

以“轻”带“重”

——环保行业 2020 年下半年投资策略

行业中期报告

◆**环卫：行业景气度上行，拿单情况成为估值能否维持关键。**(1) 环卫传统业务市场空间有限(20年空间约1687亿元)，市场空间天花板的提升来自于增量业务，即城市管理概念下环卫业务的边界将进一步打开(20年空间达3675亿元)；(2) 疫情后国家对于城市管理的要求显著提升，市场集中度亦将随着环卫标准趋严背景下大规模长周期PPP项目的释放而逐步提升(龙头更具拿单优势)；(3) 外来进入者(垃圾焚烧、物管)对格局的影响是行业长期演变逻辑，未来环卫市场格局的再分配仍需要时间去进一步印证，短期无碍行业发展；(4) 垃圾分类如火如荼，湿垃圾处置产能建设是重中之重，设备及EPC建设公司有望从中受益。

◆**垃圾焚烧：对国补政策的不确定性扰动保持乐观。**(1) 我们对今年增量国补中用于垃圾焚烧的规模相对乐观(10亿的增量国补即可基本保障“十三五”规划的顺利完成)；(2) 随着复工复产恢复后上市公司抢工提速，叠加地方政府在“十三五”终考年对在建项目的支持力度提升，各上市公司有大概率完成各自制定的产能落地目标，从而为业绩增长提供有力支撑；(3) 《固废法》下半年施行、垃圾分类工作开展如火如荼、“无废城市”建设试点攻坚年等多因素刺激，我们看好龙头公司在业绩支撑和行业景气度上行的基础上实现估值的提升。

◆**水务工程：关注订单落地+政策支持逻辑兑现，看好Q3基建行情。**由于水务工程商业模式的变化，融资环境改善逻辑对环保民营企业的股价影响弹性有所削弱，叠加疫情影响后订单情况的不确定性犹存，行业Q2走势不甚理想；但是随着国家在2020年下半年持续通过推动传统基建及新基建发展，辅以财政和货币政策对环保领域的双重支持，叠加第二轮中央环保督察第二批次即将于年内启动带来的消息面刺激，我们依然看好Q3窗口期市场情绪面对水务工程领域的倾向，同时建议持续关注各公司的订单获取和Q2业绩情况。

◆**维持环保行业“买入”评级。**环卫：推荐北控城市资源，建议关注盈峰环境、龙马环卫、玉禾田；垃圾分类：推荐维尔利；垃圾焚烧：推荐瀚蓝环境，建议关注三峰环境、伟明环保；水务工程：推荐碧水源。

◆**风险分析：**若贸易摩擦升级致政策调整频繁；环保政策因经济下行而要求力度降低；地方政府释放更多债务问题；金融机构对民企及环保支持力度低于预期。

买入(维持)

分析师

殷中枢(执业证书编号：S0930518040004)

010-58452063

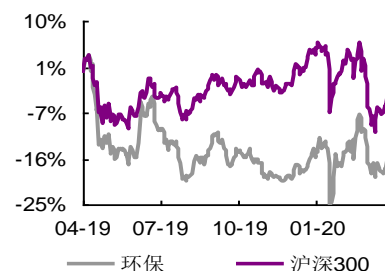
yinzs@ebsecn.com

郝骞(执业证书编号：S0930520050001)

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

环保 2020：跨越“中年危机”——环保行业 2020 年投资策略

.....2019-11-2

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	
3718.HK	北控城市资源	0.93	0.08	0.11	0.15	12	8	6	买入
300190	维尔利	7.82	0.40	0.50	0.56	20	16	14	买入
600323	瀚蓝环境	22.66	1.19	1.47	1.81	19	15	13	买入
300070	碧水源	8.05	0.44	0.50	0.61	18	16	13	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年6月5日

注：北控城市资源股价及EPS单位为港元

投资聚焦

研究背景

环保板块 2020 年上半年表现尚可，政策节点年+基建托底有望推动行业景气度在下半年持续上行。作为关注度较高的环卫、垃圾焚烧、水务工程等三大细分领域，如何看待市场关心的风险因素？下半年需要重点关注的行业变化是什么？上述要点是我们这篇报告试图回答的问题。

我们的创新之处

(1) 从人工成本的角度对环卫市场空间进行测算，并对行业的发展趋势和市场关注的风险因素进行解读；

(2) 对国补政策保持相对乐观，同时对“十四五”规划中对垃圾焚烧产能的要求进行敏感性测算；

(3) 从商业模式变化的角度复盘水务行业上半年走势，并对下半年需要重点关注的行业要素予以提示。

投资观点

(1) **环卫**：我们认为在增量业务（绿化、垃圾分类等）持续释放的情况下环卫市场空间仍将维持高速增长；市场集中度亦将随着环卫标准趋严背景下大规模长周期 PPP 项目的释放而逐步提升（龙头更具拿单优势）；而外来进入者（垃圾焚烧、物管）对格局的影响是行业长期演变逻辑，未来环卫市场格局的再分配仍需要时间去进一步印证，短期不会对行业发展造成不利影响。重点推荐业绩增长确定性强、估值被显著低估的北控城市资源，建议关注环卫装备龙头/环卫运营订单加速增长且估值处于低位的盈峰环境、环卫装备龙头且业绩弹性较大的龙马环卫、专业环卫运营龙头并同步布局物业行业的玉禾田。

(2) **垃圾分类**：垃圾分类热度不减，今年作为垃圾分类“中考年”，我们认为下半年其余城市将持续推进垃圾分类相关制度及立法的建立，以及前端收运和末端处置产能的落实，而其中厨余产能落地情况是决定性因素。重点推荐厨余处置设备和工程龙头维尔利。

(3) **垃圾焚烧**：“十三五”终考年各上市公司在建产能稳步落地保障业绩增长，在基建托底大背景下我们对今年增量国补中用于垃圾焚烧的规模相对乐观（10 亿的增量国补即可基本保障“十三五”规划的顺利完成），叠加《固废法》下半年施行、垃圾分类工作开展如火如荼、“无废城市”建设试点攻坚年等因素的刺激，我们看好龙头公司在业绩支撑和行业景气度上行的基础上实现估值提升。重点推荐大固废战略稳步推进的瀚蓝环境，建议关注垃圾焚烧装备龙头三峰环境、运营能力卓越的垃圾焚烧区域龙头伟明环保。

(4) **水务工程**：国家在 2020 下半年持续通过推动传统基建及新基建发展，辅以财政和货币政策对环保领域的双重支持，叠加第二轮中央环保督察第二批次即将于年内启动带来的消息面刺激，市场的关注点和资金流向有望重回水务工程领域。重点推荐中交集团入主的水务工程龙头碧水源。

目 录

1、 疫情推动 Q1 行业景气度上行，订单释放节奏影响 Q2 走势.....	4
2、 环卫板块：高估值能否持续？	6
3、 垃圾焚烧：关注国补政策不确定性扰动下产能落地情况	12
4、 水务工程：关注订单落地+政策支持逻辑兑现	16
5、 投资建议：维持环保行业“买入”评级	20
5.1、 北控城市资源.....	20
5.2、 维尔利	21
5.3、 瀚蓝环境	22
5.4、 碧水源.....	23
6、 风险分析.....	24

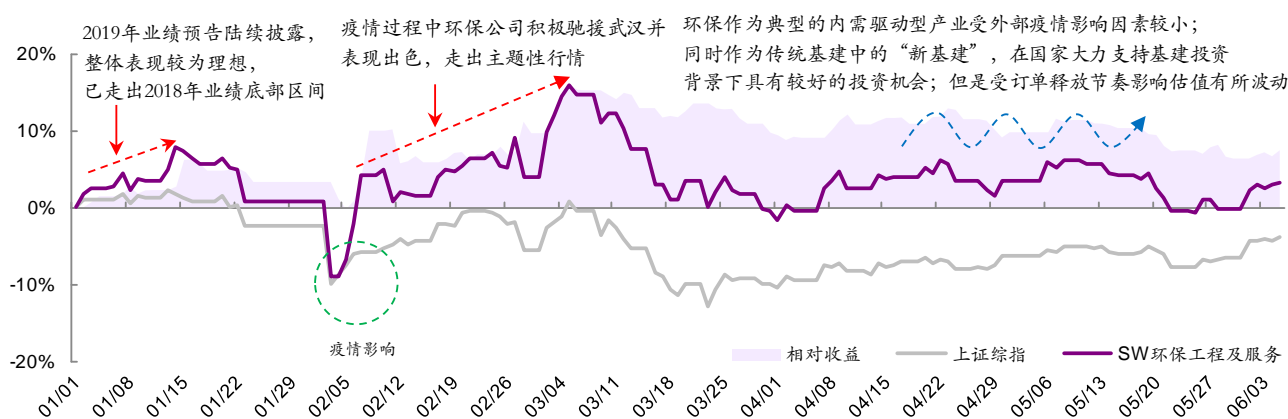
1、疫情推动 Q1 行业景气度上行，订单释放节奏影响 Q2 走势

环保板块 2020 年一季度表现尚可，政策节点年+基建托底有望推动行业景气度持续上行。受市场端的相对疲弱（宏观经济增速下行趋势抑制环保需求）、融资端的压力（虽对民企有所放松，但“去杠杆周期”的影响仍未全面消退）、叠加 2018 年对环保行业带来的震荡仍需时日消化等多重因素影响，2019 年环保板块走势并不尽如人意。

2020 年年初“疫情”影响致使大盘表现不佳，但是环保板块 Q1 整体表现尚可，环保公司在疫情过程中确实做出了重要贡献（全城大消毒、医疗废水处理、医废无害化处置等），具备了主题行情演绎的条件：2020Q1 环保公司 SW 环保工程及服务下跌 0.52%（跑赢大盘 9.31 个百分点），SW 水务下跌 4.10%（跑赢大盘 5.73 个百分点）。

进入二季度，海外疫情发酵，环保作为典型的内需驱动型产业受外部影响较小；同时环保作为传统基建中的“新基建”，在国家大力支持基建投资背景下具有较好的投资机会；再叠加业绩窗口期，环保行业 2019 年业绩走出低谷实现反转，2020 年 Q1 虽在一定程度上受到疫情影响，但是环卫、垃圾焚烧、水务运营等行业的业绩表现仍较为理想，支撑环保行业估值维持；但是进入 5 月，由于环保工程类公司多转为 EPC 为主的商业模式，订单的持续获取是其业绩增长的重要保障，但是市场对于环保行业的中标订单情况尚不明朗，这也进一步为各公司业绩带来一定的不确定性，估值层面亦出现波动。

图 1：2020 年至今 SW 环保工程及服务板块走势

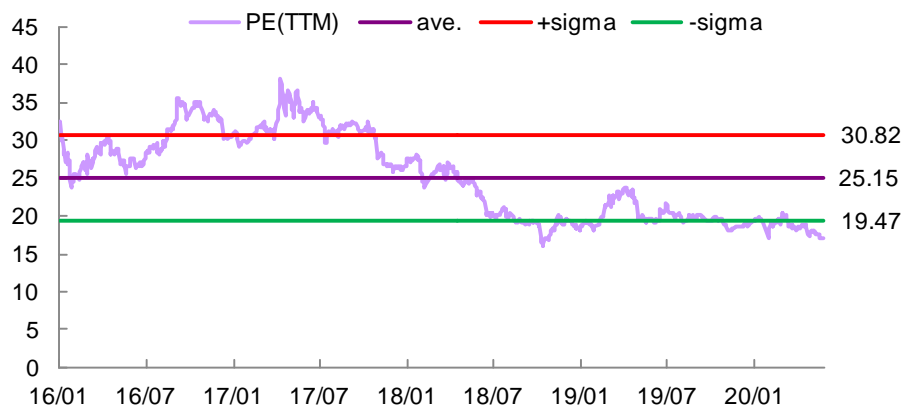


资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2020 年 6 月 5 日

从估值层面分析，环保行业估值在 2017 年 PPP 大潮中达到近 5 年来高点后随着金融去杠杆周期下挫，并在 2018 年底债务问题频出时达到谷底；2019 年初行业工程类公司的商业模式发生变化，国资入主提振市场信心，估值持续修复并基本达到行业历史平均水平；但是随着 2019 年中美贸易摩擦加剧，行业估值再度随大盘走低；2020 年初受疫情刺激叠加业绩层面走出低谷，行业再度迎来一波估值修复；进入 5 月后，工程类公司订单情况的不明朗、

叠加融资环境改善逻辑对行业估值提振的削弱等两方面因素使得行业估值再度下挫，目前低于近5年行业估值25%分位，略高于近5年最低值。

图 2：SW 环保工程及服务历史 PE(TTM) 走势



资料来源：Wind，截至 2020 年 6 月 5 日

下半年看什么？内需扩大+政策加码带来的投资机会，持续推荐环卫、垃圾分类、垃圾焚烧、水务板块的龙头公司。

2、环卫板块：高估值能否持续？

2020Q2 复盘

环卫板块在 2020Q2 走出独立行情，四家龙头公司均跑赢大盘，主要原因系以下几点：

(1) 疫情后国家对环境的要求提升，环卫服务内容及范围亦持续提升（从传统的道路清洁+垃圾清理+公厕运维三大传统业务扩展至绿化养护+垃圾分类+地铁保洁等三大增量业务），环卫市场空间迎来“提质增量”；

(2) 4 月份 2019 年年报和 2020 年一季报披露，环卫龙头公司业绩亮眼且在一季度疫情影响下超预期增长，叠加市场布局“内需”因素作为主导，进一步催化行情演绎；

(3) 进入 5 月，环卫披露招标总合同额超预期且持续增长（根据环境司南统计，2020 年 1-4 月中标年化合同金额超 200 亿，为历年最高）；此外，从短期限政府购买服务到长期 PPP 订单频出，进一步印证了市场集中度提升逻辑，如深圳宝安两大环卫 PPP 项目原先均为分散的小型项目，被深圳当地企业所瓜分，2020 年整合开标后先后被北控城市资源和盈峰环境所斩获，龙头企业在资金、过往业绩、管理水平等硬实力的优势在大型 PPP 订单中变的愈发重要。

表 1：2020 年 10 亿+项目列表

序号	项目名称	中标单位	合同额 (亿元)	合同期 (年)	年化合同额 (亿元)
1	深圳市宝安区新安、福永和福海街道环卫一体化 PPP 项目	北控城市资源	78.03	15	5.20
2	深圳市宝安区新桥和沙井街道环卫一体化 PPP 项目	盈峰环境	67.38	15	4.49
3	上海市浦东新区城市道路综合养护项目（清扫保洁费用）	上海陆家嘴市政绿化管理服务股份有限公司等 17 家	39.73	3	13.24
4	广州市增城区垃圾压缩转运系统工程 PPP 项目	未开标	31.07	28	1.11
5	高平市城乡环卫一体化特许经营项目	美欣达	27.99	28	1.00
6	大连市普兰店区生活垃圾收运及焚烧发电一体化 PPP 项目（垃圾收运费用）	大连城投市政基础设施建设发展有限公司等	13.86	28	0.50
7	香河县农村生活垃圾治理工程特许经营方采购项目	长沙中联重科环境产业有限公司等	12.12	16	0.76
8	郑州经开区全市区政道路清扫保洁和绿化管养等市场化服务项目	未开标	11.93	3	3.98
9	赣州市南康区环卫基础设施建设及运营 PPP 项目	未开标	11.04	24	0.46
10	分宜县城乡环卫一体化 PPP 项目	合肥净荃环保科技有限公司等	9.99	15	0.67

资料来源：环境司南，光大证券研究所整理，截至 2020 年 5 月 29 日，灰色底色代表未开标项目

(4) 城市管理强化环卫行业提质，碧桂园服务等物管企业频繁竞争并获取环卫订单，以及万科城市管理平台化建设，和物管的竞合趋势愈演愈烈，行业市场规模和估值提升想象空间持续提升，这也进一步印证了我们在 2 月底提出的“城市精细化治理推动物管和环卫融合趋势加速”的逻辑（具体请参见我们于 2020 年 2 月 24 日发布的《如何看待疫情后的环卫产业——固废提质系列报告之一》）。

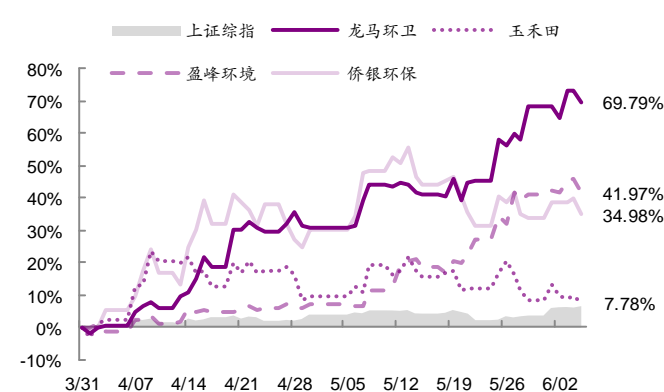
表 2：2020 年物业企业中标城市管理服务项目情况

序号	项目名称	中标单位	合同额 (亿元)	合同期 (年)	年化合同额 (亿元)
1	善县天凝镇全域公共服务管理及镇区保洁服务项目	保利物业发展股份有限公司	0.98	4	0.25
2	寿阳县城乡环境卫生管理中心寿阳县环卫作业市场化运作项目	碧桂园生活服务集团股份有限公司	1.08	3	0.36
3	洛阳市涧西区道路清扫保洁服务项目（标段一）	深圳市鑫梓润物业管理股份有限公司	0.46	3	0.15
4	洛阳市涧西区道路清扫保洁服务项目（标段二）	河南春雨物业管理有限公司	0.20	3	0.07
5	洛阳市涧西区道路清扫保洁服务项目（标段三）	保利物业发展股份有限公司	0.27	3	0.09
6	洛阳市涧西区道路清扫保洁服务项目（标段五）	索克物业发展股份有限公司	0.14	3	0.05

资料来源：环境司南，光大证券研究所整理，截至 2020 年 5 月 29 日

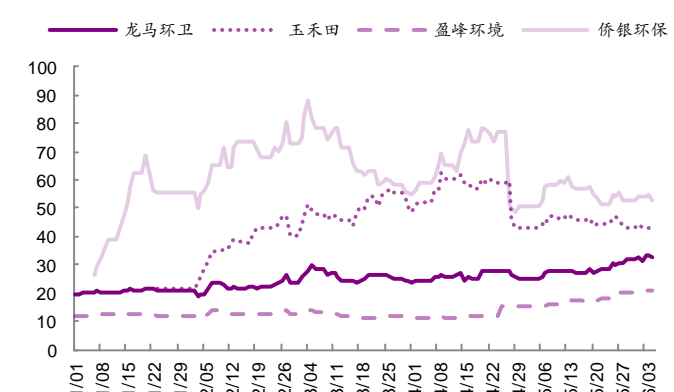
因此，环卫板块在 4 月内需因素及 5 月行业空间及格局变化过程中，迎来了估值提升。其中，玉禾田、侨银环保 2019 年业绩高速增长，2020Q1 受益于社保及税收优惠政策业绩增速超预期，叠加次新股行情使得两家公司享受较高估值；龙马环卫在 2019 年拿单行业领先且业绩弹性较大，估值水平在 2020 年稳步提升；盈峰环境则受到非环卫业务仍存、叠加环卫装备收入占比较高因素制约，估值仍有进一步提升空间。

图 3：环卫龙头公司 2020Q2 股价表现



资料来源：Wind，截至 2020 年 6 月 5 日

图 4：环卫龙头公司 2020H1 PE(TTM)估值表现



资料来源：Wind，截至 2020 年 6 月 5 日

如何看待下半年环卫行业走势？ 市场关心的风险因素主要有以下几点：

(1) 环卫行业市场空间高增长能否持续

根据我们的测算，2020 年传统三大核心业务（道路清洁+垃圾清理+公厕运维）的环卫服务市场空间有望达 1687.4 亿元；可以看到的是，传统业务的市场空间增幅已相对趋缓，随着我国城镇化率提升的放缓，传统三项业务未来的市场增量空间和增速已相对有限。

表 3：我国传统环卫业务年运营市场空间测算（道路清洁+垃圾清理+公厕运维）

项目	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
城市道路清扫保洁面积（亿平方米）	73.03	79.49	84.20	86.93	90.41	94.02
增长率	8.02%	8.85%	5.93%	3.24%	4.00%	4.00%
清扫保洁费用（元/平方米）	10	10	10	10	10.5	11
城市清扫保洁小计（亿元/年）	730.30	794.90	842.05	869.30	949.28	1034.26
城市生活垃圾清运量（亿吨）	1.91	2.04	2.15	2.28	2.42	2.56
增长率	7.18%	6.81%	5.39%	6.05%	6.00%	6.00%
城市垃圾清运费用（元/吨）	75	75	75	75	75	75
城市垃圾清运小计（亿元/年）	143.25	153.00	161.25	171.00	181.26	192.14
城市公厕数量（万座）	12.63	12.82	13.61	14.75	15.93	17.20
增长率	1.55%	1.50%	6.16%	8.38%	8.00%	8.00%
城市公厕运行费用（万元/座）	14	14	14	14	14	14
城市公厕运行小计（亿元/年）	176.82	179.48	190.54	206.50	223.02	240.86
城市合计市场规模（亿元）	1050.37	1127.38	1193.84	1246.80	1353.56	1467.26
县城道路清扫保洁面积（亿平方米）	23.75	25.06	24.76	25.56	26.33	27.12
增长率	3.71%	5.52%	-1.20%	3.23%	3.00%	3.00%
县城清扫保洁费用（元/平方米）	5	5	5	5	5.5	6
县城清扫保洁小计（亿元/年）	118.75	125.30	123.80	127.80	144.80	162.70
县城生活垃圾清运量（亿吨）	0.67	0.67	0.67	0.67	0.67	0.68
增长率	-0.03%	0.17%	1.22%	-1.29%	1.00%	1.00%
县城垃圾清运费用（元/吨）	30	30	30	30	30	30
县城垃圾清运小计（亿元/年）	19.97	20.00	20.24	19.98	20.18	20.38
县城公厕数量（万座）	4.35	4.36	4.58	4.81	5.05	5.30
增长率	0.74%	0.25%	5.09%	5.00%	5.00%	5.00%
县城公厕运行费用（万元/座）	7	7	7	7	7	7
县城公厕运行小计（亿元/年）	30.44	30.51	32.07	33.67	35.35	37.12
县城合计市场规模（亿元/年）	169.15	175.81	176.11	181.45	200.33	220.20
传统业务环卫运营市场合计（亿元/年）	1219.52	1303.19	1369.95	1428.25	1553.89	1687.46
YOY		6.9%	5.1%	4.3%	8.8%	8.6%

资料来源：城乡建设统计年鉴（已更新 2018 年数据）、中国政府采购网、光大证券研究所测算

另外一种测算口径同样可以印证我们的观点，即用人工成本反推测算：

1) 全国共 180 万环卫工人（住建部统计口径 2019 年数据），假设单人税前薪酬约 3.6 万元/年（即 3000 元/月，这也是一般环卫上市公司的人均工资），总共需要支出的人员薪酬为 648 亿元/年；

2) 假设单位缴纳社保比例为 20%，总人工支出为 $648/80\%=810$ 亿元/年；

3) 假设人力成本占公司营业成本的比例为 70%，即营业成本为 $810/70\%=1157$ 亿元/年；

4) 按毛利率 18% 计算（龙头环卫公司毛利率 2019 年为 25% 左右，地方性环卫公司毛利率相对较低，假设总体为 18%），反推行业营业收入即 2019 年环卫市场空间为 1411 亿元。

作为对比，从人工成本—收入口径的环卫市场空间为 1411 亿元，从三项传统业务口径测算的环卫市场空间为 1554 亿元，这也基本印证了我们的观点，即传统业务的市场空间已相对有限。

环卫行业市场空间天花板的提升来自于增量业务。绿化养护、垃圾分类等业务有望成为环卫市场未来增量，我们从 18 年以来中标的项目中也可以看到有越来越多的环卫项目中已经包含绿化养护、垃圾分类等业务范畴；如果在未来的环卫市场空间中考虑绿化养护、垃圾分类、以及地铁保洁等三项非核心业务（其中绿化养护和地铁保洁业务多被政府和非环卫企业获取），2020 年城市和县城环卫服务市场空间预计可达 3675 亿元/年，相较传统业务市场空间的增幅超过 1 倍（118%）；疫情过后，国家将更加重视城市管理的精细化、科学化水平，**城市管理概念下环卫业务的边界将进一步打开，这也将持续推动环卫行业市场空间的持续扩大。**

表 4：我国新增环卫业务年运营市场空间测算（绿化养护、垃圾分类、地铁保洁）

项目	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
城市建成区绿化面积（亿平方米）	210.50	220.40	231.40	241.99	252.88	264.26
增长率	4.40%	4.70%	4.99%	4.58%	4.50%	4.50%
城市绿化养护费用（元/平方米）	6	6	6	6	6	6
城市建成区绿化养护小计（亿元）	1263.00	1322.40	1388.40	1451.94	1517.28	1585.55
轨道交通里程数（千米）	3069.00	3586.00	4594.00	5141.05	5655.16	6220.67
增长率	13.10%	16.85%	28.11%	11.91%	10.00%	10.00%
地铁保洁费用（万元/千米）	20	20	20	20	20	20
轨道交通保洁小计（亿元）	6.14	7.17	9.19	10.28	11.31	12.44
垃圾分类（亿户）	/	/	/	/	0.6	1.22
增长率	/	/	/	/	/	/
垃圾分类费用（元/户）	/	/	/	/	130	130
垃圾分类小计（亿元）	/	/	/	/	78.00	158.60
城市合计新增市场规模（亿元）	1269.14	1329.57	1397.59	1462.22	1606.59	1756.60
县城建成区绿化面积（亿平方米）	61.70	63.33	68.69	71.17	74.02	76.98
增长率	2.95%	2.64%	8.46%	3.61%	4%	4%
县城绿化养护费用（元/平方米）	3	3	3	3	3	3
县城建成区绿化养护小计（亿元）	185.10	189.99	206.07	213.51	222.05	230.93
县城合计新增市场规模（亿元）	185.10	189.99	206.07	213.51	222.05	230.93
新增环卫运营市场合计（亿元）	1454.24	1519.56	1603.66	1675.73	1828.64	1987.53
传统业务环卫运营市场合计（亿元/年）	1219.52	1303.19	1369.95	1428.25	1553.89	1687.46
环卫运营市场合计（亿元）	2673.759	2822.753	2973.604	3103.982	3382.525	3674.987

注：垃圾分类户数按国家发改委、住建部《生活垃圾分类制度实施方案》中 46 个强制垃圾分类城市总人口计算。

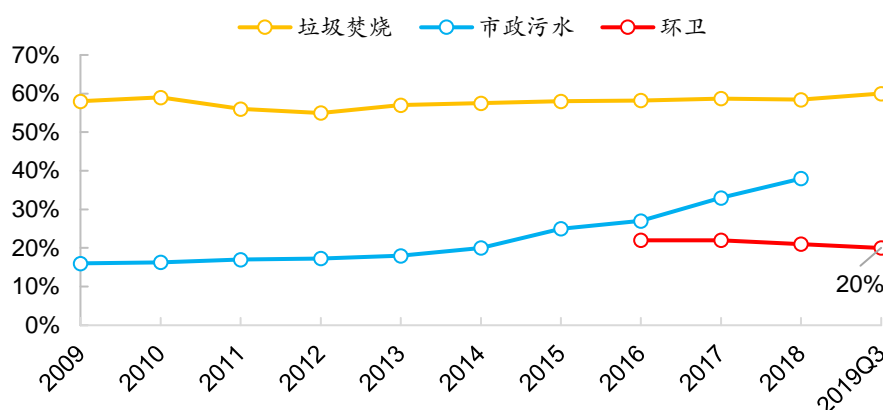
资料来源：城乡建设统计年鉴（已更新 2018 年数据）、中国政府采购网、光大证券研究所测算

（2）环卫行业市场集中度能否持续提升

如果从 CR10 数据的角度来看市场集中度，其实可以看到环卫从 2016 年起的 CR10 数据是逐步下降的，从 2016 年的 22% 下降至 2019 前三季度的 20%，这跟近几年环卫市场化进度比较快，有比较多的项目放给了地方小型环卫企业有关；**但是我们看好未来的市场集中度提升，核心原因在于疫情后国家对于城市管理的要求显著提升**：如表 1 数据，2020 年至今，深圳、上海、郑州等地都有大型的环卫 PPP 项目招投标，单年服务金额都在 1 亿以上；这些项目有一个共同特点，都是原先由很多地方小型企业瓜分了一个区里的多个环卫项目（即原先已经市场化的项目），在今年到期后，政府重新

将多个项目打包为一个大的标段进行招标。对政府来说，这样的好处在于方便管理，同时大型企业可以更好地保证服务质量；而对企业来说，这些大型项目招标往往都有对于资金实力（前期需要较高的资本开支购买车辆，且新能源车辆的要求在提升，比如深圳的两个项目都要求全部需要采购新能源车辆）和业绩（比如之前做过年化服务金额过亿的项目）要求，而这些是地方小型环卫企业无法具备的，未来这种项目只会越来越多，因为会有更多的小型项目到期后政府采取这种方式进行公开招投标，我们看好龙头企业在未来瓜分这些大规模长周期的 PPP 项目，市场集中度有望进一步提升。

图 5：环保各细分行业 CR10 情况



资料来源：E20

(3) 外来进入者对环卫市场空间的瓜分和对格局的影响

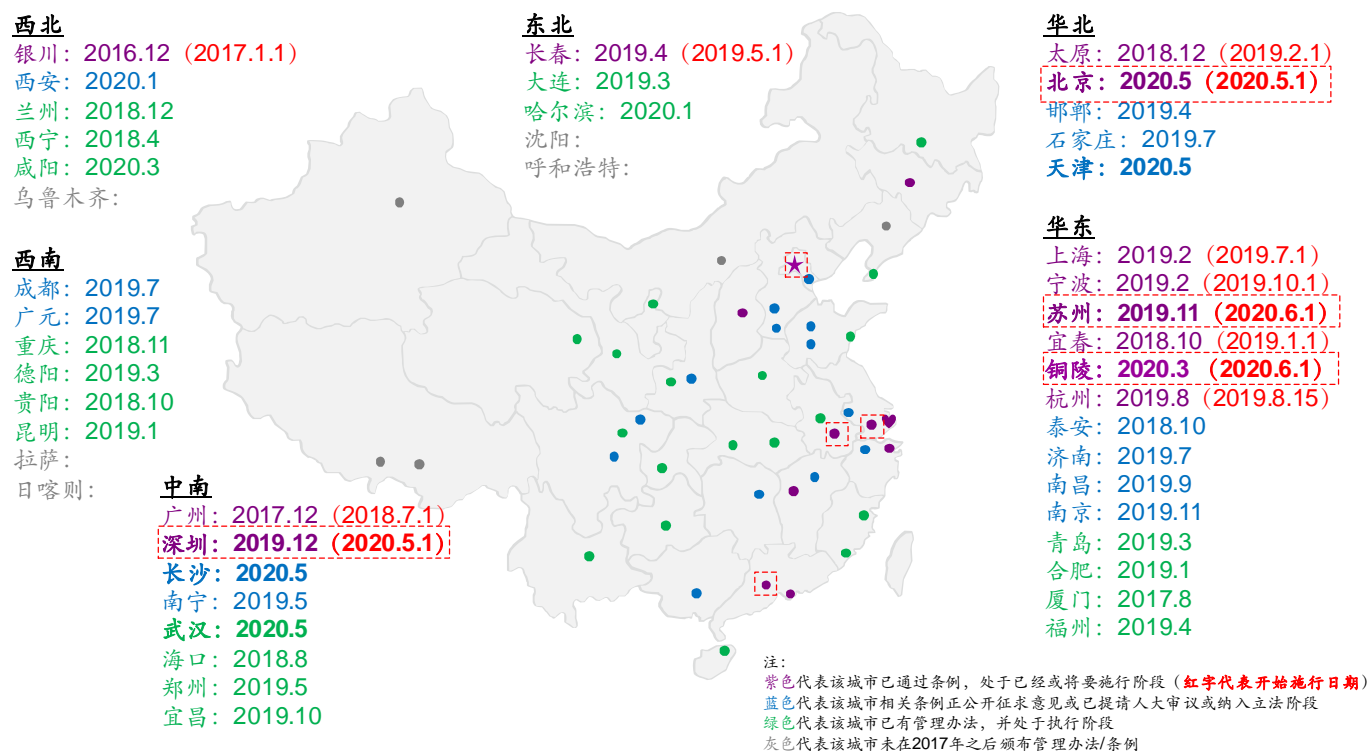
2018 年垃圾焚烧企业开始布局上游环卫领域，或通过获取自身已有垃圾焚烧项目地区的环卫作业，或通过收购并购成熟的地方性环卫企业实现在环卫领域的突破；物业龙头企业则从 2015 年起便提出城市精细化管理的具体概念和措施，意在将其精细完善的物业管理手段运用到城市管理服务中，而环卫则是城市管理服务重要的组成部分。

市场有所担心垃圾焚烧企业和物管企业的“入侵”是否会对环卫市场下半年的格局造成影响，但是我们认为言之尚早。对于垃圾焚烧企业来说，其布局环卫业务短期意在保障非政府运营环卫业务地区的垃圾收运质量，长期则更看重在无废城市大概念下全产业链、平台化发展的趋势延续，目前其关注重点仍在自身产能的稳步落地。而对于物管企业来说，2020 年虽开始有物管企业获得环卫项目，但仍未成规模，我们认为现阶段物管和环卫行业更多的是互助融合而非竞争，物管企业需要环卫企业的经验和业绩支撑，而环卫企业亦可利用物管企业和地方政府更高层面的关系开拓市场；此外，环卫公司亦在通过持续扩大其服务范围的方式（从传统的路面清扫、垃圾转运逐步扩展至绿化、市容管理等方面）全方位覆盖城市管理服务，这种竞争合作的态势仍将在较长一段时间内延续。

(4) 垃圾分类能否重获市场青睐

作为固废行业精细化处置的重要抓手，垃圾分类制度在推行伊始便受到市场的重点关注；受到疫情等因素影响，各地推进垃圾分类制度建立的节奏在上半年有所滞后，但是随着北京、深圳、苏州、铜陵等地在近期先后正式施行垃圾分类制度，叠加今年作为垃圾分类“中考年”，我们认为下半年其余城市将持续推进垃圾分类相关制度及立法的建立，以及前端收运和末端处置产能的落实；而有着上海湿垃圾末端处置能力准备不足的前车之鉴，我们认为其余城市将高度重视湿垃圾（厨余垃圾）末端处置产能的建设，相应的订单在下半年放量有望推动设备供应及 EPC 建设公司的估值提升。

图 6：全国 46 个垃圾分类试点城市立法情况汇总（截至 2020.6.5）



资料来源：各政府官网，光大证券研究所整理

综上所述，我们认为在增量业务（绿化、垃圾分类等）持续释放的情况下环卫市场空间仍将维持高速增长；市场集中度亦将随着环卫标准趋严背景下大规模长周期 PPP 项目的释放而逐步提升（龙头更具拿单优势）；而外来进入者（垃圾焚烧、物管）对格局的影响是行业长期演变逻辑，未来环卫市场格局的再分配仍需要时间去进一步印证，上述三个风险因素在下半年并不构成利空因素，反而有助于行业估值的维持。此外，市场亦在持续关注 Q2-Q3 的业绩的延续性，对于前期涨幅较大的公司，市场对于其订单及业绩边际提升要求会越来越苛刻，我们也在持续的关注 Q2 部分公司拿单的情况，该逻辑也需要时间进一步去印证。综合来看，未来做好环卫渠道下沉、新兴业务开拓（绿化、垃圾分类、综合物业管理等）的环卫公司有望维持较高的订单获取金额和收入提升速度，进一步提升其市占率水平，在保障业绩高增长的同时带来估值的持续提升。

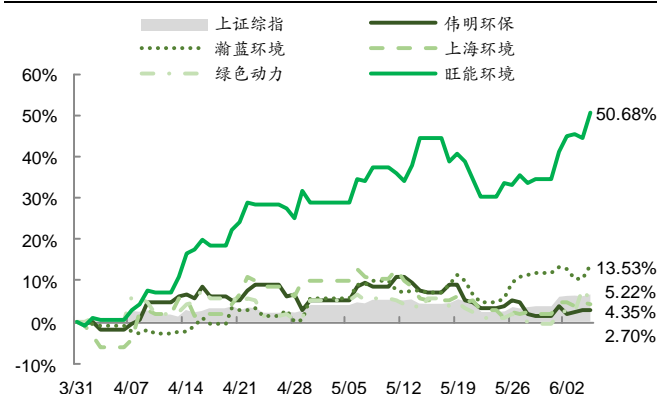
3、垃圾焚烧：关注国补政策不确定性扰动下产能落地情况

2020Q2 复盘

垃圾焚烧板块的各龙头公司在 2020Q1 的股价走势均较为理想，但在 2020Q2 则出现一定程度的分化：旺能环境受益于估值低、2020Q1 业绩表现亮眼在 Q2 走出独立行情，瀚蓝环境则凭借其多年稳健经营的战略获得市场青睐；伟明环保（上交所问询）、上海环境（资产注入）、绿色动力（现金流表现）则因不同因素的影响在 Q2 走势不尽如人意。

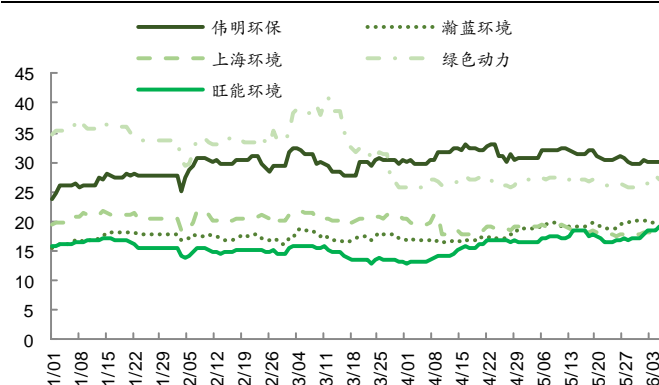
估值层面，伟明环保因其优异的基本面表现（高毛利率、高 ROE、优异的现金流）享受一定的估值溢价，PE（TTM）维持在 30 倍左右；瀚蓝环境、上海环境、旺能环境等区域性龙头的 PE（TTM）基本维持在 15~20 倍。

图 7：垃圾焚烧龙头公司 2020Q2 股价表现



资料来源：Wind，截至 2020 年 6 月 5 日

图 8：垃圾焚烧龙头公司 2020H1 PE(TTM)估值表现



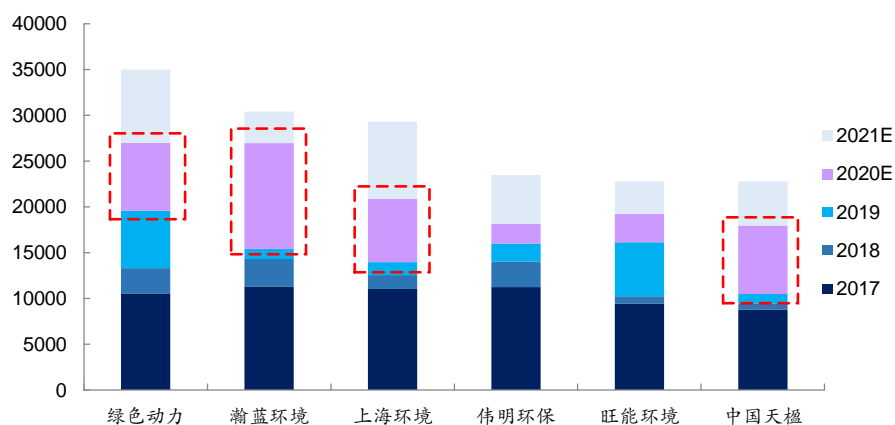
资料来源：Wind，截至 2020 年 6 月 5 日

如何看待下半年垃圾焚烧行业走势？ 市场关心的风险因素主要有以下几点：

（1）产能落地节奏和业绩的逐步兑现

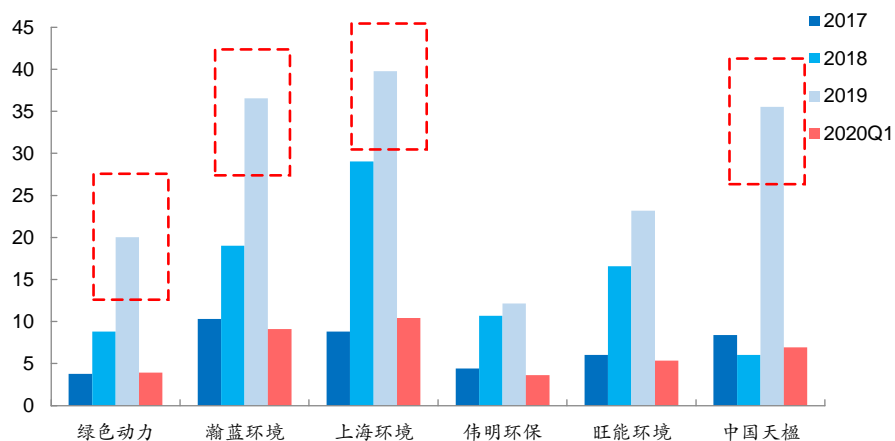
2019 年市场预期国补退坡将临，叠加“十三五”终考年来临大部分地方政府仍未完成规划对于垃圾焚烧落地产能的要求，各地方政府将持续加大对在建垃圾焚烧项目的支持和推进力度，故 2020 年有望迎来垃圾焚烧项目落地高峰。我们进一步梳理了龙头公司的产能计划，其中瀚蓝环境、上海环境、绿色动力、中国天楹在 2020 年均有超过 7000 吨/日项目落地，其 2019 年的资本开支亦处于高位；2020Q1 受疫情及本身淡季影响，各公司资本开支均相对较低，随着各项目复工复产，资本开支有望回到正常水平，因此需持续关注各垃圾焚烧上市公司产能落地的进度（包括资本开支的力度）。

图 9：A 股垃圾焚烧上市公司 2017-2021E 产能落地情况汇总



资料来源：Wind，光大证券研究所预测，单位：吨/日

图 10：A 股垃圾焚烧上市公司 2017-2020Q1 资本开支情况



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，单位：亿元

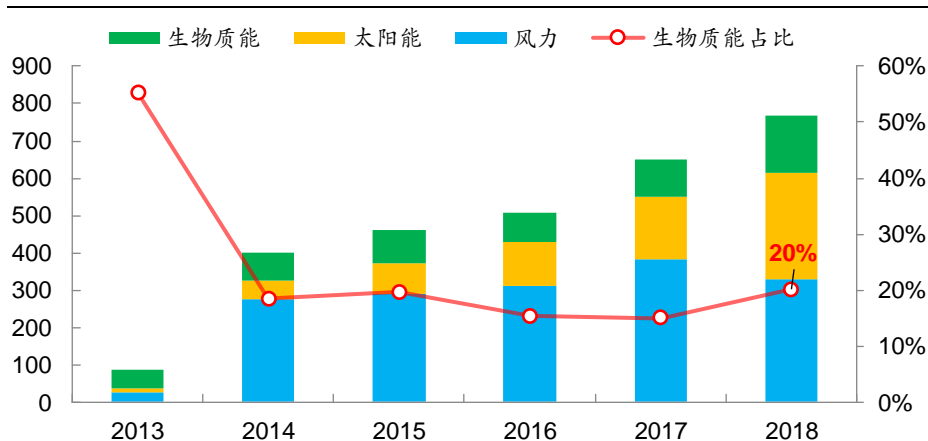
（2）国补政策对增量项目的支持力度

国家自 2020 年初先后印发多文明确了垃圾焚烧项目推进的大方向：**核心仍为促进行业健康发展，对增量项目“以收定支，做到新增不拖欠”，对存量项目“实行清单管理，进入清单项目即确权”**（具体解读请参见我们之前的报告《垃圾焚烧发电：慎将待确定的补贴政策当成看空的理由》），但是目前仍未明确 2020 年总补贴额度的 50 亿中，有多少会用于垃圾焚烧项目。

根据我们对 2020 年新增并网规模的判断，截至 2019 年累计并网垃圾焚烧发电项目为 49 万吨/日，2019 年新增约 13 万吨/日，假设 2020 年将有 10 万吨/日垃圾焚烧项目新增并网（即可完成“十三五”规划中 59.14 万吨/日垃圾焚烧产能的要求），按 300 天运行时间，国补 0.15 元/度测算，**需要的补贴规模约为 12.6 亿元**；如果按照过去可再生能源基金的实际执行情况中用于生物质能的补贴占比来看，2018 年用于生物质能的补贴金额占比约 20%，在乐观判断下假设 2020 年无新建农林废弃物项目并网，**则垃圾焚烧项目新增项目的补贴规模约为 10 亿**，已经可以确保绝大部分垃圾焚烧项目顺利落地。此外，今年作为基建托底的大年，从国家日前对光伏消纳的支持

力度上也可以看出，国家今年对发电侧的基建支持力度还是有保障的，所以我们对今年增量国补中用于垃圾焚烧的规模相对乐观，这也将是非常重要的，将直接影响行业下半年情绪面的决定性因素。

图 11：历年可再生能源基金补贴执行情况



资料来源：政府性基金支出决算表，左轴：亿元

（3）“十四五”规划对垃圾焚烧行业的支持力度

假设在国家支持和各企业的努力下，“十三五”规划能够顺利完成，则2020年底我国的生活垃圾处理将形成以下格局：垃圾焚烧处理产能达59.14万吨/日，处理产能占比达到54%，垃圾填埋处理产能为50.37万吨/日，处理产能占比为46%。“十四五”规划目前仍处于编制过程中，考虑到垃圾焚烧发电项目落地受诸多因素影响，可能存在建设进度不及预期等风险；而近年填埋量已基本趋于稳定，我们基于以下核心假设估算“十四五”期间垃圾焚烧发电新建项目的市场空间：

- （1）“十四五”期间垃圾填埋处理产能稳定在50.37万吨/日的规模水平，不进一步增长；
- （2）我们按照保守/适中/理想化三种情况进行测算，即到2025年底垃圾焚烧发电处理产能占比分别提升至60%/65%/70%；
- （3）假设每年的处理能力增量相同。

在以上假设的基础上，我们以垃圾填埋处理产能及其占比，估算“十四五”期间的垃圾处理产能总量和垃圾焚烧产能占比，进而判断新增的垃圾焚烧发电市场空间。根据我们的测算，在适中情况下（65%垃圾焚烧产能占比）我国垃圾焚烧产能在2025年有望达到93.50万吨/日（相比2020年增长34万吨/日），每年的新增垃圾焚烧项目建设市场空间为344亿元，高于2018年、低于2019和2020年的新增市场规模。

表 5：“十四五”期间垃圾焚烧项目情况测算

测算科目	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
保守情况：2025 年焚烧产能占比为 60%									
累计处理产能（万吨/日）	33	39	50	59.14	62.41	65.68	68.95	72.22	75.5
新增处理产能（万吨/日）		6	11	9.14	3.27	3.27	3.27	3.27	3.27
项目吨投资额（万元）		50	50	50	50	50	50	50	50
年新增建设市场测算（亿元）		300	550	457	164	164	164	164	164
累计处理产能复合增速							5.00%		
适中情况：2025 年焚烧产能占比为 65%									
累计处理产能（万吨/日）	33	39	50	59.14	66.01	72.88	79.75	86.62	93.5
新增处理产能（万吨/日）		6	11	9.14	6.87	6.87	6.87	6.87	6.87
项目吨投资额（万元）		50	50	50	50	50	50	50	50
年新增建设市场测算（亿元）		300	550	457	344	344	344	344	344
累计处理产能复合增速							9.60%		
理想化情况：2025 年焚烧产能占比为 70%									
累计处理产能（万吨/日）	33	39	50	59.14	67.84	77.83	89.28	102.43	117.5
新增处理产能（万吨/日）		6	11	9.14	11.67	11.67	11.67	11.67	11.67
项目吨投资额（万元）		50	50	50	50	50	50	50	50
年新增建设市场测算（亿元）		300	550	457	584	584	584	584	584
累计处理产能复合增速							14.70%		

资料来源：城乡建设统计年鉴，光大证券研究所测算

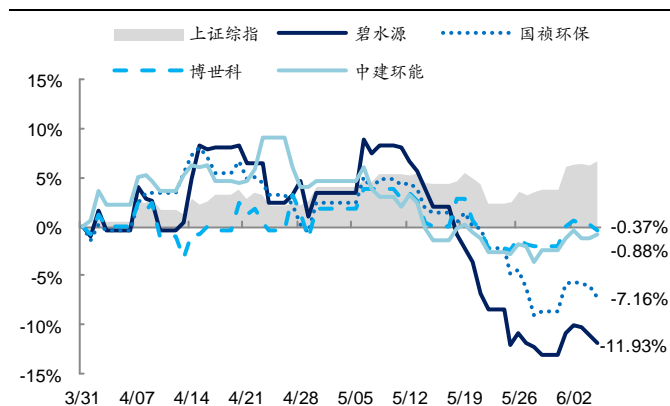
综上所述，虽然疫情在一定程度上影响了各垃圾焚烧上市公司上半年在建项目的进度，但是我们相信：（1）随着全面复工复产后上市公司抢工提速，叠加地方政府在“十三五”终考年对在建项目的支持力度提升，各上市公司大概率完成各自制定的产能落地目标，从而为业绩增长提供有力支撑；（2）对于国补的不确定性扰动，我们对今年增量国补中用于垃圾焚烧的规模相对乐观（10 亿的增量国补即可基本保障“十三五”规划的顺利完成）；（3）《固废法》修订通过即将于 9 月 1 日起施行，垃圾分类工作开展如火如荼，叠加 2020 年作为“无废城市”建设试点攻坚年，下半年各地有望加快推进落实“无废城市”建设，固废行业热度不减，龙头公司亦有望在业绩支撑和行业景气度上行的基础上实现估值的提升。

4、水务工程：关注订单落地+政策支持逻辑兑现

2020Q2 复盘

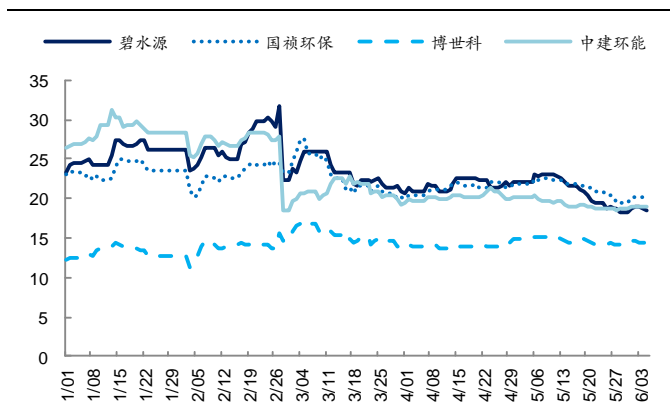
我们已经在前期报告中梳理了金融周期后国资入主的三个阶段（救命-控股-合作发展）：2020年Q1水务工程板块实际上基本形成了以碧水源（中交入主）、国祯环保（三峡系入主）双龙头行情的态势，但随后中节能与三峡系对于公司股权的竞争迫使国祯环保的行情演绎终止；其背后反映的产业逻辑实际上是国资入主第二阶段——国资控股过程中各方利益诉求的变化，而这种利益诉求的不确定对股价和市场负面影响较大；此外，龙头公司未有规模性的订单释放也是影响其估值提升的重要因素。

图 12：水务工程龙头公司 2020Q2 股价表现



资料来源：Wind，截至 2020 年 6 月 5 日

图 13：水务工程龙头公司 2020H1 PE(TTM)估值表现



资料来源：Wind，截至 2020 年 6 月 5 日

我们其实想进一步指出：国资入主带来的变化不仅在于各方利益的平衡，更在于公司运作、行业投资的逻辑发生了变化。

我们回顾金融去杠杆以前，资本市场对于投资驱动型的水务工程领域投资要素的把握有 3 点：

（1）对环保行业空间、成长性的理解，以及对环保政策热度的把握，这是锚定估值中枢的核心因素；

（2）环保作为投资拉动型产业，民营企业作为参与主体，每次融资环境改善，对于行业和股价的提振比较有效；

（3）经营层面，按照 BOT/PPP 会计准则中，工程、运营两段确认收入对于整体经营业绩的调节与提升，尤其是重工程/设备端收入的快速确认，保证了业绩的兑现。

而当前水务工程公司商业模式的变化也使得上述逻辑发生了变化：

对于（1），环保行业虽然需求依然旺盛，但是市场已经不再将其视为绝对意义的成长股，估值体系已经发生了潜移默化的变化；水务工程领域的高成长性逻辑已经在去杠杆周期下被打破，这与当前的环卫领域不尽相同，后者已进一步突破了市场空间的天花板，并通过行业数据予以兑现其高增长逻辑。

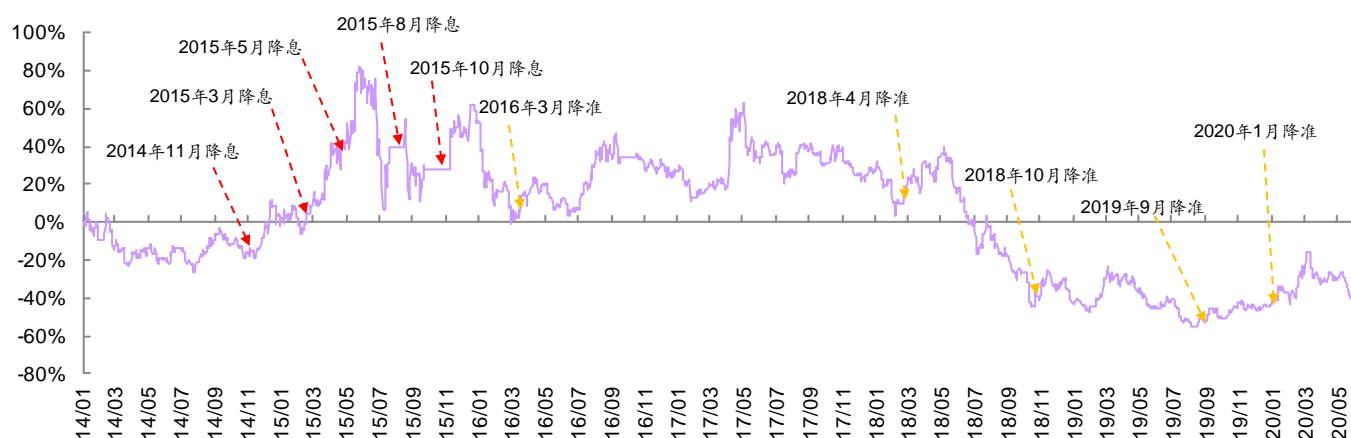
对于（2），金融周期后，民营企业投资意愿降低，而国资入主最大的意义在于，“改变了加杠杆的主体”，即“由民营企业到国资”。

复盘碧水源的股价走势，其在过去历次降息和降准后的股价表现均较为理想，其投资逻辑是融资环境改善——资金流入环保领域——水务工程企业作为投资方加速项目推进——业绩兑现，但是目前这种投资逻辑则发生了一定变化：在去杠杆周期后水务工程民企对于 PPP 项目的投资意愿显著下降，并转向 EPC 和提供技术解决方案；同时，国资入主后也将由其进行 PPP 和大型区域性环保项目的投资和主导，民企则更多作为分包参与到项目中，这也使得目前的投资逻辑转变为了融资环境改善——资金流入环保领域——政府和国/央企作为投资方加速项目推进——水务工程企业配合项目推进——业绩兑现，本身逻辑链条的拉长就会使得逻辑的传导时间变长；

因此，前期对于环保民营企业更为有效的融资环境改善的逻辑，当前其实大大削弱其对股价的影响弹性。我们进一步复盘水务工程领域公司在 2020 年 Q1-Q2 降息预期、内需提振背景下的相对较弱势的表现，基本也体现了逻辑上的变化。

因此，当前我们需要更多关注的是国资如何支持，民营企业能获取多少订单这个逻辑。

图 14：碧水源在历次降息和降准后的股价表现



资料来源：Wind，股价时间为 2014 年 1 月 1 日至 2020 年 6 月 5 日

对于（3），我们回顾历史上投资型环保公司会计处理方式，很少有公司不采用这一会计收入确认方法；带来的风险只要不被暴露，如不发生“前期投资订单体量过大、融资期限错配较严重、质押率过高”等，逻辑便能延续；此前，水务工程、固废领域其实都有因此出现问题的公司，但当前部分水务、固废公司依然在应用。我们认为，利用但不违反国家规定的会计要求，客观体现了目前的会计准则仍有部分领域无法标准化的问题，而能够合理利用会计准则也体现了公司财务运作的的能力。当前，国资入主后，其实压缩了民营公司的运作空间，未来各公司的收入确认也将更加审慎和规范。

如何看待下半年水务工程行业走势？ 市场关心的风险因素主要有以下几点：

(1) 疫情后各龙头公司的订单获取情况是否有所改善

Q2 水务工程类公司的中标订单情况尚不明朗，这也进一步为各公司业绩带来一定的不确定性，故资金无法进一步增配。在以 EPC 为主的商业模式下，订单的持续获取是实现业绩增长的重要保障，但是目前各公司尚未披露达到一定规模的中标订单；此外，在各大央企均加速建设其体内的专业化水务工程团队的情况下（或通过收购、或通过合作），各公司获取非控股/持股股东外央企 PPP 项目中分包订单的难度在进一步加大，这也为各公司未来的市场拓展带来了一定的不确定性。在此背景下，**各公司的订单获取和 Q2 业绩情况已经阶段性的成为了投资的主要关注点，建议持续跟踪。**

(2) 政策支持力度是否持续，以及市场情绪面是否有望重回水务工程

我们不再赘述国家在 2020 年二季度及下半年将通过推动传统基建及新基建发展以稳经济的决心，该点从近期的各省、各部门的基建规划情况已经有所体现。我们想强调的是，基建投资的逻辑不能只单纯考虑政策制定的目标和规划的规模，**必须同步考虑财政和货币政策的支持**，这样才能在股价层面形成共振；**我们认为水务工程领域的投资已经具备了双重优势：**

第一，疫情过后，国家为了稳经济，对基建和治水的需求将进一步提升，同时专项债层面正向环保行业（尤其是治水方面）侧重：在 2020 年 3 月和 4 月受疫情影响环保专项债占比有所下降后，5 月份发行的专项债中环保类占比重回 8.06%，**2020 年 1-5 月环保类专项债的占比达 8.38%。**

表 6：2020 年专项债情况

	汇总	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月
总量	18507	7148	2350	1542	1200	6268
水务相关	303	180	19	15	16	74
生态环保相关	1247	625	145	26	20	432
环保类累计	1550	804	164	41	36	505
环保类专项债占比	8.38%	11.25%	6.98%	2.64%	2.99%	8.06%

资料来源：Wind，单位：亿元；统计时间截至 2020 年 5 月 31 日

表 7：2019 年专项债情况

	汇总	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
总量	25880	1545	1716	3908	945	1579	5818	3940	4062	1630	169	227	340
水务相关	394	14	1	63	-	47	109	68	84	8	-	-	-
生态环保相关	335	32	11	54	-	28	158	12	19	21	-	-	-
环保类累计	728	46	12	117	-	75	267	80	102	29	-	-	-
环保类专项债占比	2.81%	2.97%	0.69%	2.99%	-	4.76%	4.59%	2.04%	2.52%	1.76%	-	-	-

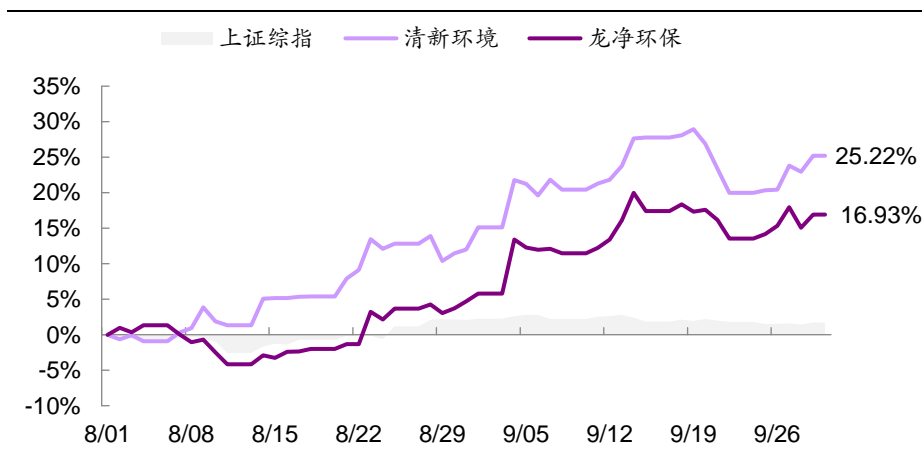
资料来源：Wind，单位：亿元

第二，2020 年是“水十条”和“十三五”的终考年，国家将在下半年持续大力推动传统基建及新基建的发展，而水务领域作为传统基建的中“新基

建”，仍将持续获得政府在财政和货币方面的双重支持；此外，政策端对水务行业的支持力度不减，《2020 年政府工作报告》中再次提出“加强污水处置设施建设”，REITs 示范项目若在下半年落地也有望改善机构和企业的投资环保的意愿，进而推动未来水环境治理的投资加码。

而对于未来市场情绪面的判断，我们认为可以参考 2017 年“大气十条”终考年时的两家龙头公司龙净环保和清新环境的股价走势：2017 年作为“大气十条”的终考年，地方政府高度重视大气治理，叠加第一轮中央环保督察在 2017 年 Q3 的执行力度进一步加大，两家龙头公司均走出独立行情。作为对比，今年作为“水十条”和“十三五”规划的终考年，**第二轮中央环保督察第二批次亦将于年内启动（我们认为有较大概率在 Q3）**，市场的关注点和资金流向有望重回水务工程领域，带动龙头公司的估值提升。

图 15：2017 年“大气十条”终考年 Q3 大气龙头公司股价走势



资料来源：Wind，股价时间为 2017 年 8 月 1 日至 9 月 30 日

综上所述，由于水务工程商业模式的变化，融资环境改善逻辑对环保民营企业的股价影响弹性有所削弱，叠加疫情影响后订单情况的不确定性犹存，行业 Q2 走势不甚理想；但是随着国家在 2020 下半年持续通过推动传统基建及新基建发展，辅以财政和货币政策对环保领域的双重支持，叠加第二轮中央环保督察第二批次即将于年内启动带来的消息面刺激，**我们依然看好 Q3 窗口期市场情绪面对水务工程领域的倾向，同时建议持续关注各公司的订单获取和 Q2 业绩情况。**

5、投资建议：维持环保行业“买入”评级

(1) **环卫**：我们认为在增量业务（绿化、垃圾分类等）持续释放的情况下环卫市场空间仍将维持高速增长；市场集中度亦将随着环卫标准趋严背景下大规模长周期 PPP 项目的释放而逐步提升（龙头更具拿单优势）；而外来进入者（垃圾焚烧、物管）对格局的影响是行业长期演变逻辑，未来环卫市场格局的再分配仍需要时间去进一步印证，短期不会对行业发展造成不利影响。重点推荐业绩增长确定性强、估值被显著低估的**北控城市资源**，建议关注环卫装备龙头/环卫运营订单加速增长且估值处于低位的**盈峰环境**、环卫装备龙头且业绩弹性较大的**龙马环卫**、专业环卫运营龙头并同步布局物业行业的**玉禾田**。

(2) **垃圾分类**：垃圾分类热度不减，今年作为垃圾分类“中考年”，我们认为下半年其余城市将持续推进垃圾分类相关制度及立法的建立，以及前端收运和末端处置产能的落实，而其中**厨余产能落地情况是决定性因素**。重点推荐厨余处置设备和工程龙头**维尔利**。

(3) **垃圾焚烧**：“十三五”终考年各上市公司在建产能稳步落地保障业绩增长，在基建托底大背景下我们对今年增量国补中用于垃圾焚烧的规模相对乐观（10 亿的增量国补即可基本保障“十三五”规划的顺利完成），叠加《固废法》下半年施行、垃圾分类工作开展如火如荼、“无废城市”建设试点攻坚年等因素的刺激，我们看好龙头公司在业绩支撑和行业景气度上行的基础上实现估值的提升。重点推荐大固废战略稳步推进的**瀚蓝环境**，建议关注垃圾焚烧装备龙头**三峰环境**、以及运营能力卓越的垃圾焚烧区域龙头**伟明环保**。

(4) **水务工程**：国家在 2020 下半年持续通过推动传统基建及新基建发展，辅以财政和货币政策对环保领域的双重支持，叠加第二轮中央环保督察第二批次即将于年内启动带来的消息面刺激，市场的关注点和资金流向有望重回水务工程领域。重点推荐中交集团入主的水务工程龙头**碧水源**。

5.1、北控城市资源

◆**环卫+危废业务两翼齐飞，业绩增长确定性高**。北控城市资源在北控水务集团的大力支持（业务、经验、关系）和自身市场持续开拓的推动下，目前已基本形成环卫+危废两翼齐飞的发展格局。公司 2019 年实现营业收入 27.11 亿港元，同比增长 45.56%；实现持续经营业务净利润 3.46 亿港元，同比增长 57.48%；2019 年末在手环卫年化合同额近 23 亿元，2020 年至今新签年化订单额 7.36 亿元，叠加危废项目的稳步落地贡献收入，公司业绩增长确定性较高。

◆**城市管理与无废城市渐起，公司有望通过平台化拓展实现突破**。疫情后国家加大对社会卫生治理要求，2020 年 1-4 月环卫市场招投标额近 200 亿创历史新高；公司在**成本控制**（毛利率 2019 年同比增加 2.5 个 pct 至 24.5%）、**一体化布局**（全国覆盖，城市管理服务内容覆盖）、**政府关系**（母公司摆渡 & 自身发展）均具有领先优势，未来公司发展战略也将以大体量、长周期的 PPP 项目为主，也较好地契合了我国重点城市的城市服务市场发展方向。此

外，无论是城市管理还是无废城市，目前已有平台化发展萌芽，同时在数字经济的加持下，这个趋势将越来越快。而城市管理与无废城市也可通过“垃圾分类、环卫”进行融合，行业空间、格局均会发生重要变化。在这个过程中，公司一方面拥有城市管理全方位能力，且其自身环卫业务中已包含垃圾分类业务；另一方面公司在危废业务的规划（未来实现一省一厂）和持续扩张也将有利于公司未来实现平台化运作，未来发展值得期待。。

◆**维持“买入”评级。**（1）公司环卫业务高速发展，2020年至今新签年化订单额 7.36 亿元，有较大概率完成全年 10~12 亿元目标，可有效保障后续业绩高增长；危废业务在建项目稳步推进，落地后将为公司贡献稳定业绩及现金流；（2）公司作为 H 股稀缺环卫标的，估值相较 A 股环卫公司来说显著低估（A 股环卫公司 20 年平均 PE 约 30 倍，公司 20 年 PE 仅 8 倍）；（3）疫情后城市管理精细化、市场化趋势提速，空间打开且物业与环卫有融合趋势，H 股龙头物业公司 20 年 PE 约 40 倍，公司估值有进一步提升空间。我们维持公司 20-22 年归母净利润预测 4.05/5.57/6.61 亿港元，对应 20-22 年 EPS 分别为 0.11/0.15/0.18 港元。综合考虑公司业绩成长性、估值显著被低估、以及未来估值仍有提升空间等三方面因素，**维持“买入”评级。**

◆**风险提示：**环卫市场竞争加剧致使新签订单及盈利能力不及预期；危废项目投产及处理价格不及预期；收并购带来的商誉风险等。

北控城市资源业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万港元）	1863	2711	4015	5319	6428
营业收入增长率	104.15%	45.56%	48.07%	32.50%	20.84%
净利润（百万港元）	430	281	405	557	661
净利润增长率	-1608.95%	-34.63%	43.92%	37.61%	18.66%
EPS（港元）	0.16	0.10	0.11	0.15	0.18
ROE（归属母公司）（摊薄）	37.11%	16.70%	19.64%	21.53%	20.68%
P/E	6	12	8	6	5
P/B	1.6	1.4	1.5	1.2	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 5 日

5.2、维尔利

◆**在手订单充裕，经营性现金流持续改善。**公司整体保持了较为良好的增长态势，2019 年公司新增合同 37.13 亿元，年末在手未确认收入订单金额达 18.33 亿元，有 9 个特许经营类项目处于施工期将转运营期，在手订单充裕。2019 年公司实现现金回款合计 25.45 亿元，较上年同期增长 60.33%。2020 年 Q1，公司实现营业收入 5.21 亿元，同比+10.16%；实现归母净利润 0.48 亿元，同比-34.82%，主要系疫情影响带来的部分工程建设进度未达预期，以及部分 BOT 运营项目受影响较大所致。

◆**持续中标固废处置项目，可转债成功发行保障长期发展。**在先后中标上海松江（1.15 亿）、金山（0.45 亿）、嘉定（1.26 亿）等项目的设备采购项目后，2020 年公司陆续中标苏州市相城区（0.75 亿）、上海闵行区马桥再生资源资源化利用 PPP 项目，持续拓展在固废处置领域的业务范围；公司于 2020

年4月成功发行9.2亿元可转债用于西安、成都等地的固废处置项目建设，叠加公司经营性现金流的持续改善可保障公司长期发展。

◆**维持“买入”评级。**我们维持公司20-22年归母净利润预测3.89/4.42/4.96亿元，20-22年对应EPS为0.50/0.56/0.63元，当前股价对应20年PE为16倍。在2020年垃圾分类工作加速推进的背景下，在上海的连续中标相关项目带来的示范效应有望给公司环保工程和设备销售收入带来持续增量，**维持“买入”评级。**

◆**风险提示：**渗滤液市场拓展不及预期；政府对餐厨收运渠道的监管力度不及预期；大幅商誉减值影响公司业绩。

维尔利业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,065	2,731	3,301	3,921	4,522
营业收入增长率	45.64%	32.24%	20.88%	18.79%	15.33%
净利润（百万元）	232	317	389	442	496
净利润增长率	67.53%	36.30%	22.94%	13.59%	12.13%
EPS（元）	0.29	0.40	0.50	0.56	0.63
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.42%	8.13%	9.25%	9.72%	10.05%
P/E	27	19	16	14	12
P/B	1.7	1.6	1.4	1.3	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年6月5日

5.3、瀚蓝环境

◆**在手现金较为充裕，可转债顺利发行，保障公司项目落地。**2019年底公司在手现金9.93亿元；2020年3月19日，公司经核准向社会公开发行面值总额9.9亿元可转换公司债券，期限6年，并已于2020年4月7日成功发行，在手现金+再融资双重保障公司在建项目的顺利落地。根据公司规划，2020年计划投运1.15万吨/日的垃圾焚烧项目，如顺利投产将有效增厚业绩。2020年Q1受疫情对产能利用率的影响，公司实现营业收入14.11亿元，同比+12.54%；实现归母净利润1.36亿元，同比-25.75%。

◆**全产业链覆盖，“无废城市”运作初具雏形。**公司2019年新增环卫业务，至此公司固废处理领域形成了前端垃圾分类及环卫、中端收转运、末端处理的纵向一体化全产业链覆盖，也实现了市政垃圾（含生活垃圾、餐厨垃圾、污泥等）、工业垃圾及危险废物、农业垃圾等污染源治理协同资源化的横向一体化布局，初步具备了为“无废城市”提供整体解决方案的能力。

◆**维持“买入”评级。**我们维持公司20-22年归母净利润预测11.30/13.85/14.45亿元，20-22年对应EPS为1.47/1.81/1.89元，当前股价对应20年PE为15倍。考虑到公司是兼具成长和稳定盈利的公用事业公司，2020年将是产能落地高峰期，在建项目顺利投产将显著增厚公司业绩，**维持“买入”评级。**

◆**风险提示：**垃圾焚烧国补增量政策总补贴额低于预期；公司项目进度低于预期；公司水务、燃气业务毛利率下滑。

瀚蓝环境业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,848	6,160	7,790	9,822	10,526
营业收入增长率	15.38%	27.05%	26.46%	26.08%	7.17%
净利润（百万元）	876	913	1,130	1,385	1,445
净利润增长率	34.23%	4.24%	23.83%	22.57%	4.32%
EPS（元）	1.14	1.19	1.47	1.81	1.89
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.01%	13.92%	15.03%	15.86%	14.49%
P/E	20	19	15	13	12
P/B	3.0	2.6	2.3	2.0	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 5 日

5.4、碧水源

◆公司各项业务经营较为平稳，2019 年末在手 EPC 订单为 122.37 亿元。

2019 年公司各项业务经营平稳，其中：环保整体解决方案实现营业收入 80.25 亿元，同比+2.45%，毛利率为 33.19%，同比+5.63 个 pct；市政与给排水实现营业收入 17.52 亿元，同比+30.18%，毛利率为 6.84%，同比-7.27 个 pct；净水器销售较为稳定，实现营业收入 2.25 亿元，同比-1.09%，毛利率为 47.06%，同比+2.86 个 pct；城市光环境解决方案收入端保持稳定，盈利略有下滑，实现营业收入 22.53 亿元，同比+0.66%，毛利率 39.64%，同比-5.16 个 pct。**2019 年公司新增 EPC 订单 114.96 亿元，期末在手订单为 122.37 亿元。**2020 年 Q1 受疫情影响，公司实现营业收入 14.65 亿元，同比-19.06%；实现归母净利润 0.74 亿元，同比-11.63%。

◆**公司缩减投资类业务的获取，加强回款经营性现金流改善，且中交集团支持力度进一步加大。**公司本期新增 BOT/PPP 项目 24.40 亿元，完成投资金额为 74.51 亿元，期末未完成投资金额 313.05 亿元，说明公司已经有效缩减特许经营投资类项目的获取。2019 年无形资产—特许经营权科目增加 69.60 亿元，基本与完成投资额相匹配；目前公司期末无形资产—特许经营权科目账面价值为 307 亿元(当期新增摊销 3.21 亿元)。**公司经营性活动现金流量净额 33.21 亿元，同比显著改善，主要原因是加强回款和专项清理力度。**公司同步发布《关于预计 2020 年日常关联交易的公告》，**2020 年预计公司向关联方中国城乡控股集团销售商品或提供劳务 50 亿元，2019 年发生额为 0。**

◆**维持“买入”评级。**我们维持公司 20-22 年归母净利润预测 15.93/19.16/22.28 亿元，20-22 年对应 EPS 为 0.50/0.61/0.70 元，当前股价对应 20 年 PE 为 16 倍。中交未来若实现控股，可以进一步实现业务高效协同；同时考虑到 2020 年是基建大年，公司业绩可期，且作为龙头可享受流动性溢价，**维持“买入”评级。**

◆**风险提示：**中交协同作用低于预期，公司管理层变动剧烈。

碧水源业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	11,518	12,255	16,487	19,737	22,009
营业收入增长率	-16.34%	6.40%	34.53%	19.72%	11.51%
净利润（百万元）	1,245	1,381	1,593	1,916	2,228
净利润增长率	-50.41%	10.94%	15.39%	20.30%	16.27%
EPS（元）	0.40	0.44	0.50	0.61	0.70
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.62%	6.86%	7.40%	8.26%	8.87%
P/E	24	22	16	13	11
P/B	1.6	1.5	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 5 日

6、风险分析

- (1) 系统性风险：**若贸易摩擦升级，政策调整频繁致使市场风险偏好降低。
- (2) 政策风险：**环保政策因经济下行而执行力度放松；地方政府债务释放更多债务问题；金融机构对民企及环保支持力度低于预期；PPP 规范化政策出台进度低于预期。
- (3) 经营风险：**环保公司并购整合速度低于预期；环保项目招标、执行进度低于预期；部分环保公司流动性、财务情况出现问题。

行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券 代码	公司 名称	收盘价 (元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	本次	变动
3718.HK	北控城市资源	0.93	0.078	0.11	0.15	12	8	6	1.4	1.5	1.2	买入	维持
300190	维尔利	7.82	0.4	0.5	0.56	20	16	14	1.6	1.5	1.3	买入	维持
600323	瀚蓝环境	22.66	1.19	1.47	1.81	19	15	13	2.6	2.3	2.0	买入	维持
300070	碧水源	8.05	0.44	0.50	0.61	18	16	13	1.3	1.2	1.1	买入	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 5 日

注：北控城市资源股价及 EPS 单位为港元

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼