

环保工程及服务

证券研究报告
2019年03月21日

重磅减税政策出台，重申新工业环保时代来临！

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

于夕朦 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518050001
yuximeng@tfzq.com

何文雯 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516120002
hewenwen@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《环保工程及服务-行业深度研究:新工业环保时代来临,赋予“环保”更优商业模式》 2019-03-01
- 《环保工程及服务-行业点评:两会看点前瞻,关注大气治理、雄安新区》 2019-02-21
- 《环保工程及服务-行业点评:两会政府工作报告环保行业相关内容点评》 2018-03-06

国常会明确对污染防治第三方企业给予税收优惠,工业污染第三方治理市场启动。着力工业污染第三方治理。从事污染防治+第三方企业是这次减税的关键词。3月5日,国务院总理李克强在所作的《政府工作报告》中指出要“推进污染防治取得更大成效。巩固蓝天保卫战成果,今年二氧化硫、氮氧化物排放量要下降3%,重点地区细颗粒物(PM2.5)浓度继续下降。”导致我国空气质量较差的主要原因是工业排放,因此污染防治的重心其实是工业污染治理。第三方企业为向排污单位提供污染治理的第三方环境服务企业。

从高新技术企业优惠到污染防治第三方优惠,工业环保逻辑不断加强。我们梳理了72家环保公司,大部分都申请了高新技术企业且仍在有效期内,减按15%的税率征收企业所得税。

而本次国常会上提出的所得税优惠,我们认为这从中央层面确定了对工业环保治理的方向,相关企业不再依附于高新技术企业获得税收优惠,而是作为国家重点推进的一个方向,获得以税收优惠为标志的大力支持。我们认为这一政策定向环保公司,特别是对工业环保第三方治理公司释放利好。此前两会上已提出要将制造业增值税从16%降低到13%,环保作为典型的政策驱动型行业,目前政策导向明确,我们预计,工业污染第三方治理市场即将启动。

3月1日,我们发布了《新工业环保时代来临,赋予“环保”更优商业模式》行业深度报告,看好工业环保投资主线。之后陆续发布龙净环保、上海洗霸深度报告,持续看好工业环保公司成长空间。本次国常会针对污染防治第三方企业的所得税优惠再次印证我们前期的判断,2019年将开启工业环保的2.0时代,在政策大力推进下,强调排污企业达标排放将催生真正工业污染治理需求。

工业企业盈利复苏,在环保方面形成资本开支是必然选择。2018钢铁行业净利润超4700亿元,实现历史最好水平。由于严格的环保限产要求,钢铁企业在环保设备等方面的投入明显加大,考虑到部分钢企需要搬迁等原因,行业资本开支水平明显上升,从2017Q3的321亿元,上升到2018Q3的416亿元,同比增长30%。

工业污染第三方治理市场空间广阔。工业废气治理市场规模超千亿,非电板块大气治理潜力巨大。目前非电行业治理装备效率有限,覆盖率低。随着第二轮环保督查的推进和治理标准的不断提高,钢铁、水泥、陶瓷、砖瓦、玻璃等细分领域存量市场中巨大的新装和改造需求将于未来的三到五年加速释放。工业水处理的吨废水平均处理费用逐年增加,未来主要空间仍来源于在处理运行费。

继续看好工业废气方向的龙净环保、先河环保(建议关注)、清新环境和工业水处理方向的上海洗霸、国祯环保、博世科。

风险提示:政策落地不及预期、工业企业景气度降低、工业环保投入不及预期

内容目录

1. 国常会明确对污染防治第三方企业给予税收优惠，工业污染第三方治理市场启动	3
1.1. 着力工业污染第三方治理，重磅减税政策释放利好	3
1.2. 从高新技术企业优惠到污染防治第三方优惠，工业环保逻辑不断加强	4
2. 再次强调新工业环保时代来临，看好工业废气治理和工业水处理方向	6
2.1. 2017：工业环保 1.0 时代，着力整治“散乱污”，取缔+关停是主要方式	6
2.2. 2019 迎来工业环保 2.0 时代，铁腕治污强调企业达标排放催生真正工业污染治理需求	6
2.3. 工业企业盈利复苏，在环保方面形成资本开支是必然选择	7
2.4. 工业污染第三方治理市场空间广阔	8
3. 工业环保标的梳理	9
3.1. 工业废气治理方向	9
3.1.1. 龙净环保	9
3.1.2. 清新环境	10
3.1.3. 先河环保（建议关注）	11
3.2. 工业水处理方向	11
3.2.1. 上海洗霸	11
3.2.2. 国祯环保	12
3.2.3. 博世科	12
4. 风险提示	13

图表目录

图 1：2017 年我国城市空气质量	3
图 2：烟尘排放源以工业为主（万吨）	3
图 3：二氧化硫排放源以工业为主（万吨）	3
图 4：2015-2018 我国钢铁行业利润（亿元）	7
表 1：高新技术企业认定办法	4
表 2：部分环保公司所得税率情况	4
表 3：2016Q3-2018Q3 钢铁行业资本开支情况（亿元）	7
表 4：非电行业大气治理空间市场	8
表 5：吨废水平均处理费用	9
表 6：2016-2020 年工业废水处理费用市场空间计算	9

1. 国常会明确对污染防治第三方企业给予税收优惠，工业污染第三方治理市场启动

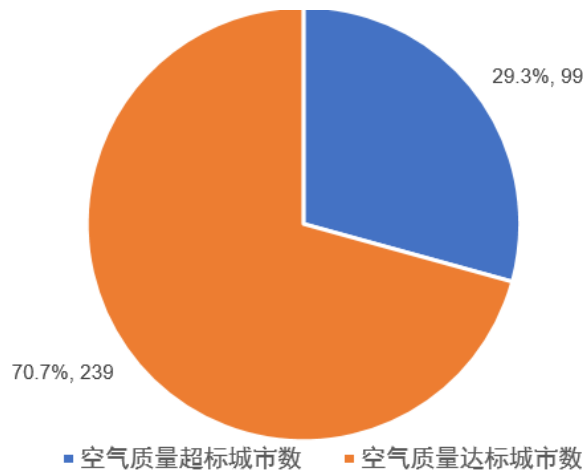
1.1. 着力工业污染第三方治理，重磅减税政策释放利好

国务院总理李克强 3 月 20 日主持召开国务院常务会议，确定《政府工作报告》责任分工，为发挥减税政策对改善民生和打好三大攻坚战的支持作用，对污染防治第三方企业给予税收优惠。从 2019 年 1 月 1 日至 2021 年底，对从事污染防治的第三方企业，按 15% 税率征收企业所得税。

这次所得税优惠的关键词为“污染防治”和“第三方企业”，需同时满足这两者才能获得 15% 的税率优惠。首先明确什么是“污染防治”，3 月 5 日，国务院总理李克强在所作的《政府工作报告》中指出要“推进污染防治取得更大成效。巩固蓝天保卫战成果，今年二氧化硫、氮氧化物排放量要下降 3%，重点地区细颗粒物（PM2.5）浓度继续下降。”

导致我国空气质量较差的主要原因是工业排放。近几年，尽管我国空气治理趋严，但整体而言，我国空气质量状况仍然较差。2017 年，我国 338 个地级及以上城市中，空气质量超标城市数高达 239 个，占全部城市数的 71%。

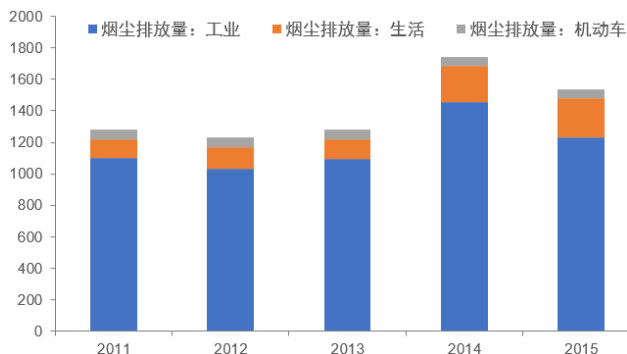
图 1：2017 年我国城市空气质量



资料来源：生态环境部、天风证券研究所

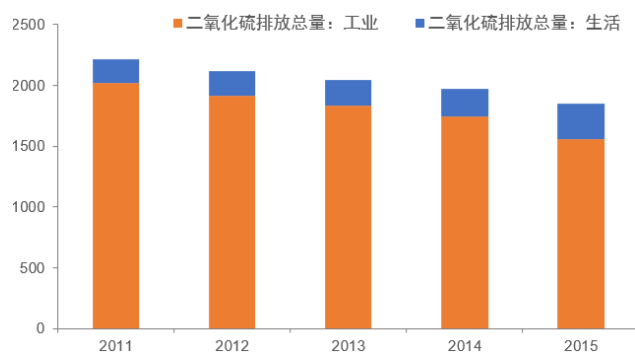
2015 年，工业氮氧化物排放量 1181 万吨，而其他来源排放量总和仅 651 万吨，不到工业排放量的 60%；工业烟尘排放量 1233 万吨，而生活烟尘排放量和机动车烟尘排放量之和仅 305 万吨，占工业排放量的 25%；工业二氧化硫排放量 1557 万吨，其他二氧化硫排放量 297 万吨，占工业排放量的 19%。

图 2：烟尘排放源以工业为主（万吨）



资料来源：生态环境部，天风证券研究所

图 3：二氧化硫排放源以工业为主（万吨）



资料来源：生态环境部，天风证券研究所

第三方企业为向排污单位提供污染治理的第三方环境服务企业。根据《国务院办公厅关于

推行环境污染第三方治理的意见》和《环保部关于推进环境污染第三方治理的实施意见》，第三方治理是排污者通过缴纳或按合同约定支付费用，委托环境服务公司进行污染治理的新模式。排污单位承担污染治理的主体责任，第三方治理单位应按有关法律法规和标准及合同要求，承担相应的法律责任和合同约定的责任。

1.2. 从高新技术企业优惠到污染防治第三方优惠，工业环保逻辑不断加强

我们梳理了 72 家环保公司，几乎都申请了高新技术企业，大部分公司的高新技术认定仍在有效期内。根据《中华人民共和国企业所得税法》第二十八条，国家需要重点扶持的高新技术企业，按 15% 的税率征收企业所得税。

此前两会上已提出要将制造业增值税从 16% 降低到 13%。3 月 20 日国常会上提出的，对从事污染防治的第三方企业，按 15% 税率征收企业所得税。我们认为这从中央层面确定了对工业环保治理的方向，相关企业不再依附于高新技术企业获得税收优惠，而是作为国家重点推进的一个方向，获得以税收优惠为标志的大力支持。我们认为这一政策定向环保公司，特别是对工业环保第三方治理公司释放利好。环保业作为典型的政策驱动型行业，目前政策导向明确，我们预计，工业污染第三方治理市场即将启动！

表 1：高新技术企业认定办法

一	企业申请认定时须注册成立一年以上
二	企业通过自主研发、受让、受赠、并购等方式，获得对其主要产品（服务）在技术上发挥核心支持作用的知识产权的所有权
三	对企业主要产品（服务）发挥核心支持作用的技术属于《国家重点支持的高新技术领域》规定的范围
四	企业从事研发和相关技术创新活动的科技人员占企业当年职工总数的比例不低于 10%
五	企业近三个会计年度（实际经营期不满三年的按实际经营时间计算，下同）的研究开发费用总额占同期销售收入总额的比例符合如下要求
①	最近一年销售收入小于 5,000 万元（含）的企业，比例不低于 5%
②	最近一年销售收入在 5,000 万元至 2 亿元（含）的企业，比例不低于 4%
③	最近一年销售收入在 2 亿元以上的企业，比例不低于 3%
六	近一年高新技术产品（服务）收入占企业同期总收入的比例不低于 60%
七	企业申请认定前一年内未发生重大安全、重大质量事故或严重环境违法行为

资料来源：科技部、天风证券研究所

表 2：部分环保公司所得税率情况

公司代码	公司名称	所得税率	备注
300055.SZ	万邦达	15%	2015 年 11 月 24 日，本公司取得了高新技术企业重新认定后的高新技术企业证书，编号 GR201511002747，有效期 3 年
300262.SZ	巴安水务	15%	公司于 2015 年 8 月 19 日取得编号为：GR201531000039 号高新技术企业证书，有效期 3 年，高新企业执行 15% 的所得税税率。高新技术企业证书 2018 年 8 月已经过期，等待重新认定。
300070.SZ	碧水源	15%	公司于 2017 年 10 月 25 日被认定为高新技术企业，证书号：GR201711001960，2017 年度至 2019 年度适用企业所得税税率为 15%。高新技术企业证书在 2020 年 10 月到期。
300334.SZ	津膜科技	15%	本公司于 2017 年 10 月 10 日取得编号为 GR201712000356 的《高新技术企业证书》，有效期三年，本公司执行 15% 的企业所得税税率。高新技术企业证书于 2020 年 10 月到期。
300425.SZ	环能科技	15%	环能科技符合西部大开发企业所得税优惠政策规定，2018 年度企业所得税按 15% 缴纳。
300437.SZ	清水源	15%	母公司取得编号为 GR201541000183 的高新技术企业证书，根据《中华人民共和国企

			业所得税法》的规定，本公司 2015 年 - 2017 年所得税适用税率为 15%。高新技术企业证书在 2018 年 12 月到期，等待重新认定。
000920.SZ	南方汇通	15%	本公司的子公司时代沃顿科技有限公司于 2017 年 11 月 13 日认定为高新技术企业，授予高新技术企业证书（编号 GR201752000281），有效期 3 年。减按 15% 的税率征收企业所得税。证书将于 2020 年 11 月到期。
300172.SZ	中电环保	15%	2017 年本公司获得了有效期为 3 年的高新技术企业证书，自 2017 年起三年内享受高新技术企业 15% 的所得税优惠税率；2020 年到期。
300631.SZ	久吾高科	15%	公司继续被认定为高新技术企业，企业所得税优惠期为 2017 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日。减按 15% 的税率征收企业所得税。
300422.SZ	博世科	15%	公司于 2017 年 7 月 31 日取得高新技术企业证书，有效期三年，减按 15% 优惠税率缴纳企业所得税。高新技术企业证书将于 2020 年 7 月到期。
603603.SH	博天环境	15%	2016 年认定本公司为高新技术企业，企业所得税税率减按 15% 执行，高新技术企业证书将于 2019 年到期。
300332.SZ	天壕环境	15%	本公司经北京市科学技术委员会、北京市财政局、北京市国家税务局、北京市地方税务局批准，于 2009 年 12 月 14 日取得高新技术企业证书，2018 年适用 15% 的所得税优惠税率。
300664.SZ	鹏鹞环保	15%	公司于 2015 年 11 月经复审被继续认定为高新技术企业，有效期三年，企业所得税适用税率为 15%，已于 2018 年 11 月到期。
601158.SH	重庆水务	15%	自 2011 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日对设在西部地区的鼓励类产业企业减按 15% 的税率征收企业所得税。重庆市当地主管税务机关对公司 2018 年度企业所得税暂按 15% 的税率征收。
603200.SH	上海洗霸	15%	本公司 2015 年被认定为高新技术企业，认定有效期为 3 年（2015 年-2017 年），认定期内企业所得税按优惠税率 15% 征收，2018 年高新技术企业认定已申报正在审核中，2018 年企业所得税暂按照 15% 计算。
300388.SZ	国祯环保	15%	2017 年 11 月 7 日，国祯环保取得高新技术企业证书，有效期三年；享受企业所得税 15% 的优惠税率。高新技术企业将于 2020 年 11 月到期。
300190.SZ	维尔利	15%	公司于 2015 年 7 月 6 日取得高新技术企业证书，适用 15% 的企业所得税优惠税率，已于 2018 年 7 月到期，等待重新认定。
002672.SZ	东江环保	15%	本公司享受高新技术企业税收优惠，减按 15% 的税率征收企业所得税，同时研发费用按 50% 在企业所得税税前加计扣除的优惠。
603686.SH	龙马环卫	15%	公司于 2017 年 10 月被认定为高新技术企业，有效期三年，企业所得税按 15% 的税率计缴，证书将于 2020 年 10 月到期。
300187.SZ	永清环保	15%	2017 年 9 月 5 日，本公司获得高新技术企业证书”（编号：GR201743000564），自 2017 年起连续 3 年适用 15% 的企业所得税税率（即 2017 年度、2018 年度、2019 年适用 15% 的企业所得税优惠税率）。证书将于 2020 年 9 月到期。
002658.SZ	雪迪龙	15%	本公司认定为高新技术企业，证书编号：分别为 GR201711004131、GR201711002708，有效期 3 年。根据《企业所得税法》及其实施条例等规定，自 2017 年度至 2019 年度享受高新技术企业的所得税优惠政策，即减按 15% 税率征收企业所得税。证书将于 2020 年 3 月到期。
300137.SZ	先河环保	15%	本公司为高新技术企业，2017 年 10 月取得高新技术企业证书，有效期内按 15% 的税率计缴企业所得税。证书将于 2020 年 10 月到期。
600388.SH	龙净环保	15%	本公司为高新技术企业，根据《企业所得税法》的规定，2018 年度减按 15% 的税率征收企业所得税。
002573.SZ	清新环境	15%	公司于 2017 年 8 月 10 日拿到《高新技术企业证书》，按 15% 的税率缴纳企业所得税。将于 2020 年 7 月到期。
300072.SZ	三聚环保	15%	公司被认定为高新技术企业，签发日期为 2017 年 10 月 25 日，有效期三年。据此本公司企业所得税适用税率为 15%。证书将于 2020 年 10 月到期。

资料来源：公司年报、天风证券研究所

2. 再次强调新工业环保时代来临，看好工业废气治理和工业水处理方向

3月1日，我们发布了《新工业环保时代来临，赋予“环保”更优商业模式》，看好工业环保投资主线。之后陆续发布龙净环保、上海洗霸深度报告，持续看好工业环保公司成长空间。本次国常会针对污染防治第三方企业的所得税优惠再次印证我们前期的判断，2019年将开启工业环保的2.0时代，在政策大力推进下，强调排污企业达标排放将催生真正工业污染治理需求。

2.1. 2017：工业环保1.0时代，着力整治“散乱污”，取缔+关停是主要方式

2017年环保工作的重心落在整治“散乱污”企业上，4月环保部发文全面京津冀“2+26”城市“散乱污”企业排污情况，在环保部7月14日举行的环境执法情况新闻通气会上，环境监察局局长田为勇透露，2017年3月底，京津冀“2+26”城市上报的“散乱污”企业数量为5.6万家。随着督查深入，不断有新的“散乱污”企业被发现。截至6月底，这一数字增长至17.6万家。环保部要求不能进行升级改造的企业，9月底一律要进行取缔关闭。到了冬季如果发现这类问题，不但要严肃处理企业，也要追责地方政府。

“散乱污”企业在京津冀及周边地区广泛存在。这些企业普遍没有工商、土地、环保等手续，生产过程中大都存在违法生产、超标排放、未安装污染治理设施、治污设施运行不正常等问题。

各地政府关停力度巨大。截止2017年底，北京6005家上账“散乱污”企业全部销账，其中海淀区已经完成对637家市级挂账“散乱污”企业的治理，其中70%是环境污染类的。天津对全市范围内的“散乱污”企业进行多轮拉网式排查，共排查出近19000家“散乱污”企业，目前已对其中污染严重、治理无望的9081家企业进行关停取缔。河北省共排查出“散乱污”企业10.9万家，完成整治10.2万家，其中关停取缔无证无照、治理无望的企业6.9万家。

2017冬季攻坚方案任务大幅超额完成。2017年9月，国务院副总理张高丽出席京津冀及周边地区大气污染防治协作小组第十次会议并作重要讲话，会议审议通过了《京津冀及周边地区2017-2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》。要求2017年10月至2018年3月，京津冀大气污染传输通道城市PM_{2.5}平均浓度同比下降15%以上，重污染天数同比下降15%以上。在首次提出秋冬大气污染治理攻坚方案的压力之下，各地方政府加大了关停整治的力度，根据生态环境部通报，2017年10月至2018年3月“2+26”城市PM_{2.5}平均浓度为78微克/立方米(μg/m³)，同比下降25.0%，重污染天数为453天，同比下降55.4%，均大幅超额完成《攻坚方案》提出下降15%的改善目标。

2.2. 2019 迎来工业环保 2.0 时代，铁腕治污强调企业达标排放催生真正工业污染治理需求

2月20日，最高人民法院、最高人民检察院、公安部、司法部、生态环境部印发《关于办理环境污染刑事案件有关问题座谈会纪要》的通知，对当前办理环境污染刑事案件中的重点难点问题作出回应和规定。《纪要》要求各部门要坚持最严格的环保执法司法制度、最严密的环保法治理念，统一执法司法尺度，加大对环境污染犯罪的惩治力度，

《纪要》强调要以加大办理环境污染刑事案件工作力度作为切入点和着力点，保障污染防治攻坚战顺利推进。打赢蓝天保卫战是打好污染防治攻坚战的重中之重，对重污染天气预警期间，违反国家规定，超标排放二氧化硫、氮氧化物，受过行政处罚后又实施上述行为或者具有其他严重情节的，追究刑事责任。

统一犯罪认定尺度，提高环境污染犯罪成本，彰显严查环境污染决心。随着查办环境污染犯罪案件增多，地方执法司法机关普遍反映实践中存在着确定管辖难、调查取证难、司法

鉴定难、法律适用难等突出问题。本次《纪要》是五部委首次就办理环境污染刑事案件有关问题联合出台专门文件，有利于各级人民法院进一步发挥审判职能作用，加大依法审理环境污染刑事案件的工作力度，提高环境污染犯罪成本，为守护蓝天绿水提供更为有利的司法保障。

高压之下，排污企业短期关停已非应付督察组的“特效药”，环保升级改造后达标排放才是免于刑罚的一劳永逸之举，让达标排放成为企业生产的必要条件，从而催生真正的工业污染治理需求。

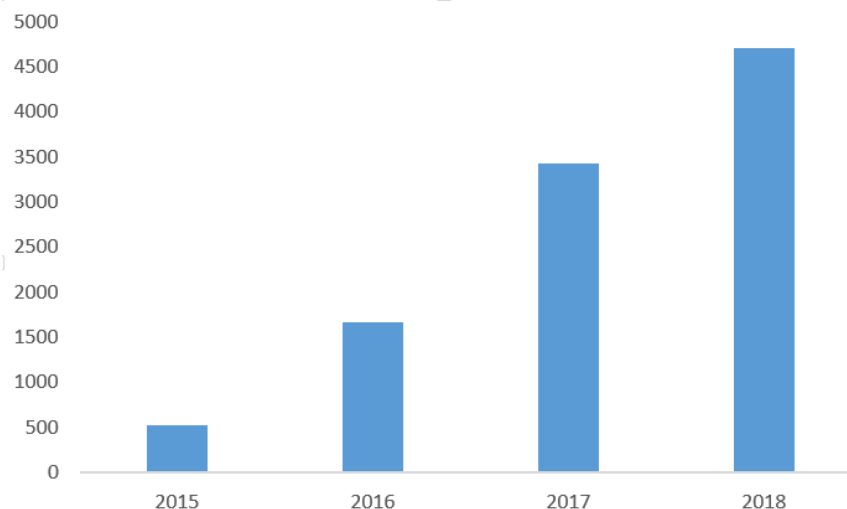
第二轮中央环保督察范围拓展到央企，环保高压持续升级。中央生态环境保护督察办公室常务副主任刘长根表示，第二轮中央生态环保例行督察将在 2019 年启动，用三年左右时间完成，在第四年开展“回头看”工作。第二轮督察将适当拓展督察范围，除了 31 个省（区、市），还要将国务院有关部门和承担生态环保任务较重的中央企业纳入督察对象。督察范围的扩大代表着在民企经过大范围整顿之后，中央对于环境治理的意愿仍然强烈，要看到生态环境确实改善的目标仍然没有改变，对于督促环境污染治理仍然保持了高压的态度。我们认为在大环境上 2019 年将贯彻更严格的环保执法。

环保成本对于工业企业来说就是成本，必然需要压力才能倒逼工业企业寻求污染治理。我们认为 2019 年的工业环保不同于以往关停的路线，达标排放将成为重污染企业经营的关键变量，在地方政府端和工业企业端环保压力同时增大的情况下，我们预计，会催生出真正的工业环保市场，进入工业环保 2.0 时代！

2.3. 工业企业盈利复苏，在环保方面形成资本开支是必然选择

2018 钢铁行业净利润超 4700 亿元，实现历史最好水平。在经历了 2015 年之前的难赚钱之后，近年来钢铁行业的发展路径是 2016 年出现好转、2017 年明显改善、2018 年再创新高的态势。根据工信部的数据，2018 年全行业经济效益创历史最好水平，钢铁行业实现利润 4704 亿元，同比增长 39.3%。其中重点大中型钢铁企业实现利润 2863 亿元，同比增长 41.1%，利润率达到 6.93%。

图 4：2015-2018 我国钢铁行业利润（亿元）



资料来源：工信部、前瞻产业研究院、天风证券研究所

供给侧改革成功后钢铁企业盈利复苏，然而却无法扩大再生产，在环保方面形成资本开支是必然选择。由于严格的环保限产要求，钢铁企业在环保设备等方面的投入明显加大，考虑到部分钢企需要搬迁等原因，行业资本开支水平明显上升，从 2017Q3 的 321 亿元，上升到 2018Q3 的 416 亿元，同比增长 30%。

表 3：2016Q3-2018Q3 钢铁行业资本开支情况（亿元）

证券简称	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金			
	2016Q3	2017Q3	2018Q3	2018Q3 同比

宝钢股份	64.2248	88.5925	86.4961	-2.37%
包钢股份	74.6357	5.1635	18.3611	255.59%
方大特钢	0.3510	0.7736	1.5884	105.33%
河钢股份	56.2783	49.6521	53.9327	8.62%
八一钢铁	0.6541	0.0841	3.1128	3601.31%
杭钢股份	11.5523	5.0150	4.9438	-1.42%
常宝股份	0.1177	0.1276	1.0548	726.65%
西宁特钢	2.7632	1.9494	0.2481	-87.27%
*ST 抚钢	1.3320	1.1018	1.0807	-1.92%
酒钢宏兴	3.3002	3.3982	4.4551	31.10%
南钢股份	4.0396	5.5064	8.0719	46.59%
山东钢铁	29.2094	63.4478	59.6198	-6.03%
太钢不锈	12.7868	5.3873	4.6454	-13.77%
新兴铸管	9.2205	10.2712	25.2145	145.49%
沙钢股份	3.3639	1.5632	4.9148	214.41%
三钢闽光	4.3571	2.4521	5.5303	125.53%
新钢股份	0.3920	1.2010	8.9164	642.41%
韶钢松山	0.8471	3.9717	9.5674	140.89%
武进不锈	0.3542	0.1198	0.6418	435.73%
金洲管道	0.4209	0.7808	0.7961	1.96%
久立特材	1.4626	1.8300	1.1792	-35.56%
永兴特钢	1.5975	1.4324	2.7276	90.42%
大冶特钢	1.3763	0.3192	0.7167	124.53%
凌钢股份	0.3747	1.8012	0.4440	-75.35%
本钢板材	10.1605	9.4715	12.6191	33.23%
重庆钢铁	1.6099	0.2569	0.0266	-89.65%
安阳钢铁	4.1318	9.2570	4.3541	-52.96%
首钢股份	8.9894	18.1692	41.0225	125.78%
鞍钢股份	8.0400	12.2800	17.0900	39.17%
马钢股份	16.5556	9.6626	14.6817	51.94%
华菱钢铁	5.3580	6.0865	17.6832	190.53%
行业合计	339.8571	321.1256	415.7367	29.46%

资料来源：wind、天风证券研究所

2.4. 工业污染第三方治理市场空间广阔

工业废气治理市场规模超千亿，非电板块大气治理潜力巨大。目前非电行业治理装备效率有限，覆盖率低。随着第二轮环保督查的推进和治理标准的不断提高，钢铁、水泥、陶瓷、砖瓦、玻璃等细分领域存量市场中巨大的新装和改造需求将于未来的三到五年加速释放，根据我们的保守测算，钢铁行业的大气治理需求市场规模最大，达到 410 亿元，整个非电领域的大气治理需求市场规模为 1023 亿元，按照四年的平均改造期的进度计算，每年将产生 256 亿元的市场需求。

表 4：非电行业大气治理空间市场

非电板块	基础数据	预测假设	市场空间 (亿元)
钢铁	《钢铁烧结、球团工业大气污染物排放标准》中提到，我国钢铁烧结机面积为 11.6 万平方米	①钢铁烧结机产能维持不变； ②截止 2019 年 2 月超低排放改造比例改造与新建空间为 80%； ③单位投资额：45 万元/平方米	417.60

砖瓦	《砖瓦工业大气污染物排放标准》:我国现有砖瓦企业中隧道窑企业约 1 万家,隧道窑约 2 万条,可以改造的隧道窑按 1 万条计	①砖瓦产能维持不变 ②一条窑的脱硫除尘设施投资约 335 万元	335.00
陶瓷	我国 2016 年建筑陶瓷生产线 3400 条	①陶瓷产能维持不变; ②存量市场中有 90%新装与改造需求 ③单位投资额:500 万元/条	136.00
水泥	截止 2017 年底,全国新型干法水泥生产线累计 1715 条	①水泥产能维持不变; ②存量市场中有 70%的新装与改造需求 ③单位投资额:900 万元/条	108.05
玻璃	国家统计局统计,2018 年平板玻璃产量为 8.69 亿重量箱	①平板玻璃未来 5 年会有 10%左右的增量市场 ②生产每重量箱平板玻璃的大气治理成本为 2.75 元	26.29
合计			1022.93

资料来源:生态环境部,中国产业信息网,国家统计局,天风证券研究所测算

工业水处理的吨废水平均处理费用逐年增加,未来主要空间仍来源于在处理运行费。

自 13 年造纸、化工、纺织、钢铁等主要排放行业在内的大部分工业行业修订污染物排放标准,工业废水年处理费用不断上升,平均单吨处理费用亦成上升趋势。2015 年,我国工业废水年处理费用已达 685.33 亿元。

表 5: 吨废水平均处理费用

	2011	2012	2013	2014	2015
工业废水处理量(亿吨)	580.55	527.47	492.48	499.87	444.58
年处理运行费用(亿元)	732.15	667.7	628.64	660.89	685.33
平均单吨处理费(元)	1.26	1.27	1.28	1.32	1.54

资料来源:国家统计局-环境统计数据,天风证券研究所

我们认为,随着排放标准与要求的进一步增加,落实要求的进一步提升,工业废水处理量(包括未知未计的存量污染治理)将在十三五期间呈现逐年上升趋势。吨废水处理费用必将高于现值,高浓度污水处理费用将更高。我们以保守估算,2016 年~2020 年单吨工业废水处理额在 1.6~1.7 元之间。每年的运行费用将达到千亿规模,投资额将维持在 120-150 亿之间。

表 6: 2016-2020 年工业废水处理费用市场空间计算

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
工业废水处理量(亿吨)	460	500	530	560	580
平均单吨处理费(元)	1.60	1.65	1.70	1.70	1.70
年处理运行费用(亿元)	736	825	901	952	986

资料来源:国家统计局-环境统计数据,天风证券研究所

3. 工业环保标的梳理

3.1. 工业废气治理方向

3.1.1. 龙净环保

大气治理龙头,内生增长动力强劲。公司是国内领军大气环保装备制造企业,拥有四十余年大气污染治理经验,自上市以来无并购重组事件,内生动力强劲。

环保压力升级,非电领域大气治理亟需整治。电力行业大气治理效果显著,目前增量和存量市场接近饱和,钢铁、水泥、平板玻璃、电解铝等在内的非电领域是大气污染治理的新风口。继 2017 年史上最严环保元年以来,我国环境治理惩治力度仍在不断加大,2019 年即将开启第二轮中央环保督察;《打赢蓝天保卫战三年计划》的出台也标志大气治理正式

迈入新阶段。钢铁行业有望成为非电行业大气治理的首个突破口，2018年5月出台的《钢铁企业超低排放改造工作方案（征求意见稿）》提出新的排放标准并给予较大的激励政策，同时钢铁行业供给侧改革成效显著，钢铁企业盈利能力好转，有能力为烟气治理设备提供良好的资金支撑。

两全其美：电力市场份额常居前三，非电新增订单加速增长。公司是火电领域大气治理的龙头，在中电联统计的数据中，公司位列2017年全国累计投运的烟气脱硫工程机组容量存量第三名和2017年签订合同的火电厂烟气脱硝机组容量的榜首。公司在手订单十分充沛，截至2018年9月，公司在手订单总计188亿元，其中电力行业102亿元，非电行业86亿元，比2017年翻了近一倍；其中新增订单的结构发生变化，非电行业新增订单加速增长占据主流。公司在获取项目时，有选择性地偏向实力雄厚的大客户，项目规模普遍较大，2018年7月中标京唐钢铁高达4.77亿元的炼铁部烧结脱硫脱硝改造工程总承包合同。

内生动力：研发强度显著高于同行，技术能力过硬。公司高度注重研发能力，近年来的研发强度一直在不断提高且显著高于行业平均水平。在浓厚的研发氛围下，公司的技术也具有较高壁垒，DSC-M“干式超净+”技术及装置可满足NOX排放小于50mg/Nm³、SO₂排放小于35mg/Nm³、粉尘排放小于5mg/Nm³、SO₃（硫酸雾）排放小于5mg/Nm³、汞排放小于3μg/Nm³、零废水排放的升级版“50355+530”超洁净指标要求。虽然目前干法脱硫市场份额小，但却是未来非电烟气行业发展大趋势。

多点开花：可转债助力布局新领域，充足资金保障业绩增量。公司于2018年发布公告称，拟发行可转债募集资金不超过18亿元，募集资金将用于在环保输送、智能制造、高性能复合环保吸收剂、工业废水、VOCs、消白烟、智慧环保等项目领域进行布局，打通上下游，塑造大环保平台，预计从2020年第二季度开始，随着6个项目的全部建成投产，每年将为公司带来22.31亿元的销售收入，加剧协同效应和规模效应，进一步增强公司盈利能力。

盈利预测：我们预计18-20年营收为90.09、104.66、120.45亿元，归母净利为8.01、9.05、10.22亿元，对应EPS为0.75、0.85、0.96元，对应PE为16倍、15倍、13倍，给予“买入”评级。

风险提示：非电领域大气治理推行进度不及预期；环保督查与监管放缓；行业竞争加剧，获取订单能力削弱；下游企业景气度降低，控制排放治理

3.1.2. 清新环境

工业烟气治理龙头，业绩增速快。公司是集技术研发、项目投资、工程设计、施工建设以及运营服务为一体的综合性服务运营商。2014年公司成功研发SPC-3D单塔一体化脱硫除尘深度净化技术，为火电行业超低排放提供有力技术支持。在2015-2017年中电联环保业绩排名中，清新环境的脱硫超低排放机组容量在市场排名中连续三年位居第一。年报显示，上市以来营业收入从2011年的4.48亿增加到了2017年的40.94亿，对应归属母公司净利润从1.03亿增加到了6.52亿，年复合增速达到了36.01%。

铝能清新引入战投中铝环保，非电烟气治理实力增强。2016年6月，公司与中国铝业共同投资设立铝能清新，布局非电烟气治理领域；2017年初收购博惠通80%股权，突破石化行业高壁垒，正式进入石化烟气治理领域，实现板块业务的横向延伸。2018年12月，铝能清新拟通过增资扩股方式引入战略投资者，中铝环保拟以现金出资人民币4.5亿元对铝能清新进行增资。本次增资有利于铝能清新未来拓展中铝集团及冶金行业环保综合服务业务，有利于依托国有股东的资源和资本优势，助力公司长期发展。

18年成立雄安清新公司，提供综合环境治理服务。公司18年成立雄安清新公司，将在公司传统工程业务和运营服务能力的基础上，探索更综合化服务区域地方环境治理的模式，业务将从大气治理拓展到水治理、固废危废治理等领域。

风险提示：非电领域大气治理推行进度不及预期；环保督查与监管放缓；行业竞争加剧，获取订单能力削弱；下游企业景气度降低

3.1.3. 先河环保（建议关注）

环境监测龙头，财务状况优异。先河环保是集环境监测、大数据服务、综合治理为一体的集团化公司，业务涵盖生态环境监测装备、运维服务、社会化检测、环境大数据分析 & 决策支持服务、VOCs 治理及农村污水治理六大领域，经过十余年的精耕细作，公司已成为目前环境监测行业的龙头企业之一。公司历史业绩增长稳定，2017、2018Q3 实现营业收入 10.43、8.21 亿元，同比增长 32.04%、31.35%；实现归母净利润 1.88、1.47 亿元，同比增长 78.68%、55.78%。财务方面，公司杠杆率较低，截止 2018 年三季报，资产负债率为 19.38%；盈利能力强，近三年的销售毛利率都维持在 50%左右，2016、2017 年基本每股收益分别为 0.31、0.55 元/股；现金流稳定，回款情况良好，2016、2017 年的销售商品提供劳务收到的现金/营业收入比值分别为 1.23、1.17。

网格化是环境监测大趋势，公司订单充沛，覆盖区域广。网格化监测系统，即采用物联网环境监测、大数据分析技术，组合布设微型化等设备和手段，形成的大范围、高密度的环境监控网络，相比于传统的大型空气监测站点具有分布密集、监测精准、降低成本、防控单点造假等特点，能够实现区域环境的实时掌控和精细化管理，有效改善环境质量，正逐步成为环境监测的大趋势。《大气十条》、《打赢蓝天保卫战三年行动计划》、《关于办理环境污染刑事案件有关问题座谈会纪要》等重磅文件的出台也体现了中央对大气环境治理的重视程度和督查问责机制的严苛，环保压力持续升级。2018 年上半年公司陆续中标河南鹤壁，山东菏泽，河北保定、唐山及张家口等地乡镇站空气监测建设项目，据中国采购与招标网的数据统计，河南省和河北省是公司中标总订单金额占比最大的两个省份。截至 2018 年 6 月底，公司大气网格化系统已覆盖全国 14 个省份，87 个城市；管理咨询服务项目涵盖 35 个城市，其中与二十余个城市签订了服务合同，其余城市试运行中。目前在国家生态环境部开展城市空气质量排名的考核排名压力下，部分省市开始将空气质量考核排名下沉到对乡镇空气质量考核，进而开始建设乡镇站空气监测项目，公司有望以河南为中心继续辐射，在覆盖广度和覆盖深度继续拓展市场规模。

运营项目毛利率高达 60%，水质监测板块增长可期。公司运营服务业务虽然占公司总营收体量的份额不高，但一方面具有较高的毛利率，近三年毛利率稳定在 60%左右，成为拉高公司整体毛利率的重要推手；另一方面，运营项目周期短，下游客户主要为政府单位和国有企业，回款迅速，能为公司提供稳定的现金流，优化公司财务结构。2018 年上半年，子公司广西先得中标国家地表水自动监测系统建设及运行维护项目（包 15），中标金额 7515 万元；2018 年 12 月，公司再次中标四川省自贡市水网格化监测系统及大数据平台服务采购项目，中标金额 5727 万元，水网格监测系统累计中标金额达 1.32 亿元。同时，公司引入芯视界（北京）科技有限公司微型量子点光谱仪芯片，进一步支撑水环境技术创新，被业内称为“颠覆性技术”的光谱仪微型化技术致力于运用、开发和融合新材料、新器件、纳米技术与人工智能等多个前沿领域的领先技术，为多行业提供面向未来社会信息化与智能化需求的传感、计算、分析、决策等方面的关键技术和解决方案。

风险提示：订单拓展不及预期、项目运维风险

3.2. 工业水处理方向

3.2.1. 上海洗霸

股东高管增持，彰显公司发展信心，股权激励绑定核心员工。公司控股股东去年 8 月发布公告，计划增持金额不低于人民币 0.15 亿元、不超过人民币 1.5 亿元，增持计划不设价格区间，现已全部完成。去年十月至今，公司多名高管也频频增持股票，控股股东与管理层频繁增持凸显认可公司长期发展价值。18 年 5 月公司已完成限制性股票授予登记工作，授予价 19.74 元/股，登记数量 132.45 万股，考核以 17 年净利润为基数，18 年到 20 年净利润增长分别不低于 20%、40%、60%，核心员工利益绑定，动力充足。

下游工业客户效益回升，带动公司业绩快速增长。钢铁行业景气度回升，且有搬迁和扩容等结构性调整，公司作为国内少数同时为宝钢、武钢等众多特大型钢企提供十几年各类水处理服务的供应商之一，具有先进的技术和丰富的服务经验。公司 18 年拿下总金额 3.72 亿元的河钢水处理 EPC 项目，对公司业绩增厚作用明显。公司 18 年三季度盈利快速增长，营业

收入 2.73 亿元，同比去年增长 22.25%；实现归母净利润 0.59 亿元，同比增长 29.75%。

设立子公司和外延并购扩张成为增长新动力，产业链进一步延伸加大未来业绩弹性。公司 19 年 1 月拟在英国伦敦设立全资子公司，进一步优化公司全球化战略产业布局，有助于实现海外业务的拓展和技术的引进。公司通过并购河南凯舜拓展了危废业务，收购蓝天环科加强向水环境治理、环评等业务的拓展。产业链进一步延伸，加大未来业绩增长弹性。

工业水处理优质标的，运营占比高，毛利率高，资金充裕。公司运营项目收入占比大，合同期限长，品牌优势明显，客户满意度高，现金流良好。公司较强的成本管控能力，加上多年积累的技术优势，公司的总体毛利率维持 40%以上的高位。公司主要以自有资金发展，18 年三季度货币资金 1.48 亿，占同期流动资产总额的 19.6%，并保持轻资产的运营模式，同期资产负债率仅有 13.8%，属于行业较低水平，资金充裕，在行业资金偏紧的环境下颇为难得，进一步保证公司未来内生与外延发展的充沛动力。

盈利预测：我们预计 2018-2020 的净利润为 0.80/1.24/1.61 亿元，对应 PE 为 37/24/18 倍，维持“买入”评级。

风险提示：客户订单释放不及预期，项目运营不及预期

3.2.2. 国祯环保

收购的全资子公司麦王环境为美国工业污水处理专家，深耕国内市场多年。2015 年 8 月公司发布公告拟以自有资金人民币 3.69 亿元收购麦王环境技术股份有限公司 72.31%的股权，于 2015 年 11 月起纳入合并报表。麦王环境的主营业务为工业污水处理，主要在煤化工、石油化工、钢铁等领域开展业务，公司经过多年的发展，已拥有多项核心技术，在工业污水治理领域积累了丰富的工程经验，通过此次股权收购，公司可快速切入工业废水领域，为公司污水治理领域发展打开新的局面。

麦王环境进军海外，工程项目再下一城。2019 年 2 月 19 日，子公司麦王环境中标美国 TEDA TPCO ICP-1 Remaining & CTP 工程合作项目。合同总金额 1623 万美金，折合人民币约 1.1 亿元，对公司的品牌形象和盈利能力都具有较大的提升。

运营产能稳步提升，稳定现金流提供安全边际。运营项目一直都贡献公司超过 50%以上的毛利，截止 2018 年上半年，公司污水处理运营产能达 511 万吨/日，相比去年同期已增长 95.2 万吨/日。其中投入运营产能 368 万吨/日，在建产能 143 万吨/日。存量叠加增量的运营项目为公司带来源源增长的业绩和现金流，优化公司财务状况。

再融资计划提供后续资金，优化负债结构。公司于 2018 年 10 月发布关于非公开发行股票的公告，拟对不超过 5 名特定对象发行不超过 10 亿元资金，用于合肥市小仓房污水处理厂 PPP 项目。此次发行如能顺利推进，将为公司 2019 年的发展提供帮助，降低公司资产负债率 7 个百分点。

风险提示：融资成本增加、定增发行失败、项目获取低于预期

3.2.3. 博世科

公司工业废水处理核心技术储备丰富，造纸废水处理行业优势明显。博世科公司核心管理层为王双飞、宋海农、杨崎峰三位博士，凭技术起家，技术底蕴是公司发展的基石。创始人凭借对轻工、食品行业工艺流程的深入了解，从 2004 年开始布局工业水污染治理。公司三大工业水处理核心技术为高浓度有机废水处理（工业污水末端处理）、难降解废水的深度处理（工业污水末端处理）以及制浆造纸清洁漂白二氧化氯制备（纸浆清洁生产）领域，均达到国际先进水平。在轻工造纸行业污水处理中，公司具有丰富的技术储备和成熟的处理经验，具有领头羊的地位。

开拓环卫业务，多领域布局，终成全产业链的环保服务平台，乡村振兴市场占得先机。2018 年公司在环卫业务方面进展突出，7 月收获苍梧县环卫大单，9 月中标贺州市环卫项目，2018 年累计斩获 7.84 亿元的环卫项目订单。至今公司已向多个业务方向拓展，已成为覆盖环境评价、工业废水处理、市政污水及供水、污泥处理、重金属污染及环境修复、烟气

治理、水体生态修复、固废处理、环卫等领域的环保平台型公司，品牌影响力彰显。乡村振兴战略利好农村污水治理板块，公司采用差异化竞争策略，深耕广西及西南地区，已占得乡镇污水处理市场先机。

18 年业绩预增，公司在手订单饱满，融资约束边际宽松在即，为未来业绩增长提供坚实基础。2018 年公司预计归母净利润 2.13 亿元~2.54 亿元，同比增长 45%~73%。公司三季报披露，公司新增合同额 32.79 亿元，与去年订单增速基本持平，是公司 17 年营收规模的 2.2 倍，其中新增 EPC、EP 类合同额 15.68 亿元。公司在手合同累计达 131.77 亿元（含中标、参股 PPP 项目），同比增长 32%，其中水污染治理合同额 109.11 亿元。在手订单饱满，为未来业绩增长提供坚实基础。在利好民企筹资环境的政策不断兑现的形势下，订单转化为收入的速度将加快，未来看好公司具有较高的业绩弹性。

风险提示：融资环境恶化，项目推进不及预期

4. 风险提示

政策落地不及预期、工业企业景气度降低、工业环保投入不及预期

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com