图：PB和资产负债率走势



资料来源：Wind

图：ROE和资产负债率走势



资料来源：Wind

# 环保公司的杠杆周期

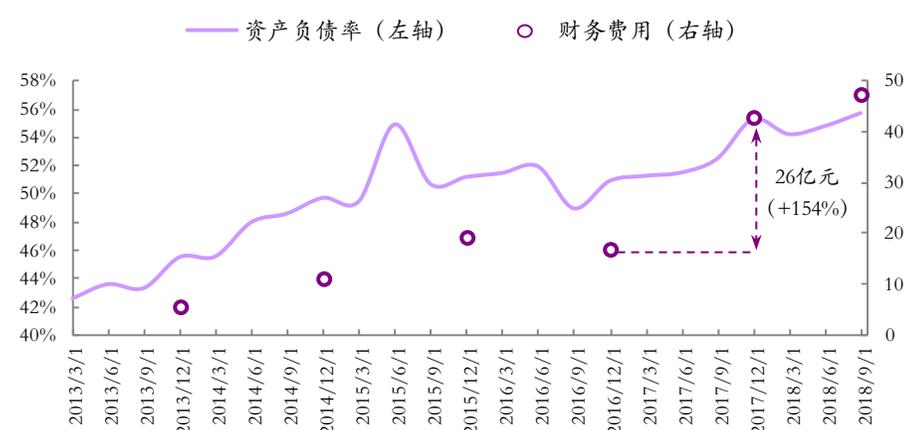
- 市场控制杠杆率的情况下，环保企业杠杆率持续上升
- 环保行业财务费用在2015年和2017年显著上升

图：上证综指资产负债率和财务费用走势



资料来源：Wind，右轴：亿元

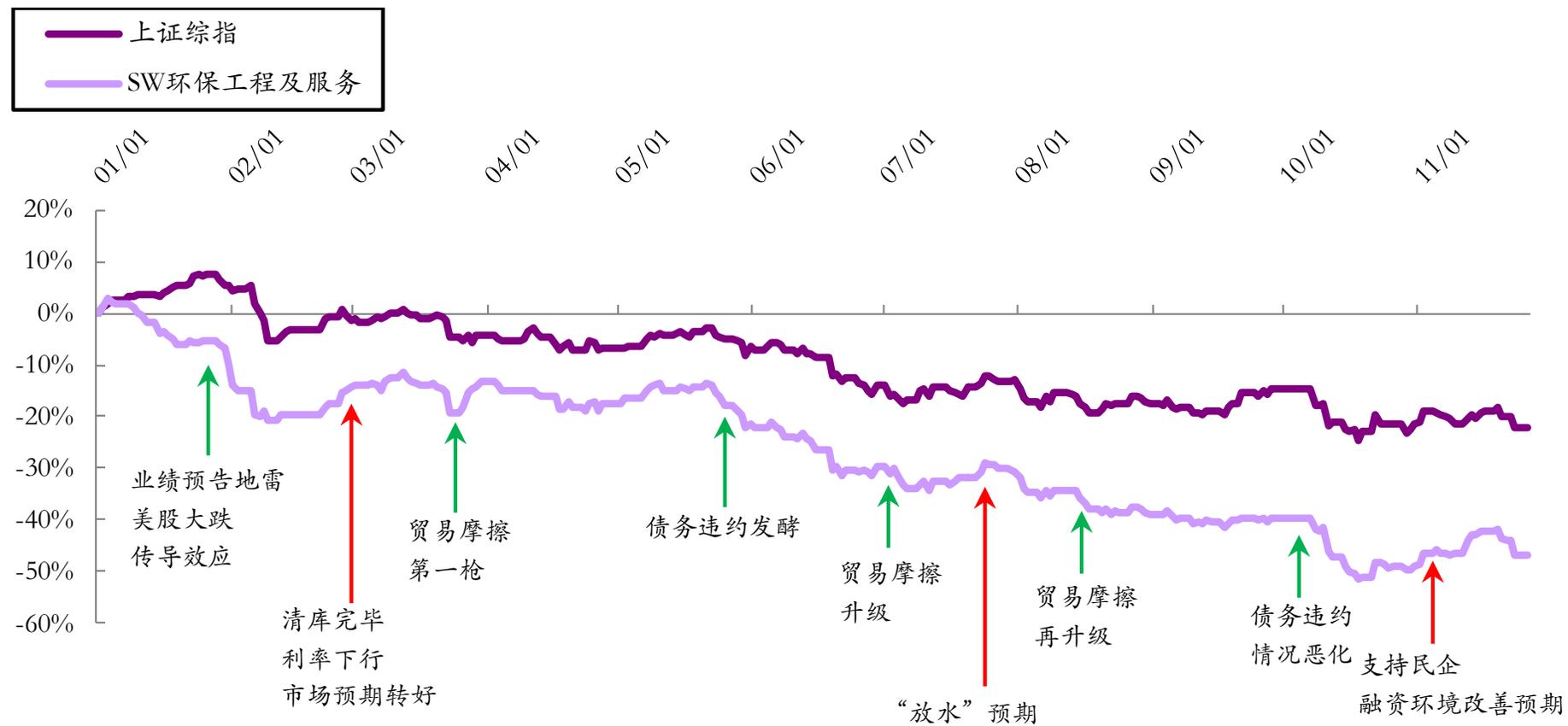
图：SW环保工程及服务资产负债率和财务费用走势



资料来源：Wind，右轴：亿元

# 去杠杆不仅是“双杀”

图：环保行业2018年“双杀”走势复盘

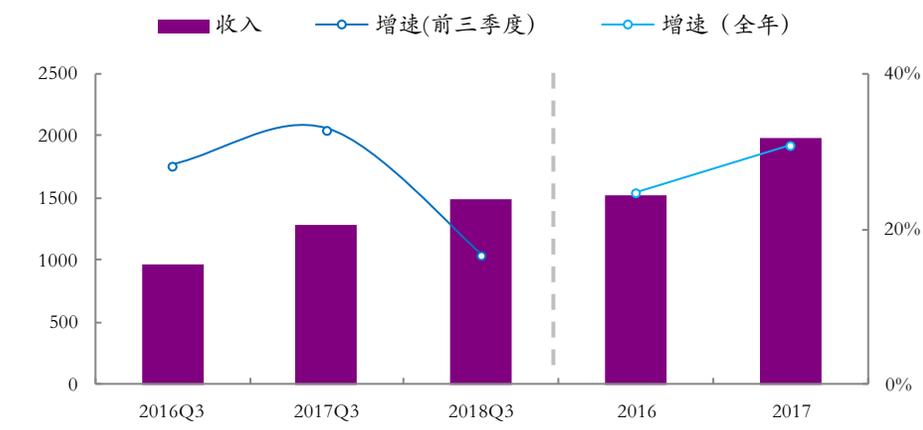


资料来源：Wind

# 去杠杆不仅是“双杀”

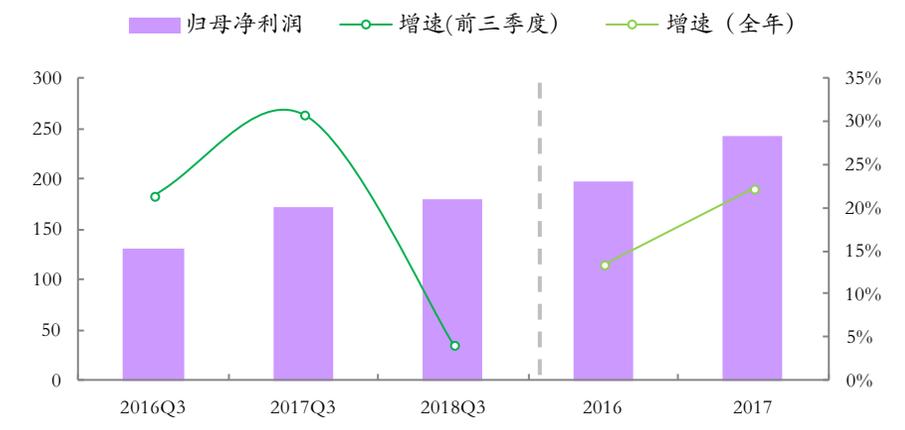
- 74家环保上市公司为样本进行统计、分类以及分析、解读
- 2018年前三季度总收入为1494.85亿元，同比增长16.76%；  
归母净利润179.06亿元，同比增速4.07%，业绩增速断崖式下滑

图：环保板块2016-2018Q3及年度营业收入及增速



资料来源：Wind，左轴：亿元

图：环保板块2016-2018Q3及年度净利润及增速

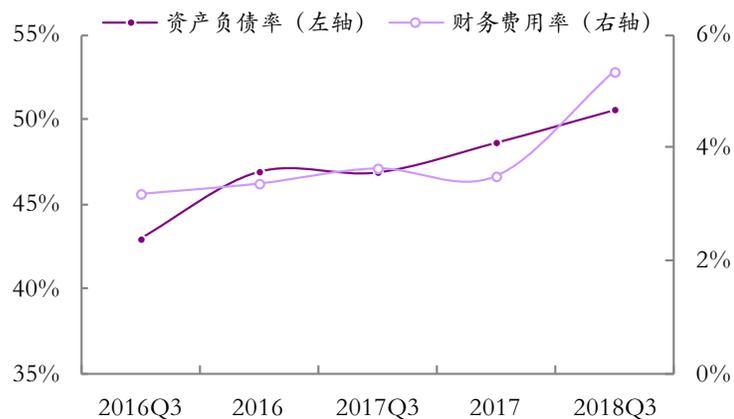


资料来源：Wind，左轴：亿元

# 去杠杆不仅是“双杀”

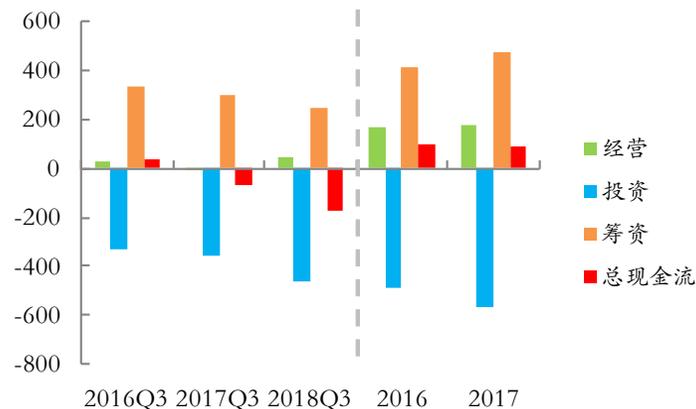
- 资产负债率（+3.71个pct）及财务费用率（+1.71个pct）持续攀升
- 2018Q2开始筹资变难，2018Q3开始投资缩水

图：2016-2018资产负债率和财务费用率



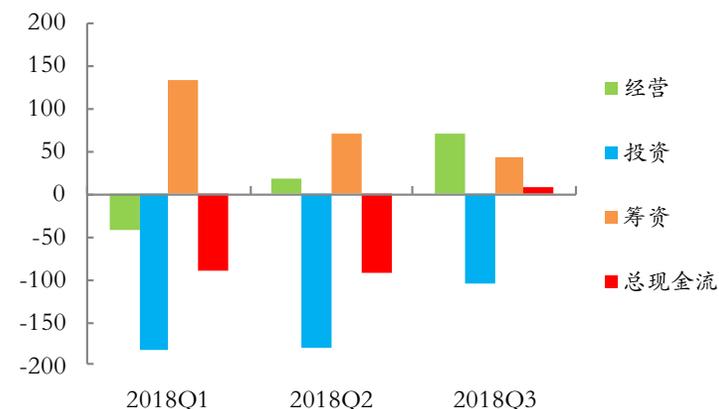
资料来源：Wind

图：2016-2018经营、投资、筹资现金流净额



资料来源：Wind，单位：亿元

图：2018年各季度经营、投资、筹资现金流净额

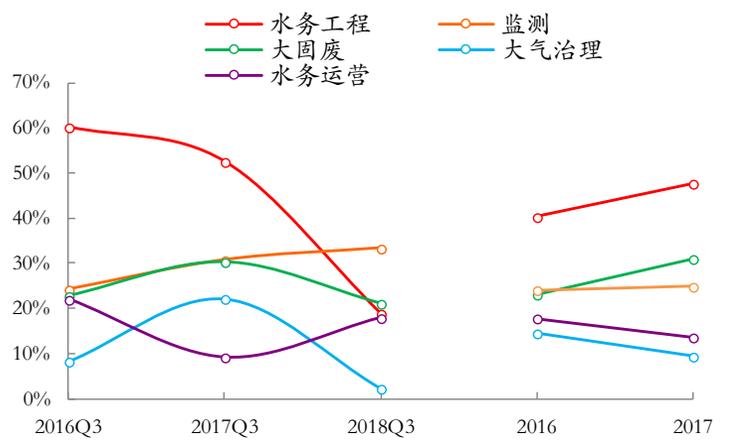


资料来源：Wind，单位：亿元

# 去杠杆不仅是“双杀”

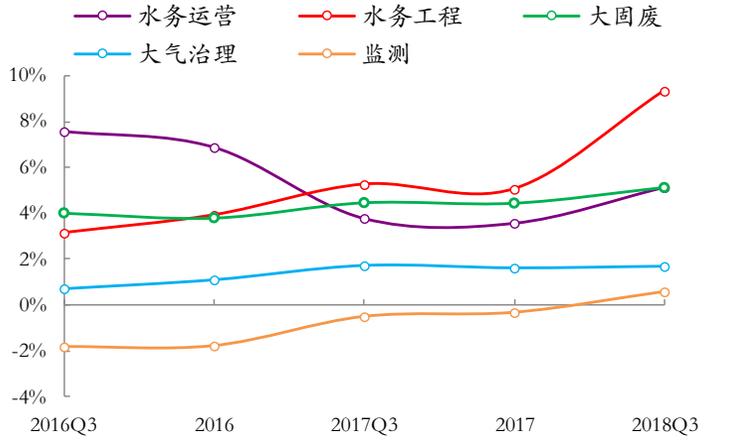
- 环保板块分为：大气治理、水务工程、水务运营、大固废、监测，五个子领域
- 运营、设备类受“去杠杆”影响较小，投资、PPP类影响较重
- “熵减过程、负外部性、市场化”等问题——环保类民企加杠杆的意愿？

图：各细分板块2016-18Q3收入增速



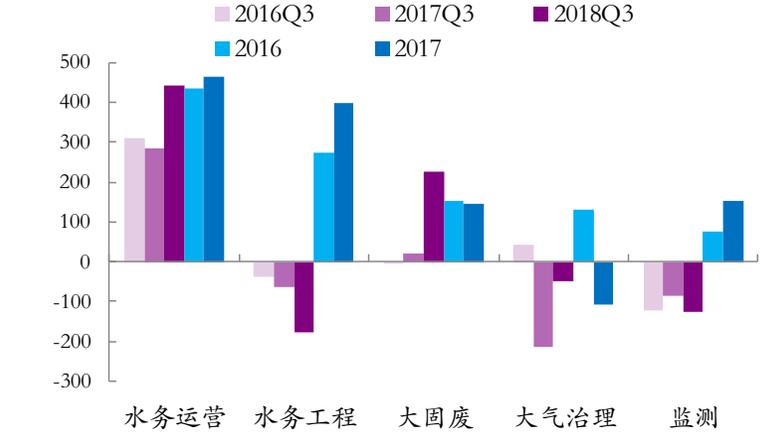
资料来源：Wind

图：各细分板块2016-18年Q3财务费用率



资料来源：Wind

图：各细分板块2016-18Q3经营性现金流



资料来源：Wind，单位：亿元

- 1、2018年复盘——却也只是一场轮回
- 2、问道“政策底”——行业趋势与破局法门
- 3、2019年策略——寻找新的起点
- 4、观点总结与投资建议
- 5、风险分析

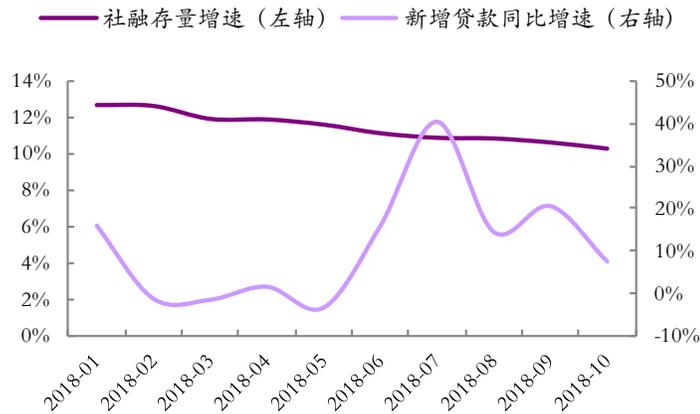
## 二、问道“政策底”——行业趋势与破局法门

- 2.1 资金向民企传导逐步转好
- 2.2 迫使央/ 国企要走在前面
- 2.3 排污成本内部化水平增加

# 资金向民企传导逐步转好

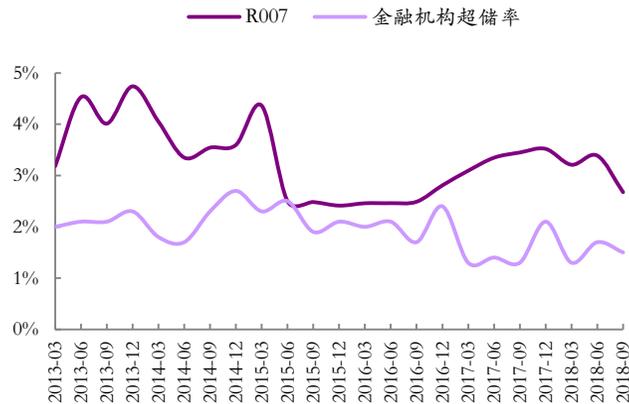
- 政策基调改变，对冲宏观经济下行，从“严监管”到“稳健务实”
- 11月1日，民企座谈会后，政策将对民企倾斜，但传导需要时间
- “政策底”——体现在民营环保企业的底线信号：“不能死”

图：社融和对实体发放贷款增速均持续下滑



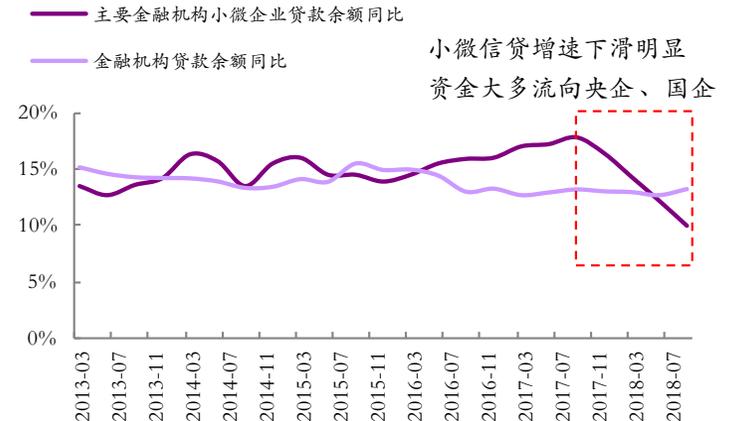
资料来源：Wind

图：2018Q2以来银行间流动性宽松



资料来源：Wind

图：中小微企业融资环境发生恶化



资料来源：Wind

# 资金向民企传导逐步转好

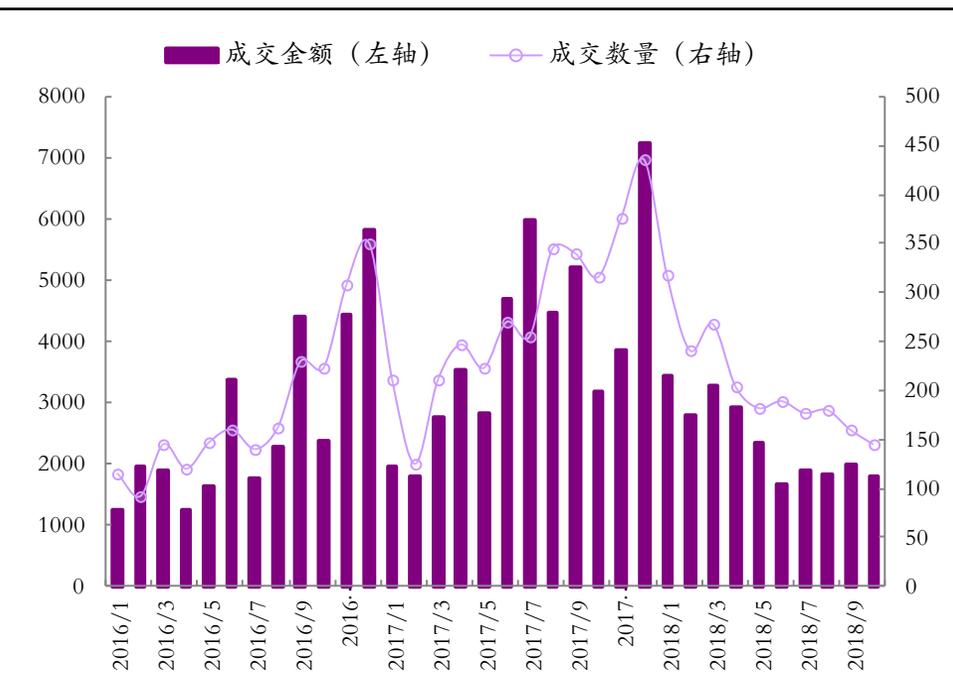
- 民企融资环境将逐步改善、PPP政策明细且将更支持环保
- 市场整体风险偏好提升利于估值，业绩及报表改善尚需时间

表：近期PPP相关政策一览

时间	事件	相关内容
10月31日	国务院印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》	规范有序推进PPP项目，鼓励地方依法合规采用PPP方式撬动社会资本特别是民间投资投入补短板重大项目；积极推进符合条件的PPP项目发行债券、规范开展资产证券化
11月9日	财政部印发《政府会计准则第8号——负债》	明确未来发生的经济业务或者事项形成的义务不属于现时义务，不应当确认为负债
11月23日	财政部PPP中心主任焦小平在中国PPP融资论坛上的讲话	强调依法合规的10%支出红线以内的PPP支出责任并不属于隐性债务，必须纳入预算；PPP项目优先支持污染防治、基础公共服务补短板等项目；环境领域选取示范项目，专项资金支持；民营企业平等享受PPP的国家财政政策，提高PPP基金投资民营企业参与项目的比例；
未来	PPP条例，规范PPP发展的相关意见等	规范化、健康化发展PPP项目

资料来源：各政府官网，光大证券研究所整理

图：PPP项目月度成交金额及成交项目走势

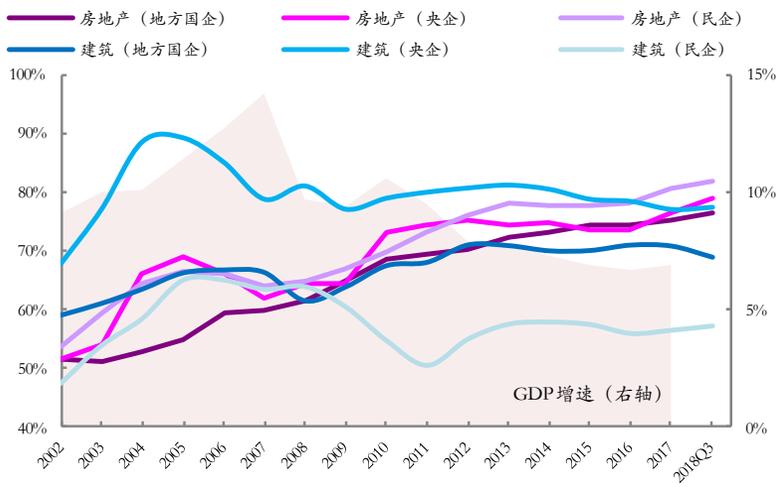


资料来源：明树数据，左轴：亿元；右轴：个

# 迫使央/ 国企要走在前面

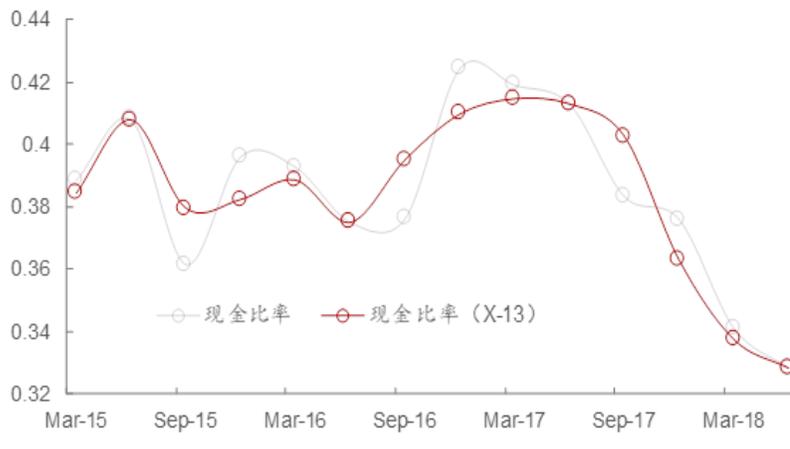
- 民营企业加杠杆意愿有限：债务危机后“去杠杆”政策放松；房地产类民企风险较大
- 地方政府加杠杆空间有限：隐性债务问题依然较大，论持久战
- 央/国企是托底经济的基石：前期去杠杆主体，基建类2016以来负债率降4%左右
- 经济、市场、政策的博弈：大型项目、补短板项目——短中期迫使央/国企要走在前面

图：下行周期，谁将担当经济托底作用？



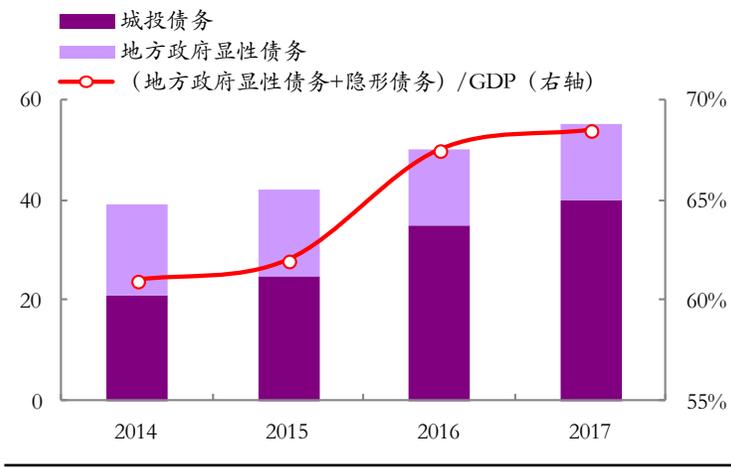
资料来源：Wind，折线为各行业资产负债率情况

图：民营企业加杠杆意愿有限



资料来源：Wind，光大证券固收组整理  
 注：截止2018H1，剔除了金融和地产企业

图：地方政府加杠杆能力有限



资料来源：Wind，光大证券宏观组整理，  
 左轴：万亿元

# 迫使央/ 国企要走在前面

## ■ 国有企业的参与度将提高：股权方式、大型项目、补短板项目

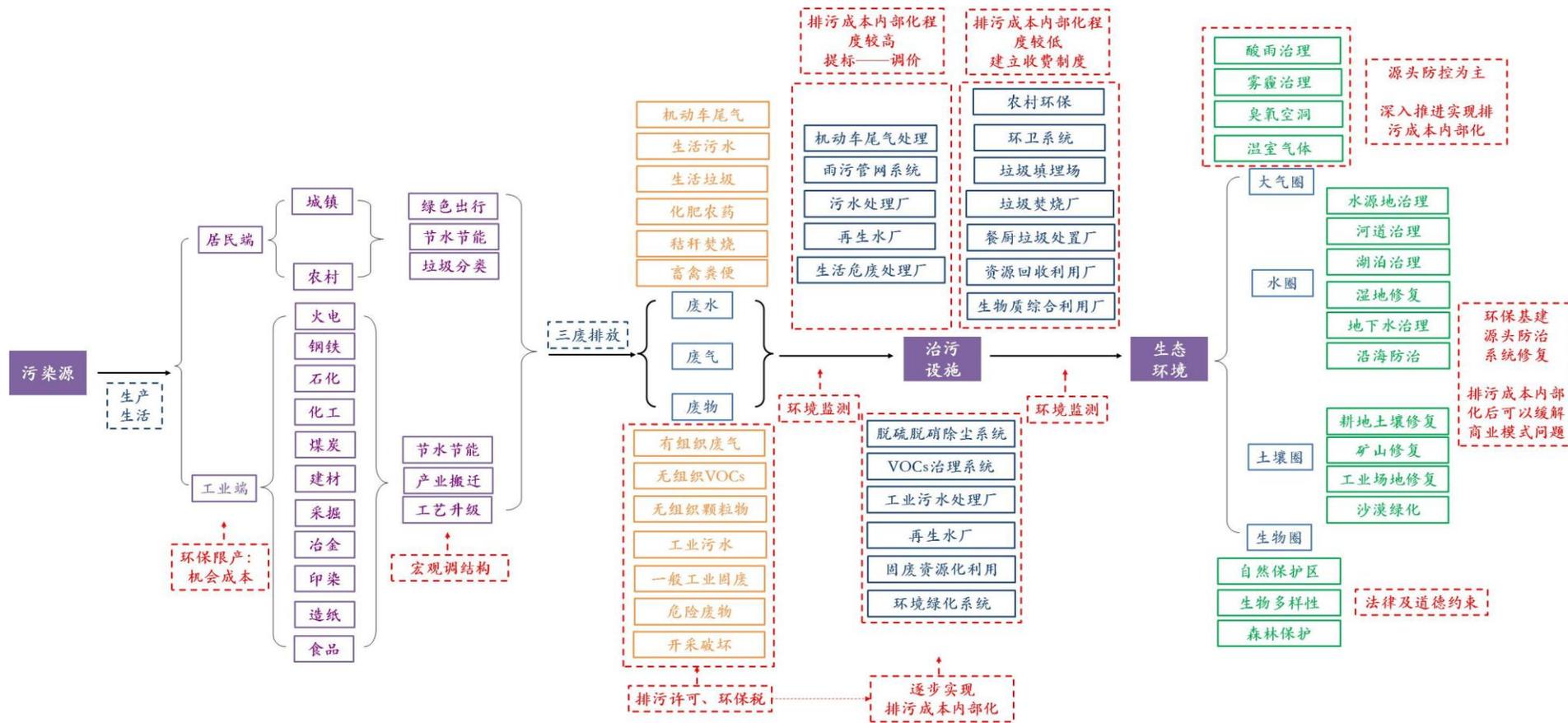
表：2018年国企与环保上市公司合作情况汇总

序号	时间	上市公司	合作国企	合作方式
1	5月	盛运环保	川能集团（四川省国资）	股权转让
2	8月	*ST凯迪	中站华信（中国舆情战略研究中心）	资产重组
3	8月	三聚环保	海淀国投（北京市海淀区国资）	股权转让
4	10月	环能科技	中建启明（中建集团）	股权转让
5	10月	永清环保	金阳投资（浏阳市国资）	股权转让
6	10月	天翔环境	四川铁投（四川省国资）	战略合作框架协议
7	10月	兴源环境	国资平台两家+中国煤炭地质总局	股权转让
8	11月	东方园林	盈润汇民基金（北京市朝阳区国资）	股权转让
9	11月	神雾环保	南昌市政府	产业基金
10	11月	中金环境	无锡市政（无锡市国资）	股权转让
11	11月	美晨生态	潍坊城投（潍坊市国资）	股权转让

资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

# 排污成本内部化水平增加——环保行业破局的终极法门

- 市政——“价”的逻辑：固废领域、农村环保探索居民收费制度，水务提标提升水价
- 工业——经济 Vs. 环保：严监管+排污许可证+环保税，深化生产者责任延伸、生态补偿



## 结论：“政策底”后——行业的三大趋势

- 民营企业的融资环境将改善，但报表修复尚需时间：**系统性风险偏好修复逻辑**
- 中央/国有企业通过股权及大型项目方式提升参与度：**主题性投资逻辑**
- **排污成本内部化是从体制上解决环保问题的长效法门：生态补偿机制、生产者责任延伸、排污许可制度、环保税制度、居民排污收费制度——价的逻辑，解决商业模式问题**

- 1、2018年复盘——却也只是一场轮回
- 2、问道“政策底”——行业趋势与破局法门
- 3、2019年策略——寻找新的起点
- 4、观点总结与投资建议
- 5、风险分析

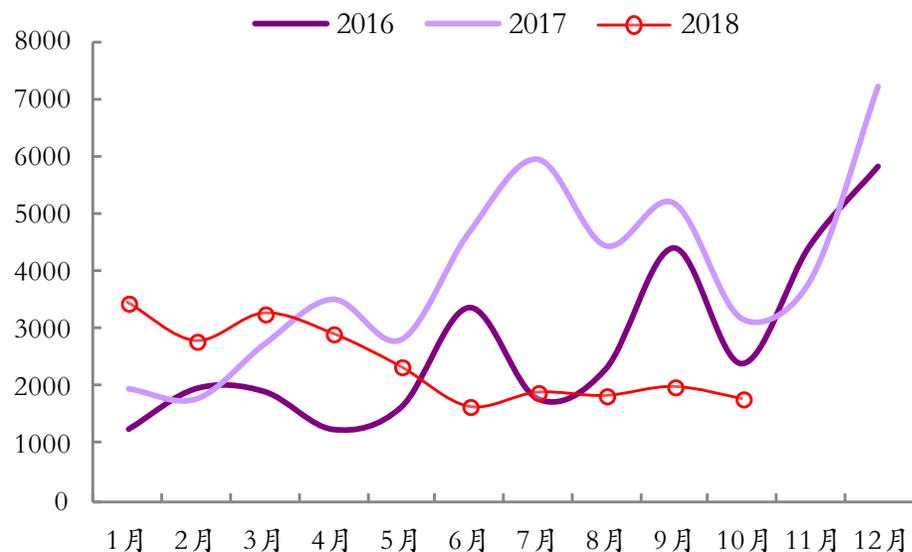
## 三、2019年策略——寻找新的起点

- 3.1 板块整体估值修复机会：融资环境改善确定性强
- 3.2 业绩和现金流的考量：固废监测水务更具确定性
- 3.3 主题性投资机会：雄安/长江经济带，国资纾困

# 板块整体估值修复机会：融资环境改善确定性强

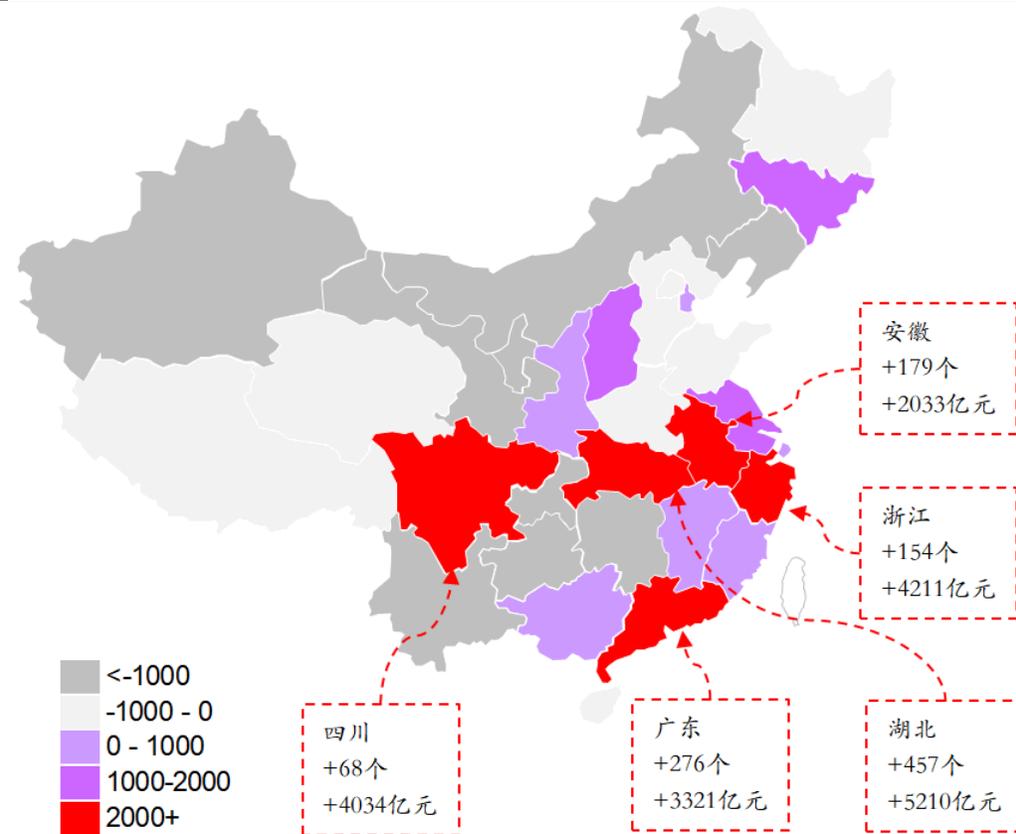
- “政策底”，市场利率有望下行，融资环境改善确定性强
- 工程类、PPP类公司，19年业绩改善难度大
- 估值会修复机会：市场整体风险偏好的提升

图：2016-2018年PPP项目成交金额情况



资料来源：明树数据，单位：亿元

图：财办金[2017]92号文发布之日起PPP项目净流出金额（新入库项目金额-清库项目金额）

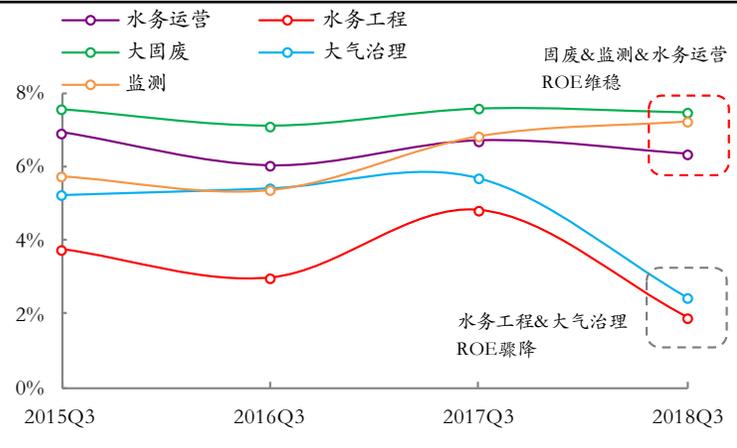


资料来源：明树数据，截止2018年11月26日

# 业绩和现金流的考量：固废监测水务更具确定性

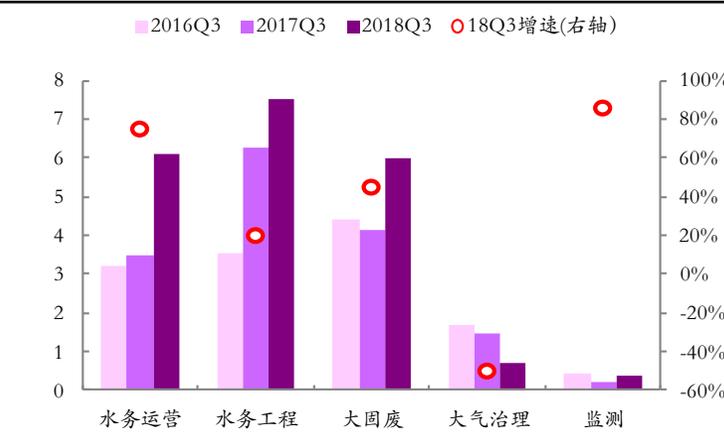
- 受融资环境和PPP政策利空影响，水务工程ROE2018年骤降
- 水务工程资本性支出增速显著降低，固废&监测&水务（运营）维持增长预期
- 水务工程业绩不及预期程度最高，水务运营&监测业绩稳定性表现最佳

图：各细分板块Q3 ROE (加权)



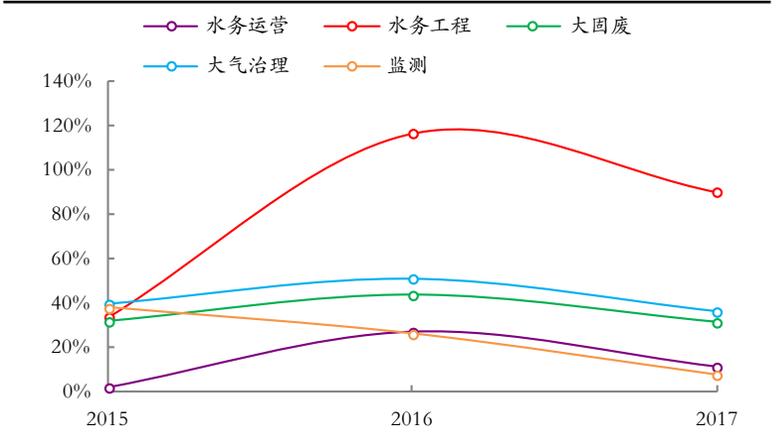
资料来源：Wind

图：各细分板块Q3 CAPEX及2018Q3增速



资料来源：Wind，左轴：亿元

图：各细分板块“归母净利润失望曲线”



资料来源：Wind

注：失望率=当年预期增速-实际增速

# 业绩和现金流的考量：固废监测水务更具确定性

## ■ 固废的超额收益：产能及项目质量提升的预期

表：A股各垃圾焚烧上市公司2016-2019年产能情况汇总

产能 (万吨/日)	2016	2017	2018E	2019E
伟明环保	0.98	1.12	1.41	1.64
YOY		14%	26%	16%
瀚蓝环境	1.23	1.11	1.26	1.65
YOY		7%	29%	22%
上海环境	1.23	1.11	1.26	1.65
YOY		-10%	14%	31%
中国天楹	0.64	0.84	0.87	1.14
YOY		31%	4%	31%
绿色动力	0.79	0.98	1.25	1.60
YOY		24%	28%	28%
旺能环境	0.85	0.95	1.22	1.57
YOY		12%	29%	28%
汇总	<b>5.70</b>	<b>6.09</b>	<b>7.27</b>	<b>9.25</b>
YOY		<b>7%</b>	<b>19%</b>	<b>27%</b>

表：A股各垃圾焚烧上市公司2016-2019年产量情况汇总

产能 (万吨/日)	2016	2017	2018E	2019E
伟明环保	334.09	372.42	444.04	562.96
YOY		11%	19%	27%
瀚蓝环境	556.67	526.80	585.81	768.66
YOY		8%	18%	27%
上海环境	406.35	377.91	429.21	500.31
YOY		-7%	14%	17%
中国天楹	223.20	252.00	304.20	388.80
YOY		13%	21%	28%
绿色动力	248.40	298.83	367.86	513.36
YOY		20%	23%	40%
旺能环境	262.08	271.08	327.03	433.08
YOY		3%	21%	32%
汇总	<b>2030.79</b>	<b>2099.05</b>	<b>2458.15</b>	<b>3167.18</b>
YOY		<b>3%</b>	<b>17%</b>	<b>29%</b>

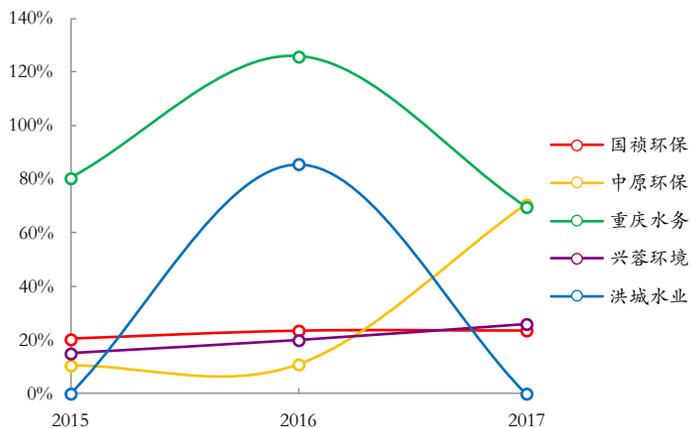
资料来源：Wind

注：产能即垃圾处理能力（万吨/日），产量即垃圾处理量（万吨/年）

# 业绩和现金流的考量：固废监测水务更具确定性

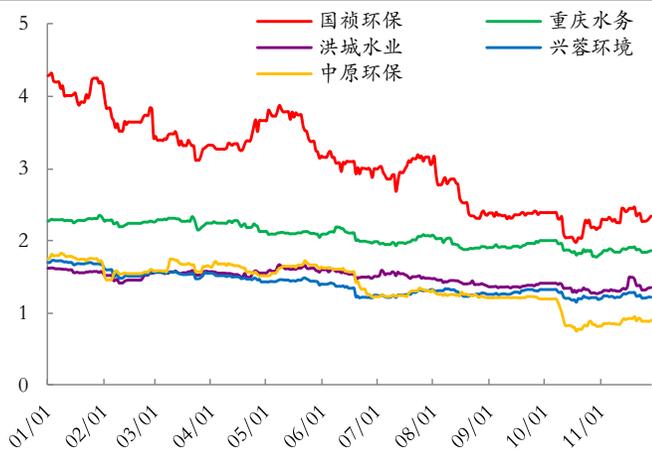
■ **水务运营的超额收益**：基于PB，看分红、ROE、成长因素的正向变化（如提水价、产能落地、分红率提升）

图：各水务（运营）公司现金分红比例



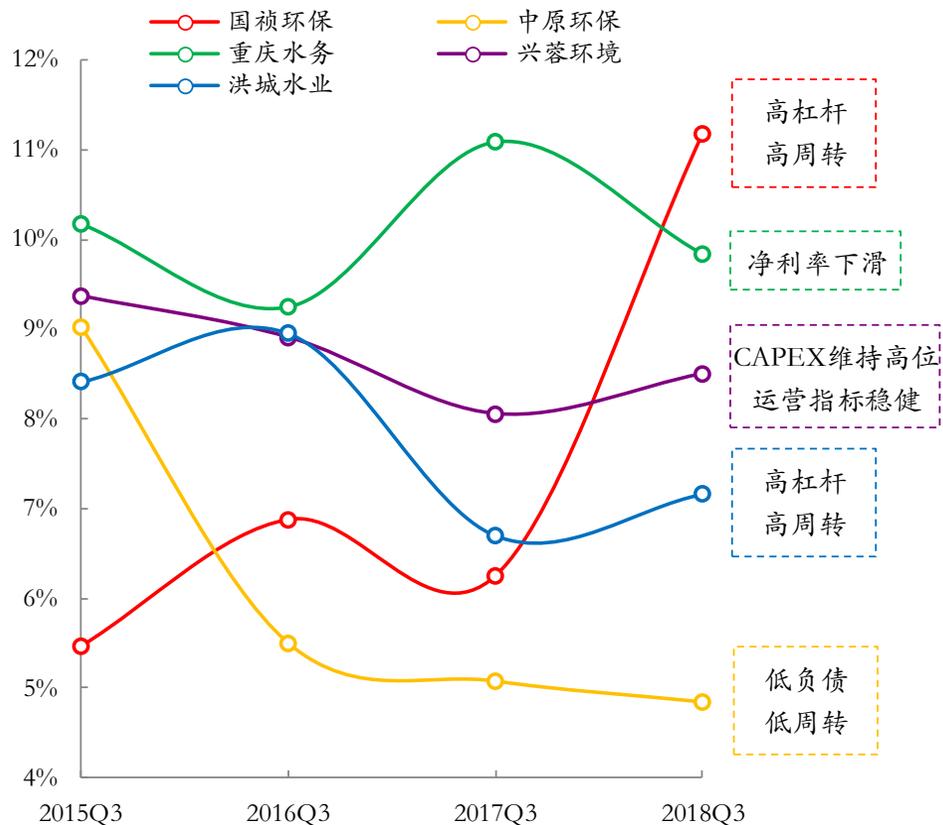
资料来源：Wind

图：各水务（运营）公司2018年PB (LF)



资料来源：Wind

图：各水务（运营）公司ROE走势



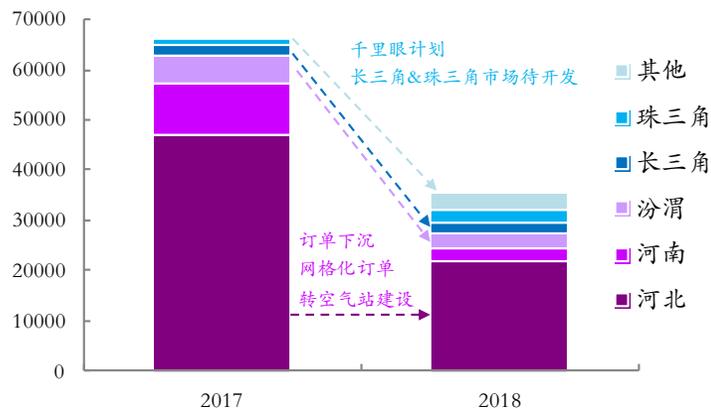
资料来源：Wind

# 业绩和现金流的考量：固废监测水务更具确定性

## ■ 监测行业的超额收益：环保政策推动订单释放，促进业绩维持增长

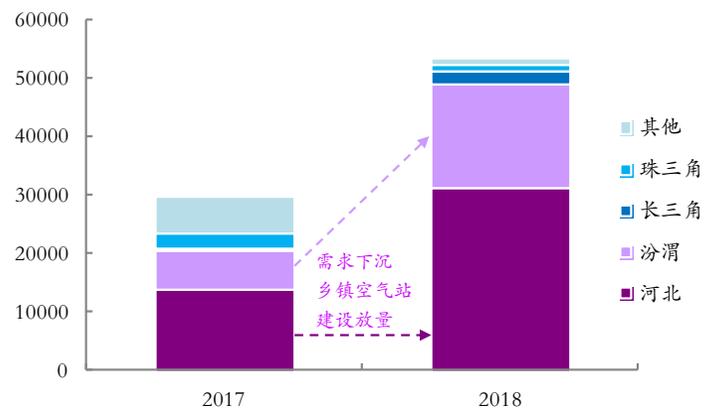
- 大气网格化订单，增速较平稳，未来看拓展（从京津冀至长三角、珠三角）
- 空气监测订单下沉进展较快（从网格化到乡镇一级的空气站建设）
- 水质监测和空气监测本质不同，未来省内连续性内生需求尚需观察

图：先河环保大气网格化订单



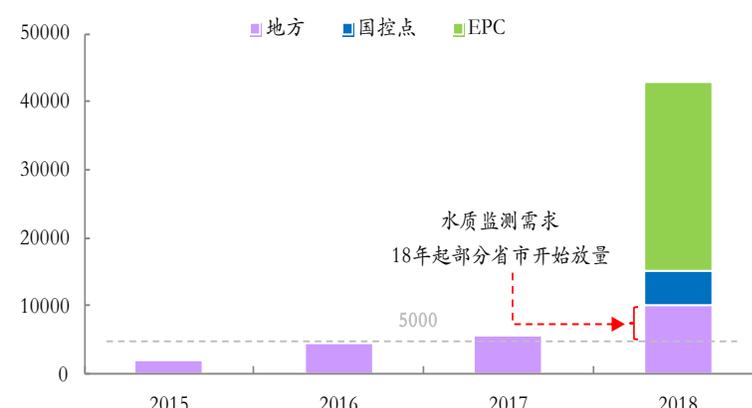
资料来源：千里马招标网，单位：万元

图：先河环保空气站建设订单



资料来源：千里马招标网，单位：万元

图：先河环保水质监测订单



资料来源：千里马招标网，单位：万元

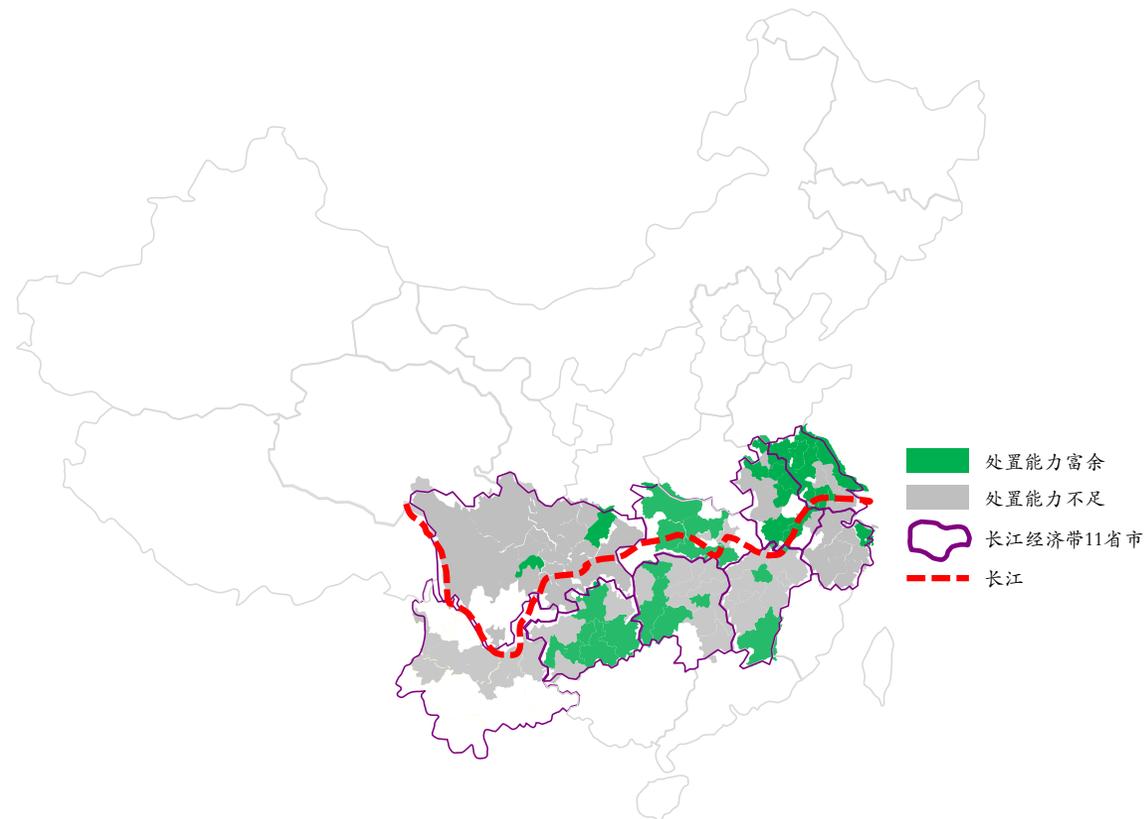
# 主题性投资机会：雄安/长江经济带，国资纾困

## ■ 基建投资：央/国企引领，民营环保公司做配套

- (1) 雄安新区环保基建：治水+基建
- (2) 长江经济带环保治理：治水+危废

## ■ 股权方式：壳、纾困、战投等

图：长江经济带11省市危废处理缺口（2017年）



资料来源：各城市《固体废物污染环境防治信息》，光大证券研究所；  
数据年份：2017年

表：雄安新区与环境治理相关市场测算结果汇总

项目内容	300万人	500万人
市政给排水设施投资累计（亿元）	72.2	120.4
环卫及垃圾处理投资累计（亿元）	10.4	17.4
水环境生态整治投资累计（亿元）	685.0	850.0
市政综合管廊建设投资（亿元）	224.4	224.4
植树造林投资（亿元）	200	200
<b>环境治理相关投资累计（亿元）</b>	<b>1192.0</b>	<b>1247.2</b>
市政给排水运营（亿元/年）	14.9	24.9
环卫及垃圾处理运营（亿元/年）	1.6	2.7
<b>市政环保运营五年累计（亿元）</b>	<b>82.5</b>	<b>138.0</b>

资料来源：光大证券研究所测算  
注：测算为以当前实际情况和城市规划方法估算，实际情况以政府最终规划为准

- 1、 2018年复盘——却也只是一场轮回
- 2、 问道“政策底”——行业趋势与破局法门
- 3、 2019年策略——寻找寻找新的起点
- 4、 观点总结与投资建议
- 5、 风险分析

## 四、观点总结与投资建议

- 1.国家对前期监管政策调整的新起点，融资环境将逐渐改善
- 2.市场对行业投资属性认识的新起点，对业绩和现金流越来越重视
- 3.功能财政的新起点,主题性投资机会：雄安/长江经济带，国资纾困

（买入）：瀚蓝环境、洪城水业、先河环保

（增持）：上海环境、旺能环境

行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	目标价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
				17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E	本次	变动
600323	瀚蓝环境	13.62	18.54	0.85	1.03	1.18	16	13	12	2	1.8	1.6	买入	维持
600461	洪城水业	5.60	7.27	0.35	0.41	0.47	16	14	12	1.3	1.2	1.1	买入	首次
300137	先河环保	8.25	10.12	0.34	0.52	0.66	24	16	13	2.8	2.4	2	买入	维持
601200	上海环境	13.44	14.83	0.72	0.74	0.83	19	18	16	1.7	1.6	1.5	增持	首次
002034	旺能环境	11.73	16.4	0.56	0.75	0.96	21	16	12	1.4	1.3	1.2	增持	首次

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年1月9日

- 1、 2018年复盘——却只是一场轮回
- 2、 问道“政策底”——行业趋势与破局法门
- 3、 2019年策略——寻找寻找新的起点
- 4、 观点总结与投资建议
- 5、 风险分析

## 五、风险提示

### 系统性风险：

- 贸易摩擦进一步升级，政策调整频繁

### 政策风险：

- 环保政策因经济下行而要求力度降低
- 地方政府债务释放更多隐性问题
- 金融机构对民企及环保支持力度低于预期
- PPP规范化政策出台进度低于预期

### 行业风险：

- 环保公司出清、整合速度低于预期
- 环保项目招标、执行进度低于预期
- 部分环保公司流动性、财务出现问题

# 谢谢观看！

THANK YOU!

## 光大证券研究所公用环保研究团队

**殷中枢**

**环保行业分析师**

执业证书编号：S0930518040004

电子邮件：yinzhongshu@ebscn.com

联系电话：010-58452063

**郝骞**

**联系人**

电子邮件：haoqian@ebscn.com

联系电话：021-52523827

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，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。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。