

多措并举齐抓碳中和

——五月行业动态报告

核心观点

- **三端发力实现碳中和。**根据中科院的线路图，“三端发力”体系第一端是能源供应端，尽可能用非碳能源替代化石能源；第二端是能源消费端，力争在多领域实现非碳能源对化石能源消费的替代；第三端是人为固碳端，通过生态建设、土壤固碳、碳捕集封存等组合工程去除不得不排放的二氧化碳。
- **“十四五”成为生活垃圾分类和处理设施建设的关键时期。**“十四五”期间，全国垃圾分类和处理工作将在巩固已有成果的基础上补短板、长链条、调结构、促提升，迈出从“量变”走向“质变”的步伐。坚持“统筹规划，因地制宜，市场导向，多方共治”的基本原则，对我国下一阶段稳步推进垃圾分类和处理设施建设具有重要意义。
- **登记交易结算三大规则出台，全国碳市场建设冲刺。**碳排放权登记、交易和结算是全国碳市场运行的重要环节，但此前我国尚缺乏专门针对上述环节和全国碳市场监督管理的政策文件，亟须从制度层面对全国碳市场登记、交易、结算的基本要求和各方权责等做出明确规定。
- **2021Q1 公用事业板块景气度提升。**受疫情影响，2020年上半年公用事业板块小幅下滑，而随着工业生产恢复反弹，下半年需求放量，公用事业企业盈利状况稳定增长。此外，2021年一季度较去年同期业绩大幅增长，净利润同比增长55.8%。细分子行业中，燃气和环保工程及服务板块净利润增幅超过较大，电力和水务板块的净利润增速虽然不及前两板块，但增速依然超过40%。随着碳达峰碳中和政策的逐步落地，
- **投资建议。**近期各部委发布了“十四五”城镇生活垃圾分类和处理设施发展规划、强化危险废物监管和利用处置能力改革实施方案、垃圾处理费划转税务征收等政策，从多个维度推动我国固废处理行业高质量发展。未来在监管和执法力度不断加强的背景下，生活垃圾焚烧、资源回收、危废处理等领域的需求将进一步释放。建议关注盈峰环境(000967.SZ)、瀚蓝环境(600323.SH)、圣元环保(300867.SZ)、维尔利(300190.SZ)、高能环境(603588.SH)、中再资环(600217.SH)、浙富控股(002266.SZ)、中创环保(300056.SZ)、绿茵生态(002887.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	603588.SH	高能环境	-12.07	24.6	147
	002887.SZ	绿茵生态	7.40	12.5	37
	000967.SZ	盈峰环境	1.14	18.0	251

- **风险提示。**固废危废相关政策力度不及预期的风险；固废处理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

☎: 010-80927667

✉: yanming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520070002

行业数据

2021.05.31



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

核心组合表现

2020.05.31



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

相关研究

【银河环保】行业动态报告_环保工程及服务_碳中和政策陆续出台，环保板块低估值局面有望改善_20210430

【银河环保】行业点评_环保工程及服务_“十四五”成为生活垃圾分类和处理设施建设的关键时期_20210517

目 录

一、框架路线研究新进展，三端发力推动碳中和.....	1
（一）行业近期热点.....	1
二、公用事业行业 2020 年业绩表现	5
三、环保行业在资本市场中的表现	9
（一）环保行业在国民经济中的地位	9
（二）板块表现强于沪深 300，估值仍具上行空间	9
四、投资建议及股票池	10
（一）投资建议.....	10
（二）核心组合表现.....	10
五、风险提示.....	11
六、附录	11

一、框架路线研究新进展，三端发力推动碳中和

(一) 行业近期热点

1. 中科院公布“碳中和”框架路线图研究进展

5月30日，在中国科学院学部第七届学术年会上，中国科学院丁仲礼院士作了题为《中国“碳中和”框架路线图研究》的专题报告，介绍了中国科学院学部近期围绕碳中和问题所布局的咨询项目进展情况。

碳中和是三端发力体系。根据丁院士的介绍，“三端发力”体系第一端是能源供应端，尽可能用非碳能源替代化石能源发电、制氢，构建“新型电力系统或能源供应系统”；第二端是能源消费端，力争在居民生活、交通、工业、农业、建筑等绝大多数领域中，实现电力、氢能、地热、太阳能等非碳能源对化石能源消费的替代；第三端是人为固碳端，通过生态建设、土壤固碳、碳捕集封存等组合工程去除不得不排放的二氧化碳。简言之，就是选择合适的技术手段实现“减碳、固碳”，逐步达到“碳中和”。

基于“碳中和”国家战略目标和中科院碳专项已有成果，丁仲礼还对“碳中和”框架路线图研究提出五方面观点：

一是“碳中和”过程既是挑战又是机遇，其过程将会是经济社会的大转型，也是一场涉及广泛领域的大变革。“技术为王”将在此进程中得到充分体现，即谁在技术上走在前面，谁将在未来国际竞争中取得优势。中国需积极研究与谋划、系统布局、特殊支持，力争以技术上的先进性获得产业上的主导权，使之成为民族复兴的重要推动力。

二是这轮“大转型”需要在能源结构、能源消费、人为固碳“三端发力”，所需资金将会是天文数字，决不可能依靠政府财政补贴得以满足，必须坚持市场导向，鼓励竞争，稳步推进。政府的财政资金应主要投入在技术研发、产业示范上，力争使中国技术和产业的迭代进步快于他国。在此过程中，特别要防止能源价格明显上涨，影响居民生活和产品出口。

三是中科院学部咨询项目只能先给出一个框架性建议，以供科技界讨论、修正、完善。期望汇聚众智后，学部的建议对中国如何推动此“大转型”，如何在未来国家创新体系中形成布局完善、责任明确的研发体系等重大问题，有实质性的指导意义。项目组认为，中国学术界应该秉持开放的态度，广泛参与，发挥出想象力和创造力；国家有关部门在确定路线图的问题上可考虑先经历一段“百家争鸣”时期，不要急于“收口”。

四是“大转型”中，行业的协调共进极其重要。“减碳、固碳”“电力替代”“氢能替代”均需要增加企业的额外成本，如果某一行业不同企业间不能协调共进，势必会使“不作为企业”节约了成本，从而出现“劣币驱逐良币”现象。因此，分行业设计“碳中和”路线图及有效的激励/约束制度需尽早提上日程。

五是评价国家、区域、行业、企业甚至家庭的碳中和程度，需从收、支两端计量。从能源消费角度论，“支”（即排放）相对容易计量；“收”（即固碳）由于类型多样，过程复杂，很难精确计量，尤其是“人为努力”下的固碳增量不易确定。因此，国家应尽早建立系统的监测、计算、报告、检核的标准体系，以期针对中国的碳收支状况，保证掌握话语权。

2. “十四五”成为生活垃圾分类和处理设施建设的关键时期

“十四五”期间，全国垃圾分类和处理工作将在巩固已有成果的基础上补短板、长链条、调结构、促提升，迈出从“量变”走向“质变”的步伐。近日，国家发展改革委、住房和城乡建设部印发《“十四五”城镇生活垃圾分类和处理设施发展规划》，坚持“统筹规划，因地制宜，市场导向，多方共治”的基本原则，为实现这一关键转变绘制了路线图，列出了任务单，给出了时间表，对我国下一阶段稳步推进垃圾分类和处理设施建设具有重要意义。

表 1：“十四五”城镇生活垃圾分类和处理设施发展规划的总体目标和主要任务

总体目标
1. 垃圾资源化利用率：到 2025 年底，全国城市生活垃圾资源化利用率达到 60%左右
2. 垃圾分类收运能力：到 2025 年底，全国生活垃圾分类收运能力达到 70 万吨/日左右
3. 垃圾焚烧处理能力：到 2025 年底，全国城镇生活垃圾焚烧处理能力达到 80 万吨/日左右，城市生活垃圾焚烧处理能力占比 65%左右
主要任务
1. 加快完善垃圾分类体系：规范垃圾分类投放方式、进一步健全分类收集设施、加快完善分类转运设施
2. 全面推进生活垃圾焚烧设施建设：加强垃圾焚烧设施规划布局、持续推进焚烧处理能力建设、开展既有焚烧设施提标改造
3. 有序开展垃圾处理设施建设：科学选择处理技术路线、有序推进厨余垃圾处理设施建设、积极探索多元化可持续运营模式
4. 规范垃圾填埋处理设施建设：开展库容已满填埋设施封场治理、提升既有填埋设施运营管理水平、适度规划建设兜底保障填埋设施
5. 健全可回收物资源化利用设施：统筹规划分拣处理中心、推动可回收物资源化利用设施建设、进一步规范可回收物利用产业链
6. 加强有害垃圾分类和处理：完善有害垃圾收运系统、规范有害垃圾处置
7. 强化设施二次环境污染防治能力建设：补齐焚烧飞灰处置设施短板、完善垃圾渗滤液处理设施、积极推动沼渣处置利用
8. 开展关键技术研发攻关和试点示范：开展小型焚烧设施试点示范、飞灰处置技术试点示范、渗滤液及浓缩液处理技术试点示范、焚烧炉渣资源化试点示范
9. 鼓励生活垃圾协同处置：鼓励统筹规划固体废物综合处置基地、推动建设区域协同生活垃圾处理设施
10. 完善全过程监测监管能力建设

资料来源：“十四五”城镇生活垃圾分类和处理设施发展规划，中国银河证券研究院

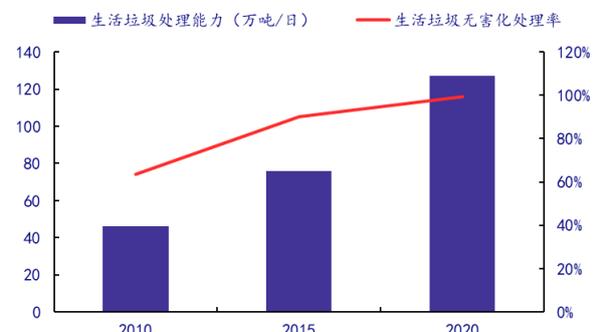
“十三五”期间我国城镇生活垃圾处理能力显著增强。《规划》回顾了“十三五”期间我国生活垃圾处理能力建设情况。截至 2020 年末，全国新建垃圾无害化处理设施 500 多座，城镇生活垃圾设施处理能力超过 127 万吨/日，较 2015 年增加 51 万吨/日，新增处理能力完成了“十三五”规划目标，生活垃圾无害化处理率达到 99.2%，全国城市和县城生活垃圾基本实现无害化处理。

图 1：2010-2019 全国城乡社区环境卫生支出



资料来源：住建部，中国银河证券研究院

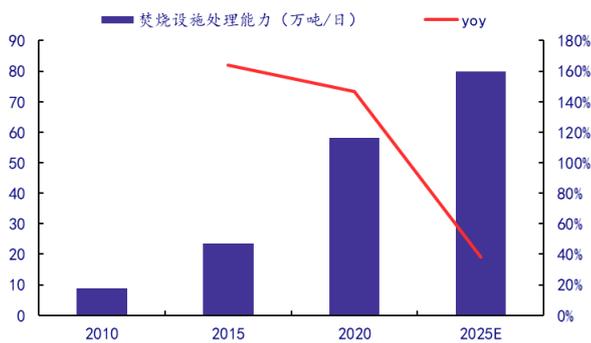
图 2：2010-2020 年生活垃圾处理能力及无害化处理率



资料来源：住建部，中国银河证券研究院

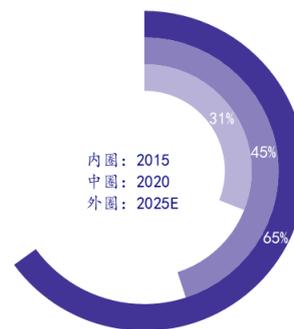
垃圾分类工作持续推进。截至 2020 年末，全国 46 个重点城市开展了生活垃圾分类先行先试、示范引导，居民小区覆盖率达到 86.6%，基本建成了生活垃圾分类投放、分类收集、分类运输、分类处理系统，探索形成了一批可复制、可推广的生活垃圾分类模式和经验。目前全国生活垃圾分类收运能力约 50 万吨/日，餐厨垃圾处理试点工作稳步推进，厨余垃圾处理能力有较大提升。根据《规划》，到 2025 年底全国生活垃圾分类收运能力达到 70 万吨/日左右，基本满足地级及以上城市生活垃圾分类收集、分类转运、分类处理需求；鼓励有条件的县城推进生活垃圾分类和处理设施建设。

图 3：2010-2025E 我国垃圾焚烧设施处理能力



资料来源：住建部，中国银河证券研究院

图 4：2015-2025E 生活垃圾焚烧率



资料来源：住建部，中国银河证券研究院

生活垃圾焚烧比例进一步提升。“十三五”期间，全国共建成生活垃圾焚烧厂 254 座，累计在运行生活垃圾焚烧厂超过 500 座，焚烧设施处理能力 58 万吨/日。全国城镇生活垃圾焚烧处理率约 45%，初步形成了新增处理能力以焚烧为主的垃圾处理发展格局。根据《规划》，到 2025 年底全国城镇生活垃圾焚烧处理能力达到 80 万吨/日左右，城市生活垃圾焚烧处理能力占比 65% 左右。“十四五”期间垃圾处理结构将持续优化，中西部地区焚烧处理能力有望进一步提升。

健全可回收物资源化利用设施。目前我国生活垃圾采取填埋方式处理的比重依然较大，生活垃圾回收利用企业“小、散、乱”和回收利用水平低的情况仍普遍存在，城市生活垃圾资源化利用率约 50%，有较大提升空间。根据《规划》，未来我国将统筹规划分拣处理中心，推动可回收物资源化利用设施建设，进一步规范可回收物利用产业链，确保 2025 年底全国城市生活垃圾资源化利用率达到 60% 左右。

3. 登记交易结算三大规则出台，全国碳市场建设冲刺

5 月 19 日，生态环境部公布《碳排放权登记管理规则（试行）》《碳排放权交易管理规则（试行）》和《碳排放权结算管理规则（试行）》三份文件，进一步规范全国碳排放权登记、交易、结算活动，自发布之日起施行。

三个环节搭设制度框架。公告明确，全国碳排放权注册登记机构成立前，由湖北碳排放权交易中心有限公司承担全国碳排放权注册登记系统账户开立和运行维护等具体工作；全国碳排放权交易机构成立前，由上海环境能源交易所股份有限公司承担全国碳排放权交易系统账户开立和运行维护等具体工作。碳排放权登记、交易和结算是全国碳市场运行的重要环节，但此前我国尚缺乏专门针对上述环节和全国碳市场监督管理的政策文件，亟须从制度层面对全国碳

市场登记、交易、结算的基本要求和各方权责等做出明确规定。

抵销机制是碳排放权交易制度体系的重要组成部分。考虑到对国家核证自愿减排量(CCER)管理的规定将另行出台,此次新规中登记、交易和结算的对象限于碳排放权(体现为排放配额),不涉及对CCER交易的监督管理。对于企业层面普遍关注的抵销机制问题,《碳排放权登记管理规则(试行)》规定,重点排放单位应当使用符合生态环境部规定的CCER抵销配额清缴。用于清缴部分的CCER应当在国家温室气体自愿减排交易注册登记系统注销,并由重点排放单位向注册登记机构提交有关注销证明材料。注册登记机构核验相关材料后,按照生态环境部相关规定办理抵销登记。通过使用温室气体自愿减排项目产生的CCER或其他减排指标抵销碳排放量,可有效降低重点排放单位的履约成本。

从交易方式而言,碳排放权交易应当通过全国碳排放权交易系统,可以采取协议转让、单向竞价或者其他符合规定的方式。碳交易在地方试点市场有许多交易方式,全国碳市场会采用协议转让和单向竞价的交易方式,比较适合应用在刚起步的初期市场。交易规则的另一大亮点是设立“风险管理”板块。其中,第十八条提出,生态环境部可以根据维护全国碳排放权交易市场健康发展的需要,建立市场调节保护机制。当交易价格出现异常波动触发调节保护机制时,可以采取公开市场操作、调节CCER使用方式等措施,进行必要的市场调节。

图 5: 2018-2020 年中国试点碳市场配额成交量/万吨



资料来源:生态环境部,中国银河证券研究院

图 6: 2018-2020 年中国试点碳市场配额成交额/万元



资料来源:生态环境部,中国银河证券研究院

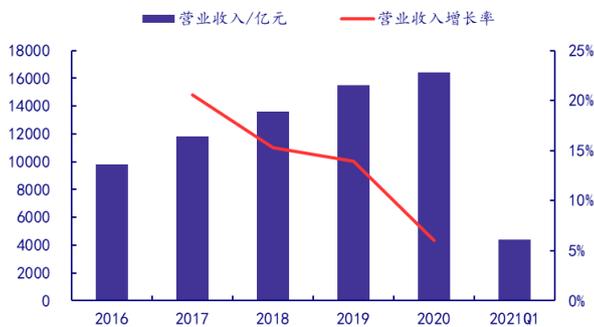
2020 年中国试点碳市场交易量受疫情影响有所下滑。2020 年中国八省市试点碳市场共成交配额约 5683 万吨,相比去年下降近 20%;但总成交额约 15.62 亿元,与去年总成交额相差甚微。造成这一结果的主要原因是各试点碳市场碳配额价格整体上相较于去年有一定幅度的上升,从而弥补了交易量下跌造成的总成交额减少。2020 年北京碳市场的平均碳价位于八试点高位,个别交易日的成交价格甚至超 100 元/吨。重庆碳市场 2020 年的碳价格上涨幅度较大,成交均价从去年的不足 10 元/吨上涨至 20 元/吨以上,

2020 年各试点碳价差距进一步拉大。2020 年北京碳市场平均碳价为 91.81 元/吨,仍处试点价格最高;2020 年试点碳市场平均碳价最低为福建省,17.34 元/吨,而其余 6 省市的碳价则落在 20-40 元/吨区间内。从试点碳市场 2020 年碳价走势看,各试点碳价的波动性较大,如北京市场最高值可超百元每吨,而最低值也曾下探到 63.5 元/吨,而深圳碳市场价格也从年初的个位数最高涨到 42.27 元/吨。较大的波动性给市场带来挑战和机遇,也对市场的有效性带来挑战。

二、公用事业行业 2020 年业绩表现

2020 年, 环保及公用事业板块 183 家上市公司(剔除 B 股、ST 股)营业总收入合计 16,443.81 亿元, 同比增长 6.0%, 整体增速低于 2019 年的 13.9%; 实现净利润 1,812.34 亿元, 同比增长 23.1%; 实现归母净利润 1,399.72 亿元, 同比增长 18.4%。2021 年一季度, 环保及公用事业板块营业总收入合计 4,421.11 亿元, 同比增长 35.0%; 实现净利润 468.21 亿元, 同比增长 55.8%; 实现归母净利润 359.69 亿元, 同比增长 54.6%。二级子行业中, 燃气板块 2021Q1 的营收和净利润增速最高, 均超过 100%; 环保工程及服务板块 2021Q1 的营收增速不到 40%, 而净利润增速接近 100%。

图 7: 2016-2021Q1 环保公用上市公司营业收入



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

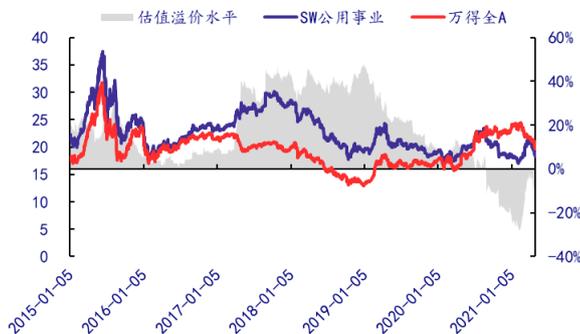
图 8: 2016-2021Q1 环保公用上市公司净利润



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

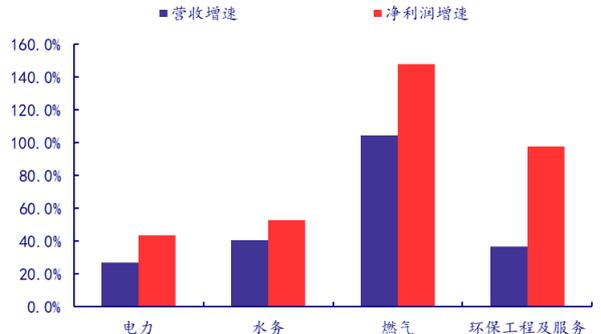
行业估值逐渐修复, 后续仍有向上空间。2019 年之前, 受外部环境不稳定、融资环境偏紧等影响, 公用事业板块估值持续走低。随后国家出台一系列民营企业融资支持政策, 企业融资环境预期改善, 板块估值逐步展开修复行情。截至 2021 年 4 月 30 日, SW 公用事业板块 (TTM 整体法, 剔除负值) 市盈率为 15.8X, 全部 A 股动态市盈率为 16.8X, 处于近 10 年的 17% 分位。当前公用事业板块估值调整得较为充分, 伴随企业融资环境的预期改善, 公用板块估值仍有进一步向上的空间。

图 9: 公用事业与全部 A 股估值及溢价水平



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 10: 2021Q1 公用事业子行业营收与净利润增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

水务和环保板块盈利指标表现较好。盈利能力方面, 2020 年环保及公用事业行业销售毛利率、销售净利率均有所提升。2020 年行业毛利率为 24.6%, 同比增加 1.7pct; 净利率为 11.0%,

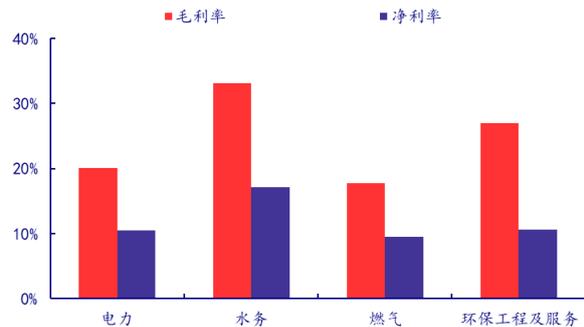
同比增加 1.5pct。2021 年一季度毛利率为 20.9%，同比减少 2.5pct；净利率为 10.6%，同比增加 1.4pct。分二级行业来看，水务和环保板块盈利指标表现较好，其中水务板块毛利率和净利率分别为 33.2%和 17.1%，环保板块毛利率和净利率分别为 26.9%和 10.6%；燃气板块毛利率和净利率最低，分别为 17.7%和 9.5%。

图 11：2016-2021Q1 公用事业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

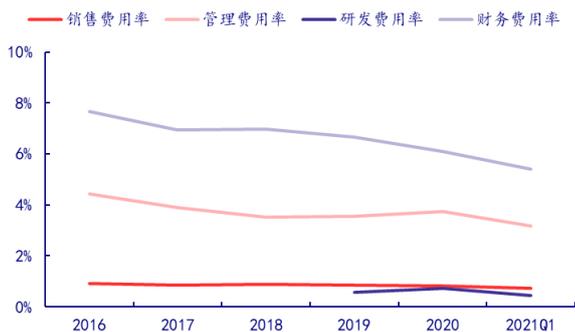
图 12：2021Q1 公用事业子行业企业毛利率与净利率



资料来源：wind，中国银河证券研究院

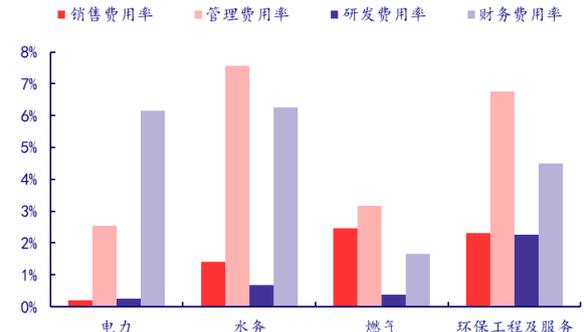
期间费用率稳步下降。2020 年环保及公用事业板块销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 0.82%、3.72%、6.08%和 0.73%，销售费用率和财务费用率分别减少 0.04 和 0.60pct，管理费用率和研发费用率均增加 0.17pct。2021 年一季度销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 0.73%、3.17%、5.41%和 0.45%，销售费用率、管理费用率和财务费用率分别减少 0.04、0.29、2.50pct，研发费用率均增加 0.08pct。分二级行业来看，以项目运营为主的水务和环保板块具有较高的管理费用率；因项目建设或维护而对资金需求较大的电力和水务板块有较高的财务费用率；对技术要求较高的环保板块则具有最高的研发费用。

图 13：2016-2021Q1 公用事业上市公司费用率



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 14：2021Q1 公用事业子行业企业费用率



资料来源：wind，中国银河证券研究院

行业现金流情况良好，环保行业持续改善。2020 年环保及公用事业板块整体收现比为 106.4%，同比减少 0.2pct；经营活动现金流净额/营业收入为 31.4%，同比增加 1.6pct。2021Q1 环保及公用事业板块整体收现比为 103.7%，同比减少 2.7pct；经营活动现金流净额/营业收入为 19.4%，同比减少 7.3pct。分二级行业来看，2021Q1 电力和燃气板块收现比较高，均超过 100%；主要由于相关业务大多采用按计量收费的商业模式，且以运营为主，能为企业提供稳定的现金流。环保板块收现比为 97.6%，同比增加 4.5pct，环保企业通过加大回款力度、优化订

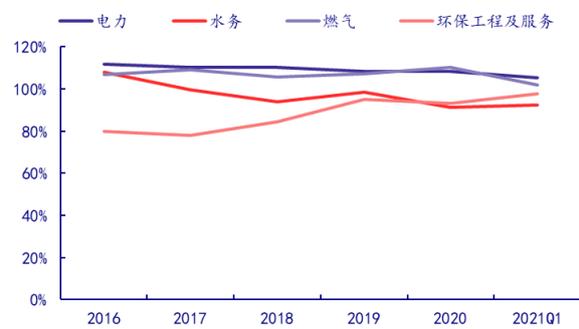
单结构和业务模式等方式，保证收现比，使得经营活动现金流持续改善。

图 15：2016-2021Q1 公用行业收现比与经营现金流/营收



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 16：2016-2021Q1 公用事业子行业收现比



资料来源：wind，中国银河证券研究院

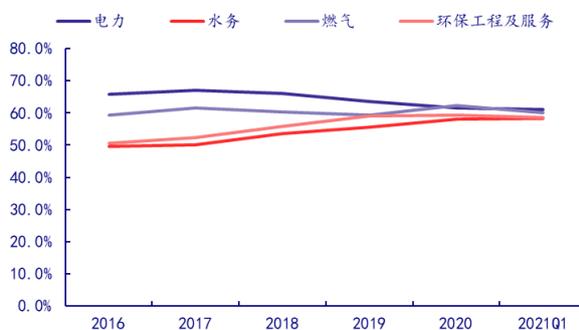
板块整体资产负债率呈现下降趋势。2020 年环保及公用事业板块整体资产负债率为 61.2%，同比减少 1.3pct；2021Q1 环保及公用事业板块整体资产负债率为 60.6%，同比减少 2.7pct。公用事业板块整体资产负债率从 2017 年以来呈现逐年下降的趋势。分二级行业来看，电力领域的资产负债率持续下降，水务和环保领域的企业资产负债率则持续上升。PPP 模式兴起以来，企业通过扩大杠杆率来承接地方政府的基建大型项目，以牺牲资产负债表的方式换取利润表增长，因此这几年行业整体资产负债率大幅增长。随着行业逐步向轻资产运营模式转变，未来资产负债率也会逐步企稳。

图 17：2016-2021Q1 公用事业上市公司资产负债率



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 18：2016-2021Q1 公用事业子行业资产负债率



资料来源：wind，中国银河证券研究院

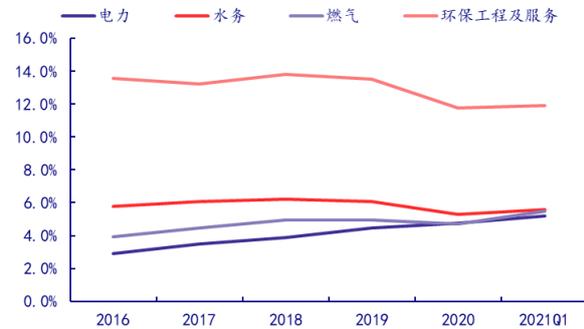
应收账款占总资产比重持续提升。2020 年环保及公用事业板块整体应收账款/总资产为 5.5%，同比增加 0.1pct；2021Q1 环保及公用事业板块整体应收账款/总资产为 5.9%，同比增加 0.6pct，应收账款占总资产比重持续提升。分二级行业来看，电力、水务、燃气三个板块应收账款占总资产比例较低，环保则显著高于其他三个领域，这是由于电力、水务、燃气板块商业模式清晰，且与日常用电用水勇气息息相关，回款较快。目前，环保企业通过加大回款力度，调整订单结构和业务模式等手段降低应收账款占比，已初见成效。2020 年环保上市公司应收账款占总资产比重为 11.8%，同比减少 1.7pct。

图 19: 2016-2021Q1 公用事业上市公司应收账款/总资产



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

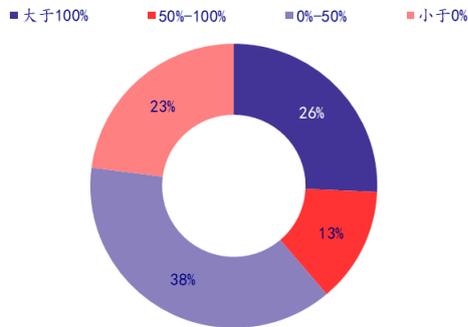
图 20: 2016-2021Q1 公用事业子行业应收账款/总资产



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

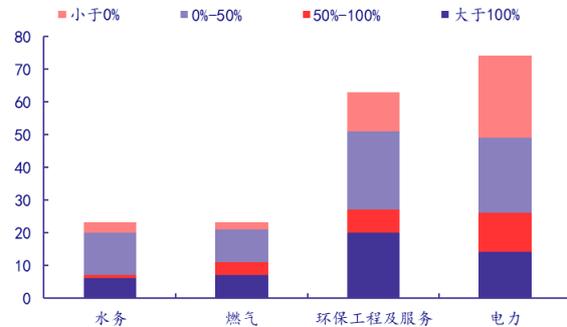
一季度四分之一公用事业上市公司归母净利润增速超过 100%。个股方面, 2020 年实现归母净利润同比增速超过 100%的共有 47 家, 其中环保 20 家、电力 14 家、燃气 7 家、水务 6 家; 增速在 50%-100%的有 24 家, 其中环保 7 家、电力 12 家、燃气 4 家、水务 1 家; 增速在 0%-50%的共有 70 家, 其中环保 24 家、电力 23 家、燃气 10 家、水务 13 家; 增速小于 0%的有 42 家, 其中环保 12 家、电力 25 家、燃气 2 家、水务 3 家。2021 一季度, SW 公用事业的二级行业中, 环保、燃气、水务、电力分别有 31.8%、30.4%、26.1%、18.9%的上市公司归母净利润增速超过 100%。

图 21: 2021Q1 公用事业上市公司归母净利润增速分布



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 22: 2021Q1 公用事业子行业归母净利润增速占比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

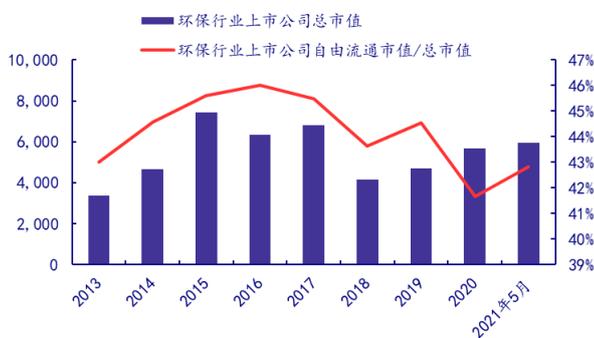
受疫情影响, 2020 年上半年公用事业板块小幅下滑, 而随着工业生产恢复反弹, 下半年需求放量, 公用事业企业盈利状况稳定增长。此外, 2021 年一季度较去年同期业绩大幅增长, 净利润同比增长 55.8%。细分子行业中, 燃气和环保工程及服务板块净利润增幅超过较大, 电力和水务板块的净利润增速虽然不及前两板块, 但增速依然超过 40%。随着碳达峰碳中和政策的逐步落地,

三、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

我国环保上市企业阵营不断扩大。截至 2021 年 5 月 31 日，A 股上市环保企业共 96 家，合计规模 5,969.4 亿元，占 A 股总市值比重为 0.98%，是我国环保产业发展的重要骨干力量。“碳达峰”、“碳中和”将成为我国未来多年的发展主题，能源结构转型、城镇环境基础设施建设、流域生态治理、再生资源回收利用等内容将成为“十四五”期间环保工作的重点，板块前期已充分调整，性价比优势显著。

图 23：2012-2021 年 5 月环保上市公司流通市值占比



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 24：2012-2021 年 5 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) 板块表现强于沪深 300，估值仍具上行空间

截至 2021 年 5 月 31 日，沪深 300 上涨 2.31%，SW 环保工程与服务指数上涨 3.91%，目前环保板块走势略强于沪深 300，行业指数跑赢沪深 300 指数 1.6pct。在 A 股 28 个一级行业中，SW 公用事业 5 月上涨 4.6%，涨跌幅在 28 个行业中排第 13 位；公用事业的二级行业，水务上涨 2.7%、环保工程及服务上涨 3.1%。截至 5 月 31 日，SW 环保工程及服务行业动态市盈率为 20.8X，全部 A 股动态市盈率为 17.7X，相对全部 A 股溢价水平为 17%。

图 25：2021 年年初至今环保指数与沪深 300 走势对比



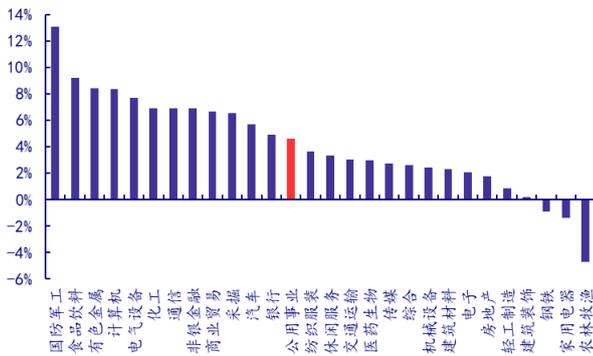
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 26：环保工程及服务板块估值及溢价水平



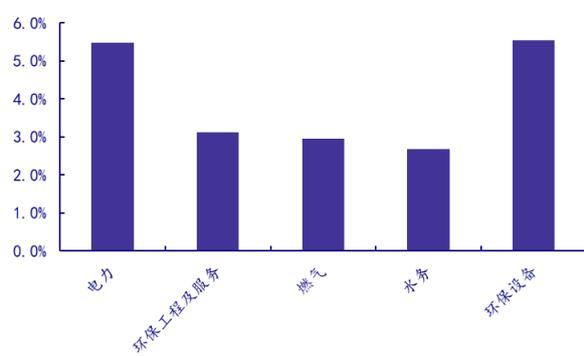
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 27: SW 一级行业 5 月涨跌幅排名



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 28: SW 公用事业二级指数 5 月涨跌幅



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

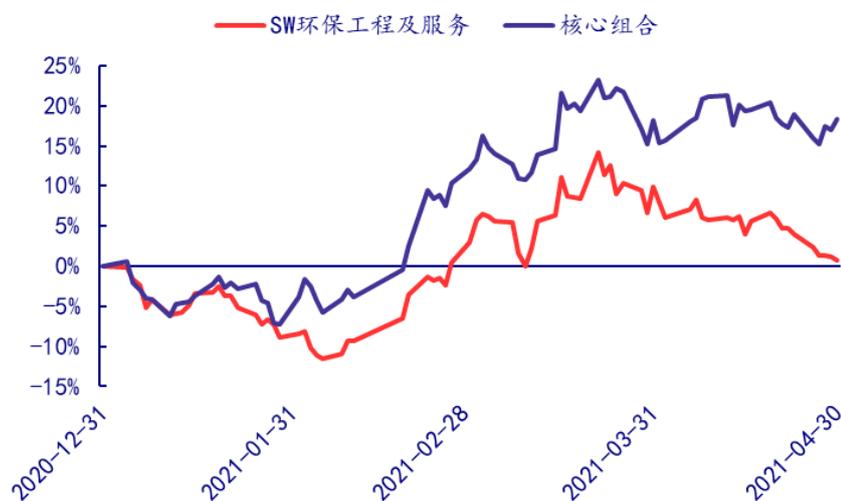
四、投资建议及股票池

(一) 投资建议

近期各部委发布了“十四五”城镇生活垃圾分类和处理设施发展规划、强化危险废物监管和利用处置能力改革实施方案、垃圾处理费划转税务征收等政策,从多个维度推动我国固废处理行业高质量发展。未来在监管和执法力度不断加强的背景下,生活垃圾焚烧、资源回收、危废处理等领域的需求将进一步释放。建议关注盈峰环境(000967.SZ)、瀚蓝环境(600323.SH)、圣元环保(300867.SZ)、维尔利(300190.SZ)、高能环境(603588.SH)、中再资环(600217.SH)、浙富控股(002266.SZ)、中创环保(300056.SZ)、绿茵生态(002887.SZ)。

(二) 核心组合表现

图 29: 入选至今核心组合表现



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

5月单月SW环保工程及服务II板块上涨3.13%，沪深300上涨4.06%，核心组合下跌3.96%，跑输行业指数7.09pct，跑输沪深300指数8.02pct。碳达峰目标、碳中和愿景的提出会对环保、周期、能源、碳交易等板块形成利好，但由于碳中和愿景本身是国家中长期的战略部署，很难在短期内对行业形成实质性的业绩支撑。因此，在碳中和概念中我们需要关注的是基本面良好的环保核心资产，如垃圾焚烧、新能源环卫、国土空间绿化、回收再生等领域。

表 2：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%	本月相对行业指数收益率%
603588.SH	高能环境	公司业务领域涵盖环境修复、城市环境和工业环境三大板块，运营项目投运贡献优质增长。	-12.07	-15.19
002887.SZ	绿茵生态	公司为京津冀地区园林绿化、生态养护的龙头，生态园林碳汇能力将为行业带来持续的发展机遇	7.40	4.27
000967.SZ	盈峰环境	智能化新能源环卫装备龙头，环卫运营服务订单充足，高端市场竞争力强	1.14	-1.99

资料来源：wind，中国银河证券研究院

五、风险提示

环卫服务市场化需求不及预期的风险；政策力度不及预期的风险；固废处理行业竞争加剧的风险；公司经营发生合规问题的风险。

六、附录

表 3：本报告所涉及的环保行业公司

细分领域	所含公司
大气	清新环境、同兴环保、中创环保、雪浪环境、远达环保、龙净环保、菲达环保、德创环保、盛剑环保、奥福环保、中航泰达
环卫	启迪环境、盈峰环境、侨银环保、玉禾田、龙马环卫、新安洁
固废	固废/危废处理：中国天楹、旺能环境、维尔利、圣元环保、瀚蓝环境、上海环境、绿色动力、三峰环境、伟明环保、高能环境、金圆股份、浙富控股、东江环保、复洁环保
	回收再生：格林美、惠城环保、中再资环、恒誉环保
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、力合科技、蓝盾光电、皖仪科技
节能	科融环境、隆华科技、天壕环境、迪森股份、南大环境、联美控股、中材节能
水务	中原环保、兴蓉环境、渤海股份、中山公用、顺控发展、节能国祯、鹏鹞环保、中环环保、华骐环保、深水海纳、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、海天股份、联泰环保、海峡环保、中持股份
水处理	南方汇通、国统股份、万邦达、碧水源、中电环保、巴安水务、兴源环境、津膜科技、博世科、中建环能、久吾高科、国林科技、上海凯鑫、上海洗霸、景津环保、博天环境、金达莱、德林海、京源环保、三达膜、万德斯、金科环境
环境修复	绿茵生态、永清环保、建工修复、东珠生态、路德环境、通源环境

资料来源：wind，中国银河证券研究院

插图目录

图 1: 2010-2019 全国城乡社区环境卫生支出	2
图 2: 2010-2020 年生活垃圾处理能力及无害化处理率	2
图 3: 2010-2025E 我国垃圾焚烧设施处理能力	3
图 4: 2015-2025E 生活垃圾焚烧率	3
图 5: 2018-2020 年中国试点碳市场配额成交量/万吨	4
图 6: 2018-2020 年中国试点碳市场配额成交额/万元	4
图 7: 2016-2021Q1 环保公用上市公司营业收入	5
图 8: 2016-2021Q1 环保公用上市公司净利润	5
图 9: 公用事业与全部 A 股估值及溢价水平	5
图 10: 2021Q1 公用事业子行业营收与净利润增速	5
图 11: 2016-2021Q1 公用事业上市公司毛利率与净利率	6
图 12: 2021Q1 公用事业子行业企业毛利率与净利率	6
图 13: 2016-2021Q1 公用事业上市公司费用率	6
图 14: 2021Q1 公用事业子行业企业费用率	6
图 15: 2016-2021Q1 公用行业收现比与经营现金流/营收	7
图 16: 2016-2021Q1 公用事业子行业收现比	7
图 17: 2016-2021Q1 公用事业上市公司资产负债率	7
图 18: 2016-2021Q1 公用事业子行业资产负债率	7
图 19: 2016-2021Q1 公用事业上市公司应收账款/总资产	8
图 20: 2016-2021Q1 公用事业子行业应收账款/总资产	8
图 21: 2021Q1 公用事业上市公司归母净利润增速分布	8
图 22: 2021Q1 公用事业子行业归母净利润增速占比	8
图 23: 2012-2021 年 5 月环保上市公司流通市值占比	9
图 24: 2012-2021 年 5 月环保上市公司个数与市值占比	9
图 25: 2021 年年初至今环保指数与沪深 300 走势对比	9
图 26: 环保工程及服务板块估值及溢价水平	9
图 27: SW 一级行业 5 月涨跌幅排名	10
图 28: SW 公用事业二级指数 5 月涨跌幅	10
图 29: 入选至今核心组合表现	10

表格目录

表 1: “十四五”城镇生活垃圾分类和处理设施发展规划的总体目标和主要任务	2
表 2: 月度核心组合表现及推荐理由	11
表 3: 本报告所涉及的环保行业公司	11

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，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

行业评级体系

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）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：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。

谨慎推荐：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%。

中性：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。

回避：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。

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）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。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。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。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。

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。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。

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。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。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。

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

北京丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

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：唐嫚玲 010-80927722 tanganling_bj@chinastock.com.cn