

市场贷款利率下行，板块估值有望修复

——环保及公用事业行业月报

分析师: 顾敏豪

执业证书编号: S0730512100001

gumh00@ccnew.com 021-50588666-8012

研究助理: 唐俊男

tangjn@ccnew.com 021-50588666-8016

证券研究报告-行业月报

同步大市 (维持)

盈利预测和投资评级

发布日期: 2019年02月27日

| 公司简称 | 18EPS | 19EPS | 19PE | 评级 |
|------|-------|-------|-------|----|
| 龙马环卫 | 0.92 | 1.15 | 11.90 | 增持 |
| 先河环保 | 0.47 | 0.61 | 16.18 | 买入 |
| 高能环境 | 0.46 | 0.64 | 14.89 | 增持 |

关键要素:

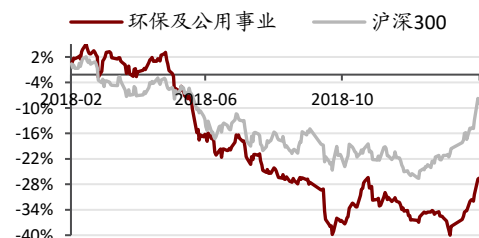
2019年1月, 中信(环保)指数同比下跌5.64%, 跌幅大于中小板指数(4.07%)、创业板指数(-0.06%)。2019年1月环卫服务和农村污水处理项目订单持续释放, 环境监测和固废处理项目订单释放平缓; 而废弃电器电子拆解物价格疲软。市场贷款利率持续下行, 建议关注业绩增长预期良好的低估值品种。

投资要点:

- **环卫服务市场化趋势继续向好。**环卫司南的统计数据显示: 2019年1月我国开标环卫服务项目1409个, 中标项目合同总金额286.31亿元, 首年服务金额63.92亿元。其中, 北京环境、北控城市服务投资、玉禾田等领先企业中标合同金额靠前。上市公司在固废处理类项目中标数量少预计与季节因素有关。
- **农村污水处理工程总包及PPP项目订单释放明显。**2019年1月, 污水处理设备及工程和运营公司陆续中标村镇污水处理以及提升改造工程项目。农村污水处理PPP项目可能存在后续污水处理量不足、当地财政支付能力有限、项目盈利能力不足等问题。融资成本低和丰富运营经验的污水处理公司具备优势。
- **贷款利率持续下行, 板块融资成本有望改善。**18年第4季度中国货币政策执行报告显示: 截至到18年12月, 企业贷款加权平均利率已经连续4个月降低; 微型企业贷款利率已经连续5个月降低, 累计下降0.39个百分点。19年1月份环保公司通过非公开发行股票、发行可转换公司债券、中期票据、公司债券和超短期融资券共10家。民企融资成本改善仍需要宽信用的逐步落地。
- **18板块全年业绩增速下滑预期落地。**截至18年1月31日, 环保板块52家公司发布18年业绩预告, 其中22家公司净利润中位数非负, 30家公司出现亏损。环境监测、固废处理、污水处理运营领域公司业绩增长稳健。
- **维持行业“同步大市”投资评级。**目前板块估值处于低位, 市场对板块预期较低, 维持行业“同步大市”投资评级。建议关注业绩增长预期良好的低估值品种, 包括龙马环卫、先河环保、高能环境。

风险提示: 环境工程类项目建设进度不及预期; 竞争激烈、毛利率下降。

环保及公用事业相对沪深300指数表现



相关报告

- 1 《环保及公用事业行业月报: 地方性环保政策不断, 关注业绩增长确定性领域》 2019-01-15
- 2 《环保及公用事业行业专题研究: 板块商誉集中度高, 关注业绩承诺兑现情况》 2019-01-04
- 3 《环保及公用事业行业点评报告: 巩固成果, 改善农村人居环境—中央经济工作会议之环保部分解读》 2018-12-24

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

内容目录

| | |
|-------------------|----|
| 1. 市场表现..... | 3 |
| 2. 行业政策及数据跟踪..... | 4 |
| 3. 重点公司公告..... | 12 |
| 4. 行业评级及投资主线..... | 14 |
| 5. 风险提示..... | 15 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 1 月环保(中信)指数二级市场表现情况..... | 3 |
| 图 2: 电力及公用事业(中信)排名第 26 位..... | 3 |
| 图 3: 期间环保个股涨幅前十(单位: %)..... | 3 |
| 图 4: 期间环保个股跌幅前十名(单位: %)..... | 3 |
| 图 5: 我国部分地区废铝价格走势(单位: 元)..... | 6 |
| 图 6: 我国部分地区废铜价格走势(单位: 元)..... | 6 |
| 图 7: 我国部分地区废钢铁价格走势(单位: 元)..... | 7 |
| 图 8: 国际市场再生塑料价格走势(欧元)..... | 7 |
| 图 9: 1 月我国公司债到期收益率持续下行..... | 10 |
| 图 10: 1 月份以来信用利差持续有所回升..... | 10 |
| 图 11: 环保指数(中信)历史 PE 变化情况(倍)..... | 14 |
| 图 12: 环保指数(中信)相对于中小板估值情况(倍)..... | 14 |
| 表 1: 2019 年 1 月环卫服务公司中标排名..... | 4 |
| 表 2: 2019 年 1 月份我国主要固废上市公司重大项目中标情况..... | 5 |
| 表 3: 2019 年 1 月我国上市污水处理公司重大合同中标情况..... | 8 |
| 表 4: 2019 年 1 月环境监测设备上市公司中标情况..... | 9 |
| 表 5: 2019 年 1 月我国环保板块融资情况..... | 10 |
| 表 6: 环保板块 18 年业绩预告情况..... | 11 |
| 表 7: 1 月主要跟踪的环保公司..... | 12 |
| 表 8: 重点公司估值表..... | 15 |

2. 行业政策及数据跟踪

环保各细分子行业供需数据多以年度发布为主，本月更新各细分子行业订单变化、融资成本及融资进度变化、主要政策变化等内容。

（一）部分细分领域行业数据变化

（1）大气治理领域

大气治理领域目前主要涉及到火电厂的超低排放改造和非电领域的超低排放改造。根据中电联数据，2018 年我国全年新增煤电装机 2903 万千瓦，火电投资同比下降 9.4%，为 2004 年的最低水平。截至到 18 年 3 季度末，我国煤电机组累计完成超低排放改造 7 亿千瓦以上，超额完成 5.8 亿千瓦的总量改造目标；加上新建超低排放煤电机组，我国超低排放限值煤电机组已达 7.5 亿千瓦。

我国火电厂超低排放改造已经接近尾声，市场空间持续缩小。与火电超低排放改造相关的脱硫脱硝除尘设备及工程企业面临市场竞争加剧、市场空间萎缩、应收账款和存货减值等问题，面临较大的财务压力。

（2）固废处理领域—环卫市场化订单持续释放

环卫服务订单释放向好，北京环境领跑行业。根据环卫司南的数据，19 年 1 月我国开标环卫服务项目 1409 个，中标项目合同总金额 286.31 亿元，首年服务金额 63.92 亿元。行业前五名为：北京环境有限公司、北控城市服务投资（中国）集团有限公司、玉禾田环境发展集团股份有限公司、中航美丽城乡环卫集团有限公司、侨银环保科技股份有限公司。

表 1：2019 年 1 月环卫服务公司中标排名

| 公司名称 | 合同金额（元） | 首年金额（元） | 项目名称 |
|--------------------|---------------|-------------|---|
| 北京环境有限公司 | 3978131151 | 288017521 | 滁州市城区环卫一体化 PPP 项目社会资本方采购项目 达州市达川区环卫作业市场化项目 合肥蜀山经济开发区 2018 年度新增道路保洁项目 宿迁市宿豫高新区环卫服务采购项目 贵阳市观山湖区部分市政道路和农村社区村寨道路环卫一体化项目（京贵环境） |
| 北控城市服务投资（中国）集团有限公司 | 2,017,351,062 | 113,589,270 | 重庆市九龙坡区二郎街道办事处清扫保洁服务项目（北控滨南） 太原市尖草坪区农村环卫服务项目 唐山市高新区绿化带保洁服务项目 昆明市西山区环卫一体化二期（涉农街道和全区河道）PPP 项目 辛集市环卫服务项目 龙山县城乡环卫一体化 PPP 项目（北控威保持） |
| 玉禾田环境发展集团股份有限公司 | 1,999,796,399 | 118,410,839 | 曹县国道保洁服务项目 九江市中心城区市容环卫市场一体化服务外包项目 桃源县城乡垃圾一体化项目（一期）服务项目 淄博市临淄区城市管理市场化特许经营（BOT）项目 |
| 中航美丽城乡环卫集团有限 | 1,748,676,516 | 100,899,372 | 宜丰县农村环卫一体化服务采购项目 |

| 公司 | 营业收入 (亿元) | 净利润 (亿元) | 中标项目 |
|----------------------|---------------|-------------|---|
| 侨银环保科技股份有限公司 | 1,698,206,675 | 291,744,810 | 中山市三乡镇每日 200 吨运去中山市中心组团垃圾填埋场项目 长汀县城乡生活垃圾环卫一体化 PPP 项目 龙陵县生活垃圾处理系统建设政府和社会资本合作 (PPP) 项目 沧州市环境卫生管理局环卫市场化项目 (二标段) 广州市白云区白云湖街河涌水域保洁采购项目 广州市番禺区 2018-2019 年沙湾镇河涌维养护及河涌保洁服务项目 芦溪县宣风镇、银河镇农村生活垃圾专项治理市场化项目 茂名市电白区旦场镇环卫保洁市场化项目 蒙自市市政综合管理一体化 (环卫及绿化管养) 特许经营管理 (BOT) 项目 新兴县城市管理增加洒水喷雾项目 姚安县智慧城乡环卫一体化 (PPP) 项目 玉山县怀玉乡等 5 个乡镇农村生活垃圾治理“市场化”服务外包项目 中山市中心城区道路清扫保洁项目 惠州市市容环境卫生管理局道路保洁服务采购项目 (4 标段) 南宁市武鸣区农村生活垃圾处理社会化管理服务项目 内黄县城区环卫市场化项目 (1 标段) 乳源县四个乡镇生活垃圾清运项目 水城县城乡环卫一体化项目 天津市南开区垃圾分类服务项目 (3 标段) 武汉市江夏区纸坊城区环卫市场化保洁项目 (2 标段) 天津市津南区双新街道公厕运行服务项目 平乡县城区街道环卫一体化项目 (3 标段) 仙桃市循环经济产业园 PPP 项目 |
| 福建龙马环卫装备股份有限公司 | 1,648,164,303 | 116,768,452 | 偃师市九个建制镇农村环卫一体化建设运营项目 玉溪市红塔区生活垃圾收集转运系统建设 (PPP) 项目 赣州市南康区芙蓉新城和佳兴花园城小区生活垃圾分类市场化服务试点项目 泾阳县城乡环卫一体化项目 内黄县城区环卫市场化项目 (2 标段) 彭泽县乡镇环卫市场化 PPP 项目 (1 标段) |
| 盈峰环境科技集团股份有限公司 | 765,405,000 | 76,540,500 | |
| 深圳市龙澄高科技环保 (集团) 有限公司 | 540,608,000 | 33,788,000 | |
| 上海中荷环保有限公司 | 531,309,603 | 36,943,201 | |
| 昌邑市康洁环卫工程有限公司 | 306,873,477 | 46,848,677 | |

资料来源：环卫司南，中原证券

固废处理订单较少。2019 年 1 月，主要固废公司中标垃圾资源化处理、危险废物处理、土壤修复、环卫服务等固废产业链订单。其中，东江环保中标揭阳地区首个危险废物处理项目，将优先服务于揭阳大南海石化工业区内の中石油广东石化炼化一体化项目。该危险废物处理处置项目的建设有利于加大广东省环保产业的深度布局，增强企业的长期竞争力。从另外一个角度来看，我国危险废物处理行业市场由于存在供需缺口，在环保督查趋严的背景下市场得以持续释放。这对具备较强项目获取能力、偏低融资成本、技术储备充分的行业领先公司形成利好。

表 2: 2019 年 1 月份我国主要固废上市公司重大项目中标情况

| 代码 | 名称 | 中标名称 | 项目概况 |
|--------|------|-----------------|--|
| 601200 | 上海环境 | 嘉定区湿垃圾资源化处理工程项目 | 总投资为 54,221 万元，项目总规模为 570t/d，其中厨余垃圾 200t/d，餐饮垃圾 300t/d，废弃食用油脂 70t/d，厨余垃圾、餐饮垃圾均采用分选后厌氧消化的工艺技术路线 |

| | | | |
|--------|------|---|---|
| 603588 | 高能环境 | 滨江 E2 地块土壤修复实施项目 广州锌片厂地块 (不含安置房) 场 地环境污染治理与修复项目 包头市东河垃圾填埋场原存污泥 处理处置工程 | 中标金额 164880000.00 元人民币 中标金额: 人民币 90786995.00 元 中标金额: 人民币 70095000.00 元 |
| 002672 | 东江环保 | 揭阳大南海石化工业区危险废物 处理项目 | 建设危险废物接收系统、危险废物暂存系统 3 万吨/年焚烧车间、3 万吨/年物化与资源化综合利用车间、生产辅助设施和环保公共设 施; 建设危险废物填埋场; 项目投资 5 亿元人民币 |
| 000035 | 中国天楹 | 高港区城乡环卫一体化及垃圾分 类服务项目 | 辖区范围内各园区、全部镇、街的行政村、社区及企事业单位、 街面商铺的生活垃圾分类的引导、宣传、收集; 分类运输; 分类处 置等。本合同服务费为 5839.9 万元/年 |

资料来源: 公司公告, 中原证券

(3) 再生资源领域—主要拆解物价格疲软, 建立无废城市试点方案印发

主要拆解物价格低迷。十一月机件生铝 (广东清远)、废铜 (国标无氧杆上海)、废钢 (唐山)、PP 再生颗粒、ABS 再生颗粒均价分别为 10715.91 元/吨、48386.36 元/吨、2468.18 元/吨、780 欧元/吨、1280 欧元/吨, 分别同比增长-2.52%、-3%、7.22%、-18.75%、-12.33%。废塑料价格跌幅巨大, 废铝、废铜延续价格跌势。

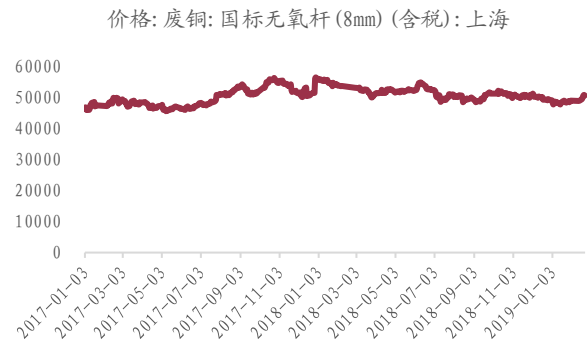
虽然中国再生资源回收利用协会倡议中再资环、桑德、格力、TCL、华新绿源、格林美、长虹等大型企业牵头本区域内拆解企业逐步下调电子废弃物回收价格, 但是具体落实仍需考虑具体企业的竞争策略。因此, 目前阶段废弃电器电子拆解行业基本面仍有走弱迹象。

图 5: 我国部分地区废铝价格走势 (单位: 元)



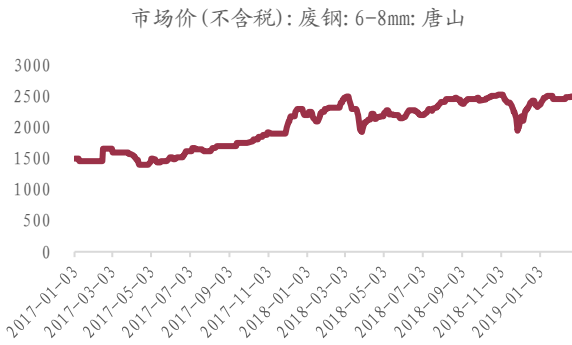
资料来源: Wind, 中原证券

图 6: 我国部分地区废铜价格走势 (单位: 元)



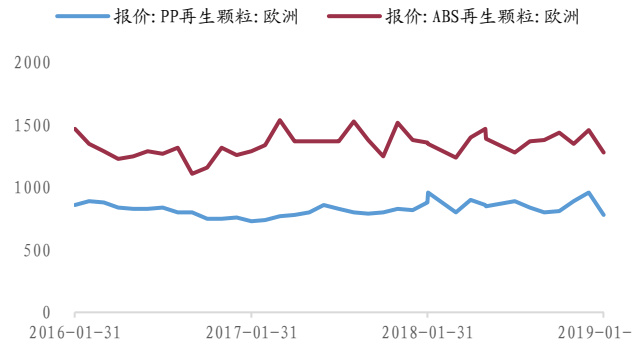
资料来源: Wind, 中原证券

图 7: 我国部分地区废钢铁价格走势 (单位: 元)



资料来源: Wind, 中原证券

图 8: 国际市场再生塑料价格走势 (欧元)



资料来源: Wind, 中原证券

推进大宗固体废物综合利用产业集聚发展。国家发改委办公厅和工业和信息化部办公厅要求以尾矿(共伴生矿)、煤矸石、粉煤灰、冶金渣(赤泥)、化工渣(工业副产石膏)、工业废弃料(建筑垃圾)、农林废弃物及其他类大宗固体废弃物为重点,选择废弃物产生量大且相对集中、具备资源综合利用基础、产业创新能力强、产品市场前景好、规模带动效益明显的地区,通过政策协同、机制创新和项目牵引等综合措施,开发和推广一批大宗固体废弃物综合利用先进技术、装备及高附加值产品。

国办印发“无废城市”建设工作试点方案。其中,方案要求实施工业绿色生产,推动大宗工业固体废物贮存处置总量趋零增长;推行农业绿色生产,促进主要农业废弃物全量利用;多措并举,加强生活垃圾资源化利用;全面落实生活垃圾收费制度,推行垃圾计量收费;建设资源循环利用基地,加强生活垃圾分类,推广可回收物利用、焚烧发电、生物处理等资源化利用方式;发展“互联网+”固体废物处理产业。推广回收新技术新模式,鼓励生产企业与销售商合作,优化逆向物流体系建设,支持再生资源回收企业建立在线交易平台,完善线下回收网点,实现线上交废与线下回收有机结合。我们认为,利用“互联网+”的模式对降低回收成本,增加对回收物的利用将会发生明显作用;而无废城市工作试点的建立对资源的回收利用有着积极推动作用。

(4) 污水运营和污水处理设备及工程—农村污水处理市场持续释放

农村污水处理市场不断被打开。1月环保公司重大中标合同以污水处理工程总包和PPP项目为主。值得关注的是,村镇污水处理项目和提标改造工程项目是中标的重点。

例如,国祯环保中标即墨区农村污水治理一期工程,项目采取DBO模式,项目总投资额1.1829亿元。项目包括新建污水处理设施和老旧污水处理设施整修和提升工程。其中,新建污水处理设施18处,敷设污水收集管网35公里,总处理能力约6560立方米/天;对原有的19座污水处理设施具备维修和提升改造条件的则予以维修和提升改造,以及后期运营维护。公司作为牵头方为设计单位,负责本项目设计、设备供货等,而联合体成员青岛坪苑市政园林工程有限公司为施工单位,负责土建施工及安装等。

另一方面，现有的污水处理公司向其他领域延伸拓展业务范围。中原环保中标中原区生活垃圾分拣中心综合服务项目，项目采取特许经营模式，建设期 1 年，运营期 29 年。项目内容包括厨余垃圾 100 吨/天、大件和园林垃圾 40 吨/天、废纺垃圾 10 吨/天、有害废弃物暂存 1 吨/天。

因此，我们认为，向污水处理运营及提标改造类项目拓展是现有污水治理企业实现成长的重要路径。但是，农村污水处理 PPP 项目可能存在后续污水处理量不足，当地财政支付能力有限、项目盈利预期不足等问题。具备国企背景、融资渠道优势以及运营为主的污水处理运营企业更具备长期价值。

表 3: 2019 年 1 月我国上市污水处理公司重大合同中标情况

| 代码 | 名称 | 中标名称 | 项目概况 |
|--------|------|--------------------------------------|--|
| 300172 | 中电环保 | 江苏德邦兴华化工水处理总承包合同（合同额 6615 万元） | 水处理系统（脱盐车站、综合泵站）内设备设施的设计、制造、设备监造、供货、运输、检验/试验、就位、安装、调试、试车、运行、技术服务、人员培训、设计联络等；合同金额 6615 万元 |
| 000544 | 中原环保 | 中原区生活垃圾分拣中心综合服务项目 | 厨余垃圾 100 吨/天、大件和园林垃圾 40 吨/天、废纺垃圾 10 吨/天、有害废弃物暂存 1 吨/天 |
| 600874 | 创业环保 | 界首市污水处理 PPP 项目（第二批） | 12 座污水处理厂、4 个一体化提升泵站、165.9km 配套管网工程、229.80km 接户管网、7 个入河排污口及配套管网；合作期限 30 年，项目总投资 4.87 亿元人民币 |
| 300388 | 国祯环保 | 即墨区农村污水治理一期工程 | 新建污水处理设施 18 处（其中预留 6 处美丽乡村示范村单个规模为 180 立方米/天的污水处理设施）；敷设污水收集管网 35 公里，辐射村庄约 149 个，总处理能力约 6560 立方米/天；对原有的 19 座污水处理设施具备维修和提升改造条件的则予以维修和提升改造，以及后期运营维护（含 2018 年污水处理试点工程） |
| 600461 | 洪城水业 | 定南县 2018-2020 年度城区污水管网改造工程 PPP 项目 | 拟新建污水管道总长约 194.85km，投资金额人民币 46445.17 万元 |
| 603817 | 海峡环保 | 柘荣县综合污水处理厂及配套管网 PPP 项目 | 项目总投资 21157 万元人民币，建筑安装工程费下浮率为 3.5%；存量资产所有权转让底价上浮率为 1%；初始污水处理服务费单价为 1.16 元/m ³ ；合理利润率为 6.96% |
| 603603 | 博天环境 | 漳浦县东南片区村镇污水处理 PPP 项目 | 本项目总投资约 45326.35 万元，项目投资额以最终有权部门审批确定的金额为准。新建污水收集管道 331.977km，新建污水处理设施 140 座，总规模 2.70 万 m ³ /d，修复现状污水处理设施 12 座 |
| | | 喀什市污水处理项目（PPP）第一污水处理厂提标改造工程 | 设计、提标改造建设一座处理规模为 8 万 m ³ /d 的喀什市第一生活污水处理厂。总金额暂定 8510 万元（最终合同总价以政府财政审计为准），主要包括项目地勘费、设计费、设备费、建筑安装工程费等 |
| 603903 | 中持股份 | 汤阴县农村“厕所革命”2018 年 78 个村建设工程施工采购运营总承包 | 白营、宜沟、伏道 3 个乡镇的施工采购及本项目 10 个乡镇的后期运营 |

资料来源：公司公告，中原证券

（5）环境监测设备及系统—提高监测数据质量为政策要点

2019 年 1 月份环境监系统及设备订单量较少。根据中国政府采购网公布的中标数据，六家环境监测设备上市公司（先河环保、聚光科技、雪迪龙、天瑞仪器、理工环科、盈峰环境）

及其子公司 19 年 1 月合计中标政府采购的环境监测类订单 3874.75 万元。其中，先河环保及下属子公司合计中标政府订单 3321 万元，天瑞仪器中标 518.75 万元。

表 4：2019 年 1 月环境监测设备上市公司中标情况

| | 时间 | 中标名称 | 项目金额 (万元) |
|--------------|-----------------|---------------------------------|---|
| 先河环保 (广东科迪隆) | 2019 年 1 月 7 日 | 开封市祥符区空气自动监测系统采购项目 | 570.7 |
| | 2019 年 1 月 10 日 | 2018 年青海省环境空气质量自动监测站运行维护项目 | 138.2 |
| | 2019 年 1 月 16 日 | 淘金井断面水质自动监测站监测设备配套建设 | 203.9 |
| | 2019 年 1 月 21 日 | 国省干道空气质量监测点位运维 | 389 |
| | 2019 年 1 月 23 日 | 唐山市大气污染防治网格化精准监控及决策支持系统 3 年运维服务 | 1380 |
| | 2019 年 1 月 28 日 | 衡水市冀州区环保局大气污染防治精细化科学管理服务项目 | 268 |
| | 2019 年 1 月 31 日 | 柳州市冬春季 PM2.5 重点来源监测项目 | 37.2 |
| | 2019 年 1 月 18 日 | 珠海市万山镇人民政府环境空气质量自动检测站设备采购项目 | 148 |
| | 2019 年 1 月 18 日 | 潮州市枫溪区空气自动监测系统建设采购项目 | 186 |
| | 聚光科技 | 2019 年 1 月 4 日 | 武威市凉州区发放镇人民政府凉州区发放镇人民政府发放社区锅炉在线监测设施采购项目 |
| 天瑞仪器 | 2019 年 1 月 11 日 | 郑州市环境保护监测中心站五个空气自动监测站建设项目 | 486.6 |
| | 2019 年 1 月 29 日 | 龙安区空气重金属自动站运维服务项目 | 32.15 |
| 盈峰环境 (宇星科技) | 2019 年 1 月 11 日 | 仙桃市循环经济产业园 PPP 项目 | 46188.2 |

资料来源：中国政府采购网，中原证券

注：不完全统计，可能存在疏漏

值得一提的是，先河环保中标了 1380 万元的唐山市环境保护局唐山市大气污染防治网格化精准监控及决策支持系统 3 年运维服务合同，为 1 月份最大的环境监测设备及服务类订单。而公司曾在 18 年 6 月 5 日中标 8628 万元的“唐山市大气污染防治网格化精准监控与决策支持系统全覆盖项目”。大气网格化监测系统作先河环保推出的大气污染监测产品具备较强的竞争力。公司在前期中标大气网格化监测设备及系统后，后续运维服务订单相应增加。

另外，盈峰环境及其子公司中标仙桃市循环经济产业园 PPP 项目。该中标合同并非环境监测设备类订单，主要内容为餐厨垃圾资源化处置、建筑垃圾资源化利用、渗滤液处理站、仙桃市环保科技管新建、生活垃圾转运、生活垃圾卫生填埋等项目，项目拟投资金额 4.61 亿元。

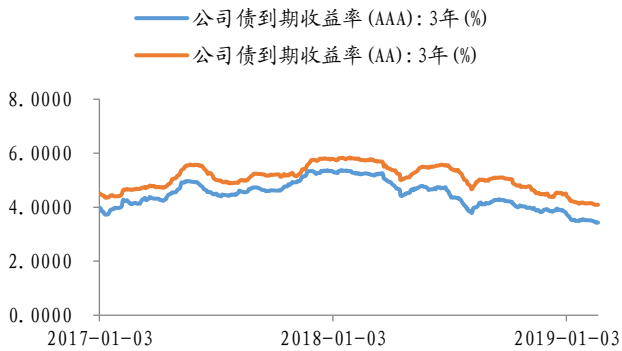
打击环境监测数据造假，提高环境监测数据质量是政策要点。上海市印发《上海市生态环境监测质量监督检查三年行动计划（2018-2020 年）》，提出要不断健全生态环境监测数据质量保障责任体系，严厉打击不当干预生态环境监测行为，有效遏制生态环境监测机构和排污单位数据弄虚作假问题，确保监测数据真实、准确、客观；河南省生态环境厅发布了 2019 年河南省环境监测质量保证计划的通知，要求规范质量体系运行，加强监测数据质量自查，环境监测人员持证上岗，开展实验室能力验证与质控考核，进行质控抽样和同步监测。

（二）板块融资环境及融资进度情况

企业贷款加权利率持续下降。根据 18 年第 4 季度中国货币政策执行报告统计，截至到 18 年 12 月，企业贷款加权平均利率已经连续 4 个月降低，累计下降 0.25 个百分点；其中，微型企业贷款利率已经连续 5 个月降低，累计下降 0.39 个百分点。

公司债到期收益率持续下行。2019年1月以来，交易所三年期AAA级公司债平均到期收益率3.5663%，三年期AA级公司债券平均收益率4.2249%，延续下行趋势；而平均信用利差0.6587%，相对于上月有所提升。值得一提的是，公司债到期收益率持续下行，有利于企业融资成本的持续降低。

图 9：1 月我国公司债到期收益率持续下行



资料来源：Wind，中原证券

图 10：1 月份以来信用利差持续有所回升



资料来源：Wind，中原证券

融资种类多样，国企、民企融资成本仍存较大差距。1 月份环保公司通过非公开发行股票、发行可转换公司债券、中期票据、发行公司债券和超短期融资券融资共 10 家。

其中，联泰环保完成发行 3.9 亿元可转换公司债券，扣除发行费用后的募集资金净额用于长沙市岳麓污水处理厂提标改造及扩建工程。清水源拟发行不超过 4.9 亿元可转换公司债券用于年产 18 万吨水处理剂扩建项目和补充流动资金，目前已经获得中国证监会发行审核委员会通过。龙净环保拟发行不超过 18 亿元可转换公司债券，用于环保输送装备及智能制造项目、高性能复合环保吸收剂项目、废水处理产品生产与研发基地建设项目、VOCs 吸附浓缩装置和氧化焚烧装置生产线建设项目、烟气消白产品生产线建设项目、燃煤烟气智慧环保岛应用数据中心项目，获得中国证监会受理。

债券融资方面，首创股份发行 5 亿元 180 天超短期融资券，票面利率 3.24%；葛洲坝发行 5 年期第 1 期住房租赁专项债券，票面利率 3.85%。可以发现，民营企业的发债成本远高于国企。例如，万邦达发行 4 亿元“2+2+1”中期票据，票面利率 6.70%；东方园林分别发行 2 期公司债券，票面利率 7.5%。环境工程项目受融资驱动比较明显。目前，国家政策向解决民营企业融资难融资贵问题倾斜，但民企融资成本改善仍需要宽信用政策的逐步落地。

表 5：2019 年 1 月我国环保板块融资情况

| 日期 | 公司名称 | 融资类型 | 发行金额 (亿元) | 发行期限 (天) | 票面利率 (%) | 进度 | 企业 性质 |
|-----------|------|---------|--------------|-------------|------------------------------------|------|----------|
| 2019.1.3 | 龙净环保 | 可转换公司债券 | 18 | 6 年 | — | 予以受理 | 民企 |
| 2019.1.17 | 首创股份 | 超短期融资券 | 5 | 180 | 3.24 | 完成发行 | 国企 |
| 2019.1.29 | 联泰环保 | 可转换公司债券 | 3.9 | 6 年 | 0.3%, 0.5%, 1.0%, 1.5%, 1.8%, 2.0% | 完成发行 | 民企 |
| 2019.1.18 | 万邦达 | 中期票据 | 4 | 2+2+1 | 6.70% | 完成发行 | 民企 |
| 2019.1.16 | 东方园林 | 公司债第一期 | 5.2 | 2 年 | 7.5 | 完成发行 | 民企 |

| | | | | | | | |
|-----------|------|---------|-------|----|------|------|----|
| 2019.2.1 | 东方园林 | 公司债第二期 | 7.8 | 2年 | 7.5 | 完成发行 | 民企 |
| 2019.1.15 | 清水源 | 可转换公司债券 | 4.9 | 6年 | — | 审核通过 | 民企 |
| 2019.1.31 | 中国天楹 | 非公开发行股票 | 26,08 | — | — | 完成发行 | 民企 |
| 2019.1.17 | 怡球资源 | 非公开发行股票 | 3 | — | — | 予以受理 | 民企 |
| 2019.1.11 | 葛洲坝 | 专项公司债券 | 10 | 5年 | 3.85 | 完成发行 | 央企 |

资料来源：公司公告，中原证券

(三) 其他

18 全年业绩增速下滑预期落地。截至 18 年 1 月 31 日，环保板块 52 家公司发布 18 年业绩预告（包括在 3 季报中对全年做出盈利预测的公司）。其中，22 家公司预告净利润中位数非负，30 家公司出现亏损。部分公司大股东或者上市公司资金紧张、环境工程项目建设进度不及预期、原材料成本大幅增加以及计提资产减值或商誉减值等导致公司产生巨额亏损。

分行业来看，环境监测设备受益于下游地方政府采购放量，聚光科技、先河环保等公司保持较高利润增速；而固废处理类公司得益于运营规模的提升净利润稳定增长，但部分公司存违规担保出现巨额资产减值；大气治理领域相关公司业绩基本表现不佳。受火电市场超低排放改造接近尾声、钢材价格处于高位以及计提资产减值影响，行业内多家公司出现大额亏损；污水处理设备及工程领域相关公司业绩表现出明显的差异性。前期 PPP 项目参与度较高的东方园林、碧水源等头部公司业绩明显下滑，而中等规模的水环境治理类公司仍保持较高增速，但 4 季度利润增速已有所放缓。工业节能公司整体盈利较差。部分公司爆发流动性危机，工程项目推进困难以及计提巨额应收账款坏账准备致部分公司出现巨额亏损。

表 6：环保板块 18 年业绩预告情况

| 代码 | 名称 | 业绩预告摘要 |
|-----------|------|--|
| 300334.SZ | 津膜科技 | 净利润约 1700 万元~2200 万元 |
| 300437.SZ | 清水源 | 净利润约 22137.59 万元~25528.56 万元, 变动幅度为: 95.46%~125.4% |
| 603588.SH | 高能环境 | 净利润约 30711.33 万元~34550.24 万元, 增长 60%~80% |
| 300190.SZ | 维尔利 | 净利润约 20805.4 万元~24966.5 万元, 变动幅度为: 50%~80% |
| 300422.SZ | 博世科 | 净利润约 21272.11 万元~25379.83 万元, 变动幅度为: 45%~73% |
| 300388.SZ | 国祯环保 | 净利润约 27184.48 万元~33009.73 万元, 变动幅度为: 40%~70% |
| 300425.SZ | 环能科技 | 净利润约 13676.87 万元~15525.1 万元, 变动幅度为: 48%~68% |
| 603903.SH | 中持股份 | 净利润约 8707 万元~9951 万元, 增长 40%~60% |
| 603568.SH | 伟明环保 | 净利润约 68426.4 万元~78563.64 万元, 增长 35%~55% |
| 300137.SZ | 先河环保 | 净利润约 24400 万元~28200 万元, 变动幅度为: 30%~50% |
| 300203.SZ | 聚光科技 | 净利润约 60153.54 万元~66438.24 万元, 增长 34%~48% |
| 002645.SZ | 华宏科技 | 净利润约 15000 万元~18000 万元, 增长 21.07%~45.28% |
| 000544.SZ | 中原环保 | 净利润约 40000 万元~46000 万元, 增长 24.09%~42.70% |
| 600217.SH | 中再资环 | 净利润约 29558.61 万元~33558.61 万元, 增长 20%~40% |
| 002034.SZ | 旺能环境 | 净利润约 29000 万元~32000 万元, 增长 23.50%~36.28% |
| 002340.SZ | 格林美 | 净利润约 64085.63 万元~82395.81 万元, 增长 5.00%~35.00% |
| 300631.SZ | 久吾高科 | 净利润约 5308 万元~5960 万元, 变动幅度为: 17.86%~32.33% |
| 300692.SZ | 中环环保 | 净利润约 5575.77 万元~6589.54 万元, 变动幅度为: 10%~30% |
| 603817.SH | 海峡环保 | 净利润约 11200 万元~12300 万元, 增长 12.68%~23.74% |

| | | |
|-----------|------|--|
| 000967.SZ | 盈峰环境 | 净利润约 113000 万元~130000 万元, 增长 4.77%~20.53% |
| 002322.SZ | 理工环科 | 净利润约 23725.02 万元~32098.56 万元, 变动幅度-15.00%~15.00% |
| 601200.SH | 上海环境 | 净利润约 57894.75 万元左右, 增长 14%左右 |
| 300332.SZ | 天壕环境 | 净利润约 7500 万元~10000 万元, 变动幅度为:-16.83%~10.9% |
| 002573.SZ | 清新环境 | 净利润约 52132.63 万元~71682.37 万元, 变动幅度-20.00%~10.00% |
| 300145.SZ | 中金环境 | 净利润约 53165 万元~64980 万元, 变动幅度为:-10%~10% |
| 300262.SZ | 巴安水务 | 净利润约 12914.54 万元~15784.43 万元, 变动幅度为:-10%~10% |
| 002672.SZ | 东江环保 | 净利润约 40236.96 万元~49704.48 万元, 变动幅度-15%~5% |
| 002310.SZ | 东方园林 | 净利润约 163344.13 万元~217792.17 万元, 下降 0%~25% |
| 002658.SZ | 雪迪龙 | 净利润约 17183.06 万元~21478.82 万元, 下降 0%~20% |
| 300385.SZ | 雪浪环境 | 净利润约 3922 万元~5672 万元, 变动幅度为:-35%~6% |
| 300664.SZ | 鹏鹞环保 | 净利润约 16000 万元~18000 万元, 变动幅度为:-27.05%~17.93% |
| 300070.SZ | 碧水源 | 净利润约 125469.2 万元~175656.87 万元, 变动幅度为:-50%~30% |
| 002479.SZ | 富春环保 | 净利润约 17222.09 万元~24110.93 万元, 下降 30.00%~50.00% |
| 002534.SZ | 杭锅股份 | 净利润约 21,000 万元~29,000 万元, 下降 30.51%~49.68% |
| 300105.SZ | 龙源技术 | 净利润约 600 万元~1000 万元, 变动幅度为:-62.47%~37.45% |
| 000711.SZ | 京蓝科技 | 净利润约 10000.00 万元~15000.00 万元, 下降 48.15%~65.43% |
| 300165.SZ | 天瑞仪器 | 净利润约 3111.28 万元~5185.46 万元, 变动幅度为:-70%~50% |
| 603177.SH | 德创环保 | 净利润约 1245 万元~1600 万元, 下降 58%~67% |
| 601388.SH | 怡球资源 | 净利润约 7293.19 万元~13293.19 万元, 下降 59%~78% |
| 300072.SZ | 三聚环保 | 净利润约 50000.00 万元~65000.00 万元, 下降 74.40%~80.31% |
| 300090.SZ | 盛运环保 | 净利润约-250500 万元~-250000 万元 |
| 300055.SZ | 万邦达 | 净利润约-8000 万元~-7500 万元 |
| 600526.SH | 菲达环保 | 净利润约-38000 万元 |
| 300187.SZ | 永清环保 | 净利润约-16900 万元~-16400 万元 |
| 000820.SZ | 神雾节能 | 净利润约-59950 万元~-50050 万元 |
| 300266.SZ | 兴源环境 | 净利润约-98000 万元~-97500 万元, |
| 000068.SZ | 华控赛格 | 净利润约-13000 万元~-9000 万元, 下降 376.05%~498.73% |
| 300156.SZ | 神雾环保 | 净利润约-149756 万元~-149256 万元 |
| 002665.SZ | 首航节能 | 净利润约-66000 万元~-42000 万元 |
| 002499.SZ | 科林环保 | 净利润约-34500 万元~-28000 万元 |
| 300056.SZ | 三维丝 | 净利润约-42500 万元~-43000 万元 |
| 300362.SZ | 天翔环境 | 净利润约-159711.35 万元~-159211.35 万元, 变动幅度为:-2377.19%~-2344.84% |

资料来源: Wind, 中原证券

3. 重点公司公告

2019 年 1 月以来主要跟踪公司发布的重要公告包括: 项目中标、债券注册发行、重要股东增减持、业绩预告等, 其简要公告如下表:

表 7: 1 月主要跟踪的环保公司

| 代码 | 名称 | 公告简要内容 |
|--------|------|---|
| 600388 | 龙净环保 | 对公司发行可转换公司债券予以受理 交易商协会出具《接受注册通知书》, 公司绿色资产支持票据注册金额为 15 亿元, 首期发行在注册后 6 个月完成 |
| 603588 | 高能环境 | 中标滨江 E2 地块土壤修复实施项目, 项目金额 1.6488 亿元, 中标工期 246 个日历 |

天

公司发布业绩预增公告：公司预计 2018 年度实现归属于上市公司股东的净利润为 30711.33 万元至 34550.24 万元，与上年同期相比，将增加 11516.75 万元到 15355.66 万元，同比增加 60%到 80%

公司中标广州锌片厂地块（不含安置房）场地环境污染治理与修复项目，联合牵头方包括公司于广州市第一市政工程有限公司，中标金额为 9078.70 万元

公司中标包头市东河垃圾填埋场原存污泥处理处置工程，中标金额 7009.5 万元，中标工期为 100 日历天

000967 盈峰环境 公司预计实现归属于上市公司股东的净利润为：113,000 万元-130,000 万元，与模拟重组后上年同期数对比，同比增长 4.77%-20.53%，基本每股收益 0.36 元-0.41 元

公司中标上思城区环卫一体化 PPP 项目社会资本方采购项目，中标总金额 24891.3 万元，中标首年金额为 1,185.3 万元；公司中标桦川县乡镇垃圾收集转运及除雪项目中标总金额 3955.8 万元，年化服务金额 791.16 万元/年。上述项目中标将为公司构建“环卫装备+环卫服务一体化”大环卫产业链的发展战略取得良好开端，有利于公司在环卫服务领域增强市场竞争力及积累经验，也将对公司未来年度的经营业绩产生积极影响

603686 龙马环卫 5%以上股东陈敬洁先生拟自公告披露之日起 15 个交易日之后的 6 个月内通过集中竞价或大宗交易或两者相结合的方式减持合计不超过 350 万股，即合计不超过公司总股本的 1.1705%

公司拟中标水城县环卫一体化外包项目，中标单价：清扫保洁：12.36 元/平方米/年；垃圾收运：159 元/吨；中转站管理：9.84 万元/座/年；公厕管理：5.82 万元/座/年；垃圾处置：54.00 元/吨。合同总金额：143,150.94 万元、合同年化金额：7,157.55 万元/年

603568 伟明环保 公司发布 18 年业绩预告，预计 2018 年年度实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比，增加 17,740.18 万元到 27,877.42 万元，同比增长 35%到 55%

公司发布 18 年全年经营数据，2018 年全年，公司及下属相关子公司合计完成累计发电量 158,031.31 万度，累计上网电量 129,070.25 万度，平均上网电价 0.644 元/度，累计完成已结算电量 111,392.45 万度，累计生活垃圾入库量 424.36 万吨

000598 兴蓉环境 公司拟使用自有资金以不超过人民币 4.5 元/股的价格，采用集中竞价交易的方式回购公司部分已发行社会公众股份，用于后续员工持股计划或者股权激励。本次回购的数量不低于 5000 万股（占总股本的 1.67%）且不超过 1 亿股（占总股本的 3.35%）

601200 上海环境 公司发布 18 年业绩预告，预计 2018 年年度实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比，将增加 7,300 万元左右，同比增加 14%左右。本次业绩预增主要是由于成都洛带项目资产处置收益，由此导致非经常性收益金额较去年同期增加约 6,390 万元左右

300203 聚光科技 公司发布 18 年业绩预告，预计全年归属于上市公司股东的净利润为 60,153.54 万元-66,438.24 万元，同比增长 34%至 48%，业绩增长的原因为客户需求旺盛，公司在环境、实验室、工业过程分析等业务板块实现收入明显增长；公司毛利率稳定并通过强化管控，其销售费用率、管理费用率得到有效控制。同时，公司通过全方位加强回款管理，公司经营活动现金流出现明显改善，净额超过 4.5 亿元。扣除非经常性损益后公司归属于上市公司股东的净利润同比增长 85.29%-105.62%

300137 先河环保 李玉国先生于 2018 年 12 月 10 日至 2018 年 12 月 28 日期间通过深圳证券交易所证券交易系统集中竞价方式累计增持公司股份 5,525,780 股，占公司总股本的 1.00%；成交均价 8.57 元/股

资料来源：公司公告，中原证券

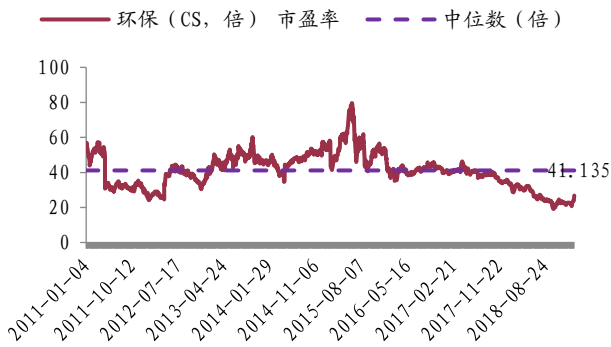
值得关注的是，高能环境获取订单持续向好，在土壤修复类订单项目中中标不断，仅1月就中标滨江 E2 地块土壤修复实施项目、广州锌片厂地块（不含安置房）场地环境污染治理与修复项目。公司在土壤修复领域的技术储备与业务拓展能力充分体现在订单获取体量上。另外，环卫一体化运营订单以及外包服务订单在环卫市场化的背景下持续得到释放，我们预期 19 年仍然维持较高增速，并且向头部领先公司聚集的概率较大；并且，环卫装备起家的上游企业向下游服务业务延伸，装备技术优势明显，有望持续扩大市场份额。

4. 行业评级及投资主线

维持行业“同步大市”投资评级。在 18 年全年业绩预告披露后，环保板块净利润增速下滑预期落地。从各细分领域来看，监测、固废、污水处理运营领域领先公司保持稳健运营，其业绩增长趋势稳健。19 年 1 月以来，市场融资成本的持续降低有望逐步传导给相关的民营企业，对民营企业融资形成改善。

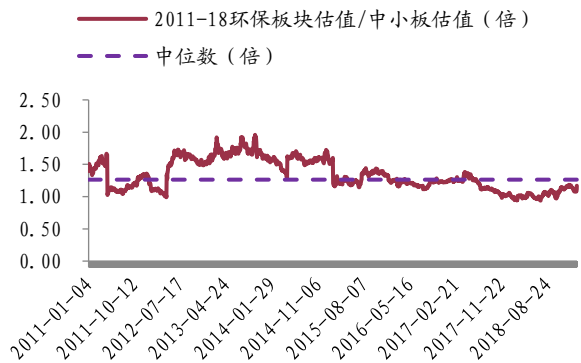
2011 年以来，中信环保指数市盈率中位数为 41.14 倍。截止到 19 年 2 月 26 日，环保（中信）指数 PE(TTM)为 25.80 倍，相对于中小板指数估值（TTM）比值为 1.08 倍，板块估值水平处于低位。目前市场对板块预期较低，维持行业“同步大市”投资评级。

图 11：环保指数(中信)历史 PE 变化情况（倍）



资料来源：Wind，中原证券

图 12：环保指数（中信）相对于中小板估值情况（倍）



资料来源：Wind，中原证券

投资主线：

建议关注业绩增长预期良好的低估值品种。

重点关注标的：龙马环卫、先河环保、高能环境。

表 8: 重点公司估值表

| 公司简称 | 总股本/ 亿股) | 流通股/ 亿股 | 股价(元, 2.26) | EPS (元) | | 每股净资产 (18AQ1-3) | PE(倍) | | PB(18AQ1-3) | 投资评 级 |
|------|-------------|------------|----------------|---------|-------|--------------------|-------|-------|-------------|----------|
| | | | | 2018E | 2019E | | 2018E | 2019E | | |
| 龙马环卫 | 2.99 | 2.97 | 13.68 | 0.92 | 1.15 | 7.63 | 14.87 | 11.90 | 1.79 | 增持 |
| 先河环保 | 5.51 | 4.74 | 9.87 | 0.47 | 0.61 | 3.15 | 21.00 | 16.18 | 3.14 | 买入 |
| 高能环境 | 6.61 | 6.54 | 9.53 | 0.46 | 0.64 | 3.70 | 20.72 | 14.89 | 2.57 | 增持 |

资料来源: Wind, 中原证券

5. 风险提示

- 1) 环境工程类项目建设进度不及预期;
- 2) 竞争激烈、毛利率降低风险。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。