

环保行业 2019 年报和 2020 年一季报总结

业绩重回高速增长，公募 REITs 打开估值空间

核心观点：

- 板块合计归母净利润同比增长 21%，增速转正，经营性现金流同比增长 48% 大幅改善。2019 年环保上市公司整体合计实现营业收入 1928 亿元，同比增长 11%；实现归母净利润总计 221 亿元（瀚蓝环境、碧水源业绩为扣非归母净利润，下同），同比增长 21%。经营性现金流同比增长 48.4%，值得关注的是板块筹资现金流增速由负转正（2018 年下滑 20% 到 19 年增长 20%）。2019 年 Q4，板块业绩同比增长 148%，现金流同比增长 46%，一扫 2018 年 Q4 大幅负增长的阴霾。受疫情对开工的影响 2020Q1 收入\盈利同比增速为负（分别为-4%\-13%），但伴随复工加快和融资环境改善，我们预计环保板块业绩增速将延续向上的态势。2020 年 Q1 板块基金持仓已触底反弹（0.16% 到 0.32%）。
- 股权转让频发+融资持续改善，大订单+再融资逻辑重启。2018-19 年十家公司公告股权转让并陆续落地，包括融资改善、订单获取及资产整合等国资入股的“后效应”正在发酵。我们划分的 ABC 三类公司中 A 类公司（股权转让）实现业绩反转，而 B 类公司（2018 年困境下业绩依然 20%+ 增长）强者恒强，A+B 类企业已经占到行业营收、利润规模的 60%-70% 且仍在持续提高。伴随再融资新规落地、专项债放量及环保专项债占比提升、基建加速推进、REITs 等工具试点政策出台，即融资不断改善，同时需求侧来看，环保行业既是“新基建”，又是“补短板”，还是与扶贫并列的“三大攻坚战”之一，需求仍将持续扩张。我们重申大订单-再融资逻辑重启的核心逻辑。
- 公募 REITs 打开行业长期估值空间，关注其在环保行业的推动进展。公募 REITs 明确优先支持污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目，其战略意义在于环保资产的长期估值空间被打开：1、作为基建项目的可持续滚动的股权资金池，为存量项目方提供了退出渠道，缓解对基建项目未来长期还款的担心。2、既解决存量项目的退出，更有助于新项目的建设。对投资、建设、运营等主体的长期估值水平都有提升，特别是经历了 PPP 的担忧、重资产担忧等折价之后。3、公募 REITs 也将引发部分环保领域的商业模式巨变，除了工程建设以外轻资产化、托管运营、备品耗材等都成为可选项。
- 建议持续关注：1、受益于央企入股和 REITs 改革的标的，如碧水源、天壕环境、国祯环保等；2、同时伴随固废新政出台，建议关注焚烧+环卫+再生资源一体化建设，如旺能环境、瀚蓝环境、中再资环等。
- 风险提示。融资改善政策出台、执行力度不及预期；EPC 工程结算进度低于预期，运营企业补贴无法按时到位，产能利用率不足。

行业评级

买入

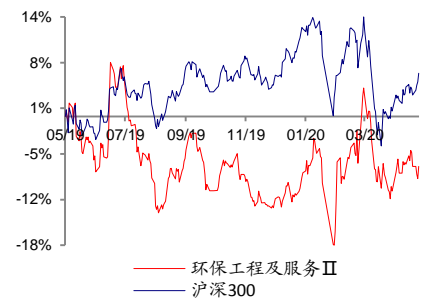
前次评级

买入

报告日期

2020-05-05

相对市场表现



分析师：

郭鹏



SAC 执证号：S0260514030003



SFC CE No. BNX688



021-60750631

guopeng@gf.com.cn

分析师：

许洁



SAC 执证号：S0260518080004



SFC CE No. BNU965



021-60750631

xujie@gf.com.cn

相关研究：

环保行业深度报告：后浪助推前浪，基建公募 REITs 打开行业估值空间	2020-05-05
环保行业深度跟踪：基金持仓触底反弹，关注“焚烧+环卫”一体化趋势	2020-04-26
环保行业深度跟踪：“焚烧+环卫”一体化正向演绎，看好固废板块估值提升	2020-04-19

联系人：

姜涛

shjiangtao@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
碧水源	300070.SZ	CNY	9.54	2020.4.9	增持	13.77	0.55	0.69	17.32	13.87	13.08	10.97	7.9%	9.0%
中再资环	600217.SH	CNY	5.75	2020.5.5	买入	7.68	0.35	0.41	16.46	13.93	11.31	10.17	20.0%	18.4%
天壕环境	300332.SZ	CNY	4.76	2020.3.16	增持	5.25	0.35	0.55	13.45	8.58	9.45	7.20	8.1%	11.3%
瀚蓝环境	600323.SH	CNY	21.15	2020.4.15	买入	24.71	1.37	1.63	15.41	13.00	10.44	8.84	11.6%	10.6%
伟明环保	603568.SH	CNY	29.96	2020.4.26	买入	32.23	1.25	1.45	24.03	20.61	18.35	15.46	22.2%	20.6%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、利润增速由负转正，经营性现金流大幅改善	6
（一）2019 年业绩同比增长 21%，在一级行业中表现亮眼	6
（二）受疫情影响 2020Q1 板块业绩同比下滑 13%，现金流持续改善	12
二、股权转让频发+融资持续改善，大订单+再融资逻辑重启	14
（一）股权转让陆续落地，关注国资入股的后效应	14
（二）融资利好政策频出，专项债持续发力	16
（三）REITs 有望缓解环保项目资本金压力，打开行业估值空间	17
三、看好板块估值修复空间，重点关注持续高成长的优质公司	19
（一）板块估值仍处历史低位，基金持仓反映行业景气度已回暖	19
（二）A+B 类公司市场份额持续提升，优质企业将保持持续高增长	20
四、风险提示	21

图表索引

图 1: 2019 年环保板块整体归母净利润同比增长 21%	6
图 2: 环保板块 2012 年至今单季度业绩及增速, 2018 年四季度为业绩拐点	6
图 3: 2019 年单四季度板块业绩增速实现反转	7
图 4: 2019 年单四季度经营现金流大幅增长	7
图 5: 2019 年环保板块收入增速全行业排名第 9 位	7
图 6: 2019 年环保板块业绩增速全行业排名第 6 位	7
图 7: 2019 年环保板块收入构成	8
图 8: 2019 年环保板块归母净利润构成	8
图 9: 环保各细分领域收入增速 (2015-2019)	8
图 10: 环保各细分领域归母净利润增速 (2015-2019)	9
图 11: 2019 年板块整体毛利率、净利率维持稳定	10
图 12: 2019 年环保各板块毛利率维持稳定	10
图 13: 2019 年环保各板块净利率水平	10
图 14: 2019 年环保整体资产负债率继续上升	10
图 15: 近年来水处理行业资产负债率上升较快	10
图 16: 2019 年板块整体期间费用率保持稳定	11
图 17: 2019 年多数子板块财务费用率出现增长	11
图 18: 19 年板块经营性现金流净额同比增长 48.4%	11
图 19: 19 年环保板块投资现金净净额达 679 亿元	11
图 20: 19 年环保板块筹资现金流净额同比增长 19.8%	12
图 21: 19 年环保板块现金净流入 39 亿元	12
图 22: 2020 年 Q1 环保板块归母净利润同比下降 13%	12
图 23: 2020Q1 环保行业收入增速位于全行业上游	13
图 24: 2020Q1 环保行业业绩增速位于全行业上游	13
图 25: 环保细分领域历年一季度营收增长情况	13
图 26: 环保细分领域历年一季度净利润增长情况	13
图 27: 2020Q1 板块经营性现金流净额增加 5 亿元	14
图 28: 2020Q1 板块投资现金净流出同比上升 27.1%	14
图 29: 2020Q1 板块筹资现金流净额同比上升 103.7%	14
图 30: 2020Q1 财政部 PPP 库项目金额季度环比增加 2.4%	16
图 31: 管理库项目落地率不断攀升至 67.6%	17
图 32: 2020Q1 管理库开工率环比上升 0.1 百分点	17
图 33: 2020 年第一季度专项债发行规模达 1.08 万亿	17
图 34: 2020 年 3 月环保公用专项债占比扩大至 29%	17
图 35: 环保契合本次 REITs 试点项目要求, 有望盘活存量资产并形成良性投资循环	18
图 36: 2018 年初至今板块跑输沪深 300 指数 34pct	19
图 37: 环保板块市盈率处于历史低位区间 (TTM)	19
图 38: 环保板块 2019 年涨幅处全行业下游水平	19

图 39: 环保板块 2020 年以来涨幅处于行业中上游.....	19
图 40: 2020Q1 环保股基金配置占比反弹, 环比上升 0.17 个百分点	20
图 41: A 类企业业绩恢复增长, B 类企业保持平稳	20
图 42: A+B 公司 2019 营收占比份额提升至 69%.....	21
图 43: A+B 公司 2019 业绩占比大幅提升至 69%.....	21

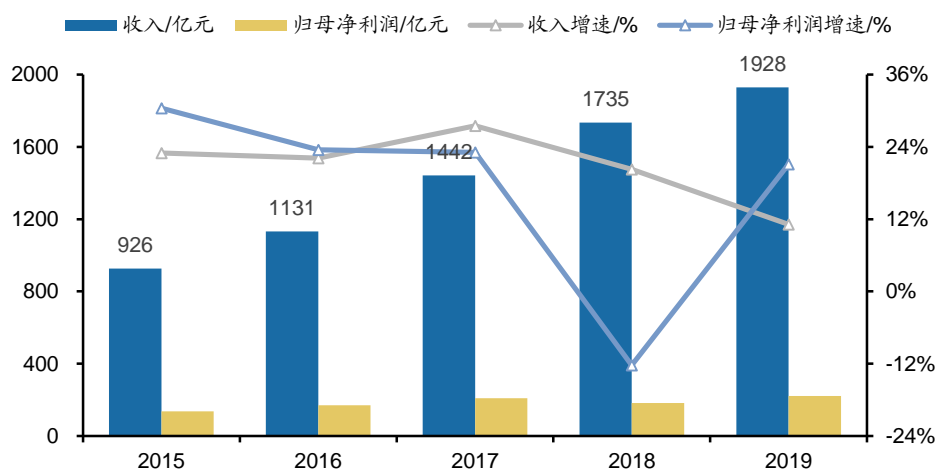
表 1: 各类主要环保上市公司以行业分类	7
表 2: 部分环保公司公告涉及国资的控制权/股权转让方案.....	15
表 3: 2019 年以来民营融资利好政策频出, 民企融资支持不断加码	16
表 4: 重点公司业绩增速及核心投资逻辑	21

一、利润增速由负转正，经营性现金流大幅改善

（一）2019 年业绩同比增长 21%，在一级行业中表现亮眼

2019年环保上市公司整体合计实现营业收入1928亿元，同比增长11%；实现归母净利润总计221亿元（瀚蓝环境、碧水源业绩为扣非归母净利润，下同），同比增长21%。我们于2019年报综述中已提到2019年环保板块业绩拐点将至：伴随质押问题逐步解决、融资环境改善等因素催化，2019行业整体业绩较2018年实现反转，环保行业正逐步走出业绩低谷。

图 1：2019 年环保板块整体归母净利润同比增长 21%

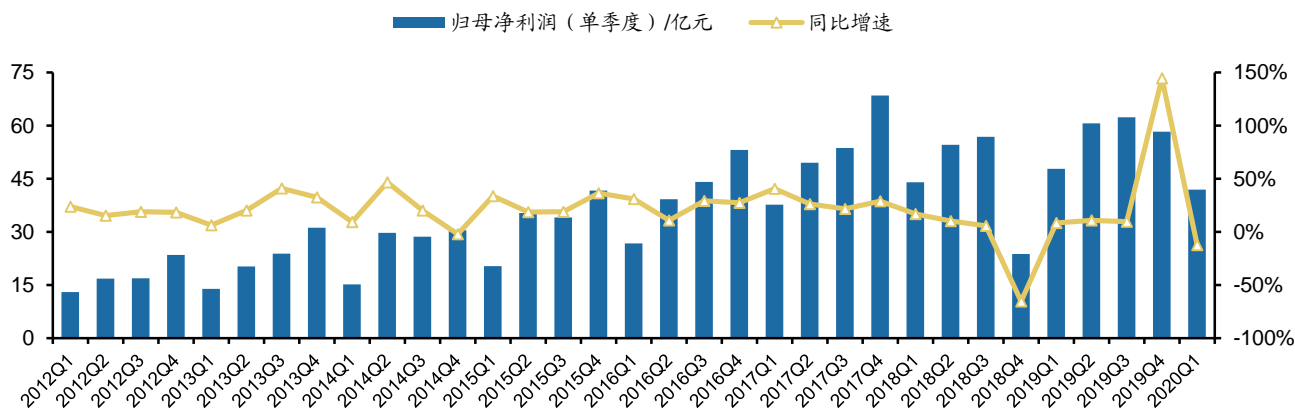


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：瀚蓝环境、碧水源采用扣非归母净利润

板块业绩拐点已至。从历史数据来看，自2018年二季度“高质押+融资难+PPP整顿”等问题爆发，板块净利润增速开始掉头向下，伴随宏观环境全面逆转，公司2019年报已走出历史业绩最高增速。2020Q1业绩下滑则主要受疫情影响，我们预计后续融资环境改善及需求扩张，我们认为行业利润增速将环比向上的概率正不断增大。

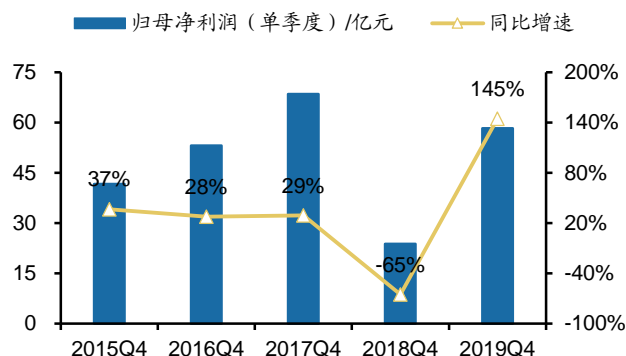
图 2：环保板块2012年至今单季度业绩及增速，2018年四季度为业绩拐点



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

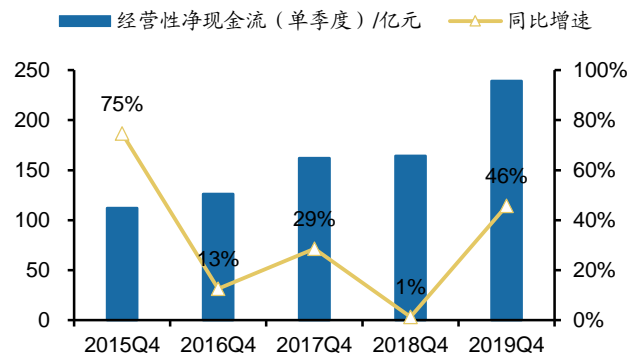
四季度业绩及现金流表现良好。环保板块2019年单四季度归母净利润为55亿元，同比增长84.60%。其中，水处理、固废板块业绩大幅改善，系碧水源、兴源环境伴随国资入股业绩大幅增长。此外，单四季度经营活动现金流同比增长46%。

图 3：2019年单四季度板块业绩增速实现反转



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

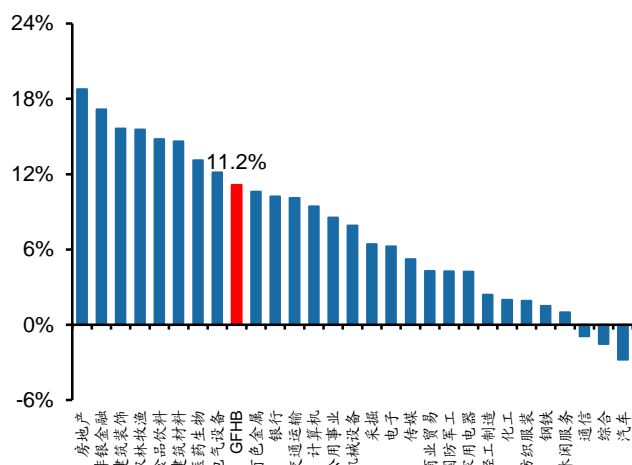
图 4：2019年单四季度经营现金流大幅增长



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

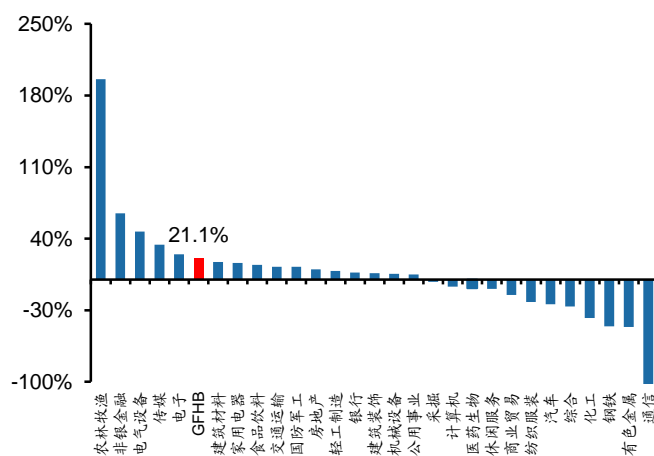
在申万28个一级行业中，广发环保板块2019年营业收入同比增速在一级行业中排名第9位；归母净利润增速在一级行业中排名第6位。

图 5：2019年环保板块收入增速全行业排名第9位



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 6：2019年环保板块业绩增速全行业排名第6位



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

环保板块主要涵盖固废、水处理、水务、大气、监测、生物质等细分领域，其中固废、水处理、大气、水务收入占比合计达73%，归母净利润占比合计达71%。

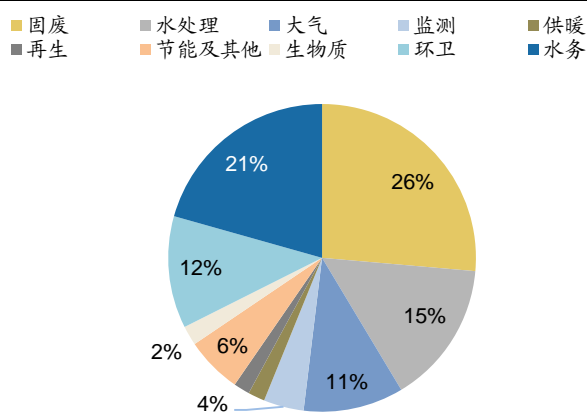
表 1：各类主要环保上市公司以行业分类

板块	上市公司
固废	瀚蓝环境、中金环境、伟明环保、金圆股份、维尔利、高能环境、启迪环境、东江环保、旺能环境、上海环境、绿色动力、兴源环境、惠城环保
水处理	碧水源、国祯环保、上海洗霸、清水源、博世科、中电环保、巴安水务、鹏鹞环保、中建环能、海峡环保、万邦达
水务	洪城水业、兴蓉环境、中原环保、首创股份、武汉控股、创业环保、重庆水务、渤海股份、江南水务
大气	龙净环保、清新环境、远达环保、永清环保、雪浪环境
监测	聚光科技、先河环保、雪迪龙、力合科技
节能及其他	久吾高科、理工环科、富春环保、华控赛格、中材节能、天壕环境、三达膜

供暖	联美控股
再生	中再资环
环卫	龙马环卫、盈峰环境、玉禾田、侨银环保
生物质	长青集团、迪森股份

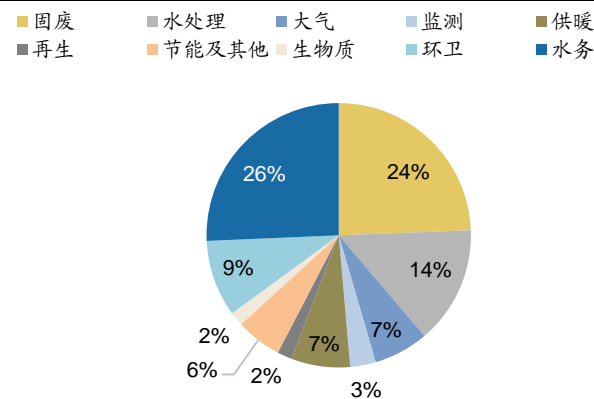
数据来源：广发证券发展研究中心

图 7：2019年环保板块收入构成



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 8：2019年环保板块归母净利润构成

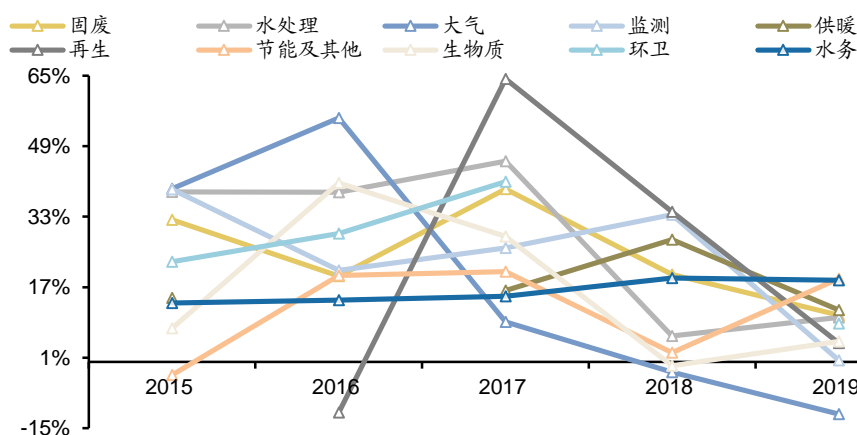


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

➤ 收入端：整体增速有所下滑，除大气外各子板块均实现正向增长

从收入端来看，2019年环保行业收入整体增速有所下滑，但除大气外所有子板块收入仍均实现正向增长。其中，水务板块增速最高为18.5%，板块中子公司增速差异也相对较小；水处理和节能板块收入增速小幅提升，分别达10.1%、18.9%，主要系水处理板块中碧水源收入增速转正，鹏鹞环保2019年营收同比增长150.5%。固废板块收入同比增长10.6%，焚烧头部公司增速较高。环卫板块收入同比增长8.8%，其中除盈峰环境收入下滑外，其他公司收入保持20%以上增长。

图 9：环保各细分领域收入增速（2015-2019）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：环卫板块 2018 年营收增速为 84.4%，再生板块 2015 年收入增速为 138.4%，供暖板块 2016 年收入增速为 169.8%

➤ 利润端：固废板块业绩保持高速增长，水处理板块增速14.9%同比提升42pct

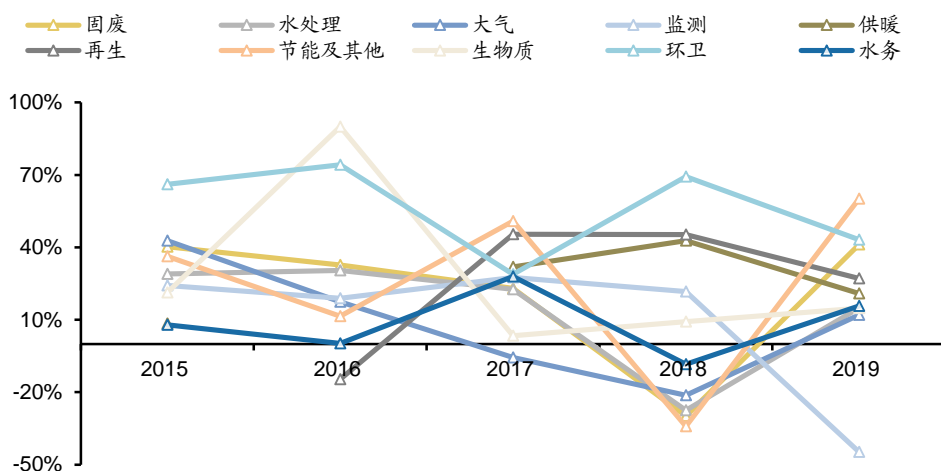
(1) 固废板块2019年业绩增速达41.1%，同比上涨71个百分点，业绩占环保板块总额达24%，主要系固废公司运营业务现金流较好，产能建设保持较快增长以及兴源环境业绩转正（若剔除兴源环境，则固废板块业绩同比增长5.3%）；

(2) 水处理板块2019年业绩增速达14.9%，较2018年上升42个百分点，碧水源2019年为板块贡献了43%的业绩，其业绩增速为7.1%；

(3) 监测板块2019年业绩同比下滑至-44.8%，较2018年下滑66.4个百分点。板块中聚光科技业绩增速为-93.4%，主要系计提大额资产减值损失。

(4) 生物质板块2019年增速达14.9%，主要系长青集团业绩同比增长77%；大气板块2019年增速达12.1%，同比上升33个百分点，主要系龙净环保（业绩占板块的57%）、雪浪环境业绩同比增长6.2%、107.4%。节能板块2019年业绩增速为60.2%，同比上涨94个百分点，为环保各板块增速最快，主要系富春环保业绩同比增长139.7%。

图 10：环保各细分领域归母净利润增速（2015-2019）



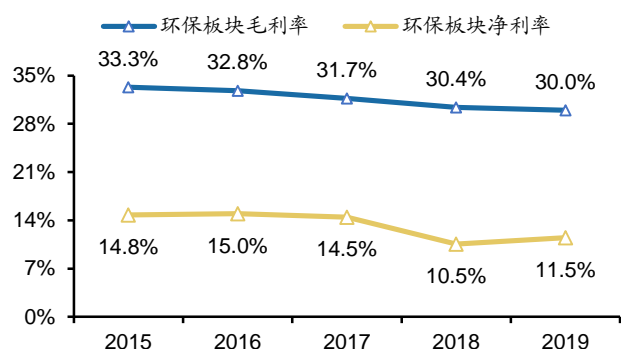
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：再生 2015 年业绩增速为-170.0%，供暖 2016 年业绩增速为 295.8%。

➤ 利润率及负债端：财务费用显著提升，资产负债率攀升

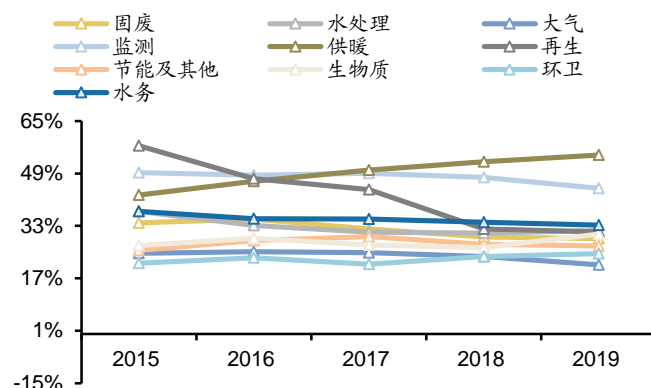
毛利率略有下滑，净利率提升。2019年环保板块整体毛利率达30%，净利率维持在11%左右。除水处理、生物质、供暖外，其他各个子板块各细分领域毛利率均有所下滑，监测板块下滑3个百分点。但板块整体净利率为11.5%同比有所提升，主要系固废、环卫板块净利率提升。

图 11: 2019年板块整体毛利率、净利率维持稳定



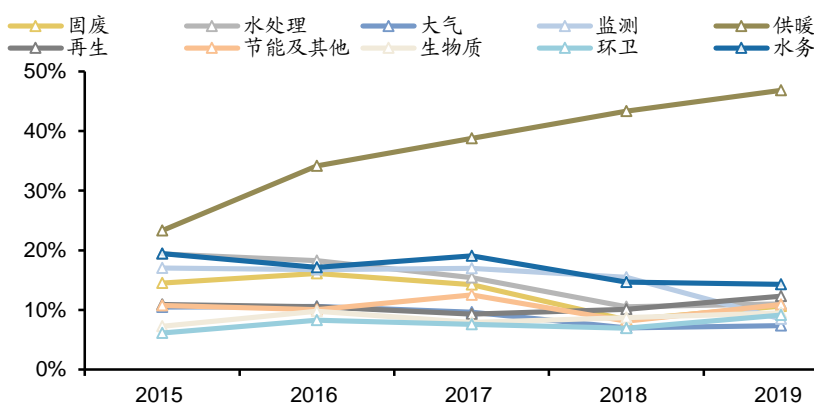
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 12: 2019年环保各板块毛利率维持稳定



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

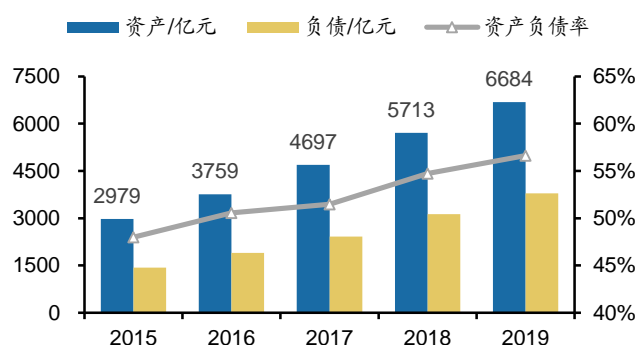
图 13: 2019年环保各板块净利率水平



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

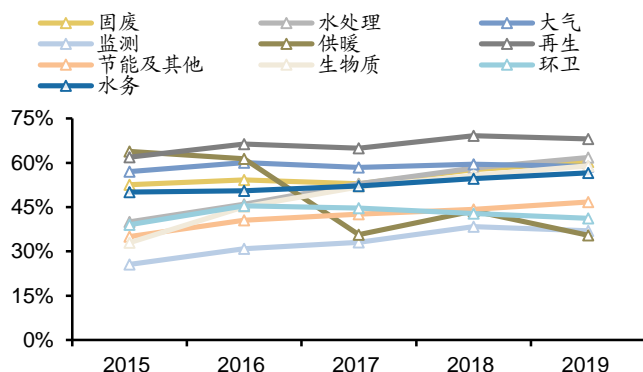
环保行业整体资产负债率2019年达57%，较2018年提升1.9个百分点。水处理板块资产负债率自2015年以来连续四年快速提升，2019年更是达62%，同比提升3.6个百分点，主要系在手项目大多处于工程建设期资金缺口扩大所致；固废、生物质资产负债率分别为60%、59%，分别同比提升2.6、3.2个百分点。供暖板块资产负债率同比下降8.3个百分点达35%，仍为各个板块中的最低水平。

图 14: 2019年环保整体资产负债率继续上升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 15: 近年来水处理行业资产负债率上升较快

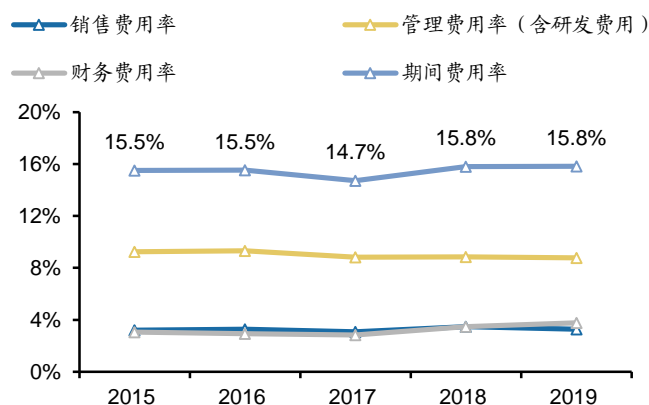


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2019年环保板块整体期间费用率与去年同期持平，达15.8%，其中环保板块整体财务费用率同比增长21%，财务费用率提升至3.8%，主要系2018-2019年融资环境恶化及负债增长带来利息支出增加。销售费用率和管理费用率保持稳定。

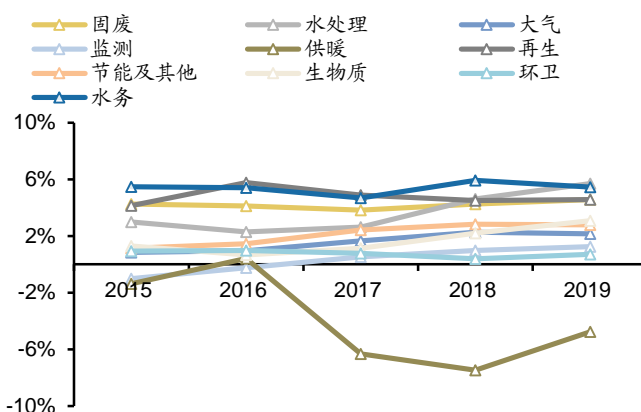
分板块看，水处理板块财务费用率同比提升1.1pct达5.7%，为全板块最高，主要系水处理公司工程业务占比较大导致融资负担较重；固废板块提升0.3pct至4.6%。大气、节能和水务板块财务费用率略有下降，其余板块均出现不同幅度的增长。

图 16：2019年板块整体期间费用率保持稳定



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 17：2019年多数子板块财务费用率出现增长

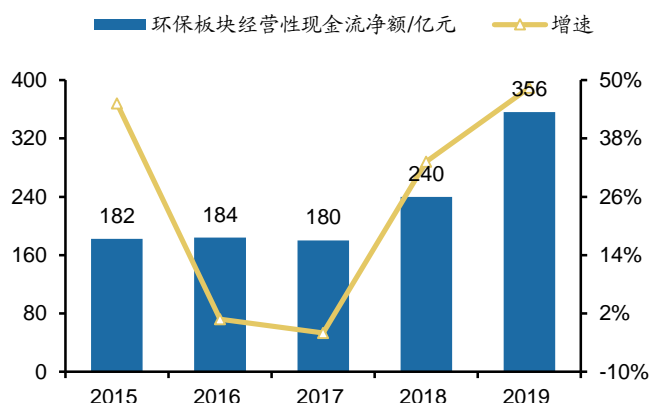


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

➤ 现金流分析：经营性现金流净额同比有所改善，筹资活动现金流净额下降显著

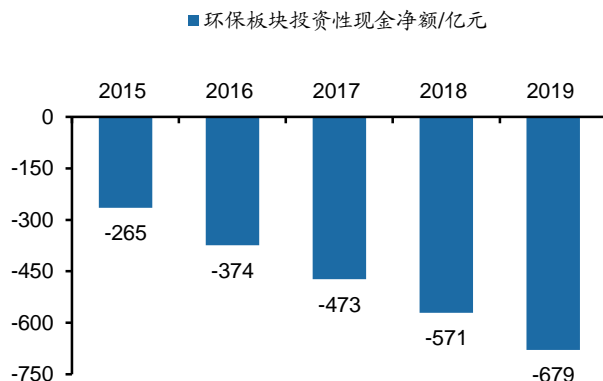
经营性现金流净额增速为五年最高，筹资现金流净额重回正增长。2019年板块经营性现金流净额同比增长48.4%，远超出营业收入11%的增速，主要系固废、环卫板块等运营类资产回款良好，以及水处理行业龙头碧水源现金流回正，经营性现金流净额显著增长；投资性现金流净额达679亿元，同比增长18.9%，与2018年相比增速有所下滑。筹资活动现金流净额达362亿，同比增长19.8%，主要系固废（瀚蓝、旺能各融资增加20.67、8.41亿元）、监测、节能等板块融资增速提升，整体来看，环保板块2019年现金净流入39亿元，较去年同期净流出29亿元出现反转。

图 18：19年板块经营性现金流净额同比增长48.4%



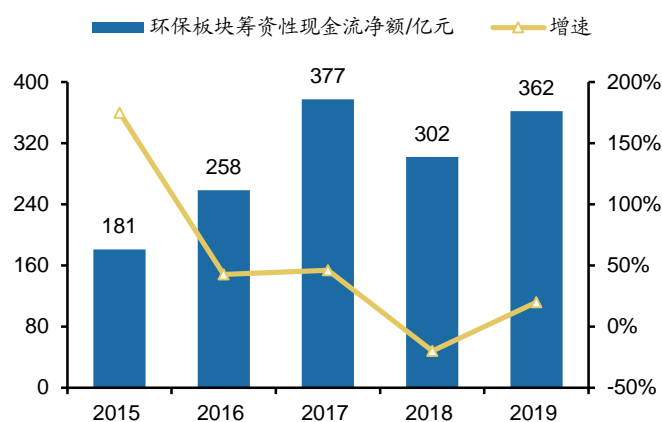
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 19：19年环保板块投资现金净额达679亿元



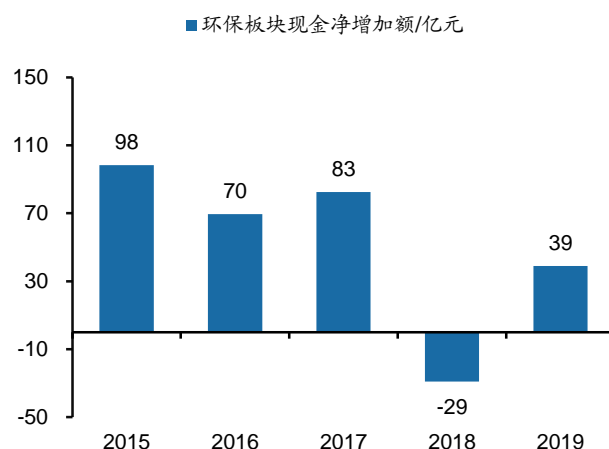
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 20: 19年环保板块筹资现金流净额同比增长19.8%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 21: 19年环保板块现金净流入39亿元

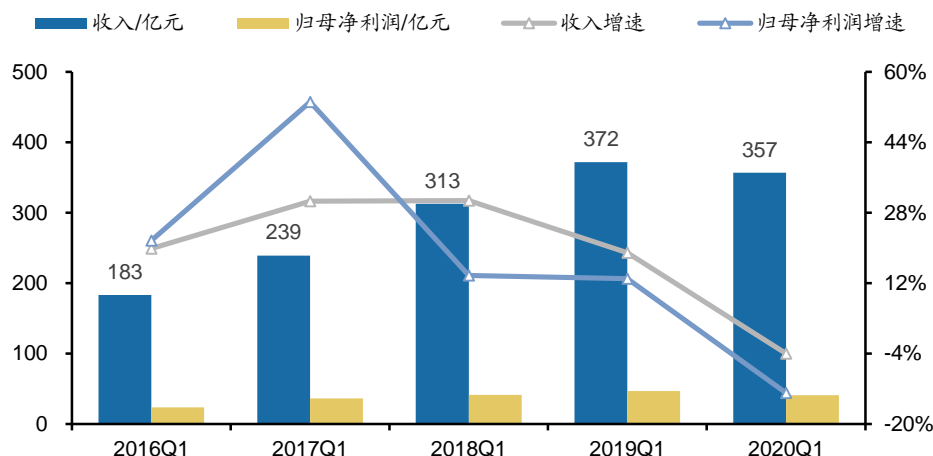


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

（二）受疫情影响 2020Q1 板块业绩同比下滑 13%，现金流持续改善

2020年Q1环保行业整体实现营业收入合计357亿元，同比下滑4%；整体实现归母净利润总计41亿元，同比下滑13%，主要系疫情影响，为近五年的最低点。

图 22: 2020年Q1环保板块归母净利润同比下降13%



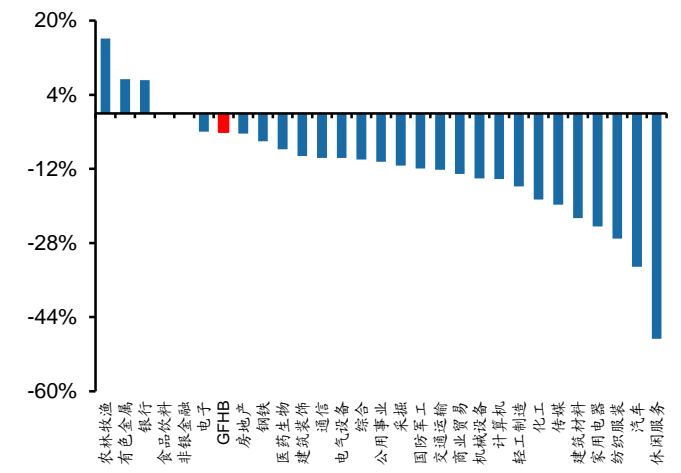
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 碧水源、瀚蓝环境使用扣非归母净利润

➤ 收入利润端: 水务、环卫表现亮眼, 环保板块一季度业绩增速高于其他行业

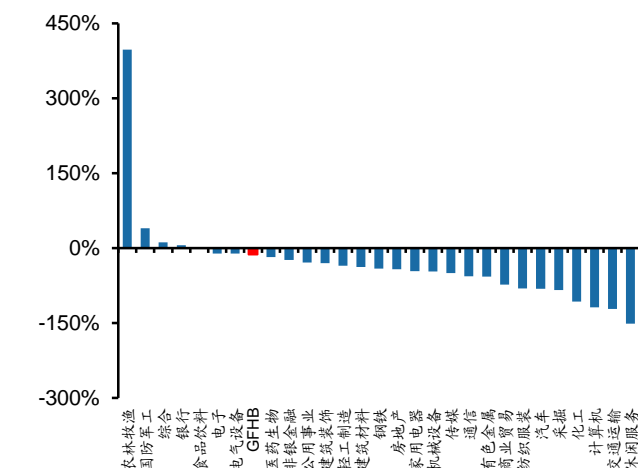
2020年一季度, 大部分行业出现了不同程度的营收、业绩下滑的现象, 环保行业的营收增速位于全行业第7位, 业绩增速位于全行业第8位, 均处于上游水平。

图 23: 2020Q1环保行业收入增速位于全行业上游



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 24: 2020Q1环保行业业绩增速位于全行业上游

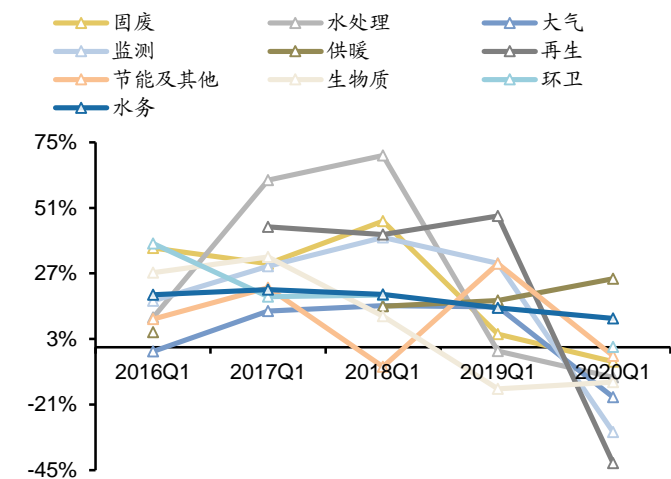


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 业绩为归母净利润

受疫情影响,除水务、环卫、供暖板块等较为稳定资产外,其他所有子板块营业收入均出现了不同程度的下滑。再生、监测板块下滑幅度最大,分别同比下降42%、31%。在业绩方面,环卫板块业绩增速达20%,为各子板块中最优,主要系环卫行业疫情期间承担清洁及环卫消杀工作,此外因人力成本较重,社保减免带来的业绩弹性显著好于其他行业。供暖板块业绩增速为15%,同比下降16个百分点。水务板块业绩增速为2%,同比下降9个百分点。其他板块业绩增速均为负值。

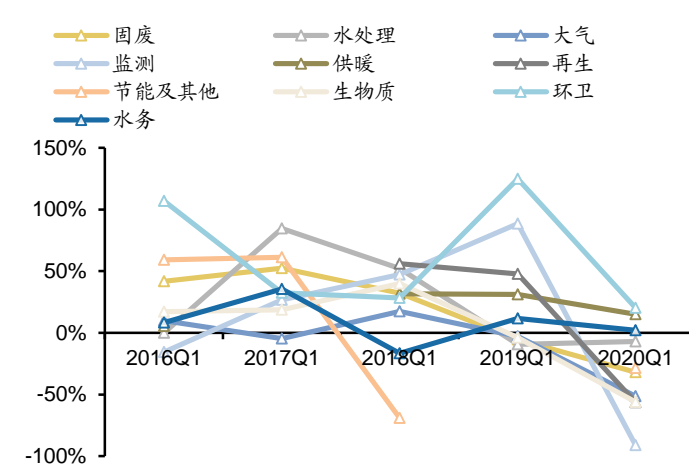
图 25: 环保细分领域历年一季度营收增长情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 环卫板块 2019Q1 营业收入同比增长 157%

图 26: 环保细分领域历年一季度净利润增长情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

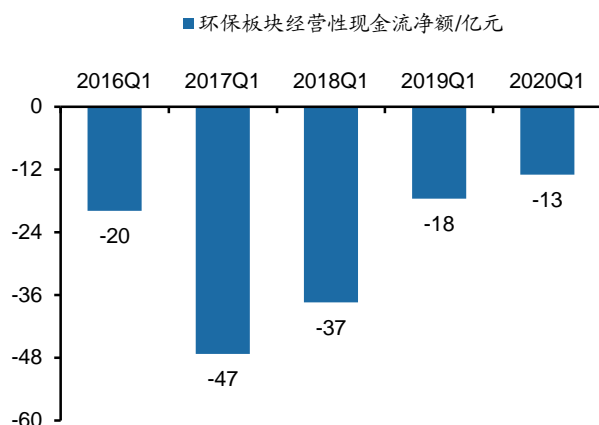
备注: 再生板块 2016Q1、2017Q1 增速分别为-100%、16382%, 生物质板块 2019Q1 增速为 141%, 供暖板块 2017Q1 为 236%

➤ 现金流分析: 经营性现金流仍出现改善, 投资现金流同比增长27.1%

尽管环保板块一季度经营性现金流常年为负(行业季节性特点)同时叠加疫情影响,

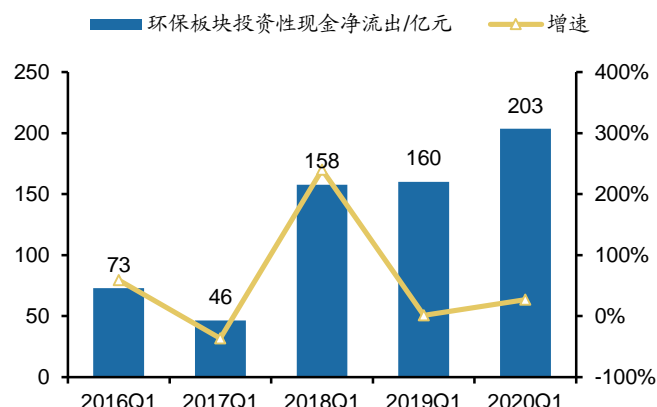
但2020Q1经营性现金流净额同比仍增加5亿元（同期营收下降4%），主要系固废、水处理、环卫行业现金流净额增长。2020Q1板块整体投资性现金流净流出同比上升27.1%，较2019Q1有明显提升。板块整体筹资活动现金流净额上升103.7%，主要系固废、大气、水务板块筹资活动现金流净额同比分别增加26、31、60亿元，增速分别为125.4%、691.3%、135.2%，节能板块同比增长286.4%等原因所致。

图 27：2020Q1板块经营性现金流净额增加5亿元



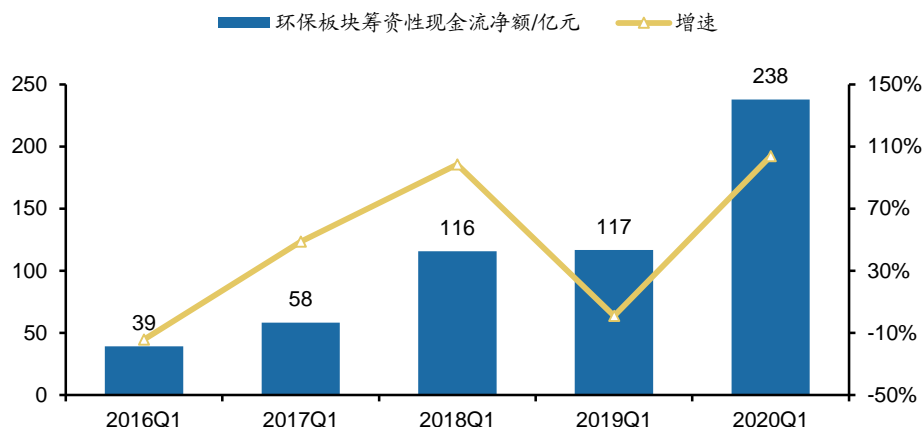
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 28：2020Q1板块投资现金净流出同比上升27.1%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 29：2020Q1板块筹资现金流净额同比上升103.7%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、股权转让频发+融资持续改善，大订单+再融资逻辑重启

（一）股权转让陆续落地，关注国资入股的后效应

2019年是环保板块股权转让落地的大年，板块多家公司2018-2019年初筹划的股权

转让方案已陆续落地，截至4月末，板块内10余家上市公司公告转让控制权，其中绝大部分接盘方为国企，也尚有部分企业在积极转让控股权以缓解股权质押问题。过去板块业绩触雷的诱因大多来自于股权质押爆仓、融资困难、PPP整顿等问题，展望未来1-2年，我们认为上述因素均处于不断改善的过程中。

表 2：部分环保公司公告涉及国资的控制权/股权转让方案

公司	股权转让情况
津膜科技	2020 年 4 月控股股东天津膜天拟引进战略投资者华润集团，华润集团拟对天津膜天增资并取得其不低于 51%的股权，该事项可能涉及公司控制权变更。
铁汉生态	2020 年 4 月公司实际控制人及一致行动人拟向中节能转让 10.11%股权，同时，公司正在筹划非公开发行股票事宜，中国节能拟以现金认购公司非公开发行新股。股权交易及非公开发行股份完成后，中节能对公司持股比例可能超过 20%并将成为上市公司控股股东。
碧水源	1) 2019 年 7 月公司实控人等转让 10.12%股权给中国城乡（为中国交建全资子公司）；2) 中国城乡接受刘振国、陈亦力及周念云所持上市公司股份表决权委托 13.40%公司股份；3) 2020 年 3 月，中国城乡拟通过现金认购非公开发行的方式取得上市公司股份非公开发行 4.8 亿股，发行价格为 7.72 元/股。
国祯环保	1) 2019 年 7 月非公开发行 1.1 亿股募资 9.42 亿，三峡集团持有公司股份比例增至 11.62%成为公司第二大股东；2) 2020 年 3 月，公司控股股东拟转让 15%股份至中节能，转让价格 14.66 元/股，转让价款 14.75 亿元，截至 2019 年 12 月 31 日中节能持有公司总股本的 23.69%，持有表决权股份占总股本的 29.95%。
三聚环保	1) 2018 年 6 月，大股东海淀科技股权调整，海淀国投持有海淀科技股权的比例将增加至 51.00%，成为其控股股东；2) 2019 年 7 月，间接控股股东海淀国投增持公司总股本 0.5%，增持后占公司总股本的比例为 5.74%；通过其控股子公司海淀科技控制公司总股本 29.48%。
中建环能	2018 年 10 月，大股东环能投资转让 27%上市公司股权给中建启明（实控人为国务院国资委）。
中金环境	1) 2018 年 11 月，公司实际控制人合计转让 6.65%股权给无锡市政，同时将持有的公司 12.13%的股票表决权委托给无锡市政行使；2) 2019 年 8 月，无锡市政集团拟协议受让沈金浩先生持有的已委托无锡市政集团行使 12.13%的股票表决权，无锡市政集团为上市公司的控股股东。
兴源环境	2019 年 3 月，公司大股东转让 23.60%股权给新希望投资集团有限公司。
清新环境	2019 年 5 月，公司实际控制人拟转让 25.31%股权给四川发展国润环境投资公司（实控人为四川省国资委），2019 年 7 月完成转让。
东江环保	2018 年 10 月，公司持股 5%以上股东张维仰先生将其持有占公司股本总额的 5%股份协议转让给广晟公司。广晟公司及其下属子公司合计持有总股本的 20.72%，为公司控股股东；张维仰先生持有总股本的 3%，将不再为公司 5%以上股东。

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

国资入股带动的融资改善已经显现。以民企切换为国企的中金环境为例：公司 2019 年下半年依次以 4.15%的利率发行中票 5 亿元、3.64%的利率发行超短融 4 亿元、4.10%的利率发行中票 5 亿元，2020 年以 2.80%的利率发行超短融 2 亿元；历史发债情况中仅 2017 年发行了 5 亿超短融，且利率高达 5.95%，融资改善效果显著。此外，如清新环境、东方园林等公司的国资大股东通过对上市公司债券进行担保，改善融资渠道。类似上述的融资优惠条件是民营环保企业从未享有过的，我们预计国资入股的“后效应”逐步体现：（1）信用、融资改善，贷款更为便利、利率下行，中票、短融等发行有望重启，多元化融资方式将打通；（2）订单获取能力提升、政府沟通能力提升；（3）同类型资产/业务的整合预期。

（二）融资利好政策频出，专项债持续发力

融资方面，政策不断发力。伴随再融资新规落地、专项债放量及环保专项债占比提升、基建加速推进、REITs等工具试点政策出台，环保行业融资环境逐步改善。作为既是“新基建”，又是“补短板”，还是与扶贫并列的“三大攻坚战”之一的环保有望成为资金投入的重要选项。我们预计未来1-2个季度能看到更为积极的变化。

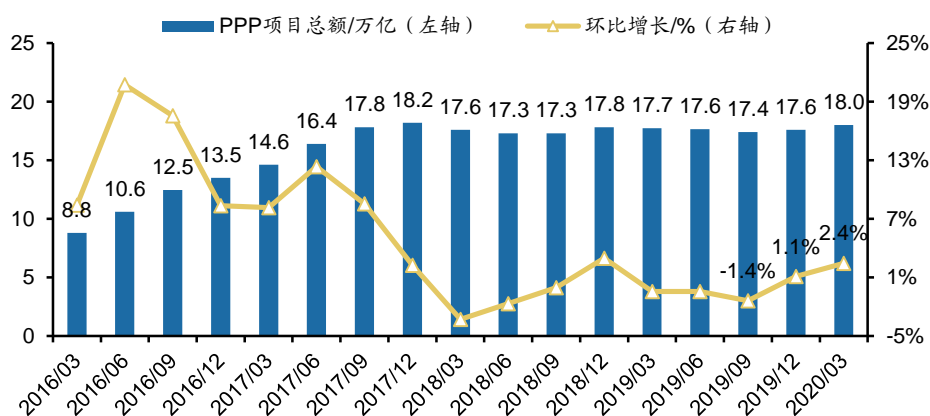
表 3：2019年以来民营融资利好政策频出，民企融资支持不断加码

时间	机构/场合	事件	核心内容
2020.4.30	中国证监会、国家发改委	《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》	推动国家重大战略实施，服务实体经济，支持重点领域符合国家政策导向、社会效益良好、投资收益率稳定且运营管理水平较好的项目开展基础设施 REITs 试点
2020.2.14	证监会	发布上市公司再融资制度部分条款调整涉及的相关规则	针对发行条件、发行价格、锁定期、批文有效期等多个维度进行了调整，加大上市公司再融资的支持力度
2019.6.21	证监会	证监会就修改《上市公司重大资产重组管理办法》公开征求意见	拟取消重组上市认定标准中的“净利润”指标，支持上市公司依托并购重组实现资源整合和产业升级。拟将“累计首次原则”的计算期间进一步缩短至 36 个月，引导收购人及其关联人控制公司后加快注入优质资产。促进创业板公司不断转型升级，拟支持符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市。
2019.2.27	银保监会	关于进一步加强金融服务民营企业有关工作的通知	要求商业银行每年年初制定民营企业服务年度目标，在内部绩效考核机制中提高民营企业融资业务权重，提高不良贷款考核容忍度。
2019.2.14	中办、国办	关于加强金融服务民营企业的若干意见	加快民企 IPO、再融资审核进度，支持多类资金参与化解民企股权质押问题

数据来源：国务院、人民银行、证监会等，广发证券发展研究中心

PPP 项目库规模已接近稳定，目前处于存量项目加速落地阶段。财政部自 2014 年起推进 PPP 模式，截至 2020 年一季度，储备库+管理库总投资额 18.0 万亿元，可以看出 PPP 项目库自 2018 年一季度清库结束后，整体金额长期维持在 17-18 万亿之间。受财政部对于 PPP 项目支出不得超过财承 10%红线要求，以及 PPP 项目潜在财政风险防控影响，预计 18 万亿 PPP 总量也将保持较长一段时间。但伴随新增基建项目资金需求增加，除 PPP 之外的其他财政手段正陆续出台。

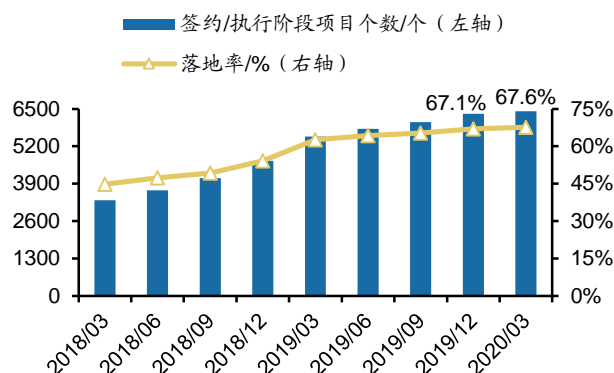
图 30：2020Q1 财政部 PPP 库项目金额季度环比增加 2.4%



数据来源：《全国 PPP 综合信息平台项目库 2019 年报》、广发证券发展研究中心

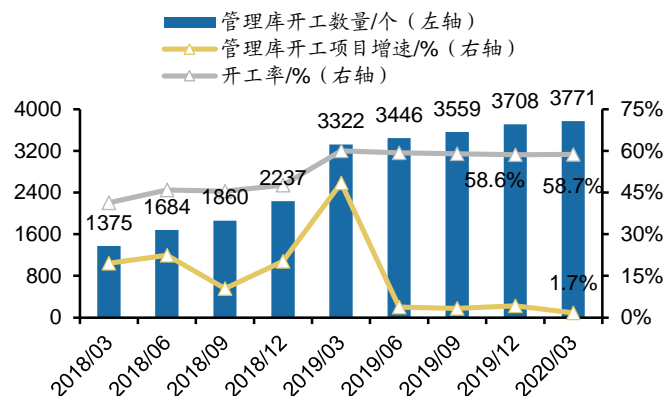
当期PPP项目陆续进入落地及开工周期，落地率及开工率持续攀升。截至2020年一季度，入库项目整体落地率达67.6%，环比提高0.5个百分点，落地率不断提升。落地项目开工率为58.7%，环比上升0.1个百分点。截至2020年3月末，已开工落地项目3771个，环比增加1.7%。

图 31：管理库项目落地率不断攀升至67.6%



数据来源：《全国PPP综合信息平台管理库项目2019年报》、广发证券发展研究中心

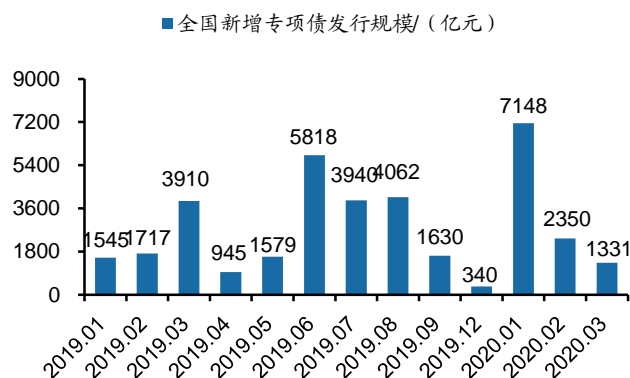
图 32：2020Q1管理库开工率环比上升0.1个百分点



数据来源：《全国PPP综合信息平台项目库2019年报》、广发证券发展研究中心

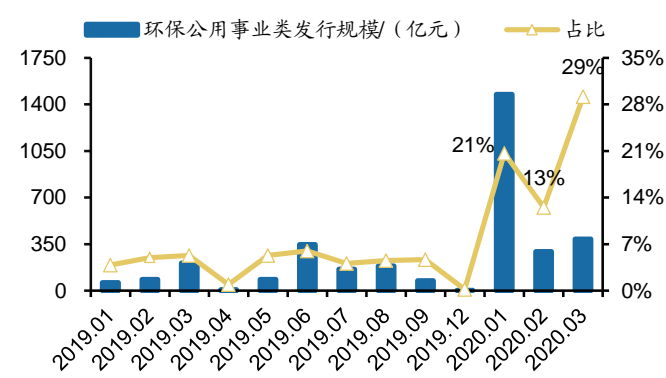
财政部披露第一季度全国发行专项债 1.08 万亿元，同比增长 51%。目前专项债已完成 2020 年提前下达额度的 83.5%，国务院常务会议确定将再提前下达一批地方政府专项债额度。并根据 21 世纪经济报披露，2020 年每省专项债作资本金比例将由 20%提高至 25%，此外降低专项债规模加大及杠杆放宽下，在扩大有效投资的同时正不断激升实体产业的活力，同时环保公用类的权重不断攀升，成为专债资金重要出口，权重正不断攀升。

图 33：2020年第一季度专项债发行规模达1.08万亿



数据来源：财政部、广发证券发展研究中心

图 34：2020年3月环保公用专项债占比扩大至29%



数据来源：财政部、广发证券发展研究中心

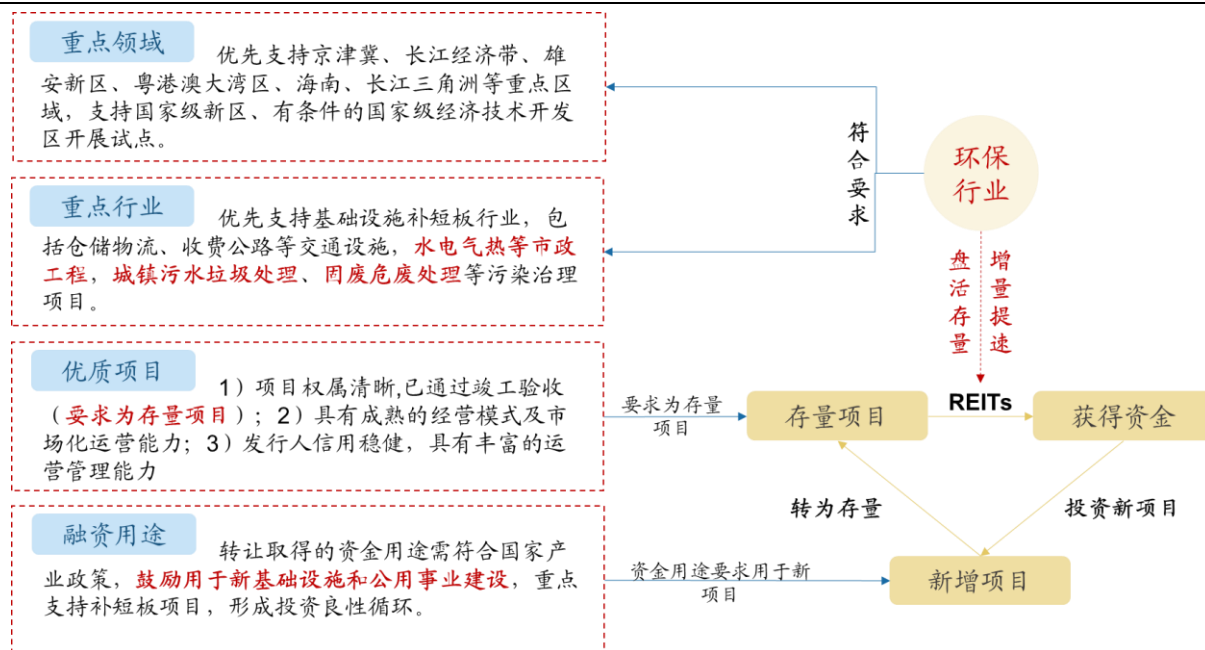
备注：2019年10、11月无新增地方债，故剔除

（三）REITs 有望缓解环保项目资本金压力，打开行业估值空间

基建 REITs 起航，污染治理项目为重点支持行业之一。4 月 30 日，证监会、发改委联合发布《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》，标志着境内基础设施领域公募 REITs 试点正式起步。基建 REITs 预期将有效盘活存量资产，形成良性投资循环，提升直接融资比重，降低企业杠杆率。短期看有利于广泛筹集项目资本金，降低债务风险，是稳投资、补短板的有效政策工具。试点项目要求聚焦重点行业，水电气热等市政工程、城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目位列优先支持的行业之中。此外，《通知》明确要加强融资用途管理，鼓励将回收资金用于新的基础设施和公用事业建设，重点支持补短板项目，形成投资良性循环。

图 35：环保契合本次REITs试点项目要求，有望盘活存量资产并形成良性投资循环



数据来源：证监会、发改委《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》，广发证券发展研究中心

公募REITs通过盘活存量资产、提前收回投资支出的方式加快公司新增项目的推进速度，企业有望摆脱之前高杠杆下的业务扩张增速限制，公募REITs的长期意义不容忽视：

（1）作为基建项目的可持续滚动的股权资金池，为存量项目方提供了退出渠道，缓解对基建项目未来长期还款的担心；

（2）既解决存量项目的退出，更有助于新项目的建设。对投资、建设、运营等主体的长期估值水平都有提升，特别是经历了PPP的担忧、重资产担忧等折价之后；

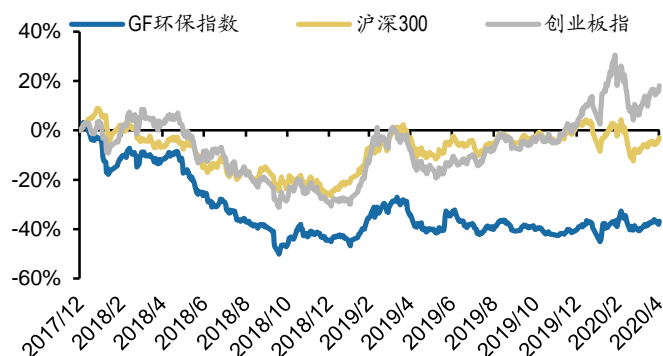
（3）类似PPP刚推出时，市场未曾想到环保、园林、建筑等多个领域商业模式由此改变并启动一轮巨大的行情类似，我们相信公募REITs也将引发基建相关领域的商业模式巨变将逐渐发生：轻资产化、托管运营、备品耗材等，除了工程建设以外，环保公司持续成长具备了更多选项。其中存量沉淀资产体量大、订单充裕、杠杆高的企业盘活存量弹性最大，最为受益。

三、看好板块估值修复空间，重点关注持续高成长的优质公司

（一）板块估值仍处历史低位，基金持仓反映行业景气度已回暖

2018年以来GF环保指数下滑37%，跑输沪深300指数34个百分点。从板块分类来看，2019年环保板块涨幅处于全行业下游水平，2020年初以来，环保板块涨幅位于行业中上游。估值方面，2019年以来环保板块市盈率处于历史低位

图 36: 2018年初至今板块跑输沪深300指数34pct



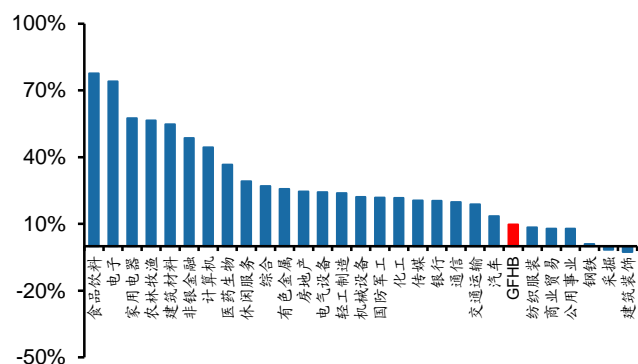
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 37: 环保板块市盈率处于历史低位区间 (TTM)



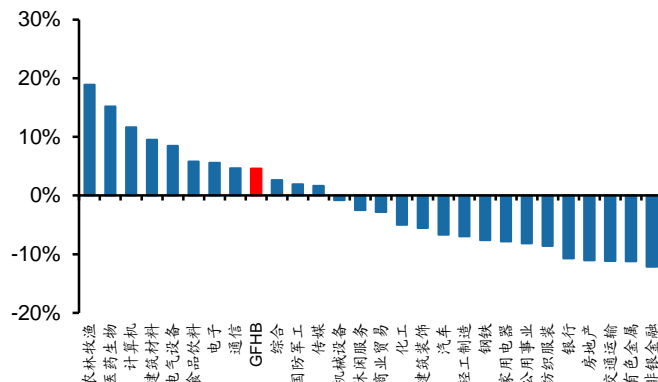
数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

图 38: 环保板块2019年涨幅处全行业下游水平



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

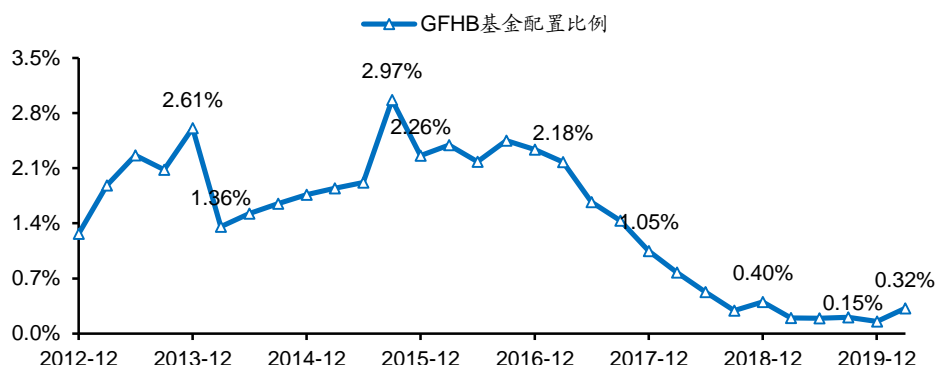
图 39: 环保板块2020年以来涨幅处于行业中上游



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

在2019Q4基金持仓占比下降至历史新低0.15%后，2020Q1基金持仓占比回升至0.32%，这是基金环保持仓2018年以来的首次触底反弹。

图 40: 2020Q1环保股基金配置占比反弹, 环比上升0.17个百分点



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心。备注: GFHB 股共涉及 63 只个股, 板块基金配置比例=重仓股汇总的该板块配置市值/基金重仓股票投资市值。基金统计口径: 偏股型基金(不含指数型)=开放式股票型基金(不含指数型)+开放式偏股混合型基金+开放式灵活配置型基金+封闭式股票型基金(不含指数型)

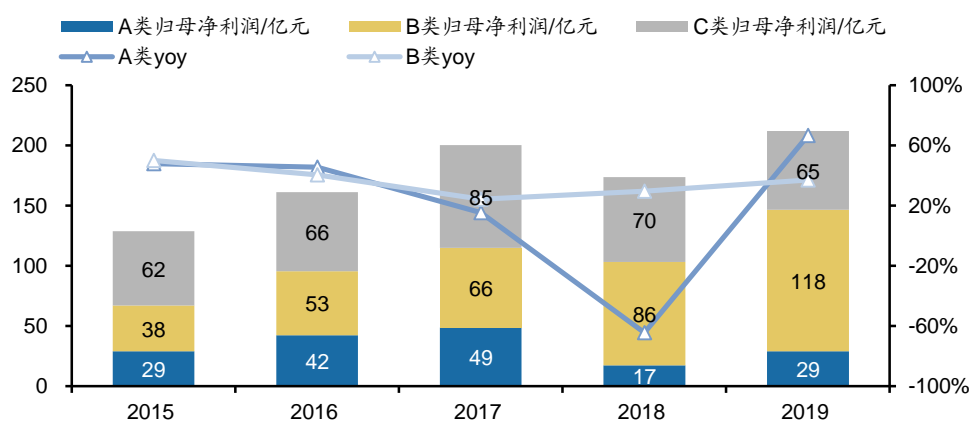
(二) A+B 类公司市场份额持续提升, 优质企业将保持持续高增长

我们于2019年报综述中将板块内个股分为以下三类:

- A. 经历质押危机、融资危机, 但国资入股已经发生的公司, 以及已有国资入股但尚未落地的公司;
- B. 未出风险, 业绩仍保持不错增长的(保持20%以上增长);
- C. 现有问题尚未完全解除的等。

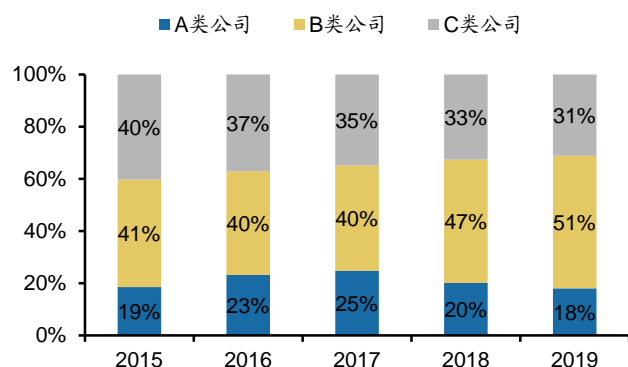
A类公司实现业绩反转, B类公司强者恒强, 带动板块整体业绩大幅向好。根据我们的测算, 类型A+B类企业已经占到行业营收、利润规模的60%-70%, A类企业大多已于2019年内完成股权转让(或将完成), 伴随国资入股后效应逐步显现, 可以看到A类公司业绩重回高速增长, 实现收入业绩份额占比的提升; 板块中业绩增速超过20%的B类企业目前在手订单充足, 在融资环境不再恶化的背景下, 业绩持续高增长, 利润份额占比提升至56%, 预计后续仍将表现良好; C类企业则收入业绩份额持续下滑。

图 41: A类企业业绩恢复增长, B类企业保持平稳



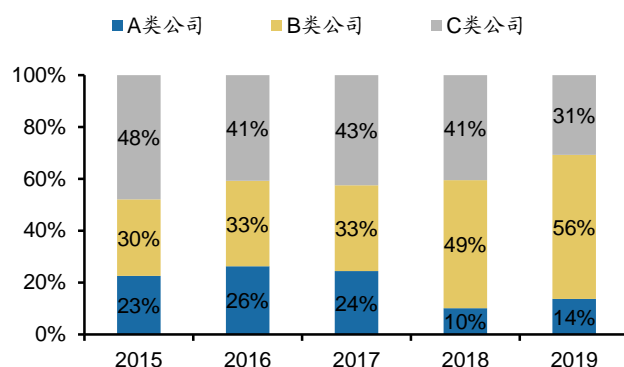
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 42: A+B公司2019营收占比份额提升至69%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 43: A+B公司2019业绩占比大幅提升至69%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

展望后市, 伴随融资端改善及需求端扩张, 预期部分A/B类公司业绩增速持续向上, 建议关注: 1、受益于央企入股和REITS改革的标的, 如碧水源、天壕环境、国祯环保等; 2、同时伴随固废新政出台, 建议关注焚烧+环卫+再生资源一体化建设, 如旺能环境、瀚蓝环境、中再资环等。

表 4: 重点公司业绩增速及核心投资逻辑

公司名称	投资逻辑
碧水源	受益于中交入股协同效应释放, 有望转型轻资产并扩大膜设备销售, 经营性现金流大幅改善, 业绩有望重回高速增长
瀚蓝环境	固废板块增速依旧亮眼, 在建筹建/在运规模约 1 倍, 2019 年以来投资及筹资加速支撑项目加速落地, 预期 2-3 年内公司运营产能翻倍。
东江环保	公司总危废经营资质超过 190 万吨/年。随着产业规范化和龙头集中, 叠加广东、江苏两省危废建设规划明确, 看好公司产能扩张实力。
伟明环保	垃圾焚烧仍为业绩贡献主力, 2019 年运营收入同比增长 25.9%。截至 2019 年末公司在运产能为 1.55 万吨/日, 在手总产能超 3.3 万吨/日, 项目充裕, 业绩持续释放可期。
国祯环保	中节能拟对公司实现控股, 期待国资入股后优化公司融资环境、助力公司业务拓展及加速推进在手订单。
中再资环	“国字头”家电拆解龙头, 渠道优势助力高 ROE; 品类调整驱动拆解结构改善, 促进收入利润增长, 后续品类扩张值得期待; 2018 年增发注入中再环保, 集团在手再生资源资产丰富, 期待协同效应释放。
盈峰环境	剥离非核心业务专注环卫, 并推进子公司专风实业拆分上市。环卫服务增速超市场预期。截至 2019 年底正在运营项目年化合同额 16 亿元, 合同总额 252 亿元。
洪城水业	利润增长主要依托于“供水+污水+燃气”三轮驱动, 近年来公司水务运营、给排水工程业务同步推进, 增长较为确定, 公司在手需改造水厂规模依然较大, 定增+可转债融资, 将提供强有力的资金保障。
兴蓉环境	水务业务依旧为公司利润贡献的主力军, 此外公司在固废领域的布局初显成效, “水务+固废”双轮驱动效应正逐渐显现。公司现有运营项目盈利稳健, 并积极扩充运营规模。
联美控股	公司以沈阳为切入点, 凭借长期运营经验不断在全省及异地拓展供热版图, 此外拟将兆讯传媒分拆至深交所创业板上市, 聚焦供热主业发展。清洁供暖推广推动供暖面积内生增长, 外延发展实力兼备。

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

四、风险提示

融资改善政策出台、执行力度不及预期; EPC工程结算进度低于预期, 运营企业补贴无法按时到位, 产能利用率不足。

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士，2015 年、2016 年、2017 年新财富环保行业第一名，多年环保、燃气、电力等公用事业研究经验，带领团队荣获 2019 年新财富环保行业第一名。
- 邱 长 伟：资深分析师，北京大学汇丰商学院金融硕士，厦门大学自动化系学士，2015 年加入广发证券发展研究中心。
- 许 洁：资深分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 张 淼：研究助理，武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：研究助理，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。