

## 中报业绩分化明显，行业面临转型关键点

### ——八月行业动态报告

#### 核心观点

##### ● 最新观点

1) 《重污染天气重点行业应急减排措施制定技术指南》出台，差异化减排措施有利于推动企业主动进行环保改造，支持绿色发展。

2) 资源税法推动我国水资源保护进入新里程。除财政收入之外，资源税还起到促进资源的合理开采、使用；促进经济结构优化和发展方式转变；丰富政府环境保护的手段。

3) 垃圾焚烧项目处理单价逐步回归合理区间。随着环保督察的不断推动，行业逐步跨过低价中标陷阱，2019年1-7月份平均垃圾处理价格约为74.34元/吨，垃圾焚烧处理费重新回到正常的轨道中。

4) 上半年水务市场规模达1140亿元，长江经济带占比超一半。2019年上半年水务市场需求强劲，其中长江经济带10省份的水务项目投资额占全国投资额的56%。

5) 2019年上半年环保行业80家上市公司营收共计1211.76亿元，较去年同期增长10.8%；实现净利润共计101.94亿元，同比下降23.9%。成本与费用的增加压缩了行业的盈利能力。

6) 中报业绩分化明显，行业面临转型关键点。大气治理公司营收、净利润均出现明显下滑；水处理公司营收小幅增长、净利润同比下降；固废处理、环境监测领域公司实现营收、净利润双双增长。

7) 市场竞争不规范、技术成果转化率低、过度依赖政府补贴是限制环保行业发展的三个重要因素。

8) 环保行业相关上市公司80家，占A股总市值1.03%，年初至今板块表现弱于沪深300，估值存在进一步修复的空间。

##### ● 投资建议

环保督察维持高压，需求持续提振，板块向上的估值修复弹性较大。结合当前需求来看，环境监测、固废产业链、水环境治理三个领域在未来将维持高景气度。推荐国内监测设备龙头聚光科技(300203.SZ)；拥有优质运营资产，在手订单充足的瀚蓝环境(600323.SH)；具有丰富流域治理经验、拿单能力强的博世科(300422.SH)。

##### ● 核心组合

	证券代码	证券简称	月涨幅(%)	市盈率 PE(TTM)	市值(亿元)
核心组合	300137.SZ	先河环保	-3.24	14.5	40
	600323.SH	瀚蓝环境	3.98	16.1	135
	600388.SH	龙净环保	3.09	13.7	113

##### ● 风险提示

治理需求不及预期的风险、政策力度不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；公司经营发生合规问题的风险。

## 环保行业

### 推荐 维持评级

#### 分析师

周然

☎：(8610) 66568494

✉：zhou\_ran@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130518020001

特别鸣谢

严明

✉：yanming\_yj@chinastock.com.cn

#### 行业数据

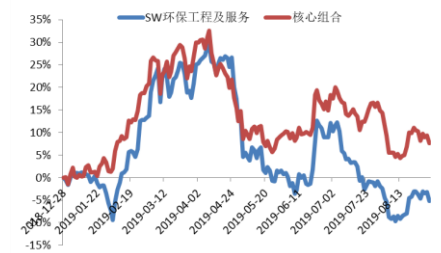
2019.09.02



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

#### 核心组合表现

2019.09.02



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

#### 相关研究

【银河环保】环保工程及服务\_行业动态报告\_范围扩大、程度加深，水环境治理市场加速释放

【银河环保】环保工程及服务\_2019年环保行业中期策略：垃圾分类政策落地，固废行业迎来新机遇

## 目 录

<b>一、上半年环境治理需求旺盛，资源税法将带来新的增量</b>	<b>3</b>
(一) 环保行业市场上半年基本情况	3
(二) 环境治理取得阶段性成果，资源税将推动环保进入新里程	5
1. 环境治理取得阶段性成果，未来环保将更具针对性	5
2. 环保税成为绿色发展新手段，资源税将推动环保进入新里程	5
3. 水务市场蓬勃发展，垃圾焚烧单价回归合理区间	6
(三) 环保上市公司财务分析	7
1. 成本与费用增长压缩盈利空间	7
2. 资产负债率持续增长，债务偿还能力需关注。	8
3. 经营活动现金流好转，保障企业稳定运营	8
4. 杜邦分析	9
<b>二、中报业绩分化明显，行业面临转型关键点</b>	<b>9</b>
(一) 环保行业细分子行业所处周期判断	9
(二) 国资入股环保民企，合作共生带来效益最大化	10
(二) 中报业绩分化明显，行业面临转型关键点	10
1. 大气治理领域业绩下滑明显，非电行业尾气治理蕴藏机会	10
2. 垃圾分类政策保障固废处理产业链稳定增长	11
3. 环境监测一枝独秀，保持强劲发展势头。	13
4. 传统水处理市场趋于饱和，流域治理将带来新增量	14
<b>三、环保行业面临的问题及建议</b>	<b>15</b>
(一) 现存问题	15
1. 竞争秩序混乱，市场信息不对称	15
2. 技术缺乏超前性，科研成果转化难	15
3. 自身造血能力差，过度依赖政府补贴	15
(二) 建议及对策	16
1. 加强政府监管，维护市场健康	16
2. 培养具有核心竞争力的企业	16
3. 改善商业模式，打造综合化服务	16
<b>四、环保行业在资本市场中的表现</b>	<b>16</b>
(一) 环保行业在国民经济中的地位	16
(二) 环保行业估值修复，静待进一步调整回归	17
(三) 年初至今板块表现弱于沪深 300	17
<b>五、投资建议及股票池</b>	<b>18</b>
(一) 投资建议	18
1. 看好需求稳定的固废产业链、环境监测、水环境治理	18

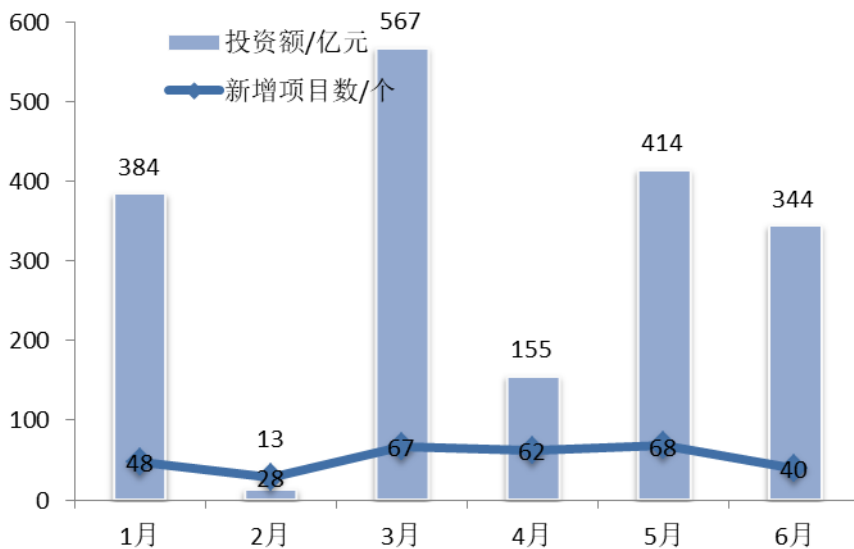
2. 投资策略：寻找技术水平领先、运维经验丰富的细分领域龙头.....	19
(二) 核心组合表现.....	19
六、风险提示.....	20
七、附录.....	20
(一) 2019 年 7 月新增环保项目清单.....	20
(二) 环保行业涉及的上市公司.....	21

## 一、上半年环境治理需求旺盛，资源税法将带来新的增量

### (一) 环保行业市场上半年基本情况

污染防治与绿色低碳项目占项目库比例过半。2019年上半年管理库净增项目 382 个、投资额 4,714 亿元，管理库项目累计 9000 个、投资额 13.6 万亿元。公共交通、供排水、生态建设和环境保护、水利建设、可再生能源、教育、科技、文化、养老、医疗、林业、旅游等多个领域 PPP 项目都具有支持污染防治和推动经济结构绿色低碳化的作用。按照此口径统计，截至 2018 年 6 月，管理库项目中污染防治与绿色低碳项目累计 5079 个，占项管理库的 56.2%；投资额 4.9 万亿元，占项管理库的 35.7%，而已经落地的项目 3119 个、投资额 3 万亿元，绿色环保相关项目建设仍然是目前 PPP 项目的主力。

图 1.2019H1 新增污染防治与绿色低碳项目数量及规模

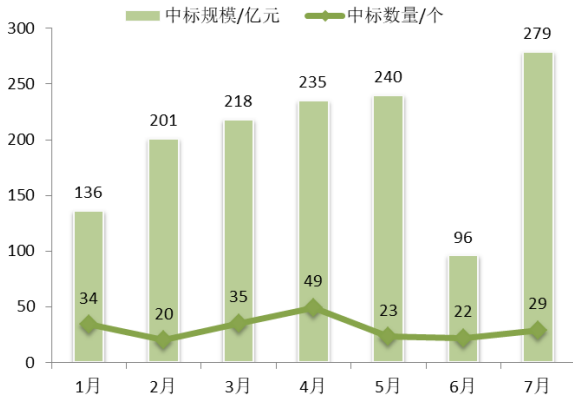


资料来源：财政部政府和社会资本合作中心，中国银河证券研究院

**水务方面：**2019年7月社会资本共中标 28 个水务相关 PPP 项目，投资额总计超过 279 亿元，其中包含 17 个市政污水处理项目，4 个水环境项目，3 个村镇污水项目，1 个市政供水项目，3 个其他项目(含原水、节水、污泥等)。

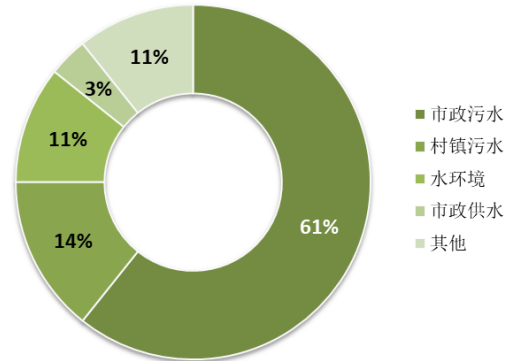
**国企民企竞争激烈，对比悬殊。**7月，国企拿下水务 PPP 项目为 16 个，民企为 13 个，在中标数量上两者相差无几；但是从投资额来看，国企投资额远超于民企，国企与民企的投资额比重约为 8:2。此外，本月中标的 28 个水务项目，有 18 个是被当地企业获得，水务企业的地域优势在本月表现较为明显。

图 2.2019 年 1-7 月水务项目中标数量及规模



资料来源：中国水网,中国银河证券研究院

图 3.2019 年 7 月新增水务项目类型占比

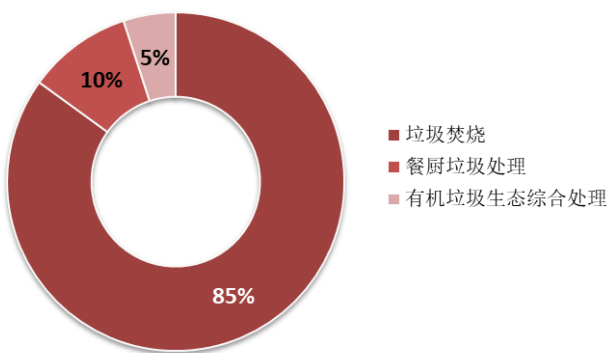


资料来源：中国水网,中国银河证券研究院

**固废方面:**2019 年 7 月社会资本共中标 20 个固废相关 PPP 项目,投资额总计约 90 亿元,其中包含 17 个为垃圾焚烧项目,其中 3 个在静脉产业园中,2 个餐厨垃圾处理项目,1 个有机垃圾生态综合处理项目。

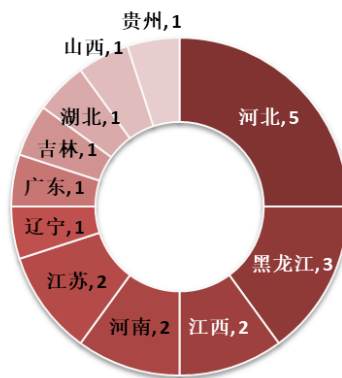
本月 20 个固废项目分布在 11 个省份,仅河北省就中标 5 个项目;黑龙江省紧随其后,中标 3 个项目;江西、河南、江苏各中标 2 个项目;其余省各中标 1 个项目。绿色动力环保集团股份有限公司与湖北恩施城市建设投资有限公司签署的《恩施城市生活垃圾焚烧发电特许经营(BOT)合同》成为本月最大固废处理项目订单。项目设计日处理生活垃圾规模为 3000 吨,分两期建设,其中一期为 1200 吨/日,二期为 1800 吨/日,主要焚烧工艺为机械炉排技术。本项目估算总投资约 16.5 亿元,其中一期投资约人民币 6.9 亿元。

图 4.2019 年 7 月新增固废项目类型占比



资料来源：中国水网,中国银河证券研究院

图 5.2019 年 7 月新增固废项目分布(省份)



资料来源：中国水网,中国银河证券研究院



## (二) 环境治理取得阶段性成果，资源税将推动环保进入新里程

### 1. 环境治理取得阶段性成果，未来环保将更具针对性

《重污染天气重点行业应急减排措施制定技术指南》出台，大气治理不再一刀切。生态环境部日前印发了《重污染天气重点行业应急减排措施制定技术指南》，对钢铁、焦化、铸造、玻璃、石化等 15 个行业明确了绩效分级指标，提供了各地制定重点行业分类施策的差异化减排措施的参考标准。

重污染天气应对是打赢蓝天保卫战的重中之重，而差异化减排措施有利于促进高质量发展。针对重点区域、重点领域，在重点时段对不同环保绩效水平的工业企业，采取更加精准、更加科学的差异化应急减排措施，有利于增强企业预期，提前有序调整生产，减少对正常生产经营的影响。同时，也有利于鼓励“先进”、鞭策“后进”，推动企业绿色发展，促进全行业提标改造升级转型，对进一步深化“放管服”改革，推动经济高质量发展具有积极作用。

农业农村部今年首次启动农村厕所革命奖补政策。2019 年中央财政聚焦农村人居环境整治，将通过补助奖励的方式对地方农村人居环境整治进行支持，其中包括利用五年时间对地方的农村厕所革命进行支持。通过政策支持实现农村厕所粪污基本得到处理和资源化利用。

“厕所革命”始终是农村人居环境整治的推进重点之一。2018 年的中央一号文件提出：到 2020 年，农村人居环境明显改善，推进农村“厕所革命”，大力开展农村户用卫生厕所建设和改造，同步实施粪污治理，加快实现农村无害化卫生厕所全覆盖；2019 年中央一号文件则要求：中央财政对农村厕所革命整村推进等给予补助，对农村人居环境整治先进县给予奖励。

据统计，2018 年全国完成农村改厕 1000 多万户，农村改厕率超过一半，其中六成以上改成了无害化卫生厕所。2019 年上半年全国新开工农村户厕改造 1000 多万户，预计今年将有 1200 多万户厕所完成改造。

生态环境部公布了 2019 年水源地环境整治情况，超过 1/3 地市完成全部整治任务。按照部署，在 2018 年已完成长江经济带 11 省份县级及以上水源地整治的基础上，2019 年应完成其他 20 省(区、市)和新疆生产建设兵团县级及以上水源地环境问题清理整治，共涉及 156 个地市 527 个县 899 个水源地 3626 个环境问题。截至 2019 年 8 月 15 日，3626 个问题中有 2986 个已完成整治，完成率为 82.3%，超过序时进度要求。从各省份情况看，北京、福建、西藏、宁夏已率先完成水源地环境整治相关任务；新疆、河南任务完成率达到 90% 以上。从各地市情况看，超过 1/3 的地市(53 个)已完成全部整治任务。目前，青海、新疆生产建设兵团、辽宁任务完成率未达到序时进度要求，后续工作压力较大。

### 2. 环保税成为绿色发展新手段，资源税将推动环保进入新里程

环保税已成为减少污染排放，推动绿色发展的新手段。财政部发布的最新数据显示，今年前 7 个月环境保护税收入 165 亿元，同比增长 70.4%。目前，我国已构建起以环境保护税为主体，以资源税、耕地占用税为重点，以车船税、车辆购置税、增值税、消费税、企业所得税等税种为辅助，涵盖资源开采、生产、流通、消费、排放五大环节 8 个税种的生态税收体系。

自 2018 年 1 月 1 日《环境保护税法》实施以来，环保税的开征有效发挥了“多排多缴、

少排少缴、不排不缴”的反向约束和正向激励机制作用，促进了绿色发展。征收环保税不仅有利于实现对重点污染物的减排目标，还可以促进经济结构优化和发展方式转变，丰富政府对于环境治理和保护的手段。

**资源费改税，推动我国水资源保护进入新里程。**十三届全国人大常委会通过《中华人民共和国资源税法（草案）》。《草案》提出，为适应经济发展和环境保护需求，对取用地表水或者地下水的单位和个人试点征收水资源税。征收水资源税的，停止征收水资源费。

对水资源等征税，意味着我国水资源保护性立法工作进入了新的里程碑。除财政收入之外，资源税还起到促进资源的合理开采、使用，以及资源的节约和保护作用。为适应经济发展和环境保护需求，对取用地表水或者地下水的单位和个人试点征收水资源税。征收水资源税的，停止征收水资源费。试点地区可以根据本地区水资源状况、取用水类型和经济发展等情况实行差别税率，每立方米取用水量平均税率不超过 10 元。

水资源税有利于推动提高我国污水排放标准。目前的生活用水多是以自然水源的一次水为主，使用过后的污水经水厂处理后，根据出水水质再排放到不同等级的自然水体中。工业用水则是根据具体工艺情况做选择，精细度要求较高的一般使用一次水，普通的工艺过程可以使用循环再生的再生水。随着水资源税法案的推进，未来无论个人还是企业都会更加注重水资源的合理分配，在一些非饮用、非接触、非高精尖的场合将会尽量选择处理过后的再生水替代。因此，出水水质较高的膜法水处理相关企业将受益于水资源税的征收。

### 3. 水务市场蓬勃发展，垃圾焚烧单价回归合理区间

**上半年水务市场规模达 1140 亿元，长江经济带占比超一半。**2019 年上半年整个水务市场情况，总规模达 1140 亿元。总体来说上半年水务项目势头强劲，其中，2 月、3 月、4 月、5 月的总规模均达到了 200 亿元以上，投资额 20 亿元以上的项目有 10 个。单个项目来看，3 月，荆州市城市发展控股集团有限公司联合体中标荆州市城区水环境综合整治工程 PPP 项目，投资额达 567000 万元，成为上半年度投资额最大的水务项目。

上半年，水务市场最受关注的当属长江经济带，1-6 月，除重庆外，其他 10 个省份均有水务项目中标，长江经济带 10 省份的水务项目投资额占比全国投资额的 56%，其中以 156 亿元的投资总额排所有省份第一；安徽省则以 137 亿元的投资总额位列第二。上半年湖北省的水治理项目订单有三分之二都被国企拿下，包括荆州市城市发展控股集团有限公司、长江生态环保集团有限公司两家地方大型国企，中铁、中煤、中建三家大型央企。自从去年 6 月全面打响长江大保护战役开始，在近一年的时间里，湖北省构建起了共抓大保护的工作格局，保护和修复长江生态环境由被动执行转变为主动作为。

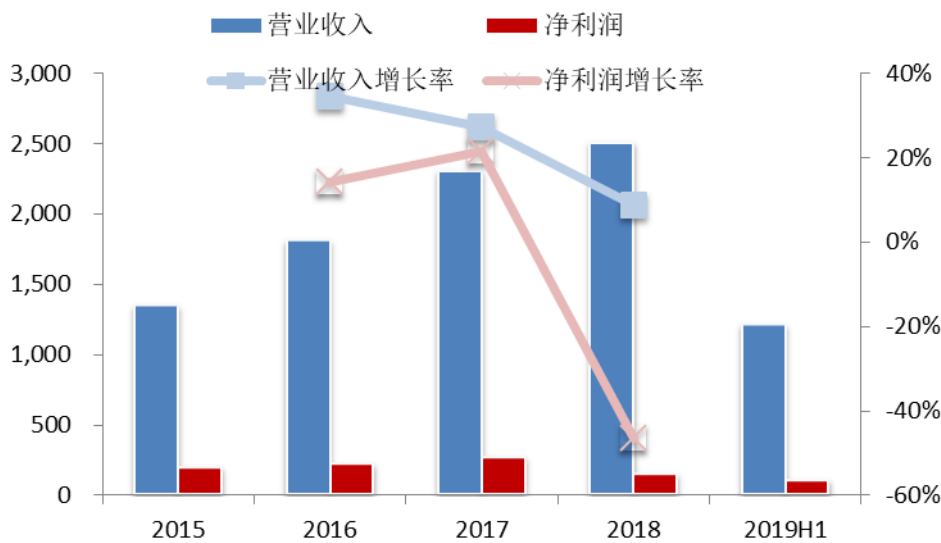
**垃圾焚烧项目处理单价逐步回归合理区间。**根据中国固废网的统计，2008-2018 年的十年间，垃圾焚烧平均价格稳定在 60-90 元/吨之间，2013 年最高，2016 年出现了一时的低价竞争，平均价格最低。垃圾焚烧行业的恶意低价中标牺牲了环保设施和运维成本，由此带来的是项目建设、运营、监管、排放等多方面的隐患和风险。随着环保督察的不断推动，行业逐步跨过低价中标陷阱，垃圾焚烧处理费重新回到正常的轨道中。2017 年和 2018 年，垃圾焚烧处理价格分别是 66 元/吨和 67 元/吨。此外，中国固废网公布了 2019 年 1-7 月份已经公布（预）中标结果的垃圾焚烧项目的垃圾处理服务费情况，平均垃圾处理价格约为 74.34 元/吨，垃圾处理价格在逐步回归理性，稳中有升。

### (三) 环保上市公司财务分析

#### 1. 成本与费用增长压缩盈利空间

我们共统计了 80 家水处理相关的环保上市公司第一季度业绩表现(80 家水处理上市公司详细名单列于第七章附录的第二部分), 2019H1 环保上市公司营业收入共计 1211.76 亿元, 较去年同期增长 10.8%; 实现净利润共计 101.94 亿元, 同比下降 23.9%。今年上半年营业成本较去年同期相比增长约 14.5%, 高于当期营业收入增速, 此外一季度行业费用率较去年同期增加了 1.01pct, 成本与费用两者叠加压缩了水处理领域上市公司的盈利空间。

图 6.2015-2019H1 环保行业上市公司营业收入与净利润



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2019H1 环保行业上市公司的毛利率为 25.3%，同比减少 2.45pct，主要是营业成本的增长所致；净利率 8.41%，同比下降 3.84pct。本期销售费用率/管理费用率(含研发)/财务费用率分别为 2.6/8.2/5.1%。其中，销售费用率/管理费用率(含研发)/财务费用率增加同比增长 0.18/0.04/0.8pct，费用的增长在一定程度上挤压了行业盈利空间。

图 7.2015-2019H1 环保上市公司毛利率与净利率

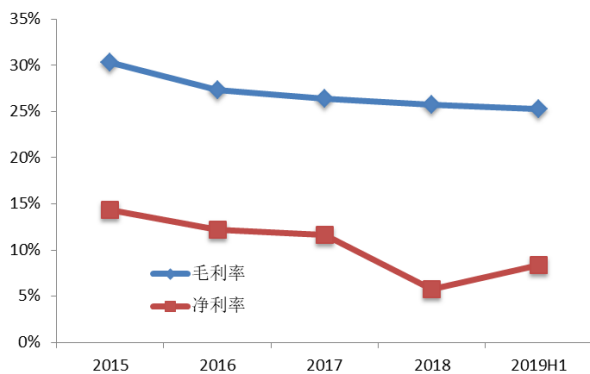
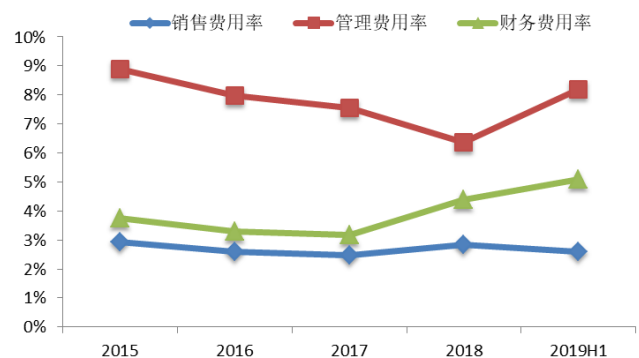


图 8.2015-2019H1 水处理行业上市公司费用率





资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

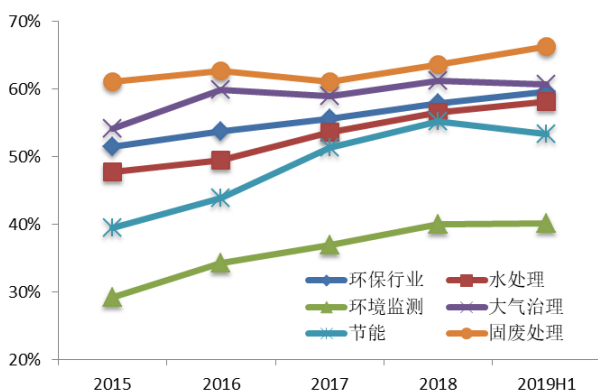
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 2. 资产负债率持续增长，债务偿还能力需关注。

2019H1 环保行业上市公司的资产负债率为 59.6%，较 2018 年末增加 1.71pct。从细分领域来看，环境监测相关的上市公司资产负债率最低，因为该领域以监测设备、软件销售，监测运营为主，通常不涉及工程建设，不需要大量的前期垫资。水处理、固废处理等以工程建设为主的传统环保领域则有较高的资产负债率。

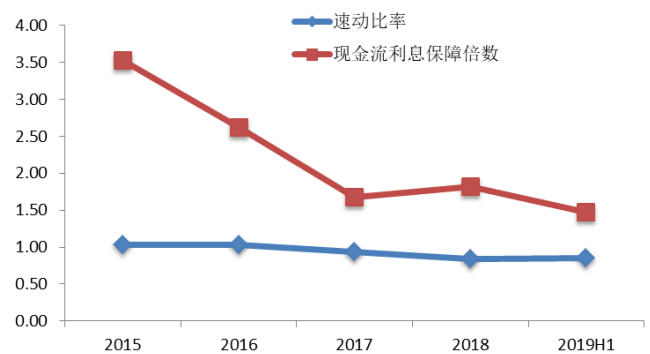
从偿债能力来看，环保企业 2019H1 现金流利息保障倍数为 1.48，较 2018 年末下降 19%，经营活动现金流的减少与利息费用的增长对环保企业的长期债务偿还能力造成了一定的影响。2019H1 环保企业速动比率 0.85，企业的短期债务偿还能力较弱，行业短期债务压力值得关注。

图 9.2015-2019H1 环保行业及细分领域资产负债率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 10.2015-2019H1 环保上市公司偿债能力

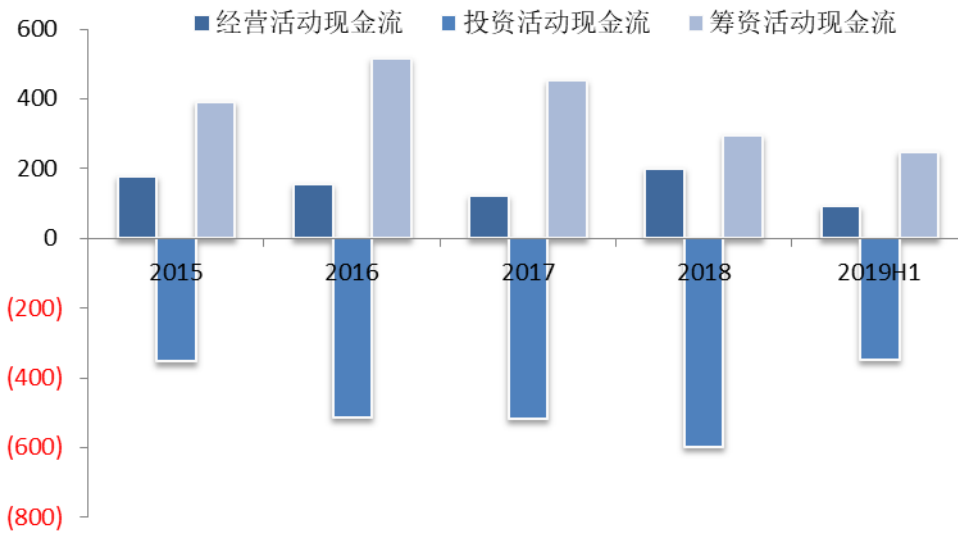


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 3. 经营活动现金流好转，保障企业稳定运营

2019H1 环保行业上市公司经营活动现金流为 90.8 亿元，去年同期经营活动现金流净额为 -74.25，经营性现金流大幅增长；投资活动现金流出同比增加 2.6%；筹资活动现金流与去年同期相比降低 19.3%。通常情况下环保企业一季度为订单签订高峰，也会带来大量的投资需求，在筹资能力还未明显改善的情况下，企业采取各种手段积极回款，保障持续稳定的经营。随着未来越来越多支持中小企业、环境治理企业的政策出台，未来行业内企业的融资环境将得到进一步改善。

图 11.2015-2019H1 环保上市公司现金流情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

#### 4. 杜邦分析

2018 年环保行业的净资产收益率 ROE 为 6.74%，同比减少 1.1pct。根据杜邦分析，ROE 变化主要受权益乘数、销售净利率和总资产周转率三者影响，除销售净利率外，另两个指标均增长。权益乘数逐年增加说明行业负债率在逐步升高，这是由于受 PPP 影响企业依靠外部融资拓展业务所致。总资产周转率的提升行业运营状况良好，资产利用效率提升。2018 年度环保行业 ROE 的下降主要是销售净利率大幅下降，部分亏损企业拉低了整个行业的盈利水平。随着资产减值风险的充分释放以及企业主动减少各项费用支出，未来销售净利率将进一步提升，ROE 也将逐步回到原有水平。

表 1. 环保行业杜邦分析

	ROE	权益乘数	销售净利率	总资产周转率
2015	8.63%	2.16	14.36%	27.80%
2016	7.24%	2.20	12.29%	26.78%
2017	7.84%	2.33	11.67%	28.91%
2018	6.74%	2.42	8.59%	32.45%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 二、中报业绩分化明显，行业面临转型关键点

### (一) 环保行业细分子行业所处周期判断

我们统计了环保相关的 80 家上市公司，按照主营业务拆分成 5 大板块 9 个细分领域，选取产值增速、毛利率、行业集中度、技术成熟度等指标判断细分领域所处的周期。通过以下指标可以看出，环保行业不同领域成长性差异较为明显。所处周期的分化主要是由治理的难易、居民对污染的感知程度、污染的严重程度等多方因素影响的。

**表 2.环保细分领域所处生命周期判断**

板块	细分领域	技术成熟度	行业集中度	毛利率	18 年营收增速	所处阶段
大气	火电烟气治理	成熟	较高	21%	-18%	成熟期
	非电烟气治理	不成熟	较低			萌芽期
水	工业水处理	不成熟	较低	27%	12%	成长期
	市政污水处理	成熟	较高			成长期
	农村农业污水处理	不成熟	较低			成长期
固废	生活垃圾处理	成熟	较高	22%	13%	成长期
	危险废物	不成熟	较低			成长期
	土壤修复	不成熟	较低			萌芽期
节能	节能	较成熟	较高	50%	-1%	成长期
环境监测	监测行业	不成熟	较低	34%	79%	成长期

资料来源: Wind, 中国产业信息网, 中国银河证券研究院

## (二) 国资入股环保民企, 合作共生带来效益最大化

近年来, 出现了不少国资入股民营环保企业的案例, 从数量上来看, 前几年发生的频率均较低, 但进入 2018 年以来三聚环保、永清环保、东方园林、中金环境、碧水源等企业纷纷披露国资入股的消息, 2019 年上半年, 环保行业就有五家上市公司的实控人由个人或集团变成了国有资本。他们分别是环能科技(中建启明)、三峡水利(长江电力)、美晨生态(潍坊市国资委)、清新环境(四川省国资委)、\*ST 菲达(浙江省国资委)。

**国资的介入可以促进环保企业长期、健康、可持续发展。**企业在发展过程中, 存在业务扩张、产业链延伸的需求, 需要更多的资金进行企业的周转。然而去年以来, 受政府“去杠杆”、严控金融风险、PPP 项目清库等大环境的影响, 不少环保企业遭遇资金危机, 业绩下滑, 经营状况出现问题。因此, 环保企业迫切需要资金的纾困来改善公司的经营状况, 来赢得长远的发展。因此, 具有强劲资金实力的新实控人介入, 将会优化原有企业的股东结构, 提升公司资信能力及抗风险能力。同时, 也可以缓解环保企业流动性压力, 帮助企业补充资金, 提升公司持续经营能力, 促进公司长期、健康、可持续发展。

**资金实力+专业技术增强环保企业实力。**国资大举并购环保股, 是国资推动战略重组和专业化整合, 国有企业积极推进混改、实现做强做优做大的一种表现。企业的合作共生逻辑在整个社会生态大系统下极其重要。通过入股等方式, 企业双方优势可以实现互补, 产生协同效应。这是在当前严峻的外部市场大环境下, 企业增强自身生存能力的选择。在融资收紧的背景下, 国资在项目拿单、市场开拓、资金成本上优势较为突出, 有望与环保民企的技术、项目管理优势产生协同效应。

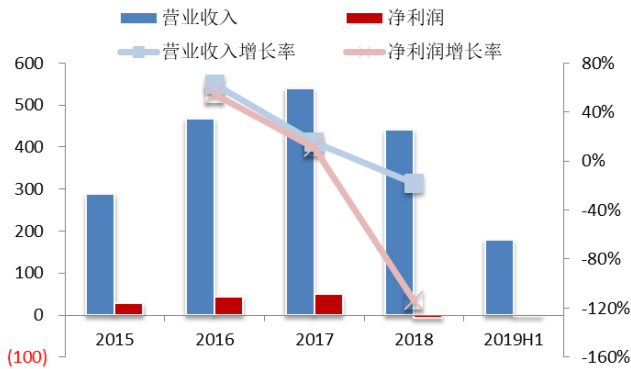
## (二) 中报业绩分化明显, 行业面临转型关键点

### 1. 大气治理领域业绩下滑明显, 非电行业尾气治理蕴藏机会

2019H1 大气治理领域 13 家上市公司营业收入共计 178.73 亿元, 较去年同期增长下降 78.6%; 净利润共计-2.38 亿元, 扣除亏损巨大(8.78 亿)的神雾环保, 其他 12 家大气治理相关上市公司实现净利润 6.4 亿, 与去年同期相比依然有较大幅度的下滑。此外, 大气治理领域

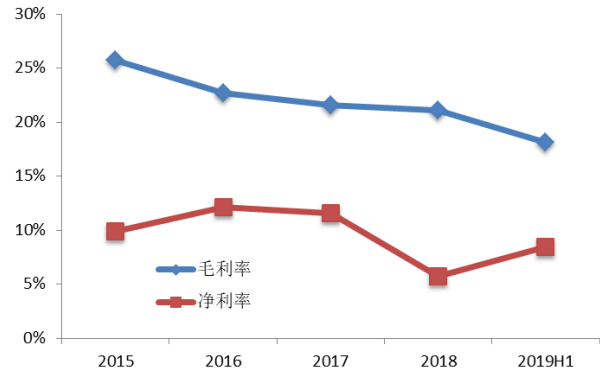
的毛利率和净利率也在持续下降，2019年上半年大气治理领域上市公司毛利率为18.17%，同比下降5.45pct；净利率8.41%，同比下降3.84pct。

图 12.2015-2019H1 大气治理上市营收与净利润(亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 13.2015-2019H1 大气治理上市公司毛利率与净利率



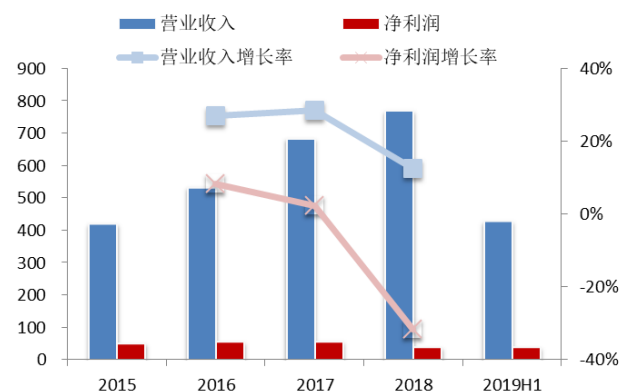
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

当前火电烟气治理的潜力有限，工作重点逐步转向非电行业。从中国环境保护产业协会统计的大气污染物信息能看出，随着近几年超低排放改造的持续推进，火电行业大气污染物排放比重已从原来的二分之一到了三分之一，绝对排放量也从 1000 万吨/年以上下降至 250 万吨/年左右，火电行业超低排放改造已经取得了巨大的成果。然而非电行业 2017 年大气污染物排放量仅比 2010 年下降 40% 左右，还有很大的改造空间。

目前非电行业烟气治理还存在许多问题，仍处在萌芽阶段。首先，由于非电行业自身范围广、细分行业多，不同行业之间生产工艺差异大，导致排放的污染物特性各不相同。其次，非电行业烟气成分和工况更加复杂，超低排放技术要求更高，目前还没有一种技术得到大规模应用推广。最后，非电领域在经济性方面更敏感，需要注重性价比，开发适用于具体行业的小机组。

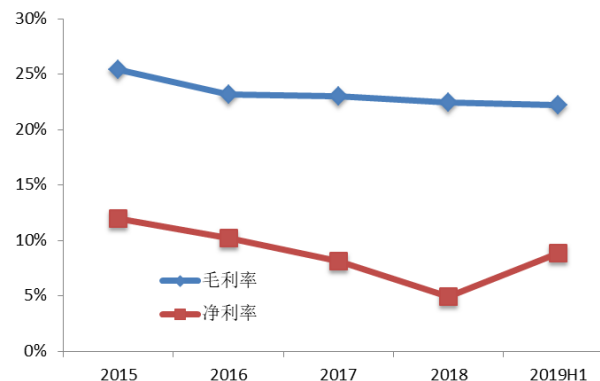
## 2. 垃圾分类政策保障固废处理产业链稳定增长

图 14.2015-2019H1 固废处理上市营收与净利润(亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 15.2015-2019H1 固废处理上市公司毛利率与净利率



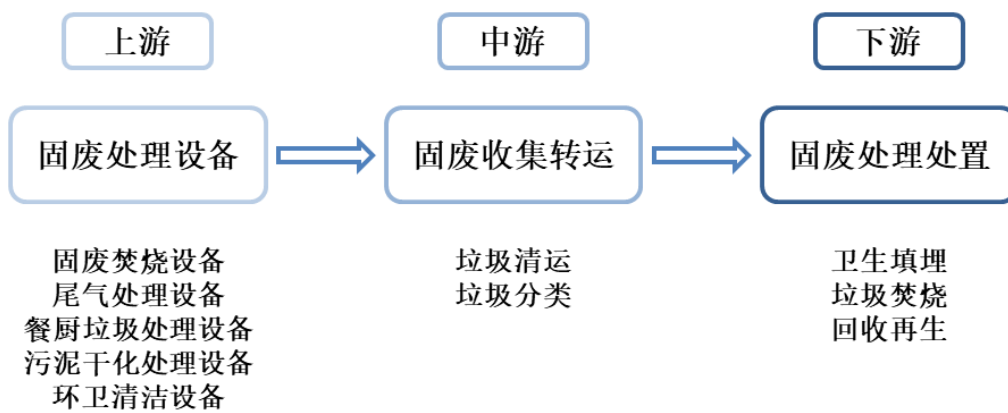
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2019H1 固废处理领域 17 家上市公司营业收入共计 427.8 亿元，较去年同期增长 26%；实

现净利润 37.8 亿元，同比增长 1.9%。今年上半年部分省市垃圾分类政策的出台增厚了固废处理企业的业绩。2019 年上半年固废处理领域上市公司毛利率为 22.24%，同比下降 3.2pct；净利率 8.84%，同比下降 2.11pct。

我国固废处理行业已经形成了较为成熟的产业链，其中行业上游为固废处理装备制造，主要是固废焚烧设备、尾气净化处理设备、餐厨垃圾处理设备、污泥干化处理设备和环卫清洁设备等；行业中游主要是垃圾清运与垃圾分类环卫企业，多由各省市地方环卫、园林、市政等管理部门、事业单位负责，一般的企业较少介入该领域，具有典型的政府垄断性质；处于下游的固废处置行业，由于国家政策和补贴优惠，在产业链中最先得到发展。

图 16. 固废处理产业链



资料来源：中国产业信息网，中国银河证券研究院

**固废处置设备技术相对成熟，设备需求保持稳定增长。**固废处理行业上游产业为固废处理装备制造，由于其技术相对成熟且不需要高精密度，因此除少数特殊产品外，大部分产品多数企业均可以生产，行业内企业数量众多，产品差异性较小。根据中国机经网数据，2018 年我国固废处理设备产量为 53580 台，较上年同期增长约 20%。成熟的固废处理装备制造为我国固废处理行业打下了良好的基础。固废处理设备出现在产业链中下游的各个环节，比如用于垃圾收集和转运的环卫车，用于干湿垃圾分离的餐厨垃圾处理设备，用于垃圾焚烧的炉排和尾气处理设备，用于水处理污泥处理的脱泥机，用于卫生填埋的压实机等，不同环节、不同工艺路线选择的设备差别较大，但随着我国生活垃圾产生量的逐年升高，对固废处置设备的需求量将维持高速增长。

**环卫市场空间广阔，垃圾分类成为未来工作重点。**行业中游主要是垃圾清运与垃圾分类环卫企业，多由各省市地方环卫、园林、市政等管理部门、事业单位负责，一般的企业较少介入该领域，具有典型的政府垄断性质。随着服务范围、内容的扩大，政府在进行环卫招标时也更倾向于与大企业进行合作，以 PPP 的模式落地环卫服务项目，给予企业更大的经营自主权，以提高服务效率。这两年环卫快速市场化，出现了机械化、一体化和智能化三大趋势，随着这些趋势的发展，国内环卫行业将逐渐成熟，赶上发达国家水平。

**固废处置竞争激烈，资源化和无害化是未来发展趋势。**处在行业下游的固废处置企业，由于国家政策和补贴优惠，在产业链中最先得到发展，当前竞争也比较激烈。进入该领域需要政府的行政许可，因此竞争参与者具有政府认可度高，公司规模较大等特点，公司实力平均，



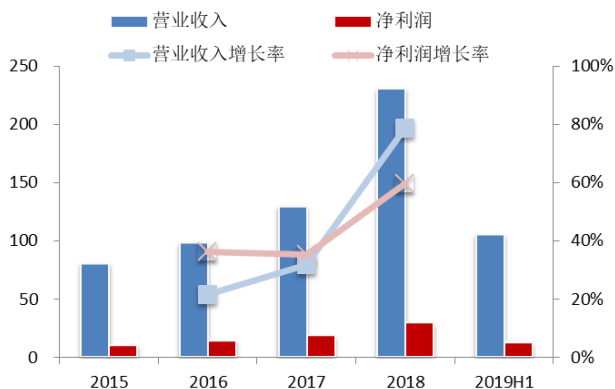
行业内无绝对龙头出现。另外，无论是一般废物还是危险废物，基本都采取就近处理原则，减少运输过程中带来的费用以及潜在的环境污染风险，因此固废处置处理企业更多体现为地域集中性。基于以上两点，我国固废处理行业集中度相对较低，CR4 为 40%，CR1 仅为 13%。相比于美国 CR4 达到 61%，CR1 达到 29%的集中度来看，还有进一步的提升空间。

除了无害化之外，资源化的回收再生也是未来固废处理的一大趋势，诸如美国、日本、欧洲等发达国家与地区，其固废资源化的比例超过七成。而根据中国产业信息网的数据，我国当前 90% 以上可以利用的废弃物，都被进行了填埋或焚烧处理，每年 15 亿吨左右的建筑垃圾，仅有几千吨得到再生利用。完善的垃圾分类制度的缺失导致了我国的再生资源回收行业无论是经营还是管理基本处于自发而无序的状态，难以高速发展。

### 3.环境监测一枝独秀，保持强劲发展势头。

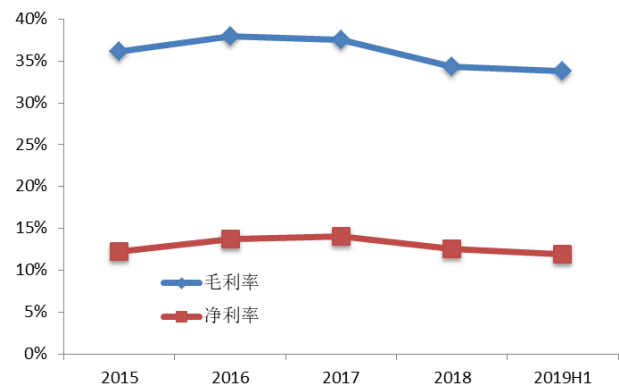
2019H1 环境监测领域 7 家上市公司营业收入共计 104.79 亿元，较去年同期增长 64.8%；实现净利润 12.45 亿元，同比增长 73.9%。旺盛的监测需求保障该领域上市公司业绩高速增长。2019 年上半年环境监测领域上市公司毛利率为 33.83%，同比下降 1.02pct；净利率 11.88%，同比增长 0.63pct。

图 17.2015-2019H1 环境监测上市营收与净利润(亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 18.2015-2019H1 环境监测上市公司毛利率与净利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

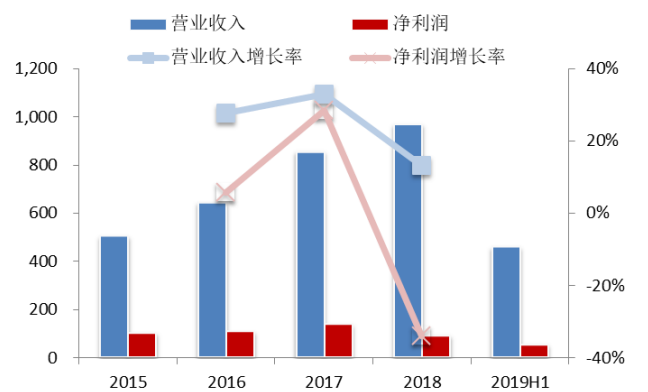
环境监测领域的高景气度，一方面源于国家高度重视空气环境监测与治理工作，针对各类大气污染源及空气颗粒物，持续加严相关政策，提高排放治理标准，细化监测部署方案，完善环境监测体系，各级监测站对空气站的需求比较旺盛。另一方面，随着国家对环境保护的重视，水质监测近年来发展迅速，特别是在推动长江经济带发展的政策背景下，以污水处理或者河道治理为代表的传统“末端治理”模式正在向“全流域治理”推进，全流域一体化生态单元的运营，在水域生态在线监测、水污染应急预警方面形成了巨大的市场。

**监测网络全覆盖后自动化、智能化、网络化将是未来发展方向。**国务院明确要求，到 2020 年，全国生态环境监测网络基本实现环境质量、重点污染源、生态状况监测全覆盖。从 2018 年监测设备的发展趋势看，在价格更低、易于维护、运行稳定、适应恶劣环境等基础上，已经向自动化、智能化和网络化方向发展。环境监测要素从大气扩展到水质，监测领域不断扩大，监测网络从传统的“三废”监测发展为覆盖全国各省区、涵盖多领域多要素的综合性监测网，行业处在高速成长期。

#### 4.传统水处理市场趋于饱和，流域治理将带来新增量

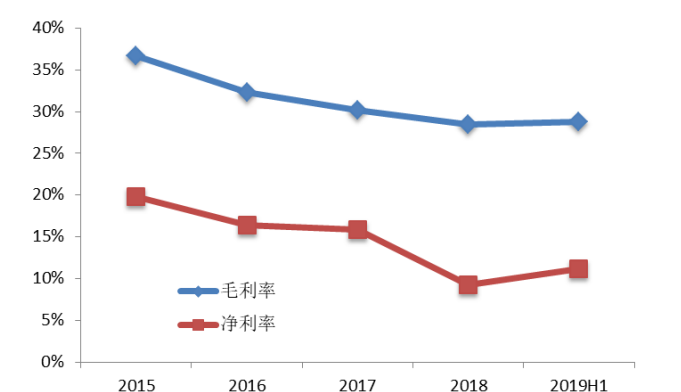
2019H1 水处理领域 36 家上市公司营业收入共计 457.08 亿元，较去年同期增长 9.3%；实现净利润 51.13 亿元，同比下降 25.4%。2019 年上半年水处理领域上市公司毛利率为 28.79%，同比下降 2.14pct；净利率 11.19%，同比下降 5pct。大量的工程建设投入以及财务费用的增长压缩了该领域上市公司盈利空间。

图 19.2015-2019H1 水处理上市营收与净利润(亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 20.2015-2019H1 水处理上市公司毛利率与净利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**城市与县城污水处理市场均趋于饱和。**根据 2016 年的中国城乡建设统计年鉴，全国城市污水处理能力为 14910 万立方米/日，处理率已达 93.4%，与 2020 年设定处理目标相差无几；全国县城污水处理能力为 3036 万立方米/日，处理率为 87.4%，已经提前完成 2020 年污水处理率的目标。但《水污染防治行动计划》提到“要加快城镇污水处理设施建设与改造，现有城镇污水处理设施要因地制宜进行改造，2020 年底前达到相应排放标准或再生利用要求。建成区水体水质达不到地表 IV 类标准的城市，新建城镇污水处理设施要执行一级 A 排放标准。”

**乡镇水处理将成为未来几年市政污水处理的主要增量市场。**根据 2016 年的中国城乡建设统计年鉴，全国建制镇污水处理能力为 2464 万立方米/日，处理率为 52.6%，根据规划到 2020 年底建制镇的污水处理率要到达 70%；2016 年乡镇污水处理能力仅为 64 万立方米/日，污水处理率也才仅仅 11.38%，根据规划到 2020 年底乡镇污水处理率要达到 60%。因此，未来中国市政水处理市场将以建制镇和乡镇补足处理能力为主，预计到 2020 年底，建制镇与乡镇合计将新增污水处理能力超过 1000 万立方米/日。目前我国大部分城镇已有水厂的污水处理能力只能达到一级 B 标准，无法满足未来水质要求。因此需要在已有的处理设施上，通过进一步设计、建设施工等，提升污水处理能力，使出水达到要求，提标改造为行业提供了新的发展动力。

**流域污染影响居民生活，治理迫在眉睫。**我国一些城市周围的湖泊，大多处于富营养化，许多湖泊已经丧失供水、旅游、水产等功能，这也极大地影响到人类的生存环境。在我国的七大水系中，只有珠江、长江总体水质比较好，松花江为轻度污染，黄河、淮河为中度污染，辽河、海河为重度污染，河流污染相当的严重。流域治理在已经引起了诸多关注。流域综合治理是一项复杂又艰巨的任务，需要综合考虑经济、社会、生态、环境等诸多因素。当前我国的流域治理，要针对不同区域的生态经济特征，因地制宜的确定治理目标，根据社会经济情况、国家生态需求进行适度治理。

**地下水形式严峻，污染容易修复难。**地下水污染是人类的生产生活活动产生的污染物渗入地下、引起地下水化学成分、物理性质和生物学特性发生改变而使地下水质量下降的现象。地表以下地层复杂，地下水流动极其缓慢，因此，地下水污染具有过程缓慢、不易发现和难以治理的特点。地下水一旦受到污染，即使彻底消除其污染源，也得数十年、乃至数百年才能使受污染的地下水水质得以复原。

## 三、环保行业面临的问题及建议

### （一）现存问题

#### 1. 竞争秩序混乱，市场信息不对称

目前全国专营环保的企业数量在4万家左右，其中90%以上是50人以下的小微公司，而兼营环保的企业数量则有15-20万家。行业集中度较低，大部分企业没有形成专业的分工体系和完整的产业链。市场竞争秩序混乱，招投标领域乱象丛生，低价中标现象普遍，造成了不少的“垃圾工程”和“半拉子工程”。而混乱的市场秩序也打击了企业的创新动力，很多项目存在“重投资，轻技术”的现象，对先进技术形成挤出效应。此外，市场信息不对称，缺乏公正客观的获取技术、市场、信用等信息的渠道，环境治理需求方极易被各种错误信息误导，也阻碍先进技术推广和优质企业发展。

#### 2. 技术缺乏超前性，科研成果转化难

我国环保产业在技术能力上与国际同行相比基本处于同一梯队，但技术供给水平却仅能勉强满足国家现阶段污染防治要求的一般水平，造成这种现象的原因主要有三点。

第一，环境科技基础研究与应用基础研究与发达国家存在较大差距，核心理论、方法、技术多源于发达国家，技术创新总体上处于跟跑状态，原创性、特有性技术不多，形成的专利、核心产品和技术标准等重大创新成果较少。特别是支撑生态环境质量改善的应用基础研究不够。

第二，我国环保产业创新的超前性较差。多数环保企业将工艺设计作为研发重点，技术创新能力有限，预研能力严重不足，难以在下一轮竞争中取得对环保产业发达国家的技术优势。知识产权保护不力也是影响企业研发积极性和创新超前性的重要因素。

第三，科技成果转化难。大量科技成果形成于科研机构，由于体制机制及配套政策等原因，难以在企业实现产业化应用。缺乏鼓励环境科技创新和新技术推广应用的针对性政策，技术研发与转移、成果转化、推广应用等技术创新链关键环节缺失，影响了创新成果的推广应用。

#### 3. 自身造血能力差，过度依赖政府补贴

环保项目普遍带有公益性，盈利能力不强，不同项目的投资回报机制和盈利渠道差异较大，往往不能依靠最终用户买单，部分项目对政府投资、付费和补贴依赖度较高，政府有限的财力制约了环保产业的进一步发展。有的细分领域对财政补贴高度依赖，随着我国补贴政策取向的变化，相关企业将面临盈利模式重大调整的难题。

## (二) 建议及对策

### 1. 加强政府监管，维护市场健康

加大政府宏观管理和政策引导力度，制定和完善环保产业政策法规，鼓励发展先进、经济、高效的环保技术、工艺和装备，限制和淘汰落后生产力，促进环保产业市场健康快速发展。进一步制定鼓励环保产业发展的税收政策，提高企业排污收费标准，调动其治理污染的积极性，加建立和完善城市污水、垃圾处理的收费制度，以合理化的定价方式满足污染治理设施建设和运营的需求。

### 2. 培养具有核心竞争力的企业

环保企业要建立技术研发中心，搞好环保技术的研究、开发和应用。环保管理是发展环保企业的保证，环保管理要求的各个层次、各个领域、各个方面、各个过程时时处处体现环保。生产环保商品，争取环保认证是企业被认可的标志。企业应生产“安全、节能、无公害”的环保商品，施行环保包装，争取环保认证，组建环保企业集团是环保企业实现规模效益的重要途径，通过政府引导，遵循市场经济规律，以资本运营为纽带，通过联合、兼并和资产重组，组建环保集团企业，实现资源优化配置

### 3. 改善商业模式，打造综合化服务

整合环保产业链，将环保咨询、环保技术、环保设备、环保工程、环保服务等整合到一个统一的产业集团中，这样一方面可以增强企业技术实力和资本运作能力，另一方面也可以促使企业树立良好的品牌形象，积累丰富的市场运作经验以有效地利用资本、技术和人才等社会资源。环保产业集团的建立，可以解决环保产业市场不规范的问题。

## 四、环保行业在资本市场中的表现

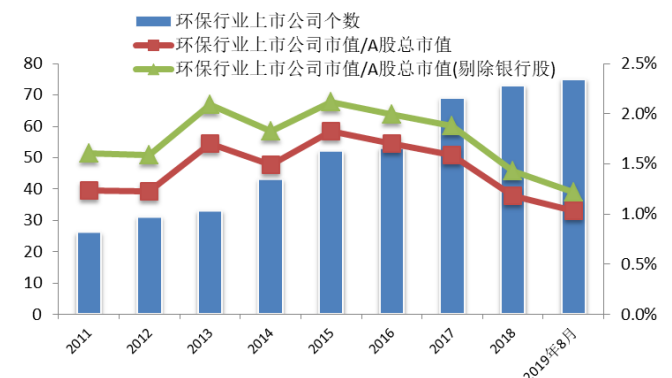
### (一) 环保行业在国民经济中的地位

图 21. 环保行业上市公司市值比较



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 22. 2010-2019 年 8 月环保上市公司个数与市值占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

环境保护在我国经济社会转型中具有重要意义。资源环境的制约是当前我国经济社会发



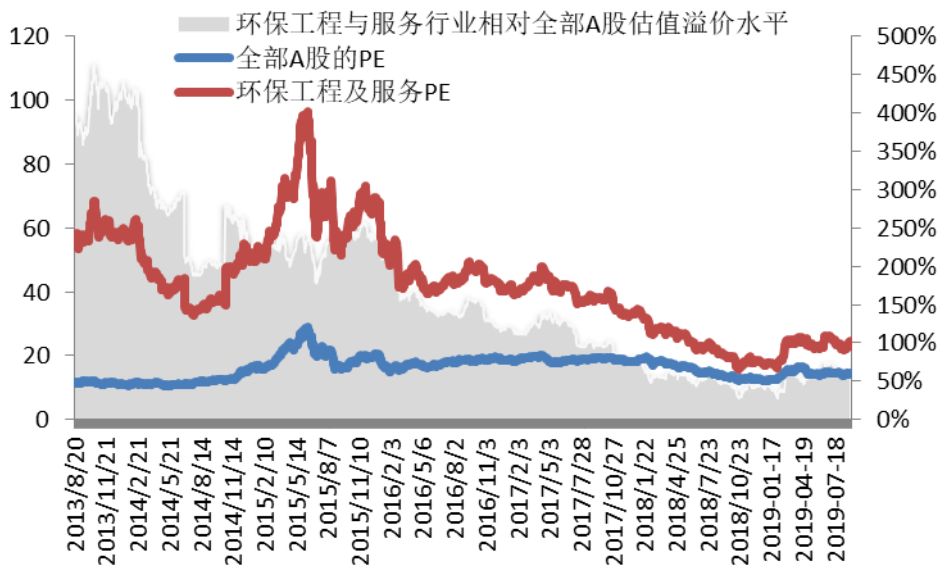
展面临的突出矛盾，解决环境问题是我国经济社会转型的重要步骤。加快发展环保产业对拉动投资和消费，形成新的经济增长点，推动产业升级和发展方式转变，促进节能减排和民生改善，实现经济高质量、可持续发展具有重要意义。

**环保上市公司个数逐年增加，市值占比持续下降。**从2010年“十二五”规划开始，生态环保在国家战略中的地位愈发重要，行业相关上市公司从2011年的26家增长到2019年8月的75家，总市值从最初的2,021亿到最高7,110亿。然而由于金融去杠杆、PPP规范化以及个别环保民企债务违约等多重因素的影响，2018年环保行业上市公司总市值几乎腰斩，年末总市值仅为4,156亿元，是2017年末的58%。2019年以来，随着情绪的升温和基本面的改善，直至2019年8月末，我国环保行业相关上市公司总市值较2018年末增长了9.2%，达到了4,538亿人民币，占A股总市值的1.03%，剔除银行股后占A股总市值的1.22%。由于未来治理需求依然存在，监管力度也维持高压，随着资金面好转，市场情绪的修复，预计未来环保行业将从2018年的低潮中恢复，维持稳定增长。

## （二）环保行业估值修复，静待进一步调整回归

截止到2019年08月30日，环保工程及服务行业动态市盈率为23.0X，全部A股动态市盈率为14.4X，环保工程与服务行业相对全部A股溢价水平为60%。今年以来环保板块估值逐渐修复，从年初的18X到当前的23X。随着新的环境治理需求不断释放，行业盈利能力开始好转。未来板块估值有望进一步修复，回归合理区间。

图 23.环保工程及服务板块估值及溢价水平



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

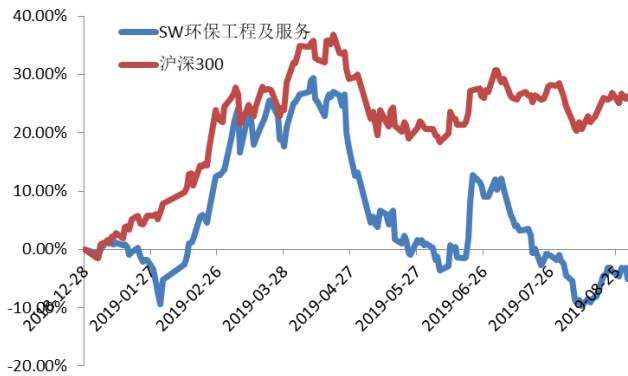
## （三）年初至今板块表现弱于沪深300

2019年年初至8月30日，沪深300上涨26.2%，环保工程与服务行业指数下跌5.2%，目前环保工程及服务板块走势弱于大盘。在A股28个一级行业中，公用事业板块8月下跌2.4%，涨跌幅在28个行业中排第17位。在二级行业公用事业中，SW环保工程及服务II下跌3.27%，



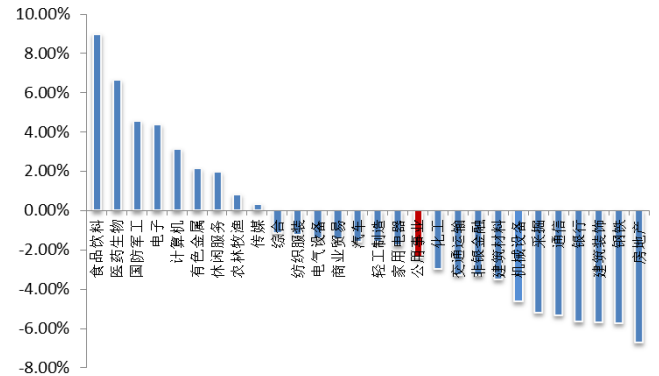
SW 水务II下跌 3.74%，跌幅排名相对靠前。

图 24.环保工程及服务相对沪深 300 表现(年初至今)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 25.环保工程及服务相对沪深 300 表现(年初至今)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 五、投资建议及股票池

### (一) 投资建议

#### 1.看好需求稳定的固废产业链、环境监测、水环境治理

**垃圾分类政策落地，固废产业链多个细分领域将迎来新机遇。**随着垃圾分类相关政策的出台，固废处理领域热度空前。全新的分类要求，也将带来环卫装备的更新换代，未来契合分类要求的环卫车以及环卫设备的需求仍将维持在较高的水平。垃圾焚烧发电也将迎来重大变革。当前我国生活垃圾中，湿垃圾占比和含水率双高，增加了后去分类处理的难度。实行干湿分类后，一方面可以提高末端的分选效率，另一方面也会提升垃圾的热值，进而增加单位垃圾的发电量，提升垃圾焚烧企业盈利能力。可回收垃圾资源化领域也会因为垃圾分类精细化、标准化而受益，非正规资源回收渠道的生存空间将进一步被压缩，从事资源回收的企业也能逐渐掌握主动权，未来行业空间有望不断释放。

**环境监测需求维持高位，智慧环保是未来发展趋势。**环境监测是环保工作开展的基础，也是环境物联网的传感器端口。伴随着各领域环境监测体系建设完成，监测数据分析应用将成为接下来的投资重点。环境物联网系统或环境大数据分析系统，可以为地方政府提供实时环境决策、环境质量预警和环境应急管理方案提供等服务，随着各地环境监测能力提升和数据分析需求显现，环境大数据业务快速发展值得期待。大型环境监测仪器生产商具备系统搭建和大数据分析能力，能够率先受益于环保物联网建设，抢占市场制高点。

**水环境治理 PPP 项目加速释放，利好具有综合实力的水处理企业。**5 月至今的三个月间，全国进入招标、发布需求公示、发布资审结果、预中标、中标和流标等阶段的项目已有 30 余个，总投资达 660 亿，市场呈现出集中释放的态势。由于水环境治理项目涉及范围极广，治理手段复杂，单个项目的投资规模巨大，对于项目承接单位的资金、设计规划、工程建设、项目运营等能力均有较高的要求，具有综合实力的水处理企业有机会在水环境治理中掌握主动权。

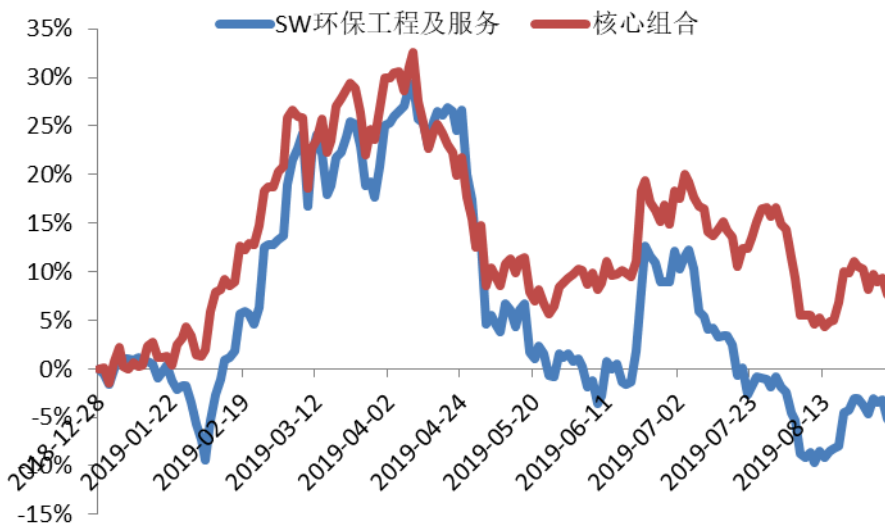
## 2.投资策略：寻找技术水平领先、运维经验丰富的细分领域龙头

环保督察维持高压，需求持续提振，板块向上的估值修复弹性较大。结合当前需求来看，环境监测、流域治理、垃圾分类三个领域在未来将维持高景气度。推荐国内监测设备龙头聚光科技(300203.SZ)；拥有优质运营资产、具有垃圾收集转运分类业务的瀚蓝环境(600323.SH)、上海环境(601200.SH)；再生资源回收利用龙头中再资环(600217.SH)；具有丰富流域、黑臭水体等水环境治理经验，拿单能力强的博世科(300422.SZ)。

### (二) 核心组合表现

2019 年年初至 8 月 30 日，SW 环保工程及服务板块下跌 5.15%，沪深 300 上涨 26.2%，核心组合上涨 7.6%，跑赢行业指数 12.75pct，跑输沪深 300 指数 18.6pct。本月，SW 环保工程及服务板块下跌 3.27%，沪深 300 下跌 0.93%，核心组合下跌 5.13%，跑输行业指数 1.86pct，跑输沪深 300 指数 4.2pct。

图 26.年初至今核心组合表现



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 3.核心组合表现及推荐理由

证券代码	证券名称	推荐理由	月涨幅%	累计涨跌幅% 入选至今	相对收益率% 入选至今
300137.SZ	先河环保	网格化监测龙头，未来环境监测市场空间巨大，业绩增长确定。	-8.26	-10.06	-4.91
600323.SH	瀚蓝环境	在手订单充足，运营收入稳定，危废处置能力持续扩张，未来成长可期。	2.74	26.9	32.05
600388.SH	龙净环保	非电烟气治理龙头，深耕领域多年，在火电烟气改造基本完成，非电市场开启的情况下，有望持续增长	-14.02	5.97	11.12

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 六、风险提示

治理需求不及预期；政策力度不及预期；行业竞争加剧；公司发生合规问题。

## 七、附录

### (一) 2019年7月新增环保项目清单

表 4.2019年7月新增水务项目

项目类型	中标单位(牵头人)	项目名称	总投资(亿)
水务	中国中铁股份有限公司	泰城水生态环境治理工程 PPP 项目	58.33
	中铁一局集团有限公司	吉林松原市海绵亨氏建设(一期)PPP 项目	44.24
	南京市江宁区自来水有限公司	江苏南京市江宁区农村污水处理设施项目	43.43
	中国建筑第八工程局有限公司	滨州市城区南部污水处理厂及配套管网工程 PPP 项目	23.52
	河南省路桥建设集团有限公司	河南信阳市中心城区水生态环境治理工程 PPP 项目	18
	中建三局集团有限公司	临空港新城市政道路及综合管廊 PPP 项目	14.27
	中设设计集团股份有限公司	泰州市海陵区村庄生活污水治理工程 PPP 项目	11.59
	中交生态环保投资有限公司	肇庆市高要区新一轮水质净化设施建设 PPP 项目	10.5
	云南水务投资股份有限公司	阜南县乡镇政府驻地生活污水处理 PPP 项目单一来源采购	9.3
	北京首创股份有限公司	铜陵市义安区五松城区雨污分流与污水处理 PPP 项目 北京市大兴区长子营镇水生态环境治理工程 PPP 项目	7.96
	内蒙古环保投资集团有限公司	内蒙古赤峰市元宝山区污水处理厂中水综合利用供水工程 PPP 项目	5.25
	北京碧水源科技股份有限公司	绥化市北郊污水处理工程及绥化市经开区(国家级)污水处理工程 PPP 项目	4.61
	中节能环保投资发展(江西)有限公司	山西清徐县徐沟污水处理厂建设 PPP 项目 鹰潭市余江区虎山、中童、锦江、满溪四座工业污水处理厂新建及提升特许经营权服务项目	4.52
	江西洪城水业环保有限公司	南康生活污水处理厂污水处理特许经营权项目 盖州市双台镇污水处理厂及配套管网工程 PPP 项目	3.7
	北票市力和市政工程有限公司	北票市城乡规划局北票市污水处理厂及配套管网工程 PPP 项目	3.68
	安徽中环环保科技股份有限公司	泰安岱岳新型产业园供排水一体化 PPP 项目	2.96
	黑龙江亚泰路桥工程有限公司	云南景洪市市域镇(乡)污水和生活垃圾处理设施建设 PPP 项目	2.29
	安徽省通源环境节能股份有限公司	崇左市江北污水处理厂及城区管网工程 PPP 项目	2.10
	华鸿水务集团股份有限公司	中越跨境经济合作区凭祥园区排水排污工程 PPP 项目	2.06
	湖南高岭建设集团股份有限公司	衡山县开云新城及乡镇污水处理工程 PPP 项目	2.02

交口县嘉欣科技有限公司	交口县第二污水处理厂建设工程 PPP 项目	1.10
贵州远达环保工程有限公司	岑巩县县城污水处理扩容及提标工程 PPP 项目	1
新疆中智达环保科技有限公司	奎屯市东郊污水处理厂提标改造及中水回收工程 PPP 项目	0.9
哈尔滨北方环保工程有限公司	黑龙江北安市向前污水处理厂提标改造工程 PPP 项目	0.8
河北中保建设集团有限责任公司	河北阜平县恒和污水处理厂改造提升及二期建设工程 PPP 项目	0.74
金科环境股份有限公司	灵武市污水处理厂、东塔镇污水处理厂 PPP 项目	/
总计	26	29
		278.87

**表 5.2019 年 7 月新增垃圾焚烧发电项目**

项目类型	中标单位	项目名称	规模(吨/天)	费用(元/吨)	总投资(亿)
垃圾焚烧发电	光大国际	富阳区循环经济产业园生活垃圾焚烧 PPP 项目	1500	180	13.76
		南阳市生活垃圾焚烧发电 PPP 项目	2250	56.8	8.69
	粤丰环保	乐昌市循环经济环保园(垃圾焚烧发电)PPP 项目	500	/	3.19
		临汾市环境产业园区生活垃圾焚烧发电及餐厨垃圾处理 PPP 项目	1200	72.6	6.48
	恩菲工程	五常市垃圾焚烧发电处理工程特许经营项目	600	58	3.1
		固安县生活垃圾焚烧发电厂项目	1800	75	7.26
	城发环境	辉县市生活垃圾焚烧发电项目	700	79	4.22
		首创环境	深州市生活垃圾焚烧发电工程 PPP 项目	800	63
	菲达环保	余干县生活垃圾焚烧发电 PPP 项目	600	74.88	3.63
	中国环保	图们市生活垃圾焚烧发电 BOT 项目	500	75	3
	伟明环保	安福县生活垃圾焚烧发电 PPP 项目	500	63.8	2.7
	泰达环保	衡水市吉州区生活垃圾焚烧发电 PPP 项目	500	50	2.69
	芜湖海螺	绥阳县生活垃圾焚烧发电项目(特许经营权采购)	400	60	2.4
	深能环保	大连市中心城区生活垃圾焚烧发电二期工程 PPP 项目	2250	11.11	/
总计	11 家	14 个	14100		65.05

资料来源：中国固废网，中国银河证券研究院

## (二) 环保行业涉及的上市公司

**表 6.报告所涉及的环保行业上市公司**

细分领域	所含公司
大气治理	科林环保、清新环境、三维丝、三聚环保、中环装备、神雾环保、永清环保、远达环保、龙净环保、菲达环保、德创环保、金海环境、创元科技
固废处理	中国天楹、格林美、泰达股份、启迪桑德、旺能环境、富春环保、东江环保、盛运环保、维尔利、雪浪环境、中再资环、瀚蓝环境、上海环境、绿色动力、伟明环保、高能环境、龙马环卫
环境监测	盈峰环境、雪迪龙、先河环保、聚光科技、理工环科、汉威科技、天瑞仪器
节能	京蓝科技、神雾节能、科融环境、隆华科技、天壕环境、迪森股份、中材节能

---

水务/水处理 世纪星源、东旭蓝天、华控赛格、中原环保、兴蓉环境、渤海股份、中山公用、南方汇通、万邦达、碧水源、中电环保、巴安水务、兴源环境、津膜科技、天翔环境、国祯环保、博世科、环能科技、久吾高科、鹏鹞环保、中环环保、首创股份、武汉控股、国中水务、钱江水利、洪城水业、新奥股份、创业环保、重庆水务、江南水务、绿城水务、上海洗霸、博天环境、联泰环保、海峡环保、中持股份

---

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院



## 插图目录

图 1.2019H1 新增污染防治与绿色低碳项目数量及规模	3
图 2.2019 年 1-7 月水务项目中标数量及规模	4
图 3.2019 年 7 月新增水务项目类型占比	4
图 4.2019 年 7 月新增固废项目类型占比	4
图 5.2019 年 7 月新增固废项目分布(省份)	4
图 6.2015-2019H1 环保行业上市公司营业收入与净利润	7
图 7.2015-2019H1 环保上市公司毛利率与净利率	7
图 8.2015-2019H1 水处理行业上市公司费用率	7
图 9.2015-2019H1 环保行业及细分领域资产负债率	8
图 10.2015-2019H1 环保上市公司偿债能力	8
图 11.2015-2019H1 环保上市公司现金流情况	8
图 12.2015-2019H1 大气治理上市营收与净利润(亿元)	11
图 13.2015-2019H1 大气治理上市公司毛利率与净利率	11
图 14.2015-2019H1 固废处理上市营收与净利润(亿元)	11
图 15.2015-2019H1 固废处理上市公司毛利率与净利率	11
图 16.固废处理产业链	12
图 17.2015-2019H1 环境监测上市营收与净利润(亿元)	13
图 18.2015-2019H1 环境监测上市公司毛利率与净利率	13
图 19.2015-2019H1 水处理上市营收与净利润(亿元)	14
图 20.2015-2019H1 水处理上市公司毛利率与净利率	14
图 21.环保行业上市公司市值比较	16
图 22.2010-2019 年 8 月环保上市公司个数与市值占比	16
图 23.环保工程及服务板块估值及溢价水平	17
图 24.环保工程及服务相对沪深 300 表现(年初至今)	18
图 25.环保工程及服务相对沪深 300 表现(年初至今)	18
图 26.年初至今核心组合表现	19

## 表格目录

表 1.环保行业杜邦分析	9
表 2.环保细分领域所处生命周期判断	10
表 3.核心组合表现及推荐理由	19
表 4.2019 年 7 月新增水务项目	20
表 5.2019 年 7 月新增垃圾焚烧发电项目	21
表 6.报告所涉及的环保行业上市公司	21

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**周然，电力等公用事业兼新能源行业证券分析师。**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，本人承诺，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层  
北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn  
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn