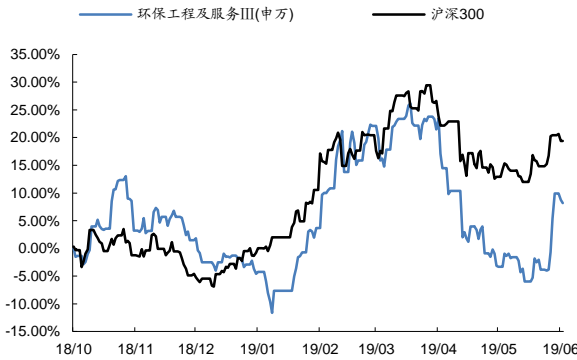


研究所
 证券分析师: 谭倩 S0350512090002
 0755-83473923
 证券分析师: 赵越 S0350518110003
 0755-23936132 zhaoy01@ghzq.com.cn
 证券分析师: 任春阳 S0350517100002
 021-68930177 rency@ghzq.com.cn

涅槃重生，拥抱确定

——环保行业 2019 年中期策略

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
环保工程及服务III(申万)	11.9	-6.6	-20.5
沪深300	5.8	-3.6	8.3

相关报告

- 《环保及公用事业行业周报: 垃圾分类持续发酵, 关注环保行业新格局》——2019-06-23
- 《环保及公用事业行业周报: 电力生产放缓, 国家油气管网公司成立将近》——2019-06-16
- 《环保及公用事业行业周报: 资源循环利用加强, 垃圾分类有望加速推进》——2019-06-09
- 《环保及公用事业行业周报: 生态环境监测管理持续加强, 油气管网改革再进一步》——2019-06-03
- 《环保及公用事业行业周报: 江苏省化工园区整治目标严格明确, 工业节能诊断推进》——2019-05-26

投资要点:

■ **涅槃: 业绩与估值的戴维斯双杀。**2018年国海证券观测的环保板块标的(包含生态园林, 下同)整体收入增长放缓, 利润出现明显下滑, 同比减少50%。分板块看, 监测检测板块因重要性与必要性不断提升, 收入与利润保持较大幅度增长, 景气度持续向上。2019年一季度整体归母净利润同比下降14.8%, 但降幅有所收敛。行业整体估值下杀明显, 截至2019年6月24日, 板块整体PE估值约31倍, 仅恢复至2017年水平, 大气板块估值降至17倍, 园林、水治理、供热、固废危废板块整体估值分别为22、22、24和26倍, 监测检测与节能板块估值水平处较高位置。

■ **重生: 政策支持加强, 资本持续助力。**

1) 更加积极的财政政策聚焦环境污染攻坚战: 财政支出对生态环境治理的支持力度不断增加, 环境保护支出占国家财政支出总额的比例由2007年的2%提升至2018年的2.9%, 2019年全国一般公共预算支出中节能环保支出较2018年实际支出增长7.4%。2019年1-5月, 全国一般公共预算支出9.3万亿元, 同比增长12.5%, 其中节能环保支出2219亿元, 同比大幅增长29.8%。地方专项债券发行加速, 生态环保是主要投向, 截至2019年6月25日, 地方政府新增债券中, 募集资金包含生态环保投向的债券余额有9178亿元, 其中2019年新增的有3052亿元, 占比达到21%。

2) 政策面支持民营企业融资改善: 自2018年下半年开始, 宏观金融政策开始转向, 国务院、央行、银保监会等多陆续出台多项金融举措改善民营企业融资环境。进入2019年, 缓解企业融资难、融资贵问题成为经济工作的重点任务。从利率水平看, 2018年四季度起, 金融机构一般贷款加权平均利率有所下行。环保行业整体筹资能力有较为明显的提升。2019年一季度, 环保行业整体取得借款收到现金507.92亿元, 较2018年一季度增加40.9亿元, 同比提升8.75%; 较2018年四季度增加37.4亿元, 同比提升7.9%。

3) 并购重组活跃, 国资入股重塑行业新格局: 证监会对于并购重

组的监管进入宽松周期，利于环保公司加快并购重组。与此同时，创业板上市的环保公司较多，证监会拟放开创业板借壳上市，将有利于板块提升估值和价值。国资陆续入股环保民营企业，将在未来的环保产业发展中起到帮助民营企业渡过难关、发挥国资属性、履行社会责任的重要引领作用，催生行业新格局，国企环保龙头有望诞生。

- **优选：积极布局大固废产业链。**2019年6月25日，固体废物污染环境防治法修订草案初次提请全国人大常委会审议。此次修订是固废法时隔15年后再次迎来大修，主要内容包括排污许可、查封扣押等制度措施进一步完善，危废管理法律法规加严、生活垃圾入法等，危废处置、综合利用、垃圾分类等将加速推进，将对大固废全产业链产生持续性利好，建议持续重点关注。布局安全和环保要求提升带来的危废处理处置需求、“无废城市”建设下的资源综合利用与消费品循环利用、垃圾分类加速推进带来的装备及环卫服务需求。
- **涅槃重生，拥抱确定：聚焦大固废，重视商业模式与现金流。**展望下半年，种种政策支持与资本持续助力，支撑环保行业由涅槃走向重生，维持行业“推荐”评级。

我们依然建议聚焦商业模式与现金流，关注改善。细分板块方面，固废法时隔15年的再次大修，将对大固废全产业链产生持续性利好，建议重点持续关注。

个股配置建议聚焦：1) 建议选择资金占用少、回款周期短且资产负债率良好的监测设备销售及检测服务类公司进行长期配置，推荐**华测检测、聚光科技、安车检测、国检集团**；2) 具备防御属性、业绩稳健增长、现金流充裕且稳定的运营类公司亦值得长期配置，推荐**国祯环保、上海环境、绿色动力、瀚蓝环境**；3) 大固废产业链核心资产，包括危废处理处置、垃圾分类等，推荐**高能环境、龙马环卫、盈峰环境、维尔利**。

- **风险提示：**相关上市公司业绩不达预期风险；政策推进不达预期风险；融资环境继续收紧风险；大盘系统性风险。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-06-26 股价	EPS			PE			投资 评级
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
000544.SZ	中原环保	6.25	0.43	0.36	0.39	14.53	17.36	16.03	增持
000967.SZ	盈峰环境	7.8	0.29	0.47	0.57	26.9	16.6	13.68	买入

重点公司	股票	2019-06-26		EPS		PE		投资	
300012.SZ	华测检测	10.67	0.16	0.23	0.3	66.69	46.39	35.57	增持
300190.SZ	维尔利	7.78	0.29	0.44	0.6	26.83	17.68	12.97	买入
300203.SZ	聚光科技	23.67	1.33	1.68	2.09	17.8	14.09	11.33	买入
300388.SZ	国祯环保	9.53	0.51	0.71	0.94	18.69	13.42	10.14	买入
300572.SZ	安车检测	73.79	1.04	1.62	2.28	70.95	45.55	32.36	增持
300631.SZ	久吾高科	21.07	0.52	0.6	0.75	40.52	35.12	28.09	增持
600323.SH	瀚蓝环境	17.12	1.14	1.19	1.47	15.02	14.39	11.65	增持
601200.SH	上海环境	13.62	0.82	0.67	0.81	16.56	20.33	16.81	未评级
601330.SH	绿色动力	14.2	0.23	0.38	0.58	60.45	37.37	24.48	未评级
603060.SH	国检集团	20.93	0.87	1.06	1.27	24.06	19.75	16.48	增持
603588.SH	高能环境	10.65	0.49	0.64	0.83	21.73	16.64	12.83	增持
603686.SH	龙马环卫	20.47	0.79	0.94	1.16	25.91	21.78	17.65	增持

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（注：上海环境、绿色动力盈利预测取自万得一致预期）

内容目录

1、 涅槃：业绩与估值的戴维斯双杀	7
1.1、 板块业绩持续放缓	7
1.2、 估值下杀，主题推动板块表现	10
2、 重生：政策支持加强，资本持续助力	11
2.1、 更加积极的财政政策聚焦环境污染攻坚战	11
2.2、 政策面支持民营企业融资改善	13
2.3、 并购重组活跃，国资入股重塑行业新格局	14
3、 优选：积极布局大固废产业链	16
3.1、 加强工业安全与环保，危废处置需求提升	17
3.2、 “无废城市”正式启动，大固废全产业链收益	18
3.3、 垃圾分类加速推进	20
4、 涅槃重生：聚焦大固废，关注商业模式与现金流	24
5、 重点推荐个股	24
5.1、 华测检测（300012）：战略清晰的综合性第三方检测龙头公司，成长空间广阔	24
5.2、 聚光科技（300203）：监测景气持续向上，行业龙头充分受益	25
5.3、 久吾高科（300631）：陶瓷膜龙头看点不止盐湖提锂	26
5.4、 国祯环保（300388）：三峡协同效应初步显现	27
5.5、 中原环保（000544）：期待资产注入	27
5.6、 高能环境（603588）：三大业务拓展加速	28
5.7、 盈峰环境（000967）：环卫领衔，综合环保平台再出发	29
5.8、 维尔利（300190）：技术型公司保持快速增长，餐厨厨余处理受益垃圾分类推进	29
6、 风险提示	30

图表目录

图 1: 环保板块整体营业收入及同比增速 (亿元)	7
图 2: 环保板块归母净利润及同比增速 (亿元)	7
图 3: 细分板块 2018 年营业收入同比增速	7
图 4: 细分板块 2018 年归母净利润同比增速	7
图 5: 分季度收入 (亿元)	8
图 6: 分季度归母净利润 (亿元)	8
图 7: 分板块季度归母净利润同比增速	8
图 8: 细分板块商誉减值损失及占比	9
图 9: 商誉减值损失占比超过 50% 的上市公司	9
图 10: 板块整体现金流结构 (亿元)	9
图 11: 细分板块经营净现金流情况 (亿元)	9
图 12: 年初至今环保与市场年初至今涨跌幅	10
图 13: 申万各板块年初至今涨跌幅 (%)	10
图 14: 板块整体 PE 估值走势 (倍)	10
图 15: 细分板块 PE 估值 (倍, 整体法, 剔除负值)	10
图 16: 国家在节能环保领域的公共财政支出 (亿元)	11
图 17: 环境保护财政支出占比	11
图 18: 全国财政对节能环保的预算支出 (亿元)	12
图 19: 中央财政污染防治专项资金增长 (亿元)	12
图 20: 地方政府债券及新增债券发行额 (亿元)	12
图 21: 金融机构向企业及其他部门新增贷款额 (亿元)	14
图 22: 金融机构一般贷款加权平均利率 (%)	14
图 23: 环保行业各季度取得借款收到的现金 (亿元)	14
图 24: 细分板块借款取得现金情况 (亿元)	14
图 25: 部分市值较小公司涨幅明显 (%)	15
图 26: 工业危险废物利用、处置情况	18
图 27: 各省 (区、市) 工业危险废物产生情况 (万吨)	18
图 28: 城市固体废物污染情况	19
图 29: 主要工业废物产生量及综合利用情况	19
图 30: 2017 年各类废弃电器电子产品规范拆解处理情况	20
图 31: 2017 年废弃电器电子产品拆解处理产物情况	20
图 32: 垃圾分类后各成分占比	22
图 33: 上海垃圾分类目标	22
表 1: 2019 年发行的部分包含生态环保投向的地方政府债券	13
表 2: 市值小于 40 亿元的环保行业上市公司	15
表 3: 部分典型国资入股案例	16
表 4: 部分省份环保督察重点问题	17
表 5: 湿垃圾运输车市场空间测算	22
表 6: 厨余垃圾建设及运营空间预测	23
表 7: 垃圾分类运营市场空间测算	23

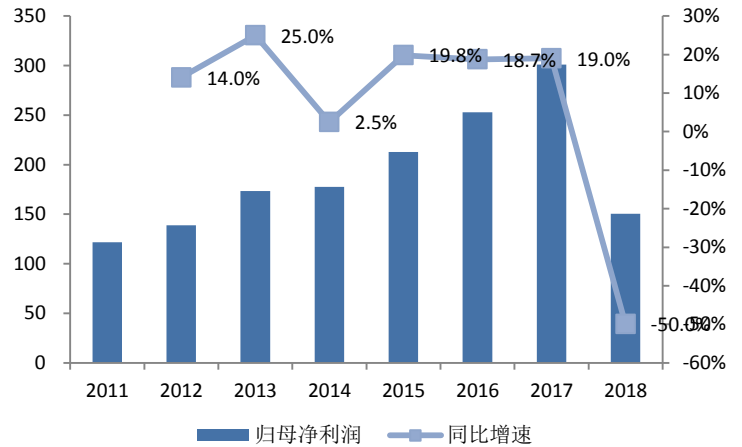
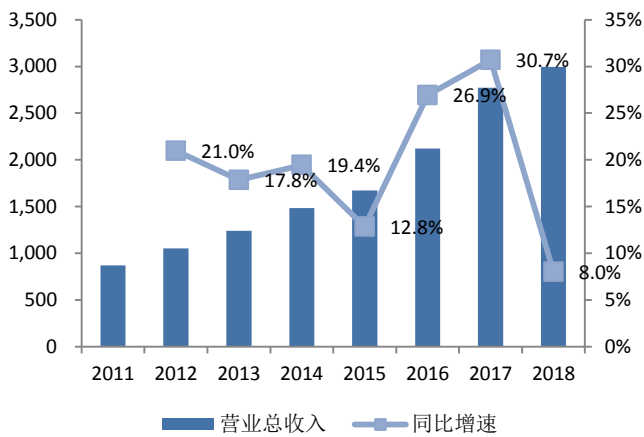
1、涅槃：业绩与估值的戴维斯双杀

1.1、板块业绩持续放缓

2018 年国海证券观测的环保板块标的（包含生态园林，下同）整体实现营业收入 2995.97 亿元，同比增长 8.0%，增速较 2017 年的 30.7% 有大幅明显下滑。归母净利润整体实现 150.53 亿元，同比下滑 50%。收入端增长放缓，利润端出现明显下滑，主要原因是部分上市公司受到融资收紧、政府去杠杆、PPP 项目清库等影响，业绩增速下滑明显，同时历史并购较多带来商誉减值。分板块看，监测检测板块收入同比增长 60.8%、归母净利润同比增长 32.5%，在所有板块中增速最高，其余板块归母净利润同比增速均有大幅度下滑，监测检测板块因重要性与必要性不断提升，景气度保持持续向上。

图 1：环保板块整体营业收入及同比增速（亿元）

图 2：环保板块归母净利润及同比增速（亿元）

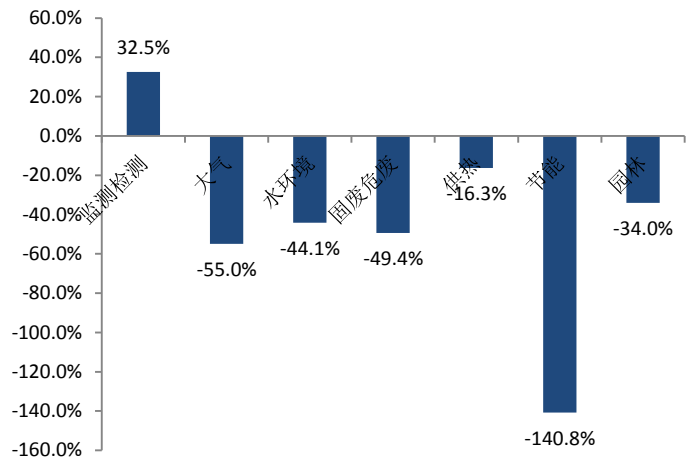
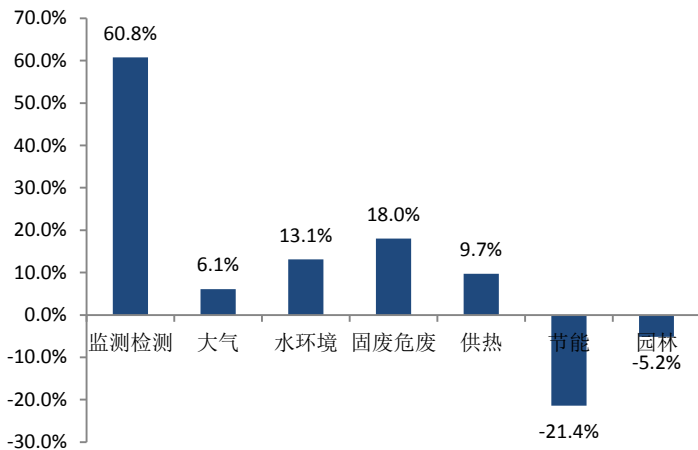


资料来源：wind，国海证券研究所整理

资料来源：wind，国海证券研究所整理

图 3：细分板块 2018 年营业收入同比增速

图 4：细分板块 2018 年归母净利润同比增速



资料来源：wind，国海证券研究所整理

资料来源：wind，国海证券研究所整理

分季度看，2018 年板块整体收入同比增长，但增幅逐季下滑，Q3 及 Q4 分别实现营业收入 690.57 亿元和 941.19 亿元，同比仅增长 0.7%和 1.9%。2018 年 Q1/Q2/Q3/Q4 板块整体分别实现归母净利润 52.15/87.33/63.66/-52.64 亿元，作为环保传统旺季的三、四季度业绩表现较差。2019 年一季度板块整体收入 605.32 亿元，同比增长 6.1%，增幅较 2018Q1 的 23.2%回落明显，但较 2018Q1 的同比增速 1.9%，有较为明显的提升。

2019 年一季度板块整体归母净利润 44.41 亿元，同比下降 14.8%，但降幅有所收敛。除生态园林外其余各板块归母净利润同比增速均有所转好，监测检测板块延续高速增长态势，大气板块归母净利润同比增长 47%，增速转正。园林板块因融资收紧带来的财务费用增长、项目施工进度和投资节奏受到控制等因素在一季度延续，归母净利润合计亏损 2.36 亿元。

图 5: 分季度收入 (亿元)

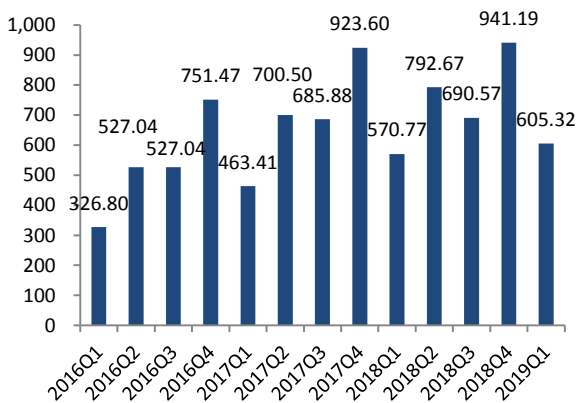
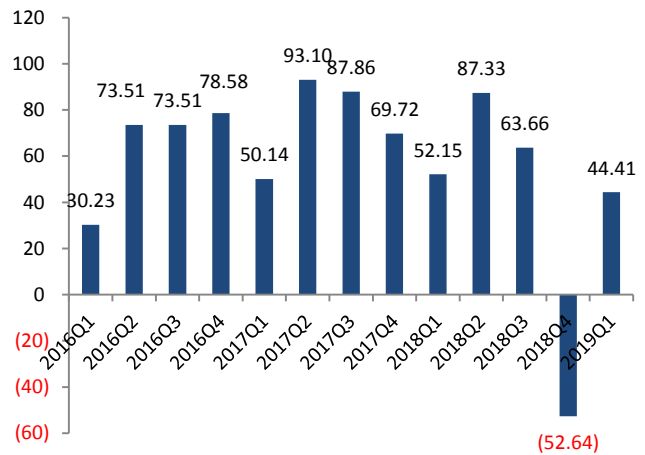


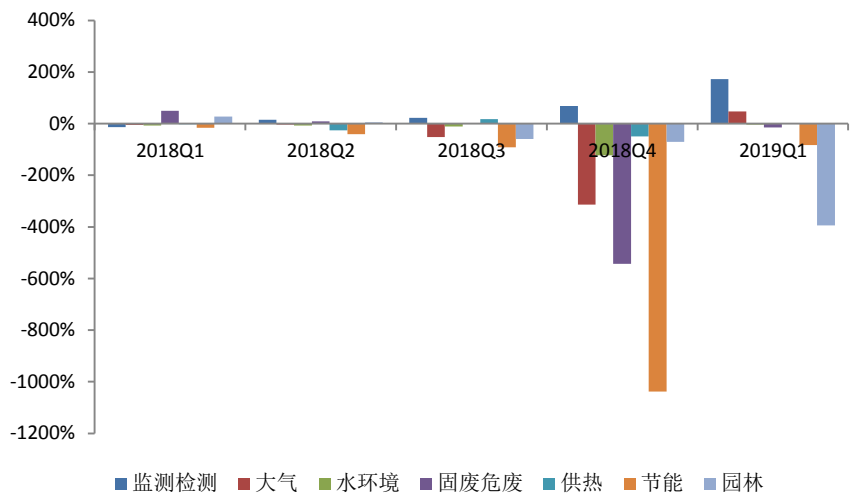
图 6: 分季度归母净利润 (亿元)



资料来源: wind, 国海证券研究所整理

资料来源: wind, 国海证券研究所整理

图 7: 分板块季度归母净利润同比增速



资料来源: wind, 国海证券研究所整理

商誉减值影响显著。2018年环保板块上市公司发生商誉减值损失合计28.97亿元，占期初合计商誉的10%。大气板块商誉减值损失较大，科融环境、*ST菲达、兴源环境、万邦达、天翔环境、盛运环保、乾景园林、蒙草生态等商誉减值损失占比较大，超过50%。

图 8：细分板块商誉减值损失及占比

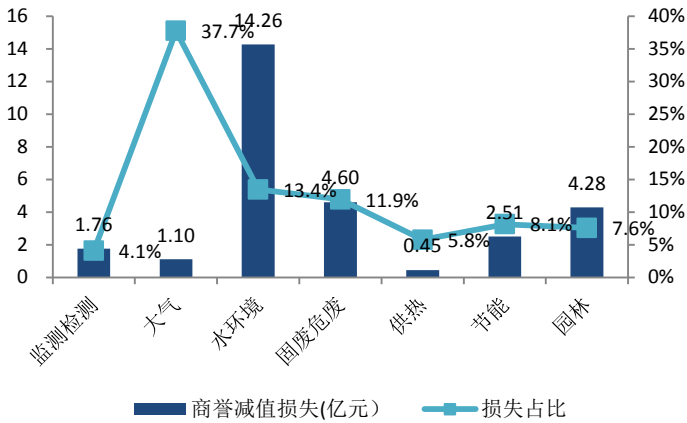
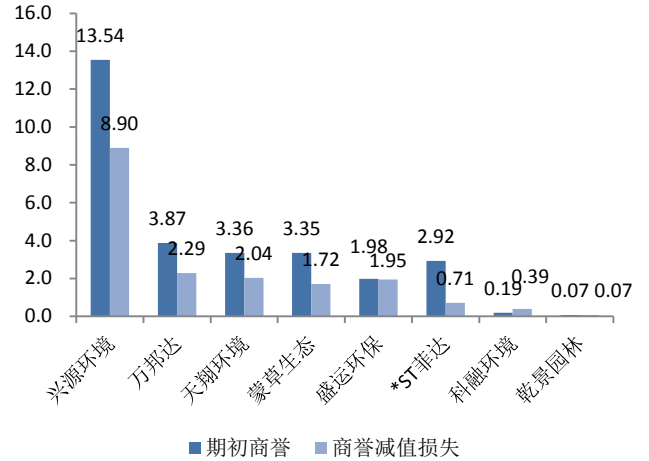


图 9：商誉减值损失占比超过 50%的上市公司



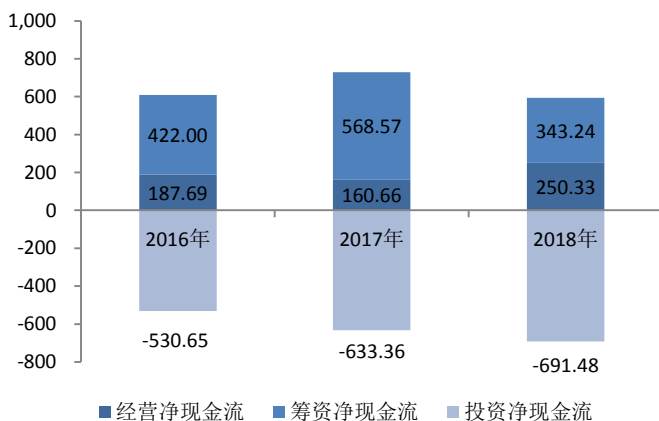
资料来源：wind，国海证券研究所整理

资料来源：wind，国海证券研究所整理

2018年在业绩出现较大幅度下滑的背景下，行业内上市公司转而重点现金流状况，加强回款管理，板块整体经营净现金流改善明显，2018年经营净现金流合计250.33亿元，较2017年大幅增长55.8%。筹资净现金流343.24亿元，同比下滑39.6%。2018年板块整体出现经营及筹资净现金流入难以覆盖投资净现金流出。

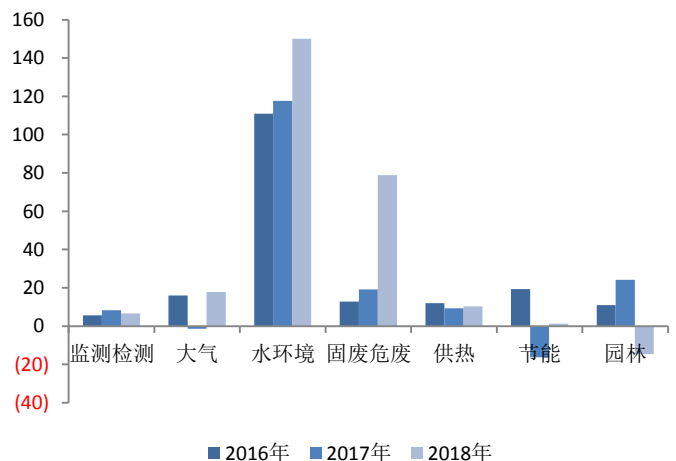
固废危废板块现金流改善明显，同比增幅达到313%；大气板块由2017年的-1.48亿元提升至2018年的17.89亿元；园林板块表现较差，2018年经营净现金流为-14.71亿元。

图 10：板块整体现金流结构（亿元）



资料来源：wind，国海证券研究所整理

图 11：细分板块经营净现金流情况（亿元）



资料来源：wind，国海证券研究所整理

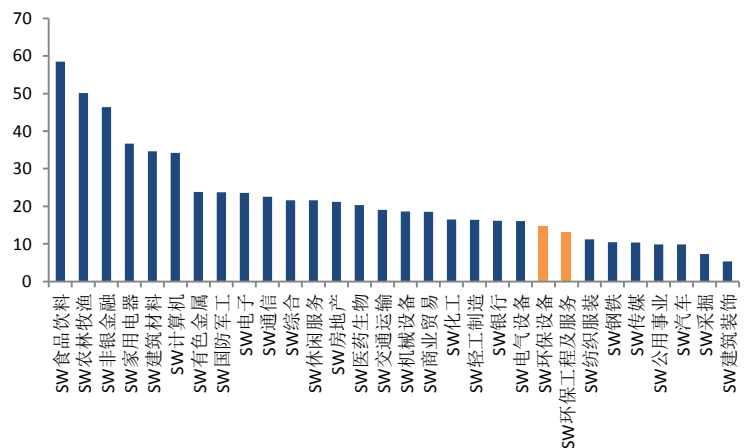
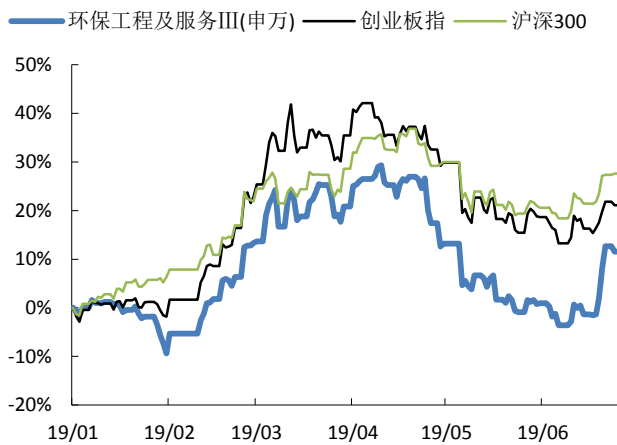
1.2、估值下杀，主题推动板块表现

年初至今，市场迎来一轮较强反弹，环保板块整体表现稍弱于沪深 300 及创业板，申万环保设备、环保工程及服务板块年初至今涨幅分别为 14.6%和 13.2%，在申万各细分行业中排名相对靠后，固废危废、监测检测板块涨幅达到 30%左右。2019 年 6 月中旬以来，受上海、北京等城市强制推行垃圾分类、创业板借壳限制或将放开等主题刺激，板块市场表现较好。

但从行业整体看，估值下杀明显，截至 2019 年 6 月 24 日，板块整体 PE 估值约 31 倍，仅恢复至 2017 年水平。大气板块估值降至 17 倍，园林、水治理、供热、固废危废板块整体估值分别为 22、22、24 和 26 倍，监测检测与节能板块估值水平处较高位置。

图 12: 年初至今环保与市场年初至今涨跌幅

图 13: 申万各板块年初至今涨跌幅 (%)

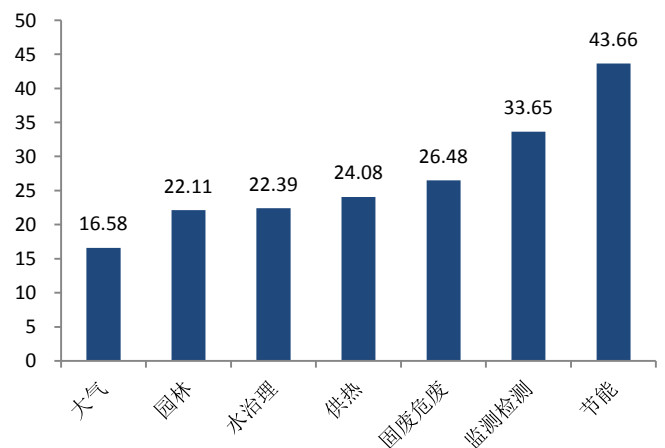


资料来源: wind, 国海证券研究所

资料来源: wind, 国海证券研究所

图 14: 板块整体 PE 估值走势 (倍)

图 15: 细分板块 PE 估值 (倍, 整体法, 剔除负值)



资料来源: wind, 国海证券研究所

资料来源: wind, 国海证券研究所

2、重生：政策支持加强，资本持续助力

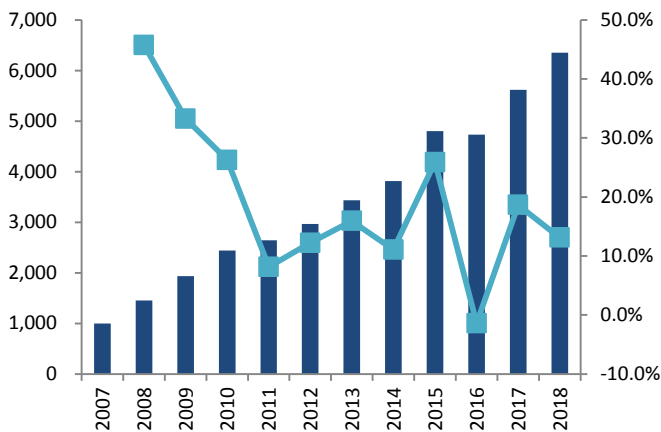
2.1、更加积极的财政政策聚焦环境污染攻坚战

2.1.1、财政支出持续加大

中央经济工作会议指出，2019年要继续实施积极的财政政策，要更加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模。2019年初的全国财政工作会议提出，2019年财政将增加生态环保等领域的投入，加大聚焦打赢蓝天保卫战等七大标志性战役，助力环保攻坚战。

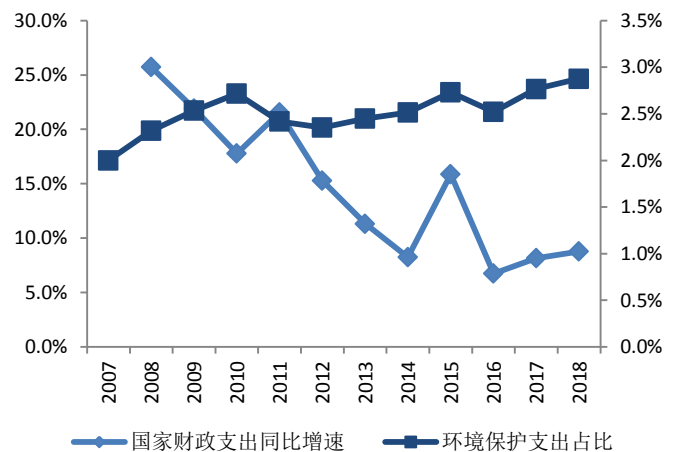
国家财政（包括中央财政及地方财政）在环境保护方面的支出持续保持增长，2018年环境保护支出达到6352.75亿元，同比增长13.1%，自2007年起的年复合增长率达到18.3%，增速显著高于国家财政支出总额。环境保护支出占国家财政支出总额的比例由2007年的2%提升至2018年的2.9%，财政支出对生态环境治理的支持力度不断增加。

图 16：国家在节能环保领域的公共财政支出（亿元）



资料来源：财政部，国海证券研究所

图 17：环境保护财政支出占比



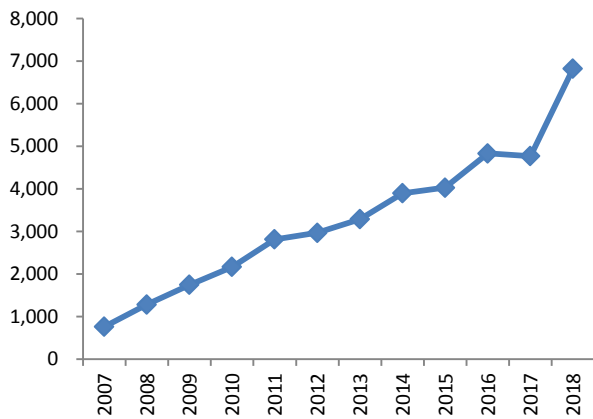
资料来源：财政部，国海证券研究所整理

从全国公共财政支出预算看，对节能环保的支出持续增长，根据财政部《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》，2019年全国一般公共预算支出中节能环保支出占比为2.9%，约6822亿元，较2018年实际支出增长7.4%。

其中，中央层面将安排600亿元财政资金支持污染防治，较2018年增长35.9%。大气污染防治资金安排250亿元，同比增长25%；水污染防治资金安排300亿元，同比增长45.3%；土壤污染防治资金安排50亿元，同比增长42.9%。

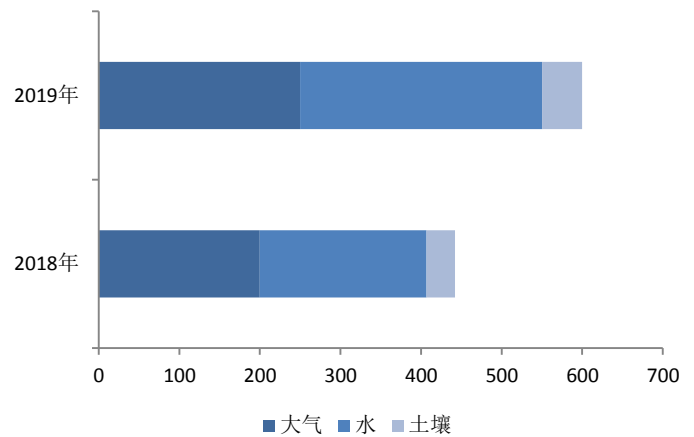
2019年1-5月，全国一般公共预算支出9.3万亿元，同比增长12.5%，其中节能环保支出2219亿元，同比大幅增长29.8%，占总支出的比例达到2.4%。

图 18: 全国财政对节能环保的预算支出 (亿元)



资料来源: 财政部, 国海证券研究所

图 19: 中央财政污染防治专项资金增长 (亿元)



资料来源: 财政部, 国海证券研究所

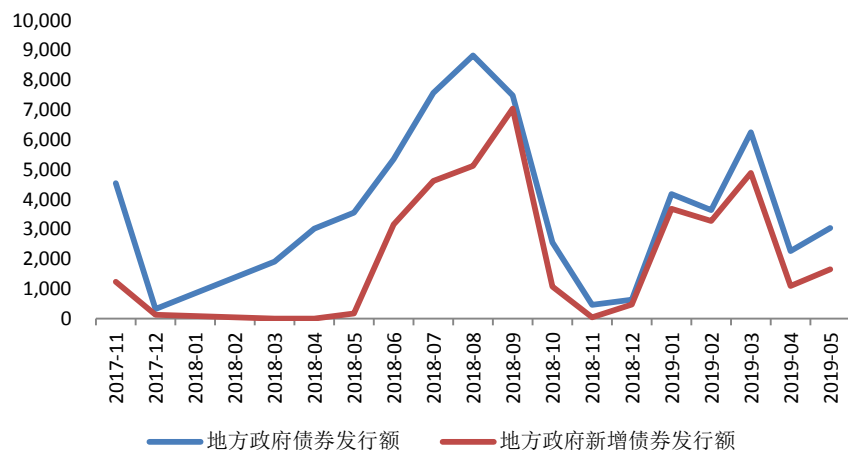
2.1.2、地方专项债券发行加速

2019 年初, 全国人大常委会授权国务院提前下达 2019 年地方政府新增债务限额合计 1.39 万亿元, 并授权国务院在 2019 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日, 在当年新增地方政府债务限额的 60% 以内, 提前下达下一年度新增地方政府债务限额, 专项债发行时间由过去的一般在年中提前至一季度。

2019 年 6 月, 中办、国办印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》, 重点支持生态环保等领域重大项目建设, 鼓励和引导银行机构以项目贷款等方式支持符合标准的专项债券项目, 鼓励保险机构为符合标准的中长期专项债券项目提供融资支持。允许项目单位发行公司信用类债券, 支持符合标准的专项债券项目。

根据财政部的数据, 2019 年 1-5 月, 全国共发行地方政府债券 1.94 万亿元, 其中新增债券 1.46 万亿元, 占今年计划新增地方债务 3.08 万亿元的 47.4%, 新增专项债券 8598 亿元, 占比 58.9%。

图 20: 地方政府债券及新增债券发行额 (亿元)



资料来源: 财政部, 国海证券研究所

生态环保是地方政府新增债券募集资金的主要投向,根据我们的统计,截至 2019 年 6 月 25 日,地方政府新增债券中,募集资金包含生态环保投向的债券余额有 9178 亿元,其中 2019 年新增的有 3052 亿元,占比达到 21%。广东、四川、浙江、山西、天津等生态环境治理意识较强的省份发行数量与发行额度较多。

表 1: 2019 年发行的部分包含生态环保投向的地方政府债券

债券简称	债券投向	发行总额(亿元)	债券期限(年)	发行票面利率
广东 1951	优先用于精准脱贫,生态建设和环境保护,棚户区改造,农村公路,乡村振兴,农村人居环境整治,深度贫困地区困难村提升工程等重点领域,以及一带一路,粤港澳大湾区建设等国家重大区域发展战略。	124.56	10	3.5%
天津 1927	主要用于各区土地储备项目,棚户区改造项目以及生态保护项目建设等。	44.00	5.00	3.31
山西 1918	主要支持各市旅游公路,供水供热,污水处理生态环境治理,教育医疗等领域公益性支出。	20.76	10.00	3.52
新疆 1909	用于污水处理,“一带一路”产业发展,管网建设,职业教育和生态环保类项目。	14.40	10.00	3.44
19 浙江债 07	用于淳安县千岛湖生态环境保护治理。	10.00	10.00	3.33
19 四川债 29	生态环保建设专项债券。	1.00	7.00	3.32

资料来源: wind, 国海证券研究所整理

2.2、政策面支持民营企业融资改善

自 2018 年下半年开始,宏观金融政策开始转向,国务院、央行、银保监会等多陆续出台多项金融举措改善民营企业融资环境。进入 2019 年,缓解企业融资难、融资贵问题成为经济工作的重点任务。

央行在年初的 2019 年工作会议中明确提到,要继续运用各种政策工具,从债券、信贷、股权等方面引导金融机构加大对民营企业小微企业支持力度。

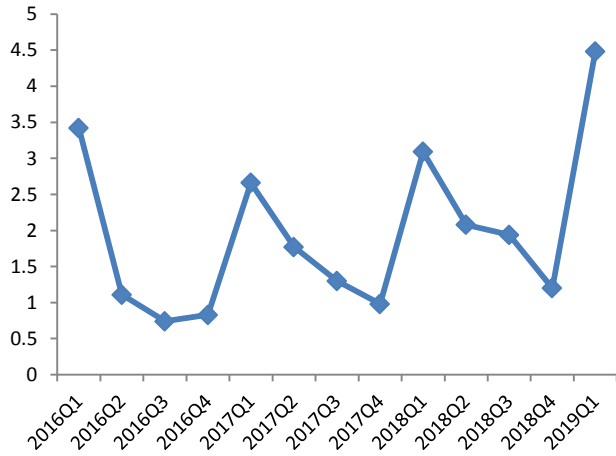
2019 年 2 月,中办、国办印发《关于加强金融服务民营企业的若干意见》,积极支持民营企业融资纾困。提出实施差别化货币信贷支持政策,鼓励金融机构增加民营企业、小微企业信贷投放。同时加快清理拖欠民营企业账款,政府部门及其所属机构、大型国有企业因业务往来与民营企业形成的逾期欠款要抓紧清理,严防新增拖欠。以中办、国办的名义印发顶层意见,政策规格较高,显示中央对解决民营企业融资难、融资贵问题的决心。

在政策大力支持的背景下,企业融资环境逐步改善。根据中国人民银行的统计数据,2019 年一季度,金融机构向非金融企业及其他单位新增发放贷款 4.46 万亿元,同比多增加 1.41 万亿元。而 2018 年全年企业及其他单位新增贷款 8.01 万亿元,2019 年一季度新增贷款已经达到 2018 年全年新增贷款总额的 56%,同时也为近三年来一季度新增贷款总额最高值。

从利率水平看,2018 年四季度起,金融机构一般贷款加权平均利率有所下行,至 2019 年一季度虽略有上行,但仍低于 2018 年二季度及三季度的较高利率水

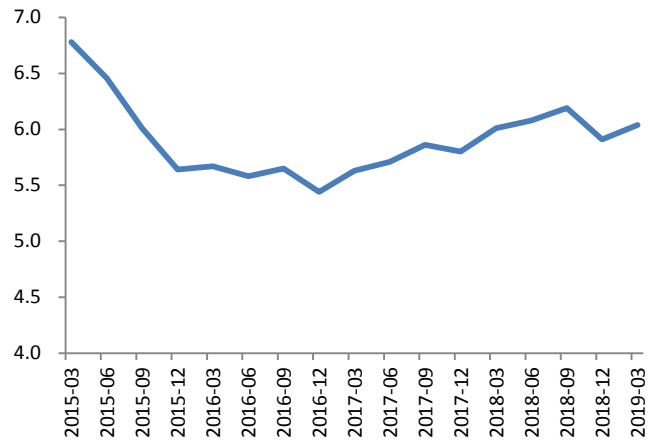
平，显示企业融资成本出现一定改善。

图 21: 金融机构向企业及其他部门新增贷款额 (亿元)



资料来源: 中国人民银行, 国海证券研究所

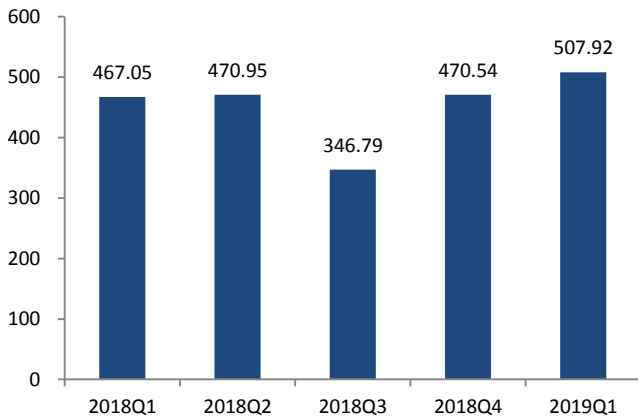
图 22: 金融机构一般贷款加权平均利率 (%)



资料来源: 中国人民银行, 国海证券研究所

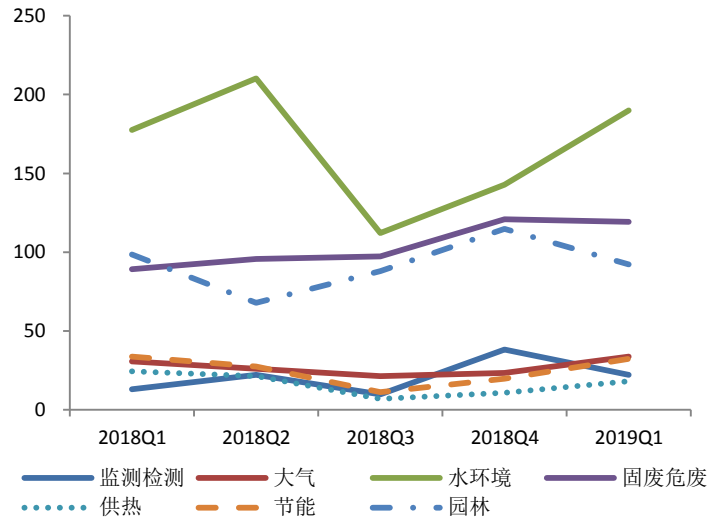
环保行业整体筹资能力有较为明显的提升。2019 年一季度, 环保行业整体取得借款收到现金 507.92 亿元, 较 2018 年一季度增加 40.9 亿元, 同比提升 8.75%; 较 2018 年四季度增加 37.4 亿元, 同比提升 7.9%。水环境、园林等在 2018 年中融资情况较差的细分板块, 在 2019 年一季度的新增融资改善明显。

图 23: 环保行业各季度取得借款收到的现金 (亿元)



资料来源: wind, 国海证券研究所整理

图 24: 细分板块借款取得现金情况 (亿元)



资料来源: wind, 国海证券研究所整理

2.3、并购重组活跃，国资入股重塑行业新格局

2.3.1、并购重组进入宽松周期

2018 年 10 月以来, 证监会对于并购重组的监管进入宽松周期, 包括加速小额并购的审核速度、放松配套募集资金的规模和用途要求、环保成为并购重组审核分道制豁免/快速通道产业类型、试行可转债提供并购重组融资来源等多项举措

陆续出台，市场参与主体并购意愿增强。

2019年6月，证监会就修改《上市公司重大资产重组管理办法》公开征求意见，其中肯定了并购重组是上市公司发展壮大的重要途径，拟取消重组上市认定标准中的“净利润”指标，“累计首次原则”的计算期间进一步缩短至36个月从而加快注入优质资产，拟支持符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市，拟恢复重组上市配套融资。

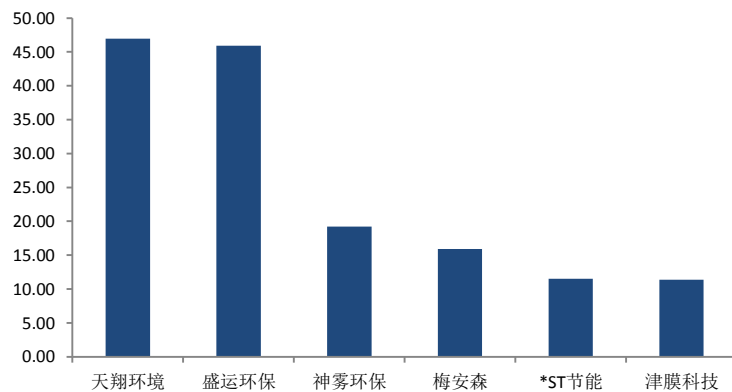
并购是环保企业拓宽业务范围、扩大规模的重要手段之一，并购市场持续活跃，技术类、运营服务类是环保行业公司并购新热点，政策宽松利于环保公司加快并购重组。与此同时，创业板上市的环保公司较多，证监会拟放开创业板借壳上市，将有利于板块提升估值和价值。截至2019年6月25日，部分环保行业总市值在40亿元以下的上市公司在证监会拟修改重组规则后涨幅明显。

表 2: 市值小于 40 亿元的环保行业上市公司

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)
000820.SZ	*ST 节能	14.21
300275.SZ	梅安森	16.85
300362.SZ	天翔环境	19.01
603903.SH	中持股份	20.92
300335.SZ	迪森股份	23.59
300334.SZ	津膜科技	24.68
002483.SZ	润邦股份	28.44
300156.SZ	神雾环保	30.70
000005.SZ	世纪星源	32.71
300090.SZ	盛运环保	35.24
300425.SZ	环能科技	36.37
000925.SZ	众合科技	37.15
002630.SZ	华西能源	37.79

资料来源: wind, 国海证券研究所

图 25: 部分市值较小公司涨幅明显 (%)



资料来源: wind, 国海证券研究所

2.3.2、 国资入股重塑行业格局

自 2018 年下半年开始，为纾困等原因，国资陆续入股环保民营企业，进入 2019 年，国资入股开始寻找环保龙头企业为重点目标，清新环境、碧水源、锦江环境等纷纷与央企或地方国企开展股权合作。与此同时，强强联合也在不断发生，三峡集团子公司长江生态入股北控水务，共同参与长江生态保护。

表 3：部分典型国资入股案例

上市公司	转让对手方	实际控制方	转让方式
清新环境	国润环境	四川省国资委	控制权
碧水源	中国城乡	中交集团	10.18%的股份
锦江环境	浙能集团	浙江省国资委	29.79%的股份， 第一大股东
环能科技	中建启明	中国建筑	控制权
中金环境	无锡市政	无锡市国资委	控制权
博世科	广西环保产投	广西国资委	引入战投
国祯环保	三峡资本	三峡集团	主动增持
永清环保	湖南金阳投资	浏阳市政府	拟不超过 30%
铁汉生态	深圳投控	深圳市国资委	9.86%的股份， 战投

资料来源：各公司公告，国海证券研究所

我们认为主要有两方面原因：

一方面，目前我国的生态环境治理已经进入大区域、大项目、综合化时代，以环渤海综合治理、长江大保护、“无废城市”建设为代表的生态环境治理行动，项目投资额较大，使得单个环保企业难以单独承接治理项目需求，强强联合应运而生。

另一方面，环保作为当前产业结构调整背景下重资产的优选，同时也是基建补短板的优质需求，对环保的投资成为央企、国企产业结构升级、资产保值增值及地方政府提高收入水平、扩大收入来源的选择，部分经营存在困难、但具备行业资质与经验基础的民营环保企业受到青睐，成为企业投资环保产业或地方政府进行资本运作的抓手。

可以预见，国资将在未来的环保产业发展中起到帮助民营企业渡过难关、发挥国资属性、履行社会责任的重要引领作用，催生行业新格局，国企环保龙头有望诞生。

3、 优选：积极布局大固废产业链

2019 年 6 月 25 日，固体废物污染环境防治法修订草案初次提请全国人大常委会审议。修订草案中对擅自倾倒、堆放、丢弃、遗撒工业固体废物，擅自倾倒、堆放危险废物等违法行为规定了严格的法律责任，增加按日连续处罚的规定，对未经批准擅自转移危险废物等违法行为增加拘留的处罚措施。生活垃圾分类入法，对“生活垃圾污染环境的防治”进行专章规定，拟规定按照产生者付费原则实行生活垃圾处理收费制度，由县级以上人民政府制定差别化的生活垃圾处理收费标

准。此次修订是固废法时隔 15 年后再次迎来大修，主要内容包括排污许可、查封扣押等制度措施进一步完善，危废管理法律法规加严、生活垃圾入法等，危废处置、综合利用、垃圾分类等将加速推进，将对大固废全产业链产生持续性利好，建议持续重点关注。

3.1、加强工业安全与环保，危废处置需求提升

2019 年 3 月起，国内多地出现化工企业安全生产事故，危废等处理处置不当是重要原因之一。中央环保督察在“回头看”及专项督察中，化工园区是重点关注对象，危废、废水等存在污染隐患是各省化工园区的突出问题。

表 4: 部分省份环保督察重点问题

省份	重点关注	主要问题
浙江	染料化工企业	江滩堆放生产废渣多年
	绍兴市印染废水	超标排入杭州湾
湖南	涉锑污染	大量严重超标的高浓度含锑、砷废水直排外环境
	危险废物处理处置	超期贮存；危废处置能力不足
	锡矿山地区	历史遗留的 15 万吨砷碱渣及每年新产生的数千吨砷碱渣无法得到处置
	废矿渣	江龙锰业公司历史遗留锰渣、江东湾锑矿区 3 处采矿废渣等污染问题十多年未开展实质性整治；危废填埋场闲置，有害废渣堆存无环境风险防范措施。
四川	磷化工	长期违法生产；磷石膏消减不到位。
	省级工业园区	污水处理设施无法按期建成投运。
山东	大量化工项目	违规建设
	废弃矿山	治理进度缓慢
安徽	某公司	非法倾倒固体废物

资料来源：生态环境部，国海证券研究所整理

危废规范化处置需求提升。2017 年 202 个大、中城市工业危险废物产生量达到 4010.1 万吨，其中贮存量 457.3 万吨，占比 10.7%。部分企业危废管理制度不完善、执行不到位，危废仍出现违法处置、非法倾倒和转移等问题。2017 年全国危废经营单位核准收集和利用处置能力达到 8178 万吨/年，但实际利用率仅 27.5%，全国范围内危废处置规范化、专业化需求将有显著提升。

在全市域范围内开展“无废”城市建设试点，到2020年构建“无废城市”建设指标体系并进行推广。

5月，生态环境部筛选确定“11+5”个“无废城市”建设试点，“无废城市”建设正式启动。当前我国固废量大，每年新增固体废物100亿吨左右，《2018年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》显示，全国已发布信息的大、中城市一般工业固体废物产生量为13.1亿吨、工业危险废物产生量为4010.1万吨、医疗废物78.1万吨、生活垃圾产生量20194.4万吨。大宗工业固体废物资源利用率水平仍有提升空间，尤其是尾矿综合利用率仅27%，煤矸石综合利用率50%左右。

图 28: 城市固体废物污染情况

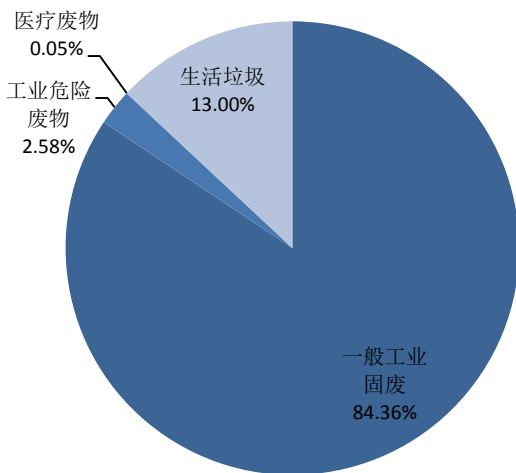
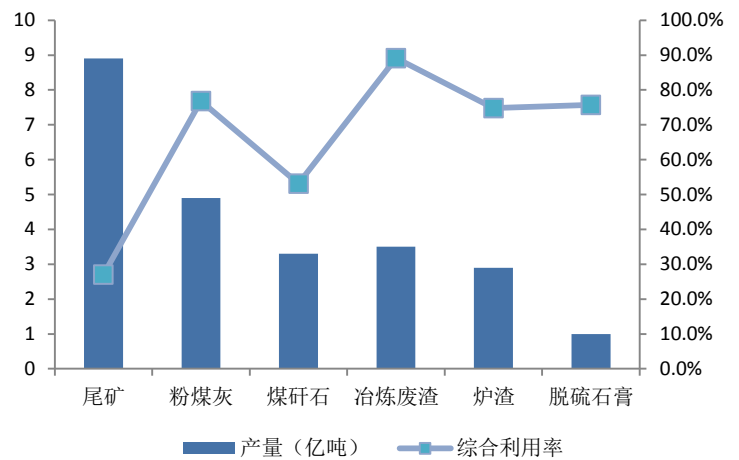


图 29: 主要工业废物产生量及综合利用情况



资料来源:《2018年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》, 国海证券研究所

资料来源:《2018年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》, 国海证券研究所

根据中国工程院院士杜祥琬的测算，到2030年，“无废城市”建设市场效益有望超过7万亿元，其中主要“城市矿山”的回收价值可达到2.14万亿元，乡村废物的资源化利用产生投资效益3.97万亿元，重点工业固体废物资源化经济效益1.35万亿元。2019-2020年有望成为试点城市加快建设期，城市生活垃圾焚烧发电、危废处理处置、再生资源利用等大固废全产业链细分领域有望迎来快速发展。

3.2.2、消费品循环利用加快推进

加快资源循环利用。国家发改委印发《推动重点消费品升级 畅通资源循环利用实施方案(2019-2020年)》，特别提到要加强老旧产品报废管理，完善回收网络体系，规范梯级利用、回收拆解、资源化利用和无害化处置。支持符合条件的汽车、家电、消费电子产品生产企业，通过自建、联合和委托等方式开展回收拆解业务。消费品升级将带来废旧品的报废，进而促进资源循环利用，主要是家电、电子、汽车等消费品。

截至2017年底，全国29个省(区、市)的109家废弃电器电子产品处理企业合计年处理能力达到1.61亿台(套)，由上市公司、集团公司、电器电子产品生

产者运营管理的处理企业 60 家，占处理企业总数的 55%。2017 年共拆解处理废弃电器电子产品 7994.7 万台（套），同比增长 0.8%。其中电视机 4207.3 万台，占比 52.6%；电冰箱 803.7 万台，占比 10.1%；洗衣机 1359.4 万台，占比 17.0%；房间空调器 397.8 万套，占比 5.0%；微型计算机 1226.5 万套，占比 15.3%。

2017 年废弃电器电子产品拆解处理总重量约为 198.6 万吨，拆解处理产物约为 192.4 万吨。主要拆解处理产物为彩色电视机 CRT 屏玻璃约 45.8 万吨，占比 23.8%；CRT 锥玻璃（含铅玻璃）约 24.4 万吨，占比 12.7%；塑料约 40.3 万吨，占比 20.9%；铁及其合金约 38.7 万吨，占比 20.1%；压缩机约 11.2 万吨，占比 5.8%。

图 30：2017 年各类废弃电器电子产品规范拆解处理情况

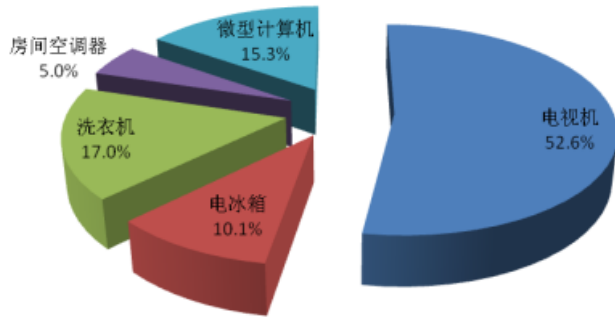
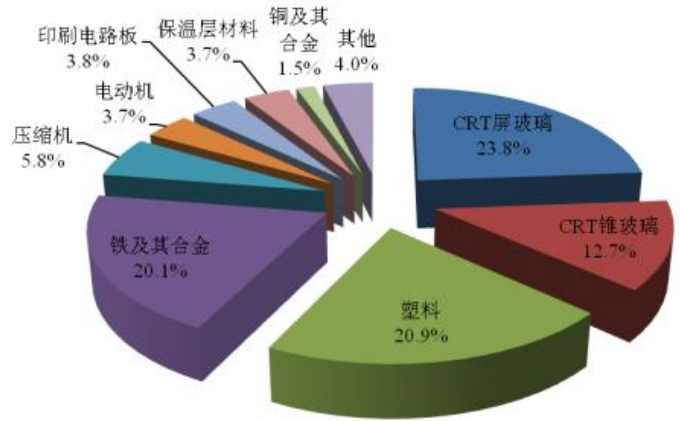


图 31：2017 年废弃电器电子产品拆解处理产物情况



资料来源：《2018 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，国海证券研究所

资料来源：《2018 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，国海证券研究所

废旧汽车拆解迎来政策利好。国务院常务会议审议通过《报废机动车回收管理办法（修订草案）》，“五大总成”再制造解禁，我们认为，此举一是实施资质认定制度，改变原有牌照（报废汽车回收资质）垄断局面，但对申请认证企业的储存场地、设备设施和拆解规范进行了一定的门槛要求；二是允许具备再制造条件的“五大总成”出售给具有再制造能力的企业，此举将有效明显提升报废汽车回收利用的价值，改变行业“回收难”的现状。2018 年我国汽车保有量 2.4 亿辆，而报废汽车回收拆解量 167 万辆，回收拆解率仅有 0.7%，远低于国际 4-6% 的平均水平，假设新法实施后回收拆解率提升至 4%，我国报废汽车拆解量将达到 960 万辆，增加 4.75 倍。针对汽车拆解企业，一是牌照的放开将会吸引更多的社会资本进入报废汽车回收拆解领域，但对申请认证企业的场地和设备门槛要求将有效提升汽车拆解设备的需求，利好汽车拆解设备企业；二是通过提升报废汽车回收价值，有望增加报废汽车回收企业的回收量，从而改善回收企业的盈利能力。

3.3、垃圾分类加速推进

垃圾分类在我国推行已久，早在 2000 年，北京、上海、广州、深圳等 8 个城市

即被列为生活垃圾分类收集试点城市，但居民意识培养尚不充分、环卫与回收系统衔接存在矛盾，推行效果并不明显。

2017年，发改委、住建部发布《生活垃圾分类制度实施方案》，提出在直辖市、省会城市、计划单列市及第一批生活垃圾分类示范城市的城区范围内先行实施生活垃圾分类，共46个城市。到2020年底，基本建立垃圾分类相关法律法规和标准体系，形成可复制、可推广的生活垃圾分类模式，在实施生活垃圾分类的城市，生活垃圾回收利用率达到35%以上。垃圾分类强制时代来临，垃圾分类进入快速推进时代。

2018年初，住建部发布《关于加快推进部分重点城市生活垃圾分类工作的通知》，要求2018年3月底前46个重点城市要出台生活垃圾分类管理实施方案或行动计划，从党政机关、军队单位、医院、学校等率先做起，把生活垃圾分类工作扩大到所有公共机构和相关企业。上海、浙江、黑龙江等地陆续出台生活垃圾分类管理办法。

2019年，垃圾分类推进进一步加快，2月住建部在上海召开全国城市生活垃圾分类工作现场会，要求自2019年起全国地级及以上城市全面启动生活垃圾分类工作，到2020年底46个重点城市要基本建成垃圾分类处理系统，2025年底前全国地级及以上城市基本建成垃圾分类处理系统。截至2018年底开展垃圾分类的居民小区覆盖率达到23.6%，后续完成垃圾分类建设目标的提升空间广阔。

6月，习近平对垃圾分类工作作出重要指示，要求通过有效的督促引导，让更多人行动起来，培养垃圾分类的好习惯。住建部印发《关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》，提出2019年起全国地级及以上城市全面启动生活垃圾分类工作，到2020年底46个重点城市将基本建成垃圾分类处理系统，其他地级城市实现公共机构生活垃圾分类全覆盖，至少有1个街道基本建成生活垃圾分类示范片区；到2022年，各地级城市至少有1个区实现生活垃圾分类全覆盖；其他各区至少有1个街道基本建成生活垃圾分类示范片区；2025年底前全国地级及以上城市将基本建成垃圾分类处理系统。预计2019-2020年垃圾分类能力（环卫设备、厨余垃圾、垃圾分类运营）建设需求集中释放，垃圾焚烧处置也将受到垃圾分类推进影响。

3.3.1、环卫设备：51亿市场空间

过去我国垃圾主要采取混合收集运输的模式，垃圾分类推行后，生活垃圾必须实行分类运输，各地级及以上城市要建立和完善分类后各类生活垃圾的分类运输系统。由于湿垃圾含水分较多，有害垃圾危害性较大，这两种垃圾对密封运输要求较高，多采用桶装或密封式运输车，现有的压缩式干垃圾车不能改装，因此垃圾分类强制实施后，会有湿垃圾和有害垃圾环卫收运车的新增需求，此外还会有垃圾房、中转站、集装箱等设施的新建和改造。我们根据生活垃圾的各种组分的占比及城镇人口推算出湿垃圾的量进而推算出转运车的新增需求。

根据中国再生资源回收利用协会专家实地调研10个城市试点小区（2015年）的数据显示：各地居民由于生活水平、生活习惯不同，生活垃圾的成分也不一样，厨余垃圾所占比例在45%—72.27%，可回收物在15%—35%，不可回收垃圾在

7.6%—28%，有害垃圾仅占 1%左右，各种成分的平均值分别为 56%、26%、17%和 1%。这些是理论数据，实际垃圾分类实施后，受居民习惯等因素影响一些成分不能完全分出。根据《上海市生活垃圾全程分类体系建设行动计划（2018-2020 年）》以及《生活垃圾分类制度实施方案》（2017）中到 2020 年生活垃圾回收利用率要达到 35%的目标，我们假设厨余垃圾占比 30%，可回收占比 4%，有害垃圾占比 1%，不可回收垃圾占比 65%。

图 32：垃圾分类后各成分占比

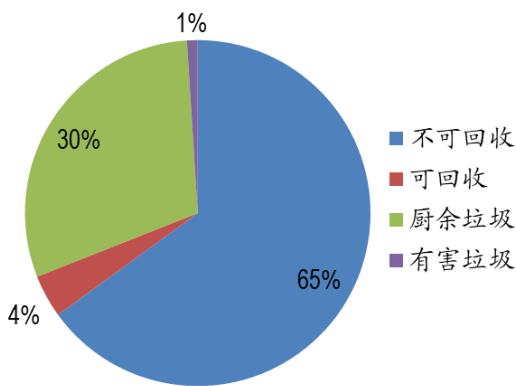
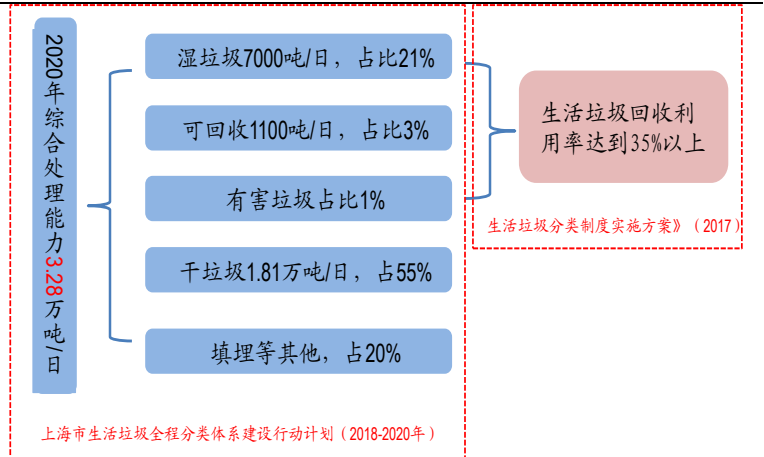


图 33：上海垃圾分类目标



资料来源：中国再生资源回收利用协会、国海证券研究所

资料来源：《上海市生活垃圾全程分类体系建设行动计划（2018-2020 年）》、《生活垃圾分类制度实施方案》、国海证券研究所

根据中国再生资源回收利用协会专家调研的数据：我国主要城市居民的日产垃圾量约为 1.13kg，我们统计出 46 个重点城市的城镇人口为 2.94 亿人，测算出平均每天产生的湿垃圾为 9.97 万吨/日，如果按平均一辆湿垃圾运输车运 5 吨，每天运 2 次，46 个城市新增湿垃圾运输车 9970 辆，每台售价 30 万元计算，新增湿垃圾运输车的市场空间 29.91 亿元。2018 年我国城镇人口 8.31 亿人，假设地级以上人口占比 60%，为 4.99 亿人，则每天产生的湿垃圾为 16.92 万吨/日，需要的新增湿垃圾运输车 1.69 万辆，市场空间 50.77 亿元。

表 5：湿垃圾运输车市场空间测算

	46 重点城市（2020 年）	全国地级以上城市（2025 年）
人均垃圾产生量	1.13kg/日	
城镇人口	2.94 亿	4.99 亿
湿垃圾占比	30%	
湿垃圾产生量	9.97 万吨/日	16.92 万吨/日
湿垃圾运输车运载能力	5 吨/次，一天两次	
新增湿垃圾运输车	9970 辆	1.69 万辆
湿垃圾运输车售价	平均 30 万元/辆	
市场空间	29.92 亿元	50.77 亿元

资料来源：wind、国海证券研究所

3.3.2、厨余垃圾：产能滞后，建设+运营千亿市场空间

根据《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》“十三五”期间我国将新增餐厨处理能力 3.44 万吨/日，对应投资额 183.5 亿元（单吨投资 53.34 万元），而根据 E20 研究院的数据显示，截至 2017 年 10 月，我国已经投入运行的餐厨垃圾处理设施 87 座，处理能力为 1.87 万吨/日，仅仅完成 54.36%，

仍有 1.57 万吨/日的缺口。我国目前餐厨垃圾处理产能不足，其中厨余垃圾处理厂仅有几座，产能更是滞后（餐厨垃圾包含餐饮垃圾和厨余垃圾，餐饮垃圾主要指饭店、食堂等餐饮业的残羹剩饭，厨余垃圾主要来源于家庭做饭的下脚料和剩饭菜）。垃圾分类之后，我国厨余垃圾处理厂的建设需求增加明显，按 53.34 万元/吨/日的投资计算，2020 年将有 9.97 万吨/日的厨余垃圾的处理需求，建设空间将达到 531.80 亿元，如果按 250 元/吨的处理费用计算，运营市场空间 90.98 亿元/年。到 2025 年 16.92 万吨/日的处理需求，建设空间 902.51 亿元，运营空间 154.40 亿元/年。

表 6：厨余垃圾建设及运营空间预测

	46 重点城市（2020 年）	全国地级以上城市（2025）
厨余垃圾处理需求	9.97 万吨/日	16.92 万吨/日
建设单位投资额（吨/日）	53.34 万元	
建设市场空间（亿元）	531.80	902.51
单位处理费用	250 元/吨	
运营市场空间（亿元/年）	90.98	154.40

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

3.3.3、垃圾焚烧发电：多空参半，优质项目受益

垃圾分类实施后，对末端垃圾焚烧项目的主要影响利弊均有：1）上文已经分析过，厨余垃圾占生活垃圾的 30%，若厨余垃圾分出单独处理，则进入焚烧厂的垃圾量会减少，如果项目所在地的垃圾量不足，则项目的产能利用率会下降；2）由于厨余垃圾分出，垃圾的含水率降低，垃圾的平均热值上升，吨垃圾发电量提升，进而提升垃圾焚烧发电项目的盈利水平。3）分类后垃圾含水率降低，渗滤液的处理成本下降。

综合以上分析我们认为，垃圾分类后，垃圾焚烧项目所在区域决定着项目的盈利性，人口多、垃圾产生量充足的一二线城市的受分类后垃圾减量的影响较小，主要受益于吨垃圾发电量提升以及渗滤液处置成本下降，一些四五线县城项目后续会因为垃圾量不足而导致项目产能利用率下降。

3.3.4、垃圾分类运营：百亿市场，长期看流量实现价值提升

随着垃圾分类的持续推进，垃圾分类市场目前正在从早期的“小区试点”、“示范片区”逐步向现在的收运一体化发展，项目的投资规模也从早期的几十万到目前的环卫一体化的上亿的订单发展。根据 E20 平台统计的试点城市情况，46 个试点城市中 70% 城市通过市场化方式采购垃圾分类运营服务，其中 20% 城市的垃圾分类运营服务合同金额超过 1 亿元。目前垃圾分类的费用主要是政府补贴，根据环境司南的数据显示，全国强制垃圾分类城市户均年费用在 133 元，如果按此数据计算，2020 年我国 46 个城市 2.94 亿人（4 人/户）的每年的运营费用将达到 97.76 亿元，2025 年全国地级以上城市每年的运营费用将达到 165.92 亿元。

表 7：垃圾分类运营市场空间测算

	46 重点城市（2020 年）	全国地级以上城市（2025）
城镇人口（亿）	2.94	4.99
垃圾分类户均费用（元/年）	133	
每户人口数	4	

运营市场空间（亿元/年）	97.76	165.92
--------------	-------	--------

资料来源：环境司南、国海证券研究所

长期来看，随着垃圾分类的持续推进，将会出现拥有百万级及以上用户的垃圾分类运营商，垃圾分类凭借着前端优势可以向下游环卫垃圾焚烧领域拓展，也可以往互联网方向发展，目前已经出现“小黄狗”、“奥北环保”、“虎哥回收”等企业出现，垃圾分类的客户粘性较强，掌握大量用户的企业可以利用流量实现价值提升，行业的空间将打开。

4、涅槃重生：聚焦大固废，关注商业模式与现金流

环保行业经过 2018 年业绩与估值的戴维斯双杀，2019 年上半年迎来一定的业绩修复，多主题亦推动板块有阶段性表现。展望下半年，我们认为，更加积极的财政政策带来节能环保财政支出持续加大、地方专项债发行加速，对环保治理的支持力度不断加强；政策面不断支持企业融资难、融资贵问题改善，行业融资金额、贷款平均利率均有向好；国资不断入股重塑行业格局。种种政策支持与资本持续助力，支撑环保行业由涅槃走向重生，行业未来发展值得期待，维持行业“推荐”评级。

我们依然建议聚焦商业模式与现金流，关注改善。细分板块方面，固废法时隔 15 年的再次大修，将对大固废全产业链产生持续性利好，建议重点持续关注。个股配置建议聚焦：1）建议选择资金占用少、回款周期短且资产负债率良好的监测及环保设备销售及检测服务类公司进行长期配置，推荐**华测检测**、**聚光科技**、**安车检测**、**国检集团**、**久吾高科**；2）具备防御属性、业绩稳健增长、现金流充裕且稳定的运营类公司亦值得长期配置，推荐**国祯环保**、**上海环境**、**绿色动力**、**瀚蓝环境**、**中原环保**；3）大固废产业链核心资产，包括危废处理处置、垃圾分类等，推荐**高能环境**、**龙马环卫**、**盈峰环境**、**维尔利**。

5、重点推荐个股

5.1、华测检测（300012）：战略清晰的综合性第三方检测龙头公司，成长空间广阔

1、重点业务保持快速增长，公司环境、食品、汽车、计量校准、CRO 等业务持续保持较快增长，2018 年和 2019 年一季度业绩均延续高速增长态势。精细化管理成效显著，通过改变考核机制、强化投资管理、加强实验室协同等方式，公司经营效率明显提升，2018 年公司人均产出由 2017 年的 28 万元提升至 32 万元，净利率由 2017 年的 6.5%大幅提升至 2018 年的 10.54%。

2、大客户合作继续开拓。公司与伊利集团、每日优鲜等多家行业龙头企业合作，为其提供检测服务，同时联合阿里健康共同发布《可食用类产品违禁添加技术规范》，为电商平台质量管理提供判断标准，有效提升公司行业知名度。公司作为

国内检测品牌，现有实验室布局已趋完善、覆盖行业广泛，能够为大企业客户内部及供应链上下游提供响应及时、较为完善的检测、风险管理及评估服务，预计未来大客户合作还有望继续深入拓展，有助于公司在检测行业的市占率进一步提升。

3、聘任高级管理人员，积极拓展新业务增长点。公司新聘任曾啸虎先生担任公司副总裁，其原在 SGS 公司有丰富的管理经验，担任过工业、交通、消防科技、消费品、轻工等多领域检测业务的管理工作，到任公司后一方面有利于输入 SGS 在细分领域内的先进发展和管理理念，另一方面也为公司带来更多产业、项目与人员资源。

4、在巩固公司既有检测业务竞争力的基础上，公司积极关注检测市场热点和痛点，2018 年并购了浙江方圆电气设备检测有限公司 13% 股权，并取得职业病防治新的网点布局。2019 年一季度，公司拟联合曾啸虎共同收购浙江远鉴检测有限公司 61% 股权，拓展防火阻燃业务，获得大型燃烧测试领域客户与经验。未来公司还将重点关注航空材料、汽车电子、轨交、工业材料、电子科技、医药健康等领域，促进公司可持续快速增长。

5、核心人员激励到位，公司长期发展具备强驱动力。公司拟再度实施新一期股票期权激励计划，对公司董事、高级管理人员、核心管理人员共 9 人合计授予 470 万份股票期权，其中新任副总裁曾啸虎获授 100 万股，行权价格 9.23 元/股，行权条件为 2019/2020/2021 年公司归母净利润分别达到 3/3.6/4.32 亿元，或 2019-2021 年累计归母净利润达到 11.5 亿元。行权条件达到的可能性高，同时绑定核心管理人员长期利益，有助于为公司长期发展提供强有力驱动。

6、行业层面，中共中央 国务院印发了《关于深化改革加强食品安全工作的意见》，要求到 2020 年，农业产品和食品抽检量达到 4 批次/千人，目前全国平均抽检量距离目标仍有较大差距，我们认为全国大部区域的食物检测频次预计将有明显提升，且有望在 2019-2020 年加速释放。食品安全中的农兽药等检出标准也有明显提升，新的检测项目增加及检测方法的变更，新的食物检测需求随之增加。此外，生产经营者作为食品安全第一责任人，食物检测客户服务群体将更加广泛。食物检测需求市场有望放量，食物检测是公司重要的收入和利润来源，因而公司也将充分受益。

6、检测行业我们长期看好，其具备的行业增速稳健可持续、现金流优良可持续等特征，能够平滑经济周期，且受全球经济形势影响较小，在当前市场环境的投资配置中具备较强的防御性，适合稳健配置。公司为国内检测行业的龙头上市公司，前期行业及产能布局已基本完善，为检测行业配置的优选标的。

5.2、聚光科技 (300203): 监测景气持续向上，行业龙头充分受益

1、公司在环境监测业务领域保持领先，紧抓“政府+工业园区”两条线，中标多地政府生态环境监测网络、工业园区安环一体化平台等订单项目，同时运维项

目亦获突破，2018 年全年环境监测及相关服务板块合计实现营业收入 18.98 亿元，同比大幅增长 45.58%，板块毛利率 49.05%，同比基本持平。整体实现营业收入 38.25 亿元，同比增长 36.63%；归母净利润 6.01 亿元，同比增长 33.93%。2019 年一季度，公司业务继续保持良好的增长态势，实现营业收入 6.15 亿元，同比增长 20.04%；归母净利润 4554.76 万元，同比增长 27.02%。

2、公司自 2018 年起通过事业部及子公司独立、强化经营性净现金流量指标考核方式，探索回款导向型业务发展模式，全面推进客户信用管理，加大历史应收账款回收及当期销售回款考核力度，实行回款责任人制，应收账款风险有所下降，现金流改善明显。2018 年末公司应收账款占资产总额的比例由 2017 年的 26.92% 降至 21.41%；经营性净现金流 4.82 亿元，较 2017 年的 0.6 亿元大幅增加 4.2 亿元，改善明显。

3、随着国家环境监测事权上收的逐步推进与完成，各地开始逐步推进省级及以下生态环境监测网络的建设，其中大气监测下沉推进较快。水质监测方面，2018 年 11 月宁夏回族自治区开始启动全区地表水水质自动监测站建设，为国内首个省级行政区控水站整体建设项目，有望拓展到其他各省级行政区。公司具备水质网格化方案、小型化水质监测产品等新产品与系统的研发和产品优势，有望充分受益。与此同时，环境监测数据质量的要求不断提升，运维服务有望向质量更高、规范性更强的龙头公司集中，公司在环境数据质量保障方面，实现 AI 技术与设备运营管理的深度融合，实现人机联控，环境监测数据更加真实、有效和全面，为抢占运维市场打下坚实基础。

4、2019 年 3 月开始国内多地出现化工企业安全生产事故，工业企业安全生产关注度不断提升。公司具备自主研发报警仪产品、智慧平台、安全服务等全流程深度集成的智能化管控平台建设能力，能够利用云计算、物联网、大数据等信息化技术，为工业园区提供环境、安全管理一体化平台。

5.3、久吾高科(300631): 陶瓷膜龙头看点不止盐湖提锂

1、公司是国内陶瓷膜行业龙头企业，下游应用领域包括生物医药、化工、食品饮料、特种水处理等领域。公司在巩固传统领域的同时也在不断推陈出新：1) 盐湖提锂获取五矿订单，已经在试运行，后续有望凭借项目经验优势获取其他订单；2) 钛白粉和农药清洁生产已签订示范性项目，未来将向市场推广；3) 新一代小孔径陶瓷膜顺利推向市场；4) 中水回用及零排放签署了多个项目；5) 废盐的资源化利用技术取得突破，解决废盐处置的行业痛点，目前在化工和纺织印染行业签订示范性订单，该领域市场前景较好。此外，在船舶烟气脱硫、生物燃料制乙醇等领域，行业也面临很好的发展机遇，我们认为公司的看点不止盐湖提锂。

2、持续研发创新，盐湖提锂在膜法的基础上，针对不同类型的锂盐资源，继续推动膜集成提锂技术和吸附材料的研究开发，将膜工艺覆盖到锂盐提取的各工艺段，目前已经掌握膜法、原卤提锂、吸附法等多种提锂技术。在废盐资源化利用

方面，公司开发了分质提取、钝化、再生等工艺，已经开始了示范工程建设。公司持续研发，奠定未来的竞争力。

3、公司 2018 年 12 月份完成限制性股票激励计划，首次授予 293 万股，授予对象包括董事长、总经理、董秘、副总经理、中层管理人员以及核心骨干总共 35 人，授予价格 8.87 元。限制性股票激励计划将核心团队的利益与公司的利益绑定在一起，奠定了公司长期发展基础。业绩考核目标是以 2017 年净利润值为基数，2018-2020 年扣非后净利润增长率分别不低于 20%、40%、70%，未来 3 年的业绩复合增速 19.35%。业绩考核目标扣非净利润逐年增长，彰显出公司未来发展充满信心。

5.4、国祯环保（300388）：三峡协同效应初步显现

1、公司凭借着市场影响力继续展现出较强的拿单能力，2018 年新增工程类订单 27.81 亿元，期末在手订单 46.30 亿元，新增特许经营类订单 48.82 亿元，未完成投资额 59.61 亿元。2019Q1 公司又新增工程类订单 10.51 亿元，期末在手订单 52.73 亿元，未完成的特许经营类订单投资额 55.81 亿元，在手订单充足。

2、截至 2019Q1，公司在手货币资金 8.53 亿元，公司非公开发行股份（募集资金不超过 10 亿元）已经过会，发行完成后进一步充实资金，2019Q1 归属净利润增长 31.01%，在手订单充足+资金充裕，公司业绩高增长有保障。

3、三峡资本控股（三峡子公司）已从二级市场购买公司 3.88% 股权，现为公司的第三大股东。长江三峡集团被党中央国务院赋予深度融入长江经济带并在抓长江大保护中发挥骨干作用，长江经济带环境治理与生态修复任务艰巨，市场空间广阔。三峡集团作为公司的战略股东，在项目端与公司的协同效应正逐步显现，期待双方在长江大保护中更多的协同效应。

5.5、中原环保（000544）：期待资产注入

1、公司在立足城市污水处理和集中供热的基础上不断拓展产业链，目前已经延伸到中水回用、沼气利用、建筑垃圾、村镇污水、流域治理、污泥处理、环保装备制造、新能源制造、园林绿化等领域，业务范围涵盖“大公用、大环保、大生态”等板块，公司不断完善产业链打造综合环境服务商，并表现出一流的拿单能力。2017 年以来公司相继中标新密、冲沟、信阳浉河、民权、方城、内黄、上蔡、巩义环境众合治理、登封农村污水、中原区生活垃圾分拣、贵州都匀建筑垃圾清运等项目，项目总投资超过 119 亿元，在手订单饱满。截至 2019Q1，公司在手货币资金 10.93 亿元，同时资产负债率只有 30.10%，融资还有很大空间，订单饱满+资金充裕，公司未来发展后劲足。

2、2018 年 8 月，公司被国务院国资委纳入国企改革双百企业，10 月，公司和控股股东公用事业集团与河南资产签订战略合作框架协议，三方拟在支持“双百企业”改革实施、推进解决同业竞争、业务资源整合、综合金融服务等方面展开合作。河南资产是河南投资集团控股的地方资产管理公司，肩负着化解区域金融

风险、服务国资国企改革、支持产业转型升级三大使命，同时河南资产已经从二级市场买入公司股票，股权比例从2018年报的4.30%提高到2019Q1的4.77%，公司联手河南资产，预计国企改革进程和转型升级将加快。2019年4月公告大股东公用事业集团将其持有的净化公司100%股权有偿装入上市公司，之前有承诺该资产注入2019年底前完成。净化公司旗下有郑州新区污水处理厂（100万吨/日）和双桥污水厂（60万吨/日），如果资产注入，将会给公司带来较大业绩弹性。此外大股东旗下有垃圾发电、自来水业务等资产，不排除未来注入到上市公司的可能。作为河南省唯一国有环保平台，国企改革值得期待。

3、公司市净率较低，具备长期投资价值，公司目前市净率低于同行业国企标的兴蓉环境、洪城水业、重庆水务等，我们认为公司价值被低估。截至2019Q1，公司资产负债率只有30.10%，也低于同行，经营活动现金流量净额为2.26亿元，财务状况良好，公司具备长期投资价值。

5.6、高能环境（603588）：三大业务拓展加速

1、订单体量站上新台阶，业绩高速增长。2018年，公司持续聚焦环境修复、危废处理处置、生活垃圾处理等细分板块，新增订单规模同比大幅增长，2018年合计新签订单78.45亿元，同比大幅增长136.44%。其中土壤、危废、生活垃圾三大主要板块新增订单分别为20.79、38.17和14.07亿元，同比增长98.99%、268.17%和99.53%。2019年一季度，公司订单延续高速增长，新增订单5.53亿元，其中修复新增订单3.15亿元、生活垃圾新增订单1.08亿元，危废新增订单0.46亿元。截至一季度末在手订单合计124.18亿元，尚可履行订单99.05亿元。

2、运营收入不断提升，现金流大幅好转。由于危废、生活垃圾焚烧发电等项目不断新增或提升产能，公司投资运营收入占比逐年提升，2018年运营收入达到11.6亿元，同比大幅增长97%，占比达到30.79%。运营占比不断提升，能够为公司提供稳健的现金流。同时公司加强回款管理，强力推行应收回款奖罚政策，2018年经营性净现金流量3.22亿元，同比大幅增长217.15%，2019年一季度亦产生5826万元，同比提升142.41%。

3、土壤修复龙头享受行业快速发展红利，固废危废业绩支撑充足。2019年1月1日《土壤污染防治法》正式实施，提出土壤污染责任人追究制，行业进入快速发展期。政策的不断完善将有力推动土壤修复订单释放，2018年全国环境修复工程列项目金额达到约120亿元，2019年中央财政计划安排50亿元土壤污染防治资金，同比增长42.9%，亦为土壤修复提供持续资金支持。公司为土壤修复龙头公司将充分受益行业高速发展期红利。截至2018年底，公司拥有危废处理处置项目8个，在手危废产能50.473万吨/年，乐山、凉山州、蒙西、滕州等项目投产或扩产后，还将新增危废产能超过30万吨/年。公司在手垃圾焚烧发电项目日处理规模达到8800吨，其中和田、濮阳、岳阳、贺州等项目有望在2019年及以后投产。危废与固废大量产能与项目投产的释放将为公司未来业绩提供坚实支撑。

5.7、盈峰环境(000967): 环卫领衔, 综合环保平台再出发

1、由装备制造转型环保, 致力于打造环境综合服务商, 目前公司综合环保服务商战略布局完成, 形成“环境监测+水环境治理+固废全产业链”的业务格局, 环保业务竞争实力不断增强。

2、收购中联环境, 打通固废全产业链。中联环境主要业务包括环卫机械、城市垃圾收运与处置、农村垃圾收运与处置、生活垃圾资源化利用、餐厨垃圾资源化利用等。主要产品环卫机械位居行业龙头, 同时加强业务延伸、大力发展环卫服务。中联环境 2018-2020 年业绩对赌为净利润分别不低于 9.97/12.30/14.95 亿元, 将对公司业绩产生积极影响, 同时未来可与绿色东方形成协同, 打通“装备制造+环卫服务+固废处理”全产业链。2018 年中联重科环卫装备销售约 2.27 万台, 同比增长 20%, 市占率位居行业第一; 共获取环卫运营服务项目合同总金额 80 亿元, 同比增长 80.2%, 签约能力排名全国第四。

3、高管增持彰显信心。2018 年 11 月至今, 公司董事长兼总裁马钢先生、副总裁刘开明先生、副总裁卢安锋先生、监事会主席焦万江先生合计增持公司股份 308.7 万股, 增持总金额 1934 万元, 增持均价在 6.18-6.48 元/股之间。我们认为, 高管增持彰显其对公司未来长期发展的信心, 同时高管利益与公司利益绑定, 有利于管理层稳定, 并利于公司长远发展。

5.8、维尔利(300190): 技术型公司保持快速增长, 餐厨厨余处理受益垃圾分类推进

1、公司持续聚焦环保工艺技术, 打造“技术+服务”的差异化竞争力, 在有机及固体废弃物资源化、无害化处理领域的技术优势突出, 在市政及工业领域均具备较强的推广应用实力, 未来市场份额有望进一步提升, 同时以设备及技术服务为主的商业模式较优, 2018 年全年实现经营活动净现金流量 2.46 亿元, 同比大幅增长 1.81 亿元, 接近全年净利润水平, 表现较优。

2、公司新签订单大幅增加, 同时集团化及事业部管理持续落地, 管理效率有所提升。一季度公司新增订单 9 个, 合计金额 3.9 亿元, 其中 EPC 订单 1.98 亿元、运营类订单 1.94 亿元。截至一季度末公司在手 EPC 订单达到 123 个, 合计金额 16 亿元; 在建运营订单 8 个, 待完成投资金额 3.93 亿元。在手订单较为充足, 为公司持续增长提供保障。

3、持续发挥优势, 各大业务板块有望齐头并进。公司在多个板块均具备行业竞争优势: 1) 公司垃圾渗滤液处理技术在大中型垃圾渗滤液市场占有率高, 收入规模显著高于同行公司, 将受益于各地垃圾渗滤液整改需求与垃圾焚烧处理设施新增需求释放; 2) 生活垃圾分类管理不断推进, 餐厨厨余垃圾专业化处理需求将显著提升, 公司具备独特的预处理和厌氧消化工艺以及 EMBT 技术, 已成功

中标示范项目，未来有望推广应用；3) 公司全资子公司杭能环境为沼气工程领域龙头，随着农村有机质、畜禽粪污处理要求以及国家沼气、生物天然气规划需求的提升，有望持续受益；4) 工业节能环保需求提升，公司收购的汉风科技及都乐制冷分别布局工业节能与 VOCs 治理，有望持续发力。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-06-26			EPS			PE			投资 评级
		股价	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E			
000544.SZ	中原环保	6.25	0.43	0.36	0.39	14.53	17.36	16.03	增持		
000967.SZ	盈峰环境	7.8	0.29	0.47	0.57	26.9	16.6	13.68	买入		
300012.SZ	华测检测	10.67	0.16	0.23	0.3	66.69	46.39	35.57	增持		
300190.SZ	维尔利	7.78	0.29	0.44	0.6	26.83	17.68	12.97	买入		
300203.SZ	聚光科技	23.67	1.33	1.68	2.09	17.8	14.09	11.33	买入		
300388.SZ	国祯环保	9.53	0.51	0.71	0.94	18.69	13.42	10.14	买入		
300572.SZ	安车检测	73.79	1.04	1.62	2.28	70.95	45.55	32.36	增持		
300631.SZ	久吾高科	21.07	0.52	0.6	0.75	40.52	35.12	28.09	增持		
600323.SH	瀚蓝环境	17.12	1.14	1.19	1.47	15.02	14.39	11.65	增持		
601200.SH	上海环境	13.62	0.82	0.67	0.81	16.56	20.33	16.81	未评级		
601330.SH	绿色动力	14.2	0.23	0.38	0.58	60.45	37.37	24.48	未评级		
603060.SH	国检集团	20.93	0.87	1.06	1.27	24.06	19.75	16.48	增持		
603588.SH	高能环境	10.65	0.49	0.64	0.83	21.73	16.64	12.83	增持		
603686.SH	龙马环卫	20.47	0.79	0.94	1.16	25.91	21.78	17.65	增持		

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（注：上海环境、绿色动力盈利预测取自万得一致预期）

6、风险提示

- 1) 相关上市公司业绩不达预期风险；
- 2) 政策推进不达预期风险；
- 3) 融资环境继续收紧风险；
- 4) 大盘系统性风险。

【环保组介绍】

谭倩，8年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单2016年第三名、2014年第五名，2013年第四名。

赵越，工程硕士，厦门大学经济学学士，3年多元化央企战略研究与分析经验，2016年进入国海证券，从事环保行业及上市公司研究。

任春阳，华东师范大学经济学硕士，1年证券行业经验，2016年进入国海证券，从事环保行业上市公司研究。

【分析师承诺】

任春阳、赵越、谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的

判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。