

增持

——维持

日期：2019年06月04日

行业：环保行业



分析师：冀丽俊

Tel: 021-53686156

E-mail:jilijun@shzq.com

SAC 证书编号：S0870510120017

研究助理：熊雪珍

Tel: 021-53686180

E-mail:xiongxuezheng@shzq.com

SAC 证书编号：S0870117080002

证券研究报告/行业研究/中期策略

看好细分领域龙头企业，追求成长确定性

——2019年环保行业中期投资策略

■ 主要观点

优选高景气度子板块，追求成长确定性

经过年初的反弹修复、再回调，当前环保行业估值仍处 5 年历史低位附近。环保企业通过工程项目扩大规模，融资依赖度较高，易受宏观信用紧缩影响，市场对环保企业盈利能力担忧情绪较重。但环保仍是刚需，当前时间节点我们继续看好高景气度、运营模式清晰的子行业，追求成长确定性。固废处理作为重资产运营类资产，龙头企业经营稳健。其细分赛道渗滤液、餐厨垃圾处理市场景气度较高，虽然目前规模较小，但行业天花板高，看好优质企业受益行业成长带来的业绩弹性。非电行业大气治理仍是环保重点任务之一，按照钢铁行业大气治理时间节点来看，市场空间有望 2020 年前集中释放。板块龙头企业龙净环保 2018 年新增非电行业订单也已超过电力行业，在后续市场逐步释放时，看好龙头企业优先受益。

流域治理规划提振环保项目市场需求

3 月份《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》发布后，各地进一步加强入库审核和规范管理，持续清理不合规项目，PPP 规范管理力度延续，政府加大对规范 PPP 项目的推进力度。PPP 管理库累计长江经济带落地项目投资额 4.4 万亿元，占管理库的 51.5%，今年出台的多项区域性规划将直接提振环保行业需求，融资改善预期叠加减税，项目运营经验丰富的优质环保企业估值有望回暖。

板块估值已在 5 年低位，下调空间有限

板环保板块的估值及相对沪深 300 溢价率接近五年低位。板块经历年初以来的反弹和下跌后，截至 5 月 31 日，环保板块（TTM 整体法，剔除负值）市盈率为 20.82 倍，相对沪深 300 的估值溢价率为 81.38%，市净率为 1.69（整体法，剔除负值），相对沪深 300 的估值溢价率为 22.14%，均处在历史低位，板块继续下调空间有限。

■ 投资建议：评级未来十二个月内，行业评级“增持”

■ 风险提示

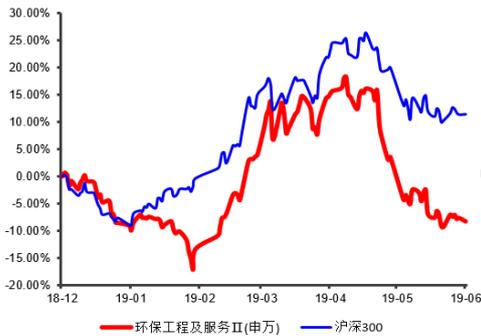
环保政策推进不及预期的风险；宏观信贷政策变化的风险；行业竞争加剧的风险等。

■ 数据预测与估值：

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
伟明环保	603568.SH	19.88	0.80	0.98	1.16	24.85	20.29	17.14	增持
维尔利	300190.SZ	5.80	0.30	0.43	0.58	19.56	13.35	10.05	谨慎增持
龙净环保	600388.SH	12.10	0.75	0.83	0.99	16.13	14.58	12.22	谨慎增持
国祯环保	300388.SZ	9.20	0.51	0.72	0.93	18.04	12.78	9.89	暂未评级

资料来源：上海证券研究所，股价为 2019 年 6 月 3 日收盘价，伟明环保 EPS 预测值按最新股本计算，国祯环保数据源于 Wind 一致预期

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号：JLJ19-AIT03

目 录

一、板块行情分化明显，归母净利润出现负增.....	4
1.1 板块业绩增速回落，盈利能力降低.....	4
1.2 现金流继续承压.....	6
1.3 融资环境有望改善.....	7
二、环保板块走势低迷，看好龙头企业的估值修复.....	9
2.1 融资难+部分企业债务问题，板块市场行情持续低迷.....	9
2.2 板块估值接近5年最低位.....	10
三、优选高景气度细分领域：追求成长确定性.....	12
3.1 现金流稳健，关注环保运营类资产——垃圾焚烧处理....	12
3.2 固废处理高景气度细分赛道——渗滤液处理、餐厨垃圾	13
3.3 大气治理仍为环保重点工作.....	17
3.4 流域治理规划提振环保PPP项目市场需求.....	18
四、环保行业评级与策略.....	20
4.1 维持环保行业“增持”评级.....	20
4.2 投资策略.....	20
五、重点公司.....	20
六、风险提示.....	22

图

图 1 环保板块营收、净利润情况 (亿元, %)	4
图 2 细分子行业营收、归母净利润情况 (亿元, %)	4
图 3 2015-2018 环保细分行业期间费率	6
图 4 2015-2018 环保细分行业财务费率 (%)	6
图 5 2015-2018 环保行业及细分行业有息负债	6
图 6 2015-2018 环保及细分行业有息负债/股东权益	6
图 7 2015-2018 环保及细分行业应收账款 (亿元)	7
图 8 2015-2018 环保及细分行业经营性现金流 (亿元)	7
图 9 2015-2018 环保及细分投资活动现金流 (亿元)	7
图 10 2015-2018 环保及细分筹资活动现金流 (亿元)	7
图 11 2019 年年初至 5 月 31 日环保行业走势对比 (%)	9
图 12 环保板块年初至今跌幅居前 (%)	10
图 13 环保细分子版块年初至 5 月 31 日涨跌幅	10
图 14 环保板块 PE 及相对沪深 300 溢价率 (2014/06/03-2019/05/31)	11
图 15 环保板块 PB 及相对沪深 300 溢价率 (2014/06/03-2019/05/31)	11
图 16 垃圾焚烧处理量、填埋处理量情况 (万吨)	12
图 17 垃圾渗滤液处理需求情况 (万吨)	14
图 18 餐饮业收入情况(亿元)	16
图 19 餐厨垃圾产生量及增速	16
图 20 龙净环保 2018 年新增订单、2019Q1 新增订单情况 (亿元)	18
图 21 4 月管理库净增项目数行业分布(个)	18
图 22 4 月净投资额行业分布 (亿元)	18
图 23 长江经济带管理库累计落地项目及投资额	19

表

表 1 公司营收、归母净利润情况 (亿元, %)	5
表 2 融资环境的利好政策	8
表 3 环保各细分板块的 PE (截至 5 月 31 日)	11
表 4 垃圾焚烧规模较大的 A 股上市公司资产负债率及现金流情况 (2018)	12
表 5 垃圾焚烧运营端、工程端市场空间测算结果	13
表 6 垃圾渗滤液相关政策	14
表 7 垃圾渗滤液市场空间预测	15
表 8 餐厨垃圾处理相关政策	16
表 9 环保类区域规划	19

一、板块行情分化明显，归母净利润出现负增

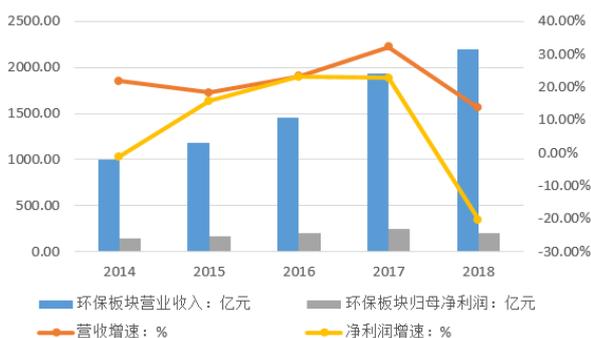
1.1 板块业绩增速回落，盈利能力降低

2018年环保板块业绩增速回落，归母净利润自2015年来首次出现负增，主要系2018年以来宏观信贷政策收缩、PPP监管趋严清库影响企业项目进展，融资成本上升等因素侵蚀利润所致。剔除大额亏损的企业后我们统计了环保板块74家上市企业，板块2018年总计实现营业总收入2194.18亿元，去年同期值1929.09亿元，同比增长13.74%，业绩增速较去年同期的32.18%出现明显回落；实现归母净利润199.03亿元，去年同期值249.80亿元，同比降低20.32%。

从细分子行业板块来看，营收规模最大的为水处理（710.04亿元），其次为园林（598.89亿元），营收规模最小的为土壤修复（77.72亿元），环境监测首次超过大气治理成为第四大细分板块。从营收增速上看，环境监测增速最高，为68.35%，其次为土壤修复，增速为34.15%，基本保持了较高增长。

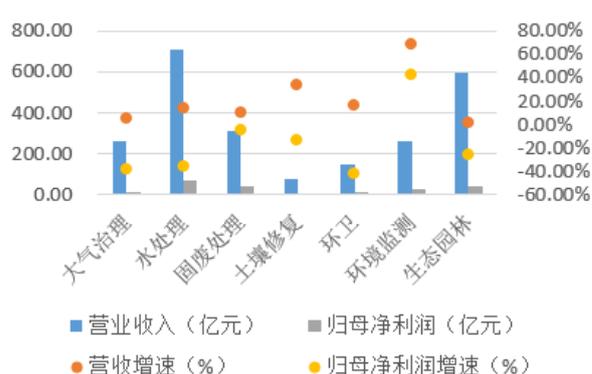
归母净利润方面，最大的为水处理（70.40亿元），其次为固废处理（39.46亿元）。增速方面，仅有环境监测保持了42.50%的高速增长，固废处理受益于运营项目带来的稳定现金流，同比下降5.03%，相对较少。其余大气治理下降38.90%、水处理下降36.16%、土壤修复下降14.12%、环卫下降41.75%，生态园林下降26.08%。

图1 环保板块营收、净利润情况（亿元，%）



数据来源：Wind 上海证券研究所

图2 细分子行业营收、归母净利润情况（亿元，%）



数据来源：Wind 上海证券研究所

对各细分板块按照归母净利润增速排行，虽然细分板块整体净利润负增，但可以看到行业龙头企业表现明显好于其他公司，部分行业龙头企业仍然可以达到50%以上的归母净利润增长。

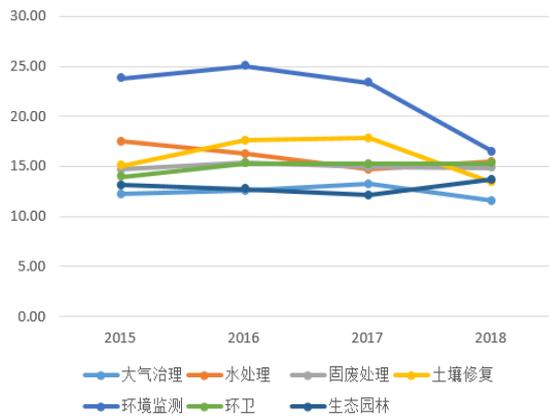
表 1 公司营收、归母净利润情况 (亿元, %)

公司代码	公司名称	归母净利润: 亿元	归母净利润增速: %	营业收入: 亿元	营业收入增速: %
大气治理板块					
600292.SH	远达环保	1.26	15.61	36.76	12.20
600388.SH	龙净环保	8.01	10.62	94.02	15.90
300172.SZ	中电环保	1.22	3.46	7.98	17.33
水处理板块					
300437.SZ	清水源	2.47	118.10	17.12	103.55
300422.SZ	博世科	2.35	60.37	27.24	85.49
603903.SH	中持股份	0.93	48.95	10.34	95.36
300425.SZ	环能科技	1.37	48.64	11.86	46.17
300388.SZ	国祯环保	2.81	44.61	40.06	52.44
固废处理板块					
603568.SH	伟明环保	7.40	46.01	15.47	50.29
600323.SH	瀚蓝环境	8.76	34.23	48.48	15.38
601330.SH	绿色动力	2.73	32.11	10.55	34.43
土壤修复板块					
603588.SH	高能环境	3.25	69.12	37.62	63.20
300190.SZ	维尔利	2.32	67.53	20.65	45.64
环境监测					
000967.SZ	盈峰环境	9.29	64.02	130.45	46.81
300012.SZ	华测检测	2.70	101.63	26.81	26.56
生态园林					
002717.SZ	岭南股份	7.79	52.90	88.43	85.05
300649.SZ	杭州园林	0.52	50.60	5.23	185.01
603388.SH	元成股份	1.35	47.50	12.44	47.80

数据来源: Wind 上海证券研究所

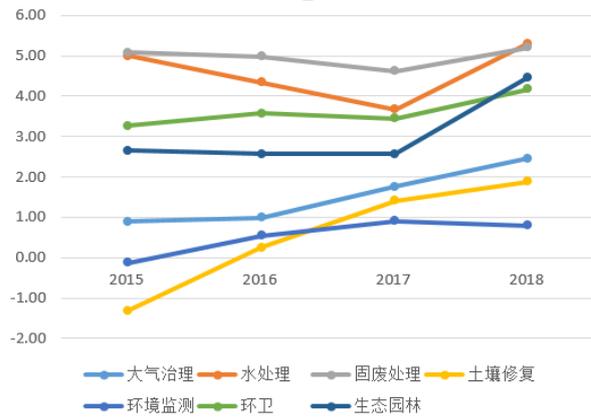
费用率端最高的为环境监测 (16.49%), 但已比去年同期下降 6.86pct, 其次为水处理 (15.48%), 最低的为大气治理 (11.58%)。细分板块方面除大气治理、固废处理、土壤修复、环境监测期间费用率下降, 其余均上升, 其中上升最多的为园林子行业, 费用率上升 1.56pct。财务费用率方面, 仅环境监测同比微减 0.11pct, 基本保持稳定, 其余所有细分板块财务费用率均上升, 其中生态园林、水处理两个 PPP 业务较多的板块上升最多, 分别为 1.88pct、1.64pct。

图 3 2015-2018 环保细分行业期间费率



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 4 2015-2018 环保细分行业财务费率 (%)



数据来源: Wind 上海证券研究所

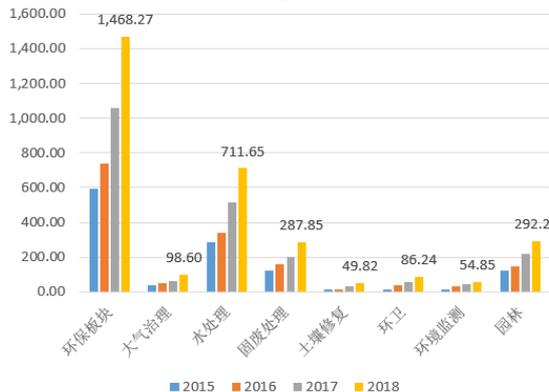
净利率端, 环保板块整体下降 3.71pct, 盈利能力减弱, 细分板块均有所下降。净利率最高的为固废处理 (14.81%), 其中水处理、环卫、土壤修复净利率下降较多, 分别为 7.82pct、5.84pct、4.60pct。
毛利率端环保板块维持稳定, 略升 0.6pct, 毛利率最高的子板块为环境监测 (34.72%)、固废处理 (33.07%)。

1.2 现金流继续承压

我们统计环保及细分板块的有息负债 (短期借款+长期借款), 2018 年环保板块短期借款达到 643.52 亿元, 长期借款达到 824.75 亿元, 分别较上年同期增长 20%、58%, 有息负债大幅增长。负债对股东权益比率 2018 年已达到 46.09%, 从 2015 年来逐年提高, 2018 年已达到近三年最高水平。

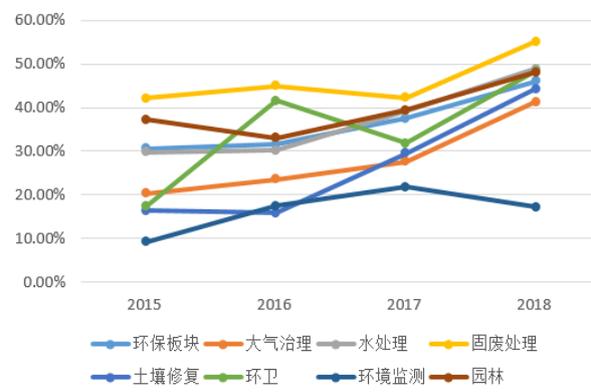
环保板块的有息负债持续走高, 主要是由于环保企业多是通过工程项目来扩大规模, 但也加剧了环保企业对融资的依赖度。高企的有息债务/股东权益在当前环境下增加了企业经营风险。

图 5 2015-2018 环保行业及细分行业有息负债



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 6 2015-2018 环保及细分行业有息负债/股东权益

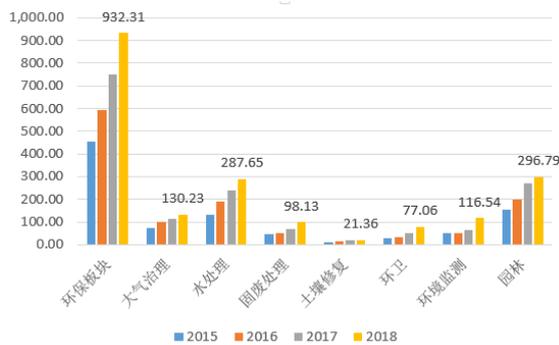


数据来源: Wind 上海证券研究所

环保板块应收账款增长迅速，2018 板块应收账款达到 932.31 亿元，较上年同期增加 24.02%。通常环保类企业议价能力较低，项目回款不及时进一步增加了企业经营压力，同时又影响了融资难度，影响项目推进速度，又对企业经营业绩造成不利影响。

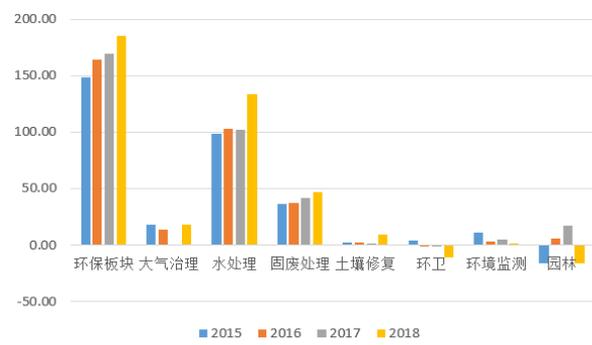
2018 年细分板块经营性现金流，仅园林和环卫板块为负。比较投资活动现金流，2018 年环保板块净流出 641.19 亿元，同比扩大了 18.51%，增速较去年缩窄 4.89pct。筹资活动现金流方面，环保板块筹资现金流较同期下降了 20.43%，一定程度上也反映出了板块融资困难的局面。

图 7 2015-2018 环保及细分行业应收账款 (亿元)



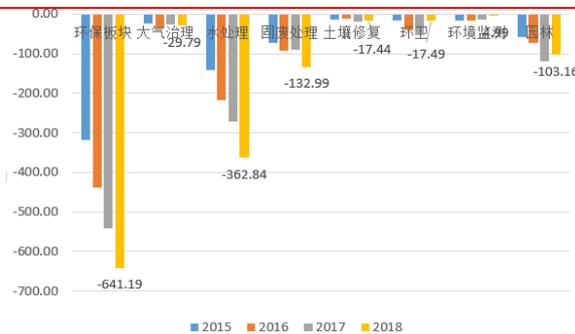
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 8 2015-2018 环保及细分行业经营性现金流 (亿元)



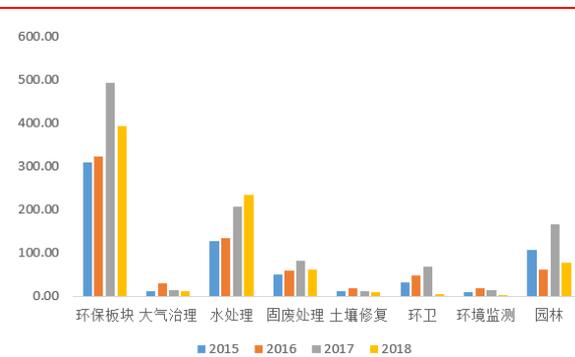
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 9 2015-2018 环保及细分投资活动现金流 (亿元)



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 10 2015-2018 环保及细分筹资活动现金流 (亿元)



数据来源: Wind 上海证券研究所

1.3 融资环境有望改善

2018 年 10 月后陆续出台了一系列支持民营企业发展政策及缓解流动性风险措施，疏通了企业融资渠道。陆续发布的《关于加强中国政企合作投资基金管理的通知》等文件均提出要对民营企业参与的 PPP 项目给予倾斜，会计准则方面，也明确了 PPP 不属于地方政府隐性债务。

表 2 融资环境的利好政策

时间	政策	内容要点
2018.10	国常会指出决定设立民营企业债券融资支持工具。	由中国人民银行运用再贷款提供部分初始资金，由专业机构进行市场化运作，通过出售信用风险缓释工具、担保增信等多种方式，重点支持暂时遇到困难，但有市场、有前景、技术有竞争力的民营企业债券融资。
2018.11	国常会指出即将开展专项清欠活动	解决政府部门和国有大企业拖欠民营企业账款问题
缓解流动性 风险措施		
2018.10	《关于支持证券机构积极参与化解上市公司股票质押风险，支持民营企业发展的通知》	鼓励证券公司充分发挥专业优势，以自有资金或多渠道募集社会资金，通过成立资产管理计划等形式，参与化解民营上市公司流动性风险
2018.11	《关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》	明确了使用募集资金补充流动资金和偿还债务的监管要求。
2018.11	《关于支持上市公司回购股份的意见》	鼓励运用其他市场工具为股份回购提供融资等支持。
PPP 相关		
2018.9	《关于规范推进政府与社会资本合作(PPP)工作的实施意见(征求意见稿)》	指出 PPP 项目形成的中长期财政支出不属于地方政府隐性债务。
2018.11	《关于加强中国政企合作投资基金管理的通知》	要求中国 PPP 基金要积极支持和服务国家重大战略、重点领域，对民营企业参与 PPP 项目要给予倾斜。不能只投大不投小、投发达不投欠发达地区、投国企参与的不投民企参与的 PPP 项目。
2018.11	《政府会计准则第 8 号——负债》	明确负债定义，指出 PPP 项目需要根据公共服务的绩效评价结果进行支付，所以签订合同时并不存在可靠金额支付义务，因此 PPP 未来支出责任并非政府的负债。
2018.11	《关于聚焦企业关切进一步推动优化营商环境政策落实的通知》	缓解中小微企业融资困难
2019.3	《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》	明确 PPP 项目形成的中长期财政支出不属于地方政府隐性债务，有效防控地方政府隐性债务风险，充分发挥 PPP 模式积极作用

数据来源：政府网站，上海证券研究所

环保行业受政策、规划影响推动，环保公司受益于市场上环保项目放量，通过加大融资不断进行项目扩张，提升公司规模、市场份额，随着环保市场从粗放转向规范，从 2017 年年末开始，PPP 监管力度持续，更加重视项目的运营及盈利属性，注重项目的质量。而 2018 年来，宏观信用收紧，资金面紧张，企业高杠杆下的流动性风险爆发，注重资产的质量。从 2018 年的年报数据来看，整体环保企业的现金流压力仍大，但后续随着政府对民企项目的“清欠活

动”的展开，压力或有缓解，细分板块的优质企业业绩表现明显优于其他公司，当前行情下是对环保企业的一个“优胜劣汰”的过程。

二、环保板块走势低迷，看好龙头企业的估值修复

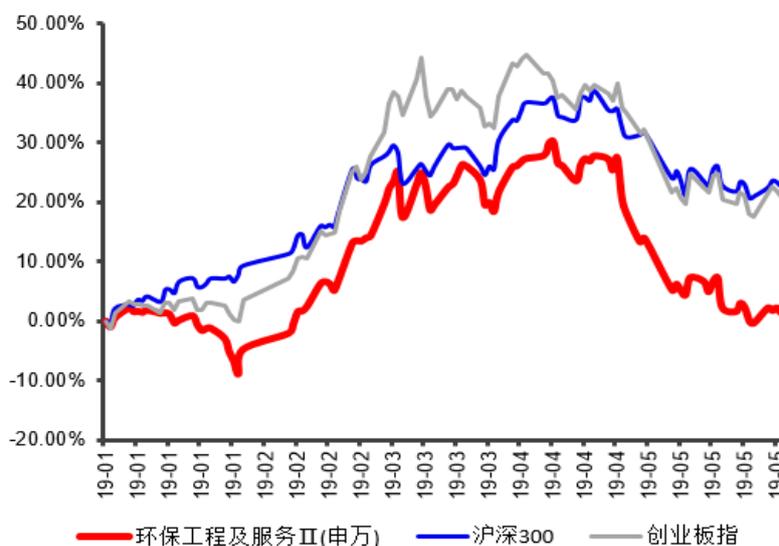
2.1 融资难+部分企业债务问题，板块市场行情持续低迷

今年年初大盘开启反弹行情，环保板块表现弱于大盘，涨幅显著低于市场。年初以来上证综指上涨 16.23%，创业板指上涨 18.64%，沪深 300 上涨 20.56%，环保工程及服务（申万）指数上涨 0.97%，环保板块上涨 6.32%，跑输上证综指 9.91pct、创业板指 12.32pct。

2018 年 10 月份以来，出台了多项缓解二级市场流动性的政策，融资利好频现，民营企业的融资环境有望改善，2019 年年初环保板块行情随着大盘反弹也出现回暖。但年报披露季环保板块业绩受宏观信贷政策影响整体下滑，大盘整体环境也出现回调，环保板块走势持续低迷。

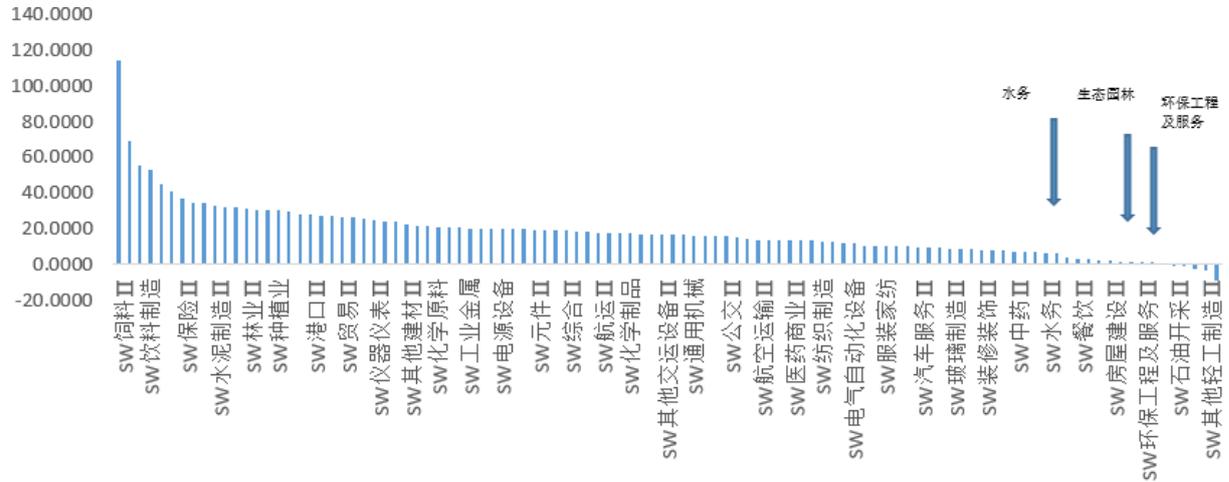
从年初至今，环保工程及服务在申万二级板块中，跌幅居 8/104 位，SW 园林工程位居 10/103 位，SW 水务位居 17/103 位。

图 11 2019 年年初至 5 月 31 日环保行业走势对比 (%)



数据来源: Wind 上海证券研究所

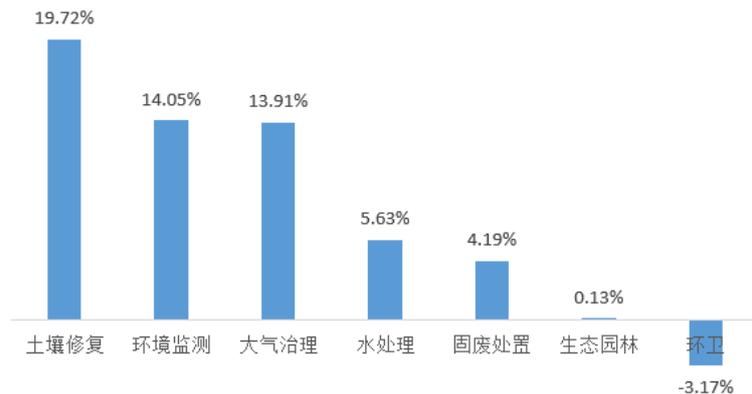
图 12 环保板块年初至今跌幅居前 (%)



数据来源: Wind 上海证券研究所

细分子行业涨跌幅方面, 我们按主营业务分为大气治理、水处理、固废处置、土壤修复、环卫、环境监测及园林子行业。2019 年年初至今仅环卫子行业下跌 3.17%, 生态园林板块涨幅最小 (0.13%)。土壤修复、环境监测、大气治理板块涨幅略大于其他板块。个股涨跌幅方面, 年初至今环保板块中, 涨幅较大的为农尚环境 (生态园林、116.78%, 期间受高送转概念板块拉动影响), 天瑞仪器 (环境监测、45.13%)、雪浪环境 (大气治理, 44.43%)、旺能环境 (固废处理、41.44%); 个股跌幅方面, 东方园林下跌 19.97%, 中国天楹下跌 16.15%, 岭南股份下跌 15.68%。

图 13 环保细分子版块年初至 5 月 31 日涨跌幅



数据来源: Wind 上海证券研究所

2.2 板块估值接近 5 年最低位

环保板块的估值及相对沪深 300 溢价率接近五年低位。板块经历年初以来的反弹和下跌后, 截至 5 月 31 日, 环保板块 (TTM 整体法, 剔除负值) 市盈率为 20.82 倍, 相对沪深 300 的估值溢价率

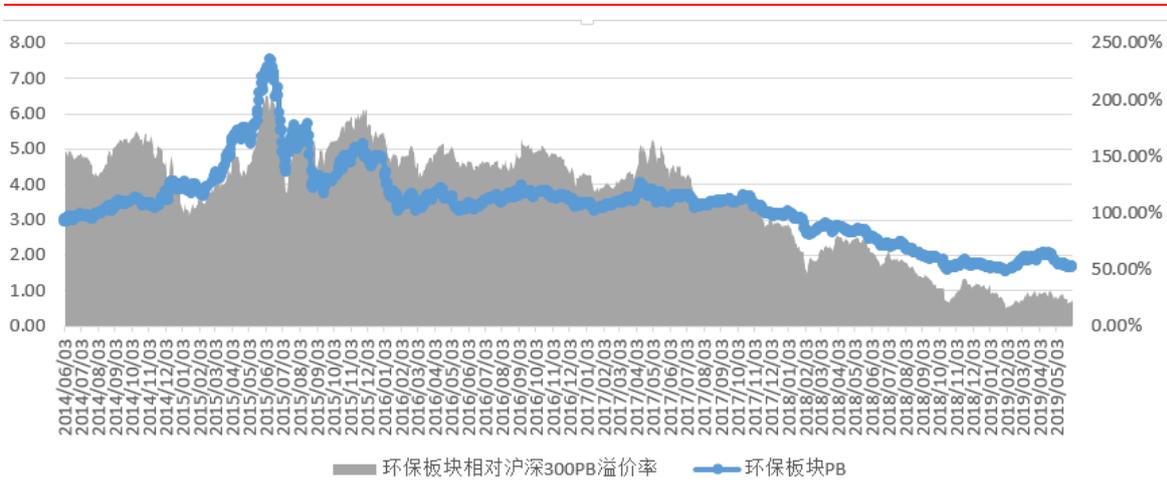
为 81.38%，市净率为 1.69（整体法，剔除负值），相对沪深 300 的估值溢价率为 22.14%，均处在历史低位，板块继续下调空间有限。

图 14 环保板块 PE 及相对沪深 300 溢价率（2014/06/03-2019/05/31）



数据来源：Wind 上海证券研究所

图 15 环保板块 PB 及相对沪深 300 溢价率（2014/06/03-2019/05/31）



数据来源：Wind 上海证券研究所

细分板块方面，土壤修复、园林板块 PE 较低，为 18.01、18.46，生态园林板块多是工程类项目，资金面紧张使得园林企业项目进展不及预期、融资困难，使得其估值下降在细分板块中最为严重。在后续融资环境有望改善的预期下，看好细分环保板块业绩回暖后的估值修复。

表 3 环保各细分板块的 PE（截至 5 月 31 日）

细分板块	PE	相对沪深 300PE 溢价率
水处理	20.05	74.65%
大气治理	22.24	93.73%
固废处置	24.08	109.76%
土壤修复	18.01	56.88%
环卫	23.78	107.14%
环境监测	23.31	103.05%
园林	18.46	60.80%
沪深 300	11.48	

数据来源: Wind, 上海证券研究所

三、优选高景气度细分领域：追求成长确定性

3.1 现金流稳健，关注环保运营类资产——垃圾焚烧处理

固废处理子行业虽然属于重资产，但由于其项目盈利模式清晰，生活垃圾焚烧业务收入主要来源于垃圾处理费及焚烧发电费，盈利保障力度较大，企业现金流相对充裕。虽然固废处理子板块归母净利润出现微跌，但仍可以看到龙头企业依然表现优异，分化明显。

表 4 垃圾焚烧规模较大的 A 股上市公司资产负债率及现金流情况 (2018)

公司代码	公司名称	资产负债率	ROE	现金流：亿元			
				经营活动 净现金流	投资活动 净现金流	筹资活动净 现金流	经营活动净现金流/营 收 (%)
601200.SH	上海环境	51.22	9.76	10.00	-29.03	20.22	38.73
603568.SH	伟明环保	46.23	24.05	7.44	-8.76	7.96	48.08
600323.SH	瀚蓝环境	61.05	15.01	16.52	-20.51	3.26	34.07
000035.SZ	中国天楹	62.60	6.68	2.10	-6.19	-4.75	11.36
601330.SH	绿色动力	72.22	9.56	-2.23	-14.12	16.00	-21.11

数据来源: Wind 上海证券研究所

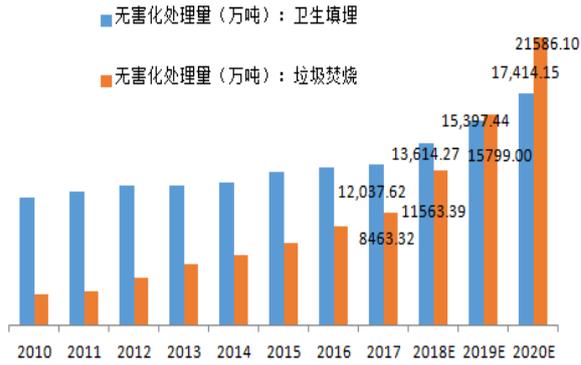
固废处理板块资产负债率为 56.74%，上海环境、伟明环保均低于行业平均水平。垃圾焚烧业务一般为 BOT 模式，固废项目一旦进入运营期，经营活动现金流情况则会表现较好，项目建设的资金通常依赖负债，在经历今年以来的信贷紧缩后，警惕企业过度拓展，重申现金为王。当前市场行情下，环保企业现金流重要性突显，我们看好垃圾焚烧处理子行业的成长确定性带来的投资机会。

对于垃圾焚烧发电退补，我们认为时机还未到。

1) 从发展的进度来看，根据《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，到 2020 年底全国城镇生活垃圾焚烧处理设施能力占无害化处理总能力 50% 以上，其中东部地区占 60% 以上。规划中指出 2020 年垃圾焚烧处理能力须达到 59.14 万吨/日，从住建部统计数据来看，2017 年焚烧处理量为 8463.32 万吨，约 23.19 吨/日，为达到“十三五”目标，期间生活垃圾焚烧处理能力年复合增长须在 36% 以上。生活垃圾焚烧仍处在推广期。

2) 从焚烧处理占比来看，2017 年垃圾焚烧处理占比 40.23%，与“十三五”规划中的 50% 比例也还有距离，与发达国家比较，日本焚烧处理率 80.4%、欧洲焚烧处理率 70%，我国垃圾焚烧市场仍有较大提升空间。

图 16 垃圾焚烧处理量、填埋处理量情况 (万吨)



数据来源：Wind 上海证券研究所

此前报告中我们已对垃圾焚烧行业的市场空间进行测算，其中垃圾焚烧发电行业运营端受益焚烧处理能力的稳健增长，更新 2017 年数据后，保守估计了 2018-2020 三年运营端收益达 1233.56 亿元，垃圾焚烧设备投入、工程施工方面，“十三五规划”中表示新建处理设施投资额达到 1699.3 亿元。

表 5 垃圾焚烧运营端、工程端市场空间测算结果

垃圾焚烧运营端市场空间测算			
	2018E	2019E	2020E
垃圾焚烧处理量：万吨	11563.39	15799.00	21,586.10
总发电量：万千瓦时	3,237,749.20	4,423,720.00	6,044,080.00
售电效益：万元	2,104,536.98	2,875,418.00	3,928,652.00
市场空间：亿元	291.40	398.13	543.97
工程端市场空间测算			
相关规划	规划内容		
《关于可再生能源发展“十三五”规划实施的指导意见》	规划新增城市生活垃圾焚烧发电项目 529 个，新增装机规模 1022 万千瓦；		
《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》	对无害化处理设施建设的投资，其中新建处理设施投资额达到 1699.3 亿元。		

数据来源：Wind 上海证券研究所

3.2 固废处理高景气度细分赛道——渗滤液处理、餐厨

垃圾

监管高压常态化，垃圾渗滤液市场进一步释放。

垃圾渗滤液是指垃圾在堆放和处置过程中产生的二次污染物，是一种高浓度有机废水。垃圾渗滤液过去由于处理成本较高、政策执行、监管不到位，存在垃圾处理厂超标排放、部分垃圾焚烧处理厂不配备垃圾渗滤液处理设施等现象。近几年关于渗滤液处理的政策逐步完善，叠加环保监管高压常态化，垃圾渗滤液处理需求释放。

表 6 垃圾渗滤液相关政策

时间	政策	相关内容
2016 年 10 月	《关于进一步加强城市生活垃圾焚烧处理工作的意见	实施精细化运行管理。加强对垃圾焚烧过程中烟气污染物、恶臭、飞灰、 渗滤液 的产生和排放情况监管，控制二次污染。
2016 年 12 月	《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》。	渗滤液处理 设施要与垃圾处理设施同时设计、同时施工、同时投入使用，也可考虑与当地污水处理厂协同处置。
2017 年 7 月	《长江经济带生态环境保护规划》	长江大保护行动中多次披露了 垃圾填埋场渗滤液 无处理、垃圾渗滤液偷排漏排情况
2018 年 5 月	《打击固体废物环境违法行为专项行动》（清废行动）	对涉及危险废物的堆存点位，由生态环境部或所在省级环保部门实施挂牌督办。 清废行动多次披露了垃圾堆场下 渗滤液 无处理设施、偷倒垃圾渗滤液情况
2019 年 5 月	《关于开展 2019 年生态环境保护统筹强化监督（第一轮）工作的通知》	强化监督内容包括：对城市黑臭水体治理专项、水源地保护、清废行动等

数据来源：生态环境部官网 上海证券研究所

目前我国垃圾处理方式以填埋和焚烧为主，因此垃圾渗滤液处理需求主要为垃圾填埋场和垃圾焚烧厂。

2017 年焚烧处理垃圾已达 8463.32 万吨，十三五规划预计 2020 年焚烧处理能力可达 59.14 万吨/日，估算 2020 年焚烧处理量可达 21586.10 万吨，2017-2020 复合增速仍有 36.63%，填埋垃圾处理量 2020 年估算可达到 17414.15 万吨。

通过对网络数据资料收集整理，垃圾填埋的渗滤液按垃圾填埋量的 40% 估算，垃圾焚烧产生的渗滤液按垃圾焚烧量的 30% 估算，我们预估垃圾渗滤液处理需求达到 7354.04 万吨，**2017-2020 年复合增速达到 22.27%，2020 年预计处理需求达到 13441.49 万吨。**

图 17 垃圾渗滤液处理需求情况（万吨）



数据来源：Wind 上海证券研究所

我们测算垃圾渗滤液处理的市场空间，做出如下假设：

(1) 垃圾填埋的渗滤液按垃圾填埋量的 40% 估算，垃圾焚烧产生的渗滤液按垃圾焚烧量的 30% 估算；

(2) 按招标网上部分渗滤液处理项目估算，取渗滤液处理价格为 100 元/吨；

(3) 按招标网上部分渗滤液处理项目估算，新增渗滤液处理工程按吨投资额 168.07 元估算；

(4) 招标网项目数据，填埋场封场渗滤液工程项目按吨投资额 86.92 元/吨估算。

我们保守估计垃圾渗滤液市场空间 2019/2020 为 111.81 亿元/126.80 亿元，增速达到 11.30%/13.40%。

表 7 垃圾渗滤液市场空间预测

	2016	2017	2018	2019	2020
增量市场测算					
焚烧垃圾处理量：万吨	7378.42	8463.32	11563.392	15799.004	21586.1
垃圾焚烧产生的渗滤液/垃圾焚烧处理量			30%		
填埋垃圾处理量：万吨	11866.43	12037.62	13614.275	15397.436	17414.15
垃圾填埋产生的渗滤液/垃圾填埋处理量			40%		
垃圾渗滤液处理需求：万吨	6960.10	7354.04	8914.73	10898.68	13441.49
渗滤液处理价格：元/吨			100		
新增渗滤液运营市场：亿元	5.14	3.94	15.61	19.84	25.43
渗滤液处理工程吨投资额：元/吨			168.07		
新增渗滤液处理工程市场：亿元	8.64	6.62	26.22	33.34	42.74
新增市场合计：亿元	13.78	10.56	41.83	53.18	68.17
存量市场——填埋场封场					
十三五拟封场处理能力：万吨			5953.15		
填埋封场工程吨投资额：元/吨			86.92		
填埋封场市场空间：亿元	10.35	10.35	10.35	10.35	10.35
存量市场——改造					
十三五存量整治工程投资：亿元			241.4		
	48.28	48.28	48.28	48.28	48.28
存量市场合计：亿元	58.63	58.63	58.63	58.63	58.63
渗滤液处理市场空间	72.41	69.19	100.46	111.81	126.80
十三五渗滤液处理市场空间			480.67		

数据来源：公开资料 上海证券研究所

餐厨垃圾处理行业渐成规模，行业天花板高

餐厨垃圾主要包括餐饮垃圾和厨余垃圾。我国餐饮业餐费收入从 2014 年开始高速增长，2017 年增速已达到 19.29%。餐厨垃圾产生量日益增大，参考前瞻产业研究院统计数据，2018 年全国餐厨垃圾产生量达到 10800 万吨，同比增长达到 8.30%，按 2015-2018 复

合增速 4.46% 保守估计, 2019 年/2020 年餐厨垃圾产生量达到 11282 万吨/11785 万吨。

图 18 餐饮业收入情况(亿元)

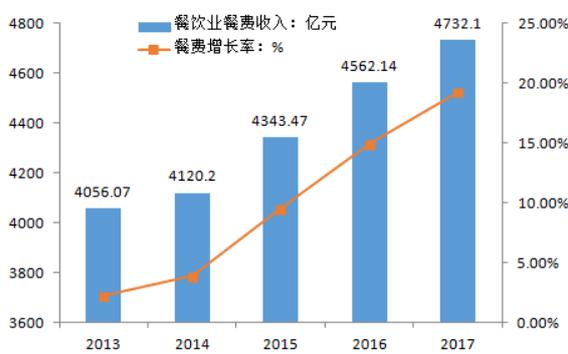
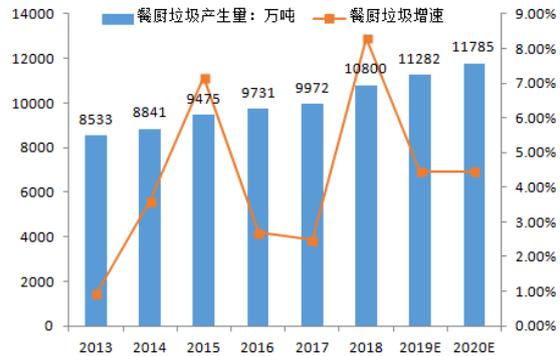


图 19 餐厨垃圾产生量及增速



数据来源: 统计局 上海证券研究所

数据来源: 公开资料 上海证券研究所

“十二五”规划中显示餐厨垃圾处理体系处理能力全国要达到 3.02 万吨/日, 全年处理能力约为 1102.3 万吨, 而 2015 年餐厨垃圾产生量达到 9475 万吨, 处理率仅为 11.63%, 部分经济发达城市处理率可达到 50%, 处理率很低。

餐厨垃圾在过去监管不严情况下, 收运较粗放, 通常会与生活垃圾混合甚至通过非法渠道进入地沟油生产链。而由于餐厨垃圾含水量高, 热值较低不适宜直接焚烧, 增加处理成本, 填埋也会产生较严重的渗滤液污染问题。近年来多省市发布《餐厨垃圾管理办法》, 打击餐厨非法处置渠道, 引导餐厨处理市场发展。

表 8 餐厨垃圾处理相关政策

时间	发布机构	政策/探索模式	政策影响
2017 年	国务院办公厅	《关于进一步加强“地沟油”治理工作的意见》	打击餐厨垃圾非法处理渠道
2017 年	浙江省人民政府	《浙江省餐厨垃圾管理办法》	
2017 年	无锡市人民政府	《无锡市关于全面推进生活垃圾分类的实施意见》	
2017 年	湖南省住建厅	《湖南省餐厨垃圾处理技术标准(征求意见稿)》。	
2018 年	厦门市人民政府	《厦门市餐厨垃圾管理办法》	多省市出台文件推进餐厨垃圾收运、资源化利用
2018 年	宁波市人民政府	《宁波市餐厨垃圾管理办法》	
2018 年	河南省住建厅	《河南省生活垃圾分类管理制度实施方案》	
2018 年	上海	就进一步加大本市餐厨垃圾收运处置监管力度、严厉打击非法收运、严禁餐厨垃圾饲养生猪等事项通知	
2019 年	江苏	《江苏省城乡生活垃圾治理工作实施方案》	

深圳模式

 构建垃圾分类分流体系，前端分
流分类，末端综合利用

数据来源：统计局 上海证券研究所

“十三五”规划中要求力争新增餐厨垃圾处理能力 3.44 万吨/日，即 2020 年按规划预计达到 6.46 万吨/日，全年处理能力约为 2357.9 万吨。按“十三五”规划餐厨垃圾专项工程投资 183.5 亿。

但从需求端来看，餐厨垃圾处理率很低，未来即使按照能够覆盖 50% 的餐厨垃圾来看，2019/2020 全年处理能力将需要达到 5640.82 万吨/5892.371 万吨。按“十三五”中工程投资/新增产能预估餐厨垃圾工程吨投资为 1461.45 元/吨，2019/2020 市场空间达到 814.38 亿元/861.14 亿元。行业赛道天花板高，我们认为餐厨处理市场规模渐成，看好持续成长性。

3.3 大气治理仍为环保重点工作

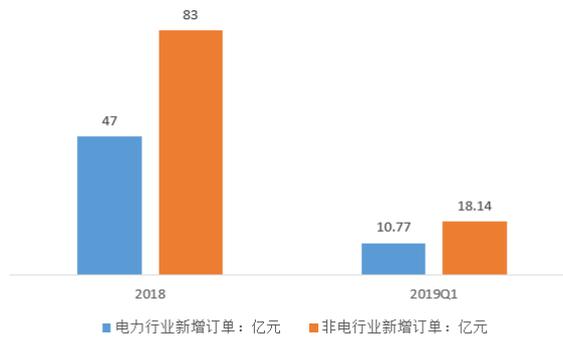
年初召开的全国生态环境保护工作会议部署了 2019 年重点工作，主要包括坚决打赢蓝天保卫战、打好碧水保卫战等 12 项重点任务。大气治理仍是环保重点工作，随着电力超低排放改造已近尾声，非电行业大气治理市场逐步释放。

非电行业减排空间大，主要污染物为烟粉尘、二氧化硫、氮氧化物、二恶英。钢铁又是最重要的减排行业，按照《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》，钢铁行业超低排放改造时序叠加地域来看，2020 年 10 月底，京津冀及周边、长三角、汾渭平原达标；2022 年底，珠三角、成渝、辽宁中部、武汉及其周边、长株潭等地达标；2025 年实现全国范围内达标。

与电力超低排放改造提供的电价补贴类似，《意见》提出对完成超低排放改造的钢铁企业应加大政策支持，包括：税收优惠、给予奖励和信贷融资支持、实施差别化电价政策等。

大气治理板块中龙头企业龙净环保，2018 年新增订单电力行业已超过非电行业。我们认为市场空间在 2020 年前将集中释放，龙头企业将优先受益。

图 20 龙净环保 2018 年新增订单、2019Q1 新增订单情况 (亿元)



数据来源: Wind 上海证券研究所

3.4 流域治理规划提振环保项目市场需求

截至 2019 年 4 月末,管理库中项目为 8921 个,环比增长 0.88%,总体稳中有升,管理库落地率环比上升 0.5 个百分点。3 月份《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》发布后,各地进一步加强入库审核和规范管理,持续清理不合规项目,4 月共清退项目 64 个、涉及投资额 786 亿元;新入管理库发布项目 142 个、投资额 2,008 亿元。PPP 规范管理力度不减。

4 月份管理库净增项目数前三位为市政工程、生态建设和环境保护、城镇综合开发,分别是 51 个、14 个、6 个,4 月净增投资额前三位是交通运输、城镇综合开发、生态建设和环境保护,分别为 863 亿元、189 亿元、99 亿元。

图 21 4 月管理库净增项目数行业分布(个)

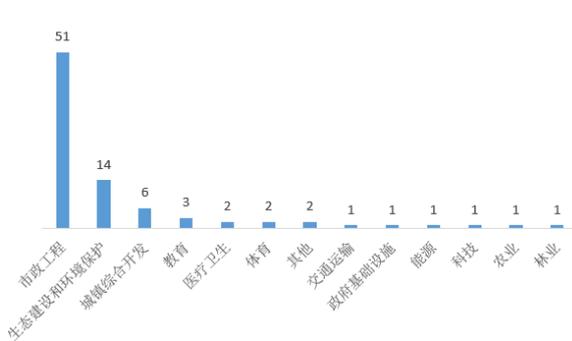
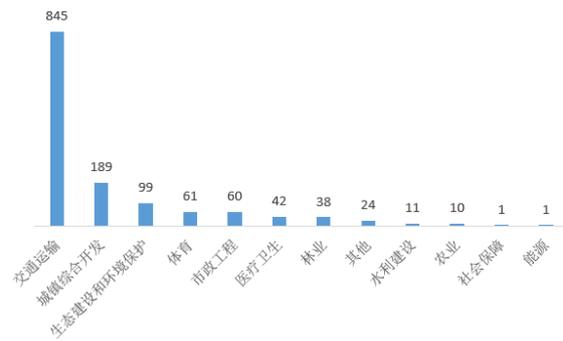


图 22 4 月净投资额行业分布(亿元)

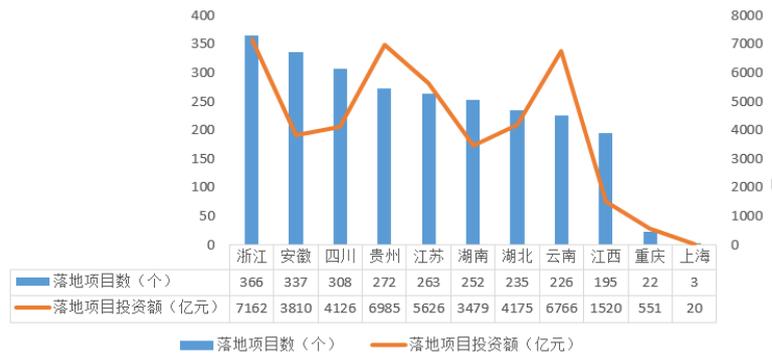


数据来源: 统计局 上海证券研究所

数据来源: 公开资料 上海证券研究所

管理库累计长江经济带落地项目总数 2,479 个、投资额 4.4 万亿元,分别占管理库的 44.0%和 51.5%。落地项目数前三位是浙江 366 个、安徽 337 个、四川 308 个;落地项目投资额前三位是浙江 7,162 亿元、贵州 6,985 亿元、云南 6,766 亿元。

图 23 长江经济带管理库累计落地项目及投资额



数据来源: Wind 上海证券研究所

虽然 2018 年受 PPP 清库、宏观信用收紧推高融资成本，部分以 PPP 为主要项目模式的公司盈利受创，但市政、生态环境类 PPP 项目仍然是 PPP 的主要行业。今年以来出台了多项区域规划，提振区域水环境治理需求。从区域上看，长江经济带体量最大。“长江大保护行动”项目金额较大，如 5 月 91 亿芜湖污水 PPP 项目落地(TOT 模式和 ROT 模式)。

表 9 环保类区域规划

区域	时间	政策	部门	内容要点
粤港澳大湾区	2019.02	《粤港澳大湾区发展规划纲要》	国务院	《规划纲要》中提出：要重点整治珠江东西两岸污染，强化深圳河等重污染河流系统治理；粤港澳大湾区在垃圾分类、垃圾焚烧、危废处置等固废市场的细分领域也呈现较为广阔的市场
渤海全海区、环渤海省市	2019.03	《渤海综合治理攻坚战行动计划》	生态环境部、国家发展改革委、自然资源部	该行动计划涉及渤海全海区、环渤海的辽宁省、河北省、山东省和天津市“三省一市”，包括“1+12”沿海城市，行动计划确定，通过三年综合治理，大幅降低陆源污染物入海量，明显减少入海河流劣 V 类水体；实现工业直排海污染源稳定达标排放；完成非法和设置不合理入海排污口（以下称两类排污口）的清理工作等。
长江流域	2019.03	生态环境部与三峡集团签署了《长江大保护战略合作协议》	-	双方将通过人才、技术、资金和市场等方面深度合作，共建国家长江生态环境保护修复联合研究中心（以下简称长江研究中心），探索产学研用合作新模式，推动项目研发、工程实践、成果推广和平台建设。
长江流域	2019.05	《长江经济带绿色发展专项中央预算内投资管理办法》	发改委	投资重点用于支持有利于长江经济带生态优先、绿色发展，对保护和修复长江生态环境、改善交通条件具有重要意义的长江经济带绿色发展项目，最高可获 60% 的补助

数据来源: Wind 资讯, 公开资料, 上海证券研究所

四、环保行业评级与策略

4.1 维持环保行业“增持”评级

经过年初的反弹修复、再回调，当前环保行业估值仍处 5 年历史低位附近。环保企业通过工程项目扩大规模，融资依赖度较高，易受宏观信用紧缩影响，市场对环保企业盈利能力担忧情绪较重。

环保板块业绩分化明显，虽然整体盈利能力下滑，但细分板块中龙头企业仍能有较好表现，我们认为当前行情是对环保企业项目质量与规模扩张平衡把控能力的考验，业绩的确定性是挖掘投资标的的重点。当前时间节点下，板块估值下调空间有限，政策大方向上环保仍是刚需，追求业绩的确定性，看好环保板块细分行业的投资价值，继续维持环保行业“增持”评级。

4.2 投资策略

我们认为环保仍为刚需，当前时间节点我们继续看好环保高景气度子行业，追求业绩确定性。

非电行业大气治理是环保重点任务之一，按照钢铁行业大气治理时间节点来看，市场空间有望 2020 年前集中释放。板块龙头公司 2018 年新增非电行业订单已超过电力行业，在后续市场逐步释放时，看好龙头企业优先受益。

优选运营模式清晰的子行业，固废处理作为重资产运营类资产，龙头企业经营稳健。其细分赛道渗滤液、餐厨垃圾处理市场景气度较高，虽然目前规模较小，但行业天花板高，看好优质企业受益行业成长带来的业绩弹性。

流域环境治理方面，在严控 PPP 规范的基础上，政府对 PPP 项目推进力度不减，今年出台的多项区域性规划将直接提振环保行业需求，融资改善预期叠加减税，项目运营经验丰富的优质环保企业估值有望回暖。

五、重点公司

伟明环保 (603568.SH): 公司专注垃圾焚烧发电业务，拥有丰富的项目投资运营经验，在手订单充足，业务规模持续增长。核心设备由公司自主研发，具有成本优势。公司 2018 年实现营收 15.47 亿元，同比增长 50.3%；实现扣非后归母净利润 7.30 亿元，同比增长 46.0%。业绩符合预期。2019Q1 公司及下属相关子公司合计完成发电量 42,239.95 万度，同比增长 15.83%。上网电量 34,638.43 万

度,同比增长 15.58%。平均上网电价 0.638 元/度,垃圾入库量 120.26 万吨,同比增长 26.36%。

此外,公司凭借优秀的运营能力外延进入渗滤液、餐厨垃圾等领域,看好公司主营业务与新进业务协同发展。

维尔利 (300190.SZ): 公司深耕有机废物处理细分领域,技术+市场优势明显。公司前身为垃圾渗滤液技术服务德资企业,受益于技术引进和自主研发,公司现已拥有成熟的 MBR、厌氧、超滤、纳滤、反渗透、EMBT 等核心技术及核心设备。按公司新增渗滤液合同/市场项目金额估算公司市占率大约为 24%。多年来公司已承接 200 余项渗滤液项目,20 余项餐厨垃圾处理项目,市场认可度高。2018 年公司新增订单合计 26.14 亿元,其中母公司所涉业务(主要为垃圾渗滤液处理、餐厨厨余垃圾项目)订单同比增长 36.40%,项目模式以 EPC、O&M 模式为主,项目结算回款周期相对更短,资金压力较小,支撑业绩成长的确定性较高。

龙净环保 (600388.SH): 公司非电业务拓展顺利,公司主营业务除尘器及配套设备营业收入实现 57.42 亿元,同比增长 25.11%,脱硫脱硝工程项目实现营业收入 29.82 亿元,同比略降 6.55%。非电业务放量,2018 年新增订单 83 亿元,占比达到 63.85%,实现了从传统火电向钢铁、水泥、焦化等非电领域烟气治理的转型。公司技术储备丰富,自主研发的干法脱硫集成气相 COA、集成 SCR 钢铁烧结超低排放工艺技术,实现规模性成功投运,取得首钢京唐、唐钢集团等十几家钢铁烧结超低排放合同,技术优势显著。随着烟气治理市场重心继续转向非电,非电超低排放改造需求持续释放,看好公司未来业绩稳健增长。

国祯环保 (300388.SZ): 2018 年公司实现营收 40.06 亿,同比增长 52.44%;实现归母净利润 2.81 亿,同比增长 44.85%。2019Q1 公司实现营收 6.89 亿,同比增长 12.48%;实现归母净利润 5,944.74 万,同比增长 31.01%。业绩持续高增长。公司 2018Q4 引入了国企北京战略股东三峡资本控股,未来公司在项目资源、资金支持方面有望获得帮助。业务方面,公司 2018 年工程建设贡献了主要增长,小城镇环境治理综合服务业务同比增长 171.50%。但公司污水处理规模达到 510 万吨/日,已有较大运营资产体量,业绩具有一定保障。公司目前资产负债率较高,公司非公开发行 A 股股票方案已审核通过,拟募集资金不超过 10 亿元,有望有效改善负债率。看好公司未来成长。

六、风险提示

环保政策推进不及预期的风险；宏观信贷政策变化的风险；行业竞争加剧的风险等。

分析师承诺

冀丽俊，熊雪珍

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

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

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

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

行业投资评级：

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

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

投资评级说明：

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

免责条款

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

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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

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