

环保工程及服务

碳战略视角关注生态资产价值重估 增持（维持）

2021年09月28日

证券分析师 袁理

执业证号：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 任逸轩

renyx@dwzq.com.cn

投资要点

■ **核心观点：**碳生态战略目标下，环保行业内涵丰富受益明显。1) 碳目标带来政策预期明确，强调市场化机制，投资回报可预测性大幅改善，行业不确定性显著减少，估值提升。2) 从现金流角度：环保行业工程业务转入运营期，现金流持续转好，享运营红利；3) 从成长与估值角度：部分细分赛道成长性突出，优质公司维持高增，受整体板块估值的影响，估值目前处于低位。高成长性未能匹配对应的估值，资产价值凸显。

■ **碳战略目标下政策预期明确，回报预期稳定估值提升。**碳中和是追求高质量可持续发展的必由之路，我国多次宣示“3060”碳达峰碳中和目标彰显决心。生态环保产业契合碳中和战略背景，多维度受益。碳背景下，绿色产业价值持续体现，政策预期明确，双碳+绿电+生态补偿相关政策不断出炉，政策兑现强化市场机制和资产回报稳定性。国务院办公厅印发《关于深化生态保护补偿制度改革的意见》，强调多元化补偿制度、强化市场机制。《绿电交易试点工作方案》开启，绿色电力价值体现，清洁能源收入端有望走向市场化。《2021年生物质发电项目建设工作方案》印发，国补退坡&竞价政策落实，不确定因素显著减少，垃圾焚烧商业模式理顺在即，现金流改善。

■ **现金流角度：现金流持续转好享运营红利。**随着在建项目的逐步转入运营期，运营类业务占比逐步提升。部分公司主动由工程类业务向运营类业务转型，业绩确定性增强，现金流转好，进入项目运营红利期。从垃圾焚烧角度切入，头部公司光大环境、瀚蓝环境现金流持续改善。1) 2021年上半年瀚蓝环境经营性净现金流达10.74亿元，同比大增94.5%，2) 光大环境港股上市，根据会计准则将BOT投资确认为合约资产，列入经营性现金流流出，导致表观经营性净现金流为负值。我们用表观经营性现金流净额扣除合约资产观察变化趋势，可以发现2015-2020年公司扣除当期合约资产增加值的经营性净额持续改善。我们认为未来随项目逐渐投产以及垃圾焚烧行业商业模式转好，龙头公司真实经营性现金流有望进一步向上，迎来自由现金流转正拐点。

■ **成长与估值角度：高成长对应低估值价值显现。**环保部分细分赛道成长性突出，赛道内优质公司有望维持高增，受整体板块估值的影响，估值目前处于低位。高成长性未能匹配对应的估值，板块与公司价值凸显。

■ **投资建议：**碳战略背景下，环保行业内涵进一步丰富，受益明显。政策指引下，投资回报预期稳定，项目逐步进入运营期现金流逐年好转，高成长性逐步兑现，估值处于底部，投资价值凸显。重点推荐：

【清洁能源】光大环境（垃圾焚烧龙头强者恒强，现金流&盈利改善迎价值重估）、百川畅银（垃圾填埋气发电龙头份额20%，碳减排利润弹性大）、瀚蓝环境（优秀整合能力助力份额扩张，大固废综合产业园降本增效扩张可期），建议关注伟明环保、绿色动力、三峰环境。

【资源化】高能环境（危废资源化优质ToB赛道，复制雨虹优势再造资源化龙头）、天奇股份（动力电池再生迎长周期高景气，汽车后市场龙头积极布局大步入场）、英科再生（再生塑料稀缺龙头，全产业链&全球布局，技术优势开拓塑料循环利用蓝海）

【水务】洪城环境（高分红&加速成长，综合公用事业平台价值重估）

【环卫电动化】宇通重工（两大预期差，宇通份额提升盈利领先验证优势）

■ **风险提示：**政策推广不及预期，融资环境改善不及预期，财政支出不及预期，行业竞争加剧

行业走势



相关研究

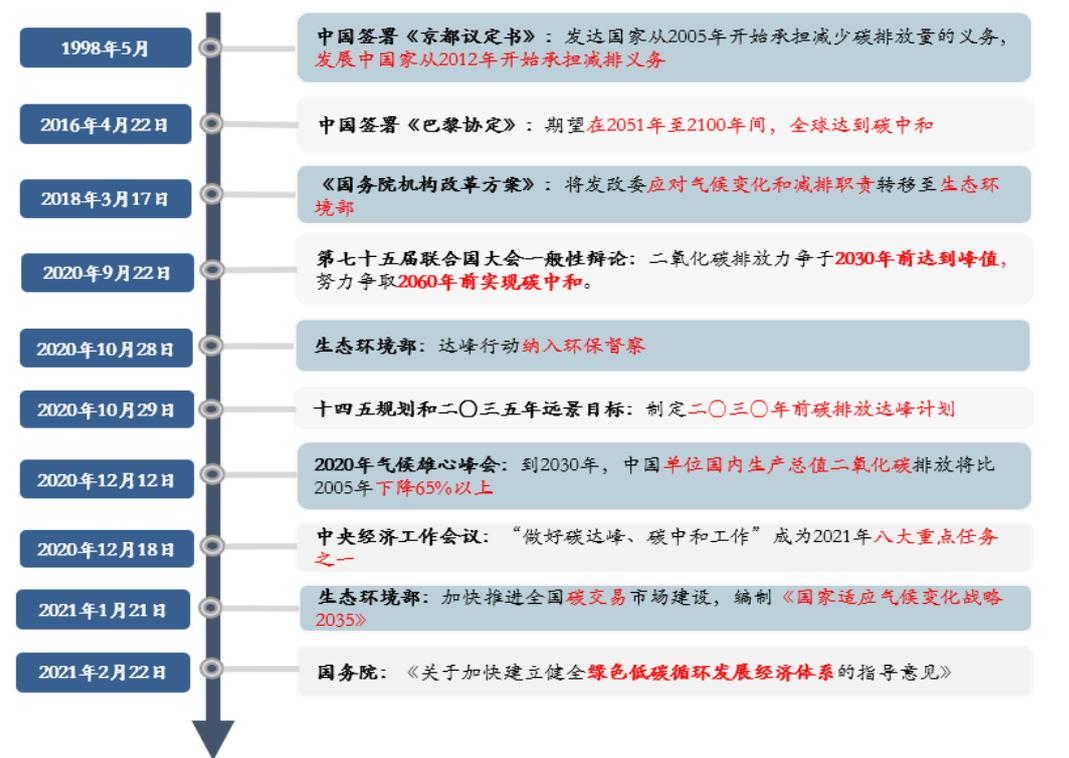
- 1、《环保工程及服务行业周报：生态环境部开展碳监测评估试点工作，积极关注动力电池再生周期高景气赛道》2021-09-26
- 2、《环保工程及服务行业周报：生态保护补偿制度改革意见出台，“十四五”鼓励再生资源同极化利用》2021-09-20
- 3、《环保工程及服务行业：鼓励废塑料同级化、高附加值利用，再生塑料蓬勃发展正当时》2021-09-16

核心观点：碳生态战略目标下，环保行业内涵丰富受益明显。1) 碳目标带来政策预期明确，强调市场化机制，投资回报可预测性大幅改善，行业不确定性显著减少，估值提升。2) 从现金流角度：环保行业工程业务转入运营期，现金流持续转好，享运营红利；3) 从成长与估值角度：部分细分赛道成长性突出，优质公司维持高增，受整体板块估值的影响，估值目前处于低位。高成长性未能匹配对应的估值，资产价值凸显。

1. 碳战略目标下政策预期明确，回报预期稳定估值提升

气候变化成为全球性难题，碳中和是追求高质量可持续发展的必由之路。碳中和不仅是生态要务，更是突破发展瓶颈的关键。温室气体减排规划部署已久，多次宣示“3060”碳达峰碳中和目标彰显决心。

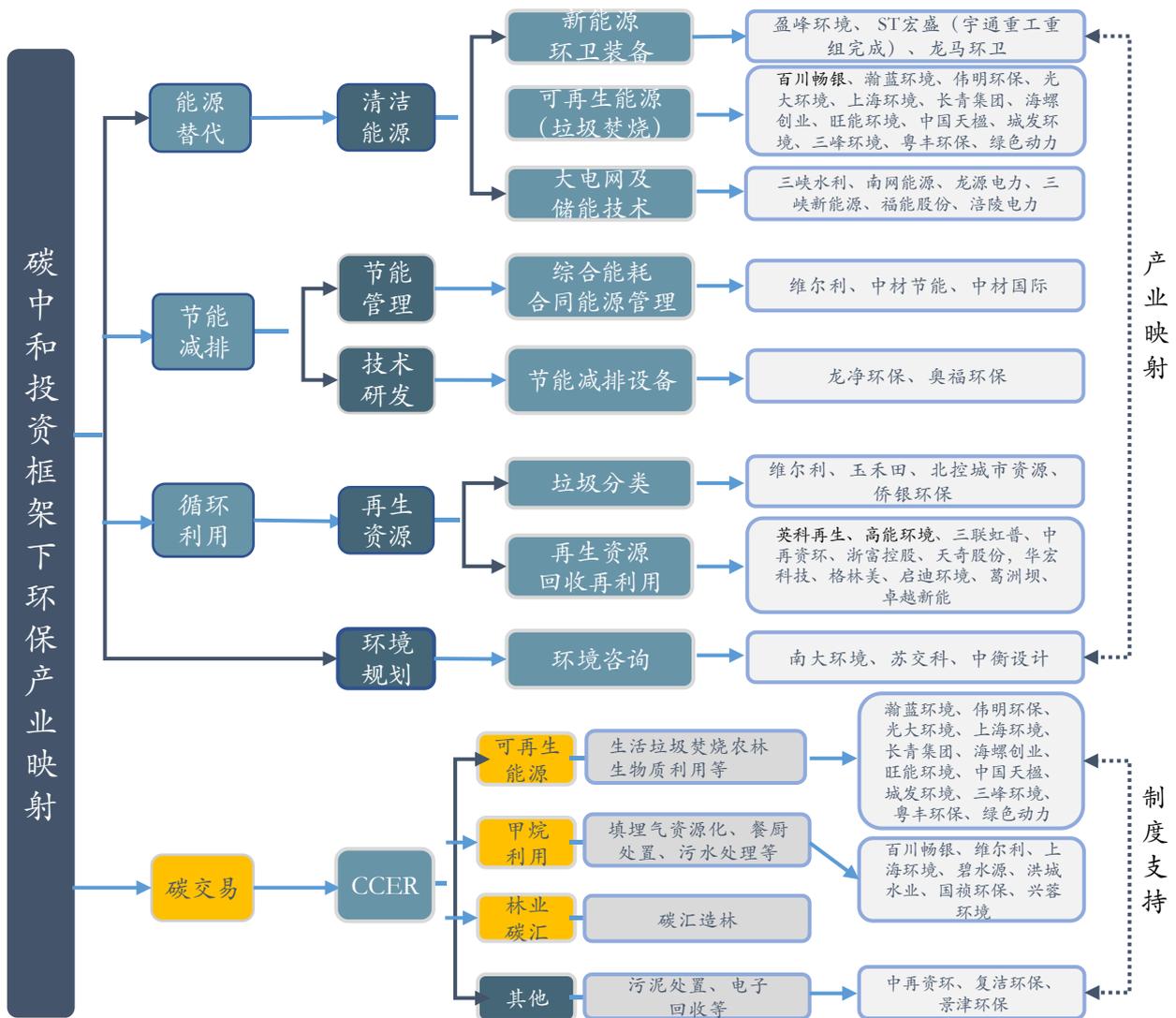
图 1：碳达峰碳中和纳入十四五规划，各部门积极出台行动方案



数据来源：各部委网站，固废观察，东吴证券研究所

“碳”战略背景下，环保行业受益明显。我们构建碳背景下投资框架和环保产业映射，包括前端能源替代、中端节能减排、后端循环利用以及碳交易作为制度保障。生态环保产业契合碳中和战略背景，多维度受益。

图 2：构建碳背景下投资框架和环保产业映射



数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

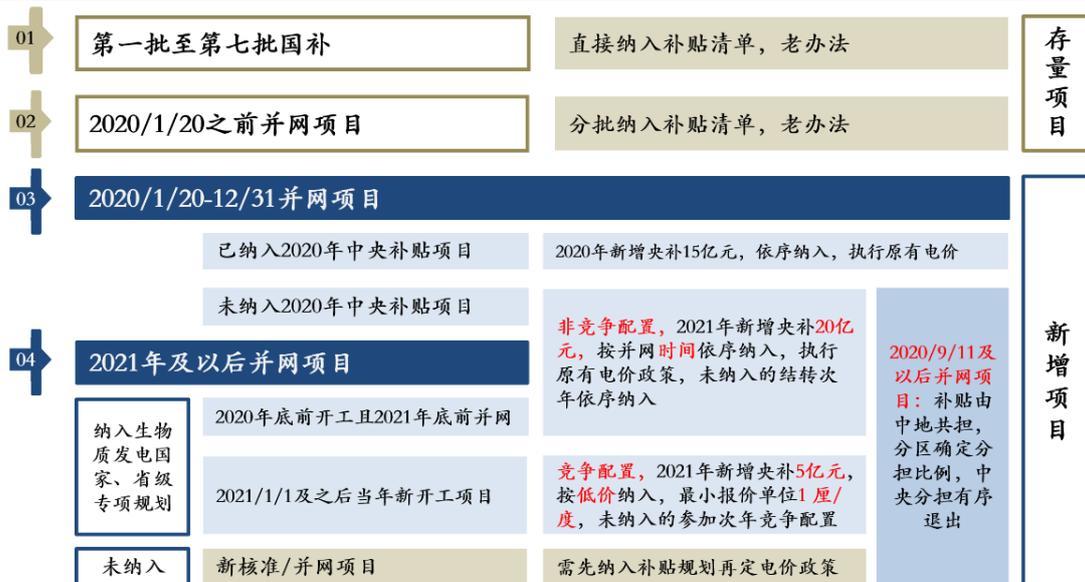
政策预期明确，强化市场机制和资产回报稳定性。碳背景下，绿色产业价值持续体现，政策预期明确，双碳+绿电+生态补偿相关政策不断出炉，政策兑现强化市场机制和资产回报稳定性。国务院办公厅印发《关于深化生态保护补偿制度改革的意见》，强调多元化补偿制度、强化市场机制。从清洁能源角度来看：1)《绿电交易试点工作方案》开启，收入端有望走向市场化。能耗双控趋严激励用电侧绿电需求，当前绿电交易主体为风电 光伏企业，水电、生物质等可再生能源有望后续纳入，收入端更市场化。2)《2021 年生物质发电项目建设工作方案》于 2021 年 8 月印发。自 2020 年国补出台一系列政策，明确新老划断和竞价政策，我们认为行业不确定因素已逐渐消除，明确低价竞争和央地分担，国补压力减轻存量补贴发放有望加速，国补退坡促进垃圾处理费向 C 端顺价，改善现金流，行业估值有望迎来修复。

图 3: 政策预期明确, 政策密集出台, 强调市场机制和资产回报稳定性

发文日期	政策名	发文单位	主要内容
2021-9-16	完善能源消费强度和总量双控制度方案	国家发改委	提出2025、2030、2035能源资源配置和利用效率要求, 完善指标设置及分解落实机制, 增强对能源消费总量管理弹性, 推行用能指标市场化交易
2021-9-15	“十四五”塑料污染治理行动方案	国家发改委、生态环境部	主要任务: 1) 积极推动塑料生产和使用源头减量; 2) 加快推进塑料废弃物规范回收、清运、利用和处置, 建立完善农村塑料废弃物收运处置体系; 3) 大力开展重点区域塑料垃圾清理整治, 加强江河湖海、旅游景区、农村塑料垃圾清理整治。行动方案完善塑料污染全链条治理体系
2021-9-12	关于深化生态保护补偿制度改革的意见	中共中央办公厅、国务院办公厅	提出到2025年, 与经济社会发展状况相适应的生态保护补偿制度基本完备, 到2035年, 适应新时代生态文明建设要求的生态保护补偿制度基本定型, 并 强调完善分类补偿制度、健全综合补偿制度、发挥市场机制作用从而加快推进多元化补偿
2021-9-10	中华人民共和国循环经济促进法	国家发改委	重点规范: 1) 生产者责任延伸制度、全生命周期管理、绿色供应链管理; 2) 废旧物资特别是废弃电子信息产品、动力电池等回收体系建设。3) 资源再生循环利用、再制造及再生原料和再制造产品推广使用; 4) 水资源循环利用; 5) 垃圾分类与生活垃圾、厨余垃圾、餐厨废弃物、建筑废弃物、园林废弃物、城市污泥资源化利用
2021-9-7	绿色电力交易试点工作方案	国家发改委、国家能源局	明确了绿色电力交易定义和交易框架, 强调了绿色电力交易的优先原则, 规范了绿色电力产品的交易方式, 厘清了绿色电力产品的市场化定价机制, 鼓励绿电交易价格可以高于发电企业核定的上网价格和电网企业收购的价格, 充分体现了电能的绿色价值和环境价值
2021-8-19	2021年生物质发电项目建设工作方案	国家发展改革委、财政部、国家能源局	国补新政明确新老划断分类管理, 竞价上网效率优先。2021年新增生物质发电央补25亿元总量扩大, 其中竞价配置补贴资金5亿元后续逐年增加。 央地分担比例分区确定, 国补压力减轻存量补贴发放有望加速
2021-8-7	城镇供水价格管理办法	国家发改委、住建部	提出, 建立健全以“ 准许成本加合理收益 ”为核心的定价机制, 制定城镇供水价格, 以成本监审为基础, 通过核定准许成本、监管准许收益确定准许收入, 根据核定供水量确定供水价格
2021-7-7	“十四五”循环经济发展规划	国家发改委	明确至2025年主要资源产出率比2020年提高约20%, 单位GDP能源消耗、用水量比2020年分别降低13.5%、16%左右, 大宗固废综合利用率达60%, 废纸利用量达6000万吨, 废钢利用量达3.2亿吨, 资源循环利用产业产值达5万亿元
2021-5-12	关于土地闲置费城镇垃圾处理费划转有关征管事项的公告	国家税务总局, 财政部, 自然资源部, 住建部, 中国人民银行	自2021年7月1日起, 住建部等部门负责征收的按行政事业性收费管理的 城镇垃圾处理费划转至税务部门征收 。未按时缴纳的, 由税务部门出具催缴通知, 并通过涉税渠道及时追缴

数据来源: 政府网站, 东吴证券研究所

图 4: 生物质发电中央补贴政策



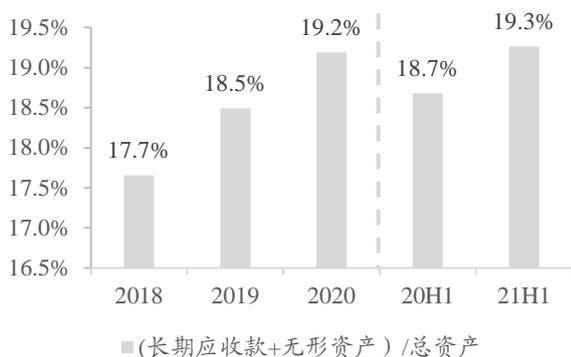
注: 据《对十三届全国人大三次会议第4866号建议的答复》所示, 2020年中央新增生物质发电补贴资金安排, 并确定2020年底前在建和并网的生物质发电项目仍沿用现行电价政策, 充分保障生物质发电产业平稳发展。

数据来源: 发改委、能源局、东吴证券研究所整理

2. 现金流角度：现金流持续转好享运营红利

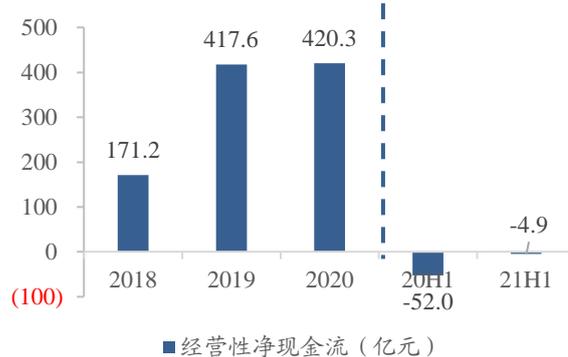
环保运营占比提升，现金流表现转好。环保工程类业务弹性大、增速快，在行业快速增长期，环保公司更多通过工程类业务实现规模体量的快速壮大，发展较为粗放，也存在发展过度依赖资本驱动，现金流不佳的情况。**运营类业务**发展稳定可持续，提供稳定优质现金流，是环保行业良性的发展模式。行业发展随着在建项目的逐步转入运营期，板块整体运营类业务占比逐步提升。此外，部分公司主动由工程类业务向运营类业务转型，**业绩确定性增强，现金流转好，进入项目运营红利期。**选取东吴环保 107 只成分股，以长期应收款与无形资产合计值于总资产之中的占比考察行业运营资产的占比，可以发现**环保行业运营资产占比持续提升**，2020 年运营资产占比达 19.2%，同比提升 0.7pct，21H1 运营资产占比 19.3%，同比提升 0.6pct。**经营性净现金流逐步提升。**2020 年板块经营性净现金流达 420.3 亿元，较 2018 年提升近 145%，2021 年上半年经营性净现金流-4.9 亿元，主要是业务周期回款所致，较去年同期-52 亿元，经营性净现金流表现提升明显。

图 5：环保板块运营资产占比情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

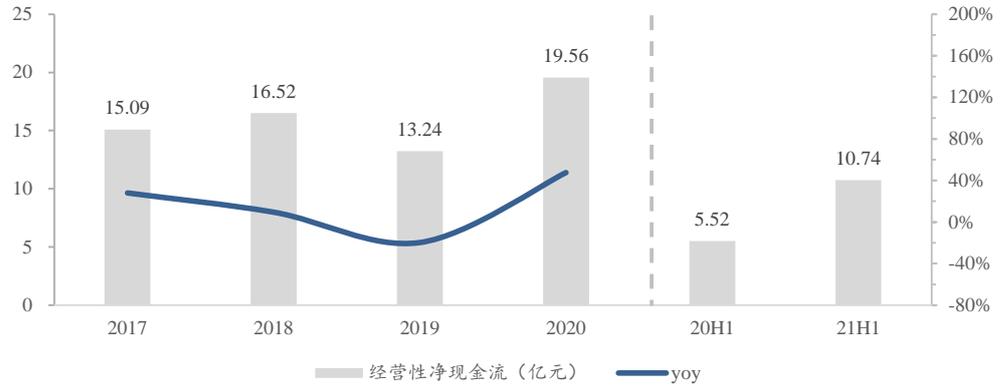
图 6：环保板块经营性净现金流情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

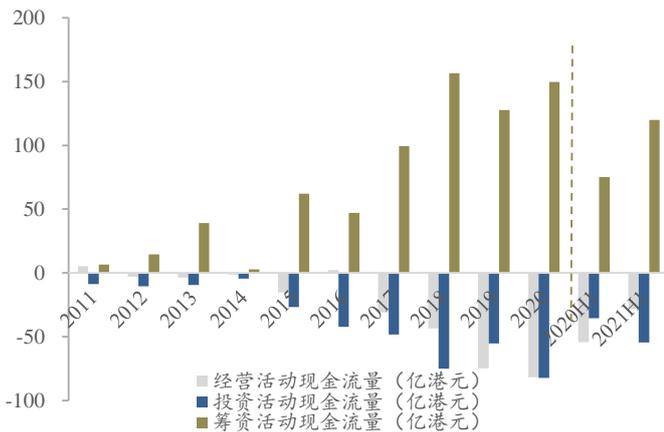
垃圾焚烧头部公司经营性净现金流大幅好转。从垃圾焚烧头部公司光大环境和瀚蓝环境角度切入，**垃圾焚烧行业头部公司现金流逐年改善。**1) 2021 年上半年**瀚蓝环境**经营性净现金流达 **10.74 亿元**，同比大增 **94.5%**，现金流表现提升明显。2) 垃圾焚烧龙头**光大环境**港股上市，根据会计准则公司将 BOT 投资确认为合约资产，列入经营性现金流流出，导致表观经营性净现金流为负值。我们用表观经营性现金流净额扣除合约资产观察变化趋势，可以发现 2015-2020 年公司**扣除当期合约资产增加值的经营性净额持续改善**。我们认为未来随项目逐渐投产以及垃圾焚烧行业商业模式转好，龙头公司**真实经营性现金流有望进一步向上，迎来自由现金流转正拐点。**

图 7: 瀚蓝环境经营性净现金流逐年提升



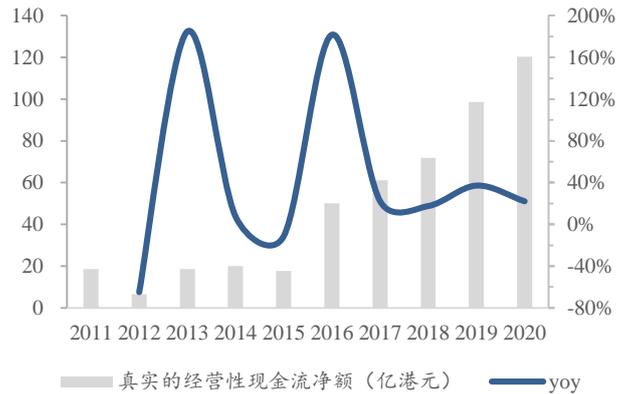
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 光大环境现金流量情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9: 光大环境真实经营性现金流净额持续改善

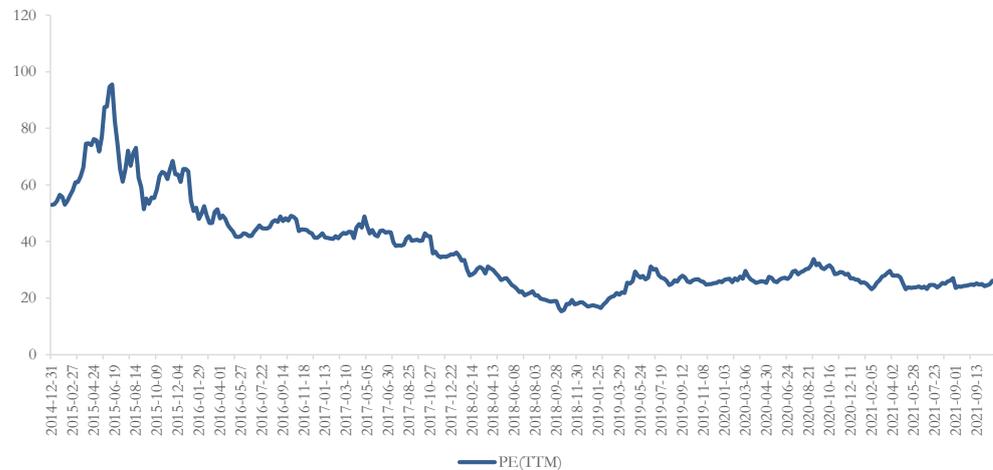


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 成长与估值角度: 高成长对应低估值价值显现

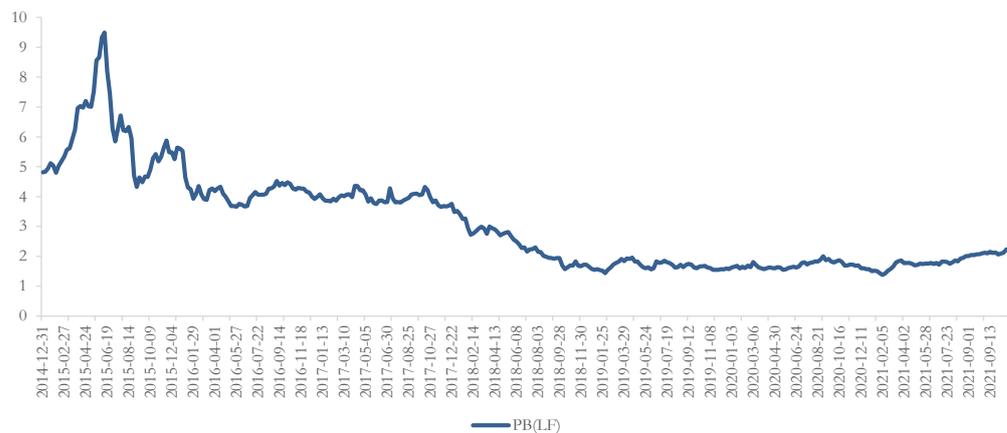
环保板块估值处于历史底部。PE 见底回升稳企稳。回顾 2015 至 2021Q3 板块 PE (TTM) 走势, 2015 年达到高点 95.53x 后持续下行。在 18 年底 19 年初触底 15x。2019 年以来, 板块 PE 企稳回升, 截至 2021/9/23, PE (TTM) 为 26.18x, 较 19 年初低点提升了约 71.1%。2015 至 2021Q3 板块 PE 中位数 26.67x, 当前 PE 为五年中位数的 88.2%, 仍处于底部。**PB 处于见底回升稳企稳。**回顾 2015 至 2021Q3 板块 PB (LF) 走势, 2015 年达到高点 9.49x 后持续下行, 在 21 年 2 月初触底 1.38X。2021 年以来板块 PB 企稳回升, 截至 2021/9/23, PB (LF) 为 2.23x, 较 2021 年初低点提升了约 61.6%。2015 至 2021Q3 板块 PB 中位数 2.30x, 当前 PB 为五年中位数的 97.0%, 仍处于底部。

图 10: 环保板块 PE 仍处于底部



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 11: 环保板块 PB 仍处于底部



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

高成长性对应低估值价值凸显。环保部分细分赛道成长性突出, 赛道内优质公司有望维持高增, 受整体板块估值的影响, 估值目前处于低位。高成长性未能匹配对应的估值, 体现出较好性价比, 公司资产价值凸显。在核心推荐赛道与标的中, 按 2020-2023 年三年业绩增长 CAGR 增速降序排列, 可以看到优秀细分赛道和标的成长性优异, 估值相对较低, 价值凸显。

图 12: 高成长性对应低估值价值凸显

序号	公司	赛道	2020-2023年业绩 CAGR	PE		
				2021E	2022E	2023E
1	天奇股份	动力电池再生	79%	40.8	27.0	18.2
2	英科再生	再生塑料	40%	42.9	27.6	18.2
3	百川畅银	沼气利用	34%	42.4	29.0	22.5
4	高能环境	危废资源化	34%	24.5	18.8	14.4
5	宇通重工	环卫电动化	25%	21.9	17.5	13.9
6	洪城环境	水务固废运营	24%	10.2	7.6	6.5
7	瀚蓝环境	垃圾焚烧	19%	17.3	14.5	12.6
8	光大环境	垃圾焚烧	10%	4.8	4.7	4.6

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 业绩 CAGR 基于东吴证券研究所外发报告盈利预测, 估值日为 (2021/9/27)

4. 投资建议

碳战略背景下, 环保行业内涵进一步丰富, 受益明显。政策指引下, 投资回报预期稳定, 项目逐步进入运营期现金流逐年好转, 高成长性逐步兑现, 估值处于底部投资价值凸显。我们重点推荐:

【清洁能源】光大环境 (垃圾焚烧龙头强者恒强, 现金流&盈利改善迎价值重估)、百川畅银 (垃圾填埋气发电龙头份额 20%, 碳减排利润弹性大)、瀚蓝环境 (优秀整合能力助力份额扩张, 大固废综合产业园降本增效扩张可期), 建议关注伟明环保、绿色动力、三峰环境。

【资源化】高能环境 (危废资源化优质 ToB 赛道, 复制雨虹优势再造资源化龙头)、天奇股份 (动力电池再生迎长周期高景气, 汽车后市场龙头积极布局大步入场)、英科再生 (再生塑料稀缺龙头, 全产业链&全球布局, 技术优势开拓塑料循环利用蓝海)

【水务】洪城环境 (高分红&加速成长, 综合公用事业平台价值重估)

【环卫电动化】宇通重工 (两大预期差, 宇通份额提升&盈利领先验证优势)

图 13: 推荐及建议关注公司

细分赛道	代码	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元) / 归母净利润YOY			PE		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
清洁能源	0257.HK	光大环境	377.79	78.02	79.05	81.14	4.8	4.8	4.7
				29.69%	1.32%	2.64%			
	300614.SZ	百川畅银	72.68	1.60	2.34	3.02	45.4	31.1	24.1
				28.14%	46.25%	29.06%			
	600323.SH	瀚蓝环境	224.95	12.84	15.3	17.61	17.5	14.7	12.8
				21.48%	19.16%	15.10%			
	603568.SH	伟明环保 (建议关注)	363.89	16.21	19.97	23.33	22.5	18.2	15.6
28.91%				23.21%	16.80%				
601330.SH	绿色动力 (建议关注)	167.21	7.54	9.43	11.52	22.2	17.7	14.5	
			49.72%	25.12%	22.16%				
601827.SH	三峰环境 (建议关注)	183.94	12.02	12.70	14.97	15.3	14.5	12.3	
			66.78%	5.66%	17.82%				
资源化	603588.SH	高能环境	187.96	7.70	10.04	13.10	24.4	18.7	14.3
				40.00%	30.39%	30.48%			
	002009.SZ	天奇股份	57.84	1.56	2.36	3.50	37.1	24.5	16.5
	688087.SH	英科再生	104.00	2.51	3.90	5.90	41.4	26.7	17.6
				15.67%	55.38%	51.28%			
水务	600461.SH	洪城环境	83.34	8.18	10.95	12.75	10.2	7.6	6.5
				23.19%	33.86%	16.44%			
环卫电动化	600817.SH	宇通重工	79.77	3.63	4.54	5.69	22.0	17.6	14.0
				23.47%	25.07%	25.33%			

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 光大环境市值及归母净利润单位为 (亿港元)

注: 伟明环保、绿色动力、三峰环境归母净利润来自 Wind 盈利预测一直预期, 其余标的归母净利润均来自东吴证券研究所外发报告

注: 估值日为 (2021/9/27)

5. 风险提示:

1) 政策推广不及预期:

政策推广执行过程中面临不确定的风险, 可能导致政策执行效果不及预期。

2) 融资环境改善不及预期:

融资环境虽有改善, 但与国内总体经济情况、宏观调控、外围市场变化息息相关, 可能导致融资环境改善不及预期。

3) 财政支出低于预期:

财政支出受国家宏观调控影响, 存在变化的可能, 且不同地方政府财政情况不同, 可能导致财政支出实际执行效果不及预期。

4) 行业竞争加剧:

环保燃气行业市场参与者众多, 竞争激烈。且随着行业模式、竞争格局以及国企央企入主等的变化, 企业实力增强, 行业竞争加剧。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

