

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

区域大气治理政策支持力度不减, 关注固废处理项目落地进度

——环保及公用事业行业月报

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04月19日

公司简称	19EPS	20EPS	19PE	评级
瀚蓝环境	1.23	1.42	13.70	增持
伟明环保	1.48	1.73	18.37	增持
高能环境	0.64	0.82	18.38	增持

环保及公用事业相对沪深300指数表现



相关报告

- 《环保及公用事业行业月报: 融资成本预期改善, 估值修复有望持续》 2019-03-21
- 《环保及公用事业行业月报: 市场贷款利率下行, 板块估值有望修复》 2019-02-27
- 《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

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

关键要素:

19年3月中信(环保)指数同比上涨9.82%, 弱于中小创; 工业节能板块涨幅靠前, 前期超跌个股超额收益明显。区域性大气治理紧迫, 非电领域超低排放改造被持续重视; 环卫服务、生活垃圾焚烧发电、环境监测设备中标项目缩减, 危险废物处理再迎政策关注。建议关注垃圾焚烧发电和危险废物处理领先公司。

投资要点:

- **区域性大气治理紧迫, 关注非电领域的超低排放改造政策。** 19年3月部分省市发布关于本区域大气治理工作方案。其中河南省要求2019年底前完成钢铁等六行业超低排放改造。区域政策对非电领域超低排放改造公司形成利好。
- **新签订环卫服务、生活垃圾焚烧处理、监测设备订单缩减。** 19年3月我国新签环卫服务合同总金额117亿元, 环比下滑11.36%; 3月生活垃圾焚烧发电项目较少, 单体项目规模不大; 目前市场所担心的取消发电补贴的概率不大。
- **危险废物处理牌照发放量和核准经营规模持续增加, 处理价格有望坚挺。** 江苏响水事故发生后, 各地区对危险废物处理的关注度明显提升。截至19年2月28日, 我国持有危险废物处理经营许可证、牌照数量、核准经营规模环比均呈现增长趋势。在供需偏紧的情形下, 处理价格仍有望保持坚挺。
- **年报业绩分化较大, 利润下滑幅度显著高于营收降幅。** 截至19年4月17日, 已经披露18年年报的上市环保公司家数达35家。受18年融资环境收紧以及PPP项目规范化发展影响, 公司盈利增速下滑较为明显; 中型环境工程类公司以及运营公司业绩好于前期激进的参与PPP项目的大型公司。
- **维持行业“同步大市”投资评级。** 考虑到19年市场融资环境的改善, 环保治理需求紧迫性以及微观层面上上市公司业绩的改善预期, 维持板块“同步大市”投资评级。建议关注运营规模逐步提升的垃圾焚烧发电和危险废物处理领先公司, 重点标的包括高能环境、伟明环保、瀚蓝环境。
- **风险提示:** 项目建设进度不及预期; 行业竞争加剧致毛利率降低。

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.....	13
4. 行业评级及投资主线.....	15
5. 风险提示.....	15

图表目录

图 1: 19 年 3 月环保（中信）指数二级市场表现情况	3
图 2: 19 年 3 月电力及公用事业（中信）排名第 22 位	3
图 3: 19 年 3 月环保个股涨幅前十（单位：%）	3
图 4: 19 年 3 月环保个股跌幅前十名（单位：%）	3
图 5: 16—19 年我国环卫服务市场新签合同总额.....	5
图 6: 16—19 年我国环卫服务市场首年服务合同情况	5
图 7: 我国部分地区废铝价格走势（单位：元）	9
图 8: 我国部分地区废铜价格走势（单位：元）	9
图 9: 我国部分地区废钢铁价格走势（单位：元）	9
图 10: 国际市场再生塑料价格走势（欧元）	9
图 11: 19 年 3 月我国公司债到期收益率回升	11
图 12: 19 年 3 月份信用利差显著收窄	11
图 13: 环保指数(中信)历史 PE 变化情况（倍）	15
图 14: 环保指数（中信）相对于中小板估值情况（倍）	15
表 1: 19 年 3 月环卫服务领域前 10 名公司中标合同情况.....	5
表 2: 19 年 3 月上市类固废处理公司重大合同中标情况.....	6
表 3: 截至 19 年 2 月底各省危废核准经营规模及同比增速（单位：万吨/年）	7
表 4: 上海市部分危废处理收费标准.....	8
表 5: 2019 年 3 月我国上市污水处理公司重大合同中标情况	10
表 6: 2019 年 3 月环境监测设备上市公司中标情况.....	10
表 7: 19 年 3 月至 4 月中旬环保上市公司融资进度.....	11
表 8: 环保上市公司 2018 年年报概况（截至 19 年 4 月 17 日）	12
表 9: 19 年 3 月—4 月中旬重点环保公司公告情况.....	13
表 10: 重点公司估值表	15

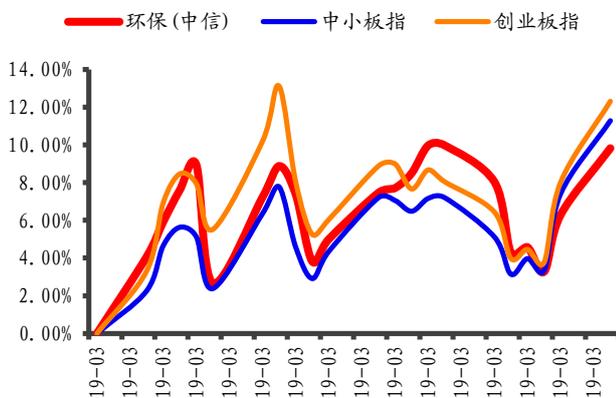
1. 市场表现

板块整体表现: 跟随市场趋势, 整体弱于市场。19年3月中信(环保)指数同比上涨9.82%, 涨幅小于中小板指数(11.28%)和创业板指数(12.31%); 在29个中信一级行业中, 环保所属的电力及公用事业板块期间涨幅5.27%, 排名第22位。19年3月中小创指数整体震荡向上, 而环保板块表现弱于中小创; 主要原因是2月个股反弹幅度较大, 3月多数公司处于盘整趋势。

细分领域: 工业节能板块涨幅靠前, 污水处理设备及工程涨幅较为靠后。环保主要细分领域期间涨跌幅排名分别为: 工业节能(15.69%)、大气治理(7.89%)、环境监测(7.07%)、固废处理(6.45%)、水务运营(5.71%)、再生资源(4.90%)、污水处理设备及工程(4.82%)。从细分领域来看, 行业基本面较差的工业节能板块和大气治理板块由于18年跌幅巨大, 反弹幅度较为靠前。

个股方面: 前期跌幅较大个股反弹幅度较大。期间涨幅前五名个股为: 天壕环境(32.18%)、启迪桑德(31.27%)、首航节能(26.35%)、中再资环(25.71%)、津膜科技(23.57%); 涨幅后五名个股为: 博天环境(-13.29%)、华控赛格(-10.26%)、盛运环保(-7.76%)、东方园林(-6.04%)、中环环保(-4.97%)。

图 1: 19年3月环保(中信)指数二级市场表现情况



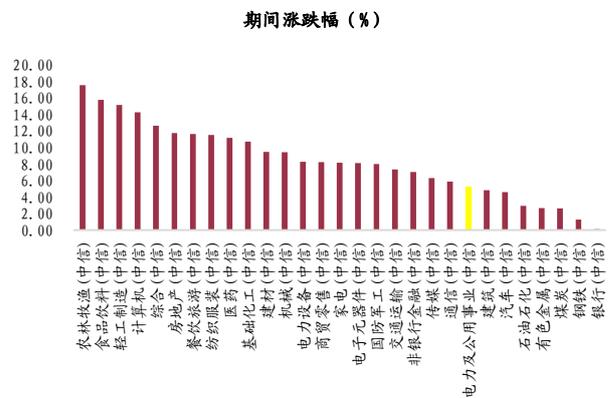
资料来源: Wind, 中原证券

图 3: 19年3月环保个股涨幅前十(单位: %)



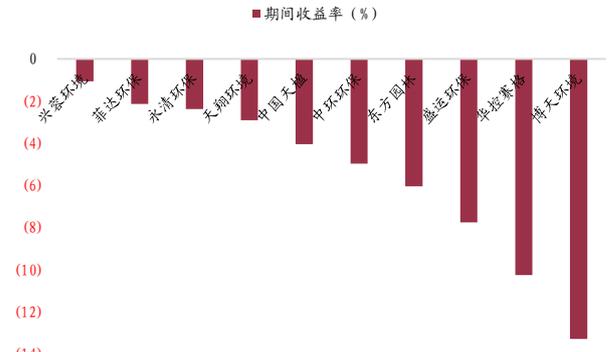
资料来源: Wind, 中原证券

图 2: 19年3月电力及公用事业(中信)排名第22位



资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 19年3月环保个股跌幅前十名(单位: %)



资料来源: Wind, 中原证券

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和政策变化

（1）大气治理领域

区域性大气治理紧迫，关注非电领域的超低排放改造政策焦点。19年3月部分省市发布关于本区域本年度大气治理工作方案。其中，湖北省生态环境厅印发《湖北省2019年度生态环境系统大气污染防治工作方案》，方案指出要稳步推进产业结构调整，积极推进重点行业的超低排放改造，全省新建燃煤火电机组全部执行超低排放标准。积极推进燃煤小火电机组超低排放改造，武汉、襄阳、宜昌等地2019年底前完成。2019年度前循环流化床锅炉机组实现超低排放，W型火焰锅炉机组烟粉尘、二氧化硫达到超低排放限值要求。积极推进钢铁行业超低排放改造，全流程减少大气污染物排放。深入开展重点行业提标升级改造，加快推进焦化行业脱硫脱硝工程建设。

而浙江省印发《关于加强重点工业园区大气污染治理的意见（公开征求意见稿）》，要求完善园区治气基础设施，有条件的园区应当建设集中喷涂工程中心，配备高效治污设施，替代企业独立喷涂工序。合成革、涂层、包装印刷等大宗溶剂使用企业集聚的园区，可探索建设有机溶剂集中回收处置中心，提高有机溶剂回收利用率。有需求的园区可探索建设活性炭脱附再生中心或离线式脱附装置，提高活性炭吸附装置的综合利用处理率。

河南省污染防治攻坚战领导小组发布《河南省2019年大气污染防治攻坚战实施方案》，要求2019年底前完成钢铁、水泥、焦化、电解铝、碳素、平板玻璃、电子玻璃行业超低排放改造。对于明确转型转产、退城入园、关闭退出规划的企业，可以不再实施深度提标治理。对于预期未完成深度治理的钢铁、水泥、碳素、焦化、电解铝、玻璃、耐材企业，研究纳入惩罚性电价政策范围。2019年10月底前，完成所有工业窑炉达标整治，高炉煤气、焦炉煤气实施精脱硫改造，煤气中硫化氢浓度小于 $20\text{mg}/\text{m}^3$ 。开展VOCS专项治理，2019年6月底前，全省石油化学、石油炼制、表面喷涂、印刷、化工、制药等工业企业，全面完成VOCS无组织排放治理。

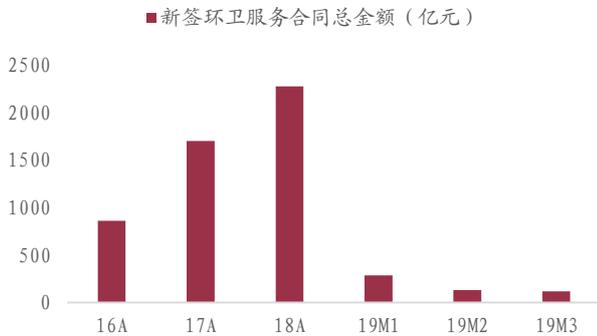
（2）固废处理领域—环卫服务市场化订单金额缩减

1) 环卫服务市场

3月份新签订单金额继续缩减。环境司南的统计数据显示：19年3月我国新签环卫服务合同总金额117亿元，环比下滑11.36%；签订的首年服务合同金额30亿元，环比下滑3.22%。从19年开年以来，新签订合同总金额呈现逐月下行趋势。环卫服务中标金额前10名公司为徐州徐工环境技术有限公司、北京环境有限公司、北控城市服务投资（中国）集团有限公司、长

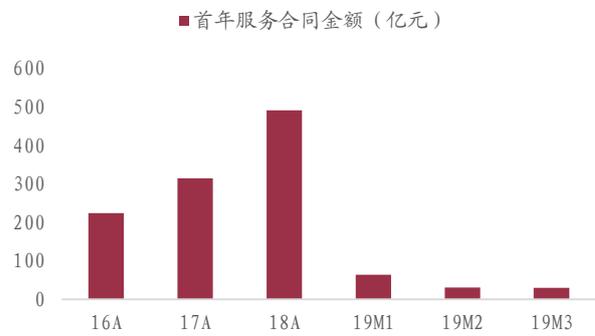
沙玉诚环境景观工程有限公司、启迪桑德环境资源股份有限公司、北京首创环境投资有限公司、玉禾田环境发展集团股份有限公司、中航美丽城乡环卫集团有限公司、长沙中联重科环境产业有限公司、四川佳洁园环保科技有限公司。

图 5: 16—19 年我国环卫服务市场新签合同总额



资料来源: 环境司南, 中原证券

图 6: 16—19 年我国环卫服务市场首年服务合同情况



资料来源: 环境司南, 中原证券

表 1: 19 年 3 月环卫服务领域前 10 名公司中标合同情况

公司名称	合同金额 (万元)	首年金额 (万元)	项目名称
徐州徐工环境技术有限公司	106255	5388	1. 闽清县城乡环卫一体化 PPP 项目 (乡镇标段) 2. 鹤岗市东山区环卫服务项目
北京环境有限公司	90824	8856	1. 镇远县城乡环卫一体化 PPP 项目 2. 张家口经开区主城区环卫作业政府采购项目 3. 安庆市城市管理局市容管理市场化服务采购项目 4. 合肥市蜀山区小庙镇道路清扫保洁服务项目
北控城市服务投资 (中国) 集团有限公司	72359	10555	1. 南京市高淳区城区环卫保洁和绿化养护一体化服务项目 2. 重庆红岩联线文化发展管理中心环境卫生清扫保洁服务项目 (北控滨南) 3. 河间市环卫服务市场化 (第二阶段) PPP 项目 4. 抚远市存量垃圾治理工程项目 (北控滨南)
长沙玉诚环境景观工程有限公司	66880	7743	1. 贵港市产业园区江南园、石卡园环卫保洁及市政维护服务承包项目 2. 雄安新区白洋淀农村污水、垃圾、厕所等环境问题一体化综合系统治理先行项目 (2 标段) 3. 永州市零陵区环卫作业市场化服务项目 (3 标段) 4. 阜阳市颍泉区城区小街巷生活垃圾清扫保洁清运项目 (2 标段) 5. 阜阳市颍泉区农村及国省道路生活垃圾清扫保洁市场化项目 (第 1 包 1 标段) 6. 南平市建阳区市政道路清扫保洁 (含垃圾清运、公厕管理等) 市场化服务项目
启迪桑德环境资源股份有限公司	61,300	3,065	7. 井冈山经开区新增道路清扫保洁服务项目 雄安新区白洋淀农村污水、垃圾、厕所等环境问题一体化综合系统治理先行项目 (3 标段)
北京首创环境投资有限公司	57,950	2,898	雄安新区白洋淀农村污水、垃圾、厕所等环境问题一体化综合系统治理先行项目 (1 标段)
玉禾田环境发展集团股份有限公司	56,869	7,174	1. 寻乌县城乡环卫全域一体化项目 2. 天津市河北区建昌道街道办事处购买城乡结合部扫保服务外包项目
中航美丽城乡环卫集团有限公司	56,133	2,340	闽清县城乡环卫一体化 PPP 项目 (城区标段)

长沙中联重科环境产业有限公司	34,298	4,287	抚顺市新抚区环卫作业一体化服务项目
四川佳洁园环保科技有限公司	32,601	1,124	黎平县城生活垃圾收运系统工程采购社会资本方项目

资料来源：环境司南，中原证券

值得一提的是，部分环卫服务公司，如长沙玉诚环境景观工程有限公司、启迪桑德、首创环境中标雄安新区白洋淀农村污水、垃圾、厕所等环境问题一体化综合系统治理先行项目。雄安新区白洋淀综合治理项目分为 3 个标段，最高限价为 20 年 33.80 亿元。从中标结果来看，北京国企及央企联合体中标三个项目。雄安新区建设具备高标准，其综合治理项目将会具备明显的示范效应。因此，中标此类项目能够反映中标公司技术、资本、背景优势，为将来其他项目拓展奠定了良好的基础。

2) 生活垃圾焚烧处理市场

生活垃圾焚烧发电项目较少，单体项目规模不大。19 年 3 月至 4 月中旬，主要上市的固废处理公司中标 4 个生活垃圾焚烧发电项目，分别是项城市生活垃圾焚烧发电 BOT 项目、永丰县生活垃圾焚烧发电项目、闽清县生活垃圾焚烧发电 PPP 项目和靖西市生活垃圾焚烧发电项目。我们认为目前生活垃圾焚烧发电领域已经过了大规模跑马圈地年代，而经济发达及人口净流入较为明显的区域的二期、三期工程以及县城生活垃圾焚烧发电项目为主要的市场增量。3 月中标的项目最大规模为 1200 吨/日，最小规模 600 吨/日，主要处理工艺为机械炉排炉，项目投资均分为 2 期进行。

19、20 年我国的生活垃圾焚烧发电项目有望从建设期进入密集投运阶段。考虑到生活垃圾焚烧发电项目的区域垄断、特许经营等特征，投运项目增加以及产能利用率的提升将会为相关上市公司带来持续的增长动力。另外，部分投资者担心生活垃圾焚烧发电上网补贴取消，从而给生活垃圾焚烧发电企业的盈利形成负面影响。而目前暂无明确的政策文件决定取消生活垃圾焚烧发电补贴。我国的生活垃圾焚烧发电收入占垃圾焚烧发电企业总收入的 2/3，补贴占比相对较高。而目前生活垃圾焚烧发电企业焚烧技术成熟，单位投资成本降低的程度有限，并且公用事业类服务定价较低，企业的投资回报不高。因此，较大程度的取消补贴的可能性不大，部分投资者存在过度担心预期。

表 2：19 年 3 月上市类固废处理公司重大合同中标情况

代码	名称	中标名称	项目概况
000035.sz	中国天楹	圣元环保烟气处理系统设备采购项目 项城市生活垃圾焚烧发电 BOT 项目	中标金额 6559 万元，烟气处理系统设备采购 建设一座日处理 1200 吨的生活垃圾焚烧发电厂，项目分两期建设，一期配置 2 台 400t/d 机械炉排炉和一台 15MW 凝汽式汽轮发电机组，二期增加一台 400t/d 机械炉排炉和一台 7.5MW 凝汽式汽轮发电机组。特许经营期限 30 年， 中标价格 44506.32 万元，生活垃圾处理费 68 元/吨
603568.sh	伟民环保	江西省永丰县生活垃圾焚烧发电项目 闽清县生活垃圾焚烧发电 PPP 项目	负责投资、建设和运营永丰县生活垃圾焚烧发电项目，主要处理永丰县、新干县、峡江县全境及吉水县九个乡镇范围内生活垃圾，总规模为 1,200 吨/日，分两期实施，其中一期规模为 800 吨/日，二期规模为 400 吨/日；总投资 5.2 亿元 日焚烧处理生活垃圾 600 吨。分两期建设，一期 300t/d，规划二期增加 300t/d

焚烧线；总投资 2.5 亿元

601330.sh 绿色动力 靖西市生活垃圾焚烧发电项目

生活垃圾处理总规模为 1200 吨/天，其中为一期 800 吨/天，二期为 400 吨/天，主要焚烧工艺为机械炉排炉技术。总投资约为人民币 5.2 亿元，一期投资约为人民币 3.5 亿元

资料来源：公司公告，中原证券

3) 危险废物处理市场

危险废物处理牌照量和核准经营规模持续增加。根据北极星环保网的统计，截至 19 年 2 月 28 日，我国持有危险废物处理经营许可证的企业家数 2274 家（比上月增加 131 家），持有的牌照数量 2439 张（比上月增加 147 张），核准经营规模 9186.30 万吨（比上月增加 490.10 万吨，增长 5.64%）。由此可见，我国的危险废物处理能力持续增加，并很快接近上亿吨/年的处理能力。从牌照发放结构来看，仅利用资质为 1414 家，仅处理资质 597 家，同时具备利用和处置资质企业 214 家，综合经营资质 79 家。

值得一提的是，我国的危险废物处理省份分布较为集中，其中江苏省、浙江省、山东省、广东省、河南省核准经营规模排名靠前，合计处理能力 3912.32 万吨/年，占比 42.59%。危废牌照发放分布与产废区域分布密切相关，其中江浙作为化工大省占据产废量前列。预计战略核心产废区域危险废物处理公司，如东江环保、中国光大绿色环保、雅居乐集团等有望受益。

表 3: 截至 19 年 2 月底各省危废核准经营规模及同比增速（单位：万吨/年）

省份	2019M1	2019M2	环比增速 (%)
江苏省	1590.61	1579.18	-0.72
浙江省	741.23	814.09	9.83
山东省	663.39	549.9	-17.11
广东省	462.39	488.85	5.72
河南省	366.36	480.3	31.10
新疆维吾尔自治区	422.25	452.25	7.10
云南省	373.67	413.58	10.68
安徽省	298.82	400.13	33.90
湖南省	339.07	364.1	7.38
江西省	300.03	360.46	20.14
陕西省	350.01	350.01	0.00
湖北省	284.72	327.12	14.89
内蒙古自治区	332.62	322.57	-3.02
吉林省	286.64	294.29	2.67
河北省	218.33	227.08	4.01
重庆市	223.26	225.53	1.02
贵州省	174.97	179.97	2.86
青海省	181.03	179.03	-1.10
辽宁省	125.73	161.5	28.45
福建省	149.58	144.82	-3.18
广西壮族自治区	130.75	142.85	9.25
天津市	116.05	119.1	2.63
上海市	96.97	117.11	20.77

宁夏回族自治区	107.93	107.93	0.00
山西省	101.73	101.43	-0.29
四川省	71.64	96.69	34.97
甘肃省	83.97	83.98	0.01
黑龙江省	56.21	56.21	0.00
北京市	37.64	37.64	0.00
海南省	8.59	8.59	0.00
西藏自治区	0	0	
合计	8696.21	9186.3	5.64

资料来源：北极星环保网，一和环境，中原证券

危险废物处理行业有望再度迎来政策支持期。3月21日，江苏响水事故发生后，各地区对危险废物的关注度明显提升，例如山东省政府办公厅印发《山东省危险废物专项排查整治方案》，江苏扬州印发《关于加强危险废物污染防治的实施意见》，河南省开展危化企业隐患排查活动。我们认为，地方政府将对危险废物处理的重视程度将会显著提升，对了解危险废物产生及去向、完善危险废物处理基础设施、加大督查力度等方面产生积极效应。

危险废物处理价格区域差异较大，但仍有望保持坚挺。各地的危险废物处理价格受当地政策、处理种类等多种因素影响，存在较大的差异性。19年3月19日，上海市生态环境局发布所在区域危险废物经营许可证名单和价格，其中涉及企业29家。从本次经营许可证许可内容和收费情况来看，收集和利用资质较多而焚烧和填埋资质较少，与行业特征基本相符；而处理价格整体较高：如上海市固体废物处置有限公司收取的填埋处理价格4000元/吨，上海星济工业废物处理有限公司HW02类废物收费标准为5800—6210元/吨，上海化学工业区升达废料处理有限公司收取的实验室固体危废处理价格16000—28000元/吨。

表 4：上海市部分危废处理收费标准

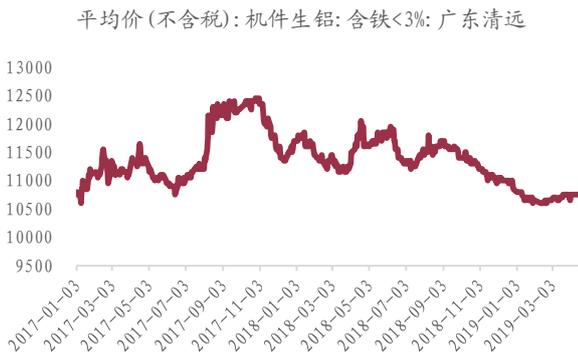
公司名称	种类	收费标准(元/吨; 元/只)	处理处置方式
上海星济工业废物处理有限公司	HW02类	5800—6210	焚烧
	HW06、HW08、HW09、H02、HW03、HW04、HW11、HW12、HW13、HW49	6210—7064	焚烧
伟翔环保科技发展有限公司	废电路板	622	利用
	含氟废液	7745	利用
	感光废物	6350	利用
	沾染氯的废包装物	100	处置
	废铅酸蓄电池	3000	收集
上海化学工业区升达废料处置有限公司	工业固体废物（高热值，PH中性，不粘稠，闪点>65℃，无汞）	2500—4500	焚烧
	工业固体废物（中热值，PH中性，不粘稠，闪点>65℃，无汞）	2700—4700	焚烧
	工业固体废物（低热值，PH中性，不粘稠，闪点>65℃，无汞）	2900—4900	焚烧
	工业液体危险废物（高热值，PH中性，不粘稠无汞）	2400—4400	焚烧
	工业液体危险废物（中热值，PH中性，不粘稠无汞）	2600—4600	焚烧
	工业液体危险废物（低热值，PH中性，不粘稠无汞）	2800—4800	焚烧
	实验室固体危废	16000—28000	焚烧
	实验室液体危废	16000—28000	焚烧
	报废化学品	22000—32000	焚烧
上海城投瀛洲生活垃圾处置有限公司		4000	安全填埋

资料来源：上海市生态环境局，中原证券

(3) 再生资源领域

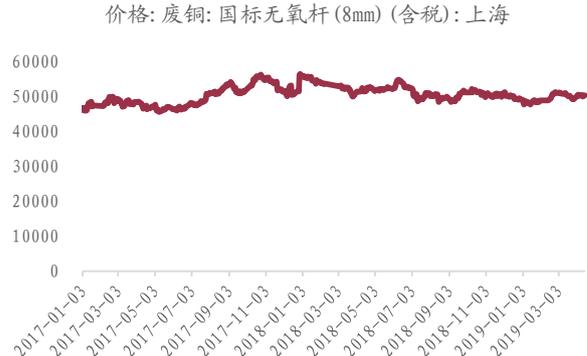
废金属及废塑料价格环比基本持平。3月机件生铝(广东清远)、废铜(国标无氧杆上海)、废钢(唐山)、PP再生颗粒、ABS再生颗粒均价分别为10709.52元/吨、50260元/吨、2472.12元/吨、830欧元/吨、1190欧元/吨，分别环比增长0.81%、0.15%、-0.74%、0%、-0.83%。主要废金属和废塑料受下游大宗商品价格影响较为明显，价格处于区间小幅波动状态。

图 7：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 8：我国部分地区废铜价格走势（单位：元）



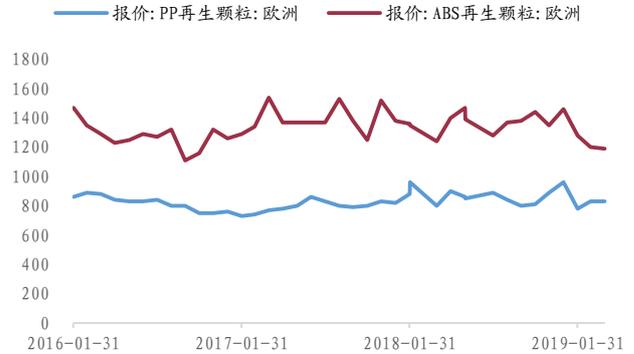
资料来源：Wind，中原证券

图 9：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 10：国际市场再生塑料价格走势（欧元）



资料来源：Wind，中原证券

(4) 污水处理运营和污水处理设备及工程

19年3月上市公司中标污水处理项目数量环比提升。19年3月水务运营和污水处理设备及工程类公司重大合同中标数量明显回升，主要包括乡镇污水处理厂和配套管网建设项目以及水环境治理工程施工项目。中标公司分别为：首创股份、国祯环保、海峡环保、联泰环保、巴安水务、博天环境和中持股份。

目前我国的市政污水处理能力和处理率已经处于较高位置，市场进一步扩张主要看提标改造市场和乡镇以及农村污水处理市场。从中标项目内容来看，乡镇污水处理市场规模持续扩张，但是单体处理能力小，管网投资较高，盈利能力是否有保证仍需观察。但值得一提的是，19年

以来宽货币逐步转向宽信用的落地，对前期需要大量资金投入的污水处理和水环境治理类项目的融资进度和融资成本有望形成改善。

表 5: 2019 年 3 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
600008	首创股份	蔡田铺污水处理厂三期工程 DBO 项目	投资项目总规模为 20 万 m ³ /d，其中已建一期工程 5 万 m ³ /d，已建二期工程 5 万 m ³ /d，新建三期工程 10 万 m ³ /d，总投资为人民币 28,668 万元
300388	国祯环保	撮镇污水处理厂二期工程 白湖监狱管理分局污水处理设施建设项目 DBO	撮镇污水处理厂二期工程按 5 万吨规模扩建，新建一座 4.0 万 m ³ /d 污水二级处理、深度处理及污泥处理设施，改造一期 1.0 万 m ³ /d 污水深度处理及相应污泥处理设施的污水处理厂，出水标准执行《巢湖流域城镇污水处理厂和工业行业主要水污染物排放限值》项目类别为工程施工，中标价格 1.85 亿元，中标工期 420 天，新建集中污水处理厂一座，设计规模为 10000 m ³ /d；新建关河监区、坝镇监区、滨东监区污水处理站（提标）三座污水处理站，设计规模分别为 150 m ³ /d、500 m ³ /d、300 m ³ /d。新建污水管网共 66.67km，设计管径为 DN100 -DN800；因建设污水管必须挖除合流管的区域，同步修复雨水管网 10.58km，设计管径为 DN200 -DN800。
603817	海峡环保	永泰县山水林田湖草水环境综合整治与生态修复（农村面源污染综合整治）PPP 项目	新建 17 个乡镇建设污水处理设施，设计总规模 7170m ³ /d；并且建设管网配套工程，管网规模为 189434.4m 和智能化远程污水管理平台建设工程
603797	联泰环保	岳麓污水处理厂污泥深度脱水设施建设项目设计采购施工总承包	新建一座处理规模为 500t/d 的钢结构污泥深度脱水车间，采取污泥中低温热干化工艺，污泥处理量为 500 吨/天；合同工期 150 天，合同总价 13784 万元
300262	巴安水务	山东省菏泽市曹县伊尹公园综合改造项目	项目类型施工总承包，中标结果 249,849,795.27 元
603603	博天环境	泰兴市镇村生活污水治理工程 PPP 项目	12 个集镇建成区范围（含 35 个镇中村）污水管网建设、14 个集镇副中心（含 18 个行政村）生活污水治理和 141 个行政村庄台的生活污水治理（包括正在试点实施的 22 个行政村村庄），改造不达标化粪池约 1.43 万个。
603903	中持股份	廊坊市广阳区龙河及干渠水环境综合治理工程（龙河、九干渠）设计施工总承包	本工程以龙河（广阳段）、九干渠水环境治理为核心目标，实施污水处理和生态修复措施，处理规模 4 万 t/d（每日进入水系的水量），其中龙河 3 万 t/d，九干渠 1 万 t/d。工期为 105 日历天

资料来源：公司公告，中原证券

（5）环境监测设备及系统

2019 年 3 月份环境监测系统及设备中标订单较少。3 月先河环保、理工环科、天瑞仪器获取中国政府采购网公布的监测类政府采购订单。总体来看，相对于 2 月部分公司获取大额水质监测订单，3 月整体上市公司订单量偏小，且水站建设或水质监测订单占据大半。

表 6: 2019 年 3 月环境监测设备上市公司中标情况

公告时间	中标名称	项目金额（万元）
先河环保（广东科迪隆）	江苏省环境监测中心 2019 年省级多参数站、质控实验室、省管空气站和流动监测车等相关运维服务项目分包 13	56.1
	唐山市环境监控中心乡镇空气站监测审核平台	141.6
	邕宁区生态环境网格化精准监控及决策支持系统	473.66

理工环科（尚洋东方）	驻马店市地表水自动站配件及运行维护项目包 2	55.5
	安阳市环境保护监测中心站安阳市市控县界水站填平补齐设备及配套设施	172
天瑞仪器	昆山市水务有限公司水质检测在线检测设备项目	84.68

资料来源：中国政府采购网，中原证券

（二）板块融资环境及融资进度情况

社融规模持续回升，宽信用有望逐步落地。 中国人民银行公布的 3 月金融统计数据显示：3 月末社会融资规模存量 208.41 万亿元，同比增长 10.7%，比上月底回升 0.6 个百分点；其中对实体经济发放的人民币贷款余额 140.98 万亿元，同比增长 13.8%，比上月底提升 0.5 个百分点。从结构上来看，3 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资存量的 67.6%，同比高 1.8 个百分点；地方政府专项债券余额 3.7%，同比高 0.7 个百分点。因此，可以看出社融规模持续回升，企业融资需求回暖。

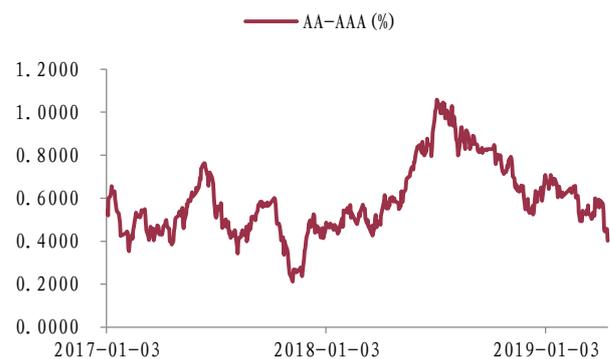
信用利差缩减，公司债到期收益率回升。 2019 年 3 月交易所三年期 AAA 级公司债平均到期收益率 3.6154%，环比回升个 0.1824 百分点；三年期 AA 级公司债券平均收益率 4.2087%，环比回升 0.0998 个百分点；而平均信用利差 0.5342%，环比缩减 0.0826 个百分点。

图 11：19 年 3 月我国公司债到期收益率回升



资料来源：Wind，中原证券

图 12：19 年 3 月份信用利差显著收窄



资料来源：Wind，中原证券

19 年 3 月环保公司融资进度明显加快。 截至 19 年 4 月中旬，可以发现，环保公司通过发行可转换公司债券、中期票据、绿色公司债券、非公开发行股票融资家数和金额环比大幅度增长。其中，可转换公司债券作为低成本融资工具得到市场青睐，3 月完成以及受理的可转换公司债券发行公司包括龙净环保、海峡环保、德创环保、上海环境。此类融资多用于项目投资，如若资金到位将会加速项目落地。

另外，环保类国企依靠资源背景和国家信用优势，其融资数量和金额占据绝大多数。而且，民企与国企融资成本仍存较大的差异性。国有环保企业偏低的融资成本在重资产投资型的环保项目中优势明显。

表 7：19 年 3 月至 4 月中旬环保上市公司融资进度

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
------	------	----------	---------	---------	----	------

龙净环保	发行可转换公司债券	18	6年	—	反馈意见回复	民企
首创股份	发行中期票据	6	3年	3.7	完成	国企
兴蓉环境	发行绿色债券	18	5年	—	国家发改委批复	国企
洪城水业	非公开发行股票	8.94	—	—	反馈意见回复	国企
中山公用	公司债券	10	5年	4	完成	国企
海峡环保	发行可转换公司债券	4.6	6年	第一年 0.40%、第二年为 0.60%、第三年为 1.00%、第四年为 1.50%、第五年为 1.80%、第六年为 2.00%	完成	国企
碧水源	短期融资券	10	366天	6.3	完成	国企
德创环保	发行可转换公司债券	2	6年	—	受理	民企
上海环境	发行可转换公司债券	21.7	6年	—	发审委	国企
高能环境	非公开发行绿色公司债券（第一期）	6	3	7	完成	民企
启迪桑德	2019年非公开发行绿色公司债券（第一期）	6	2年	6.6	完成	国企
葛洲坝	公司债券	15	5年	4.1	完成	国企
格林美	非公开发行股票	30	—	—	预案	民企

资料来源：公司公告，中原证券

（三）其他—环保公司年报情况

业绩分化较大，整体利润下滑幅度显著高于营收增速降幅。截至19年4月17日，已经披露18年年报的上市环保公司家数达35家，占比近4成。值得关注的有两点：

一是受18年去杠杆融资环境收紧以及PPP项目规范化发展影响，已经披露年报的35家公司盈利增速下滑较为明显：营业收入1404.50亿元，同比增长7.96%；归属于上市公司股东的净利润138.56亿元，同比降低16.87%。其中，3家公司出现营收下滑，16家公司利润下滑。

二是环保PPP项目建设较为激进的一些头部公司业绩下滑较为显著，而中型环境工程类公司以及运营类资产仍保持较好经营绩效。

因此，从不利的经营环境中能够看出各家公司的应对能力和抗风险能力。19年市场融资环境已经明显改善，行业最差经营阶段已经过去。建议关注具备较高经营管理能力、行业市场空间较大，盈利能力和成长性较为确定的生活垃圾焚烧发电运营、危险废物处理、非电领域超低排放改造以及监测设备领域领先公司。

表8：环保上市公司2018年年报概况（截至19年4月17日）

代码	名称	营业总收入（亿元）	同比增长（%）	归属于上市公司股东的净利润（亿元）	同比增速（%）
000027.SZ	深圳能源	185.27	19.18	6.91	-7.83
300072.SZ	三聚环保	153.81	-31.57	5.06	-80.09
002340.SZ	格林美	138.78	29.07	7.30	19.66
600008.SH	首创股份	124.55	34.14	7.19	17.55
300070.SZ	碧水源	115.18	-16.34	12.45	-50.41

600388.SH	龙净环保	94.02	15.90	8.01	10.62
601158.SH	重庆水务	51.71	15.38	14.22	-31.12
600323.SH	瀚蓝环境	48.48	15.38	8.76	34.23
000598.SZ	兴蓉环境	41.60	11.48	9.88	10.30
603588.SH	高能环境	37.62	63.20	3.25	69.12
600292.SH	远达环保	36.76	12.20	1.26	15.61
002534.SZ	杭锅股份	35.72	2.02	2.44	-41.51
603686.SH	龙马环卫	34.44	11.63	2.36	-9.12
002672.SZ	东江环保	32.84	5.95	4.08	-13.83
600217.SH	中再资环	31.36	14.61	3.16	31.58
601200.SH	上海环境	25.83	0.66	5.78	14.21
600874.SH	创业环保	24.48	13.93	5.01	-1.39
300190.SZ	维尔利	20.65	45.64	2.32	67.53
603126.SH	中材节能	18.74	11.26	1.30	-2.50
300437.SZ	清水源	17.12	103.55	2.47	118.10
603568.SH	伟明环保	15.47	50.29	7.40	46.01
601368.SH	绿城水务	13.37	7.44	2.79	-19.99
002658.SZ	雪迪龙	12.89	18.87	1.79	-16.54
300425.SZ	环能科技	11.86	46.17	1.37	48.64
000920.SZ	南方汇通	11.05	2.06	0.88	-23.09
600283.SH	钱江水利	10.68	8.81	0.58	-20.13
601330.SH	绿色动力	10.55	34.43	2.73	32.11
000544.SZ	中原环保	10.27	5.19	4.14	28.53
300385.SZ	雪浪环境	9.60	17.32	0.43	-28.21
300172.SZ	中电环保	7.98	17.33	1.22	3.46
600187.SH	国中水务	4.68	6.41	0.10	-41.69
300105.SZ	龙源技术	4.64	-22.17	0.08	-47.83
603838.SH	四通股份	4.47	6.11	0.43	2.40
603200.SH	上海洗霸	4.14	37.45	0.80	39.25
300692.SZ	中环环保	3.90	67.78	0.60	19.25

资料来源：Wind，中原证券

3. 重点公司公告

2019年3月重点环保公司主要发布18年年报以及19年1季报，发布的其他类型公告包括发行可转换债券反馈意见回复、项目中标、股权回购、股权期权激励等。详细内容见下表。

表9：19年3月—4月中旬重点环保公司公告情况

代码	名称	公告简要内容
600388.sh	龙净环保	<p>公司回复关于发行可转换公司债券的反馈意见，回答关于募投项目具体投资数额安排，预计使用进度，技术、人员、管理、进度方面的储备，新增产能情况以及产能的消化，募投项目的预期收益等</p> <p>公司发布18年年报，实现营业总收入94.02亿元，同比增长15.90%；归属于上市公司股东的净利润8.01亿元，同比增长10.62%；基本实现每股收益0.75元；加权平均净资产收益率16.66%，同比下滑0.26个百分点</p>

000598.sz	兴蓉环境	全年营业总收入 41.60 亿元, 同比增长 11.48%; 归属于上市公司股东的净利润 9.88 亿元, 同比增长 10.30%; 基本实现每股收益 0.33 元; 加权平均净资产收益率 9.84%, 同比提升 0.2 个百分点
603588.sh	高能环境	公司 2019 年非公开发行绿色公司债券(第一期), 债券期限 3 年, 发行规模 6 亿元, 票面利率 7% 公司发布 18 年年报和 19 年 1 季度报告, 19 年 1 季度公司实现营业总收入 6.84 亿元, 同比增长 36.83%; 归属于上市公司股东的净利润 0.55 亿元, 同比增长 76.71%; 经营活动产生的现金流量净额 0.58 亿元, 同比增长 142.41%
600323.SH	瀚蓝环境	18 年公司实现营业总收入 48.48 亿元, 同比增长 15.38%; 归属于上市公司股东的净利润 8.76 亿元, 同比增长 34.23%; 经营活动产生的现金流量净额 16.52 亿元, 同比增长 9.47%; 加权平均净资产收益率 15.94%, 同比提升 3.09 个百分点
603568.sh	伟明环保	18 年公司对外投资并签署江西省永丰县生活垃圾焚烧发电项目, 主要处理永丰县、新干县、峡江县全境及吉水县九个乡镇范围内生活垃圾, 总规模为 1,200 吨/日, 分两期实施, 其中一期规模为 800 吨/日, 二期规模为 400 吨/日; 总投资 5.2 亿元 18 年公司实现营业总收入 15.47 亿元, 同比增长 50.29%; 归属于上市公司股东的净利润 7.40 亿元, 同比增长 46.01%; 经营活动产生的现金净流量 7.43 亿元, 同比增长 11.95%; 加权平均净资产收益率 28.74%, 同比提升 4.5 个百分点; 基本每股收益 1.08 元; 拟每 10 股派发股利 3.3 元(含税), 每 10 股送红股 1 股, 转增 2.5 股
601200.sh	上海环境	18 年公司实现营业总收入 25.83 亿元, 同比增长 0.66%; 归属于上市公司股东的净利润 5.78 亿元, 同比增长 14.21%; 经营活动产生的现金流量净额 10 亿元, 同比增长 15.04%; 加权平均净资产收益率 10.21%, 同比提升 0.38 个百分点 签订福州市红庙岭生活垃圾焚烧协同处置项目, 采用机械炉排炉工艺, 处理规模为 1200 吨/日, 估算总投资为 81,749 万元, 其中 PPP 项目投资 77,221 万元、政府配套投资 4,528 万元
300203.sz	聚光科技	截至 2019 年 2 月 28 日, 公司累计回购股份数量 6,407,600 股, 占公司目前总股本的比例 1.42%, 最高成交价为 26.49 元/股, 最低成交价为 23.29 元/股, 成交总金额 161,972,758.79 元 19 年 1 季度公司预计实现盈利 4482.42—4841.01 万元, 同比增长 25%—35%。18Q1 公司盈利增长稳健主要受主营业务持续增长, 产品毛利率稳中有升影响
300137.sz	先河环保	截至 19 年 3 月 1 日, 公司股份回购完毕, 本次回购股份数量为 5,658,540 股, 总支付金额 0.45 亿元; 实际控制人李玉国累计增持公司股份 552.58 万股, 成交均价 8.57 元/股
3000070.sz	碧水源	公司发行 2019 年度第一期短期融资券, 期限 366 天, 发行金额 10 亿元, 票面利率 6.3% 公司发布 19 年 1 季度业绩预告, 盈利 6,186.19 万元—10,825.84 万元, 同比下滑 60%—30%。净利润下滑的原因为, 公司强化在手订单以及新签订单的风险控制力度, 部分项目推进速度放缓和收款放缓, 业务量下降
300422.sz	博世科	公司发布 19 年股票期权激励计划, 计划向激励对象授予 1,500.00 万份股票期权, 首次授予 1,297.50 万份, 占本激励计划拟授予总量的 86.50%, 首次授予股票期权的行权价格为 11.76 元/股。业绩考核目标, 相对于 18 年, 19—20 年扣非后净利润增长率不低于 40%、80%、130%。 19 年 Q1 公司预计实现盈利 6,966.98 万元—7,572.80 万元, 同比增长 15%—25%。公司业务增长较为稳健, 主要原因为主营业务增长以及公司强化回款清收力度, 现金流改善, 资产减值损失同比减少
002672.sz	东江环保	公司发布 18 年年报, 全年实现营业总收入 32.84 亿元, 同比增长 5.95%; 归属于上市公司股东的净利润 4.08 亿元, 同比下滑 13.83%; 经营活动产生的现金流量净额 8.98 亿元, 同比增长 33.70%; 基本每股收益 0.47 元; 分配预案为每 10 股拟派发红利 1.4 元(含税)

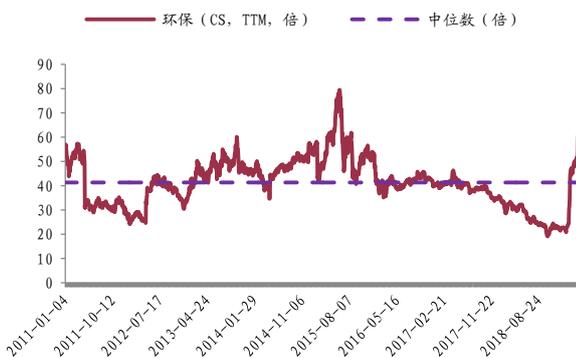
资料来源：公司公告，中原证券

4. 行业评级及投资主线

维持行业“同步大市”投资评级。截止到19年4月18日，环保（中信）指数PE(TTM)为60.93倍，相对于中小板指数估值(TTM)比值为2.23倍，接近历史高位水平。中信环保指数PE(TTM)近期急剧上升，除了受二级市场股价影响之外，最主要原因为中信环保指数采取业绩快报数据对净利润进行调整。随着业绩快报和年报数据的披露，由于环保行业上市公司18年净利润下滑显著，分母调整致PE数值显著变大。因此，PE估值明显不能反映客观情况。相反，由于18年业绩风险释放的比较透彻，目前板块的风险反而不大。

截至19年4月18日，中信环保指数PB(LF)为2.02倍，仍显著低于历史平均值4.13倍，估值优势仍存在。考虑到19年市场融资环境的改善，环保治理需求紧迫性以及微观层面上市公司业绩的改善预期，维持板块“同步大市”投资评级。

图 13: 环保指数(中信)历史 PE 变化情况 (倍)



资料来源：Wind，中原证券

图 14: 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:

建议关注运营规模逐步提升的垃圾焚烧发电和危险废物处理领先公司。

重点关注标的：高能环境、伟民环保、瀚蓝环境。

表 10: 重点公司估值表

公司简称	总股本/ 亿股	流通股/ 亿股	股价(元, 4.18)	EPS (元)		每股净资产 (18A)	PE(倍)		PB(18A)	投资评 级
				2019E	2020E		2019E	2020E		
瀚蓝环境	7.66	7.66	16.85	1.23	1.42	7.61	13.70	11.87	2.21	增持
伟明环保	6.88	6.85	27.19	1.48	1.73	4.24	18.37	15.72	6.42	增持
高能环境	6.61	6.54	11.76	0.64	0.82	3.80	18.38	14.34	3.10	增持

资料来源：Wind，中原证券

5. 风险提示

1) 项目建设进度不及预期;

2) 行业竞争加剧致毛利率下降。

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。