

环保督察力度不减，板块业绩逐步恢复

——九月行业动态报告

核心观点

● 最新观点

1) **环保督察提升社会重视生态环境保护的程度。**我国经济发展面临的国际环境和国内条件都发生了深刻复杂变化，再加上新冠肺炎疫情的冲击，加强生态环境保护的同时，要兼顾经济发展，做好‘六稳’工作、落实‘六保’任务。因此，本次督察中更加关注新发展理念落实、污染防治攻坚战任务、环境基础设施建设、生态修复治理、环境风险防控等重点任务，推动经济社会秩序加快恢复。

2) **固废产业链景气度依旧。**随着各地垃圾分类政策推广和新《固废法》落地施行，固废产业链将维持当前的高景气度，细分领域机会凸显。传统环卫服务当前的市场空间约1300亿/年，在环卫装备新能源化、环卫服务市场化的趋势下，环卫项目的服务区域和内容都逐渐增加，行业竞争进一步加剧，市场将开始向龙头集中。根据规划，垃圾焚烧新增产能近两年密集落地，随着在建项目的陆续投产，拥有优质运营资产的行业龙头业绩增长有保障。

3) **资源化打开水处理空间。**环保行业发展初期，政策更关注污染物处理产能的提升，而随着产能的释放，国家的重点也从单纯的点源治理转变为区域综合治理，从“大干快上”转变为“提质增效”。2020年是“十三五”规划、“水十条”等政策的终考年，在污水资源化、污水处理服务费定价合理化等利好前提下，出水标准高的膜法水处理技术完美契合当前的需求。这也为从事污水处理膜技术研发、生产的企业创造了良好的发展条件，相关企业有望加速成长。

● 投资建议

2020年是呈上启下的关键节点，环保方向不变、力度不减、政策不放松，而前两年一直困扰行业的融资问题也得到了解决。在政策持续深化、财政支持力度加大、融资环境改善的背景下，环保部分细分赛道也将重回高增长的景气周期。看好智能化环卫装备龙头盈峰环境(000967.SZ)；拥有丰富运营经验的固废处理企业瀚蓝环境(600323.SH)；膜法水处理龙头碧水源(300070.SZ)。建议关注环卫运营龙头玉禾田(300815.SZ)、侨银环保(002973.SZ)；危废处理与土壤修复领域领先者高能环境(603588.SH)；餐厨垃圾处理龙头维尔利(300190.SZ)；专注膜应用市场的金科环境(688466.SH)。

● 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	-9.76	19.1	278
	600323.SH	瀚蓝环境	-4.56	23.6	215
	000967.SZ	盈峰环境	-12.15	20.2	253

● 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

推荐 维持评级

分析师

严明

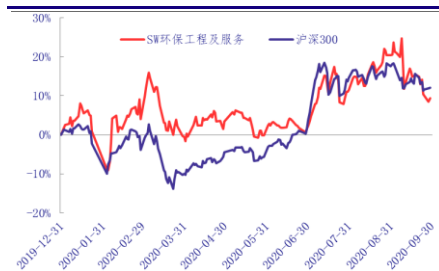
☎: 010-86359368

✉: yanming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编号: S0130520070002

行业数据

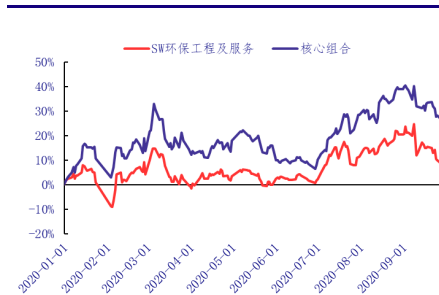
2020.09.29



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

核心组合表现

2020.09.29



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

相关研究

【银河环保】四季度投资策略报告_环保行业_固废产业链景气度依旧，资源化打开水处理空间-20200924

【银河环保】20200903-【银河环保】行业动态报告_环保工程及服务_二季度业绩明显好转，固废与水处理领域值得关注-20200903

【银河环保】行业点评_环保工程及服务_范围拓宽，监管趋严，新《固废法》带来多重机会-20200827

目 录

一、环保督察力度不减，板块业绩逐步恢复.....	1
(一) 环保督察再启动.....	1
(二) 环保行业业绩好转，水与固废领域表现亮眼.....	3
1. 二季度业绩好转，全年有望恢复正常.....	3
2. 费用率上升拖累业绩.....	4
3. 资产负债率持续上升，应收账款占比下降.....	4
4. 经营性现金流改善，收现比持续提高.....	5
二、面向未来的污水处理系统升级.....	6
(一) 水资源短缺、污染等问题依然存在.....	6
(二) 资源化需求迫切，相关领域市场空间广阔.....	7
(三) 污水资源化为膜企业创造发展条件.....	9
三、环保行业发展面临的挑战和建议.....	10
(一) 现存挑战.....	10
1. 竞争秩序混乱，市场信息不对称.....	10
2. 技术缺乏超前性，科研成果转化难.....	10
3. 资金问题制约环保企业发展.....	10
(二) 建议及对策.....	10
1. 构建规范开放的市场.....	10
2. 培育具有核心竞争力的企业.....	11
3. 健全收费机制，完善金融扶持.....	11
四、环保行业在资本市场中的表现.....	11
(一) 环保行业在国民经济中的地位.....	11
(二) 环保板块估值仍具吸引力.....	12
(三) 年初至今板块表现高于沪深 300.....	13
五、投资建议及股票池.....	14
(一) 投资建议.....	14
(二) 核心组合表现.....	14
六、风险提示.....	15
七、附录.....	15
(一) 本报告中环保行业所涉及的上市公司.....	15

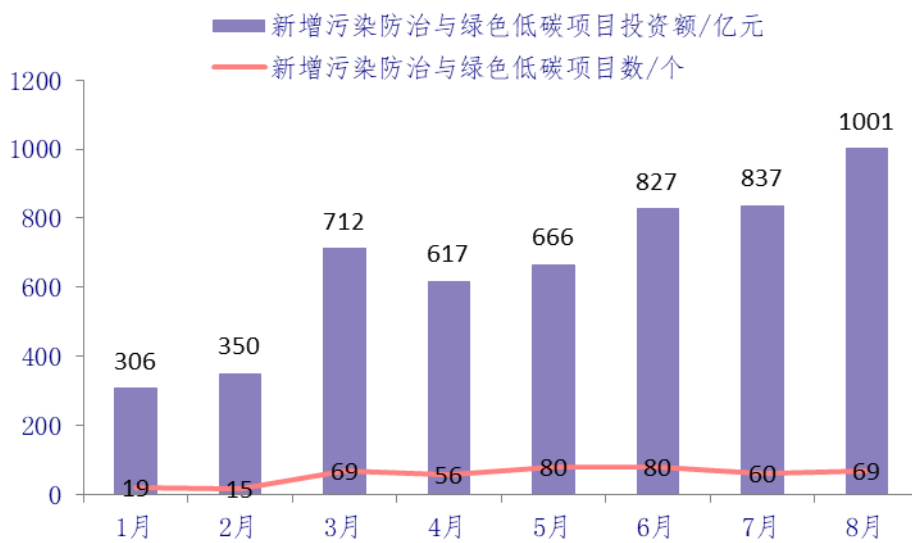
一、环保督察力度不减，板块业绩逐步恢复

(一) 环保督察再启动

环保督察提升社会重视生态环境保护的程度。第二轮第二批 7 个中央生态环境保护督察组于 2020 年 8 月 30 日至 9 月 1 日陆续进驻北京、天津、浙江等 3 个省（市）和中国铝业集团有限公司、中国建材集团有限公司等两家中央企业开展督察，并对国家能源局、国家林业和草原局等两个部门开展督察试点。我国经济发展面临的国际环境和国内条件都发生了深刻复杂变化，再加上新冠肺炎疫情的冲击，加强生态环境保护的同时，要兼顾经济发展，做好‘六稳’工作、落实‘六保’任务。因此，本次督察中更加关注新发展理念落实情况；更加关注污染防治攻坚战任务完成情况；更加聚焦环境基础设施建设、生态修复治理、环境风险防控等重点任务，推动经济社会秩序加快恢复。

根据全国 PPP 综合信息平台项目管理库发布的信息，2020 年 8 月管理库新增污染防治与绿色低碳项目 69 个，投资额 1,001 亿元。2014 年至今，累计污染防治与绿色低碳项目 5,648 个、投资额 5.4 万亿元，其中，签约落地项目 3,722 个、投资额 3.6 万亿元，开工建设项目 2,245 个、投资额 2.1 万亿元。

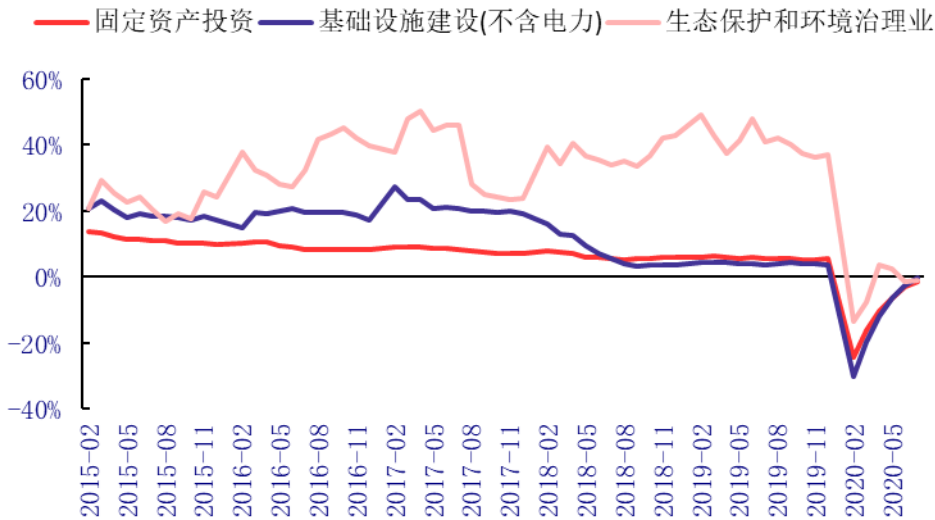
图 1:2020 年 1-8 月全国新增污染防治与绿色低碳项目数量及规模



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

2020 年 7 月全国固定资产投资累计增速为-1.6%，同比减少 7.3pct，环比增加 1.5pct；基础设施建设（不含电力）累计投资增速为-0.4%，同比减少 4.2pct，环比增加 2.3pct；生态保护和环境治理业投资累计增速为-1.0%，同比减少 42.0pct，环比增加 0.3pct。虽然 7 月各项固定资产投资增速依然为负，但跌幅明显收窄，随着行业复产复工步入正轨，下半年固定资产投资增速有望回正。

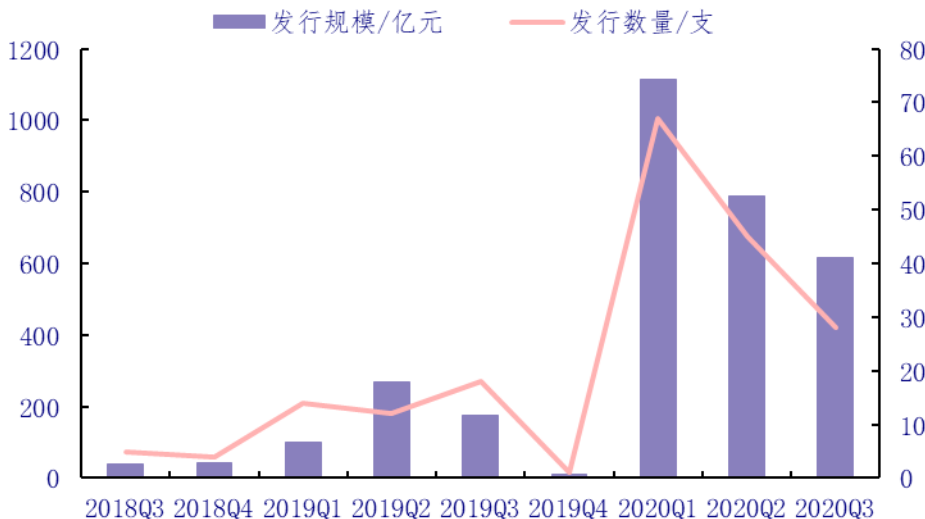
图 2:2015-2020 年 7 月全国固定资产投资完成额累计增速同比变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

根据万得提供的数据, 2020 年以来发行的用于生态环保、污染治理、水务的地方政府专项债 140 只, 合计规模 2,519 亿元, 占新增专项债比重为 7.5%。2019 年国常会明确 2020 年第一期专项债不得用在土地储备和房地产相关领域后, 生态环保方向获得的资金量得到了显著提升。2020 年为污染防治攻坚战决胜年, 各地方政府有足够的动力利用专项债额度倾斜, 完成十三五考核目标, 且 2020 年预计房地产类专项债下发额度将降低, 非标准化项目收益专项债券中, 环保类项目有望优先受益。

图 3:2018-2020 年 9 月全国新发行环保相关专项债情况



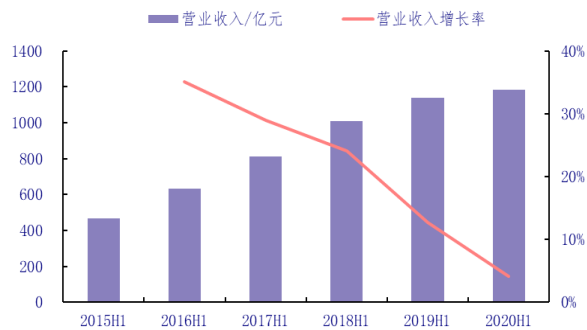
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 环保行业业绩好转，水与固废领域表现亮眼

1. 二季度业绩好转，全年有望恢复正常

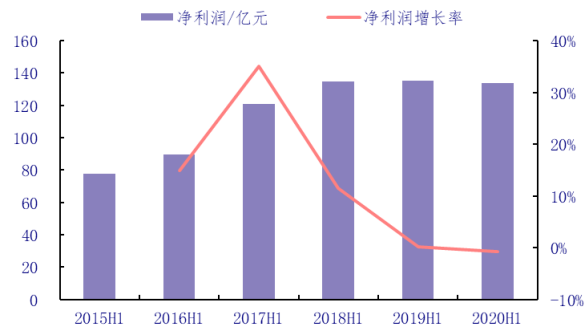
2020 年环保行业中报披露完毕，我们共统计了 84 家环保相关上市公司的业绩表现（84 家环保上市公司名单列于第七章附录）。2020 上半年，环保相关上市公司营业收入合计 1,184.9 亿元，同比增长 4.2%，实现净利润 116.90 亿元，同比减少 4.94%。受新冠肺炎疫情影响，今年一季度环保行业工程项目建设进度缓慢，随着国内疫情得到控制，行业加速复工复产，二季度企业营收与净利润无论同比环比均明显增长。随着政策支持力度加大，未来各地环保项目仍将加速释放，今年环保企业营收与净利润增速有望进一步恢复。

图 4:2016H1-2020H1 环保上市公司营业收入



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

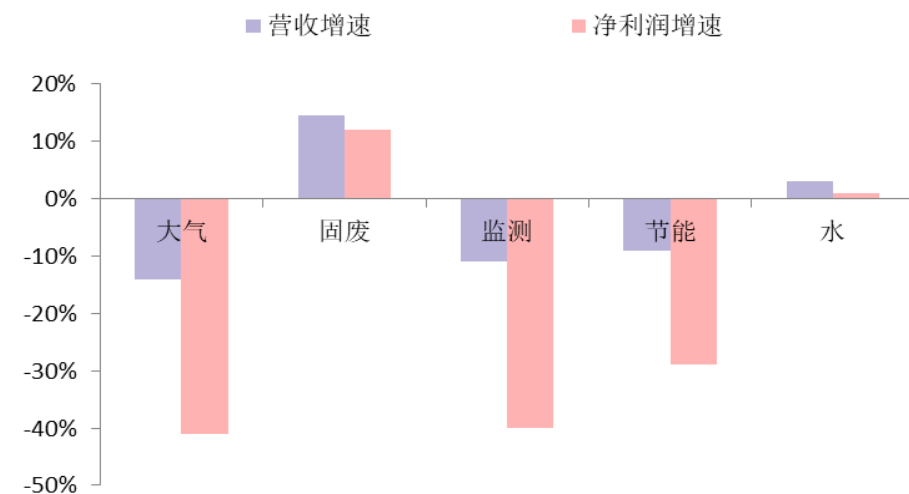
图 5:2016H1-2020H1 环保上市公司净利润



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

分板块来看，受益于垃圾分类持续推进和区域水环境治理等政策的落地，2020 上半年固废和水相关企业营收和净利润实现了小幅增长；大气治理、环境监测、节能领域的企业营收和净利润则因新冠疫情的影响以及行业市场空间的萎缩而持续减少。

图 6:2020H1 环保细分领域营收与净利润增速

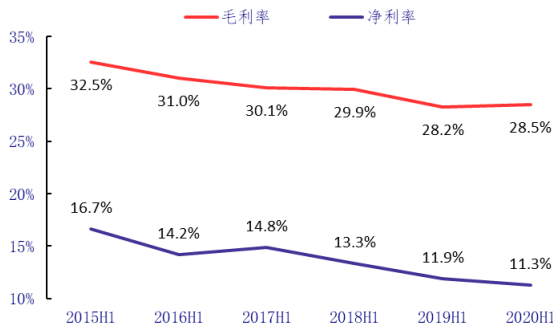


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2. 费用率上升拖累业绩

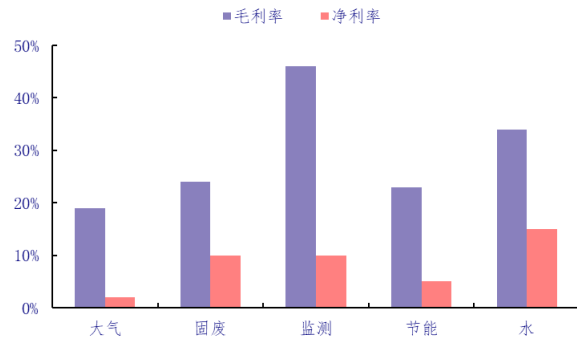
2020 上半年环保相关上市公司的毛利率为 27.25%，同比增加 0.41pct；净利率 10.05%，同比减少 0.61pct。分板块来看，本期固废、水务及水处理、环境监测三个板块表现较好，其中环境监测企业毛利率是全行业最高的 46%，水务及水处理企业的净利率是全行业最高的 15%。

图 7:2016H1-2020H1 环保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

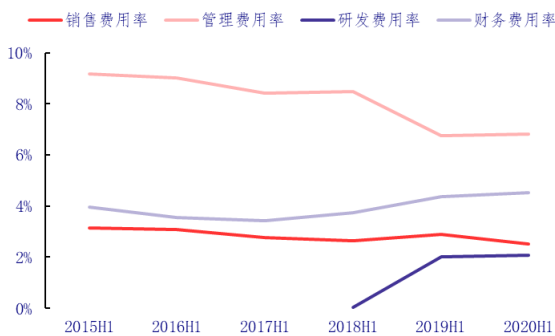
图 8:2020H1 环保细分领域毛利率与净利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

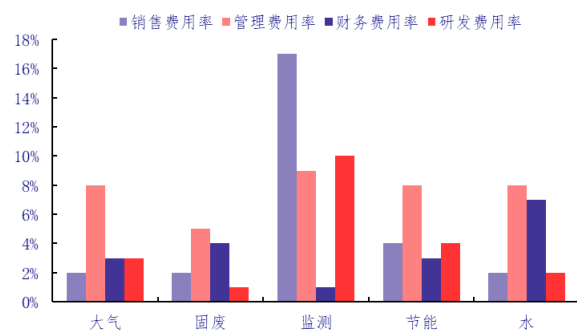
本期销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 2.66/6.75/4.79/2.08%，同比变动-0.27/0.20/0.35/0.06pct。2020 年上半年环保企业水与固废相关工程项目增加导致财务费用提升。分板块来看，以精细化监测设备销售为主的环境监测企业拥有行业最高的销售费用和研发费用，而资金需求较大的水务及水处理相关企业则具有行业最高的财务费用。

图 9:2016H1-2020H1 环保上市公司费用率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 10:2020H1 环保细分领域企业费用率

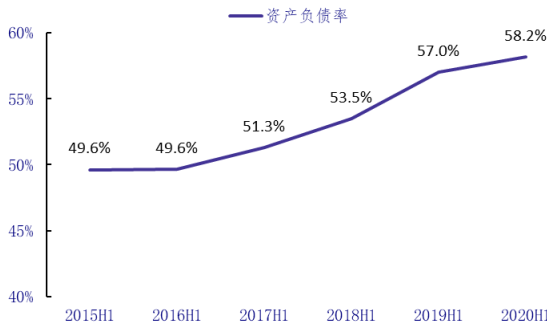


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

3. 资产负债率持续上升，应收账款占比下降

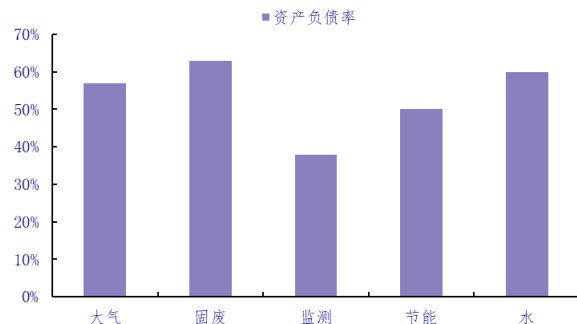
2020 上半年环保行业上市公司的资产负债率为 59.5%，同比增加 1.0pct；2020 年一季度资产负债率为 59.3%，环比增加 0.2pct。分板块来看，以工程建设为主的固废和水务及水处理领域资产负债率较高，两板块均已超过 60%；而以设备销售为主的环境监测领域资产负债率相对较低，但也有 38%。PPP 模式兴起以来，企业通过扩大杠杆率来承接地方政府的基建类型项目，以牺牲资产负债表的方式换取利润表增长，因此这几年行业整体资产负债率大幅增长。随着行业逐步向轻资产运营模式转变，未来资产负债率可能逐步企稳。

图 11:2016H1-2020H1 环保上市公司资产负债率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

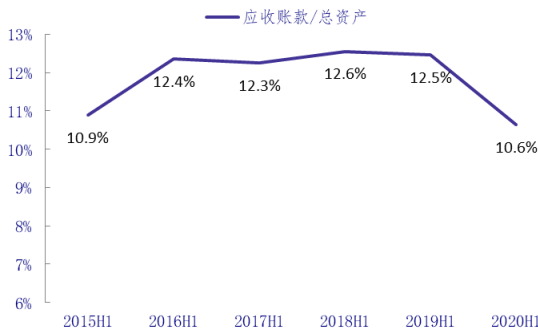
图 12:2020H1 环保细分领域上市公司资产负债率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

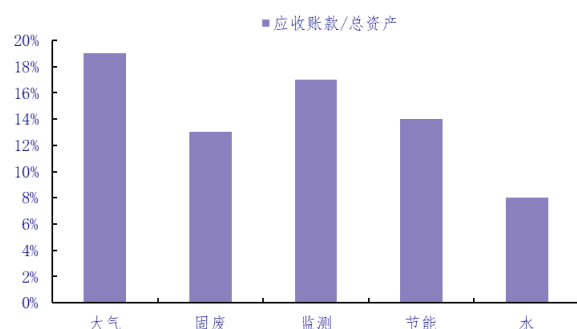
部分环保企业通过加大回款力度, 调整订单结构和业务模式等手段降低应收账款占比。2020 上半年环保上市公司应收账款占总资产比重为 11.13%, 同比减少 1.61pct。分行业来看, 大气治理、环境监测板块应收账款占总资产比例较高; 水务及水处理板块的应收账款占总资产比例处于较低水平。

图 13:2016H1-2020H1 环保公司应收账款/总资产



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 14:2020H1 环保细分领域企业应收账款/总资产

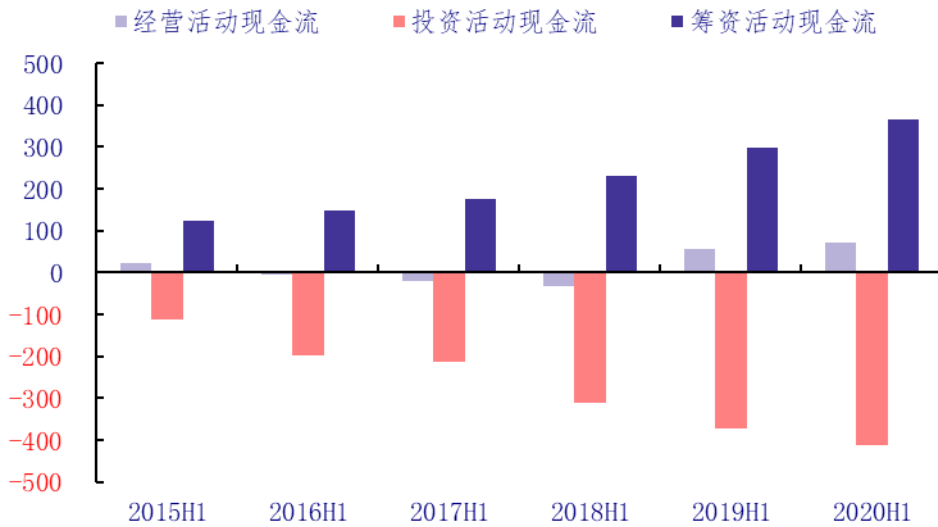


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

4.经营性现金流改善, 收现比持续提高

2020 上半年环保行业上市公司经营活动现金流为 42.65 亿元, 同比增长 39.33%; 投资活动现金流出 147.94 亿, 同比增长 20.96%; 筹资活动现金流为 144.37 亿元, 同比增长 29.07%。近两年企业更加重视现金流问题, 通过加大催收应收账款力度, 谨慎挑选投资项目, 现金流明显改善, 经营稳定性有所保障。

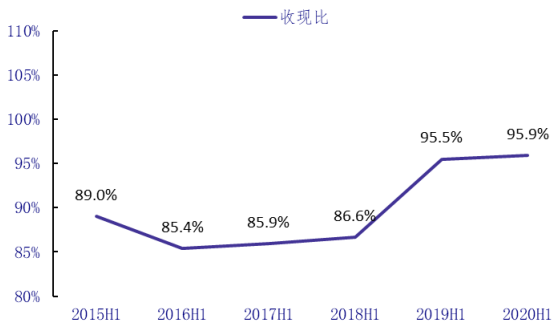
图 15:2016H1-2020H1 环保公司现金流情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

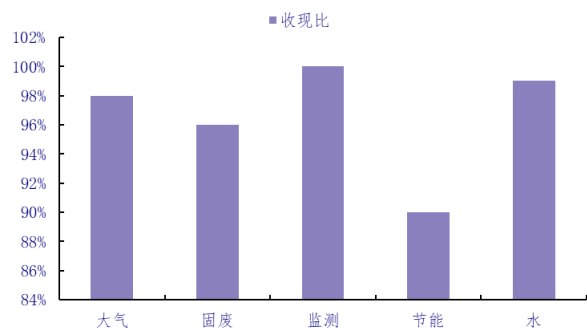
上半年环保行业整体收现比为 97.02%，同比增加 0.24pct。分板块来看，今年上半年环境监测企业收现比最高，达到了 100.09%，水务及水处理企业以 98.86% 的收现比位列其后，即使是最低的节能服务类企业收现比也超过了 90%。环保行业企业的收益质量整体表现较好。

图 16: 2016H1-2020H1 环保公司收现比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 17: 2020H1 环保细分领域企业收现比



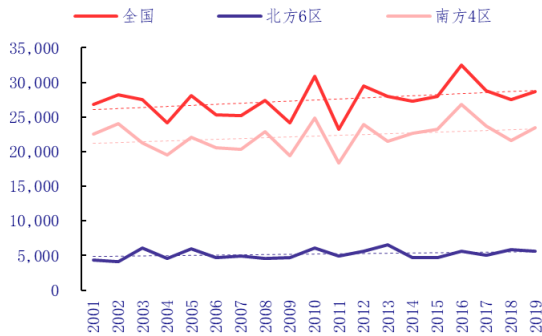
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、面向未来的污水处理系统升级

(一) 水资源短缺、污染等问题依然存在

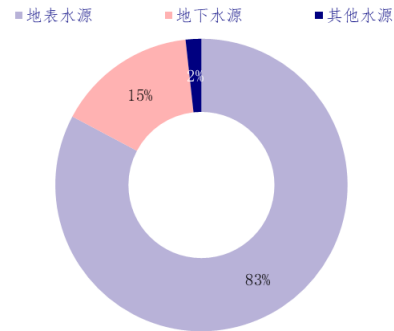
北方地区水资源短缺问题突出。我国南北方水资源差异巨大，2001-2019 年全国年平均水资源总量约 27,000 亿立方米，其中南方四区（长江流域、浙闽片河流、珠江流域、西南诸河）年平均水资源总量约 22,000 亿立方米，北方六区（松花江流域、辽河流域、海河流域、黄河流域、淮河流域、西北诸河）年平均水资源总量约 5,200 亿立方米。2019 年全国供水总量为 6,021.2 亿立方米，其中地表水源供水量 4,982.5 亿立方米，地下水源供水量 934.2 亿立方米，其他水源供水量 104.5 亿立方米。我国供水水源仍以地表水为主。

图 18:2001-2019 年全国水资源总量变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

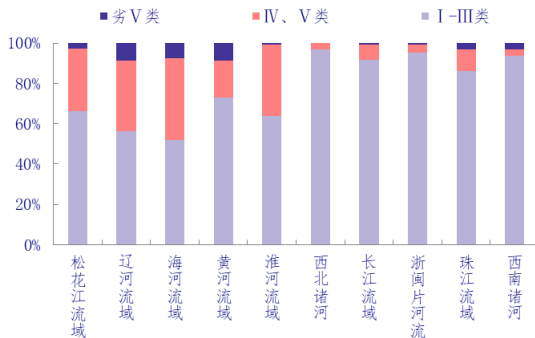
图 19:2019 年我国供水水源情况



资料来源: 水利部, 中国银河证券研究院

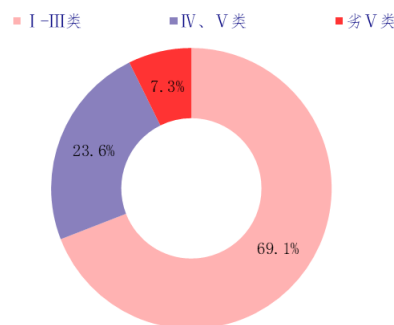
地表水污染有所好转，但流域水质差异明显。地表水污染依然根据生态环境部发布的《2019 年中国生态环境状况公报》，2019 年北方六区 I-III 类水体水质明显少于南方四区；IV、V 类、劣 V 类水质占比又明显高于南方四区。开展水质监测的 110 个重要湖泊（水库）中，I-III 类湖泊（水库）占 69.1%，同比上升 2.4pct；IV、V 类湖泊（水库）占 23.6%，同比下降 1.6pct；劣 V 类占 7.3%，同比下降 0.8pct。北方六区水质明显劣于南方四区，具有更高的净水需求。

图 20:2019 年全国几大流域水质



资料来源: 生态环境部, 中国银河证券研究院

图 21:2019 年全国重要湖泊（水库）水质



资料来源: 生态环境部, 中国银河证券研究院

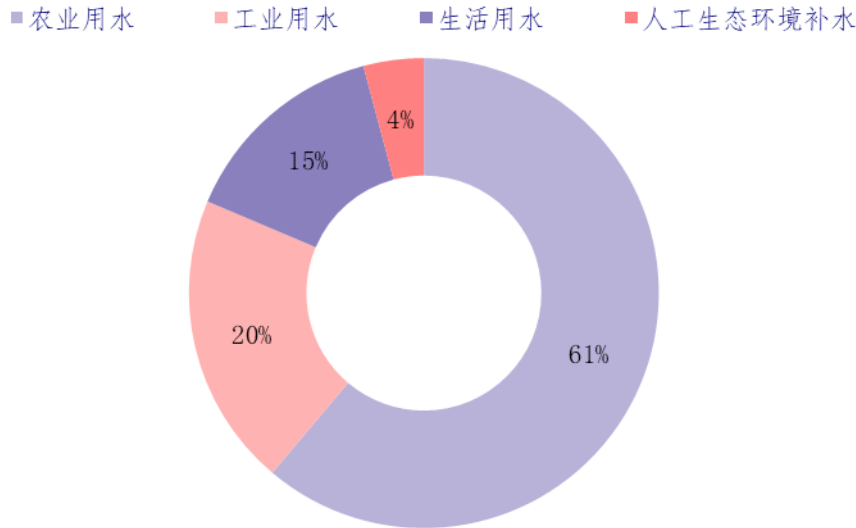
地下水重金属污染亟待解决。2019 年，全国 10,168 个国家级地下水水质监测点中，I-III 类占 14.4%，同比增加 0.6pct；IV 类占 66.8%，同比减少 3.9pct；V 类占 18.8%，同比增加 3.3pct，地下水水质较去年有所恶化。地下水污染是人类的生产生活活动产生的污染物渗入地下、引起地下水化学成分、物理性质和生物学特性发生改变而使地下水质量下降的现象。地表以下地层复杂，地下水流动极其缓慢，因此，地下水污染具有过程缓慢、不易发现和难以治理的特点。地下水一旦受到污染，即使彻底消除其污染源，也得数十年、乃至数百年才能使受污染的地下水水质得以复原。

(二) 资源化需求迫切，相关领域市场空间广阔

2019 年全国用水总量为 6021.2 亿立方米。其中，生活用水 871.7 亿立方米，占总用水量 15%；工业用水 1217.6 亿立方米，占用水总量 20%；农业用水 3,682.3 亿立方米，占用水总量 61%；人工生态环境补水 249.6 亿立方米，占用水总量 4%，农业用水依然是我国主要的利用

方式。随着经济发展，未来用水将持续向工业和生活领域倾斜，对污水资源化提出更高要求。

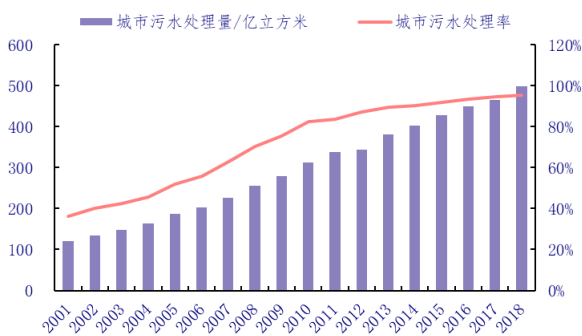
图 22:2019 年我国用水占比



资料来源：生态环境部，中国银河证券研究院

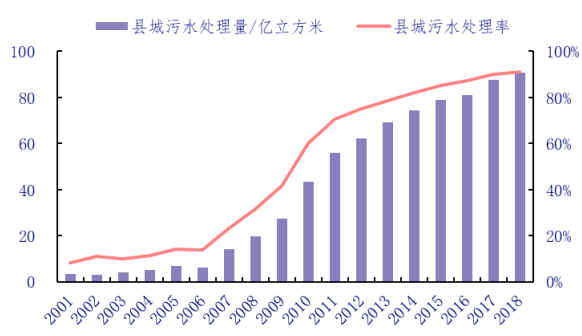
城镇污水处理市场趋于饱和，提标改造成为趋势。根据住建部发布的报告，2018 年全国城市污水处理能力为 16,881 万立方米/日，处理率已达 95.5%，完成“十三五”设定的处理目标；全国县城污水处理能力为 3,367 万立方米/日，处理率为 91.2%，同样完成“十三五”设定的处理目标。但《水污染防治行动计划》提到“要加快城镇污水处理设施建设与改造，现有城镇污水处理设施要因地制宜进行改造，2020 年底前达到相应排放标准或再生利用要求。建成区水体水质达不到地表 IV 类标准的城市，新建城镇污水处理设施要执行一级 A 排放标准。”

图 23:2001-2018 城市污水处理情况



资料来源：城乡建设统计年鉴，中国银河证券研究院

图 24:2001-2018 县城污水处理情况

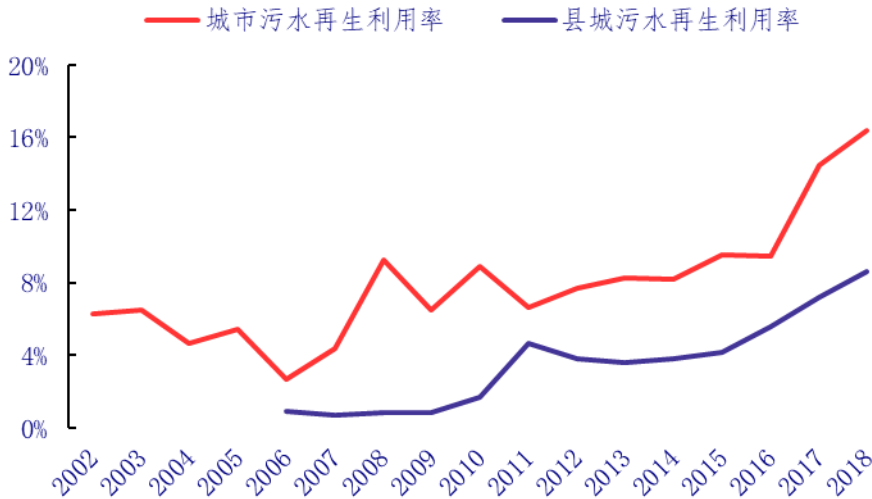


资料来源：城乡建设统计年鉴，中国银河证券研究院

再生利用率较低，污水资源化政策提上日程。根据中国城乡建设统计年鉴，2018 年全国城市污水再生水生产能力 3,578 立方米/日，再生利用总量 85.4 亿立方米，再生利用率 16.4%；县城污水再生水生产能力 489.6 立方米/日，再生利用总量 8.6 亿立方米，再生利用率 8.6%。我国污水再生利用率低于发达国家 30%-40% 的平均水平。今年 5 月国家发改委再次明确推进污水资源化利用，研究推进污水资源化利用指导意见和相关实施方案起草工作，推动构建污水

资源化利用“1+N”政策框架体系，水处理行业或将打开新成长空间。

图 25:2002-2018 我国城市与县城污水再生利用率



资料来源：住建部，中国银河证券研究院

（三）污水资源化为膜企业创造发展条件

膜技术是污水资源化的必然选择。目前国内污水处理工艺大约在 30 种左右，而占比率居于前六位的污水处理工艺分别是：氧化沟工艺、A²/O 工艺、传统活性污泥法工艺、SBR 工艺、A/O 工艺以及生物膜法工艺。以上的工艺有的在处理污水成效方面比较突出，但在经济投入方面耗损太大；而有的工艺处理效果不算理想，但却因为经济投入少而被大规模接受使用。

污水资源化为从事污水处理的膜企业创造了快速发展的条件。膜法水处理相较于传统水处理方式具有低能耗、工艺简单、运行稳定、出水水质高等诸多优势，已经在很多领域获得推广应用。例如碧水源的核心技术——MBR-DF 双膜新水源工艺。该工艺立足于膜集成城镇污水深度净化，解决水污染和水资源紧缺的双重困扰，突破了低碳源深度脱氮除磷 MBR、高回收率 DF 选择性净化和高效浓水处理关键技术，集成耦合形成了新水源成套处理工艺，高效去除有害污染物，出水可达地表 II 类标准，作为高品质新水资源补充地下水或饮用水源地，实现就地造水，节能降耗达到领先水平，完美契合污水资源化的需求。这也为从事污水处理膜技术研发、生产的企业创造了很好的发展条件。根据中国水网的预测，2025 年我国再生水规模预计将达到 8500 万立方米/日左右，预计 2021-2025 年再生水利用设施建设-膜工艺总投资额为 1055-2110 亿。

三、环保行业发展面临的挑战和建议

(一) 现存挑战

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. 资金问题制约环保企业发展

近几年环保产业基于政策驱动下的飞速成长，部分企业急于扩大规模，一度野蛮式生长。但伴随着整个金融行业去杠杆，宏观经济环境不利的形势，股权质押等问题，民营环保企业融资面临着相当大的压力。前期投入大(如PPP类项目)的工程公司，更促使大量企业通过明股实债、基金等各种金融产品迅速加大杠杆，一旦遭遇融资困境，大量问题就迅速显现，企业发展受阻，甚至难以持续经营。

(二) 建议及对策

1. 构建规范开放的市场

深入推进“放管服”改革，打破地区、行业壁垒，对各类所有制企业一视同仁，平等对待各类市场主体，引导各类资本参与环境治理投资、建设、运行。规范市场秩序，减少恶性竞争，

防止恶意低价中标，加快形成公开透明、规范有序的环境治理市场环境。立足国情实际和生态环境状况，制定修订环境质量标准、污染物排放（控制）标准以及环境监测标准等。推动完善产品环保强制性国家标准。做好生态环境保护规划、环境保护标准与产业政策的衔接配套，健全标准实施信息反馈和评估机制。鼓励开展各类涉及环境治理的绿色认证制度。

2. 培育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. 健全收费机制，完善金融扶持

严格落实“谁污染、谁付费”政策导向，建立健全“污染者付费+第三方治理”等机制。按照补偿处理成本并合理盈利原则，完善并落实污水垃圾处理收费政策。这些机制有利于理顺环保行业的商业模式，解决付费痛点，明确付费责任主体，从单一的政府付费转向污染者、使用者付费，充分保障环境治理企业的盈利能力。此外，专项债侧重环保行业、设立绿色发展基金、推动环境污染责任保险发展、开展排污权交易、鼓励发展重大环保装备融资租赁。统一国内绿色债券标准等金融扶持政策极大缓解了地方财政压力，带动社会资本积极投入，有助于行业长期、健康发展。

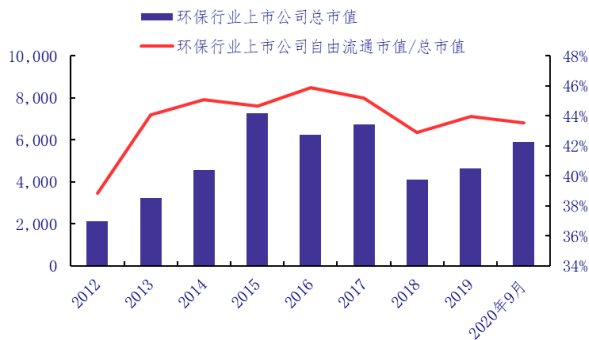
四、环保行业在资本市场中的表现

（一）环保行业在国民经济中的地位

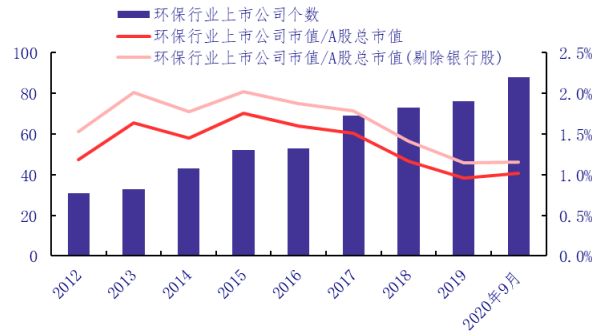
环境保护在我国经济社会转型中具有重要意义。随着我国经济的发展，有效利用能源、减少环境污染、降低安全生产事故频次，防止突发环境事件，确保生命安全的重要性日益凸显。制定并执行环保政策和措施，致在保护环境的同时改善人民的生活质量，已经成为我国民生工程的关注点。保护环境不仅关乎人们的生存环境，也影响着经济发展，中国环保价值链，也在整个国民经济中占据重要地位。

图 26:2012-2020.9 环保上市公司流通市值占比

图 27:2012-2020.9 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



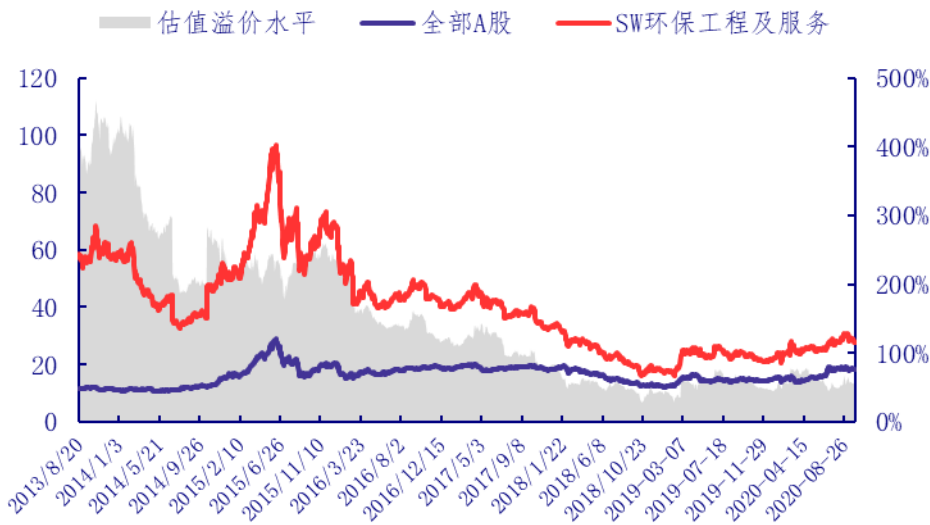
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

我国环保上市企业阵营不断扩大。截至 2020 年 9 月底, A 股上市环保企业共 88 家, 合计规模 5,884.8 亿元, 占 A 股总市值比重为 1.02%, 是我国环保产业发展的重要骨干力量。2017 年年底以来环保上市公司经历股价危机和债务危机之后, 国家出台了包括清欠和资金扶持等在内的一系列纾困方案。2018 年部分环保企业陆续接受战略投资, 国有企业及其他行业民营资本纷纷与环保上市公司合作。目前, 已有一批明星级的民营环保企业分别被央企和地方国资控股, 加入环保产业新国家队的行列, 这很大程度上改写了环保产业原有国家队主要集中于市政污水投资运营领域的格局。虽然新国家队的快速扩编在业内引起了关于维护公平市场、保持企业经营活力等一些担忧和议论, 但国资控股和入股无疑大大提升了相关企业在资本市场的竞争力。

(二) 环保板块估值仍具吸引力

2020 年 3 月初, 中办、国办印发的《关于构建现代环境治理体系的指导意见》提出, 到 2025 年, 建立健全环境治理的领导责任体系、企业责任体系、全民行动体系、监管体系、市场体系、信用体系、法律法规政策体系, 落实各类主体责任, 提高市场主体和公众参与的积极性, 形成导向清晰、决策科学、执行有力、激励有效、多元参与、良性互动的环境治理体系。该政策, 进一步强化了环保治理的制度建设, 保障行业长期健康发展, 并且强调加强财政支出责任、推进收费机制、增强金融扶持等积极财政措施保障环保治理行业资金来源。截止到 2020 年 9 月 29 日, 环保工程及服务行业动态市盈率为 27.9X, 全部 A 股动态市盈率为 18.2X, 环保工程与服务行业相对全部 A 股溢价水平为 53%, 板块估值仍具吸引力。

图 28: 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) 年初至今板块表现低于沪深 300

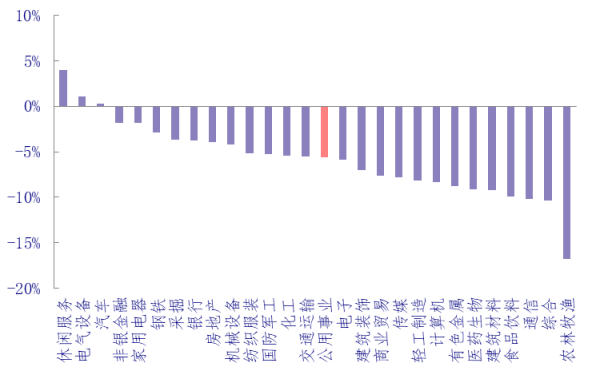
2020年初至9月29日,沪深300上涨12.09%,环保工程与服务行业指数上涨9.41%,目前环保工程及服务板块走势逊色于沪深300。在A股28个一级行业中,SW公用事业9月下跌5.6%,涨跌幅在28个行业中排第15位。在与环保相关的二级行业中,SW环保工程及服务II下跌9.1%;SW水务II下跌7.0%;SW环保设备下跌7.3%。政府牵头、以市场机制设立的绿色发展基金可以有效缓解环境治理中的市场失灵问题,在资金规模、资源调配方面具有天然优势,有望缓解环保行业企业当前的困境,行业景气度在政策支持下将进一步提升。

图 29:环保工程及服务相对沪深 300 表现 (年初至今)



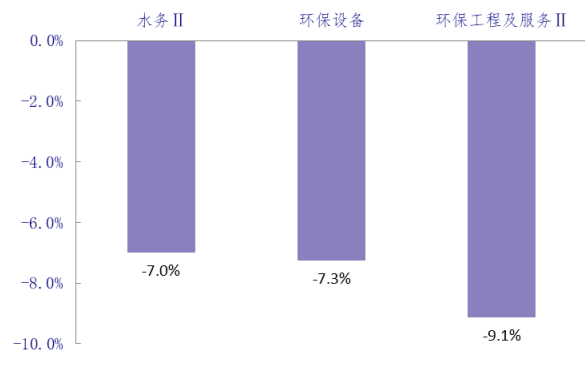
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 30:SW 一级行业 9 月涨跌幅排名



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 31:SW 环保相关指数 9 月涨跌幅



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

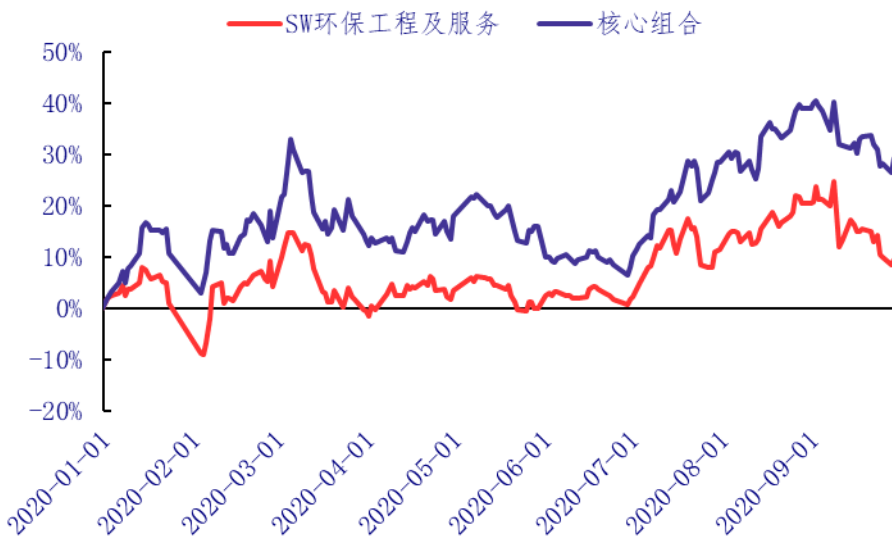
2020 年是“十三五”规划的收官之年，也是保障“十四五”顺利起航的奠基之年，是呈上启下的关键节点。而前两年一直困扰行业的融资问题也得到了解决，专项债的倾斜已经使生态环保方向获得的资金量显著提升；政府牵头、以市场机制设立的绿色发展基金可以有效缓解环境治理中的市场失灵问题；公募 REITs 环保项目也将落地并推广。多项举措有望改善环保行业企业当前的资金困境。在政策持续深化、财政支持力度加大、融资环境改善的背景下，环保部分细分赛道也将重回高增长的景气周期。对于环保行业维持“推荐”评级。

看好智能化环卫装备龙头盈峰环境（000967.SZ）；拥有丰富运营经验的固废处理企业瀚蓝环境（600323.SH）；膜法水处理龙头碧水源（300070.SZ）。建议关注环卫运营龙头玉禾田（300815.SZ）、侨银环保（002973.SZ）；危废处理与土壤修复领域领先者高能环境（603588.SH）；餐厨垃圾处理龙头维尔利（300190.SZ）；专注膜应用市场的金科环境（688466.SH）。

(二) 核心组合表现

2020 年初至 9 月 29 日，环保工程与服务行业指数上涨 9.41%，沪深 300 上涨 12.09%，核心组合上涨 29.08%，跑赢行业指数 19.67pct，跑赢沪深 300 指数 16.99pct。9 月单月 SW 环保工程及服务 II 板块下跌 9.12%，沪深 300 下跌 4.66%，核心组合下跌 7.02%，跑赢行业指数 2.10pct，跑输沪深 300 指数 2.36pct。

图 32: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 1: 月度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, 具有极强竞争力	-9.76	16.54	7.13
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。	-4.56	64.92	55.51
000885.SZ	盈峰环境	智能化新能源环卫装备龙头, 在手运营订单充足, 高端市场竞争力强	-12.15	-0.42	-9.83

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。

七、附录

(一) 本报告中环保行业所涉及的上市公司

表 2: 本报告所涉及的环保行业公司

细分领域	所含公司
大气治理	清新环境、中创环保、三聚环保、中环装备、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、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、玉禾田、侨银环保、三峰环境、圣元环保、复洁环保
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、华测检测、蓝盾光电、皖仪科技
节能	科融环境、隆华科技、迪森股份、中材节能、天壕环境
水务&水处理	世纪星源、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、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、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、金科环境、万德斯、三达膜、京源环保、德林海

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

插图目录

图 1:2020 年 1-8 月全国新增污染防治与绿色低碳项目数量及规模.....	1
图 2:2015-2020 年 7 月全国固定资产投资完成额累计增速同比变化.....	2
图 3:2018-2020 年 9 月全国新发行环保相关专项债情况.....	2
图 4:2016H1-2020H1 环保上市公司营业收入.....	3
图 5:2016H1-2020H1 环保上市公司净利润.....	3
图 6:2020H1 环保细分领域营收与净利润增速.....	3
图 7:2016H1-2020H1 环保上市公司毛利率与净利率.....	4
图 8:2020H1 环保细分领域毛利率与净利率.....	4
图 9:2016H1-2020H1 环保上市公司费用率.....	4
图 10:2020H1 环保细分领域企业费用率.....	4
图 11:2016H1-2020H1 环保上市公司资产负债率.....	5
图 12:2020H1 环保细分领域上市公司资产负债率.....	5
图 13:2016H1-2020H1 环保公司应收账款/总资产.....	5
图 14:2020H1 环保细分领域企业应收账款/总资产.....	5
图 15:2016H1-2020H1 环保公司现金流情况.....	5
图 16:2016H1-2020H1 环保公司收现比.....	6
图 17:2020H1 环保细分领域企业收现比.....	6
图 18:2001-2019 年全国水资源总量变化.....	7
图 19:2019 年我国供水水源情况.....	7
图 20:2019 年全国几大流域水质.....	7
图 21:2019 年全国重要湖泊（水库）水质.....	7
图 22:2019 年我国用水占比.....	8
图 23:2001-2018 城市污水处理情况.....	8
图 24:2001-2018 县城污水处理情况.....	8
图 25:2002-2018 我国城市与县城污水再生利用率.....	9
图 26:2012-2020.9 环保上市公司流通市值占比.....	11
图 27:2012-2020.9 环保上市公司个数与市值占比.....	11
图 28:环保工程及服务板块估值及溢价水平.....	12
图 29:环保工程及服务相对沪深 300 表现（年初至今）.....	13
图 30:SW 一级行业 9 月涨跌幅排名.....	14
图 31:SW 环保相关指数 9 月涨跌幅.....	14
图 32:年初至今核心组合表现.....	14

表格目录

表 1:月度核心组合表现及推荐理由.....	15
表 2:本报告所涉及的环保行业公司.....	15

分析师承诺及简介

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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

严明，环保行业分析师，材料科学与工程专业硕士，毕业于北京化工大学。于 2018 年加入中国银河证券研究院，从事环保行业研究。

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。

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）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（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。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。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