

环保行业：千帆竞过，运营凸显

邹序元 首席分析师

SAC执证编号：S0110520090002

zouxuyuan@sczq.com.cn

电话：86-10-8115 2655

张露 研究助理

zhanglu001@sczq.com.cn

电话：86-10-8115 2631

核心观点

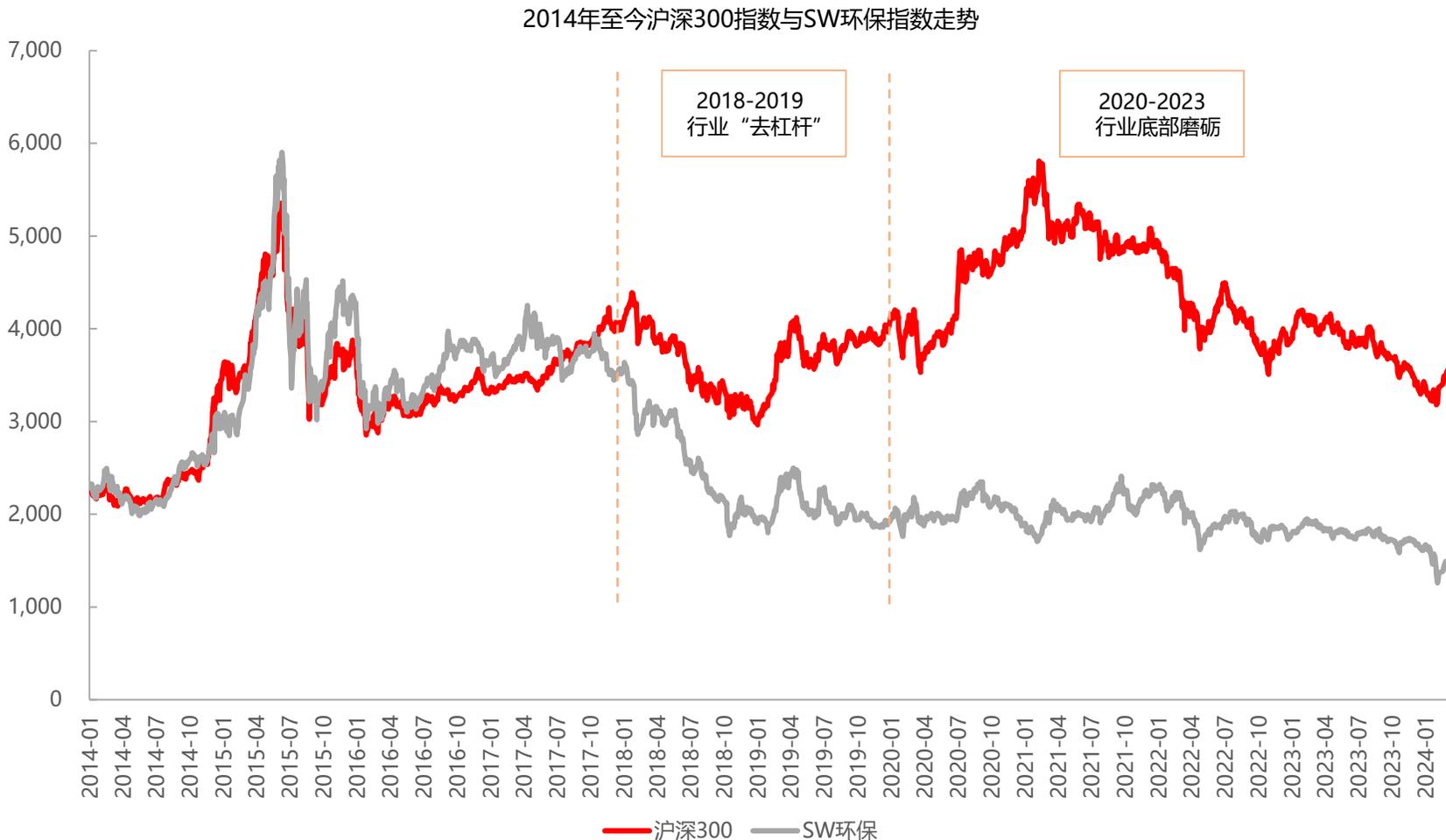
- ◆ **千帆竞过，拥抱环保运营。** 2018-2019年，“去杠杆”和“清理地方政府隐性债务”直指原有的过于依赖地方财政的商业模式。2020-2023年间，环保行业处于底部磨砺阶段，不断探索和优化商业模式。水务、固废、环卫等细分领域进入运营时代。
- ◆ **水务运营：水价具备上调空间。** 供水价格低于用户可承受水价范围，水价支付方式转变，水价有望延续稳中有升态势。
- ◆ **投资建议。** 我们给予行业“中性”的投资评级。环保行业进入运营时代，盈利能力和盈利质量是焦点。关注运营类资产的现金流状况和分红能力。从股息收益率和现金流折现的估值方法出发，重点关注公司盈利的可持续性和稳定性、现金流的可预测性、股息分红的比例和可实现性等维度。

01 拥抱环保运营

1. 拥抱环保运营

1.1 环保周期：沉舟侧畔千帆过

- 2018-2019年，“去杠杆”和“清理地方政府隐性债务”直指原有的过于依赖地方财政的商业模式，环保产业深度调整。
- 2020-2023年，环保行业处于底部磨砺阶段，不断探索和优化商业模式。



1. 拥抱环保运营

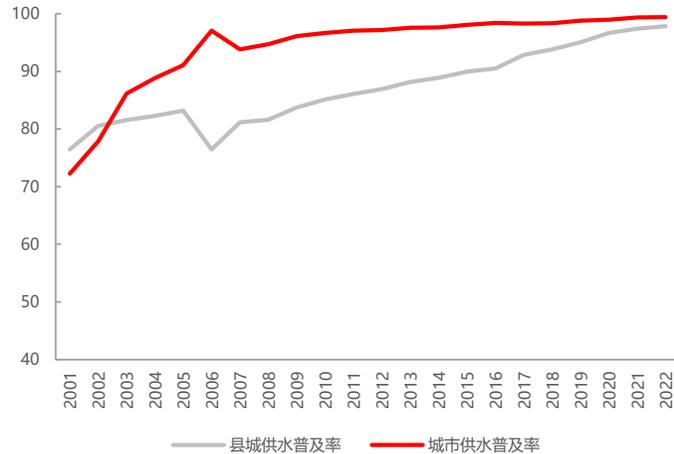
1.2 从建设到运营

- **供水普及率及污水处理率高企。**截至2022年，我国城市、县城供水普及率分别达99.4%、97.9%，污水处理率分别达98.1%、96.9%。
- **水务行业固定资产投资增速放缓，步入存量时代。**

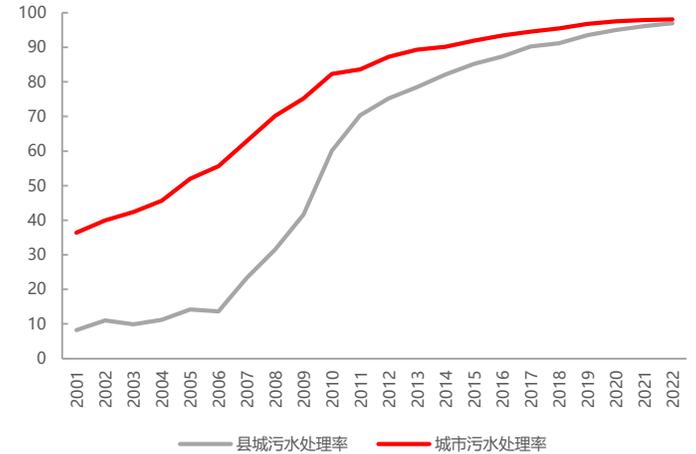
供水：截至2022年，我国城市/县城供水固定资产投资规模分别达713/289亿元，同比增速分别为-7.4%/13.4%。

排水：截至2022年，我国城市/县城排水固定资产投资规模分别达1905亿元/772亿元，同比增速分别为-8.4%/21.3%，水务行业基础设施建设趋于成熟，大规模扩建时期已过。

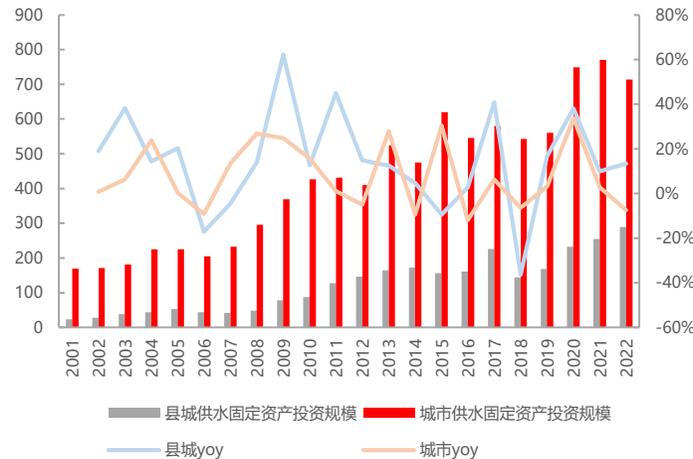
2001-2022年县城及城市供水普及率 (%)



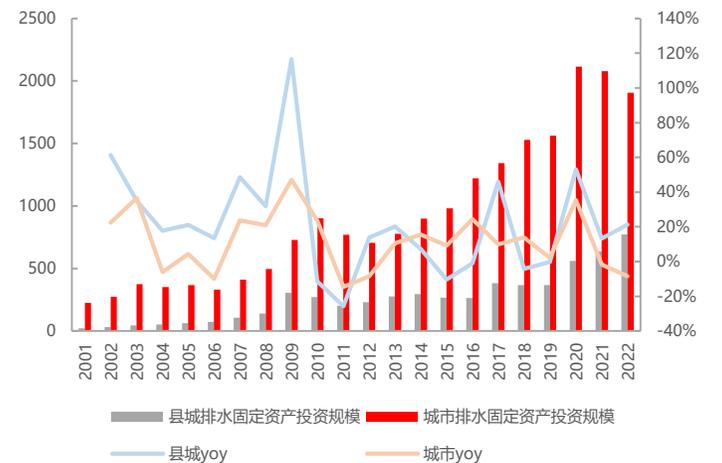
2001-2022年县城及城市污水处理率 (%)



2001-2022年供水固定资产投资规模及增速 (亿元)



2001-2022年排水固定资产投资规模及增速 (亿元)



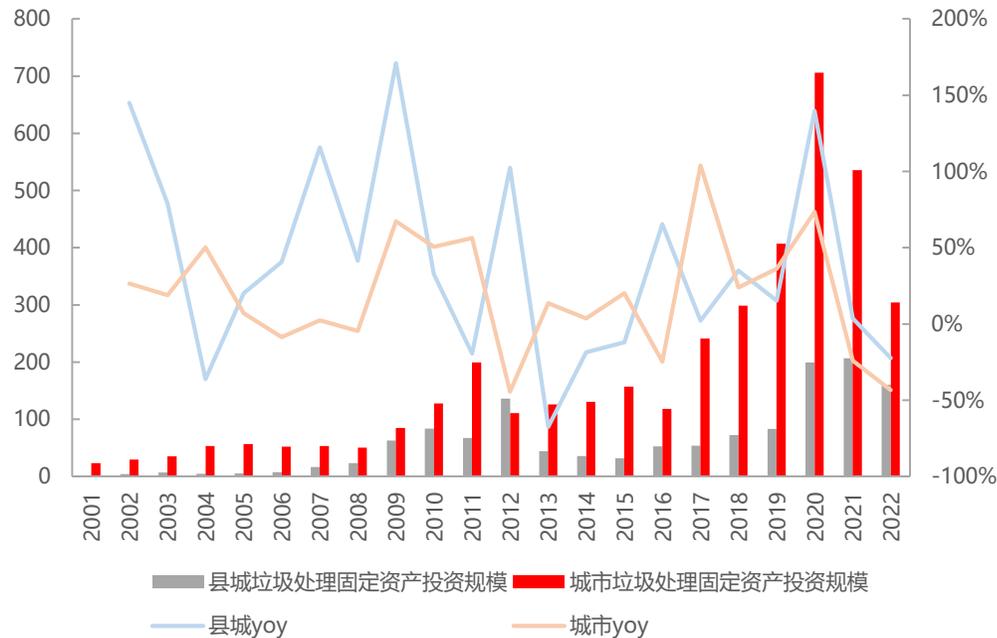
资料来源：《2022年城乡建设统计年鉴》，首创证券

1. 拥抱环保运营

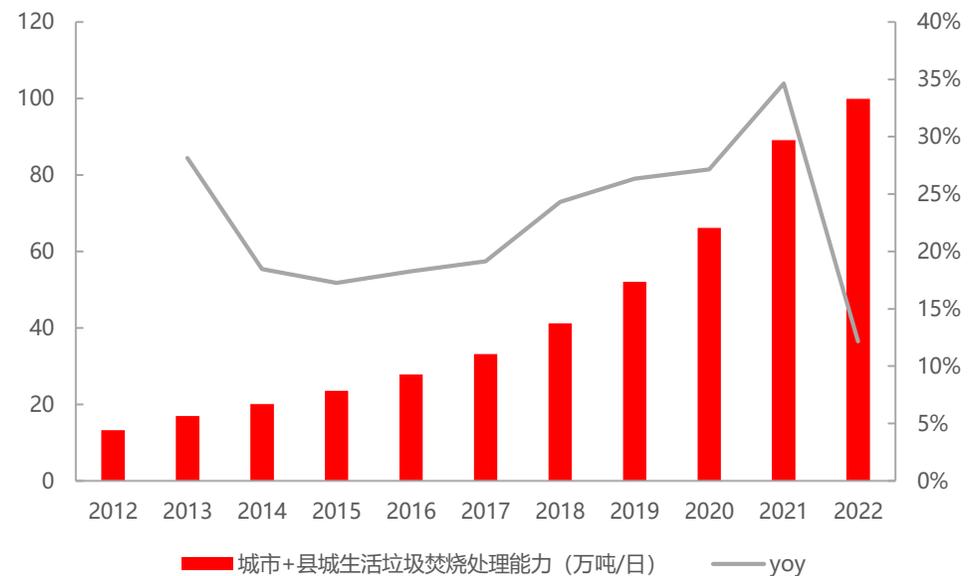
1.2 从建设到运营

- 我国垃圾处理行业高速投资扩建时期已过，垃圾处理能力提前达标，进入运营时期，降本增效成为核心竞争因素。2022年我国城市/县城垃圾处理固定资产投资规模分别为304/161亿元，同比增速分别为-43.2%/-22.4%，增速进一步放缓。2012-2022年我国城市+县城垃圾焚烧处理能力由13.2万吨/日增长至99.9万吨/日，其中城市生活垃圾焚烧能力达80.5万吨/日，已满足我国《“十四五”新型城镇化实施方案》中2025年城镇生活垃圾焚烧处理能力达到80万吨/日左右的目标。

2001-2022年我国垃圾处理固定资产投资规模（亿元）



2012-2022年我国城市+县城生活垃圾焚烧处理能力



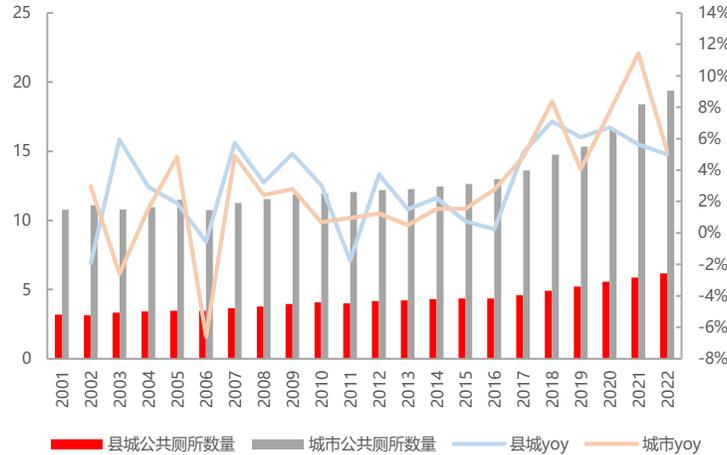
资料来源：《2022年城乡建设统计年鉴》，首创证券

1. 拥抱环保运营

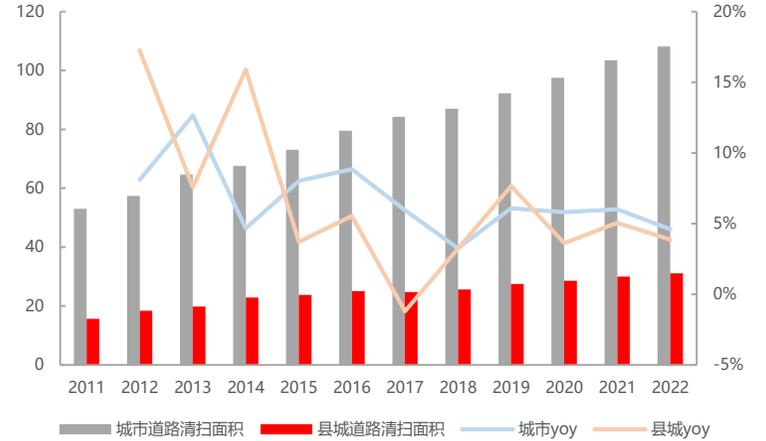
1.2 从建设到运营

- 传统环卫业务增速放缓，进入存量竞争时代，机械化、智能化凸显运营能力。
- 传统环卫与城市化进程相关度较高，随着城市化建设逐步完善，进程放缓，我国城市及县城公厕数量、城市道路清扫面积、垃圾清运量增速放缓，县城环卫设备增速持续下滑。
- 整体来看，我国传统环卫行业进入存量竞争时代，行业公司逐步向城市综合管理、机械化智能化方向拓展，运营能力强劲的公司有望进一步降本增效，打开市场空间，提升盈利能力。

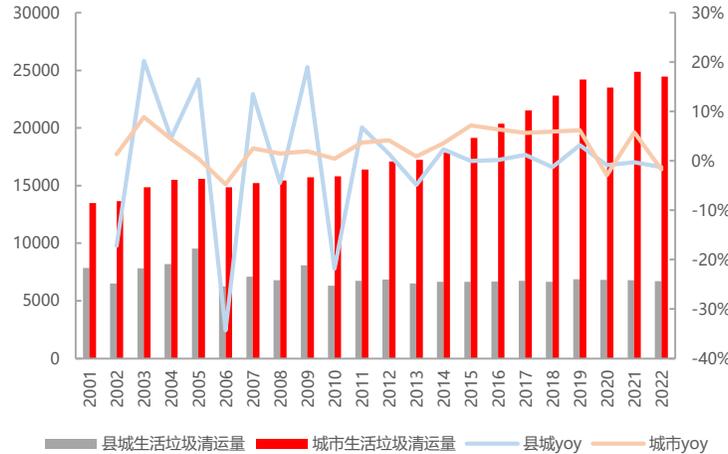
2001-2022年县城及城市公共厕所数量（万座）



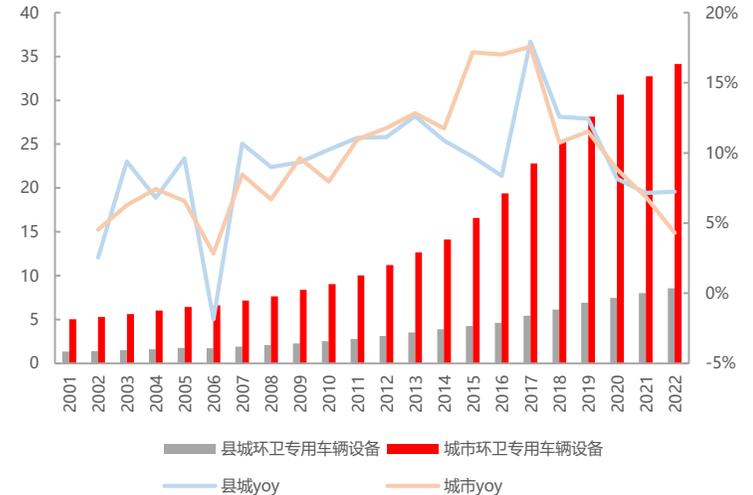
2011-2022年县城及城市道路清扫面积（亿平方米）



2001-2022年县城及城市生活垃圾清运量及增速（万吨）



2001-2022年县城及城市环卫设备数量及增速（万辆）



资料来源：《2022年城乡建设统计年鉴》，首创证券

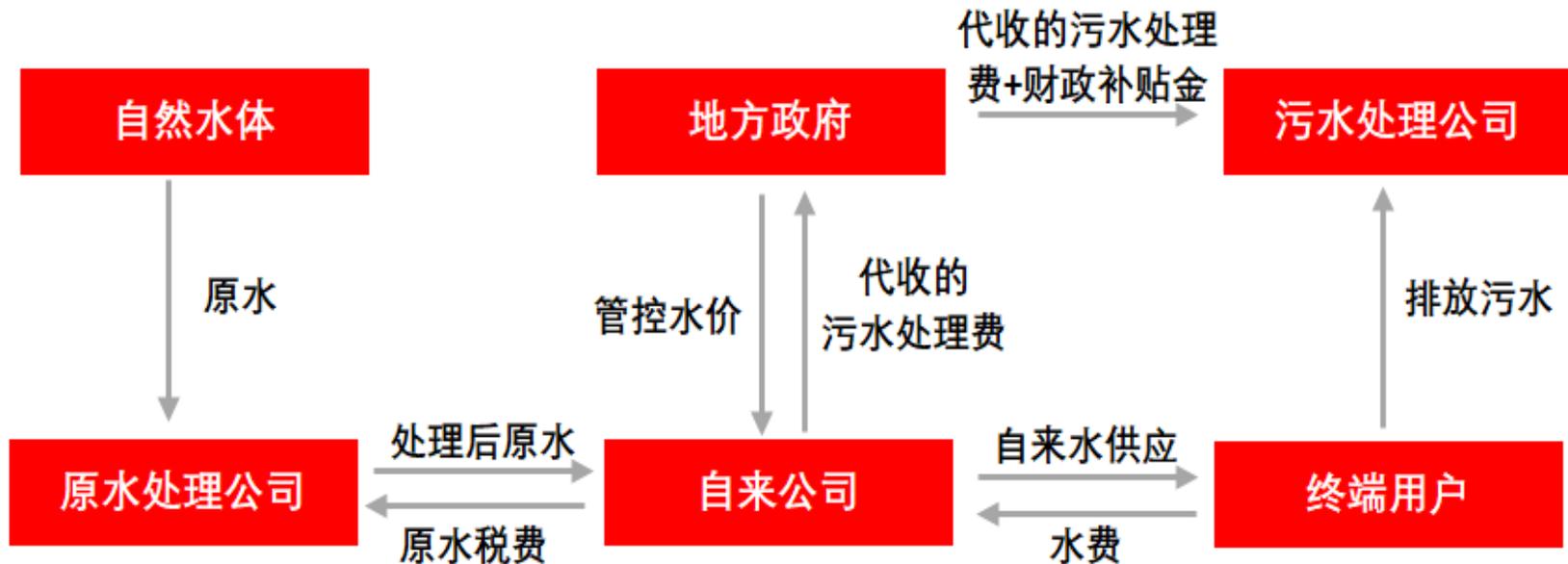
02 水务运营

2. 水务运营

2.1 水务运营关键要素

- 我国终端水价由基本水价、污水处理费、水资源费（税）、附加费/基金构成，自来水公司向终端用户收取水费，终端水价*供水量构成自来水公司收入，污水处理费由自来水公司代收后上交地方政府，地方政府统筹使用污水处理费及地方财政补贴资金向污水处理公司支付污水处理费。

水务运营产业链



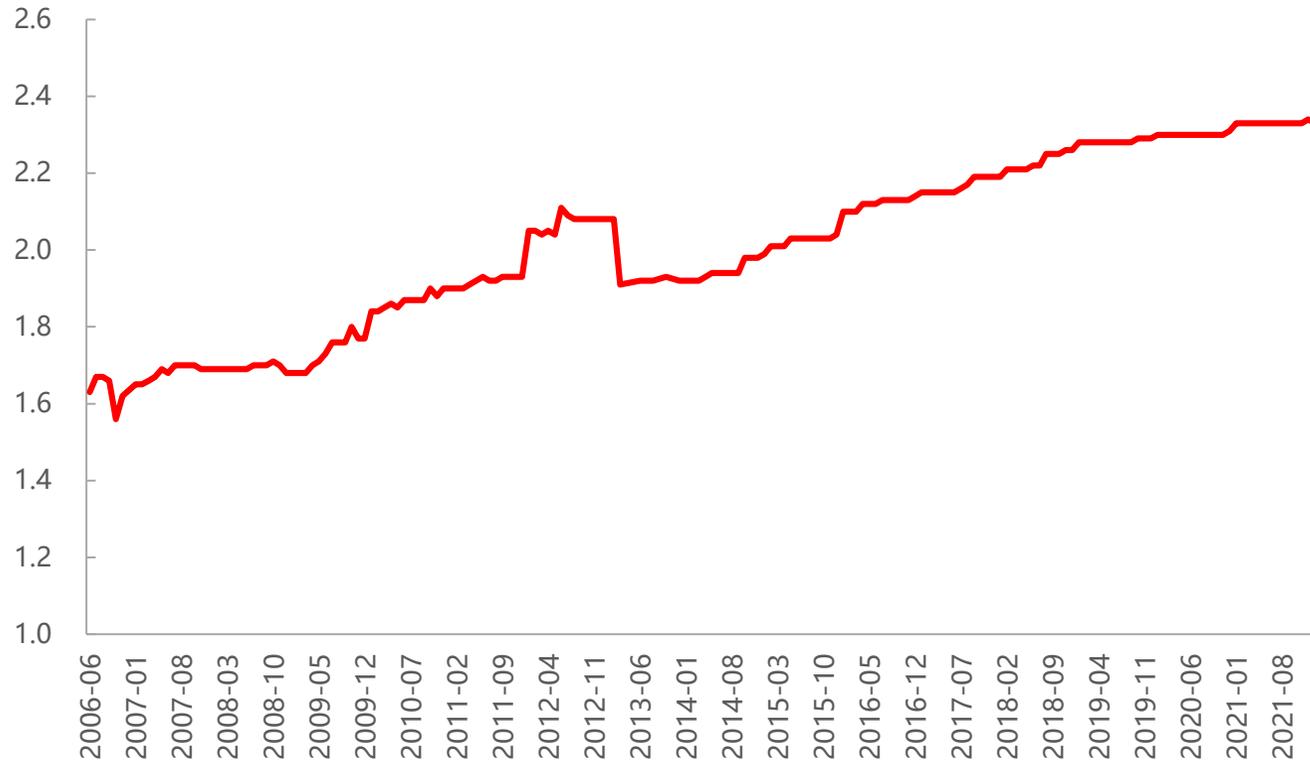
资料来源：前瞻产业研究院，首创证券

2. 水务运营

2.2 供水及污水处理价格仍有上行空间

- **我国供水价格缓慢上升。**2006年6月至2022年1月，我国36个城市居民用水价格由1.63元/吨缓慢上升至2.33元/吨，涨幅为43%。供水价格受到区域、经济发展等多种因素影响，长期来看，随着人口增长、城镇化工业化进程推进，有限的水资源竞争加剧，供水价格仍有上涨趋势。

2013-2022年36个城市居民用水价格（元/吨）



资料来源: wind, 首创证券

2. 水务运营

2.2 供水及污水处理价格仍有上行空间

- 新政落地催化水务行业开启新一轮调价周期，水价有望延续稳中有升态势。** 2021年10月，国家发改委、住建部修订印发的新版《城镇供水价格管理办法》和《城镇供水定价成本监审办法》明确城镇供水价格按照“准许成本加合理收益”的方法制定。《城镇供水价格管理办法》第十三条规定，“城镇供水价格监管周期原则上为3年，经测算需要调整供水价格的，按照价格听证相关规定进行”。新政施行后多地积极启动听证会，考虑多个地区距离上一次水价调整时间较久，预期水务行业将逐步进入新一轮调价周期，水价有望延续缓慢上涨趋势，为水务行业业绩增长注入新动力，同时缓解水务行业承压的供水毛利率。

新政落地后，催化多地调整供水价格

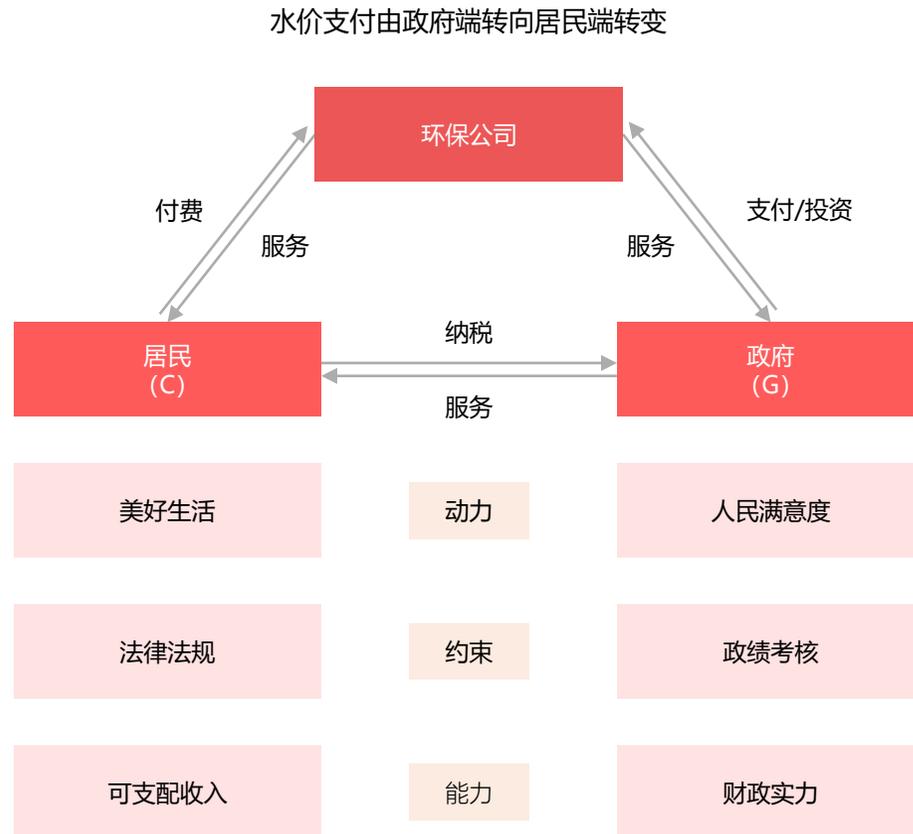
地区	调价时间	距上次调价时间（年）	具体内容
上海市	2021.11.01	8	第一阶梯综合水价从现行的每立方米3.45元调整为4.05元，其中供水价格为每立方米2.25元，污水处理费征收标准为每立方米2.00元（按每立方米用水量90%计算，实际为每立方米1.80元）；第二阶梯综合水价从现行的每立方米4.83元调整为5.80元，其中供水价格为每立方米4.00元；第三阶梯综合水价从现行的每立方米5.83元调整为8.79元，其中供水价格为每立方米6.99元。
湖南省衡阳市	2022.01.01	6	居民生活用水水价调整为2.57元/立方米、非居民用水水价调整为3.82元/立方米、特种用水水价调整为10.04元/立方米。
江苏省扬中市	2022.08.21	-	基本水价分别上调0.16元/m ³ ，同时将水利工程水费0.04元/m ³ 并入基本水价。居民用水第一阶梯水价由1.46元/m ³ 调整至1.66元/m ³ 。
江西省永新县	2023.03.01	-	居民生活用水价格基准水价提高到1.50元/立方米，二级水价提高到2.25元/立方米，三级水价提高到4.05元/立方米；非居民用水价格提高到2.30元/立方米（其中：工业企业用水暂按1.50元/立方米执行），特种行业用水提高到7元/立方米。
甘肃省高台县	2023.10.01	-	居民生活用水价格基准价格由1.60元/立方米调整为2.20元/立方米，第一级水量水价为2.20元/立方米；第二级水量水价为3.30元/立方米；第三级水量水价为4.40元/立方米。非居民用水价格由2.30元/立方米调整到3.50元/立方米。
上海市青浦区	2023.11.16	-	居民用户水价保持各阶梯水量不变，三个阶梯综合水价拟分别由3.45元/立方米、4.83元/立方米、5.83元/立方米调增至4.05元/立方米、5.80元/立方米、8.79元/立方米，其中：供水价格三个阶梯分别调增至2.25元/立方米、4.00元/立方米、6.99元/立方米；实际缴纳污水处理费按每立方米用水量90%计算，由1.53元/立方米调增至1.80元/立方米。
福建省龙岩中心城区	2024.01.01	10	居民生活用水价格由现行1.6元/吨调整至1.8元/吨（含0.08元/吨水资源费，下同）。非居民用水价格由现行1.9元/吨调整至2.2元/吨。特种用水价格由现行2.5元/吨调整至2.9元/吨。

资料来源：上海发展和改革委员会，衡阳市人民政府网，扬中市人民政府网，江西省水务集团有限公司，高台县人民政府网，上海市青浦区人民政府网，人民号，首创证券

2. 水务运营

2.2 水价支付方式转变

- **水价支付方式转变，C端支付确定性强，盈利稳定性增加。**近期，广州自来水涨价听证会全票通过，在一定程度上表明，在政府财政支付能力弱化背景下，正在通过居民端收费增加以弥补政府支付能力下降影响，水价支付方式逐步由G端转向C端。



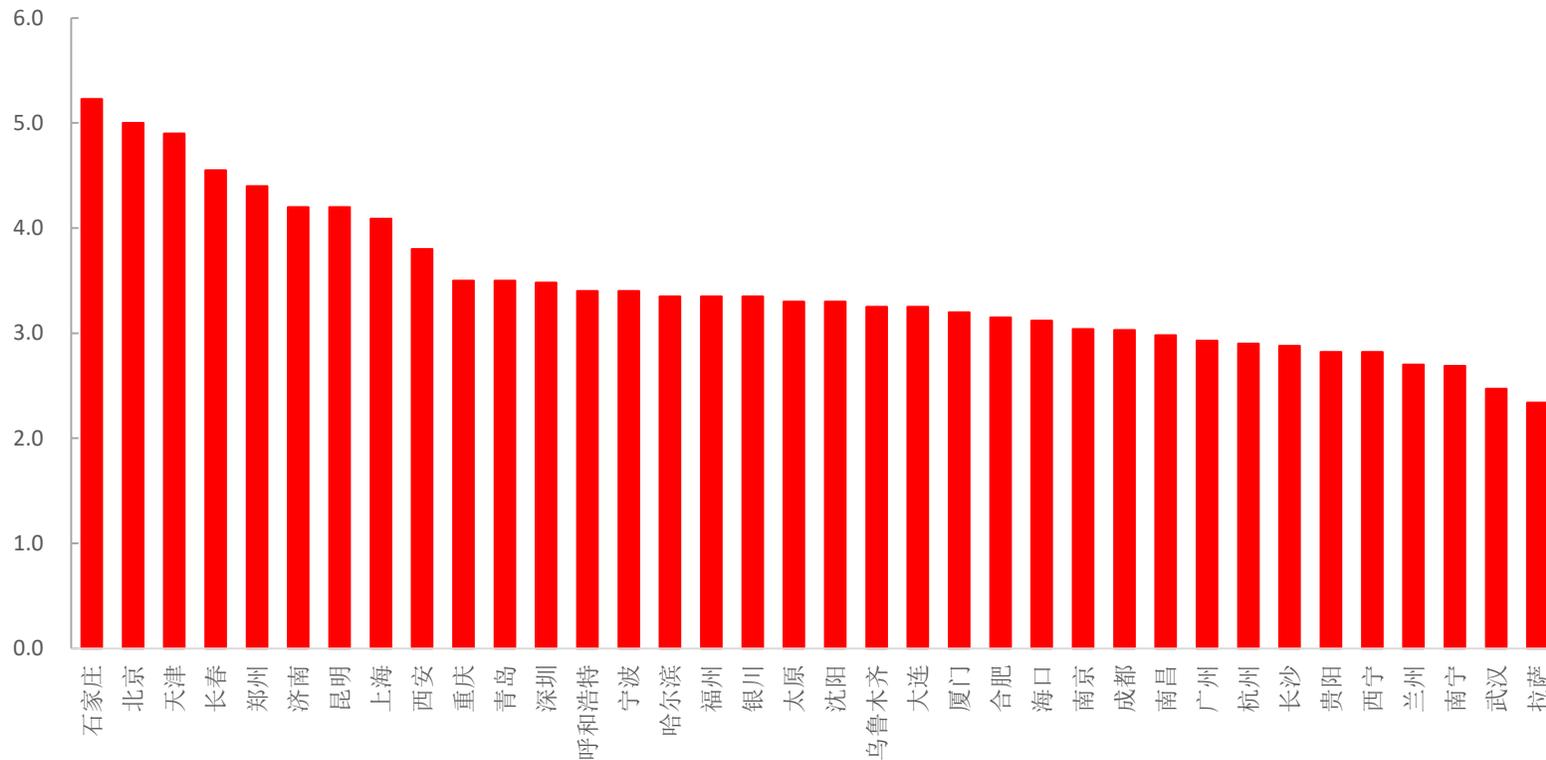
资料来源：广州市人民政府，首创证券

2. 水务运营

2.2 供水及污水处理价格仍有上行空间

- **当前水价远低于用户可承受水价范围下限，具有一定上调空间。** 2020 年我国36个重点城市水费支出占可支配收入比例介于0.21%-0.67%之间。据《水利建设项目经济评价规范》（SL72-2013）规定，城市居民人均水费支出占可支配收入比例在1.5%-3%时，为用水户可接受范围；当前，我国36个重点城市水费支出占比均远低于1.5%，表明当前水价水平远低于用水户承受范围下限，水价具有一定上调空间。

截至2021年底，36个重点城市第一阶梯终端水价情况（元/立方米）



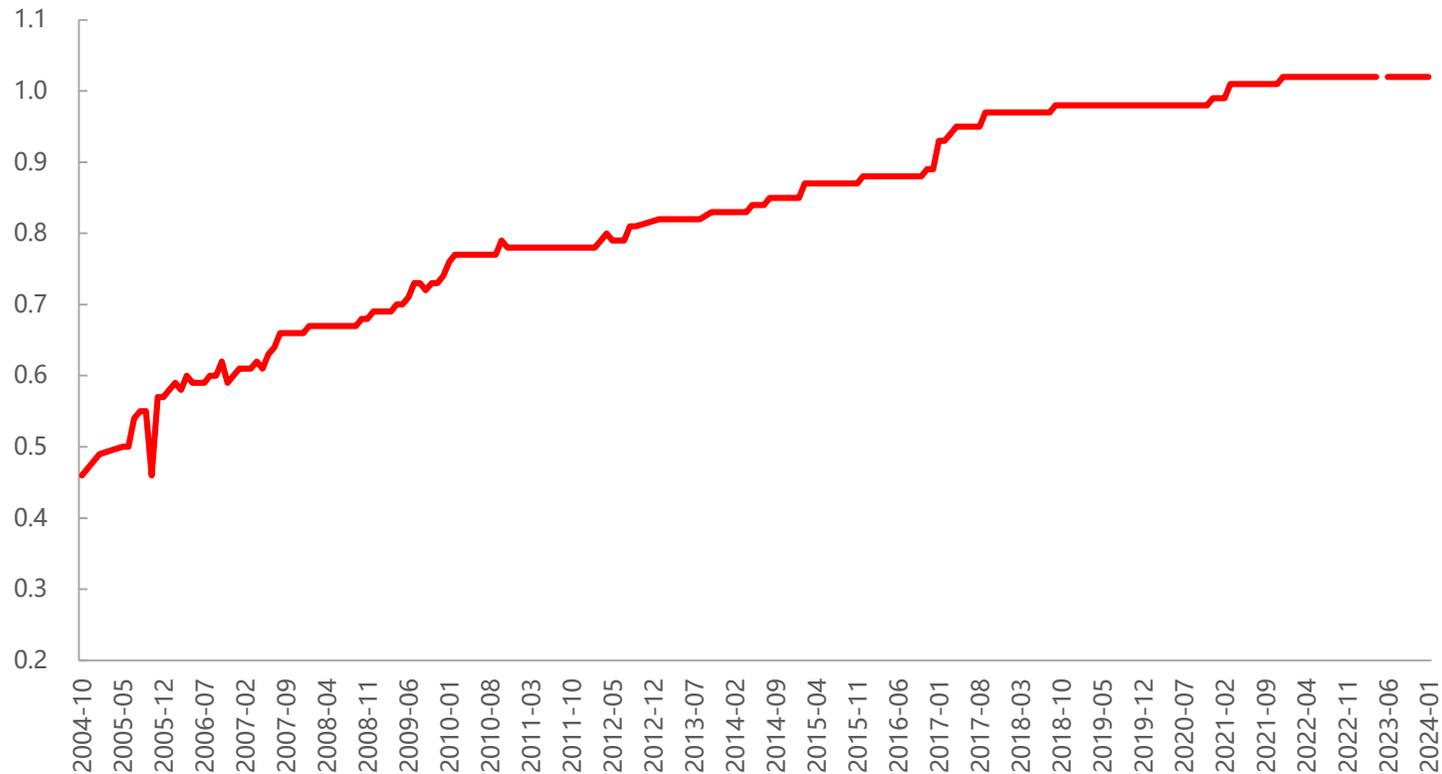
资料来源：水利部发展研究中心，首创证券

2. 水务运营

2.2 供水及污水处理价格仍有上行空间

- **污水处理费在可承受的前提下，可根据各地实际情况，适当提高用户端价格，减轻财政负担。**国家发改委、住建部印发的《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》，明确了污水处理费遵循“污染付费、公平负担、补偿成本、合理盈利”的原则，并指出城市居民、非居民污水处理收费标准原则上应调整至0.95元/立方米、1.4元/立方米。从目前情况看，我国自来水公司代收的污水处理费不足以覆盖污水处理公司污水处理成本及合理利润，主要由财政补贴，未来可以在可承受的前提下，可根据各地实际情况，适当提高用户端价格，减轻财政负担，并增加水务行业收入。

2004-2024年36个城市污水处理费（元/吨）



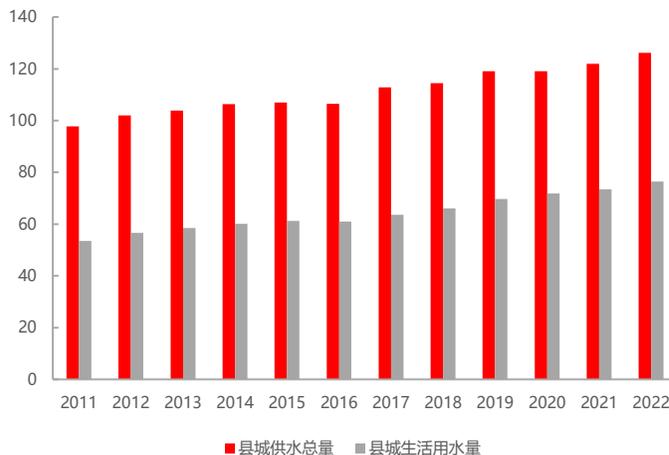
资料来源: wind, 首创证券

2. 水务运营

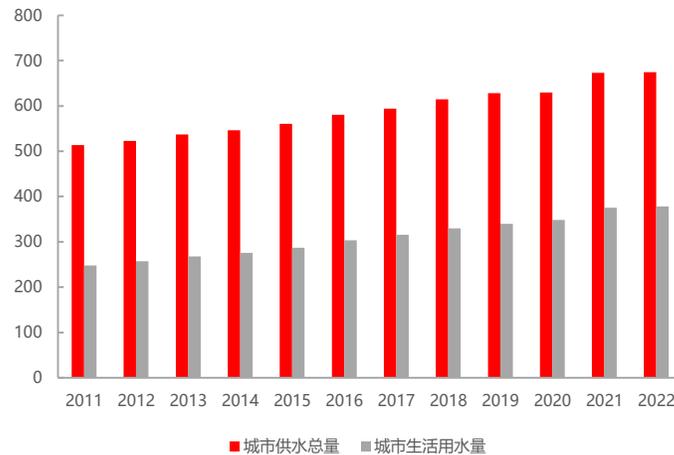
2.3 水量稳中有升

- 城市及县城供水总量及生活用水量稳中有升。**
 2011年至2022年，县城供水总量由98亿立方米增长至126亿立方米，CAGR达2.35%，其中县城生活用水量从53亿立方米增长至76亿立方米，CAGR达3.30%，城市供水总量由513亿立方米增长至674亿立方米，CAGR达2.51%，其中城市生活用水量由248亿立方米增长至379亿立方米，CAGR达3.93%。
- 我国污水排放量及污水处理总量稳中有升。**
 2000-2022年我国县城/城市污水排放量分别由43亿立方米/332亿立方米增加至115亿立方米/639亿立方米，CAGR分别为4.5%/3.0%，县城/城市处理总量由3亿立方米/114亿立方米增加至111亿立方米/627亿立方米，CAGR分别为17.4%/8.1%。随着工业化发展及人口数量增长，未来我国污水排放量及处理总量仍可能稳中有升。

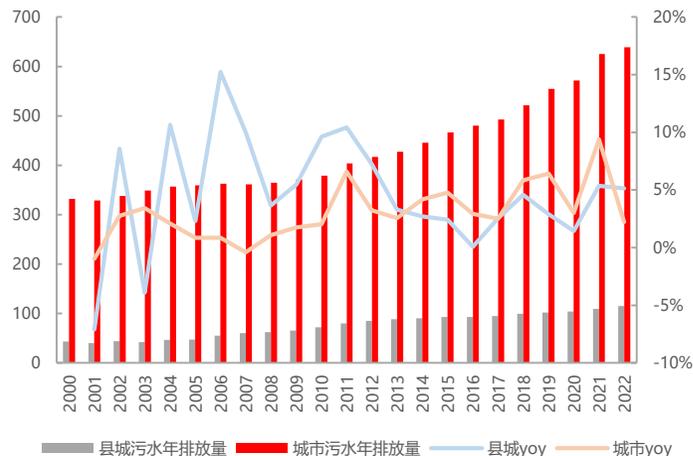
2011-2022县城供水量及生活用水量（亿立方米）



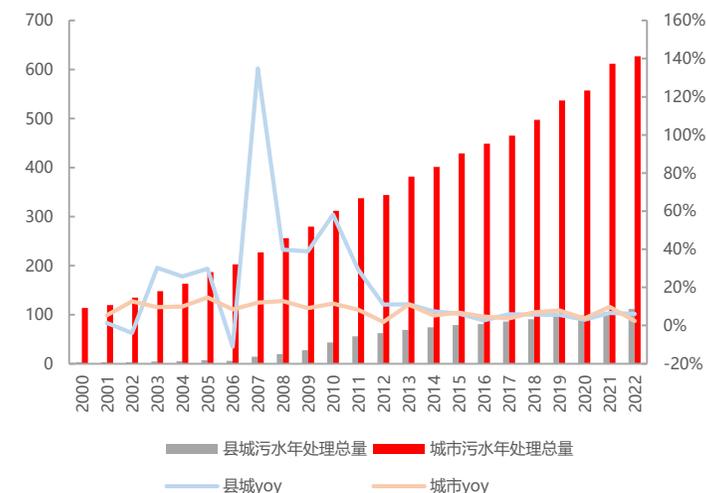
2011-2022城市供水量及生活用水量（亿立方米）



2000-2022年县城及城市污水排放量（亿立方米）



2000-2022年县城及城市污水处理总量（亿立方米）



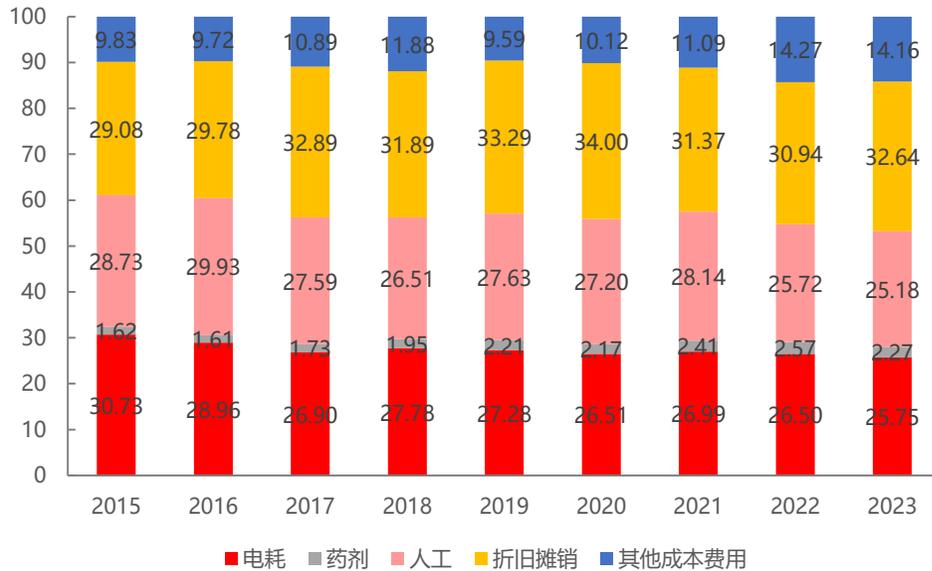
资料来源：《2022年城乡建设统计年鉴》，首创证券

2. 水务运营

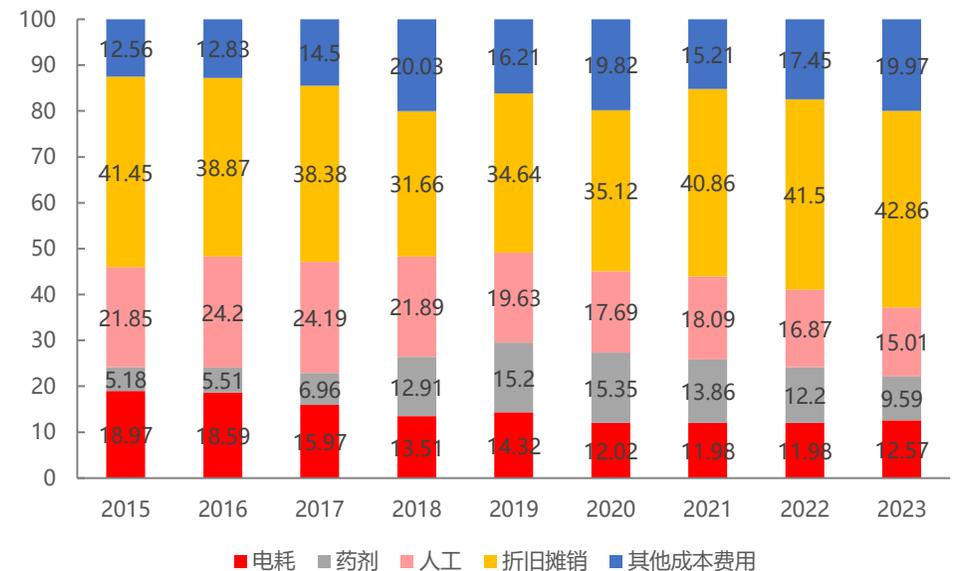
2.4 经营成本可调空间有限

- 综合来看，水务行业运营成本中细分项目有降有升，综合运营成本相对刚性，未来可降低空间有限。
- 在供水业务经营成本中，刚性的折旧摊销、电耗、人工合计占比超80%，其中人工成本随着智能化推进有望降低，目前电价处于高位，未来随着煤价回落及新能源光伏发电供给增多，电价回落，电耗成本有望降低。
- 在污水处理业务经营成本中，2023年折旧摊销成本占比达42.86%，达到近年来新高，主要源于配套管网建设折旧摊销增加。

2015-2023年重庆水务供水业务经营成本占比 (%)



2015-2023年重庆水务污水处理业务经营成本占比 (%)



资料来源：重庆水务公司公告，首创证券

2. 水务运营

2.5 管网一体化趋势明显，成本增加部分应在水价中体现

- **供水及污水处理业务具有厂网一体化趋势，成本增加部分应在水价的定价中得到体现。** 2021年1月发改委等多部门联合发布的《关于清理规范城镇供水供电供气供暖行业收费促进行业高质量发展的意见》指出相关运维等费用纳入企业经营成本。2021年6月国家发展改革委等印发的《城镇供水定价成本监审办法》指出城镇供水定价成本包括固定资产折旧费、无形资产摊销和运行维护费，其中固定资产明确包含输水管道，故管网的漏损、折旧、运维费用均计入供水成本，运营供水管网的供水企业可合理上调水价收回成本。
- **污水管网运维费用当前主要依靠政府财政，未来或纳入污水处理费。** 据住建部2021年7月印发的《关于政协第十三届全国委员会第四次会议第 4879号提案答复的函》推动将“污水处理费”改为“污水收集处理费”，将管网运维成本纳入污水处理费收费标准覆盖范围。水务公司有望通过水价回收管网成本。

2021年以来部分污水处理“厂网一体化”项目

项目名称	招标时间	项目内容及总投资额
浙江省瑞安市全域污水处理厂网一体化PPP项目	2021.06.04	项目预算金额64.07亿元，经营瑞安市域内的高楼、湖岭、马屿、陶山四家污水处理厂；运营维护瑞安市域内的管网及其配套设施：包括管网（包括污水管网与雨水管网）、泵站及其他配套设施，管网长度以分批移交与实际运维情况为准。
江西省崇义县城乡污水处理厂网一体化PPP项目	2021.09.13	总投资约4.5亿元，主要包含崇义县污水处理扩容工程、城区污水管网新建维修改造工程及配套工程等。
安徽蒙城县污水厂网一体化特许经营项目	2022.03.28	项目采用TOT（转让-运营-移交）模式运作。根据存量资产情况，本项目特许经营权及资产使用权转让价值为8.05亿元。本项目包括蒙城县污水处理二厂二期工程及配套管网工程、蒙城县涡北污水处理厂及配套管网一期工程、蒙城县污水再生利用一期工程、蒙城县许疃镇污水处理厂及管网工程、老城区污水截流工程、蒙城县城区污水管网升级改造项目、蒙城县污水处理厂污泥处理及处置工程以及主城区市政雨水管网项目。在特许经营区域范围内运营、维护城市污水处理、泵站、管网等设施；提供相关污水处理、泵站、管网等的抢修业务等。
南昌市新建区污水处理厂网一体化项目设计、采购、施工（EPC）总承包项目	2022.11.03	对区域内包含但不限于517个排水单元进行彻底整改，包含雨污分流改造、污水设施完善、排水管混接、错接、漏接整改（含排水立管），单元污水出口COD浓度不小于250mg/L；对区域内现状的包含但不限于28条市政道路进行雨污分流改造，道路长度0.3km~2.62km：包括但不限于对现状市政道路雨污分流管道混接、错接进行整改，对存在结构性和功能性缺陷严重的管道进行修复。新建市政雨水管管径为d300~BxH=2800x2500；新建市政污水管径为DN300~DN1800；积水点整治：对积水严重的区域雨水管进行改造；礼步湖水质提升、沿河排口改造等。

资料来源：浙江省瑞安市公共资源交易中心，江西省公共资源交易平台，安徽省亳州市公共资源交易中心，首创证券

03 从商业模式看环保运营的估值

3. 从商业模式看环保运营的估值

3.1 环保运营资产的估值方法

- **从估值方法的逻辑理念及长期实践看，自由现金流贴现估值方法（DCF）和股利贴现估值方法（DDM）具有长期性，且适用于环保运营类资产。**存量时代，环保行业拟建和扩建项目的需求减少，资本开支要求下降，预期的收入与利润增速放缓，资产负债率降低，财务费用减少，分红提高。企业股权再融资的需求和必要性逐步降低。当企业长期、稳定的将年度净利润进行高比例分红，则股利贴现模型（DDM）具有较好的应用价值。通过对股利进行贴现，得到股东价值的现值。从股息收益率角度看，则一般体现为“高股息”的特征。
- **估值环境。**无风险收益率下行，给资本市场提供了宽松的估值环境，增加了股息收益率的估值吸引力，也有助于PE、PB-ROE等估值中枢的提升。

10年期国债收益率持续下行



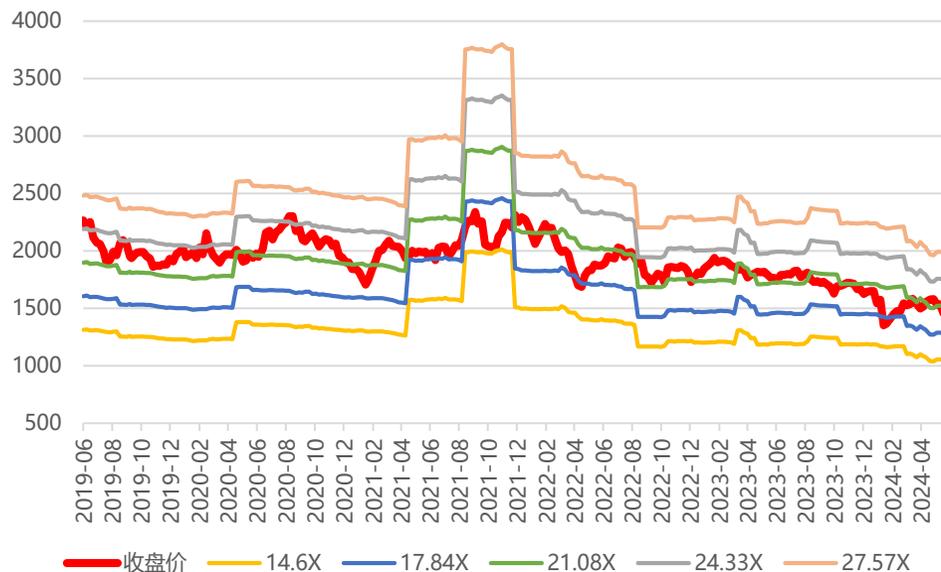
资料来源: Wind, 首创证券

3. 从商业模式看环保运营的估值

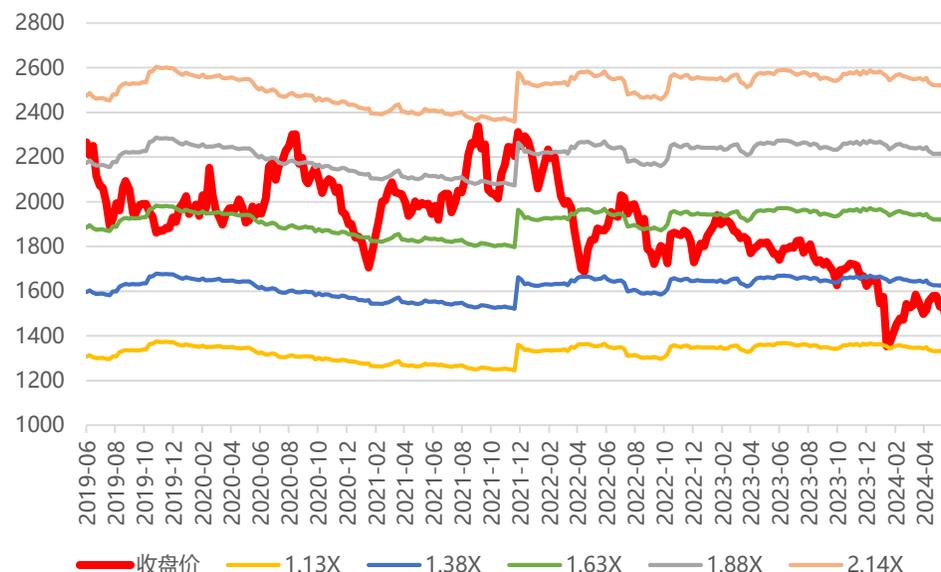
3.2 A股环保公司估值

- 相对估值 (PE与PB)**。过去5年间，A股环保行业指数 (SW环保指数) 窄幅波动，估值水平处于稳态。从市盈率角度看，2019年6月至2024年6月环保行业大部分处于18-24倍PE的区间。盈利无明显增长，估值倍数基本稳定，指数表现平淡。从市净率角度看，2019年6月至2024年6月环保行业的PB估值中枢从2.0倍下降至1.3倍。展望2024年，水务、固废等主要细分领域运营为先，预期盈利变化平稳，预计PE、PB估值中枢仍将保持稳定。

环保行业PE-Band



环保行业PB-Band



资料来源: Wind, 首創證券

3. 从商业模式看环保运营的估值

3.2 A股环保公司估值

- 股息收益率。**在运营为主的背景下，我们重点考察公司的分红能力和股息率情况。在市值超过50亿的行业样本公司中，有27家公司在2023年度公告分红，并预计在2024年实施。27家公司算术平均的分红比例为40%，股息率为2.3%；中位数的分红比例为33%，股息率为2.2%。36家行业样本公司应收账款周转率平均值为4.7次，中位数为3.1次。
- 现金流折现。**从DDM估值模型的基本原理出发，我们关注分红比例和盈利可持续性两个方面。在环保行业进入存量时代的背景下，缩减资本开支规模，提高分红比例的可能性提升。运营为主的商业模式使公司盈利的可持续性和可预测性提升。这两个方面均对环保行业的估值提升起到积极作用。

A股分红率与股息率

20240613	证券名称	总市值 (亿元)	股息率	年度分红比例(2023)	应收账款周转率 (2023)
603568.SH	伟明环保	375	1.1%	20.7%	3.8
601158.SH	重庆水务	241	3.4%	74.5%	6.5
600008.SH	首创环保	201	3.6%	45.7%	1.9
002266.SZ	浙富控股	156	1.7%	25.2%	40.2
300070.SZ	碧水源	163	1.0%	20.4%	0.9
000598.SZ	兴蓉环境	230	2.2%	27.5%	3.3
000967.SZ	盈峰环境	140	2.8%	79.4%	2.2
600388.SH	龙净环保	122	1.8%	42.2%	3.6
600323.SH	瀚蓝环境	167	2.3%	27.4%	4.1
000035.SZ	中国天楹	123	0.4%	14.9%	2.2
601827.SH	三峰环境	146	2.7%	33.8%	3.1
603279.SH	景津装备	124	4.9%	60.6%	8.7
603588.SH	高能环境	105	1.5%	30.5%	5.9
000685.SZ	中山公用	107	2.8%	30.3%	5.3
601200.SH	上海环境	97	1.2%	20.5%	2.4
600461.SH	洪城环境	149	3.9%	54.3%	5.1
003039.SZ	顺控发展	82	1.3%	43.9%	7.6
300203.SZ	聚光科技	50	-	-	3.2
301175.SZ	中科环保	68	2.2%	54.6%	2.8
600874.SH	创业环保	80	2.9%	30.1%	1.6
601330.SH	绿色动力	72	2.4%	33.2%	2.3
002573.SZ	清新环境	59	2.4%	112.6%	2.3
300779.SZ	惠城环保	90	0.3%	15.0%	5.8
000544.SZ	中原环保	82	2.1%	20.4%	2.9
603291.SH	联合水务	59	1.1%	39.8%	3.6
301109.SZ	军信股份	67	5.5%	71.8%	2.8
002034.SZ	旺能环境	61	3.5%	35.6%	3.1
600217.SH	中再资环	56	-	-	0.7
002645.SZ	华宏科技	42	-	-	12.0
300815.SZ	玉禾田	49	1.6%	15.3%	2.2
300210.SZ	森远股份	44	-	-	1.2
300055.SZ	万邦达	37	-	-	5.2
301030.SZ	仕净科技	61	1.0%	19.8%	1.9
600817.SH	宇通重工	47	4.3%	92.0%	2.7
002658.SZ	雪迪龙	35	5.5%	92.4%	2.5
002672.SZ	东江环保	38	-	-	3.8
	平均数		2.3%	40%	4.7
	中位数		2.2%	33%	3.1
	公司数量	36	28	28	36

资料来源: Wind, 首創證券 (注: 数据更新至20240613)

3. 从商业模式看环保运营的估值

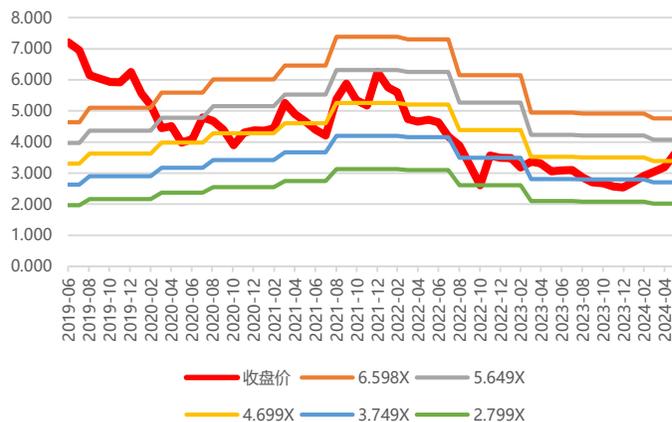
3.3 H股环保公司估值

- **从市盈率角度看**，2019年6月至2024年6月光大环境大部分处于3-6倍的PE的区间，北控水务大部分处于6-9倍的PE区间，估值倍数基本稳定。
- **从市净率角度看**，2019年6月至2024年6月光大环境PB估值中枢从1.3倍下降至0.5倍，北控水务PB估值中枢从1.8倍下降至0.8倍。
- **从分红角度看**，2023年光大环境、北控水务分红比例分别为31%、76%。在未考虑不同投资者税赋水平的情况下，2023年光大环境、北控水务股息率分别为6%、6%。
- **港股环保公司估值中枢较低**。这一方面与港股市场的资金成本环境有关，另一方面也与投资者对公司现金流的判断相关。2023年光大环境与北控水务的应收账款周转率分别为1.8、2.3。港股投资者对应收账款的关切，在估值上的体现比较明显。

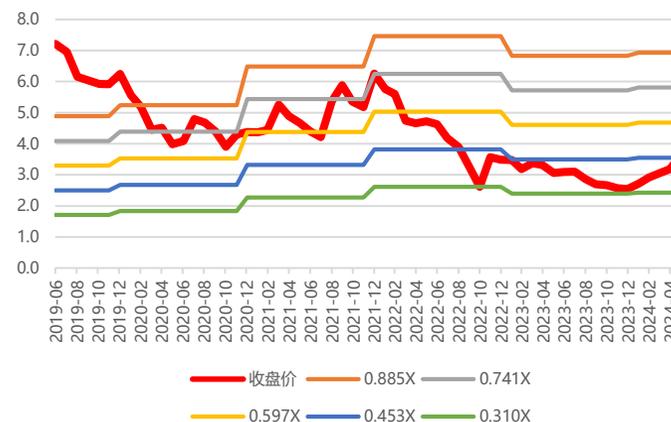
北控水务与光大环境分红率与股息率

代码	证券名称	总市值 (亿元)	股息率	年度分红比例 (2023)	应收账款周转率 (2023)
0371.HK	北控水务	250	6%	76%	2.3
0257.HK	光大环境	227	6%	31%	1.8

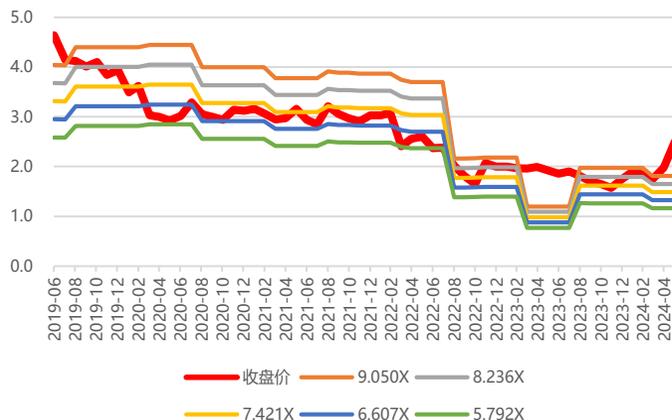
光大环境PE-Band



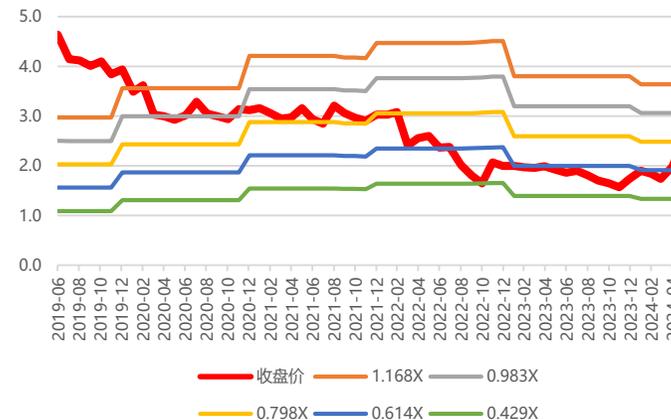
光大环境PB-Band



北控水务PE-Band



北控水务PB-Band



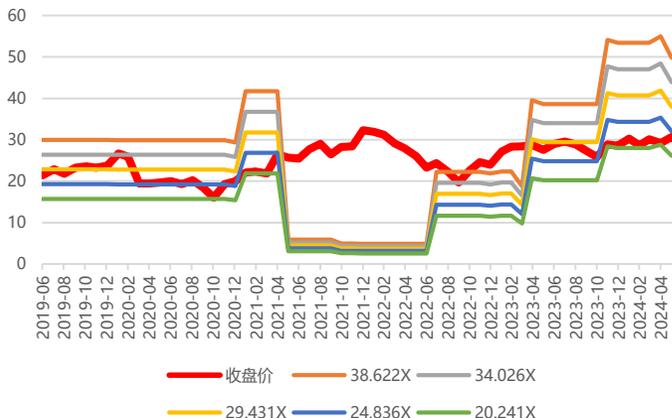
资料来源: Wind, 首創證券 (注: 数据更新至20240613)

3. 从商业模式看环保运营的估值

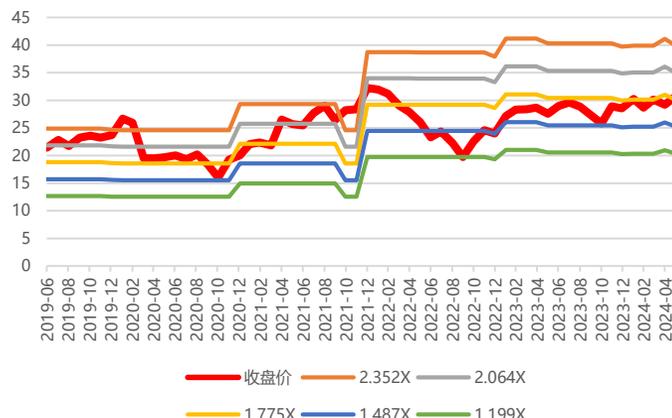
3.4 海外环保公司的估值

- 海外环保公司被定义为公用事业板块 (Utilities Sector)，其特征属性是长期、稳定、重资产、现金流充沛。
- 从市盈率角度看，2019年6月-2024年6月，环保行业海外知名公司威立雅、美国废品大部分均处于20-40倍的PE区间，高于A股环保行业指数PE区间 (18-24倍)。
- 从市净率角度看，2019年6月-2024年6月威立雅大部分处于1.2-2.4倍的PB区间，维持稳定；美国废品PB估值中枢由7.8倍增加至11.9倍。

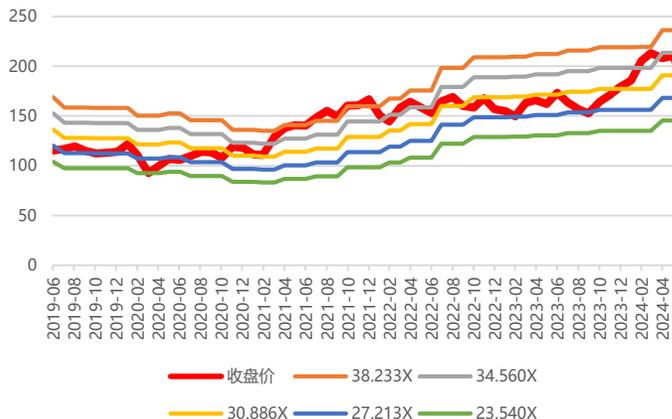
威立雅PE-Band



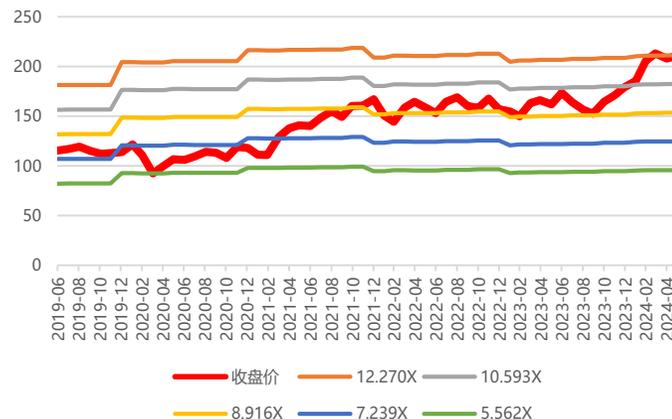
威立雅PB-Band



美国废品PE-Band



美国废品PB-Band



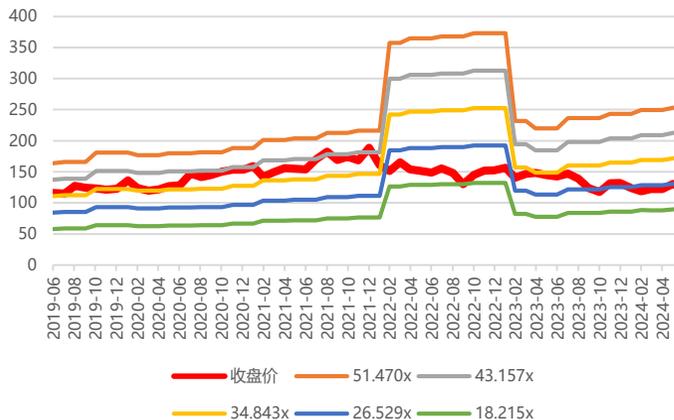
资料来源: Wind, 首創證券

3. 从商业模式看环保运营的估值

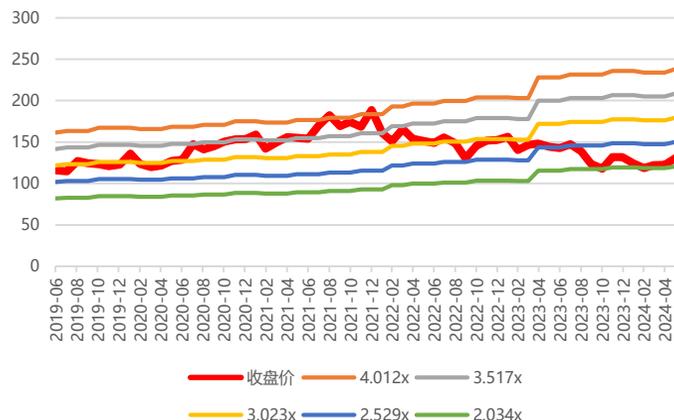
3.4 海外环保公司的估值

- **从市盈率角度看**，2019年6月-2024年6月，环保行业海外知名公司美国水业、栗田工业大部分均处于20-40倍的PE区间，高于A股环保行业指数PE区间（18-24倍）。
- **从市净率角度看**，2019年6月-2024年6月美国水业大部分处于2.0-4.0倍的PB区间；栗田工业PB估值中枢由1.3倍增加至2.5倍。

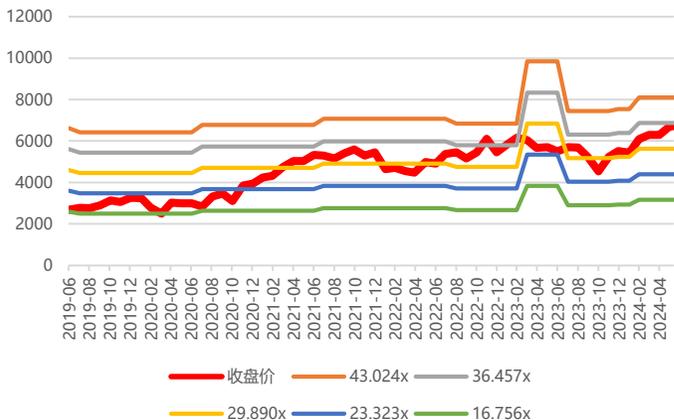
美国水业PE-Band



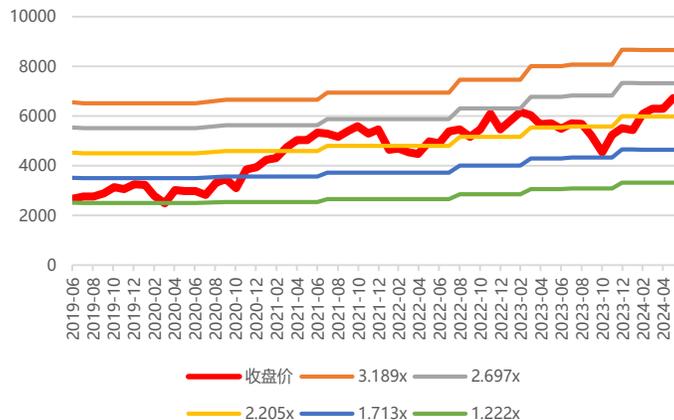
美国水业PB-Band



栗田工业PE-Band



栗田工业PB-Band



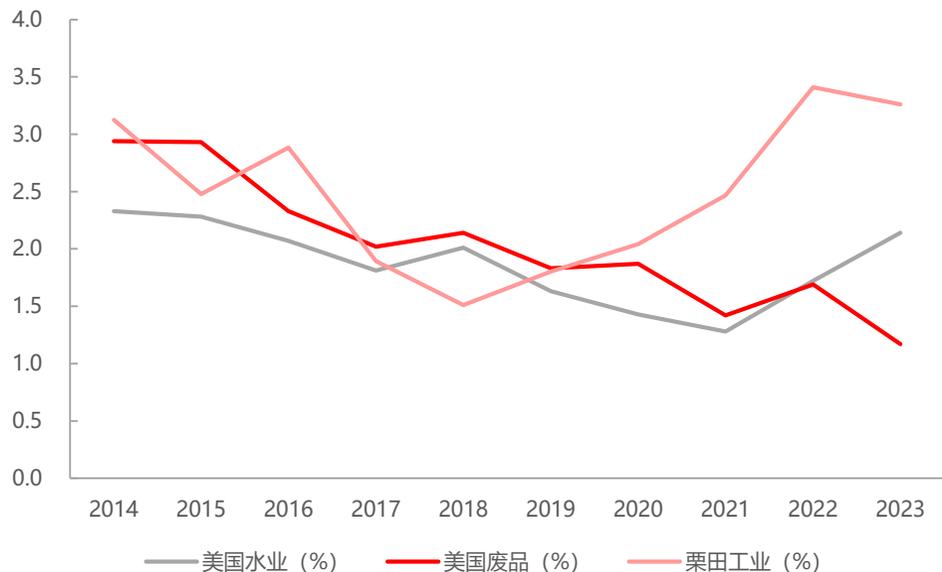
资料来源: Wind, 首创证券

3. 从商业模式看环保运营的估值

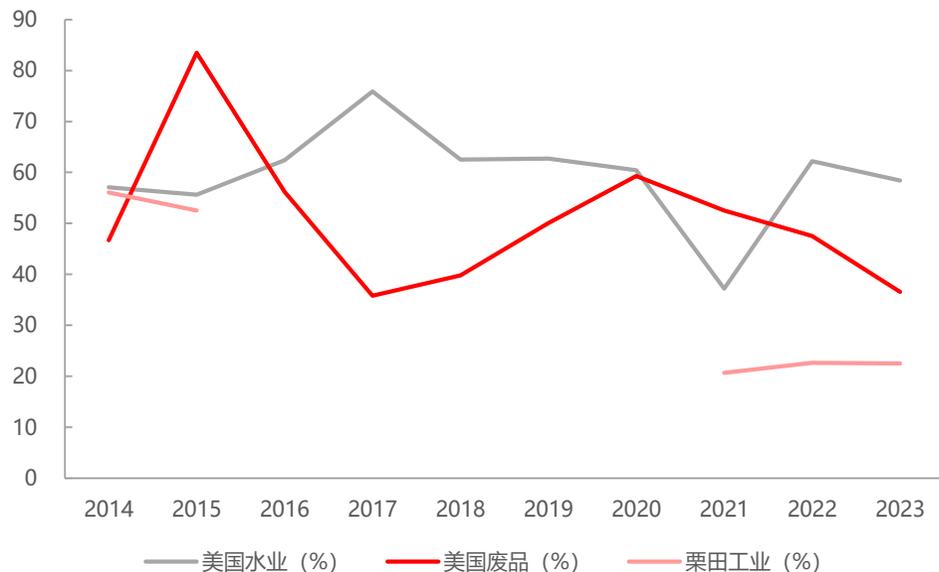
3.4 海外环保公司的估值

- 从分红角度来看，美国废品、美国水业、栗田工业2023年分红率分别为37%、58%、23%，股息率分别为1.17%、2.14%、2.85%。海外环保行业市场化程度更高，整体更为成熟。

2014-2023年海外重点环保公司的股息收益率



2014-2023年海外重点环保公司的分红率



资料来源: Wind, 首創證券

投资建议

投资建议。我们给予行业“中性”的投资评级。环保行业进入运营时代，盈利能力和盈利质量是焦点。关注运营类资产的现金流状况和分红能力。从股息收益率和现金流折现的估值方法出发，重点关注公司盈利的可持续性和稳定性、现金流的可预测性、股息分红的比例和可实现性等维度。

风险提示

地方政府支付能力不及预期：地方政府支付能力对环保企业的订单、收入、现金流有较重要的影响。近期综合化债方案的落地，对环保行业产生实质性的利好。但是，地方政府支付能力仍然存在不及预期的风险。

企业现金流低于预期：运营为先、效率为重的时期，企业现金流状况对企业价值评估存在较大影响。由于企业发展策略、资本开支策略存在不确定性，因此，企业现金流存在低于预期的风险。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师。本报告清晰准确地反映了分析师的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，分析师将对报告的内容和观点负责。分析师薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。

，首创证券不因收件人收到本报告而视其为首创证券的客户。本

报告所载的全部内容仅供客户做参考之用，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。客户需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经首创证券书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

投资评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅 - 5% - 5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现

谢谢!

邹序元, 首席分析师
(SAC执证编号: S0110520090002)
张露, 研究助理