

环保工程及服务

稳健成长，现金流优异——环保行业 2020 年报及 2021Q1 总结

2020 年业绩稳健增长，运营板块亮眼。根据国盛环保组合，环保行业 2020 年营业收入 2899.6 亿元，增速为 8.8%，归母净利润 219.4 亿元，增速为-14.2%。因 5 家公司计提大额减值损失，拉低行业整体利润，剔除后环保行业 2020 年营业收入 2673.6 亿元，增速为 11.0%，归母净利润 275.3 亿元，增速为 10.8%。其中，运营类公司（固废、水务、供热等）在营收、归母净利上均维持了正增长，受益于在手项目的不断投产，以及部分公用产品的单价提升，业绩持续高增长，成长性不断兑现，且现金流较好。2021Q1 行业业绩同比增速 64.7%，两年复合增速 20.5%。

行业整体毛利率下行，净利率略有回升。2020 年环保板块整体毛利率为 27.8%，较去年同期下降 0.5pct。整体净利率为 10.9%，相较去年上升 0.1pct。2020 年环保行业整体期间费用率为 13.9%，较去年减少 0.6pct，因其中比重较大的管理费用率同比下降 0.3pct 至 6.0%，销售费用率同比减少 0.5pct 至 2.2%，财务费用率同比上升 0.1pct 至 3.3%，研发费用率同比上升 0.1pct 至 2.3%。

经营性现金流优异，资产负债率继续走高。2020 年环保行业经营性现金流净额为 453.7 亿元，2019 年同期为 447.0 亿元，行业优异的现金流表现主要是运营资产贡献，固废治理板块达 190.2 亿元占比最高，水务运营 159.4 亿元次之。筹资性现金流净额为 626.1 亿元，2019 年同期为 418.0 亿元。投资性现金流净额为-874.6 亿元，其中固废板块为-384.9 亿元。行业整体融资好转，于筹资资金数据上感知明显，投资性现金流支出额扩张。2020 年环保行业整体资产负债率为 58.1%，同比提升 0.9pct，虽持续增加，但增幅已有下降。我们预计，REITs 的推出有望打破环保行业高资产负债率瓶颈，优化商业模式，其中污水、垃圾焚烧、危废子板块望深度受益。

子板块差异明显，固废高增长，水务稳健。营收增速表现依次为：固废治理（+21.1%）、水务运营（+17.6%）、监测检测（-0.8%）、大气治理（-1.3%）、水处理（-6.7%）、节能环保（-12.8%）；归母净利润增速表现依次为：固废治理（+22.2%）、水务运营（+21.1%）、监测检测（11.8%）、大气治理（-25.4%）、水处理（-25.5%）、节能环保（-126.2%）。固废及水务板块受益于充沛的垃圾焚烧及环卫服务订单、污水处理产能的持续投放，运营规模扩张，业绩增长较快。

重点板块增速强劲，碳中和催化，环保配置价值凸显。环保行业成长性依旧强劲，且现金流大幅好转，增长质量逐步夯实，环保行业最困难的时候早已过去，运营资产配置价值凸显。过去几年环保板块表现低迷，估值、持仓等仍处于低位，重点公司未来两年有望保持 20%-30%增长，基本面优异，在碳中和、REITs 催化下行业估值有望拔高，板块价值望重新发现，可重点关注高能环境（重点发力危废资源化，经营优异）；瀚蓝环境（增长稳健、管理优异，估值优势）；洪城水业（估值与业绩成长性价比较高，分红率高）。

风险提示：环保政策及督查力度不及预期、融资信用及客户支付能力风险、细分领域市场竞争加剧。

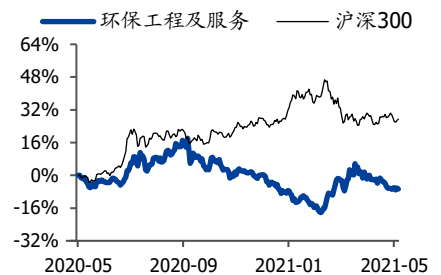
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600461	洪城水业	买入	0.70	0.86	0.99	1.14	10.81	8.80	7.65	6.64
603588	高能环境	买入	0.68	0.81	1.05	1.37	27.06	22.61	17.60	13.43
600323	瀚蓝环境	买入	1.36	1.70	2.05	2.24	16.88	13.48	11.20	10.25

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 杨心成

执业证书编号：S0680518020001

邮箱：yangxincheng@gsczq.com

相关研究

- 《环保工程及服务：督察趋严促需求释放，碳中和和强力推进》2021-05-09
- 《环保工程及服务：REITs、碳中和持续发酵，环保值得期待》2021-05-02
- 《环保工程及服务：REITs 持续推进，CCER 值得期待》2021-04-25



内容目录

一、综述：业绩稳健成长，固废板块引领增长	4
二、子行业分析：固废、水务板块引领增长，现金流优异	9
2.1 固废处理行业：固废运营类业绩表现亮眼	9
2.2 水务行业：优质运营类资产，业绩增速亮眼	11
2.3 监测检测：需求平稳，业绩扭正	13
2.4 水处理行业：业绩继续下滑，现金流好转	15
2.5 大气治理：疫情影响下业绩整体下降	17
2.6 节能行业：业绩下降趋势好转	18
三、投资建议	20
3.1 新固废法实施，固废行业迎发展黄金期	20
3.2 环保 REITs 推出，深耕运营、改善报表	20
3.3 “碳中和”所到处，环保风起时	21
风险提示	22

图表目录

图表 1: 环保行业 90 家样本企业	4
图表 2: 环保行业 2015-2020 营业收入 (亿元) 及增速 (%)	5
图表 3: 环保行业 2015-2020 归母净利润 (亿元) 及增速 (%)	5
图表 4: 2016Q1-2021Q1 环保行业营业收入 (亿元) 及增速 (%)	5
图表 5: 2016Q1-2021Q1 环保行业归母净利润 (亿元) 及增速 (%)	5
图表 6: 环保行业历年单季度归母净利润及环比增速 (亿元、%)	6
图表 7: 环保行业历年子板块营业收入增速 (%)	6
图表 8: 环保行业历年子板块归母净利润增速 (%)	6
图表 9: 历年期间费用率 (%)	7
图表 10: 各项费用率历年变化 (%)	7
图表 11: 环保行业近年现金流状况 (亿元)	8
图表 12: 细分子行业经营性现金流净额状况 (亿元)	8
图表 13: 细分子行业筹资性现金流净额状况 (亿元)	8
图表 14: 细分子行业投资性现金流净额状况 (亿元)	8
图表 15: 行业资产负债率逐年走高 (%)	9
图表 16: 细分子行业资产负债率 (%)	9
图表 17: 环保行业历年应收账款周转率 (%)	9
图表 18: 细分子行业应收账款周转率 (%)	9
图表 19: 固废板块历年来营业收入 (亿元)、归母净利润 (亿元) 及相应增速 (%)	10
图表 20: 固废板块 2020 年收入利润增速 (%)	10
图表 21: 固废行业资产负债率 (左轴, %)、毛利率 (左轴, %)、经营性现金流 (右轴, 亿元) 情况	11
图表 22: 固废处理板块公司 2020 年毛利率及净利率 (%)	11
图表 23: 水务板块历年来营业收入 (亿元)、归母净利润 (亿元) 及相应增速 (%)	12
图表 24: 水务公司 2020 收入、利润增速 (%)	12
图表 25: 水务行业资产负债率 (左轴, %)、毛利率 (左轴, %)、投资性现金流 (右轴, 亿元) 情况	13
图表 26: 水务板块公司 2020 年毛利率及净利率 (%)	13
图表 27: 监测板块历年来营业收入 (亿元)、归母净利润 (亿元) 及相应增速 (%)	14
图表 28: 监测检测公司 2020 年收入利润增速 (%)	14
图表 29: 监测行业资产负债率 (左轴, %)、毛利率 (左轴, %)、经营性现金流 (右轴, 亿元) 情况	14

图表 30: 监测板块 2020 年毛利率、净利率 (%)	15
图表 31: 水处理板块历年来营业收入 (亿元)、归母净利润 (亿元) 及相应增速 (%)	15
图表 32: 水处理公司 2020 年收入利润增速 (%)	16
图表 33: 水处理行业资产负债率 (左轴, %)、毛利率 (左轴, %)、经营性现金流 (右轴, 亿元) 情况.....	16
图表 34: 水处理板块公司 2020 毛利率及净利率 (%)	16
图表 35: 大气板块历年来营业收入 (亿元)、归母净利润 (亿元) 及相应增速 (%)	17
图表 36: 大气治理公司 2020 年收入及利润增速 (%)	17
图表 37: 大气行业资产负债率 (左轴, %)、毛利率 (左轴, %)、经营性现金流 (右轴, 亿元) 情况.....	18
图表 38: 大气治理板块公司 2020 年毛利率及净利率 (%)	18
图表 39: 节能板块历年来营业收入 (亿元)、归母净利润 (亿元) 及相应增速 (%)	19
图表 40: 节能板块 2020 年收入利润增速 (%)	19
图表 41: 节能行业资产负债率 (左轴, %)、毛利率 (左轴, %)、经营性现金流 (右轴, 亿元) 情况	19
图表 42: 节能板块公司 2020 年毛利率及净利率 (%)	20

一、综述：业绩稳健成长，固废板块引领增长

截止 2021 年 5 月 8 日，环保行业上市公司全部公布 2020 年年报，我们选取 90 家环保公司作为我们的样本进行研究，根据主营业务将环保行业分为水务、水处理、固废处理、大气治理、监测和节能 6 个细分子行业。

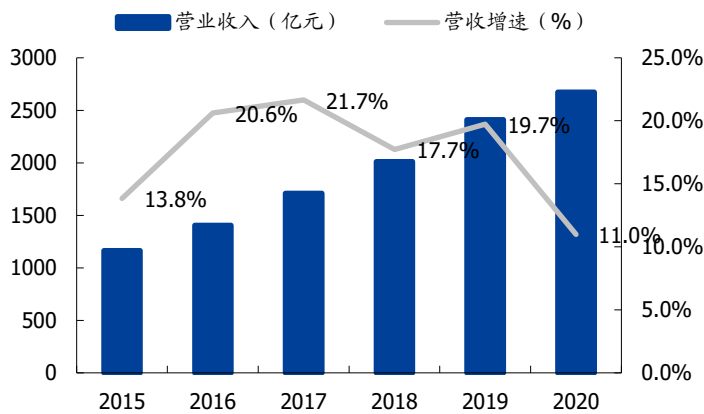
图表 1: 环保行业 90 家样本企业

大气治理	监测检测	节能环保	水务运营	水处理	固废处理
龙净环保	聚光科技	双良节能	重庆水务	碧水源	启迪环境
远达环保	雪迪龙	华西能源	首创股份	中金环境	龙马环卫
菲达环保	汉威科技	中材节能	兴蓉环境	国祯环保	瀚蓝环境
清新环境	先河环保	龙源技术	创业环保	万邦达	中国天楹
三维丝	宝馨科技	天壕节能	洪城水业	国中水务	伟明环保
雪浪环境	理工环科	三聚环保	武汉控股	兴源环境	维尔利
奥福环保	安车检测	科融环境	中山公用	中电环保	富春环保
		深圳新星	钱江水利	巴安水务	长青集团
		易世达	渤海股份	环能科技	迪森股份
			江南水务	华控赛格	东江环保
			绿城水务	博世科	高能环境
			中原环保	南方汇通	永清环保
			海峡环保	津膜科技	中再资环
				清水源	格林美
				泰和科技	旺能环境
				博天环境	绿色动力
				中持股份	联美控股
				上海洗霸	盈峰环境
				三达膜	上海环境
				久吾高科	玉禾田
				德林海	侨银环保
				鹏鹞环保	润邦股份
				金达莱	复洁环保
				金科环境	浙富控股
					万德斯
					惠城环保
					圣元环保
					卓越新能
					三峰环境
					建工修复

资料来源: wind, 国盛证券研究所

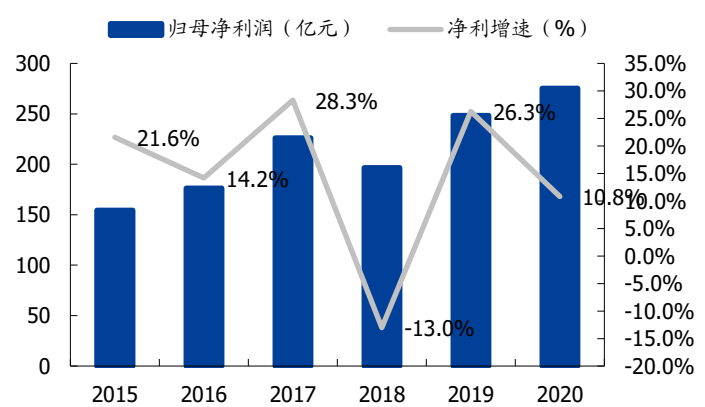
剔除大额减值影响，2020年行业业绩增长10.8%，稳健增长趋势确认。根据国盛环保组合（90家公司），环保行业2020年营业收入2899.6亿元，增速为8.8%，归母净利润219.4亿元，增速为-14.2%。2020年归母净利润同比增速为负的主要原因在于部分公司今年计提大额减值准备，包括中金环境（23.2亿）、启迪环境（13.5亿）、三聚环保（13.4亿）、雪浪环境（5.5亿）、清水源（4.7亿）等，导致行业整体归母净利润降低。剔除上述5家公司后，环保行业2020年营业收入2673.6亿元，增速为11.0%，归母净利润275.3亿元，增速为10.8%。（为避免计提损失过大的特例对行业整体产生的影响，下述2020年度环保板块行业情况均采用剔除5家公司后的数据进行说明。）2020年下半年疫情影响消退，全面复工复产，需求恢复，融资环境改善的利好持续等趋势，且由于固废处理、水务运营这两个细分子版块稳定且确定的业绩增长，行业延续了较好的成长性。

图表2: 环保行业2015-2020营业收入(亿元)及增速(%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

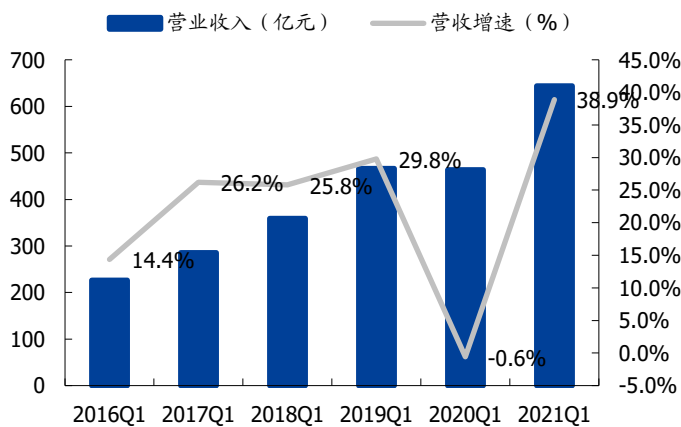
图表3: 环保行业2015-2020归母净利润(亿元)及增速(%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

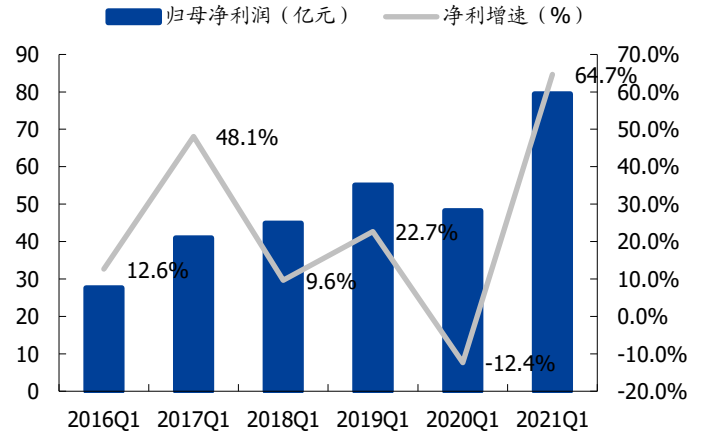
2021Q1业绩同比增速64.7%，两年复合增速20.5%。2021Q1环保行业营业收入同比增速为38.9%，归母净利润同比增速64.7%。考虑到20Q1低基数导致的一季度高增速在时间序列上可比性较弱，我们通过计算2019-2021年的复合增速来剔除21Q1低基数效应，得到2021Q1环保行业两年复合增速20.5%。

图表4: 2016Q1-2021Q1环保行业营业收入(亿元)及增速(%)



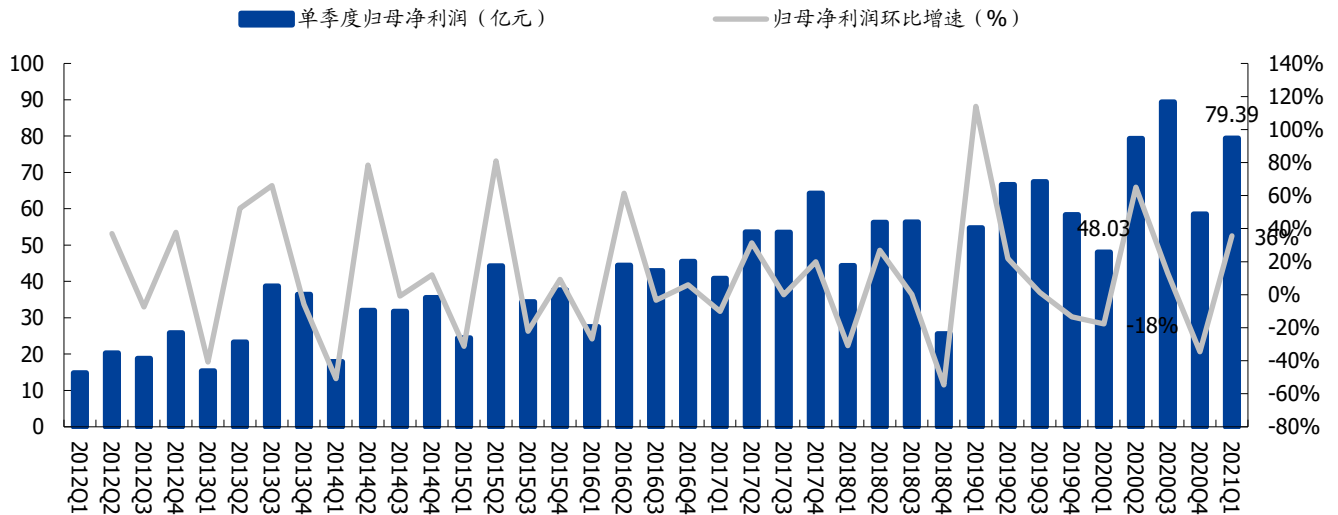
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表5: 2016Q1-2021Q1环保行业归母净利润(亿元)及增速(%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 6: 环保行业历年单季度归母净利润及环比增速 (亿元、%)

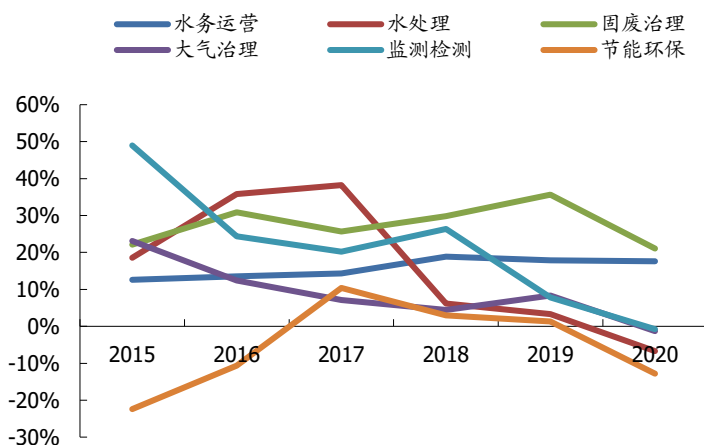


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

运营类资产保持正增长。运营类公司(固废、水务、供热等)在营收、归母净利润上均维持了正增长。受益于在手项目的不断投产,以及部分公用产品的单价提升,业绩持续高速增长,成长性不断兑现,且现金流较好,而其他板块业绩均有所下降。

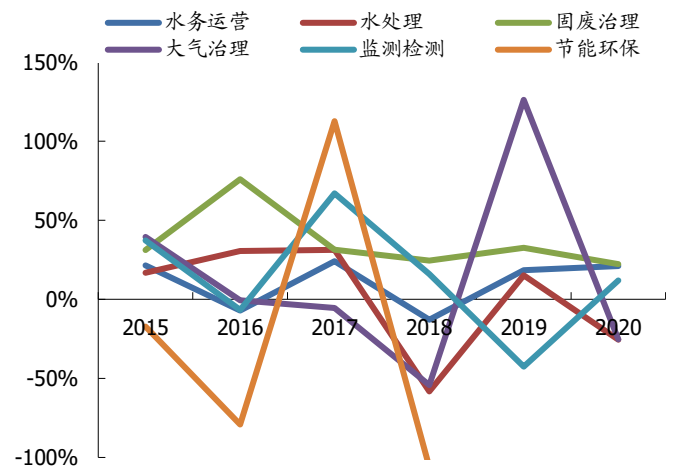
子板块差异明显,固废高增长,水务稳健。营收增速表现依次为:固废治理(+21.1%)、水务运营(+17.6%)、监测检测(-0.8%)、大气治理(-1.3%)、水处理(-6.7%)、节能环保(-12.8%);归母净利润增速表现依次为:固废治理(+22.2%)、水务运营(+21.1%)、监测检测(11.8%)、大气治理(-25.4%)、水处理(-25.5%)、节能环保(-126.2%)。固废及水务板块受益于充沛的垃圾焚烧及环卫服务订单、污水处理在手产能的持续投放,运营规模扩张,抵消了部分产能利用率短期下降的负面影响;监测板块因前期基数较低实现扭正;水处理板块公司较多家计提大额减值而出现大幅业绩下滑;大气及节能板块公司因行业景气及公司经营问题而表现不佳。

图表 7: 环保行业历年子板块营业收入增速 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 8: 环保行业历年子板块归母净利润增速 (%)

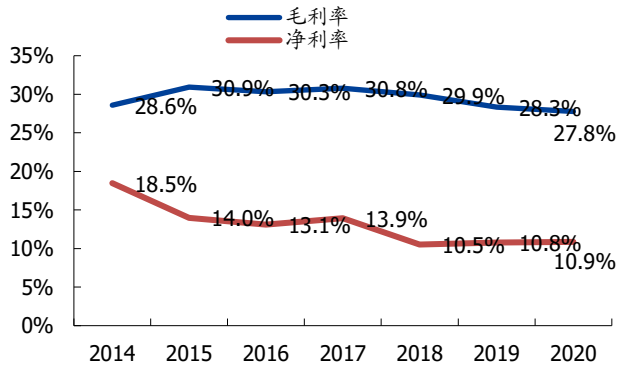


资料来源: wind, 国盛证券研究所

2020 行业整体毛利率略有下降, 水务运营、固废板块实现正增长:2020 年环保板块整体毛利率为 27.8%,较去年同期下降 0.5pct。整体净利率为 10.9%,相较于去年上升 0.1pct。分子板块来看, 监测检测 10.1% (+1.0%pct), 水务运营净利率 16.9% (+0.3pct)、

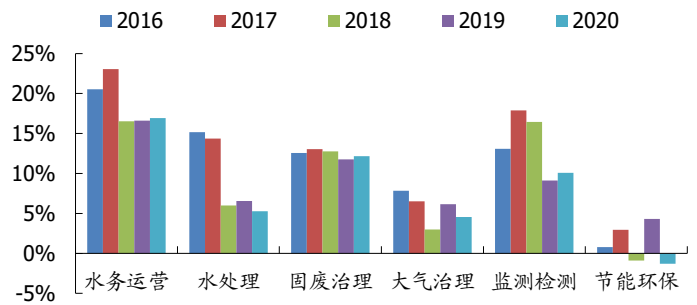
固废治理 12.1% (+0.4pct)，实现了小幅增长，水处理 5.3% (-1.3pct)，大气治理 4.5% (-1.6pct)，节能环保-1.3% (-5.6pct)，其他板块净利率继续下行。

图表 6: 环保历年毛利率 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

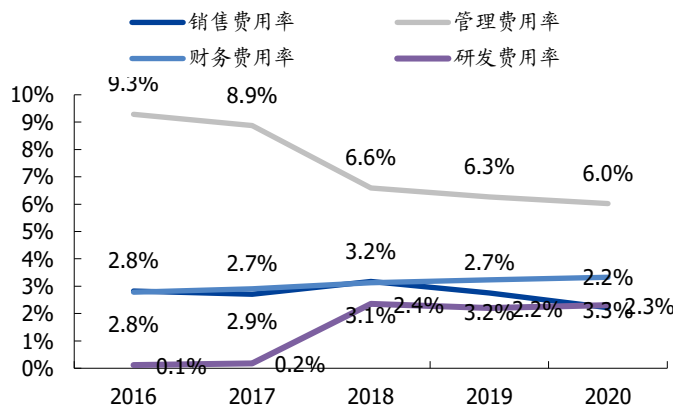
图表 7: 各细分子行业净利率情况 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

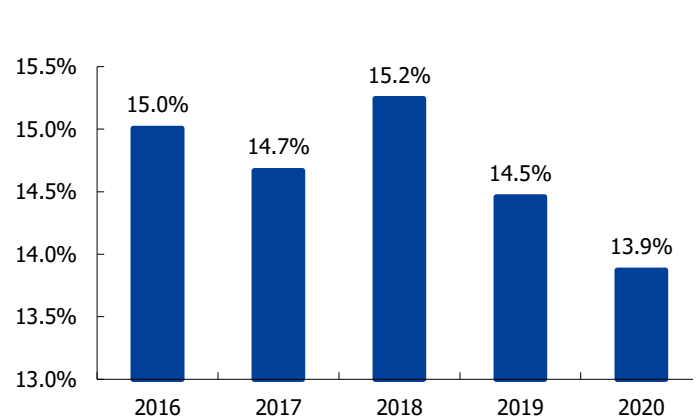
2020 期间费用率进一步降低: 2020 年环保行业整体期间费用率为 13.9%，较去年减少 0.6pct，因其中比重较大的管理费用率同比下降 0.3pct 至 6.0%，销售费用率同比减少 0.5pct 至 2.2%，财务费用率同比上升 0.1pct 至 3.3%，研发费用率同比上升 0.1pct 至 2.3%。

图表 9: 历年期间费用率 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

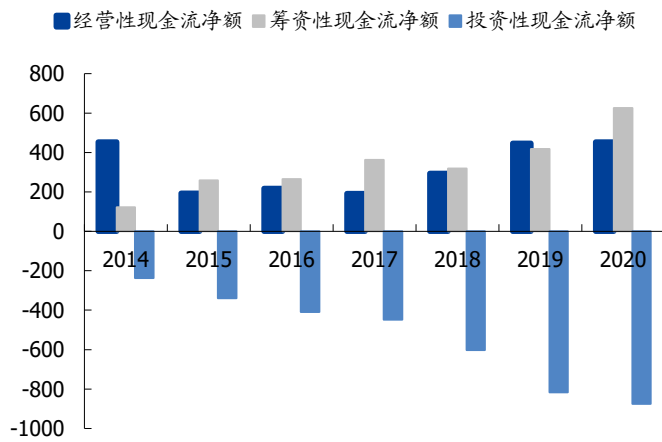
图表 10: 各项费用率历年变化 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

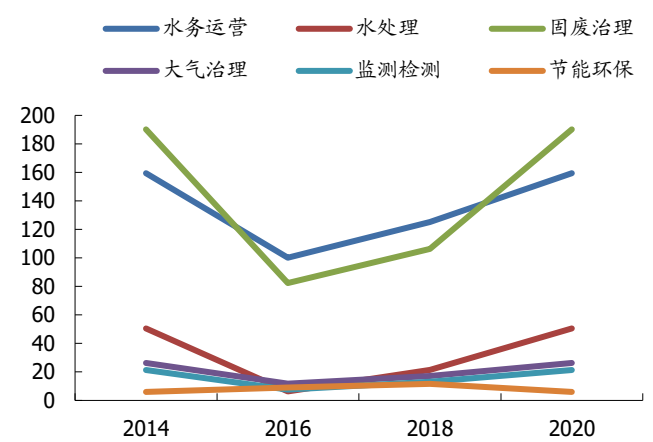
2020 年行业经营性现金流显著改善，筹资性现金流大幅上升: 2020 环保行业经营性现金流净额为 453.7 亿元，2019 年同期为 447.0 亿元，其中固废治理板块达 190.2 亿元占比最高，水务运营板块 159.4 亿元，较 2019 年同期大幅上升 9.8%，上升幅度最大，体现水务治理板块新产能投放以及经营能力的增强。筹资性现金流净额为 626.1 亿元，2019 年同期为 418.0 亿元。投资性现金流净额为 -874.6 亿元，其中固废板块为 -384.9 亿元。行业整体融资好转，于筹资现金数据上感知明显，投资性现金流支出额扩张。

图表 11: 环保行业近年现金流状况 (亿元)



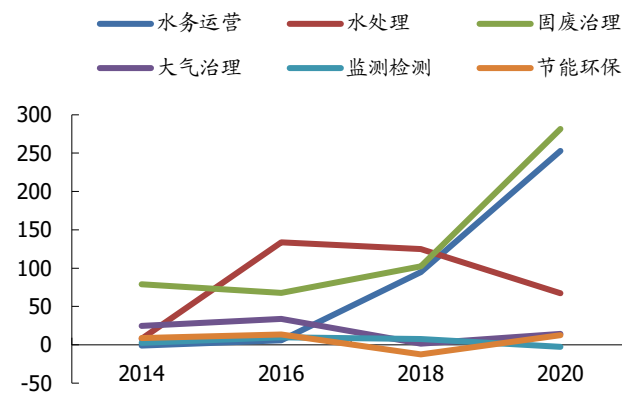
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 12: 细分子行业经营性现金流净额状况 (亿元)



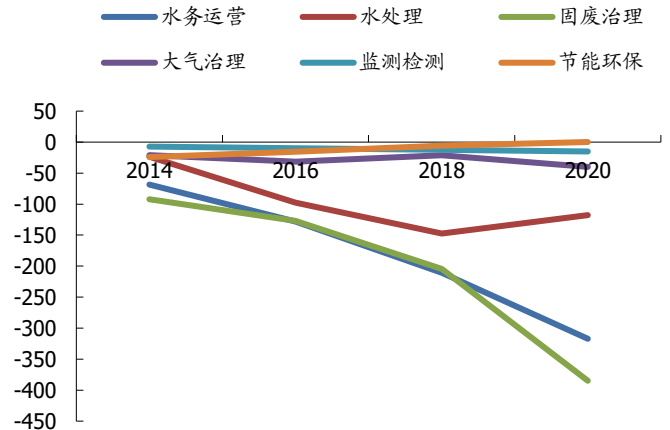
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 13: 细分子行业筹资性现金流净额状况 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

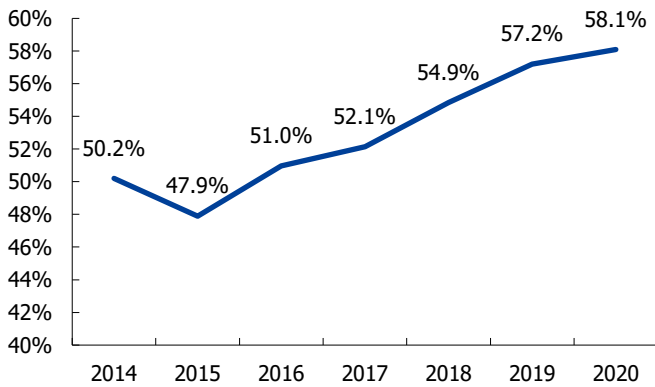
图表 14: 细分子行业投资性现金流净额状况 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

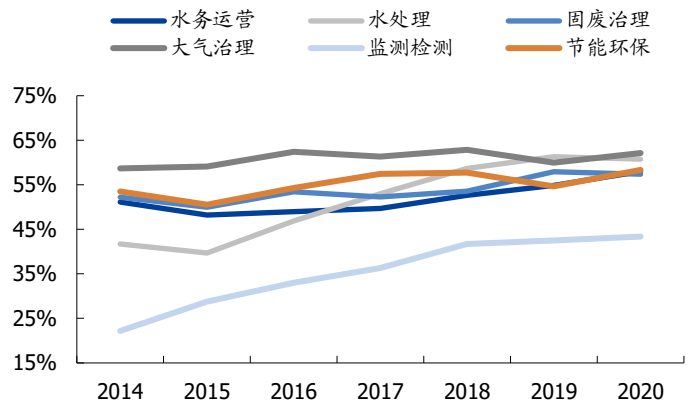
资产负债率继续走高: 2020 环保行业整体资产负债率为 58.1%，同比提升 0.9pct，虽持续增加，但增幅已有下降。其中水务运营与去年同期相比提升 3.1pct 至 58.0%，节能环保比去年同期上升 3.7pct 至 58.3%，而固废板块与去年同期相比降低 0.6pct 至 57.4%，水务板块资产负债率提升较多，或由于企业规模扩张过程中，新建项目带来了较大的资金压力。监测检测板块资产负债率持续走高，同期从 2014 年的 22.2% 增长至 2020 的 43.4%，或由于该板块营收的持续下行。我们预计，REITs 的推出有望促进环保行业股权融资改善，打破环保行业高资产负债率瓶颈，优化商业模式，其中污水、垃圾焚烧、危废子板块望深度受益。

图表 15: 行业资产负债率逐年走高 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

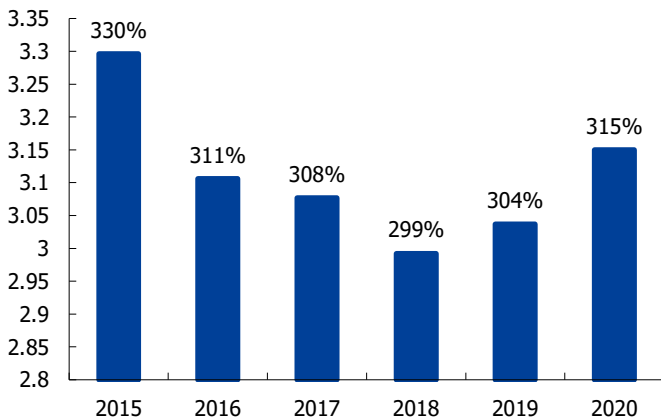
图表 16: 细分子行业资产负债率 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

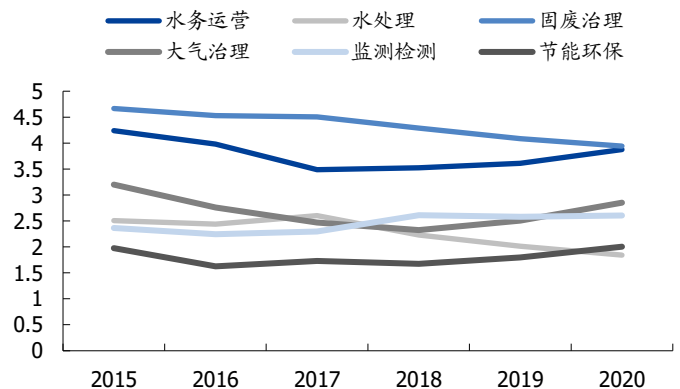
应收账款周转率上升显著: 2020 年环保行业应收账款周转率为 315%，较去年同期上升 11.0pct，或因环保公司加强应收账款管理有关。分行业看，固废治理行业较去年同期下降 14pct 至 394%，水处理行业应收账款周转率下降 17pct 至 184%，而监测检测行业较去年同期上升 2pct 至 260%，节能环保行业较去年同期上升 21pct 至 200%。

图表 17: 环保行业历年应收账款周转率 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 18: 细分子行业应收账款周转率 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

二、子行业分析：固废、水务板块引领增长，现金流优异

2.1 固废处理行业：固废运营类业绩表现亮眼

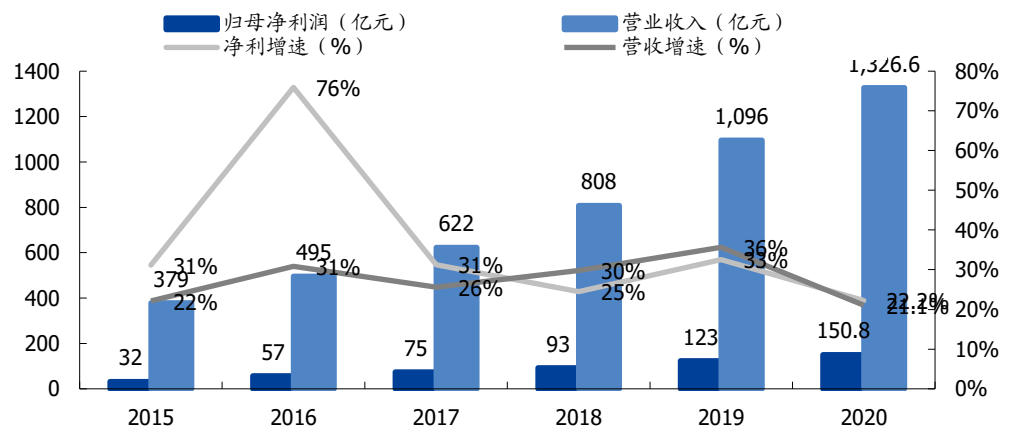
环卫服务类业绩表现亮眼：需求确定、增长稳健。 2020 年固废板块收入 1326.6 亿元，同比增长 21.1%，归母净利润 150.8 亿元，同比增长 22.2%。其中环卫服务板块业绩高速增长，短期来看，受疫情期间享受社保减免及增值税优惠带来额外收益；长期来看，环卫行业市场化改革推动行业发展，属于高景气赛道，龙头企业拿单实力突显，能够进一步享受市场化红利。

具体公司看，瀚蓝环境 2020 年实现归母净利润 10.6 亿元，同比增长 15.9%，受益于多

个固废处理项目投产、新增瀚蓝城服并表、污水处理提价、享受应对疫情的有关税收优惠等,公司业绩持续增长。高能环境 2020 年实现归母净利润 5.5 亿元,同比增长 33.5%,浙富控股归母净利润 13.6 亿元,同比增长 189.6%,高能环境及浙富控股所处危废行业产能缺口极大,在环保督查趋严的背景下,行业望迎来高景气,公司近两年危废产能集中投产,带动业绩增长。侨银环保和玉禾田作为环卫行业龙头,2020 年拿单成绩优异,同时依靠智能环卫系统做管理迭代,盈利能力实现高增长。

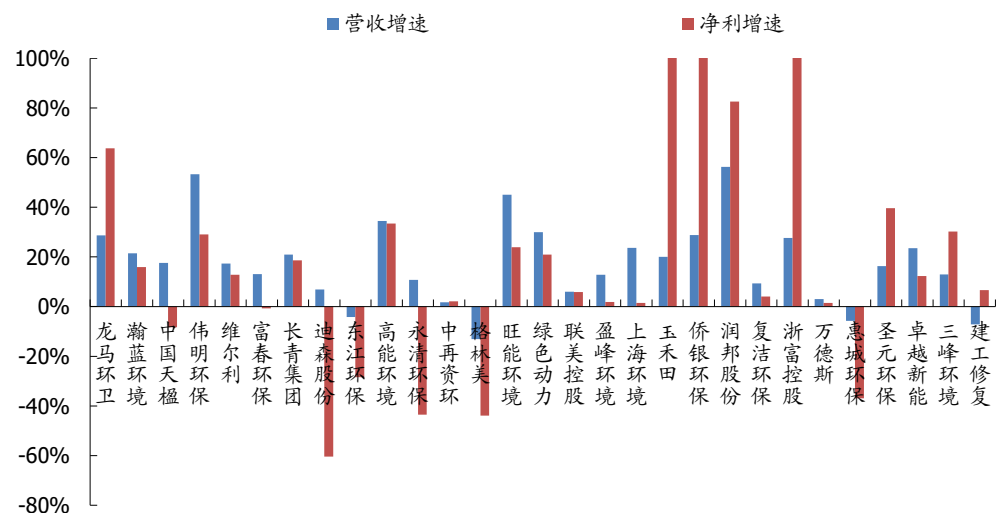
固废板块高景气,看好细分领域龙头。总体来看,固废行业维持高景气,瀚蓝环境、伟明环保等垃圾焚烧公司受益于垃圾焚烧项目密集投产,扩张步伐进一步加快。盈峰环境、龙马环卫、侨银环保、玉禾田等为环卫行业龙头业绩亮眼,全年业绩实现高增长。浙富控股、高能环境等涉及危废处理业务的优质公司,在环保督察趋严、行业需求逐步显性化的背景下,在 2020 业绩延续了高增长的态势。

图表 19: 固废板块历年来营业收入(亿元)、归母净利润(亿元)及相应增速(%)



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 20: 固废板块 2020 年收入利润增速 (%)

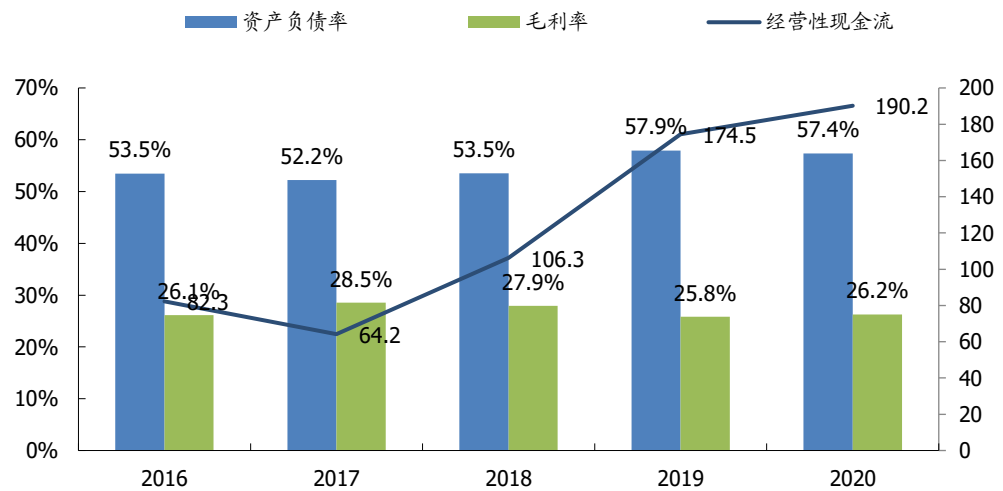


资料来源: wind、国盛证券研究所

毛利率小幅上升,经营性现金流继续大幅增长:2020 年固废板块毛利率为 26.2%,较去年同期上升 0.4pct。板块资产负债率同比下降 0.6pct 至 57.4%,经营性现金流总额大幅增长至 190.2 亿元,去年同期为 174.5 亿元。固废板块多为垃圾焚烧与环卫服务这类运

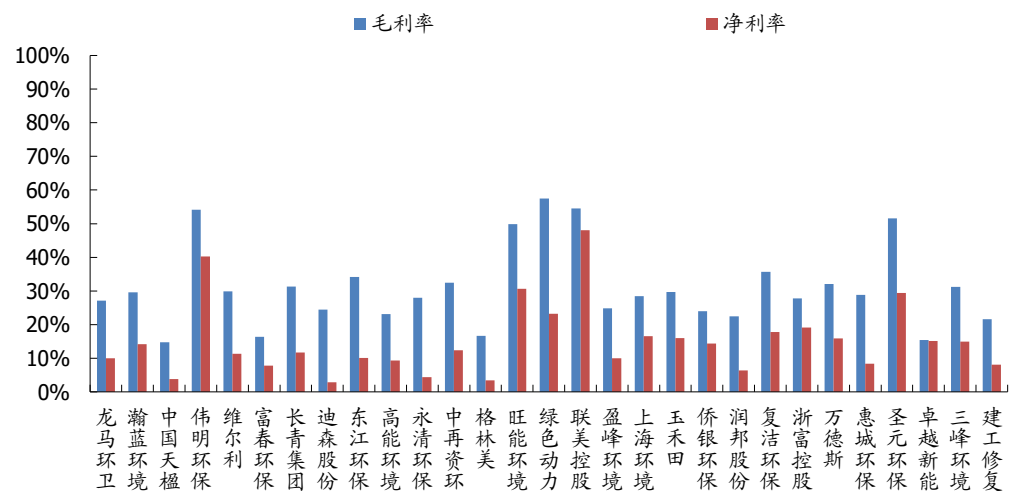
营业务，具有强大的现金造血功能，现金流充沛，产能投运带动经营性现金流增长。

图表 21: 固废行业资产负债率(左轴, %)、毛利率(左轴, %)、经营性现金流(右轴, 亿元)情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 22: 固废处理板块公司 2020 年毛利率及净利率 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

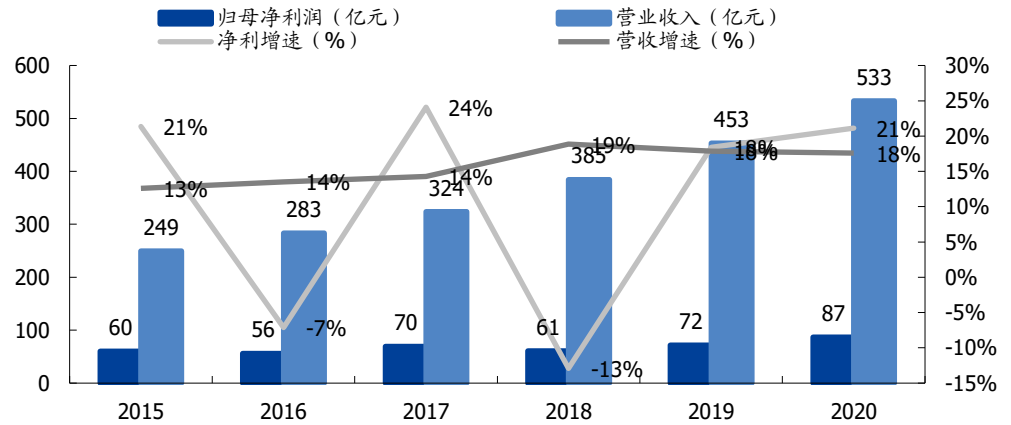
2.2 水务行业: 优质运营类资产, 业绩增速亮眼

2020 收入、利润增幅进一步增大。2020 水务板块营业收入 533 亿元, 同比增速 18%, 归母净利润 87 亿元, 同比增速 21%。尽管一季度疫情带来水处理量下降, 全年看水务板块营业收入、归母净利润均实现正增长, 显示较稳健的成长性。

具体公司看, 洪城水业 2020 年实现归母净利润 6.6 亿元, 同比增长 35.8%, 业绩高成长, 主要是因为污水板块快速增长, 受益于污水工程提标扩容改造、以及提标后的污水处理单价提升, 在污水提标扩容&气化率提升的背景下, 公司内生业务成长空间较大。首

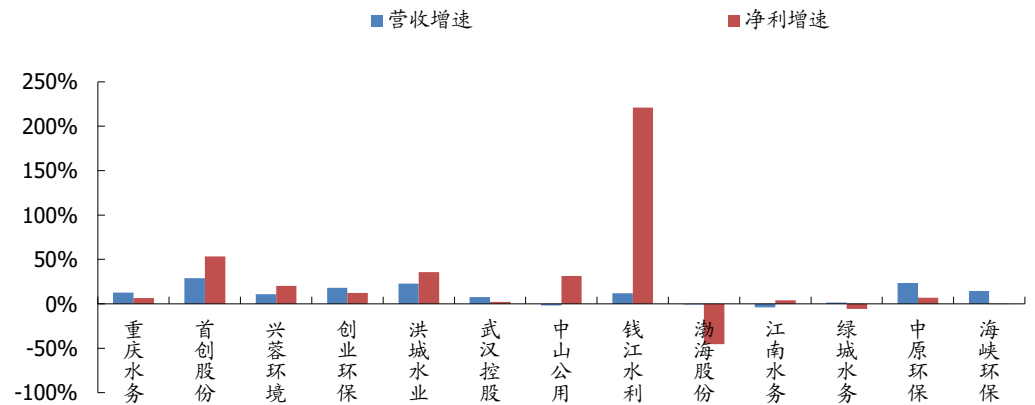
创股份业绩增长，公司部分在建环保项目陆续投入运营，污水处理量、自来水销售量同比增长；同时部分存量项目水价调整，污水处理等收入相应增加，同时公司新增焚烧、清运等固废项目投运，固废领域有望成为另一重要业绩增长极。钱江水利净利同比增长221%，主要因参股公司天堂硅谷投资损失较上年同期减少。

图表 23: 水务板块历年来营业收入(亿元)、归母净利润(亿元)及相应增速(%)



资料来源: wind、国盛证券研究所

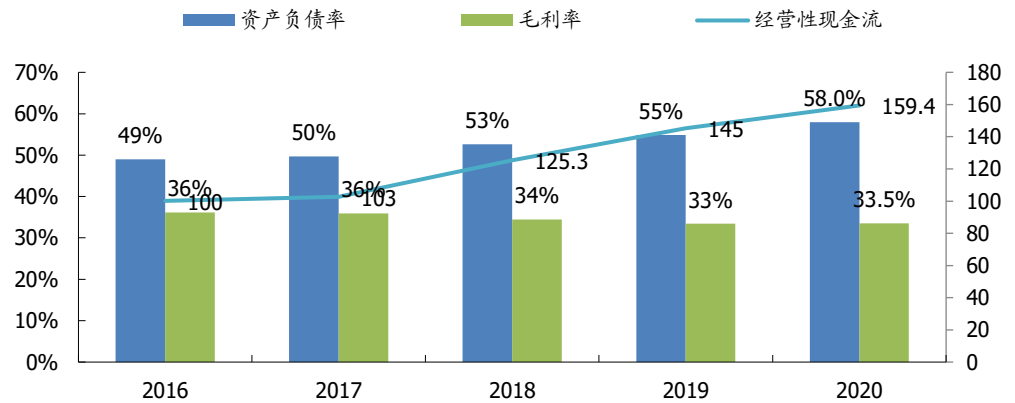
图表 24: 水务公司 2020 收入、利润增速 (%)



资料来源: wind、国盛证券研究所

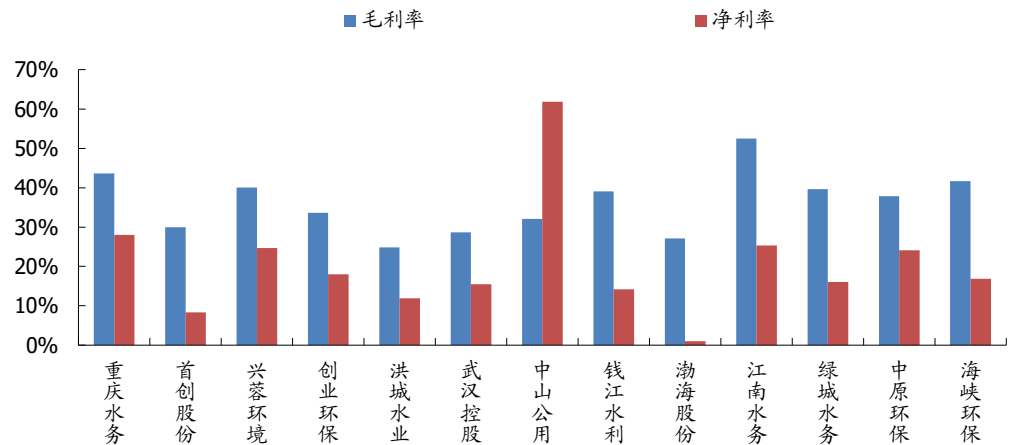
2020 年毛利率略降，资产负债率增加，经营性现金流略增：2020 年水务板块的毛利率较去年下降 0.9pct 至 33.5%，资产负债率上升 5.3pct 至 58.0%，经营性现金流总额 159.4 亿元，较去年增加 34.16 亿，主要由于本期收到的污水处理费高于前期。

图表 25: 水务行业资产负债率(左轴, %)、毛利率(左轴, %)、经营性现金流(右轴, 亿元)情况



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 26: 水务板块公司 2020 年毛利率及净利率 (%)



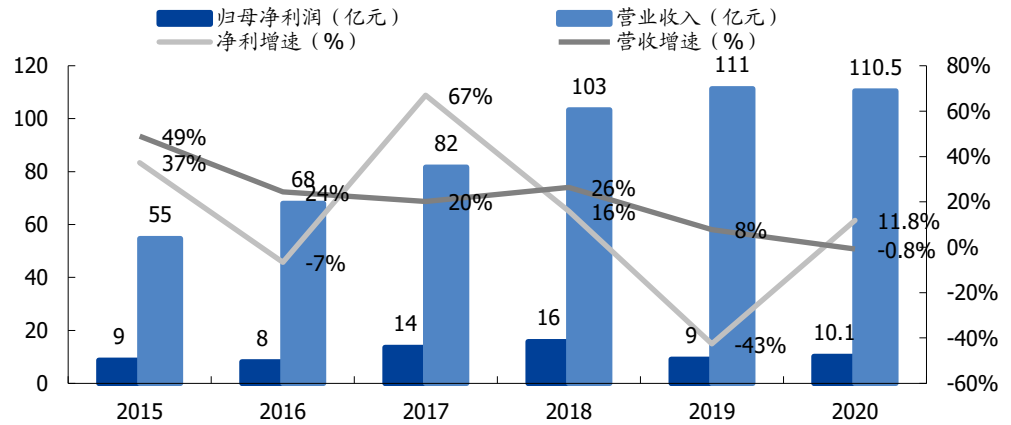
资料来源: wind、国盛证券研究所

2.3 监测检测: 需求平稳, 业绩扭正

需求平稳, 业绩扭正: 2020 年监测检测行业收入增速为-0.8%, 归母净利润增速为 11.8%, 业绩与净利润增速不符, 主要是聚光科技 2020 营收同比上升 5%, 归母净利润上升 1129%, 公司 2019 年受政府采购力及传统的监测设备增速下滑影响, 业绩基数较低, 2020 年恢复正常。

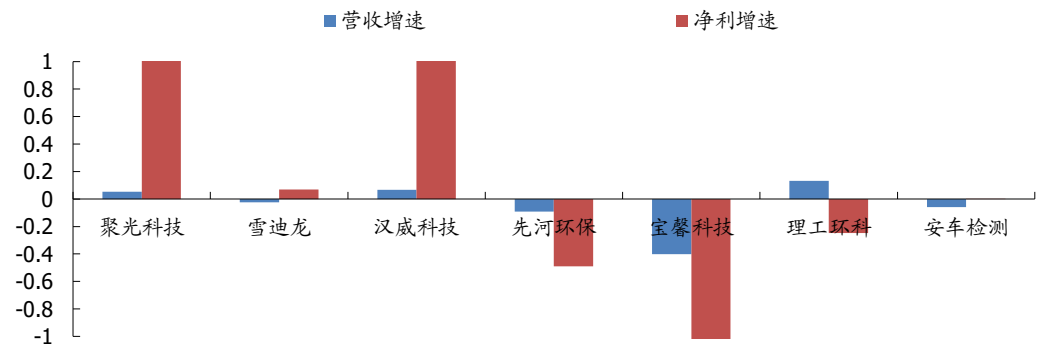
具体公司如, 安车检测受益于检测站新建需求、环检线更新、三检合一需求等都将提高检测系统的行业景气度, 安车作为设备龙头, 受益明显。此外, 公司还积极布局下游空间更大的检测站运维业务, 整合值得期待。汉威科技 2020 归母净利润增速超出业绩预告上限, 实现高速增长, 主要得益于物联网平台解决方案在各业务领域加快项目落地, 取得了较好的利润增长。

图表 27: 监测板块历年来营业收入(亿元)、归母净利润(亿元)及相应增速(%)



资料来源: wind、国盛证券研究所

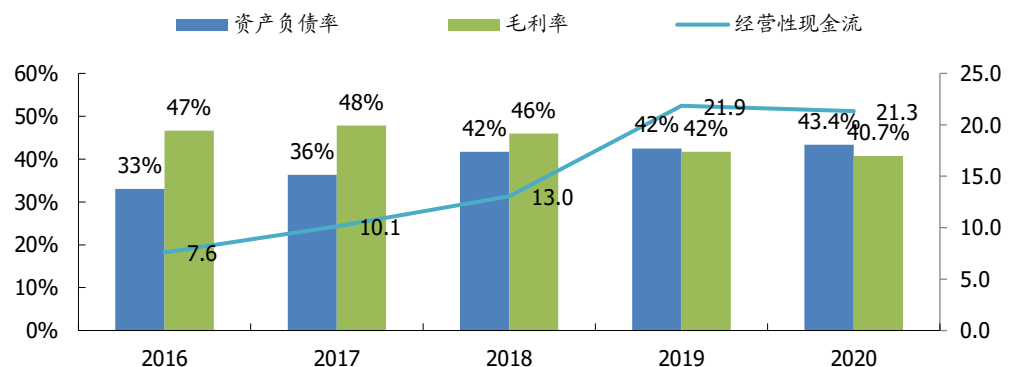
图表 28: 监测检测公司 2020 年收入利润增速 (%)



资料来源: wind、国盛证券研究所

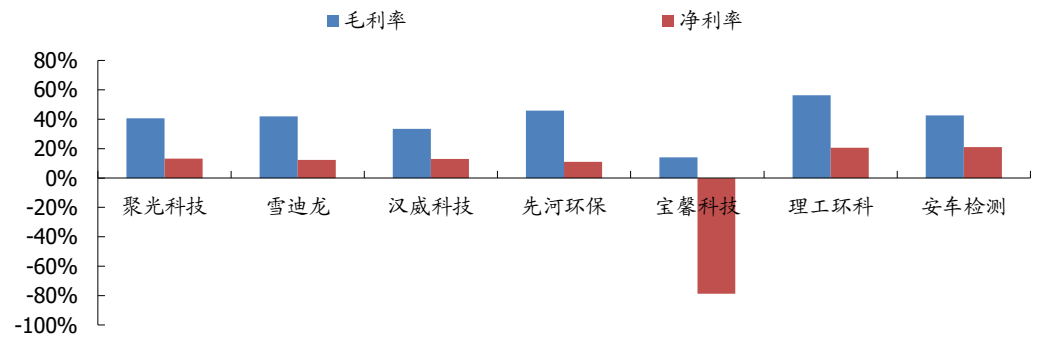
毛利率、净利率下滑，资产负债率上升，现金流回正：监测板块 2020 毛利率为 40.7%，较去年同期下降 5.2pct，净利率 10.1%，较去年同期上升 1.0pct。资产负债率相较于去年同期上升 1.7pct 至 43.4%，经营性现金流总额为 21.3 亿元，去年同期为 21.9 亿元，现金流回流回正，显示订单回款质量提升。

图表 29: 监测行业资产负债率(左轴, %)、毛利率(左轴, %)、经营性现金流(右轴, 亿元)情况



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 30: 监测板块 2020 年毛利率、净利率 (%)



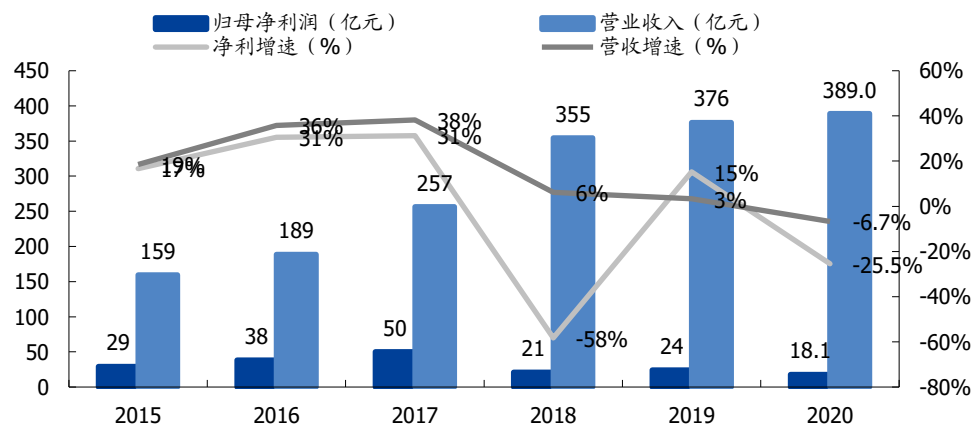
资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.4 水处理行业: 业绩继续下滑, 现金流好转

工程类业务收入、利润继续下滑: 2020 年水处理板块实现收入、归母净利润分别为 389.0 亿元、18.1 亿元, 同比增速分别为 -6.7%、-25.5%。水处理板块对资金需求较大, 受去杠杆影响余波仍在, 疫情又对工程项目的开工影响较大, 工程进度放缓, 财务成本上升, 另外与应收账款及其他应收款计提坏账有关。

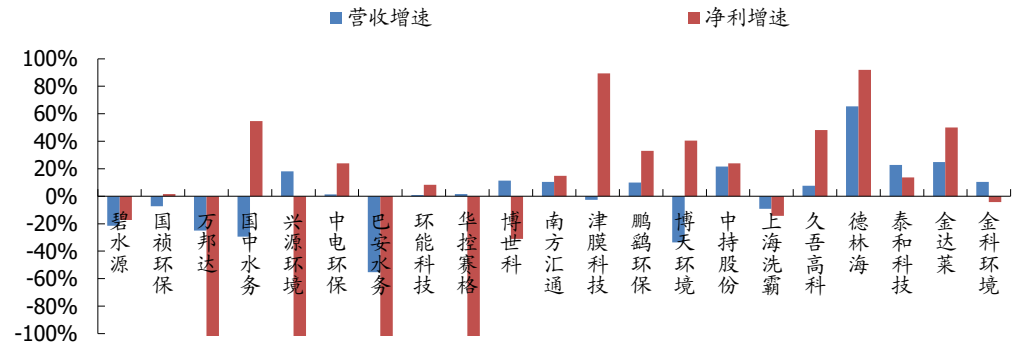
具体公司看, 碧水源营业收入和归母净利润等均出现下滑, 受疫情影响, 部分工程项目施工进度滞后, 导致公司收入较去年同期有所下滑。此外, 受子公司与联营企业利润下降及处置部分资产、股权影响, 进一步影响合表净利润。但公司向轻资产的商业模式转型已有成效, 且公司作为以膜为核心科技的水处理龙头, 随着公司存量 PPP 项目清理完善、中交集团入主、外部融资改善、战略及时调整, 我们预计公司业绩将逐步反弹, 恢复高质量的增长。鹏鹞环保营业收入和归母净利润均实现正增长, 业绩增长表现亮眼, 主要系公司污水处理项目的投运、水价的调整、污泥处理项目处置量的增加以及收回部分应收账款, 此外, 公司固废业务蓄势待发, 长春项目显著增厚公司利润, 后续开拓值得期待。

图表 31: 水处理板块历年来营业收入 (亿元)、归母净利润 (亿元) 及相应增速 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

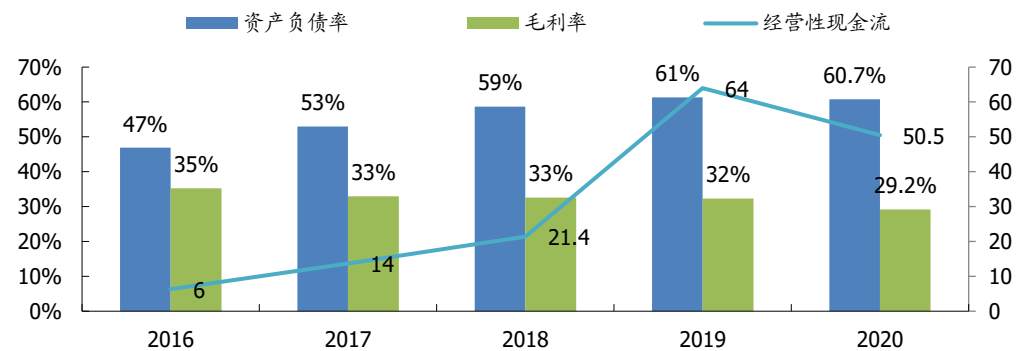
图表 32: 水处理公司 2020 年收入利润增速 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

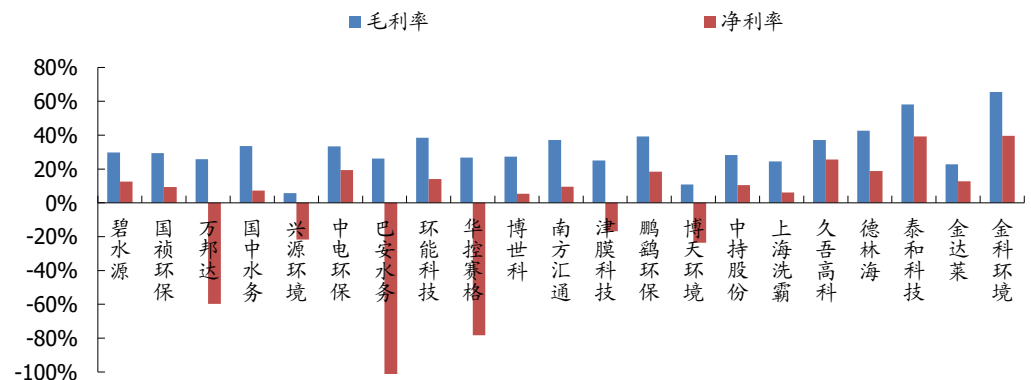
毛利率及净利率下滑，资产负债率持续走高，经营性现金流转正。水处理板块 2020 年毛利率为 29.2%，较去年下降 3.4pct，净利率 5.3%，同比下降 1.3pct，资产负债率为 60.7%，较去年进一步提升 2.1pct，主要为 PPP 模式前期借款增多所致。此外，水处理板块经营性现金流总额为 50.5 亿元，现金流转正，或与行业内公司采取更积极回款策略有关。

图表 33: 水处理行业资产负债率 (左轴, %)、毛利率 (左轴, %)、经营性现金流 (右轴, 亿元) 情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 34: 水处理板块公司 2020 毛利率及净利率 (%)



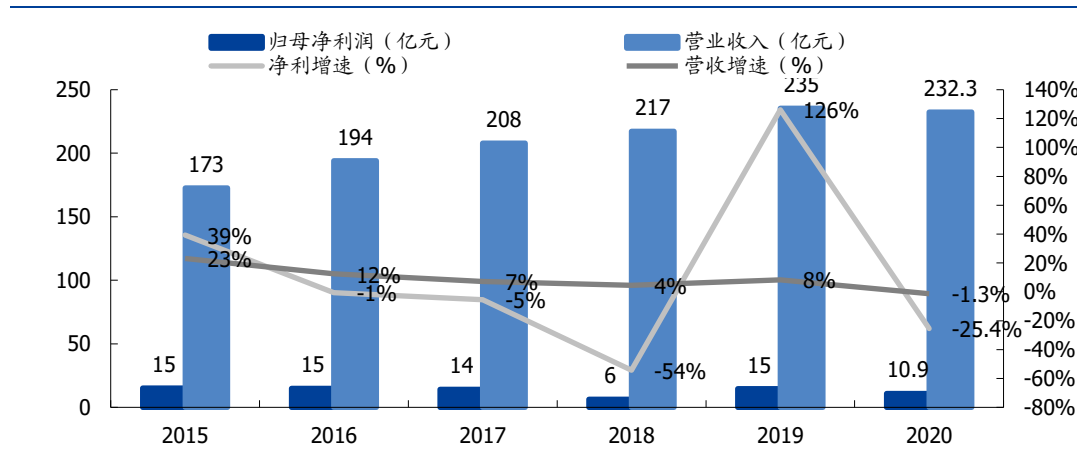
资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.5 大气治理：疫情影响下业绩整体下降

收入增长，利润显著下降：大气处理板块 2020 年收入及净利润分别为 232.3 亿元、10.9 亿元，同比增速分别为-1.3%、-25.4%。

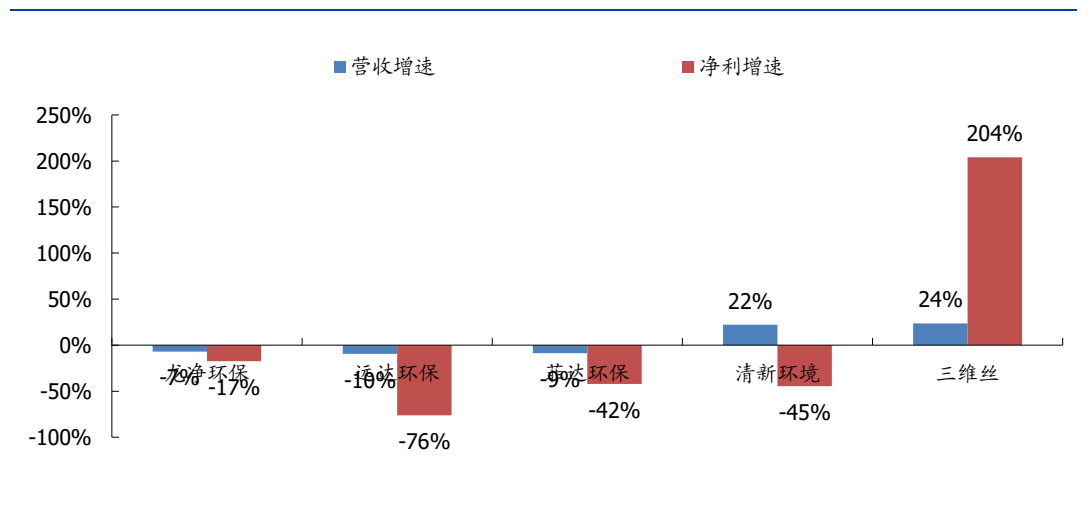
龙净环保受疫情影响逐渐消退，归母净利润实现正增长，2020 年累计新增合同 94.5 亿元，其中非电项目占比 61.6 亿，凸显在非电行业拓展的竞争实力。三维丝（中创环保）实现营业收入增速为 24.0%，作为垃圾焚烧尾气治理方面的领先者，主要受益于垃圾焚烧行业的高景气，而归母净利润上升 204%。

图表 35：大气板块历年来营业收入（亿元）、归母净利润（亿元）及相应增速（%）



资料来源：wind，国盛证券研究所

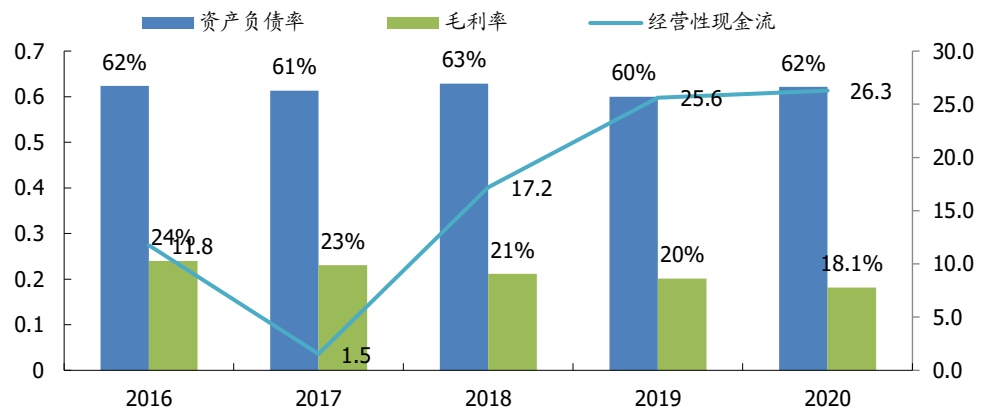
图表 36：大气治理公司 2020 年收入及利润增速（%）



资料来源：wind，国盛证券研究所

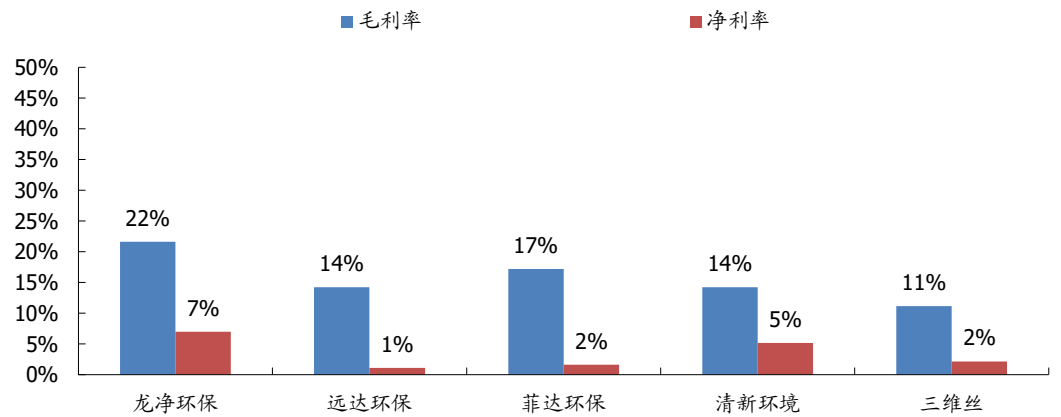
毛利率上升，经营性现金流继续增长：大气治理板块 2020 年毛利率为 18.1%，下降 3.0pct；资产负债率 62.0%，较去年同期轻微下降；经营性现金流总额为 26.3 亿元，去年同期为 25.6 亿元，经营性现金流继续增长。

图表 37: 大气行业资产负债率(左轴, %)、毛利率(左轴, %)、经营性现金流(右轴, 亿元)情况



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 38: 大气治理板块公司 2020 年毛利率及净利率 (%)

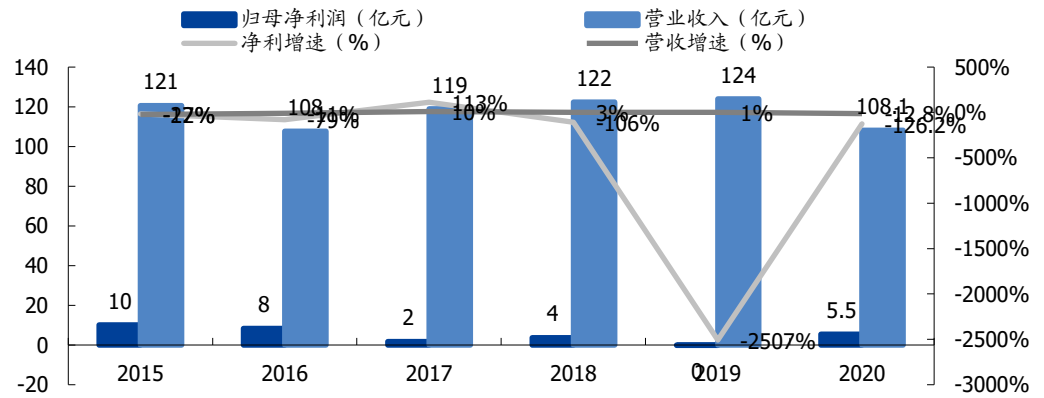


资料来源: wind、国盛证券研究所

2.6 节能行业: 业绩下降趋势好转

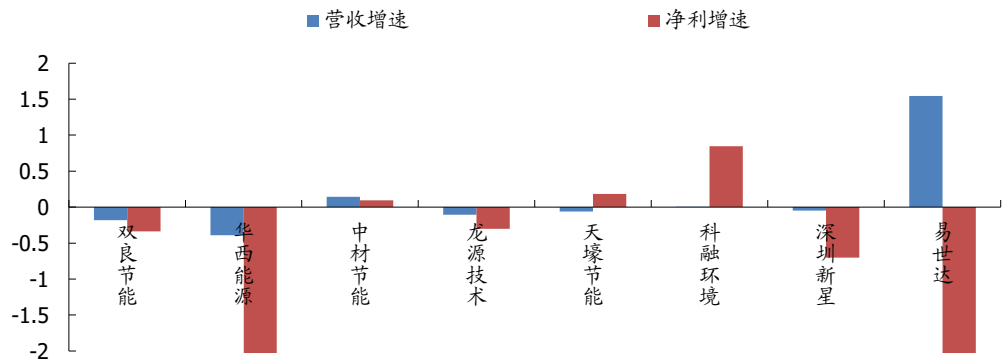
节能板块 2020 年收入、利润分别为 108.1 亿元、5.5 亿元, 同比增速分别为-12.8%、-126.2%, 其中中材节能实现了营收增长, 同比上期增长 14%; 三聚环保营业收入、归母净利润同比下降-15.9%和-1085.1%, 深圳新星和华西能源的归母净利润下降幅度也较大, 板块整体继续呈下滑趋势。

图表 39: 节能板块历年来营业收入(亿元)、归母净利润(亿元)及相应增速(%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

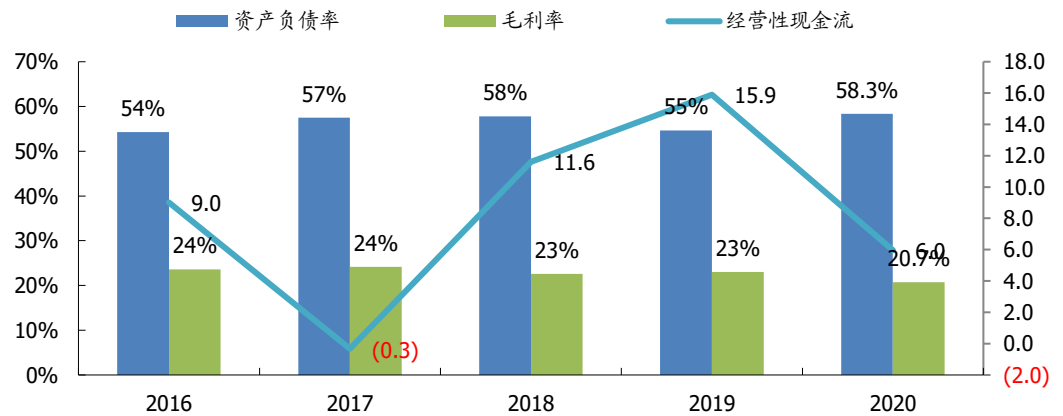
图表 40: 节能板块 2020 年收入利润增速 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

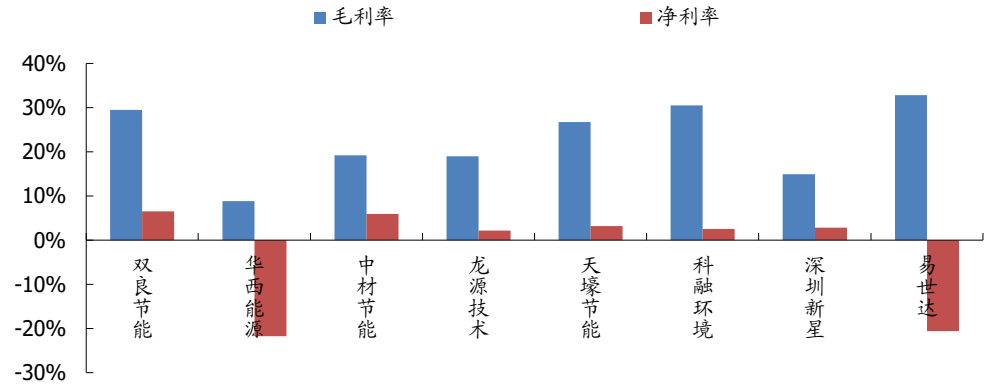
毛利率小幅上升, 资产负债率下降, 经营性现金流下降。2020 年节能板块资产负债率为 58.3% (+0.6pct), 毛利率 20.7% (-1.8pct), 本期经营性现金流总额为 6.0 亿元, 去年同期为 15.9 亿元, 下降明显。

图表 41: 节能行业资产负债率(左轴, %)、毛利率(左轴, %)、经营性现金流(右轴, 亿元)情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 42: 节能板块公司 2020 年毛利率及净利率 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

三、投资建议

3.1 新固废法实施，固废行业迎发展黄金期

新固废法利好固废全产业链。新修订的《固体废物污染环境防治法》已于 2020 年 9 月 1 日起施行，新固废法的实施利好固废全产业链，包括上游环卫服务于设备企业，下游固废处置运营、再生利用等企业。影响从深度、广度两方面体现：

✓ **深度上：固废管理防治要求提高，行业需求与标准随之提高。**新固废法被称作“史上最严”，大幅提升违法成本，多项违法行为罚款数额是现行固废法的 10 倍，其中最高可罚至 500 万元。同时，通过建立固废生产、收集、贮存、运输、利用、处置主体的信用记录制度，并纳入全国信用信息共享平台，进一步提高违法成本。

✓ **广度上：拓宽固废监管范围，新领域开拓的机会涌现。**和现行版本相比，新固废法新增了医废、污泥、垃圾分类、厨余垃圾、建筑垃圾、一次性塑料制品等监管内容。以垃圾分类为例，促进了环卫项目从传统清扫向横、纵向一体化服务方向的转变，并为下游餐厨厨余垃圾处置的产能扩张打好了基础。

3.2 环保 REITs 推出，深耕运营、改善报表

环保运营资产极其契合 REITs 项目要求。上半年发布的《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点相关工作的通知》文件中对 REITs 项目提出要求：权属清晰、具有成熟的经营模式及市场化运营能力，已产生持续、稳定的收益及现金流。环保行业的污水、垃圾焚烧等项目投资回报良好，均属于优质的公用事业资产，经营现金流稳定，开展基础良好。

环保企业有望角色转变，深耕服务运营，创造利润空间。污水行业年投资近 1400 亿，污水厂的提标改造是水处理板块的核心驱动因素；对应垃圾焚烧领域，当前供不应求的现状促成产能的高速扩张，根据 15 省垃圾焚烧发电中长期规划统计（2018-2030 年）新增焚烧产能规模 54 万吨/日，我们预计投资总规模 2745 亿元。巨大空间下，环保企业借助 REITs 这类权益性融资工具，获得稳定现金流，能更好地通过提供专业服务，发挥价值最大化，使多方受益。

3.3 “碳中和”所到处，环保风起时

受益碳市场建设加速，国内 CCER 市场有望今年开放交易。目前国内 CCER 市场仍尚未开放，但受益于政策频出推动碳市场建设加速，生态环境部部长黄润秋提出要确保今年6月底前启动碳市场上线交易，根据过去的经验推断，CCER 交易一般在碳配额交易正式上线后半年左右启动，国内 CCER 市场有望今年开放交易。

碳中和加速垃圾焚烧招投标，CCER 额外收入有望贡献业绩。与传统的卫生填埋垃圾处理方式相比，生活垃圾焚烧处理方式不仅减少了垃圾填埋缓慢降解过程中甲烷和二氧化碳的排放，并且起到替代化石燃料的作用，具有双重减排效果。国内垃圾焚烧项目曾参与 CDM 交易获得额外收入，未来 CCER 有望贡献业绩增量，经我们测算，垃圾焚烧项目每度电 CCER 收入约 2.4 分钱，收入弹性 3.1%-3.9%，利润弹性 8.8%-10.2%，IRR 提升 0.5pct。此外，焚烧替代填埋确定性、经济性强，而据住建部数据，我国 2019 年生活垃圾焚烧处理率仅 50.3%，“碳达峰碳中和”政策将加快垃圾焚烧招投标进度。

➤ 目前环保板块机构持仓、估值均处于历史底部，行业确定性与成长性强，配置性价比较高，推荐弹性与稳健性兼具的运营类公司：

✓ 垃圾焚烧：推荐 ROE 突出的伟明环保、管理优异的瀚蓝环境；

1、投产大年，高景气：近两年主流上市垃圾焚烧公司投产量普遍快速增长，行业景气度高，保障业绩增长；

2、集中度提升，格局好：2019 年拿单能力 CR4 近 50%，CR8 近 70%，经过多年发展龙头格局基本稳固；

3、价格稳步抬升：2019 年垃圾处理费平均中标金额为 72.1 元/吨，同比提升 5.4 元，2020 年新订单均值为 77.8 元/吨，同比提升 5.7 元，行业迈过低价竞标陷阱，盈利提质；

4、中长期空间仍大：已发布规划的 17 个省份 2018-2030 年预计投产焚烧产能 63.0 万吨/日，按吨投资 51 万元估算，对应投资 3213 亿元，行业还有将近翻倍空间；

5、2020 年出台了多项关于垃圾焚烧补贴的政策，保障存量项目收益，改善行业内公司的现金流，新增项目以收定支，打消补贴退坡疑虑。我们认为补贴政策落地补贴确定性、时效性增强，板块预期中长期向好，行业的长期合理收益得到保证。

✓ 浙富控股：危废处置产能实际缺口极大&行业高景气，公司布局危废全产业链，中联、

申能近两年大量产能集中释放，预计产能由 2019 年底的 51.0 万吨/年提升至 2020 年底的 177.8 万吨/年，同时净津拟建危废产能共计 85 万吨/年。公司技术全国领先、区位优势明显。有望依靠更高的回收率、更低的成本、更适配当地需求的危废处置种类不断抢占市场份额。

- ✓ **高能环境：**公司在手垃圾焚烧、危废等运营项目较多，截至 2020 年末，公司危废牌照量合计 53.6 万吨/年，在手垃圾焚烧项目均已进入建设或投入运营，建成后处理规模合计 10700 吨/日，目前已有 10 个成熟运营的生活垃圾焚烧发电项目，运营规模达 8500 吨/日，未来两年危废及垃圾焚烧项目逐步投产后将带来更为稳定的业绩增长，此外，作为土壤修复龙头企业，公司修复订单同样值得期待。

- ✓ **洪城水业：**在污水提标扩容&气化率提升的背景下，公司内生业务成长空间较大，管理层锐意进取、思路灵活，过去 5 年业绩优异，股权激励彰显公司信心，未来新项目及产业整合值得期待，三峡集团频繁水务并购交易，水务资产估值望重估，预计公司 2021 年 8x，股息率超过 5%。

风险提示

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；

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；

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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com