

环保工作仍是重点，行业景气度有望回升

——三月行业动态报告

核心观点

● 最新观点

1) 2020 年终极考核年将至，环保进入深化阶段。2019 年是国家生态环境治理关键年，是“十三五”目标考核前最后一年，各个领域都将进入提速冲刺治理阶段。

2) 加强金融服务民营企业，行业融资环境改善提速。《关于加强金融服务民营企业的若干意见》印发，进一步解决民营企业“融资难”问题，预期融资环境改善将进一步提速。

3) 生态环境建设也是“补短板”的重要方向。随着粤港澳大湾区、农村环保、雄安新区、长江大环保等建设的落地，环保需求将得到持续释放。

4) 国常会明确从事污染防治企业减税优惠，利好工业环保企业。国务院常务会议明确从 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。

5) 市场化、多元化的生态保护补偿机制有助于绿色环保产业发展。环境保护与生态修复产业联系更加紧密，完善居民参与方式，引导社会资金发展生态环保产业，建立持续性惠益分享机制。

6) 环保行业细分领域所处周期差异大，市场空间和技术水平是决定性因素。预计未来三年非电烟气处理、流域治理、土壤修复、危废处理、环境监测等几大热门领域市场空间接近 2 万亿。

7) 市场竞争不规范、技术成果转化率低、过度依赖政府补贴是限制环保行业发展的三个重要因素。

8) 环保行业相关上市公司 73 家，占 A 股总市值 0.96%，年初至今板块表现弱于沪深 300，估值仍处于历史偏低位置。

● 投资建议

目前融资环境逐步改善，环保需求持续提振，板块向上的估值修复弹性较大。结合当前需求来看，环境监测、垃圾无害化、非电烟气治理三个领域在未来将维持高景气度。推荐网格化监测龙头先河环保(300137.SZ)，拥有优质运营资产，在手订单充足的瀚蓝环境(600323.SH)，非电烟气治理龙头企业龙净环保(600388.SH)。

● 核心组合

	证券代码	证券简称	月涨幅(%)	市盈率 PE(TTM)	市值(亿元)
核心组合	300137.SZ	先河环保	14.57	21.20	55.98
	600323.SH	瀚蓝环境	10.18	14.14	120.30
	600388.SH	龙净环保	7.49	17.22	134.91

● 风险提示

治理需求、政策力度不及预期；行业竞争加剧；公司合规问题。

环保行业

推荐 维持评级

分析师

周然

☎: (8610) 66568494

✉: zhou_ran@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130518020001

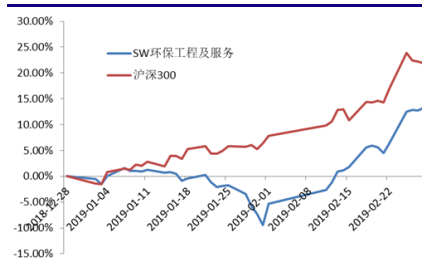
特别鸣谢

严明

✉: yanming_yj@chinastock.com.cn

行业数据

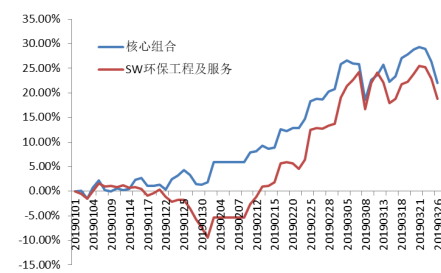
2019.03.22



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

核心组合表现

2019.03.22



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

相关研究

目 录

一、政策支持力度不变，行业景气度有望回升	3
(一) 环境治理需求稳定，行业市场空间广阔	3
(二) 政策支持力度不变，资金问题有所改善	4
1. 环境监管法制化，环保督察常态化	4
2. 监管高压带动环境问题逐步内生	4
3. 大限将至倒逼环保治理提速	4
4. 去杠杆转为稳杠杆，流动性宽松支持民企融资	4
5. 减税政策利好环保行业	5
6. 建立多元化、市场化的生态保护补偿机制	5
(三) 环保行业上市公司财务分析	5
1. 企业费用上涨，盈利能力下滑	5
2. 资产负债率不断攀升，偿债能力下滑值得关注	6
3. 现金流缺口加大，业务拓展面临压力	6
4. 杜邦分析	7
二、细分领域成长性差异明显，技术与市场空间是关键因素	7
(一) 火电烟气治理进入尾声，非电烟气治理加速释放	8
(二) 农村污水存量巨大，工业废水标准提高	9
(三) 生活垃圾无害化成为趋势，危废处理缺口亟待补充	9
(四) 环境监测需求维持高位，行业未来成长可期	10
三、行业面临的问题及建议	11
(一) 现存问题	11
1. 竞争秩序混乱，市场信息不对称	11
2. 技术缺乏超前性，科研成果转化难	12
3. 自身造血能力差，过度依赖政府补贴	12
(二) 建议及对策	12
1. 加强政府监管，维护市场健康	12
2. 培养具有核心竞争力的企业	12
3. 改善商业模式，打造综合化服务	12
四、环保行业在资本市场中的表现	13
(一) 环保行业在国民经济中的地位	13
(二) 环保行业估值修复，未来有望加速回升	13
(三) 年初至今板块表现弱于沪深 300	15
五、投资建议及股票池	15
(一) 投资建议	15
1. 看好商业模式通畅、需求稳定的垃圾焚烧、非电烟气治理、环境监测领域	15

2. 投资策略：寻找技术水平领先、运维经验丰富的细分领域龙头.....	16
(二) 核心组合表现	16
六、风险提示.....	17

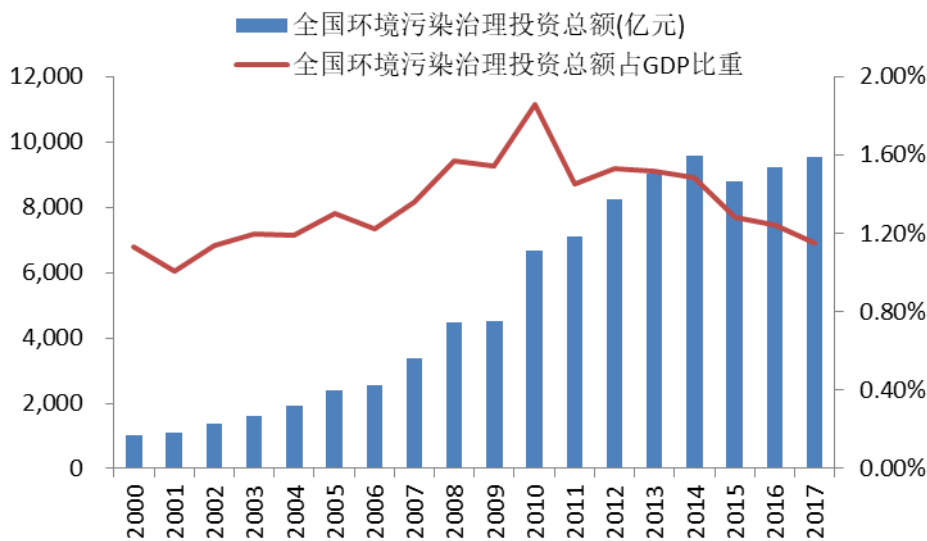
一、需求稳定、政策加压，行业景气度有望回升

(一) 环境治理需求稳定，行业市场空间广阔

十八大以来，我国环保重视程度不断提高，环境治理投资也稳定增长，但与发达国家相比，我国环境污染投资占 GDP 的比例仍处于较低水平。十九大报告中我国主要矛盾的变化表明我国已由过去的盼温饱、求生存转变为盼环保、求生态，环保高度得到大幅提升。根据 2020 年前要坚决打好污染防治的攻坚战，结合 2035 年生态环境根本好转的目标，我们判断未来十年我国环保行业仍是我国重点工作。

环保投资与国际差距明显，依然存在提升空间。2000-2017 年，我国环境治理投资总额从 1014.9 亿元增长至 9539 亿元，年复合增长率为 13.2%，2017 年环境治理投资总额占 GDP 的 1.15%。根据国际经验，当治理环境污染的投资占 GDP 达 1%~1.5% 时，可以控制环境恶化的趋势，当该比例达到 2%~3% 时，环境质量可有所改善。发达国家在 20 世纪 70 年代环境保护投资占 GDP 的比例已达 2%，《全国城市生态保护与建设规划（2015-2020 年）》提出，到 2020 年，我国环保投资占 GDP 的比例不低于 3.5%，环保投资仍有很大提升空间。

图 1.2010-2017 年我国环境污染治理投资情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

治理需求依然强劲，环保产业仍保持快速发展态势。根据中国环境保护产业协会发布的《中国环保产业发展状况报告(2018)》，未来几年环保产业投资需求超过 4 万亿，用于购买环保产品和服务的投资接近两万亿元。其中大气污染防治领域，打赢蓝天保卫战投资需求约为 10178 亿元，环保产品和服务需求约 2530 亿元；水污染防治领域，打好碧水保卫战投资需求约为 1.8 万亿，环保产品和服务需求约 9200 亿元；土壤污染防治领域，打好净土保卫战投资需求约为 6600 亿元，环保产品和服务需求约 4158 亿元；危废领域，预计直到 2020 年处理空间约在 3000 亿元左右，若产废企业自行处置率按 50% 测算，市场空间约 1500 亿元；环境监测领域，预计“十三五”期间环境监测设备销售增速大约在 25% 左右，市场空间超过 1000 亿元。

表 1.未来三年环保产业各领域需求

治理领域	投资需求(亿元)	用于购买环保产品和服务的投资(亿元)
大气	10178	2530
水	18000	9200
土壤	6600	4158
危废	3000	1500
环境监测	1500	1000

资料来源:《中国环保产业发展状况报告(2018)》,中国银河证券研究院

(二) 政策支持力度不变, 资金问题有所改善

1.环境监管法制化, 环保督察常态化

环境监管逐步走向规范化、法制化、常态化。目前环境监管正在由行政化转向法制化, 随着一系列专项法规的颁布实施, 再加上之前出台的排污许可证制度以及环保税, 我国环境保护监管的法律框架体系已经基本完善。目前全国 31 个省份均按中央模式建立并实施了省以下环保督察机制, 成立了督察整改领导小组。此外, 自启动中央环保督察以来, 全国各省(区、市)已出台或修订上百项生态环境保护政策、法规、制度。31 个省份均已出台环境保护职责分工文件、环境保护督察方案以及党政领导干部生态环境损害责任追究实施办法。

2.监管高压带动环境问题逐步内生

环保严监管使得企业的环境问题由外部性逐渐内生。以前的环保行业明显具有负外部性, 企业客户将环保视作成本项, 政府客户将环保视作支出项, 主动进行污染治理的意愿低。随着“十三五”规划对生态文明建设的重视, 以及多轮严格的中央环保督察推进, 越来越多的企业、政府意识到环境问题对自身经营、发展的影响, 早先进行排放物达标改造的企业, 在后续高压环保督察中并未受到停产、限产的影响, 反而受益于产量下降带来的价格提升, 企业营业收入增长, 环境问题逐步内生。

3.大限将至倒逼环保治理提速

环境绩效考核在即, 环保治理加速推进。经历了 2016 年政策元年、17 年的政策爆发, 18-19 深化实施, 到 2020 年多个领域即将迎来国家层面的最终考核, 以达成“十三五”规划的生态环境总体改善的目标。七大重点流域水质、地下水水质、空气污染物排放总量、垃圾分类管理、土壤质量监测点位等环境整治行动目前还未达到目标, 在考核日期到来之前相关领域建设将加速推进。

4.去杠杆转为稳杠杆, 流动性宽松支持民企融资

“去杠杆”阶段已经完成, 整体转入“稳杠杆”阶段。为了化解系统性金融风险, 过去两年集中体现为“去杠杆”。从最开始的金融领域去杠杆, 到后面的经济去杠杆, 总杠杆率得到有效控制, 杠杆结构也呈现优化态势。由于去杠杆到一定阶段, 可能伤及经济的增长, 进而导致杠杆的被动上升, 加之贸易冲突等外围环境的变化, 目前去杠杆的战略任务在节奏上有所放缓, 整体进入“稳杠杆”阶段。

政策解决民营企业融资问题，环保行业上市公司有望受益。2018年10月之后，政策对民企融资支持力度显著提升，企业融资压力有所缓解。2019年货币政策进一步宽松，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于加强金融服务民营企业的若干意见》，从制度层面缓解了民企融资难问题，将缓解中国的二元性融资问题，民企和国企融资有望享受同等待遇，有望缓解环保行业当前面临的资金困境。

5. 减税政策利好环保行业

国常会明确第三方环境治理企业减税，利好工业环保。国务院常务会议明确从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。近年来，由于政府管制的环境治理政策较多，市场化政策实施相对滞后，环保行业税收优惠覆盖面窄、力度弱。目前环保行业缴纳增值税及附加累计约占污水、垃圾、危废处理费收入的4%-7%，给利润率本就比较低的环保企业又增加了一重负担。而减税政策的出台为下一阶段打好污染防治攻坚战提供了有力支持，有利于减轻第三方环境治理企业税负，缓解资金紧张压力，进一步激发环保市场活力，带动更多资本进入。

6. 建立多元化、市场化的生态保护补偿机制

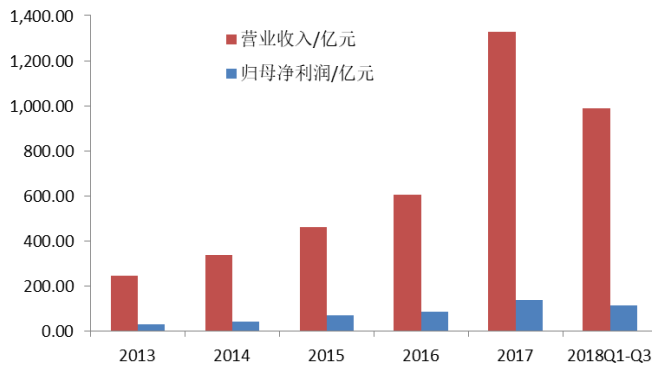
生态保护补偿机制完善，助力绿色环保产业发展。市场化、多元化的生态保护补偿机制，为生态功能重要、生态资源富集的贫困地区，指明了发展方向。中央预算内投资向重点生态功能区内的基础设施和公共服务设施倾斜，未来将加大投入力度，提高投资比重，积极稳妥发展生态环保产业，将生态优势转化为经济优势。环境保护与生态修复产业联系更加紧密，完善居民参与方式，引导社会资金发展生态环保产业，建立持续性惠益分享机制。

(三) 环保行业上市公司财务分析

1. 企业费用上涨，盈利能力下滑

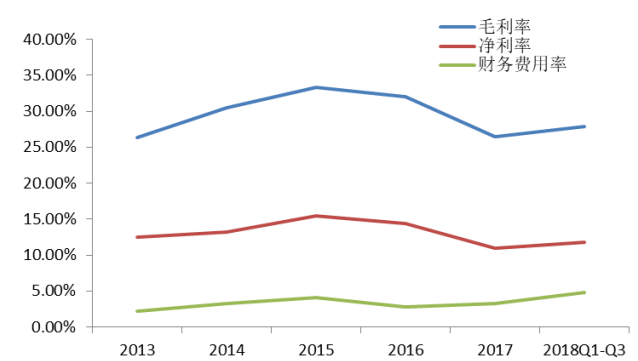
在2017年末PPP规范化与金融去杠杆的背景下，环保企业的融资出现问题，资金流动性紧张，项目实施进度普遍放缓，营收和净利润增速下降。2018年前三季度营收和归母净利润较去年同期上涨，而第三季度的营收和净利润均出现明显下降，其中营收下降约30%，净利润下降超过40%。2018年“去杠杆”的大环境导致企业融资成本大幅上升，因而财务费用率也快速上涨，2018年第三季度财务费用率已达5.38%。2018年第三季度环保行业净利率为9.38%，行业的盈利能力被削弱。

图 2.2013-2018 环保板块营收与归母净利润



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 3.2013-2018 环保板块盈利能力与财务费用率

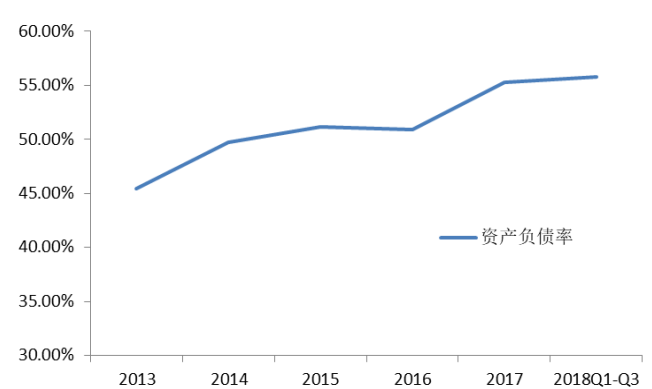


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2. 资产负债率不断攀升, 偿债能力下滑值得关注

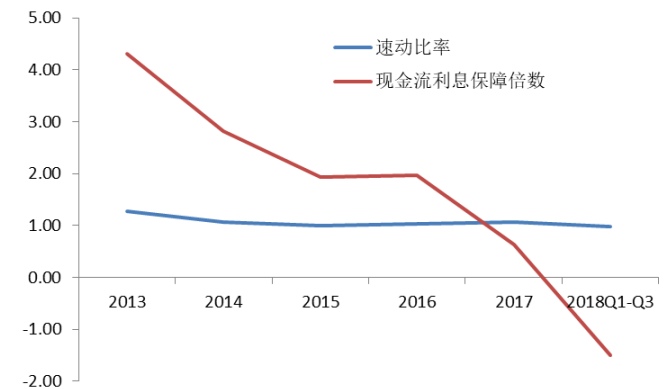
由于工程类业务量的增加, 而环保类公用事业的回款周期又比较长, 环保企业负债逐渐增加。2018 年三季度末, 行业资产负债率已达到 55.75%。偿债能力来看, 环保企业近几年现金流利息保障倍数出现大幅下降, 经营性现金流对债务覆盖能力变差, 长期债务偿还能力进一步弱化, 速动比率则从 2013 年的 1.28 下降至 2018 年第三季度的 0.98, 行业内企业的短期债务偿还能力也在减弱, 行业整体债务压力值得关注。

图 4.2013-2018 环保资产负债率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 5.2013-2018 环保板块企业偿债能力

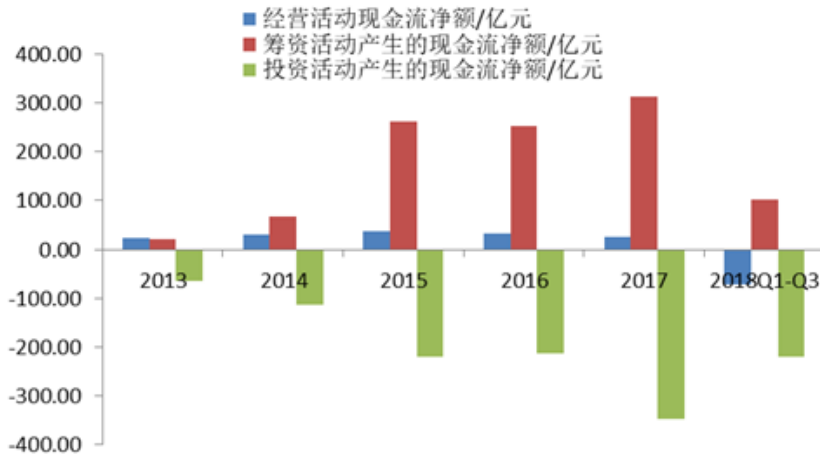


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

3. 现金流缺口加大, 业务拓展面临压力

资产负债率维持高位的情况下, 上市公司只能通过暂停新增项目投资, 牺牲利润增长的代价来换取资产负债表的修复。2018 年筹资变难, 降幅十分明显。而投资活动现金流也出现明显缩减, 与去年同期相比降低近四分之一。而第四季度作为环保公司收入确认及回款的旺季, 虽然板块全年经营活动现金流有望改善, 但总现金流情况依然在不断恶化。投资需求和筹资额缺口在不断加大, 公司未来开展业务面临着一定的压力。

图 6.2013-2018Q3 环保板块现金流情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

4.杜邦分析

环保行业的净资产收益率 ROE 在波动中逐渐上升, 从 2013 年的 16.74% 上升到 2017 年 23.00%, 2018Q3 的 ROE 为 15.51%, 较去年同期 17.48% 下降了 1.97pct。根据杜邦分析, ROE 变化主要受权益乘数、销售净利率和总资产周转率三者影响, 拆分来看, 环保行业 ROE 的增长主要是权益乘数和总资产周转率的提升。权益乘数逐年增加说明行业负债率在逐步升高, 这是由于受 PPP 影响企业依靠外部融资拓展业务所致。总资产周转率的提升行业运营状况良好, 资产利用效率提升。销售净利率在 2017 年大幅下降, 行业内企业盈利能力下降, 还需降低费用支出, 压缩成本。

表 2.环保行业杜邦分析财务比率

	ROE	权益乘数	销售净利率	总资产周转率
2013	16.74%	1.83	12.48%	0.73
2014	21.28%	1.99	13.24%	0.81
2015	22.44%	2.05	15.51%	0.71
2016	21.16%	2.04	14.41%	0.72
2017	23.00%	2.24	10.94%	0.94
2018Q3	15.51%	2.26	11.78%	0.58

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、细分领域成长性差异明显, 技术与市场空间是关键因素

我们统计了环保相关的 74 家上市公司, 按照主营业务拆分成 4 大板块 7 个细分领域, 选取产值增速、毛利率、行业集中度、技术成熟度等指标判断细分领域所处的周期。通过一下指标可以看出, 环保行业不同领域成长性差异较为明显。例如大气治理中, 火电行业烟气治理开展较早, 行业技术相对较成熟、集中度相对较高, 目前已经进入治理尾声, 存量市场与增量市

场有限，营收增速下降明显，后期将会以稳定运营为主，行业已经进入成熟期。非电行业分类众多，不同领域对技术要求也不尽相同，除钢铁行业以外，有色、建材等行业还未大规模开展烟气治理排放改造，市场空间广阔。因此虽然同属于大气治理领域，但非电行业的烟气治理仍然属于成长期。

表 3.环保细分领域所处生命周期判断

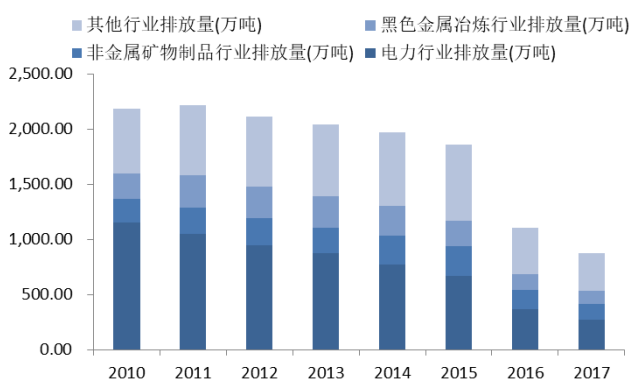
板块	细分领域	技术成熟度	行业集中度	毛利率	18 年前三季度营收增速	所处阶段
大气	火电烟气治理	成熟	较高	20%	-28%	成熟期
	非电烟气治理	不成熟	较低			萌芽期
水	工业水处理	不成熟	较低	30%	-4%	成长期
	市政污水处理	成熟	较高			成长期
固废	生活垃圾处理	成熟	较低	30%	22%	成长期
	危险废物	不成熟	较低			成长期
土壤	土壤修复	不成熟	较低	50%	35%	萌芽期
环境监测	监测行业	不成熟	较低	50%	35%	成长期

资料来源：Wind，中国产业信息网，中国银河证券研究院

(一) 火电烟气治理进入尾声，非电烟气治理加速释放

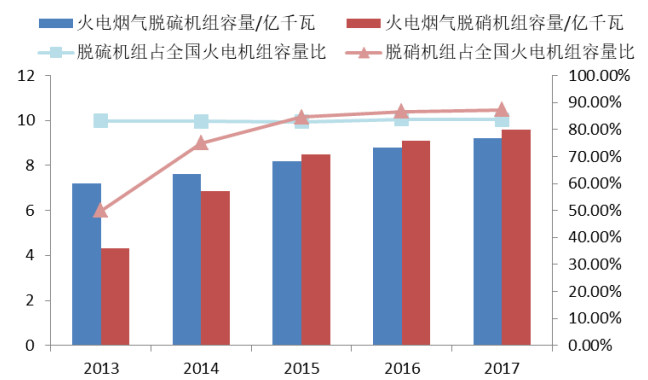
2014 年 6 月，国务院办公厅首次发文要求新建燃煤发电机组大气污染物排放接近燃气机组排放水平，由此拉开了中国燃煤电厂超低排放的序幕。2015 年 12 月，环境保护部、国家发改委等出台了燃煤电厂在 2020 年前全面完成超低排放改造的具体方案。根据国家能源局最新公布的数据，截至 2018 年三季度末，我国煤电机组累计完成超低排放改造 7 亿千瓦以上，占全部煤电机组的 75% 以上，加上新建的超低排放燃煤电机组，我国超低排放限值煤电机组已达 7.5 亿千瓦以上，提前两年超额完成 5.8 亿千瓦总量的改造目标，火电尾气治理进入尾声。

图 7. 2010-2017 分行业大气污染物排放量



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图 8. 2013-2017 火电机组脱硫脱硝改造情况



资料来源：中电联, 中国银河证券研究院

当前火电烟气治理的潜力已经非常有限，大气污染防治工作的重点将转向综合污染物排放强度更高的非电行业。目前非电行业烟气治理还存在许多问题，仍处在萌芽阶段。首先，由于非电行业自身范围广、细分行业多，不同行业之间生产工艺差异大，导致排放的污染物特性各不相同。其次，非电行业烟气成分和工况更加复杂，超低排放技术要求更高，目前还没有一种技术得到大规模应用推广。最后，非电领域在经济性方面更敏感，需要注重性价比，开发

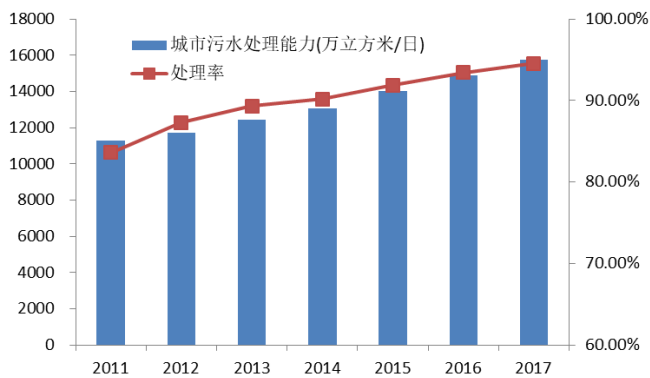
适用于行业的小机组。

(二) 农村污水存量巨大，工业废水标准提高

水处理主要分为生活水处理和工业水处理两大类。目前我国的污水处理以生活污水为主，占废水总排放的 60% 以上，生活污水处理的技术要求较低，下游客户以政府为主，区域垄断性强，企业比拼的是拿单能力。而工业污水的下游客户以石油、煤化工等工业企业为主，市场化程度更高，但是技术要求严格，企业的竞争核心是污水处理技术。

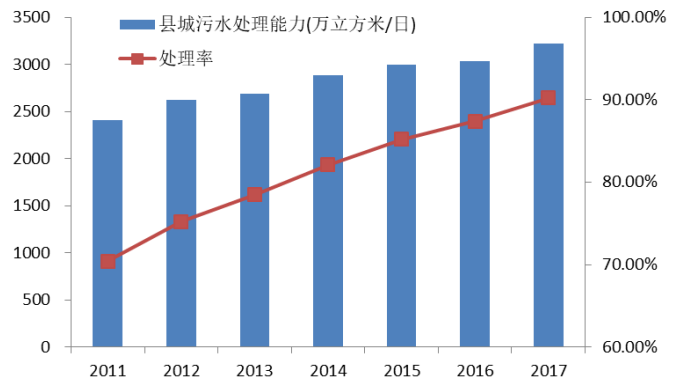
当前我国城市的生活污水处理率较高，而县城及乡村还有较大空间。根据城乡建设部最新公布的数据，我国 2017 年城市污水处理能力 15743 万立方米/日，处理率 94.54%；县城污水处理能力 3218 万立方米/日，处理率 90.21%。根据中国产业信息网数据，我国农村污水处理率仅为 20%，未来我国农村污水处理市场空间巨大。此外，随着治理标准的提高，污水管网配套设施、旧设备改造需求都会增加，未来市政污水处理需求将稳定增长，目前该领域仍处于成长期阶段。

图 9. 2002-2017 我国城市污水处理情况



资料来源：中国城乡建设统计年鉴, 中国银河证券研究院

图 10. 2002-2017 我国县城污水处理情况



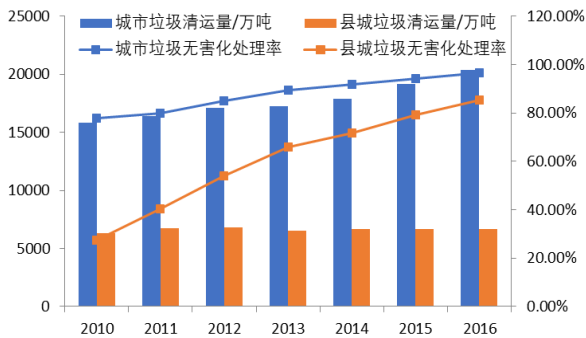
资料来源：中国城乡建设统计年鉴, 中国银河证券研究院

环保督察常态化，企业违法成本大增，废水治理意愿提升。2016 年 7 月以来，中央进行了四次环保督察，对全国范围内的工业企业进行了严格审查，责改、重罚、关停了许多非法排污企业。随着环保督察“回头看”及督查高压常态化，使得企业偷排现象得到一定程度遏制，伴随着排污许可证制度和环保税的实施，企业违法排污成本大增，为减少停产限产带来的损失，企业将主动实现达标排放，工业废水市场空间有望进一步拓展。

(三) 生活垃圾无害化成为趋势，危废处理缺口亟待补充

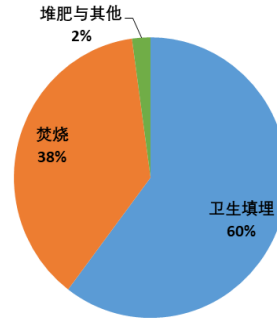
生活垃圾处理逐渐转向资源化、无害化。固废处理行业可以简单归类为生活垃圾、一般工业固废、危险废物。当前我国生活城市生活垃圾无害化处理率已达 97% 以上，县城生化垃圾无害化处理率也接近 90%。然而在无害化处理方式中，仍有六成卫生填埋，根据我国发改委与住建部共同编制的《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理建设规划》中提出，到 2020 年底，设市城市生活垃圾无害化处理率达到 95% 以上，焚烧处理能力占无害化总能力的 50% 以上，中东部地区要达到 60% 以上。未来生活垃圾的无害化焚烧将逐步取代卫生填埋，生活垃圾焚烧处理处在快速成长期。

图 11. 2010-2017 我国城市与县城垃圾处理情况



资料来源：中国城乡建设统计年鉴, 中国银河证券研究院

图 12. 2017 我国生活垃圾无害化处理方法占比

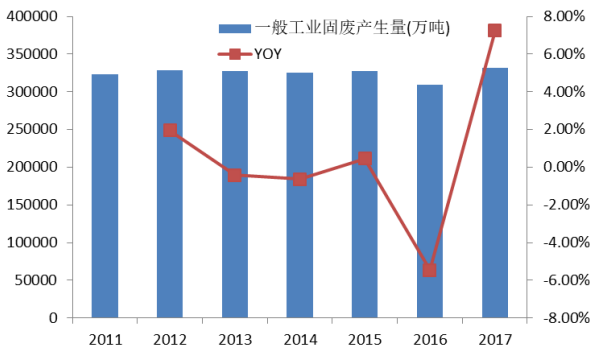


资料来源：中国城乡建设统计年鉴, 中国银河证券研究院

2017 年，我国一般工业固废同比增长 7%，近几年随着供给侧改革、淘汰过剩产能，我国一般工业固废新增量稳定在 32 亿吨上下，市场增量有限，行业处于成熟稳定期。

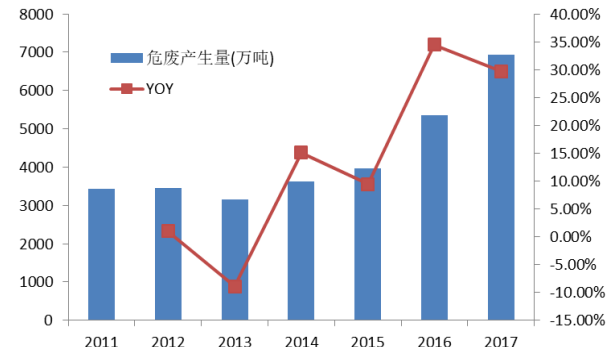
危废处理缺口巨大，未来继续保持高增长。2017 年我国新产生危废 6937 万吨，与去年同期相比增长了 29.74%。近两年危废增长量维持在 30% 上下，较之前有明显增加，这主要是由于 2016 年国家加大了环保监管力度，过去瞒报、偷排的企业都开始按照规定处理危废，导致统计口径的危废产生量大幅上涨。此外，我国危废处理行业处置能力长期错配，新增的处理能力主要针对易处理的危废品种，而技术要求较高，处理过程复杂的难处理危废种类处理能力又不足，因此存在巨大缺口。危废处理行业整体处在高速成长期。

图 13. 2011-2017 我国一般固体废物新增量



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图 14. 2011-2017 我国危废新增量



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

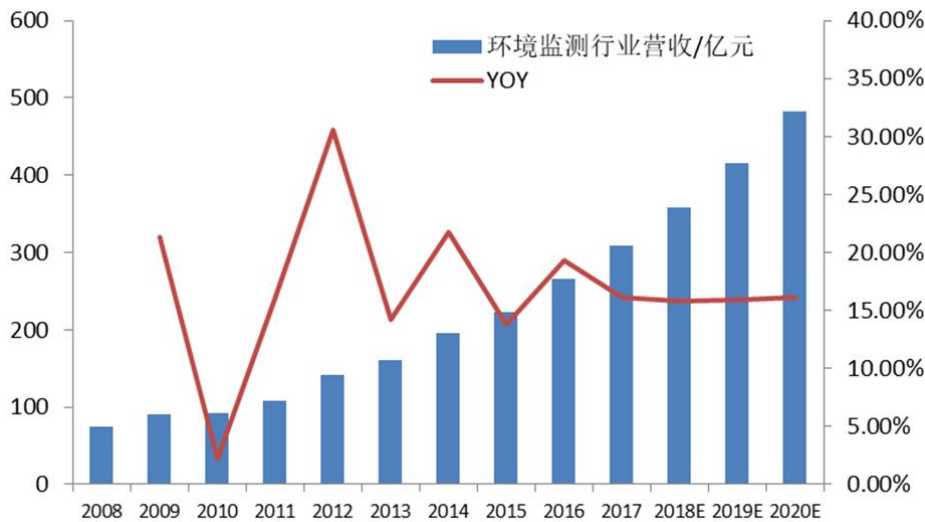
（四）环境监测需求维持高位，行业未来成长可期

环境监测一枝独秀，保持强劲发展势头。2018 年，在环保行业平均净利润增长率为负的整体不利环境下，环境监测依然保持强劲发展势头，行业平均净利润增速超过 30%。行业的持续升温，一方面源于国家高度重视空气环境监测与治理工作，针对各类大气污染源及空气颗粒物，持续加严相关政策，提高排放治理标准，细化监测部署方案，完善环境监测体系，各级监测站对空气站的需求比较旺盛。

另一方面，随着国家对环境保护的重视，水质监测近年来发展迅速，特别是在推动长江经济带发展的政策背景下，以污水处理或者河道治理为代表的传统“末端治理”模式正在向“全

流域治理”推进，全流域一体化生态单元的运营，在水域生态在线监测、水污染应急预警方面形成了巨大的市场。

图 15.2016-2020 我国监测行业营收统计及预测



资料来源：中国环境保护产业协会，中国银河证券研究院

监测网络全覆盖后自动化、智能化、网络化将是未来发展方向。国务院明确要求，到 2020 年，全国生态环境监测网络基本实现环境质量、重点污染源、生态状况监测全覆盖。从 2018 年监测设备的发展趋势看，在价格更低、易于维护、运行稳定、适应恶劣环境等基础上，已经向自动化、智能化和网络化方向发展。环境监测要素从大气扩展到水质，监测领域不断扩大，监测网络从传统的“三废”监测发展为覆盖全国各省区、涵盖多领域多要素的综合性监测网，行业处在高速成长期。

三、行业面临的问题及建议

(一) 现存问题

1. 竞争秩序混乱，市场信息不对称

目前全国专营环保的企业数量在 4 万家左右，其中 90% 以上是 50 人以下的小微公司，而兼营环保的企业数量则有 15-20 万家。行业集中度较低，大部分企业没有形成专业的分工体系和完整的产业链。市场竞争秩序混乱，招投标领域乱象丛生，低价中标现象普遍，造成了不少的“垃圾工程”和“半拉子工程”。而混乱的市场秩序也打击了企业的创新动力，很多项目存在“重投资，轻技术”的现象，对先进技术形成挤出效应。此外，市场信息不对称，缺乏公正客观的获取技术、市场、信用等信息的渠道，环境治理需求方极易被各种错误信息误导，也阻碍先进技术推广和优质企业发展。

2.技术缺乏超前性，科研成果转化难

我国环保产业在技术能力上与国际同行相比基本处于同一梯队,但技术供给水平却仅能勉强满足国家现阶段污染防治要求的一般水平,造成这种现象的原因主要有三点。

第一,环境科技基础研究与应用基础研究与发达国家存在较大差距,核心理论、方法、技术多源于发达国家,技术创新总体上处于跟跑状态,原创性、特有性技术不多,形成的专利、核心产品和技术标准等重大创新成果较少。特别是支撑生态环境质量改善的应用基础研究不够。

第二,我国环保产业创新的超前性较差。多数环保企业将工艺设计作为研发重点,技术创新能力有限,预研能力严重不足,难以在下一轮竞争中取得对环保产业发达国家的技术优势。知识产权保护不力也是影响企业研发积极性和创新超前性的重要因素。

第三,科技成果转化难。大量科技成果形成于科研机构,由于体制机制及配套政策等原因,难以在企业实现产业化应用。缺乏鼓励环境科技创新和新技术推广应用的针对性政策,技术研发与转移、成果转化、推广应用等技术创新链关键环节缺失,影响了创新成果的推广应用。

3.自身造血能力差，过度依赖政府补贴

环保项目普遍带有公益性,盈利能力不强,不同项目的投资回报机制和盈利渠道差异较大,往往不能依靠最终用户买单,部分项目对政府投资、付费和补贴依赖度较高,政府有限的财力制约了环保产业的进一步发展。有的细分领域对财政补贴高度依赖,随着我国补贴政策取向的变化,相关企业将面临盈利模式重大调整的难题。

(二) 建议及对策

1.加强政府监管，维护市场健康

加大政府宏观管理和政策引导力度,制定和完善环保产业政策法规,鼓励发展先进、经济、高效的环保技术、工艺和装备,限制和淘汰落后生产力,促进环保产业市场健康快速发展。进一步制定鼓励环保产业发展的税收政策,提高企业排污收费标准,调动其治理污染的积极性,加建立和完善城市污水、垃圾处理的收费制度,以合理化的定价方式满足污染治理设施建设和运营的需求。

2.培养具有核心竞争力的企业

环保企业要建立技术研发中心,搞好环保技术的研究、开发和应用。环保管理是发展环保企业的保证,环保管理要求的各个层次、各个领域、各个方面、各个过程时时处处体现环保。生产环保商品,争取环保认证是企业被认可的标志。企业应生产“安全、节能、无公害”的环保商品,施行环保包装,争取环保认证,组建环保企业集团是环保企业实现规模效益的重要途径,通过政府引导,遵循市场经济规律,以资本运营为纽带,通过联合、兼并和资产重组,组建环保集团企业,实现资源优化配置

3.改善商业模式，打造综合化服务

整合环保产业链,将环保咨询、环保技术、环保设备、环保工程、环保服务等整合到一个

统一的产业集团中，这样一方面可以增强企业技术实力和资本运作能力，另一方面也可以促使企业树立良好的品牌形象，积累丰富的市场运作经验以有效地利用资本、技术和人才等社会资源。环保产业集团的建立，可以解决环保产业市场不规范的问题。

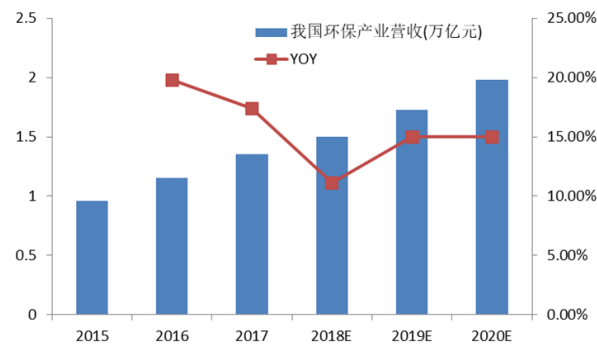
四、环保行业在资本市场中的表现

（一）环保行业在国民经济中的地位

环境保护在我国经济社会转型中具有重要意义。资源环境的制约是当前我国经济社会发展面临的突出矛盾，解决环境问题是我国经济社会转型的重要步骤。加快发展环保产业对拉动投资和消费，形成新的经济增长点，推动产业升级和发展方式转变，促进节能减排和民生改善，实现经济高质量、可持续发展具有重要意义。

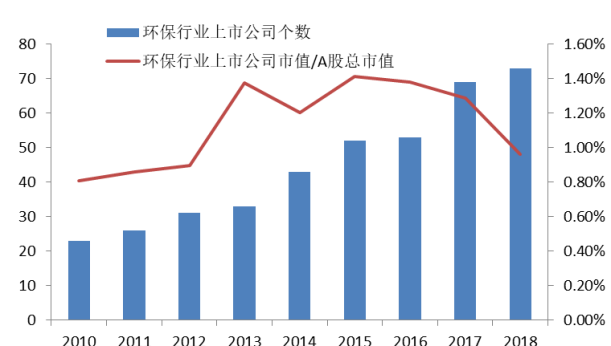
环保产业营业收入稳定增长。根据《中国环保产业发展状况报告(2018)》，2017年全国环保产业营收1.35万亿元，较2016年增长约17.4%，其中环境服务营业收入约7550亿元，同比增长约23.8%，环境保护产品销售收入约6000亿元，同比增长约10.0%。2018年前三季度环保产业营收分别为2794亿元、3896亿元、3910亿元，按此态势预计全年环保产业营收约1.5万亿元。到2020年，我国环保产业营收将达2万亿。2015-2018年环保产业营收占国内生产总值从1.40%增长到1.67%，环保行业在国民经济中的地位稳步提升。

图 16. 2016-2020 我国环保产业收入统计及预测



资料来源：中国环境保护产业协会, 中国银河证券研究院

图 17. 2010-2018 我国环保上市公司个数与市值占比



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

环保上市公司个数逐年增加，市值占比有所下降。从2010年“十二五”规划开始，生态环保在国家战略中的地位愈发重要，行业相关上市公司从2010年的23家增长到2018年末的73家，总市值从最初的2400亿最高到达8200亿，然而2018年由于金融去杠杆、PPP规范化以及个别环保民企债务违约等因素的影响，2018年末，我国环保行业相关上市公司总市值约4600亿人民币，占A股总市值的0.96%，较去年同期降幅超过25%。由于治理需求依然存在，监管力度也维持高压，随着资金面好转，市场情绪逐渐修复，预计未来环保行业将从2018年的低潮中恢复，维持稳定增长。

（二）环保行业估值修复，未来有望加速回升

截止到2019年02月28日，环保工程及服务行业动态市盈率为23.1X，全部A股动态市

盈率为 14.7X，环保工程与服务行业相对全部 A 股溢价水平为 57.0%。截至 3 月 22 日，行业的动态市盈率为 25.2X，从二月中旬开始板块估值逐渐修复。随着融资环境进一步改善，环境治理需求不断释放，行业盈利能力开始好转。未来板块估值有望加速修复，回归合理区间。

图 18. 环保工程及服务板块估值及溢价水平



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

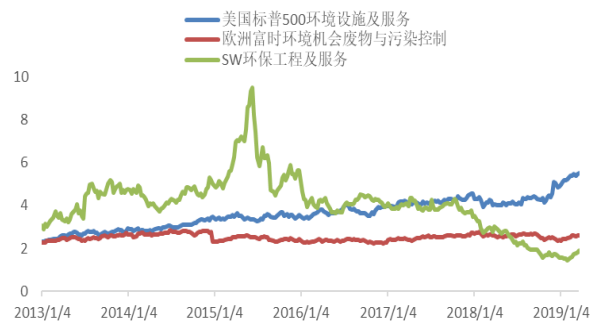
我国环保板块动态 PE 高于欧洲低于美国。以 2019 年 3 月 22 日收盘价计算，国内环保板块的动态市盈率为 25.16 倍，同期美国环保板块动态市盈率为 26.04 倍，欧洲环保板块动态市盈率 18.1 倍。以 SW 环保工程及服务对各国板块的环保板块 PE 的溢价率计算，国内相对美国环保板块溢价率较历史平均水平低 49.98%，当前值为-16.31%，历史均值为 33.67%。国内相对欧洲环保板块溢价率较历史平均水平低 35.15%，当前值为 20.15%，历史均值为 55.28%。

我国环保板块 PB 目前低于欧洲与美国。以 2019 年 3 月 22 日收盘价计算，国内环保板块的 PB 为 1.91 倍，同期美国环保板块动态市盈率为 5.51 倍，欧洲环保板块动态市盈率 2.60 倍。以 SW 环保工程及服务对各国板块的环保板块 PB 的溢价率计算，国内相对美国环保板块溢价率较历史平均水平低 77.50%，当前值为-65.30%，历史均值为 12.20%。国内相对欧洲环保板块溢价率较历史平均水平低 88.59%，当前值为-26.92%，历史均值为 61.67%。

图 19. 美国、欧洲、中国环保板块 PE 比较



图 20. 美国、欧洲、中国环保板块 PB 比较



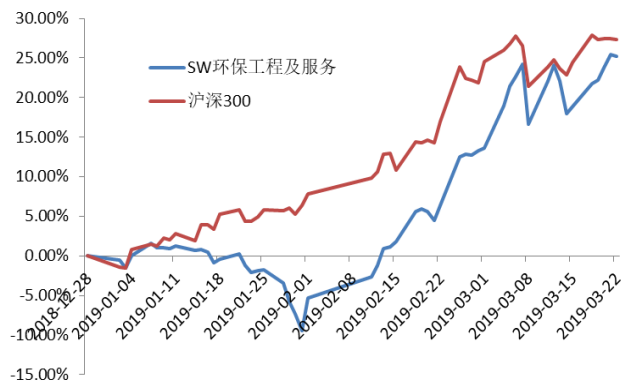
资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院

资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院

(三) 年初至今板块表现弱于沪深 300,

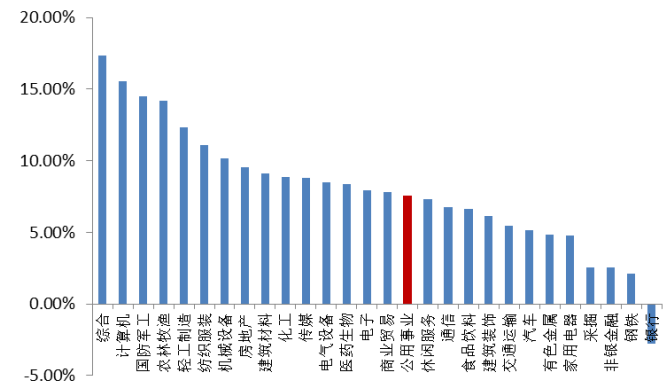
2019 年年初至今, 沪深 300 上涨 27.34%, 环保工程与服务行业指数上涨 25.24%, 目前环保工程及服务板块走势弱于大盘。在 A 股 28 个一级行业中, 公用事业板块本月上涨 7.58%, 涨跌幅排名偏后。在二级行业公用事业中, SW 环保工程及服务II 上涨 8.47%, SW 水务II 上涨 5.22%, 涨幅相对靠后。

图 21. 环保工程及服务相对沪深 300 表现(年初至今)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 22. 环保工程及服务相对沪深 300 表现(年初至今)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、投资建议及股票池

(一) 投资建议

1. 看好商业模式通畅、需求稳定的垃圾焚烧、非电烟气治理、环境监测领域

生活垃圾产生量持续增长, 无害化处理比例逐步提高。垃圾焚烧发电技术相对比较成熟, 项目运营能够获得稳定的受益和现金流, 行业内公司的现金流普遍比较充沛, 仍处于稳健增长的发展阶段。根据国际经验来看, 随着人民收入增加, 人均垃圾生产量将保持增长, 垃圾收运体系建设日趋完善, 保障了城市垃圾清运量的增长。此外, 当前我国生活垃圾依然有超过一半采取填埋的处理方式, 造成资源浪费和环境污染, 根据国家《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》, 2020 年城市生活垃圾无害化处理率达到 95% 以上, 生活垃圾焚烧处理能力占无害化处理总能力的 50% 以上, 东部地区达到 60% 以上, 未来市场空间广阔。“十三五”期间新增的无害化处理能力 85% 都是垃圾焚烧处理, 随着垃圾焚烧处理项目大型化, 行业整合趋势日渐明显, 龙头企业推动市场集中度进一步提高。

火电烟气治理进入尾声, 非电烟气治理亟需整治。过去几年, 大气污染防治主要集中在电力行业, 目前大多数燃煤电厂已经完成了常规脱硫脱硝除尘改造, 超净排放也完成过半, 治理效果显著, 增量和存量市场接近饱和, 钢铁、水泥、冶金、玻璃等非电领域成为大气污染防治的新风口。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。

环境监测需求持续高涨，物联网与大数据是未来发展趋势。环境监测是环保工作开展的基础，也是环境物联网的传感器端口。伴随着各领域环境监测体系建设完成，监测数据分析应用将成为接下来的投资重点。环境物联网系统或环境大数据分析系统，可以为地方政府提供实时环境决策、环境质量预警和环境应急管理方案提供等服务，随着各地环境监测能力提升和数据分析需求显现，环境大数据业务快速发展值得期待。大型环境监测仪器生产商具备系统搭建和大数据分析能力，能够率先受益于环保物联网建设，抢占市场制高点。

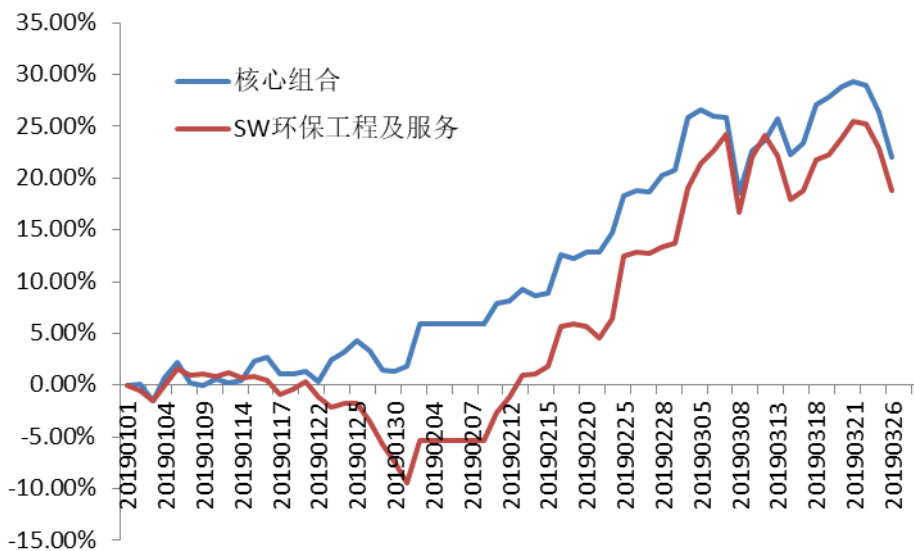
2.投资策略：寻找技术水平领先、运维经验丰富的细分领域龙头

目前融资环境逐步改善，环保需求持续提振，板块向上的估值修复弹性较大。结合当前需求来看，环境监测、垃圾无害化、非电烟气治理三个领域在未来将维持高景气度。推荐网格化监测龙头先河环保(300137.SZ)，拥有优质运营资产、在手订单充足、处理能力持续扩张的瀚蓝环境(600323.SH)，技术水平先进、深耕非电烟气治理领域多年的龙头企业龙净环保(600388.SH)。

(二) 核心组合表现

2019年年初至2月底，SW环保工程及服务板块上涨13.3%，沪深300上涨21.9%，核心组合上涨20.3%，跑赢行业指数7pct，跑输沪深300指数1.6pct，组合入选至今累计收益20.3%，跑赢行业指数1.4pct。

图 23.年初至今核心组合表现



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 4.核心组合表现及推荐理由

证券代码	证券名称	推荐理由	月涨幅%	累计涨幅% 入选至今	相对收益率% 入选至今
600323.SH	瀚蓝环境	在手订单充足，运营收入稳定，危废处置能力持续扩张，未来成长可期。	10.18	16.4	3.1
300137.SZ	先河环保	网格化监测龙头，未来环境监测市场空间巨大，业绩增长确定。	14.57	24.7	11.4
600388.SH	龙净环保	非电烟气治理龙头，深耕领域多年，在火电烟气改造基本完成，非电市场开启的情况下，有望持续增长	7.49	20.2	6.9

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

六、风险提示

治理需求不及预期；政策力度不及预期；行业竞争加剧；公司发生合规问题。

插图目录

图 1.2010-2017 年我国环境污染治理投资情况.....	3
图 2.2013-2018 环保板块营收与归母净利润.....	6
图 3. 2013-2018 环保板块盈利能力与财务费用率.....	6
图 4. 2013-2018 环保资产负债率.....	6
图 5. 2013-2018 环保板块企业偿债能力.....	6
图 6.2013-2018Q3 环保板块现金流情况.....	7
图 7. 2010-2017 分行业大气污染物排放量.....	8
图 8. 2013-2017 火电机组脱硫脱硝改造情况.....	8
图 9. 2002-2017 我国城市污水处理情况.....	9
图 10.2002-2017 我国县城污水处理情况.....	9
图 11. 2010-2017 我国城市与县城垃圾处理情况.....	10
图 12. 2017 我国生活垃圾无害化处理方法占比.....	10
图 13. 2011-2017 我国一般固体废物新增量.....	10
图 14. 2011-2017 我国危废新增量.....	10
图 15.2016-2020 我国监测行业营收统计及预测.....	11
图 16. 2016-2020 我国环保产业收入统计及预测.....	13
图 17. 2010-2018 我国环保上市公司个数与市值占比.....	13
图 18.环保工程及服务板块估值及溢价水平.....	14
图 19. 美国、欧洲、中国环保板块 PE 比较.....	14
图 20. 美国、欧洲、中国环保板块 PB 比较.....	14
图 21. 环保工程及服务相对沪深 300 表现(年初至今).....	15
图 22. 环保工程及服务相对沪深 300 表现(年初至今).....	15
图 23.年初至今核心组合表现.....	16

表格目录

表 1.未来三年环保产业各领域需求.....	4
表 2.环保行业杜邦分析财务比率.....	7
表 3.环保细分领域所处生命周期判断.....	8
表 4.核心组合表现及推荐理由.....	17

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

周然，电力等公用事业兼新能源行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn