

增持

——维持

日期：2019年03月25日

行业：环保行业



分析师：冀丽俊

Tel: 021-53686156

E-mail: jilijun@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120017

研究助理：熊雪珍

Tel: 021-53686180

E-mail: xiongxuezheng@shzq.com

SAC 证书编号: S0870117080002

证券研究报告/行业研究/季度策略

# 融资环境改善预期下，板块估值修复行情有望持续

## ——2019年环保行业春季投资策略

### 主要观点

#### 板块估值仍在低位，下调空间有限

春节后板块市场行情有所回暖，但环保板块的估值及相对沪深300溢价率仍在五年低位。截至3月19日，环保板块（TTM整体法，剔除负值）市盈率为23.49倍，相对沪深300的估值溢价率为88.96%，市净率为1.93（整体法，剔除负值），相对沪深300的估值溢价率为27.25%，均处在低位。细分板块方面，环卫、土壤修复、园林、水处理板块PE较低，分别为14.70、21.37、21.48、22.07，下调空间有限。

#### 政策持续发力，融资通道疏通叠加减税，板块业绩有望改善

从已披露的公司业绩预告/快报来看，板块业绩整体表现暗淡，考虑受宏观信贷收缩影响，环保企业融资难，项目进度不达预期减少项目回款，推升费用率侵蚀企业利润。近期陆续出台的系列支持民营企业发展政策及缓解流动性风险措施，有望疏通民营企业融资渠道。在近期的国务院常务会议中，明确了增值税减税配套措施，会议决定从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，有望切实减轻环保企业负担，增厚企业利润。

#### 环保仍是刚需，板块估值修复行情有望持续

环保仍是刚需，区域性规划将直接提振环保行业需求，融资改善预期叠加减税，环保企业业绩有望回暖。继续看好高景气度子行业、运营类资产估值修复带来的投资机会。建议持续关注收入来源较稳定、有确定性增长的垃圾焚烧类企业，高景气度的土壤修复子行业，及受益于区域性规划建设叠加PPP合规性、运营性增强的细分板块。

### 投资建议：评级未来十二个月内，行业评级“增持”

### 风险提示

环保政策推进不及预期的风险；宏观信贷政策变化的风险；行业竞争加剧的风险等。

### 数据预测与估值：

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
伟明环保	603568.SH	25.43	0.74	0.99	1.17	34.36	25.69	21.74	增持
国祯环保	300388.SZ	10.83	0.64	0.53	0.75	16.92	20.43	14.44	暂未评级
高能环境	603588.SH	10.52	0.29	0.46	0.60	36.28	22.87	17.53	增持

资料来源：上海证券研究所，股价为2019年03月22日收盘价（国祯环保EPS采用Wind一致预期）

最近6个月行业指数与沪深300指数比较



报告编号：JLJ19-AIT02

## 目 录

<b>一、融资环境有望改善，环保仍为发展刚需</b> .....	4
1.1 政策持续发力，融资情况有望改善.....	4
1.2 两会聚焦，行业热度不减.....	5
<b>二、行情回顾：板块估值修复行情开启</b> .....	6
2.1 板块市场行情回暖.....	6
2.2 板块估值仍在 5 年低位.....	7
2.3 板块业绩快报整体表现暗淡，关注高景气度子板块.....	9
2.4 板块内上市公司减持计划提示.....	9
<b>三、关注持续成长的高景气度子行业、看好运营类资产的估值修复</b> .....	11
3.1 垃圾焚烧处理市场仍有较高成长空间.....	11
3.2 土壤修复：受《土壤法》落地影响，市场空间加速释放.....	12
3.3 环保类区域性规划提振行业需求，PPP 项目运营属性增强 .....	15
<b>四、环保行业评级与策略</b> .....	16
4.1 维持环保行业“增持”评级.....	16
4.2 投资策略.....	16
<b>五、重点公司</b> .....	16
<b>六、风险提示</b> .....	17

图

图 1 2019 年年初以来环保行业走势对比 (%) .....	6
图 2 环保板块年初至 3 月 19 日涨幅 .....	7
图 3 环保细分子版块年初至 3 月 19 日涨幅 .....	7
图 4 环保板块 PE 及相对沪深 300 溢价率 (2014/03/19-2019/03/19) .....	8
图 5 环保板块 PB 及相对沪深 300 溢价率 (2014/03/19-2019/03/19) .....	8
图 6 环保板块 2014-2018 年营收及增速情况 .....	9
图 7 环保板块 2014-2018 年归母净利润及增速情况 .....	9
图 8 环保板块 (已公布快报公司组成的样本) 土壤修复营收 .....	13
图 9 2012-2017 年土壤修复市场订单: 亿元 .....	13
图 10 土壤修复中央财政预算: 亿元 .....	13

表

表 1 环保 2019 年来产业发展政策 .....	4
表 2 两会环保相关内容 .....	5
表 3 环保各细分板块的 PE (截至 3 月 19 日) .....	8
表 4 近期环保板块内上市公司减持计划情况 .....	10
表 5 垃圾焚烧运营业务收益估算 .....	12
表 6 土壤修复相关企业 (部分) 修复技术及业务领域 .....	13
表 7 环保类区域规划 .....	15

## 一、融资环境有望改善，环保仍为发展刚需

### 1.1 政策持续发力，融资情况有望改善

2019 年来，行业政策利好频出。受资金面紧张影响，环保企业融资成本增加，部分企业陷入流动性风险，陆续出台的系列支持民营企业发展政策及缓解流动性风险措施，有望疏通民营企业融资渠道。

在近期的国务院常务会议中，明确了增值税减税配套措施。此前环保行业中高新技术企业所得税税率标准为 15%，会议决定从 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，有望切实减轻环保企业负担，增厚企业利润。

表 1 环保 2019 年来产业发展政策

政策主题	时间	政策	部门	内容要点
产业发展	2019.01	《建立市场化、多元化生态保护补偿机制行动计划》	发改委	《计划》指出重点任务：建立市场化、多元化生态保护补偿机制要健全资源开发补偿、污染物减排补偿、水资源节约补偿、碳排放权抵消补偿制度，合理界定和配置生态环境权利，健全交易平台，引导生态受益者对生态保护者的补偿。在配套措施方面，将健全激励机制，完善调查监测体系，强化技术支撑，为推进建立市场化、多元化生态保护补偿机制创造良好的基础条件。
	2019.01	《关于支持服务民营企业绿色发展的意见》	生态环境部、中华全国工商业联合会	《意见》提出的措施中涉及：财税、绿色金融、绿色价格、排污权交易等市场化机制在内的多项环境经济完善政策。
	2019.01	中央一号文件：国务院 关于坚持农业农村优先发展做好“三农”工作的若干意见	国务院	文件指出要加大农业面源污染治理力度，发展生态循环农业，推进农村水环境治理，严格乡村河湖水域岸线等水生态空间管理。
	2019.01	《大气污染防治资金管理办法》	生态环境部、财政部	专项资金执行期限至 2020 年，支持范围包括京津冀及周边地区、汾渭平原、长三角等重点区域。
	2019.01	《“无废城市”建设试点工作方案》	国务院	在全国范围内选择 10 个左右有条件、有基础、规模适当的城市，在全市域范围内开展“无废城市”建设试点。
	2019.03	国常会：对污染防治第三方企业减按 15% 税率征收企业所得税	-	从 2019 年 1 月 1 日至 2021 年底，对从事污染防治的第三方企业，减按 15% 税率征收企业所得税

数据来源：政府网站，上海证券研究所

## 1.2 两会聚焦，行业热度不减

全国两会召开，政府工作报告中指出，2019年生态环保的主要工作任务包括巩固扩大蓝天保卫战成果，强化水、土壤污染防治，加快固体废弃物和城市垃圾分类处置等。环保仍为刚需，行业热度不减。

表 2 两会环保相关内容

主题	来源	内容
农村环境		
	中国科学院水生生物研究所副所长徐旭东	根据农村人口分散式生活的特点，在没有条件建设集中处理污水管网的小村落，建立人工湿地等分散式污水处理设施。
	安徽农业大学副校长马传喜	要想从源头治水，必须要在农村建立起以村为单位的自我水处理循环系统。
	重庆市生态环境局副局长余国东	可根据农村生活污水治理的特点制定国家乡村生活污水处理排放的指导标准；推行“投、建、管、运”一体化运营方式，加大配套政策扶持，推动乡村污水治理行业良性发展。
固废治理		
	青海代表团	青海省群众居住分散，生活垃圾收集转运困难，已建成的卫生填埋设施运行成本高，当地财政负担重。青海省生活垃圾处理方式绝大部分为卫生填埋方式，生活垃圾焚烧发电项目尚处于起步阶段。
	两会部长通道	2019年起，全国地级和以上城市将全面启动生活垃圾分类工作
	人大代表、三棵树涂料股份有限公司董事长洪杰	在相关行业集中区，设立针对行业危废处理试点地区及企业。面对危废处理单位稀缺的情形，国家或政府部门应适当给予危废处置公司引进与发展先进处理技术的政策支持与经费补助。
	全国人大代表里赞	认为补贴政策刺激了垃圾焚烧厂建设，变相鼓励垃圾源头放纵、焚烧可回收物等，不利于绿色循环经济发展，建议首先停止以“垃圾焚烧发电”名义进行补贴。
	人大代表	建议简化危险废物的跨省转移审批流程
水处理&水环境		
	自然资源部天津海水淡化与综合利用研究所所长李琳梅	建议将海水淡化水作为沿海缺水城市安全保障水源，解决水资源短缺问题，保障国家水安全
环境监测		
	全国政协委员、雅昌文化集团董事长万捷	《关于进一步落实重点排污单位环境信息公开的建议》提出了信息公开不完善、不全面等问题，希望国控污染源以外的重点排污单位自行监测信息公开迎来突破。

数据来源：政府网站，上海证券研究所

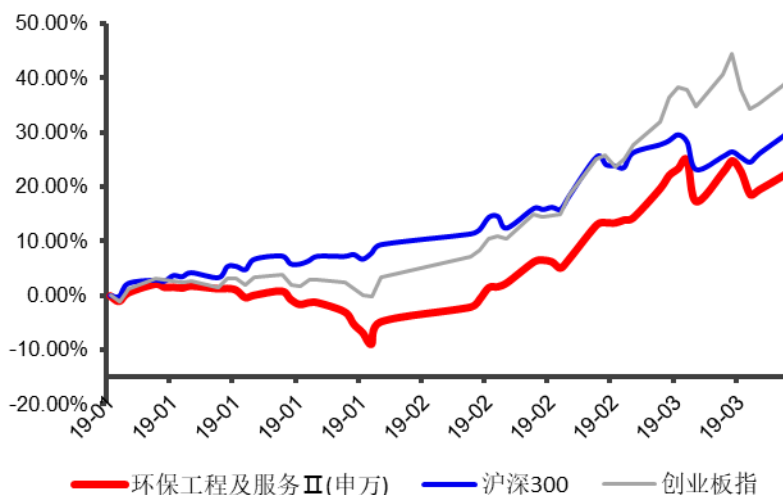
## 二、行情回顾：板块估值修复行情开启

### 2.1 板块市场行情回暖

2019年春节前，虽已有融资环境改善预期，中央也多次表态对民企融资的支持，但对企业现金流的改善仍有一定滞后。春节前环保企业密集披露年报业绩预告，板块利润受财务费用、项目进度不达预期等因素拖累，市场人气低迷。春节后，年报风险逐步出清，叠加对两会行业政策提振板块关注度的预期，环保板块随大盘开始反弹。

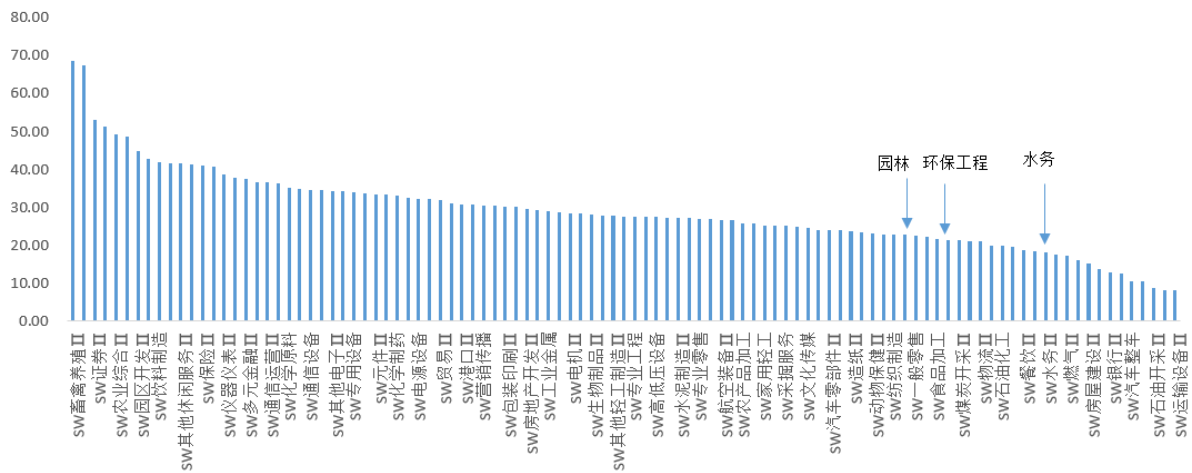
年初以来上证综指上涨 24.16%，创业板指上涨 27.94%，沪深 300 上涨 36.51%，环保工程及服务（申万）指数上涨 21.73%，分别跑输上证综指 2.43pct、创业板指 6.21pct，差距已有缩小。板块从年初至今，环保工程及服务在申万二级板块中，涨幅居 82/103 位，SW 园林工程位居 78/103 位，SW 水务位居 91/103 位，涨幅靠后。

图 1 2019 年年初以来环保行业走势对比 (%)



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

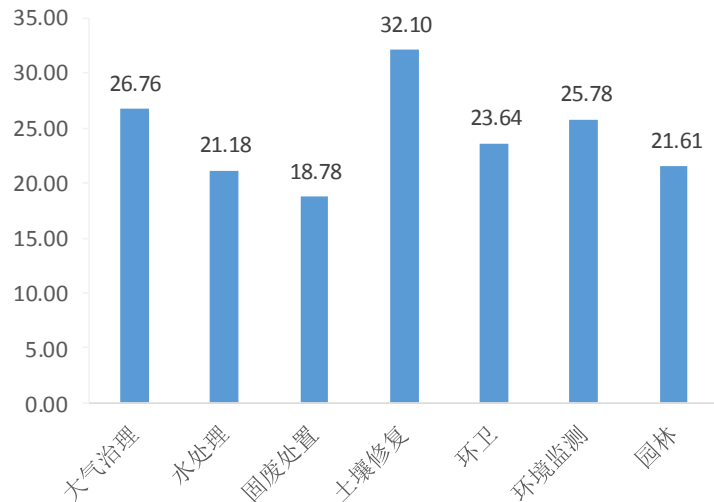
图 2 环保板块年初至 3 月 19 日涨幅



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

细分子行业涨跌幅方面,我们按主营业务分为大气治理、水处理、固废处置、土壤修复、环卫、环境监测及园林子行业。2019 年初至今环保子行业普涨,其中土壤修复上涨 32.10%,涨幅最大,大气治理板块次之(26.76%)。个股方面,年初至今涨幅最大的为旺能环境(64.35%)、巴安水务(55.15%)、国中水务(51.01%);

图 3 环保细分子版块年初至 3 月 19 日涨幅



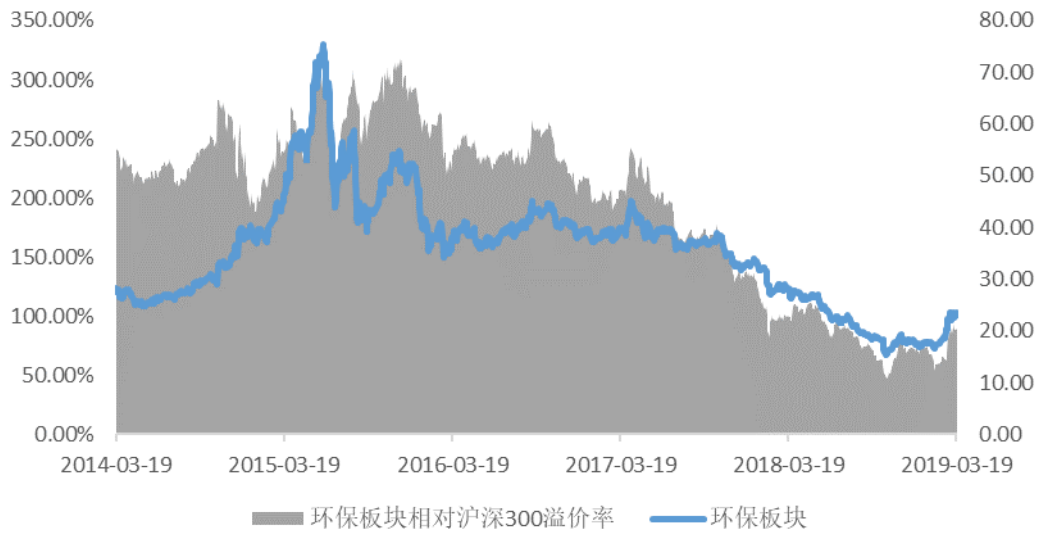
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

## 2.2 板块估值仍在 5 年低位

春节板块市场行情回暖后,环保板块的估值及相对沪深 300 溢价率仍在五年的低位。截至 3 月 19 日,环保板块(TTM 整体法,剔除负值)市盈率为 23.49 倍,相对沪深 300 的估值溢价率为 88.96%,市净率为 1.93(整体法,剔除负值),相对沪深 300 的估值溢价率为 27.25%,均处在低位。细分板块方面,环卫、土壤修复、园林、水处理板块 PE 较低,分别为 14.70、21.37、21.48、22.07。

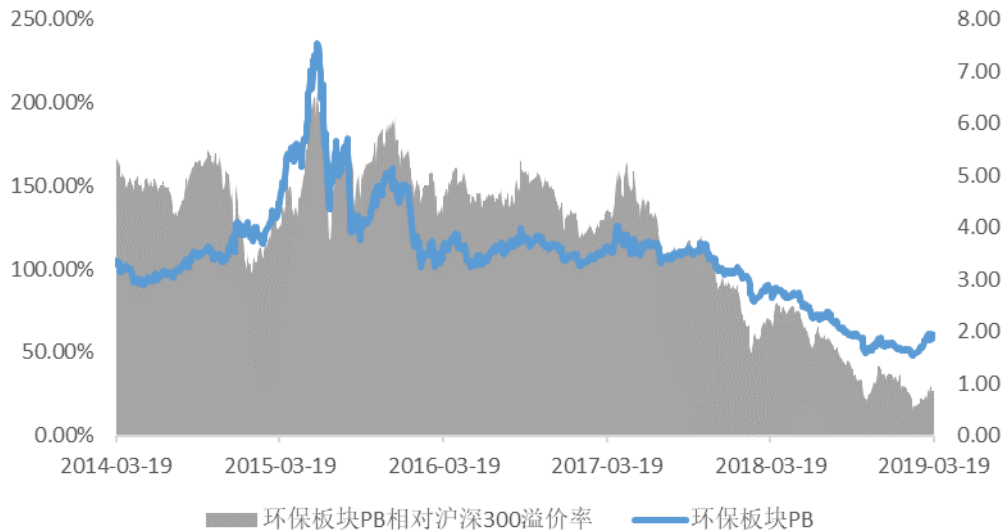
在后续融资环境有望改善的预期下，环保板块估值修复仍具备一定上行空间。

图 4 环保板块 PE 及相对沪深 300 溢价率 (2014/03/19-2019/03/19)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 5 环保板块 PB 及相对沪深 300 溢价率 (2014/03/19-2019/03/19)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

表 3 环保各细分板块的 PE (截至 3 月 19 日)

细分板块	PE	相对沪深 300PE 溢价率
水处理	22.07	77.55%
大气治理	24.87	100.08%
固废处置	24.02	93.24%
土壤修复	21.37	71.92%
环卫	14.70	18.26%
环境监测	35.86	188.50%



园林	21.48	72.81%
沪深 300	12.43	-

数据来源: Wind, 上海证券研究所

### 2.3 板块业绩快报整体表现暗淡, 关注高景气度子板块

环保板块已经公布 2018 年业绩快报的 40 家上市公司作为样本, 2018 年实现营收 1147.91 亿元, 同比上升 3.56%, 但 2017 年营收增速高达 46.29%, 增速下滑明显。实现归母净利润 100.47 亿元, 同比下降 31.26%。

板块样本中, 营收负增长的公司有 16 家, 归母净利润为负的公司有 5 家。归母净利润增速超过 50% 的公司占比为 20.52%。净利润负增长公司占比 58.95%, 其中同比下降超过 20% 的公司占净利润负增公司的一半以上。从快报披露情况来看, 公司业绩主要受去年信贷收紧, 资金面紧张影响, 项目进度不达预期、财务费用高拖累影响。

对环保板块样本按细分子行业划分, 环卫板块公司未披露业绩快报, 暂未纳入统计。营收规模最大的为生态园林 (534.84 亿元), 其次为水处理 (328.57 亿元), 营收规模最小的为土壤修复 (40.45 亿元)。从营收增速上看, 土壤修复增速最高, 为 40.45%, 较去年增速高出 5.56pct。

归母净利润方面, 规模最大的为生态园林 (41.50 亿元), 其次为水处理 (27.49 亿元)。增速方面, 仅环境监测子板块保持正增长, 为 13.84%。

图 6 环保板块 2014-2018 年营收及增速情况

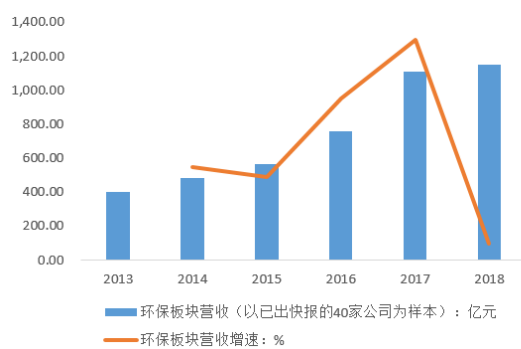
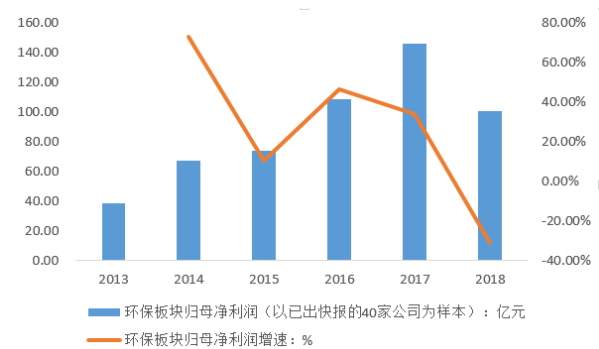


图 7 环保板块 2014-2018 年归母净利润及增速情况



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

### 2.4 板块内上市公司减持计划提示

近期环保板块内仍有减持计划进行的公司 11 家, 部分个股存在一定减持压力。

**表 4 近期环保板块内上市公司减持计划情况**

公司动态	公司代码	公司	减持比例	减持进展	时间区间
	603903.SH	中持股份	纪源科星：占公司总股本的2%。	此次减持计划已实施完毕	2018/11/30-2019/03/18
	603778.SH	乾景园林	回全福和五八投资为一致行动人关系：不超过公司总股本的2.21%。	发布减持计划公告	2019/04/05 后 6 月内
	300692.SZ	中环环保	1、公司特定股东海通兴泰：不超过公司总股本的4.69%。 2、公司持股5%以上股东永新县中勤投资合伙企业（有限合伙）：不超过公司总股本的4%。	1、海通兴泰减持计划期间已经届满，通过集中竞价的方式累计减持公司股份1.52%； 2、中勤投资截至3月11日累计减持公司股份占公司股份比例的1%。	中勤投资减持计划： 2018/09/26-2019/03/25
减持计划进展	603817.SH	海峡环保	公司持股5%以上股东瑞力投资：1) 通过集中竞价交易方式减持不超过公司现有总股本的2%；2) 通过大宗交易方式减持不超过公司现有总股本的4%。	发布减持计划公告	集中竞价减持： 2019/03/28 后 6 个月内； 大宗交易减持： 2019/03/12 后 6 个月内
	603603.SH	博天环境	1、京都汇能：不超过公司总股本的2%。 2、公司持股5%以上股东国投创新：不超过62,176,970股(15.48%)；复星创富计划：不超过36,000,000股(8.96%)；鑫发汇泽：不超过27,757,934股(6.91%)。	1、发布股东减持股份计划提示性公告； 2、国投创新、复星创富、鑫发汇泽均未实施减持	1、 2019/03/07-2019/06/04 ； 2、 2018/12/12-2019/05/24
	601200.SH	上海环境	公司持股5%以上股东弘毅（上海）股权投资基金中心：不超过35,127,194股，减持比例不超过公司股份总数的5%	发布减持计划公告	2019/03/20 后 6 个月
	603686.SH	龙马环卫	公司董事陈敬洁：不超过公司总股本的1.1705%，且减持数量不超过其所持有的公司股份的25%。	截至2月14日，已经达到减持计划数量的一半，减持计划尚未实施完毕。	2019/03/07 后 6 个月

002663.SZ	普邦股份	公司董事曾伟雄、叶劲枫：不超过公司总股本比例 0.13%、不超过公司总股本比例 0.07%。	发布董事减持股份计划的预披露	2019/02/22 后 6 个月内
300266.SZ	兴源环境	公司董事兼副总经理钟伟尧：不超过（含）5,000,000 股。	减持计划完成数量已过半	2018/11/22 后 6 个月内
300172.SZ	中电环保	公司高管袁劲梅女士计划：不超过公司总股本比例 0.1532%。	公司发布高管股份减持计划的预披露公告	2019 年 2 月 18 日至 2019 年 8 月 17 日
002672.SZ	东江环保	公司副总裁、董事会秘书王恬女士计：不超过 500,000 股，占公司总股本比例不超过 0.06%。	2018 年 12 月 27 日至 2019 年 1 月 16 日期间，通过集中竞价交易方式共减持公司股份 320,750 股，占公司总股本约为 0.0362%，减持数量已过半	2018/12/27 后 6 月内
300385.SZ	雪浪环境	合计持有无锡雪浪环境科技股份有限公司股份 5.01% 的股东杨建林、杨珂和杨婷钰：不超过 1,630,000 股，占公司股份总数的 1.25%	发布减持计划公告	2019/01/23-2019/07/22

数据来源：Wind 上海证券研究所

## 三、关注持续成长的高景气度子行业，看好运营类资产的估值修复

### 3.1 垃圾焚烧处理市场仍有较高成长空间

**垃圾焚烧发电退补时机还未到。**垃圾焚烧发电属生物质能发电，随着可再生能源平价发电的推广，垃圾焚烧发电是否退补也存在争议，有观点认为随着垃圾焚烧发电规模的扩大，补贴对可再生能源发展基金造成压力，今年两会中也有人大代表认为垃圾焚烧的补贴政策刺激了垃圾焚烧厂建设，变相鼓励垃圾源头放纵、焚烧可回收物等，不利于绿色循环经济发展。

**从发展的进度来看，**根据《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，到 2020 年底全国城镇生活垃圾焚烧处理设施能力占无害化处理总能力 50% 以上，其中东部地区占 60% 以上。

规划中指出 2020 年垃圾焚烧处理能力须达到 59.14 万吨/日，2016 年焚烧处理能力为 25.59 万吨/日，为达到这一目标，“十三五”期间，生活垃圾焚烧处理能力年复合增长率将至少需要达到 23.30% 的增速。生活垃圾焚烧仍处在大力发展阶段。

从焚烧处理占比来看，2016 年垃圾焚烧处理能力为 25.59 万吨/日，虽然生活垃圾无害化处理率已达到 96.6%，但垃圾焚烧处理率仅为 37.5%。区域上看垃圾焚烧占比高的省份还是沿海发达地区，如江苏、浙江、福建，焚烧处理方式的占比能达到一半以上。而 2020 年底东部地区要求提升至 60% 以上，与日本焚烧处理率 80.4%、欧洲焚烧处理率 70% 相比，仍有较大提升空间。我们认为垃圾焚烧发电退补时机未到。

此前报告中我们已对垃圾焚烧行业的运营业务收入进行粗略估算。垃圾焚烧发电行业运营端受益焚烧处理能力的稳健增长，保守估计下 2018-2020 三年运营端收益达 1074.39 亿元。

表 5 垃圾焚烧运营业务收益估算

区间分布	2016	2017	2018	2019	2020
垃圾焚烧处理能力：万吨	9340.35	11,516.38	14199.36	17,507.39	21,586.10
垃圾焚烧负荷	80%	80%	80%	80%	80%
垃圾焚烧处理量：万吨	7,472.28	9,213.10	11,359.49	14,005.91	17,268.88
垃圾焚烧处理单价：元/吨	64.55	70.00	70.00	70.00	70.00
垃圾焚烧处理收益：万元	482,335.67	644,917.16	795,163.97	980,413.88	1,208,821.60
垃圾焚烧处理量：万吨	7,472.28	9,213.10	11,359.49	14,005.91	17,268.88
折算上网电量：千瓦时/吨	280.00	280.00	280.00	280.00	280.00
总发电量（万 千瓦时）	2,092,238.40	2,579,668.66	3,180,655.89	3,921,655.54	4,835,286.40
上网电价：元/千瓦时	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65
售电效益：万元	1,359,954.96	1,676,784.63	2,067,426.33	2,549,076.10	3,142,936.16
市场空间：亿元	184.23	232.17	286.26	352.95	435.18

数据来源：《全国生活垃圾焚烧价格指数》(2012-2017)，政府网站，上海证券研究所

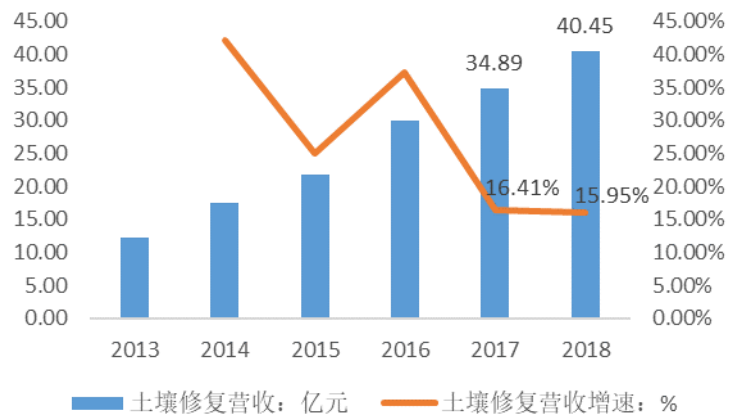
从垃圾焚烧设备投入、工程施工方面看，《关于可再生能源发展“十三五”规划实施的指导意见》中对全国“十三五”期间城市生活垃圾焚烧发电新建项目进行了统一规划，规划新增城市生活垃圾焚烧发电项目 529 个，新增装机规模 1022 万千瓦，《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》中也明确对无害化处理设施建设的投资，其中新建处理设施投资额达到 1699.3 亿元。

### 3.2 土壤修复：受《土壤法》落地影响，市场空间加速释放

《土壤法》出台叠加后续配套文件的逐步落地，土壤修复市场明显加速释放。

统计土壤修复板块中公布以及快报的公司营收，2018 年增长 15.95%，基本与 2017 年持平。2018 年环保行业业绩普遍收到资金面紧张冲击，土壤修复营收增速仅次于环境监测板块。

图 8 环保板块（已公布快报公司组成的样本）土壤修复营收

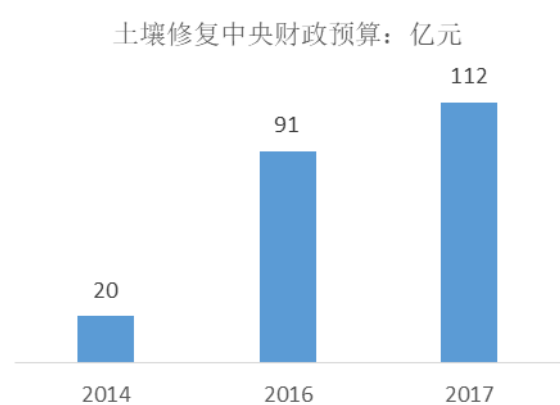
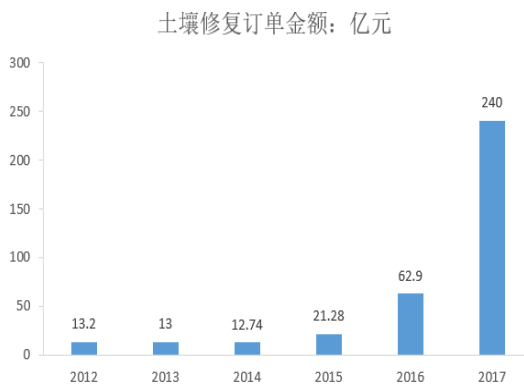


数据来源：Wind 资讯，上海证券研究所

据中国产业信息网统计行业订单，2017 年订单金额出现激增，金额近 2016 年的四倍。土壤修复中央财政预算 2017 年达到 112 亿，同比增加 23.08%。

图 9 2012-2017 年土壤修复市场订单：亿元

图 10 土壤修复中央财政预算：亿元



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

技术方面，有机污染场地修复技术常用技术：热脱附、蒸气浸提、化学氧化、化学还原、光催化降解等技术路线。重金属污染场地修复技术常用技术：固化稳定化、淋洗、电动力学等技术路线。重金属污染农田修复技术方面，目前镉污染、砷污染农田修复技术较为成熟，常用技术为钝化、超积累植物提取、低吸收农作物品种选育栽培等。

原位处理是目前土壤修复技术的一个趋势，上市公司中高能环境、永清环保的原位处理技术已有较成熟的项目应用。

表 6 土壤修复相关企业（部分）修复技术及业务领域

企业名称	性质	核心技术	涉及领域
大型企业 北京建工环境修复有限公司	国资（建工集团）	热力学修复、热解吸、常温解吸、气象抽提、化学淋洗、植物修复、化学氧化、生物化学还原等	场地调查、风险评估、修复施工等

	中节能大地(杭州)环境修复有限公司	央企(中节能集团)	热力学修复、气相抽提、化学淋洗、固化/稳定化等	场地调查、风险评估、修复施工
	中科鼎实环境工程股份有限公司	民企	热解吸(原位、异位)、固化稳定化技术、原位深层搅拌技术	场地调查、风险评估、修复施工
	北京金隅红树林环保技术有限责任公司	台港澳与境内合资	水泥窑处置污染土壤、热脱附与水泥窑结合法修复污染土壤、物理化学清洗法修复污染土壤	场地调查、风险评估、修复施工
	永清环保(长沙)	民企	热力学修复、原位化学修复、原位阻隔封存、重金属固化稳定化药剂	场地调查、风险评估、修复施工
	北京高能环境	民企	原位热处理技术及其尾气治理技术、异位热脱附设备的节能和尾气处理技术、土壤淋洗技术、阻隔填埋、固化稳定化	场地调查、风险评估、修复施工
中、小企业	上田环境(常州)	民企	电动修复, 固化、稳定化技术	场地调查、检测、修复施工
	江苏大地益源	民企	电动修复、地下水循环井治理工艺、原位生物固化、异位稳定化固化、原地异位气相抽提、化学氧化(还原)技术、阴燃技术、燃气热脱附	涉及土壤、地下水、石油、河道底泥、尾矿、垃圾填埋场等有机、重金属污染项目的调查评价、方案设计和工程实施。
	江苏盖亚环境科技股份有限公司	非国企	原位土壤修复专业设备(原位抽提、取样注入式修复一体机)、异位土壤修复设备(热脱附系统、土壤淋洗系统)、土壤修复药剂	调查评估、修复施工
	上海格林曼环境技术有限公司	非国企	多项抽提、原位/异位化学氧化等	场地调查、风险评估、土壤及地下水修复
科研院所(上海地区)	上海市政工程设计研究总院(集团)有限公司	事业单位、科研院所(上海建工集团)	-	场地调查、风险评估、方案设计等技术咨询, 相对其他类型工程类项目较少
	上海市环境科学研究院——固体废物与土壤环境研究所	事业单位、科研院所(上海建工集团)	稳定化技术、生物堆技术、土壤气相抽提技术、土壤淋洗技术、原位/异位高级氧化/还原技术、强化生物修复技术、地下水多相抽提技术等土壤和地下水修复技术、	场地调查、修复方案设计与编制、风险评估、土壤及地下水修复、监理等技术咨询与工程服务, 相对其他类型工程类项目较少

数据来源: Wind 资讯, 公开资料, 上海证券研究所

### 3.3 环保类区域性规划提振行业需求, PPP 项目运营属性

#### 增强

年初召开的全国生态环境保护工作会议部署了 2019 年重点工作, 主要包括坚决打赢蓝天保卫战、打好碧水保卫战、扎实推进净土保卫战、大力推进生态环境保护督察执法以及深化生态环境领域改革等 12 项重点任务。

从区域规划来看, 如**粤港澳**大湾区规划纲要中明确指出以建设美丽湾区为引领, 水环境治理对标世界级湾区, 珠江流域等水系治理将是未来重点。大湾区发展也将带来大量垃圾焚烧投资需求。**河北雄安新区**规划已获批复, 叠加此前发布的《雄安新区及白洋淀流域水环境集中整治攻坚行动方案》, 新区建设将直接带动白洋淀区域直接水环境生态治理相关投资。

**表 7 环保类区域规划**

区域	时间	政策	部门	内容要点
粤港澳大湾区	2019.02	《粤港澳大湾区发展规划纲要》	国务院	《规划纲要》中提出: 要重点整治珠江东西两岸污染, 强化深圳河等重污染河流系统治理; 粤港澳大湾区在垃圾分类、垃圾焚烧、危废处置等固废市场的细分领域也呈现较为广阔的市场
雄安新区	2018.12	《河北雄安新区总体规划 (2018-2035 年)》(全文)	国务院	雄安新区及白洋淀流域周边一公里范围内区域环境清理干净, 杜绝垃圾、污水入淀
渤海全海区、环渤海省市	2019.03	《渤海综合治理攻坚战行动计划》	生态环境部、国家发展改革委、自然资源部	该行动计划涉及渤海全海区、环渤海的辽宁省、河北省、山东省和天津市“三省一市”, 包括“1+12”沿海城市, 行动计划确定, 通过三年综合治理, 大幅降低陆源污染物入海量, 明显减少入海河流劣 V 类水体; 实现工业直排海污染源稳定达标排放; 完成非法和设置不合理入海排污口(以下称两类排污口)的清理工作等。
长江流域	2019.03	生态环境部与三峡集团签署了《长江大保护战略合作协议》	-	双方将通过人才、技术、资金和市场等方面深度合作, 共建国家长江生态环境保护修复联合研究中心(以下简称长江研究中心), 探索产学研用合作新模式, 推动项目研发、工程实践、成果推广和平台建设。

数据来源: Wind 资讯, 公开资料, 上海证券研究所

环保类区域性规划将直接提振行业需求, 生态环保类项目依赖 PPP 模式, 而未来 PPP 项目将更重合规, 强化运营属性。

PPP 规范行动从 2017 年年末开始, 监管核心围绕政府债务问题。规范 PPP 运作强调了项目的运营性, “不得约定将项目运营责

任返包给政府方出资代表承担或另行制定社会资本方以外的第三方承担”。也规避了非专业企业强行涉足生态环保行业再转包的情况。规范化 PPP 运作为具有优质运营经验，拿单能力强的上市企业塑造了更好的行业环境。

政府负债方面，政策明确合规的 PPP 项目，由于运营期绩效考核的存在，政府不承担未来刚性支出义务，其支出不构成地方政府债务，为后续 PPP 的合规推进解除了疑虑。叠加政府对民企项目“清欠活动”的展开，环保企业项目应收账款或将改善。

近期财政部发布的《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》。明确政府支出来源，将污水处理、垃圾处理类项目划定为政府付费白名单项目，并要求财政支出责任占比超过 5% 地区不得新上政府付费项目、新签约项目不得从政府性基金预算安排运营补贴支出，有望进一步促进 PPP 规范健康发展。

## 四、环保行业评级与策略

### 4.1 维持环保行业“增持”评级

当前环保行业估值仍处 5 年历史低位，今年以来大盘行情回暖环保板块开启估值修复行情。从已披露的公司业绩预告/快报来看，板块业绩整体表现暗淡，考虑受宏观信贷收缩影响，环保企业融资难，项目进度不达预期减少项目回款，推升费用率侵蚀企业利润。近期陆续出台的系列支持民营企业发展政策及缓解流动性风险措施，有望疏通民营企业融资渠道。在近期的国务院常务会议中，明确了增值税减税配套措施，会议决定从 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，有望切实减轻环保企业负担，增厚企业利润。

政策大方向上环保仍是刚需，区域性规划将直接提振环保行业需求，融资改善预期叠加减税，环保企业业绩有望回暖。当前时间节点下，板块估值下调空间有限，看好环保板块细分行业的投资价值，继续维持环保行业“增持”评级。

### 4.2 投资策略

环保板块继续看好高景气度子行业、运营类资产估值修复带来的投资机会。建议持续关注收入来源较稳定、有确定性增长的垃圾焚烧类企业，高景气度的土壤修复子行业，及受益于区域性规划建设叠加 PPP 合规性、运营性增强的细分板块。

## 五、重点公司

**国祯环保 (300388.SZ)**：公司已披露 2018 年业绩快报，预计



实现营业收入 40.1 亿元，同比增长 52.57%；归属于上市公司股东的净利润 2.93 亿元，同比增长 50.64%。公司工程+运营持续高增长，在手订单充足，三季报显示公司期末订单中工程类、特许经营类未完成订单分别为 45.57 亿元、53.43 亿元，支撑公司未来业绩。工业水处理业务方面，子公司麦王环境进军海外，2019 年中标美国 TEDATPCOICP-1Remaining&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，进一步提升公司品牌形象。

**伟明环保 (603568.SH)**：公司已披露业绩预告实现归母净利润 6.84-7.86 亿元，扣非后归母净利润 6.64-7.62 亿元，同比增长均为 35-55%。2018 年经营数据显示公司及下属相关子公司合计完成累计发电量 15.8 亿度，同比增长 15.4%，累计上网电量 12.91 亿度，同比增长 15.0%，累计生活垃圾入库量 424 万吨，同比增长 14.6%。

公司专注垃圾焚烧发电业务，拥有丰富项目投资运营经验，在手订单充足，业务规模持续增长。核心设备由公司自主研发，具有成本优势。此外，公司凭借优秀的运营能力外延进入渗滤液、餐厨垃圾等领域，看好公司主营业务与新进业务协同发展。

**高能环境 (603588.SH)**：公司 2018 年度预计实现归母净利润 3.07 亿至 3.46 亿元，同比增 60%至 80%，扣非归母净利润 3.01 亿至 3.39 亿元，同比增 60%至 80%。公司土壤修复、固废处理、危废处置三大主业发展势头良好，订单稳步增长。

环境修复板块方面，受《土壤污染防治法》出台影响，土壤修复市场行情景气度高，今年以来环境公司修复订单持续落地，公司新签环境修复订单 13 项，合计 17.06 亿元。其中苏州溶剂厂原址南区地块污染土壤及地下水治理修复项目，规模达 3.97 亿元，是目前业内单体金额最大的环境修复订单，再次彰显公司土壤修复龙头的竞争优势。城市环境板块方面，中报披露公司城市环境订单金额同比增长 116%，保持高增长，从已签订单来看，公司新增固废处理订单共 13 个，合同金额总计达 49.75 亿元。工业环境方面，中报披露订单金额增速为 133%，危废业务增长有望提速。

## 六、风险提示

环保政策推进不及预期的风险；宏观信贷政策变化的风险；股东减持风险

## 分析师承诺

冀丽俊，熊雪珍

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20% 以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10% 以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10% 以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。