

分析师: 唐俊男

执业证书编号: S0730519050003

tangjn@ccnew.com 021-50586738

行业渐显好转迹象, 估值存回升空间

——环保及公用事业行业月报

证券研究报告-行业月报

同步大市 (维持)

盈利预测和投资评级

发布日期: 2019年12月10日

公司简称	19EPS	20EPS	20PE	评级
龙马环卫	0.65	0.77	13.84	增持
旺能环境	1.06	1.32	11.21	增持
瀚蓝环境	1.23	1.44	11.67	增持

环保及公用事业相对沪深300指数表现



相关报告

- 《环保及公用事业行业月报: 首家环卫服务公司 IPO 过会, 关注固废处理领域》 2019-11-22
- 《环保及公用事业行业 2020 年度策略: 短期关注控股权变更影响, 中期投资回归运营属性》 2019-11-15
- 《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

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

关键要素:

19年11月中信(环保)走势大幅弱于市场, 细分子行业均表现不佳。垃圾强制分类政策在各省市相继执行, 环卫服务项目和生活垃圾焚烧发电项目11月中标金额环比缩减, 水务市场继续呈现火热趋势。建议短期关注控股权变更为国企的头部环保公司; 中期关注市场份额有提升潜力的领先环卫服务公司和生活垃圾焚烧发电企业。

投资要点:

- **垃圾分类效果逐步显现, 环卫服务中标订单金额月度环比缩减。**上海部分居住区生活垃圾分类习惯逐步养成, 分类达标率80%, 可回收垃圾量和湿垃圾量大幅度增加。11月份, 千万级环卫服务订单数量有所增加, 订单总金额明显减少, 县级环卫服务一体化项目增加, 头部企业中标优势明显。建议持续关注两类环卫服务公司: 一是专业的第三方环卫服务公司, 其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优势明显; 二是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。具体标的如龙马环卫, 盈峰环境等。
- **生活垃圾焚烧发电项目中标量减少, 市场份额呈集中趋势。**19年11月我国生活垃圾焚烧发电市场中标项目减少, 中国光大国际、绿色动力等垃圾焚烧发电头部企业继续抢占市场, 呈现强者恒强的竞争态势。2020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。相关上市公司业绩均有望保持稳健增长。电价补贴逐步减少是行业发展趋势, 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。
- **水务市场火热, 国企分享主要市场订单。**19年11月, 我国亿级水务项目数量和投资金额保持高位; 其中, 市政污水处理项目数量较多, 水环境治理项目投资金额占比高。值得关注的是, EPC/EPC+O模式逐渐兴起; 首创股份、玉林交通旅游投资集团、中交天津航道局、长江生态保护集团等国企中标金额靠前, 凸显国企优势。
- **维持行业“同步大市”投资评级。**截至19年12月9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, 估值较低。考虑到19年市场融资环境的改善, 环保治理需求紧迫性以细分领域上市公司业绩改善预期, 维持板块“同步大市”投资评级。建议短期关注控股权变更为国企的头部环保公司, 中期关注市场份额有提升潜力的领先环卫服务公司和生活垃圾焚烧发电企业。重点关注标的: 龙马环卫、旺能环境、瀚蓝环境。
- **风险提示:** 环保项目建设进度不及预期; 行业参与者增加, 竞争趋于激烈, 毛利率下滑。

内容目录

1. 市场表现.....	3
2. 行业政策及数据跟踪.....	3
3. 行业评级及投资主线.....	12
4. 风险提示.....	12

图表目录

图 1: 19 年 11 月环保（中信）指数二级市场表现情况.....	3
图 2: 19 年 11 月电力及公用事业（中信）排名 12 位.....	3
图 3: 19 年 11 月环保个股涨幅前十（单位：%）.....	3
图 4: 19 年 11 月环保个股跌幅前十名（单位：%）.....	3
图 5: 19 年我国生活垃圾焚烧发电项目签约数量增加.....	6
图 6: 19 年我国生活垃圾焚烧发电项目投资额维持高位.....	6
图 7: 我国部分地区废铝价格走势（单位：元）.....	8
图 8: 我国部分地区废铜价格走势（单位：元）.....	8
图 9: 我国部分地区废钢铁价格走势（单位：元）.....	8
图 10: 我国 A 级黄板纸价格走势.....	8
图 11: 19 年 11 月我国水务细分领域中标投资额情况.....	9
图 12: 19 年 1—11 月我国水务市场中标金额.....	9
图 13: 19 年 11 月我国公司债到期收益率小幅回升.....	10
图 14: 19 年 11 月份信用利差收窄.....	10
图 15: 19Q3 环保板块季度营收增速呈现触底反弹趋势.....	11
图 16: 19Q2 以来环保板块经营活动现金流明显改善.....	11
图 17: 环保指数(中信)历史 PE 变化情况（倍）.....	12
图 18: 环保指数（中信）历史 PB 变化情况（倍）.....	12
表 1: 19 年 11 月份我国千万级环卫服务项目中标情况.....	5
表 2: 19 年 11 月生活垃圾焚烧发电项目中标情况.....	6
表 3: 2019 年 11 月环境监测设备上市公司中标订单情况.....	9
表 4: 19 年 11 月我国环保公司直接融资情况.....	11
表 5: 重点公司估值表.....	12

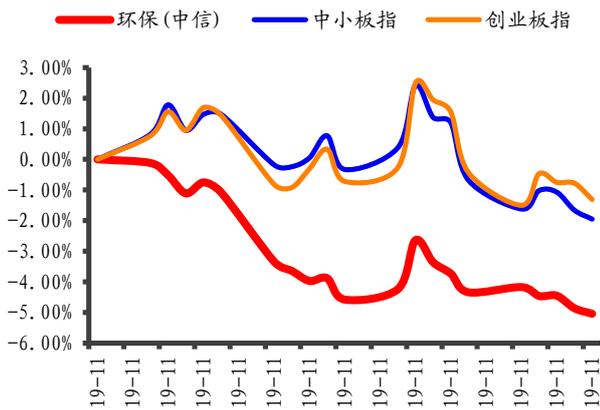
1. 市场表现

板块整体表现：大幅弱于市场。 19年11月中信（环保）指数同比下跌5.04%，跌幅高于中小板指数（-1.95%）和创业板指数（-1.31%）；在29个中信一级行业中，环保所属的电力及公用事业板块期间涨幅-1.95%，排名第18位。板块二级市场表现持续羸弱。

细分领域：各子领域平均收益率均为负。 环保主要细分领域期间涨跌幅排名分别为：工业节能（-0.50%）、大气治理（-3.02%）、水务运营（-3.34%）、再生资源（-3.97%）、固废处理（-4.49%）、污水处理设备及工程（-5.15%）、环境监测（-7.39%）。

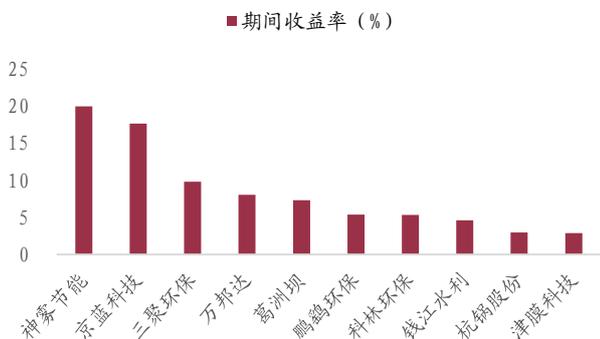
个股方面：具体公司股价收益率差别较大。 期间涨幅前五名个股为：ST节能（20%）、京蓝科技（17.66%）、三聚环保（9.83%）、万邦达（8.04%）、葛洲坝（7.33%）；跌幅前五名个股为：巴安水务（-24.53%）、天域生态（-19.58%）、上海洗霸（-14.66%）、维尔利（-13.51%）、神雾环保（-13.23%）。

图 1：19年11月环保（中信）指数二级市场表现情况



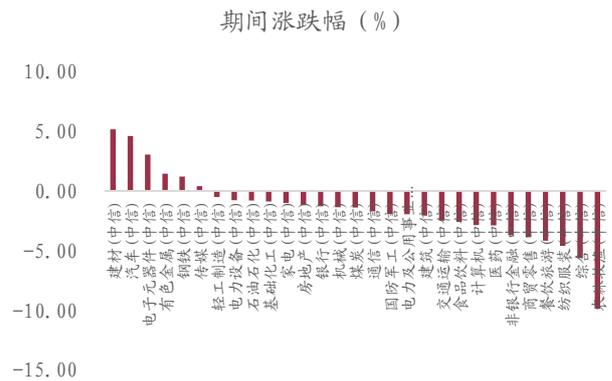
资料来源：Wind，中原证券

图 3：19年11月环保个股涨幅前十（单位：%）



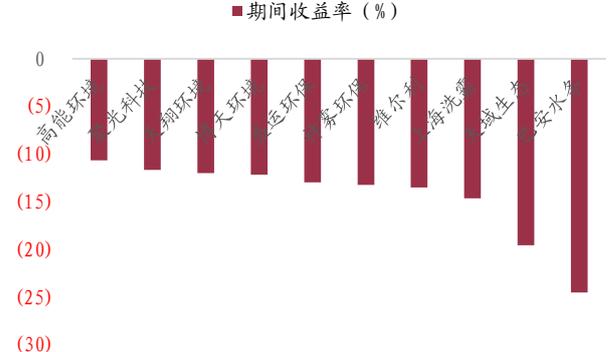
资料来源：Wind，中原证券

图 2：19年11月电力及公用事业（中信）排名 12 位



资料来源：Wind，中原证券

图 4：19年11月环保个股跌幅前十名（单位：%）



资料来源：Wind，中原证券

2. 行业政策及数据跟踪

环保各细分子行业供需数据多以年度发布为主，本月更新各细分子行业订单变化、融资成

本及融资进度变化、主要政策变化等。主要跟踪的细分子行业包括：固废处理、再生资源、水务、环境监测。

（一）部分细分领域行业数据和政策变化

（1）固废处理领域

1) 环卫服务市场

主要政策：

绍兴印发《绍兴市农村生活垃圾分类处理三年行动方案(2020-2022年)(征求意见稿)》。意见稿指出，积极构建生活垃圾源头减量、分类投放、分类收集、分类运输、分类处理体系和制度政策体系，有效补齐源头减量不够、分类投放不准、处置能力不足、设施设备不符合要求等短板，全市农村生活垃圾分类行政村覆盖率达到 90%以上，生活垃圾回收利用率达到 45%以上、资源化利用率达到 90%以上、无害化处理率达到 100%，分类准确率达到 20%以上。

2020 年 5 月北京全面推行生活垃圾强制分类，不按照规定分类可被罚款。北京市十五届人大常委会第十六次会议通过了《北京市人民代表大会常务委员会关于修改〈北京市生活垃圾管理条例〉的决定》，修改后的条例中明确了产生生活垃圾的单位和个人为生活垃圾分类投放的责任主体。生活垃圾应按照厨余垃圾、可回收物、有害垃圾、其他垃圾的分类，分别投入相应标识的收集容器。同时，对于个人不按照分类要求投放垃圾的行为，遵循处罚与教育相结合的原则，设定了先劝阻再书面警告，再次违反规定，由城市管理综合执法部门处 50 元以上 200 元以下罚款的措施。

上海垃圾分类效果远超预期，小区达标率处高位。中国环境报披露，上海部分居住区的垃圾分类习惯已经养成，小区内不需要志愿者值守，1.2 万个居住区达标率提升至 80%。至 9 月底，上海市可回收物回收量 5605 吨/日，较 18 年底增长 5 倍；湿垃圾量 9009 吨/日，较 18 年底增长 130%；干垃圾处理量 15275 吨/日，较 18 年底减少 26%；有害垃圾 0.62 吨/日，较 18 年增长 5 倍。

市场：

11 月千万级环卫服务中标数量环比增长，中标金额显著缩减。根据北极星环保网统计，19 年 11 月千万级环卫服务项目 14 个，投资金额 33.35 亿元。11 月中标数量相对于 10 月增加 4 个，但合同金额减少近 30 亿元。中标金额大幅度减少与本月大额项目偏少有关。

值得一提的是，环卫服务中标市场呈现三个特征：一是环卫服务市场参与者众多，行业竞争较为激烈；二是环卫一体化项目占多数，服务项目分布在全国各地，且多以县级市项目为主，宁夏、山东、安徽、甘肃中标金额排名靠前；三是中再生、侨银环保、玉禾田、北控城市环境、中环洁、光大生态等行业领先企业持续中标，凸显行业龙头地位。

表 1: 19 年 11 月份我国千万级环卫服务项目中标情况

项目名称	中标企业	中标金额 (亿元)	所属省份
银川兴庆区城乡环卫市场化服务外包项目 1—4	宁夏二泉环境科技有限公司等	8.43	宁夏
商河县环卫一体化市场化运作项目	中再生双江环卫有限公司	7.16	山东
旌旗县城乡环卫一体化项目	侨银环保科技股份有限公司	6.44	安徽
武威市凉州区城乡环卫一体化服务项目	光大生态资源 (深圳) 有限公司	5.4	甘肃
宿迁市生活垃圾分类和治理 PPP 项目	北京环境有限公司	1.19	江苏
阳西县城区清扫保洁及生活垃圾收运一体化项目	侨银环保科技股份有限公司	1.07	广东
烟台经济技术开发区城区环卫市场化服务项目	中环洁环境有限公司	1	山东
登迈县永发等 6 镇环卫一体化项目	玉禾田环境发展集团股份有限公司	0.75	海南
厦门翔安区环卫一体化保洁劳务	石狮市新天泓环卫工程有限公司等	0.49	福建
庆安县城乡环卫一体化项目	河北安旭专用汽车有限公司	0.41	黑龙江
平乡县节固乡、寻召乡、油召乡辖区村庄环卫一体化项目	北京隆盛环境工程有限公司	0.28	河北
济南新旧动能转化先行区环卫一体化 A—C 标段	北控城市环境服务集团有限公司、中环洁等	0.26	山东
三河市国省道环卫一体化项目	北京环境有限公司	0.26	河北
郑州市金水区未来路城市精细化管理环卫保洁项目	郑州铭盛环境工程有限公司	0.21	河南

资料来源: 北极星环保网, 中原证券

目前环卫服务类资产证券化进程加快, 侨银环保、玉禾田以及港股的庄臣控股、北京资源等公司预计相继上市, 有望提升资本市场对环卫服务领域的关注度。我国环卫服务市场化率逐年提升, 现有的统计数据显示市场化订单增速有放缓趋势, 预计 2020 年行业进入平稳发展期。同时, 行业参与者过多、市场过于分散、竞争趋于激烈的局面尚待改善。“机械替人”以及智慧环卫服务系统的运用是行业盈利改善的主要逻辑。

建议持续关注两类环卫服务公司:

一是专业的第三方环卫服务公司, 其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优势明显; 二是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。具体标的如龙马环卫, 盈峰环境以及在上市进程的部分第三方环卫服务公司。

2) 生活垃圾焚烧处理市场

政策:

福建省发改委、环境厅等四部门发布《福建省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划 (征求意见稿)》。规划目标, 到 2020 年, 福建省生活垃圾焚烧率达 74%, 到 2030 年, 福建省生活垃圾焚烧率达 93%。全省新规划生活垃圾焚烧发电厂 17 座, 合计处理能 12025t/d, 总投资约 59.5 亿元。

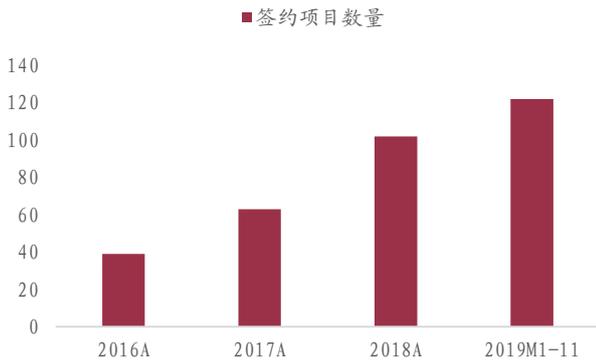
2020 年可再生能源电价附加补助资金预算下发。2019 年 11 月 20 日, 财政部官网公布了《关于提前下达 2020 年可再生能源电价附加补助资金预算的通知》, 为地方电网公司明年安排了共计约 56.75 亿元的可再生能源补贴预算。区域覆盖包括内蒙古、吉林、浙江、广西、四川、重庆、云南、陕西、甘肃、新疆、青海在内的 11 个省 (自治区、直辖市)。风力发电补助合计 29.67 亿元, 光伏发电项目补助合计 21.58 亿元, 其中光伏扶贫项目补贴合计 0.26 亿元, 自然

人分布式项目补贴合计 0.34 亿元，其余的 20.98 亿元皆为光伏电站及工商业分布式项目补贴。

市场:

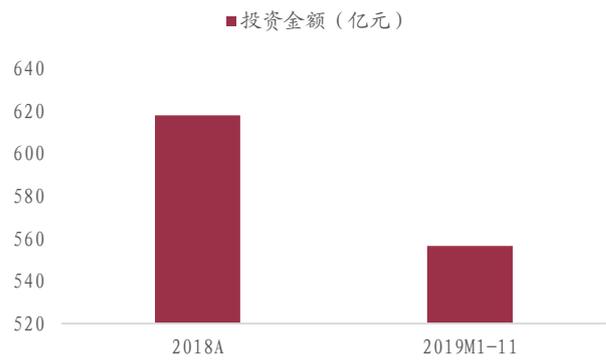
11 月生活垃圾焚烧发电市场中标项目减少，市场份额集中趋势明显。根据北极星环保网的统计，19 年 11 月我国生活垃圾焚烧发电市场合计中标 5 个项目，累计投资金额 36.83 亿元，平均处理单价 65.86 元/吨，新增项目处理能力 6850 吨/天。其中，中国光大国际、绿色动力等垃圾焚烧发电头部企业继续抢占市场，呈现强者恒强的竞争态势。

图 5: 19 年我国生活垃圾焚烧发电项目签约数量增加



资料来源: 中国固废网, 北极星环保网, 中原证券

图 6: 19 年我国生活垃圾焚烧发电项目投资额维持高位



资料来源: 中国固废网, 北极星环保网, 中原证券

表 2: 19 年 11 月生活垃圾焚烧发电项目中标情况

项目名称	中标单位	投资金额 (亿元)	中标单价 (元/吨)	处理规模 (吨/天)	所属省份
石首市生活垃圾焚烧项目	绿色动力环保集团股份有限公司	3.8	83	700	湖北
葫芦岛东部垃圾焚烧发电综合处理厂项目	绿色动力环保集团股份有限公司	6.32	62	1500	辽宁
无锡锡东生活垃圾焚烧发电提标扩容项目	中国光大国际有限公司	14.71	59.8	2250	江苏
台前县静脉产业园一体化垃圾焚烧发电特许经营招商项目	华电河南新能源发电有限公司	6	65	1200	河南
陆川县生活垃圾焚烧发电项目	广东润电环保有限公司	6	59.5	1200	广西

资料来源: 北极星环保, 中原证券

对于生活垃圾焚烧发电市场，维持前期判断:

- ①从各省市公布的生活垃圾中长期发展规划，以及行业订单中标趋势来看，行业需求增量依旧可观，行业天花板进一步提高;
- ②19、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，相关上市公司业绩均有望保持稳健增长;
- ③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;
- ④逐步减少电价补贴是行业发展趋势，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；

⑤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。尽管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。若资本开支期度过，行业估值存提升空间。

3) 危险废物处理市场

政策层面：

《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》印发，加强固废危废污染联防联控。针对固废危废领域，具体措施包括：统一固废危废防治标准，建立联防联控机制，提高无害化处置和综合利用水平；推动固体废物区域转移合作，完善危险废物产生申报、安全储存、转移处置的一体化标准和管理制度，严格防范工业企业搬迁关停中的二次污染和次生环境风险；统筹规划建设固体废物资源回收基地和危险废物资源处置中心，探索建立跨区域固废危废处置补偿机制；全面运行危险废物转移电子联单，建立健全固体废物信息化监管体系；严厉打击危险废物非法跨界转移、倾倒等违法犯罪活动。

山东危废处理能力大幅提升。山东省新闻办举行新闻发布会，山东是危险废物产生大省，危险废物基数大，种类多，分布广，且呈逐年上升趋势。为切实打好危险废物治理攻坚战，山东加快建设危险废物集中处置设施，不断提升设施规模和管理水平，全面提升危险废物处置能力。山东已经建成 184 处危险废物经营设施，危险废物年利用处置能力 961 万吨，是 15 年的 2.3 倍。

市场层面：

福建危废产量超百万吨，危废处理能力显著提升。根据福建省固体废物环境监管平台统计，2018 年全省危险废物产生量 115.64 万吨（不含医疗废物），其中，全省产废单位利用处置 49.52 万吨，涉及危险废物 20 大类 56 小类。

截至 2019 年 10 月底，福建省共有危险废物利用处置经营单位 60 家，利用处置总能力 165.94 万吨/年，清洗包装容器能力 30 万桶/年，涵盖 43 大类 450 小类；危险废物收集经营单位 15 家，收集能力 5.9 万吨/年。全省共有医疗废物处置单位 10 家，处置方式均为焚烧，总能力 4.37 万吨/年。

(3) 再生资源领域

主要可回收物价格普遍上涨。我国再生资源回收价值前四种类为废钢铁、废有色金属、废塑料、废纸。根据 Wind 数据统计，19 年 11 月我国废钢价格均价 2551.678 元/吨，环比增长 1.54%；废铜价格 48031 元/吨，环比增长 0.11%；废铝价格 10721.43 元/吨，环比上涨 2.22%。另外，据生意社统计，11 月我国废黄板纸价格持续回升，主要受主要造纸厂提价影响。

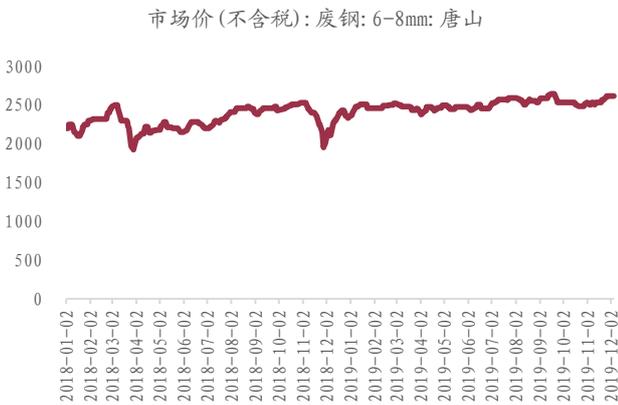
目前国内以再生资源回收利用为主业的上市公司家数较少。废弃电器电子拆解类企业面临拆解补贴基金发放周期长、下游大宗产品价格波动大、行业门槛低、竞争激烈等问题，在整体经营环境不佳的背景下，行业龙头有望依靠自身融资能力、完善的回收网络提高市场占有率。

图 7：我国部分地区废铝价格走势（单位：元）



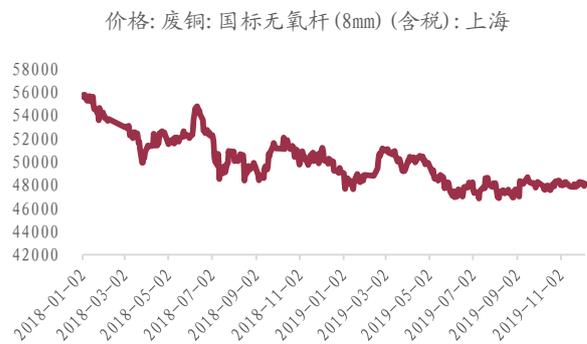
资料来源：Wind，中原证券

图 9：我国部分地区废钢铁价格走势（单位：元）



资料来源：Wind，中原证券

图 8：我国部分地区废铜价格走势（单位：元）



资料来源：Wind，中原证券

图 10：我国 A 级黄板纸价格走势



资料来源：生意社，中原证券

(4) 污水处理运营和污水处理设备及工程

政策：

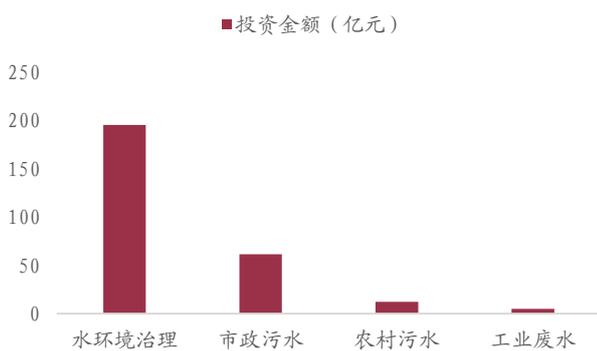
广州市污水处理费预计上调。19 年 11 月，广州市发改委发布了《关于公开举行广州市中心城区污水处理费调整方案听证会暨征集听证会参加人和征求公众意见的公告》。征求意见稿提出 3 个调整方案。方案一：居民生活类污水三个阶梯分别调整为 1 元/吨、1.5 元/吨、3 元/吨，较现行标准上调 5.26%；非居民类污水收费标准调整为 2.36 元/吨，较现行标准上调 68.57%；

特种类污水调收费标准调整为 3 元/吨, 较现行标准上调 50%。方案二: 居民生活类污水三个阶梯收费标准分别调整为 1.3 元/吨、1.95 元/吨、3.9 元/吨, 较现行标准上调 36.84%; 非居民类污水收费标准调整为 1.91 元/吨, 较现行标准上调 36.43%; 特种类污水调收费标准调整为 2.8 元/吨, 较现行标准上调 40%。方案三: 居民生活类污水三个阶梯收费标准分别调整为 1.36 元/吨、2.04 元/吨、4.08 元/吨, 较现行标准上调 43.16%; 非居民类污水收费标准调整为 2.23 元/吨, 较现行标准上调 59.29%; 特种类污水调收费标准调整为 3 元/吨, 较现行标准上调 50%。

中标合同情况:

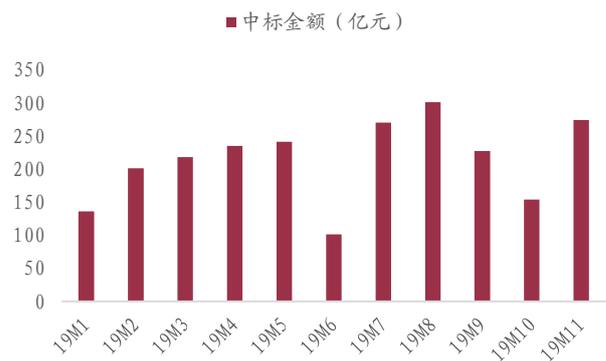
19 年 11 月水务市场持续火热。据北极星环保网的统计数据, 19 年 11 月, 我国亿级水务项目共 23 个, 投资总金额 274.08 亿元; 其中, 市政污水处理项目数量较多, 水环境治理项目投资金额占比高。值得关注的是, EPC/EPC+O 模式逐渐兴起, 总投资额超过 95 亿元。预计与环保行业融资环境的变化以及企业的风险控制意识有关。11 月中标项目中, 民企 8 个, 投资金额 29.23 亿元; 国企 15 个, 投资金额 244.86 亿元。其中, 首创股份、玉林交通旅游投资集团、中交天津航道局、长江生态保护集团等国企中标金额靠前, 凸显国企优势。

图 11: 19 年 11 月我国水务细分领域中标投资额情况



资料来源: 北极星环保网, 中原证券

图 12: 19 年 1—11 月我国水务市场中标金额



资料来源: 北极星环保网, 中原证券

(5) 环境监测设备及系统

2019 年 11 月环境监测上市公司中标订单环比好转。根据中国政府采购网不完全统计, 19 年 11 月主要环保监测类上市公司 (先河环保、聚光科技、雪迪龙、理工环科、力合科技) 合计中标政府采购类项目 30 个, 金额 1.97 亿元。大气治理和水质监测服务类项目释放明显。本月出现 4 个千万级环境监测项目, 而先河环保、雪迪龙、力合科技分别获取 2、1、1 个。

表 3: 2019 年 11 月环境监测设备上市公司中标订单情况

公告时间	中标名称	项目金额 (万元)
先河环保 (科迪隆、广西先得)	唐山市大气污染防治网格化精准监控与决策支持系统全覆盖项目 3 年运维服务 (招 3 年)	3897
	乌海市生态环境局乌达区分局乌达工业园区挥发性污染物智能化监测监管系统工程	807.93
	兴隆县经济开发区和乡镇环境空气质量自动监测站运营服务项目	234
	石家庄市环境空气质量自动监测站监测状态转换项目	99.5
	邯郸市生态环境局大气污染防治网格化精准监控运维项目	293.5
	廊坊市安次区大气环境管理咨询服务及网络化运维项目	308

	广西大气环境网格化监管体系建设项目	442.8
	河北省环境应急与重污染天气预警中心全省科研及省界空气质量自动监测站六参数设备	204
	辛集市生态环境局辛集市大气污染防治综合服务项目	3494
	莘县城区大气污染防治网格化精准监控及决策系统与大气监测走航车项目	267.8
	聊城市生态环境局冠县分局大气网格化精准监测及管理咨询服务项目	428.7
	顺德区地表水省考断面水质自动监测站建设项目	484.6
	玉林市生态环境局玉林市大气环境网格化监管系统	417.28
	肇庆市生态环境局四会分局采购空气质量监测子站设备购置项目	230
	广西中意招标造价咨询有限公司 2019 年土壤污染防治专项监测仪器设备采购	95.82
	河源市环境空气质量自动监测站整体运维采购项目	37.7
	甘肃省环境监测中心站全省环境空气挥发性有机物监测能力建设项目	536
雪迪龙	北京市密云区生态环境局水质自动站设备	1328
	长江经济带水质自动监测（中央本级水质自动监测站）能力建设项目包 5	746.51
力合科技	长江经济带水质自动监测（中央本级水质自动监测站）能力建设项目包 7	96.8
	福建省泉州环境监测中心站晋江石碇水质自动监测站升级改造项目	17
	昆明市防汛抗旱指挥部办公室螳螂川—普渡河流域河道水质自动监测站点运维	142.48
	泉州市生态环境局污染源自动监控设施委托运维服务类采购项目	3156.35
	北京市密云区生态环境局水质自动站设备	132.8
聚光科技	2019 年至 2021 年降化县乡镇和开发区大气环境质量自动监测站运维项目	565.5
	天水市生态环境局张家川分局微型环境空气自动监测设备采购项目	48
	漳平市集中式饮用水水源地水质自动监测站货物类采购项目	296
	重庆邮电大学量子测量多模式纳米探针系统	96.6
理工环科	长江经济带水质自动监测（中央本级水质自动监测站）能力建设项目	735
	苏州市生态环境局关于自动设备（九个标段）运维外包服务	75

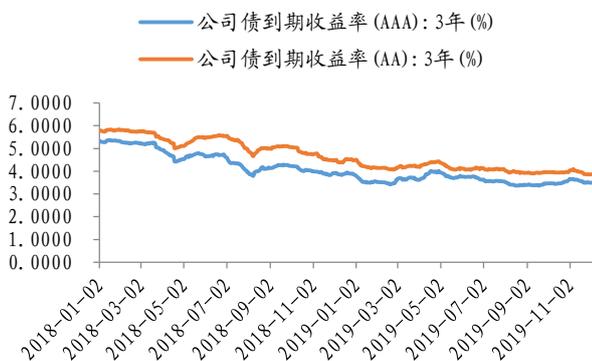
资料来源：中国政府采购网，中原证券

注：不完全统计，可能存在疏漏

（二）板块融资环境及融资进度情况

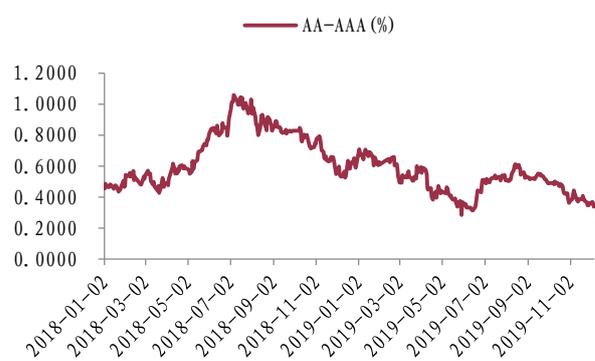
公司债到期收益率小幅回升，信用利差收窄。2019 年 11 月交易所三年期 AAA 级公司债平均到期收益率 3.5734%，环比回升 0.0716 个百分点；三年期 AA 级公司债券平均收益率 3.9581%，环比回升 0.0066 个百分点；而平均信用利差 0.3846%，环比回落 0.0651 个百分点。

图 13：19 年 11 月我国公司债到期收益率小幅回升



资料来源：Wind，中原证券

图 14：19 年 11 月份信用利差收窄



资料来源：Wind，中原证券

11月板块融资持续改善，尤其是前期发生流动性危机公司融资改善明显。19年11月，环保行业部分公司发行可转换公司债券和非公开发行股票持续推进。值得关注的是，据公司发布的公告，前期发生流动性问题且大股东更替的企业在融资进度和融资成本取得较大进展。与此同时，该类公司充分梳理在手的PPP项目，重启部分停滞工程，强化项目回款等。

11月央行公布的LPR：一年期LPR为4.15%，5年期以上LPR4.8%，均比上月下降5个BP。市场融资成本趋势性下行对融资依赖性较大的公司形成利好。但也要注意发行股票和可转债对每股收益的稀释作用。

表4：19年11月我国环保公司直接融资情况

公司名称	融资类型	发行金额(亿元)	发行期限(天)	票面利率(%)	进度	企业性质
龙净环保	可转换公司债券	20	6年	—	反馈意见回复	民企
首创股份	配股	53	—	—	反馈意见回复	国企
兴蓉环境	绿色债券	10	5年	3.58	发行完成	国企
洪城水业	非公开发行股票	8.94	—	—	发行完成	国企
巴安水务	可转换公司债券	4.25	6年	—	预案	民企
瀚蓝环境	可转换公司债券	9.92	6年	—	预案	国企
瀚蓝环境	超短期融资券	5.5	90	2.8	发行完成	国企
维尔利	可转换公司债券	9.17	—	—	反馈意见回复	民企

资料来源：公司公告，中原证券

(三) 其他数据

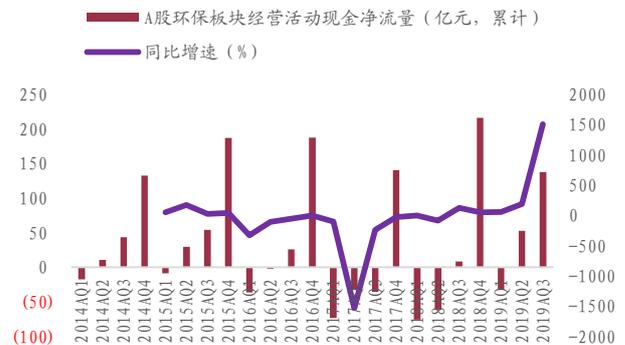
19Q3板块数据明显好转，行业拐点渐显。19年前3季度，环保板块合计营业收入1749.50亿元，同比增长8.31%；归属于上市公司股东的净利润133.74亿元，同比下滑24.93%。值得注意的是，板块季度营收在2季度触底反弹，且净利润下滑幅度收窄。与之同时，19Q1-3板块经营活动产生的现金流量净额为137.53亿元，同比大幅度改善。

3季度业绩改善的原因：一方面，民营环保公司国企化后，显著改善公司的融资能力和项目推进进度，部分头部环境工程类净利润重新转正；另一方面，行业经历去杠杆后，普遍重视项目质量和回款能力，在清欠政策背景下，行业经营活动产生的现金流改善明显。

图15：19Q3环保板块季度营收增速呈现触底反弹趋势



图16：19Q2以来环保板块经营活动现金流明显改善



资料来源：Wind，中原证券

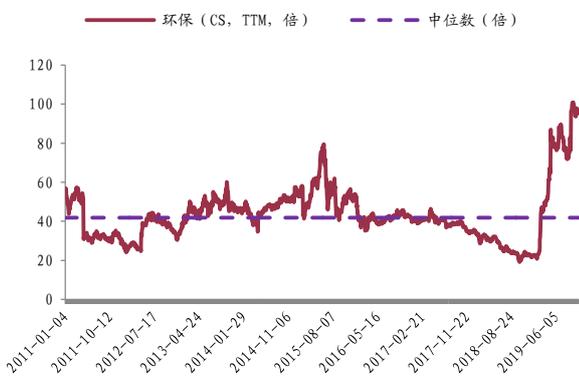
资料来源：Wind，中原证券

3. 行业评级及投资主线

总体来看，环保行业业绩触底迹象渐显。一方面，国企化的头部环境工程类公司融资能力、项目承接能力、开工进度已经出现显著改善；另一方面，经过本轮的行业调整，环保工程类公司逐步进行业务结构调整，竞争趋于冷静，拿单偏向于 EPC 项目。与之同时，运营类资产面临融资成本降低等有利因素。因此，预计板块业绩低点在 19 年已经出现，未来业绩改善可期。

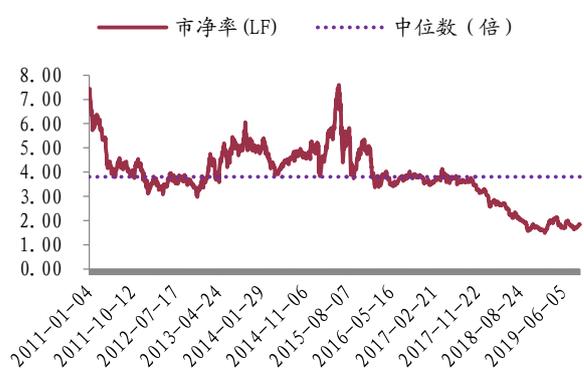
维持行业“同步大市”投资评级。截至 19 年 12 月 9 日，中信环保指数 PB (LF) 为 1.66 倍，显著低于历史中位数 3.81 倍，估值较低。考虑到 19 年市场融资环境的改善，环保治理需求紧迫性以及细分领域上市公司业绩改善预期，维持板块“同步大市”投资评级。

图 17: 环保指数(中信)历史 PE 变化情况 (倍)



资料来源：Wind，中原证券

图 18: 环保指数(中信)历史 PB 变化情况 (倍)



资料来源：Wind，中原证券

投资主线:

短期关注控股权变更为国企的头部环保公司，中期关注市场份额有提升潜力的领先环卫服务公司和生活垃圾焚烧发电企业。

重点关注标的：龙马环卫、旺能环境、瀚蓝环境。

表 5: 重点公司估值表

公司简称	总股本/ 亿股	流通股/ 亿股	股价(元, 12.9)	EPS (元)		每股净资产 (19AQ3)	PE(倍)		PB(19AQ3)	投资评 级
				2019E	2020E		2019E	2020E		
龙马环卫	4.16	4.16	10.66	0.65	0.77	5.84	16.40	13.84	1.82	增持
旺能环境	4.17	2.59	14.80	1.06	1.32	9.57	13.96	11.21	1.55	增持
瀚蓝环境	7.66	7.66	16.80	1.23	1.44	8.37	13.66	11.67	2.01	增持

资料来源：Wind，中原证券

4. 风险提示

1) 环保项目建设进度不及预期;

2) 行业参与者增加, 竞争趋于激烈, 毛利率下滑。

行业投资评级

强于大市: 未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上;

同步大市: 未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间;

弱于大市: 未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入: 未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上;

增持: 未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%;

观望: 未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%;

卖出: 未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

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

重要声明

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

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

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

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

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

特别声明

在合法合规的前提下, 本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。

本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。