

春风未至，主线延续

环保行业 2019 年半年度策略

投资建议： 优异

上次建议： 优异

投资要点：

环保板块震荡下行，估值下移，冬去春未来

2018年全年行业指数跌幅较大，除了大盘的影响，主要是在“去杠杆”大背景下，PPP加强规范，部分项目被清库，且信用紧缩，融资难度及成本大幅提升，行业内资本密集型的公司普遍放慢拓展步伐，同时部分公司大幅计提商誉减值，众多民企困境中纷纷背靠国有资本，整合亦需要时间，带来公司的业绩增速有所放缓甚至下滑，从而拖累整体估值下行。19年一季度融资环境边际改善明显，行业指数虽有所回升，但估值仍然处于较低位置，全行业看，公用事业目前居于所有行业中位附近。

行业业绩增长明显放缓，固废、监测板块表现相对较好

18年整个环保板块的营收与扣非归母净利润快速下滑，总体业绩表现较弱。但从细分板块看，监测板块和固废处置领域表现相对较好。监测板块的业绩快速增长主要是受益于地表水监测的快速放量以及大气网格化的持续深入推进所致。固废处置板块由于行业景气度仍然较高，订单持续释放，行业保持较快的业绩增长。烟气治理板块的业绩有所回升，但非电领域的释放仍需时间。水处理工程板块受到PPP库规范加强以及信用紧缩的宏观环境影响，项目推进速度减缓，融资成本上升，业绩下滑严重，后续仍需观察。水务板块主要是以水务资产的运营为主，业绩保持稳健，具备可持续性。

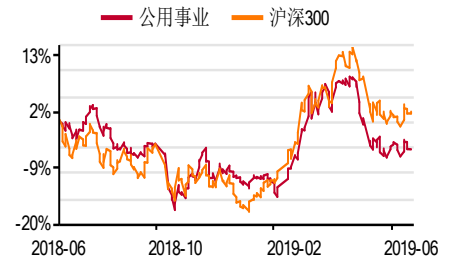
下半年主要的投资策略

从18年和19年一季度的业绩表现看，18年总体较弱，19年一季度有所回升，但业绩分化较为严重。从细分领域看，监测板块和固废处置板块表现相对较好。展望后市，对于下半年投资机会的挖掘，我们认为未来一段时间行业融资环境或将边际改善，同时民企背靠国有资本逐步改善现金流，平台资源整合，业绩回升可期，延续去年年底的年度策略主线，叠加对18年和一季度业绩分析跟踪更新业绩视角继续把握机会，看好监测和土壤修复领域的投资机会，监测板块（地表水监测的快速放量以及大气网格化的持续深入推进带来业绩的持续增长）、土壤修复领域（“土十条”公布后，土壤修复的大幕已经拉开，未来政策和市场空间巨大，叠加“响水事件”带来的受污染用地改造的治理需求提升，蓝海掘金正当时）在行业景气度仍然较高的背景下，业绩驱动力仍将维持，持续看好相关公司在该领域的表现。我们建议关注高能环境（603588.SH）、理工环科（002322.SZ）、先河环保（300137.SZ）等。

风险提示

政策力度不达预期，订单需求不达预期，宏观经济下行，系统性风险。

一年内行业相对大盘走势



马宝德 分析师

执业证书编号：S0590513090001

电话：0510-85605730

邮箱：mabd@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《政策频发，关注水环境及垃圾分类带来的机会》
- 2、《全面推进垃圾分类工作，关注固废产业链新发展》
- 3、《2018 中国生态环境状况公报》发布，环境持续向好》

正文目录

1 市场回顾与总结	5
1.1 市场走势与估值.....	5
1.2 环保板块业绩表现较弱，盈利能力有所下滑.....	8
1.3 重要细分板块分析.....	10
1.3.1 水处理板块业绩向好仍需时间等待.....	10
1.3.2 水务板块整体保持相对稳健.....	13
1.3.3 固废板块仍旧拥有良好成长性.....	13
1.3.4 烟气治理 19 年一季度盈利回升.....	16
1.3.5 监测板块维持较高增长.....	16
2 下半年策略—春风未至，延续主线，土壤修复和监测是机遇	18
2.1 土壤修复的大幕已经拉开，蓝海掘金正当时.....	19
2.1.1 土壤污染形势十分严峻，治理迫在眉睫.....	19
2.1.2 “土十条”发布后，土壤治理或成为环保下一个风口.....	21
2.1.3 土壤治理市场空间广阔，蓝海掘金正当时.....	26
2.2 水质监测市场持续发力，业绩快速增长.....	27
2.2.1 “水十条”开启水治理元年，以测助治监测先发力.....	27
2.2.2 监事权上收监测体制改革，第三方运维市场打开.....	28
2.2.3 治水需求快速释放，水质监测市场未来可期.....	30
3 标的推荐	31
4 投资组合	36
5 风险提示	36

图表目录

图表 1: 2018.1.2-2019.5.31 公用事业（申万）行业涨跌幅	5
图表 2: 2018.1.2-2019.5.31 环保工程及服务（申万）行业涨跌幅	5
图表 3: 2018.1.2-2019.5.31 水务（申万）行业涨跌幅	5
图表 4: 2018.1.2-2019.5.31 公用事业（申万）行业市盈率（TTM，整体法）	6
图表 5: 2018.1.2-2019.5.31 环保工程及服务（申万）行业市盈率（TTM，整体法）	7
图表 6: 2018.1.2-2019.5.31 水务（申万）行业市盈率（TTM，整体法）	7
图表 7: 2019.5.31 申万一级行业 PE（TTM）比较	7
图表 8: 2019 年年初至 2019.5.31 环保行业涨跌幅前八个股	8
图表 9: 环保行业重点关注个股以及所属领域分类	8
图表 10: 2014-2018 环保板块营收及增速	9
图表 11: 2014-2018 环保板块扣非归母及增速	9
图表 12: 2014-2018 环保板块毛利率和净利率	9
图表 13: 2014-2018 环保板块期间费用率	9
图表 14: 2015-2019Q1 环保板块营收及增速	10
图表 15: 2015-2019Q1 环保板块扣非归母及增速	10
图表 16: 2015-2019Q1 环保板块毛利率和净利率	10
图表 17: 2015-2019Q1 环保板块期间费用率	10
图表 18: 2014-2018 水处理板块营收及增速	11
图表 19: 2014-2018 水处理板块扣非归母及增速	11
图表 20: 2014-2018 水处理板块毛利率和净利率	11
图表 21: 2014-2018 水处理板块期间费用率	11
图表 22: 2014-2018 水处理板块负债率	11

图表 23: 2014-2018 水处理板块现金流情况	11
图表 24: 2015-2019Q1 水处理板块营收及增速	12
图表 25: 2015-2019Q1 水处理板块扣非归母及增速	12
图表 26: 2015-2019Q1 水处理板块毛利率和净利率	12
图表 27: 2015-2019Q1 水处理板块期间费用率	12
图表 28: 2014-2018 水务板块营收及增速	13
图表 29: 2014-2018 水务板块扣非归母及增速	13
图表 30: 2015-2019Q1 水务板块营收及增速	13
图表 31: 2015-2019Q1 水务板块扣非归母及增速	13
图表 32: 2014-2018 固废板块营收及增速	14
图表 33: 2014-2018 固废板块扣非归母及增速	14
图表 34: 2014-2018 固废板块毛利率和净利率	14
图表 35: 2014-2018 固废板块期间费用率	14
图表 36: 2015-2019Q1 固废板块营收及增速	15
图表 37: 2015-2019Q1 固废板块扣非归母及增速	15
图表 38: 2015-2019Q1 固废板块毛利率和净利率	15
图表 39: 2015-2019Q1 固废板块期间费用率	15
图表 40: 2014-2018 烟气板块营收及增速	16
图表 41: 2014-2018 烟气板块扣非归母及增速	16
图表 42: 2015-2019Q1 烟气板块营收及增速	16
图表 43: 2015-2019Q1 烟气板块扣非归母及增速	16
图表 44: 2014-2018 监测板块营收及增速	17
图表 45: 2014-2018 监测板块扣非归母及增速	17
图表 46: 2014-2018 监测板块毛利率和净利率	17
图表 47: 2014-2018 监测板块期间费用率	17
图表 48: 2015-2019Q1 监测板块营收及增速	18
图表 49: 2015-2019Q1 监测板块扣非归母及增速	18
图表 50: 2015-2019Q1 监测板块毛利率和净利率	18
图表 51: 2015-2019Q1 监测板块期间费用率	18
图表 52: 我国土壤污染度 (点位超标率)	20
图表 53: 土地利用类型的污染情况 (点位超标率)	20
图表 54: 各项污染物的超标情况 (点位超标率)	20
图表 55: 各区域的污染情况比较 (点位超标率)	20
图表 56: 近年来土壤污染导致的安全事件	21
图表 57: 2013 年 9 月以来我国环保领域相关政策和法规	22
图表 58: 地方“大气十条”发布情况统计	23
图表 59: 地方“水十条”发布情况统计	23
图表 60: 环境污染治理固定资产投资完成额及同比	24
图表 61: 大气污染治理固定资产投资完成额及同比	24
图表 62: 水污染治理固定资产投资完成额及同比	24
图表 63: 上市公司大气污染治理营收及同比	25
图表 64: 上市公司水污染治理营收及同比	25
图表 65: 上市公司环境监测营收及同比	25
图表 66: 2012-2017 年土壤修复订单金额以及修复规模	26
图表 67: “十三五”期间土壤修复市场空间测算	27
图表 68: 美国的超级基金预算投入情况	27
图表 69: 超级基金的预算占 EPA 预算百分比	27

图表 70: 2015-2017 环境监测产品销量 (台/套)	28
图表 71: 2017 年我国环境监测仪器产品结构	28
图表 72: 国家环境空气质量监测体制改革思路	29
图表 73: 水质监测分类	30
图表 74: 水质监测市场总体规模测算	30
图表 75: 公司环境修复订单快速放量	32
图表 76: 公司环境修复业务收入实现快速增资增长	32
图表 77: 台州模式具有“四省一快”特点	33
图表 78: 台州市三化化工和经纬化工修复项目情况	34
图表 79: 公司近两年水质监测订单 (万元)	35
图表 80: 公司四川某市水质网格化监测点位图	35
图表 81: 投资组合 (截止 6 月 19 日)	36

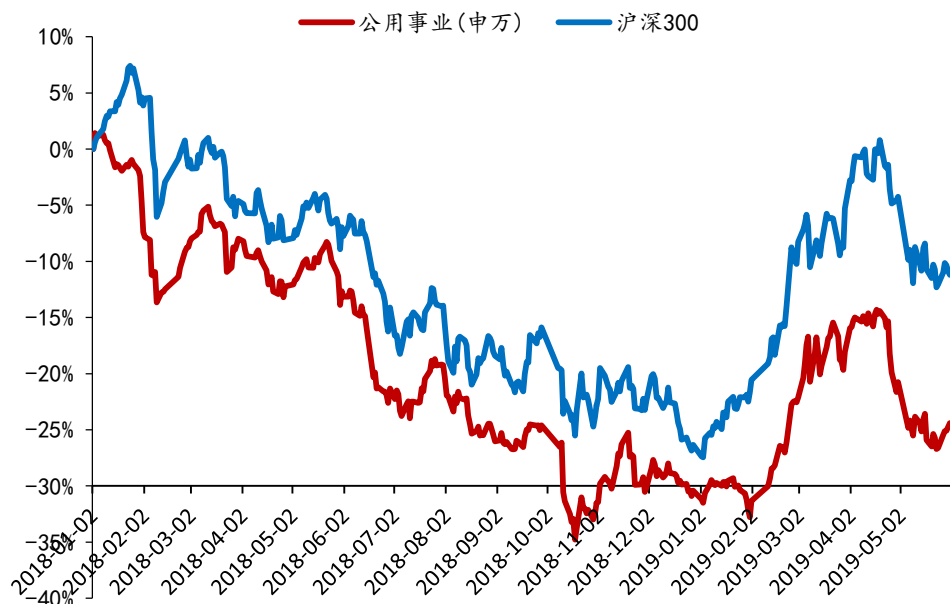
1 市场回顾与总结

1.1 市场走势与估值

2018 年全年上证震荡向下，19 年年初快速拉升，4 月初开始下行明显；创业板 18 年 5 月底至 19 年 1 月底震荡向下，2 月初开始快速拉升，4 月初转为明显下行，环保板块 18 年整体趋势为震荡下行，19 年 2 月拉升后，4 月中旬与大盘同步下行。

从相关指数来看，2018 年全年申万公用事业指数下跌 29.72%，其中环保工程服务 II 和水务 II 分别下跌 49.68% 和 32.51%，而同期上证综指下跌 24.59%，创业板指下跌 28.65%。2018 年全年行业指数跌幅较大，主要由于一方面受大盘影响，行业整体估值下移，同时“去杠杆”大背景下，PPP 加强规范，部分项目被清库，且信用紧缩，融资难度及成本大幅提升，行业内资本密集型的公司普遍放慢拓展步伐。2019 年年初至 4 月中旬环保板块指数上涨，主要受大盘影响，行业估值迎来修复，同时由于财政发力，融资边际改善，企业盈利状况逐步改善，叠加监测、运维类企业业绩增长迅速。随后受中美贸易等多重因素影响，大盘进入调整期，板块整体回调幅度较大。

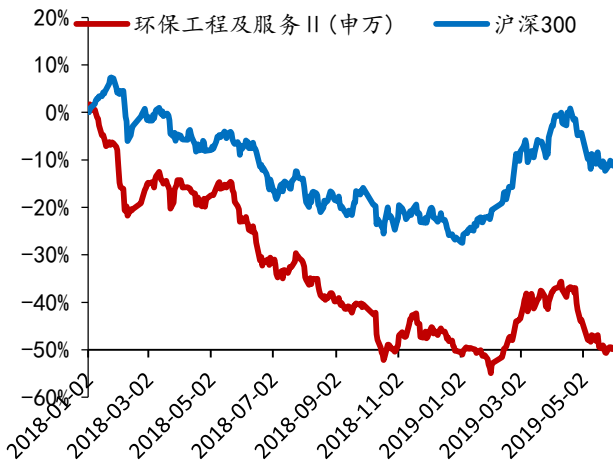
图表 1: 2018.1.2-2019.5.31 公用事业 (申万) 行业涨跌幅



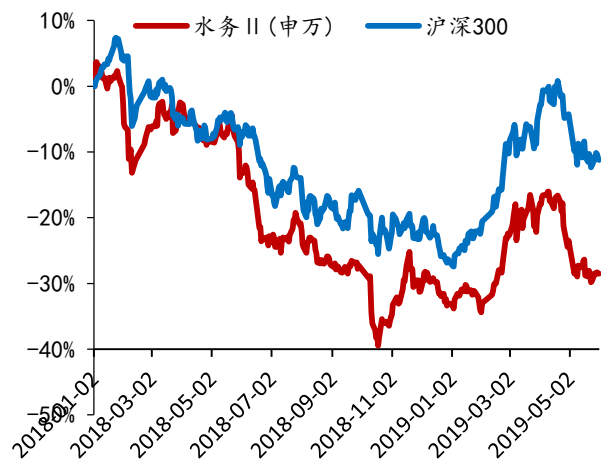
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 2: 2018.1.2-2019.5.31 环保工程及服务 (申万) 行业涨跌幅

图表 3: 2018.1.2-2019.5.31 水务 (申万) 行业涨跌幅



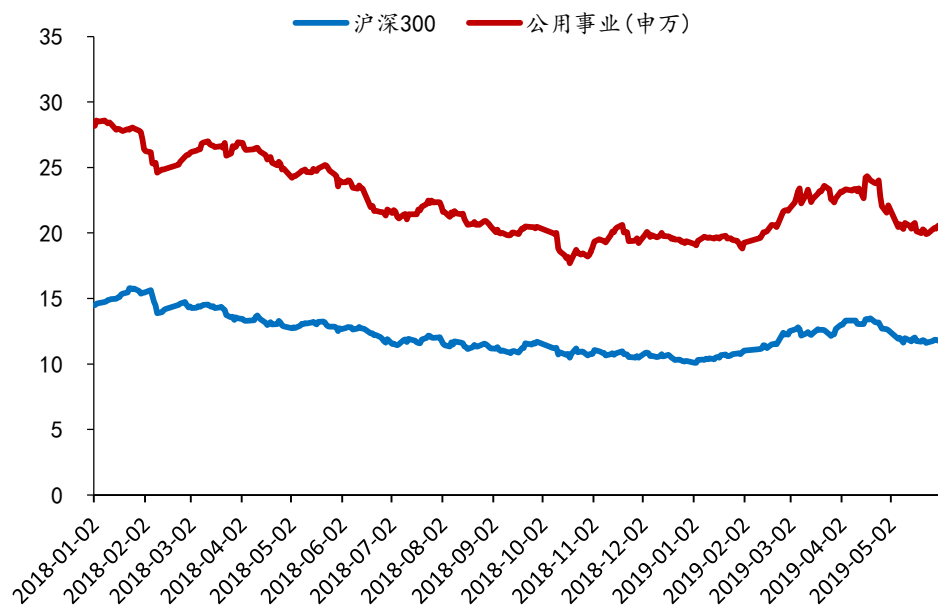
来源: Wind, 国联证券研究所



来源: Wind, 国联证券研究所

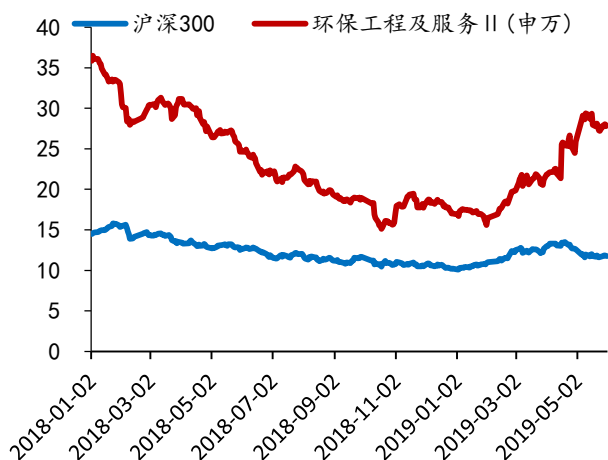
从估值水平看, 公用事业整体走势处于下行的态势, 申万的公用事业行业 PE (TTM) 2018 年初与 2018 年底分别为 28 倍与 19 倍, 同期环保工程及服务 II 行业 PE (TTM) 从 36 倍下降至 17 倍, 水务 II 行业 PE (TTM) 则从 27 倍下降至 18 倍, 整体下降幅度比较大。2019 年 1 月 2 日和 5 月 31 日, 申万的公用事业行业 PE (TTM) 分别为 19 倍与 21 倍, 同期环保工程及服务 II 行业 PE (TTM) 从 17 倍修复至 28 倍, 水务 II 行业 PE (TTM) 则从 18 倍修复至 20 倍, 公用事业的估值目前居于所有行业中位附近。

图 4: 2018.1.2-2019.5.31 公用事业 (申万) 行业市盈率 (TTM, 整体法)



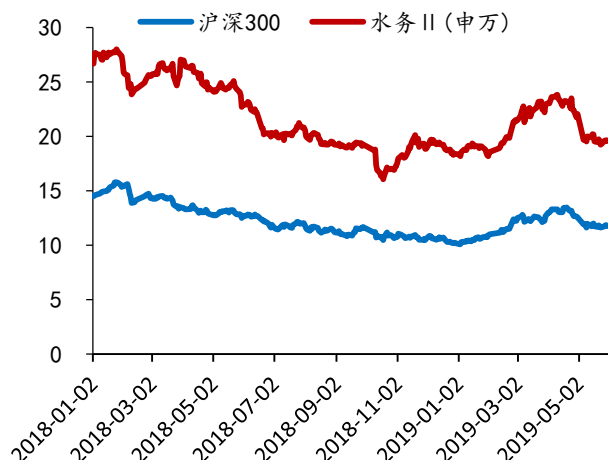
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 5: 2018.1.2-2019.5.31 环保工程及服务(申万)行业市盈率(TTM, 整体法)



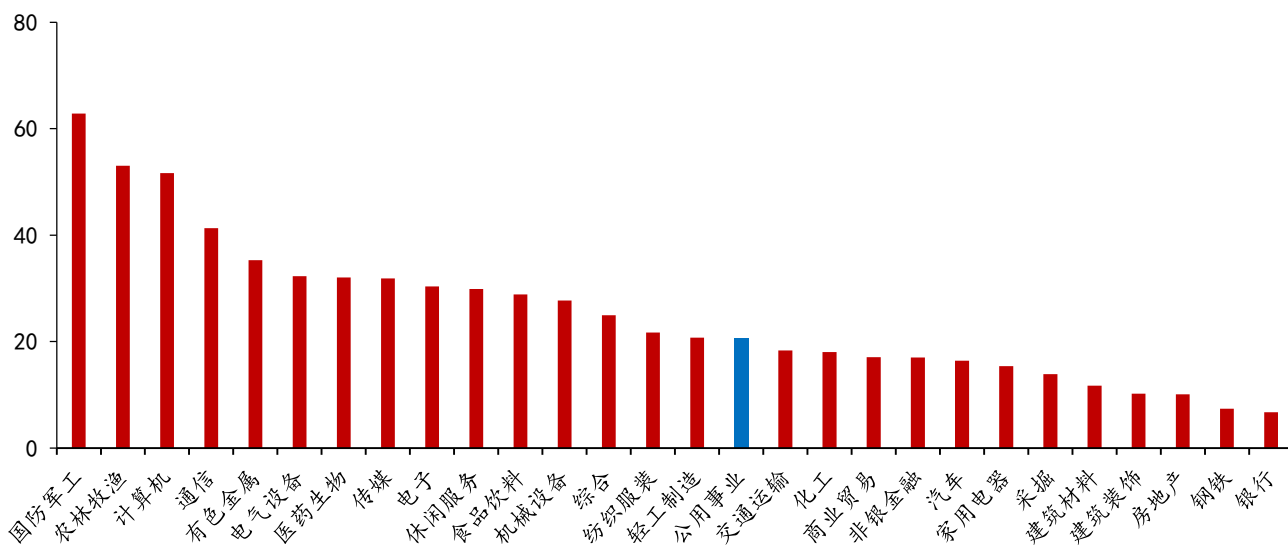
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 6: 2018.1.2-2019.5.31 水务(申万)行业市盈率(TTM, 整体法)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 7: 2019.5.31 申万一级行业 PE (TTM) 比较



来源: Wind, 国联证券研究所

从个股涨幅来看, 2018 年全年共有 2 个公司取得上涨, 12 个公司表现好于上证综指, 主要是运营为主的公司。从子板块来看, 各子板块均出现较大跌幅, 其中节能与生物质板块跌幅较大。同时各子板块内部分化也较为严重, 资金相对充裕经营较为稳健的公司整体表现相对较好。而从 2019 年 1 月 2 日至 5 月 31 日, 只有 20 个公司下跌, 25 个公司表现好于上证综指, 其中监测类以及优质运营类企业表现较为亮眼。

图表 8：2019 年年初至 2019.5.31 环保行业涨跌幅前八个股

涨幅前八				跌幅前八			
证券代码	证券简称	所属领域	涨跌幅	证券代码	证券简称	所属领域	涨跌幅
300125.SZ	易世达	节能	110.71%	000820.SZ	*ST 节能	节能	-57.96%
300152.SZ	科融环境	节能	102.30%	300156.SZ	神雾环保	节能	-30.03%
600217.SH	中再资环	固废	58.68%	300090.SZ	盛运环保	固废	-23.26%
300145.SZ	中金环境	水处理	49.54%	300072.SZ	三聚环保	节能	-21.34%
300165.SZ	天瑞仪器	监测	45.13%	300362.SZ	天翔环境	水处理	-17.40%
000920.SZ	南方汇通	水处理	44.79%	000035.SZ	中国天楹	固废	-16.15%
3003 5.SZ	雪浪环境	烟气	44.44%	000605.SZ	渤海股份	水处理	-15.49%
300262.SZ	巴安水务	水处理	43.01%	300203.SZ	聚光科技	监测	-13.68%

来源：Wind，国联证券研究所

1.2 环保板块业绩表现较弱，盈利能力有所下滑

按照我们重点关注的环保板块 73 家公司进行统计，2018 年实现营业总收入 2035.85 亿元，同比增长 7.78%，增速同比下降 15.92pct；实现扣非归母净利润 34.63 亿元，同比下降 80.06%，增速同比下降 78.79pct。整体而言 18 年环保板块营收与扣非归母净利润快速下滑，一方面由于部分个股如天翔环境、兴源环境、盛运环保、*ST 凯迪等亏损严重，拖累板块；另一方面，2018 年受制于宏观“去杠杆”、PPP 清库、紧信用等影响，使得行业面临融资难、融资贵等问题，部分项目推进受阻，盈利下滑。

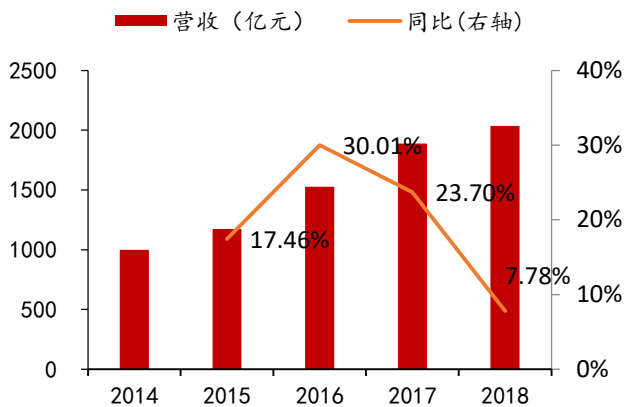
板块整体盈利能力减弱。2018 年毛利率为 27.58%，同比下降 1.62pct，净利率仅为 2.99%，同比下降 8.18pct。净利率急剧下降主要受融资难、资金成本上升，财务费用增长影响，2018 年财务费用率为 5.09%，同比上升 1.3pct，为 5 年内最高值；管理费用率为 9.56%，同比上升 1.05pct；销售费用率为 3.74%，同比微升 0.6pct。

图表 9：环保行业重点关注个股以及所属领域分类

烟气治理	水务	水处理	监测	固废	节能	生物质	
永清环保	钱江水利	中环环保	天翔环境	华测检测	伟明环保	易世达	长青集团
龙净环保	洪城水业	上海洗霸	中持股份	聚光科技	瀚蓝环境	双良节能	富春环保
雪浪环境	重庆水务	清水源	万邦达	盈峰环境	金圆股份	三聚环保	*ST 凯迪
德创环保	兴蓉环境	国祯环保	巴安水务	天瑞仪器	中再资环	天壕环境	
清新环境	武汉控股	久吾高科	南方汇通	雪迪龙	东江环保	科融环境	
三维丝	中山公用	环能科技	渤海股份	先河环保	维尔利	中材节能	
远达环保	联泰环保	博世科	华控赛格	理工环科	高能环境	*ST 节能	
*ST 菲达	绿城水务	中电环保	中金环境	中国天楹	神雾环保		
中环装备	江南水务	碧水源	博天环境	启迪桑德			
	国中水务	兴源环境	津膜科技	旺能环境			
	首创股份			龙马环卫			
	中原环保			盛运环保			
	海峡环保						
	创业环保						

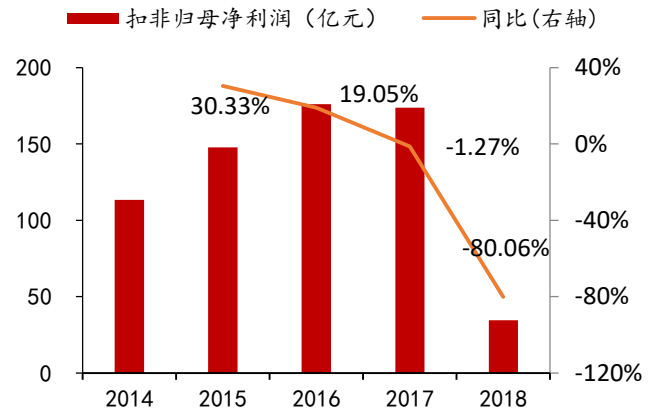
来源：Wind，国联证券研究所

图表 10: 2014-2018 环保板块营收及增速



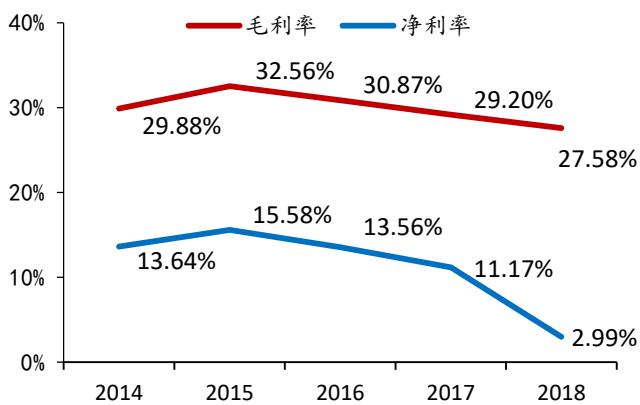
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 11: 2014-2018 环保板块扣非归母及增速



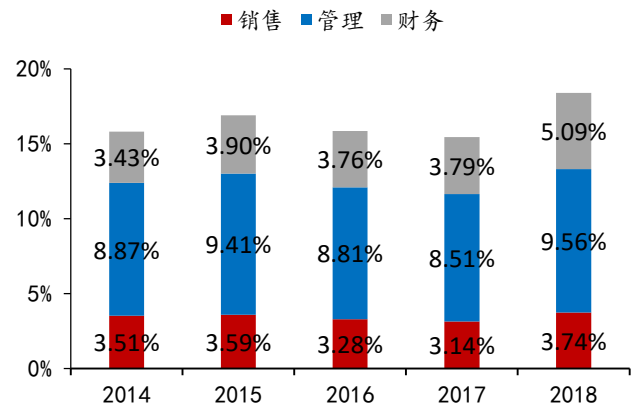
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 12: 2014-2018 环保板块毛利率和净利率



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 13: 2014-2018 环保板块期间费用率

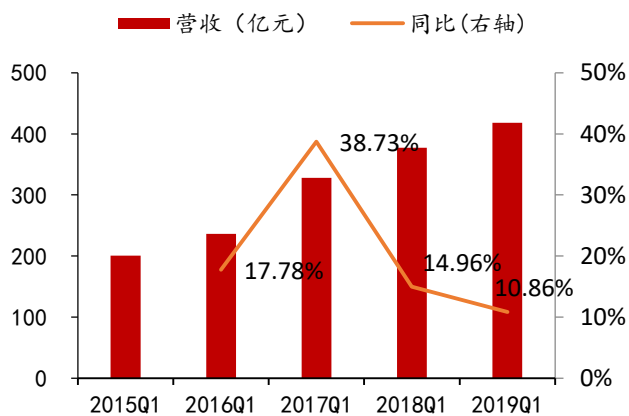


来源: Wind, 国联证券研究所

2019 年一季度, 环保板块实现营业总收入 417.94 亿元, 同比增长 10.86%, 增速同比下降 4.1pct; 实现扣非归母净利润 27.34 亿元, 同比下降 17.45%, 增速同比下降 7.7pct。板块整体经营情况较 2018 年相比有所改善, 主要受到财政发力, 融资边际改善以及对污染防治企业的减税降费等因素影响, 此外细分行业中监测行业的盈利一季度实现了高速增长。

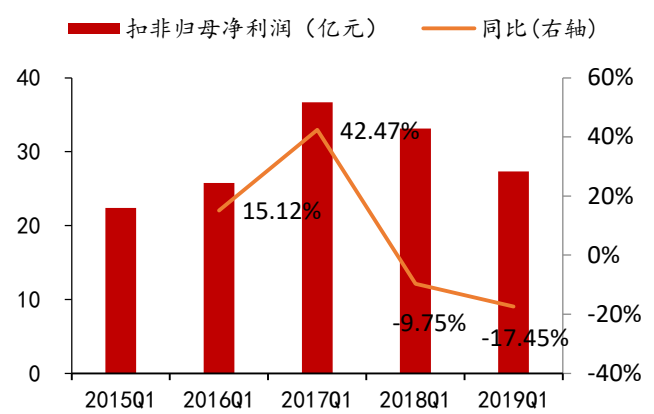
盈利能力逐步回升。2019 年一季度毛利率为 27.04%, 同比下降 2.6pct, 净利率为 7.93%, 同比下降 2.45pct, 净利率下滑较 2018 年有明显改善。一季度财务费用率为 5.98%, 同比上升 0.95pct; 管理费用率为 9.80%, 同比上升 0.22pct; 销售费用率为 3.63%, 同比微升 0.29pct, 三费略升但整体平稳。

图表 14: 2015-2019Q1 环保板块营收及增速



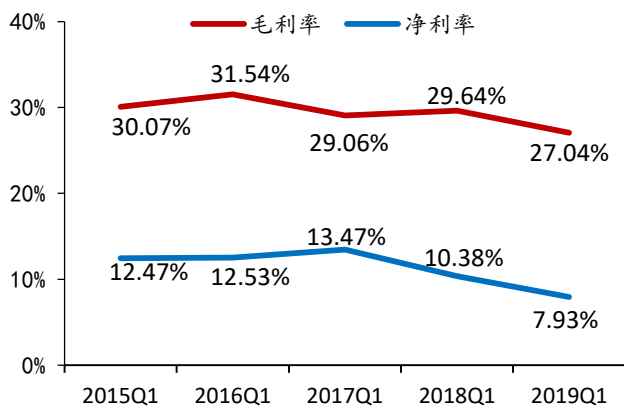
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 15: 2015-2019Q1 环保板块扣非归母及增速



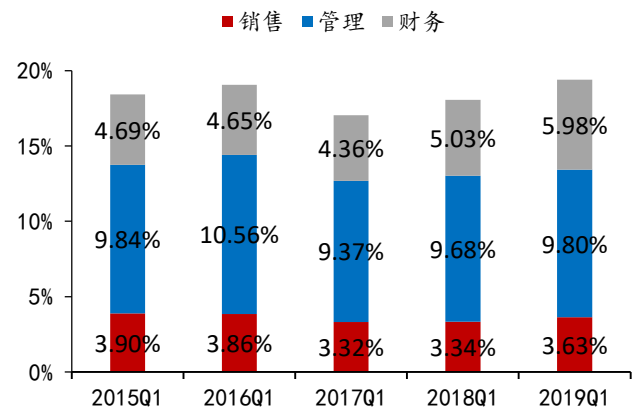
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 16: 2015-2019Q1 环保板块毛利率和净利率



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 17: 2015-2019Q1 环保板块期间费用率



来源: Wind, 国联证券研究所

1.3 重要细分板块分析

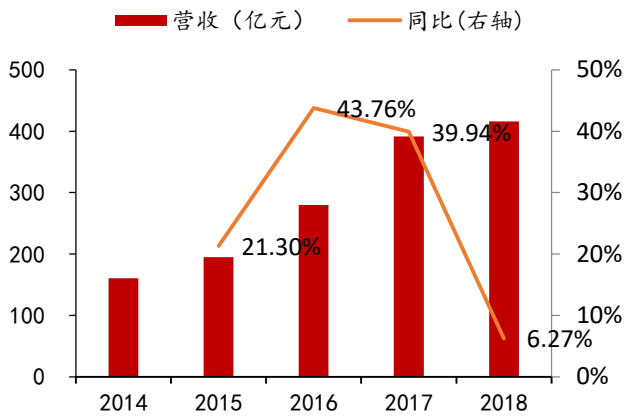
1.3.1 水处理板块业绩向好仍需时间等待

我们按照运营比重的大小将水相关的行业分为了水处理工程及水务两个板块进行统计。

水处理工程板块工程或设备比重占比较大。2018 年实现营业总收入 416.13 亿元, 同比增长 6.27%, 增速同比下降 33.67pct; 实现扣非归母净利润 4.36 亿元, 同比下降 90.58%, 增速同比下降 78.79pct。水处理工程板块受到 PPP 库规范以及信用紧缩的宏观环境影响, 项目推进速度减缓, 融资成本上升, 业绩下滑严重。

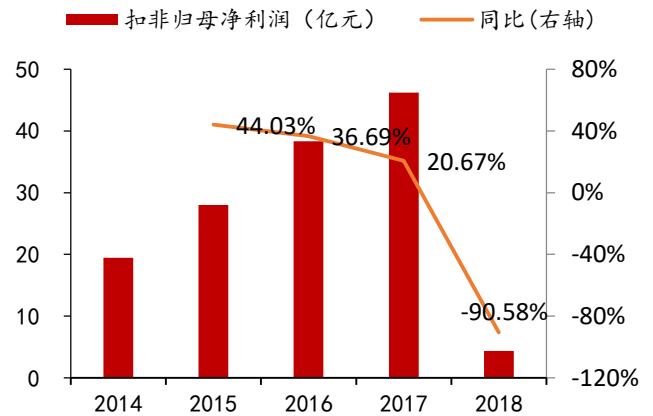
净利率下滑严重, 财务费用近乎翻倍。2018 年毛利率为 28.98%, 同比微降 1.69pct, 净利率仅为 1.11%, 同比下降 12.67pct。2018 年财务费用率为 5.01%, 同比上升 2.32pct, 为 5 年内最高值; 管理费用率为 9.53%, 同比上升 1.43pct; 销售费用率为 4.31%, 同比微升 0.68pct; 净利率急剧下降主要受财务费用上升影响, 融资成本上升之后, 板块 2018 年的财务费用同比近乎翻倍。

图表 18: 2014-2018 水处理板块营收及增速



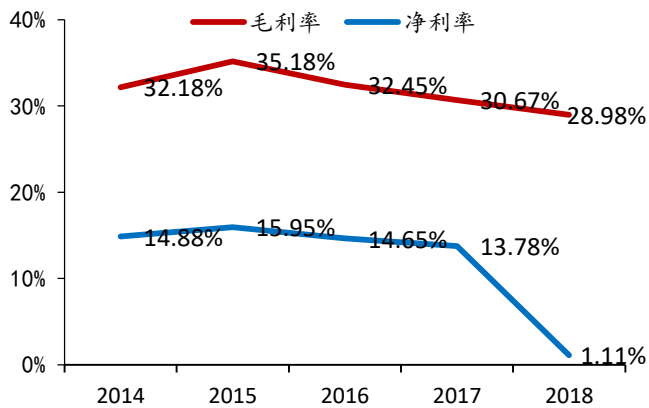
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 19: 2014-2018 水处理板块扣非归母及增速



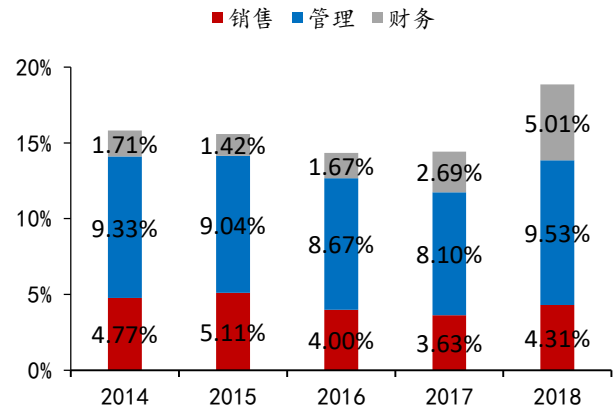
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 20: 2014-2018 水处理板块毛利率和净利率



来源: Wind, 国联证券研究所

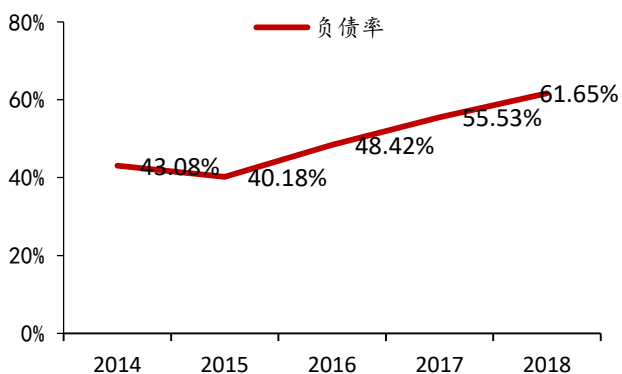
图表 21: 2014-2018 水处理板块期间费用率



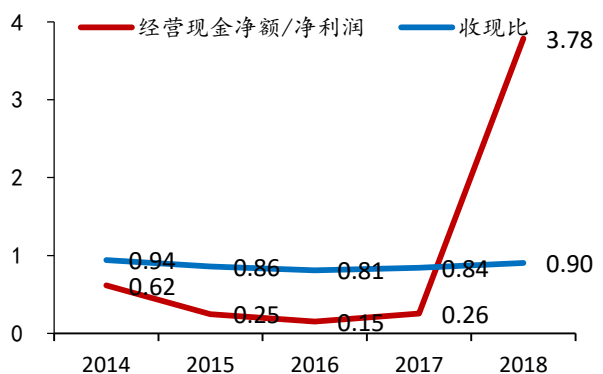
来源: Wind, 国联证券研究所

负债率不断提升, 现金流保持平稳。水处理行业负债率持续攀升, 由 2014 年的 40.18% 升至 2018 年的 61.65%, 主要因为 PPP 类项目对资金的需求较大。收现比同比略微提升至 0.90, 现金流保持平稳, 可能由于在融资较为困难情况下, PPP 业务推进速度放缓, 轻资产类的 EPC 业务占比有所提升所致。经营性现金净额相对净利润同比大幅提高至 3.78, 主要由于净利润急剧下滑导致。

图表 22: 2014-2018 水处理板块负债率



图表 23: 2014-2018 水处理板块现金流情况



来源: Wind, 国联证券研究所

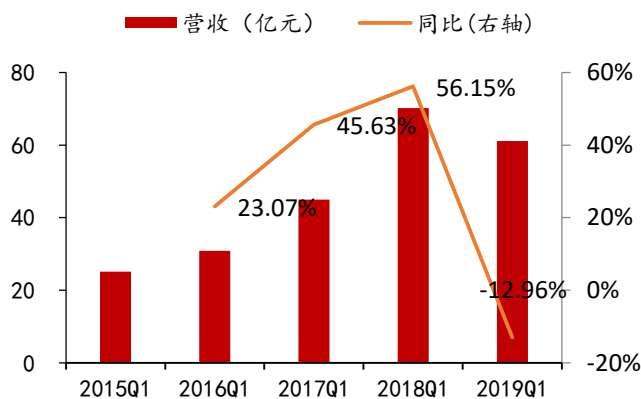
2019 年一季度, 水处理板块实现营业总收入 61.09 亿元, 同比下降 12.96%, 增速同比下降 69.11pct; 实现扣非归母净利润 2.62 亿元, 同比下降 56.15%, 增速同比下降 80.78pct。虽然一季度融资边际有所改善, 但是 PPP 类工程项目推进仍旧缓慢, 板块整体业绩情况仍不容乐观。

净利率跌幅收窄, 财务费用仍在高位。2019 年一季度毛利率为 30.65%, 保持平稳, 净利率为 4.61%, 同比下降 3.91pct, 净利率下滑较 2018 年有所收窄。财务费用率为 9.04%, 同比上升 3.57pct, 仍在历史高位; 管理费用率为 11.09%, 同比上升 1.85pct; 销售费用率为 4.74%, 同比微升 0.75pct, 三费增幅较大。

整体而言, 水处理板块在黑臭水治理加速推进、污水处理收集率提升、污水厂提标改造等因素促进下仍有较大市场空间, 期待融资边际改善后未来业绩的逐步回升。

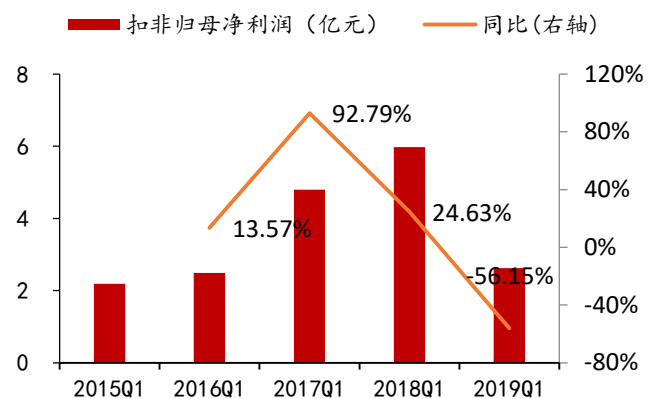
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 24: 2015-2019Q1 水处理板块营收及增速



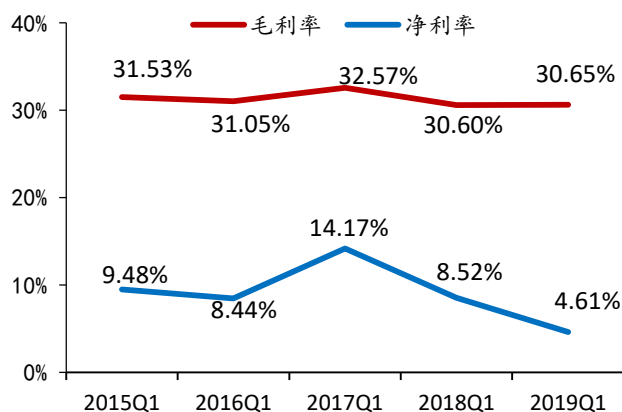
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 25: 2015-2019Q1 水处理板块扣非归母及增速



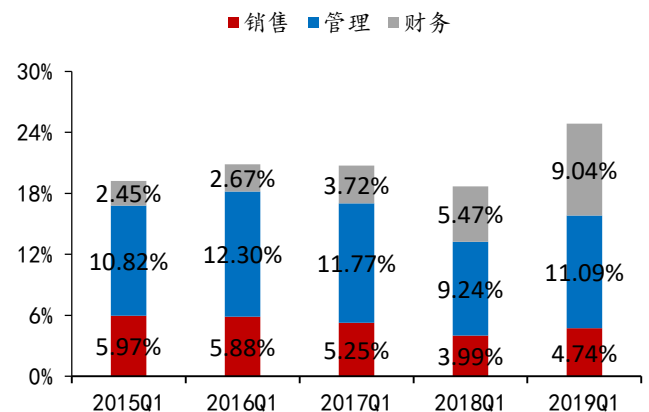
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 26: 2015-2019Q1 水处理板块毛利率和净利率



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 27: 2015-2019Q1 水处理板块期间费用率

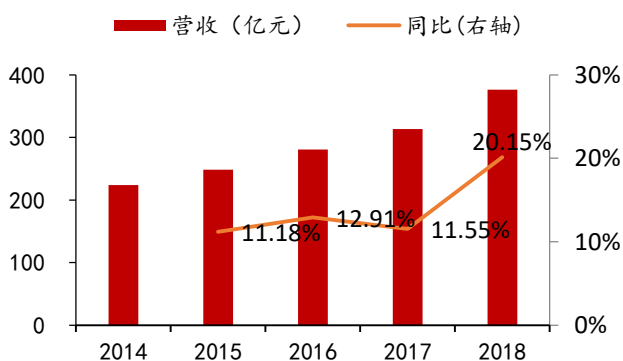


来源: Wind, 国联证券研究所

1.3.2 水务板块整体保持相对稳健

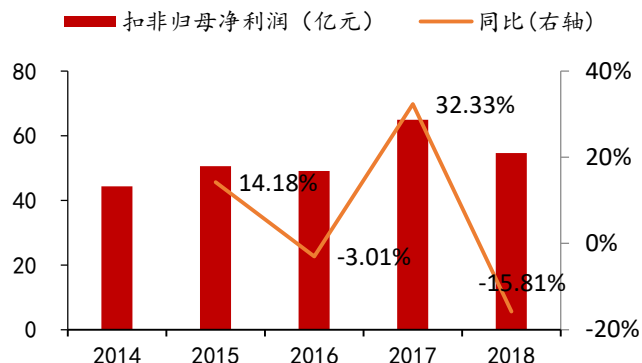
水务板块 2018 年实现营业总收入 376.31 亿元，同比增长 20.15%，增速同比上升 8.65pct；实现扣非归母净利润 54.63 亿元，同比下降 15.81%，增速同比下降 48.14pct。利润下滑主要由于重庆水务 17 年集中收到过去几年的增值税退税等原因使得其扣非归母净利润增长 93.51%，若剔除重庆水务影响，则水务板块 18 年扣非归母净利润同比下降为 8.33%，保持相对稳健。

图表 28：2014-2018 水务板块营收及增速



来源：Wind，国联证券研究所

图表 29：2014-2018 水务板块扣非归母及增速

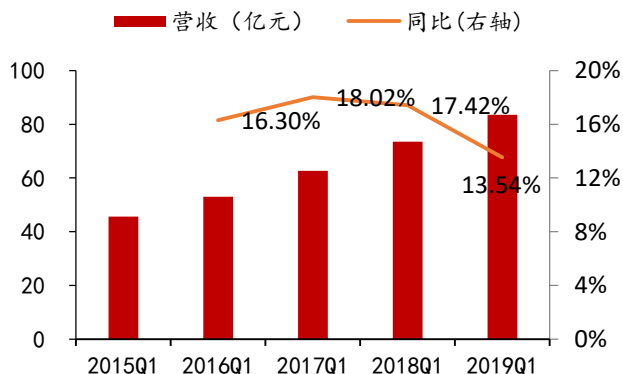


来源：Wind，国联证券研究所

2019 年一季度，水务板块实现营业总收入 84.50 亿元，同比上升 13.54%，增速同比下降 3.88pct；实现扣非归母净利润 14.58 亿元，同比上升 19.53%，增速同比上升 35.18pct，一季度业绩保持稳健增长。

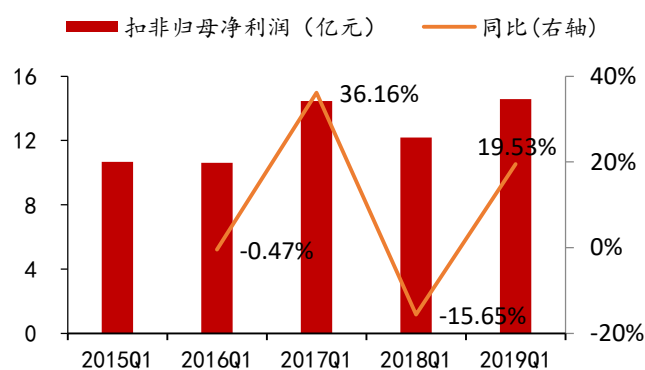
毛利率、净利率以及三费保持平稳。2019 年一季度毛利率和净利率分别为 34.84% 为 18.84%，同比保持平稳。财务费用率为 6.01%，同比上升 0.69pct；管理费用率为 10.08%，同比上升 0.17pct；销售费用率为 1.83%，同比下降 0.2pct；三费同比上升 0.66pct，板块经营延续以往平稳态势。

图表 30：2015-2019Q1 水务板块营收及增速



来源：Wind，国联证券研究所

图表 31：2015-2019Q1 水务板块扣非归母及增速



来源：Wind，国联证券研究所

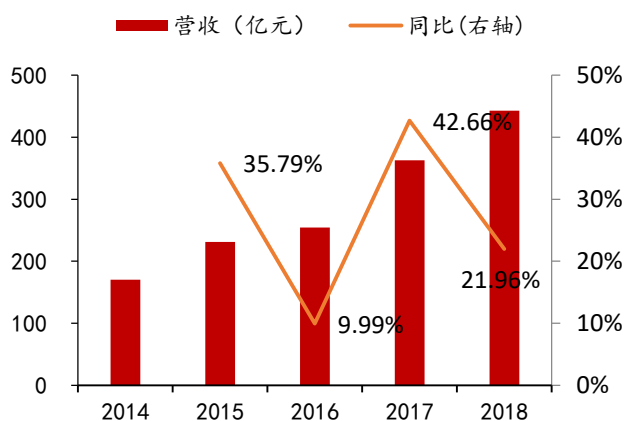
1.3.3 固废板块仍旧拥有良好成长性

固废板块 2018 年实现营业总收入 442.53 亿元，同比增长 21.96%，增速同比下

降 20.7pct；实现扣非归母净利润 15.56 亿元，同比下降 48.44%，增速同比下降 38.77pct。利润下滑主要由于盛运环保 18 年巨额亏损导致，扣非归母净利润为-26.85 亿元，为统计固废企业中唯一一家亏损企业。剔除盛运环保影响，则固废板块 18 年营收及扣非归母净利润分别 437.37 亿元和 42.41 亿元，同比上升 20.39%和 2.46%。

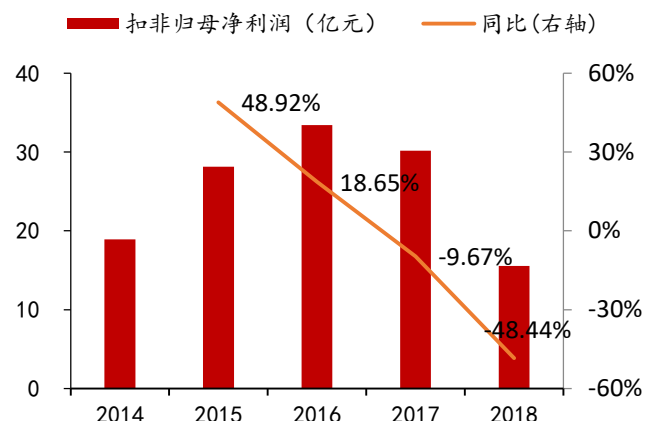
净利率下滑，三费保持稳定。2018 年毛利率为 28.06%，同比下降 2.9pct；净利率为 4.20%，同比下降 5.39pct，主要也是受到盛运环保巨亏的影响，剔除后净利率为 11.39%，同比下降 2.35 pct。2018 年财务费用率为 4.64%，同比上升 0.21pct；管理费用率为 8.45%，同比上升 0.19pct；销售费用率为 2.80%，同比下降 0.17pct，三费略升 0.23pct，板块经营保持平稳。

图表 32：2014-2018 固废板块营收及增速



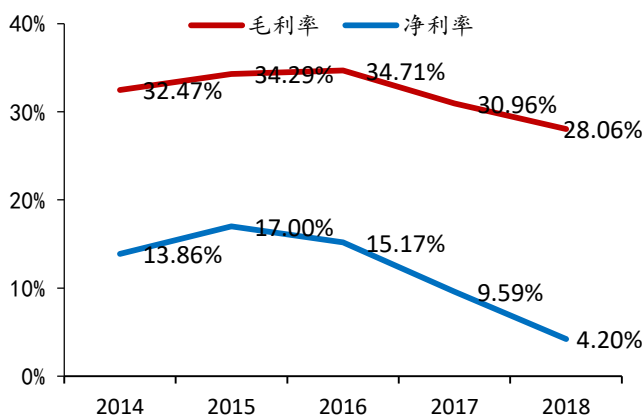
来源：Wind，国联证券研究所

图表 33：2014-2018 固废板块扣非归母及增速



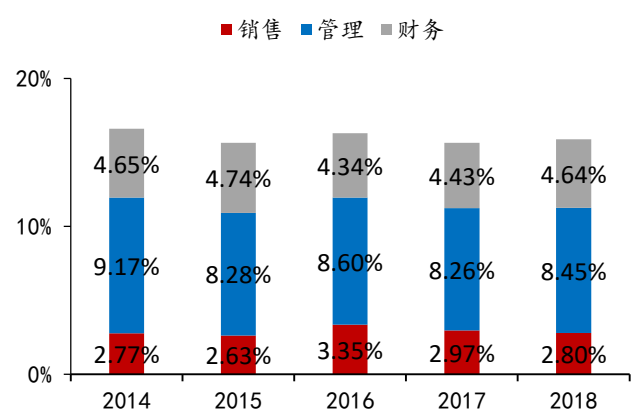
来源：Wind，国联证券研究所

图表 34：2014-2018 固废板块毛利率和净利率



来源：Wind，国联证券研究所

图表 35：2014-2018 固废板块期间费用率



来源：Wind，国联证券研究所

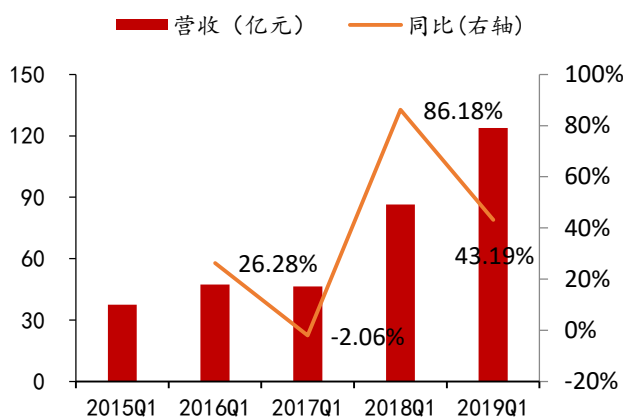
2019 年一季度，固废板块实现营业总收入 123.86 亿元，同比上升 43.19%，增速同比下降 42.99pct；实现扣非归母净利润 9.93 亿元，同比下降 3.62%，增速同比下降 63.83pct，一季度业绩保持稳定。

毛利率、净利率降低，三费保持持续下降趋势。2019 年一季度毛利率和净利率分别为 24.15%和 9.24%，同比下降 7.66pct 和 5.37pct。财务费用率为 4.45%，同

比下降 0.28pct；管理费用率为 7.49%，同比下降 0.9pct；销售费用率为 2.01%，同比下降 0.58pct；一季度三费自 2015 年以来保持逐年下降趋势。

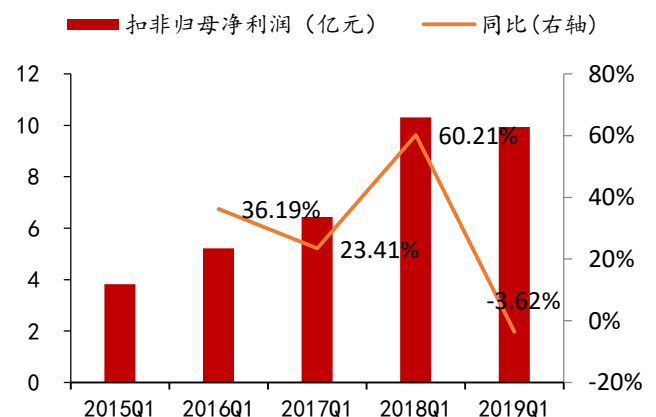
固废板块仍然具备较好的成长性，盈利能力也较好；生活垃圾处理行业由于各地中小城市的垃圾处理需求仍然旺盛，对电厂的建设需求仍然在增加，叠加自身这几年的储备项目陆续进入开工建设期，业绩仍然具备持续性。另外危废板块由于市场缺口仍然较大，叠加前期“3.21”爆炸后各地开展的危废专项检查行动，行业仍将保持较高景气度，但由于商业模式所限，业绩释放依赖于产能释放，而危废产能建设周期相对较长，使得暂时景气度仍未在板块业绩上完全反映出来；此外垃圾分类工作的推进将从源头上带动固废产业链进一步发展，未来预计板块仍将保持较好的成长性。环卫装备及服务在 18 年上半年地方债务压力加大的背景下，招投标数量大幅下降，叠加市场竞争也更加激烈，18 年业绩承压明显，19 年一季度业绩仍然没有明显起色，虽然招投标数量和订单数量大幅回升，但并没有反映到一季度的业绩，预计二季度开始业绩将逐步企稳回升。土壤修复业务目前仍处于抢占市场期，未来“响水事件”带来的污染用地的治理需求将不断增加，市场将逐步进入快速发展期。

图表 36: 2015-2019Q1 固废板块营收及增速



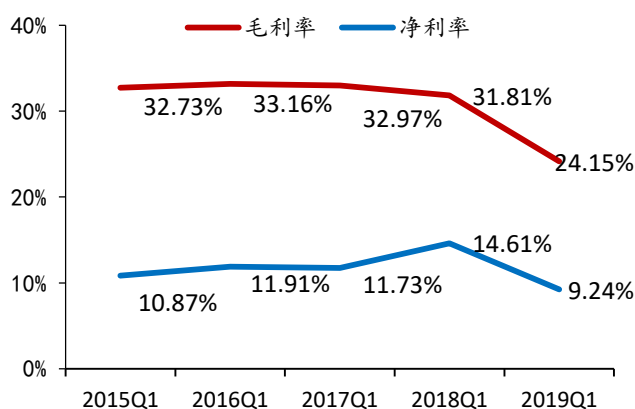
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 37: 2015-2019Q1 固废板块扣非归母及增速



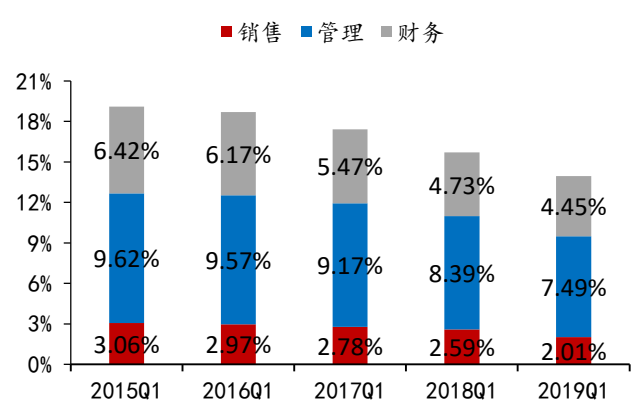
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 38: 2015-2019Q1 固废板块毛利率和净利率



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 39: 2015-2019Q1 固废板块期间费用率

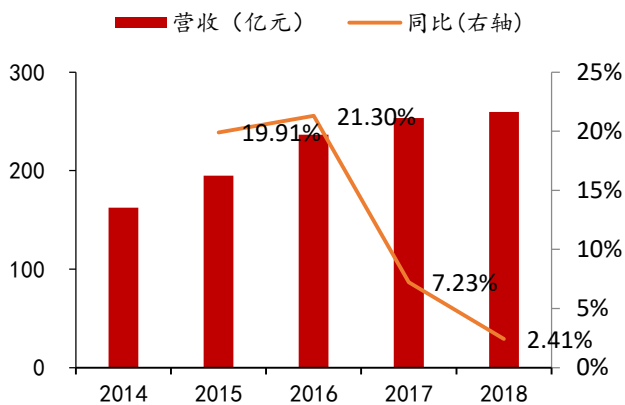


来源: Wind, 国联证券研究所

1.3.4 烟气治理 19 年一季度盈利回升

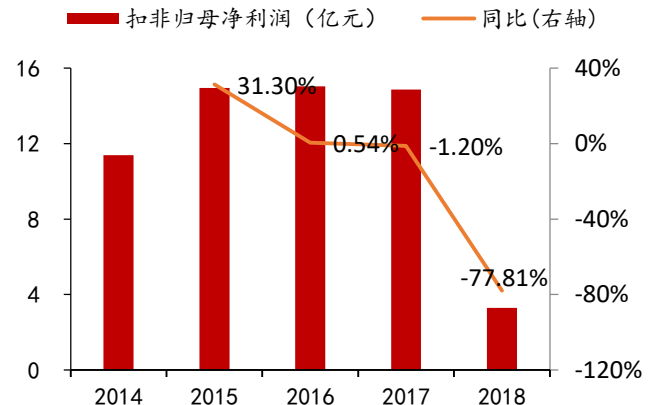
烟气治理板块 2018 年实现营业总收入 259.57 亿元，同比增长 2.41%，增速同比下降 4.82pct；实现扣非归母净利润 3.30 亿元，同比下降 77.81%，增速同比下降 79.01pct。2017 年开始整体板块营收增速放缓，并且扣非归母净利润连续两年下滑。

图表 40：2014-2018 烟气板块营收及增速



来源：Wind，国联证券研究所

图表 41：2014-2018 烟气板块扣非归母及增速

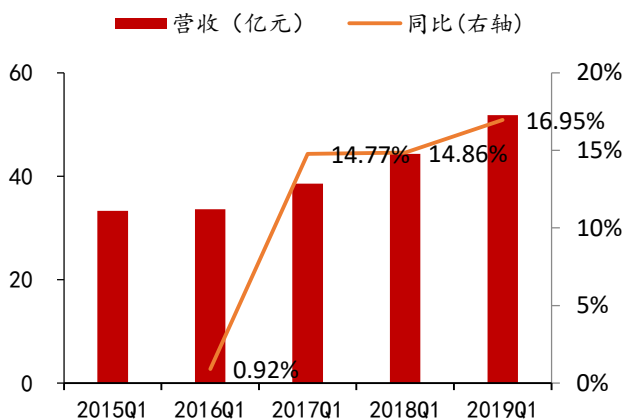


来源：Wind，国联证券研究所

2019 年一季度，烟气治理板块实现营业总收入 51.85 亿元，同比上升 16.59%，增速同比上升 2.09pct；实现扣非归母净利润 1.87 亿元，同比上升 4.66%，增速同比上升 9.17pct，一季度业绩整体回升。

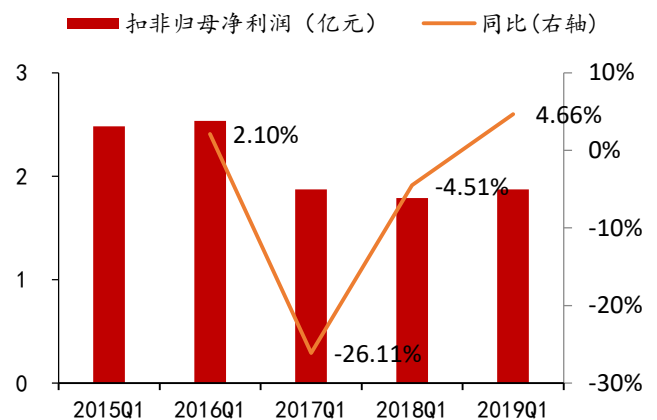
烟气治理板块 18 年业绩不够靓丽，主要由于近两年下游电力领域景气度较低，且目前电力领域烟气超低排放改造接近尾声，叠加融资成本的上升，导致财务费用率持续升高，盈利水平下降。19 年一季度整体业绩逐步好转，未来非电领域提标造潜力较大，但目前市场释放还较小，期望未来对板块业绩持续向好起到较好支撑。

图表 42：2015-2019Q1 烟气板块营收及增速



来源：Wind，国联证券研究所

图表 43：2015-2019Q1 烟气板块扣非归母及增速



来源：Wind，国联证券研究所

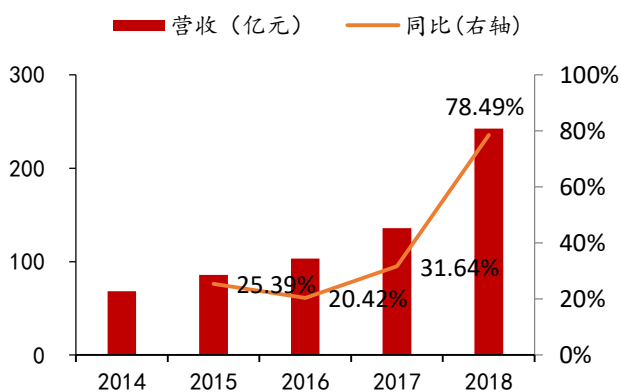
1.3.5 监测板块维持较高增长

监测板块 2018 年实现营业总收入 242.34 亿元，同比增长 78.49%，增速同比上

升 46.85pct；实现扣非归母净利润 17.36 亿元，同比下降 33.35%，增速同比下降 5.77pct。业绩增长较快原因是盈峰环境并表中联环境所致，剔除盈峰环境后 2018 年板块实现营收 111.89 亿元，同比增长 28.74%；扣非归母净利润 14.16 亿元，同比增长 30.99%，仍旧保持高速增长的态势。

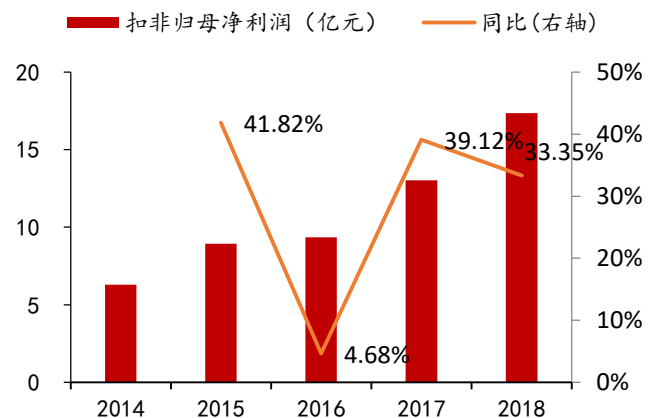
净利率保持平稳，三费持续降低。2018 年毛利率为 35.48%，同比下降 3.13pct；净利率为 12.64%，同比略降 0.6pct。2018 年财务费用率为 0.62%，同比下降 0.13pct；管理费用率为 9.77%，同比下降 3.27pct；销售费用率为 10.72%，同比下降 0.19pct；三费整体下降 3.59pct 并且连续 3 年保持下降趋势。

图表 44：2014-2018 监测板块营收及增速



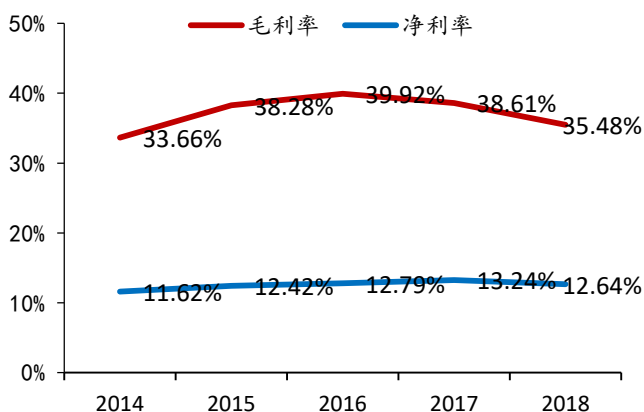
来源：Wind，国联证券研究所

图表 45：2014-2018 监测板块扣非归母及增速



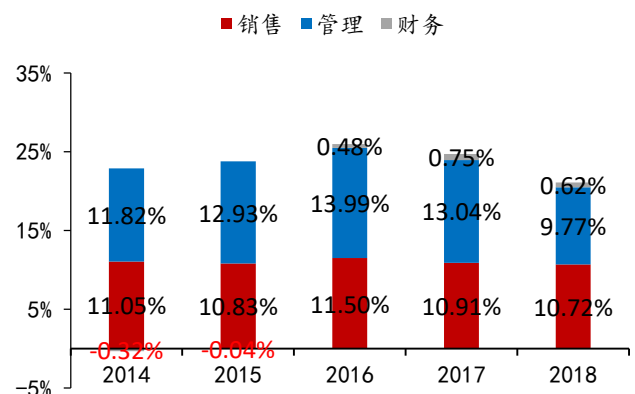
来源：Wind，国联证券研究所

图表 46：2014-2018 监测板块毛利率和净利率



来源：Wind，国联证券研究所

图表 47：2014-2018 监测板块期间费用率



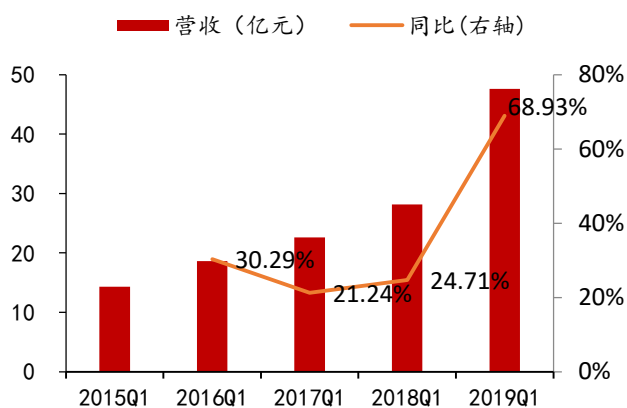
来源：Wind，国联证券研究所

2019 年一季度，监测板块实现营业总收入 47.61 亿元，同比上升 68.93%，增速同比上升 44.22pct；实现扣非归母净利润 3.43 亿元，同比上升 277.11%，增速同比上升 292.95pct，业绩增长较快仍旧是受到盈峰环境并表影响，剔除盈峰环境后，板块实现营收 20.15 亿元，同比增长 20.16%；扣非归母净利润 1.55 亿元，同比增长 192.45%，延续了 18 年的高速增长。

毛利率、净利率逐步稳定，三费持续下降。2019 年一季度毛利率和净利率分别为 33.85%和 8.85%，同比分别上升 0.97pct 和 2.54pct。财务费用率为 0.80%，同比下降 0.45pct；管理费用率为 11.06，同比下降 3.96pct；销售费用率为 11.68%，同比下降 0.88pct；19 年一季度三费下降 5.29pct，并且连续 3 年保持下降趋势。

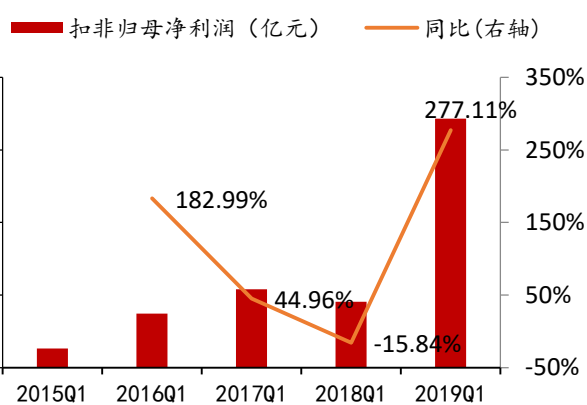
监测板块近两年保持了良好的成长性，业绩保持稳定增长。目前水质在线监测系统受益于河长制治水的推进，地表水的监测系统放量较快，景气度较高；同时大气网格化的推进以及监测站点的下沉也进一步助推了监测板块的良好表现。

图表 48: 2015-2019Q1 监测板块营收及增速



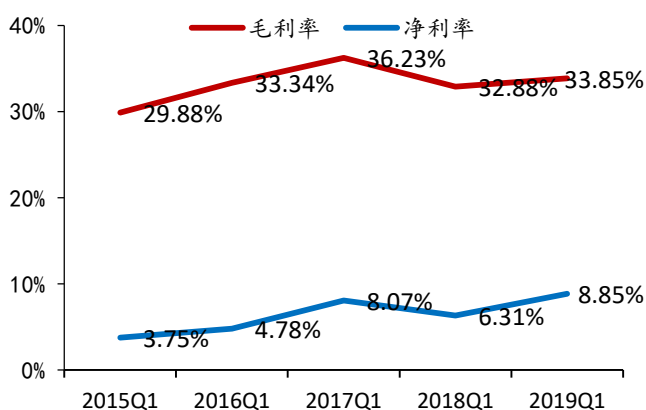
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 49: 2015-2019Q1 监测板块扣非归母及增速



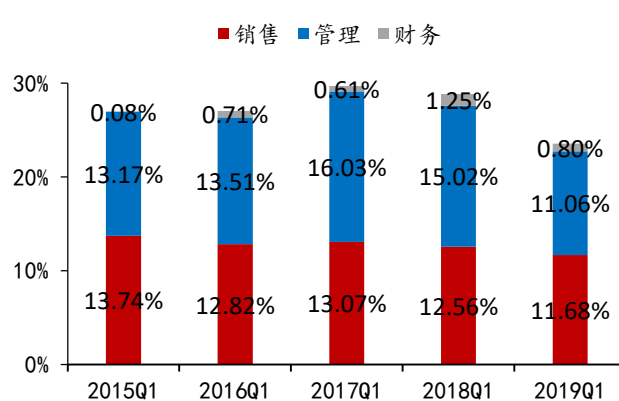
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 50: 2015-2019Q1 监测板块毛利率和净利率



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 51: 2015-2019Q1 监测板块期间费用率



来源: Wind, 国联证券研究所

2 下半年策略—春风未至，延续主线，土壤修复和监测是机遇

对于 2019 年半年度的策略思路，我们延续去年年底的年度策略思路，主线仍然延续，从业绩视角、政策视角、估值视角、环保产业发展的视角更新分析，业绩视角我们根据 18 年年报和 19 年一季报的业绩情况看，18 年总体较弱，19 年一季度有所回升，但业绩分化较为严重。从细分领域看，监测板块和固废处置板块表现相对较好。监测板块受到河长制治水的推进，地表水的监测系统放量较快，景气度较高，同时大

气网格化的推进以及监测站点的下沉也进一步助推了监测板块的良好表现。固废处置板块，土壤修复业务目前仍处于抢占市场期，未来“响水事件”带来的污染用地的治理需求将不断增加，市场将逐步进入快速发展期。上市公司的子业务土壤修复的业务贡献在提升，增速较快，业绩进入快速释放期。所以综合看，我们认为土壤修复和环境监测业务未来仍有业绩释放动力，可以继续看好。**政策视角：**我们把“大气十条”、“水十条”公布后，后续配套政策以及地方性法律法规出台情况、固定资产投资、上市公司的业绩释放情况进行了跟踪分析，可以看出在政策出台后，地方性法律法规密集出台，固定资产投资额出现快速增长，上市公司的业绩也出现了大幅提升，可以预见的是，在“土十条”之后，政策空间进一步打开，配套政策及相关的修复技术标准、评价体系等都将不断的出台，土壤修复行业将逐步进入黄金发展期。估值视角和环保产业发展视角依然延续去年底的观点。综合来看，我们建议关注理工环科（002322.SZ）、先河环保（300137.SZ）、高能环境（603588.SH）等。

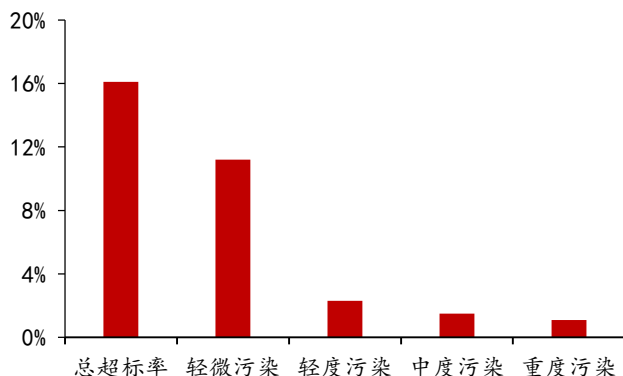
2.1 土壤修复的大幕已经拉开，蓝海掘金正当时

2.1.1 土壤污染形势十分严峻，治理迫在眉睫

我国土壤污染情况严重，土壤总超标率为 16.1%，以无机型为主。根据统计局 2014 年中国土壤污染情况调查（调查的范围是除香港、澳门特别行政区和台湾省以外的陆地国土，调查点位覆盖全部耕地，部分林地、草地、未利用地和建设用地，实际调查面积约 630 万平方公里）数据显示：全国土壤环境状况总体不容乐观，部分地区土壤污染较重，耕地土壤环境质量堪忧，工矿业废弃地土壤环境问题突出。全国土壤总的点位超标率为 16.1%，从土地利用类型看，耕地、林地、草地土壤点位超标率分别为 19.4%、10.0%、10.4%。从污染类型看，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数占全部超标点位的 82.8%。从污染物超标情况看，镉、汞、砷、铜、铅、铬、锌、镍 8 种无机污染物点位超标率分别为 7.0%、1.6%、2.7%、2.1%、1.5%、1.1%、0.9%、4.8%；六六六、滴滴涕、多环芳烃 3 类有机污染物点位超标率分别为 0.5%、1.9%、1.4%。

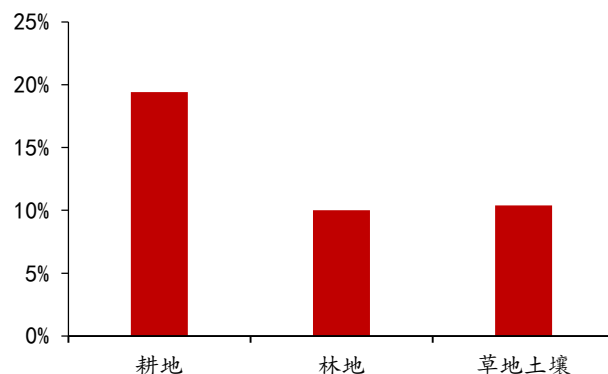
重污染企业及周边土壤、固废处置场地的污染超标点位占比较高。目前，南方土壤污染重于北方，长三角、珠三角、东北老工业基地等部分区域土壤污染问题较为突出，西南、中南地区土壤重金属超标范围较大。在调查的 690 家重污染企业用地及周边土壤点位中，超标点位占 36.3%，主要涉及黑色金属、有色金属、皮革制品、造纸、石油煤炭、化工医药、化纤橡塑、矿物制品、金属制品、电力等行业。调查的工业废弃地中超标点位占 34.9%，工业园区中超标点位占 29.4%。在调查的 188 处固体废物处理处置场地中，超标点位占 21.3%，以无机污染为主，垃圾焚烧和填埋场有机污染严重。调查的采油区中超标点位占 23.6%，矿区中超标点位占 33.4%，55 个污水灌溉区中有 39 个存在土壤污染，267 条干线公路两侧的 1578 个土壤点位中超标点位占 20.3%。

图表 52: 我国土壤污染度 (点位超标率)



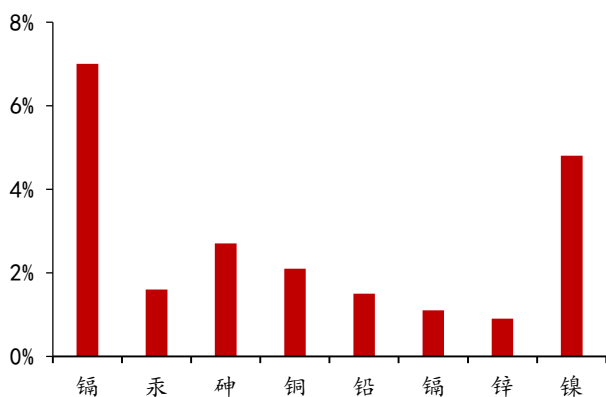
来源: 全国土壤污染状况调查公报, 国联证券研究所

图表 53: 土地利用类型的污染情况 (点位超标率)



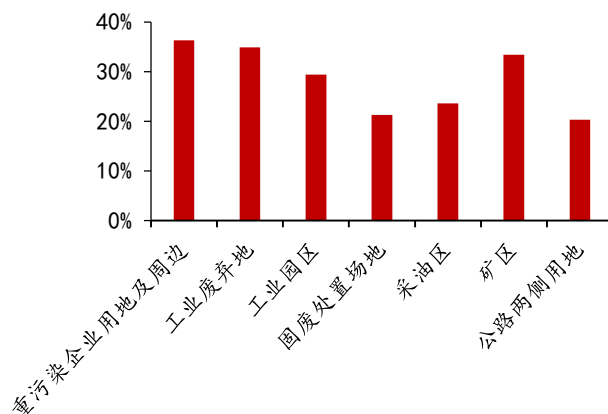
来源: 全国土壤污染状况调查公报, 国联证券研究所

图表 54: 各项污染物的超标情况 (点位超标率)



来源: 全国土壤污染状况调查公报, 国联证券研究所

图表 55: 各区域的污染情况比较 (点位超标率)



来源: 全国土壤污染状况调查公报, 国联证券研究所

土壤污染事件频发, 治理已刻不容缓。随着经济现代化的推进, 越来越多的土壤受到污染, 需要修复的土壤大幅度增加。另外, 随着城市化过程的快速推进, 施工场地日益增加, 使得城市中污染场地修复需求非常迫切。土壤污染具有多样性、修复难度大、成本高的特点。不同的污染土壤往往有着不同的污染源, 污染土壤所处的地质形态(如周遭的地表水和地下水分布)也可能影响土壤污染情况。土壤中污染物蒸发后会污染空气, 随着水流入河流, 对居民赖以生存的大气、水资源产生较大污染。耕地污染不仅造成粮食减产, 更会对庄稼产生污染, 威胁人体健康。随着我国“退二进三”的进行, 部分位于中心区域的污染企业搬离, 遗留污染土地, 长期闲置不仅危害周边居民, 还造成土地资源的浪费。伴随着“儿童血铅超标”、“镉大米”以及“常有有毒校园用地”等一系列土壤污染导致的安全事件的曝光, 公众对土壤污染的担忧日益增加。总体来看, 目前我国土壤污染的治理已经刻不容缓。

图表 56：近年来土壤污染导致的安全事件

时间	地点	事件
2014 年	湖南衡阳	由于化工污染导致 300 余名儿童血铅超标，随后央视对血铅儿童、污染企业、污染耕地等多方面进行调查，发现当地土壤铅污染严重，仅衡东县大埔镇就有超过 300 名儿童血铅超标。
2013 年	广东广州	广州市食品药品监督管理局公布了第一季度餐饮食品抽检结果，在 18 个批次的大米及米制品抽检后发现 8 个批次的大米镉含量超标，比例高达 44.4%。据统计，不合格大米分别来自江西、广东、湖南、广西等地。而且由于广州市食品药品监督管理局未及时向社会公布不合格产品的品牌、生产单位及销售单位，引来公众质疑。
2016 年	江苏常州	常州外国语学校自 2015 年 9 月份学校搬到新校址后，很多学生因为环境污染，出现了各种不适症状，引发社会广泛关注。493 名学生先后被检查出皮炎、血液指标异常等情况，个别学生查出患有淋巴瘤等。而学校附近正在开挖的地块上曾是三家化工厂。
2017 年	河南新乡	2017 年 3 月 23 日，环保公益组织“好空气保卫侠”在河南新乡市凤泉区块村营村南开发区河边的麦地取样化验，结果显示，距河 4 米处的土壤镉含量为 20.2mg/kg，是土壤环境质量二级标准的 67.3 倍，三级标准的 20.2 倍。在距河 100 米处取土壤化验，镉含量为 12.4mg/kg，是二级标准的 41.3 倍，三级标准的 12.4 倍。而在麦收之时，空气侠再次到新乡市监督镉麦农地流转的情况，并随机在牧野区、凤泉区已经收割、尚未收割的不同地块取了 12 个小麦样品。检测结果显示，12 个随机的小麦样品全部超标，出现从 1.7 倍至 18 倍不同程度的超标。

来源：公开资料，国联证券研究所

2.1.2 “土十条”发布后，土壤治理或成为环保下一个风口

“大气十条”、“水十条”以及“土十条”相继发布，构建我国新阶段环保治理完整的路线图。回顾我国近十年来的环保治理历程，2013 年“大气十条”的发布具有标志性意义。2013 年 1 月北京雾霾天气事件中 PM2.5 无论在在浓度、还是持续时间上都突破了历史记录，其单日小时最高浓度突破了 $1000 \mu\text{g}/\text{m}^3$ ，当月的雾霾日更是长达 25 天，在 2013 年 3 月后的一年中，北京连续 3 天以上能见度小于 3 千米的严重雾霾污染共出现了 18 次。在 1 月的雾霾事件发生之后，污染防治与节能减排的政策密集发布，包括针对水泥、钢铁等“两高一剩”行业的污染防治技术以及交通运输、节能环保的节能减排等政策。2013 年 6 月 14 日，国务院召开常务会议确定部署大气污染防治十条措施，包括严控高耗能、高污染行业，强化节能环保指标约束，推行激励与约束并举的节能减排新机制，用法律、标准“倒逼”产业转型升级，建立京津冀、长三角、珠三角等区域联防联控机制，将重污染天气纳入地方政府突发事件应急管理；9 月《大气污染防治行动计划》（简称“大气十条”）被誉为“我国有史以来最为严格的大气治理行动计划”正式发布，标志着我国环保治理新阶段的开始。随后在 2015 年 4 月和 2016 年 5 月《水污染防治行动计划》（简称“水十条”）和《土壤污染防治行动计划》（简称“土十条”）的相继发布，按照大气、水和土壤构建了新一轮完整的环保治理路线图。

图表 57: 2013 年 9 月以来我国环保领域相关政策和法规

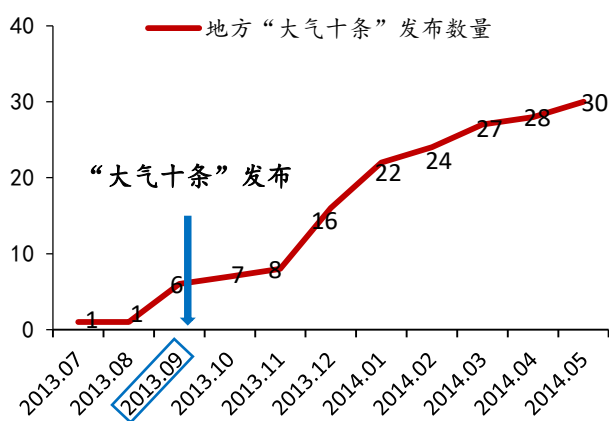
时间	政策名称	颁发部门	主要内容
2013 年 9 月	《大气污染防治行动计划》 简称“大气十条”	国务院	具体目标为到 2017 年，全国地级及以上城市可吸入颗粒物浓度比 2012 年下降 10% 以上，优良天数逐年提高；京津冀、长三角、珠三角等区域细颗粒物浓度分别下降 25%、20%、15% 左右，其中北京市细颗粒物年均浓度控制在 60 微克/立方米左右。
2014 年 4 月	《中华人民共和国环境保护法》	人大常委会	史上最严环保法，监管的绝对严格成为此法所具备的一个核心要素，不仅污染损害担责主体更加明确，企业违法成本大幅增加，并增加了直接责任人行政拘留以及追究刑事责任等处罚措施。
2015 年 4 月	《水污染防治行动计划》 简称“水十条”	国务院	推动水资源承载能力监测预警，完善水环境监测网络、污染物统计监测体系建设。提出到 2020 年，全国水环境质量得到阶段性改善，污染严重水体较大幅度减少，饮用水安全保障水平持续提升，地下水超采得到严格控制，地下水污染加剧趋势得到初步遏制，近岸海域环境质量稳中趋好，京津冀、长三角、珠三角等区域水生态环境状况有所好转。
2015 年 7 月	《生态环境监测网络建设方案》	国务院	全面设点，完善生态环境监测网络；全国联网，实现生态环境监测信息集成共享；自动预警，科学引导环境管理与风险防范；依法追责，建立生态环境监测与监管联动机制；健全生态环境监测制度与保障体系。
2015 年 8 月	《中华人民共和国大气污染防治法修正案》	人大常委会	将 VOCs 纳入监测范围，从法律层面为 VOCs 监测提供了有力保障。2016 年 1 月 1 日实施。
2016 年 5 月	《土壤污染防治行动计划》 简称“土十条”	国务院	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。
2016 年 11 月	《控制污染物排放许可证制实施方案》	国务院	明确到 2020 年完成覆盖所有固定污染源的排污许可证核发工作，简并控制污染物排放许可制，实现“一证式”管理。
2016 年 11 月	《“十三五”生态环境保护规划》	国务院	到 2020 年，生态环境质量总体改善。生产和生活方式绿色、低碳水平上升，主要污染物排放总量大幅减少，环境风险得到有效控制，生物多样性下降势头得到基本控制，生态系统稳定性明显增强，生态安全屏障基本形成，生态环境领域国家治理体系和治理能力现代化取得重大进展，生态文明建设水平与全面建成小康社会目标相适应。
2016 年 12 月	《环境保护税法》	人大常委会	环保税法是我国第一部专门体现“绿色税制”、推进生态文明建设的单行税法，将于 2018 年 1 月 1 日起施行。
2016 年 12 月	《中华人民共和国水污染防治法修正案》	国务院	强化地方责任，突出饮用水安全保障，完善排污许可与总量控制、区域流域水污染联合防治等制度，加严

2016年 12月	《关于全面推行河长制的意见》	中央办公厅、国务院办公厅	水污染防治措施，加大对超标、超总量排放等的处罚力度。
2018年 8月	《中华人民共和国土壤污染防治法》	人大常委会	主要工作包括：一是加强水资源保护；二是加强河湖水域岸线管理保护；三是加强水污染防治；四是加强水环境治理；五是加强水生态修复；六是加强执法监管。 建立土壤污染防治政府责任制度，土壤污染责任人制度，土壤环境信息共享机制，土壤污染状况调查、监测制度，土壤有毒有害物质的防控制度，土壤污染风险管控和修复制度，土壤污染防治基金制度。

来源：公开资料，国联证券研究所

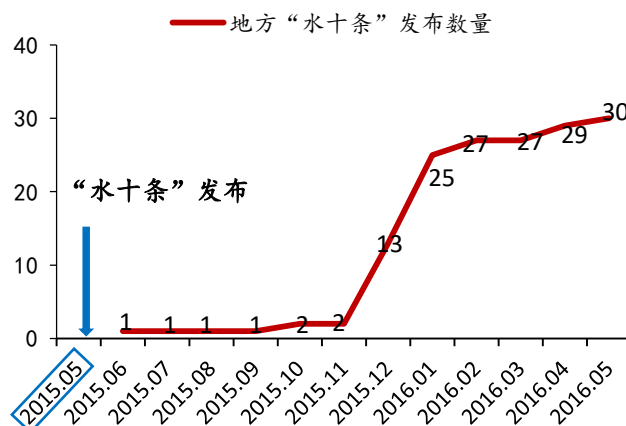
“大气十条”以及“水十条”发布后，各地“十条”陆续发布。在我国现行体制下，政策的传播主要按照自上而下的模式进行，中央发布后各地方政府响应速度决定了政策的有效执行进程。我们统计了“大气十条”以及“水十条”发布后，各个省级行政区各自的“十条”发布情况。在“大气十条”发布的当月就有6个地方政府发布了地方版的“大气十条”，在随后的6个月中，发布数量快速上升达到27个，并在2014年5月集中发布完毕，共历时8个月，地方对“大气十条”的集中高速响应也反应了当时各地对大气污染治理的迫切。2015年5月“水十条”发布，在发布后的6个月中只有2个地方政府响应，随后在2015年11月至2016年2月这3个月中响应数量急速上升至27个，最终在2016年5月发布完毕，共历时12个月。整体来看，基于2013年大气污染的严重性与直观性，各地政府在大气政策响应上明显高于水质，但是两者总体历时都没超过一年，体现出了地方政府对环保政策的重视。

图表 58：地方“大气十条”发布情况统计



来源：各政府网站，国联证券研究所

图表 59：地方“水十条”发布情况统计

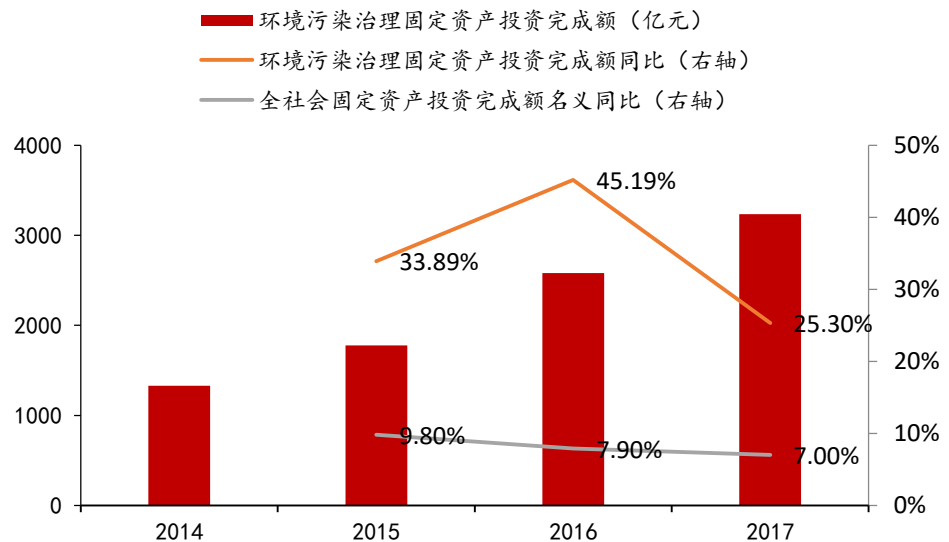


来源：各政府网站，国联证券研究所

伴随着各地对环保政策的快速响应，环境污染治理固定资产投资完成额保持了高速增长。从时间维度上来看，自2013“大气十条”发布到2014年各地方政府迅速响应后，2015年开始我国的环境污染治理固定资产投资完成额保持了高速增长，2015至2017年同比增速分别为33.89%、45.19%及25.30%，远高于同期全社会固定资产投资完成额名义同比，三年分别为9.80%、7.90%和7.00%。分类别来看，大气污染治理率先发力，2015年同比增速为30.93%，而在“大气十条”考核的前一年2016年同比增速达到了72.93%，2017年同比为5.80%，至此大气治理第一阶

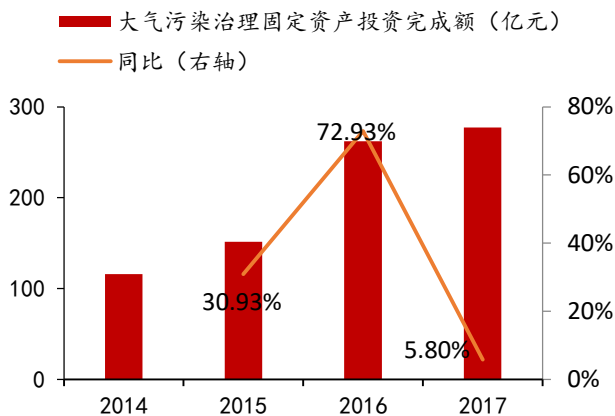
报告一落。“水十条”发布较“大气十条”晚两年，同时考核期为 2020 年，目前来看仍旧保持了较高的增速，2015 年至 2017 年同比增长分别为 41.63%、44.04% 和 27.72%。

图表 60: 环境污染治理固定资产投资完成额及同比



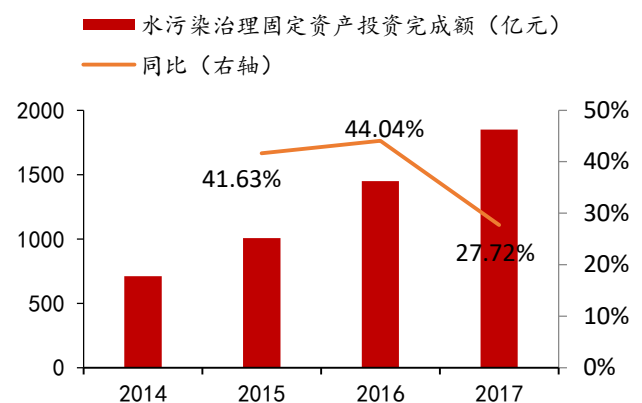
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 61: 大气污染治理固定资产投资完成额及同比



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 62: 水污染治理固定资产投资完成额及同比

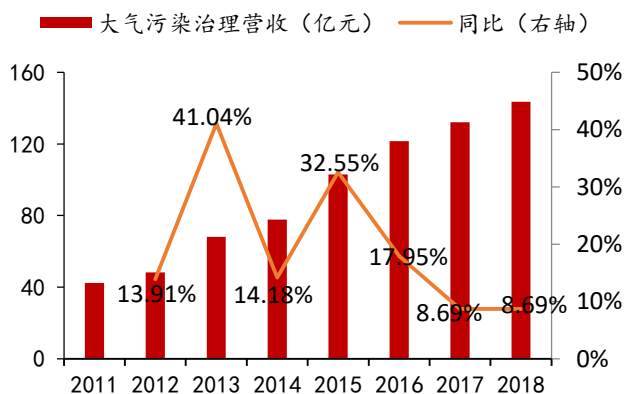


来源: Wind, 国联证券研究所

“大气十条”、“水十条”的发布不断刺激着上市公司的营收增长。除去对环保投资的影响以外，我们还将重点关注上市公司的大气和水污染治理相关业务的营收进行了梳理。由于 2013 年严重的雾霾天气，得益于各地政府对污染控制的迫切期望，上市公司大气污染治理营收出现了较快增长，同比达到了 41.04%；同时当年“大气十条”发布，随后 2014 年各地治理方案推出落实具体治理工作，在 2015 年上市公司的营收再次实现高速增长，同比增长达 32.55%；2017 年随着大气治理一阶段的结束，营收增速降至 8.69%，同年年底大气污染治理二阶段“蓝天保卫战”开启，2018 年各地政府仍处于响应布局阶段，上市公司大气污染治理的整体营收仍旧处于 8.69%这一较低增速。水污染治理业务的营收增速也表现出了与大气相似的相关性，从时间上来看“水十条”于 2015 年发布，2016 年各地完成了工作部署，2017 年上

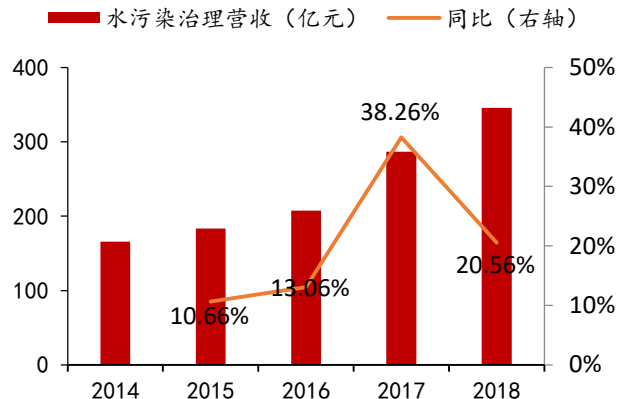
上市公司营收出现快速增长，增幅达 38.26%，2018 年虽然有所回落，但在“河长制”治水工作的强力推进下，但仍旧保持 20.56% 的增速。

图表 63：上市公司大气污染治理营收及同比



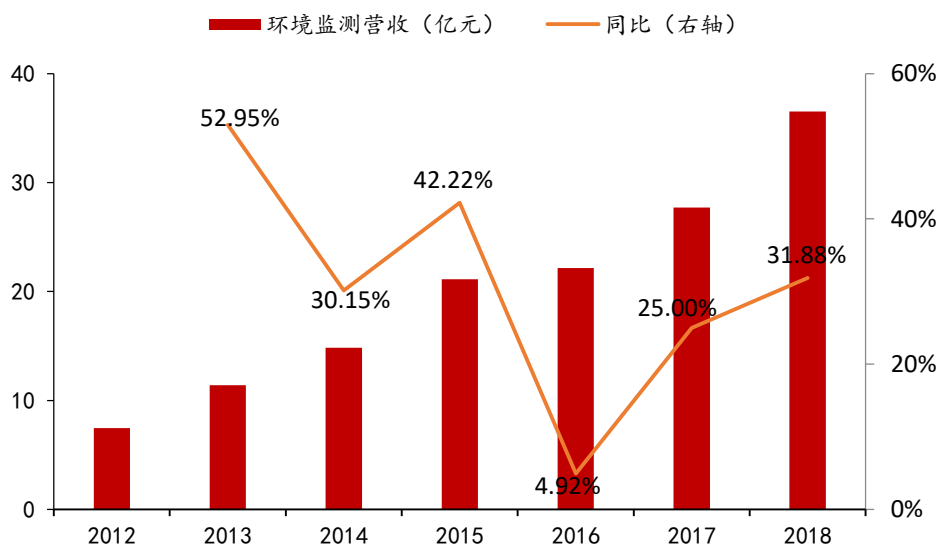
来源：Wind，国联证券研究所

图表 64：上市公司水污染治理营收及同比



来源：Wind，国联证券研究所

图表 65：上市公司环境监测营收及同比

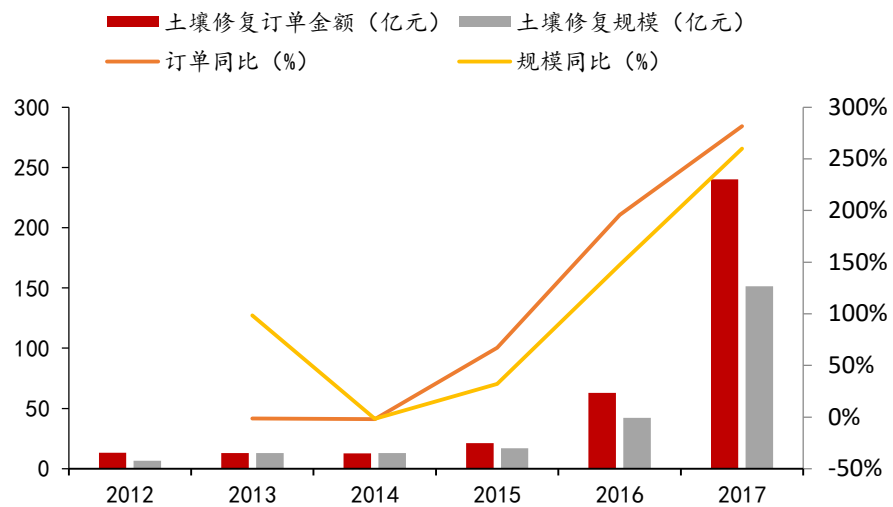


来源：Wind，国联证券研究所

“土十条”发布，构建完整生态环境污染防治纲领，叩开土壤治理市场的大门。“十二五”期间出台的“大气十条”和“水十条”作为环保行动的计划纲领，开启了我国生态文明建设的新篇章，两项污染防治计划的出台也极大的刺激了相关产业的发展。2016 年，“土十条”的发布构建了完整的生态环境污染防治纲领。计划要求在 2016 年底前，在浙江省台州市、湖北省黄石市、湖南省常德市、广东省韶关市、广西壮族自治区河池市和贵州省铜仁市启动土壤污染综合防治先行区建设，重点在土壤污染源头预防、风险管控、治理与修复、监管能力建设等方面进行探索，力争到 2020 年先行区土壤环境质量得到明显改善。同时还要求综合土壤污染类型、程度和区域代表性，针对典型受污染农用地、污染地块，分批实施 200 个土壤污染治理与修复技术应用试点项目，2020 年底前完成。根据试点情况，比选形成一批易推广、成本低、效果好的适用技术。伴随着“土十条”的发布，土壤修复市场的大门被叩开，2017

年土壤修复的订单金额以及修复规模同比增长 250%以上，开启了行业的高速增长。

图表 66：2012-2017 年土壤修复订单金额以及修复规模



来源：公司公告，国联证券研究所

填补环境立法空白，明确责任主体，《土壤污染防治法》进一步推动土壤污染治理市场空间释放。2018年8月31日，十三届全国人大常委会第五次会议通过了《中华人民共和国土壤污染防治法》，将从2019年1月1日开始执行。作为我国首次制定的规范土壤污染防治的法律，解决了防治工作上存留的一些问题。法案落实了土壤污染防治的政府责任，明确了污染的责任主体，建立了污染风险管控和修复制度，建立了防治基金制度。法案在明确责任主体以及将治理效果与地方政府的绩效考核进行挂钩的情况下，同时提出通过建立防治基金解决历史存量污染地块治理问题。此外，在财政部2019年3月5日提请十三届全国人大二次会议审查《关于2018年中央和地方预算执行情况与2019年中央和地方预算草案的报告》中，为支持全面落实土壤污染防治行动计划，土壤污染防治资金安排50亿元，增长42.9%。从“政策+财政”层面进一步推动土壤污染防治工作的推进，促进相关市场的释放。

2.1.3 土壤治理市场空间广阔，蓝海掘金正当时

潜在修复市场空间巨大，场地修复将占半壁。鉴于土壤污染的复杂性，未来的土壤污染状态调查、监测体系建设以及土壤污染治理设备和技术的投入等将是长期的工作，市场空间的释放也是持续的。目前土壤修复的主要类型包括场地修复、耕地修复以及矿山修复，2018年初中国环联对多方信息进行统计后，预计我国土壤修复潜在的市场空间约为52200亿元，“十三五”期间可释放约4760亿元，其中场地修复的市场空间将占到一半以上。因为场地修复来自于工业用地的经济效应，场地的修复能得到资本的认可从而启动和治理都会相对顺利，所以会是未来较长一段时间的主流应用场景。近两年由于钢铁、化工化纤、造纸、医药、金属制品等工业企业去产能，工厂搬迁等因素，诸多地块需要进行治理，按照中国环联研究院的数据，统计场地待修复的面积大约200万亩，按照一亩的土壤修复成本20-50万元/亩进行计算，潜在市场需求在4千亿-1万亿，未来将在较长时间内逐步释放。耕地修复市场需要政府主导，对修复的结果要求存在差异，按照14年发布的全国土壤污染状况调查公报，全

国 18 亿亩耕地，超标率 19.4% 计算，待修复的面积为 3.492 亿亩，按照每亩地 1 万元的成本计算，市场需求在 3.49 万亿元。在治理过程中对药剂的添加处理后是否还适用于种植农作物需要进一步认定，或退耕还林等。

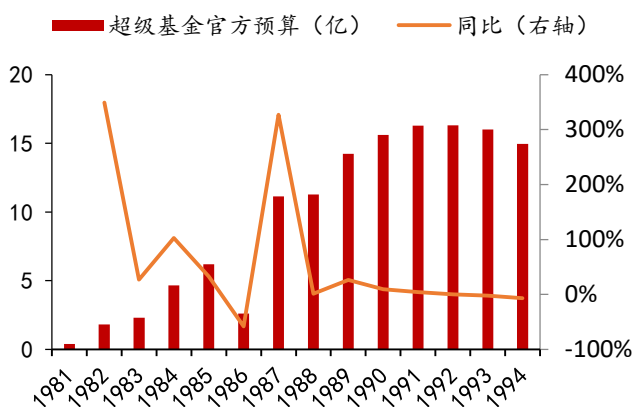
图表 67：“十三五”期间土壤修复市场空间测算

修复类型	待修复面积 (万亩)	单位面积土壤修复成本 (万元/亩)	潜在市场空间 (亿元)	“十三五”释放 比例 (%)	“十三五”市场 空间 (亿元)
场地修复	200	20-50	10000	25%	2500
耕地修复	39200	1	39200	5%	1960
矿山修复	300	5-10	3000	10%	300
合计			52200		4760

来源：中国环联，国联证券研究所

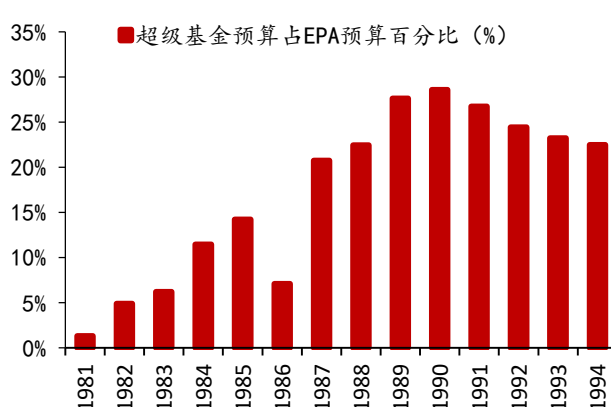
通过对美国土壤修复产业进行分析，80 年代以来，土壤修复的超级基金官方预算金额和占 EPA 的年度预算比例经历了快速上升期、回落期、平稳期。自超级基金设立以来，进入 80 年代，超级基金的预算金额进入明显的上升期，由 81 年的 0.4 亿美金，上升到 87 年的 11.14 亿美金，再到 92 年的 16.31 亿美金，我们把这段时间成为快速上升期，随时基金预算投入的加大，占 EPA 年度预算的比例也由 1.33% 提升到 24.46%，资金投入占比大幅提升，在资金投入不断加大的阶段，土壤修复地块数量快速增加，调出 NPL 的数量也在增加，进入 90 年代，随着大批量的地块被治理，资金投入有所回落，进入 21 世纪，美国的土壤修复产业进入平稳发展期，总体稳定。反观国内，根据江苏（宜兴）环保产业技术研究院—土盟数据库和《2015 中国土壤修复发展白皮书》的不完全统计，从 2007 年到 2015 年全国土壤修复合同签约额从 2.05 亿元上升到 21.28 亿元，处于订单量快速释放的上升阶段。随着土十条的发布以及土壤污染防治规划的出台，可以判断目前我国的土壤污染防治的投入仍处于快速上升期，未来的订单和行业空间广阔。

图表 68：美国的超级基金预算投入情况



来源：EPA，国联证券研究所

图表 69：超级基金的预算占 EPA 预算百分比



来源：EPA，国联证券研究所

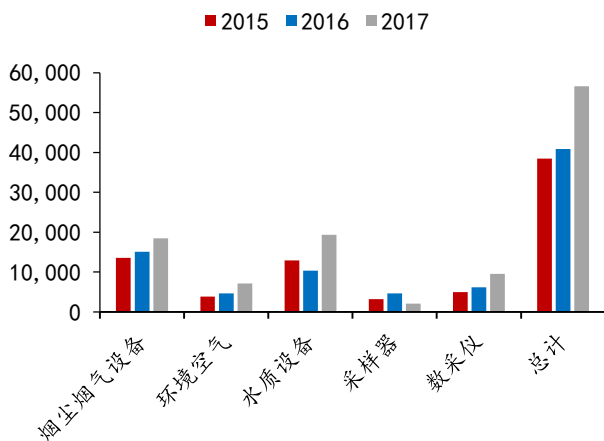
2.2 水质监测市场持续发力，业绩快速增长

2.2.1 “水十条”开启水治理元年，以测助治监测先发力

2015年4月国务院发布了《水污染防治行动计划》，“水十条”的正式发布开启了我国“十三五”期间水环境治理的“新元年”。随后与水环境相关政策频发，极大的推动水环境治理相关工作的推进。环保部门预计“水十条”将带来水环境领域2万亿元的投资规模，高于大气的1.7万亿元，将会给环保市场带来新的利好。作为水环境治理工作的“指向标”，水质监测市场有望率先发力。通过有效的监测可以掌握各水体水质的实时情况和各阶段治理的具体进展，从而为有关部门水环境治理方案的制定提供有效的参考信息；在明确责任主体的情况下，水质监测数据又是治理目标考核以及依法追责的有效依据。因此，建设完善而高效的水质监测体系是目前阶段水环境治理工作有序推进的保障基础。

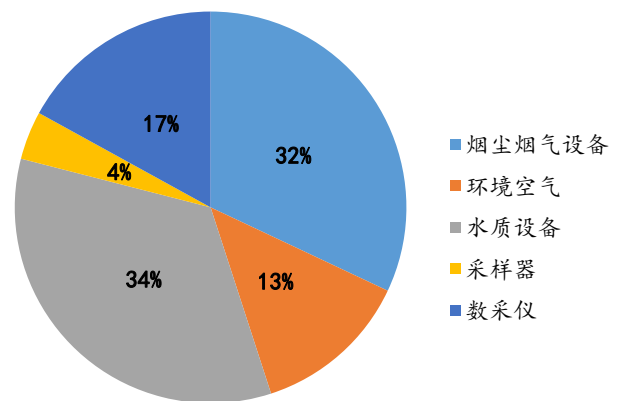
水质监测设备销售量提升迅速，已超过烟气监测成为第一大细分市场。受益于环保相关政策的影响，近年来我国的监测行业发展迅速。根据《环境监测仪器行业2017年发展综述》中统计的数据，2017年，监测仪器行业的总销售额突破了65亿元，同比增长1.56%；共计销售各类环境监测产品56,575台（套），同比2016年增长38.5%。在参与调查的烟尘烟气设备、环境空气、水质设备、采样器、数采仪五类产品中，水质监测设备增长最快，共销售19,345台（套），同比增长86.3%。从分类占比来看2017年水质监测设备销售量首次超过烟气烟尘监测设备，占比达到34%，成为监测设备销售中第一大细分市场。

图表 70: 2015-2017 环境监测产品销量 (台/套)



来源:《环境监测仪器行业2017年发展综述》, 国联证券研究所

图表 71: 2017 年我国环境监测仪器产品结构



来源:《环境监测仪器行业2017年发展综述》, 国联证券研究所

2.2.2 监事权上收监测体制改革, 第三方运维市场打开

监事权上收, 监测体制改革带动监测模式改变。2015年7月, 在国务院办公厅发布的《生态环境监测网络建设方案》中提出的到2020年初步建成陆海统筹、天地一体、上下协同、信息共享的生态环境监测网络, 同时还提出环境保护部将适度上收生态环境质量监测事权。次月, 生态环境部发布了《国家生态环境质量监测事权上收实施方案》, 将分三步按照大气、水、土壤环境质量国控点监事权上收的工作。监事权上收打破了我国长期以来由地方政府负责当地监测工作的单一管理体制, 实现了由“考核谁, 谁监测”到“谁考核, 谁监测”的转变, 同时带动了监测模式的改变。

图表 72：国家环境空气质量监测体制改革思路

	监测管理体制 设置	管理 重心	监测事权划分	监测财力 分担	监测结果应用	监测结果 支撑国家 监管的模 式
改革前体制	中央和地方双 重管理	地方	中央：统一法律法规及技术规范 地方：按照国家有关规定，配套提供人财物开展监测	中央：20% 地方：80%	中央：采用地方监测数据评价和考核各地环境空气质量 地方：采用属地的监测数据评价和考核属地环境空气质量	考核谁， 谁监测
改革后体制	目标体制下的 中央和地方双 重管理	中央	中央：统一法律法规及技术规范，配套人财物适当开展垂直监测和区域监测 地方：按照国家有关规定，配套提供人财物开展监测	中央：50% 地方：50%	中央：主要依靠中央垂直监测和区域监测数据评价和考核各地环境空气质量 地方：可同时采用中央和地方方的监测数据评价和考核本地环境空气质量	谁考核， 谁监测

来源：《深化我国环境空气质量监测体制改革的若干建议》，国联证券研究所

开启第三方运维的模式，提高监测数据的准确率，降低运维成本。环保部上收生态环境质量国控点监测事权之后，真正的监测工作并非由中国环境监测总站直接开展，而是由中国环境监测总站通过招投标的方式，委托第三方环境监测机构去运行和管理。而第三方运维模式也并非环境监测总站首创，早在 2012 年山东省就通过公开招标，将 17 市 144 座空气自动监测站全部以 TO（转让-经营）模式移交给第三方运营，由省、市两级环保部门共同对运营、比对单位进行质控考核，共同出资购买符合质量要求的监测数据，监测数据归省、市环保部门所有。**通过采用第三方运维的模式，山东省全省空气站运行成本（含设备更新）降低了 15%，设备运行率和数据准确率均达到 90%以上。**

第三方运维更进一步，“三快一省”搭建全域水质监测的“水上天网”。2016 年浙江省台州市通过 BOO 模式打造全国第一个市级全域水质监测“水上天网”工程。台州市采用向第三方机构采购监测数据的模式，来完成全市县域交接断面地表水水质自动监测工作，并实现了水质监测网络建设的“三省一快”。**省钱：**采用数据采购的模式有效的减轻财政压力，节省高达 40% 的项目成本。**省力：**全面实现了水质的实时监控。**省心：**减轻了政府的工作压力，政府只需做好监管工作。**快速：**项目建设周期短，一年的时间就可基本实现了对全市县域交接断面水环境质量变化状况的全天候跟踪监管。

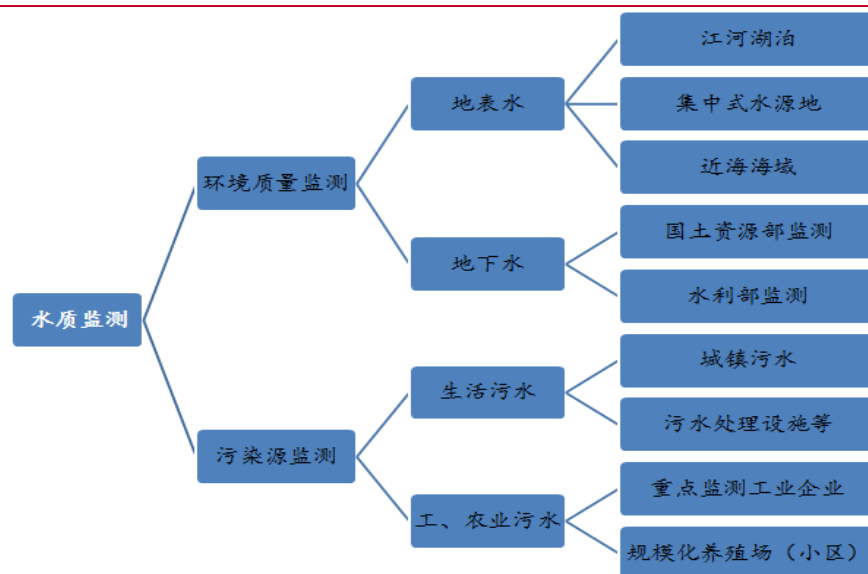
政策层面持续推进，国考水质断面“监测天网”全部采用第三方运维模式，示范效应强烈。在 2013 年 9 月，国务院办公厅就出台了《关于政府向社会力量购买服务的指导意见》，要求地方各级人民政府要结合当地经济社会发展状况和人民群众的实际需求，**因地制宜、积极稳妥地推进政府向社会力量购买服务工作。**2015 年 2 月，生态环境部印发的《关于推进环境监测服务社会化的指导意见》中提出全面放开服务

性环境监测市场，凡适合社会力量承担的服务性环境监测业务，要创造条件，全面放开。同年12月，财政部、生态环境部联合发布的《关于支持环境监测体制改革的实施意见》中明确提出环境监测市场化改革迈向深入，第三方托管运营机制普遍实行。2017年8月，生态环境部印发的《关于做好国家地表水环境质量监测事权上收工作的通知》中提出，通过引入第三方机构开展水质采样检测和水质自动站运维工作，既可充分发挥社会资本的作用，节约政府管理成本，又可最大程度保证监测数据的客观性与真实性，保证《水污染防治行动计划》目标责任考核的客观公正性。国家地表水监测事权上收工作已于2017年年底完成，今年年初开始国考水质断面“监测天网”的搭建工程，新增断面和点位的自动监测水站的建设以及所有国考断面和点位的运维工作都将采用第三方运维的模式，相关交接工作将在年底之前完成。此次水质国考断面监测事权上收后全部交由第三方运维方案的高效执行，对于各级政府以及相关企业在水质监测运维模式上具有明确的导向性及示范效应，将有力的推动第三方运维市场的释放。

2.2.3 治水需求快速释放，水质监测市场未来可期

目前，水质监测主要包括地表水监测、污染源监测以及地下水监测三个部分。我们对三个部分未来自动监测站点建设以及第三方运维的市场空间进行了相关测算。

图表 73：水质监测分类



来源：公开资料，国联证券研究所

图表 74：水质监测市场总体规模测算

	2019	2020	2021
地表水监测			
建设费用（亿元）	100.18	101.40	101.41
运维费用（亿元）	38.60	67.14	95.67
建设及运维合计（亿元）	138.78	168.53	197.08
污染源监测			
建设费用（亿元）	57.19	57.19	57.19

运维费用 (亿元)	97.23	91.51	85.79
建设及运维合计 (亿元)	154.42	148.7	142.98
地下水监测			
运维费用 (亿元)	5.44	10.88	16.32
水质监测费用合计			
建设费用 (亿元)	157.37	158.59	158.60
运维费用 (亿元)	141.27	169.53	197.78
建设及运维合计 (亿元)	298.64	328.11	356.38

来源：国联证券研究所

河长制治水需求大，将支撑地表水监测快速增长。随着生态文明建设工作的推进，前期政府在大气治理工作上取得了良好的成果，目前治理的工作重心已经由大气向水转移。中央层面对此高度重视，快速建立了以河长制为核心的水环境治理工作体系。今年年底随着河长制工作新阶段的开启，后期将尽快推动具体治水工作的落实。作为水环境治理方案制定、效果考核以及责任追溯等工作的主要依据，完善的水质监测体系将发挥重要作用。目前现有的监测体系将无法满足河长制治水工作对监测数据全面覆盖、实时有效的要求。治水工作的推进将有力推动水质监测市场的释放。在目前水质监测的各细分类别中，河长制治水带来的地表水监测需求将受政策推动率先发力。根据我们的测算，河长制治水在未来三年的市场空间将占到地表水监测市场空间的 66.36%，三年的 CAGR 为 20.23%，将有力的支撑地表水监测市场未来三年发展，到 2021 年整个地表水监测的市场规模将达到 197.08 亿元，将占到当年水质监测市场规模的 55.30%。

监事权上收监测模式改变，第三方运维快速崛起。国控站点的监事权上收后全部交由第三方运维的模式，将对后期地方政府以及相关企业在监测模式的改变上起到强烈的示范作用。第三方运维模式在经济性、便利性、效率性以及数据准确性上的优势是现有监测模式不可比拟的。各类别来看，地表水监测运维受益于自动监测站点的快速增长，其第三方运维市场将呈现高速增长，未来三年 CAGR 高达 57.43%。污染源监测运维由于自动监测对手动监测的逐步替代，以及对应的自动监测运维费用低于手动监测费用的影响，未来三年的运维市场规模将缓慢降低，但是受益于污染源监测较大的体量，未来三年运维市场的总份额仍可占到水质监测运维市场的 53.98%。地下水监测体系建设已经全部完成，未来三年可贡献 32.64 亿元的运维市场。受益于监测模式的改变，第三方运维在未来三年的 CAGR 将达到 18.32%，2021 年整体市场规模将达到近 200 亿元，并且随着后期站点的建设以及第三方运维模式的继续推进，运维市场的规模仍将继续扩大。

总体来看，受益于环境治理重心的转变，水环境治理的推进，水质监测市场未来三年将保持约 10% 的稳定增长，预计三年合计将释放近千亿的市场空间。

3 标的推荐

➤ 高能环境 (603588.SH): 土壤修复龙头

公司脱胎于中科院高能物理研究所，目前公司主要从事环境修复和固废处理处置

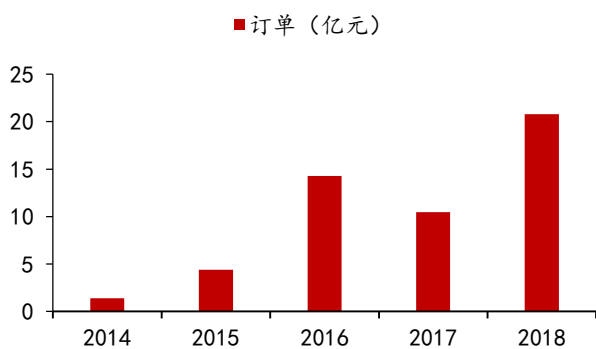
两大业务领域，形成了以环境修复、危废处理处置、生活垃圾处理、一般工业固废处理为核心业务板块，兼顾工业废水处理、污泥处置等其他领域协同发展的综合型环保服务平台。

研发方面，经过多年持续在技术创新方面的投入与推动，公司已形成“两站一中心”，即“院士专家工作站”、“博士后工作站分站”、“国家企业技术中心”。2018年公司研发费用达到1.17亿元，占公司营收3.10%。

技术体系方面，公司储备的修复技术基本涵盖所有大类的技术路径，具备针对不同污染类型开展定制化修复的技术集成能力。其中“重金属污染土壤/底泥的稳定化处理技术”入选了2014年度国家重点环境保护实用技术名录，“填埋场地下水污染系统防控与强化修复技术关键技术及应用”被评为国家技术进步二等奖，与美国TRS成立合资公司，引进并优化原位热脱附技术，目前公司原位电阻加热热脱附技术已居于世界先进水平。

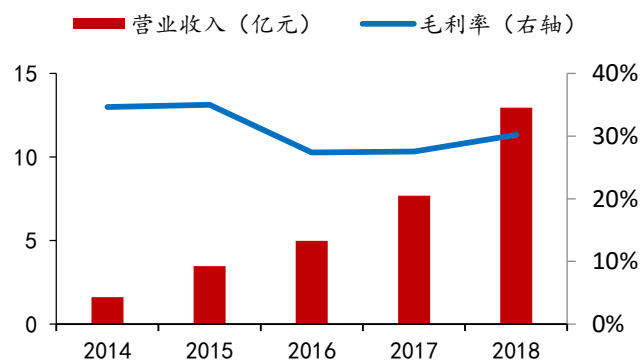
项目经验方面，公司已完成百余项专业修复项目，其中多项成为行业示范工程，是国内拥有成功案例最多的企业之一。在有机物污染修复典型项目中，原位热脱附技术及设备在苏州溶剂厂原址北区场地治理项目实施中取得了良好效果，修复土方量全球领先，有机物去除率达99.99%以上；重金属污染类修复典型项目中，六价铬污染土壤修复处理的优化设计在济南裕兴化工原厂区污染土壤修复项目中修复效果显著。

图表 75：公司环境修复订单快速放量



来源：住建部，国联证券研究所

图表 76：公司环境修复业务收入实现快速增资增长



来源：住建部，国联证券研究所

随着国内土壤修复市场逐渐放量，以及公司在土壤修复领域竞争力不断增强，公司近几年订单实现较快增长，2018年实现20.79亿元，同比增长99%，占据全市场释放订单15%，18年实现营收12.95亿元，同比增长69%，近4年复合增长率68%。未来随着公司国内市场的进一步释放，以及公司领军地位的进一步巩固，公司土壤修复业务具备极为广阔的发展前景。

预计公司19-20年净利润4.47亿元、5.81亿元（Wind一致预期），对应PE分别为14倍、11倍。我们看好公司未来中长期的发展。

➤ 理工环科 (002322.SZ): 环保能源优势布局, 迎风口有望再度发力

公司发展经历了从能源领域向环境领域的拓展。公司设立之初主要从事于变压器色谱在线监测系统 (MGA) 的研发和销售, 市占率稳居国内第一, 2009 年公司挂牌上市, 成为国内电力设备在线监测行业首家上市公司。2014 年受到国内经济的下行的影响, MGA 业务出现了下滑, 随后公司通过一系列并购进行了战略调整, 2015 年公司通过收购尚洋环科以及博微新技术, 切入生态环境监测和电力信息化技术领域; 2016 年收购碧蓝环保, 拓展了土壤修复业务, 完成了从设备制造商转向数据提供商, 从系统集成与销售转向运营与服务, 从能源领域拓展到环境领域的多重转变。

国内水质监测龙头, 模式创新、拿单能力强。公司于 2015 年收购尚洋环科 100% 股权, 开启了转型环保之路。公司参与多项水质监测行业标准的制定, 并保持着较高的市占率, 在水质监测领域具有龙头地位。公司在 2016 年中标了“台州市‘五水共治’交接断面水质自动监测数据采购项目”, 通过创新的数据销售模式升级了原有的设备集成及运维等模式。公司在台州市投资建设 100 个水质自动监测站点, 并提供后期的运行维护, 向台州市政府提供数据并接受考核, 台州市政府向公司采购全部点位 7 年的有效监测数据, 使用月考核、季付款、年奖励的模式, 采购费用合计 1.0052 亿元。这种创新的模式被业界称为“台州模式”, 具有搭建水质监测网络“四省一快”的优势, 随后又中标绍兴、张家港、新乡及余杭多地项目, 成功迈出浙江, 目前“台州模式”服务数据点位已超 370 个。公司在手订单充足, 2018 年全年新增订单 6.41 亿, 年末在手未执行完订单 8.47 亿; 19 年年初又先后中标达州和中山水质监测项目, 合计金额近 9000 万元, 保持了较强的拿单能力。

图表 77: 台州模式具有“四省一快”特点



来源: 公司公告, 国联证券研究所

前瞻布局土壤修复, 探索创新、蓄势待发。2016 年公司收购湖南碧蓝环保, 切入土壤修复领域, 拓展环保业务版图。碧蓝环保是一家专业从事土壤修复和重金属治理的环保企业, 在重金属治理稳定化技术方面达到国内领先水平, 药剂稳定化率能达到 95% 以上, 多药剂复合使用去除率达到 99%。公司前期业务主要聚焦于湖南省内, 2018 年 9 月先后中标贵州铜仁以及浙江台州 1.3 亿化工场地修复项目, 实现了走出

湖南迈向全国的第一步。目前公司针对台州项目有机污染物种类复杂、沸点高，使用传统热脱附方式能耗大、去除效率低的情况，自主研发了建堆堆土热脱附技术，在原有物理热脱附的基础上引入化学催化反应，配合使用自主研发的热脱附助剂，能在降低处理温度同时将高沸点有机物催化分解成 CO_2 ，提升去除效率、降低二次污染、降低能耗，同时减轻尾气处理系统压力。该项目的实施为公司在高沸点复杂有机物治理上积累了经验，同时也展示了公司强大的研发创新能力，为后期的修复市场的拓展夯实基础。

图表 78：台州市三化化工和经纬化工修复项目情况



来源：公司公告，国联证券研究所

能源业务与泛在电网建设联系紧密。2015 年公司通过收购微博新技术进入到电力信息化领域。微博新技术的电力造价软件市场占有率 80% 以上，毛利率超 90%，在电力信息化领域实力强劲。2017 年公司业绩受到博微新技术营改增定额发布推动软件集中换版以及电力软件较高毛利的的影响，营收和归母增速分别达到了 22.49% 和 83.72%，展示了博微强大的盈利能力。公司目前正积极拓展电力信息化咨询项目服务，深度参与国网智慧采购整体解决方案，加深与泛在联系。未来公司的电力信息化业务将和电力监测协同助力泛在电网建设并持续受益。

公司 18 年业绩略有下滑，但剔除 17 年软件营改增影响后仍保持增长。19 年 Q1 实现营收 1.37 亿元，同比增长 53.36%；归母净利润 0.37 亿元，同比增长 166.07%，业绩增长迅速的主要原因是环境监测业务继续保持大幅增长以及电力信息化业务中软件销售同比稳中有升等。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.87 元、1.10 元、1.30 元，对应 PE 为 14 倍、11 倍、9 倍，看好公司在环保以及能源行业的优质布局以及未来的发展。

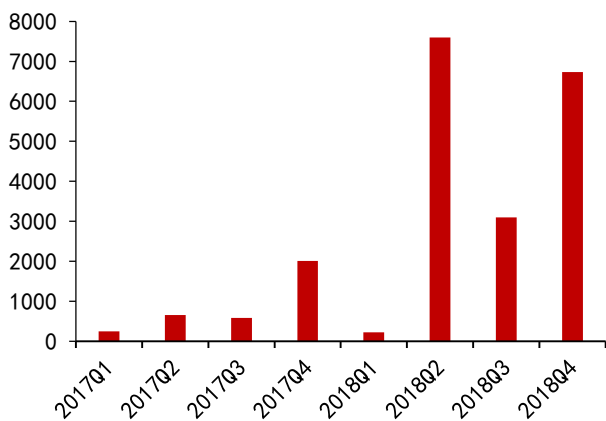
➤ **先河环保 (300137.SZ)：大气网格化监测的“先行者”，水质监测有望发力。**

环境监测首家上市公司。公司以研发大气监测设备起家，于 2010 年 11 月在创业板上市，是环境监测行业内首家上市公司。依靠其创新的大气网格化监测系统树立

了市场龙头地位，并逐步向水质监测延伸。目前已发展为集环境监测、大数据服务、综合治理为一体的集团化公司。

独创大气网格化监测，精准治理助力打赢“蓝天保卫战”。公司独创的大气网格化监测通过全面布点，协同大数据及互联网+的模式，打破了原有“点对点”监控下，监测数据量少并主要作为执法依据和考核指标的模式；打通了“监测”到“监管”的通道，对所覆盖的区域实现了全时间、全空间的精细化管理，成为污染治理有效抓手。作为全国大气监测网格化的“先行者”，截止 2018 年年底，公司已经在全国 17 个省，100 个市县区域覆盖了大气网格化监测系统，其中京津冀“2+26”重点城市覆盖 16 个，总布设点位已经超过 1.2 万个，具有绝对市场领先地位。同时依托其先发优势和传感器“三级修正、四级校准”全生命周期质控体系，公司的网格化系统从技术底层铸就了宽阔的护城河。未来随着大气治理二阶段“蓝天保卫战”的推进以及禁止“一刀切”带来精准治理的要求，大气网格化需求将加速释放，预计未来三年市场需求将达百亿，公司的网格化系统将助力打赢“蓝天保卫战”并率先受益。

图表 79：公司近两年水质监测订单（万元）



来源：千里马招标网，国联证券研究所

图表 80：公司四川某市水质网格化监测点位图



来源：公司官网，国联证券研究所

公司水质监测业务拓展顺利，水质网格化系统已成功上线运行。公司布局水质监测已久，2014 年通过收购竞争对手广东科迪隆、广西先得，完成了公司南北布局，全面提升水质监测竞争力。2017 年，公司首套水质监测网格化系统在渤海新区投入使用，标志着网格化系统由大气向水质的成功延伸；2018 年 5 月公司中标了“国家地表水自动监测系统建设及运行维护项目”中包件 15，展示了公司水质监测的强劲实力；12 月公司又中标自贡市水质网格化监测系统及大数据平台服务采购项目，公司的水质网格化由监测向治理监管又迈进一步，未来将有效助力“碧水保卫战”。公司 2018 年水质监测订单同比增长 406%，未来依托在大气监测市场取得的良好成绩，两者将协同发力为公司提供利润增长点。

公司业绩保持高速增长，看好未来在监测领域的发展潜力。18 年公司实现营收、归母净利润以及扣非归母净利润分别为 13.74、2.59 及 2.51 亿，同比增长分别为 31.80%、37.87%及 41.71%。19 年 Q1 实现营收、归母净利润及扣非归母净利润分别 2.57 亿、2372 万及 2303 万，同比增长分别为 10.77%、22.27%及 27.52%，继续保持良好的增长态势。我们预计公司 19-21 年 EPS 为 0.59、0.70 及 0.81 元，对

应 PE 为 14、12 及 10 倍，看好公司未来在监测领域发展潜力。

4 投资组合

从 18 年和 19 年一季度的业绩表现看，18 年总体较弱，19 年一季度有所回升，但业绩分化较为严重。从细分领域看，监测板块和固废处置板块表现相对较好。展望后市，对于下半年投资机会的挖掘，我们认为未来一段时间行业融资环境或将边际改善，同时民企背靠国有资本逐步改善现金流，平台资源整合，业绩回升可期，延续去年年底的年度策略主线，叠加对 18 年和一季度业绩分析跟踪更新业绩视角继续把握机会，看好监测和土壤修复领域的投资机会，监测板块（地表水监测的快速放量以及大气网格化的持续深入推进带来业绩的持续增长）、土壤修复领域（“土十条”公布后，土壤修复的大幕已经拉开，未来政策和市场空间巨大，叠加“响水事件”带来的受污染用地改造的治理需求提升，蓝海掘金正当时）在行业景气度仍然较高的背景下，业绩驱动力仍将维持，持续看好相关公司在该领域的表现。我们建议关注高能环境（603588.SH）、理工环科（002322.SZ）、先河环保（300137.SZ）等。

图表 81：投资组合（截止 6 月 19 日）

代码	名称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			2019	2020	2021	2019	2020	2021
603588.SH	高能环境	9.73	0.67	0.87	1.10	14	11	9
002322.SZ	理工环科	12.10	0.87	1.10	1.30	14	11	9
300137.SZ	先河环保	8.06	0.59	0.70	0.81	14	12	10

来源：Wind，国联证券研究所

5 风险提示

- （1）政策力度不达预期
- （2）订单需求不达预期
- （3）宏观经济下行
- （4）系统性风险

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-85603281

上海

国联证券股份有限公司研究所

中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元

电话：021-61649996

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	联系电话
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856
深圳	薛靖韬	18617045210