

# 环保工程及服务

## 大浪淘沙分化加深，现金流价值彰显

**去杠杆影响显著，行业增速、估值历史底部：**过去几年，强督查下环保治理需求释放加速，且PPP模式兴起后，治理逐渐从点源到面源转变，单体项目投资规模明显放大，环保企业信用扩张较快。很多环保公司以牺牲资产负债表的方式换取利润表增长，因此去杠杆及PPP整顿对其影响显著，企业订单执行周期拉长影响业绩，财务费用激增，部分信用扩张较快的企业面临资金链问题甚至债务危机，行业估值处于历史底部，股价过去三年表现较差。

**融资改善，现金流仍是王道，分化将愈加明显：**今年以来融资好转，环保行业整体有所改善，但行业分化加大。我们认为过去牺牲资产负债表的增长难以持续，而现金流优异的公司2018年受到的影响并不大，如水务和垃圾焚烧运营资产、监测企业等，未来企业的现金流增长才是王道，现金流优异的公司内生成长质量高、业绩增长可持续性较强，现金流价值有望被重构。未来现金流好、增长质量高的公司业绩会更好，分化愈加明显。

**看竞争格局，未来强者恒强：**近年来低技术壁垒的子行业如PPP、环保工程领域等，均有民营大集团、国企、央企跨界进入，其凭借资金、资源方面的优势，进一步挤压原有企业的生存空间，竞争愈发激烈。而在有资质壁垒或技术壁垒的子行业，如垃圾焚烧、监测等，集中度提升趋势明显，小企业难以弯道超车，强者恒强趋势明显。

**精选高景气高壁垒赛道：**1) 监测行业：作为环保治理的前端手段，受益于环境税、环保督查等监管政策，环境监测需求不断下沉到乡镇，且监测的种类不断增加，预计2018-2020行业复合增速16%，行业迎来高景气，推荐品牌美誉度高、订单充足的先河环保。2) 危废行业：过去由于监管的缺失、处理成本偏高，危废倾倒、漏报现象较普遍，行业需求得不到释放，但随着强监管的实施，行业真实需求显现，新危废企业排放标准将加速落后产能的淘汰，技术齐全、经营优异的龙头企业将脱颖而出，集中度提升，推荐东江环保。3) 垃圾渗滤液处理：受益于环保督查等政策，垃圾渗滤液、餐厨厨余行业景气较高，龙头企业维尔利受益明显，市占率望不断提升。4) 汽车检测：机动车检测行业政策红利不断，检测站新建需求、环检线更新需求、货车“三检合一”需求均将提升检测系统的行业景气度，设备龙头安车检测受益明显，且公司还积极布局下游空间更大的检测站运维业务，整合值得期待。

**风险提示：**环保政策及督查力度不及预期、融资信用及客户支付能力风险、细分领域竞争加剧。

### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
300572	安车检测	买入	0.34	0.48	0.63	0.85	25.6	18.1	13.8	10.2
300190	维尔利	买入	1.18	1.02	1.5	2.13	58.2	67.4	45.8	32.3
002672	东江环保	买入	0.53	0.65	0.8	0.98	21.3	17.4	14.1	11.5
300137	先河环保	买入	0.3	0.45	0.58	0.76	19.4	12.9	10.0	7.6

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 杨心成

执业证书编号：S0680518020001

邮箱：yangxincheng@gszq.com

### 相关研究

- 1、《环保工程及服务：去杠杆及商誉减值影响显著，环保业绩首次负增长》2019-05-06
- 2、《环保工程及服务：一季报业绩分化显著，专项环保减税政策落地》2019-04-28
- 3、《环保工程及服务：年报业绩分化明显，聚焦高质成长个股》2019-04-21



## 内容目录

1.去杠杆影响显著，垫资模式难以为继.....	5
1.1 垫资换取发展，信用扩张过快.....	5
1.2 资产负债表恶化，现金流背离真实成长.....	6
1.3 去杠杆影响大，估值历史底部.....	7
2.融资改善，现金流仍是王道，分化将愈加明显.....	9
2.1 融资改善、督查趋严，利好环保板块.....	10
2.2 重视盈利模式，重视现金流，分化将愈加明显.....	11
2.3 行业竞争加剧，精选高资质、技术壁垒赛道.....	16
3.精选子板块：垃圾焚烧、监测、危废.....	18
3.1 垃圾焚烧.....	18
3.1.1 垃圾焚烧产能扩张加速，行业高景气.....	18
3.1.2 处理费触底回升，行业盈利水平提质.....	22
3.2 监测设备景气度高，市场下沉空间大.....	23
3.2.1 蓝天保卫战系列政策带来监测行业景气度高.....	23
3.2.2 中国 2017-2020 空气监测市场空间在 121 亿/年，市场逐渐下沉.....	24
3.3 督查倒逼真实需求，危废行业高景气.....	27
3.3.1 督查趋严，真实需求显现.....	27
3.3.2 标准趋严，行业集中度待提升.....	31
投资建议.....	34
风险提示.....	34

## 图表目录

图表 1: 由"点源式"变为"流域式"环保资金需求上升.....	5
图表 2: 2016 年以来生态建设及环境保护 PPP 项目数回报机制分布 (个).....	6
图表 3: 环保行业 2012-2017 年信用大幅扩张.....	6
图表 4: 环保行业 2012-2018 年毛利率、净利率变化.....	6
图表 5: 环保行业 2012-2018 年平均 ROE 及 ROIC 变化.....	6
图表 6: 环保行业 2013-2018 年营收、净利增速 (左轴) 及整体资产负债率 (右轴).....	7
图表 7: 环保行业 2012-2018 年现金流情况 (亿元).....	7
图表 8: SWII 环保工程及服务 2013/1/1 至 2019/5/10 行业整体估值 (X).....	8
图表 9: 环保 (中信) 2013/1/1 至 2019/5/10 区间涨跌幅 (%).....	8
图表 10: 环保行业历年营业收入、归母净利润增速.....	8
图表 11: 环保行业历年营业收入、归母净利润增速 (剔除上述五家公司).....	8
图表 12: 2018 年环保公司股权变更情况.....	9
图表 13: 市场利率下行 (%).....	10
图表 14: 环保督察严格的反馈问责.....	11
图表 15: 环保行业三类盈利模式.....	11
图表 16: 2018 年业绩增速较高的环保公司及其原因.....	12
图表 17: 环保行业单季度平均财务费用率 (%).....	13
图表 18: 环保行业单季度资产减值损失总额 (亿元).....	13

图表 19: 2019Q1 财务费用率同比增量前 10 名与后 10 名 (%)	13
图表 20: 间接法计算的经营活动产生的现金净流量	14
图表 21: 环保行业不同板块 2012-2018 年经营性现金流情况 (亿元)	14
图表 22: 威立雅 2016 年各业务收入占比	15
图表 23: 苏伊士 2016 年各业务收入占比	15
图表 24: WM2017 年各业务收入占比	15
图表 25: 共和服务 2017 年各业务收入占比	15
图表 26: 2018 年环保行业经营性现金流/归母净利润前 10 名及后 10 家公司	16
图表 27: 通过并购进入环保行业的典型企业	16
图表 28: 国资介入环保公司情况	17
图表 29: 高壁垒的危废、监测行业盈利能力显著	17
图表 30: 近期处置危废资产的上市公司	18
图表 31: 垃圾焚烧产能累计投运量 (万吨/%)	19
图表 32: 垃圾焚烧每年新增产能 (万吨/%)	19
图表 33: 全国垃圾焚烧处理能力 (万吨/日)	19
图表 34: 十三五垃圾焚烧规划产能相比十二五增长 150%	19
图表 35: 城市生活垃圾无害化投资 (亿元)	20
图表 36: 十三五期间新增焚烧产能 (万吨/日)	20
图表 37: 发达国家垃圾处置方式占比 (%)	20
图表 38: 城市生活垃圾无害化处理率提升	21
图表 39: 城市垃圾焚烧处置量 (万吨) 及占比提升 (%)	21
图表 40: 中国城镇化率不断提升 (%)	21
图表 41: 中国城市人口密度不断提升 (人/平方公里)	21
图表 42: 全国城镇生活垃圾清运量逐年提升 (亿吨)	22
图表 43: 2015 起环卫市场化速度呈井喷之势	22
图表 44: 我国垃圾处理费总览	22
图表 45: 垃圾焚烧低价中标现象 2017 年明显改善	22
图表 46: 十三五期间监测行业/大气监测政策密集出台	23
图表 47: 空气监测设备持续高速增长/个	24
图表 48: 2015-2017 年京津冀区域监测市场占比提升	24
图表 49: 监测行业营收前 60 家企业销售额/亿元	24
图表 50: 监测行业营收前 60 家设备销量数量 (个)	24
图表 51: 国控站点稳定在 1436 个	25
图表 52: 2018 年 5 月 1436 个国控点招标细则	25
图表 53: 环境空气质量监测点位布设技术规范	26
图表 54: 根据环境空气监测点位布设规范, 城市空气监测点位为 2148 个	26
图表 55: 2017-2020 大气监测市场空间在 121.2 亿/年	27
图表 56: 2007-2017 年我国统计危废产生与处置情况 (万吨)	28
图表 57: 各省市督查问题情况 (个)	28
图表 58: 督查问题类型及个数 (个)	28
图表 59: 某水泥窑协同处置危废企业今年来危废处置均价走高	29
图表 60: 山东省危险废物专项排查整治方案	29
图表 61: 江苏省开展化工 (危险化学品) 企业安全生产大排查大整治	30
图表 62: 联合国统计司显示中国危废产量在一亿吨以上	30
图表 63: 各国危废占固废比例 (%)	30
图表 64: 全国危废产量官方统计和实际估计对比	31

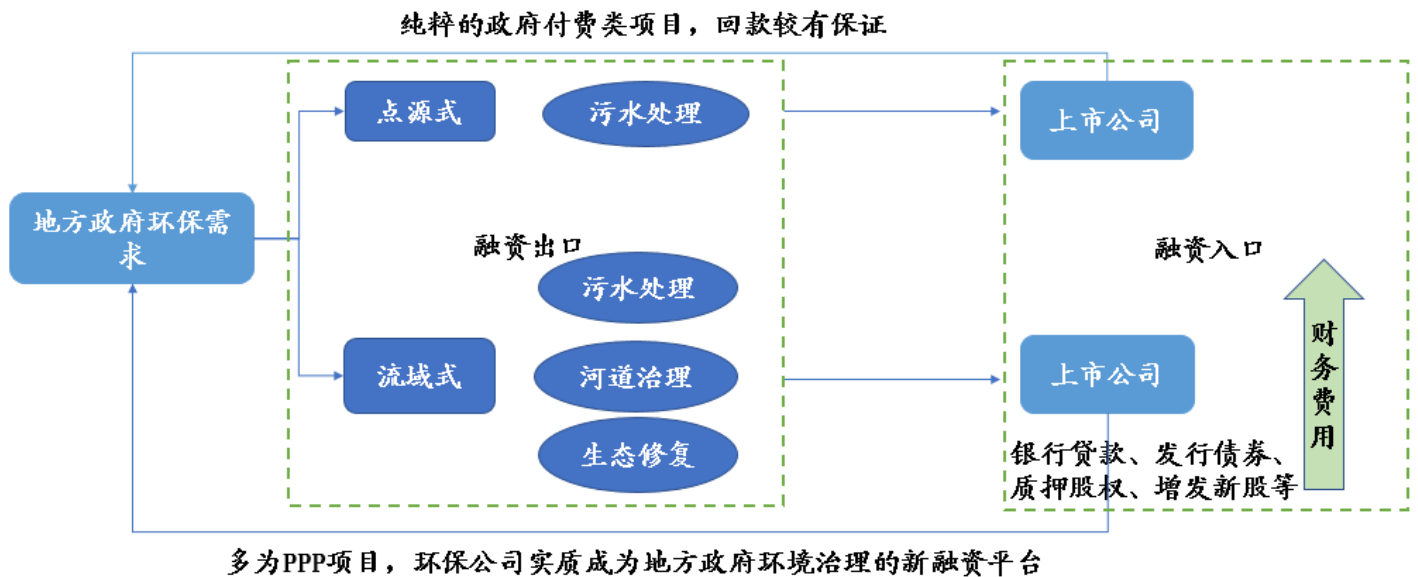
图表 65: 全国统计危废处置利用量与实际经营规模.....	31
图表 66: 危废市场空间预估 .....	31
图表 67: 危废资质规模结构 (吨/年) .....	32
图表 68: 主要上市公司危废全能全国布局.....	32
图表 69: 新版标准对标国际更为严格.....	33

## 1.去杠杆影响显著，垫资模式难以为继

### 1.1 垫资换取发展，信用扩张过快

近几年资金需求放大、依赖加剧，环保发展需要资金，近几年来，“环保攻坚战”压力及环保督查力度趋严背景下，环保投资随着治理需求的释放快速增长，环保治理也逐渐从“点源”到“面源”转变，由单项目治理向流域化、规模化演进，单体项目投资规模明显放大，生态环境综合治理项目资金动辄数十亿元起，行业内上市公司资本支出加快。特别是从2015年开始，PPP模式兴起，由于环境公共品的定价机制尚未健全，2016年以来生态建设及环境保护PPP项目数中有38%的回报机制属于可行性缺口补助，且在此过程中环保企业实际成为地方政府环境治理的新融资平台。

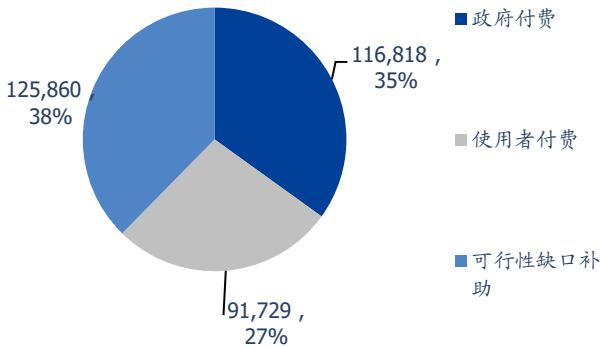
图表 1: 由“点源式”变为“流域式”环保资金需求上升



资料来源：国盛证券研究所

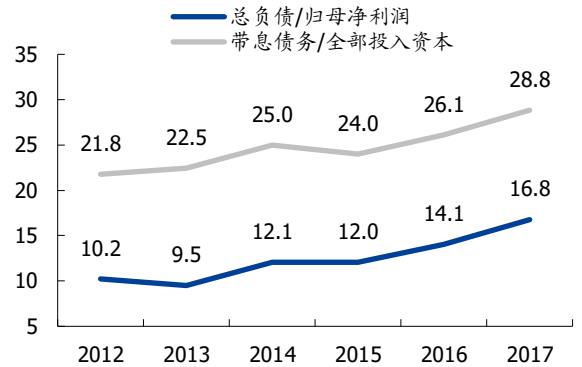
垫资需求多信用扩张过快，过去模式为“投资驱动业绩”。环保属于资金消耗性行业，公司要做大做强就必然需要资金的支持，2016年前外部环境相对宽松，也为环保行业信用快速扩张创造条件，也形成了过去环保行业投资驱动业绩的成长逻辑。

图表 2: 2016 年以来生态建设及环境保护 PPP 项目数回报机制分布 (个)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 3: 环保行业 2012-2017 年信用大幅扩张



资料来源: wind, 国盛证券研究所

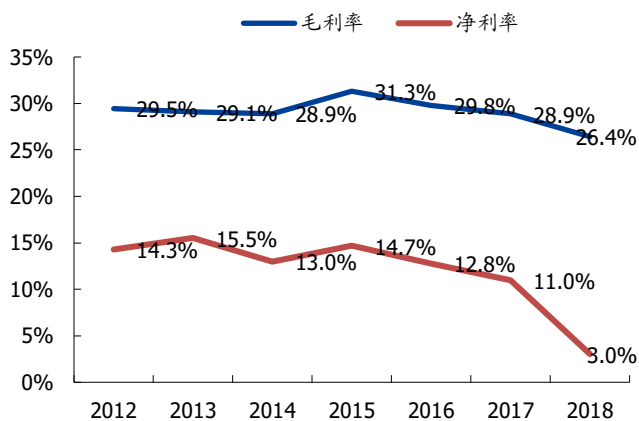
## 1.2 资产负债表恶化, 现金流背离真实成长

投资驱动模式是一把双刃剑, 发展虽快却质量下降, 粗放发展弊端显现。不断举债、加大财务杠杆换取利润增速的模式, 虽然表现了较快的发展弹性, 但难掩其 1、盈利质量下降; 2、资产负债表恶化; 3、现金流较差的弊端。

### 1) 盈利质量下降, 承接更多低毛利率业务

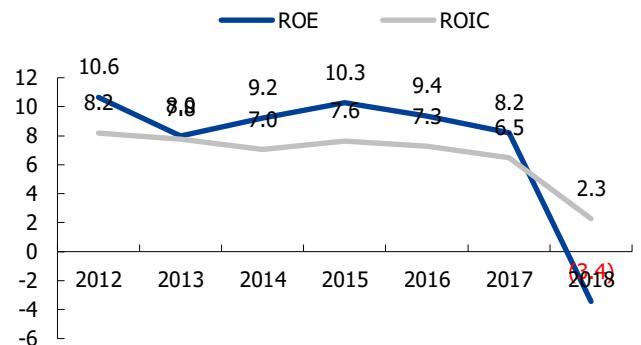
近几年环保行业营收、净利体量快速增长, 但由于竞争加剧、PPP 项目主要以低毛利率的工程为主、业务开始向中西部扩张等原因, 行业整体盈利质量变差, 毛利率由 2015 年的 35.3% 下降至 2018 年的 28.7%, 净利率由 13.6% 下降至 8.7%, ROE 由 10.3 下降至 -3.4, ROIC 由 7.3 下降至 2.3, 粗放发展弊端显现。

图表 4: 环保行业 2012-2018 年毛利率、净利率变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 5: 环保行业 2012-2018 年平均 ROE 及 ROIC 变化



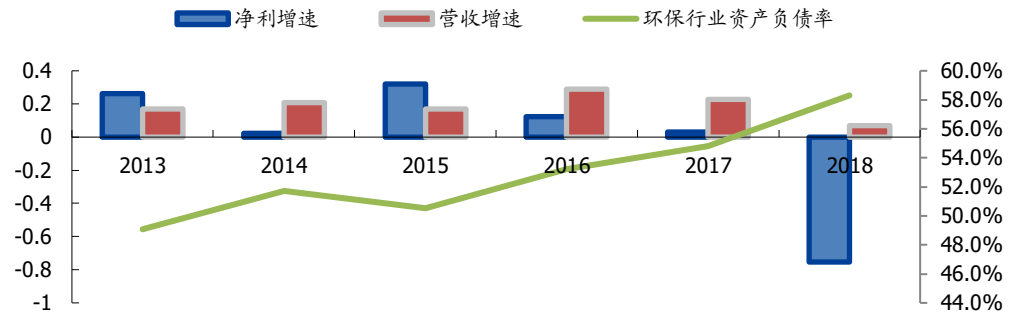
资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 2) 资产负债表恶化, 以牺牲资产负债表的方式换取利润表增长

环保行业整体资产负债率由 49% 大幅增长至 58%。特别是 2015 年以来 PPP 模式兴起, PPP 本质就是加杠杆, 企业通过扩大杠杆率来承接地方政府的基建类型项目, 并将付款周期由 BT 的 3-4 年拉长到 20-30 年。大多数环保 PPP 项目政府会将污水厂、河道治理、

生态修复、甚至马路的建设等整合打包，变成纯粹的政府付费类项目，随着项目拓展加速，公司必须债务融资、加大财务杠杆，因此母公司长期股权投资、总负债增加。

图表 6: 环保行业 2013-2018 年营收、净利增速 (左轴) 及整体资产负债率 (右轴)

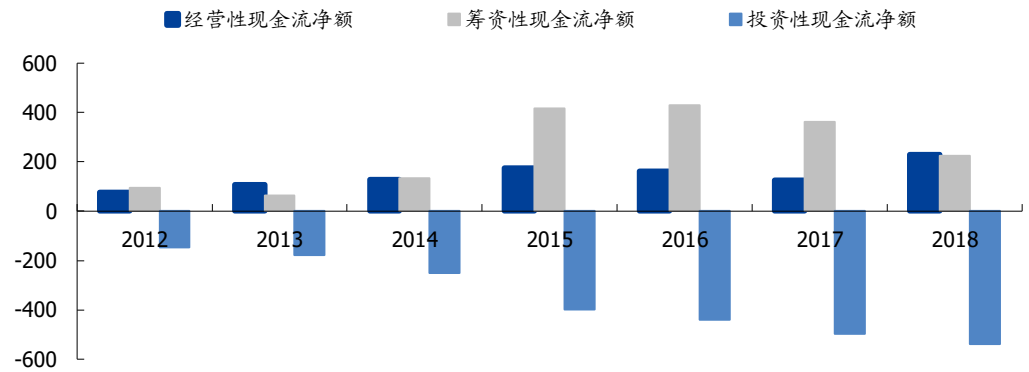


资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 3) 现金流量表并未改善, 用筹资性现金流流入和投资性现金流流出置换经营性现金流的流入

经营性现金流从 2015 年开始逐年下滑, 筹资性及投资性现金流突飞猛涨。传统的 EPC 模式下, 环保企业可在建设期即同步获得建设收入、回流现金, 现金回流较快, 而 PPP 模式下, 企业需自己投入大额资金, 投资性现金流大幅流出, 环保企业单靠自身造血通常不能解决扩张所需的资金压力, 因此通过信用扩张使筹资性现金流流入, 而建设期 SPV 向集团公司支付的工程款, 会改善经营性现金流。因此, 近年来部分环保企业相当于用筹资性现金流流入和投资性现金流流出置换经营性现金流的流入, 其流入与流出取决于杠杆比例。

图表 7: 环保行业 2012-2018 年现金流情况 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 1.3 去杠杆影响大, 估值历史底部

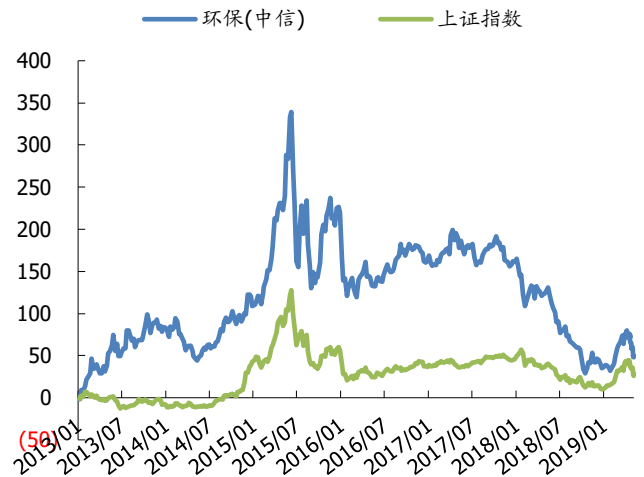
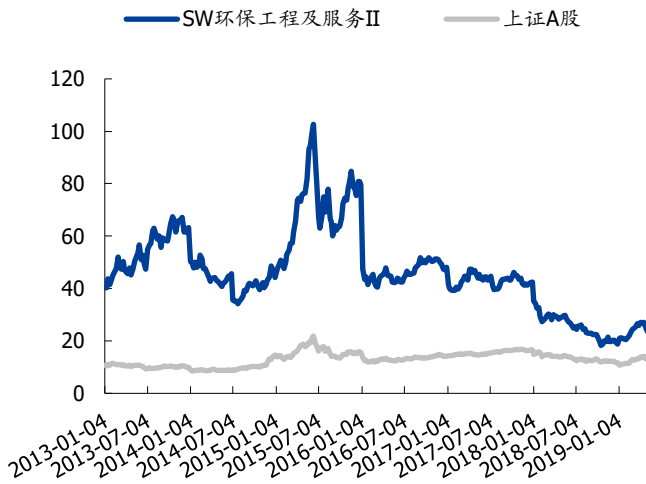
投资驱动模式下, 去杠杆影响大, 环保行业遭受估值、业绩双杀。市场表现好时, 投资驱动模式凭借更低成本的资金, 能加速公司的发展, 但市场表现差时会暴露更多的问题。2017 年以来, 国家层面推出金融去杠杆, 环保公司的信贷受到较大影响, 因政策及市场差等原因同样股权融资也较难, 上市公司的融资成本上升甚至出现资金周转困难的现象, 进而影响到 2018 年环保行业整体业绩。

2018 年业绩大幅下滑, 估值处于底部。1、公司层面无法低成本拿贷款或者根本没法拿

到贷款，无贷款无法实施项目；2、政府层面没钱支付给企业项目工程款，企业现金流进一步恶化。这些导致环保公司 2018 年的业绩出现大幅下滑。根据国盛环保组合，环保行业 2018 年行业营业收入增速为 6.7% (-16pct)，归母净利润增速为-75.7% (-78pct)，考虑\*ST 凯迪 (-42.2 亿元)、盛运环保 (-25.3 亿元)、天翔环境 (-16.0 亿元)、神雾环保 (-14.9 亿元)、\*ST 节能 (-6.9 亿元) 等极值影响较大，剔除这五家后环保行业 2018 营业收入增速为 11.7% (-13pct)，归母净利润增速为-28.6% (-58pct)，利润大幅下滑主要是财务费用提升&坏账计提增加&商誉计提增加等等。截止 2019 年 5 月 10 日，SW II 环保工程及服务 行业整体估值为 22.7X，为近 6 年来历史底部。

图表 8: SW II 环保工程及服务 2013/1/1 至 2019/5/10 行业整体估值 (X)

图表 9: 环保(中信) 2013/1/1 至 2019/5/10 区间涨跌幅 (%)

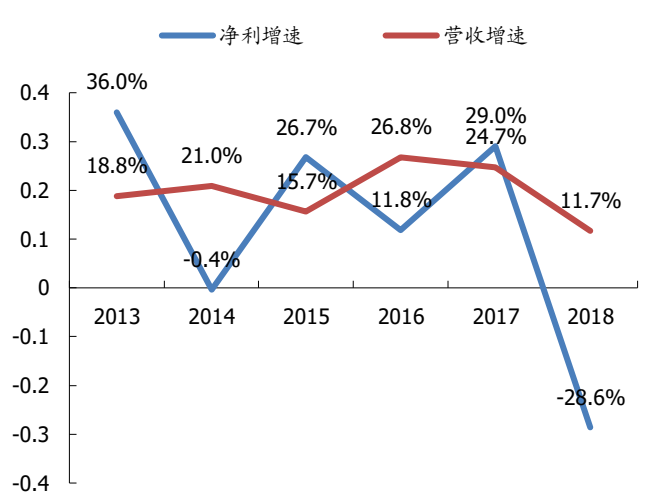
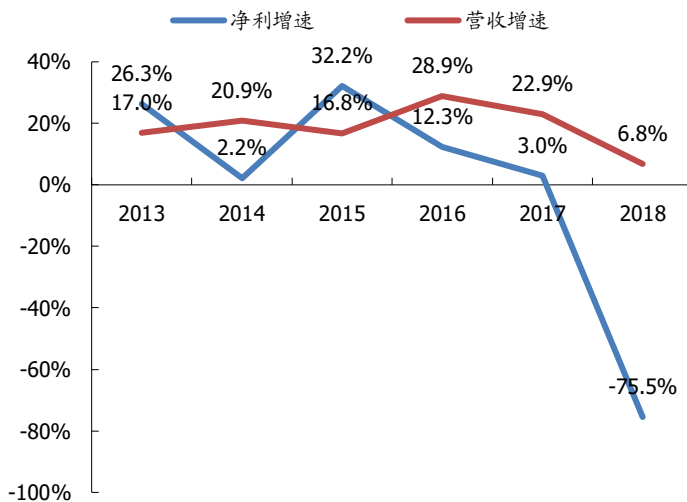


资料来源: wind, 国盛证券研究所

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 10: 环保行业历年营业收入、归母净利润增速

图表 11: 环保行业历年营业收入、归母净利润增速(剔除上述五家公司)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

资料来源: wind, 国盛证券研究所

此背景下，环保民企开始更多与国企央企合作，通过出售股权引入国资来缓解资金链危机或通过此来做强做大。



图表 12: 2018 年环保公司股权变更情况

时间	公司	事件	详情
2019.1	碧水源	公司控股权可能发生变更, 同时存在不确定性	公司控股股东文剑平先生、东刘振国先生、陈亦力先生、周念云女士及武昆先生拟将其持有的共计 3.37 亿股 (占公司总股本的 10.70%) 转让给川投集团, 完成后川投集团将成为公司第二大股东, 同时公司控股股东、实际控制人后续可能发生变更。
2019.3	启迪桑德	公司间接控股股东股权拟发生变更	公司间接控股股东启迪控股、河北雄安新区管理委员会、中国雄安集团有限公司、清华大学、清华控股有限公司签署《合作框架协议》, 同意本次合作后雄安集团和/或雄安新区管委会控股的基金与清华控股并列成为启迪控股第一大股东
2019.4	铁汉生态	公司股东股权变更	投控共赢基金受让刘水先生持有的铁汉生态 1.17 亿股股份, 占公司总股本的 5.00%。完成后深投控、投控共赢基金合计持有铁汉生态 9.86% 的股份, 刘水先生持有股权比例由 35.73% 下降至 30.73%
2019.3	兴源环境	公司控制权拟发生变更	公司控股股东兴源控股拟将其持有的公司股份 3.69 亿股 (占公司总股份的 23.60%) 转让给新希望投资集团。完成后, 公司的控股股东拟由兴源控股变更为新希望投资集团, 公司的实际控制人拟由周立武、韩肖芳变更为刘永好。
2018.10	环能科技	公司实际控制人发生变更	公司控股股东环能投资、实际控制人倪明亮先生转让公司 17% 股权给中建启明事项完成过户登记手续。完成后, 中建启明成为公司控股股东, 实际控制人由倪明亮先生变更为国务院国有资产监督管理委员会。
2018.10	永清环保	公司股东股权拟变更	公司公告控股股东永清集团已与湖南金阳投资集团有限公司签署《投资合作框架协议》, 永清集团拟向后者转让其持有的不超过 30% 的永清环保股份。
2018.11	中金环境	公司实际控制人拟发生变更	公司控股股东、实控人沈金浩及股东沈洁泳, 与无锡市市政公用产业集团有限公司 (简称“无锡市政”) 签署股权转让意向协议, 拟分别将公司 6.65%、2.13% 的股份转让给无锡市政。若该股权转让方案通过国资监管部门审批, 沈金浩则拟将所持另外 1.92 亿股的表决权永久委托无锡市政行使。如正式协议最终签订, 公司控股股东、实控人将变更为无锡市政。
2018.11	铁汉生态	股权拟转让, 引入战略股东	深圳市投资控股有限公司拟通过受让铁汉生态控股股东刘水先生持有的 10% 铁汉生态股份成为铁汉生态重要的战略股东。
2018.7	三聚环保	公司实际控制人发生变更	公司控股公司海淀科技股东金种子中心将其持有的海淀科技 2% 股权无偿划转给海淀国投, 海淀区国资委成为三聚环保的实际控制人

资料来源: wind, 国盛证券研究所

**行业出清, 强者恒强。**近年来环保行业的估值下杀以加杠杆商业模式为始, 以融资困难导致的债务危机而加剧, 以国资平台开始接管部分民营资本为续, 以融资好转、信用修复的周期完结为止。至今环保行业 PE (TTM) 为 22.7 倍, 初上市时的高估值被逐步消化, 目前处于历史底部, 估值优势明显。且经过本轮变革, 上市公司业绩分化愈加明显, 行业初步完成出清, 未来强者恒强。

## 2. 融资改善, 现金流仍是王道, 分化将愈加明显

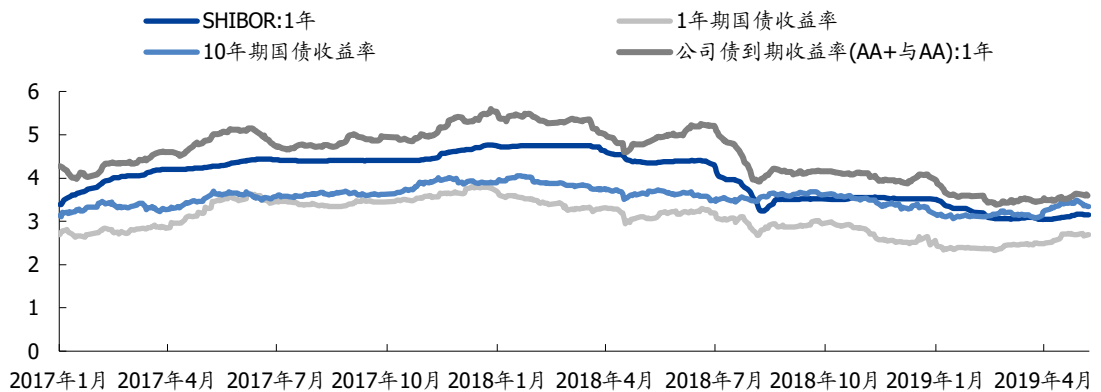
融资改善, 现金流仍是王道。今年以来融资状况好转, 压制环保板块因素解除, 整体将有改善。我们认为往后看牺牲资产负债表的增长难以持续, 企业的现金流增长是王道, 很多现金流优异的公司去年影响并不大, 如水务和垃圾焚烧运营资产、监测企业、epc 企业等。

## 2.1 融资改善、督查趋严，利好环保板块

融资支持政策频出，融资寒冬已过，迎接春天。去年以来央行已经五次降准并创设了定向中期借贷便利进行“定向降息”。今年政府工作报告提出，改革完善货币信贷投放机制，适时运用存款准备金率、利率等数量和价格手段，引导金融机构扩大信贷投放、降低贷款成本，精准有效支持实体经济，不能让资金空转或脱实向虚。加大对中小银行定向降准力度，释放的资金全部用于民营和小微企业贷款。

融资改善，利率出现下行迹象。在密集出台政策推动下，一年期国债收益率 2.68% 下降明显，距年内高点下滑 112bp，5 月 9 日 1 年期 shibor 为 3.15%，较一年内高点回落 161bp，同时 AA 及 AA+ 级公司债亦出现下滑迹象，随着市场利率的下降企业融资环境有望进一步改善。2019 年第一季度社会融资规模增量累计为 8.18 万亿，同比增长 40%。目前信用仍在修复进程中，但传导至业绩仍需要时间。

图表 13: 市场利率下行 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

第二轮中央环保督查即将开启，推升环保治理需求。从 2019 年起，用三年左右时间完成第二轮中央生态环境保护例行督察，再用一年时间开展“回头看”。在第二轮督察中，将适当拓展督察范围，将有关部门和企业纳入督察对象。在第一轮中央环保督查中，环保督查效果显著，不仅有效取缔掉很多违法排污的现象，更是将很多环保需求显性化。截至 2018 年 7 月，督察组共受理 12.3 万件生态环境问题举报，共责令整改 8.7 万家、立案处罚 3 万家、拘留 2145 人、约谈 2 万人，问责 2.2 万人。高压督查下，以“质”为导向的环保需求持续落地。

环保执法定调“最严”，加大对环境污染犯罪的惩治力度。2019 年 2 月 20 日，公安部、最高人民法院、最高人民检察院、司法部、生态环境部联合发布《关于办理环境污染刑事案件有关问题座谈会纪要》，定调对环境违法犯罪始终保持高压态势，提出加大对环境污染犯罪的惩治力度。全国检察机关 2016 年批捕污染环境犯罪案 1677 人，2017 年批捕 2936 人，2018 年批捕 4207 人，呈明显上升态势，两高三部此次印发纪要进一步形成对环保犯罪的最高威慑力。

图表 14: 环保督察严格的反馈问责

时间	批次	办结举报	关停、整改	立案查处	拘留	约谈	问责
2015.12 至 2016.2	试点	2856	200		123	65	366
2016.7 至 2016.11	第一阶段	13074	9617	2866	310	2176	3287
2016.11 至 2016.12	第二阶段	15361	12054	6310	265	4896	3145
2017.7.29 至 8.1	第三阶段	31291	21871	9176	698	7137	6798
2017.8 至 2017.9	第四阶段	32277	20561	5625	285	2914	4129
2018.5 至 2018.7	环保督查“回头看”	28076	22561	5709	464	2819	4305
合计		122935	86864	29686	2145	20007	22030

资料来源: 生态环境部、国盛证券研究所

**融资好转，环保板块望迎机遇，环保企业望改善。**由于融资及回款预期改善，信贷、债券、股权三支箭有力破解民企融资难题，纾解股权质押风险，加速下游回款，PPP 经过一系列规范控风险、整顿控质量，目前已进入高质量发展阶段。过去一年环保板块超跌较大，但近期我们看到一系列压制因素正在逆转，利好对于融资情况较为敏感的环保企业，特别是在手订单充裕、亟需资金激活的公司，环保行业后续望迎来发展机遇。

## 2.2 重视盈利模式，重视现金流，分化将愈加明显

**2018 分化之年！垫资模式恐难以为继，未来分化愈加明显！**从盈利模式划分，环保行业大致可分为运营服务、设备销售、工程治理三类。随着 2018 年年报的披露，可发现工程治理类遭受估值、业绩双杀。如今虽然股权融资、债券融资均有放松，且资金利率下行，但我们认为过去投资驱动业绩的盈利模式难以持续，企业的现金流增长才能保证公司更好地运转，行业分化望加剧。

图表 15: 环保行业三类盈利模式

盈利模式	模式	客户	细分子行业	代表公司	主要特点
运营服务	BOT/PPP	政府、工业企业	水务、垃圾焚烧、危废处置、环卫服务、工业水处理	洪城水业、瀚蓝环境、东江环保、龙马环卫	企业拥有稳定的运营类资产，造血能力强，与政府签订长期特许经营权，区域性强、护城河深，toG 企业现金流较好且稳定，toB 企业依赖于下游客户的支付能力。
设备销售		政府	环境监测、环卫设备、环保检测	聚光科技、先河环保、安车检测	企业从事设备的研发、生产、销售、运维，在细分领域内具备领先技术及差异化竞争力，业务回款较快、账期较短，现金流较好。
工程治理	EPC/BT/BOT/PPP	政府	水处理、生态治理	碧水源、国祯环保、博世科	EPC 模式回款较好；BOT 及 PPP 模式下项目周期较长，25-30 年，单体项目资金需求较大，且企业需负责筹资、投资，依赖外部融资，企业一般资产负债率较高，用筹资性现金流及投资性现金流置换经营性现金流，回款慢、现金流差。

资料来源: 国盛证券研究所

**现金流好的运营服务类及设备销售类，2018 年业绩依旧强劲。**2018 年，很多现金流优异的公司受去杠杆影响并不大，如水务和垃圾焚烧运营资产、监测企业、epc 企业等，这些公司整体经营现金流优异，可以通过自身的回款及融资来实现业绩增长，且不过度依赖外部融资，2018 年不会产生过多财务费用而拖累业绩。下表所示环保行业归母净利润增速大于 30% 的公司，可发现其经营性现金流基本都较优异，环保行业景气度仍较高，具备较好现金流的公司才能进一步将行业景气红利变现。

图表 16: 2018 年业绩增速较高的环保公司及其原因

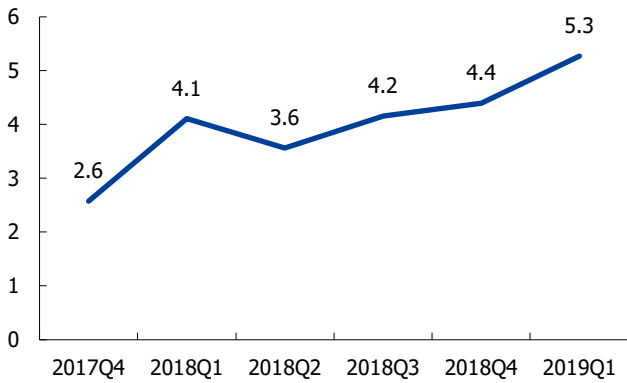
公司简称	归母净 利润(亿 元)	净利增 速(%)	经营性现 金流(亿 元)	业绩增长主要原因
双良节能	2.52	162.5	2.98	受下游投资动能加大、需求回暖的影响, 节能节水产品订单增加、销售增长
宝馨科技	0.94	146.5	0.51	京科、阜新灵活性调峰项目投运, 湿化学设备业务交付设备通过验收并确认收入, 以及本年度电锅炉销售实现收入所致。
津膜科技	0.12	129.3	0.27	业务稳步推进, 全资子公司甘肃金桥水科技纳入合并利润表
清水源	2.47	118.1	0.85	水处理剂市场需求旺盛, 销售量大幅增长, 且安徽中旭环境建设有限责任公司本报告期纳入合并报表范围
易世达	0.37	113.9	-0.15	部分停滞项目达到收入确认条件, 余热发电收入增加; 各项费用下降, 理财产品、转让子公司股权、政府回购项目取得投资及资产处置收益
长青集团	1.67	90.5	7.00	增加的主要原因是集中供热项目的投产增加了公司业绩、收回大额生物质补贴电费、冲回以前年度坏账准备以及收到政府补贴
高能环境	3.25	69.1	3.22	土壤修复、危废行业景气、技术壁垒高, 公司作为土壤修复龙头布局迅速, 新建、扩建项目不断投运, 同时有效控制了成本费用, 整体业绩得以提升
维尔利	2.32	67.5	2.46	垃圾渗滤液、餐厨厨余市场快速释放, 并购子公司的生物质天然气、工业节能、VOCs 治理等业务贡献业绩, 并加大了回款力度
博世科	2.35	59.0	-0.40	深耕工业废水治理、市政污水治理、水体修复、土壤修复等传统优势领域, 优化经营策略、严控订单质量、加强项目风险管控、积极推进项目建设、加大回款力度
安车检测	1.25	58.5	-0.09	得益于机动车检测市场化的政策红利, 机动车检测系统及检测行业联网监管系统的销售快速增长
环能科技	0.00	54.5	-0.81	各项业务稳步开展, 营业收入稳步增长; 积极拓展新领域、新市场, 优化公司内部管理, 各项费用得到有效控制
国祯环保	2.81	50.6	-0.61	在手订单及项目稳步推进与实施, 水环境运营规模不断增长
伟明环保	7.40	46.0	7.44	苍南垃圾处理项目投运, 销售成套设备和技术服务费收入增加。
旺能环境	3.06	41.5	6.19	垃圾焚烧项目投运, 且公司垃圾焚烧业务盈利能力较为突出
先河环保	2.59	40.3	-0.72	受益于国家大气监测网络加速建设、乡镇下沉及工业园、水质监测等多领域监测设备需求释放, 公司凭借高市占率获取订单
上海洗霸	0.80	39.3	-0.16	工业水处理市场快速释放, 公司新增河钢乐亭 EPC 项目、新增汽车大众项目以及民用业务等增长, 同时投资理财及存款收益增加、收到 IPO 上市补贴等所致
聚光科技	6.01	34.4	4.82	环境监测行业高景气, 监测设备需求旺盛, 公司凭借高市占率在环境、工业过程分析、实验室仪器等板块均实现明显增长。同时, 销售费用率、管理费用率得到有效控制, 财务费用率保持稳定
瀚蓝环境	8.76	34.2	16.52	垃圾焚烧项目投运、南海市陶瓷行业煤改气推动售气量大幅增长, 公司管理优异, 且处置官窑市场公司 100% 股权收益

资料来源: wind, 国盛证券研究所

因此展望未来, 我们仍然坚选现金流优异的公司, 原因有三点:

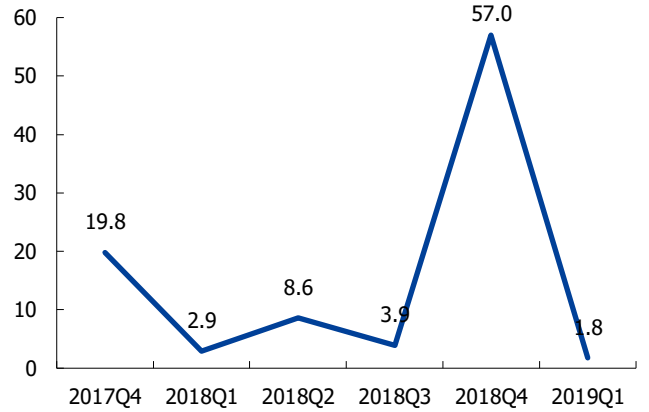
- 1) **进入 2019 年, 行业财务费用率并未好转, 现金流仍为重中之重。**如前所述, 2018 年拖累行业业绩的两大主因, 一是商誉减值损失, 二是财务费用。进入 2019 年, 2019Q1 行业单季度资产减值损失大幅降低至 1.8 亿元, 前期受压制的商誉减值损失初步解除, 但行业财务费用率及资产减值损失好转并不明显, 行业单季度平均财务费用由 2018Q4 的 4.4% 增长到 2019Q1 的 5.3%, 融资需求带来的财务费用是压制板块增长的关键, 在此情况下, 现金流仍最为关键。

图表 17: 环保行业单季度平均财务费用率 (%)



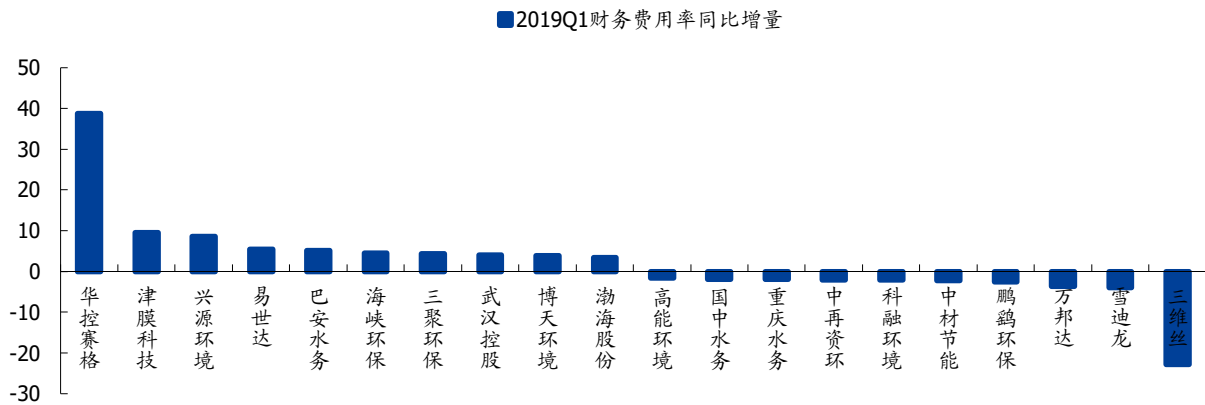
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 18: 环保行业单季度资产减值损失总额 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

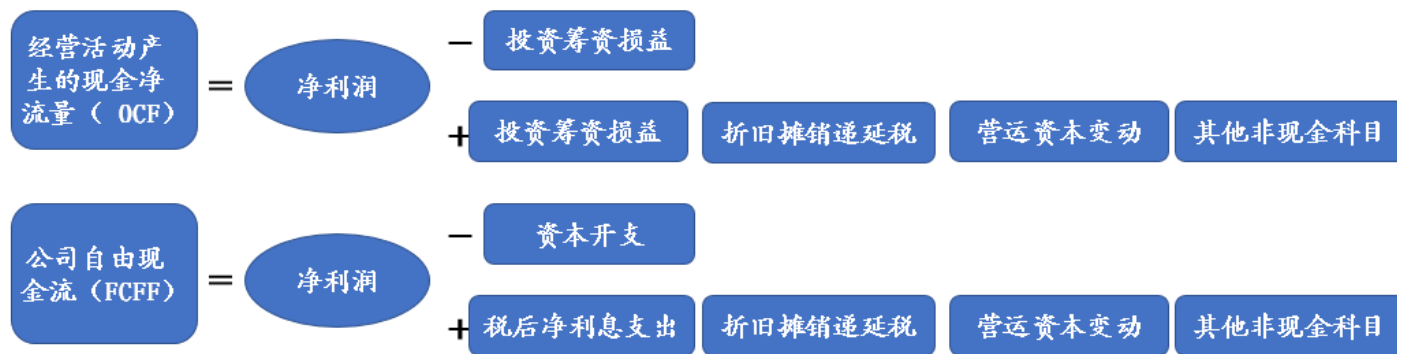
图表 19: 2019Q1 财务费用率同比增量前 10 名与后 10 名 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

- 2) **现金流优异的公司更重运营、重技术，盈利模式更佳。** 现金流优异的公司业绩受去杠杆影响不大，其内生增长能力较强，此类公司一般盈利模式清晰、回款有保障，且在细分领域内具有差异化的竞争能力。从理论上讲，企业当前内在价值等于未来企业生命周期里所有自由现金流的折现值之和，长期来看现金流优异的模式终将赢得价值重构，现金流优异的公司终将被市场所认可。

图表 20: 间接法计算的经营活动产生的现金净流量

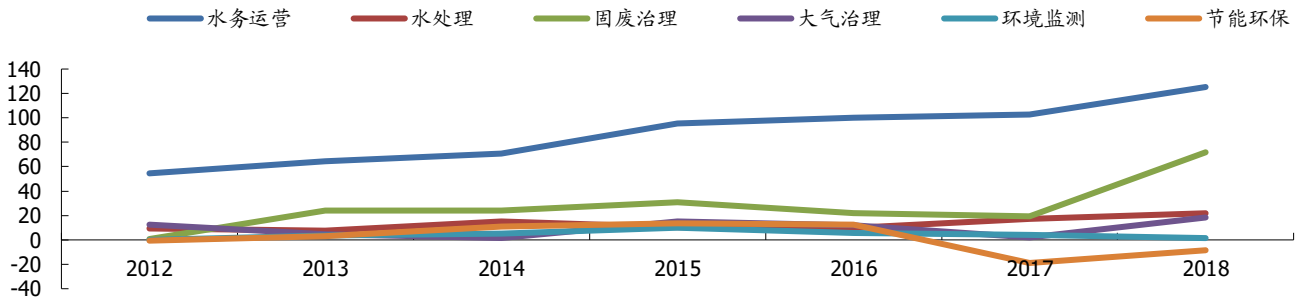


资料来源: 国盛证券研究所

如前总结我们认为环保行业分化出较好的两类盈利模式为:

- **运营类的公司**, 比如水务、固废处理的垃圾焚烧和危废, 运营资产可为环保公司提供可靠的现金流贡献源, 且运营业务的稳定性使得现金流波动明显小于净利润波动, 从环保行业不同板块 2012-2018 年经营性现金流情况可以看出, 水务运营类板块经营性现金流遥遥领先行业, 造血能力强, 业绩增速受去杠杆影响并不大, 防御属性突出;
- **设备服务类公司**, 比如监测设备聚光科技, 比如 epc 的服务公司维尔利、高能环境等。EPC 服务公司商业模式清晰, 回款较快, 资本支出可以被公司经营创造的稳定且充足的现金流所覆盖, 外部融资需求程度较低。设备销售公司技术壁垒较高、现金流也较为优异。

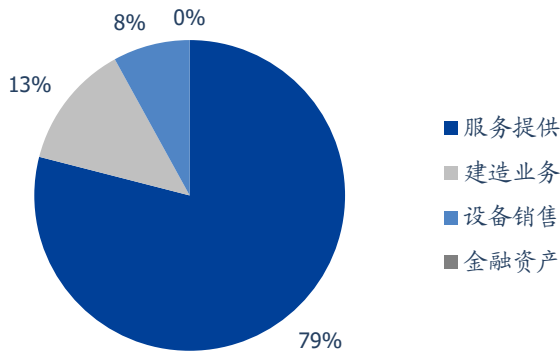
图表 21: 环保行业不同板块 2012-2018 年经营性现金流情况 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

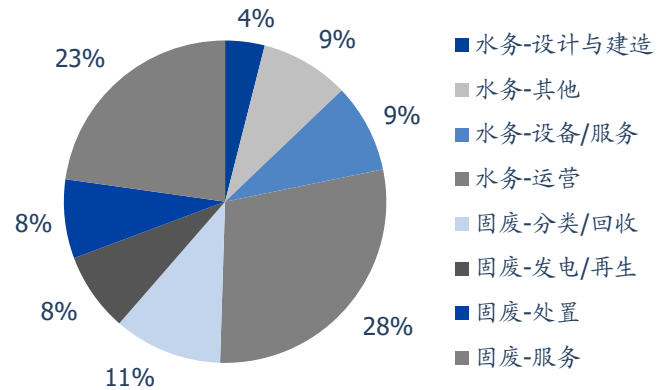
- 3) **参考海外, 能创造稳定现金流的运营类资产价值凸显。** 参考海外, 全球市值较大的环保公司多以重资产运营类或者设备类公司为主。龙头公司如威立雅、苏伊士、固废管理、共和服务, 业务收入主要以运营类业务为主, 工程类均占比较小, 一般不超过 15%。

图表 22: 威立雅 2016 年各业务收入占比



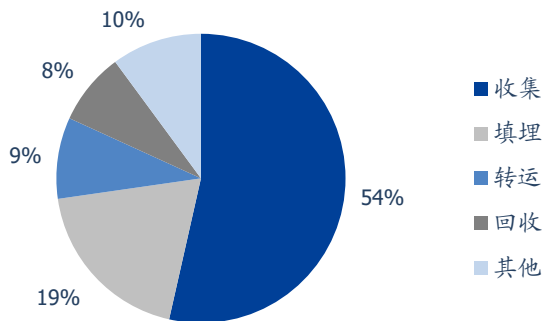
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 23: 苏伊士 2016 年各业务收入占比



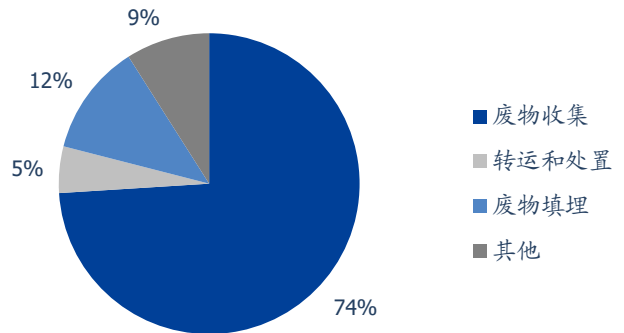
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 24: WM2017 年各业务收入占比



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 25: 共和服务 2017 年各业务收入占比

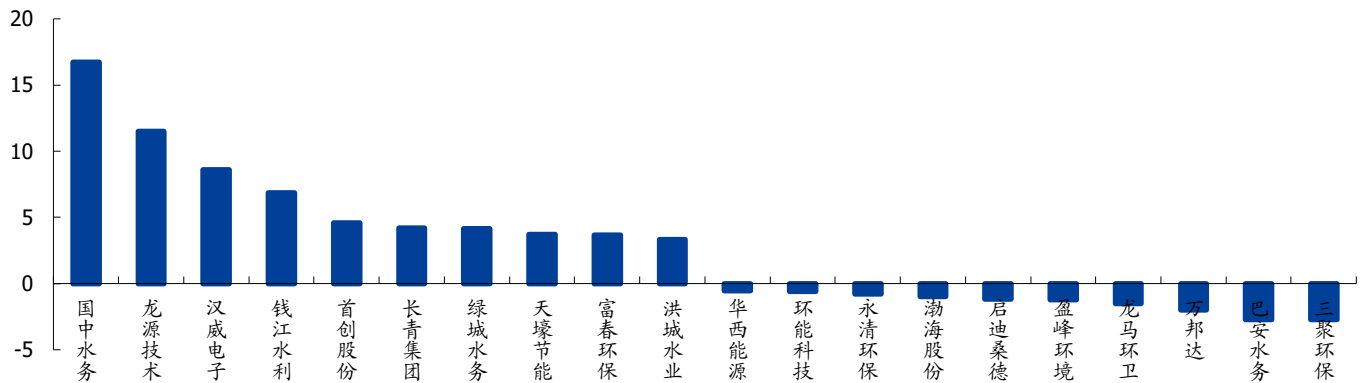


资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

➤ **结论: 重视盈利模式, 重视现金流!**

1. **短期来看, 现金流优异的公司能覆盖本身资本开支, 外部融资依赖程度较低。**在信用环境及外部不确定性波动时是很好的避险标的, 且当下好转的信用环境和过去的宽松也大不相同, 现金流仍需继续强调。但其中仍有牺牲资产负债表换取利润增长的, 我们认为现金流好的公司盈利质量更高, 成长有持续性, 报表也更扎实, 因此未来运营资产优异、经营性现金流较好、管理效率较高的公司将更受青睐, 盈利质量高的成长才可持续。
2. **中长期来看, 我们认为现金流好、增长质量高的公司业绩会更好, 现金流价值将被重构。**现金流优异的背后, 更能反映的是公司盈利模式较好, 内生成长较为扎实, 以及未来业绩增长的可持续性。现金流可作为判断业绩趋势的重要指标之一, 现金流价值在环保行业有望被重构, 重视现金流也符合环保行业从工程为主转向运营为主的大趋势。观察 2017 年环保行业经营性现金流/归母净利润前 10 名及后 10 名公司, 排名较前的公司在 2018 年普遍也稳健增长, 我们认为现金流较好的公司内生成长质量较高。

图表 26: 2018 年环保行业经营性现金流/归母净利润前 10 名及后 10 名公司



资料来源: wind, 国盛证券研究所

未来强者恒强，分化愈加明显，优选商业模式佳、造血能力强的子行业，重运营、重技术服务的公司。今年以来融资好转，环保企业都将有所改善，但慢慢地行业会出现很大分化，现金流好、增长质量高的公司业绩会更好，从陆续公布的 2018 年年报情况看，重运营、重技术服务的公司业绩更为优异。因此在未来，我们认为应优选现金流强、重运营或技术服务的标的，行业分化将愈加明显。

### 2.3 行业竞争加剧，精选高资质、技术壁垒赛道

竞争格局有变，精选景气赛道。近年来在低技术壁垒的子行业，如 PPP、环保工程领域，有实力的大国企、央企等跨界者涌入，竞争愈发激烈，而在高技术壁垒的子行业，如垃圾焚烧，集中度不断提升、竞争格局变好，小企业难以弯道超车，强者恒强趋势明显。因此，我们看好资质壁垒（运营资产）、技术壁垒（设备等）的行业，推荐 1、垃圾焚烧 2、监测设备 3、危废。

跨界者涌入，不乏实力强劲者。2014 年以来，大量企业通过并购介入环保行业，如园林、民营集团、国企央企等，葛洲坝、东方园林、盈峰环境等新进入者进军环保领域后已颇具规模，对原有生态格局产生较大冲击。

图表 27: 通过并购进入环保行业的典型企业

跨界类型	公司	进军环保行业方式	目前发展
国企建筑典型	葛洲坝	公司于 2014 年底开始转型环保，以固废再生资源、污泥处理、水务为突破口，并通过外延并购等方式不断扩大业务规模，环保业务发展迅速。	葛洲坝 2017 年环保收入 270 亿元，远超光大国际、碧水源等传统龙头。
园林地产典型	东方园林	公司 2015 年底开始布局转型环保，通过收购金源铜业、吴中固废和申能环保布局固废处置领域，通过收购中山环保、上海利源布局水处理领域。	目前已发展成为具备园林景观、水处理、固废处置和海绵生态城市建设产业链条的公司。
民营大集团	盈峰环境	公司传统业务为电磁线和风机业务，2015 以 17 亿元收购环境监测龙头宇星科技，正式步入环保领域；此后公司先后通过收购绿色环保进入固废领域，收购大盛环球、明欢有限、亮科环保介入水处理领域。	今年更是作价超百亿将中联重科环境产业注入。

资料来源: wind, 国盛证券研究所



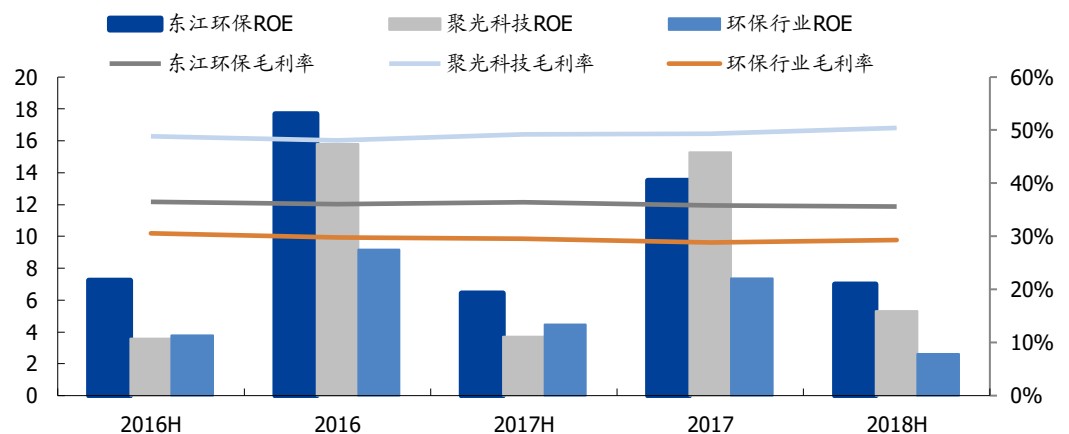
图表 28: 国资介入环保公司情况

公司名称	拟资产出售公告时间	资产出售方	出售股权比例	转让每股价格	出售总价	方案进度
中金环境	2018.11.09	无锡市政	6.65%	4.42	56520 万元	框架协议
东方园林	2018.11.02	北京市朝阳区国资中心旗下盈润汇民基金	5%	7.55	101390 万元	框架协议
兴源环境	2018.10.16	未公布	拟出售 22.3%-45%	未公布	未公布	框架协议
天翔环境	2018.10.16	四川省铁路产业投资集团有限责任公司	未公布	未公布	未公布	框架协议
环能科技	已出售	中建启明(中建集团子公司)	1.82 亿股, 27%	5.34	97254 万元	完成
启迪桑德	已出售	启迪控股	29.80%	27.72	70 亿	完成
永清环保	2018.10.09	湖南金阳投资集团(国有独资)	拟出售 30%	未公布	未公布	框架协议
	2016.04.12	广东省广晟	6.98%	22.12	134266 万元	完成
东江环保	2018.01.09	广东省广晟	6.88%	22.13	135036 万元	完成
	2018.10.16	广东省广晟	5%	14.50	64314 万元	框架协议
	2018.8.29	江苏汇鸿	5.65%	14.50	72627 万元	完成

资料来源: wind, 国盛证券研究所

外来者使低壁垒行业竞争格局恶化。有资本实力的跨界者切入环保领域, 对于技术管理难度不大、易于效仿的低壁垒子行业而言, 不仅生存空间被挤压, 更会压低行业利润水平。而高壁垒行业如危废、监测行业等, 由于存在显著技术及资质壁垒, 进入门槛较高、跨界切入难度较大, 行业格局较好, 毛利率及 ROE 显著高于全行业平均水平。

图表 29: 高壁垒的危废、监测行业盈利能力显著



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 30: 近期处置危废资产的上市公司

日期	上市公司	项目	股权	金额	资质量
2018.11.12	雪浪环境	无锡市工业废物安全处置有限公司	51%	1.68 亿	2.3 万吨
2018.11.18	东方园林	吴江市太湖工业废弃物处理有限公司	100%	3.42 亿	3 万吨
2018.11.19	东方园林	宁波海锋环保有限公司	100%	7.56 亿	6.3 万吨

资料来源: wind, 国盛证券研究所

**强者恒强，弯道超车比较难。**今时不同往日，早期的环保行业发展较为粗狂，随着标准提高、监管趋严，环保企业也在发生“供给侧改革”，资金实力强、技术水平高的企业方能脱颖而出，龙头企业如光大、北控等综合实力明显强于其他小企业，行业弯道超车难度加大。

综上所述，我们认为虽然行业在环保督察等一系列严监管的催化下，行业空间、需求望逐步释放，但整体竞争激烈，“野蛮人”不断加入，低壁垒业务格局恶化，而壁垒高、景气度好的稳定运营资产价值凸显。加上科创板的问世，给予解决当前环境治理难点且拥有核心技术竞争力的企业更多机会，强化研发投入、高技术壁垒公司将享受一定的估值溢价。

### 3.精选子板块：垃圾焚烧、监测、危废

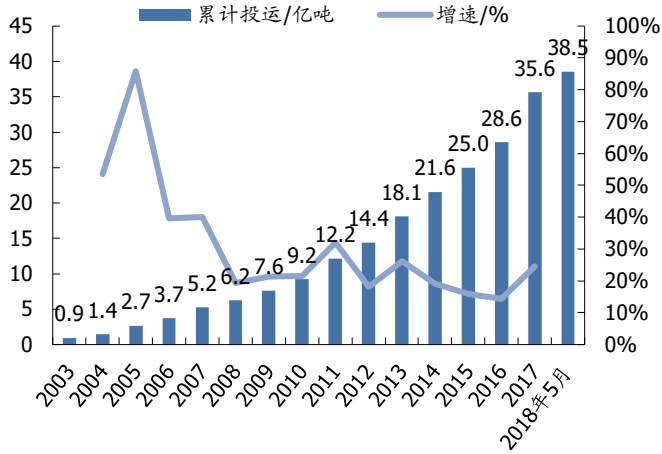
#### 3.1 垃圾焚烧

**焚烧产能扩张加速&盈利能力提质，垃圾焚烧行业高景气。**①垃圾焚烧产能扩张加速，主要因处理方式上填埋让位于焚烧，同时人均垃圾产量、环卫市场化及机械化清扫率的提升使焚烧产能不足，而十三五规划目标翻番（29.8至60万吨/日），缺口较大；②行业盈利水平提质，主要因监管趋严，垃圾处置成本及政府对运营效果的重视度上升，致使低价竞争策略退出，垃圾处理费触底回升（54至67元/吨），垃圾热值及吨上网电量等盈利因子显著提升。

##### 3.1.1 垃圾焚烧产能扩张加速，行业高景气

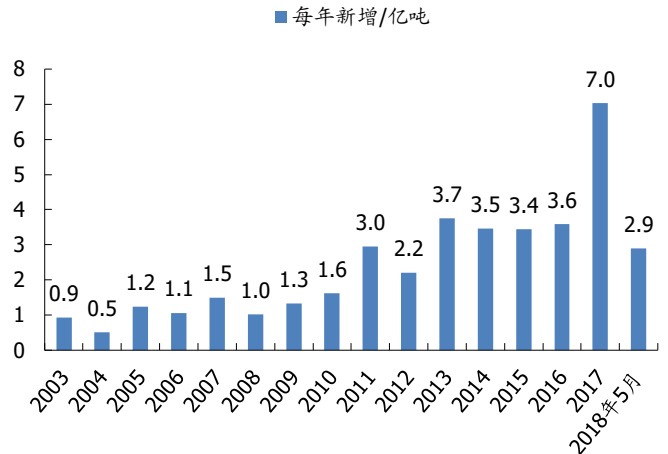
**2019至2020是垃圾焚烧产能加速集中投放期。**截至2018年5月，全国已投运垃圾焚烧产能规模约为**38.5**万吨/日。投运产能同比增速由10-15%回升至25%，每年新投产项目由2-4万吨/日提升至7万吨/日，产能投运提速显著，且到**2020**还有**21.5**万吨的规划空间，预计**2019至2020**是行业产能集中投放期。

图表 31: 垃圾焚烧产能累计投运量 (万吨/%)



资料来源: 生活垃圾焚烧信息平台、国盛证券研究所

图表 32: 垃圾焚烧每年新增产能 (万吨/%)



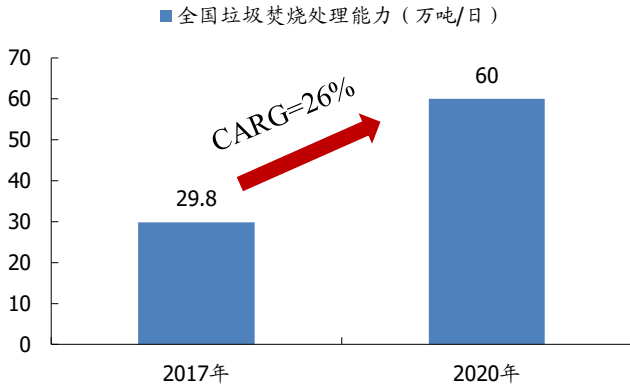
资料来源: 生活垃圾焚烧信息平台、国盛证券研究所

行业产能加速投放保障行业高增长, 主要来自于三方面的驱动力:

1) 焚烧产能缺口大带来增量空间

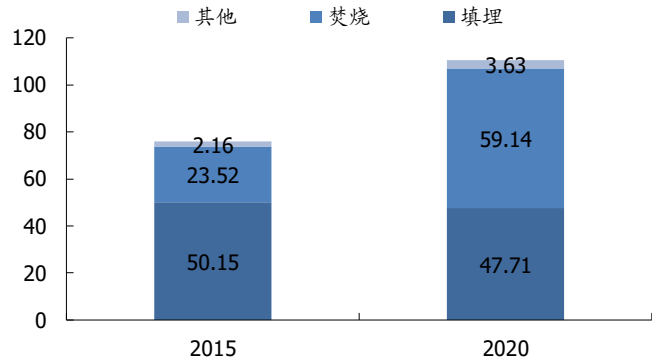
十三五焚烧规划相比十二五增长 150%, 行业缺口大。根据《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》, 到 2020 年, 我国垃圾发电处理规模目标接近 60 万吨/日。2015 年存量垃圾焚烧产能为 23.5 万吨/日, 规划产能提升 150%, 2017 年全国存量垃圾焚烧产能为 29.8 万吨/日, 焚烧产能复合增速 26%, 垃圾焚烧行业正在快速增长的红利期。

图表 33: 全国垃圾焚烧处理能力 (万吨/日)



资料来源: 2017 年城市建设统计年鉴、国盛证券研究所

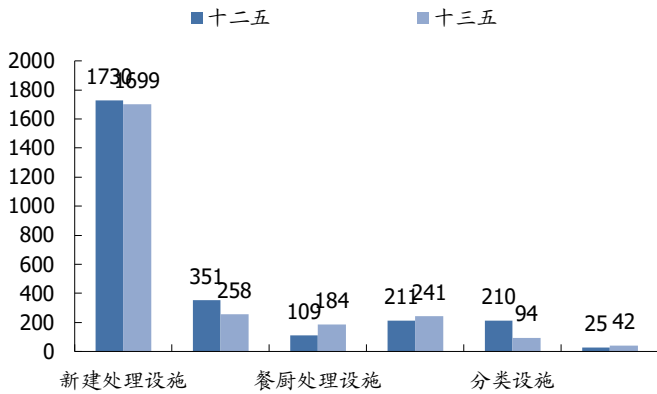
图表 34: 十三五垃圾焚烧规划产能相比十二五增长 150%



资料来源: 《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化出力设施建设规划》、国盛证券研究所

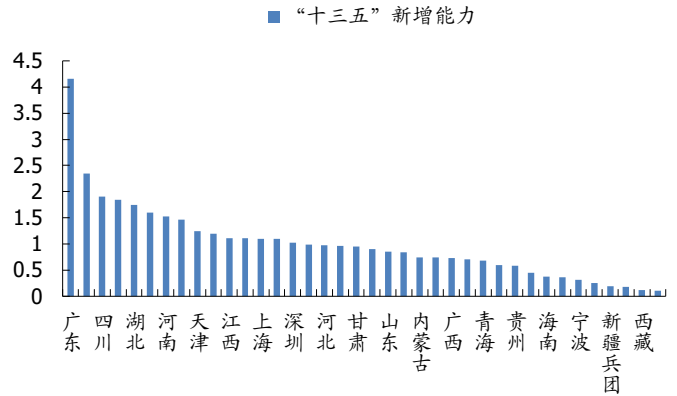
“十三五”规划总投资大, 主要增量在广东、安徽、江苏、浙江等省份。根据《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化出力设施建设规划》, 城市生活垃圾“十三五”总投资约 2518.4 亿元。其中, 无害化处理设施建设投资 1699.3 亿元, 收运转运体系建设投资 257.8 亿元, 餐厨垃圾专项工程投资 183.5 亿元, 存量整治工程投资 241.4 亿元, 垃圾分类示范工程投资 94.1 亿元, 监管体系建设投资 42.3 亿元。分地区来看, “十三五”期间计划新增垃圾焚烧处理能力前五名的省份依次为广东 (5.46 万吨/日)、安徽 (2.49 万吨/日)、江苏 (2.15 万吨/日)、浙江 (1.69 万吨/日) 和湖南 (1.56 万吨/日)。

图表 35: 城市生活垃圾无害化投资 (亿元)



资料来源: “十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划、国盛证券研究所

图表 36: 十三五期间新增焚烧产能 (万吨/日)



资料来源: “十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划、国盛证券研究所

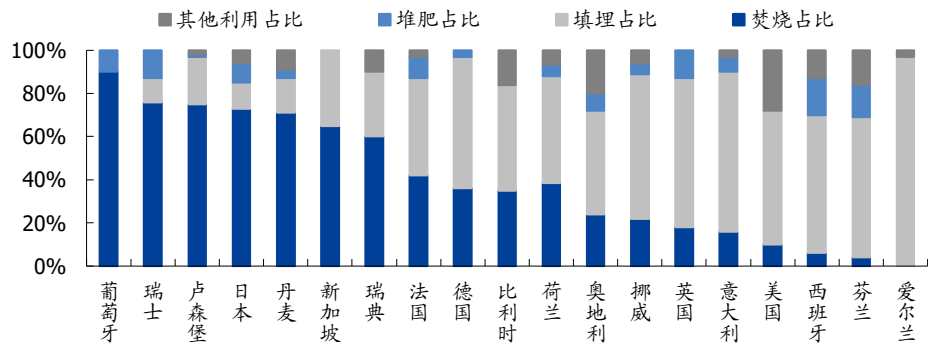
## 2) 处置方式上填埋让位于焚烧

参考发达国家, 主流处置方式先填埋后焚烧。以城市人口密度与中国接近的发达国家为例, 20 世纪 90 年代以前, 日本、德国、荷兰等发达国家的垃圾处置主要以填埋为主, 此后, 随着经济和技术的发展, 填埋方式浪费土地资源难以为继, 越来越多的国家采用减量化的焚烧法替代, 如今日本、丹麦、法国、新加坡焚烧法处理率已经超过了填埋。根据生物质能产业促进会数据, 2012 年全球垃圾焚烧厂 2100 座, 年焚烧量 2.3 亿吨, 项目数约 1200 个, 按照地区分类, 2015 年欧洲垃圾焚烧处理量约 9000 万吨, 日本 3490 万吨、美国 2700 万吨、德国 2500 万吨。

人口密集的发达国家垃圾, 随着经济发展焚烧替代填埋, 焚烧产能上马进程加速:

- ✓ 日本: 人口稠密, 土地资源紧张, 20 世纪 70 年代以来逐步发展垃圾焚烧, 截至 2015 年, 日本垃圾焚烧项目 376 个, 装机 200 万千瓦, 垃圾发电量占日本总发电量 2%。
- ✓ 美国: 2001-2015 年, 美国垃圾焚烧处理量占垃圾总量的 10%, 主要因为美国地广人稀, 有较多廉价的填埋场。
- ✓ 欧洲: 禁止生活垃圾直接填埋, 必须进行焚烧、堆肥等稳定化的处理, 2001-2015 年, 欧洲垃圾焚烧发电项目从 402 增长到 504, 年处理能力从 5284 万吨上升到 9060 万吨, 年复合增速 7.2%。

图表 37: 发达国家垃圾处置方式占比 (%)

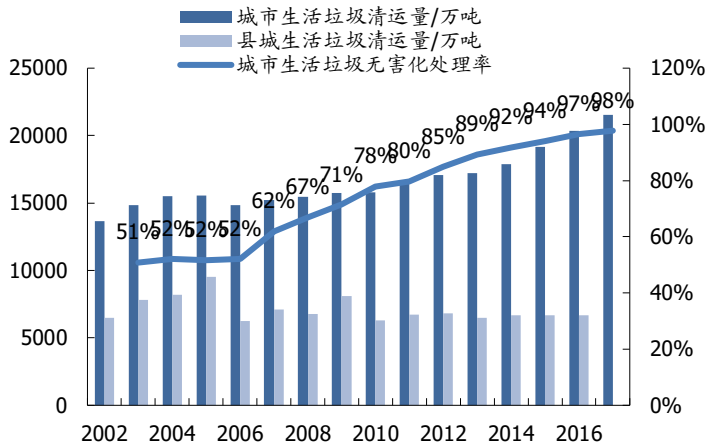


资料来源: 生物质能产业促进会、国盛证券研究所整理

对标国内, 焚烧处理率正在攀升。我国城市生活垃圾逐年提升, 从 2006 年的 1.5 亿吨上升到 2016 年的 2 亿吨, 城市生活垃圾无害化处理率从 2003 年的 51% 提升至 2017 年的 98%。处理方式上, 参照发达国家先填埋后焚烧的规律, 叠加我国城市人口密集、填埋土地稀缺的自身条件, 显然垃圾焚烧处置相较于填埋更合国情, 因此近十几年垃圾焚烧处

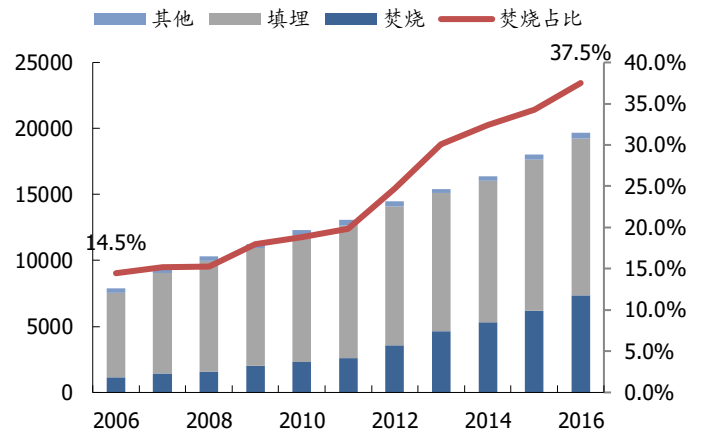
率逐年提升，从2006年的14.5%提升至2016年的37.5%。

图表 38: 城市生活垃圾无害化处理率提升



资料来源: 国家统计局、住建部、国盛证券研究所

图表 39: 城市垃圾焚烧处置量 (万吨) 及占比提升 (%)

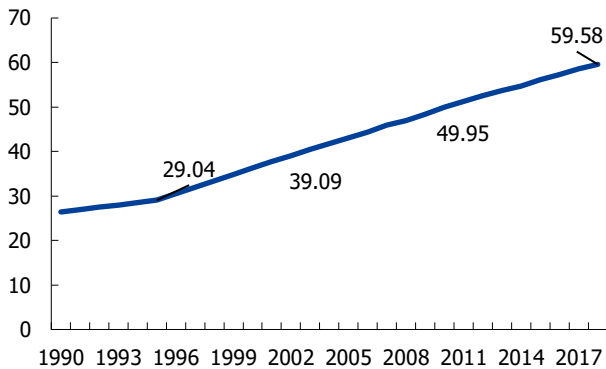


资料来源: 城乡统计年鉴、国盛证券研究所

### 3) 人均垃圾产量、环卫机械化率提升垃圾处理量

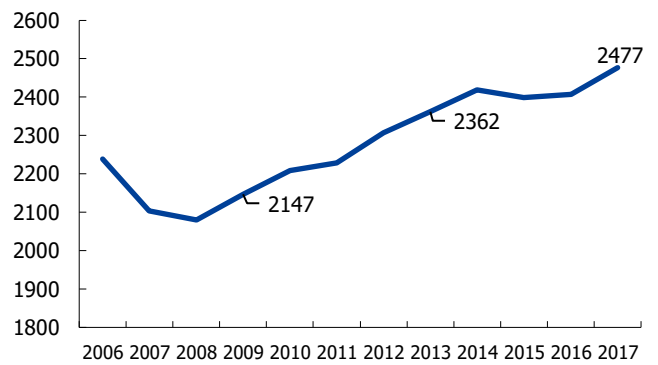
城镇化提升、城市人口密度提高，对应垃圾处理需求释放。中国城镇化率由2010年的49.9%提升至2017年的59.6%，同时城市人口密度由2010年2209提升至2017年的2477人/平方公里，城镇化进程不减，同时人口更多地向城市聚集。这种人口密集型的发展方式推动了城市垃圾焚烧替代填埋处置的发展。

图表 40: 中国城镇化率不断提升 (%)



资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

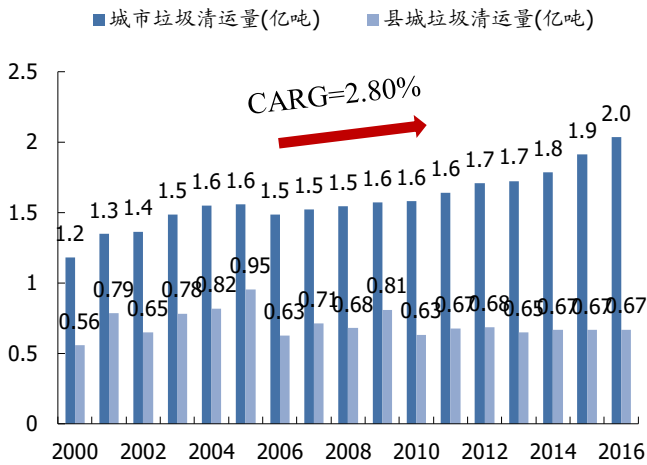
图表 41: 中国城市人口密度不断提升 (人/平方公里)



资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

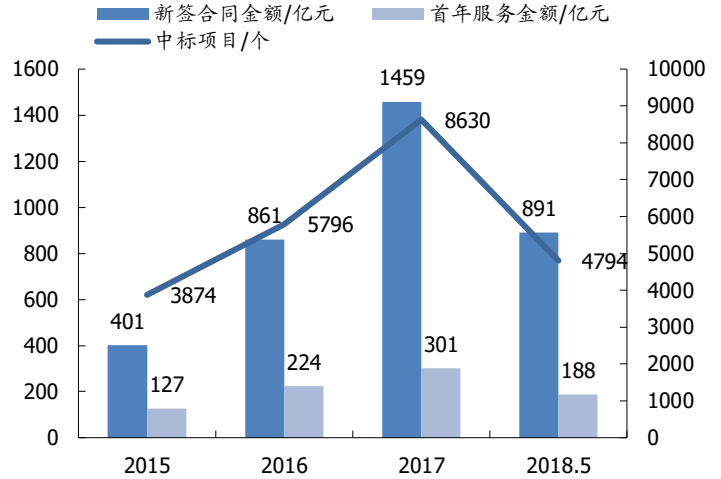
环卫市场化与机械化普及率显著提高，提升垃圾清运量。2015年起环卫服务由“政府专营”到“市场化”的渐进，推动环卫领域快速市场化，机械化率大幅提升带动生活垃圾清运量的提升，由此产生的垃圾处理需求也逐年提升。

图表 42: 全国城镇生活垃圾清运量逐年提升 (亿吨)



资料来源: 城乡统计年鉴, 国盛证券研究所

图表 43: 2015起环卫市场化速度呈井喷之势



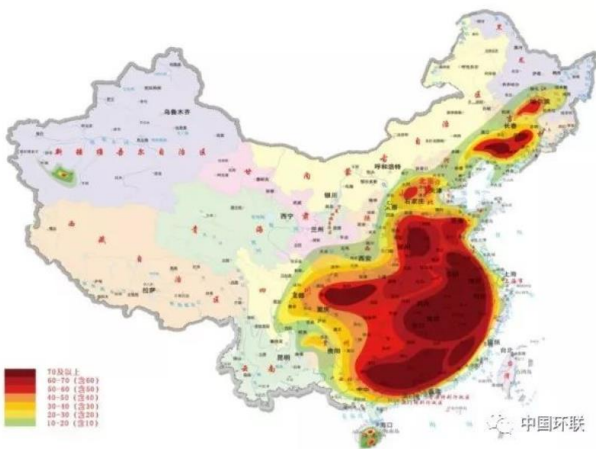
资料来源: 环境司南、2016 全国环卫行业白皮书, 国盛证券研究所

### 3.1.2 处理费触底回升, 行业盈利水平提质

**2016 年行业低价竞争最为激烈, 2017 年逐步改善。**根据中国环联的统计, 2012 至 2017 年, 我国每年新中标的垃圾焚烧发电项目数量呈增长态势, 中标项目由 2012 年的 7 个增长到 2017 年的 63 个。从垃圾处理费的角度看, 2012-2015 年, 中标的垃圾处理费稳定在 70 元/吨附近, 而 2016 年, 中标价下降到 54 元, 出现低价竞争的情况。2017 年, 中标价又上升至 67 元/吨, 垃圾处理费重回正常通道中。

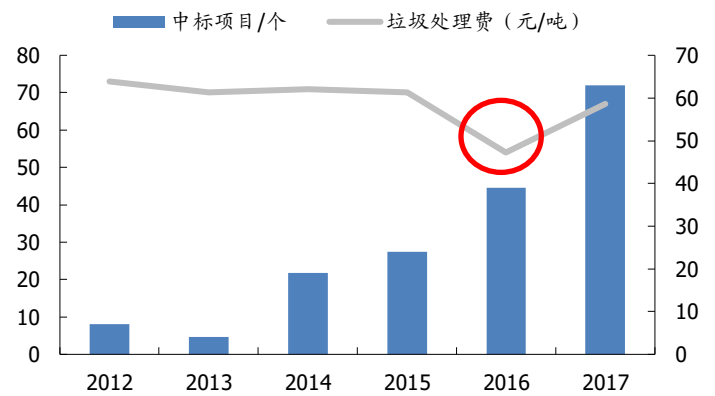
**监管趋严, 政府更重视运营效果, 推动行业发展跨过低价竞争阶段, 焚烧企业优胜劣汰。**垃圾焚烧行业的恶意低价中标牺牲了环保设施和运维成本, 其带来的是项目建设、运营、监管、排放等多方面的隐患和风险。低价竞标是之前一段时间政府的单一的招投标方式导致的, 随着民众环保意识和维权意识的增强, 绿色 GDP 的考核逐步替代名义 GDP 的考核, 地方政府选择垃圾焚烧投资方不再单纯追求低价, 而是综合考量企业规模、运营能力、技术水平, 低价中标现象将逐步得到遏制。行业规范化运营程度提高, 焚烧企业优胜劣汰。

图表 44: 我国垃圾处理费总览



资料来源: 中国环联、国盛证券研究所

图表 45: 垃圾焚烧低价中标现象 2017 年明显改善



资料来源: 中国环联、国盛证券研究所

## 3.2 监测设备景气度高，市场下沉空间大

### 3.2.1 蓝天保卫战系列政策带来监测行业景气度高

十三五政策密集出台，城乡监测事权明确，资金有保障。2015年7月，国务院办公厅印发了《生态环境监测网络建设方案》。明确提出到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。2017年6月环保部印发《2017年国家生态环境监测方案》，系统布置了全国环境监测重点任务。明确了大气环境监测的商业模式：城市空气质量监测为国家事权，中央财政保障经费。由中国环境监测总站(以下简称总站)委托第三方运维公司承担日常运维。区域(农村)空气质量监测为国家事权，中央财政保障经费。由总站委托地方环境监测机构或第三方运维公司承担日常运维。

图表 46: 十三五期间监测行业/大气监测政策密集出台

类型	时间	名称	内容
总体	2015年7月	《生态环境监测网络建设方案》	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。
	2016年9月	《关于省一下环保机构检测监察执法垂直管理制度改革试点工作的指导意见》	省级环保部门对全省环保工作实施统一监督管理，统一规划建设环境监测网络。
	2017年3月	《关于做好重点污染源监测数据管理系统联网试运行工作的通知》	要求各省市2017年12月完成全国联网
	2017年4月	《国家环境保护标准十三五发展规划》	标准推动监测仪器仪表行业发展
	2017年6月	《2017年国家生态环境监测方案》	系统布置了全国环境监测重点任务
	2017年9月	《关于深化环境监测改革提高环境监测数据质量的意见》	深化环境监测改革，理顺体制
	2017年11月	财政部92号文	PPP的规范对环境监测PPP有重要意义。
	2018年8月	《生态环境监测质量监督检查三年行动计划2018-2020》	到2020年，不断健全生态环境监测质量保障责任体系。
空气	2013年9月	《大气污染防治行动计划》	第一阶段收官考核，目标完成
	2015年8月	《大气污染防治法》修订稿	首次将VOCs纳入监测范围，
	2017年9月	《十三五挥发性有机污染防治工作方案》	强调了工业园区的监测
	2017年9月	《大气PM2.5网格化点位布设指南》等4项技术指南	规范了大气网格化监测工作
	2017年11月	《大气VOCs在线监测系统评估工作指南》	规范了VOCs在线监测技术市场
	2018年1月16日	《关于京津冀大气污染传输通道城市执行大气污染物特别排放限值的公告》	“一市一策”防治方案
	2018年7月	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	2020年，SO <sub>2</sub> 、NO <sub>x</sub> 比2015年下降15%。未达标地级及以上城市PM <sub>2.5</sub> 比2015年下降18%

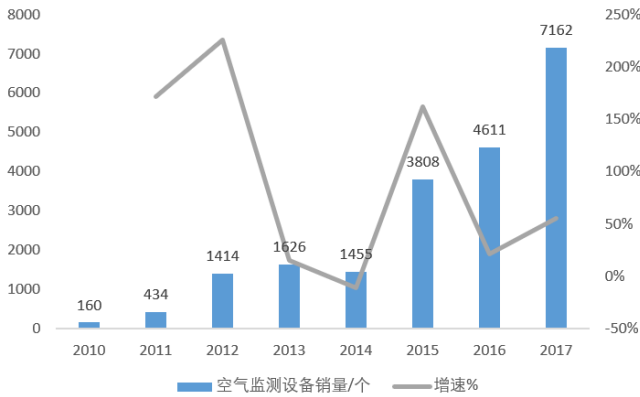
资料来源：生态环境部、国盛证券研究所

蓝天保卫战政策力度不减，大气监测下沉至县、镇一级。2018年7月，环保部发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，要求到2020年，SO<sub>2</sub>、NO<sub>x</sub>比2015年下降15%。未达标地级及以上城市PM<sub>2.5</sub>比2015年下降18%。蓝天保卫战的考核指标进一步趋严，大气监测作为市、县、镇级大气治理的主要抓手，在十三五末期将持续高景气。

大气环境治理需求推动大气监测设备销量高增速。2010-2017年大气监测销量主要在2012、2015、2017年增速较大。其中2012年主要因为大型国控点、省控点开始采购。2015年主要是《穹顶之下》播出以及大气十条的出台导致地方政府对空气质量监测设备的采购猛增。2017年，京津冀大气网格化的铺开，使得以单台10万元的遥感监测为主

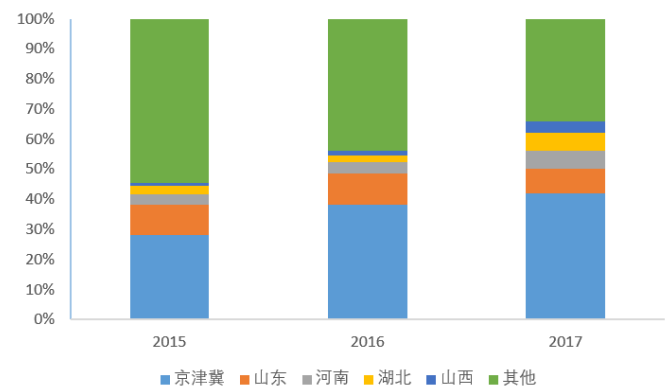
要设备销量激增。事件性、政策性的因素背后是大气环境监测、治理需求的释放。在十三五末期，蓝天保卫战依旧是大气监测行业的主要推动因素，预计监测、治理需求保持高增速。

图表 47: 空气监测设备持续高增长/个



资料来源: 中国环境监测总站、国盛证券研究所

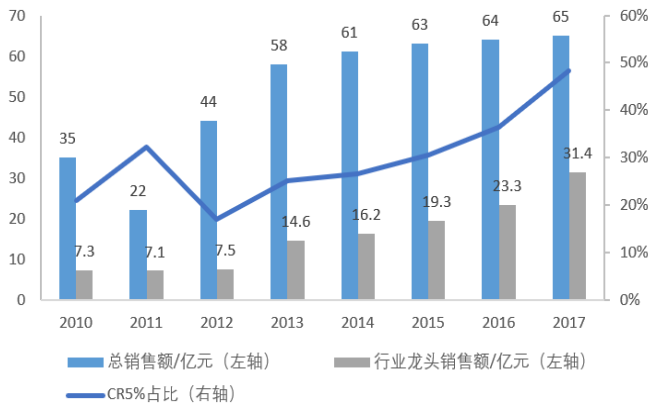
图表 48: 2015-2017 年京津冀区域监测市场占比提升



资料来源: 中国环境监测总站、国盛证券研究所

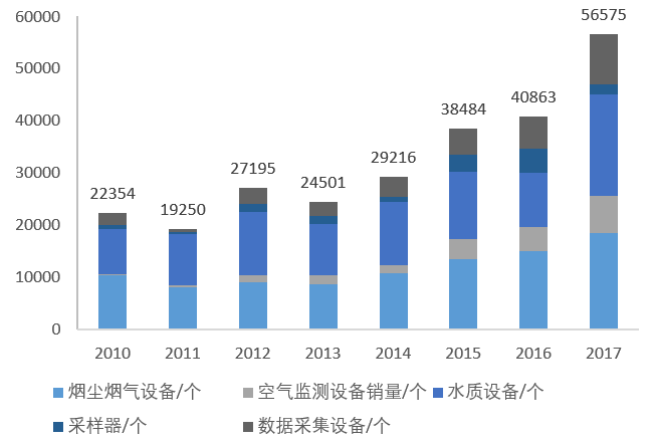
环境监测行业龙头市占率不断提升。中国环境监测总站每年统计监测行业销售额前 60 家左右的企业，2017 年 CR60 的销售额约 65 亿元，我们估计整个监测行业的市场空间在 200 亿/年，行业格局较为分散。从样本数据看，监测龙头 CR5（聚光、先河、雪迪龙、中节能、宇星）占比前 60 家企业的销售额由 2011 年的 32% 提升至 2017 年的 48%。龙头集中度明显。监测数据是各级政府环境治理的重要依据，数据真实性和有效性是生命线，环境监测行业品牌溢价能力远远超过其他环保子行业。预计在十三五末期，龙头集中度会进一步提升。

图表 49: 监测行业营收前 60 家企业销售额/亿元



资料来源: 中国环境监测总站、国盛证券研究所

图表 50: 监测行业营收前 60 家设备销量数量 (个)



资料来源: 中国环境监测总站、国盛证券研究所

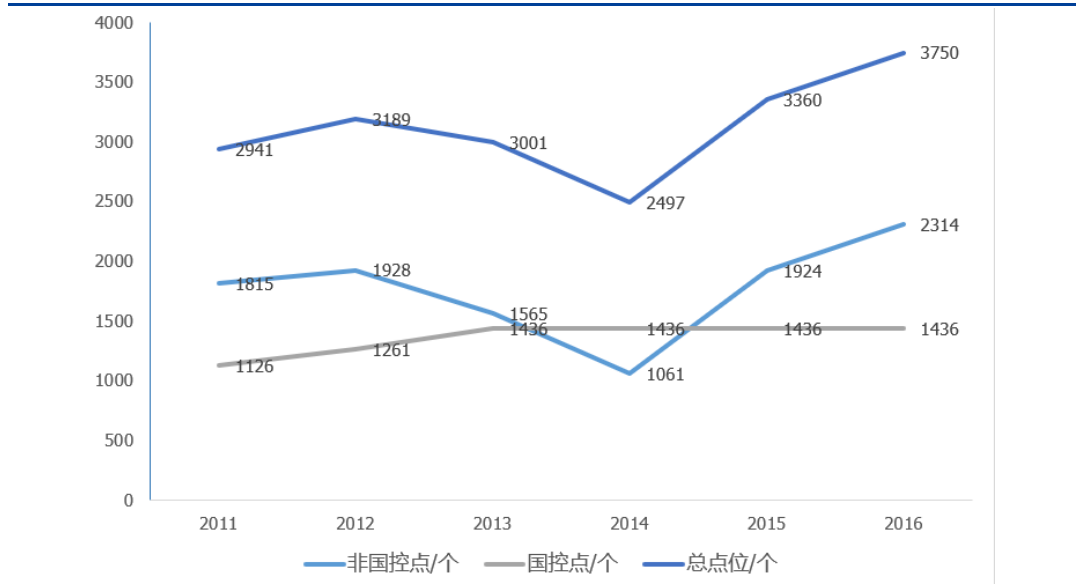
### 3.2.2 中国 2017-2020 空气监测市场空间在 121 亿/年，市场逐渐下沉

#### 1) 国家站: 监测点位稳定，运维市场 3 亿/年

国控点位建设基本完成，2012 年至今稳定在 1436 个。“十二五”期间，国家环境空气质量监测网络（国控点）基本形成。根据国家监测总站统计数据，2015 年国家城市环境空气质量监测网由 2012 年的 113 个重点城市扩大到 338 个地级市（含自治州、盟所在地的县级市），国控监测点位由 661 个增加到 1436 个。监测项目包括主要包括各点位的 6 参数：SO<sub>2</sub>、NO<sub>2</sub>、PM<sub>10</sub>、PM<sub>2.5</sub>、O<sub>3</sub> 和 CO。



图表 51: 国控站点稳定在 1436 个



资料来源: 全国环境统计公报、国盛证券研究所

国控点需求在设备运营及更新, 市场空间在 3 亿/年。2018 年中国环境监测总站对 1436 个国家空气监测站进行运维招标。2019-2021 年 3 年总运维金额 8.9 亿元, 市场空间在 3 亿/年。该项目共 21 包, 其中第 1-14 包为国家空气站运行维护项目; 15-18 包为运维现场检查项目 (运营监督); 19 包为运维网络检查和绩效初核; 20-21 包为 PM2.5 监测仪器的运营。根据国控点的招标数据, 参评全国空气质量考核的 6 参数大气监测设备年运维费用在 20 万元/年。

图表 52: 2018 年 5 月 1436 个国控点招标细则

项目	内容
国控点点位	1436 个
招标时间	2018 年 5 月
运维内容	监测设备日常运营管理, 更换老旧的监测设备
项目期限	3 年
总金额	2.97 亿元/年
项目总金额	8.90 亿元
分包数	共 21 包
单个点位每年运维费用	20.06 万元/年

资料来源: 中国环境监测总站、国盛证券研究所

## 2) 非国控点: 新增设备空间 39.1 亿元/年, 设备更换 4.8 亿/年, 运营 6 亿/年

省控、市控大气监测点位布设数量有明确规范依据。2013 年城市空气质量监测点位建设初期, 生态环境部就出台了《环境空气质量监测点位布设技术规范》, 规范了监测点位的布设要求、布设数量, 要求各城市环境空气监测点位按照城市面积和人口确定。按建成区城市人口和建成区面积确定的最少监测点位数不同时, 取两者中的较大值。空气质量监测的重要性的和人口相关, 精度和面积相关, 所以通过双指标确定城市需要的监测点位具有充分的合理性。

图表 53: 环境空气质量监测点位布设技术规范

建成区城市人口(万人)	建成区面积 (km <sup>2</sup> )	最少监测点数
<25	<20	1
25-50	20-50	2
50-100	50-100	4
100-200	100-200	6
200-300	200-400	8
>300	>400	按每 50-60km <sup>2</sup> 建成区 面积设 1 个监测点

资料来源:《环境空气质量监测点位布设技术规范》、国盛证券研究所

据《环境空气质量监测点位布设技术规范》测算,省控、市控点共需 **2148** 个监测点位。以 2016 年中国城市统计年鉴的城市建成区面积以及城市人口为依据,进行监测点位估算。若单纯考虑城市面积,则 338 个地级市需要 2004 个监测点位;单纯考虑城市人口,需要 1432 个监测点位,若按照规范要求对每个城市取两种测算方法的较大值,则预计城市空气监测点位共计 2148 个。

按照一个县配 **6** 个监测点估算,我国县级行政区需要 **17256** 个监测点位。我国县级行政区共 2876 个。我们假设平均每个行政区单位搭建 6 个空气质量监测点,预计到 2020,我国将县级空气质量监测点约 17256 个。

**2017-2020 年省控、市控、县级新增监测点 15654 个, 年均市场 39.1 亿元。**根据估算,十三五末省控、市控、县级监测点位 19404 个(2148 个省市点位+17256 个县级点位),2016 年,全国存量监测点位 3750 个,估算 2017 至 2020 年,供需新增监测点 15654 个,按照单价 100 万元计算,新增设备市场 156 亿元,年均市场 39.1 亿元。

图表 54: 根据环境空气监测点位布设规范,城市空气监测点位为 2148 个

序号(按点 位数排序)	地级市	城市面积 /平方公里	城市人口 /万人	按面积布 设个数	按人口布 设个数	取较大值 /个
1	北京	1401	1877	56	10	56
2	重庆	1329	1337	53	10	53
3	广州	1237	1246	49	10	49
4	上海	998	2415	40	10	40
5	东莞	932	595	37	10	37
.....						
334	玉树	14	9	1	1	1
335	塔城	13	9	1	1	1
336	吐鲁番	18	8	1	1	1
337	阿勒泰	16	7	1	1	1
338	林芝	17	4	1	1	1
	总计			2004	1432	2148

资料来源:住建部、国盛证券研究所

城市监测点位的更换空间在 **4.8 亿/年**。2015 年非国控监测点位共 1924 个,按照设备 5-8 年的更换周期,假设从 2017 年开始 4 年之内这 1924 个非国控监测点更换完毕。按照 100 万/个的更换费用,我们预计 2017-2020,城市一级监测设备的更换费用在 4.8 亿元/年。

**2017-2020年平均运营点位12000个，运营市场空间6亿/年。**2015年全国3750个监测点位，预计2020年末全国19404个监测点位，按照线性增长大致估算，2017-2020年全国需平均运营的点位约为12000个，每个点位约5万元/年的运营费用，预计运营市场空间在6亿/年。

### 3) 乡镇：空气监测咨询服务提供新增量，市场空间68亿元/年

通过招标信息观察，乡镇一级的空气监测咨询服务正在逐步释放。京津冀的乡镇由于上级的考核压力，急于对污染源进行精准确认。通常乡镇一级政府不采购企业的设备，按照每年200万的咨询服务费进行政府采购。采购内容包括SO<sub>2</sub>、NO<sub>2</sub>、PM10、PM2.5和该区域特征污染物如VOCs、O<sub>3</sub>等的超标排放情况。企业通过移动采样，如监测车等利用遥感技术，将污染数据采集、分析并提供超标数据给乡镇一级政府。

乡镇一级大气监测咨询服务市场空间在68亿元/年。乡镇一级市场空间巨大，全国范围有19531个镇，14677个乡，共计3.4万个乡镇行政区，按照污染最严重的10%的乡镇采购大气监测咨询服务，每年服务费200万元计算，则乡镇一级的市场空间在68亿元/年。

图表 55: 2017-2020 大气监测市场空间在 121.2 亿/年

	更换点位 (个)	更换市场 (亿/年)	运营点位 (个)	运营市场 (亿/年)	新增点位 (个)	新增市场 (亿/年)	咨询服务 市场(亿/ 年)	总计/亿元
国控点	1436	3(包括 运营)	/	/	/	/	/	
非国控点	1924	4.8	12000	6	15654	39.1	/	
乡镇一级	/	/	/	/	/	/	68	
小计		7.8		6		39.4	68	121.2

注：国控点3亿的运维市场包括设备更换和运营

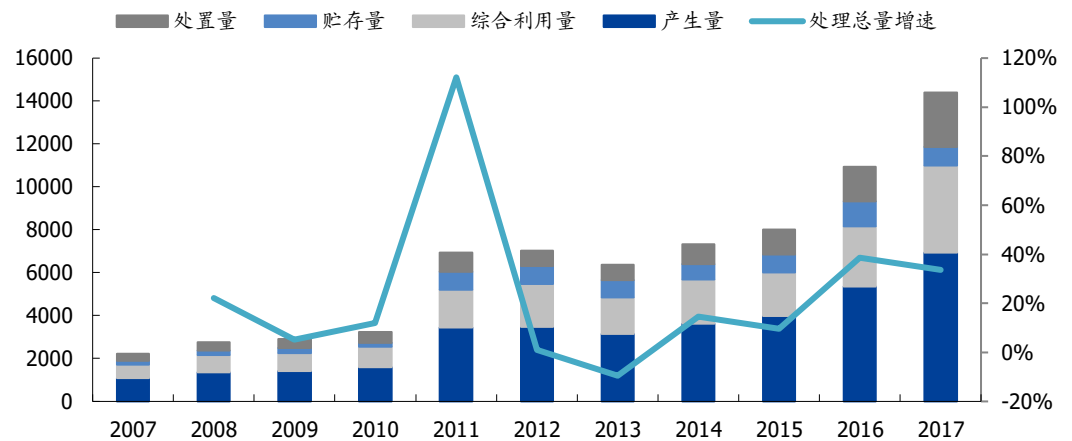
资料来源：国盛证券研究所整理

## 3.3 督查倒逼真实需求，危废行业高景气

### 3.3.1 督查趋严，真实需求显现

政策、监管影响大：统计局的危废产生量的数据口径来自于企业申报端的数据，我们看到当政策、监管变严厉的同时，都伴随着危废产量的大幅增加（比如2011年、2013年、2016年），也就是污染企业申报量的增加，越来越多游离于监管外的危废能够得到有效的处置。未来我们认为1、严格化，需求进一步释放。今年的清废行动、明年的污染源普查和新一轮环保督查都将不断给污染企业实施高压监管；2、规范化。新版名录的出台、危废处置标准的提高都将使处置企业更规范运作。

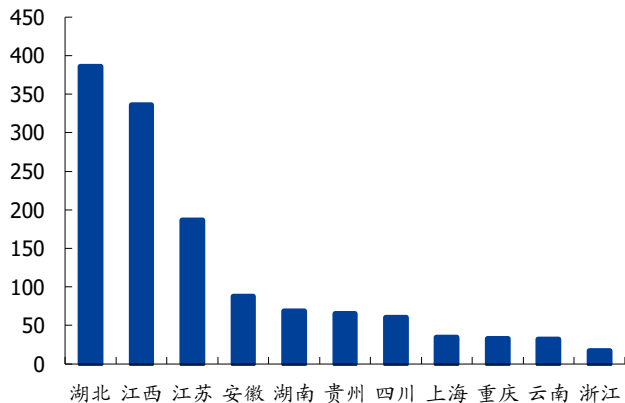
图表 56: 2007-2017 年我国统计危废产生与处置情况 (万吨)



资料来源: 统计局、国盛证券研究所

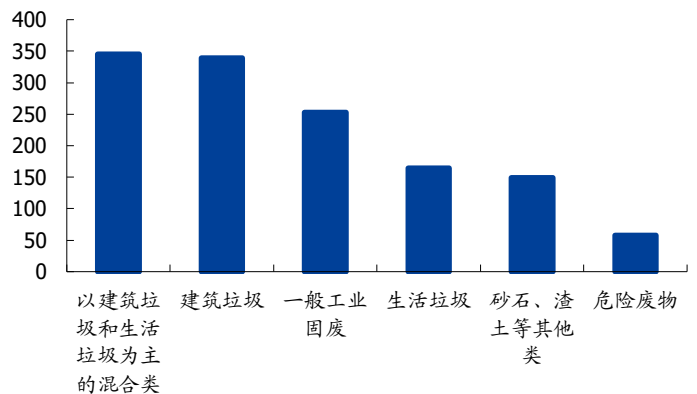
- ✓ **两高司法解释从法律层面约束企业。**2013 年底, 两高司法解释出台并规定“非法倾倒 3 吨以上的危险废弃物, 即可认定环境污染罪”, 政府从法律层面约束污染企业, 使其倾倒危废等违法行为的成本上升, 行业需求得到有效释放。同样, 从 2013 年开始公安机关危废受理案件激增, 2016 年环保部同公安部联合开展打击涉及危废环境违法犯罪专项行动, 检查涉及危废单位 46397 家, 立案查处 1539 起, 公安机关追究刑事责任 330 件, 进一步整治规范了危废行业。
- ✓ **清废行动形成高压监管, 部分地区处置价格提升。**2018 年 5 月, 生态环境部启动“清废行动 2018”, 从全国抽调执法骨干力量对长江经济带固体废物倾倒情况进行全面摸排核实。清废行动可以说是最严厉的一次危废的专项督查, 1、问题严重的案件由生态环境部直接挂牌督办得到处置, 7 月上旬抽调全国环保系统人员对 1308 个问题整改情况逐一进行现场核实; 2、检查结果与官员政绩挂钩, 发现违规堆放对工业园区党工委书记、环保分局局长免职处理。随着清废行动的深入, 部分地区的危废供需差距进一步放大, 而处置价格“水涨船高”, 比如广西地区价格上涨约 10%, 河北近 3 个月上涨约 60%等, 严监管对于行业的推动作用可见一斑。

图表 57: 各省市督查问题情况 (个)



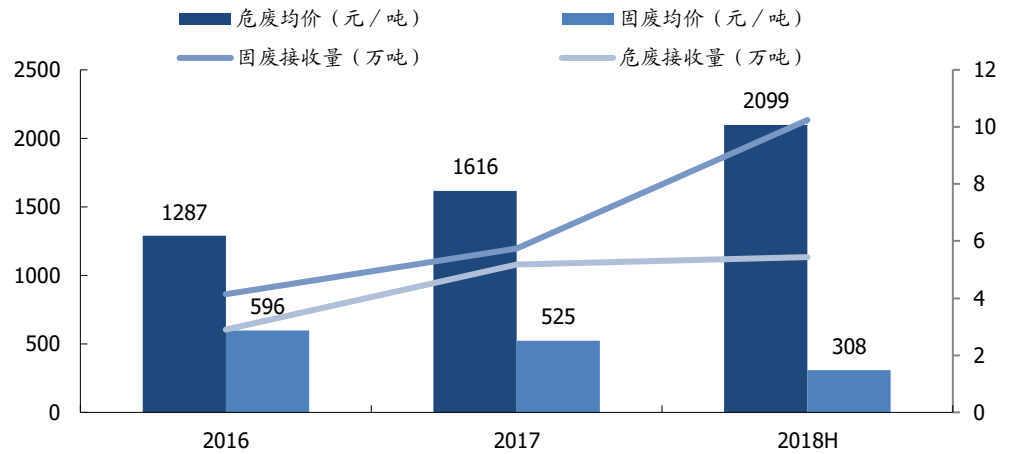
资料来源: 生态环境部, 国盛证券研究所

图表 58: 督查问题类型及个数 (个)



资料来源: 生态环境部, 国盛证券研究所

图表 59: 海螺创业近年来危废处置均价走高



资料来源: 海螺创业公司公告等, 国盛证券研究所

2019年3月底, 山东印发《山东省危险废物专项排查整治方案》, 4月初江苏省开展化工(危险化学品)企业安全生产大排查大整治, 两危废大省相继开展危废专项排查整治, 叠加“3.21”爆炸事故催化, 我们认为未来针对危废储运、处置的监管会越来越严厉, 这将使: 1、化工厂非规范处置的危废逐渐消除, 偷排、瞒报、历史遗留等非法转移处置危废量减少, 真实危废处置需求显现; 2、严厉监管下处置标准提升, 危废处置运营不规范的小厂关闭, 优胜劣汰下集中度提升, 运营规范、技术领先的龙头企业有望率先受益。

图表 60: 山东省危险废物专项排查整治方案

时间	阶段	排查内容
2019年4月15日前	各市自查阶段	各市开展自查, 并将自查报告、自查清单报送省生态环境厅
2019年5月15日前	省级核查阶段	组建省级核查组, 对各市自查情况进行核查, 重点核查危险废物非法转移和倾倒问题突出、问题整改不力、危险废物利用处置设施建设滞后等问题。
2019年5月31日前	汇总整理阶段	省级核查组全面整理排查期间收集的文件资料、现场核查材料等, 对排查情况进行总结, 撰写排查报告、形成问题清单报省政府
	反馈整改阶段	按程序向有关市反馈核查意见和问题清单, 各有关市在核查意见反馈后1个月内将整改方案报送省生态环境厅

资料来源: 山东省人民政府办公厅, 国盛证券研究所

图表 61: 江苏省开展化工（危险化学品）企业安全生产大排查大整治

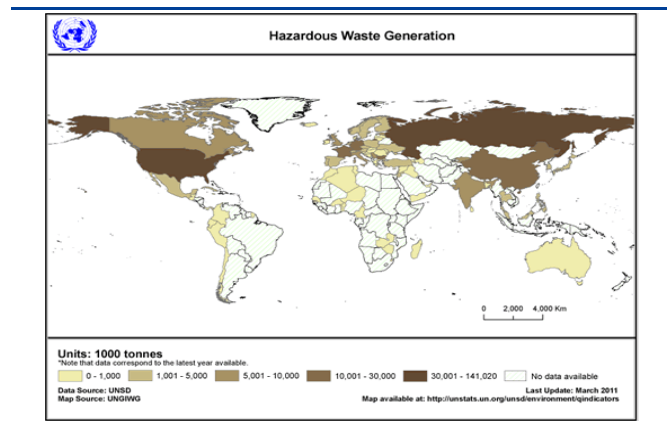
时间	阶段	排查内容
3月28日至4月30日	自查自纠阶段	依据《化工和危险化学品生产经营单位重大生产安全事故隐患判定标准（试行）》《省安监局关于开展重点化工（危险化学品）企业本质安全诊断治理专项行动的通知》《江苏省危险化学品安全生产深度检查指导工作指南》等文件规定，化工企业要按照大排查大整治工作要求，认真组织开展自查自纠。4月30日前，将自查报告报所在地应急管理局。
5月1日至10月31日	督促检查阶段	各地应急管理局要结合年度监督检查计划、深度检查指导计划等，督查检查企业开展安全生产大排查大整治，督促属地化工企业落实大排查大整治工作的各项措施要求。对大排查大整治工作开展不力的企业，要开展警示约谈，及时通报，全面推动大排查大整治各项工作的落实。10月31日前，各设区市应急管理局要将本次安全生产大排查大整治情况如实上报省应急管理厅。
11月至12月	总结提升阶段	省应急管理厅结合年度深度检查指导工作，解剖典型企业，放大深度检查指导效应，并对各地大排查大整治工作进行督导。针对各地大排查大整治中发现的重大隐患和突出问题，研究分析深层次原因，督促指导各地进一步改进和提升，总结推广各地大排查大整治好的做法、好的经验，提升全省化工企业安全生产水平。

资料来源：江苏省环保厅，国盛证券研究所

**危废行业真实年产量预计1亿吨:** 由于危废鉴别技术的落后、企业的隐瞒上报等等原因，我国一直缺乏危废产生量真实的统计数据，国家统计局数据显示**2016年我国危险废物产生量为5347万吨**，但由于此数据由企业自行上报，真实的危废量可能远大于此，比如环保部、农业部、统计局2010年发布的<第一次全国污染源普查公报>中指出我国2007年危险废物产量4574万吨，远高于2007年统计年鉴记录的1079万吨。**我们预计我国危废真实产生量近1亿吨/年。**

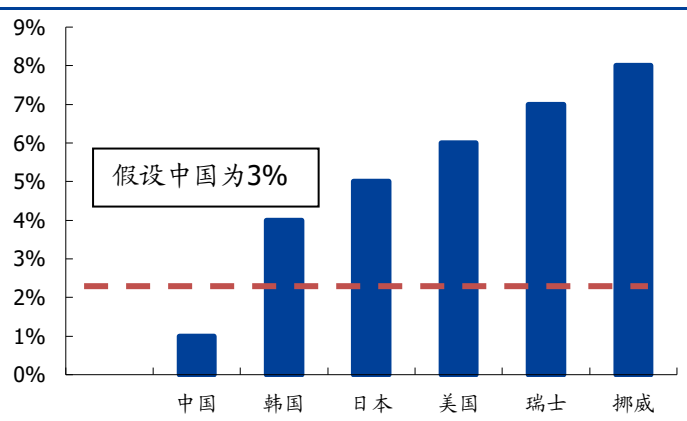
**我们可以按照危废占一般工业固废的占比来测算，欧美占比为6%、日韩为4-5%，我们假设中国此占比为3%，我国2016年一般固废产量31亿吨，对应预估的危废产量近1亿吨。**

图表 62: 联合国统计司显示中国危废产量在一亿吨以上



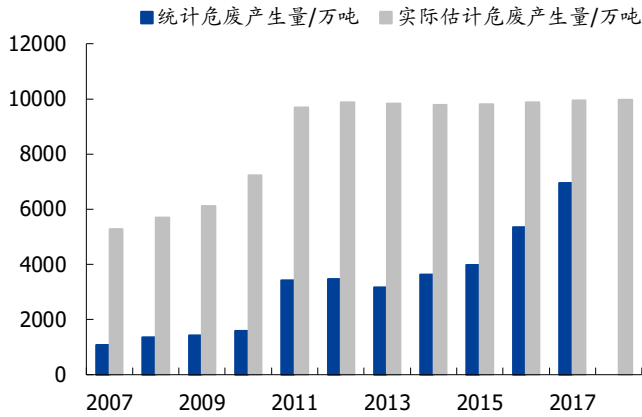
资料来源：UNSD，国盛证券研究所

图表 63: 各国危废占固废比例 (%)



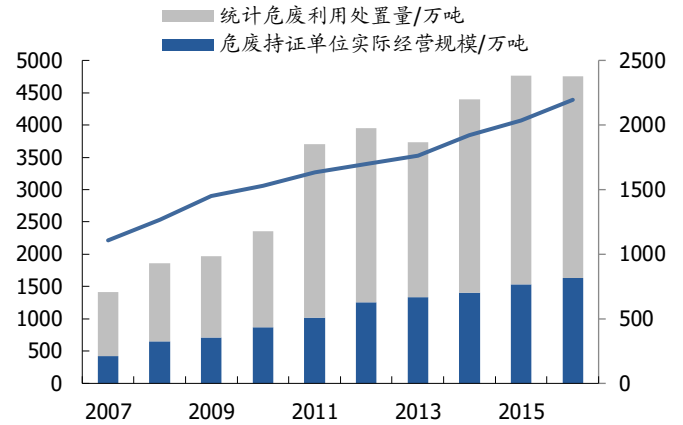
资料来源：中国产业信息网，国盛证券研究所

图表 64: 全国危废产量官方统计和实际估计对比



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 65: 全国统计危废处置利用量与实际经营规模



资料来源: 《2017年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》, 国盛证券研究所

预计到 2020 年, 市场空间近 1800 亿。假设一般工业固废每年增速为 0.1%, 危废占一般工业固废的占比为 3%, 处置价格每年涨价 6% (根据东江环保历年平均处理价格上涨势, 且供需错配导致的议价能力强), 假设危废处置量/危废实际产生量的比例每年提升 5 个百分点 (监管趋严推动), 保守估计到 2020 年危废处置市场运营规模达 1931 亿元, 空间较大。

图表 66: 危废市场空间预估

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
一般工业固废产生量 (万吨)	322772	329044	327702	325620	327079	309210	331592	331924	332256	332588
增速		1.94%	0.41%	0.64%	0.45%	5.46%	7.24%	0.10%	0.10%	0.10%
危废占工业固废比例	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
实际危废产生量 (万吨)	9683	9871	9831	9769	9812	9276	9948	9958	9968	9978
统计利用处置量 (万吨)	2690	2703	2401	2991	3224	3123				
实际利用处置率 (%)	27.8%	27.4%	24.4%	30.6%	32.9%	33.7%				
预估利用处置率							35%	40%	45%	50%
预估利用处置量							3482	3983	4485	4989
市场处置价格							3250	3445	3652	3871
市场空间							1132	1372	1638	1931

资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

综上, 我国危废市场发展还比较粗放, 产能利用率低, 无害化产能稀缺, 行业的高景气度引来资本竞逐, 未来随着产能的投放、产废企业自建规模的加大, 供需走向平衡时, 行业逐步由赚供需差的钱转为赚专业服务的钱, 预计资质齐全、技术先进、拥有一站式服务经验的综合危废运营商会脱颖而出。

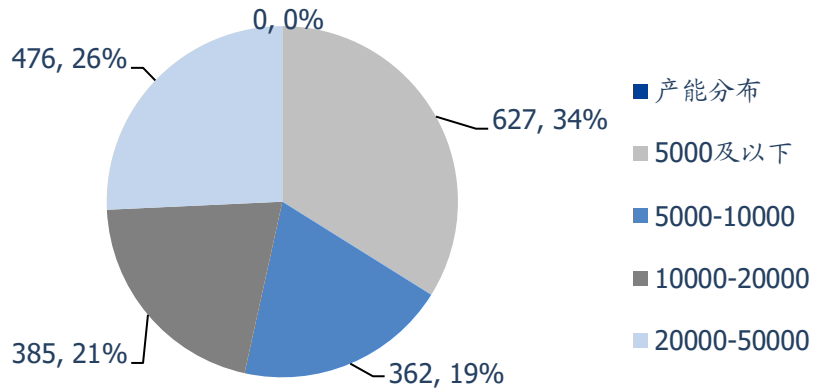
### 3.3.2 标准趋严, 行业集中度待提升

#### ✓ 行业格局“小散乱”, 集中度较低

行业“小散乱”: 危废处理由于跨区域运输的难度较大, 各区域间市场被割裂开, 加上又属于新型产业, 市场参与者多、且较为分散, 整体规模和生产能力偏弱, 核心竞争企业较少。我们根据各省环保厅截至 2018 年中旬的数据, 全国的危废经营许可证中, 年处理能力在 2 万吨及以下的危废厂占比 62%, 而年处理能力 5 万吨以上的危废厂仅占比 16%,

是典型的“小散乱”格局。

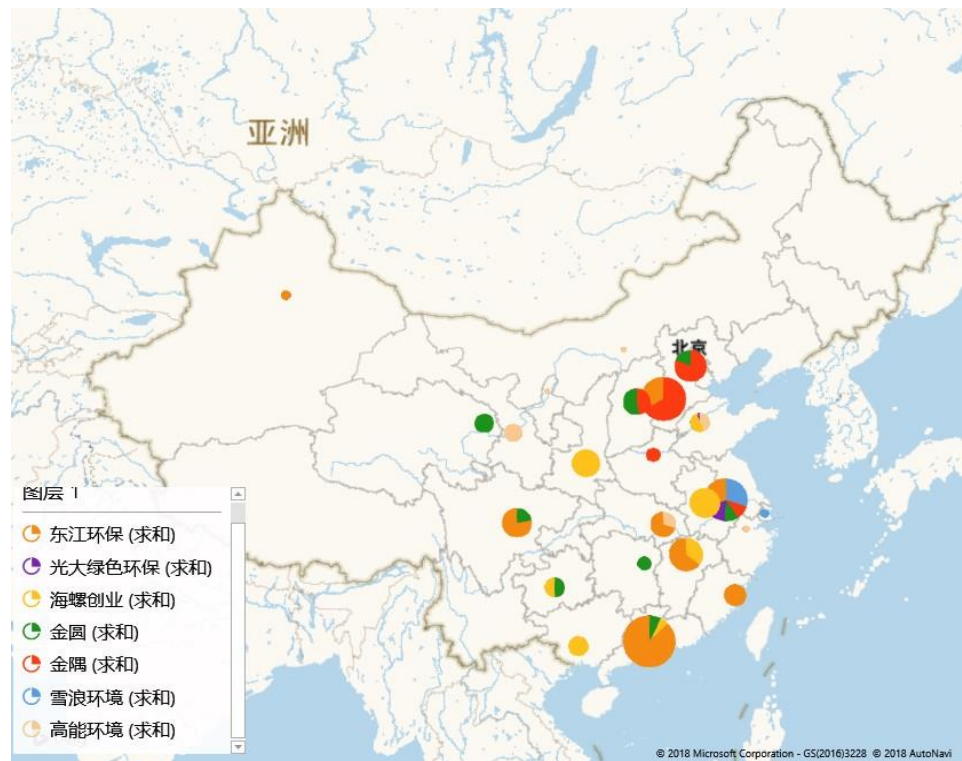
图表 67: 危废资质规模结构 (吨/年)



资料来源: 各省环保厅, 国盛证券研究所

行业处于低集中竞争阶段。我们整理目前产能较大的危废处理企业,截至 2018 年中旬,危废产能行业前 8 的企业产能不到 500 万吨/年,仅占 2016 年持证实际经营规模 1629 万吨的 28%,预计占全行业年危废产量 5%左右,行业仍处于低集中竞争阶段。

图表 68: 主要上市公司危废全能全国布局



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### ✓ 标准提高、资本介入, 格局重塑龙头胜出

**1、排放标准提高。**环保部于 2001 年出台《危险废物焚烧污染控制标准》,并于 2014 年出台新的排放标准,主要是修改选址要求、调整焚烧处置过程中的烟气停留时间、取消对焚烧处置设施规模的划分等,更为重要是修订二噁英类等污染物的排放限值,比如旧标准中二噁英类排放标准为低于 0.5TEQng/m<sup>3</sup>,新标。准则将排放限值降为



0.1TEQng/m<sup>3</sup>，直接对标国际标准。大多数危废厂规模较小，技术、资金实力不足，可能无法完成升级改造，我们认为小厂会由于这些原因无法续证而被迫出售或关停。

图表 69: 新版标准对标国际更为严格

序号	污染物	GB/18484-2001	2014年修订意见稿		美国	欧盟		
		不同焚烧容量时的最高允许排放浓度限值 (mg/m <sup>3</sup> )						
		≤300 (kg/h)	300-2500(kg/h)	≥2500 (kg/h)				
1	烟气黑度	格林曼I级						
2	烟尘	100	80	65	30	测定均值	30	30
3	一氧化碳 (CO)	100	80	80		80	89	50
4	二氧化硫 (SO <sub>2</sub> )	400	300	200	200	1小时均值		50
5	氟化氢 (HF)	9	7	5	2	1小时均值		1
6	氯化氢 (HCl)	100	70	60	50	1小时均值	15-23	10
7	氮氧化物 (以 NO <sub>2</sub> 计)	500			400	1小时均值	12-191	400
8	汞及其化合物 (以 Hg 计)	0.1			0.05	测定均值	0.04	0.05-0.1
9	镉及其化合物 (以 Cd 计)	0.1			0.05	测定均值	0.25	0.05-0.1
10	砷、镍及其化合物 (以 As+Ni 计)	1			0.05	测定均值	0.58	0.58
11	铅及其化合物 (以 Pb 计)	1			0.5	测定均值	0.25	0.25
12	铬、锡、锑、铜、锰及其化合物 (以 Cr+Sn+Sb+Cu+Mn 计)	4			2	测定均值	0.58	0.58
13	二噁英类	0.5TEQng/m <sup>3</sup>			0.1	测定均值	专门设施: 0.14 混合处置设施: 0.28	医疗废物: 0.5 危险废物: 0.2

资料来源: 《危险废物焚烧污染控制标准》(征求意见稿)编制说明, 国盛证券研究所

**2、资本乘势而上，行业整合加快。**危废行业的高景气度与高利润率吸引到各路资本，近两年较多跨界参与者通过并购项目来介入危废行业，如东方园林、雅居乐等。我们认为并购的增加会使落后的产能加速被淘汰，行业整合加快，运营经验丰富、技术优异公司望最终胜出。

**3、监管趋严，危废经营管理难度加大。**环保督查不仅监管工业企业，对危废厂的监管同样更严格。危废厂的环保成本不断提升，日常的经营管理难度加大，近两年危废厂的超标排放、经营管理不善造成安全事故等事件较多，我们认为经营管理能力强的企业方能最后胜出。

**短期看资质量，远期看运营经验。**监管趋严下，企业产能规模是供不应求期最重要的筹码，但危废的高利润吸引各路资本争相涌入，部分区域产能密集落地，中期甚至面临产能过剩引发价格战的困境，彼时危废稳定来料、规范的配伍操作、精细化运营管理则尤为重要。我们认为危废行业短期看各企业的资质量，长期看公司的人才储备、运营经验。

## 投资建议

今年以来融资好转，环保行业整体有所改善，但行业分化加大。我们认为过去牺牲资产负债表的增长难以持续，而现金流优异的公司 2018 年受去杠杆的影响并不大，如水务和垃圾焚烧运营资产、监测企业等，未来企业的现金流增长才是王道，现金流价值有望被重构，行业分化愈加明显。我们看好高景气子行业中龙头：1) 监测行业：作为环保治理的前端手段，受益于环境税、环保督查等监管政策，环境监测需求不断下沉到乡镇，且监测的种类不断增加，预计 2018-2020 行业复合增速 16%，行业迎来高景气，推荐品牌美誉度高、订单充足的先河环保。2) 危废行业：过去由于监管的缺失、处理成本偏高，危废倾倒、漏报现象较普遍，行业需求得不到释放，但随着强监管的实施，行业真实需求显现，新危废企业排放标准将加速落后产能的淘汰，技术齐全、经营优异的龙头企业将脱颖而出，集中度提升，推荐东江环保。3) 垃圾渗滤液处理：受益于环保督查等政策，垃圾渗滤液、餐厨厨余行业景气较高，龙头企业维尔利受益明显，市占率望不断提升。4) 汽车检测：机动车检测行业政策红利不断，检测站新建需求、环检线更新需求、货车“三检合一”需求均将提升检测系统的行业景气度，设备龙头安车检测受益明显，且公司还积极布局下游空间更大的检测站运维业务，整合值得期待。

## 风险提示

环保政策及督查力度不及预期：环保行业政策及督查依赖度高，政策不及预期市场释放不足，环保订单释放不及预期；

融资信用及客户支付能力风险：前期受紧信用影响较大，虽融资好转但企业融资及地方财政情况仍有不确定性；

细分领域竞争加剧：部分热门行业如危废、垃圾焚烧等竞争加剧，高盈利有下滑风险。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com