

业绩增速有所放缓，环境监测企业面临多重机会

——十一月行业动态报告

核心观点

● 最新观点

1) 生态保护补偿机制加速建立，多元化付费手段优化环境治理支付模式。近日，发改委发布了《生态综合补偿试点方案》，要求到2022年，生态综合补偿试点工作取得阶段性进展，与地方经济发展水平相适应的生态保护补偿机制基本建立。

2) 江苏省环保集团发起成立，地方级环保舰队再添一员。近几年，全面打响污染防治攻坚战持续推进催生巨量的环保刚性需求，组建地方级环保舰队，可以借助多方面的整合和调整，在资金、技术、资源等方面都发挥出“1+1>2”的效应。

3) 三达膜、奥福环保登陆科创板。11月初，三达膜、奥福环保两家主营环保相关业务的企业登陆科创板，提振了环境产业持续科技创新的信心。

4) 2019前三季度环境监测上市公司营业收入共计69.22亿元，较去年同期增长10.6%；实现净利润共计9.78亿元，同比下降7.77%。环境监测领域营业收入和净利润近几年一直保持着稳定增长的趋势，今年三季度业绩不及预期引起市场关注。

5) 环境监测企业面临多重机会。环保强监管时代下，环境监测行业进入加速成长期，产品全、技术强、渠道广的行业龙头市场份额必然提升。

6) 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。

7) 环保行业相关上市公司80家，占A股总市值0.98%，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，固废产业链、水环境治理领域在未来将维持高景气度。推荐国内膜法水处理龙头碧水源(300070.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.SZ)。

● 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	300070.SZ	碧水源	-2.85	23.0	237
	600323.SH	瀚蓝环境	-6.15	15.1	130
	300422.SZ	博世科	-6.52	11.6	35.2

● 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

谨慎推荐 调低评级

分析师

周然

☎: (8610) 66568494

✉: zhouran@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514020001

特别鸣谢

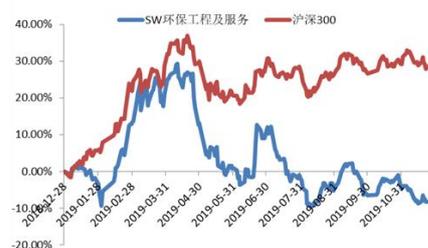
严明

☎: 010-86359368

✉: yanming\_yj@chinastock.com.cn

行业数据

2019.12.5



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

核心组合表现

2019.12.5



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\_行业动态报告\_板块业绩回暖趋势明确，水污染防治与固废处理领域景气表现有望上扬

## 目 录

<b>一、环保项目持续释放，财政支持力度不减</b>	<b>3</b>
(一) 环保行业市场基本情况	3
(二) 政府联动国有资本，地方性环保集团再添一员	4
1. 生态保护补偿机制加速建立，多元化付费手段优化环境治理支付模式。	4
2. 地方性环保平台，大环保时代的聚合打法	5
3. 三达膜、奥福环保登陆科创板	5
(三) 环境监测领域上市公司财务分析	6
1. 营业收入和净利润增速放缓	6
2. 费用支出增加，压缩板块盈利空间	6
3. 资产负债率略有下降，且远低于行业平均水准	7
4. 经营活动现金流大幅增加，企业经营稳定性有保障	7
5. 杜邦分析	8
<b>二、环境监测企业面临多重机会</b>	<b>8</b>
(一) 环保行业细分子行业所处周期判断	8
(二) 环境监测企业面临多重机会	9
1. 环保强监管时代下，环境监测行业成长迅速	9
2. 经济结构转型背景下，对环境监测能力提出更高要求	9
3. 设备销售增长平稳，水质和烟尘监测设备占主流	10
4. 监测密度加大已经是必然趋势，环境监测企业面临多重机会	10
<b>三、环保行业面临的问题及建议</b>	<b>11</b>
(一) 现存问题	11
1. 竞争秩序混乱，市场信息不对称	11
2. 技术缺乏超前性，科研成果转化难	11
3. 自身造血能力差，过度依赖政府补贴	11
(二) 建议及对策	12
1. 加强政府监管，维护市场健康	12
2. 培养具有核心竞争力的企业	12
3. 改善商业模式，打造综合化服务	12
<b>四、环保行业在资本市场中的表现</b>	<b>12</b>
(一) 环保行业在国民经济中的地位	12
(二) 环保行业估值修复，静待进一步调整回归	13
(三) 年初至今板块表现弱于沪深 300	13
<b>五、投资建议及股票池</b>	<b>14</b>
(一) 投资建议	14
1. 看好需求稳定的固废产业链、环境监测、水环境治理	14

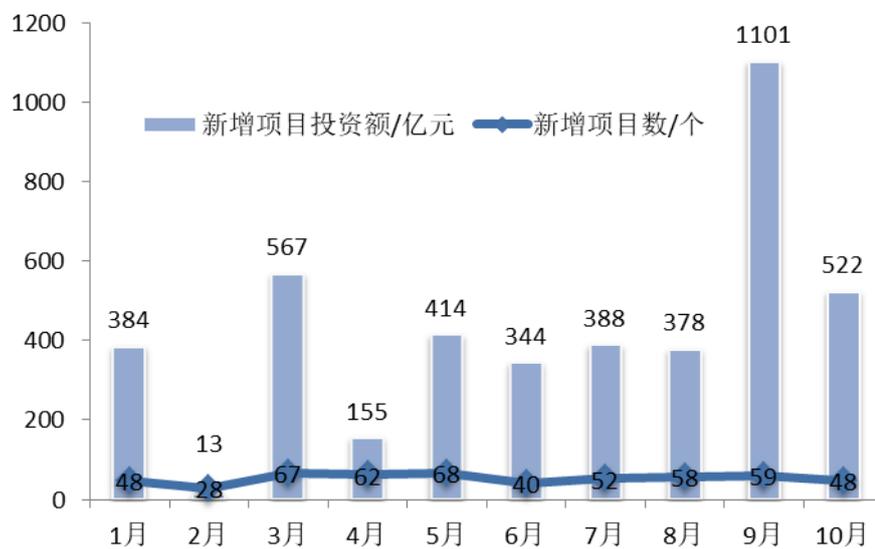
2. 投资策略：寻找技术水平领先、运维经验丰富的细分领域龙头 .....	14
(二) 核心组合表现 .....	15
六、风险提示 .....	15
七、附录 .....	16
(一) 环保行业涉及的上市公司 .....	16

## 一、环保项目持续释放，财政支持力度不减

### (一) 环保行业市场基本情况

**污染防治与绿色低碳项目增速维持稳定。**2019年10月管理库新入库项目95个、投资额1,772亿元。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2019年10月，管理库项目中污染防治与绿色低碳项目累计5,296个，占项管理库的57.0%；投资额5.1万亿元，占项管理库的36.0%，而已经落地的项目3291个、投资额3.2万亿元。

图 1.2019 年 1 月-10 月新增污染防治与绿色低碳项目数量及规模

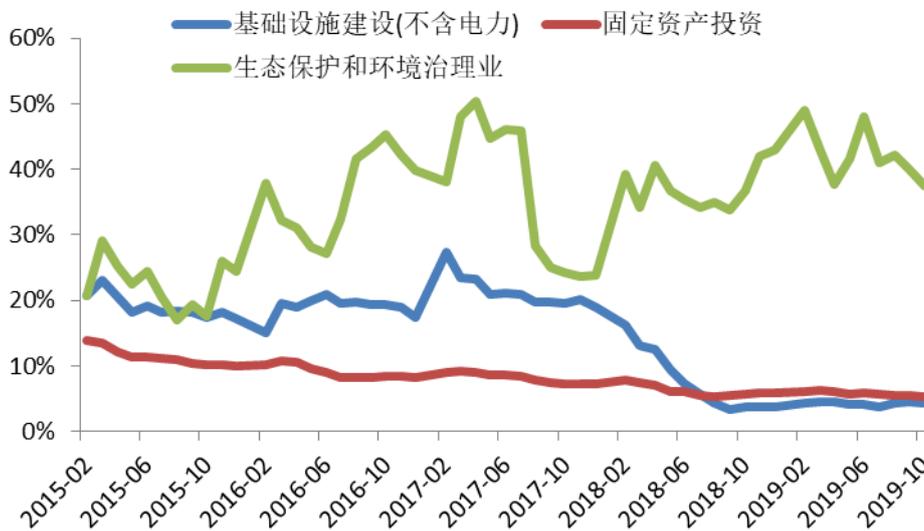


资料来源：财政部政府和社会资本合作中心，中国银河证券研究院

10月全国固定资产投资累计增速5.2%，同比下降0.5pct，环比下降0.2pct；基础设施建设（不含电力）累计投资增速4.2%，同比增加0.5pct，环比下降0.3pct；生态保护和环境治理业投资累计增速48%，同比增加0.7pct，环比下降2.6pct。近年来环保投资增速与固定资产投资、基建投资（不含电力）增速相比一直处于较高水平。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%。

**地方专项债券发行加速，生态环保是主要投向之一。**2019年上半年，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%。环保投资同比增速不仅远高于固定资产投资和基建投资增速，以及地方专项债券的投向，体现了政策在环保领域投资的倾斜。

图 2.2019 年 10 月环保、基建（不含电力）、固定资产投资增速对比



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

## （二）政府联动国有资本，地方性环保集团再添一员

### 1. 生态保护补偿机制加速建立，多元化付费手段优化环境治理支付模式。

《绿色生活创建行动总体方案》出台，逐步推广生态文明理念。通过开展节约型机关、绿色出行等创建行动，广泛宣传推广简约适度、绿色低碳、文明健康的生活理念和生活方式，建立完善绿色生活的相关政策和管理制度，推动绿色消费，促进绿色发展。到 2022 年，绿色生活创建行动取得显著成效，生态文明理念更加深入人心，绿色生活方式得到普遍推广，通过宣传一批成效突出、特点鲜明的绿色生活优秀典型，形成崇尚绿色生活的社会氛围。

方案指出，目前将先以县级及以上党政机关作为创建对象，健全节约能源资源管理制度，强化能耗、水耗等目标管理。加大政府绿色采购力度，带头采购更多节能、节水、环保、再生等绿色产品，更新公务用车优先采购新能源汽车。推行绿色办公，使用循环再生办公用品，推进无纸化办公。率先全面实施生活垃圾分类制度。到 2022 年，力争 70% 左右的县级及以上党政机关达到创建要求。

**生态保护补偿机制加速建立，多元化付费手段优化环境治理支付模式。**近日，发改委发布了《生态综合补偿试点方案》，设定了未来 3 年的工作目标。要求到 2022 年，生态综合补偿试点工作取得阶段性进展，资金使用效益有效提升，生态保护地区造血能力得到增强，生态保护者的主动参与度明显提升，与地方经济发展水平相适应的生态保护补偿机制基本建立。

试点任务包括：创新森林生态效益补偿制度、推进建立流域上下游生态补偿制度、发展生态优势特色产业、推动生态保护补偿工作制度化。在推进建立流域上下游生态补偿制度方面，推进流域上下游横向生态保护补偿，加强省内流域横向生态保护补偿试点工作。完善重点流域跨省断面监测网络和绩效考核机制，对纳入横向生态保护补偿试点的流域开展绩效评价。鼓励地方探索建立资金补偿之外的其他多元化合作方式。

在发展生态优势特色产业方面，按照空间管控规则和特许经营权制度，在严格保护生态环境的前提下，鼓励和引导地方以新型农业经营主体为依托，加快发展特色种养业、农产品加工业和以自然风光和民族风情为特色的文化产业和旅游业，实现生态产业化和产业生态化。支持龙头企业发挥引领示范作用，建设标准化和规模化的原料生产基地，带动农户和农民合作社发展适度规模经营。

## 2.地方性环保平台，大环保时代的聚合打法

江苏省环保集团发起成立，地方级环保舰队再添一员。近日，汇鸿集团、长江生态等七家投资方共同出资，拟成立江苏省环保集团，集团注册资本 50 亿。目前我国已有辽宁省环保集团、陕西省环保集团、浙江省环保集团、青海省环保集团，内蒙古环投集团，重庆环投集团七个地方性环保平台。这些有着庞大分支、下辖多个环保公司的组织，在技术、资源、渠道等方面占据着显著优势，也各自取得了不错的成绩。

近几年，全面打响污染防治攻坚战持续推进催生巨量的环保刚性需求；另一方面，环境治理工作任重道远，环境产业的竞争也在愈演愈烈，项目综合性变强，资金净额变大。环境产业关系逐步从上下游、甲乙双方过渡到了利益共同体。在此背景下，一些省市开始着手构建产业共赢生态，它们提前谋划，将地方相关国有资产梳理整合，组建地方级环保舰队，希望借助多方面的整合和调整，在资金、技术、资源等方面都发挥出“1+1>2”的效应。

## 3.三达膜、奥福环保登陆科创板

11 月初，三达膜、奥福环保两家主营环保相关业务的企业登陆科创板。三达膜本次发行新股的数量为 8347 万股，占发行后总股本的 25%，全部为公开发行新股，不设老股转让，募集资金总额为 15.24 亿元。奥福环保本次拟发行 2000 万股新股，占发行后总股本的比例约为 25.88%，募集资金 5.23 亿元。

三达膜主营业务分为膜技术应用和水务投资运营两大板块，在技术难度高的工业料液分离取得领先优势后，又进入市场空间广阔的膜法水处理和水务投资运营（市政污水处理）领域，成为集工业料液分离、膜法水处理、水务投资运营业务为一体的绿色制造、清洁生产与水质净化解决方案供应商。公司面向实体经济、市政管理部门和终端净水家庭用户等，是国内领先的集先进膜材料研发、特种分离膜技术应用和水务投资运营为一体的科技创新型企业。

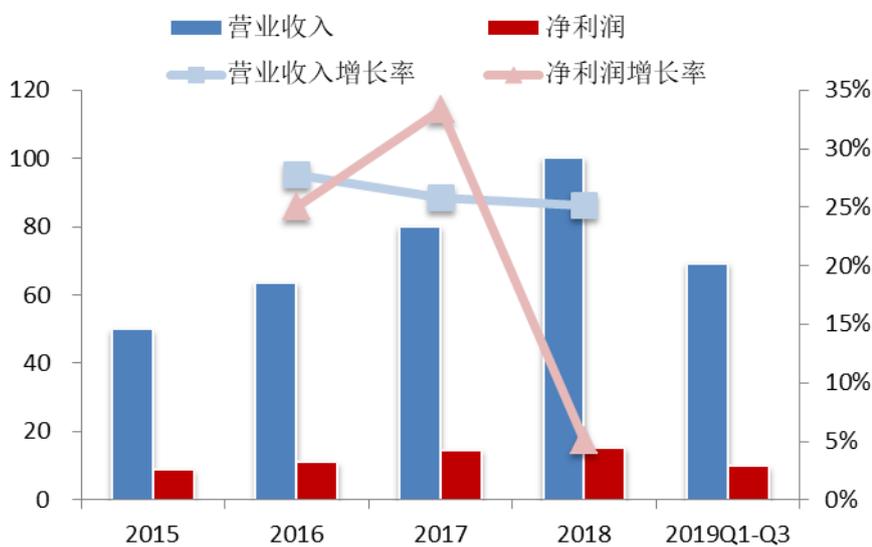
奥福环保是国内蜂窝陶瓷领域领先企业，核心团队在该领域耕耘超 16 年，并于 2012 年布局车用载体领域。截至 2019 年 6 月末，公司合计蜂窝陶瓷载体产能 735 万升/年。目前公司主打产品包括 SCR 载体及 DPF，并逐步供应 TWC 载体/DOC 载体即 GPF 等。“国五”实施以来，奥福环保产品逐步获得康明斯、重汽、东风、福田等客户认证，检验公告数量领先，DPF 产品出口北美，2019 上半年销量快速增长。2017A-2019H1，公司产能利用率始终高于 95%，IPO 募资 5.23 亿元用于包括 960 万升蜂窝陶瓷载体产能扩产等项目，我们认为有望解决公司发展瓶颈，进一步增强盈利能力。

### (三) 环境监测领域上市公司财务分析

#### 1. 营业收入和净利润增速放缓

我们共统计了6家环境监测相关的环保上市公司第一季度业绩表现(6家环境监测上市公司名单列于第七章附录第二部分),2019前三季度环境监测领域上市公司营业收入共计69.22亿元,较去年同期增长10.6%;实现净利润共计9.78亿元,同比减少7.77%。营业收入增速大幅放缓,净利润增速则首次同比下降。环境监测领域营业收入和净利润一直以来保持着稳定增长的趋势,今年三季度业绩不及预期引起市场关注。

图 3.2015-2019 前三季度环境监测领域上市公司营业收入与净利润



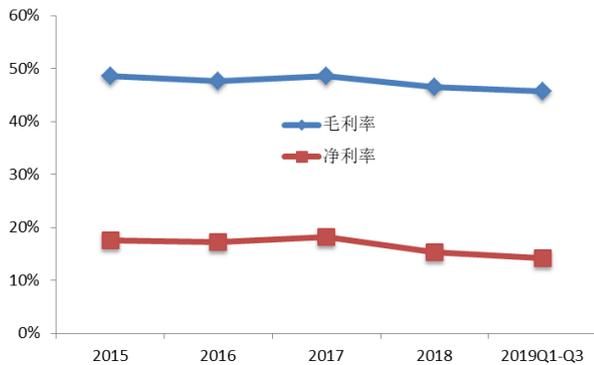
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

#### 2. 费用支出增加, 压缩板块盈利空间

2019 前三季度环境监测领域上市公司的毛利率为 45.74%, 同比减少 3.4pct; 净利率为 14.13%, 同比减少 2.81pct, 毛利率与净利率均出现较大幅度的下降。本期销售费用率/管理费用率(含研发)/财务费用率分别为 10.11/11.35/1.11%。同比增长 1.94/0.75/0.06pct, 销售费用与管理费用增长较快。

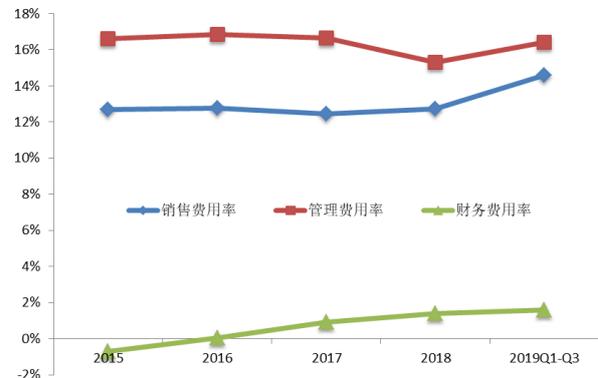
与传统的环保行业相比, 环境监测领域多以设备销售、系统运营等为主, 不需要大量的工程建设。因此相较于整个环保行业具有较高的销售费用率、管理费用率以及较低的财务费用率。近几年监测领域一直维持高景气度, 行业竞争有所加剧, 传统的大气监测、水质监测点位也趋于饱和, 检测领域的盈利能力受到一定程度的影响。

图 4.2015-2019 前三季度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

图 5.2015-2019 前三季度检测领域上市公司费用率

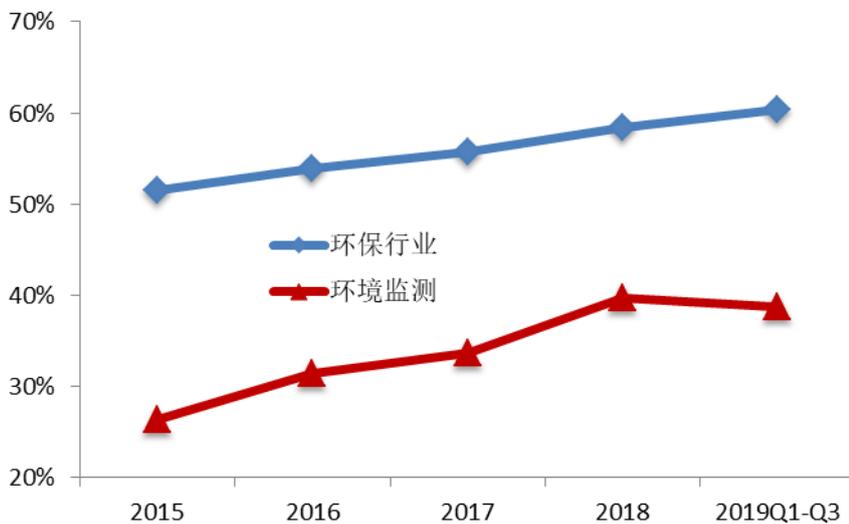


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 3. 资产负债率略有下降，且远低于行业平均水准

2019 前三季度环保行业上市公司的资产负债率为 60.39%，较 2018 年末增加 1.94pct。而环境监测相关的上市公司资产负债率 38.79%，较 2018 年末减少 0.94pct，环境监测领域以监测设备、软件销售，监测运营为主，鲜少涉及工程建设，因此也不需要大量的前期垫资支持项目建设。

图 6.2015-2019 前三季度环保行业及细分领域资产负债率

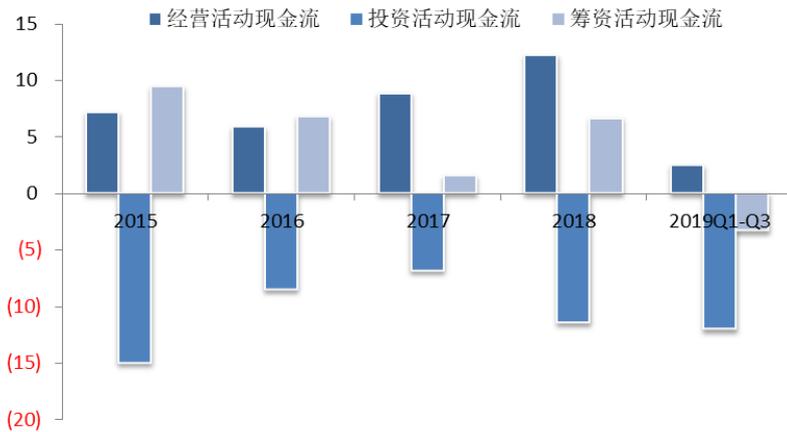


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 4. 经营活动现金流大幅增加，企业经营稳定性有保障

2019 前三季度环境监测领域上市公司经营活动现金流为 2.49 亿元，较去年同期-7.02 亿元大幅增加，行业内企业积极回收应收账款，保证经营的稳定性；投资活动现金流出 12.06 亿元，同比减少 0.37 万元，变化不大；筹资活动现金流为-3.33 亿元，是由于行业内企业偿还大量债务，以及进行利润分配造成的。

图 7.2015-2019 前三季度环境监测上市公司现金流情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 5. 杜邦分析

2018 年环境监测领域的净资产收益率 ROE 为 12.84%，同比减少 1.62pct。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，企业外部融资拓展业务增多；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；行业竞争加剧引起了销售净利率的下降，2018 年销售净利率同比减少了 1.51pct。竞争的格局还在继续。

表 1. 环境监测领域上市公司杜邦分析

	ROE	权益乘数	销售净利率	总资产周转率
2016	9.14%	1.54	13.68%	43.28%
2017	11.26%	1.66	14.03%	48.50%
2018	12.84%	1.72	12.52%	59.58%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 二、环境监测企业面临多重机会

### (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	19 年前三季度营收增速	所处阶段
大气	火电烟气治理	成熟	较高	17.4%	-10.7%	成熟期
	非电烟气治理	不成熟	较低			萌芽期

水	工业水处理	较成熟	较低			成长期
	市政污水处理	成熟	较高	28.9%	8.2%	成长期
	农村农业污水处理	较成熟	较低			成长期
固废	生活垃圾处理	较成熟	较高			成长期
	危险废物	不成熟	较低	21.8%	29.6%	成长期
	土壤修复	不成熟	较低			萌芽期
节能	节能	较成熟	较高	26.3%	-2.5%	成长期
环境监测	监测行业	不成熟	较低	45.7%	10.6%	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) 环境监测企业面临多重机会

### 1. 环保强监管时代下, 环境监测行业成长迅速

2019年, 是环保产业的重要转折年, 也是“十三五”规划实施的关键一年。一方面, 国家出台系列政策推动环境监测网络的建设、监测远程化、智能化的实现以及生态环境的科学决策和精准监管。另一方面, 2018年《环境保护税法》、《中华人民共和国环境保护税法实施条例》、新修订的《中华人民共和国水污染防治法》、《生态环境损害赔偿制度改革方案》等多个环保新政正式落地实施。

中共中央、国务院发布《关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》, 是2020年之前我国打赢蓝天保卫战, 打好碧水、净土保卫战的战略详图。此外, 生态环境部明确了未来几年生态环境监测重点任务和um作要求, 提出要创新环境监测体制机制, 强化环境质量监测预警, 不断完善“天地一体”的生态环境监测网络, 全面提高环境监测数据质量, 大力推进监测新技术发展, 加快建立独立、权威、高效的新时代生态环境监测体系, 充分发挥环境监测的“顶梁柱”作用。

### 2. 经济结构转型背景下, 对环境监测能力提出更高要求

**环境监测是环境管理和科学决策的重要基础。**2019年, 监测设备的发展, 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。环境监测网络, 从省级到地级, 逐步到县级覆盖; 监测领域, 从空气、水向土壤倾斜; 同时由较窄领域监测向全方位领域监测的方向发展, 监测指标不断增加; 监测空间不断扩大, 从地面向空中和地下延伸, 由单纯的地面环境监测向与遥感环境监测相结合的方向发展。

**固定污染源监测市场趋向稳定, 原有监测设备进入更换期。**受益于产品更新换代、技术升级改造等因素影响, 传统固定污染源监测产品需求有所上升。自从环保部发布《关于加快重点行业重点地区的重点排污单位自动监控工作的通知》, 要求各污水处理厂、氮磷排放重点行业的重点排污单位必须安装总氮、总磷自动监测设备, 带动总磷总氮监测市场需求上升; 而随着火电厂烟气治理设施新建及改造基本完成, 超低烟尘、烟气监测设备市场需求已趋于饱和。此外, 随着环保督察力度加强, 对污染源运维可靠性需求增强, 对数据质量要求不断提高。

**强监管背景下, 加强环境监测是必须手段。**2015年7月发布《生态环境监测网络建设方案》提出全面建设陆海统筹、天地一体、上下协同、信息共享的生态环境监测网络, 并于2020年初步建成。2019年3月5日, 李克强总理在政府工作报告指出要持续推进污染防治, 巩固

扩大蓝天保卫战成果。壮大绿色环保产业，加快火电、钢铁行业超低排放改造，实施重污染行业达标排放改造。高质量的经济发展的政治目标，其中离不开生态环境质量的改善，随着自动监测网络全面建成，智慧环保将带领环境监测进入新发展阶段。

### 3.设备销售增长平稳，水质和烟尘监测设备占主流

近年来中国环保支出规模的大幅增长凸显了中国环保市场具有较大的需求空间。从环境监测设备销量来看，2018年中国环境监测设备销售量达到63398台/套，同比增长12.1%，预计2019年中国环境监测设备销售增速将去年持平。

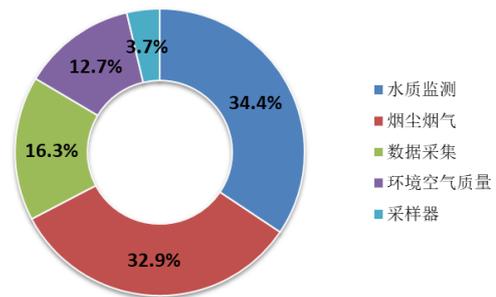
从类型来看，2017年烟尘烟气类监测设备共销售18486台(套)，占设备销售总量的32.9%；环境空气类监测设备共销售7162台(套)，占设备销售总量的12.7%；水质监测设备共销售19345台(套)，占设备销售总量的34.4%；数据采集设备共销售了9511台(套)，占设备销售总量的16.3%；采样器设备共销售2071台(套)，占设备销售总量的3.7%。

图 8.2015-2018 中国环境监测设备销售情况



资料来源：北极星环保网,中国银河证券研究院

图 9.2017 年环境监测设备销售结构



资料来源：北极星环保网,中国银河证券研究院

### 4.监测密度加大已经是必然趋势，环境监测企业面临多重机会

**监测要求提升，龙头市场份额有望逐步提升。**虽然在政策推动下，监测行业快速发展，但是在整个环保行业中，监测行业的体量还是相对比较小。据国家环境监测总站的统计数据，2018年环境监测行业销售额为227亿元，只相当于水务处理的8%，固废处理的15%。2019年，我国将以十九大精神为指引，打好蓝天保卫战、柴油货车污染治理、城市黑臭水体治理、渤海综合治理、长江保护修复、水源地保护、农业农村污染治理七大战役。环境要素监测、环境质量监测、生态系统监测及生态环境状况监测将融合发展。受益于环保政策与社会资本的青睐，环境监测行业将迎来突飞猛进的发展。

**产品全、技术强、渠道广的行业龙头市场份额必然提升。**环境监测设备一般具有较高的技术性、复杂性，对企业的研发能力要求极高，需要投入巨大的财力。同时，产品研发周期长，环境监测企业必须具有超前行业意识，能够在行业细分板块爆发期来临前完成设备的研发。分散的下游市场和较高的技术壁垒，决定了环境监测行业的竞争格局以多数小型企业为主。在“十三五”期间，中游的监测仪器、监测系统以及下游的运营维护更具有投资价值，国内环境监测企业约200家，大多数为小型企业。小型企业不具备研发能力，只能凭借特定产品或服务实现

差异化生存。

我国环境监测仪器仪表市场在一时热点下，不少行业中小企业蜂拥而上，但因其缺乏技术资金，研发能力低、低水平重复多。中小企业在线监测仪器的系统配套生产能力低，跟不上市场的快速发展。以及管理不够规范，产品种类少，趋同化严重，高端仪器仪表只能望洋兴叹。本土龙头企业产品全、技术强、渠道广，具有扩张的先发优势。环境监测的单一监测指标市场空间有限，国内龙头在经历了上市融资后，资金充裕，研发投入占比高，奠定了技术优势和资金优势，具备扩张潜能。

### 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

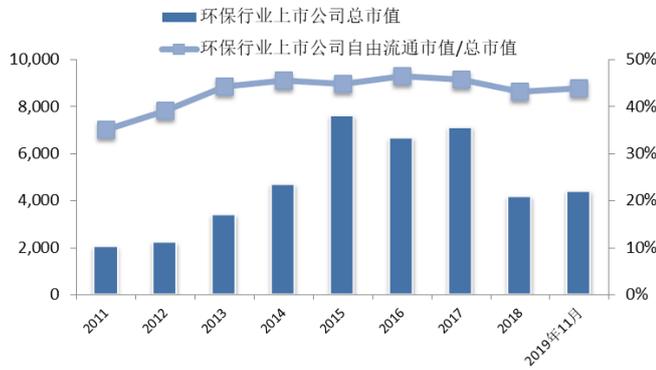
### （一）环保行业在国民经济中的地位

**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。

**环保上市公司数量平稳增长，市值占比则逐步下降。**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11月的77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11月末，我国环保行业相关上市公司总市值较2018年末增长了5.6%，达到了4,387亿人民币，占A股总市值的0.98%，剔除银行股后占A股总市值的1.16%。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。

图 10.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 11.2010-2019 年 11 月环保上市公司个数与市值占比

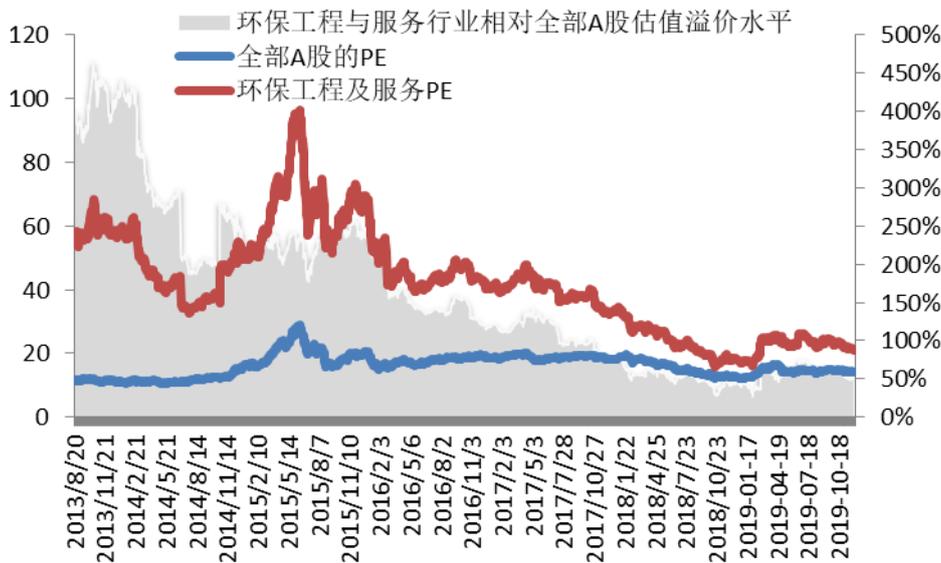


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## (二) 环保行业估值修复，静待进一步调整回归

截止到 2019 年 11 月 30 日，环保工程及服务行业动态市盈率为 21.1X，全部 A 股动态市盈率为 14.1X，环保工程与服务行业相对全部 A 股溢价水平为 49%。今年以来环保板块估值逐渐修复，从年初的 18X 到当前的 21X。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 12.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 11 月 30 日，沪深 300 上涨 27.17%，环保工程与服务行业指数下跌 8.64%，

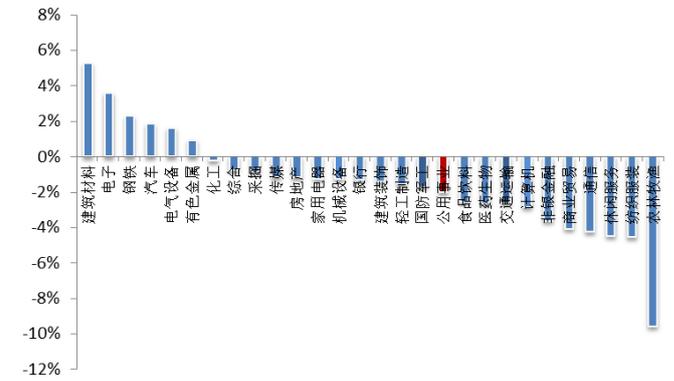
目前环保工程及服务板块走势弱于大盘。在 A 股 28 个一级行业中，公用事业板块 11 月下跌 2.01%，涨跌幅在 28 个行业中排第 18 位。在二级行业公用事业中，SW 环保工程及服务 II 下跌 4.09%，SW 水务 II 上涨 3.12%。

图 13.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 14.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、水环境治理两大领域

**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。

**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。**今年以来，以长江流域为中心，全国各地的水环境治理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

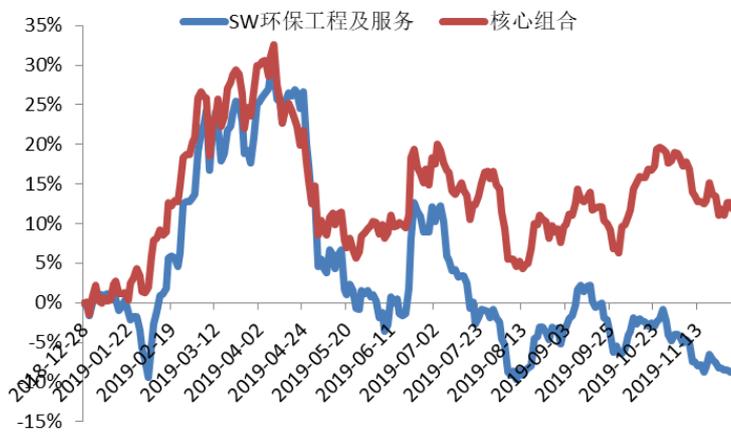
环保督察维持高压，需求持续提振，板块向上的估值修复弹性较大。结合当前需求来看，流域治理、垃圾分类两个领域在未来将维持高景气度。推荐国内膜法水处理龙头碧水源(300070.SZ)；拥有优质运营资产、具有垃圾收集转运分类业务的瀚蓝环境(600323.SH)、上海

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 11 月 30 日, SW 环保工程及服务板块下跌 8.64%, 沪深 300 上涨 27.17%, 核心组合上涨 9.61%, 跑赢行业指数 15.25pct, 跑输沪深 300 指数 17.56pct。11 月 SW 环保工程及服务板块下跌 4.09%, 沪深 300 下跌 1.49%, 核心组合下跌 5.56%, 跑输行业指数 1.47pct, 跑输沪深 300 指数 4.07pct。

图 15.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
300070.SZ	碧水源	水处理行业龙头, 牵手中国城乡大幅提升拿单能力, 具有极强的竞争力。	-2.85	13.1	21.7
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。	-6.15	23.2	31.8
300422.SZ	博世科	地方水处理龙头, 具有丰富的黑臭水体处理经验与流域治理经验	-6.52	-0.90	7.7

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) 环保行业涉及的上市公司

表 4.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、盈峰环境
环境监测	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 1.2019 年 1 月-10 月新增污染防治与绿色低碳项目数量及规模.....	3
图 2.2019 年 10 月环保、基建（不含电力）、固定资产投资增速对比.....	4
图 3.2015-2019 前三季度环境监测领域上市公司营业收入与净利润.....	6
图 4.2015-2019 前三季度监测上市公司毛利率与净利率.....	7
图 5.2015-2019 前三季度检测领域上市公司费用率.....	7
图 6.2015-2019 前三季度环保行业及细分领域资产负债率.....	7
图 7.2015-2019 前三季度环境监测上市公司现金流情况.....	8
图 8.2015-2018 中国环境监测设备销售情况.....	10
图 9.2017 年环境监测设备销售结构.....	10
图 10.环保行业上市公司市值比较.....	13
图 11.2010-2019 年 11 月环保上市公司个数与市值占比.....	13
图 12.环保工程及服务板块估值及溢价水平.....	13
图 13.环保工程及服务相对沪深 300 表现(年初至今).....	14
图 14.环保工程及服务相对沪深 300 表现(年初至今).....	14
图 15.年初至今核心组合表现.....	15

## 表格目录

表 1.环境监测领域上市公司杜邦分析.....	8
表 2.环保细分领域所处生命周期判断.....	8
表 3.核心组合表现及推荐理由.....	15
表 4.报告所涉及的环保行业上市公司.....	16

## 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