



# 环保行业投资策略

格局重塑，运营为王

国盛证券环保行业首席分析师 杨心成  
执业证书编号：S0680518020001

01

## 2019年板块回顾：洗牌，调整

- 行业之前信用扩张太快，短债长投，资金错配，金融去杠杆和ppp清库下，贷款很难获取，使得公司资金链出现问题，故18年开始公司无法承接新项目业绩大幅下滑；
- 经历2017-2018年阵痛后，上市公司2019年精选工程项目，并且重点转向运营业务；
- 目前申万环保估值 (ttm) 25X，13%分位，处于底部区域。

02

## 2020年板块前瞻：看好壁垒偏高的运营资产

- 十三五考核节点（水十条、气十条、“十三五”生活垃圾处理设施建设规划等）将使行业保持高增长；
- 利率下行，融资成本降低，环保企业普遍受益；
- 央企国企进入环保行业，获取上市公司股权，行业竞争加剧，使低壁垒业务毛利更低，凸显高壁垒业务的优势，2020年看好壁垒偏高的运营资产，以及设备龙头。

03

## 子行业及个股推荐：寻找确定性的运营资产

- 垃圾焚烧：垃圾焚烧替代填埋是中国解决市政固废的必由之路。焚烧龙头，如：瀚蓝环境、伟明环保、上海环境等投产大年在即，业绩确定性高；
- 水务：中国水务类型资产现金流稳定，分红可观，估值对比美股有显著优势；推荐估值底部，增长稳健的南昌市政公用平台洪城水业；
- 危废处置：环保督察下，危废行业逐步规范。水泥窑协同处置安全高效，具有成本优势；海螺创业凭借其发达地区上百条可供改造的水泥线，享受行业红利。

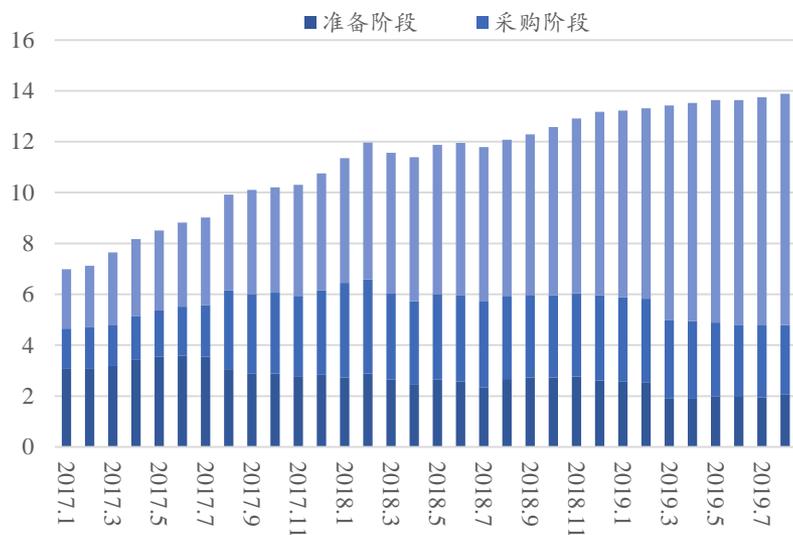
目录  
Contents

- 一、 2019年，环保行业整体好转
- 二、 融资改善，现金流价值彰显
- 三、 精选子板块：垃圾焚烧、水务、危废

2015-2017年，垫资需求多，信用扩张快。2015-2017年，PPP模式兴起，企业杠杆率迅速升高，财政能力较弱地区的PPP项目成为主要风险来源。

2018环保行业盈利大幅下滑。2018年全年，行业毛利率降低，期间费用特别是财务费用升高，同时商誉减值增幅扩大，申万环保2018年归母净利润增速-76%，盈利能力大幅下滑。

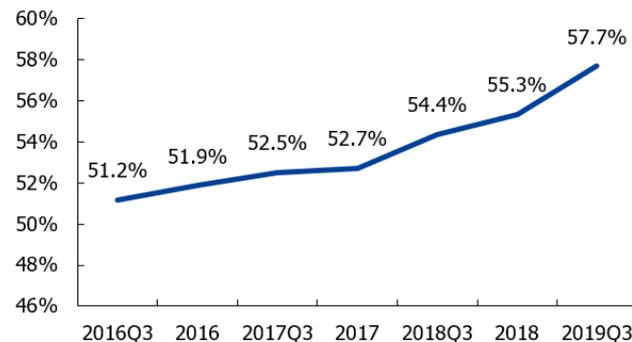
2017-2019.8月PPP管理库项目金额/万亿



来源：财政部PPP中心，国盛证券研究所

资产负债率（环保行业信用大幅扩张）

图表：行业资产负债率逐年走高（%）

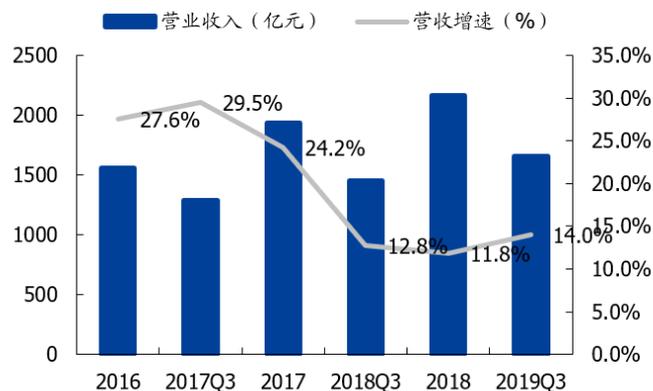


资料来源：wind，国盛证券研究所

2019年上市公司精选工程项目，并且重点转向运营业务，行业整体业绩好转。

- 1、营收、净利润增速回升；
- 2、净利率回升、期间费用率降低；
- 3、经营活动现金流同比改善。

图表：环保行业历年营业收入（亿元）及增速（%）



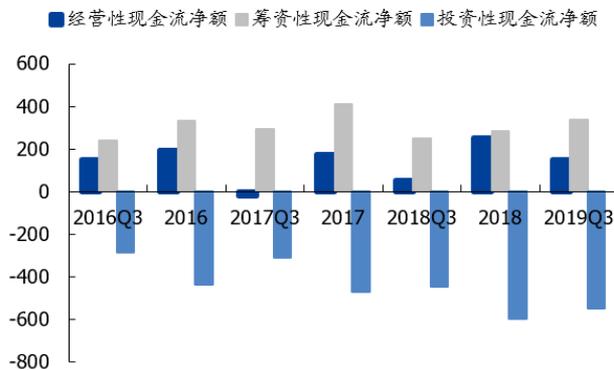
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表：环保行业历年归母净利润（亿元）及增速（%）



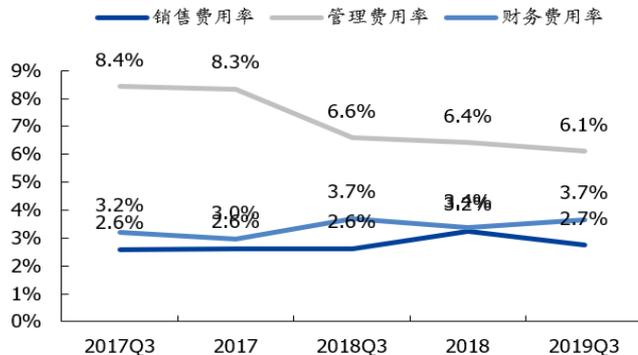
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表：环保行业近年现金流状况（亿元）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表：各项费用率历年变化（%）



资料来源：wind，国盛证券研究所

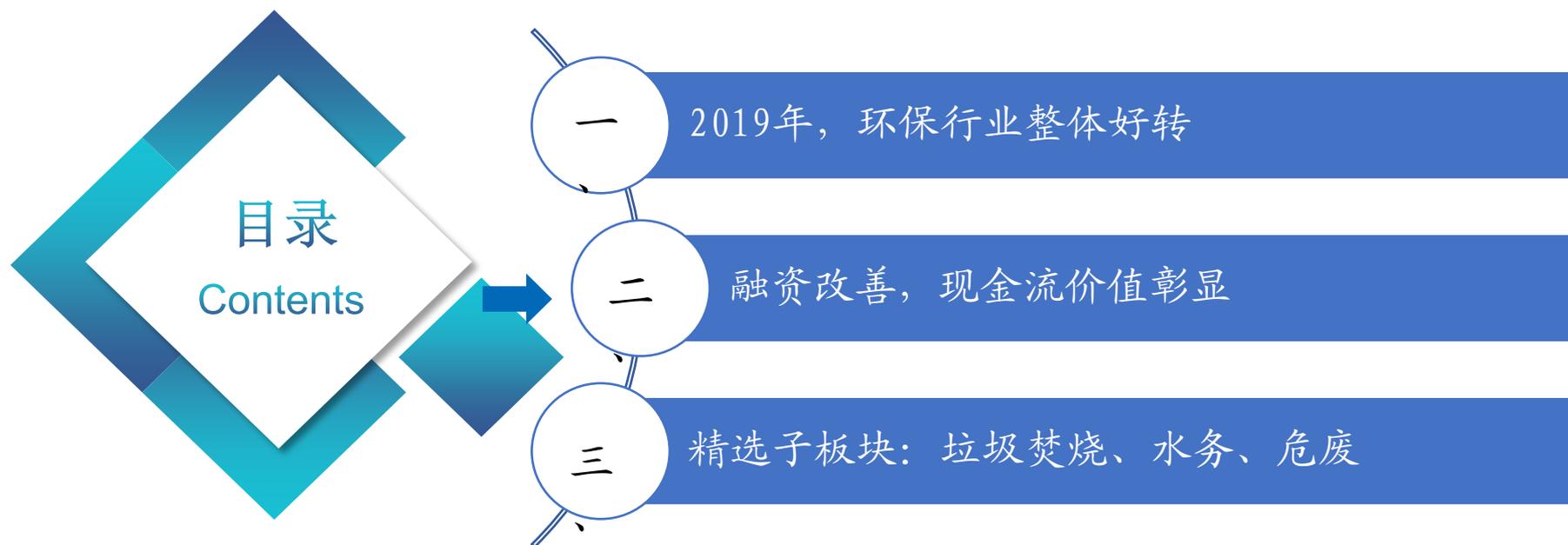
2019年初估值见底，目前仍处于底部区域：

- ✓ 行业层面：企业回归理性，环保需求持续高增长；
- ✓ 估值层面：环保工程及服务PE估值25.4X，处于历史13.6%分位；
- ✓ 业绩层面：环保板块企稳，业绩回升。

SW II 环保工程及服务2010至2019/12/10行业整体估值 (X)



来源：wind，国盛证券研究所



目录  
Contents

- 一 2019年，环保行业整体好转
- 二 融资改善，现金流价值彰显
- 三 精选子板块：垃圾焚烧、水务、危废

### 1、2020年为十三五政策考核节点，环保行业增速不减

- “十三五”节能减排综合工作方案：到2020年，全国万元国内生产总值能耗比2015年下降15%，能源消费总量控制在50亿吨标准煤以内；
- “十三五”全国城镇污水处理建设规划：城市污水处理率达到95%，县城不低于85%，建制镇达到70%；
- “十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建：到2020年底，直辖市、计划单列市和省会城市生活垃圾无害化处理率达到100%，其他设市城市达到95%以上，县城达到80%以上，建制镇达到70%以上；
- 国家发展改革委关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见：到2020年，有利于绿色发展的价格机制、价格政策体系基本形成，促进资源节约和生态环境成本内部化的作用明显增强。

### 2、环保督察倒逼环境治理，2020年环保督察有望逐步增强

2019年7月开始第二轮环保督察开启，要求2019-2021三年实现所有省份全覆盖，2020年环保督察力度有望加强。

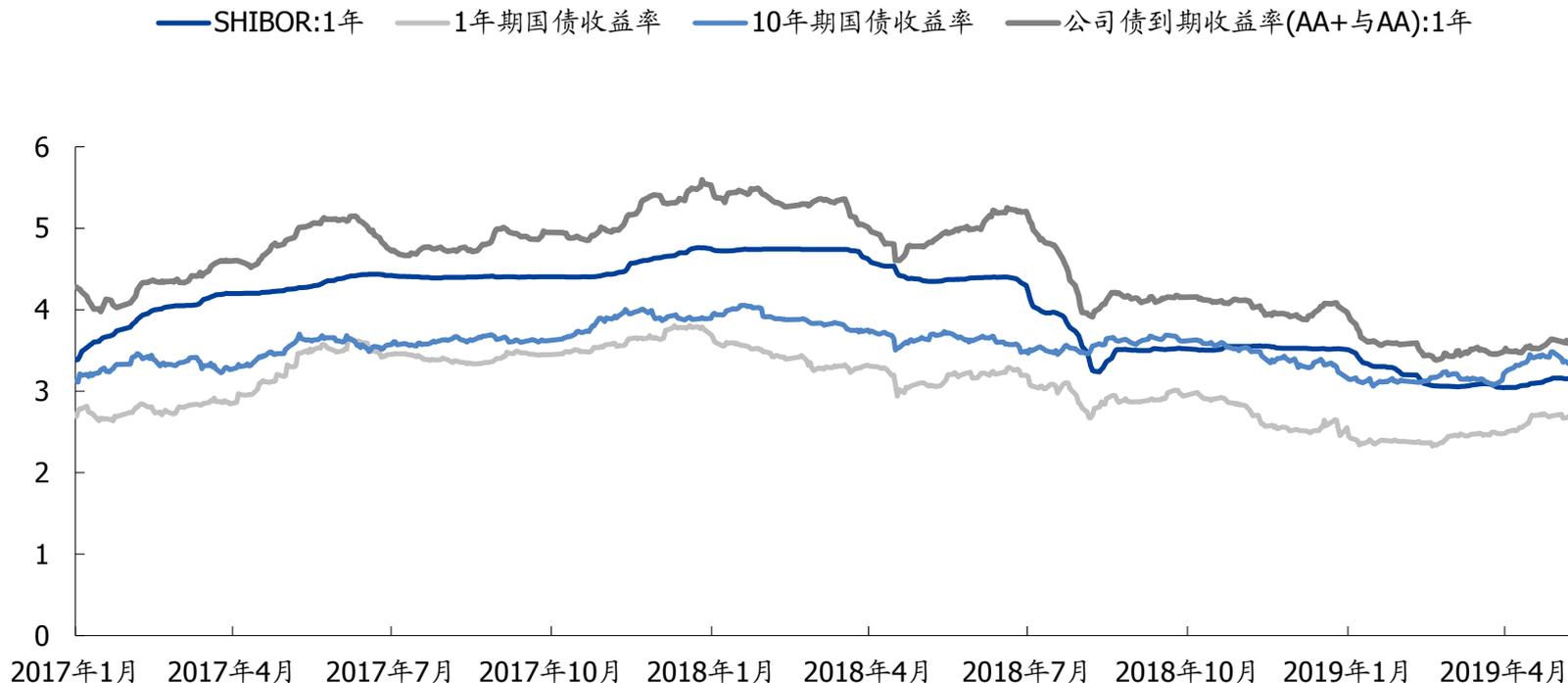
第一轮环保督察问责概况

时间	批次	办结举报	关停、整改	立案查处	拘留	约谈	问责
2015.12至2016.2	试点	2856	200		123	65	366
2016.7至2016.11	第一阶段	13074	9617	2866	310	2176	3287
2016.11至2016.12	第二阶段	15361	12054	6310	265	4896	3145
2017.7.29至8.1	第三阶段	31291	21871	9176	698	7137	6798
2017.8至2017.9	第四阶段	32277	20561	5625	285	2914	4129
2018.5至2018.7	环保督查“回头看”	28076	22561	5709	464	2819	4305
合计		122935	86864	29686	2145	20007	22030

### 利率下行，长期利好环保板块：

- 1、横向对比主要发达经济体，美国、日本、德国，英国，由于各国的杠杆率上行及经济增速的下行，十年期国债利率一路下行，中国也是这样的过程。
- 2、融资利率下行，长期利好有较大融资需求的环保行业。

### 市场利率下行（%）



来源：Wind，国盛证券研究所

- 2019年，环保行业格局巨变。央企国企进入环保行业，获取上市公司股权，民企融资利率降低，但总体行业竞争加剧，使低壁垒业务毛利更低，凸显高壁垒业务的优势；
- 展望2020年：运营资产有现金流支撑，增长稳健，业务壁垒高。经历前两年的金融去杠杆和“野蛮人”介入后，环保公司纷纷降低负债率，并逐渐转向运营/设备方向，业务壁垒和稳定性更好，且pe处于历史底部，看好稳健运营资产。

### 国资介入环保公司情况

序号	公司名称	拟资产出售公告时间	资产受让方	出售股权比例	转让价格（元/股）	出售总价/亿元	方案进度	停牌/当前股价	溢价
1	兴源环境	2019/5/21	新希望投资集团有限公司	23.6%	3.9	14.5	完成	3.41	-13.0%
2	天翔环境	20181016	四川省铁路产业投资集团有限责任公司	未公布	未公布	未公布	框架协议	2.66	
3	环能科技	2018/12/10	中建启明（中建集团子公司）	27.0%	5.3	9.7	完成	4.2	-21.3%
4	启迪桑德	2015	启迪控股	29.8%	27.7	70.0	完成	8.71	-68.6%
5	永清环保	2018/10/9	湖南金阳投资集团（国有独资）	30.0%	未公布	未公布	框架协议	4.58	
6	东江环保	2016/4/12	广东省广晟	7.0%	22.1	13.4	完成	8.58	-61.2%
7		2018/1/9	广东省广晟	6.9%	22.1	13.5	完成	8.58	-61.2%
8		2018/10/16	广东省广晟	5.0%	14.5	6.4	框架协议	8.58	-40.8%
9		2018/8/29	江苏汇鸿	5.7%	14.5	7.3	完成	8.58	-40.8%
10	中金环境	2018/12/24	无锡市政	8.8%	4.4	5.7	完成	3.23	-26.9%
11	铁汉生态	2019/4/30	深投控、投控共赢基金	5.0%	3.8	4.4	完成	3.02	-19.7%
12	博世科	2019/5/23	广西环保产业投资集团有限公司	未定	未定	未定	框架协议	10.01	
13	碧水源	2019/6/4	中国城乡控股集团有限公司	10.7%	9.5	32.0	完成	7.51	-20.6%
14	清新环境	2019/6/10	四川发展国润环境投资有限公司	25.3%	9.1	24.8	完成	6.24	-31.3%
15	国祯环保	2019/9/20	长江生态环保集团有限公司	15.0%	12.7	12.8	协议	10.72	-16%
16	东方园林	2019/8/6	朝汇鑫	5.0%	5.9	7.9	完成	4.73	-20%

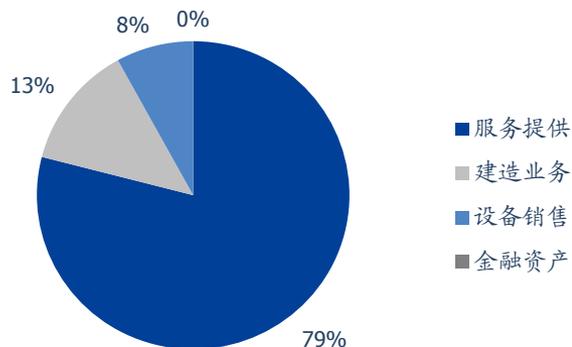
数据来源：wind；当前股价截至2019年12月10日

## 2.4海外环保龙头亦以运营企业为主

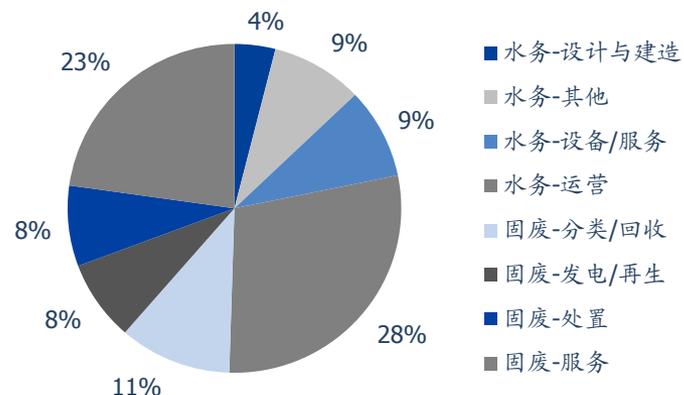
海外龙头普遍已运营企业为主，现金流优于工程公司：

海外龙头公司如威立雅、苏伊士、固废管理、共和服务，业务收入主要以运营类业务为主，工程类均占比较小，一般不超过15%。

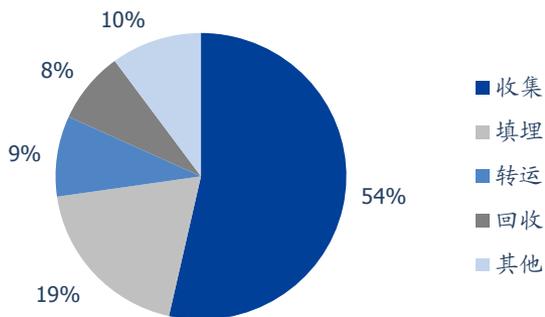
威立雅2018年各业务收入占比



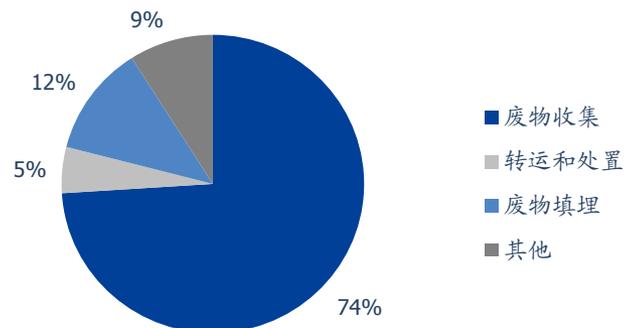
苏伊士2018年各业务收入占比



WM2018年各业务收入占比



共和服务2018年各业务收入占比



## 目录 Contents

一

2019年，环保行业整体好转

二

融资改善，现金流价值彰显

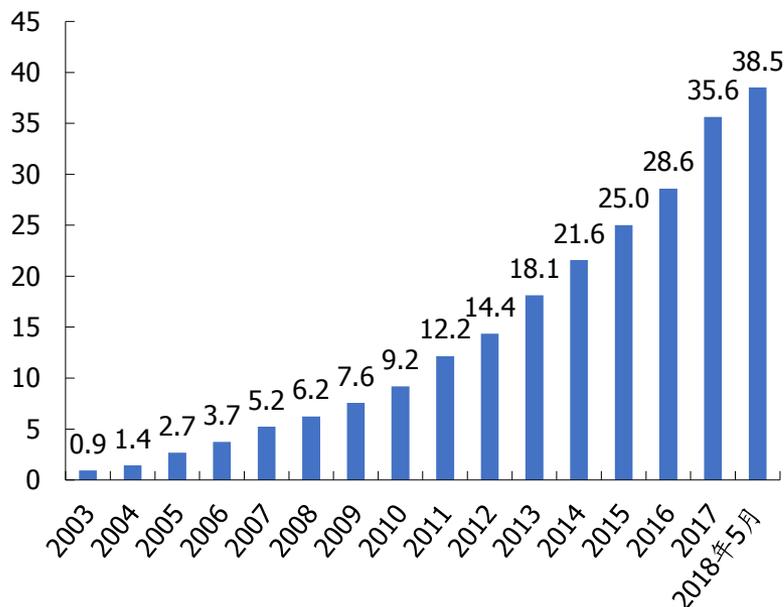
三

精选子板块：垃圾焚烧、水务、危废

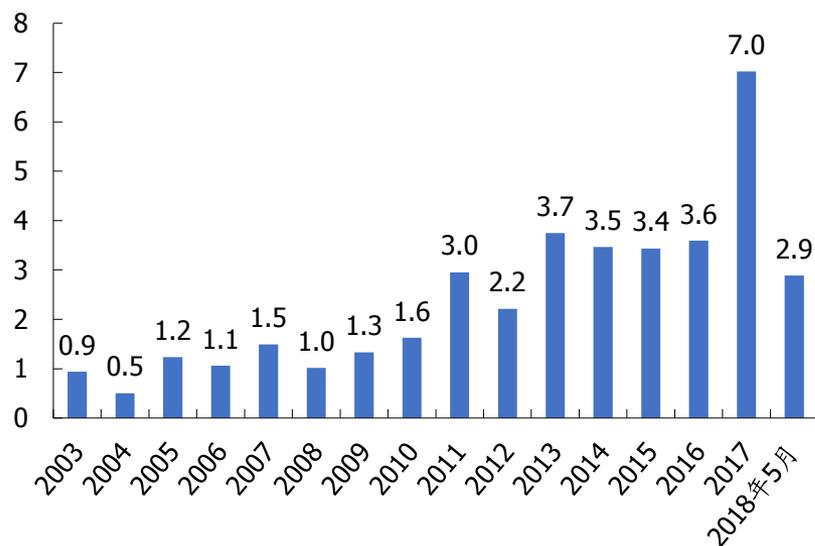
### 3.1 垃圾焚烧行业增长确定性高

垃圾焚烧行业成长确定性高，2019至2020是垃圾焚烧产能加速集中投放期。截至2018年5月，全国已投运垃圾焚烧产能规模约为38.5万吨/日，规划到2020还有21.5万吨的规划空间，预计2019至2020是行业产能集中投放期，生活垃圾填埋让位于垃圾焚烧，行业高景气。

垃圾焚烧产能累计投运量（万吨/日）



垃圾焚烧每年新增产能（万吨/日）

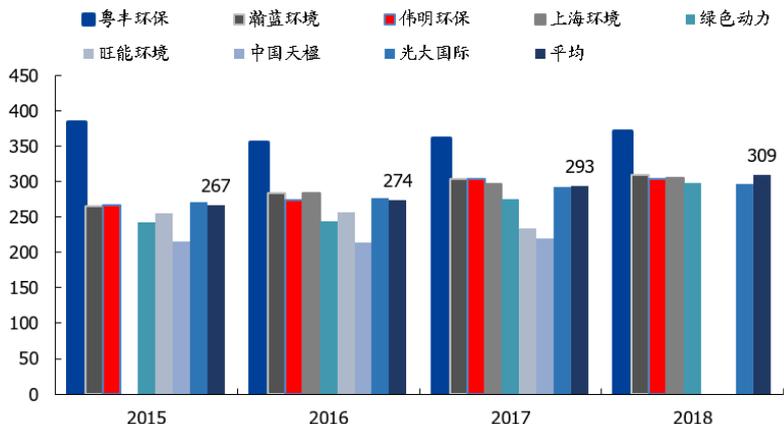


来源：生活垃圾焚烧信息平台，国盛证券研究所

### 3.1 垃圾焚烧行业跨过低价竞争，盈利能力强

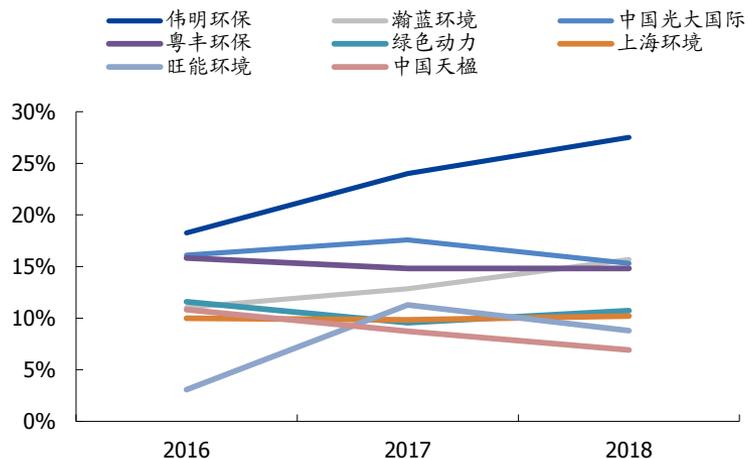
**垃圾焚烧行业盈利能力强：**（1）吨垃圾发电量逐步提升；（2）行业经过低价竞争阶段，垃圾处理费回升；（3）龙头企业，如伟明、上海环境ROE提升。

图表：上市公司吨垃圾焚烧上网电量（度/吨）



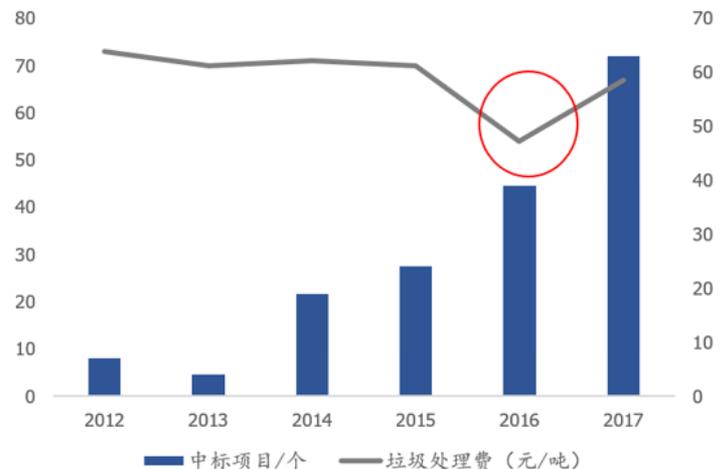
资料来源：wind、国盛证券研究所  
 注：旺能环境2017年仅统计1-3月份

图：焚烧企业近三年ROE



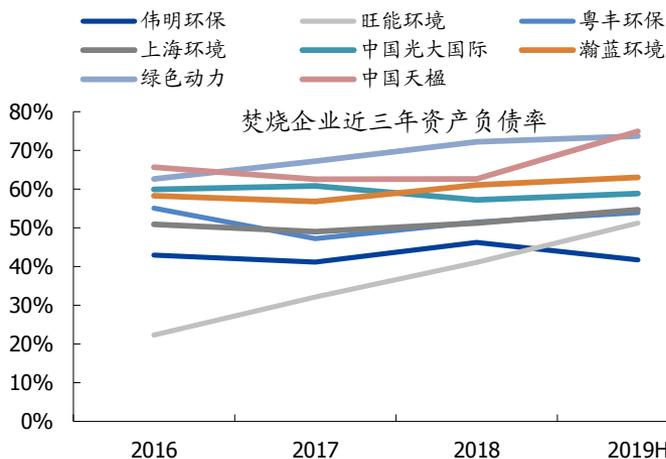
来源：wind、国盛证券研究所

图表：垃圾焚烧低价中标现象2017年明显改善



资料来源：中国环联、国盛证券研究所

图：焚烧企业近三年资产负债率



来源：wind、国盛证券研究所

### 3.1 优质企业利润增速高，财务较优异

#### 瀚蓝环境

在手产能充沛，项目进度加快

- 1、**产能投放进度**；公司目前投产垃圾焚烧项目14800吨/日，在建+代建产能16000吨/日（包含盛运合作的5个项目）。
- 2、**管理优异，项目进度加快**：公司现金流好、管理层优秀（过去三年复合增速近30%），在手项目进度加快；
- 3、**估值**：2020年PE估值12X。

#### 上海环境

单体项目规模大，盈利能力强

- 1、**产能投放进度**；公司目前投产垃圾焚烧项目2.2万吨/日（含老港9000吨/日托管运营），在手产能约3.9万吨/日（含老港9000吨/日托管运营）。
- 2、**单体项目规模大**：公司在建项目平均单体规模超过1000吨，盈利能力强；
- 3、**估值**：2020年PE估值13X。

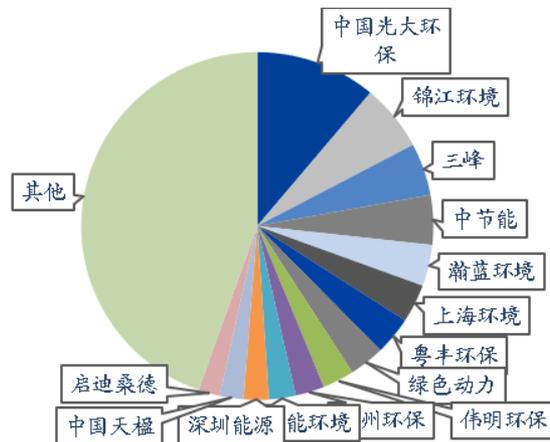
注：瀚蓝环境、伟明环保、上海环保2020年PE估值基于报告预计外发日12月17日的收盘股价PE值。

#### 伟明环保

产能丰富，盈利能力强

- 1、**产能投放进度**；截至2019年9月，公司在手焚烧项目3.1万吨，投运1.5万吨，目前9个项目在建，11个项目筹建。
- 2、**污水**：吨发电量行业领先，ROE27.5%。
- 3、**估值**：2020年PE估值18X。

图表：垃圾焚烧格局



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

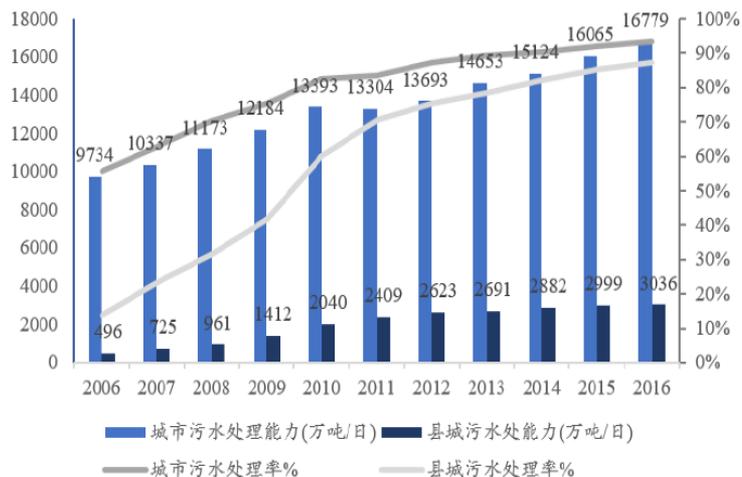
## 3.2 水务：高股息，低估值

### 洪城水务

估值仅为10X，ROE提升至11%

- 1、供水：供水量每年预计2-3%增长，2018年9月完成提价；
- 2、污水：受益于污水提标，产能、水价、工程量均有望提升；
- 3、燃气：销售及接驳业务保持稳定，气化率提升空间仍然很大。

### 城市/县城污水处理能力及处理率



资料来源：城乡统计年鉴、国盛证券研究所

### 重庆水务

股息率超过5%

1、目前股价对应股息率5%。公司章程要求每年分红率不低于净利润60%，2018年分红0.28元/股，目前股价5.5元，股息率5.1%。

2、业绩稳定。2018供水/污水产能536万吨，2020规划产能569万吨，公司利润在18-19亿之间。

注：盈利预测使用wind一致预期。

### 2020年规划污水处理/再生水设施规模



资料来源：生态环境部官网、国盛证券研究所

### 3.3 环境监测2020年行业增速有望回升

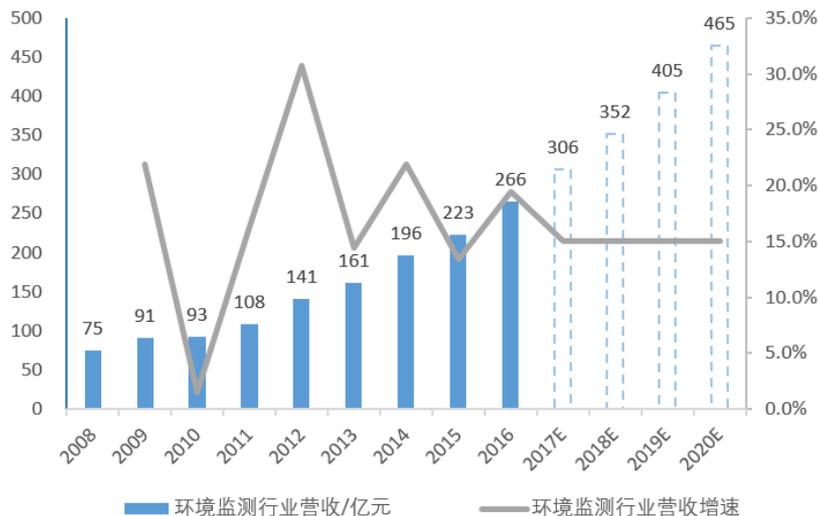
#### 市场

#### 2019年政府采购短期回落，2020有望重回高增长

**1、2019年政府采购回落，2020行业增速有望回升。**环境监测行业从2010的93亿增长到2015年的223亿元，增长来源于大气、水质、工业源监测的高速增长。2019年受制于地方政府债务规模，监测设备采购短期回落，预计2020-2021年行业重回高增长。

**2、省级垂直管理、环境税征收带来行业增量。**2018年环保体制改革，环保系统由省级统筹管理，监测数据需求提升。同时，2019年环境税开始征收，带动企业端监测需求释放。

#### 预计监测行业2018-2020复合增速16%



#### 环境监测年均市场空间415亿元

监测领域	空间	金额 (亿/年)	小计/亿元
大气	新增	17.6	74
	更换 (加上国控点位)	7.8	
	运营	3	
	县乡咨询服务	13.6	
	网格化建设	32	
VOCs	环境空气治理监测	17	80
	污染源监测	63	
水质	新增	39	103
	运营	64	
工业源	废水&废气污染源监测	145	145
土壤	第三方检测	14	14
合计		415	415

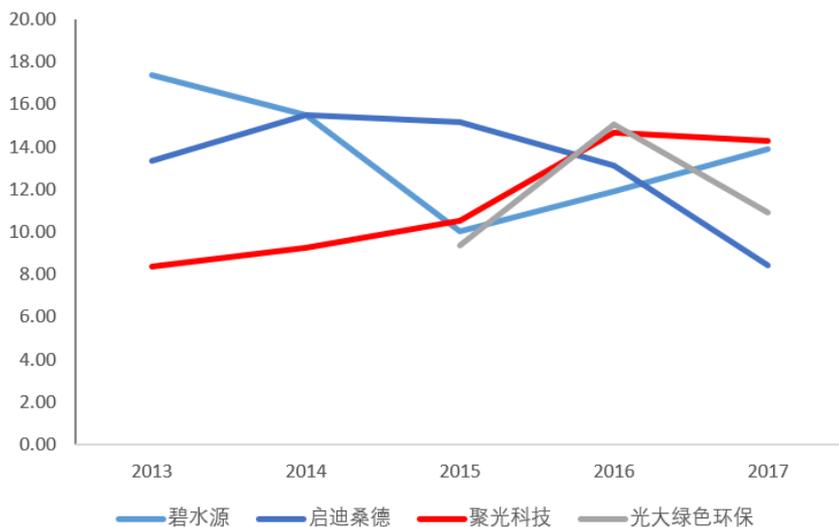
#### 竞争格局

#### 监测行业集中度提升，龙头持续受益

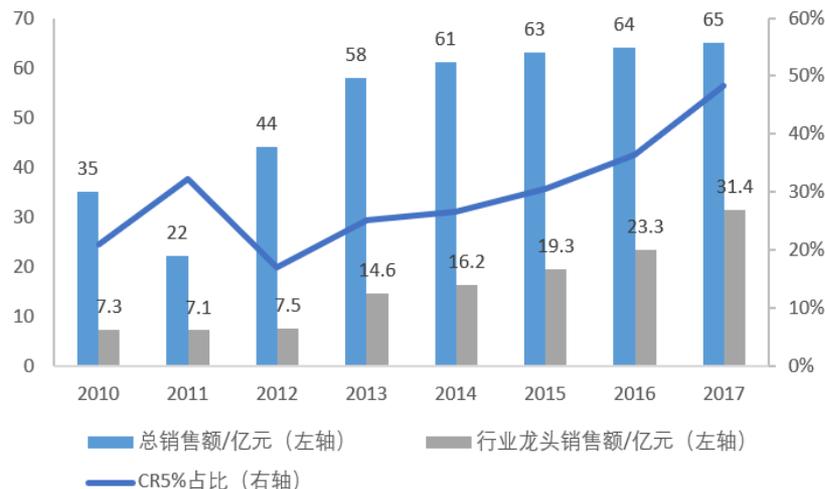
**1、监测龙头ROE持续提升，研发投入构筑行业壁垒。**监测行业龙头依靠对监测设备的研发投入，逐步实现零部件的国产替代，同时不断提高产品的稳定性、准确性，获得政府和企业的认可，构筑行业壁垒。相比于水处理、垃圾焚烧、固废处理行业的龙头，监测龙头的ROE (ttm) 持续提升。

**2、监测龙头品牌溢价，行业集中度提升。**监测龙头CR5（聚光、先河、雪迪龙、中节能、宇星）占比前60家企业的销售额由2011年的32%提升至2017年的48%，龙头集中度明显。监测数据是各级政府环境治理的重要依据，数据真实性和有效性是生命线，环境监测行业品牌溢价能力超过其他环保子行业。预计在十三五末期，龙头集中度会进一步提升，行业龙头聚光科技、先河环保率先受益。

#### 环保行业龙头ROE (%)



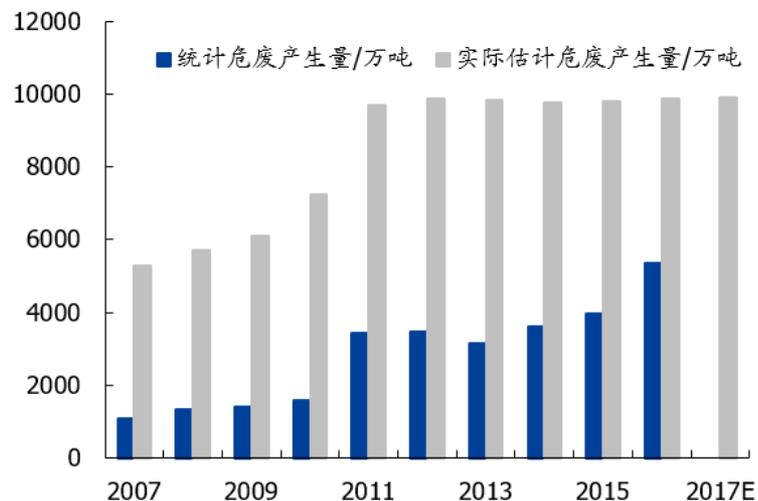
#### 监测行业CR5占比CR60销售额逐步提升



行业供需不平衡，亟需新产能填补，预计到2020年，市场空间近1800亿：

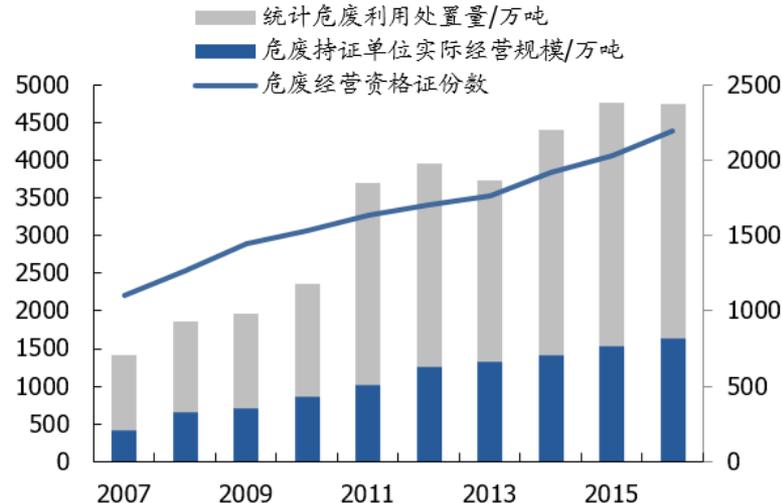
- 1、产能不足：我们预计危废的真实年产量近1亿吨，但2017年危废经营单位核准规模仅8178万吨；
- 2、有效产能（无害化）更为稀缺：2017年实际经营规模2252万吨，产能利用率仅27%；
- 3、资质种类与危废种类错配：2018年我国资源化与无害化资质比为2：1而美国为1：2。

图表：全国危废产量官方统计和实际估计对比



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

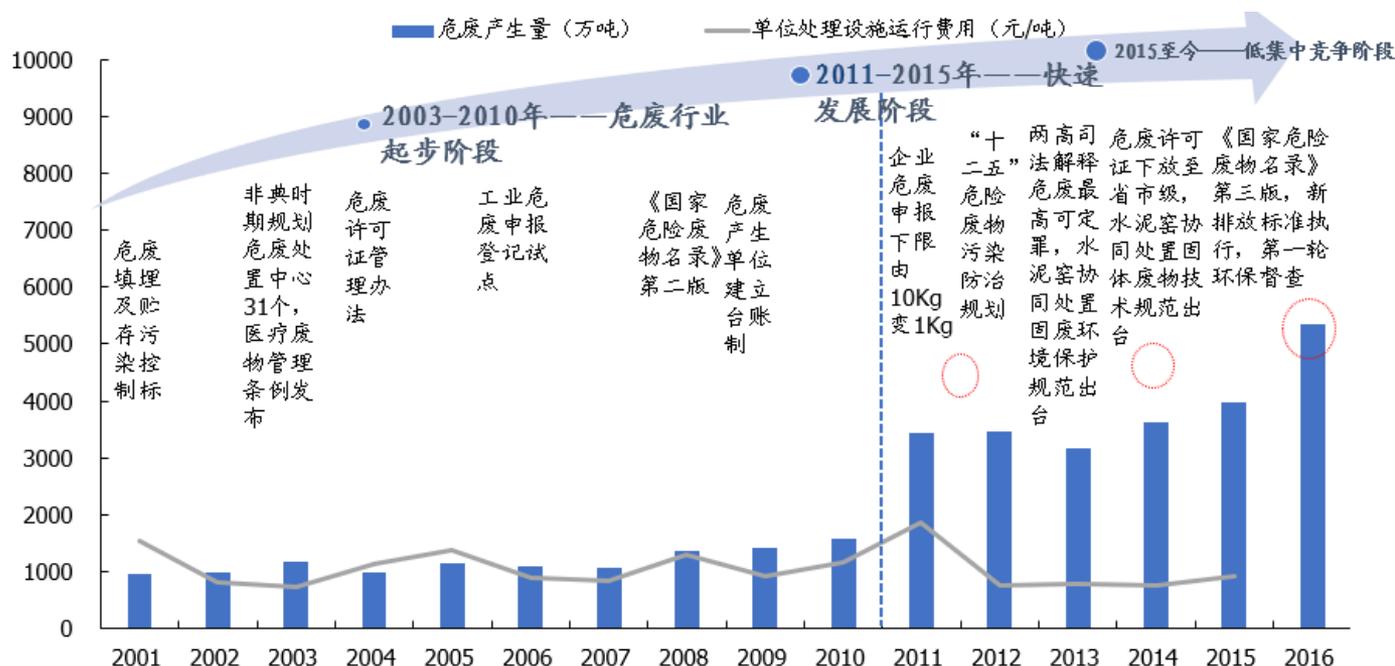
图表：全国统计危废处置利用量与实际经营规模



资料来源：《2017年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，国盛证券研究所

监管趋严当年危废量大幅升高，政策及督查影响显著，推动行业高景气

- 1、2011年，企业危废申报下限由10kg提升至1kg;
- 2、2013年，两高司法解释出台，危废倾倒最高可定罪，环保行业唯一处罚入刑子板块;
- 3、2016年，第一轮环保督查倾倒漏倒、游离于监管之外的危废，当年产量显著增高;
- 4、2018年，“清废行动”持续高压监管态势，暴露供需不匹配等问题。



来源: Wind, 国盛证券研究所

### 水泥窑协同处理危废优势明显：

- ✓ 排放标准：水泥窑协同处置危废环保排放标准比传统焚烧低2-10倍
- ✓ 成本低：单位投资成本仅为传统焚烧工艺的1/4-1/3
- ✓ 建设周期短：整体时间周期为焚烧工艺的一半。

### 水泥窑龙头【海螺创业】有望率先受益：

- ✓ 水泥业务优异：海螺水泥是中国最大的水泥企业，能为海创布局危废提供优质的水泥生产线和充裕资金。
- ✓ 潜在改造水泥线丰富：目前国内1400多条水泥生产线，仅20%符合4000吨/天的条件，至多300多条生产线可以进行改造，其中海螺就有100多条。
- ✓ 产能利用率高：凭借高效运营管理，产能利用率一般在80%-90%之间，超过行业50%的平均水平。

图表 15：水泥窑协同处置与传统焚烧项目对比

对比项目	焚烧炉	水泥窑协同处置
飞灰、炉渣	额外处置	直接利用
焚烧温度	800-900	1100-1800
选址	重新选址	只需在水泥窑中选
处理能力	1-3	6-10
单位初始投资成本（元*年/吨）	4000	1200
单位运营成本（元*年/吨）	3000-3500	2000-2500

资料来源：国盛证券研究所

### 风险提示:

- 1、环保政策及督查力度不及预期：环保行业政策及督查依赖度高，政策不及预期市场释放不足，环保订单释放不及预期；
- 2、融资信用及客户支付能力风险：前期受紧信用影响较大，虽融资好转但企业融资及地方财政情况仍有不确定性；
- 3、细分领域竞争加剧：部分热门行业如危废、垃圾焚烧等竞争加剧，高盈利有下滑风险。

## 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。