

分析师: 唐俊男

执业证书编号: S0730519050003

tangjn@ccnew.com 021-50586738

## 短期关注控股权变更影响, 中期投资回归运营属性

——环保及公用事业行业 2020 年度策略

### 证券研究报告-行业年度策略

同步大市 (维持)

#### 盈利预测和投资评级

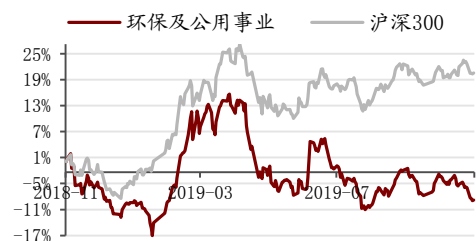
发布日期: 2019 年 11 月 15 日

| 公司简称 | 19EPS | 20EPS | 20PE  | 评级 |
|------|-------|-------|-------|----|
| 高能环境 | 0.66  | 0.91  | 10.74 | 增持 |
| 龙马环卫 | 0.65  | 0.77  | 13.31 | 增持 |
| 旺能环境 | 1.06  | 1.32  | 11.70 | 增持 |
| 瀚蓝环境 | 1.23  | 1.44  | 12.22 | 增持 |

#### 投资要点:

- **环保板块年内表现不佳。**19 年前 10 个月, 环保指数走势前高后低, 年内收益率排名靠后, 整体表现缺乏弹性; 细分领域差异较大, 再生资源、固废处理、水务运营收益率比较靠前; 板块基金持仓市值维持低位, 低配趋势无改善。
- **行业经营环境存改善预期, 2020 年行业洗牌再发展。**“民企国企化”成为近两年来环保行业的最大变化。国企控股有望降低相关公司融资成本, 提升项目获取能力, 改善公司治理结构。同时, 19 年来环保行业融资环境边际改善明显, 融资方式多样化, 融资成本有所降低。政策要求形成绿色发展价格机制, 有望将生态环境成本内部化, 理顺环保行业盈利模式。
- **环卫服务市场增速减缓, 优选头部企业。**环卫服务市场化率进入高位, 环卫一体化 PPP 项目下沉至县乡区域, 2020 年环卫服务市场可能进入低速增长阶段。企业间的竞争体现在资源背景、管理运营经验、服务质量、品牌、资本实力、报价等多个方面, 而专业的第三方环卫服务公司和环卫设备制造起家的环卫服务公司具备竞争优势, 其市场份额有望持续扩大。预计 2020 年环卫服务公司证券化加快, 相关公司估值存提升空间。
- **生活垃圾焚烧发电市场发展超预期, 长期盈利能力预期提升。**各省生活垃圾焚烧发电厂中长期专项规划陆续出台, 推高行业天花板。19 年中标项目量增价稳趋势, 有望在 2020 年得以延续。尽管可再生电源电价附加存调整预期, 但处理价格存博弈空间。另外, 垃圾分类政策短期削减生活垃圾入库量, 长期有利于提升发电厂的盈利能力。
- **污水处理市场提标改造需求增长, 但股东回报提升有难度。**城镇污水处理提质增效政策打开新一轮国内市政污水处理投资需求。2020 年水务市场有望延续 19 年景气向上趋势, 预计央企、国企为代表的污水处理公司或者建筑类公司将获取大部分新增市场份额。但以稀释股本为代价的融资模式, 难以提升股东回报, 成为压制污水处理企业估值的重要因素。
- **维持行业“同步大市”投资评级。**截至 19 年 11 月 14 日, 中信环保指数 PB(LF) 为 1.66 倍, 显著低于历史中位数 3.81 倍, 板块估值进一步下行的空间不大。投资主线: 短期关注国企化的头部环保公司, 其业绩存改善预期; 中期关注固废处理产业链和污水处理运营优质企业。重点关注标的: 高能环境、龙马环卫、旺能环境、瀚蓝环境。
- **风险提示:** 劳动力成本增加, 环卫用工成本提升挤压环卫服务公司盈利空间; 行业参与者过多, 竞争趋于激烈导致中标价格偏低; 环保标准提升, 治污企业自身污染治理成本提升; 环保政策执行力度放松, 投资需求降低; 经济下行压力增加, 地方政府财政偏紧, 环保治理需求不及预期。

#### 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月报: 生活垃圾焚烧发电项目持续释放, 短期关注三季度业绩变化》 2019-10-23
- 2 《环保及公用事业行业月报: 各省垃圾分类实施方案相继印发, 关注对固废产业链的影响》 2019-09-17
- 3 《环保及公用事业行业月报: 不必过于悲观, 关注固废处理产业链》 2019-08-07

**联系人: 李琳琳**
**电话:** 021-50586983

**传真:** 021-50587779

**地址:** 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

**邮编:** 200122

## 内容目录

|   |           |
|---|-----------|
| <b>1. 19 年行情回顾及展望</b> .....             | <b>4</b>  |
| 1.1. 板块指数年内收益率排名靠后，整体表现缺乏弹性 .....       | 4         |
| 1.2. 短期关注控股权变更影响，长期回归运营属性 .....         | 5         |
| <b>2. 经营环境趋于改善，行业洗牌再发展</b> .....        | <b>6</b>  |
| 2.1. 环保民企国有化，行业发展新局面显现 .....            | 6         |
| 2.2. 市场融资成本降低，重资产投资型项目有望实现成本节约 .....    | 8         |
| 2.3. 定价制度尚需完善，绿色价格机制有利于理顺环保行业盈利模式 ..... | 10        |
| <b>3. 长期投资看运营，优选赛道头部公司</b> .....        | <b>11</b> |
| 3.1. 环卫服务行业增速减缓，大型环卫服务公司发展值得期待 .....    | 11        |
| 3.2. 生活垃圾焚烧发电市场发展超预期，强者有望恒强 .....       | 13        |
| 3.3. 水务市场火热，央企、国企竞争优势明显 .....           | 18        |
| <b>4. 投资评级及主线</b> .....                 | <b>21</b> |
| 4.1. 维持行业“同步大市”投资评级 .....               | 21        |
| 4.2. 投资主线 .....                         | 21        |
| 4.3. 重点关注标的 .....                       | 21        |
| <b>5. 风险提示</b> .....                    | <b>22</b> |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1: 19 年环保指数呈现倒 V 走势 .....            | 4  |
| 图 2: 电力及公用事业行业年内涨幅排名靠后 .....           | 4  |
| 图 3: 19 年环保各细分领域表现差异较大（至 10.31） .....  | 5  |
| 图 4: 19 年环保领域排名前十名和后十名收益率 .....        | 5  |
| 图 5: 基金持续低配环保板块 .....                  | 5  |
| 图 6: 基金持仓市值保持低位 .....                  | 5  |
| 图 7: 中金环境最新一期超短期融资券利率明显降低 .....        | 8  |
| 图 8: 19Q3 环保类股权转让公司净利润和现金流情况 .....     | 8  |
| 图 9: 环保各细分领域国企与民企数量对比 .....            | 8  |
| 图 10: 市值超过 100 亿的环保公司情况 .....          | 8  |
| 图 11: 18Q2 以来我国贷款利率趋势性回落 .....         | 9  |
| 图 12: 19Q3 环保公司财务费用率有所下降 .....         | 9  |
| 图 13: 2004—19 年 36 城市居民污水处理费缓慢增长 ..... | 10 |
| 图 14: 我国人均年垃圾处理费征收标准（元/户/年） .....      | 10 |
| 图 15: 16—19H1 我国首年环卫服务合同金额和增速 .....    | 11 |
| 图 16: 18Q1 以来我国季度开标项目金额增速下滑 .....      | 11 |
| 图 17: 19Q1 主要环卫服务公司新增订单市场份额 .....      | 12 |
| 图 18: 19Q1 环卫服务市场化订单 CR10 明显提升 .....   | 12 |
| 图 19: A 股环卫服务公司与 H 股物业公司估值比对 .....     | 13 |
| 图 20: 2019—2021 年国内垃圾清运量有望稳健增长 .....   | 14 |
| 图 21: 我国生活垃圾焚烧处理占比有望持续提升 .....         | 14 |
| 图 22: 19 年前 3 季度垃圾焚烧发电市场投资近五百亿 .....   | 15 |
| 图 23: 19 年新增垃圾焚烧发电项目价格稳中有升 .....       | 15 |
| 图 24: 国内生活垃圾焚烧发电厂上网电价构成（元） .....       | 16 |

|  |    |
|--|----|
| 图 25: 典型垃圾焚烧发电公司发电收入占比近七成.....           | 16 |
| 图 26: 19 年 7 月上海强制垃圾分类后热值显著提升 .....      | 18 |
| 图 27: 19 年 7 月上海垃圾分类后垃圾含水量显著降低 .....     | 18 |
| 图 28: 我国城市和县城污水处理率基本饱和.....              | 19 |
| 图 29: 我国农村污水处理渗透率有较大空间.....              | 19 |
| 图 30: 19 年 1—8 月我国水务项目中标数量情况 .....       | 20 |
| 图 31: 19 年 1—10 月我国水务项目中标金额情况 .....      | 20 |
| 图 32: 国内主要上市污水处理企业的平均 ROE 水平 .....       | 20 |
| 图 33: 我国主要的污水处理企业 PE(TTM).....           | 20 |
| 图 34: 环保指数(中信)历史 PE 变化情况 (倍) .....       | 21 |
| 图 35: 环保指数(中信)历史 PB 变化情况 (倍) .....       | 21 |
| <br>                                     |    |
| 表 1: 18 年来环保公司重大股权转让事件.....              | 6  |
| 表 2: 19 年 3 季度以来环保公司债券融资情况 .....         | 9  |
| 表 3: 典型的环卫服务公司和物业服务主要营业成本占比对比 .....      | 12 |
| 表 4: 部分省份生活垃圾焚烧发电中长期规划情况.....            | 14 |
| 表 5: 19 年来各省陆续出台城镇污水处理提质增效三年行动实施方案 ..... | 19 |
| 表 6: 重点公司估值表 .....                       | 22 |

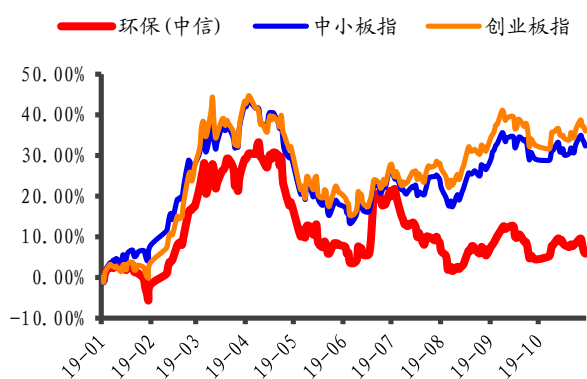
## 1. 19 年行情回顾及展望

### 1.1. 板块指数年内收益率排名靠后，整体表现缺乏弹性

环保指数走势前高后低，全年表现不及预期。19 年 1—10 月，中信环保指数同比上涨 5.85%，大幅度跑输中小板指数（32.32%）和创业板指数（36.01%），环保所属的电力及公用事业一级行业排名第 22 位（后 1/3 分位）。整体来看，阶段性收益率严重低于市场收益率，而且呈现“涨不动、跌的快”的走势特征。

前 10 个月 A 股环保板块二级市场股价走势有三个关键时间节点：其一，1 月底和 2 月初的商誉减值和业绩下滑预期落地，导致板块跟随市场触底反弹；其二，4 月下旬，绩差公司年报披露、中美贸易争端的不确定以及市场对货币政策难以放松的预期显现，板块跟随市场呈现较大幅度的下跌；其三，6 月中旬，在国家推行生活垃圾分类的政策刺激下，板块迎来阶段性主题炒作，其后，市场降温，板块重回跌势。政策驱动效应减弱，板块投资难度加大。

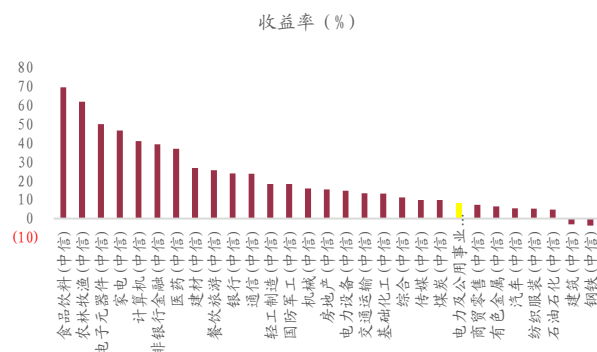
图 1：19 年环保指数呈现倒 V 走势



资料来源：Wind，中原证券

注：截至 19 年 10 月 31 日

图 2：电力及公用事业行业年内涨幅排名靠后



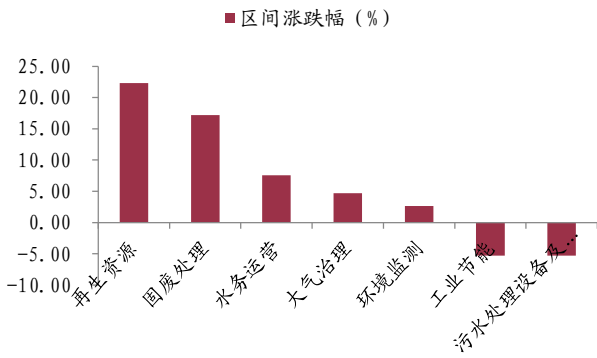
资料来源：Wind，中原证券

注：截至 19 年 10 月 31 日

**细分领域差别较大，投资回归基本面。**环保行业七大细分子行业平均收益率在 19 年前 10 月差异较大，其中，再生资源、固废处理、水务运营收益率比较靠前；而工业节能和污水处理设备及工程板块取得负向收益。这与 19 年来不同细分领域所处的行业景气度差异有关，但总体看，具备运营属性资产盈利预期更为稳定，成长性更佳，获得市场认可；而环境工程领域受融资环境影响更大，部分公司接连暴雷严重影响市场对其发展信心。

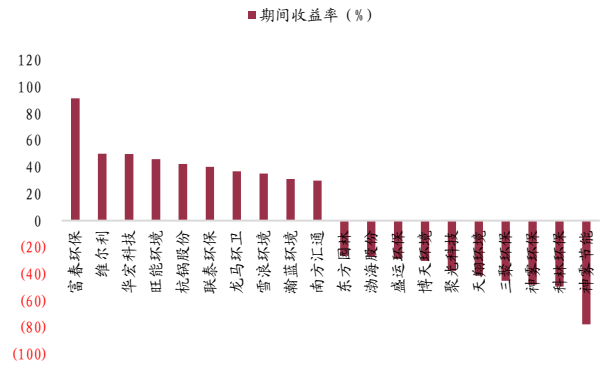
从具体公司来看，业绩稳健乃至高增长公司和涉及生活垃圾分类公司阶段收益率比较靠前，具体如富春环保、维尔利、华宏科技、旺能环境等；而前期发生流动性危机、财务报表被会计师出具无法表示意见，甚至面临退市危机公司的二级市场股价表现较差。

图 3: 19 年环保各细分领域表现差异较大 (至 10.31)



资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 19 年环保领域排名前十名和后十名收益率

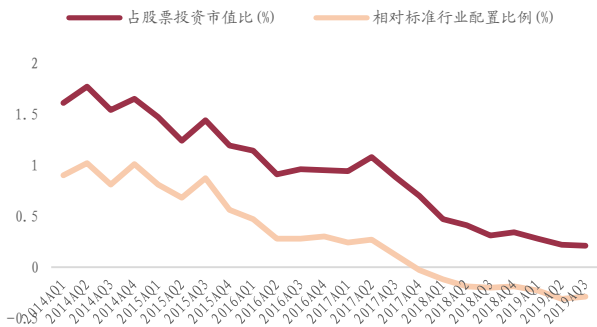


资料来源: Wind, 中原证券

**板块基金持仓市值维持低位, 低配趋势无改善。**环保板块二级市场持续走弱的背后是机构投资者对环保公司持仓市值和持仓比例的持续减少。尤其是相对于标准行业低配置比例, 从 17 年 4 季度以来有扩大的趋势。基金持仓较少的原因, 一方面, 18 年以来部分环保公司持续暴雷给相关机构造成较大损失, 市场对环保公司的风险偏好持续低迷; 另一方面, 市场偏向于有经营活动现金流的企业, 而环保公司在自身造血方面较为欠缺。

从具体持仓标的来看, 截至 19 年 3 季度, 主要机构 (基金、保险、信托) 持股持仓集中在固废处理、水务、环境监测领域优质公司。其中, 东江环保、维尔利、高能环境、重庆水务、博天科技、兴蓉环境等标的被机构持仓较多。

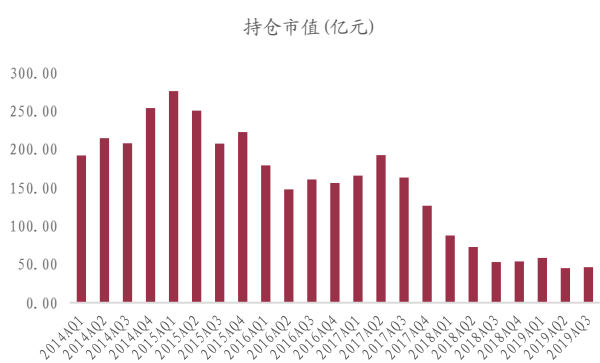
图 5: 基金持续低配环保板块



资料来源: Wind, 中原证券

注: 将水利、环境和公共设施管理业作为样本行业

图 6: 基金持仓市值保持低位



资料来源: Wind, 中原证券

## 1.2. 短期关注控股权变更影响, 长期回归运营属性

18、19 年来, 环保行业无论从业绩增长层面, 还是二级市场股价走势层面均表现不尽人意。目前, 环保领域较多上市公司, 甚至是大型环保公司均完成了民企到国企的转变。预计 2020 年国内 GDP 增速缓慢下行, 财政政策、货币政策偏向于积极, 环保政策执行力度不减, 环保领域投资主张从两个方面展开:

其一, 短期, 国企承接民营环保公司控股权后, 对目标企业的公司治理、融资进度、融资

成本、项目获取能力有较大的提升作用，相关公司基本面存改善预期；换句话说，19年三、四季度可能就是部分股权转让的环保公司业绩的低点，但考虑到管理层的更替、原有项目的梳理和整顿、企业经营战略的变化等一系列因素，业绩是否反转以及反转幅度存在一定的不确定性。

其二，中期来看，环保公司在对以政府为业主方的招标项目中一直处于产业链弱势地位，未来行业发展趋势更偏向于向公用事业模式发展。因此，商业模式清晰、市场容量较大、具备最终居民付费属性的固废处理产业链、污水处理运营以及资源回收领域是投资者应当关注的重点领域。其中经营效率较高、融资渠道丰富的头部公司值得期待。

## 2. 经营环境趋于改善，行业洗牌再发展

### 2.1. 环保民企国有化，行业发展新局面显现

“民企国企化”为近年来环保行业的最大变化。环保行业属于对资金依赖较强的行业。18年来去杠杆、PPP项目规范化发展，行业面临着项目融资困难、推进进度放缓等问题。同时，部分上市公司大股东高比例股票质押融资，用于上市公司体外项目投资或者为上市公司提供项目融资。随着质押标的二级市场股价持续下跌，部分上市公司面临爆仓危机。因此，转让部分股权获取现金，归还借款减轻质押压力成为大股东解决质押问题的一种方式。另外，环保行业作为国家战略新兴产业，其发展得到国家政策支持，因而跨界参与企业家数大量增加。而作为发展初期的行业，亦面临着融资困难、相对于政府客户议价能力差、竞争激烈、回款困难等问题。因此，部分企业经历挫折后决定退出市场，或者引入国资增信。

18年以来，据不完全统计，环保领域上市公司已经有7家控股股东股权转让或者引入国资作二股东的事件发生。其中，不乏像碧水源、东方园林、清新环境等水处理、大气治理标杆企业。具体引入国资方式包括转让控股权或者转让部分股权使国资成为二股东。目前，央企和地方国企作为民营环保公司股权的主要承接方。考虑到国企天然具备融资便利、政府类项目获取能力强等特征，预计2020年民营环保公司国企化趋势持续进行。

表 1: 18 年来环保公司重大股权转让事件

| 名称   | 前实际控制人 | 引入国资          | 引入国资属性 | 实际控制人是否变更 | 简要描述   |
|------|--------|---------------|--------|-----------|--|
| 中金环境 | 沈金浩    | 无锡市政集团        | 地方国企   | 是         | 无锡市政集团仍为上市公司的控股股东，持有上市公司 361,192,112 股股份，占上市公司总股本 18.78%，在公司股东大会上的表决权影响力仍为总股本的 28.78%。实际控制人为无锡市国资委。无锡市政集团将按照有利于上市公司可持续发展、有利于股东利益的原则，继续优化上市公司的产业结构，谋求长期、健康发展，提升上市公司的盈利能力，为全体股东带来良好回报。 |
| 碧水源  | 文剑平    | 中国城乡控股集团有限公司  | 央企     | 否         | 中国城乡控股集团通过协议转让的方式受让文剑平、刘振国、陈亦力、周念云合计持有的碧水源 320,762,323 股无限售流通股股份，占比 10.18%，成为公司第二大股东。  |
| 国祯环保 | 李炜     | 长江生态保护集团、三峡资本 | 央企     | 是         | 交易完成后，三峡资本在上市公司中拥有权益的股份数量将增加 33,515,404 股，达到 76,424,414 股；长江环保集团拥有权益的  |

| 公司名称 | 实际控制人     | 所属企业               | 性质   | 是否 | 说明  |
|------|-----------|--------------------|------|----|---|
| 东方园林 | 何巧女       | 北京朝汇鑫企业管理<br>有限公司  | 地方国企 | 是  | 股份数量将增加 67,030,806 股, 达到 102,068,740 股; 双方合计持股比例将达到 26.63%<br>何巧女、唐凯拟向朝汇鑫协议转让东方园林 134,273,101 股股份 (占公司总股本 5%), 并将 451,157,617 股公司股份 (占公司总股本 16.8%) 对应的表决权无条件、不可撤销地委托给朝汇鑫。 |
| 雪浪环境 | 杨建平先生、许惠芬 | 新苏环保产业集团有<br>限公司   | 地方国企 | 否  | 新苏环保拟通过协议受让上市公司实际控制人杨建平先生、许惠芬女士及股东惠智投资、杨珂先生和杨婷钰女士持有的雪浪环境 43,030,512 股股份, 占雪浪环境股本总额的 20.67%。本次权益变动完成后, 信息披露义务人新苏环保成为雪浪环境第二大股东。   |
| 环能科技 | 倪明亮       | 北京中建启明企业管<br>理有限公司 | 央企   | 是  | 中建启明以 972,544,790 元人民币的价格, 受让成都环能德美投资有限公司持有的环能科技股份有限公司 182,809,171 股股份 (占上市公司现有股份总数的 27%), 中建启明积极发展上市公司现有业务, 优化资产质量及业务结构, 增强上市公司盈利能力以提升股东回报。                              |
| 清新环境 | 张开元       | 四川发展国润环境投<br>资有限公司 | 地方国企 | 是  | 北京世纪地和控股有限公司通过协议转让的方式将其直接持有的清新环境 273,670,000 股股份, 占公司股份总数的 25.31%, 转让给国润环境。   |

资料来源: 公司公告, 中原证券

注: 部分公司股权尚未完成交割, 处于流程当中。

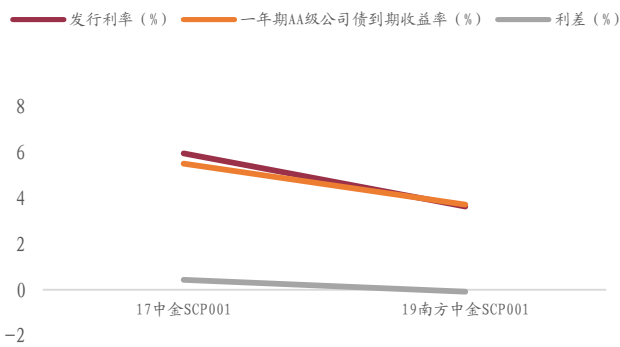
**部分股权转让类公司基本面 2020 年存改善预期, 幅度和力度仍需观察。** 民营环保企业转变为国企后带来的直接变化为融资渠道的通畅、融资成本的降低以及项目获取能力的增强。以中金环境、碧水源、国祯环保为例, 中金环境于 2019 年 8 月 15 日收到无锡市国资委关于无锡市市政公用产业集团进一步收购中金环境 12.13% 股份的批复, 公司于 2019 年 10 月 22 日—23 日发行的 4 亿元 270 日超短期融资券, 发行利率 3.64%, 相对于 17 年发行的同期超短期融资券利率下滑 2.31 个百分点, 相对于同期一年期 AA 级公司债到期收益率利差明显缩减为负。

中国城乡战略入股碧水源后, 碧水源的项目融资情况有所改善, 包括 PPP 项目融资放款流程变短, 未开工 PPP 项目得以开工和已开工的 PPP 项目得以顺利完工。3 季度碧水源的营收和净利润同比出现大幅度增长, 经营活动现金流明显改善。同时, 碧水源与中交集团旗下子公司联合中标哈尔滨污水处理项目以及参与“一带一路”的投标工作, 公司项目获取能力增强。

三峡集团旗下长江生态保护集团和三峡资本拟受让国祯集团拥有的 15% 国祯环保股份。协议转让完成后, 长江生态保护集团和三峡资本合计持股比例达 26.63%, 成为第一大股东。国祯环保将完成民企到央企的转变。长江生态保护集团承诺优先支持国祯环保在长江生态保护集团主导下的长江大保护项目中开展智慧水务、管网检测及修复等运维服务, 未来三年每年承担不低于长江生态保护集团主导的新增项目中 30% 的运维服务保障职能。国祯环保的央企背书将会显著降低其融资成本, 同时, 新增的长江大保护项目的运维服务构成公司重要业绩增长点。

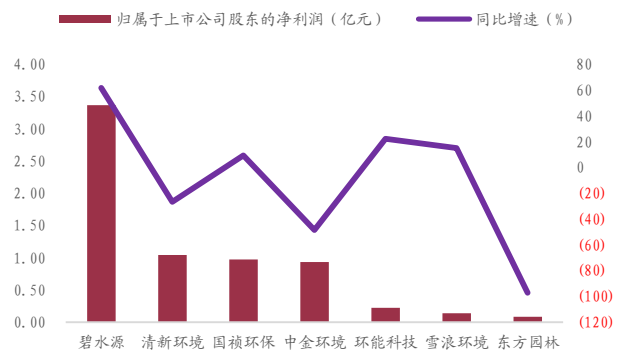
从对控股权变更公司的长期影响来看, 后续公司管理层更替、公司治理结构的变化、业务结构调整、资本结构调整等多种因素将对公司发展产生深远影响。可以预计, 这类公司在 2020 年在经营层面会好于目前, 但具体改善的幅度和进度仍存不确定性。

图 7: 中金环境最新一期超短期融资券利率明显降低



资料来源: 公司公告, 中原证券

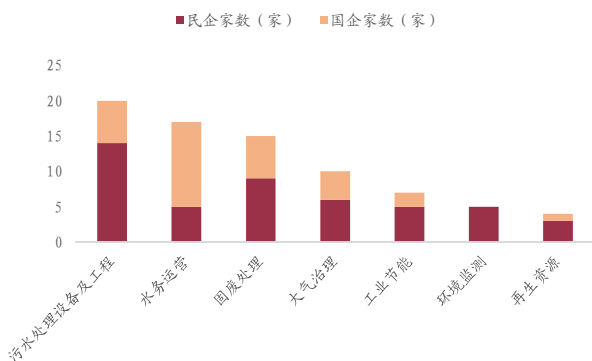
图 8: 19Q3 环保类股权转让公司净利润和现金流情况



资料来源: Wind, 中原证券

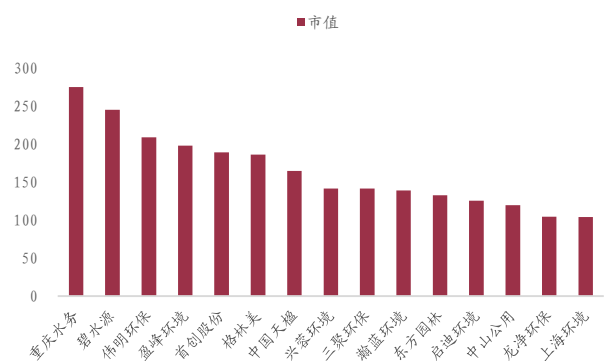
行业竞争格局逐步演变为国企、央企间的竞争。国企在国内的环保领域主要参与水务和固废处理市场, 尤其是, 区域性水务运营公司以国企为主。目前, 从政府在水务市场的中标情况来看, 国企水务公司、央企建筑公司随着中标项目的投资规模增加以及运营经验要求的提升, 越来越占据领先优势。从上市公司市值角度来看, 100 亿元以上市值的环保公司国企与民企比例为 1.5:1, 显著超过环保公司中民企占多数的情形, 说明国企规模优势明显。环保民企引入国资或者被国资控股的趋势将会导致愈多的市场份额被国企占据, 市场集中度呈现提升趋势。

图 9: 环保各细分领域国企与民企数量对比



资料来源: Wind, 中原证券

图 10: 市值超过 100 亿的环保公司情况



资料来源: Wind, 中原证券

注: 截至 19 年 11 月 6 日

## 2.2. 市场融资成本降低, 重资产投资型项目有望实现成本节约

经济下行压力增加, 市场融资成本走低。在国内经济结构转型, 实现高质量发展的过程中, 中国经济增速出现放缓迹象, 19 年第 1-3 季度, 国内 GDP 增速分别同比增长 6.4%、6.2%、6.0%。全球主要国家货币政策进入宽松周期, 其中, 美国于 19 年年内实现联邦储备基金利率三连降。而 19 年 2 季度中国货币政策执行报告显示, 中国人民银行保持宏观调控定力, 实施稳健的货币政策, 促进信贷结构优化, 扭转局部性社会信用收缩态势, 缓解民企和小微企业融资难融资贵问题, 为实现经济高质量发展营造适宜的货币金融环境。19 年 6 月底, 我国贷款加权平均利率 5.66%, 比 2 季度末下降 3BP, 同比下降 28BP。央行预计实施好稳健货币政策, 适时适度进行逆周期调节, 保持流动性充裕和市场利率的合理稳定。2020 年猪肉价格有望回落



以及带动相关食品价格走低，同时，国际市场货币政策宽松为央行打开政策调节空间。

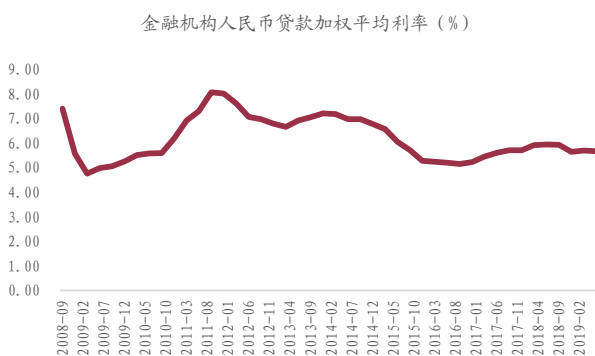
**环保板块多渠道融资降低风险，债券融资仍以国企为主。**环保企业通过不断提高杠杆率来融资，从而推动项目落地，给相关公司带来较大的财务风险。并且，17、18 年金融去杠杆对具体上市公司的资金链影响已经显现。19 年来，环保公司的融资环境有所改善，其中包括融资渠道的多样化，如通过银行项目贷款、流动资金贷款、非公开发行股票、发行公司债券等募集项目资金或者补充营运资本。但值得关注的有三点：

**一是环保公司非公开发行股票和发行可转换债券进行项目投资案例显著增加。**融资的用途包括建设污水处理厂、垃圾焚烧发电厂、产能扩建等。显然，通过非公开发行股票或者发行可转换债券有利于补充权益资本，降低公司资产负债率水平。

**二是国企环保公司的融资频率、融资成本、融资金额优势明显，形成竞争优势。**在解决民企“融资难、融资贵”的背景下，尽管民企环保公司的融资环境有一定程度边际改善，但是从上市环保公司的债券发行情况来看，国企仍占绝对优势，而且资金成本优势明显。19 年 3 季度以来，9 家环保公司完成债券发行，其中，民企仅占 2 家，而且为细分领域头部企业。预计 2020 年民企环保公司融资环境有边际改善趋向，但金融资源向国企背景环保公司以及优质民营环保公司集中的趋势难以改变。

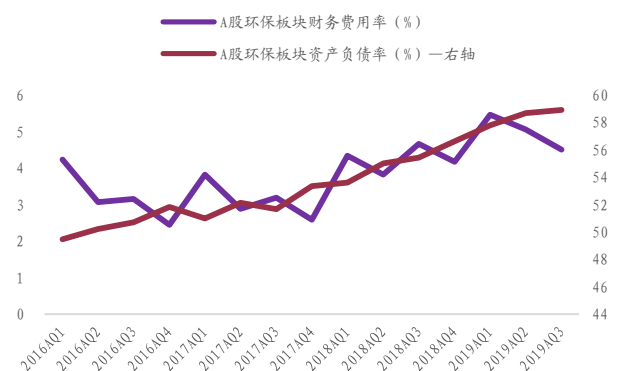
**三是板块财务费用率已呈现一定程度的下行趋势。**17 年 4 季度以来，环保板块的财务费用率呈现季度上行趋势，这主要与水务和固废处理等重资产领域处于扩张期，增加银行信贷有关；而 19 年 1 季度以来，板块财务费用率呈持续下滑走向，主要与水环境治理类公司 1、2 季度营收较小，财务费用率基数较高影响。另外，主要环保公司增加可转换债券和股票的发行力度，叠加民企国企化的增信作用，预计 2020 年环保板块的融资成本有望降低。

图 11: 18Q2 以来我国贷款利率趋势性回落



资料来源: Wind, 中原证券

图 12: 19Q3 环保公司财务费用率有所下降



资料来源: Wind, 中原证券

表 2: 19 年 3 季度以来环保公司债券融资情况

| 公司名称 | 发行期限 (天) | 融资类型   | 发行金额 (亿元) | 票面利率 (%) | 企业性质 |
|------|----------|--------|-----------|----------|------|
| 启迪环境 | 5 年      | 绿色债券   | 5         | 6.5      | 国企   |
| 启迪环境 | 270 天    | 超短期融资券 | 5         | 5.9      | 国企   |
| 高能环境 | 3 年      | 绿色公司债券 | 12        | 5.5      | 民企   |

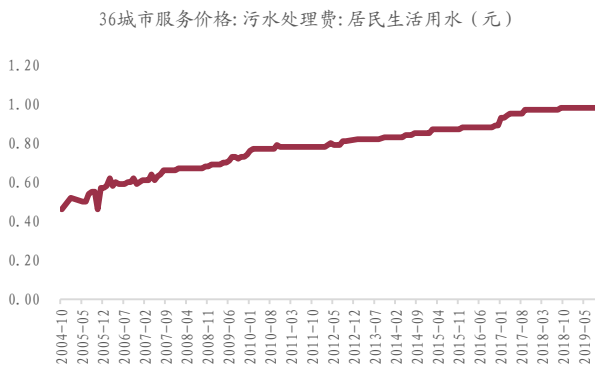
|      |       |        |   |      |    |
|------|-------|--------|---|------|----|
| 龙净环保 | 270 天 | 超短期融资券 | 3 | 4.38 | 民企 |
| 绿城水务 | 5 年   | 中期票据   | 4 | 4.35 | 国企 |
| 中金环境 | 3 年   | 中期票据   | 5 | 4.15 | 国企 |
| 钱江水利 | 270 天 | 超短期融资券 | 1 | 4.11 | 国企 |
| 瀚蓝环境 | 270 天 | 超短期融资券 | 5 | 2.96 | 国企 |
| 首创股份 | 270 天 | 超短期融资券 | 5 | 2.85 | 国企 |

资料来源：公司公告，中原证券

### 2.3. 定价制度尚需完善，绿色价格机制有利于理顺环保行业盈利模式

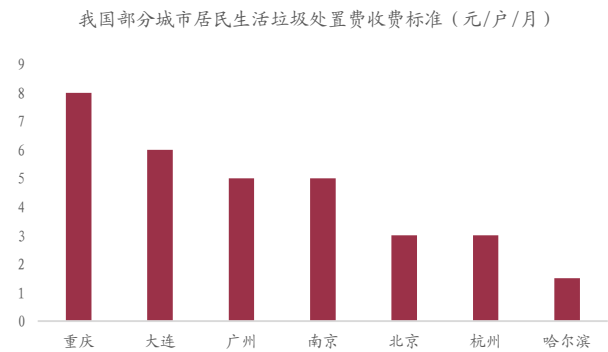
价格形成机制不完善，成为影响环保行业发展的核心问题。国内的资源环境价格并未完全反映污染成本，环保企业过多依赖政府补贴。以国内的市政污水处理费和生活垃圾处理费征收标准为例，其显著低于政府支付给第三方治污企业服务标准，也显著低于理论征收标准。结果是，环境污染成本未纳入经济运行成本中，地方政府成为环境治理最大的买单者。在金融去杠杆、地方财政趋紧的背景下，较低议价能力的环保公司便承担了巨大的资金压力。这也是近两年来不少环保公司，尤其是，G 端工程类环保企业接连发生流动性危机的主要原因。

图 13: 2004—19 年 36 城市居民污水处理费缓慢增长



资料来源：Wind，中原证券

图 14: 我国人均年垃圾处理费征收标准(元/户/年)



资料来源：中国产业信息网，中原证券

2020 年政策目标要求绿色价格政策体系基本形成。2018 年 8 月，国家发改委出台《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》，意见要求“坚持问题导向，坚持污染者付费，坚持激励约束并重，坚持因地分类施策”，目标到 2020 年，形成有利于绿色发展的价格机制，促进资源节约和生态环境成本内部化。其主要政策包含污水处理、固废处理机制完善、节水价格机制形成和节能环保电价机制形成四个方面，合计 16 条政策措施。

值得关注的是，本次意见触及环保企业服务定价问题，如建立污水处理排放差异化收费机制，建立污水处理标准协调收费机制以及完善垃圾分类和减量激励机制。这些措施涉及各方利益博弈，如若落地将会显著改善环保企业经营环境，提升企业的服务水平和盈利弹性。

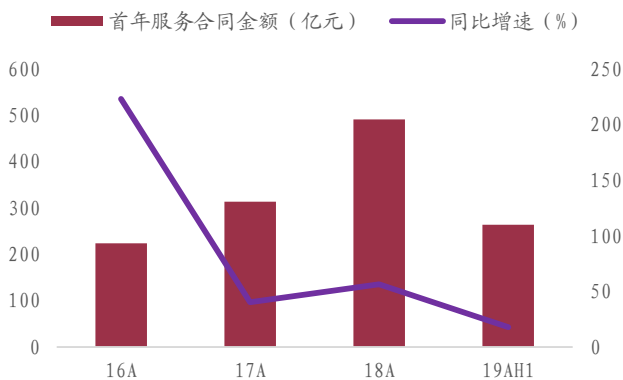
### 3. 长期投资看运营，优选赛道头部公司

#### 3.1. 环卫服务行业增速减缓，大型环卫服务公司发展值得期待

环卫服务市场化订单增速放缓，2020 年有望逐步进入平稳发展期。在管办分离，政府采购服务的政策驱动下，我国环卫服务市场空间不断增加。16—18 年行业迎来服务合同中标金额的持续高速增长，但分季度来看，从 18 年 1 季度开始，我国季度开标项目金额同比增速逐季下滑。至 19 年 2 季度，环卫服务金额增速仅为 16%。目前，国内新签的环卫一体化 PPP 项目或政府采购服务项目已经下沉到县城区域。环卫服务的增量市场空间还有多大？市场化率是否已到高位？

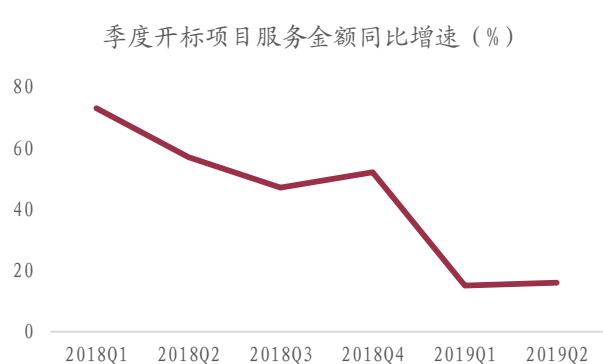
由于官方并未披露相关数据，只能做粗略估计。我国环卫服务市场订单包括原有项目到期新签订单和新项目订单。16—18 年我国新签环卫服务合同总金额分别为 861 亿、1701 亿、2278 亿元，平均年限分别为 3.84 年、5.42 年、4.64 年，那么近 3 年累计的环卫市场化存量订单为 1029 亿元。考虑到合同期限，实际市场化订单将高于 1029 亿元。而根据全国城乡道路清扫保洁面积和清扫单价、城乡垃圾清运量和清运单价以及公厕数量和运营单价粗略估计，18 年我国环卫服务市场空间 1600 亿元。照此估计，我国环卫服务市场化率可能超过六成。另外，普遍以县级市为特征的订单结构验证了市场发展阶段。因此，预期 2020 年新签环卫服务订单增速可能进一步降低，市场逐步进入低速增长阶段。

图 15: 16—19H1 我国首年环卫服务合同金额和增速



资料来源：环境司南，中原证券

图 16: 18Q1 以来我国季度开标项目金额增速下滑



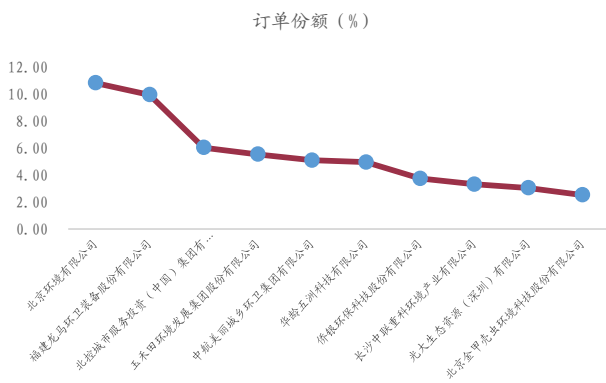
资料来源：环境司南，中原证券

行业的竞争趋于激烈，头部公司具备相对优势。环卫服务行业竞争壁垒较低，接近完全竞争市场。这一局面在 2019 年尚无显著改观。目前，参与方主要包括专业的第三方环卫服务公司、环卫装备公司、固废处理公司、园林绿化公司、物业公司等。据环境司南统计，18 年前 4 个月平均每个环卫 PPP 项目有 8 家企业入围，竞争激烈程度同比增加 60%。19 年来，市场竞争有增无减，如马鞍山市博望区农村生活垃圾治理 PPP 项目有 15 家社会资本入围，广州市市本级垃圾处理环卫一体化 PPP 项目有 12 个社会资本入围。行业过度竞争不利于企业盈利水平的保持和服务质量的保证。

目前企业间的竞争体现在资源背景、管理运营经验、服务质量、品牌、资本实力、报价等多个方面。值得一提的是，受挤压最为严重的为中小型环卫服务公司。从新增订单集中度来看，19年1季度，行业前十名新增订单份额提升至54.92%，较18年提升18.24个百分点。其中，北京环境、龙马环卫、北控城市服务、玉禾田等新增市场份额排名靠前。

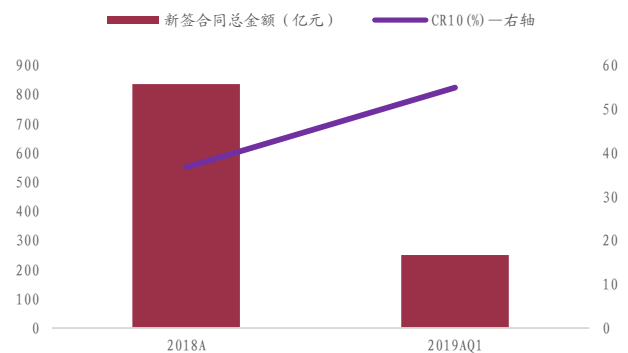
未来有两类环卫服务公司具备持续成长潜质：其一为专业的第三方环卫服务公司，拥有丰富的运营管理经验和资源背景优势，在精细化管理和市场开拓方面体现较为明显；其二为环卫设备制造起家的环卫服务公司，具备较强的环卫装备制造优势和销售能力。并且前期装备销售积累的政府资源有利于环卫服务项目中标。在市场化的趋势下，2020年这两类企业均有望继续领跑行业，其市场份额持续扩大。

图 17: 19Q1 主要环卫服务公司新增订单市场份额



资料来源：环境司南，中原证券

图 18: 19Q1 环卫服务市场化订单 CR10 明显提升



资料来源：环境司南，中原证券

与物业公司类比，传统环卫服务业务估值有提升空间。目前，国内尚无纯环卫服务业务上市公司（侨银环保已过会，尚未上市），而主营业务涵盖环卫服务的上市公司包括盈峰环境、龙马环卫、启迪环境。环卫服务业务跟传统的物业管理业务存在相似性，如均为劳动密集型产业，均具备服务单价稳定，规模驱动特性，且单体项目运营期限内收入稳定、经营活动现金流良好。因此，环卫服务业务的估值在一定程度上可以参考物业服务公司的估值情况。

典型物业公司如碧桂园服务、雅生活服务、中海物业、新城悦服务在 H 股 PE (TTM) 30—50 倍，凸显市场对其业务模式和成长预期的认可。预计随着侨银环保、玉禾田、北控城市等环卫服务公司的上市，2020 年资本市场对环卫服务公司关注度有望提升。部分环卫服务占比较高的环保公司估值存提升空间。

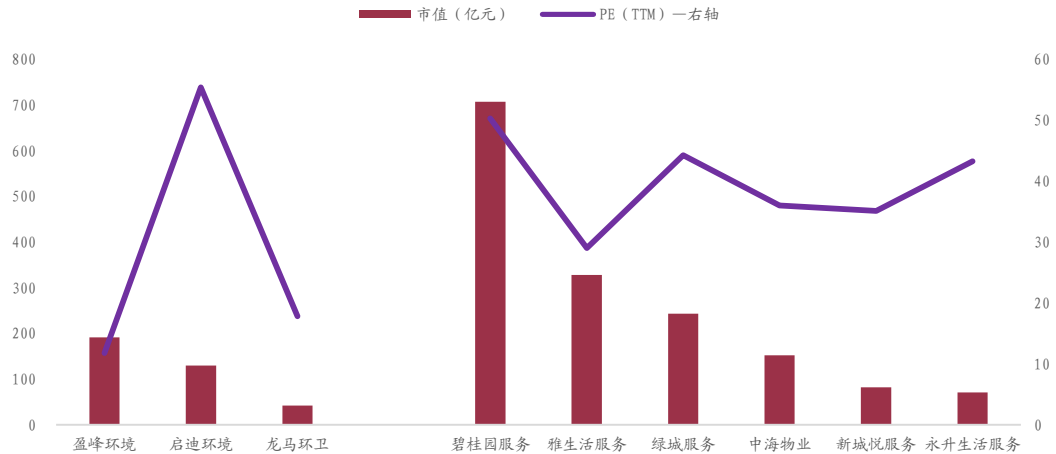
表 3: 典型的环卫服务公司和物业服务主要营业成本占比对比

| 招商物业  |        | 玉禾田  |        |
|-------|--------|------|--------|
| 项目名称  | 占比 (%) | 项目名称 | 占比 (%) |
| 人工工资  | 50.21  | 人工成本 | 72.54  |
| 安保费用  | 5.9    | 车辆费用 | 11.1   |
| 清洁卫生费 | 14.39  | 折旧摊销 | 6.13   |
| 绿化养护费 | 2.65   | 材料费  | 2.73   |

|           |            |           |            |
|-----------|------------|-----------|------------|
| 公共设施维护费   | 6.53       | 服务采购      | 2.67       |
| 行政办公费用    | 4.37       | 其他        | 4.84       |
| 公共能源费     | 9.58       |           |            |
| 其他        | 6.36       |           |            |
| <b>合计</b> | <b>100</b> | <b>合计</b> | <b>100</b> |

资料来源：公司招股书，公司发行股份购买资产暨关联交易预案，中原证券

图 19: A 股环卫服务公司与 H 股物业公司估值比对



资料来源：Wind，中原证券

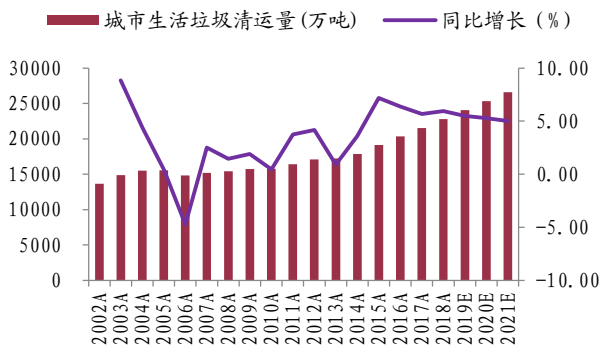
### 3.2. 生活垃圾焚烧发电市场发展超预期，强者有望恒强

区域生活垃圾焚烧发电厂规划陆续出台，指引行业增长空间。生活垃圾焚烧发电市场经过 17、18、19 年的快速发展，是否已经满足十三五规划目标？在土地资源日益紧缺，国家倡导垃圾处理“无害化、减量化、资源化”的背景下，中长期发展空间到底还有多大？这成为影响行业发展预期的重要影响因素。

根据住建部披露的，上游的城市生活垃圾清运量维持持续增长趋势。其中，18 年我国城市生活垃圾清运量 2.28 亿吨，同比增长 5.95%。考虑到人均生活垃圾产量的增加，清扫效率的提升，以及城镇化率的稳步提高，我们预计 2019—2021 年城市生活垃圾清运量有望保持 5% 左右的增速。因此，无害化处理需求的稳步增长构成下游焚烧产能扩张的直接动力。

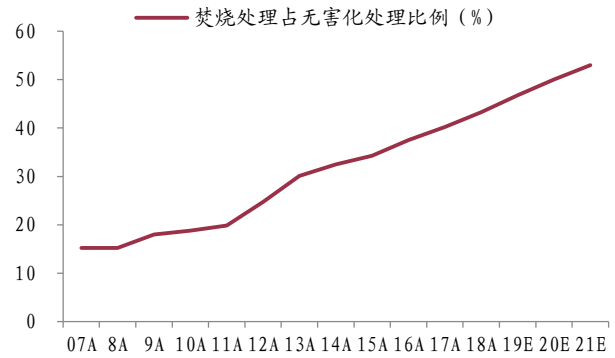
中短期来看，我国生活垃圾焚烧占无害化处理比例仍有较大提升空间。根据《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》要求，至 2020 年我国生活垃圾焚烧处理占无害化处理比例提升到 50%，东部地区提升到 60%。考虑到目前国内的生活垃圾焚烧发电公司拥有大量的在建和筹建项目，且部分领先企业正在建和筹建项目规模超过已运营规模，因此，预计国内的焚烧占比很可能超过政策目标。但从各省市公布的生活垃圾中长期发展规划，2020—2030 年行业需求增量依旧可观，行业天花板进一步提高。

图 20: 2019—2021 年国内垃圾清运量有望稳健增长



资料来源：住建部，中原证券

图 21: 我国生活垃圾焚烧处理占比有望持续提升



资料来源：住建部，中原证券

表 4: 部分省份生活垃圾焚烧发电中长期规划情况

| 规划名称                              | 规划目标  |
|-----------------------------------|---|
| 《河北省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划（2018-2030 年）》 | 到 2020 年，建成垃圾焚烧发电项目 65 项，新增垃圾焚烧处理能力 59500 吨/日，全省城镇生活垃圾焚烧处理能力占无害化总处理能力的 60% 以上；到 2025 年，建成垃圾焚烧发电项目 13 项，其他焚烧类项目 7 项，新增垃圾焚烧处理能力 11700 吨/日全省城镇生活垃圾焚烧处理能力占无害化总处理能力的 80% 以上。     |
| 《海南省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划（2018-2030 年）》 | 到 2020 年底，全省拟建生活垃圾焚烧发电厂 14 座，新增生活垃圾焚烧发电处理能力 9250 吨/日，装机规模 18.45 万千瓦；到 2030 年底，新增生活垃圾焚烧发电厂 32 座，预计新增焚烧处理能力 15450 万吨/日，新增装机量 30.15 万千瓦。另外，2019-2030 年生活垃圾发电项目建设总投资 125.24 亿元。 |
| 《四川省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划（2018-2030 年）》 | 2018—2020 年新建生活垃圾焚烧发电项目 22 个、扩建 8 个，2021—2030 年新建生活垃圾焚烧发电项目 20 个、扩建 12 个，总规模 5.265 万吨/日，总投资估算约 238 亿元。  |
| 《云南省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划（2019-2030 年）》 | 到 2020 年底，全省拟建生活垃圾焚烧发电厂 14 座，预计新增生活垃圾焚烧处理能力 9250 吨/日、装机规模 18.45 万千瓦。到 2030 年底，全省拟建生活垃圾焚烧发电厂 32 座，预计新增生活垃圾焚烧处理能力 15450 吨/日、装机规模 30.15 万千瓦。                                   |
| 《河南省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划（2018—2030 年）》 | 2020 年前计划开工建设项目 53 个，合计处理能力 5.1 万吨/日、装机容量约 100 万千瓦；2021-2030 年前预计开工建设项目 22 个，合计处理能力 2.4 万吨/日、装机容量约 50 万千瓦。  |
| 《江苏省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划（征求意见稿）》       | 39 个近期生活垃圾焚烧发电项目共 37690 吨/日处理能力、27 个远期生活垃圾焚烧发电项目共 34500 吨/日处理能力   |

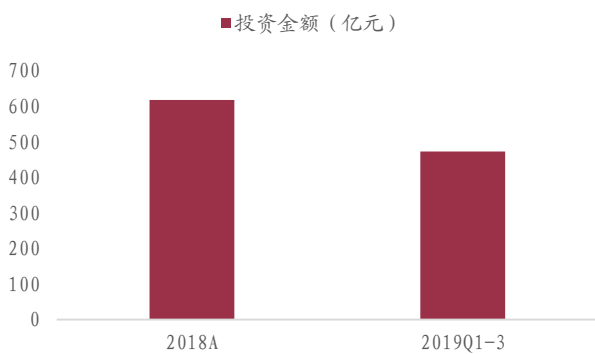
资料来源：各省发改委网站，北极星环保网，中原证券

生活垃圾焚烧发电中标合同数量创新高，平均处理价格稳中有升趋势有望在 2020 年得以延续。国内的生活垃圾焚烧发电市场需求来自于三个方面：中西部以及县级市新建生活垃圾焚烧发电项目需求；经济发达地区生活垃圾焚烧项目的二期、三期扩建需求。据中国固废网的统计数据，19 年前 3 个季度，我国新签约 107 个生活垃圾焚烧项目，累计中标金额 473 亿元，日处理能力 101250 吨。新签约项目数量和金额保持高位凸显行业高度景气。

从项目分布情况，河北省、河南省、湖南省、黑龙江省、山东等省项目中标数量和中标金额比较靠前，且多为首次新建项目和县级市项目；而华东区域扩建项目较多。新建项目和扩建项目的区域差异性比较明显，2020 年这一招投标市场特征有望延续。

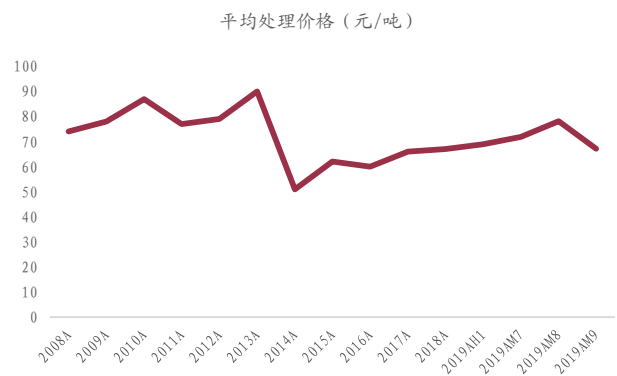
中标价格缓慢回升，但最高价和最低价差异较为明显。在污染物达标排放政策日渐趋严的背景下，生活垃圾焚烧设施建设成本（核心设备如焚烧炉排、电控设备、烟气治理、灰渣处理系统等以及土建成本）有提升趋势。而地方政府出于环保监管，以最低价中标的现象有所减少。因此，19年以来项目月度平均中标价格维持在70—80元/吨，并呈缓慢提升趋势。但值得一提的是，最高价和最低价差异较大，如富阳区生活垃圾焚烧处理PPP项目，中标价180元/吨，而大连市生活垃圾焚烧发电二期工程PPP项目，中标价11.11元/吨。垃圾处理单价差异较大的原因预计与是否为新建项目，区域经济条件等因素有关。前期部分企业通过低价竞标获取市场，但后续落地缓慢，甚至产生较大亏损，已成为行业发展反向案例。目前生活垃圾焚烧发电市场整体竞争趋于冷静，投资回报率处于合理范围内。因此，2020年中标价格平稳值得期待。

图 22: 19 年前 3 季度垃圾焚烧发电市场投资近五百亿



资料来源：中国固废网，中原证券

图 23: 19 年新增垃圾焚烧发电项目价格稳中有升



资料来源：中国固废网，北极星环保网，中原证券

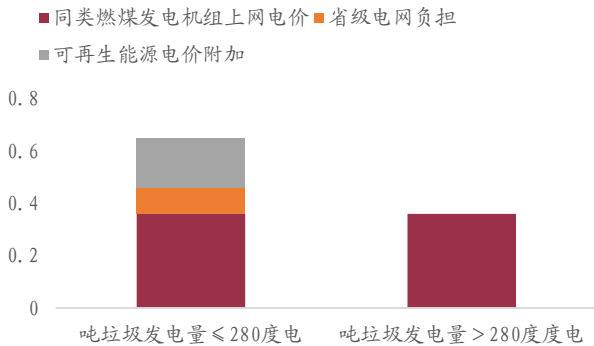
**可再生能源电价附加可能会降低，多重措施保障生活垃圾焚烧发电厂投资回报率。**可再生能源发展基金缺口扩大以及风电、光伏平价上网的推进，引发投资者对生活垃圾焚烧发电项目的可再生能源电价补贴下滑的担心。其中，官方的表态落实了这一市场预期。19年10月财政部公布人大代表关于垃圾焚烧发电补贴等问题的回复，拟对新建垃圾焚烧发电厂的可再生能源电价附加补助政策调整，包括：拟对已有的项目延续现有的补贴政策；逐步减少新增项目纳入补贴的比例，引导通过垃圾处理费等市场化方式对生活垃圾焚烧发电产业予以支持。

其中，垃圾焚烧发电补贴包括三部分：一是省级电网承担的发电补贴，0.1元/千瓦时；二是可再生能源电价附加，0.2元/千瓦时左右；三是可再生能源发电项目接网费用补贴，50公里以内每千瓦时1分钱，50-100公里每千瓦时2分钱，100公里及以上每千瓦时3分钱。如果按照吨垃圾上网电量280度，发电收入占运营收入70%比例粗略估计，若取消国补将会影响削减生活垃圾焚烧发电厂近20%收入。国内生活垃圾焚烧发电厂的盈利能力将会显著下滑。

我们认为，逐步减少电价补贴是行业发展趋势，但也无需对行业盈利过度悲观。主要出于三点原因：1) 已有项目延续补贴政策；2) 新项目将会减少补贴比例，但生活垃圾处理费存在博弈空间；3) 生活垃圾焚烧发电项目作为公用事业类项目，需求具备刚性。尽管如此，后续具体补贴政策出台，必然会对生活垃圾焚烧发电厂的新建项目提出更高的经营要求，有利于行

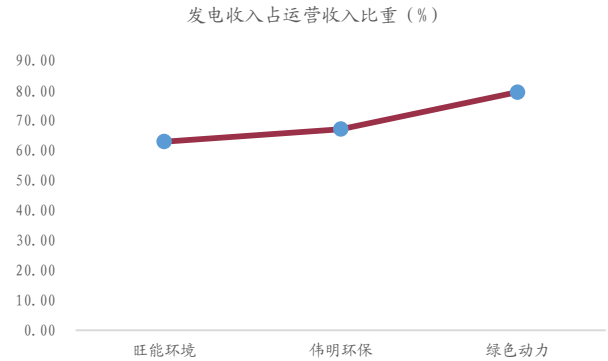
业实现优胜劣汰。

图 24: 国内生活垃圾焚烧发电厂上网电价构成 (元)



资料来源: 发改委, 中原证券

图 25: 典型垃圾焚烧发电公司发电收入占比近七成



资料来源: 公司公告, 中原证券

生活垃圾分类政策短期削减生活垃圾入库量, 长期有利于提升发电厂的盈利能力。18、19 年来重庆、上海、太原、合肥、福建等省市出台并实施生活垃圾分类管理办法, 通过宣传、鼓励以及处罚措施对生活垃圾分类、收集、运输、处理进行规范。从上海反馈的实施效果来看, 居民区达标率已由 18 年底的 15% 提升至 80%, 部分区域无需志愿者监督; 单位达标率总体为 87%, 垃圾分类意识明显提升。尽管从全国范围来看, 生活垃圾分类意识需要长时间培养且需匹配相应的基础设施, 但大的发展方向没有改变。

2020 年主要分类区域的生活垃圾焚烧发电厂的垃圾入库量和吨发电量将会产生显著变化。以上海为例, 19 年 7 月上海生活垃圾实行强制分类以后, 干垃圾日均清运量降低至 1.7 万吨/日(7 月份日均清运量较 5 月日均降低 17.48%), 干垃圾含水率 34.3%(较 18 年年底降低 10.08 个百分点), 垃圾低位热值提升至 13000KJ/kg (较 18 年年底提升 35.46%)。生活垃圾分类后具体对焚烧发电厂的影响包括两个方面:

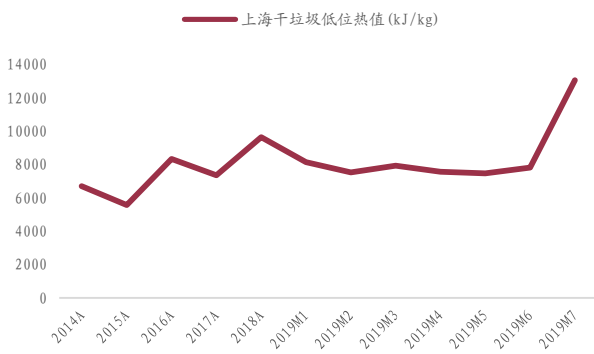
短期来看, 对原有的焚烧发电厂的盈利可能产生一定的负面影响。降低盈利预期的因素: 1) 生活垃圾中含水量较高的厨余垃圾占比近 59%, 干、湿垃圾分离后能入库垃圾总量减少。2) 焚烧炉的设计以热负荷为基准, 当垃圾热值超过设计热值后, 为保证安全稳定运行, 需要减少垃圾处理量来维持热负荷不变。相关研究表明, 维持热负荷不变的情况下, 焚烧能力将会减少 25%。提升电厂盈利预期的因素: 1) 干垃圾热值提升, 吨垃圾焚烧发电量提升; 2) 渗滤液处理量减少, 污水处理成本降低。综合来看, 在生活垃圾分类初期, 吨发电量提升不足以弥补垃圾处理费减少所带来的收入减少, 电厂盈利可能小幅降低。

但从长期来看, 经济发达地区的垃圾焚烧厂扩能增容, 比如增加焚烧炉容积、余热锅炉换热面积, 通过提高热负荷来增加垃圾处理量, 且吨垃圾焚烧发电量的增加有利于盈利能力的提升。



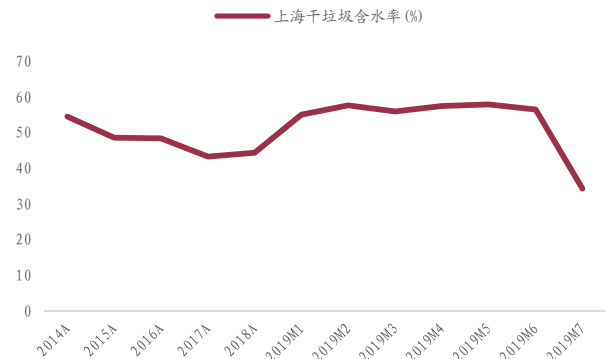


图 26: 19 年 7 月上海强制垃圾分类后热值显著提升



资料来源: 中国固废网, 中原证券

图 27: 19 年 7 月上海垃圾分类后垃圾含水量显著降低



资料来源: 中国固废网, 中原证券

因此, 尽管生活垃圾焚烧发电厂存在补贴下滑, 短期入库垃圾量减少等预期, 但是行业中长期发展空间扩大, 垃圾分类后干垃圾热值提升等因素有望提升盈利预期。19、20 年是生活垃圾发电项目投运的高峰期, 有望带来装机量的稳步提升, 头部上市公司业绩预计均有所表现。

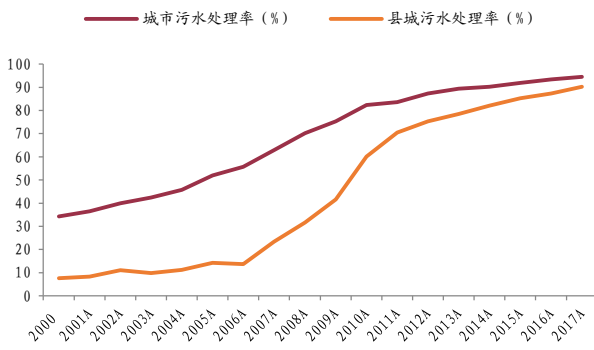
在全球降息周期的背景下, 作为重资产投资行业, 生活垃圾焚烧发电有望受益于融资成本降低。垃圾焚烧发电行业短期处于资本开支的高峰阶段, 但长期稳定的现金流有利于提升股息率。目前典型的生活垃圾焚烧发电企业 PE(TTM)15-20 倍, 处于历史较低位置。资金对于高股息、稳定现金流资产的关注度提升, 有望提升行业估值水平。建议关注项目获取能力强、融资渠道通畅的头部公司, 如瀚蓝环境、旺能环境等。

### 3.3. 水务市场火热, 央企、国企竞争优势明显

市场成熟, 提标改造和村镇污水处理成增量空间。国内城市污水处理起步早, 市场基本饱和。15—17 年国内市政污水年均处理量 450 亿立方米, 平均增速 5%, 并呈现下降趋势。而农村地区经济基础差, 人口聚集低, 地理环境差异性大, 集中污水处理设施覆盖率较低。因此, 城乡污水处理存在较大的差异性。随着国家生态文明建设的持续推进, 城市污水处理排放标准的提高以及厂外黑臭水体的治理的推进, 我国污水处理市场需求扩大。

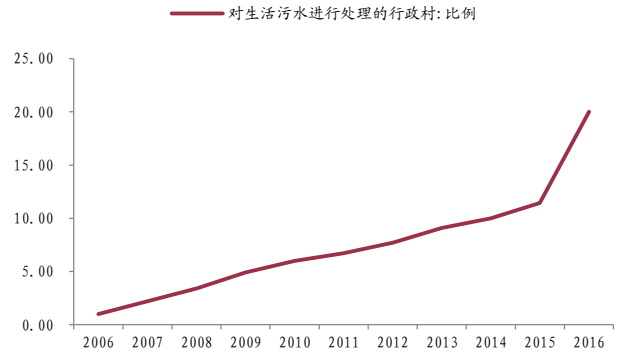
尤其是, 为加快补齐城镇污水收集和处理设施短板, 尽快实现污水管网全覆盖、全收集、全处理, 住建部、生态环境部和发展改革委于 2019 年 4 月 29 日印发《城镇污水处理提质增效三年行动方案(2019-2021 年)》。为紧跟国家整体要求, 区域性的污水处理提质增效实施方案陆续印发。由此, 打开新一轮国内市政污水处理投资需求。值得一提的是, 最近两年, 在实施乡村振兴和落实农村人居环境整治行动过程中, 农村污水治理需求不断提升。我国 69 万个行政村落, 近 2 万个镇, 由此带来的管网铺设、污水处理设施以及小型污水处理设备需求广阔。

图 28: 我国城市和县城污水处理率基本饱和



资料来源: 住建部, 中原证券

图 29: 我国农村污水处理渗透率有较大空间



资料来源: Wind, 中原证券

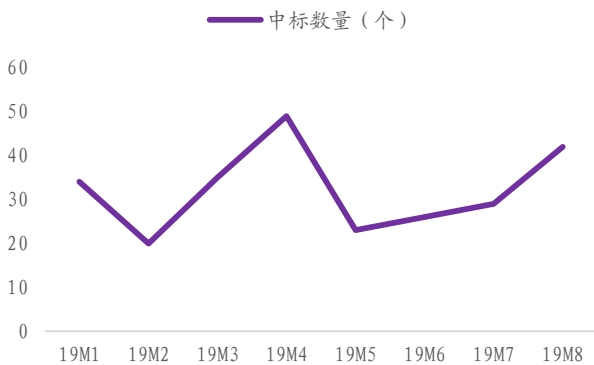
表 5: 19 年来各省陆续出台城镇污水处理提质增效三年行动实施方案

| 时间      | 文件名称                                   | 简要内容  |
|---------|--|---|
| 2019.4  | 《城镇污水处理提质增效三年行动方案(2019-2021年)》         | 建立以 5—10 年为周期的长效机制和费用保障机制, 加快生活污水处理设施改造和建设, 健全管网建设质量管控机制  |
| 2019.5  | 《安徽省城镇污水处理提质增效三年行动实施方案(2019-2021年)》    | 持续推进污水处理设施建设及提标改造, 加快城市黑臭水体治理进度, 到 2020 年, 全省设区的市建成区基本消除黑臭水体, 基本完成城市污水处理厂提标改造; 到 2021 年, 全省设区的市建成区基本无生活污水直排口, 基本消除城中村、老旧城区和城乡结合部生活污水收集处理设施空白区 |
| 2019.6  | 《甘肃省城市(县城)污水处理提质增效三年行动实施方案(2019-2021)》 | 到 2019 年底, 全省城市生活污水集中收集率平均达到 68% 以上; 到 2020 年底, 全省城市生活污水集中收集率平均达到 70% 以上, 到 2021 年底, 全省城市生活污水集中收集率平均达到 72% 以上                                 |
| 2019.7  | 《江苏省城镇生活污水处理提质增效三年行动实施方案(2019-2021年)》  | 加快补齐污水收集和设施短板, 优化完善体制机制, 大力提升城镇生活污水收集处理效能, 尽快实现城市建成区污水管网全覆盖、全收集、全处理   |
| 2019.8  | 《云南省城镇污水处理提质增效三年行动实施方案(2019-2021年)》    | 推进污水处理设施建设和提标改造, 加快推进城市黑臭水体治理工作。到 2021 年底, 全省地级及以上城市建成区基本消除生活污水直排口, 基本消除城中村、老旧城区和城乡结合部生活污水收集处理设施空白区, 基本完成市政雨污错接混接治理及老旧管网修复改造                  |
| 2019.8  | 《河南省城镇污水处理提质增效三年行动方案(2019-2021年)》      | 2020 年, 省辖市建成区全面消除生活污水直排口, 消除黑臭水体; 其余县(市)基本完成黑臭水体整治任务。到 2021 年年底, 省辖市建成区污水主干管高水位、超水位运行状况得到有效改善; 基本消除城中村、老旧城区和城乡接合部生活污水收集处理设施空白区               |
| 2019.9  | 《重庆市城镇污水处理提质增效三年行动实施方案(2019-2021年)》    | 全面提升城市生活污水收集处理能力和水平, 2021 年, 城镇污水处理厂进水 BOD(生化需氧量)浓度要稳定高于 100mg/L, 出厂水质稳定达标, 城镇污水处理厂污泥稳定实现无害化处置  |
| 2019.9  | 《广州市城镇污水处理提质增效三年行动方案(2019-2021年)》      | 加快补齐污水收集处理建设管理短板, 健全排水管理体系, 填补排水户管理真空, 实现污水收集处理“规模增长”与“质量提升”并重, 确保用 3 年左右的时间使城镇污水收集处理提质增效取得明显成效   |
| 2019.10 | 《四川省城镇污水处理提质增效三年行动实施方案(2019-2021)》     | 持续推进城市市政污水管网新建和改造修复, 尽快实现污水管网全覆盖、全收集、全处理, 推进污水处理设施建设和提标升级, 加快推进城市建成区黑臭水体治理工作。   |
| 2019.10 | 《陕西省城镇污水处理提质增效三年行动实施方案(2019-2021年)》    | 推进生活污水收集处理设施改造和建设, 落实排水管网周期性检测评估制度, 快推进污水管网建设, 加快污水处理设施提标改造, 全面推进排水管网的改造, 推进污泥处理处置及污水再生利用设施建设, 健全管网建设质量管控机制, 全面加快推进生活污水收集处理设施建设改造             |

资料来源：发改委，北极星环保网，中原证券

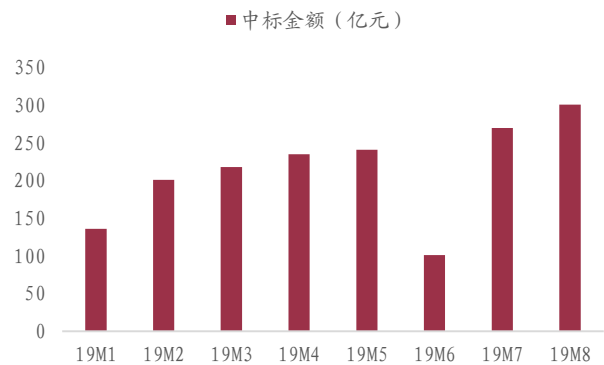
**2020年水务市场有望延续景气向上趋势。**19年前3季度,国内的水务市场整体表现良好,呈现四个特征:其一,数量和投资金额齐升。社会资本合计中标超过300个水务PPP项目,累计投资金额超过3000亿元;其二,市政污水处理项目占主导,其他均有涉及。所中标项目中包含130个市政污水处理项目,56个村镇污水处理项目,47个水环境项目;其三,长江经济带水务项目占比较高。为了落实长江大保护标志性战役,主要沿线城市加快城市污水处理、垃圾处理设施建设。四是,国企水务公司和建筑央企获取大部分市场份额。尤其是以长江生态保护集团为首的央企及联合体,在水务市场崭露头角,发展迅猛。

图 30: 19年1—8月我国水务项目中标数量情况



资料来源：中国水网，中原证券

图 31: 19年1—10月我国水务项目中标金额情况



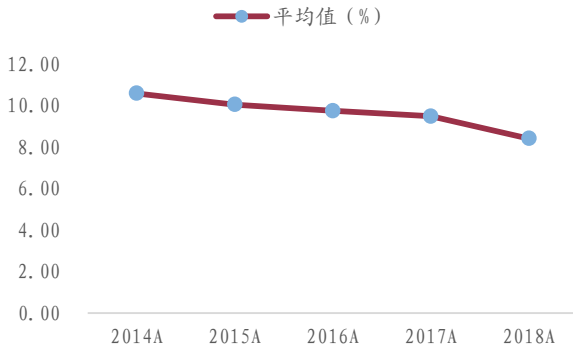
资料来源：中国水网，中原证券

**资金需求大, 股东回报提升有难度。**在市政污水处理管网一体化, 水环境治理项目综合化的背景下, 单体市政污水处理项目呈现投资金额大, 回报周期长等特性。因此, 中标企业均面临着较大的资金需求。另外, 国内的污水处理服务价格尚未市场化, 相对于地方政府, 各水务公司议价能力偏弱, 定价偏低导致企业的 ROE 难以提升。因此, 以增发股票和可转换债券稀释股本为代价的融资模式, 难以提升股东回报。这成为压制污水处理企业估值的重要因素。

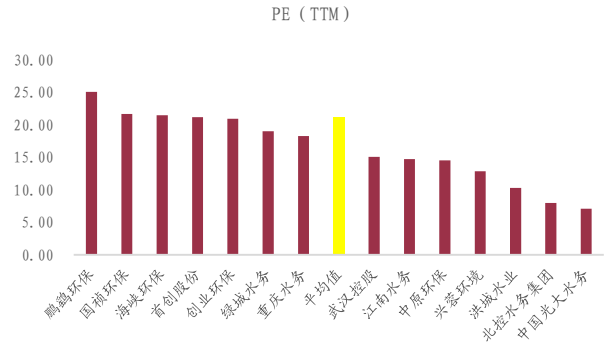
因此, 考虑到国企天然具备的融资优势、政企资源优势以及公信力, 可以预期 2020 年以央企、国企为代表的污水处理公司或者建筑类公司仍将获取较大新增市场份额。在融资环境趋于改善的背景下, 相关公司的融资成本有望降低; 同时, 目前较低的估值水平奠定安全空间。

图 32: 国内主要上市污水处理企业的平均 ROE 水平

图 33: 我国主要的污水处理企业 PE(TTM)



资料来源: Wind, 中原证券



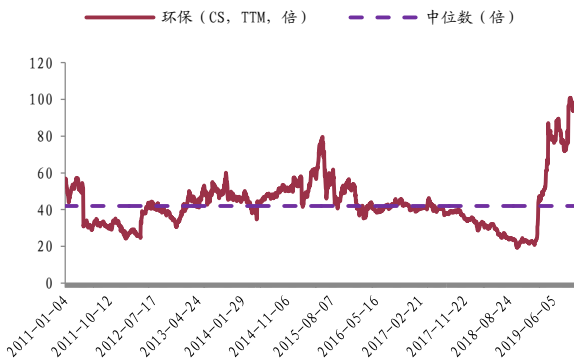
资料来源: Wind, 中原证券

## 4. 投资评级及主线

### 4.1. 维持行业“同步大市”投资评级

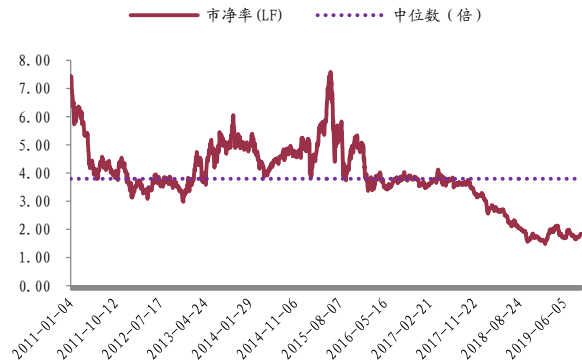
维持行业“同步大市”投资评级。截止到19年11月14日，环保（中信）指数PE(TTM)为88.43倍，相对于中小板指数估值(TTM)比值为3.48倍，接近历史高位水平。由于环保行业上市公司近1年来净利润下滑显著，分母调整致PE数值显著变大。PE估值不能完全反映客观情况。采用PB估值，截至19年11月14日，中信环保指数PB(LF)为1.66倍，显著低于历史中位数3.81倍，板块估值进一步下行的空间不大。

图 34: 环保指数(中信)历史 PE 变化情况 (倍)



资料来源: Wind, 中原证券

图 35: 环保指数 (中信) 历史 PB 变化情况 (倍)



资料来源: Wind, 中原证券

### 4.2. 投资主线

- 1) 短期关注国企化的头部环保公司，其业绩存改善预期；
- 2) 中期关注固废处理产业链和污水处理运营优质企业。

### 4.3. 重点关注的

建议关注：高能环境、龙马环卫、旺能环境、瀚蓝环境。

表 6: 重点公司估值表

| 公司简称 | 总股本/<br>亿股 | 流通股/<br>亿股 | 股价(元,<br>11.14) | EPS (元) |       | 每股净资产<br>(19AQ3) | PE(倍) |       | PB(19AQ3) | 投资评<br>级 |
|------|------------|------------|-----------------|---------|-------|------------------|-------|-------|-----------|----------|
|      |            |            |                 | 2019E   | 2020E |                  | 2019E | 2020E |           |          |
| 高能环境 | 6.74       | 6.68       | 9.77            | 0.66    | 0.91  | 4.35             | 14.80 | 10.74 | 2.25      | 增持       |
| 龙马环卫 | 4.16       | 4.16       | 10.25           | 0.65    | 0.77  | 5.84             | 15.77 | 13.31 | 1.75      | 增持       |
| 旺能环境 | 4.17       | 2.59       | 15.44           | 1.06    | 1.32  | 9.57             | 14.57 | 11.70 | 1.61      | 增持       |
| 瀚蓝环境 | 7.66       | 7.66       | 17.59           | 1.23    | 1.44  | 8.37             | 14.30 | 12.22 | 2.10      | 增持       |

资料来源: 中原证券

## 5. 风险提示

- 1) 劳动力成本增加, 环卫用工成本提升挤压环卫服务公司盈利空间;
- 2) 行业参与者过多, 竞争趋于激烈导致中标价格偏低;
- 3) 环保标准提升, 治污企业自身污染治理成本提升;
- 4) 环保政策执行力度放松, 投资需求降低;
- 5) 经济下行压力增加, 地方政府财政偏紧, 环保治理需求不及预期。

### 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其他

决定的唯一信赖依据。