



环保行业季度报告——

新版《方案》明确提出企业分级管理制度

■ **生态环境部、发改委、工信部等十部门和北京、天津、河北等六省市人民政府联合印发《京津冀及周边地区 2019-2020 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》。**《方案》提高了 2019-2020 年度京津冀及周边地区秋冬减排的标准，或将加大相关区域内产废行业的环保压力；提出了企业分级制度，或将促进产废企业优胜劣汰的市场化竞争格局的快速形成；着重强调了生活减排须以不影响民生为前提，或将进一步加大工业行业的减排压力。

■ **整个环保行业上市公司经营性现金流净额出现较大改善。**从盈利水平来看，固废处理行业在营收增速水平与毛利率水平方面均领先全行业，连续三个季度保持在 80% 的增速以上；污水与大气行业的营收仍为负增长态势。大气、污水、固废三大领域的平均资产负债率均介于 60~63% 之间；其中，固废行业经历了年初超过 5 个点的迅猛拉升随后开始回调，大气行业继上年三季度提升后连续四个季度保持了较稳定的水平，而污水相比 2017 年初水平已经扩大了超过 12 个百分点，从侧面也反映出市场对这一行业长期发展趋势的看好。

■ **投资机构正加速入场布局 PPP 领域，应该被重点关注。**2019 年 9 月全国 PPP 项目月度成交规模为 1207 亿元，月度成交数量为 151 个，伴随着财经 92 号文之后清库工作的有序开展，2019 年 PPP 市场回暖趋势明显。从参与主体来看，民企投资金额仅占市场 1/5，央企及地方国企占据 PPP 市场主导地位；从投资主体来看，2019 年投资机构在 PPP 参与者中的占比出现了显著上升，截止至 9 月，投资机构数量上涨至 1779 家，所投额度上涨至 42055.7 亿元，上涨幅度高达 141.9%。

雷霆

行业研究员

☎: 0755-82954616

✉: leit@cmbchina.com

刘庭贝（实习生）参与
本文撰写工作

相关研究报告

《环保行业之

固废处理行业篇

——建议重点布局垃圾焚烧
与危废处理行业》

2019.06.26

《建筑工程行业深度报告

——六维详解 PPP:

“清库”提质后的
政企优选攻略》

2019.10.15

目录

1. 大气排放分级制，工业改造再承压	1
1.1 上年度排放成绩下滑，新一期标准再度收严	1
1.2 错峰制改评级制，或将加速传统产废行业优胜劣汰	2
1.3 生活限排须以民生为前提，工业排放承压或加剧	3
2. 现金流持续改善，固废处理行业一枝独秀	4
2.1 行业经营性现金流净值状况大幅改善	4
2.2 固废处理行业连续三个季度营收同比增速超 80%	5
2.3 杠杆率表现：固废行业增速放缓，污水行业稳步扩张	6
3. PPP 专题：市场改善趋势已基本得到确认	7
3.1 今年前三季度 PPP 市场成交数量增速持续改善	7
3.2 云贵川包揽全国累计成交金额前三甲	8
3.3 市政交通行业仍为主战场，专业投资机构正在加速入场	8
3.4 央企/地方国企继续主导市场，民企倾向参与小规模项目	10



图目录

图 1: 环保行业公司经营性现金流净额水平	4
图 2: 环保行业公司营收水平	5
图 3: 环保行业公司营收同比增速水平	5
图 4: 环保行业公司毛利率水平	5
图 5: 环保行业公司资产负债率水平	6
图 6: 全国 PPP 项目月度成交规模同比增长统计	7
图 7: 全国 PPP 项目月度成交数量同比增长统计	7
图 8: 全国各省级行政单位累计成交情况统计	8
图 9: 9 月全国各省级行政单位成交情况统计	8
图 10: 2019 年 9 月分行业成交金额与成交量统计	9
图 11: 投资机构参与 PPP 项目额度占比 27%	9
图 12: 目前已有 1779 家投资机构进入 PPP 市场	9
图 13: 央企&国企参与者累计投资金额占比 75%	10
图 14: 央企&国企参与者数量占比 54%	10

1. 大气排放分级制，工业改造再承压

近日，生态环境部、国家发展和改革委员会、工信部等十部门和北京、天津、河北等六省市人民政府联合印发《京津冀及周边地区 2019-2020 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》（以下简称《方案》），明确京津冀及周边地区“2+26”城市要全面完成 2019 年环境空气质量改善目标，2019-2020 年秋冬季 PM2.5 浓度同比下降 4%左右，重污染天数同比下降 6%。《方案》同时强调，污染治理中坚决反对“一刀切”，不再涉及强制性错峰生产、大范围停工停产等要求，散煤治理要以保证温暖过冬为前提。

我们认为，本年度《方案》实施之后，或将对市场产生以下影响：

- 1) 《方案》提高了 2019-2020 年度京津冀及周边地区的秋冬减排的标准，或将加大相关区域内产废行业的环保压力；
- 2) 《方案》提出了企业分级制度，或将促进产废企业优胜劣汰的市场化竞争格局的快速形成；
- 3) 《方案》着重强调了生活减排须以不影响民生为前提，或将进一步加大工业行业的减排压力。

1.1 上年度排放成绩下滑，新一期标准再度收严

据上一年《方案》原计划，2018-2019 年秋冬季京津冀及周边地区 PM2.5 平均浓度目标下降 3%，重污染天数目标同比降低 3%。然而本年度《方案》显示，2018-2019 年秋冬季京津冀及周边地区 PM2.5 平均浓度同比上升 6.5%，重污染天数同比增加 36.8%。两项关键污染排放考核指标不降反升，可见上年度《方案》的落实情况并不理想。

造成排放指标超标的主要原因有散煤复烧、“散乱污”企业反弹、车用油品不合格、重污染天气应对不力等因素。2018 年我国秋冬季政策首次由限产政策改为限排政策，“对高污染和高耗能行业要实施统一的停工限产比例”改为“各地方根据实际情况实行错峰生产，不再做硬性要求”，导致部分市场对环保政策产生了误读，认为在经济下行期环保工作开始为工业生产让路，从而出现了部分地区排放监管不到位的现象。

根据今年的计划，PM2.5 与重污染天数两大指标的下降幅度目标较上年双双提升，足以看出中央对本次大气污染防治工作关注力度的加强。我们认为促使本年度“2+26”城市大气排放标准再收严的原因有以下三点：

- 1) 受今年厄尔尼诺气候现象影响，今年将迎来近年以来最暖的一个冬天；变暖的气候缩小了地区间的温差，也就大大降低了北方的风速，使大气污染物的扩散速度大幅降低，加剧了大气污染物的堆积；
- 2) 2020 年为我国“十三五”规划、“蓝天保卫战”等一系列党和国家发展规划的阶段性节点，环保工作进展也将于这一时点交卷，本次标准收严可以看作是临考前的加强复习；
- 3) 上年度排放结果不降反升，由于基数抬高，今年污染排放下降总量的目标值也相应升高。

由于上述三点原因的客观存在，今年秋冬季大气污染治理工作的难度相较往年将会进一步上升。受治理指标压力影响，今年秋冬季京津冀部分工业企业的减排压力或大幅强于上年。

1.2 错峰制改评级制，或将加速传统产废行业优胜劣汰

今年《方案》在企业限排方面与上年最大的不同，即是强调实行“企业分类分级管控”制度，首次提出环保绩效水平高的企业，在重污染天气应急期间亦可不采取减排措施。企业分级制是上年限排政策的升级版，在明确了反一刀切式治理模式的同时，细化了产废行业优胜劣汰的市场竞争格局。

根据央广财经评论员观点，在史上最大规模减税降费等政策的背景下，北京等地区的一般公共预算收入已经开始负增长，因此在推动环保建设的过程中，地方政府就没有更多的余力和空间去增加财政补贴，那么将环保改造市场化的理念就显得尤为重要。本次评级制度的出现，本身就是促进市场化竞争的一种优等生激励。

本年度《方案》提出，将钢铁、陶瓷、玻璃等重点行业企业评估为 A、B、C 三级；A 类企业为在环保措施方面达到全国先进的企业，在重污染期间可以不采取减排措施；B 类企业为省级先进，需要在重污染期间适当采取减排措施；而环保措施较差的 C 类企业，将在重污染期间面临限产等更加严厉的强制措施。

企业评级制除考虑了企业之间排放标准的差别外，也将行业与区域的差别纳入评级考虑范围。如《方案》规定，对于 2018 年产能利用率超过 120% 的钢铁企业可适当提高其限产比例；对于其他 16 个未实施绩效分级的重点行业各省须根据实际情况实施差异化管控；对于非重点行业各省应根据实际情况自行制定应急减排措施等。

我们认为，限排模式的进一步细化，既体现了中央坚决不搞“一刀切”式限产的决心，同时也将加剧产废行业内部的市场竞争，加速行业洗牌；尤其是在部分产能过剩行业中，一些没有足够的资金实力去进行减排设施改造的小型企业在本轮洗牌中或将面临被淘汰或被收购的命运。

1.3 生活限排须以民生为前提，工业排放承压或加剧

在本年度的《方案》中还明确提出清洁取暖的五项坚持原则，即：坚持统筹协调温暖过冬与清洁取暖，以保障群众温暖过冬为第一原则；坚持以供定需、以气定改，根据天然气签订合同量确定“煤改气”户数；坚持因地制宜、多元施策，宜电则电、宜气则气、宜煤则煤、宜热则热；坚持突出重点、有取有舍，重点推进京津冀及周边地区和汾渭平原散煤治理；坚持先立后破、不立不破，在新的取暖方式没有稳定供应前，原有取暖设施不予拆除。

国务院发展研究中心资环所副所长常纪文声明，今年的《方案》文件尤其强调不搞一刀切，既包含工业生产不搞一刀切，也强调了居民取暖不搞一刀切；一言以蔽之，就是有多少燃气供应，就进行多少清洁能源改造，以此防止出现此前先拆后改，拆而未改的影响民生的恶性事故。他同时强调，今年会延续去年中央对各地方政府清洁取暖改造的补贴，确保清洁能源能被受改造住户的消费能力所接受。

受此“先立后破，不立不破”的政策影响，我们认为今年秋冬季煤改气改造的进程速度或将较此前有所放缓，燃气供应将第一满足此前“破而未立”的问题工程，而后才是根据实际供应量进行的改造。

对于生活大气排放改造与工业大气排放改造之间，显然出现了政策松紧的区分；出于民生角度对于今年秋冬季生活大气排放改造口径的调整，或将导致工业企业承受更大的减排压力。

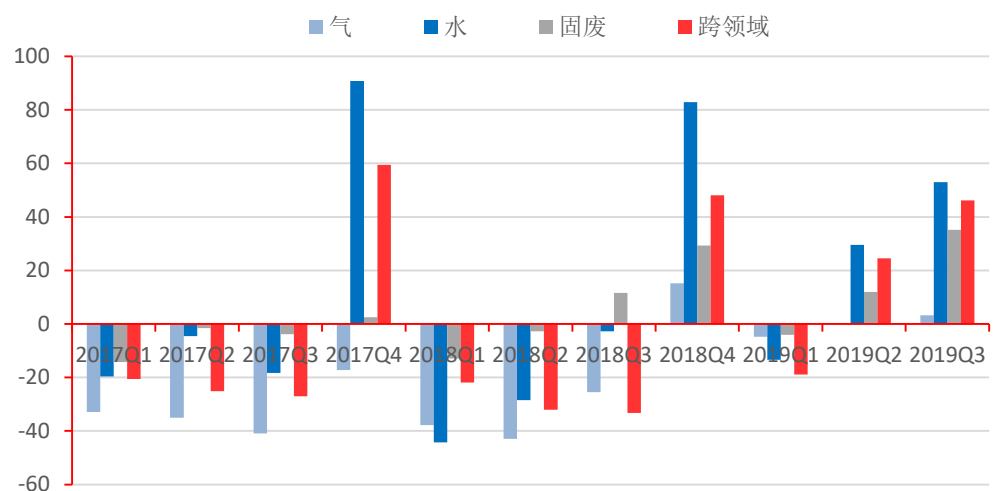
2. 现金流持续改善，固废处理行业一枝独秀

从整个环保上市公司财务数据表现来看，往年至四季度才会翻正的经营性现金流金额，今年至二季度即呈现正值。从盈利水平来看，固废处理行业在今年的整体表现可谓一枝独秀，在营收增速水平与毛利率水平方面均领先全行业；污水与大气治理行业的营收增速在三季度出现了小幅改善，但目前仍为负增长态势。从行业杠杆率角度来看，大气、污水、固废三大领域均介于 60~63% 之间；其中，固废处理行业经历了年初超过 5 个点的迅猛拉升随后开始回调，大气治理行业继上年三季度提升后连续四个季度保持了较稳定的水平，而污水处理行业则是几个行业中资产负债率累计扩张最为稳定的，其行业杠杆率相比 2017 年初水平已经扩大了超过 12 个百分点，从侧面也反映出市场对这一行业长期发展趋势的看好。

2.1 行业经营性现金流净值状况大幅改善

环保行业公司的流动性水平今年明显优于上两年，从第二季度至今始终保持的正值现金流水平已属历史罕见情况。值得注意的是，污水、固废与跨领域经营三大行业的改善水平较为显著，显示出这些行业内企业的经营状况已经出现明显改善；而大气治理行业的现金流虽然翻正，但今年以来的现金流绝对值水平已经大幅低于往年，显示出该行业内公司的业务总量或出现了一定程度的收缩，这一点在后文的营收数据中也再次得到了印证。

图 1：环保行业公司经营性现金流净额水平

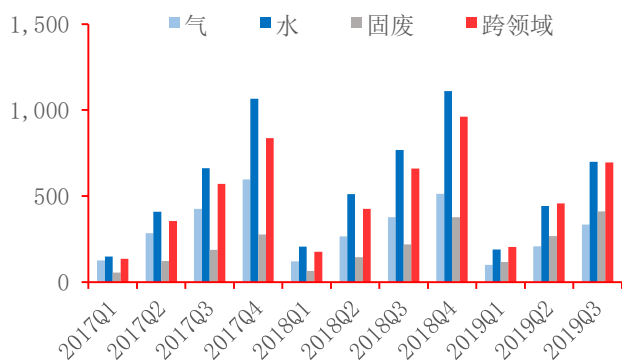


资料来源：明树数据，招商银行研究院

2.2 固废处理行业连续三个季度营收同比增速超 80%

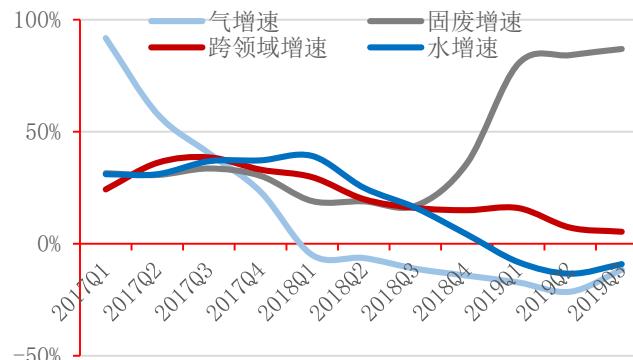
截至 2019 年 9 月 30 日，固废行业上市公司营收同比增速高达 86.91%，污水行业为-9.12%，大气行业为-11.65%；固废与其他行业营收水平仍然呈现明显的两极分化的趋势。

图 2：环保行业公司营收水平



资料来源：明树数据，招商银行研究院

图 3：环保行业公司营收同比增速水平

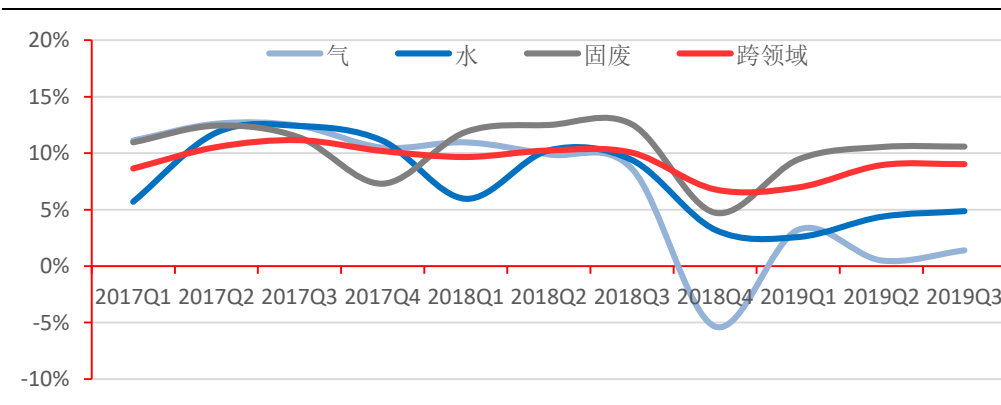


资料来源：明树数据，招商银行研究院

多以工程形式为主的污水处理行业，受此前市场紧信用与去杠杆的双重影响，营收增速的持续下滑不难理解；而大气排放治理行业的营收负增速则可以理解为市场需求方面的后继乏力。

目前，我国在火电领域的超低排放改造进程已经超过 80%，目前改造重点阵地正在向非电行业转向，目前主要集中在钢铁与焦化行业；根据测算，此前火电行业的改造市场规模为千亿级人民币的体量，而焦化与钢铁行业的改造市场规模仅为百亿级，较此前的火电改造市场出现了明显的落差，需求市场的剧烈收缩或为导致近两年大气治理行业营收增速始终疲弱的主要因素。

图 4：环保行业公司毛利率水平



资料来源：明树数据，招商银行研究院

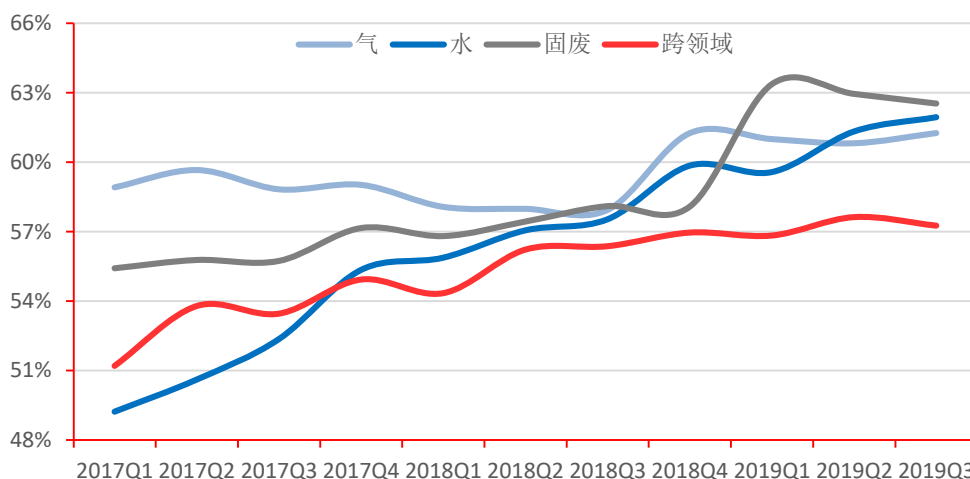
从毛利率角度来看，固废行业的上市公司毛利率仍保持为行业内最高水平，超过 10%；跨领域经营类企业的毛利率次之，同比上年下调了 1 个百分点至 9% 左右；污水处理行业毛利率小幅改善，三季度已提升至 5% 左右；大气治理行业毛利率表现仍处于低迷状态，自上年年尾一轮暴跌之后目前勉强扶正，仅为 1.4% 左右。

此处值得注意的是，以上毛利率数据来源均为具有一定规模的环保行业上市公司，这些公司的经营内容有较大分化，其综合毛利率水平并不能直接代表行业内某一类公司的盈利平均水平。例如，根据此前实地调研，多数固废处理行业的环保企业的毛利率远高于 10%；其中，主营业务为生活垃圾处理的公司，其毛利率可以高达 20~30% 及以上；而从事危险废物处理业务的公司，其毛利率甚至可以达到 50% 及以上。

2.3 杠杆率表现：固废行业增速放缓，污水行业稳步扩张

从企业平均资产负债率角度来看，环保行业各细分领域均在今年达到了历史最高水平。其中，固废行业在景气度向好的环境下受扩张需求影响，其资产负债率于本年年初即快速拉升超 5 个百分点至 63.37%，目前已小幅回落至 62.53%。

图 5：环保行业公司资产负债率水平



资料来源：明树数据，招商银行研究院

污水处理行业的杠杆率则表现出持续上涨的态势，这与市场对其未来预期的看好或有较大关系；目前主营业务从事污水处理相关领域的两大龙头企业



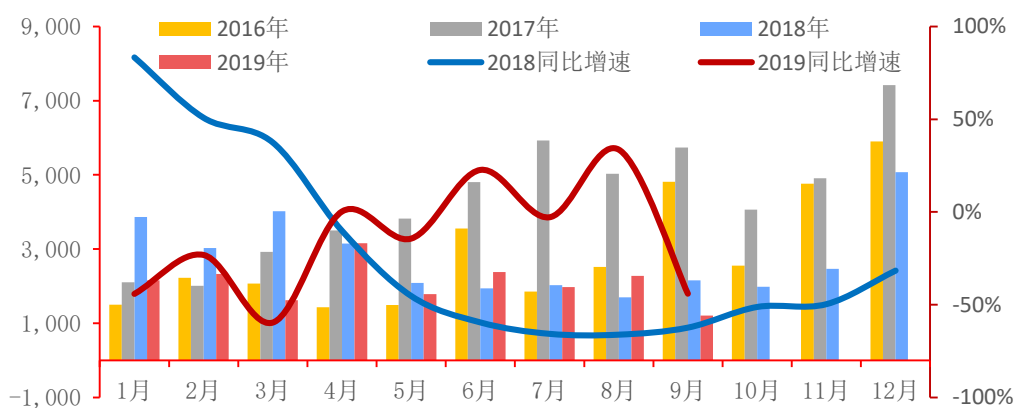
“东方园林”与“碧水源”先后获得国资委与央企注资，预示着这一领域未来或将迎来国有资本的大规模入场。大气治理行业的主要经营业务为设备制造及安装，受设备折旧率及行业需求收缩的双重影响，其杠杆率于去年四季度出现了较大的抬升，目前已稳定在 61.94%附近。

3. PPP 专题：市场改善趋势已基本得到确认

3.1 今年前三季度 PPP 市场成交数量增速持续改善

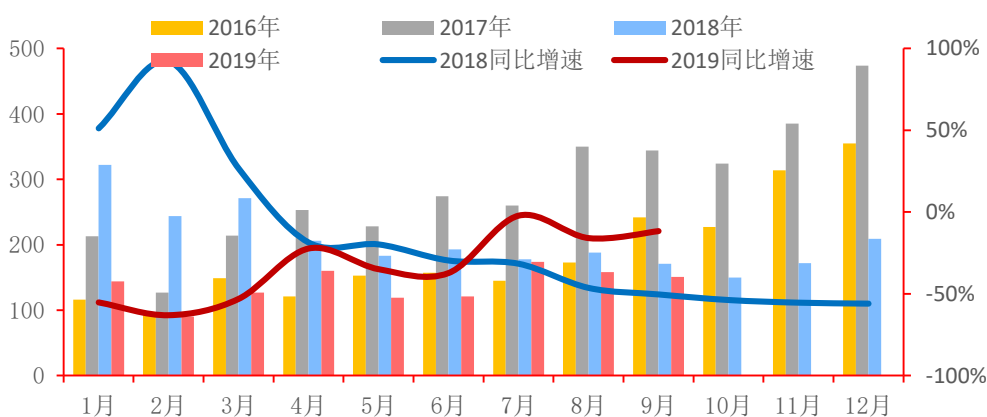
2019 年 9 月全国 PPP 项目月度成交规模为 1207 亿元，同比减速 44.04%，全国 PPP 项目月度成交数量为 151 个，同比减速 11.70%，环比减速 4.43%。

图 6：全国 PPP 项目月度成交规模同比增长统计



资料来源：明树数据，招商银行研究院

图 7：全国 PPP 项目月度成交数量同比增长统计



资料来源：明树数据，招商银行研究院

自财经 92 号文发布以来，2018 年 PPP 项目增速放缓，清库工作有序开展，进入 2019 年，政府工作重心已经从“去杠杆”逐步转向“六个稳”，2019 年

上半年 PPP 市场回暖趋势明显，9 月 PPP 市场规模增速放缓，主要是由于单体项目经营额度较小，但 PPP 成交数量增速仍持续改善。

3.2 云贵川包揽全国累计成交金额前三甲

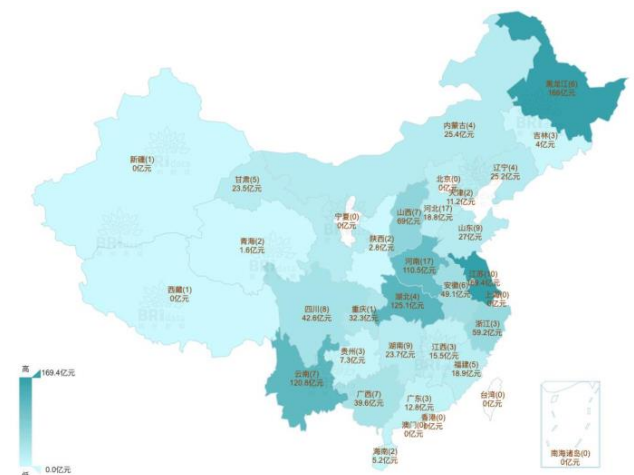
从地域上来看，全国各省级行政单位累计成交量前三名集中在西南地区，其中，四川累计成交量为 12233.1 亿元、云南累计成交量为 12071.7 亿元、贵州累计成交量为 11244.8 亿元；9 月单月 PPP 成交量排名前三的省级行政单位为江苏、黑龙江和湖北，成交量分别为 169.4 亿元、166 亿元和 125.1 亿元。

图 8：全国各省级行政单位累计成交情况统计



资料来源：明树数据，招商银行研究院

图 9：9 月全国各省级行政单位成交情况统计

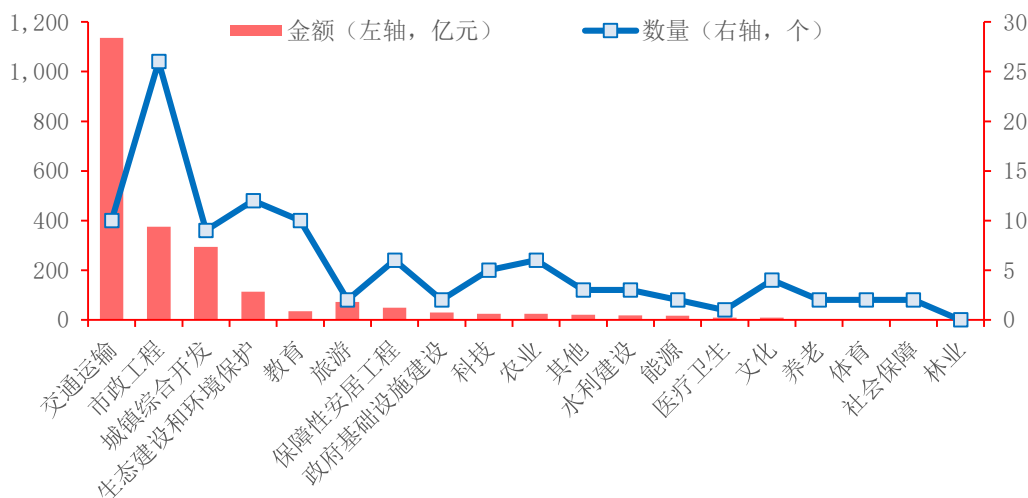


资料来源：明树数据，招商银行研究院

3.3 市政交通行业仍为主战场，专业投资机构正在加速入场

分行业来看，2019 年 9 月中，市政工程和交通运输行业的成交金额占比总金额超过 30%，成交金额分别为 470.7 亿元和 366.8 亿元；单月 PPP 项目成交数量超过 10 个的行业有市政工作、交通运输、生态建设和环境保护、能源，成交数量分别为 77、12、14、14。

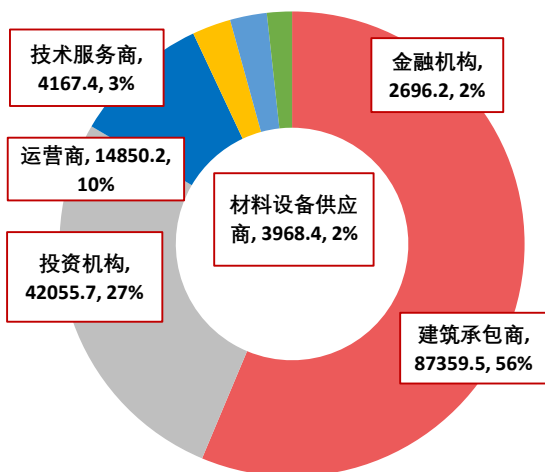
图 10：2019 年 9 月分行业成交金额与成交量统计



资料来源：明树数据，招商银行研究院

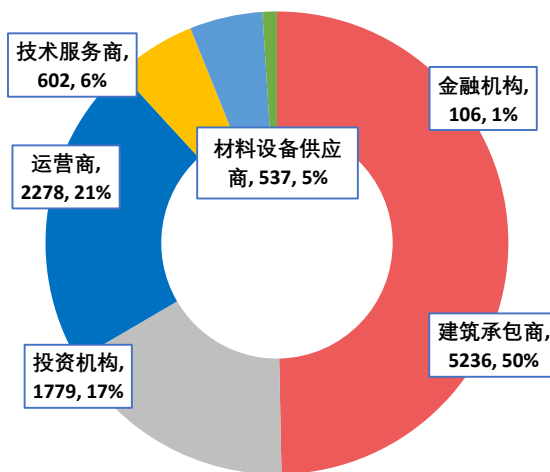
无论是从 PPP 项目成交额度还是数量上来看，建筑承包商仍占领 PPP 投资市场的半壁江山，同时值得注意的是，2019 年，投资机构在 PPP 参与者中的占比出现了显著上升。

图 11：投资机构参与 PPP 项目额度占比 27%



资料来源：明树数据，招商银行研究院

图 12：目前已有 1779 家投资机构进入 PPP 市场



资料来源：明树数据，招商银行研究院

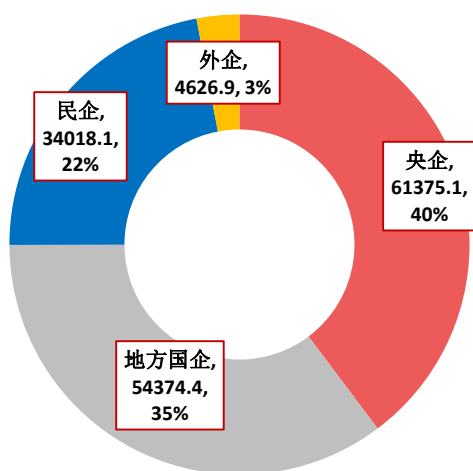
据我们此前的定期报告统计，2018 年 10 月在我国 PPP 市场投资人构成中，投资机构仅有 988 家，所投额度约为 17395.4 亿元，占比仅为 14%。时至 2019 年 9 月，短短十一个月，PPP 市场中投资机构数量增长 0.8 倍，上涨至 1779 家；所投额度上涨至 42055.7 亿元，上涨幅度高达 141.9%。这充分说

明了相比于传统的建筑承包商，更具有专业优势的投资机构正在加速入场，布局 PPP 领域，这部分投资机构应该被重点关注。

3.4 央企/地方国企继续主导市场，民企倾向参与小规模项目

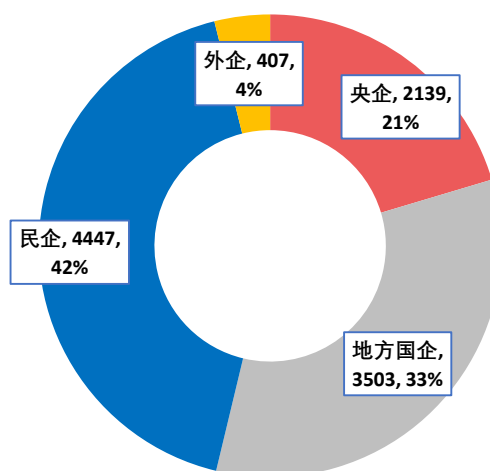
央企及地方国企是我国 PPP 市场的主要参与者，民企参与者数量多但累计投资金额仅为 PPP 市场的 1/5。截至 2019 年 9 月，PPP 市场的央企数量占比 21%，完成了全市场近 40% 的投资额；地方国企占比 33%，占到 35% 的市场投资额度；而民企数量占比高达 42%，在全市场投资额中仅仅占据 22%。

图 13：央企&国企参与者累计投资金额占比 75%



资料来源：明树数据，招商银行研究院

图 14：央企&国企参与者数量占比 54%



资料来源：明树数据，招商银行研究院

通过简单计算可以发现，央企、地方国企与民营企业所承接的 PPP 项目的平均金额比例约为 4:2:1，可以看出整个 PPP 市场的结构分化已经十分明显。资金实力雄厚的中央国企天然包揽了绝大部分的体量规模巨大的 PPP 项目，而凭借较强的资金实力与政府话语权的国企则承揽了多数规模中等的 PPP 项目；经营效率高，但融资成本也较高的民营企业则主要承接单体项目规模较低的 PPP 项目。

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-83195702

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇