

环保行业深度跟踪

公募 REITs 打开估值空间，关注固废产业链一体化

核心观点：

- 关注：旺能环境+中再资环+碧水源+上海洗霸+龙马环卫+深圳燃气
- 公募 REITs 有望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，更有助于新项目的滚动投资。2.将引发部分环保领域的商业模式变革，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。3.给了上市公司在手项目被重新单独定价的契机（类似项目层面的 IPO，有估值、还有流动性），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。特别的，我们认为当前无须过度纠结公募 REITs 的操作方式或者估值模式，更应当关注若两到三年后基建公募 REITs 达到一定体量，则环保运营资产中长期的估值空间将向上打开。
- 84 亿宝安环卫 PPP 项目将开标，环卫项目长周期、一体化、PPP 化成为趋势。根据环境司南新闻披露，5 月 11 日深圳市宝安区新安、福永和福海街道环卫一体化 PPP 项目（15 年，合计 84 亿元）将公布最终中标人。2020 年以来，还出现了诸如北控城市环境中标 70 亿深圳市宝安区新桥和沙井街道环卫一体化 PPP 项目，旺能环境大股东美欣达斩获山西高平 28 亿订单等，我们可以看到长周期、一体化、PPP 化环卫运营项目持续释放。
- 焚烧+环卫+再生资源一体化逻辑正向演绎，固废板块估值体系有望重塑。伴随旺能环境股东美欣达集团在环保（环卫、再生资源）领域布局加速、瀚蓝环境收购环卫企业国源环境，越来越多的焚烧企业向清扫转运、餐厨污泥等固废全产业链延伸。焚烧企业大多在当地有 20 年以上的合作协议，可为政府打造固废一体化的解决方案，进军环卫领域顺理成章。我们测算典型地区焚烧、环卫项目分别可贡献的营收水平接近，未来还可拓展再生资源等多项业务，完成全产业链一体化布局。此外制度端固废法明确要求推进生活垃圾处理收费制度，预计固废产业链各个环节收费来源、周期、价格体系有望明晰。我们看好“焚烧+环卫”一体化逻辑正向演绎：提升行业成长空间、产业链协同提升盈利能力。
- 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

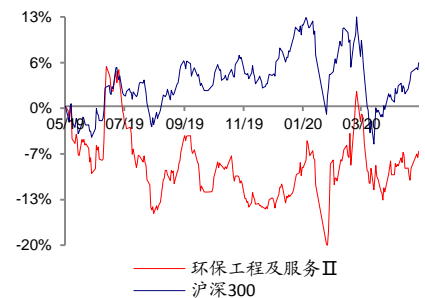
前次评级

买入

报告日期

2020-05-10

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：

- 固废行业跟踪：新版固废法正式发布，助推大固废领域需求扩张 2020-05-05
- 环保行业 2019 年报和 2020 年一季度总结：业绩重回高速增长，公募 REITs 打开估值空间 2020-05-05
- 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

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	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
旺能环境	002034.SZ	CNY	17.96	2020.5.6	买入	24.40	1.22	1.55	14.66	11.56	10.40	9.10	9.5%	9.3%
中再资环	600217.SH	CNY	5.84	2020.5.5	买入	7.68	0.35	0.41	16.72	14.15	11.45	10.29	20.0%	18.4%
碧水源	300070.SZ	CNY	9.98	2020.5.6	增持	13.83	0.55	0.68	18.04	14.65	14.58	13.02	8.0%	9.0%
上海洗霸	603200.SH	CNY	69.10	2019.6.2	买入	30.75	1.52	1.78	45.57	38.72	40.25	32.91	15.0%	15.0%
龙马环卫	603686.SH	CNY	21.54	2020.4.20	买入	16.59	0.86	1.14	24.99	18.84	12.94	10.29	12.5%	14.3%
深圳燃气	601139.SH	CNY	7.51	2020.3.20	买入	8.69	0.48	0.56	15.55	13.48	7.87	6.59	11.9%	12.1%
国祯环保	300388.SZ	CNY	10.40	2020.4.26	买入	11.57	0.55	0.67	18.88	15.52	14.85	13.93	9.7%	10.4%
天壕环境	300332.SZ	CNY	5.22	2020.3.26	增持	5.25	0.35	0.55	14.75	9.41	10.12	7.78	8.1%	11.3%
瀚蓝环境	600323.SH	CNY	21.99	2020.4.15	买入	24.71	1.37	1.63	16.02	13.51	10.72	9.09	11.6%	10.6%

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

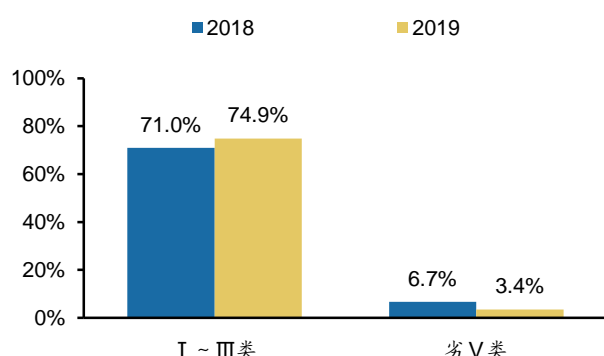
一、生态环境质量整体改善，关注黄河等流域水治理

生态环境部发布《2019年全国生态环境质量简况》，2019年各领域环境质量整体呈改善效果，流域中黄河、松花江、淮河仍为轻度污染，海河、辽河由中度污染转为轻度污染，流域治理仍需持续关注。重点地区大气质量持续改善，其他方面保持稳定。

（1）水环境方面：2019年全国地表水水质整体改善。根据《2019年全国生态环境质量简况》，监测的1940个水质断面中，I～Ⅲ类比例为74.9%，同比上升3.9个百分点；劣Ⅴ类为3.4%，同比下降3.3个百分点。

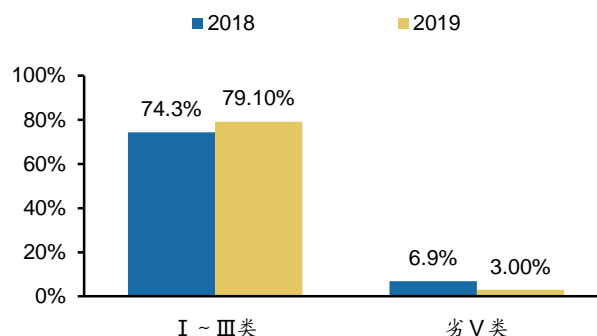
2019年流域水质总体改善。长江、黄河、珠江、松花江、淮河、海河、辽河七大流域和浙闽片河流、西北诸河、西南诸河监测的1610个水质断面中，I～Ⅲ类水质断面比例为79.1%，同比上升4.8个百分点；劣Ⅴ类为3.0%，同比下降3.9个百分点。黄河、松花江、淮河、辽河和海河流域轻度污染。

图 1：2019年全国地表水水质改善



数据来源：《2019年全国生态环境质量简况》，广发证券发展研究中心

图 2：2019年全国流域总体水质改善

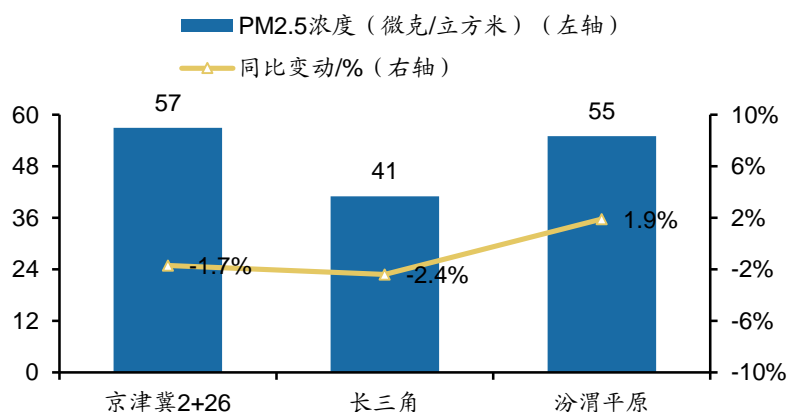


数据来源：《2019年全国生态环境质量简况》，广发证券发展研究中心

（2）大气方面：2019年空气质量改善，达标率达46.6%。2019年，全国337个地级及以上城市中，环境空气质量达标的城市占全部城市数的46.6%。337个城市平均优良天数比例为82.0%。

重点地区空气质量整体改善。京津冀及周边地区“2+26”城市优良天数比例为53.1%，PM2.5浓度为57微克/立方米，同比下降1.7%。长三角地区41个城市平均优良天数比例为76.5%，PM2.5浓度为41微克/立方米，同比下降2.4%。汾渭平原11个城市平均优良天数比例为61.7%；PM2.5浓度为55微克/立方米，同比上升1.9%。

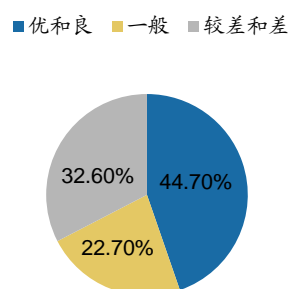
图 3: PM2.5浓度同比下降



数据来源:《2019年全国生态环境质量简况》,广发证券发展研究中心。

(3)自然生态方面:生态环境质量基本稳定。全国生态环境状况指数(EI)值为51.3,生态质量一般。同比无明显变化。生态质量优和良的县域面积占国土面积的44.7%,一般占22.7%,较差和差占32.6%。

图 4: 生态环境质量基本稳定



数据来源:《2019年全国生态环境质量简况》,广发证券发展研究中心。

二、推进医疗废物处置能力建设,加快实现收集、处理全覆盖

近日,发改委联合两部门发布《医疗废物集中处置设施能力建设实施方案》,明确要在1-2年内尽快实现县级以上医疗废物全收集、全处理,并逐步覆盖到建制镇,争取农村地区医疗废物得到规范处置。方案明确医废处置收费标准需综合考虑医疗机构总量和结构、医废实际产生量及成本等因素。**我们预计伴随本次方案及相关政策逐渐落地,首先带动的是医废产能大幅扩张,同时医废收集转运缺口也将补齐。**此外预计医废处置费用将有效覆盖成本支出,建议关注具备医废项目运作经验的相关企业如高能环境,以及环卫转运装备制造制造商如龙马环卫、盈峰环境等。

表 1: 《医疗废物集中处置设施能力建设实施方案》主要内容

实施目标

争取 1-2 年内尽快实现大城市、特大城市具备充足应急处理能力；每个地级以上城市至少建成 1 个符合运行要求的医疗废物集中处置设施；每个县（市）都建成医疗废物收集转运处置体系，实现县级以上医疗废物全收集、全处理，并逐步覆盖到建制镇，争取农村地区医疗废物得到规范处置。

主要任务

详细要求

1. 加快优化医疗废物集中处置设施布局	2020 年 5 月底前，各地区要全面摸查本地区医疗废物集中处置设施建设情况，掌握各地市医疗废物集中处置设施覆盖辖区内医疗机构情况，以及处置不同类别医疗废物的能力短板。
2. 积极推进大城市医疗废物集中处置设施应急备用能力	直辖市、省会城市、计划单列市、东中部地区人口 1000 万以上城市、西部地区人口 500 万以上城市，对现有医疗废物处置能力进行评估，综合考虑未来医疗废物增长情况、应急备用需求，适度超前谋划、设计、建设。有条件的地区要利用现有危险废物焚烧炉、生活垃圾焚烧炉、水泥窑补足医疗废物应急处置能力短板。
3. 大力推进现有医疗废物集中处置设施扩能提质	按照医疗废物集中处置技术规范等要求，在对现有医疗废物集中处置设施进行符合性排查基础上，加快推动现有医疗废物集中处置设施扩能提质改造，确保处置设施满足处置要求，并符合环境保护、卫生等相关法律法规要求。医疗废物处置设施超负荷、高负荷的地市要进行医疗废物处置设施提标改造，提升处置能力。 2020 年底前每个地级以上城市至少建成 1 个符合运行要求的医疗废物集中处置设施。
4. 加快补齐医疗废物集中处置设施缺口	尚无医疗废物集中处置设施的（不含规划建设的地级市）要加快规划选址，推动建设医疗废物集中处置设施，补齐设施缺口。鼓励人口 50 万以上的县（市）因地制宜建设医疗废物集中处置设施，医疗废物日收集处置量在 5 吨以上的地区，可以建设以焚烧、高温蒸煮等为主的处置设施。鼓励跨县（市）建设医疗废物集中处置设施，实现设施共享。鼓励为偏远基层地区配置医疗废物移动处置和预处理设施，实现医疗废物就地处置。
5. 健全医疗废物收集转运处置体系	加快补齐县级医疗废物收集转运短板。依托跨区域医疗废物集中处置设施的县（区），要加快健全医疗废物收集转运处置体系。收集处置能力不足的偏远区县要新建收集处置设施。医疗废物集中处置单位要配备数量充足的收集、转运周转设施和具备相关资质的车辆。收集转运能力应当向农村地区延伸。
6. 建立医疗废物信息化管理平台	2021 年底前，建立全国医疗废物信息化管理平台，覆盖医疗机构、医疗废物集中贮存点和医疗废物集中处置单位，实现信息互通共享。

保障措施

详细内容

1. 加强组织领导，落实目标责任	按照国务院《医疗废物管理条例》和国家卫生健康委及有关部门《医疗机构废弃物综合治理工作方案》等；医疗机构和医疗废物集中处置单位分别承担医疗废物分类收集、分类贮存和转运处置的主体责任。
2. 强化资金支持，加快建设进度	国家发展改革委会同有关部门研究出台支持政策，鼓励医疗废物处置设施建设；各地区要健全政策措施，加快推进医疗废物处置和转运设施建设相关工作。
3. 健全体制机制，形成工作合力	各地区要综合考虑区域内医疗机构总量和结构、医疗废物实际产生量及处理成本等因素，合理核定医疗废物处置收费标准。医疗机构按照规定支付的医疗废物处置费用作为医疗成本，在调整医疗服务价格时予以合理补偿。对跨区域建设医疗废物集中处置设施的地区，要建立协作机制和利益补偿机制。各地区发展改革部门要会同卫生健康、生态环境等部门建立工作协调机制，成立工作专班，按职责细化工作举措，及时交换信息，形成工作合力，共同推进医疗废物处置设施建设。

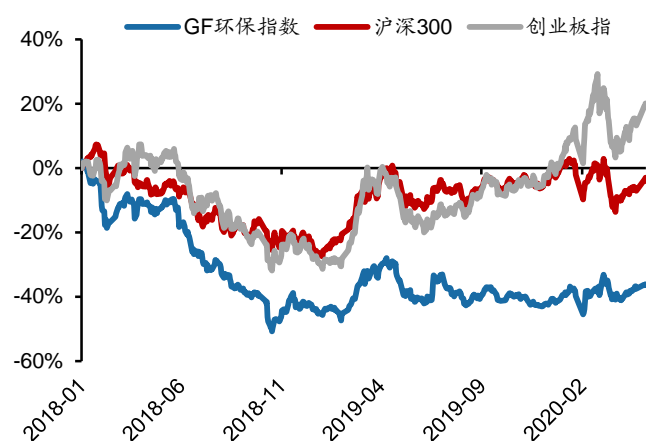
数据来源：国家发展改革委、国家卫生健康委、生态环境部联合印发《医疗废物集中处置设施能力建设实施方案》，广发证券发展研究中心

三、2018 年初以来环保指数走势及上市公司重要事件回顾

环保板块 2018 年以来走势远低于沪深 300 等大盘指数，截至 2020 年 5 月 8 日相对沪深 300 指数超跌 33 个百分点。2019 年上半年环保指数走势与大盘较为接近，

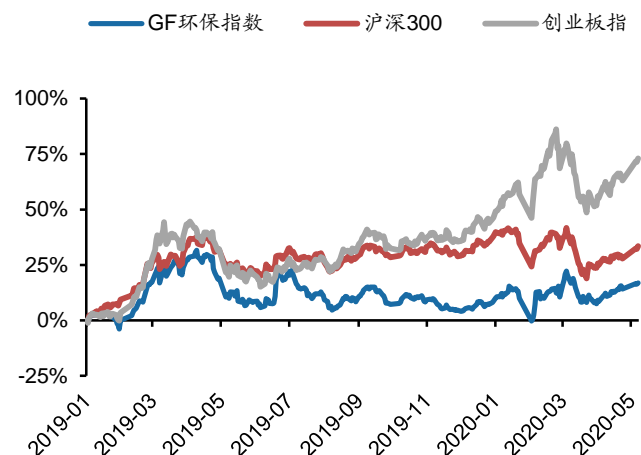
但后续再度出现分化。近三年来环保指数跌幅 37.23%，处于各板块末位。当前 GFHB 样本股 2020 年一致预期净利润对应 PE 仅为 21.98 倍，板块估值处于历史底部。

图 5：GF 环保指数自 2018 年以来走势远低于大盘



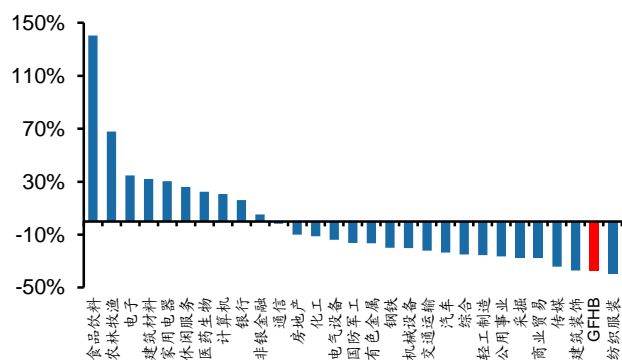
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 6：GF 环保指数 2019 年中以后走势分化



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 7：近三年环保板块涨跌幅居于各板块末位



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 8：板块估值位于历史底部



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。