



Research and  
Development Center

# 长江修复攻坚战开启，推荐水务、监测、固废领域

环保行业 2019 年中期投资策略

2019 年 6 月 12 日

范海波 行业分析师

吴 漪 行业分析师

# 长江修复攻坚战开启，推荐水务、监测、固废领域

2019年6月12日

## 证券研究报告

### 行业研究——投资策略

#### 环保行业



上次评级：看好，2018.12.5

#### 环保行业相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

#### 行业规模及信达覆盖

股票家数(只)	57
总市值(亿元)	4149
流通市值(亿元)	2004
信达覆盖家(只)	12
覆盖流通市值(亿元)	640

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO.,LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编：100031

#### 范海波 行业分析师

执业编号：S1500510120021  
 联系电话：+86 10 83326800  
 邮箱：fanhaibo@cindasc.com

#### 吴漪 行业分析师

执业编号：S1500512110003  
 联系电话：+86 1083326720  
 邮箱：wuyi@cindasc.com

#### 本期内容提要：

- ◆ **整体来看环保行业资金面仍偏紧。**截至2019年3月末，57家环保企业资产负债率算数平均值52.47%，较2018年末增加0.17个百分点；2019年一季度经营性净现金流合计为流出55.35亿元，较2018年一季度多流出11.66亿元。
- ◆ **长江生态保护工作的启动，是水环境治理市场的大扩容。**长江生态环境修复是一个复杂的系统工程，涉及地表水质综合改善、工业园区污染控制、土壤与地下水污染防控、退化湿地的保护与修复、农村水污染治理等，投资需求体量很大。从融资难易度和融资利率来讲，央企、国企在水环境治理领域有较大优势，看好既有国资背景又有技术沉淀的环保平台。
- ◆ **长江治理监测先行，近看水质监测，远看生态屏障网格监测。**长江经济带在原有943个地表水国控断面的基础上，又新增了780个断面，并对668个跨界断面开展改造升级。中国32省份都完成了生态保护红线的划定，生态屏障网格体系的建立和优化必然带动监测需求。
- ◆ **垃圾焚烧发电市场增速超预期，焚烧价格稳中有升。**2019年1-4月进入招标、预审、预中标、中标和签约的垃圾焚烧发电项目达76个，总投资近450亿元，垃圾焚烧处理规模达8万吨/日。在政策强劲推动下，东三省生活垃圾处理项目释放体量惊人。
- ◆ **钢铁超低排放政策明朗化，大气治理行业拐点显现。**2019年4月29日，生态环境部、发改委联合发布《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》，要求推动实施钢铁行业超低排放。
- ◆ **《土壤污染防治法》落地。**《中华人民共和国土壤污染防治法》自2019年1月1日开始实施。水土治理不分家，长江生态修复的开启有利于土壤修复订单的快速释放。
- ◆ **行业投资评级：**2019年长江生态修复正式开启，为水环境治理、水质监测、土壤修复等行业带来新机遇，维持环保行业“增持”评级。鉴于行业整体资金面偏紧，我们建议关注现金流良好的市政类、运营类环保公司，细分领域推荐水务、监测、固废。
- ◆ **建议关注的公司：**瀚蓝环境（“增持”评级）、东江环保（“增持”评级）、先河环保（“增持”评级）、兴蓉环境（无评级）。
- ◆ **股价催化剂：**环保政策出台；污染事件发生；监管执法力度加强；签订重大项目合同。
- ◆ **风险因素：**市场增速放缓；市场竞争加剧风险；投资并购整合风险；业内公司项目进展、业绩确认和回款不达预期的风险；PPP项目债务风险。

## 目录

投资聚焦.....	2
信用收缩局面缓解有助于环保行业基本面修复.....	3
水环境治理方兴未艾，国资进场注入活水.....	4
长江生态大保护开启，水环境治理前景广阔.....	4
水环境治理工程仍以 PPP 模式为主，国资系优势扩大.....	6
生活垃圾发电增速超预期，价格稳中有升.....	8
长江治理监测先行，近看水质监测，远看生态屏障网格监测.....	11
钢铁超低排放政策明朗化，大气治理行业拐点显现.....	12
《土壤污染防治法》落地，土壤修复有望进入快行通道.....	13
行业评级与投资主线.....	15
建议关注的公司.....	17
风险因素.....	21

## 表目录

表 1: 环保行业分领域负债率和经营现金流情况.....	4
表 2: 长江生态保护主要政策.....	5
表 3: 2018 年水环境治理大单.....	6
表 4: 2019 年 1-5 月水环境治理大单.....	7
表 5: 2019 年 1-5 月垃圾焚烧项目中标情况.....	9
表 6: 钢铁行业烟气排放标准推进历程.....	12

## 图目录

图 1: 环保细分领域营收结构 (单位: 亿元).....	3
图 2: 环保细分领域净利润结构 (单位: 亿元).....	3
图 3: 生活垃圾焚烧发电处理费趋势 (单位: 元/吨).....	11
图 4: 中国土壤修复骨干企业地区分布.....	14
图 5: 中国土壤修复骨干企业修复技术分布.....	14

## 投资聚焦

### 关键假设点

环保行业督查专项行动力度不放松，环保投入持续增加，PPP 模式可持续发展。

### 有别于大众的认识

**整体来看环保行业资金面仍偏紧。**截至 2019 年 3 月末，57 家环保企业资产负债率算数平均值 52.47%，较 2018 年末增加 0.17 个百分点；2019 年一季度经营性净现金流合计为流出 55.35 亿元，较 2018 年一季度多流出 11.66 亿元。

**长江生态保护工作的启动，是水环境治理市场的大扩容。**长江生态环境修复是一个复杂的系统工程，涉及地表水质综合改善、工业园区污染控制、土壤与地下水污染防治、退化湿地的保护与修复、农村水污染治理等，投资需求体量很大。从融资难易度和融资利率来讲，央企、国企在水环境治理领域有较大优势，国资系的大步入场将使行业资金面的短缺得到缓解。

**长江治理监测先行，近看水质监测，远看生态屏障网格监测。**长江经济带在原有 943 个地表水国控断面监测的基础上，又新增了 780 个断面，并对 668 个跨界责任断面开展水质自动站建设或改造升级。中国 32 省份都完成了生态保护红线的划定，生态屏障网格体系的建立和优化必然带动监测需求。

**垃圾焚烧发电市场增速超预期。**2019 年 1-4 月进入招标、预审、预中标、中标和签约的垃圾焚烧发电项目达 76 个，总投资近 450 亿元，垃圾焚烧处理规模达 8 万吨/日。

### 推荐逻辑

2019 年长江生态修复正式开启，为水环境治理、水质监测、土壤修复等行业带来新机遇，维持环保行业“增持”评级。鉴于行业整体资金面偏紧，我们建议关注现金流良好的市政类、运营类环保公司，细分领域推荐水务、监测、固废。

### 市场表现催化剂

环保政策出台；污染事件发生；监管执法力度加强；重大项目合同签订。

### 建议关注的公司

瀚蓝环境（“增持”评级）、东江环保（“增持”评级）、先河环保（“增持”评级）、兴蓉环境（无评级）

### 风险因素

政策推行力度低于预期；市场竞争加剧风险；业内公司项目进展、业绩确认和回款不达预期的风险；PPP 项目债务风险。

## 信用收缩局面缓解有助于环保行业基本面修复

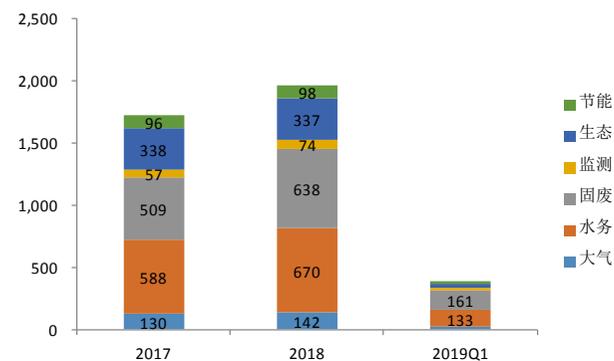
2018年，在宏观政策持续去杠杆之下，资金面收紧，环保企业的资金紧张带来了项目实施进度放缓、财务费用上升等问题，行业的盈利能力被大幅削弱。我们统计了A股69家实际主营业务为环保设备、环保工程或者环保运营的企业，剔除盛运环保、神雾环保、神雾节能、\*ST凯迪、天翔环境、兴源环境等12家由于资金链问题经营不正常的公司，得到各细分领域环保企业的经营整体情况。2018年正常经营的57家环保企业实现营收合计1,984亿元，较2017年增长14%；扣除非经常性损益的归属于母公司净利润合计为182.7亿元，较2017年下降16%。69家环保企业中有16家亏损，亏损公司占比23%。

从细分领域来看，环境监测行业业绩保持高增长，其他领域利润都出现不同程度下滑，节能环保、生态建设行业下滑最大。大气治理类公司2018年营收增速9.5%，扣非归母净利润下滑7.8%，亏损公司占比达到50%；水务公司营收增速14.0%，扣非归母净利润下滑19.5%，亏损公司占比7%；固废公司营收增速25.3%，扣非归母净利润下滑1.5%，亏损公司占比12%；监测公司营收增速29.7%，扣非归母净利润增速35.7%，没有亏损企业；节能公司营收增速2.7%，扣非归母净利润下滑47%，亏损公司占比50%；生态建设公司营收下滑0.2%，扣非归母净利润下滑47%，亏损公司占比20%。

2019年一季度行业整体营收增速下滑，盈利能力仍在下行通道。2019年一季度正常经营的环保企业整体营收397.2亿元，较2018年一季度增长5.6%；扣除非经常性损益的归属于母公司净利润合计为31.2亿元，同比下降10.8%。69家环保企业中有17家亏损。从细分领域来看，监测行业利润增速仍较快，达到19%；固废、节能行业利润分别增长1.1%和2.6%，大气、水务行业利润分别下滑5.3、3.2%；生态建设行业亏损3.2亿元，亏损面扩大。

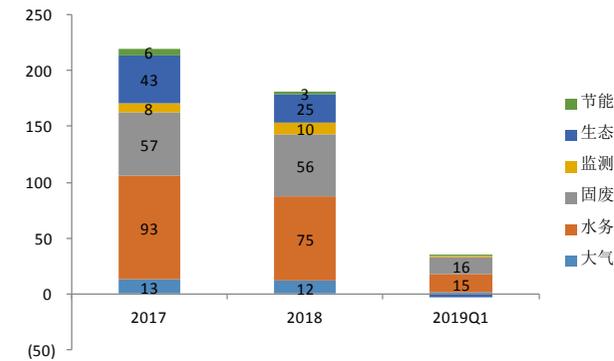
从亏损公司占比来看，大气、节能、生态建设问题企业占比较高，固废、水务、监测行业相对较好。大气、节能行业主要受需求下滑、应收账款增加的影响；生态建设行业主要受资金面收紧、PPP清库等影响。

图1: 环保细分领域营收结构 (单位: 亿元)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图2: 环保细分领域净利润结构 (单位: 亿元)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

中国人民银行副行长陈雨露在 2019 全球金融论坛上表示，从近期的金融指标来看，货币政策传导效率边际改善，信用收缩的局面得到有效缓解。2019 年 4 月末，M2 同比增长 8.5%，社会融资规模同比增长 10.4%，与名义 GDP 增速基本匹配；2019 年 1-4 月人民币贷款新增 6.82 万亿元，同比多增 7912 亿元，多增部分主要投向了小微和民营企业等薄弱环节，前 4 个月民营企业累计发行债券 2053 亿元，明显好于 2018 年同期水平。

整体来看，资金面缓解的态势还未传导到环保行业整体层面。截至 2019 年 3 月末，57 家环保企业资产负债率算数平均值 52.47%，较 2018 年末增加 0.17 个百分点；2019 年一季度经营性净现金流合计为流出 55.35 亿元，较 2018 年一季度多流出 11.66 亿元。资金推动的生态建设行业负债率最高，轻资产的环境监测行业负债率最低。2019 年一季度大气治理、生态建设、环境监测领域负债率分别下降 1.27、0.97、0.75 个百分点。2019 年一季度大气、水务企业的经营净现金流算数平均值较 2018 年同期转好。

表 1: 环保行业分领域负债率和经营现金流情况

类别	资产负债率		经营活动现金流净额(亿元)		
	2019-3-31	2018-12-31	2019 Q1	2018 Q1	2018
大气	61.74%	63.01%	-0.84	-1.72	4.80
水务	50.92%	50.92%	-0.16	-0.63	4.64
固废	54.93%	53.67%	-0.24	-0.13	4.88
监测	37.89%	38.64%	-1.22	-1.02	1.66
生态	70.20%	71.17%	-3.13	-4.24	-3.28
节能	45.78%	45.24%	0.14	0.29	3.29

资料来源：万得，信达证券研发中心注：经营活动现金流净额为算数平均值

## 水环境治理方兴未艾，国资进场注入活水

### 长江生态大保护开启，水环境治理前景广阔

2019 年 1 月，生态环境部、发改委发布《长江保护修复攻坚战行动计划》。《行动计划》提出，到 2020 年底，长江流域水质优良（达到或优于 III 类）的国控断面比例达到 85% 以上，丧失使用功能（劣于 V 类）的国控断面比例低于 2%。

长江经济带沿线 11 个省市的地区生产总值占全国比重超过 45%，是中国重要的工业基地和经济走廊，但同时，区域范围内规模以上工业企业数量在全国占比 49%。长期以来，上中游地区经济发展过度依赖资源消耗、规模扩张的粗放发展模式，化工园区存在缺乏科学管理、产业结构不合理、发展机制落后等问题，形成了沉重的环境历史欠账。

针对长江经济带的环境治理，《行动计划》提出了强化生态环境空间管控，严守生态保护红线；排查整治排污口，推进水陆统一监管；加强工业污染治理，有效防范生态环境风险；持续改善农村人居环境，遏制农业面源污染；补齐环境基础设施短板，

保障饮用水水源水质安全;加强航运污染防治, 防范船舶港口环境风险; 优化水资源配置, 有效保障生态用水需求; 强化生态系统管护, 严厉打击生态破坏行为等八项主要任务。

《行动计划》明确以改善长江生态环境质量为核心, 以长江干流、主要支流及重点湖库为突破口, 统筹山水林田湖草系统治理, 推进水污染治理、水生态修复、水资源保护“三水共治”, 突出工业、农业、生活、航运污染“四源齐控”, 创新体制机制, 强化监督执法, 落实各方责任, 着力解决突出生态环境问题, 确保长江生态功能逐步恢复, 环境质量持续改善。

2019年3月两会期间, 代表委员们聚焦长江生态保护修复和高质量发展。生态环境部部长李干杰表示, 下一步要把长江经济带生态环境保护规划, 尤其是长江保护修复攻坚战行动计划里面确定的目标任务狠抓落实, 尽快能够见到成效。

长江生态保护工作的启动, 是继集中式饮用水水源地治理、城市黑臭水体治理之后, 水环境治理市场的进一步扩容。2017年, 原环境保护部、发改委、水利部联合印发的《长江经济带生态环境保护规划》明确, 将谋划一批对保护长江生态环境具有战略意义的重大工程, 包括开展太湖、巢湖、鄱阳湖、滇池、草海、新安江、浦阳江等水生态修复工程。长江生态环境修复是一个复杂的系统工程, 涉及地表水质综合改善、工业园区污染控制、土壤与地下水污染防治、退化湿地的保护与修复、农村水污染治理等, 投资需求体量很大。

**表 2: 长江生态保护主要政策**

时间	规划/行动	主要内容
2019/5	长江流域、渤海入海河流消“劣”工作全面推进	全面推进长江流域、渤海入海河流国控断面消除劣V类。山西、吉林、广东、广西、陕西、甘肃等6省(区)优良水体和劣V类水体比例与年度目标有一定差距。山西、辽宁劣V类水体比例与年度目标差距大
2019/5	长江生态环境保护修复联合研究启动会	对流域水生态健康、水环境风险、重点环境风险源等进行摸底排查, 量化、精细化弄清长江生态环境问题的成因和来源
2019/2	长江保护修复攻坚战8个专项行动启动	生态环境部向长江经济带沿江11省市紧急发函, 启动八个专项行动。包括长江经济带工业园区污水处理设施整治专项行动、黑臭水体治理专项行动、打击固体废物环境违法行为专项行动、长江流域劣V类国控断面整治专项行动、长江“三磷”专项排查整治行动、长江入河排污口排查整治专项行动、长江自然保护区监督检查专项行动、长江经济带饮用水水源地专项行动等
2019/1	《长江保护修复攻坚战行动计划》	到2020年底, 长江流域水质优良(达到或优于III类)的国控断面比例达到85%以上, 丧失使用功能(劣于V类)的国控断面比例低于2%
2018/10	《城市黑臭水体治理攻坚战实施方案》	到2018年年底, 直辖市、省会城市、计划单列市建成区黑臭水体消除比例高于90%, 基本实现长制久清。到2019年年底, 其他地级市建成区黑臭水体消除比例显著提高, 到2020年年底达到90%以上。鼓励京津冀、长三角、珠三角区域城市建成区尽早全面消除黑臭水体
2018/3	《全国集中式饮用水水源地环境保护专项行动方案》	2018年年底前, 长江经济带11省(市)完成县级以上城市水源地环境保护专项整治, 其他地区完成地级及以上城市水源地环境保护专项整治。2019年年底前, 所有县级以上城市完成水源地环境保护专项整治。
2017/7	《长江经济带生态环境保护规划》	到2020年, 生态环境明显改善, 生态系统稳定性全面提升, 河湖、湿地生态功能基本恢复, 生态环境保护体制机制进一步完善。到2030年, 干支流生态水量充足, 水环境质量、空气质量和水生态质量全面改善, 生态系统服务功能显著增强, 生态环境更加美好。

资料来源: 生态环境部网站, 信达证券研发中心

## 水环境治理工程仍以 PPP 模式为主，国资系优势扩大

目前活跃在水环境综合整治项目中的水务企业有污水治理国资龙头，基建类央企国企牵头的联合体，也有从事污水治理和园林建设的民企。我们对 2018 年水环境治理新中标项目进行了不完全统计，71 个公布已确定投资金额的项目共计 1029 亿投资金额。从中标数量来看民企占 70%，从投资金额来看，民企占 45%。2018 年国资系中标 23 个项目，投资金额共计 520 亿元，其中基建类央企国企牵头的联合体中标 9 个项目共计 269 亿元；民企中标 51 个项目，金额超过 470 亿元。

受 PPP 项目规范整改、融资趋紧影响，2018 年下半年水环境治理项目中标数量和金额比上半年明显减少，但单个项目的投资总金额升高。2018 年上半年 56 个项目共计 649 亿元，单个项目投资金额的算术平均值为 11.6 亿元；下半年 15 个项目共计 380 亿元，单个项目投资金额的算术平均值为 25.3 亿元。

**表 3：2018 年水环境治理大单**

中标时间	中标方	项目名称	投资总额（亿元）
2018 年 1 月	启迪桑德	南宁市武鸣区流域水环境综合整治 PPP 项目	26.32
2018 年 1 月	云南水务	沁阳市城区水系综合治理工程 PPP 项目	17.68
2018 年 1 月	碧水源	光山县城区水环境综合治理 PPP 项目	20.33
2018 年 1 月	中车环境	靖远县靖乐渠环境治理工程 PPP 项目	20.33
2018 年 1 月	永清环保	嘉禾县黑臭水体整治及配套设施建设 PPP 项目	18.69
2018 年 1 月	国祯环保	长垣县防汛防涝及水生态文明城市埭设(东区/南区)工程 PPP 项目	27
2018 年 2 月	碧水源	江苏扬中市水环境综合整治工程 PPP 项目	48.4
2018 年 2 月	博天环境	昭平县桂江一江两岸景观带基础设施建设 PPP 项目	19.56
2018 年 2 月	博天环境	吴忠市清水沟、南干沟水环境综合治理 PPP 项目	10
2018 年 2 月	东方园林	高唐县城市生态环境综合整治 PPP 项目	20
2018 年 2 月	启迪桑德	西安市清河渭北工业区航空工业组团段综合治理工程 PPP 项目	30.67
2018 年 2 月	启迪桑德	南宁市武鸣区流域水环境综合整治 PPP 项目	26.32
2018 年 3 月	铁汉生态	睢宁县古黄河环境修复及中低产田改造 PPP 项目	28
2018 年 3 月	兴源环境	嘉兴市北部湖荡整治及河湖连通工程(秀洲片)PPP 项目	11.3
2018 年 3 月	东方园林	济南高新区三山三水生态景观综合治理工程 PPP 项目	25.17
2018 年 3 月	东方园林	南召县黄鸭河流域治理及县城生态环境建设 PPP 项目	35
2018 年 4 月	东方园林	宣恩县生态环境综合提升 PPP 项目	13.22
2018 年 5 月	东方园林	南部县满福坝新区水环境综合治理工程 PPP 项目	12
2018 年 5 月	中原环保	巩义市生态水系建设工程 PPP 项目	13.97
2018 年 6 月	东方园林	南部县满福坝新区水环境综合治理工程项目 (PPP 模式公开采购项目)	12

2018年7月	中国铁建	石家庄市滹沱河生态修复工程 PPP 项目	52.82
2018年7月	中国中铁	石家庄市滹沱河生态修复工程 PPP 项目	26.94
2018年7月	三峡集团联合体	九江中心城区水环境系统综合治理一期项目	77
2018年9月	东方园林	济宁高新区生态水系综合治理及景观提升 PPP 项目	20.21
2018年9月	葛洲坝联合体	焦作市新河生态治理 PPP 项目	47.42
2018年9月	北京首创	内江沱江流域水环境综合治理 PPP 项目	62
2018年11月	漳州发展	漳州市区内河水环境综合整治 PPP 项目	27.18
2018年12月	深圳市市政工程总公司联合体	如东县“三河六岸”河道整治及景观绿化工程 PPP 项目	12.54

资料来源：中国水网，北极星环保网，信达证券研发中心整理。注：表中只列出了投资额大于10 亿的项目。项目统计了河道、流域水环境综合治理及生态环境提升项目，项目中可能包括污水厂建设运营、管网建设、地下管廊建设等内容，但未将单体的污水厂、管网、地下管廊项目纳入统计。

在项目融资不确定性较大、地方政府支付信用不稳定的影响下，2019 年基建类央企、国企在水环境治理市场优势扩大。我们对 2019 年 1-5 月水环境治理新中标项目进行了不完全统计，39 个新中标水环境综合治理项目投资额 663 亿元，其中，超过 3/4 的项目由国资系中标，中标 32 个项目共计 622.8 亿元。特别是，基建类央企国企牵头的联合体中标 18 个项目共计 432.43 亿元，中标数量占比 46%，中标金额占比 65%。

表 4：2019 年 1-5 月水环境治理大单

中标时间	中标方	项目名称	投资总额（亿元）
2019年5月	光大水务-中交上海航道局联合体	浙江省桐乡市西部饮用水源保护建设工程 PPP 项目	12.53
2019年5月	葛洲坝联合体	泰城水生态环境治理 PPP 项目	58.33
2019年5月	中原环保联合体	河南周口市中心城区水系综合治理建设(一期)PPP 项目	21.07
2019年5月	广东水电二局联合体	广东省潮州市潮安区中小河流综合治理工程 PPP 项目	19.63
2019年5月	中交上海航道局	福建省莆田市木兰溪流域秀屿片区水系综合整治工程 PPP 项目	13.31
2019年5月	长江勘测联合体	公安县水韵孱陵（中心城区水环境综合整治）EPC 总承包项目	11.50
2019年5月	毅康科技联合体	鲁山县沙河生态修复与提升(一期)工程 PPP 项目	12.68
2019年5月	原阳金豫河投资集团联合体	河南原阳县城河湖生态景观 PPP 项目	18.67
2019年4月	东莞水务投资集团	东莞市各镇街水生态建设（一二期）PPP 项目	29.38
2019年4月	中交上海航道局	灵宝市城市河流水系景观综合治理 PPP 项目	19.70
2019年4月	长春交通建设投资集团	公主岭市内河生态环境保护治理 PPP 项目二次	11.69
2019年4月	正平路桥建设	商城县洵家河综合治理生态游园 PPP 项目	11.18
2019年4月	北控水务	保定市府河水系综合治理(一期)黄花沟综合治理工程 PPP 项目	19.8

2019年3月	荆州市城市发展控股集团联合体	湖北荆州市城区水环境综合整治工程 PPP 项目	56.7
2019年3月	湖南省第五工程有限公司联合体	山东鲁山县沙河生态修复与提升一期工程 PPP 项目	12.68
2019年2月	深圳瑞朝资本管理有限公司联合体	四川省阆中古城水环境综合治理 PPP 建设项目	27.21
2019年2月	中交第一航务工程局有限公司联合体	泰兴经济开发区污水处理及生态环境提升 PPP 项目	20.49
2019年2月	安徽水安建设集团	安徽省阜阳市临泉县海绵城市建设(含黑臭水体整治) PPP 项目	28.37
2019年2月	中铁一局联合体	武汉市水务局沙湖港及周边环境综合整治等 PPP 项目	16.6
2019年1月	中国节能环保集团	贵阳市南明河流域水环境提升工程 PPP 项目	18.46
2019年1月	启迪桑德	襄阳市汉江水环境保护建设 PPP 项目	16.72
2019年1月	中电建水环境	深圳龙岗区龙岗河流域、观澜河流域消除黑臭及河流水质保障工程 EPC 项目	97.31
2019年1月	天健集团深圳市市政工程总公司	深圳河流域消除黑臭及河流水质保障工程 EPC 项目	36.1

资料来源：中国水网，北极星环保网，信达证券研发中心整理。注：表中只列出了投资额大于10亿的项目。项目统计了河道、流域水环境综合治理及生态环境提升项目，项目中可能包括污水厂建设运营、管网建设、地下管廊建设等内容，但未将单体的污水厂、管网、地下管廊项目纳入统计。

整体来看，水环境治理未来的发展趋势就是由国资牵头、民企提供技术和渠道支持，看好既有国资背景又有技术沉淀的环保平台。从融资难易度和融资利率来讲，央企、国企在水环境治理领域有较大优势，基建类国企自身转型的诉求也很强，国资系的大步入场将使行业资金面的短缺得到缓解，中国水生态治理的顶层设计得以执行。另一方面，近年大体量 PPP 项目的开展导致多家水环境治理民企债务加重、应收帐款增幅大、现金流流出，谨慎承接项目、重回轻资产模式已经成为民企的共识，上市行业龙头纷纷引入国资战投。

## 生活垃圾发电增速超预期，价格稳中有升

2019年上半年垃圾发电新增项目超预期。2019年年度策略中我们依据“十三五”规划估算，2019-2020年中国垃圾焚烧发电年均新增市场规模约为10万吨/日，增速将保持20%左右的较快水平。根据中国固废网的不完全统计，仅2019年1-4月进入招标、预审、预中标、中标和签约的垃圾焚烧发电项目就达76个，总投资近450亿元，垃圾焚烧处理规模达8万吨/日。我们梳理了1-5月预中标、中标和签约的垃圾焚烧发电项目共51个，新增垃圾焚烧处理规模达7万吨/日。

从分布区域看，这些项目多数在华中和华东区域，且半数以上项目在区县级、三四线城市。其中，河南新增13个垃圾发电项目，成为放出项目最多的省份；河北释放11个垃圾焚烧发电项目，列第二位。

特别值得关注的是，在政策强劲推动下，东三省生活垃圾处理项目释放体量惊人。2018年9月，《黑龙江省城镇生活垃圾治理能力提升三年行动方案(2018-2020年)》要求：到2018年、2019年、2020年底，哈尔滨、齐齐哈尔、牡丹江、大庆等城市生活垃圾无害化处理率分别达到90%、95%、100%；其他设市城市和县城生活垃圾无害化处理率分别达到87%、91%、95%和

65%、75%、80%以上。2019年5月,《黑龙江省城乡固体废物分类治理布局规划(2019-2035年)》提出:到2019-2020年,全省新建、扩建生活垃圾焚烧厂14座(包括纳入静脉产业园的11座),投资73.64亿元,新增处理能力1.345万吨/日;2021年-2025年,新建、扩建生活垃圾焚烧厂31座(包括纳入静脉产业园的12座),投资78.2亿元,新增处理能力1.31万吨/日。2019年6月3日,黑龙江85亿固废治理整体招商项目公布结果,光大国际、中国环保、瀚蓝环境成为中标方。

**表 5: 2019 年 1-5 月垃圾焚烧项目中标情况**

省份	项目	总投资(亿)	规模(吨/日)	状态	公司	处理费(元/吨)
福建	闽清县生活垃圾焚烧 PPP 项目	2.51	600	预中标	伟明环保	101
江苏	吴江市生活垃圾焚烧 BOO 项目	17	3000	签约	光大国际	
山东	烟台市生活垃圾焚烧 PPP 项目	4.99	750	预中标	中国环保	50
	济宁市兖州区生活垃圾焚烧 PPP 项目	8.08	1500	预中标	协鑫智慧能源	60
	禹城垃圾发电	4.44	1000	签约	光大国际	
	平度垃圾发电二期	1.5	300	签约	光大国际	
	三门绿能环保	4.21	1000	中标	康恒环境	100
浙江	平阳县垃圾发电二期 PPP 项目	3.5	750	签约	绿色动力	78.9
	舟山市垃圾发电三期	2.7	600	签约	旺能环境	102
	嵊州垃圾发电	5.7	1200	签约	光大国际	
	宁海垃圾发电	7.2	1500	签约	光大国际	
广西	崇左市生活垃圾发电	4	1200	预中标	中电国际	77
广东	韶关市循环经济环保园一期(垃圾焚烧发电) PPP 项目	4.68	1050	预中标	粤丰环保	
	五华县循环经济产业园生活垃圾焚烧发电 PPP 项目		1050	预中标	光大国际	
海南	东方垃圾发电	5.2	1200	签约	光大国际	
	儋州垃圾发电	6.4	1000	签约	光大国际	
河北	高碑店垃圾资源化 PPP 项目	1.4	600	签约	锦江环境	89.5
	任丘市垃圾发电特许经营项目	5.98	1500	中标	深能环保	86.8
	任丘市美环第二生活垃圾处理厂 PPP 项目	2	1550	中标	首创环境	32.4
	大城县生活垃圾焚烧项目	4.6		中标	中国环保	69.8
	行唐县垃圾无害化项目	5.5	1600	中标	中国环保	83.8
	保定满城区生活垃圾焚烧发电 PPP 项目	3.08	1000	中标	粤丰环保	
	吉林	长岭县生活垃圾焚烧 PPP 项目	2.69	500	中标	瀚维环保
	蛟河市生活垃圾焚烧发电特许经营项目		500	预中标	伟明环保	65

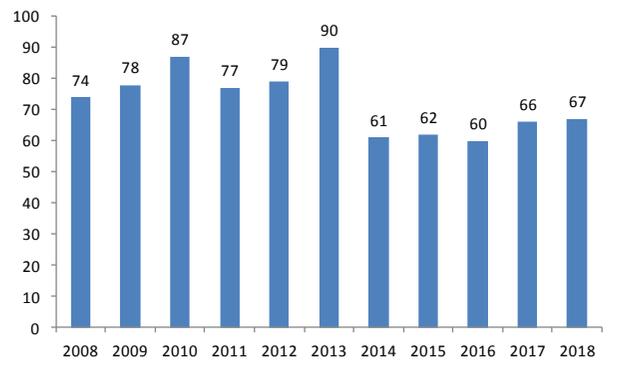
辽宁	辽阳市垃圾焚烧发电	8.12	1200	中标	光大国际	82.5
	抚顺市生活垃圾焚烧发电 PPP 项目	5.75	1200	中标	三峰环境	67
黑龙江	黑龙江省城乡固废治理整体招商	84.76	14320	中标	光大国际、中国环保、瀚蓝环境	
江	哈尔滨市玉泉固体废物综合处理园区垃圾焚烧特许经营项目	26.84		中标	哈电集团、光大国际联合体	前 10 年 294, 后 18 年 30
湖北	武汉千子山循环经济产业园垃圾焚烧发电 PPP 项目	13.48	1500	预中标	康恒环境	
	岳阳市生活垃圾焚烧发电工程 BOT 项目	5.92	2000	签约	高能环境	
湖南	祁东县生活垃圾焚烧 PPP 项目	4.76	800	中标	光大国际	56
	新化县垃圾焚烧发电 PPP 项目	4.43	1050	中标	光大国际	58.5
	永州东部垃圾发电	4.47	900	签约	光大国际	
	武陵山静脉产业园	5.86	1000	预中标	首创环境	
江西	修水县生活垃圾焚烧发电	3.16	600	预中标	光大国际	63.5
	永丰县生活垃圾焚烧发电 BOT 项目	5.2	1200	中标	伟明环保	62
河南	项城生活垃圾焚烧发电 BOT 项目	4.45	1200	中标	中国天楹	
	鹤壁市静脉产业园一期	5.53	1000	中标	城发环境	65
	西平县生活垃圾焚烧发电项目	3.68	1200	中标	城发环境	68
	汝南县生活垃圾焚烧发电项目	3.78	900	中标	城发环境	69
	唐河县垃圾焚烧发电 PPP 项目	4.02	1200	中标	首创环境	58.65
	新蔡县静脉产业园生活垃圾焚烧发电项目	3.8	1200	预中标	光大国际	58
	原阳县生活垃圾焚烧发电特许经营项目	3.32	1200	中标	康恒环境	75
	安阳市生活垃圾焚烧发电 PPP 项目	12.8	2250	中标	三峰环境	55.8
	邓州市生活垃圾焚烧发电 PPP 项目	5.78	1000	中标	康恒环境	61.2
云南	瑞丽市生活垃圾焚烧发电 PPP 项目	3.18	600	中标	粤丰环保	75
	丽江市生活垃圾焚烧发电 PPP 项目	3.44	900	签约	中国环保	71
	芒市垃圾焚烧发电项目	1.7	600	中标	芜湖海螺	70
重庆	石柱县垃圾焚烧发电项目		300	预中标	芜湖海螺	70
贵州	黔东南州南部片区生活垃圾焚烧发电项目	4	1750	中标	粤丰环保	66.8
越南	河内垃圾焚烧 EPC 项目	19.72	4000	签约	中国天楹	

资料来源：中国固废网，信达证券研发中心整理。注：只包括 2019 年 1-5 月预中标、中标、签约项目，不包括处于招标和预审中的项目。

焚烧价格稳中有升。根据中国固废网数据，2008-2018 年，垃圾焚烧平均价格在 60-90 元之间，最高为 2013 年的 90 元/吨，最低为 2016 年的 60 元/吨。2014-2016 年，垃圾发电行业处于跑马圈地期，出现了恶性低价竞争，由此带来了项目建设、运营、

排放多方隐患。随着 2016 年开始的大规模环保督查，大批不达标的垃圾发电项目被整改，垃圾发电处理费逐步走出低价中标，回归理性价格。2018 年垃圾焚烧价格均值已经回复到 67 元/吨。

图 3: 生活垃圾焚烧发电处理费趋势 (单位: 元/吨)



资料来源: 中国固废网, 信达证券研发中心

## 长江治理监测先行，近看水质监测，远看生态屏障网格监测

2017 年 7 月 17 日，原环保部、发改委、水利部联合发布《长江经济带生态环境保护规划》。《规划》突出和谐长江、健康长江、清洁长江、优美长江和安全长江建设，提出到 2020 年，长江生态环境明显改善，生态系统稳定性全面提升，河湖、湿地生态功能基本恢复。《规划》加强协调联动，强化水资源、水生态、水环境三位一体推进，提出水资源优化调配、生态保护与修复、水环境保护与治理、城乡环境综合整治、环境风险防控和环境监测能力建设等 6 大工程 18 类项目。

水环境治理，监测先行。长江流域水环境质量和水生态安全面临巨大威胁的一个重要原因就是污染物排放过大，为了实现治理目标，就要实施最严格的污染防控制度，建立跨区域、跨流域的联防联控体系，增加流域截面水质监测点，实现全流域、全天候实时监控，扩大流域污染物监控范围，确保沿线工业污染源排放全面达标。

2018 年 11 月 6 日，生态环境部发布《长江流域水环境质量监测预警办法（试行）》，提出要把修复长江生态环境摆在压倒性位置，加快建立长江流域自动监测管理和技术体系，完善长江流域国家地表水环境监测网络。《办法》适用于长江流域云南、贵州、四川、重庆、湖北、湖南、江西、安徽、江苏、浙江、上海等 11 省（市）。

2019 年 5 月 29 日，生态环境部生态环境监测司司长表示，长江经济带 943 个地表水国控断面监测表明，2018 年长江经济带水质良好，I ~ III 类水质断面占 79.3%，同比提高 5.4 个百分点；劣 V 类占 1.9%，同比降低 1.1 个百分点。2019 年 1-4 月，长

江经济带水质良好，I~III类比例为81.2%，同比上升8.7个百分点；劣V类比例为1.3%，同比下降2.2个百分点。为提升水质监测预警能力，厘清各方水污染防治责任，生态环境部按照长江经济带省、市、县三级跨界责任断面自动监测全覆盖的要求，新增了780个断面，并对668个跨界责任断面开展水质自动站建设或改造升级。

生态保护与修复方面，截至2018年底，中国32省份都完成了生态保护红线的划定。生态保护红线覆盖生态功能极重要和生态环境极敏感脆弱地区，涵盖了国家级和省级自然保护区、风景名胜区、森林公园、地质公园、湿地公园等各类保护地，基本实现了“应划尽划”。长江经济带生态保护红线构成了“三区十二带”为主的生态保护红线空间格局。其中，“三区”为川滇森林区、武陵山区和浙闽赣皖山区，“十二带”为秦巴山地带、大别山地带、若尔盖草原湿地带、罗霄山地带、江苏西部丘陵山地带、湘赣南岭山地带、乌蒙山-苗岭山地带、西南喀斯特地带、滇南热带雨林带、川滇干热河谷带、大娄山地带和沿海生态带。

生态屏障网格体系的建立和优化必然带动监测需求。环境保护部生态保护红线技术专家委员会主任、南京环境科学研究所所长高吉喜表示，生态保护红线划定后，并不是不能有人类活动，而是要坚持严格监管、生态补偿和合理利用，通过优化长江经济带生态屏障网格体系，增强生态保障能力。以《南京市长江经济带生态环境保护实施方案》为例，南京将试点修复沿江湿地100公顷，并建立湿地监测平台。

## 钢铁超低排放政策明朗化，大气治理行业拐点显现

2019年4月29日，生态环境部、发改委联合印发《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》，要求推动实施钢铁行业超低排放，大幅削减主要大气污染物排放量。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。

超低排放将于京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等大气污染防治重点区域率先推进，重点区域钢企改造订单有望首先释放。钢铁企业近2年盈利能力大幅提升，有利于其加大环保投入、释放环保需求，是非电领域中最适宜开展超低排放改造的行业。万得数据显示，2018年全国大中型钢铁企业利润总额4,029.3亿元，同比增长了17.9%。

表6: 钢铁行业烟气排放标准推进历程

时间	地域	政策	执行时限	标准		
				粉尘	SO2	NOX
2012/6/27	全国	一般标准	2015/1/1起	50	200	300
2012/6/27	全国	特别排放限值	2015/1/1起	40	180	300
2017/6/13	全国	特别排放限值提标征求意见	-	20	50	100

2018/4/25	河北	地方标准征求意见稿	2020年之前	10	35	50
2018/5/7	河南	地方标准征求意见稿	2018年10月底前	5	35	50
2018/5/7	全国	超低排放标准征求意见稿	2020-2025	10	35	50
2018/9/30	河北	地方超低排放	现有企业自2020年10月1日起执行，新建企业自2019年1月1日实施之日起执行。	10	35	50
2019/2/27	河南	地方超低排放	2019年底前完成钢铁等六大行业超低排放改造			
2019/3/12	临汾	地方超低排放	2019年6月底前，完成炼铁、炼钢等工序的超低排放改造；2019年10月底前，完成烧结机头（球团焙烧）的超低排放改造。	10	35	50
2019/4/17	河北	地方超低排放	推进100个钢铁、70个焦化超低排放改造项目			
2019/4/29	全国	超低排放限值	2020-2025	10	35	50

资料来源:各部委网站,信达证券研发中心整理

球团、烧结仍是改造的重点和难点。根据北极星环保网报道，首钢股份专家表示，结合2018年以来首钢股份实施的一系列超低排放改造情况来看，采用较为成熟的湿法、半干法工艺配合SCR脱硝技术，以及活性炭脱硫脱硝一体化技术，基本能够达到球团和烧结的标准。产能千万吨的钢厂，全面完成超低排放改造至少要20亿元以上。

根据2018年《钢铁烧结、球团工业污染物排放标准》修改单(征求意见稿)，180m<sup>2</sup>烧结机对应的脱硫、脱硝、除尘治理设施投资约8,200万元-1亿元，目前全国现有烧结机约900台，烧结机面积约11.6万m<sup>2</sup>。在钢铁行业排放标准加严的背景下，大部分烧结机存在脱硫设施改造以及脱硝设施新建需求，我们预计仅烧结机环节超低排放改造市场空间总量就超过500亿元。

## 《土壤污染防治法》落地，土壤修复有望进入快行通道

污染场地土壤修复在工业化发达国家已有30多年的历史，在中国还处于起步阶段。中国各类污染场地与污染土壤的面积更广、污染程度更高、污染源种类更复杂，呈现新老污染物并存、无机有机复合污染的局面。根据2014年4月环保部和国土部联合发布的《全国土壤污染状况调查公报》，全国土壤环境状况总体不容乐观，全国土壤总超标率为16.1%，其中轻微、轻度、中度和重度污染点位比例分别为11.2%、2.3%、1.5%和1.1%。污染类型以无机型为主，有机型次之，复合型污染比重较小，无机污染物超标点位占全部超标点位的82.8%。从污染分布情况看，南方土壤污染重于北方；长江三角洲、珠江三角洲、东北老工业基地等部分区域土壤污染问题较为突出，西南、中南地区土壤重金属超标范围较大；镉、汞、砷、铅4种无机污染物含量分布呈现从西北到东南、从东北到西南方向逐渐升高的态势。

中国土壤修复领域是三大污染防治领域起步最晚的，2016年5月31日出台的《土壤污染防治行动计划》（“土十条”），标志着土壤污染修复行业顶层设计的出台。“土十条”为土壤治理提出了总体要求和具体时间表。工作目标：到2020年，全国土壤污染加重趋势得到初步遏制，土壤环境质量总体保持稳定，农用地和建设用地土壤环境安全得到基本保障，土壤环境风险得到基本管控。到2030年，全国土壤环境质量稳中向好，农用地和建设用地土壤环境安全得到有效保障，土壤环境风险得到全面管控。到本世纪中叶，土壤环境质量全面改善，生态系统实现良性循环。主要指标：到2020年，受污染耕地安全利用率达到90%左右，污染地块安全利用率达到90%以上。到2030年，受污染耕地安全利用率达到95%以上，污染地块安全利用率达到95%以上。

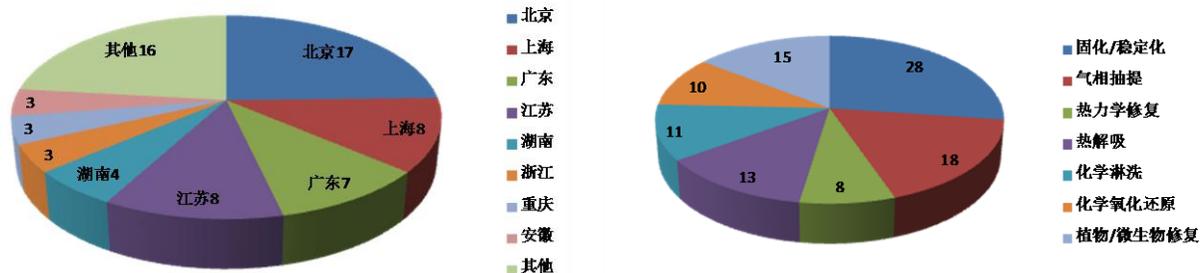
2018年8月31日，《中华人民共和国土壤污染防治法》颁布，自2019年1月1日开始实施。同时，2018年开展了第二次全国污染源普查。随着《土壤污染防治法》的落地，行业规范程度大幅提升，市场化程度快速提高。2018年土壤修复行业提速，其中，北京建工修复、中节能大地环境等国企主要聚焦于北京、杭州等地区的大型项目，并在江苏、湖北、广西等地进行布局；北京中科鼎实、高能环境等民企也在重大修复项目中屡屡现身，并承接长三角、湖南、湖北、吉林等地的中小型项目；博世科在西南市场占领主要市场；永清环保占据了西北重金属污染治理市场。

土壤修复行业主要服务于垃圾处理、矿山能源、煤化工、石油化工和水利生态等领域。近年来随着政策红利逐步释放，市场参与者涌入，竞争加剧。根据北极星环境修复网，2014年土壤修复市场约有500家企业，到2017年5月增长至2600多家。

土壤修复技术是修复行业以工程为主的企业的核心竞争力。中国土壤修复企业专利申请分布严重不均，企业之间研发实力差距巨大，绝大多数企业技术研发薄弱。根据中环联研究院数据，69家实力较强的土壤修复企业涉及近70种修复技术，但主要集中在固化/稳定化技术、气相抽提法、植物和微生物修复、热力学修复、热解析、化学淋洗、化学氧化-还原等几项修复技术，其中28家企业具有固化/稳定化技术，18家企业拥有气相抽提法修复技术，15家企业利用植物和微生物修复法。根据江苏省(宜兴)环保产业技术研究院及土盟对公开招投标项目的统计调查发现，2008-2016年，中国177个土壤修复项目中，土壤修复以污染介质治理技术为主，其中固化/稳定化技术占了主导地位，这也解释了企业在技术上的倾向性。

图 4: 中国土壤修复骨干企业地区分布

图 5: 中国土壤修复骨干企业修复技术分布



资料来源：中环联，信达证券研发中心

资料来源：中环联，信达证券研发中心

我们认为，中国土壤修复产业尚处于发展初期，政策红利释放下行业有望进入快行通道。但土壤治理修复是世界性的难题，不可一蹴而就。中国土壤修复行业现阶段将仍以预防为主，限于资金和技术，“大治理、大修复”全国全面铺开的格局很难在短期内出现。由于土壤修复行业地缘性高，尚未形成绝对的龙头，未来随着项目单体规模加大以及资金、经验、技术壁垒的逐步提高，企业将逐渐分化，行业将通过并购整合集中度提升，拥有综合技术和完整产业链条的土壤修复公司市场份额将进一步扩大。

## 行业评级与投资主线

2019年一季度环保行业整体营收增速下滑，盈利能力仍在下行通道。从细分领域来看，监测行业利润增速仍较快，达到19%；固废、节能行业利润分别增长1.1%和2.6%，大气、水务行业利润分别下滑5.3、3.2%；生态建设行业亏损3.2亿元。从亏损公司占比来看，大气、节能、生态建设问题企业占比较高，固废、水务、监测行业相对较好。

整体来看，环保行业资金面仍偏紧。截至2019年3月末，57家环保企业资产负债率算数平均值52.47%，较2018年末增加0.17个百分点；2019年一季度经营性净现金流合计为流出55.35亿元，较2018年一季度多流出11.66亿元。

长江生态修复正式开启，水环境治理市场扩容。2019年1月，生态环境部、发改委发布《长江保护修复攻坚战行动计划》；2019年2月，长江保护修复攻坚战8个专项行动启动。2017年，原环境保护部、发改委、水利部联合印发的《长江经济带生态环境保护规划》明确，将谋划一批对保护长江生态环境具有战略意义的重大工程，包括开展太湖、巢湖、鄱阳湖、滇池、草海、新安江、浦阳江等水生态修复工程。长江生态环境修复是一个复杂的系统工程，涉及地表水质综合改善、工业园区污染控制、土壤与地下水污染防控、退化湿地的保护与修复、农村水污染治理等，投资需求体量很大。

长江水环境治理，监测先行。长江流域水环境质量和水生态安全面临巨大威胁的一个重要原因就是污染物排放过大，为了实现治理目标，就要实施最严格的污染防控制度，建立跨区域、跨流域的联防联控体系，增加流域截面水质监测点，实现全流域、全天候实时监控，扩大流域污染物监控范围，确保沿线工业污染源排放全面达标。

垃圾发电新增项目超预期。2019 年年度策略中我们依据“十三五”规划估算，2019-2020 年中国垃圾焚烧发电年均新增市场规模约为 10 万吨/日，增速将保持 20%左右的较快水平。根据中国固废网的不完全统计，仅 2019 年 1-4 月进入招标、预审、预中标、中标和签约的垃圾焚烧发电项目就达 76 个，总投资近 450 亿元，垃圾焚烧处理规模达 8 万吨/日。

钢铁超低排放政策明朗化，大气治理行业拐点显现。2019 年 4 月 29 日，生态环境部、发改委联合印发《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》，要求推动实施钢铁行业超低排放，大幅削减主要大气污染物排放量。《意见》提出：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。

《土壤污染防治法》落地，土壤修复有望进入快行通道。《中华人民共和国土壤污染防治法》自 2019 年 1 月 1 日开始实施。同时，2018 年开展了第二次全国污染源普查。随着《土壤污染防治法》的落地，行业规范程度将大幅提升，市场化程度有望快速提高。水土治理不分家，长江生态修复的开启有利于土壤修复订单的快速释放。

2019 年长江生态修复正式开启，为水环境治理、水质监测、土壤修复等行业带来新机遇，维持环保行业“增持”评级。鉴于行业整体资金面偏紧，我们建议关注现金流良好的市政类、运营类环保公司，细分领域推荐水务、监测、固废。推荐标的瀚蓝环境(SH.600323,“增持”评级)、东江环保(SZ.002672,“增持”评级)、先河环保(SZ.300137,“增持”评级)、兴蓉环境(SZ.000598,无评级)。

## 建议关注的公司

### 瀚蓝环境 (600323): 固废龙头成型, 危废布局再下一城

- **业绩实现快速增长。**2018 年公司实现营业收入 48.5 亿元, 同比增加 15.4%; 归属于上市公司股东的净利润 8.8 亿元, 同比增加 34.2%; 扣非后归属于上市公司股东的净利润 7.2 亿元, 同比增长 21.5%; 实现基本每股收益 1.14 元。非经收益为处置官窑市场公司 100% 股权收益。2019 年 1-3 月, 公司实现营业收入 12.54 亿元, 同比增加 10.50%; 实现归母净利润 1.91 亿元, 同比下降 38%; 扣非后归属于上市公司股东的净利润 1.83 亿元, 同比增长 9.7%; 实现基本每股收益 0.25 元。
- **均衡型环保平台, 各项业务齐头并进。**公司主营业务包括固废处理、污水处理、城市燃气供应和供水业务, 各项业务营收均有不同程度增加。2018 年固废业务实现收入 17.65 亿元, 同比增长 24.24%; 供水业务实现收入 9.02 亿元, 同比增长 0.4%; 排水业务实现收入 9.02 亿元, 同比增长 2.30%; 燃气业务实现收入 17.01 亿元, 同比增长 21.17%。其中, 供水、排水毛利率分别为 31.0%、40.4%, 较 2017 年分别增长 2.22、3.13 个百分点; 固废、燃气业务毛利率分别为 35.2%、20.5%, 较 2017 年分别下滑 4.85、0.55 个百分点。
- **固废龙头成型, 新增大单有保障。**根据《2018 年中国生物质发电产业排名报告》, 截至 2017 年 12 月 31 日, 公司位居全国垃圾焚烧发电并网装机容量第六位 (22.3 万千瓦); 年上网电量企业第四位 (12.3 亿千瓦时); 垃圾处理量第四位 (396 万吨)。公司预计 2019 年固废业务重大资本性支出约 23.27 亿元。2018 年公司又陆续拿到了安溪县 (750 吨/日, 处理费 86.62 元/吨)、晋江市 (1500 吨/日, 处理费 89 元/吨)、漳州北部片区 (1500 吨/日, 处理费 72 元/吨) 和万载县 (800 吨/日, 处理费 65 元/吨) 的垃圾焚烧发电项目订单, 新增在建筹建规模 4,550 吨/日。2019 年 6 月 3 日, 黑龙江 85 亿固废治理整体招商项目公布结果, 光大国际、中国环保、瀚蓝环境成为中标方, 将瓜分黑龙江垃圾焚烧发电和餐厨垃圾处理市场。
- **危废处理再下一城。**公司与德国瑞曼迪斯合作的项目佛山绿色工业服务中心工程 (南海), 已取得广东省环保厅环评批复, 预计收集处理危险废物总规模为 9.3 万吨/年。2018 年 11 月, 公司全资子公司瀚蓝固废以 3.7 亿元收购宏华环保 100% 股权, 并投资赣州信丰工业固体废物处置中心项目。该项目的危险废物处置规模为 7.2 万吨/年, 其中填埋 4.8 万吨/年、焚烧 1.5 万吨/年、物化处理 0.2 万吨/年、废钢制包装桶回收 0.7 万吨/年, 安全填埋场总库容 95 万 m<sup>3</sup> (已建成一期 37 万 m<sup>3</sup>)。目前已经完成焚烧、物化处理中心和填埋场一期的建设。宏华环保已于 2018 年 10 月取得临时危险废物经营许可证, 处理范围涵盖 36 大类 172 种危险废物的处理处置, 已于 2019 年 1 月投入试运营。
- **投资评级:** 维持公司“增持”评级。
- **风险因素:** 由于邻避效应, 中标项目不能按时建设; 在建项目不能如期投产; 污水处理厂与垃圾焚烧发电厂处置量不足。
- **相关研究:** 20180808《瀚蓝环境 (600323): 业绩稳步提升, 固废业务成长可期》等

### 东江环保 (002672): 费用与减值拖累业绩, 危废业务放量可期

- **归母净利润下滑, 费用与减值拖累业绩。**2018 年公司实现营业收入 32.84 亿元, 同比增加 5.95%; 实现归母净利润 4.08 亿元, 同比下降 13.83%; 实现基本每股收益 0.47 元。公司业绩下滑主要基于三点因素: 1) 资源化产品需求下降, 2018 年资源化产品营业收入为 12.28 亿元, 同比增长 3.96%, 增速不及预期, 相比无害化业务增长放缓; 2) 受环保监管标准提升、原材料价格持续上涨的影响, 公司成本上升; 3) 由于公司报告期内在建工程转固定资产后计提折旧及财务费用增加、计提商誉减值准备及对除商誉外的部分资产计提减值准备等因素, 给公司的经营业绩造成了一定的影响, 导致公司净利润增长下滑。2019 年 1-3 月, 公司实现营业收入 8.07 亿元, 同比增加 6.39%; 实现归母净利润 1.08 亿元, 同比下降 11%; 实现基本每股收益 0.12 元。
- **项目储备丰富, 产能仍在爬坡期。**2018 年公司完成 3 个建设项目: 1) 韶关再生资源 9500 吨/年的焚烧项目投入运营, 8 万吨/年含铜污泥资源化利用项目完成建设; 2) 公司首个 PPP 危废处置项目兴业东江完成建设并投产, 处理资质为焚烧 2 万吨/年、填埋 3.35 万吨/年、物化 1.5 万吨/年及资源化 3000 吨/年; 3) 山东潍坊蓝海项目完成建设, 项目设计规模为焚烧 6 万吨/年, 物化 12 万吨/年及资源化利用 1.59 万吨/年, 将于 2019 年投产贡献收入。此外, 公司另有大量项目储备, 公司预计 2020 年将增加 25 万吨的处置能力, 远期处置增量在 50 万吨以上。
- **控股富龙环保, 进入佛山危废市场。**公司自 2017 年前后两次收购了富龙环保 51% 股权, 共支付价款 1.37 亿元。富龙环保目前在广东省佛山市负责实施工业固体废弃物综合利用及处置项目, 该项目于 2016 年 3 月取得环评批复, 核准建设内容为年处理危险废物 4.97 万吨/年, 其中, 综合处理项目已建成并取得《危险废物经营许可证》, 核准收集、贮存和利用危险废物合计 1.97 万吨/年, 该项目已投产运营; 焚烧 3 万吨/年项目处于建设阶段, 预计 2019 年底建成投产。公司本次收购基于看好广东省佛山市广阔的危废处理市场前景以及富龙环保焚烧项目的重要布局意义, 进一步深化了公司在珠三角地区危废主业的战略布局。
- **国资控股比例进一步增加, 公司不确定因素终落地。**随着广晟公司增持和汇鸿集团受让股权, 公司的国有控股比例超过 30%, 公司董事会选举谭侃为新任董事长。谭侃先生曾任职于任职于深圳市人居环境委员会、深圳市水务局污染防治处, 具有环境管理方面的丰富经验。公司完成换帅, 困扰公司的不确定因素落地, 未来将进入发展新阶段。
- **现金流表现稳健。**2017 年、2018 年、2019 年 Q1, 公司的经营性现金流分别为 6.71 亿元、8.98 亿元、3.18 亿元。
- **投资评级:** 维持“增持”评级。
- **风险因素:** 行业竞争加剧; 子公司排污超标; 在建项目不能如期投产运营; 应收款项不能按期收回的风险。
- **相关研究:** 20190304《东江环保 (002672): 业绩增长虽不及预期, 看好后续产能释放带动盈利提升》等

### 先河环保 (300137): 业绩持续增长, 市场拓展顺利

- **经营业绩大增, 毛利率高企。**2018 年公司实现营业收入 13.74 亿元, 同比增加 31.80%; 实现归母净利润 2.59 亿元, 同比增加 37.87%; 实现基本每股收益 0.47 元。2018 年公司各项业务均有明显提升, 全年共销售仪器仪表 15,841 台/套, 同比增长 96.10%。环境监测系统业务实现营业收入 9.79 亿元, 同比增长 31.75%, 毛利率达到 48.94%; 运营及咨询服务业务实现营业收入 0.94 亿元, 同比增长 15.80%, 毛利率达到 56.33%。2019 年 1-3 月, 公司实现营业收入 2.57 亿元, 同比增加 10.8%; 实现归母净利润 0.24 亿元, 同比增长 22%; 实现基本每股收益 0.04 元。
- **市场拓展顺利, 业务版图稳步扩张。**2018 年, 公司在巩固河北、山东、河南等市场的基础上, 先后在安徽、江西、江苏、东北、西北市场取得重大突破。公司大气网格化管理咨询服务业务已拓展到 17 个省 100 多个市县, 水质在线监测也先后中标国家地表水站项目、四川自贡水环境监控系统、重庆水站、新疆水站等项目。公司市场覆盖范围不断扩大, 将有力支撑环境监测设备销售及运营服务收入的增长。
- **切入农村污水及黑臭水体治理领域, 探寻新的增长极。**公司投资设立子公司正合环境, 正式进入农村分散污水治理和黑臭水体治理领域。2019 年 9 月公司中标“安顺市西秀区鸡场乡、新场乡、岩腊乡、宁谷镇农村生活污水治理项目工程总承包 (EPC)”项目, 该项目立项批复约 2.77 亿元, 将为公司后续污水治理类业务的开拓提供更多经验, 有助于提高公司污水治理业务的承接能力。
- **期间费用管控得当, 护航公司成长。**2018 年公司期间费用率为 26.45%, 较上年同期减少 1.84 个百分点, 为近年来最低水平。其中销售费用率为 11.44%, 同比减少 1.23 个百分点; 管理费用率为 15.25%, 同比减少 0.58 个百分点; 财务费用率为 -0.23%, 与上年基本持平。
- **投资评级:** 维持“增持”评级。
- **风险因素:** 市场竞争加剧; 行业政策不达预期; 项目推进不及预期。
- **相关研究:** 20190430《先河环保 (300137): 经营状况良好, 业绩稳健提升》等

□

### 兴蓉环境(000598): 西部水务龙头, 现金流优异

- **西部水务龙头。**公司是集投资、研发、设计、建设、运营于一体的大型水务环保综合服务商, 水务环保市场份额位列全国前列, 西部第一。公司深耕成都, 拥有完整的供、排水产业链, 同时布局新兴产业, 拥有污泥处置、垃圾渗滤液处理和垃圾焚烧发电等业务; 在不断壮大川内业务的同时也积极拓展省外业务, 目前在甘肃、宁夏、陕西、海南、深圳、江苏等地已拥有多个供排水项目。截止 2018 年末, 公司运营、在建和拟建供水和污水处理项目规模逾 700 万吨/日、生活垃圾焚烧发电项目规模 9300 吨/日、污泥处置项目 1780 吨/日、垃圾渗滤液处理项目 5630 吨/日、中水利用项目 98 万吨/日。
- **经营稳中向好, 供水、污水处理、垃圾发电均有提升。**2018 年公司实现营业收入 41.60 亿元, 同比增加 11.48%; 实现归母净利润 9.88 亿元, 同比增加 10.30%; 实现基本每股收益 0.33 元。2018 年公司各项业务均有提升, 自来水业务全年完成自来水销售 81,906 万吨, 实现营业收入 18.52 亿元, 同比增加 10.7%; 污水处理业务全年完成污水处理 95,449 万吨, 实现营业收入 11.82 亿元, 同比增加 8.3%; 环保业务全年完成污泥处理 148,827 吨、垃圾焚烧发电量 31,475 万度、垃圾渗滤液处理 84 万吨、中水售水 4,884 万吨, 共实现营业收入 4.35 亿元, 同比增加 11.6%。2019 年 1-3 月, 公司实现营业收入 9.59 亿元, 同比增加 7.13%; 实现归母净利润 2.61 亿元, 同比增长 13.00%; 基本每股收益 0.087 元。
- **污水处理项目加快推进。**2018 年, 公司完成对成都市自来水六厂 B 厂 BOT 项目收购工作, 成都市自来水七厂二期工程项目及成都市高新区中和污水处理厂项目转固、投运, 并加快推进成都市第一城市污水污泥处理厂二期和三期项目。2019 年成都市中和污水处理厂二期项目、成都市第九污水处理厂提标改造项目等污水处理项目的前期工作有序推进实施, 2019 年底有望建成。
- **垃圾发电项目贡献新增量。**成都隆丰环保发电厂项目完成建设并于 2018 年底点火试运, 预计 2019 年释放产能。成都万兴环保发电厂二期项目和成都市固体废弃物处理场渗滤液处理扩容工程(三期)项目正在建设期, 预计于 2020 年建成。
- **经营现金流表现优异。**2017 年、2018 年、2019 年 Q1, 公司的经营性现金流净额分别为 16.57 亿元、19.11 亿元、2.94 亿元。
- **风险因素:** 在建项目不能如期投产运营; 污水处理厂与垃圾焚烧发电厂处置量不足。

## 风险因素

**市场增速放缓风险：**经过“十三五”前三年的大规模建设，环保行业许多细分领域增速放缓，进入结构分化期。

**市场竞争加剧风险：**随着我国环保政策和监管趋严，环保设备、环保工程需求高速增长，大量原有业务与环保并不相关的国企、民企均携资本进军环保产业，市场竞争加剧。此外，由于地方经济发展水平参差不齐，各地方政府市政相关服务的市场化程度各异，由于环保行业具有区域性，可能存在业务拓展不达预期的风险。

**投资并购整合风险：**环保行业处于并购整合浪潮中，相关企业有重组失败以及重组后整合、增长不达预期的风险。

**项目进展和业绩确认不达风险：**环保产业许多项目仍处于产业化初期，在技术路径选择、产业化效益、商业模式上存在不成熟的风险。业内公司存在项目进展和业绩确认不达预期的风险。

**项目回款不达预期风险：**环保公司客户以政府为主，采用政府付费或者使用者付费+可行性缺口补贴的方式，通常采用工程承包或者运营维护的模式，前期资金投入大，有一定回款周期，竣工后存在验收、结算、付费延迟的风险。

**PPP项目债务风险：**环保PPP项目的单体金额大，债务类融资需求巨大，而PPP项目回款周期很长，如何保证债务类融资的利息和定期回报，目前尚无很好解决方案。在进入回款期后，由于项目的收益和回款质量不一，不排除部分杠杆高、现金流差的企业将爆发新的债务问题。

## 研究团队简介

**范海波**，信达证券研发中心执行总监，有色金属/钢铁行业首席研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作7年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets, Journal of Portfolio Management, Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

**吴漪**，有色金属/环保行业研究员。北京大学化学学士、环境生态学硕士。2010年加入信达证券，从事有色金属行业研究。2013年开始负责环保行业研究。

**丁士涛**，有色金属行业研究员。中央财经大学管理学硕士，3年银行业工作经验，2012年2月加盟信达证券研发中心，从事有色金属行业研究。

**王伟**，钢铁行业研究员。澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士，矿产大宗商品行业1年工作经验，2013年4月加盟信达证券研发中心，从事钢铁行业研究。

**冯孟乾**，建筑建材行业研究助理。中国矿业大学（北京）采矿工程硕士，2018年7月加入信达证券研究开发中心，从事建筑建材行业研究。

## 环保行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码										
瀚蓝环境	600117.SH	东江环保	600139.SH	迪森股份	600311.SH	龙净环保	600362.SH	清新环境	600489.SH	中电环保	600516.SH
高能环境	600547.SH	先河环保	600549.SH	兴蓉环境	000598.SZ	格林美	600711.SH	雪迪龙	600988.SH	伟明环保	601600.SH

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。