

分析师: 唐俊男

执业证书编号: S0730519050003

tangjn@ccnew.com 021-50586738

不必过于悲观, 关注固废处理产业链

——环保及公用事业行业月报

证券研究报告-行业月报

同步大市 (维持)

盈利预测和投资评级

发布日期: 2019年08月07日

公司简称	19EPS	20EPS	19PE	评级
瀚蓝环境	1.23	1.42	13.15	增持
龙马环卫	0.92	1.1	18.54	增持
兴蓉环境	0.37	0.41	12.14	增持
高能环境	0.66	0.91	14.15	增持

环保及公用事业相对沪深300指数表现



相关报告

- 1 《环保及公用事业行业点评报告: 板块中报业绩预计延续下滑趋势, 关注固废处理和环境监测领域》 2019-07-23
- 2 《环保及公用事业行业 19 年下半年度策略: 回归运营属性, 关注固废产业链》 2019-06-13
- 3 《环保及公用事业行业月报: 细分领域中标数据向好, 固废产业链有望持续受益》 2019-05-20

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

关键要素:

19 年 7 月中信 (环保) 指数同比下跌 10.09%, 显著弱于中小创指数; 环境监测和水务运营板块相对抗跌, 部分中报预增个股走势偏强。19 年 7 月生态环境部印发重点行业挥发性有机物治理方案, 强化 VOCs 治理; 上海启动垃圾强制分类, 环卫服务订单向头部企业聚集; 垃圾焚烧发电市场景气向上持续; 水处理 PPP 市场发展强劲, 国企参与者占大部分。建议关注固废产业链和土壤修复领先公司。

投资要点:

- **生态环境部印发《重点行业挥发性有机物综合治理方案》和《工业炉窑大气污染综合治理方案》。**挥发性有机物综合治理方案要求, 大力推进源头替代, 加强无组织排放控制, 推进建设适宜高效的治污设施, 深入实施精细化管控。而工业炉窑大气污染综合治理方案要求, 对重点行业加大产业结构调整、加快燃料清洁低碳化替代、实施污染深度治理、开展工业园区和产业集群综合整治等。
- **我国上半年环卫服务市场持续活跃。**环境司南数据显示, 2019 年来新开标的服务金额 264 亿元, 同比增长 17.8%。其中, 北京环境、侨银环保、中联环境、龙马环卫、佳宝园林、玉禾田、玉成环境、北控城市服务等企业排名靠前。在环卫服务市场化趋势的背景下, 行业参与者充分享受行业发展红利; 且行业领先者具备丰富的运营经验、较强的资源背景, 其市场份额有望持续增加。
- **生活垃圾焚烧发电市场景气持续。**19 年 7 月社会资本共中标 17 个生活垃圾焚烧发电项目, 合计金额 86.91 亿元。项目多以县级市项目为主。其中, 绿色动力环保、中国光大国际、深圳能源环保、粤丰环保、海螺投资等公司中标金额排名靠前。生活垃圾焚烧发电市场竞争者主要为国企。考虑 19、20 年前期项目进入密集投运阶段, 产业链中的设备制造、施工建设和运营规模均有望扩大。
- **水务 PPP 市场规模破千亿, 长江经济带较为出彩。**19 年上半年社会资本合计中标水务 PPP 项目 187 个, 合计投资金额 1140 亿元。其中, 长江经济带释放的水务 PPP 项目占比超过五成。而国企作为水务市场的参与者, 其在政企关系、资本实力、融资能力和工程项目建设经验占据优势, 中标占比呈现提高趋势。
- **维持行业“同步大市”投资评级。**近期中美贸易不确定性成为影响市场预期的重要变量, 并且环保公司中报业绩预计不佳。因此, 板块二级市场股票价格走势较差。考虑到 19 年市场融资环境的改善, 环保治理需求紧迫性以及部分细分领域上市公司业绩的改善预期, 维持板块“同步大市”投资评级。建议关注: 环卫服务、垃圾焚烧发电、土壤修复领域领先公司。重点关注标的: 瀚蓝环境、龙马环卫、兴蓉环境、高能环境。
- **风险提示:** 系统性风险; 环保项目建设进度不及预期; 排污标准提高, 环保企业治污投资成本增加; 行业参与者增加, 竞争趋于激烈; 应收账款增加, 回款放缓和现金流承压。

内容目录

1. 市场表现.....	3
2. 行业政策及数据跟踪.....	4
3. 行业评级及投资主线.....	13
4. 风险提示.....	14

图表目录

图 1: 19 年 7 月环保（中信）指数二级市场表现情况.....	3
图 2: 19 年 7 月电力及公用事业（中信）排名第 14 位.....	3
图 3: 19 年 7 月环保个股涨幅前十（单位：%）.....	3
图 4: 19 年 7 月环保个股跌幅前十名（单位：%）.....	3
图 5: 19 年 6 月我国各地区危险废物核准经营规模排名.....	7
图 6: 我国部分地区废铝价格走势（单位：元）.....	8
图 7: 我国部分地区废铜价格走势（单位：元）.....	8
图 8: 我国部分地区废钢铁价格走势（单位：元）.....	8
图 9: 我国 A 级黄板纸价格走势.....	8
图 10: 19 年 1—6 月我国水务项目中标数量和规模.....	9
图 11: 19 年上半年我国水务 PPP 中标项目结构.....	9
图 12: 19 年 7 月我国公司债到期收益率回落.....	11
图 13: 19 年 7 月份信用利差持续回升.....	11
图 14: 环保指数(中信)历史 PE 变化情况（倍）.....	13
图 15: 环保指数（中信）历史 PB 变化情况（倍）.....	13
表 1: 19 年 5 月我国环卫服务领域前 10 名公司中标合同情况.....	5
表 2: 19 年 7 月我国生活垃圾焚烧发电企业重大合同中标情况.....	6
表 3: 2019 年 7 月环境监测设备上市公司中标订单情况.....	9
表 4: 环境监测上市公司 19 年中报业绩预告情况.....	10
表 5: 19 年 7 月中旬我国环保公司直接融资情况.....	11
表 6: 已经披露 19 年上半年业绩预告公司经营情况.....	12
表 7: 重点公司估值表.....	14

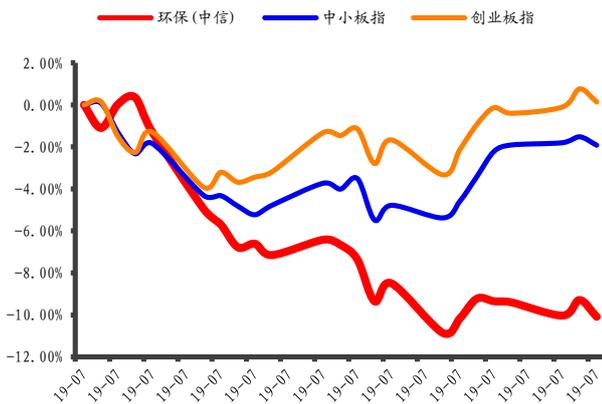
1. 市场表现

板块整体表现：显著弱于市场。19年7月中信（环保）指数同比下跌10.09%，跌幅显著高于中小创指数（-1.92%）和创业板指数（0.14%）；在29个中信一级行业中，环保所属的电力及公用事业板块期间涨幅-0.60%，排名第14位。19年环保公司中报业绩预告发布，板块净利润预计明显下滑，部分头部环保公司甚至出现较大额度亏损。市场对环保板块公司保持谨慎。

细分领域：环境监测和水务运营板块相对抗跌。环保主要细分领域期间涨跌幅排名分别为：环境监测（-2.13%）、水务运营（-2.89%）、大气治理（-8.02%）、污水处理设备及工程（-9.07%）、再生资源（-9.40%）、固废处理（-9.91%）、工业节能（-11.39%）。

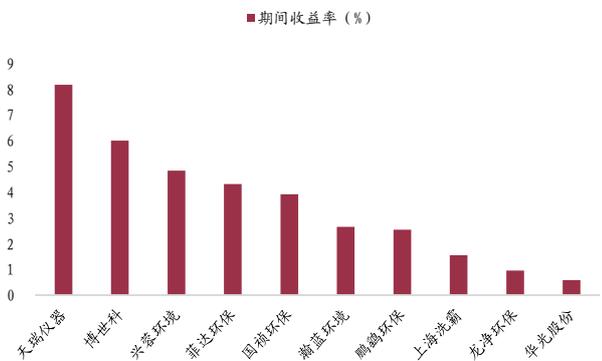
个股方面：业绩预增公司二级市场股价走势偏强。期间涨幅前五名个股为：天瑞仪器（8.17%）、博世科（6.00%）、兴蓉环境（4.84%）、st菲达（4.31%）、国祯环保（3.92%）；跌幅前五名个股为：天翔环境（-32.58%）、st盛运（-27.20%）、绿色动力（-23.86%）、神雾节能（-23.63%）、中再资环（-22.54%）。

图 1：19 年 7 月环保（中信）指数二级市场表现情况



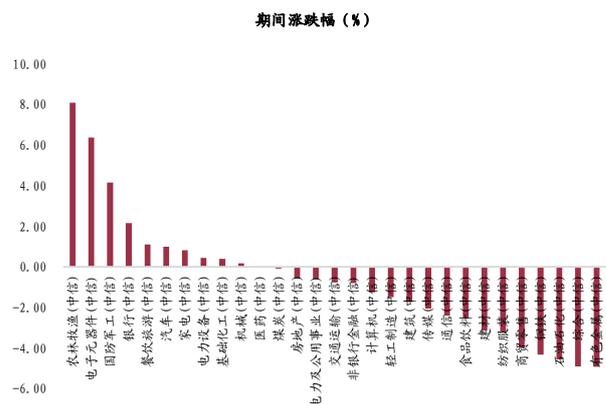
资料来源：Wind，中原证券

图 3：19 年 7 月环保个股涨幅前十（单位：%）



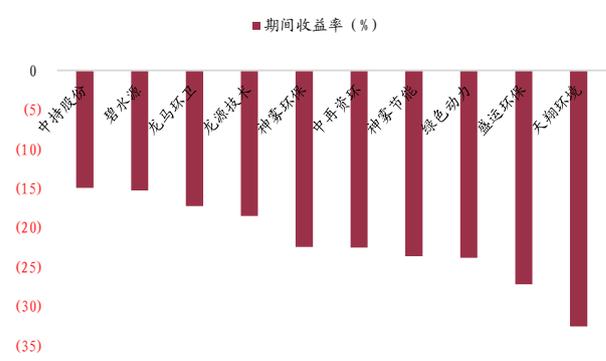
资料来源：Wind，中原证券

图 2：19 年 7 月电力及公用事业（中信）排名第 14 位



资料来源：Wind，中原证券

图 4：19 年 7 月环保个股跌幅前十名（单位：%）



资料来源：Wind，中原证券

2. 行业政策及数据跟踪

环保各细分子行业供需数据多以年度发布为主，本月更新各细分子行业订单变化、融资成本及融资进度变化、主要政策变化等内容。

（一）部分细分领域行业数据和政策变化

（1）大气治理领域

生态环境部印发《重点行业挥发性有机物综合治理方案》。方案指出，相对于颗粒物、二氧化硫、氮氧化物污染控制，我国的VOCS管理基础薄弱，已经成为大气污染管理短板。石化、化工、工业涂装、包装印刷、油品储运销等行业是我国VOCS治理的重点。方案指出，我国VOCS治理薄弱，主要体现在源头控制力度不足，无组织排放问题突出，治理污染措施简易低效，运营管理不规范、监测监控不到位等问题。其主要控制思路和要求为：大力推进源头替代，加强无组织排放控制，推进建设适宜高效的治污设施，深入实施精细化管控。

生态环境部印发《工业炉窑大气污染综合治理方案》。方案指出，我国工业炉窑装备和污染治理技术水平参差不齐，劣币驱逐良币问题突出。尤其是在砖瓦、玻璃、耐火材料、陶瓷、铸造、铁合金、再生有色金属等涉工业炉窑行业，“散乱污”企业数量多，环境影响大，严重影响产业转型升级和高质量发展。方案指出，推进工业炉窑全面达标排放，到2020年京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等大气污染防治重点区域工业炉窑装备和污染治理水平明显提高，实现工业行业二氧化硫、氮氧化物、颗粒物等污染物排放进一步下降。其中，重点任务包括加大产业结构调整、加快燃料清洁低碳化替代、实施污染深度治理、开展工业园区和产业集群综合整治等。

部分大气治理类上市公司进行股权转让，国有资本承接股权。18年来原材料价格上涨、融资收紧以及火电行业超低排放改造市场的不断萎缩，大气治理类环保公司均面临较大的下行压力。19年4月，清新环境控股股东北京世纪地和控股有限公司与四川发展国润环境环境投资有限公司签署股份转让协议。19年7月股份完成过户，国润环境直接持有公司无限售流通股2.74亿股，占据总股本的25.31%。公司实际控制人变更为四川省国资委。巨化集团将其持有的25.67%的st菲达股份无偿转让给杭钢集团。本次国有股份无偿划转后，st菲达的实际控制人仍为浙江省国资委。目前环保领域国有资本承接民营资本的股权事件时有发生，一方面，反映了民营企业在环保领域遇阻的退出选择；另一方面，也体现国有资本在融资、政企关系、资本实力等方面的优势。但公司竞争力的形成仍需要理顺盈利模式和形成技术、产品竞争力。

（2）固废处理领域

1) 环卫服务市场

上海市开启垃圾分类强制实施时代，各省市垃圾分类方案相继印发。根据《上海市生活垃圾管理条例》，从7月1日开始，上海市垃圾分类强制实施；并且管理条例规定“不分类、不

收运”。其他城市，如宁波、成都、天津、营口、海南、杭州等城市发布生活垃圾分类工作实施方案，制定垃圾强制分类的覆盖率目标、实施措施、监督管理政策等。我国生活垃圾分类工作的实施存在居民意识薄弱，落地难度大等问题，但是生活垃圾分类是大势所趋。生活垃圾分类对前端的环卫装备生产销售、餐厨垃圾设施建设以及后端的运营打开新的增量空间。

19年上半年我国环卫服务市场持续活跃。根据环境司南统计数据，5月我国开标的环卫运营项目年费总额超过40亿元，市场趋势向好。从中标合同金额排名来看，博德环环卫、侨银环保、广州环保投资集团、天尚环保集团、龙吉顺位居前列。截至6月30日，2019年新开标的服务金额264亿元，同比增长17.8%。其中，北京环境、侨银环保、中联环境、龙马环卫、佳宝园林、玉禾田、玉成环境、北控城市服务等企业排名靠前。我们认为，在环卫服务市场化趋势的背景下，行业参与者充分享受行业发展红利。但是环卫服务行业存在参与门槛过低，竞争激烈，人工成本增加以及规模效应有限等问题，盈利能力的提升是发展中面临的问题。而行业领先企业如北京环境、中联环境、龙马环卫、玉禾田等公司，其项目运营经验丰富、资源背景实力强，具备相对优势，市场份额有望持续增加。

表 1: 19年5月我国环卫服务领域前10名公司中标合同情况

公司名称	合同金额(万元)	首年金额(万元)	项目名称
上海博德环环卫集团有限公司	164,991	10,999	阜南县城环卫一体化PPP项目
侨银环保科技股份有限公司	156,204	21,755	1. 韶关市武江区城区环卫作业市场化项目 2. 韶关市浚江区城区环卫市场化项目 3. 铅山县城环卫一体化PPP项目(B标段) 4. 佛山市禅城区祖庙街道村居环卫绿化一体化项目 5. 广州市天河区重点区域喷雾降尘项目
广州环保投资集团有限公司	111,940	3,998	雷州市生活垃圾焚烧发电及镇乡垃圾收运一体化项目(垃圾收运费用)
上海天尚环保集团股份有限公司	96,886	3,460	博野县城乡一体化垃圾综合处理PPP项目(清扫保洁、垃圾收运、垃圾处理)
深圳市龙吉顺实业发展有限公司	86,109	12,953	1. 萍乡市湘东区农村生活垃圾专项治理市场化购买服务项目 2. 赣州经济技术开发区城区环卫保洁服务项目(1标段) 3. 广水市应山街道办事处背街小巷及城乡结合部环卫市场化服务项目 4. 深圳市罗湖区黄贝街道环卫作业外包服务项目 5. 铅山县城环卫一体化PPP项目(A标段)
东莞市家宝园林绿化有限公司	85,596	16,556	1. 石家庄市裕华区环境卫生管理大队农村市场化项目(3标段) 2. 潮州市湘桥区第二轮环卫市场化采购项目 3. 威宁县新老城区环卫保洁工作推行市场化购买服务项目 4. 惠州市惠阳区镇隆镇城镇公共卫生服务项目 5. 南昌县城市管理局环卫公厕管护市场化服务外包(小蓝所、向塘镇等6个乡镇)采购项目 6. 大石桥市镇村环卫作业、环卫设施建设政府采购项目

福建龙马环卫装备股份有限公司	60,323	9,309	7. 广东中烟湛江卷烟厂保洁、绿化承包服务及花卉树木采购项目 1. 平湖市区城中片、城北片、城西片、城东片垃圾收集清运服务项目（1标段：城北片） 2. 陵水县园林环卫管理局-6座垃圾转运站运营管理服务外包项目 3. 瑞金市城区环境卫生保洁服务一体化工作项目 4. 南宁市武鸣区都南高速公路伊岭岩引道连接线线路保洁抑尘服务项目 5. 龙岩市新罗区东肖镇2019年城镇公共卫生服务服务类采购项目 6. 公安县城区垃圾外运处理服务项目
江西乐联环保能源有限公司	58,100	4,150	乐平市农村生活垃圾清扫保洁第三方治理项目
河南森源城市环境科技服务有限公司	50,803	6,350	长葛市城区环卫市场化项目
杭州锦江集团生态科技有限公司	40,890	5,225	1. 温县城乡环卫一体化政府采购服务项目

资料来源：环境司南，中原证券

2) 生活垃圾焚烧处理市场

《生活垃圾焚烧厂评价标准（报批稿）》印发。19年7月，住建部公布生活垃圾焚烧厂评价标准。此次修订完善了生活垃圾焚烧发电厂建设水平和运行管理水平评价内容，调整了部分评价指标的分值权重和其中的关键项和对应分值。该标准的修订对于规范生活垃圾焚烧厂评价内容，进一步提高焚烧厂的建设和运营管理水平，实现规范化、可持续发展具备积极意义。

19年7月我国生活垃圾焚烧发电市场景气持续。中国固废网统计，19年7月社会资本共中标17个生活垃圾焚烧发电项目，合计金额86.91亿元。项目分布在河北、黑龙江、江西、河南、江苏等省份，多以县级市项目为主。其中，绿色动力环保、中国光大国际、深圳能源环保、粤丰环保、海螺投资等公司中标金额排名靠前。

伟明环保、中国光大绿色环保中标生活垃圾焚烧发电项目。7月A股环保上市公司获取的生活垃圾焚烧发电项目较少。其中，伟明环保中标安福县生活垃圾焚烧发电PPP项目，项目规模为500吨/日的处理能力，涉及投资金额2.7亿元；绿色动力签署恩施城市生活垃圾焚烧发电项目，日处理能力3000吨/日，其中一期为1200吨/日，二期为1800吨/日。项目主要焚烧工艺为机械炉排炉，涉及投资金额16.5亿元。

表2：19年7月我国生活垃圾焚烧发电企业重大合同中标情况

公司名称	中标项目名称	处理能力(吨/天)	投资金额(亿元)	投资期限(年)
伟明环保	安福县生活垃圾焚烧发电PPP项目	500	2.7	2年建设期+28年运营期
绿色动力	恩施城市生活垃圾焚烧发电项目	3000	16.5	2年建设期+28年运营期

资料来源：公司公告，中原证券

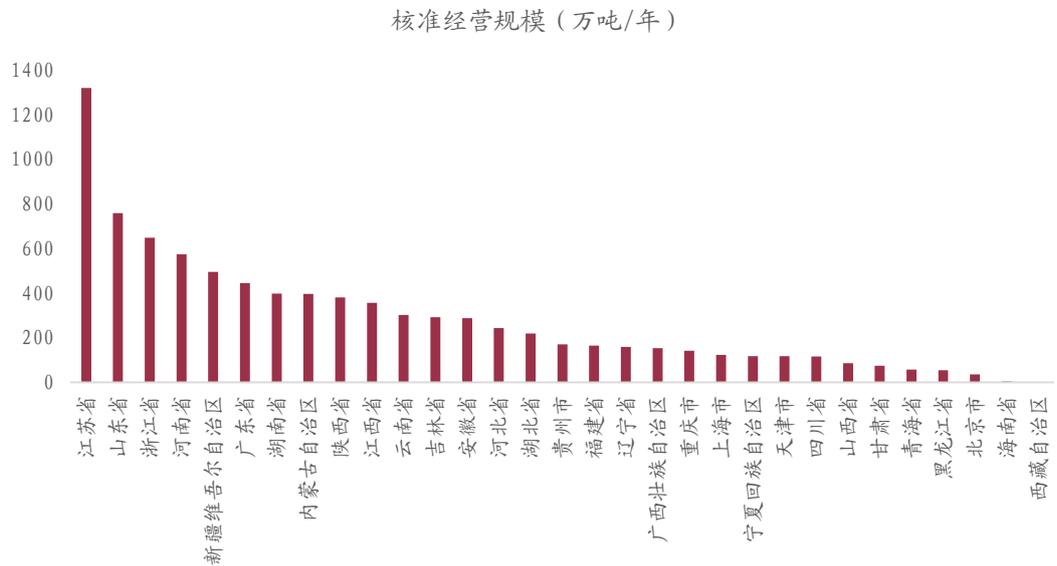
值得一提的是，目前生活垃圾焚烧发电市场的竞争者大部分为国企，其获取了主要市场份额。生活垃圾焚烧发电市场无论从技术工艺还是投融资等方面已经非常成熟，并得到市场认可。因此，前端具备较强的项目获取能力、融资渠道丰富、成本低廉、运营经验丰富的行业领先企业

业继续领跑行业。并且，19、20 年我国生活垃圾焚烧发电市场进入密集投运阶段，上游的设备购置、施工建设以及后端的运营规模均有望保持稳健增长。

3) 危险废物处理市场

危险废物处理牌照量和核准经营规模环比小幅增加。根据一和环境统计数据，19 年 6 月我国持危废经营许可证企业家数 2474 家（环比增加 31 家），持有危废经营许可证 2630 张（环比增加 13 家），核准经营规模 9661.42 万吨/年（环比下降 4.03 万吨）。其中，各地区核准经营规模 8701.86 万吨，同比下滑 1%。江苏、山东、浙江、河南、新疆维吾尔自治区核准经营规模排名靠前，分别为 1319.80 万吨/年、758.19 万吨/年、648.18 万吨/年、574.23 万吨/年、496.09 万吨/年。

图 5：19 年 6 月我国各地区危险废物核准经营规模排名



资料来源：一和环境，中原证券

国内的危险废物处理行业呈现牌照经营规模大、实际经营规模小、资源化处理占比高、填埋产能不足等特点。目前我国主要产废地区公布本地危废集中处理设施建设规划，预计未来几年将是处理产能逐步投放期。危废处理的产能缺口将会逐渐被弥补。但行业存在产能落地慢、排污标准提高、规范运营成本增加、价格调整幅度有限等问题，主要经营废物处理的公司盈利能力并无显著提升。

(3) 再生资源领域

废钢价格相对强势，废纸价格走势低迷。我国再生资源回收价值前四类为废钢铁、废有色金属、废塑料、废纸。根据 Wind 数据统计，19 年 7 月我国废钢价格均价 2563.26 元，环比增长 4.12%；废铜价格 47746.36 元，环比增长 0.46%；废铝价格 10232.61 元，环比下滑 2.57%。另外，据生意社统计，我国国内废纸价格逐步下行，A 级黄板纸废纸价格逐步下行至 1950 元/吨以下。废品价格受下游大宗商品价格影响明显，对相关公司的库存收益和产品销售影响较大。

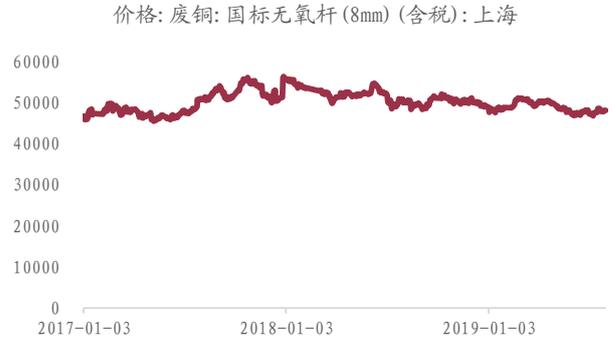
目前国内以再生资源回收利用为主业的上市公司家数较少。而废弃电器电子拆解类企业面临拆解补贴基金发放周期长、下游大宗产品价格波动大、行业门槛低竞争趋于激烈等问题，在整体经营环境不佳的背景下，行业龙头有望依靠自身融资能力、完善的回收网络提高市场占有率。

图 6: 我国部分地区废铝价格走势 (单位: 元)



资料来源: Wind, 中原证券

图 7: 我国部分地区废铜价格走势 (单位: 元)



资料来源: Wind, 中原证券

图 8: 我国部分地区废钢铁价格走势 (单位: 元)



资料来源: Wind, 中原证券

图 9: 我国 A 级黄板纸价格走势



资料来源: 生意社, 中原证券

(4) 污水处理运营和污水处理设备及工程

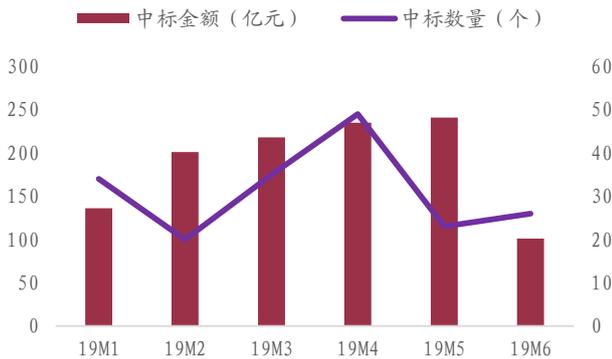
财政部印发《城市管网及污水处理补助资金管理办法》。办法指出，补助资金主要用于海绵城市建设试点、地下综合管廊建设试点，城市黑臭水体治理示范，中西部地区城镇污水处理提质增效；财政部负责制定补助资金支出的标准和分配要素，根据住房城乡建设部报送的资金安排建议，确定补助资金年度规模和分配方案，并拨付资金，组织开展预算绩效管理工作，指导地方加强资金管理等。住房城乡建设部负责制定有关规划或实施方案，提出资金安排建议，指导督促地方做好相关实施工作等。

19年6月水务PPP项目中标数量和金额环比降幅明显。中国水网的统计数据显示：19年6月社会资本合计中标26个水务PPP项目，总投资金额超过101亿元。其中包含10个市政

污水处理项目，5 个水环境治理项目、9 个村镇污水项目、2 个其他项目。

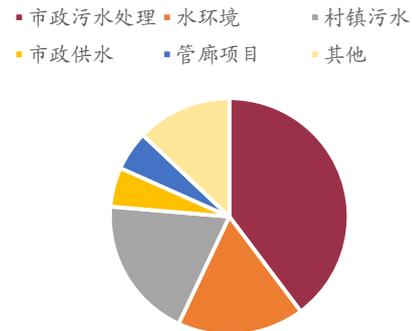
19 年上半年水务 PPP 市场规模超过千亿。从中国水网的统计数据来看，19 年上半年我国水务市场发展势头强劲，社会资本合计中标水务 PPP 项目 187 个，合计投资金额 1140 亿元。其中，中标项目中包含 74 个市政污水处理项目，32 个水环境治理项目，36 个村镇污水项目，10 个市政供水项目，10 个管廊项目和 24 个其他项目。长江经济带作为水务 PPP 项目释放的核心区域，投资金额 643 亿元，占比 56%。而国企作为水务市场的参与者，其中标占比呈现提高趋势。这也与国企在政企关系、资本实力、融资能力和工程项目建设经验占据优势有关。

图 10: 19 年 1—6 月我国水务项目中标数量和规模



资料来源：中国水网，中原证券

图 11: 19 年上半年我国水务 PPP 中标项目结构



资料来源：中国水网，中原证券

(5) 环境监测设备及系统

2019 年 7 月环境监测上市公司中标订单偏少。根据中国政府采购网的不完全统计，7 月环境监测上市公司（先河环保、盈峰环境（宇星科技）、理工环科（尚洋东方）、天瑞仪器、聚光科技、雪迪龙）合计中标监测订单 5202 万元。大额订单方面，理工环科子公司尚洋东方中标南阳市环保局县级地表水考核断面水质自动化站建设项目一包 2，内容包括建设并运维 10 个水质自动监测微型站（站房、配套设施和仪器设备）、业务管理平台和服务，服务期限 8 年；业务管理平台保留与国家、省级业务管理平台无缝连接端口。

表 3: 2019 年 7 月环境监测设备上市公司中标订单情况

公告时间	中标名称	项目金额 (万元)
先河环保（科迪隆、广西先得）	汕头市环境保护监测站汕头市环境空气自动监测能力建设项目	355
	兰州新区环境保护局兰州新区湿地公园水质自动监控站建设项目	57.7
	嘉峪关市生态环境局更换环境空气质量自动监测国控站点老化设备	85.7
	大气污染防治网格化精准监控及决策支持系统	253.7
	衡水市生态环境局饶阳县分局第三方管理咨询服务项目	228
	驿城区大气污染防治管理技术咨询服务	232
	东江、那浪桥等水站运维技术托管服务采购	52.9
盈峰环境（宇星科技）	新乡市凤泉区原黄河化工厂铬渣堆原址场地调查与修复试点工程项目	134.535
	VOC 监测能力提升项目	98.2
理工环科（尚洋东方）	济南、淄博等市新建水站及设备更新	340
	南阳市环保局县级地表水考核断面水质自动化站建设项目一包 2	2012.24

	新乡市水质自动监测站填平补齐专用仪器项目	286.02
天瑞仪器	乡镇空气质量自动监测站增设参数采购项目	408.5
聚光科技	黄羊工业园区污水处理厂进口在线检测仪器设备采购项目	27
	重庆理工大学机械工程一流学科建设项目仪器设备-2 政府采购项目	72.5
	闽调水质自动监测站建设项目	195
雪迪龙	海南省污染源调查管理及资源环境承载能力监测预警系统—D 包	55
	信丰县高新区污染源在线监控平台	308.17

资料来源：中国政府采购网，中原证券

环境监测板块中报业绩预计增长稳健。受益于国家对环境监测质量要求提高、考核层级的下沉以及监测网络的建设,19年上半年我国环境监测上市公司业绩均呈现稳健增长趋势。其中,理工环科归属于上市公司股东的净利润同比增长 25%-35%、天瑞仪器 15%-35%、先河环保 20%-30%、聚光科技 15%-35%。

表 4: 环境监测上市公司 19 年中报业绩预告情况

代码	名称	19 年业绩预告摘要	业绩预告变动原因
300137.SZ	先河环保	净利润约 9140 万元~9900 万元,变动幅度为:20%~30%	报告期内,公司执行订单增加,因此业绩较去年同期增加;预计 2019 年半年度非经常性损益对公司净利润的影响金额约为 450 万元。
300203.SZ	聚光科技	净利润约 19423.36 万元~22801.33 万元,变动幅度为:15%~35%	2019 年半年度,公司在环境监测领域业务持续增长,对销售费用、管理费用有效管控,使本期净利润较去年同期有一定幅度的增长。此外,2019 年半年度归属上市公司的非经常性损益约 3100 万元左右(2018 年半年度归属上市公司的非经常性损益为 888.27 万元)。
300165.SZ	天瑞仪器	净利润约 2645.58 万元~3105.68 万元,变动幅度为:15%~35%	1、2019 年 1-6 月公司归属于上市公司股东的净利润较上年同期上升 15%-35%,主要原因是报告期内未发生大额资产减值事项,而去年同期控股子公司厦门质谱进入解散清算程序,公司对厦门质谱的股权投资及往来款项全额计提资产减值损失,减少了去年同期净利润。2、公司预计 2019 年半年度非经常性损益金额为 270 万元左右,去年同期非经常性损益为 587.50 万元。
002322.SZ	理工环科	净利润约 9691.11 万元~10466.4 万元,变动幅度为:25%~35%	公司主营业务稳定增长和非经常性损益支出同比减少致使公司 2019 年半年度业绩同比增长。
000967.SZ	盈峰环境	净利润约 63000 万元~66000 万元,增长 62.74%~70.49%	公司 2018 年通过非公开发行股票方式,购买中联环境 100%股权,属“同一控制下的企业合并”。公司按照《企业会计准则第 20 号——企业合并》关于“同一控制下的企业合并”的有关规定,对“模拟重组后上年同期数对比”中“模拟上年同期”进行模拟调整。此外,上年同期处置华夏幸福股票税后净收益 9,318 万元,本期没有此项收益。

资料来源: Wind, 中原证券

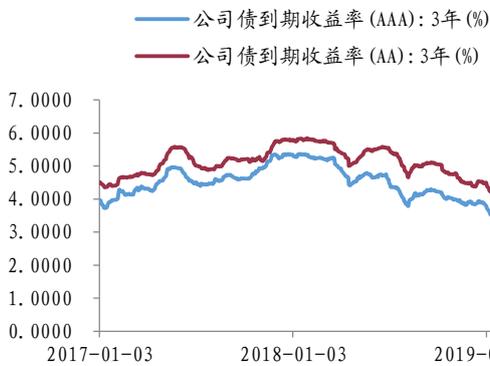
注: 盈峰环境子公司宇星科技未单独披露 19 年上半年业绩预告情况

(二) 板块融资环境及融资进度情况

6 月社融规模存量增速回升。中国人民银行公布的 6 月金融统计数据显示: 6 月末社会融资规模存量 213.26 万亿元, 同比增长 10.9%, 比上月底回升 0.3 个百分点; 其中对实体经济发放的人民币贷款余额 144.71 万亿元, 同比增长 13.2%, 比上月底回落 0.2 个百分点。从结构上来看, 4 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资存量的 67.9%, 同比高 1.4 个百分点; 地方政府专项债券余额 4%, 同比高 1 个百分点。

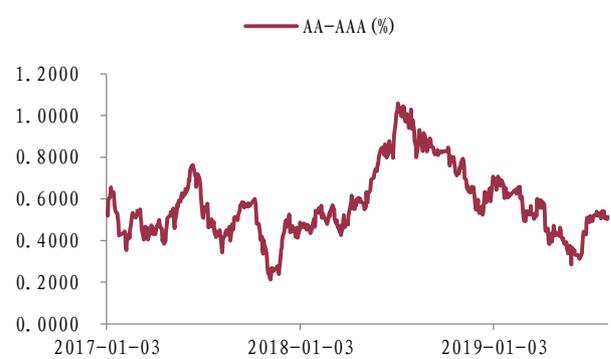
公司债到期收益率回落，信用利差回升。2019年7月交易所三年期AAA级公司债平均到期收益率3.5683%，环比回落0.1576个百分点；三年期AA级公司债券平均收益率4.087%，环比回落0.0164个百分点；而平均信用利差0.5187%，环比回升0.1411个百分点。

图 12: 19 年 7 月我国公司债到期收益率回落



资料来源: Wind, 中原证券

图 13: 19 年 7 月份信用利差持续回升



资料来源: Wind, 中原证券

权益融资数量明显增加。19年7月，环保板块直接融资有三个特点：一是板块权益融资家数较多，其中，绿城水务、国祯环保完成非公开发行股票，清水源和上海环境完成可转换公司债券发行；二是国企融资家数和金额明显高于民企；三是运营类环保公司融资需求较大，项目融资为主因。

环保融资驱动的商业模式造成企业在扩张期需要不断的融资。目前环保领域募投项目整体投资回报率不高。尽管权益融资能够降低公司资产负债率水平，增强企业的抗风险能力，加速项目落地进程，但对股本的稀释不利于每股收益的提升。

表 5: 19 年 7 月中旬我国环保公司直接融资情况

公司名称	融资类型	发行金额 (亿元)	发行期限 (天)	票面利率 (%)	进度	企业性质
绿城水务	非公开发行股票	8.12	—	—	完成	国企
首创股份	超短期融资券	5	180	2.85	完成	国企
首创股份	配股	53	—	—	反馈意见回复	国企
国祯环保	非公开发行股票	9.42	—	—	完成	民企
洪城水业	非公开发行股票	8.94	—	—	发审委通过	国企
钱江水利	超短期融资券	1	270	4.11	完成	国企
清水源	可转换公司债券	4.9	6年	第一年 0.6%、第二年 0.8%、第三年 1.5%、第四年 2.0%、第五年 2.5%、第六年 3.0%	完成	民企
上海环境	可转换公司债券	21.7	6年	第一年 0.2%、第二年为 0.5%、第三年为 1.0%、第四年为 1.5%、第五年为 1.8%、第六年为 2.0%	完成	国企
瀚蓝环境	可转换公司债券	10	6年	—	恢复审查	国企

资料来源：公司公告，中原证券

（三）其他—环保公司 19 年中报业绩预告

环保板块中报净利润预计显著下滑。仅从预告来看，环保板块二季度的业绩延续下滑趋势，业绩改善预期落空。18 年以来去杠杆化解金融风险以及 PPP 政策的调整对行业影响仍在持续，部分环境工程类企业压缩 PPP 项目投资、延缓项目建设进度对其业绩产生负面影响。

从细分领域来看，大气治理和工业节能领域公司亏损居多、污水处理设备及工程类公司净利润下滑显著；环境监测领域受益于国家对环境监测质量要求提高以及考核层级的下沉，板块业绩增长稳健；固废处理类公司受益于投运项目增加和上游生活垃圾焚烧、厨余垃圾处理、垃圾渗滤液处理等设备及工程建设需求增加，剔除盛运环保后，其他已披露业绩预告公司均实现稳健增长。

另外，前期 PPP 项目拓展激进的公司面临较大债务压力，部分头部大型环保公司业绩下滑显著；而爆发流动性危机的公司项目停滞、订单量减少，中报预计大额亏损。

表 6: 已经披露 19 年上半年业绩预告公司经营情况

代码	名称	预告净利润下限 (亿元)	预告净利润上限 (亿元)	预告净利润同比增长下限 (%)	预告净利润同比增长上限(%)
300385	雪浪环境	0.60	0.70	60.00	89.00
000967	盈峰环境	6.30	6.60	62.74	70.49
300187	永清环保	0.26	0.32	40.00	70.00
002034	旺能环境	1.70	2.10	37.09	69.34
600008	首创股份	3.10	3.30	47.70	57.25
300190	维尔利	1.40	1.62	30.00	50.00
300422	博世科	1.38	1.54	30.00	45.00
300203	聚光科技	1.94	2.28	15.00	35.00
002322	理工环科	0.97	1.05	25.00	35.00
300165	天瑞仪器	0.26	0.31	15.00	35.00
603588	高能环境	1.85	2.00	22.00	32.00
300631	久吾高科	0.11	0.14	7.30	31.69
300332	天壕环境	0.39	0.50	2.07	31.24
300137	先河环保	0.91	0.99	20.00	30.00
000035	中国天楹	2.00	2.30	5.53	21.35
300388	国祯环保	1.46	1.67	5.00	20.00
300664	鹏鹞环保	1.15	1.25	10.13	19.70
300172	中电环保	0.66	0.72	0.00	10.00
000820	*ST 节能	-1.04	-0.80	-25.82	3.21
300262	巴安水务	0.84	1.21	-30.00	0.00
300437	清水源	0.71	1.04	-35.00	-5.00
300055	万邦达	1.10	1.18	-29.84	-24.73
300425	环能科技	0.35	0.49	-49.00	-29.00

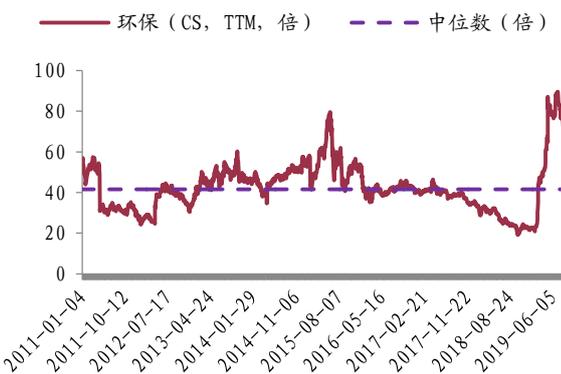
002665	首航节能	0.11	0.15	-50.00	-30.00
000068	华控赛格	-0.55	-0.49	-82.30	-62.41
300266	兴源环境	0.25	0.30	-80.00	-76.00
000711	京蓝科技	0.12	0.18	-88.90	-83.35
300070	碧水源	0.00	0.37	-100.00	-90.00
300090	盛运环保	-1.85	-1.80	-99.94	-94.53
300072	三聚环保	0.25	0.45	-97.94	-96.29
002499	*ST 科林	-0.24	-0.19	-185.13	-167.39
002310	东方园林	-7.50	-5.50	-212.90	-182.80
300362	天翔环境	-4.15	-4.10	-226.90	-222.96
300056	三维丝	-1.45	-1.40	-339.03	-323.89
300334	津膜科技	-0.18	-0.15	-463.53	-402.94
300156	神雾环保	-8.80	-8.75	-434.60	-431.56
300105	龙源技术	-0.20	-0.16	-1,204.61	-983.69

资料来源: Wind, 中原证券

3. 行业评级及投资主线

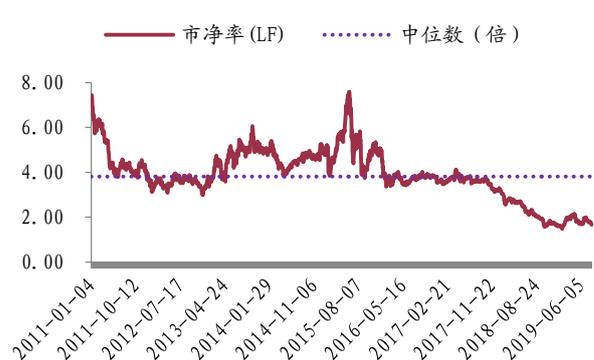
维持行业“同步大市”投资评级。截止到19年8月6日, 环保(中信)指数 PE(TTM)为72.38倍, 相对于中小板指数估值(TTM)比值为2.97倍, 接近历史高位水平。由于环保行业上市公司18年和19年1季度净利润下滑显著, 分母调整致PE数值显著变大。PE估值不能客观反映目前板块估值水平所处位置。采用PB估值, 截至19年8月6日, 中信环保指数PB(LF)为1.66倍, 仍显著低于历史中位数3.82倍。近期中美贸易不确定性成为影响市场预期的重要变量, 并且环保公司中报业绩预计不佳。因此, 环保板块二级市场股票价格走势较差。但考虑到19年市场融资环境的改善, 环保治理需求紧迫性以及部分细分领域上市公司业绩的改善预期, 维持板块“同步大市”投资评级。

图 14: 环保指数(中信)历史 PE 变化情况 (倍)



资料来源: Wind, 中原证券

图 15: 环保指数(中信)历史 PB 变化情况 (倍)



资料来源: Wind, 中原证券

投资主线:

- 1) 固废处理产业链中的环卫服务和垃圾焚烧发电领域的领先公司;

2) 土壤修复龙头公司。

重点关注标的：瀚蓝环境、龙马环卫、兴蓉环境、高能环境。

表 7: 重点公司估值表

公司简称	总股本/ 亿股)	流通股/ 亿股	股价(元, 8.6)	EPS (元)		每股净资产 (19AQ1)	PE(倍)		PB(19AQ1)	投资评 级
				2019E	2020E		2019E	2020E		
瀚蓝环境	7.66	7.66	16.18	1.23	1.42	7.86	13.15	11.39	2.06	增持
龙马环卫	2.97	2.97	17.06	0.92	1.10	7.91	18.54	15.51	2.16	增持
兴蓉环境	29.86	29.86	4.49	0.37	0.41	3.52	12.14	10.95	1.28	增持
高能环境	6.74	6.68	9.34	0.66	0.91	3.88	14.15	10.26	2.40	增持

资料来源：Wind，中原证券

4. 风险提示

- 1) 系统性风险;
- 2) 环保项目建设进度不及预期;
- 3) 排污标准提高, 环保企业治污投资成本增加;
- 4) 行业参与者增加, 竞争趋于激烈;
- 5) 应收账款增加, 回款放缓和现金流承压。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。