

分析师: 唐俊男

执业证书编号: S0730519050003

tangjn@ccnew.com 021-50588666-8016

细分领域中标数据向好, 固废产业链有望持续受益

——环保及公用事业行业月报

证券研究报告-行业月报

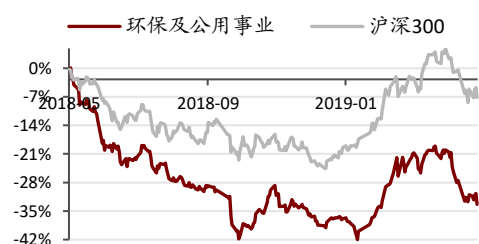
同步大市 (维持)

盈利预测和投资评级

发布日期: 2019年05月20日

公司简称	19EPS	20EPS	19PE	评级
盈峰环境	0.48	0.55	13.56	增持
瀚蓝环境	1.23	1.42	12.37	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: 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》 2019-04-19
- 《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

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4月中信(环保)指数同比下跌8.14%,与中小创指数跌幅相当;再生资源板块相对抗跌,部分超跌个股表现较好。19年4月生态环境部印发了钢铁行业的超低排放意见,加速改造进程;环卫服务、生活垃圾焚烧发电、水务PPP项目订单数据向好。建议关注环卫服务和垃圾焚烧发电领先公司。

投资要点:

- **生态环境部印发《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》。**意见要求综合采取税收、财政、价格、金融、环保等政策,多措并举推动钢铁行业超低排放改造实施。尽管主要处理技术工艺存在差别,但钢铁行业超低排放政策打开相关公司的市场空间,对行业领先公司的市场开拓形成利好。
- **环卫服务签订金额环比回升,关注订单获取能力。**19年4月我国新签环卫服务合同总金额177亿元,环比增长41.60%;签订的首年服务合同金额45亿元,环比增长40.61%。每月中标金额前10名公司变化较快,其中北京环境、北控城市服务、中联环境、龙马环卫等体现出较强的订单获取能力。
- **生活垃圾焚烧发电监管趋严,1-4月订单释放明显。**生态环境部表示对超标排放的生活垃圾焚烧发电厂采取核减电价补贴,限制享受增值税“即征即退”的政策措施。19年1-4月我国生活垃圾焚烧发电项目达76个,总设计处理能力8.46万吨/年,总投资金额448.54亿元,延续向好趋势。19、20年我国生活垃圾焚烧发电项目进入集中投运阶段,有望带动行业收入稳健增长。
- **城镇污水处理提质增效行动印发,水务项目中标数量和金额环比双升。**19年4月社会资本合计中标49个水务PPP项目,总投资金额235亿元。其中,市政污水处理、水环境治理、村镇污水处理中标数量和金额较多,河南、安徽等地区排名靠前。
- **18年板块净利润大幅降低,1季度净利润跌幅有所收窄。**18年78家环保公司实现营收2379.41亿元,同比增长7.78%;归属于上市公司股东的净利润120.92亿元,同比下滑55.62%。19年1季度78家公司实现营收497.34亿元,同比增长8.30%;归属于上市公司股东的净利润40.08亿元,同比下滑17.21%。
- **维持行业“同步大市”投资评级。**近期中美贸易不确定性成为影响市场预期的重要变量,A股市场出现较大幅度的下跌。而环保上市公司中属于中小创的居多,跟随市场跌幅较大。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。建议关注固废处理产业链中的环卫服务和垃圾焚烧发电领域的领先公司。重点关注盈峰环境、瀚蓝环境。
- **风险提示:** 系统性风险;环保政策执行力度不及预期;行业参与者较多致竞争加剧,业务毛利率降低。

内容目录

1. 市场表现.....	3
2. 行业政策及数据跟踪.....	4
3. 行业评级及投资主线.....	15
4. 风险提示.....	16

图表目录

图 1: 19 年 4 月环保（中信）指数二级市场表现情况.....	3
图 2: 19 年 4 月电力及公用事业（中信）排名第 15 位.....	3
图 3: 19 年 4 月环保个股涨幅前十（单位：%）.....	3
图 4: 19 年 4 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: 19 年 1—4 月我国垃圾焚烧发电企业中标情况.....	7
图 8: 19 年 1—4 月我国垃圾焚烧发电新增处理能力.....	7
图 9: 我国部分地区废铝价格走势（单位：元）.....	9
图 10: 我国部分地区废铜价格走势（单位：元）.....	9
图 11: 我国部分地区废钢铁价格走势（单位：元）.....	9
图 12: 我国再生资源废纸价格指数.....	9
图 13: 19 年 4 月我国水务项目中标情况.....	10
图 14: 19 年 1—4 月我国水务项目中标数量和规模.....	10
图 15: 19 年 4 月我国公司债到期收益率回升.....	11
图 16: 19 年 4 月份信用利差持续收窄.....	11
图 17: 18 年我国环保上市公司营收增速骤降.....	12
图 18: 18 年我国环保上市公司净利润下滑显著.....	12
图 19: 18 年环保七大细分领域营收增速情况.....	13
图 20: 18 年环保七大细分领域利润增速情况.....	13
图 21: 环保指数(中信)历史 PE 变化情况（倍）.....	15
图 22: 环保指数（中信）历史 PB 变化情况（倍）.....	15
表 1: 19 年 4 月我国环卫服务领域前 10 名公司中标合同情况.....	5
表 2: 截至 19 年 3 月 31 日我国各省危废核准经营规模及环比增速（单位：万吨/年）.....	7
表 3: 2019 年 4 月环境监测设备上市公司 500 万以上中标订单情况.....	10
表 4: 19 年 4 月—5 月中旬环保上市公司直接融资进度.....	11
表 5: 18 年我国环保上市公司经营业绩情况.....	13
表 6: 重点公司估值表.....	15

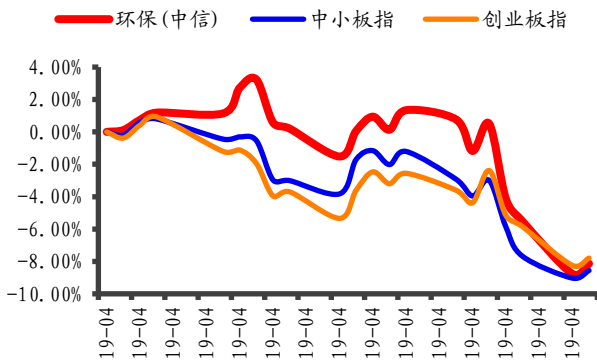
1. 市场表现

板块整体表现：同步于市场走弱。19年4月中信（环保）指数同比下跌8.14%，跌幅基本与中小创指数（-8.56%）和创业板指数（-7.79%）跌幅相当；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-2.83%，排名第15位。前期经济数据好于预期，市场产生对货币政策边际收紧的预期，叠加市场前期涨幅较大，4月环保指数跟随市场向下调整。

细分领域：再生资源板块相对抗跌。环保主要细分领域期间涨跌幅排名分别为：再生资源（0.44%）、大气治理（-2.42%）、环境监测（-3.67%）、污水处理设备及工程（-4.06%）、固废处理（-4.37%）、水务运营（-5.40%）、工业节能（-7.59%）。部分公司年度业绩巨亏，甚至财务报表被出具无法表示意见导致二级市场股价急剧下跌。

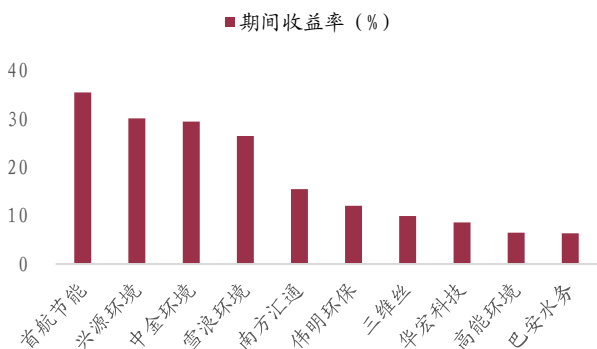
个股方面：超跌个股表现较好，部分公司经营困难跌幅巨大。期间涨幅前五名个股为：首航节能（35.43%）、兴源环境（30.05%）、中金环境（29.43%）、雪浪环境（26.42%）、南方汇通（15.47%）；跌幅前五名个股为：科林环保（-21.29%）、渤海股份（-21.34%）、神雾环保（-21.77%）、启迪桑德（-27.44%）、神雾节能（-32.68%）。

图 1：19年4月环保（中信）指数二级市场表现情况



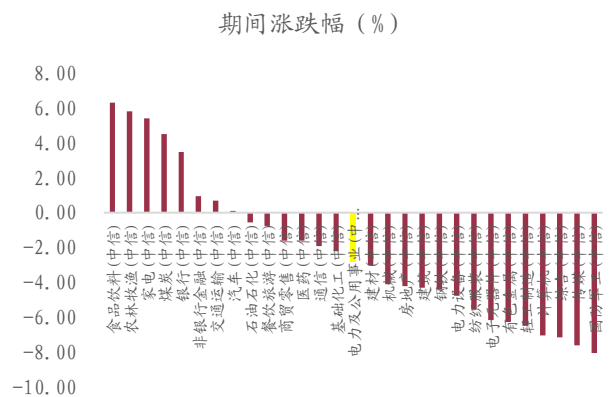
资料来源：Wind，中原证券

图 3：19年4月环保个股涨幅前十（单位：%）



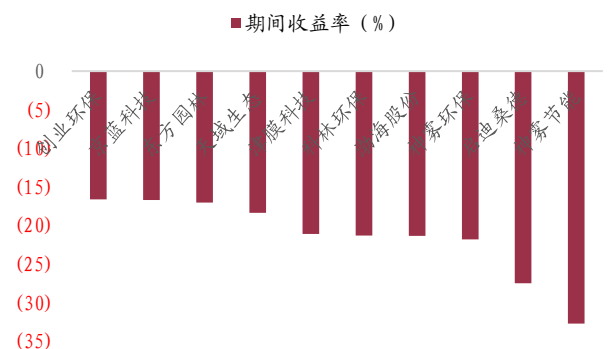
资料来源：Wind，中原证券

图 2：19年4月电力及公用事业（中信）排名第15位



资料来源：Wind，中原证券

图 4：19年4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

生态环境部印发《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》。19年4月29日，生态环境部印发《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》，对有组织排放、无组织排放和大宗物料产品运输，分门别类提出指标限值和管控措施；综合采取税收、财政、价格、金融、环保等政策，多措并举推动实施。意见要求：全国新建（含搬迁）钢铁项目原则上要达到超低排放水平。推动现有钢铁企业超低排放改造，到2020年底前，重点区域钢铁企业超低排放改造取得明显进展，力争60%左右产能完成改造，有序推进其他地区钢铁企业超低排放改造工作；到2025年底前，重点区域钢铁企业超低排放改造基本完成，全国力争80%以上产能完成改造。其中，有组织排放控制指标为烧结机机头、球团焙烧烟气颗粒物、二氧化硫、氮氧化物排放浓度小时均值分别不高于10、35、50毫克/立方米；其他主要污染源颗粒物、二氧化硫、氮氧化物排放浓度小时均值原则上分别不高于10、50、200毫克/立方米。

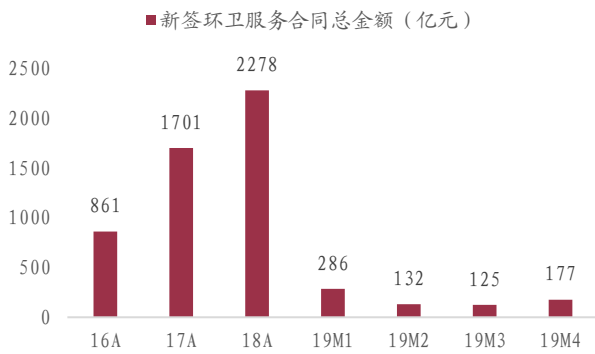
目前国内火电厂超低排放改造已经接近尾声，市场空间萎缩。多数以火电厂烟气脱硫脱硝除尘装备制造和施工为主业的上市公司18年业绩出现大幅下滑，甚至亏损。而非电领域的改造、第三方运营以及向其他业务领域延伸是目前大气烟气治理的发展方向。本次钢铁行业的超低排放改造意见发布，对加速改造进程有积极作用。尽管主要处理技术工艺存在差别，但政策打开相关公司的市场空间，对行业领先公司的市场开拓形成利好。

（2）固废处理领域

1) 环卫服务市场—市场化订单金额环比回升

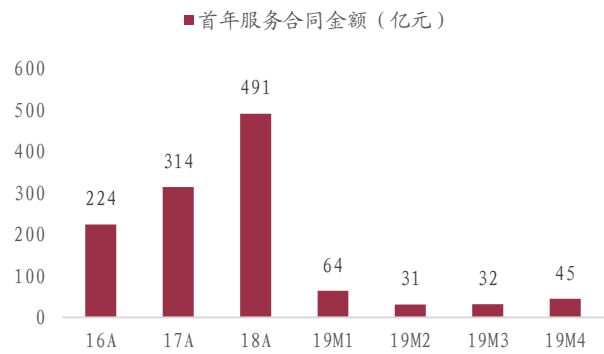
19年4月我国环卫服务签订金额环比回升。环境司南的统计数据显示：19年4月我国新签环卫服务合同总金额177亿元，环比增长41.60%；签订的首年服务合同金额45亿元，环比增长40.61%。4月我国新签环卫服务合同金额及首年服务合同金额扭转前3季度逐季下滑趋势。环卫服务中标金额前10家公司为中联环境、北京环境、中环洁、劲旅环境、东莞市家宝园林绿化、四川能投光大环境、长沙玉诚环境、河北昌润达环境、成都三创市容环境、威海华健。从中标排名来看，每月中标金额前10家公司变化较快，体现行业竞争较为激烈的特征。但是从总金额和在前十名排名中标出现频次来看，北京环境、北控城市服务、中联环境、龙马环卫等体现出较强的订单获取能力。

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 4 月我国环卫服务领域前 10 名公司中标合同情况

公司名称	合同金额(元)	首年金额(元)	项目名称
长沙中联重科环境产业有限公司	455,345	28,222	稷山县县域农村生活垃圾收集、转运系统建设 PPP 项目 南安市城乡生活垃圾环卫一体化 PPP 项目 成都市青白江区第五轮环卫作业市场化项目 长沙高新区雷高路以东(含雷高路)和火炬城区域环卫保洁业务服务项目
北京环境有限公司	113,655	34,766	天府仁寿(天府新区仁寿片区)城市环卫一体化 PPP 项目 蓬莱市城区三个街道背街小巷及火车站广场周边保洁项目 滁州市城市生活垃圾分类试点小区及公共机构运行服务项目 北京奥林匹克公园 2019 年度园区环卫保洁项目 公主岭市农村环卫一体化服务项目 贵阳机场公共区环卫保洁服务项目 昆明市盘龙区环卫一体化新增喷雾降尘服务项目 北京市东城区道路集约化作业(含地下通道作业)项目 三河市城乡环卫一体化服务项目 宿迁市洋河城区环卫保洁市场化项目
中环洁环境有限公司	102,217	14,986	沈阳市苏家屯区城乡环境卫生作业服务项目
劲旅环境科技有限公司	77,815	3,890	郑州市惠济区 2019 年度部分道路环卫清扫保洁服务项目(1 标段) 抚州市临川区及两个乡镇(连城乡、上顿渡镇)城乡环卫一体化 PPP 项目
东莞市家宝园林绿化有限公司	58,790	4,588	铜仁市大龙经济开发区城乡环卫一体化服务项目 东莞市大屏嶂森林公园 2019 年垃圾清运服务项目 东莞市麻涌镇全镇公厕日常管养维护采购项目 凤凰县城区环卫保洁、生活垃圾清运和餐厨垃圾收运处置市场化服务采购项目
四川能投光大环境卫生管理有限公司	35,733	11,911	资阳市城乡环卫一体化项目
长沙玉诚环境景观工程有限公司	29,545	5,047	萍乡市安源区环卫市场化改革(第二期)采购项目 贵港市港北新城区环卫作业外包服务采购项目(2 标段) 濉溪县背街小巷、老旧小区(含无物业小区、单位家属院)环卫一体化项目

河北昌润达环境工程有限公司	27,197	9,065	定州市城区环境卫生作业市场化服务项目
成都三创市容环境管理有限责任公司	24,558	3,446	曲周县城区环卫一体化政府购买服务项目
威海华健市政工程有限公司	24,249	4,849	东乌珠穆沁旗环境卫生综合服务特许经营项目
			威海火炬高技术产业开发区环卫园林市场化项目

资料来源：环境司南，中原证券

北控城市资源集团有限公司拟在香港联交所上市，环卫资产证券化开启。目前国内暂无纯环卫服务公司在 A 股上市，仅侨银环保、玉禾田处于拟上市阶段。而北控城市资源集团有限公司于 19 年 5 月宣布在香港联交所上市，宣布头部企业资产证券化进程加速。根据弗若斯特沙利文的统计数据，北控城市资源集团有限公司为中国第四大环境卫生服务商，其市场份额占比 1.6%。截至 18 年 12 月 31 日，公司运营的 106 个环卫服务项目涵盖国内 22 个省、市及自治区，18 年环卫服务业务实现营业收入 16.13 亿元，主营业务收入占比 72.90%。我们认为作为国内排名靠前的环卫服务企业上市融资除了增强资本实力，为扩大业务版图奠定基础外，也能够从侧面说明行业发展较为迅速，对资金的需求较大。随着环卫市场化加速和市场集中度的提升，行业参与者过多致盈利能力下滑的情况有望改善。

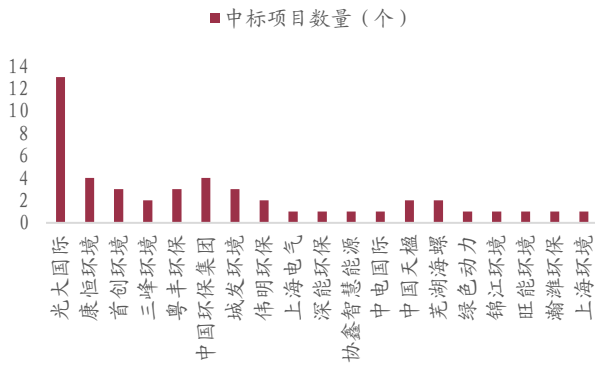
2) 生活垃圾焚烧处理市场

监管趋严，生活垃圾焚烧发电厂超标排放或将迎处罚。19 年 4 月，生态环境部表示要与发改、税务等部门联动，对超标排放的生活垃圾焚烧发电厂采取核减电价补贴，限制享受增值税“即征即退”的政策措施。目前国内的 353 家生活垃圾焚烧发电厂已经完成了“装、树、联”任务，后续新增生活垃圾发电厂也按照此要求建设。电费补贴和增值税即征即退对企业影响巨大。国内领先的垃圾焚烧发电厂排污标准超过欧盟 2000 标准，新政策对此类公司影响不大；而超标排放企业存在增加烟气治理投资，运营成本提升的压力。

19 年 1—4 月垃圾焚烧发电项目订单释放明显。中国固废网统计数据显示：19 年 1—4 月我国进入招标、发布资格预审、预中标、中标和签约的生活垃圾焚烧发电项目达 76 个，总设计处理能力 8.46 万吨/年，总投资金额 448.54 亿元。值得一提的是，19 年我国生活垃圾焚烧发电项目延续 18 年向好趋势，但县级市垃圾焚烧发电项目和扩建项目明显增加。一方面，反映了生活垃圾焚烧处理作为主流处理工艺，其市场渗透率逐步提高；另一方面，生活垃圾产量的持续增长使原有的垃圾焚烧发电厂饱和，带来了新增市场需求。

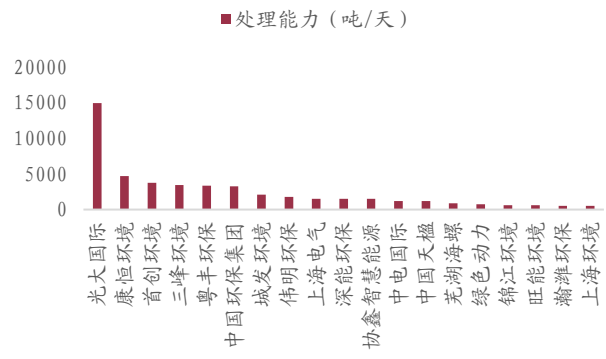
从项目分布来看，河南、河北、山东等区域释放垃圾焚烧项目数量较多。中国光大国际、中国环境集团、康恒环境、首创环境等领先垃圾焚烧发电企业获取项目偏多，市场总体呈现强者恒强的趋势。我们认为，目前生活垃圾焚烧发电市场无论从技术工艺还是投融资等方面已经非常成熟，企业间的差异性不大。因此，前端具备较强的项目获取能力、融资渠道丰富成本低廉、运营经验丰富的行业领先企业继续领跑行业。19、20 年生活垃圾焚烧发电市场处于持续的投运阶段，上游的设备购置、建设以及后端的垃圾处理和上网运营收入均有望保持稳健增长。

图 7: 19 年 1—4 月我国垃圾焚烧发电企业中标情况



资料来源: 中国固废网, 中原证券

图 8: 19 年 1—4 月我国垃圾焚烧发电新增处理能力



资料来源: 中国固废网, 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环比增长有所放缓。根据一和环境的统计, 截至 19 年 3 月 31 日, 我国持有危险废物处理经营许可证的企业家数 2335 家 (比上月增加 61 家), 持有的牌照数量 2500 张 (比上月增加 61 张), 核准经营规模 9430.5 万吨 (比上月增加 244.2 万吨, 增长 2.66%)。月度牌照发放数量和新增处理能力环比增速有所放缓。从牌照发放结构来看, 仅利用资质为 1450 家, 仅处理资质 612 家, 同时具备利用和处置资质企业 224 家, 综合经营资质 78 家。

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, 上述省份 3 月分别新增核准经营能力-53.94 万吨、40.9 万吨、114.66 万吨、25.6 万吨、-1 万吨。

表 2: 截至 19 年 3 月 31 日我国各省危废核准经营规模及环比增速 (单位: 万吨/年)

省份	2019M2	2019M3	环比增速 (%)
江苏省	1579.18	1525.24	-3.42
浙江省	814.09	854.99	5.02
山东省	549.9	664.56	20.85
广东省	488.85	514.45	5.24
河南省	480.3	479.3	-0.21
新疆维吾尔自治区	452.25	464.4	2.69
云南省	413.58	397.65	-3.85
安徽省	400.13	398.18	-0.49
湖南省	364.1	335.6	-7.83
江西省	360.46	360.46	0.00
陕西省	350.01	402.95	15.13
湖北省	327.12	318.33	-2.69
内蒙古自治区	322.57	359.28	11.38
吉林省	294.29	291.29	-1.02
河北省	227.08	227.08	0.00
重庆市	225.53	243.65	8.03
贵州省	179.97	179.97	0.00
青海省	179.03	176.53	-1.40

辽宁省	161.5	142.11	-12.01
福建省	144.82	154.39	6.61
广西壮族自治区	142.85	144.92	1.45
天津市	119.1	117.64	-1.23
上海市	117.11	118.11	0.85
宁夏回族自治区	107.93	136.73	26.68
山西省	101.43	101.43	0.00
四川省	96.69	135.49	40.13
甘肃省	83.98	83.98	0.00
黑龙江省	56.21	56.21	0.00
北京市	37.64	37.64	0.00
海南省	8.59	7.93	-7.68
西藏自治区	0	0	#DIV/0!
合计	9186.3	9430.5	2.66

资料来源：一和环境，中原证券

浙江地区印发危险废物利用处置设施建设规划（征求意见稿），弥补市场处理缺口。浙江地区作为危险废物产量大省，仍面临着处理设施建设不力，产能缺口迟迟不能填补的问题。19年3月浙江省生态环保厅印发了《浙江省危险废物利用处置设施建设规划修编(2019-2022年)(征求意见稿)》，对全省的危险废物利用设施进行规划。2017年浙江省危险废物产量385.5万吨，其中工业危险废物约377.5万吨，医疗废物产量8万吨。产生量排名前6位的为宁波、嘉兴、杭州、温州、湖州、绍兴，合计产量293万吨，占全省的76.1%。

截至18年7月，浙江省共有危险废物处置能力793万吨/年（其中工业危险废物持证经营单位处置能力135.9万吨/年、利用能力539.6万吨/年，医疗废物持证经营单位处置能力10.3万吨/年，企业自建设施能力60万吨/年，生活垃圾填埋场实际填埋飞灰能力约47万吨/年）。浙江省共有危险废物利用处置企业212家，其中持有危险废物经营许可证的处置企业173家（工业危险废物161家，医疗废物12家），有自建利用处置设施的企业39家。产能分布为：焚烧产能34.4万吨/年，填埋产能16.78万吨/年，协同处置84.7万吨/年，综合利用591.6万吨/年，医疗废物10.33万吨/年，企业自建60万吨/年，生活垃圾飞灰填埋能力47万吨/年。

规划披露预计浙江省除了宁波、湖州、绍兴、衢州外，其余7市仍不同程度存在危险废物利用处置能力缺口，累计各市缺口约42万吨/年。因此，各市拟于2019年建成17个总能力为57万吨/年的危险废物利用处置项目，4个总库容约55万方的飞灰专用填埋场（按照生活垃圾填埋场标准建设），从而满足“危险废物不出市”的要求。

新股惠城环保拟上市，募投资金拟用于废催化剂再生及利用项目。青岛惠城环保科技股份有限公司拟向社会公众发行人民币普通股2500万股，占发行后总股本的25%，扣除发行费用后用于3万吨/年FCC催化装置固体废弃物再生及利用项目、1万吨/年工业固废处理及资源化利用项目以及补充营运资金和偿还银行贷款。公司主营业务是为炼油企业提供废催化剂处理处置服务，研发、生产、销售FCC催化剂（新剂）、复活催化剂、再生平衡剂等资源化综合利用产品。18年公司资源化综合利用产品3.01亿元，营业收入占比87.49%；危险废物处理处置收

入 0.37 亿元，占比 10.77%。资源化产品业务呈现快速增长趋势。

(3) 再生资源领域

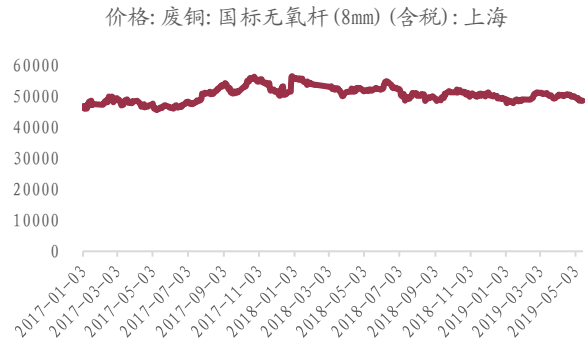
废铜价格小幅上涨。4 月机件生铝（广东清远）、废铜（国标无氧杆上海）、废钢（唐山）均价分别为 10750、51908.89、2450.45 元/吨，分别环比增长 0.38%、3.28%、-0.88%。废旧箱板纸一级 4 月价格维持 2200 元/吨左右。

图 9：我国部分地区废铝价格走势（单位：元）



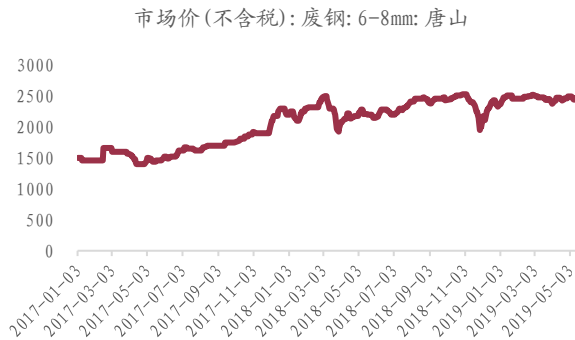
资料来源：Wind，中原证券

图 10：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 11：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 12：我国再生资源废纸价格指数



资料来源：再生资源信息网，中原证券

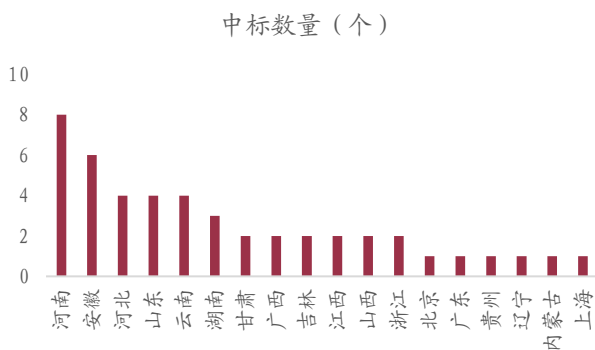
(4) 污水处理运营和污水处理设备及工程

《城镇污水处理提质增效三年行动方案（2019-2021 年）》印发。为加快补齐城镇污水收集和设施短板，尽快实现污水管网全覆盖、全收集、全处理，经国务院同意，住房和城乡建设部、生态环境部、发展改革委于 2019 年 4 月 29 日印发《城镇污水处理提质增效三年行动方案(2019-2021 年)》。方案要求逐步建立以 5—10 年为周期的长效机制和费用保障机制，加快生活污水处理设施改造和建设，健全管网建设质量管控机制。

19年4月水务PPP项目中标数量和金额环比双升。中国水网的统计数据显示：19年4月社会资本合计中标49个水务PPP项目，总投资金额235亿元。其中包含19个市政污水处理项目、11个水环境治理项目、6个村镇污水项目、5个供水项目、3个工业废水项目、2个管廊项目和3个其他项目。

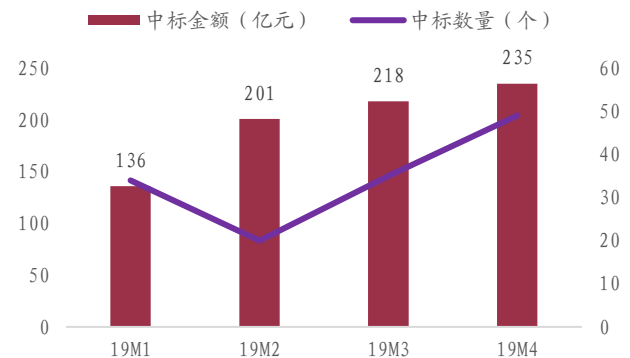
从区域分布上看，河南、安徽排名较为靠前。细分领域方面，水环境治理投资占比51%、市政污水处理26%、村镇污水处理12%、市政供水2%、管廊2%、工业废水1%、其他6%。北控水务、首创股份中标数量和金额排名靠前，其余中标项目多为本地公司获取。

图 13：19年4月我国水务项目中标情况



资料来源：中国水网，中原证券

图 14：19年1—4月我国水务项目中标数量和规模



资料来源：中国水网，中原证券

中国光大水务完成港股上市。中国光大水务于2019年4月24日至29日进行招股，并于5月8日完成在香港联交所上市。公司成立于2003年，主营业务涵盖市政污水处理、工业污水处理、水环境治理以及其他业务。截至18年12月31日，投入项目包含64个BOT项目和18个TOT项目，市政污水处理能力380万吨/日，市场份额2%。2016—18年公司实现营业收入总收入24.94亿、35.91亿、47.68亿港元，净利3.72亿、5.81亿、7.37亿港元。目前A股和港股水务类上市公司数量较多，整体估值较低。而且18年水环境治理类公司面临资金收紧、去杠杆等问题，部分扩张激进公司爆发债务问题。光大水务的上市有利于解决自身资金瓶颈，扩大在水环境治理领域的业务开拓。

(5) 环境监测设备及系统

2019年4月大额环境监测订单较少。根据中国政府采购网的不完全统计，主要环境监测设备类公司4月总体中标超过500万以上金额订单较少。其中，盈峰环境旗下的宇星科技获得大额订单。订单为聊城市乡镇（街道、工业园区）环境空气质量自动监测站建设目标B，涉及采购金额3119.28万元。

表 3：2019年4月环境监测设备上市公司500万以上中标订单情况

公司	中标名称	项目金额 (万元)
先河环保 (科迪隆、广西)	廊坊市生态环境局全市乡镇空气自动监测站运行维护服务	808.2
先得)	中山市环境保护局中山市河涌水质自动监测平台建设项目 08包	708
	驻马店市大气污染防治第三方专家团队技术咨询服务	517

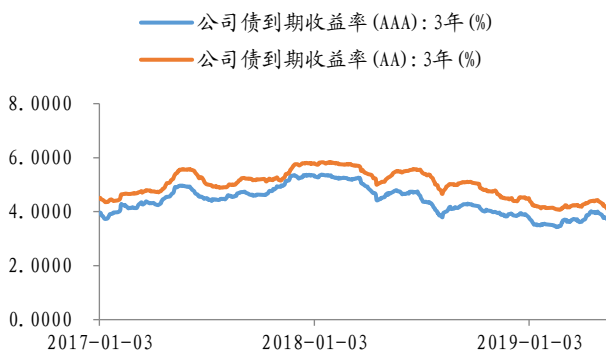
资料来源: 中国政府采购网, 中原证券

(二) 板块融资环境及融资进度情况

4月社融存量增速下滑。中国人民银行公布的4月金融统计数据显示: 4月末社会融资规模存量 209.68 万亿元, 同比增长 10.4%, 比上月底回落 0.3 个百分点; 其中对实体经济发放的人民币贷款余额 141.85 万亿元, 同比增长 13.5%, 比上月底回落 0.3 个百分点。从结构上来看, 4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 67.7%, 同比高 1.9 个百分点; 地方政府专项债券余额 3.8%, 同比高 0.8 个百分点。尽管社融存量增速回落, 但是总体延续反弹趋势。1-4月社融规模增加 9.54 万亿元, 比去年同期提高 0.6 个百分点, 体现目前融资状况比 18 年有明显改善。

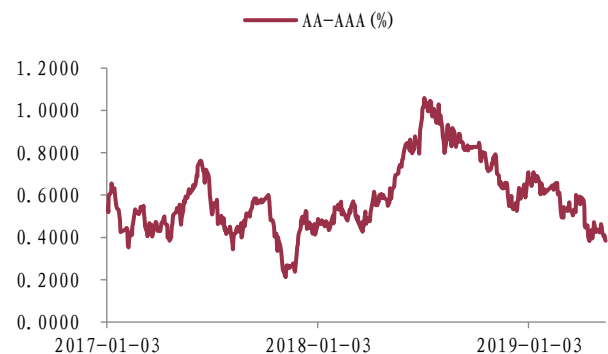
延续3月趋势, 公司债到期收益率回升, 信用利差缩减。2019年4月交易所三年期 AAA 级公司债平均到期收益率 3.8740%, 环比回升个 0.1994 个百分点; 三年期 AA 级公司债券平均收益率 4.3443%, 环比回升 0.1356 个百分点; 而平均信用利差 0.4703%, 环比缩减 0.0638 个百分点。

图 15: 19 年 4 月我国公司债到期收益率回升



资料来源: Wind, 中原证券

图 16: 19 年 4 月份信用利差持续收窄



资料来源: Wind, 中原证券

发行可转换公司债券和股票数量较多。19 年 4 月中旬至 5 月中旬, 环保上市公司发行短期融资券和公司债券数量较少, 仅首创股份发行 180 天超短期融资券和兴蓉环境发行 5 年期绿色债券。值得关注的是, 博世科和博天环境宣布公开发行业股票, 国祯环保非公开发行股票获得发审委通过, 洪城水业非公开发行股票进入反馈意见回复阶段。旺能环境发布公告拟发行 14.5 亿元可转换债券预案。环保融资驱动的商业模式造成企业在扩张期需要不断的融资。目前环保领域募投项目整体投资回报率不高。尽管权益融资能够降低公司资产负债率水平, 加速项目落地, 但对股本的稀释不利于每股收益的提升。

表 4: 19 年 4 月—5 月中旬环保上市公司直接融资进度

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
德创环保	发行可转换公司债券	2	6 年	—	申请撤回	民企

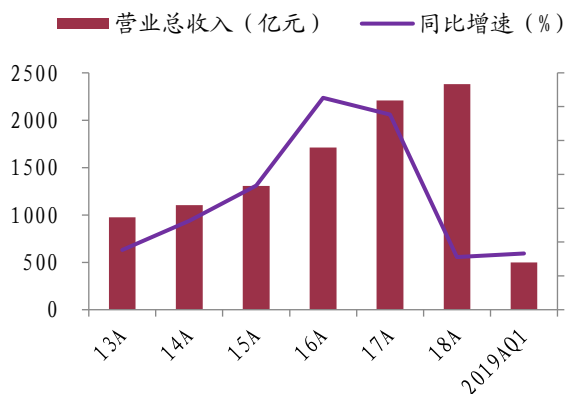
首创股份	超短期融资券	5	180	3.15	完成发行	国企
国祯环保	非公开发行股票	10	—	—	发审委通过	民企
兴蓉环境	绿色债券	8	5年	4.26	完成发行	国企
洪城水业	非公开发行股票	8.94	—	—	反馈意见回复	国企
博世科	公开发行股票	7.1	—	—	预案	民企
博天环境	公开发行股票	8	—	—	预案	民企
中环环保	可转换债券	2.9	6年	—	核准批复	民企
上海环境	可转换债券	21.7	6年	—	发审委通过	国企
旺能环境	可转换债券	14.5	6年	—	预案	民企

资料来源：公司公告，中原证券

(三) 其他一环保公司 18 年年报及 1 季报情况

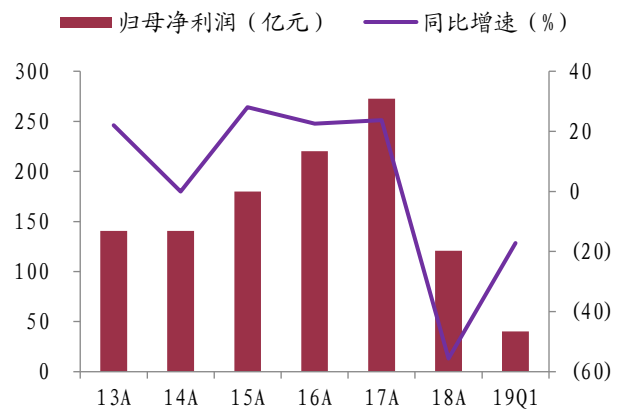
18 年板块净利润大幅降低，1 季度净利润跌幅有所收窄。截至 19 年 4 月 30 日，78 家环保公司实现营业总收入 2379.41 亿元，同比增长 7.78%；归属于上市公司股东的净利润 120.92 亿元，同比下滑 55.62%。19 年 1 季度 78 家公司实现营业总收入 497.34 亿元，同比增长 8.30%；归属于上市公司股东的净利润 40.08 亿元，同比下滑 17.21%。

图 17：18 年我国环保上市公司营收增速骤降



资料来源：Wind，中原证券

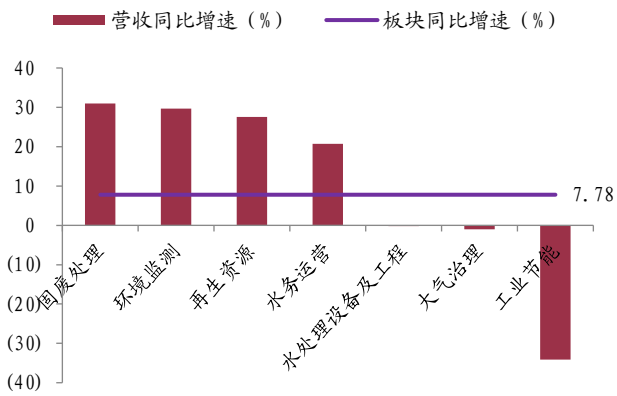
图 18：18 年我国环保上市公司净利润下滑显著



资料来源：Wind，中原证券

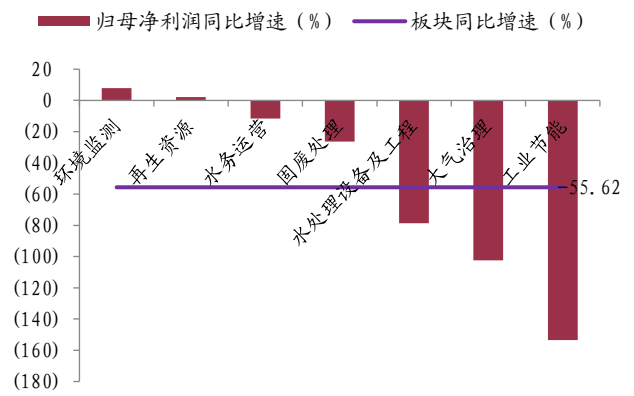
细分板块营收增速排名：固废处理 (30.94%)、环境监测 (29.69%)、再生资源 (27.57%)、水务运营 (20.75%)、水处理设备及工程 (-0.15%)、大气治理 (-0.99%)、工业节能 (-34.08%)。细分板块归属于上市公司股东净利润增速排名：环境监测 (7.93%)、再生资源 (2.06%)、水务运营 (-11.56%)、固废处理 (-26.27%)、水处理设备及工程 (-78.60%)、大气治理 (-102.40%)、工业节能 (-153.46%)。

图 19: 18 年环保七大细分领域营收增速情况



资料来源: Wind, 中原证券

图 20: 18 年环保七大细分领域利润增速情况



资料来源: Wind, 中原证券

表 5: 18 年我国环保上市公司经营业绩情况

细分子行业	代码	名称	营业总收入 (亿元)	同比增速 (%)	归属于上市公司股东的净利润 (亿元)	同比增速 (%)
大气治理	600388	龙净环保	94.02	15.90	8.01	10.62
	600526	*ST 菲达	35.21	-7.47	-4.22	-152.89
	002499	*ST 科林	0.83	-90.68	-5.39	-1,394.23
	600292	远达环保	36.76	12.20	1.26	15.61
	300187	永清环保	9.51	-22.61	-1.67	-216.11
	603177	德创环保	7.46	-6.59	0.13	-66.39
	300385	雪浪环境	9.60	17.32	0.43	-28.21
	002573	清新环境	40.88	-0.16	5.25	-19.45
	300105	龙源技术	4.64	-22.17	0.08	-47.83
	300056	三维丝	7.86	-39.92	-4.29	-1,119.65
	水务运营	601368	绿城水务	13.37	7.44	2.79
600008		首创股份	124.55	34.14	7.19	17.55
600874		创业环保	24.48	13.93	5.01	-1.39
300388		国祯环保	40.06	52.44	2.81	44.61
300664		鹏鹞环保	7.72	-4.45	1.68	-23.29
000544		中原环保	10.27	5.19	4.14	28.53
601158		重庆水务	51.71	15.38	14.22	-31.12
000598		兴蓉环境	41.60	11.48	9.88	10.30
600168		武汉控股	14.51	16.02	2.80	-14.64
600461		洪城水业	43.78	23.52	3.36	22.64
000605		渤海股份	15.67	-5.79	0.60	-47.07
601199		江南水务	8.99	-18.39	1.95	-20.49
000685		中山公用	20.37	15.74	6.86	-36.58
603817		海峡环保	4.82	38.38	1.17	17.34
603797		联泰环保	2.51	36.17	0.74	13.79
600283		钱江水利	10.68	8.81	0.58	-20.13
600187		国中水务	4.68	6.41	0.10	-41.69
污水处理设备及工程	300070	碧水源	115.18	-16.34	12.45	-50.41

300334	津膜科技	6.86	8.41	0.12	117.81	
300055	万邦达	13.24	-36.06	-0.79	-125.98	
300172	中电环保	7.98	17.33	1.22	3.46	
300422	博世科	27.24	85.49	2.35	60.37	
000920	南方汇通	11.05	2.06	0.88	-23.09	
300262	巴安水务	11.04	21.33	1.23	-14.35	
300425	环能科技	11.86	46.17	1.37	48.64	
300145	中金环境	43.63	14.36	4.30	-27.17	
300266	兴源环境	23.16	-23.60	-12.68	-450.76	
002310	东方园林	132.93	-12.69	15.96	-26.72	
603603	博天环境	43.36	42.35	1.85	-8.50	
300362	天翔环境	3.51	-62.68	-17.44	-2,770.05	
603200	上海洗霸	4.14	37.45	0.80	39.25	
603903	中持股份	10.34	95.36	0.93	48.95	
300692	中环环保	3.90	67.78	0.60	19.25	
000711	京蓝科技	24.91	37.77	1.03	-64.56	
300631	久吾高科	4.72	60.93	0.55	22.14	
300437	清水源	17.12	103.55	2.47	118.10	
000068	华控赛格	2.06	-50.14	-1.33	-507.58	
固废处理	601200	上海环境	25.83	0.66	5.78	14.21
	600323	瀚蓝环境	48.48	15.38	8.76	34.23
	002034	旺能环境	8.36	-40.47	3.06	30.44
	601330	绿色动力	10.55	34.43	2.73	32.11
	000826	启迪桑德	109.94	17.48	6.44	-48.53
	000035	中国天楹	18.47	14.58	2.16	-2.60
	002672	东江环保	32.84	5.95	4.08	-13.83
	603568	伟明环保	15.47	50.29	7.40	46.01
	300190	维尔利	20.65	45.64	2.32	67.53
	603588	高能环境	37.62	63.20	3.25	69.12
	000967	盈峰环境	130.45	46.81	9.29	64.02
	603686	龙马环卫	34.44	11.63	2.36	-9.12
	300090	盛运环保	5.15	-62.04	-31.13	-136.11
	600475	华光股份	74.54	27.42	4.19	5.20
	002534	杭锅股份	35.72	2.02	2.44	-41.51
再生资源	002645	华宏科技	19.16	47.38	1.57	26.78
	600217	中再资环	31.36	14.61	3.16	31.58
	002340	格林美	138.78	29.07	7.30	19.66
	601388	怡球资源	62.97	16.95	0.98	-69.80
环境监测	002658	雪迪龙	12.89	18.87	1.79	-16.54
	002322	理工环科	9.96	18.30	2.57	-8.08
	300165	天瑞仪器	10.24	29.30	0.36	-65.12
	300137	先河环保	13.74	31.80	2.59	37.87
	300203	聚光科技	38.25	36.63	6.01	33.93
工业节能	300156	神雾环保	0.51	-98.18	-14.94	-513.75
	002665	首航节能	5.75	-56.84	-6.40	-781.58

000820	*ST 节能	0.13	-98.82	-7.01	-539.42
002479	富春环保	30.10	-9.42	1.25	-63.61
603126	中材节能	18.74	11.26	1.30	-2.50
300332	天壕环境	19.74	-0.49	0.84	-6.41
300072	三聚环保	153.81	-31.57	5.06	-80.09

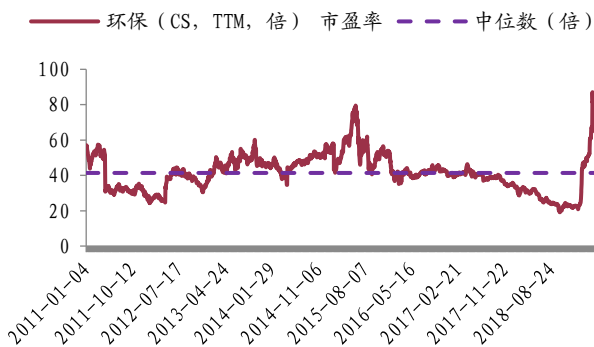
资料来源: Wind, 中原证券

3. 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5月17日, 环保(中信)指数 PE(TTM) 为 79.76 倍, 相对于中小板指数估值(TTM) 比值为 3.35 倍, 接近历史高位水平。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。

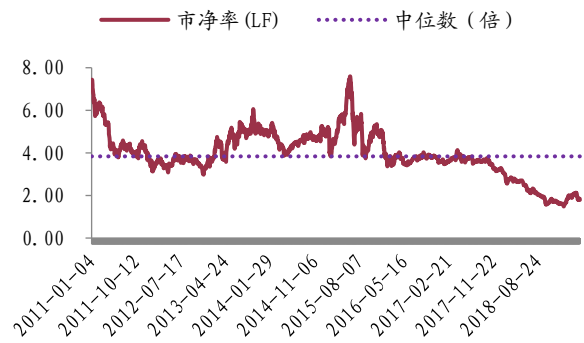
截至 19 年 5 月 17 日, 中信环保指数 PB(LF) 为 1.78 倍, 仍显著低于历史平均值 3.84 倍, 估值优势仍存在。近期中美贸易不确定性成为影响市场预期的重要变量, A 股市场出现较大幅度的下跌。而环保上市公司中属于中小创的居多, 跟随市场跌幅较大。考虑到 19 年市场融资环境的改善, 环保治理需求紧迫性以及微观层面上上市公司业绩的改善预期, 维持板块“同步大市”投资评级。

图 21: 环保指数(中信)历史 PE 变化情况(倍)



资料来源: Wind, 中原证券

图 22: 环保指数(中信)历史 PB 变化情况(倍)



资料来源: Wind, 中原证券

投资主线:

建议关注固废处理产业链中的环卫服务和垃圾焚烧发电领域的领先公司。

重点关注标的: 盈峰环境、瀚蓝环境。

表 6: 重点公司估值表

公司简称	总股本/ 亿股	流通股/ 亿股	股价(元, 5.17)	EPS (元)		每股净资产 (19A1)	PE(倍)		PB(19A1)	投资评 级
				2019E	2020E		2019E	2020E		
盈峰环境	31.63	11.47	6.51	0.48	0.55	4.65	13.56	11.84	1.40	增持
瀚蓝环境	7.66	7.66	15.22	1.23	1.42	7.86	12.37	10.72	1.94	增持

资料来源: Wind, 中原证券

4. 风险提示

- 1) 系统性风险;
- 2) 环保政策执行力度不及预期;
- 3) 行业参与者较多致竞争加剧, 业务毛利率降低。

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。