

增持

——维持

日期：2020 年 06 月 17 日

行业：环保行业



分析师：熊雪珍

Tel: 021-53686180

E-mail: xiongexuezheng@shzq.com

SAC 证书编号：S0870519080002

近 6 个月行业指数与沪深 300 比较



证券研究报告/行业研究/中期策略

融资改善，需求持续释放，把握确定性成长标的

——2020 年环保行业中期策略

主要观点

行情重回基本面，行业景气度提升，细分行业估值仍有提升空间

环保板块的估值及相对沪深 300 溢价率 5 年历史中值分别为 33.25、149.23%，接近历史中值水平，行业景气度有所提升。细分板块行情出现一定分化，市场对运营类资产固废处置、环卫服务预期较为积极，随着复工复产的推进，环保企业下半年业绩有望释放，订单推动估值上涨逻辑有望验证，细分行业估值仍有抬升空间。

融资、需求双改善，看好工程类企业业绩释放

1) 看好工程类企业业绩释放：土壤治理考核节点临近，市场订单截至 6 月 10 日市场共中标 20.51 亿元，同比具有较大增长。随着复工复产的持续推进，在多地政府表态“倒排工期”的压力下，叠加融资环境的利好，我们认为下半年高景气度子行业土壤修复业绩有望释放。

2) 产能加速投放下，业绩成长的确定性：多省发布了中长期发展规划明确了垃圾焚烧产能新增空间，我们认为 2020 年是重资产运营类行业垃圾焚烧的投产大年。补贴退坡影响有限，优选区域议价能力强、发电效率较高，丰富项目储备的龙头企业

看好优质运营类资产，追求成长确定性

1) 看好水环境治理企业运营业务提升过程中的利润增厚：“专项债+PPP”融资功能深度融合叠加政策推进，流域治理市场释放并伴随对企业运营属性的强化，民企聚焦运营有望成为趋势。长江大保护项目密集且投资体量较大，看好其作为水环境治理企业运营类业务提升的竞争赛道。龙头企业或优先受益运营业务增量带来的利润增厚。

2) 关注轻资产环卫服务快速增长带来的投资机会：环卫服务行业订单出现规模化、服务内涵多样化的趋势，大型、综合型企业更有优势获取环卫一体化的大项目，在环卫订单大体量、综合性的发展趋势下，马太效应显现，强者恒强，环卫龙头企业有望优先受益于行业成长

投资建议

未来十二个月内，维持环保行业“增持”评级

数据预测与估值：

重点关注股票业绩预测和市盈率

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			19A	20E	21E	19E	20E	21E		
伟明环保	603568	29.03	1.01	1.29	1.63	28.74	22.50	17.81	6.12	增持
国祯环保	300388	9.49	0.48	0.58	0.65	19.77	16.36	14.60	1.85	增持
高能环境	603588	11.88	0.61	0.80	0.89	19.48	14.85	13.35	2.55	增持
龙马环卫	603686	23.47	0.65	0.82	1.00	36.11	28.62	23.47	3.78	暂未评级

资料来源：资料来源：上海证券研究所，股价为 2020 年 6 月 16 日收盘价(龙马环卫 EPS 采用 Wind 一致预期)

目 录

一、2020 年板块行情回顾：细分行业表现分化，行业整体估值略降	5
1.1 细分行业表现分化，行情重回基本面	5
1.2 行业景气度提升，整体估值仍有抬升空间	6
1.3 公募基金环保持仓同比持续下滑，持仓集中度升高	7
二、业绩回顾：经营性现金流持续改善，政策支持下行业基本面有望好转	8
2.1 业绩所好转，盈利质量有待进一步提升	8
2.2 经营性现金流持续改善	10
三、环保需求持续释放，追求确定性成长	12
3.1 融资端持续改善，环保需求释放，助力工程类企业业绩回暖	12
3.2 土壤修复市场有望再发力	17
3.3 产能加速投放，看好重资产运营类资产成长的稳健性	19
3.4 水环境治理企业的运营属性进一步增强	22
3.5 轻资产环卫服务：环卫需求提升带来的业绩弹性	24
四、环保行业评级与策略	27
4.1 维持环保行业“增持”评级	27
4.2 投资策略	27
五、重点公司	29
六、风险提示	30

图

图 1 2020 年年初至 6 月 15 日环保行业走势对比 (%)	5
图 2 环保板块年初至今涨幅居前 (%)	6
图 3 环保细分子版块涨跌幅	6
图 4 环保板块 PE 及相对沪深 300 溢价率(2015/6/15-2020/6/15)	7
图 5 环保板块 PB 及相对沪深 300 溢价率(2015/6/15-2020/6/15)	7
图 6 基金对环保标的持股比例	8
图 7 营收、净利润增速分布	9
图 8 细分子行业营收情况 (单位: 亿元)	9
图 9 细分子行业扣非归母净利润情况 (单位: 亿元)	9
图 10 细分子行业逐年财务费用率情况	10
图 11 细分子行业分季度财务费用率	10
图 12 环保行业及细分行业资产负债率情况	10
图 13 2016-2020Q1 环保及细分行业分季度 ROE 情况	10
图 14 环保行业投资性净现金流 (亿元)	11
图 15 细分子行业投资性净现金流 (亿元)	11
图 16 环保行业经营性净现金流 (亿元)	11
图 17 细分子行业经营性净现金流 (亿元)	11
图 18 2015-2019 环保及细分行业应收账款周转天数	12
图 19 细分行业应收账款/营业收入	12
图 20 社融规模存量同比 (月)、M1 同比 (月)	12
图 21 固定利率企业债: 发行利率 (AAA) 5 年期走势	12
图 22 累计发行专项债情况 (单位: 亿元)	13
图 23 地方政府债券月平均发行利率走势	13
图 24 月专项债发行金额 (亿元)、土储棚改占比	14
图 25 环保类专项债占专项债比例	14
图 26 2016 年至 2019 年 PPP 项目入库数及投资额	15
图 27 逐月项目落地率	15
图 28 中央土壤污染防治专项资金	18
图 29 各省 2020 年土壤污染防治专项资金	18
图 30 土壤修复订单中标情况 (百万、个)	19
图 31 高能环境新增订单 (亿元)	19
图 32 各省垃圾焚烧中长期规划目标 (吨/日)	20
图 33 公司垃圾焚烧运营规模: 吨/日 (2019)	22
图 34 公司在建项目垃圾焚烧规模: 吨/日 (2019)	22
图 35 PPP 管理库按回报机制分类的项目金额(201612-2020Q4, 亿元)	22
图 36 2014Q1-2018Q1 环卫中标金额	25
图 37 2020 年 1 季度环卫服务项目开标金额 (亿元)	25
图 38 新签合同金额及年化服务金额 (亿元)	26
图 39 合同总金额及增长情况 (亿元, %)	26

表

表 1 环保各细分板块的 PE (截至 6 月 15 日).....	7
表 2 环保领域专项债相关政策.....	14
表 3 环保行业主要规划.....	15
表 4 土壤修复相关政策.....	17
表 5 垃圾焚烧相关政策.....	19
表 6 垃圾焚烧处理补贴退坡影响测算.....	21
表 7 环保项目运营属性强化的相关政策.....	22
表 8“长江大保护”相关政策文件.....	23
表 9 三峡集团芜湖市城区污水系统提质增效(一期)项目情况.....	24
表 10 传统环卫服务市场空间测算.....	25
表 11 2020 年来 10 亿级别以上的环卫项目情况.....	26

一、2020 年板块行情回顾：细分行业表现分化，行业整体估值略降

1.1 细分行业表现分化，行情重回基本面

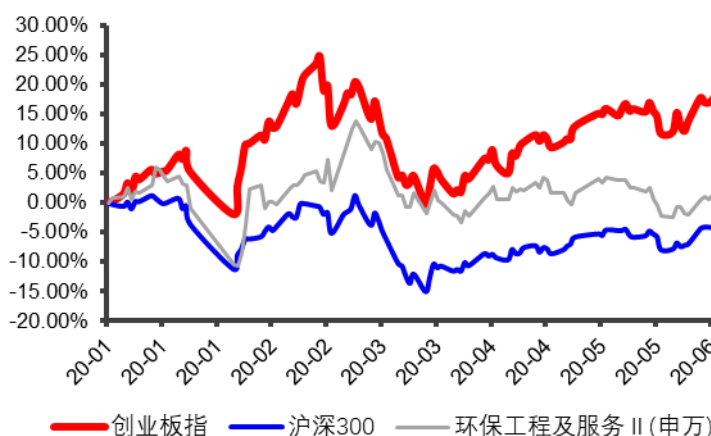
年初以来上证综指下跌 5.25%，创业板指上涨 23.44%，沪深 300 下跌 3.46%，环保工程及服务（申万）指数上涨 2.01%，跑赢上证综指 7.26pct，跑输创业板指 21.43pct。

2020 年春节后受国内外新冠疫情影响，在最初大跌后有所回暖，但整体行情较为震荡，随着三月底，国内疫情态势的平稳，复工复产的持续推进，消费景气度回升，在科技、消费、医疗等一些高景气度板块的带动下，大盘行情尤其是创业板行情回暖。

疫情期间，环保行业所受影响主要体现在工程项目的项目暂停，招标延迟、限制开工等。项目的进度延缓有可能进一步导致回款延迟，加重企业资金压力。一季度新增订单及进度虽然会有所影响，但考虑到一季度原本也属环保工程、设备类公司的淡季，相关上市企业一般会按原计划经营，疫情停工预计影响环保工程类公司全年收入有限，整体来看，经营信心并未收到明显冲击。另一方面，相对来说由于环保服务业（水处理、固废处理、环卫等）其民生行业属性，运营处理类业务受到的影响有限，业绩确定性较高，医疗废物处理、环卫消毒景气度攀升，提振板块热度，使得板块涨幅好于上证综指行情。

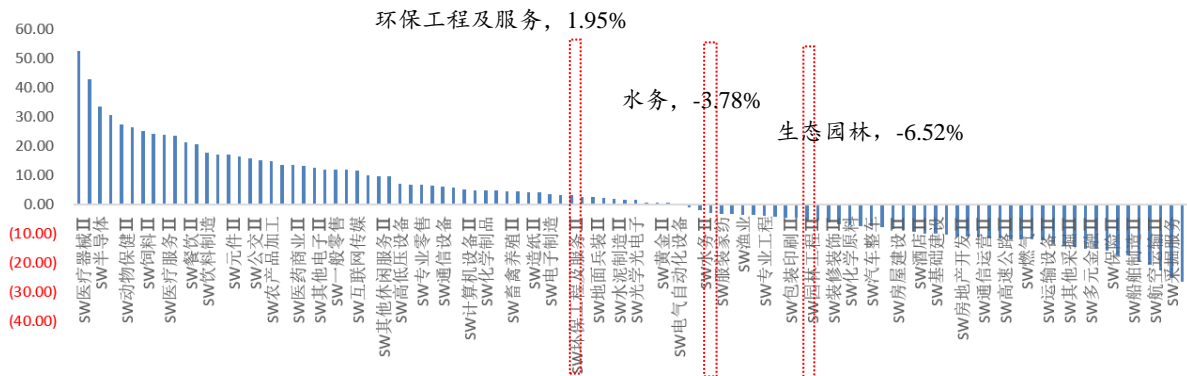
从年初至今，在 104 个申万二级板块中，SW 水务 II、SW 环保工程及服务 II、SW 园林工程 II 涨幅排名分别为 46/104、63/104、68/104。

图 1 2020 年年初至 6 月 15 日环保行业走势对比 (%)



数据来源：Wind 上海证券研究所

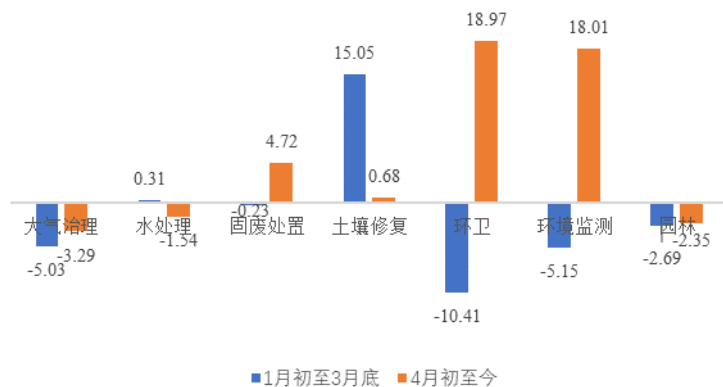
图 2 环保板块年初至今涨幅居前 (%)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

细分板块涨跌幅方面, 我们按主营业务分为大气治理、水处理、固废处置、土壤修复、环卫、环境监测及生态园林子行业。受疫情影响, 我们分别列出了年初疫情爆发后至复工复产前(时间取3月底), 及4月至今的细分板块涨幅, 环保板块行情出现一定分化。疫情期间, 医疗废水处理防渗、医疗废物处理等概念热度上行, 表现相对较好。疫情平稳时期, 环保行情回归业绩基本面, 叠加政策利好, 市场对运营类资产固废处置、环卫服务预期积极。

图 3 环保细分子版块涨跌幅

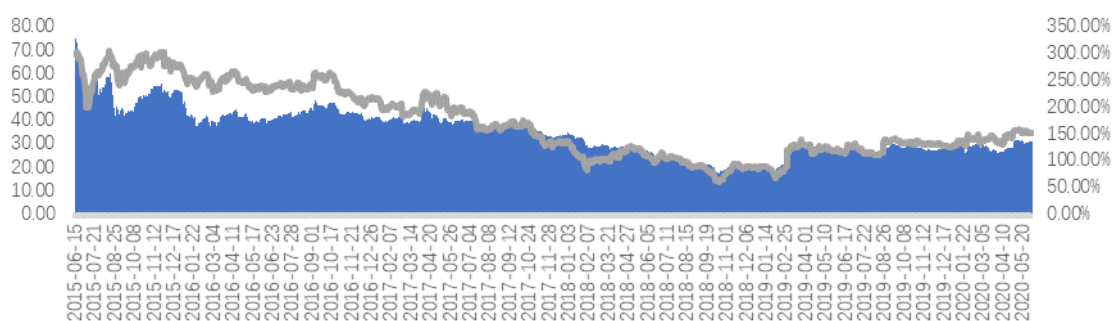


数据来源: Wind 上海证券研究所

1.2 行业景气度提升, 整体估值仍有抬升空间

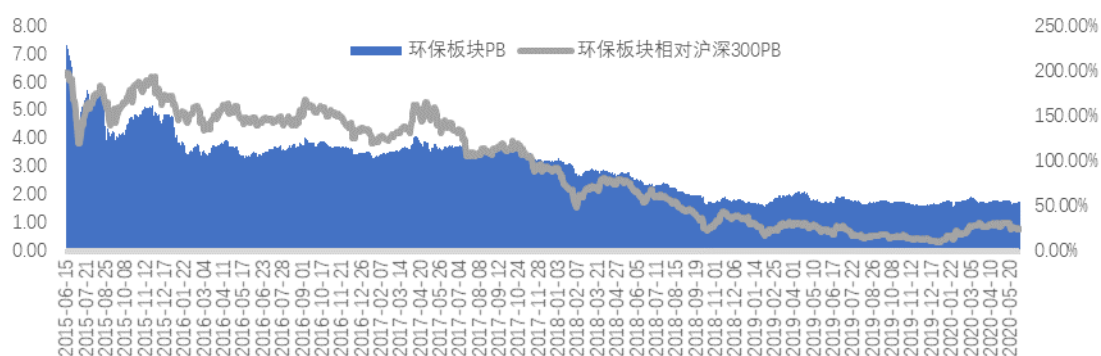
环保板块的估值及相对沪深 300 溢价率 5 年历史中值分别为 33.25、149.23%, 截至 6 月 15 日, 环保板块市盈率为 30.27, 相对沪深 300 的估值溢价率为 147.91%。市净率为 1.67 (整体法, 剔除负值), 相对沪深 300 的估值溢价率为 21.69%, 今年以来, 行业景气度有所提升, 当前接近历史中值水平, 板块下调空间有限, 仍有抬升空间。

图 4 环保板块 PE 及相对沪深 300 溢价率 (2015/6/15-2020/6/15)



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 5 环保板块 PB 及相对沪深 300 溢价率 (2015/6/15-2020/6/15)



数据来源: Wind 上海证券研究所

细分板块方面, 土壤修复、固废处置、环卫板块基本与环保行业整体估值水平持平, 水处理、大气治理估值相对较低, 整体行业景气度有所提升, 估值接近历史中值水平, 仍有一定上升空间。考虑后期随着企业运营项目投产、应收账款回款, 高景气度子板块有望迎来业绩、估值双修复。

表 1 环保各细分板块的 PE (截至 6 月 15 日)

细分板块	PE	相对沪深 300PE 溢价率
水处理	18.24	49.39%
大气治理	18.62	52.50%
固废处置	22.19	81.74%
土壤修复	21.55	76.49%
环卫	26.70	118.67%
环境监测	49.52	305.57%
生态园林	37.30	205.49%
沪深 300	12.21	-

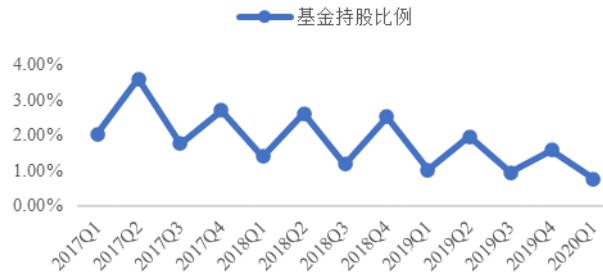
数据来源: Wind, 上海证券研究所

1.3 公募基金环保持仓同比持续下滑, 持仓集中度升高

我们对环保板块的基金持仓情况进行统计, 2020Q1 基金对环保标的持股比例为 0.76% (统计个股持股数量及 Q1 期末总股本),

环比下滑 0.82pct，但从历史数据看环保股一季度多数会面临减仓。从 2017 年以来的数据看，环保股基金持仓逐年走低，2020Q1 为 2017 年以来的最低水平。

图 6 基金对环保标的持股比例



数据来源: Wind, 上海证券研究所

2020Q1 环保公用事业行业基金持有市值前十家公司分别是华测检测、瀚蓝环境、碧水源、东江环保、聚光科技、龙马环卫、伟明环保、东珠生态、兴蓉环境、上海环境，基金持股总市值合计 69.95 亿元，占基金持环保股总市值的 88.95%，环比上升 5.64pct，同比上升 10.56%，行业的持仓集中度提升，涉及的细分行业主要为固废危废、污水处理、第三方监测、环卫等商业模式较清晰、现金流较好的子行业。

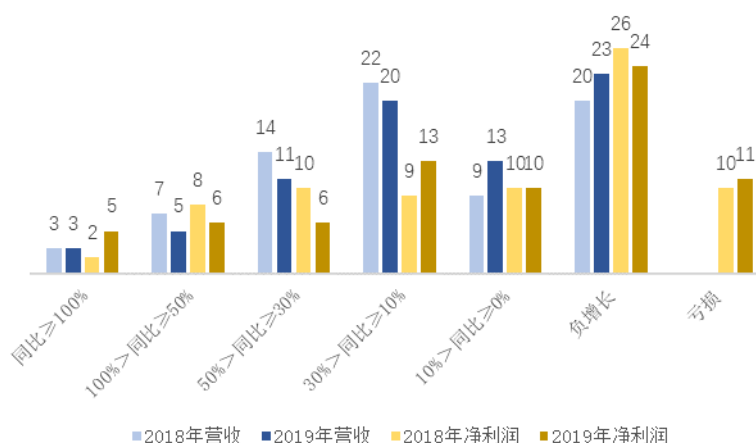
对比 2019Q4，板块中仅有 8 家公司在 2020Q1 获得了基金增持，分别为聚光科技、龙马环卫、鹏鹞环保、清水源、绿茵生态、瀚蓝环境、东珠生态、上海洗霸。获得增持的公司中有 1 家为固废处理企业，1 家环境监测企业，1 家环卫龙头企业、2 家生态工程企业，3 家水处理企业（其中清水源、上海洗霸考虑受益于疫情期间的消杀业务）。

二、业绩回顾：经营性现金流持续改善，政策支持下行业基本面有望好转

2.1 业绩所好转，盈利质量有待进一步提升

我们统计了环保板块 75 家上市公司 2019 年年报情况，合计营业收入 2463.78 亿元，同比增长 10.57%，合计扣非归母净利润 163.23 亿元，同比下降 2.69%。相较于 2018 年-26.51% 的降幅，2019 年报净利润降幅大幅缩窄。剔除了 7 家近年波动较大的公司后，68 家上市公司合计营收、扣非归母净利润分别为 2160.22 亿元、187.83 亿元，分别同比增长 4.90%、6.60%，营收增长为 5 年以来最低，扣非归母净利润由 2018 年的负增转正。相较于 2018 年，2019 年营收、净利润增速在[10%,30%)区间内的公司增多，增速中枢下移。

图 7 营收、净利润增速分布



数据来源：Wind 上海证券研究所

从细分行业来看，营收方面，除新增子公司利润并表的情况外，运营类（固废、水处理等）公司主要受益于在手项目的不断投产，业绩能够保持增长，表现亮眼。仅生态园林板块出现营收规模收缩。净利润方面，相较于 2018 年，仅环境监测、生态园林出现下滑，其中生态园林板块净利润近五年首次呈现负值。

净利润增速方面，相较于 2018 年的多细分行业负增，2019 年仅环境监测、生态园林出现负增，分别为-42.51%、-144.58%（剔除波动较大的 4 家后，同比下滑 79.49%）。净利润增速分别为：土壤修复（135.97%）、大气治理（57.20%）、环卫（44.97%）、水处理（29.13%）、固废处理（13.24%），其中固废处理、环卫板块剔除受并表影响波动较大的中国天楹。

2020Q1，受到新冠疫情的影响，行业整体实现营业收入 415.60 亿元，同比下降 7.36%；子行业中，固废、环卫营收同比有所增长，这与行业运营属性的业务结构相关，土壤修复子行业同比增长主要考虑工程回款情况较好，以及相关公司的其他主营业务为运营类业务，受影响较小。2020Q1 行业整体实现归母净利润 22.27 亿元，同比下降 35.18%。

图 8 细分子行业营收情况（单位：亿元）

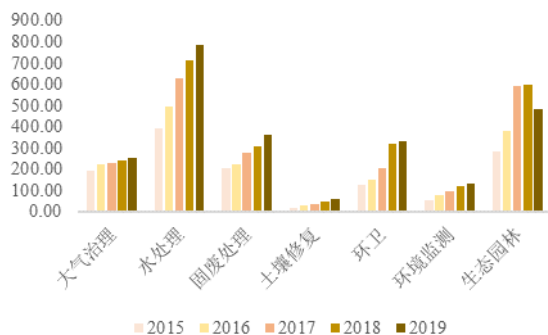
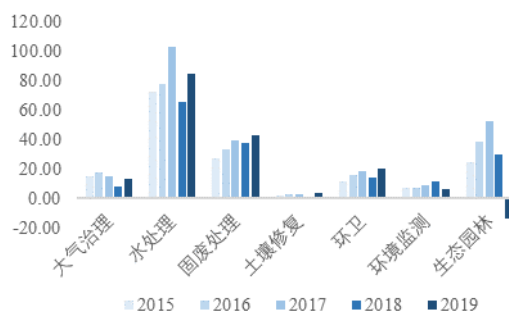


图 9 细分子行业扣非归母净利润情况（单位：亿元）

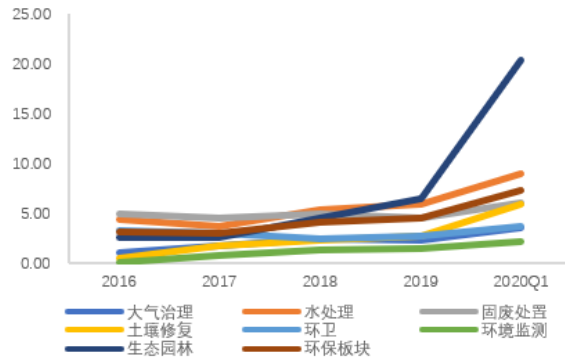


数据来源：Wind 上海证券研究所

数据来源：Wind 上海证券研究所

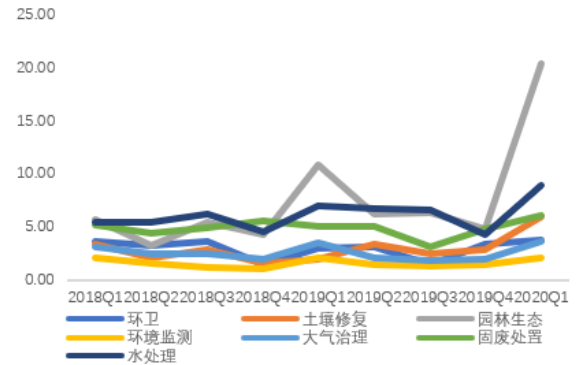
环保板块整体 2019 年财务费用率略有上升，较 2018 年高出 0.5pct，细分子行业仅固废处理、大气治理财务费用率下降，除生态园林波动较大外，整体趋于平稳，分季度来看细分子行业在 2019Q3 季度后均出现小幅降低，财务费用率出现一定改善。2020Q1 受疫情拖累营收影响，财务费用率有所回升。

图 10 细分子行业逐年财务费用率情况



数据来源：Wind 上海证券研究所

图 11 细分子行业分季度财务费用率

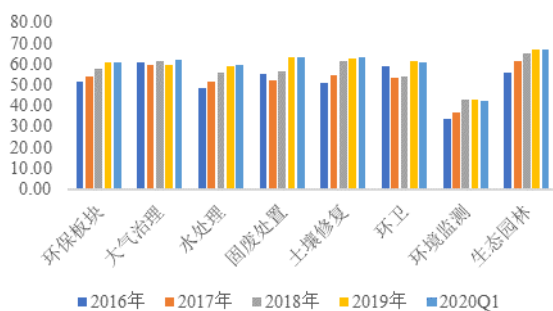


数据来源：Wind 上海证券研究所

2.2 经营性现金流持续改善

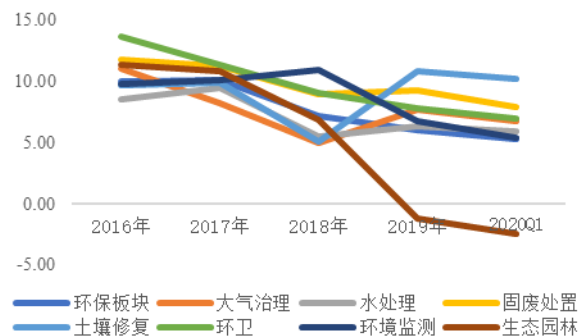
环保行业营收增长主要依靠资产负债表扩张驱动，行业资产负债率 2016 年以来持续走高，2019 年资产负债率为 60.60%，同比增长 2.95pct，2020Q1 资产负债率为 60.95%。细分子行业来看，固废处理、环卫资产负债率上升较大，分别为 6.88pct、7.12pct。板块整体 ROE 受生态园林子行业拖累同比下降 1.20pct，大气治理、水处理、固废处置、土壤修复均同比提升。分季度来看，板块整体环比下滑 0.74pct，各细分子行业环比变幅不大，有所企稳。

图 12 环保行业及细分行业资产负债率情况



数据来源：Wind 上海证券研究所

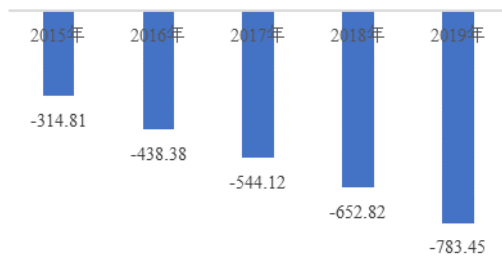
图 13 2016-2020Q1 环保及细分行业分季度 ROE 情况



数据来源：Wind 上海证券研究所

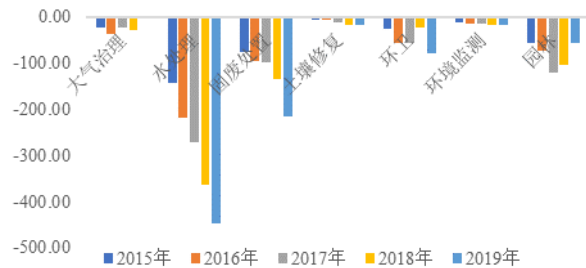
2019 年环保行业投资性净现金流流出为-783.45 亿元，同比增加了 130.63 亿元，细分子行业方面，水处理、固废处置、环卫、土壤修复仍保持投资支出的扩增，分别同比增 23.65%、58.85%、252.38%、12.11%。

图 14 环保行业投资性净现金流（亿元）



数据来源: Wind 上海证券研究所

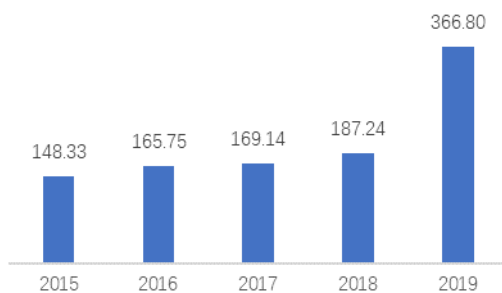
图 15 细分子行业投资性净现金流（亿元）



数据来源: Wind 上海证券研究所

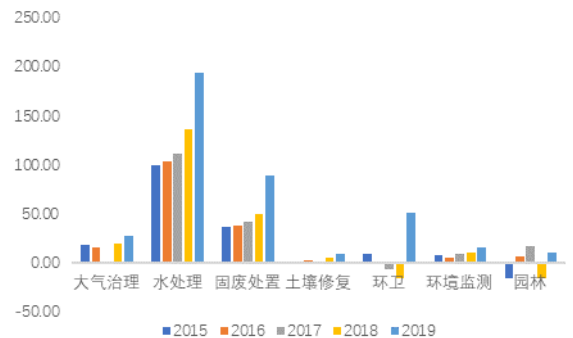
2019 年环保行业经营活动产生的净现金流为-366.80 亿元，同比增加了 179.56 亿元，细分子行业均出现好转。其中环卫、水处理、固废经营活动现金流增长最多，分别为 67.33 亿元、58.28 亿元、39.89 亿元，考虑和运营类业务结构有关，环卫子行业今年市场订单放量，行业现金流处在较好的水平，现金流改善明显。水处理、固废子行业考虑运营业务投产带来的现金流改善。

图 16 环保行业经营性净现金流（亿元）



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 17 细分子行业经营性净现金流（亿元）

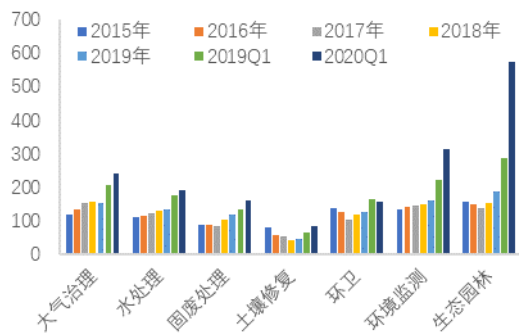


数据来源: Wind 上海证券研究所

环保板块应收账款周转天数 2019 年为 146.68，较上年同期有所增长，环保类企业通常议价能力较低，项目回款不及时将进一步增加企业经营压力。细分子行业方面除大气治理外周转天数均有增长，最短的为土壤修复（63.42 天，仍同比增长 16.35 天），对比应收账款/营业收入，全年占比基本在 40% 以上，仅土壤修复占比近三年均在 20% 以下，主要考虑土壤修复企业项目主要为 EPC，随工程进度确认收入，周期较短。

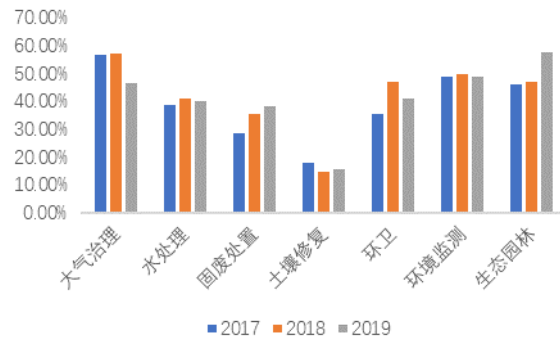
从 2018 年起，在融资收紧、钱贵钱紧大背景下，回笼资金成为企业改善现金流的重要方式，叠加政策面上“清欠行动”，工程款拖欠问题有所改善，环保行业现金流有望得到持续改善。

图 18 2015-2019 环保及细分行业应收账款周转天数



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 19 细分行业应收账款/营业收入



数据来源: Wind 上海证券研究所

三、环保需求持续释放，追求确定性成长

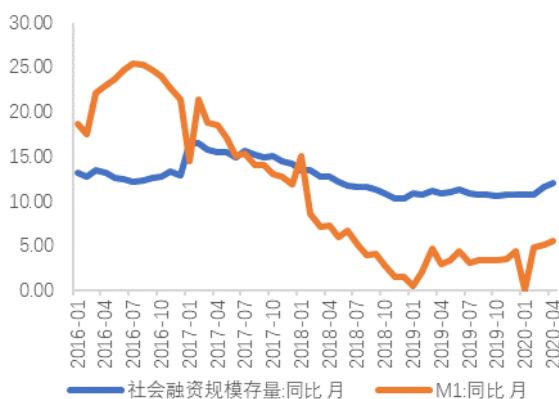
3.1 融资端持续改善，环保需求释放，助力工程类企业业绩

回暖

财政投入加大刺激需求，融资环境持续改善，工程类环保企业有望直接受益。我们认为这也是下半年环保行业行情的背景。

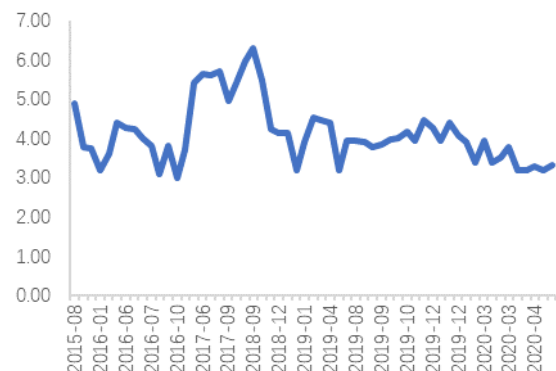
社融规模方面，受国内疫情状况的好转及复工复产的推进，2020 年 4 月社会融资规模增量为 3.09 万亿元，比上年同期多 1.42 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 1.62 万亿元，同比多增 7506 亿元，4 月社会融资规模及货币供应量同比提升，4 月 M1 同比 (5.5%)，创 2019 年以来的新高。统计 3A 级固定利率企业债 5 年期发行利率，在经历 2017、2018 的走高后，有所回落，政府一系列的稳杠杆政策作用体现，宏观资金面有所缓解，企业融资环境有望改善。

图 20 社融规模存量同比 (月)、M1 同比 (月)



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 21 固定利率企业债：发行利率 (AAA) 5 年期走势



数据来源: Wind 上海证券研究所

地方政府债券投放加速，环保领域投放比例提升

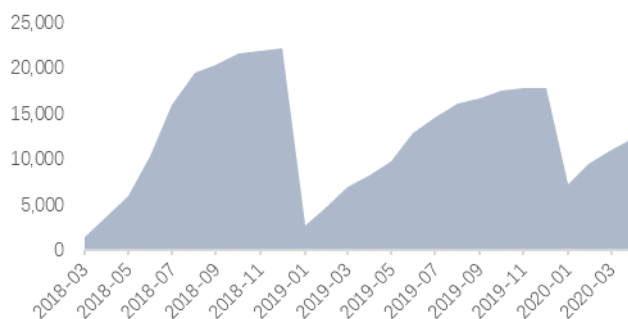
请务必阅读尾页重要声明

规模上,今年以来专项债发行规模增长明显。1-4月,全国发行地方政府专项债券已达到12239.98亿元,而2019年前四月累计发行为8116.74亿元,2020年同比增长50.80%。

进度上,今年以来地方政府债券投放加速。1-4月,新增债券完成提前下达新增地方政府债务限额28480亿元的58.38%,其中一般债券已完成91.47%,专项债券完成50.31%。前四月累计发行的专项债金额已达到2019年全年投放金额的68.99%。

分地区看前4月新增地方政府债券发行进度,青海省(87.31%)、宁夏回族自治区(86.97%)、黑龙江省(73.81%)、内蒙古(72.54%)、北京市(71.86%)进度居前,大连(24.29%)、贵州省(27.22%)、江苏省(36.94%)、上海市(37.82%)、湖北省(41.30%)进度较后。

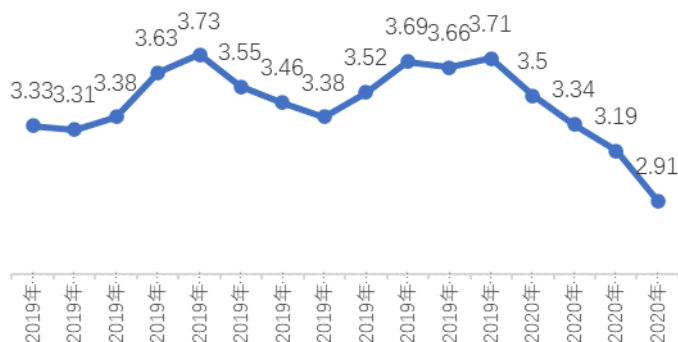
图 22 累计发行专项债情况 (单位: 亿元)



数据来源: 财政部, 上海证券研究所

发行利率方面,今年以来政府债券利率下行走势明显:4月地方政府债券平均发行利率2.91%,其中,一般债券2.82%,专项债券3.04%。今年以来,发行利率已连续四个月走低。4月发行利率比2019年12月下降0.8pct;环比下降0.28pct,降幅为前4个月最高。

图 23 地方政府债券月平均发行利率走势



数据来源: 财政部, 上海证券研究所

专项债使用形式方面: 1) 专项债可用作项目资本金。2020年政府债券利率持续下行,4月专项债券票面利率平均为3.04%,结合银行项目贷,降低政府财政压力。政府主导投资,也有望减轻企业融资压力。

2) 降低环保项目资本金比例: 2019年提出对补短板的生态环

保等基础设施项目，在收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点。专项债作为项目资本金，行业投资方面有望带动社会环保投资资金投入。

表 2 环保领域专项债相关政策

时间	部门	内容要点
2019 年	国务院常委会	扩大专项债使用范围，重点用于包括污水垃圾处理、水电气热等基础设施和生态环保项目等基础设施建设领域，并明确上述领域为专项债可用作项目资本金范围。
2019 年	国务院常委会	对补短板的公路、铁路、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点。

数据来源：国务院 上海证券研究所

专项债投放领域方面，更加聚焦基建。2019 年专项债发行规模达 25882.24 亿元，我们按专项债发行名称统计类别，其中土储与棚改占比高达 51.74%，基建占比被压缩。2020 年发行的提前批专项债由于不得用于土储与棚改。我们已看到规模上 2020 年前四月发行额同比增加 50.8%，我们将生态环保建设、水务建设、水污染治理、土地整治名称的债券合计入生态环保行业，前四月生态环保类专项债券合计 1010.41 亿元，占比达到 8.25%，较 2019 年规模、占比双提升。

专项债投放规模的加大、环保领域投放比例的提升为行业资金端带来增量资金。

图 24 月专项债发行金额（亿元）、土储棚改占比

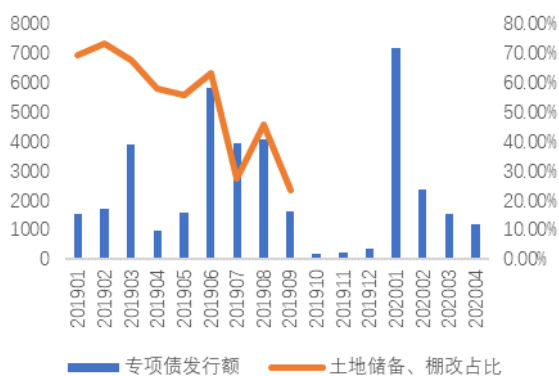
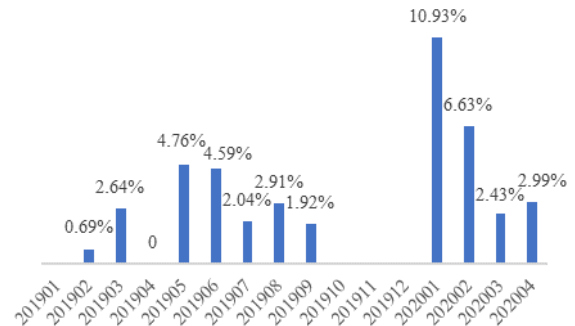


图 25 环保类专项债占专项债比例



数据来源：财政部 上海证券研究所

数据来源：财政部 上海证券研究所

PPP 推进加快，入库项目质量显著提升，显现回暖迹象

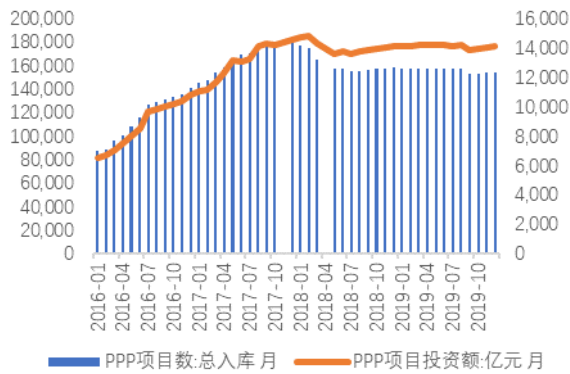
生态环境保护是 PPP 模式的推广的重点领域。《中国生态环境 PPP 发展报告（2019）》报告显示，截至 2019 年底，生态环境 PPP 总投资高达 1.97 万亿元。2017 年年末以来受防范金融风险、PPP 入库合规性审查等政策影响，全国生态环境 PPP 项目入库项目数量和投资规模均呈现下降趋势，2019 年基本处在一个平稳状态。

但从 PPP 项目库结构来看，储备库是指识别阶段项目，是地方

请务必阅读尾页重要声明

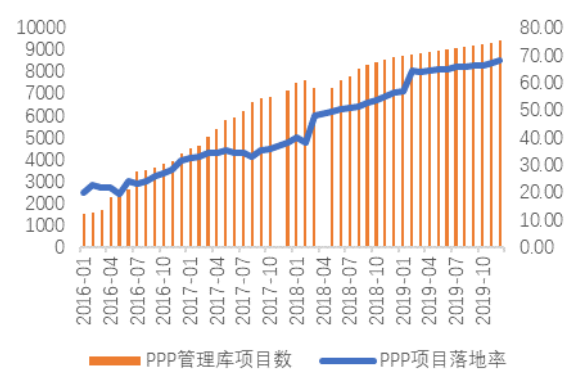
政府部门有意愿采用 PPP 模式的备选项目，但尚未完成物有所值评价和财政承受能力论证的审核。管理库是指准备、采购、执行和移交阶段项目。相对来说，管理库内的项目会具有更好的稳定性及确定性。虽然总入库项目数量在 2019 年稳中略升，但管理库项目数量始终保持增长态势，项目落地率逐步上升，PPP 项目的入库项目质量有所增加。

图 26 2016 年至 2019 年 PPP 项目入库数及投资额



数据来源：PPP 服务平台 上海证券研究所

图 27 逐月项目落地率



数据来源：PPP 服务平台 上海证券研究所

复工复产加速项目释放

2020 年 1-4 月新增入管理库项目 250 项，投资额达到 4115 亿元，同比减少 2,803 亿元、下降 40.5%。主要考虑受春节停工、疫情影响导致大幅下降。

比对开工建设数、开工建设项目投资额，可以看到当前行业建设环境平稳，复工复产切实推进项目建设：今年以来开工建设项目共 116 个、投资额 1,746 亿元，同比减少 1.7 万亿元、下降 90.9%，但看 4 月单月数据，4 月开工建设项目共 53 个、投资额 774 亿元，环比增加 611 亿元、上升 375.6%，同比减少 324 亿元、下降 29.5%；开工建设项目数、投资额 12 个月均值（38 个、607 亿元）分别高出 39.5%，27.5%，PPP 项目有望加速回暖。

环保工程类公司一季度业绩影响明显，我们认为随着复工复产的推进，行业发展环境复苏，PPP 项目数量大幅回升、入库项目质量提高，行业需求有望出现结构性回暖。叠加专项债的扩容+比例提升，环保工程类公司受益订单情况和融资改善，三季度业绩有望快速增长。

从行业自身发展需求看，2020 年是环保各细分行业的规划时间考核节点，环保各细分子行业市场有加速释放的动力。

表 3 环保行业主要规划

政策	2020 年	远期时间节点
农村环境		
《乡村振兴战略规划（2018-2022 年）》	全面建成小康社会的目标如期实现；永久基本农田保护面积不低于 15.46 亿亩。	2022：乡村振兴的制度框架和政策体系初步健全

《农业农村污染治理攻坚战行动计划》、《关于建立健全农村生活垃圾收集、转运和处置体系的指导意见》

农村饮用水水源保护:供水人口在 10000 人或日供水 1000 吨以上的饮用水水源调查评估和保护区划定工作;

农村生活垃圾污水治理:东部地区、中西部城市近郊区等有基础、有条件的地区,基本实现农村生活垃圾处置体系全覆盖;中西部有较好基础、基本具备条件的地区,力争实现 90% 左右的村庄生活垃圾得到治理;

2022: 收运处置体系覆盖范围进一步提高, 并实现稳定运行

大气治理

《钢铁企业超低排放改造工作方案(征求意见稿)》

新建项目全部达到超低排放水平, 2020 年 10 月底前, 京津冀及周边、长三角、汾渭平原等大气污染防治重点区域具备改造条件的钢铁企业基本完成超低排放改造;

2022 年: 珠三角、成渝、辽宁中部、武汉周边、长株潭、乌昌等区域基本完成;

2025 年: 2025 年前全国具备改造条件的钢铁企业力争实现超低排放。

《打赢蓝天保卫战三年行动计划》

二氧化硫、氮氧化物排放总量分别比 2015 年下降 15% 以上; PM2.5 未达标地级及以上城市浓度比 2015 年下降 18% 以上, 地级及以上城市空气质量优良天数比率达到 80%, 重度及以上污染天数比率比 2015 年下降 25% 以上

水处理

《城市黑臭水体治理攻坚战实施方案》

2019 年底, 其他地级城市建成区黑臭水体消除比例显著提高, 2020 年底达到 90% 以上。

《水十条》、《重点流域水污染防治规划(2016-2020 年)》

七大重点流域Ⅲ类水比例达 70% 以上;
城市集中式饮用水水源水质达到或优于Ⅲ类比例总体高于 93%;
近岸海域水质优良(一、二类)比例达到 70% 左右;
京津冀区域劣 V 类下降 15 个百分点;
新增完成环境综合整治的建制村 13 万个;
全国所有县城和重点镇具备污水收集处理能力, 县城、城市污水处理率分别达到 85%、95% 左右;

2030 年:
全国七大重点流域水质优良比例总体达到 75% 以上;
城市建成区黑臭水体总体得到消除;
城市集中式饮用水水源水质达到或优于Ⅲ类比例总体为 95% 左右

垃圾分类

《关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》

46 个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统;
新增餐厨垃圾处理能力 3.44 万吨/日;
垃圾焚烧产能达 59 万吨/日, 焚烧处理占比达 50% 以上

2022 年: 各地级市至少有一个区实现垃圾分类全覆盖;

2025 年: 全国地级及以上城市基本建成生活垃圾分类处理系统; 按日本发展经验及相关预测, 焚烧占比可达 65% 以上;

远期: 垃圾处理呈集约化

环境监测

《生态环境监测质量监督检查三年行动计划（2018-2020 年）》

对生态环境监测机构、排污单位、运维机构三类主体实行全覆盖检查，其中重点检查京津冀及周边区域、长三角区域、汾渭平原等重点区域和造纸、火电、钢铁、化工、城市污水处理等行业；
2020 年底前，实现土壤环境质量监测点位所有县（市、区）全覆盖。

土壤修复、固废处理

《土壤污染防治法》、
《“十三五”生态环境
保护规划

受污染耕地安全利用率达到 90% 左右，污染地块安全利用率达到 90% 以上；
全国工业固体废物综合利用率提高到 73%；
2020 年重点行业的重点重金属排放量要比 2013 年下降 10%；

数据来源：政府网站，上海证券研究所

3.2 土壤修复市场有望再发力

土壤修复相对固废处理、水环境治理、大气治理等较为成熟的环保领域，市场尚处于起步成长期，当前市场对土壤修复子行业的顾虑主要围绕在：

1) 认为宏观经济影响各级政府在污染土壤的治理投入。土壤修复市场规模较小，胜在增长性，如果增长速度受阻，市场给行业的估值或将下降。

2) 认为房地产开发投资下滑，地产开发商购地修复模式或有减少，而这类受益者付费模式是土壤修复盈利模式最清晰的一种。

针对以上两点我们认为土壤修复市场实际存在一定预期差。

政策推进力度不减，土壤治理进度“双 90%”被作为硬性目标。
政府投资方面，2020 年中央土壤污染防治资金为 35 亿元，较 2019 年有所缩窄。但通过省级基金的设立，对土壤污染防治的资金需求能有一定补充，通过多渠道引进资金，引导社会资本参与，提升资金使用效率。

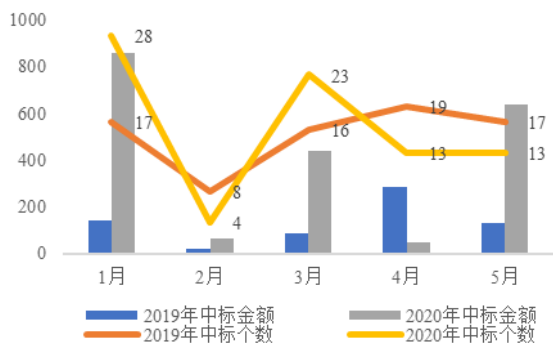
表 4 土壤修复相关政策

时间	部门	内容要点
202004	财政部	《土壤污染防治基金管理办法》：1) 设立省级土壤污染防治基金；2) 中央财政通过土壤污染防治专项资金对本办法出台后一年内建立基金的省予以适当支持。
202005	生态环境部	推进打赢净土保卫战和农业农村污染治理攻坚战：确保按时保质完成受污染耕地安全利用率达到 90% 左右、污染地块安全利用率达到 90% 以上等目标任务。

数据来源：财政部 生态环境部 上海证券研究所

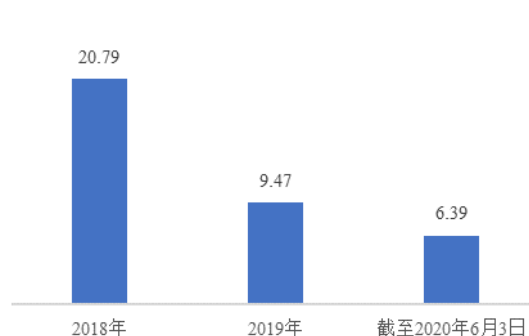
年新增环境修复订单 9.47 亿元，2020 年在土壤修复工程领域，公司仍表现较强的市场竞争力。

图 30 土壤修复订单中标情况 (百万、个)



数据来源：剑鱼招标网 上海证券研究所

图 31 高能环境新增订单 (亿元)



数据来源：Wind 剑鱼招标网 上海证券研究所

从订单上看，土壤修复子行业的中标受疫情影响有限，更多是体现在工程项目推进进程方面，随着“土十条”考核时间临近且未变，复工复产的持续推进，在多地政府表态“倒排工期”的压力下，叠加融资环境的利好，我们认为在下半年复工环境平稳的状态下，工程类企业业绩有望释放。

3.3 产能加速投放，看好重资产运营类资产成长的稳健性

2020 年以来垃圾焚烧处理出台新政策，明确了 1 月 20 日作为新增、存量项目的划分节点，其中新增项目将由国家按照以收定支原则，通过可再生能源发展基金继续予以支持。此外新政策要求各省编写垃圾焚烧发电中长期专项规划和三年滚动计划，其成为纳入国补的先决条件，我们认为将倒逼各地政府加速出台相应规划，进一步明确各地区垃圾焚烧未来增量空间，企业产能有望加速投放。

表 5 垃圾焚烧相关政策

时间	部门	内容要点
202001	《可再生能源电价附加补助资金管理办法》	1) 2020 年 1 月 20 日后并网发电的生活垃圾焚烧发电（含沼气发电）项目为新增项目（新增项目），国家按照以收定支的原则，通过可再生能源发展基金继续予以支持；2) 2020 年 1 月 20 日前并网发电的相关项目为存量项目，需符合国家能源主管部门要求，按流程经电网企业审核后纳入补助项目清单。
202004	《关于有序推进新增垃圾焚烧发电项目建设有关事项的通知》	1) 再次明确 1 月 20 日为划分新增、存量节点；2) 明确各省行业发展责任：要求各省（区、市）发展改革部门按照国家相关规划和政策要求，会同有关部门编制本地区省级垃圾焚烧发电中长期专项规划（简称专项规划）和三年滚动投资计划，未纳入专项规划的垃圾焚烧发电项目，所需补贴资金原则上由项目所在省（区、市）负责解决。

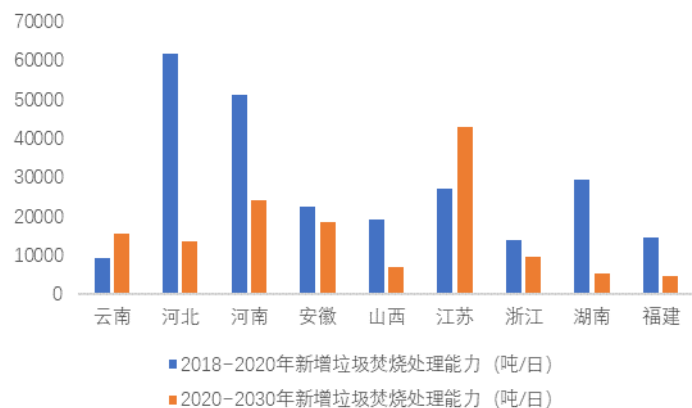
数据来源：财政部 发改委 上海证券研究所

垃圾焚烧需求明确：焚烧产业快速发展，设施数量和处理能力逐年增长，已为我国生活垃圾处理的主流工艺。国家发布了多项利好政策予以刺激和扶持，多省相继推出了地区生活垃圾设施建设规划，对焚烧设施的建设、任务目标等方面做出明确要求。

垃圾焚烧市场空间工程端按《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，**2020 年垃圾焚烧处理能力须达到 59.14 万吨/日**，“十三五”期间预计新增城市生活垃圾焚烧发电项目 529 个，新增装机规模 1022 万千瓦，新建处理设施投资额达到 1699.3 亿元。运营端我们此前报告中估算 2018-2020 三年运营端收益达 1074.39 亿元，其中 2020 年单年度运营端空间达 435 亿元，垃圾焚烧处理市场仍有较大增长空间。

比对中远期的规划目标，可以看到各省除江苏外 2018~2020 年规划新增焚烧处理能力均大于 2021~2030 年，随着时间节点临近，我们认为 **2020 年会是垃圾焚烧处理的投产大年**。

图 32 各省垃圾焚烧中长期规划目标（吨/日）



数据来源：政府官网 上海证券研究所

垃圾焚烧补贴退坡对整体营收影响有限

垃圾焚烧售电分拆两个部分：1) 每吨生活垃圾折算上网电量（280 度）执行全国垃圾发电标杆电价，即 0.65 元/度；2) 其余上网电量价格参照当地燃煤机组标杆上网电价执行。

而根据国家发改委“发改价格[2012]801 号”文件相关规定，垃圾焚烧发电上网电价高出当地脱硫燃煤机组标杆上网电价的部分（即：垃圾焚烧发电企业电价补贴）实行**两级分摊**。其中，当地省级电网负担每千瓦时 0.1 元，其余部分纳入全国征收的可再生能源电价附加解决，**垃圾焚烧补贴退坡影响的主要是由可再生能源基金支持的这一部分**。

我们测算补贴退坡带来的收入影响，我们假设项目产能为 1000t/d，全年满产，设置垃圾焚烧处置单价 75 元/吨、单吨上网电

量 280kwh 作为基准情况,燃煤上网电价按全国平均 0.37 元/千瓦时,按处置单价增幅 10%/15%/20%,吨上网电量 10%/15%/20%,两两组合三种情况进行粗略测算。

可以看到基准情况下,完全不纳入国补对项目整体营收影响接近 20%,而提高垃圾处置费用、提升单吨上网电量方面,提升垃圾处置费用更为有效,但提升幅度仍需在 15%以上,降幅能接近 14%。

考虑到后续省补能够弥补部分补贴,项目营收下滑空间有限,叠加公司产能投产运营,整体营收增长趋势考虑仍将上行。

表 6 垃圾焚烧处理补贴退坡影响测算

	基准 情况	情况一：处置单价 （10%/15%/20%）				情况二：吨上网电量 （10%/15%/20%）			情况三（处置单价与 吨上网电量组合）		
项目产能（t/d）	1000										
垃圾焚烧处置单价（元/吨）	75	82.50	86.25	90				86.25	90	90	
基准吨上网电量（kwh）	280				308	322	336	308	322	336	
燃煤标杆上网电价+省补（元/kwh）	0.37	取消 补贴									
当前上网电价（含补贴）（元/kwh）	0.65										
其中：省补	0.1										
燃煤标杆电价	0.37										
可再生能源基金补贴部分	0.18										
垃圾处置收入（百万）	27.38	27.38	30.11	31.48	32.85	27.38	27.38	27.38	31.48	32.85	32.85
发电收入	66.43	48.03	48.03	48.03	48.03	48.04	48.05	48.05	48.05	48.05	48.05
合计	93.81	75.41	78.15	79.52	80.88	75.42	75.42	75.43	79.54	80.90	80.90
同比基准情况（%）		-20%	-17%	-15%	-14%	-20%	-20%	-20%	-15%	-14%	-14%

数据来源：Wind 上海证券研究所

垃圾焚烧行业龙头集中度有望提升：垃圾焚烧发电行业仍处在产能扩张时期,各地区中长期发展规划明确了垃圾焚烧产能新增空间,叠加外部融资环境改善、需求释放,我们认为重资产运营类行业垃圾焚烧的投产大年,龙头企业受益于行业发展的加速前进。

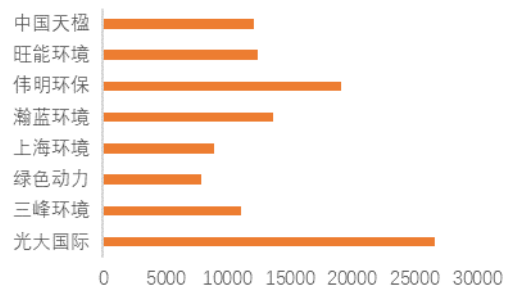
我们统计了当前主要垃圾处理企业,目前已投运项目垃圾处理规模最大的为光大国际 (6.49 万吨/日)。垃圾焚烧行业本身集中度较高,马太效应下有望进一步提升,丰富订单储备的龙头企业具备较好的成长性,对比在建规模/已投运规模,比例较大的为伟明环保 (1.37)、中国天楹 (1.15)、瀚蓝环境 (0.99)、旺能环境 (0.91),若项目按持续推进,公司产能投放将带来较大的业绩增长,行业整合下龙头企业市场份额进一步提升。

图 33 公司垃圾焚烧运营规模：吨/日（2019）



数据来源：Wind 上海证券研究所

图 34 公司在建项目垃圾焚烧规模：吨/日（2019）



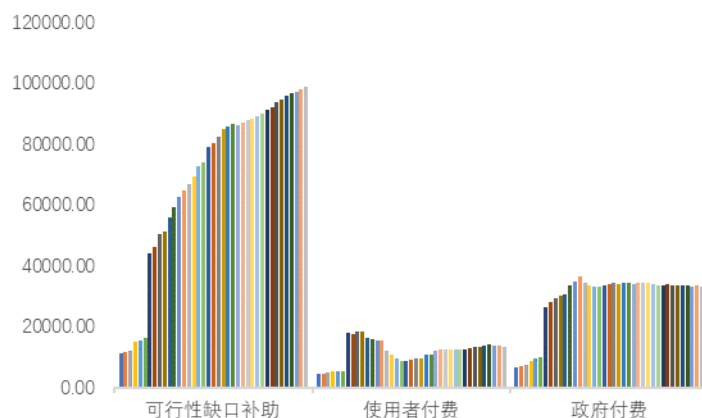
数据来源：Wind 上海证券研究所

3.4 水环境治理企业的运营属性进一步增强

融资环境方面，“专项债+PPP”融资功能深度融合，两者投放领域有较大重合，主要投向均是基础设施和民生重点领域，在经济下行压力加大的现实可能下，专项债与 PPP 的资源 and 功能的深度融合有望扩大政府有效投资，降低资金成本，提高投资效益。PPP 方面，从 2017 年年末开始的清库行动开始，项目绩效管理便在不断强化。从 PPP 管理库中项目回报机制上看，可行性缺口补助是当前 PPP 项目的主流，受限于部分公益类项目的收益有限，4 月管理库中纯政府付费类项目占比仍有 23%。

今年 4 月财政部出台的《关于印发污水处理和垃圾处理领域 PPP 项目合同示范文本》的通知，提出：1) 合作期限（含建设期）不得低于 10 年；2) 社会资本方不得弱化、免除或不承担项目运营责任，不得返包、外包。再一次强调出环保项目的运营属性，以及对企业运营能力的要求。

图 35 PPP 管理库按回报机制分类的项目金额（201612-2020Q4，亿元）



数据来源：PPP 服务中心 上海证券研究所

表 7 环保项目运营属性强化的相关政策

时间	相关政策	内容要点
----	------	------

202004	《污水处理和垃圾处理领域 PPP 项目合同示范文本》	1) 国有企业、政府融资平台公司不得作为政府方或社会资本签署 PPP 项目合同; 2) 不得采用建设-移交 (BT) 方式; 3) 合作期限 (含建设期) 不得低于 10 年; 4) 政府方不得进行变相融资举债; 5) 社会资本方不得只承担项目建设、不承担项目运营责任, 弱化或免除社会资本的投资建设运营责任, 不得约定将项目运营责任返包给政府方出资代表承担或另行指定社会资本以外的第三方承担等

数据来源: 财政部 上海证券研究所

绩效管控增强的背景下, 是环保项目运营属性增强的预期。相较于固废处理运营属性的明确性, 水环境治理企业的运营类业务随着属性强化, 占比正逐步提升, 我们看好在运营业务提升过程中水环境企业的利润增厚。

水环境治理企业运营类业务提升的竞赛赛道我们看好“长江大保护”。一方面长江大保护流域治理政策频出, 政策推力强。“长江大保护”先后开展了工业污染专项整治、长江入河排污口专项整治等 5 项专项行动。近期再下顶层规划文件《全国重要生态系统保护和修复重大工程规划 (2021—2035 年)》, 该规划是十九大后生态保护和修复领域第一个综合性规划, 随着后续长江、黄河和海岸带三个重大工程的专项建设规划, 增量空间会进一步明确。

表 8 “长江大保护”相关政策文件

时间	政策	部门	内容要点
2020.06	《全国重要生态系统保护和修复重大工程规划 (2021—2035 年)》	发改委、自然资源部	在长江重点生态区, 以推动亚热带森林、河湖、湿地生态系统的综合整治和自然恢复为导向, 布局了生态保护修复和重点区域的矿山修复, 总计 8 个重点工程;
2019.11	《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》	中共中央国务院	到 2025 年, 跨界区域、城市乡村等区域板块一体化发展达到较高水平, 在科创产业、基础设施、生态环境、公共服务等领域基本实现一体化发展, 全面建立一体化发展的体制机制。

数据来源: 政府网站 上海证券研究所

另一方面, 从项目需求端考虑, 以 PPP 管理库中数据做参考, 生态建设和环境保护累计签约 625 项, 金额 0.7 万亿, 行业排名前三, PPP 项目仍是环保行业重要的需求来源, 而长江经济带区域签约落地项目在管理库中累计 2,903 个、投资额 5.5 万亿元, 分别占管理库的 45.1%和 54.3%, 是 PPP 项目推进的重要区域。此外, 三峡集团按发改委要求至 2020 年, 三峡集团规划每年投入长江大保护项目规模 300 到 500 亿元, 有望带动社会资金 3000 到 5000 亿元。

“长江大保护”: 社会资本方实施运营服务

以三峡集团承接的项目为例, 项目运营部分通常由其他社会资本方实施, 环保运营类业务市场化加速。年初以来, 国资入股环保

企业频现，随着推进大尺度的区域环保项目的趋势明显，环保企业借助国资平台有望加强自身市场竞争力。运营经验丰富的优质企业或将优先受益。

从三峡集团已经落地的 77 亿的九江市中心城区水环境综合治理项目和 44 亿的芜湖市城区污水系统提质增效(一期)项目，可以看到“长江大保护”相关项目特点：1) 治理模式方面，立足城乡一体化，推进项目厂网一体，污水处理提质增效，提高系统效能；2) 管理模式上企业建管，政府监督，项目中运营部分(污水厂、污水管网运营)交由其他社会资本方。

表 9 三峡集团芜湖市城区污水系统提质增效(一期)项目情况

项目名称	芜湖市城区污水系统提质增效(一期)项目	
存量资产	朱家桥、城南、滨江、城东、高安污水处理	
	厂及其涉及的污水泵房、污水管网等资产，以及大龙湾污水处理厂涉及的污水泵房、污水管网等	
项目内容	污水处理厂提标改造	朱家桥污水处理厂一期、二期提标改造工程、三期扩建工程、城南污水处理厂提标改造工程、滨江污水处理厂一期一阶段提标改造工程、扩建工程⑤新建大龙湾污水处理厂
	污水处理厂新建	大龙湾污水处理厂
	委托运营	城东污水处理厂和高安污水处理厂
	存量管网排查与整治	建成区内市政道路雨污水管网进行混接排查
	污水管网及泵站完善	
项目模式	TOT+BOT+ROT+OM	
金额(亿元)	43.7	

数据来源：项目信息网 上海证券研究所

项目中运营部分(污水厂、污水管网运营)交由其他社会资本方(民企)，民企作为专业技术服务提供者，**聚焦运营有望成为趋势**。这种趋势有望加速环保水环境治理企业转向运营类，随着推进大尺度的区域环保项目的趋势明显，环保企业借助国资平台有望加强自身市场竞争力，“长江大保护”驱动民营企业的运营业务增长，龙头企业有望优先受益运营业务增量带来的利润增厚。

3.5 轻资产环卫服务：环卫需求提升带来的业绩弹性

在钱贵钱紧的大背景下，稳健的行业现金流能够保证行业增长，市政环卫回款周期较短，行业现金流通常较好。政府向社会购买服务的不断推进，环卫市场两次跃升主要是受益于 PPP 模式带来的区域订单增量，近几年来环卫市场化率得到快速提高。

2020 年 1、2 月新开标环卫项目年化额分别为 59 亿和 11.3 亿，同比 2019 年分别下降了 8.22%、62.5%。其中 2 月份全国各地公布的环卫服务类单一来源采购项目采购预算(年化)突破 2 亿元，相当于当月新开标环卫项目年化金额的 1/5 左右，单一来源方式主要

受疫情影响限制，该种模式一定程度不利于市场化，但就具体开标项目，采购时长有限，以东莞市项目为例，仅延长1月，深圳市项目延长11月。3月份随着疫情在全国范围内得到基本控制，环卫服务政府采购工作重回正轨，并出现强势反弹，招标方式的顾虑基本解除，3月开标环卫服务项目的服务金额高达62.1亿元，合同金额也攀升到176亿元，较2019年同比增长99.68%、30.37%。

图 36 2014Q1-2018Q1 环卫中标金额

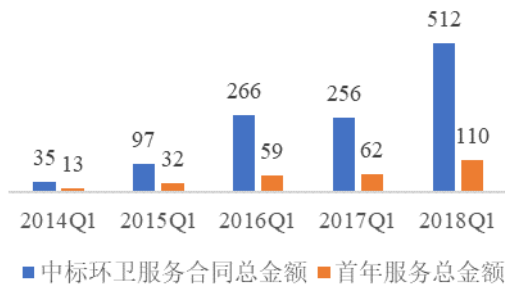
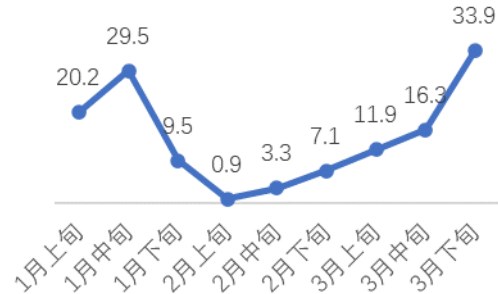


图 37 2020 年 1 季度环卫服务项目开标金额 (亿元)



数据来源：环境司南 上海证券研究所

数据来源：环境司南 上海证券研究所

环卫行业天花板较高，内生增长仍有空间

传统环卫项目主要涵盖街道清扫、垃圾清理、公厕维护管理等，清扫面积的增长、垃圾清理、公厕数量的增加为环卫传统市场也带来增量空间，我们按照约10元/平米/年的清扫保洁费用、75元/吨的垃圾清运费用、公厕管理10万元/每座/每年进行粗略测算，2020年传统服务业务空间也达千亿，同比增长5.89%。

表 10 传统环卫服务市场空间测算

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
道路清扫面积 (万m²)	730333	794923	842048	869329	921308.86	976396.76	1034778.53	1096651.13
年复合增长率				5.98%				
清扫保洁费单价				10元/m²/年				
道路清扫年化服务费 (亿元)				921.31	976.40	1034.78	1096.65	
生活垃圾清运量 (万吨)	19142	20362	21521	22802	24171.38	25623.00	27161.80	28793.01
年复合增长率				6.01%				
生活垃圾清运单价				75元/吨				
生活垃圾清运年化服务费 (亿元)				181.29	192.17	203.71	215.95	
公共厕所数量 (座)	126344	129818	136084	147466	155264.08	163474.53	172119.14	181220.89
年复合增长率				5.29%				
公厕管理费用				10万元/年				
公厕管理费用 (亿元)				155.26	163.47	172.12	181.22	
合计				1257.86	1332.04	1410.61	1493.82	

数据来源：统计局 上海证券研究所

环卫一体化趋势下，城市服务内涵不断扩充

今年以来，随着环卫一体化项目的推进，涵盖多片区、多内容的10亿元级别的环保项目频现，最高金额高达78亿元，比对高额的环卫项目，可以看到大额环卫项目的趋势：1) 多片区服务的集合。以浦东新区项目为例，项目共分17个包件，各个包件存在分别中标的情况；2) 服务内涵扩展，除了传统的道路保洁等部分，

还对绿化养护、垃圾分类等各方面做了衍生，但从比例来看，保洁仍为环卫项目收入主体，浦东新区项目首年服务金额高达13亿元，其中道路保洁采购预算占比达到60%，市政服务、水务服务、绿化服务分别占比15%、7%、18%。

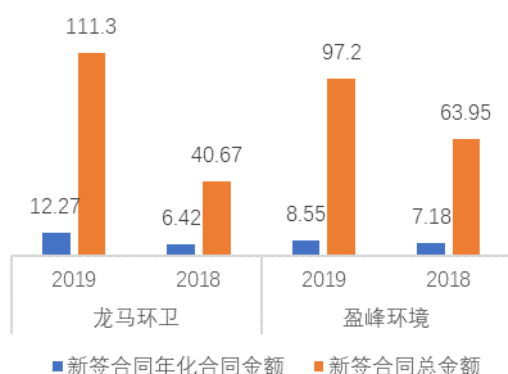
表 11 2020 年来 10 亿级别以上的环卫项目情况

项目名称	预算 (亿元)	成交	合同期 (年)	年化服务费(亿 元/年)
深圳市宝安区新安、福永和福海街道环卫一体化 PPP 项目	83.94	78.03	15	5.20
深圳市宝安区新桥和沙井街道环卫一体化 PPP 项目	70.19	67.38	15	4.49
上海市浦东新区城市道路综合养护项目采购项目（清扫保洁 费用）	40.67	39.73	3	13.24
高平市城乡环卫一体化特许经营项目		27.99	28	1.00
大连普兰店区生活垃圾收运		13.86	28	0.50
香河县农村生活垃圾治理工程特许经营方采购项目	12.29	12.12	16	0.76
郑州经开区市政道路清扫保洁和绿化管养等市场化服务	11.93		3	3.98
赣州南康区环卫基础设施建设及运营 PPP 项目（资格预审）	11.04		24	3.68
分宜县城乡一体化 PPP 项目	9.99	9.78	15	0.65

数据来源：环境司南 上海证券研究所

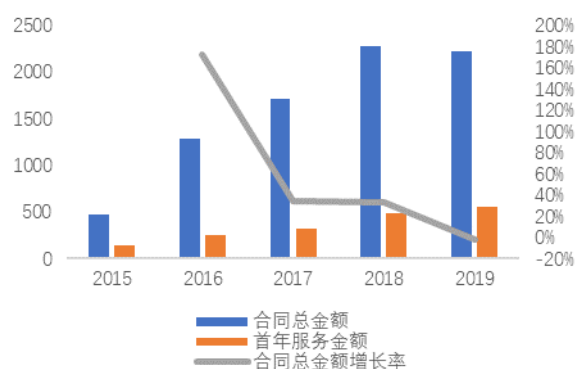
龙头企业份额有望进一步提升。2019 年全国环卫服务项目新签总金额 2,223 亿元，同比略降 2.41%，龙马环卫、盈峰环境分别新签合同 111.3 亿元、63.95 亿元，同比分别增长 174.67%、52%，远超行业订单增幅，订单向头部聚集效应明显。E20 数据显示当前环卫市场集中度 CR10 仅为 20%，以新签合同/市场新签总额来看，龙马环卫、盈峰环境在环卫服务市场市占率分别为 5.01%、2.88%，头部企业市场份额低，仍有较大提升空间。

图 38 新签合同金额及年化服务金额（亿元）



数据来源：Wind 上海证券研究所

图 39 合同总金额及增长情况（亿元，%）



数据来源：环境司南 上海证券研究所

环卫市场的梯级格局已具备雏形，城市综合性项目使得大型、综合型企业更有优势获取环卫一体化的大项目，小型环卫企业的生存空间会越来越小。在环卫订单大体量、综合性的发展趋势下，订单会更向龙头企业集中，马太效应龙头企业受益明显。

四、环保行业评级与策略

4.1 维持环保行业“增持”评级

我们认为财政支持力度加大、外部融资环境改善的背景下，叠加 2020 年是多细分行业相关规划的考核节点，融资、需求双改善，环保行业订单推动估值上涨的逻辑会再度验证。看好工程类环保企业在资金端改善、需求面刺激下的成长空间。环保运营类（固废、水处理等）公司受益于在手项目的不断投产，业绩能够保持增长，现金流情况较好，表现亮眼。高景气度轻资产子行业环卫，既有传统服务内容的成长空间，亦有随着垃圾分类推进、环卫内涵向城市服务扩展带来的增量市场，环卫一体化项目向大金额、多内容发展，随着市场订单放量，龙头企业市场份额有望进一步提升。当前时间节点下，环保板块估值仍在低位，行业资金面有望回暖带来的业绩确定性增强，估值仍有上升空间，看好细分赛道的成长确定性，维持环保行业“增持”评级。

4.2 投资策略

专项债下发规模、投向环保领域比例双增长，财政投入加大刺激行业需求，融资环境持续改善，叠加 2020 年是多项规划的考核时间节点，我们认为这将是下半年环保行业行情的背景，订单驱动估值修复逻辑有望再度被验证。环保逻辑未改，把握业绩与估值双主线，看好细分赛道的成长确定性：

（1）融资、需求双改善，助力工程类企业业绩回暖：

1) 寻找复工复产下工程类企业的预期差：

土壤修复作为环保领域中营收规模较小的细分行业，通常认为宏观经济影响各级政府在污染土壤的治理投入，增长速度或将受阻，市场给行业的估值或将下降。

但我们认为政策推进力度不减，土壤治理进度“双 90%”仍被作为硬性目标。政府投资方面，2020 年中央土壤污染防治资金为 35 亿元，虽然较 2019 年有所缩窄。但通过省级基金的设立，对土壤污染防治的资金需求能有一定补充。从市场订单来看，截至 6 月 10 日市场共中标 20.51 亿元，合计 81 个项目，较 2019 年具有较大增长。

土壤修复子行业的中标受疫情影响有限，更多是体现在工程项目推进进程方面，随着“土十条”考核时间临近且未变，复工复产的持续推进，在多地政府表态“倒排工期”的压力下，叠加融资环境的利好，我们认为在下半年复工环境平稳的状态下，工程类企业业绩有望释放。

2) 追求确定性：重资产运营类企业产能投放带来的稳健成长

多省发布了中长期发展规划明确了垃圾焚烧产能新增空间，叠加外部融资环境改善、需求释放，把握行业确定性，我们认为重资产运营类行业垃圾焚烧的投产大年，龙头企业受益于行业发展的加速前进。

我们对垃圾焚烧补贴对营收影响进行了测算，完全不纳入国补对项目整体营收影响接近 20%，通过提升单吨垃圾处理费、单吨垃圾上网电量，降幅能进一步缩窄。考虑到后续省补能够弥补部分补贴，项目营收下滑空间有限，考虑在建工程的投产，企业业绩上行趋势不变，优选区域议价能力强、项目运营经验丰富、发电效率较高，丰富项目储备的龙头企业。

（2）运营类资产的成长性：

1) 看好水环境治理企业运营业务提升过程中的利润增厚

流域治理环保市场释放。“专项债+PPP”融资功能深度融合，政策层面考核节点临近叠加首个生态保护和修复领域综合性规划出台，进一步刺激地方生态环保需求。**流域治理需求的释放伴随对企业运营属性的强化。**PPP 项目绩效管控不断强化，再一次强调出环保项目的运营属性，以及对企业运营能力的要求。

看好“长江大保护”作为水环境治理企业运营类业务提升的竞争赛道。长江流域治理需求明确，一方面政策推力强，先后开展了工业污染专项整治、长江入河排污口专项整治等 5 项专项行动，后续还有专项建设规划的出台的预期，增量空间会进一步明确。此外，**项目中运营部分(污水厂、污水管网运营)交由其他社会资本方(民企)**，民企作为专业技术服务提供者，**聚焦运营有望成为趋势。**随着大尺度的流域环保项目的推进，环保企业借助国资平台有望加强自身市场竞争力，“长江大保护”驱动民营企业的运营业务增长，龙头企业有望优先受益运营业务增量带来的利润增厚。

2) 看好轻资产环卫服务的快速增长

随着环卫市场化、环卫项目一体化的持续推进，传统业务增长、城市服务增量空间为环卫企业带来大量订单，市政环卫回款周期较短，行业现金流较好，在钱贵钱紧的大背景下看好轻资产环卫服务的快速增长。

估算 2020 年传统服务业务（涵盖街道清扫、垃圾清理、公厕维护管理）空间也达千亿，同比增长 5.89%。2020 年以来大金额（10 亿元以上）的环卫一体化项目频现，环卫项目呈现趋势：1) 服务区域广，项目为多片区服务的集合；2) 服务内涵扩展，除了传统的道路保洁等部分，还对绿化养护、垃圾分类等各方面做了衍生。

城市综合性项目使得大型、综合型企业更有优势获取环卫一体化的大项目，在环卫订单大体量、综合性的发展趋势下，订单会更向龙头企业集中，环卫龙头企业有望优先受益于行业成长，进一步提升市场份额。

五、重点公司

高能环境 (603588.SH): 土壤修复龙头企业，公司具有丰富的大型项目实施经验，其中多项成为行业示范工程。土壤修复中前沿技术原位热脱附技术已在苏州溶剂厂原址北区场地治理项目实施中取得了良好应用，公司土壤修复项目覆盖 16 个省市自治区，具有较强核心竞争力及市场影响力。

公司主营业务环境修复、危险废弃物处置、生活垃圾处置等业务，受益于环境修复订单快速落地实施和生活垃圾焚烧发电项目的建设投入增加，工程建设收入带动整体营收增长，公司营收稳健增长。此外公司加强应收账款回款力度效应显现，2019 年、2020Q1 经营性现金流分别同比增长 144.24% 和 43.88%，经营性现金流得到持续改善。公司通过投资参股玉禾田和苏州市伏泰信息科技股份有限公司，拓展生活垃圾清扫清运和环卫信息化领域，实现“生活垃圾处理全产业链”。看好融资、需求双改善背景下，公司工程业绩进一步放量。

伟明环保 (603568.SH): 垃圾焚烧头部企业从披露的项目来看公司吨垃圾发电量具有竞争优势，有一定区域议价能力。公司投运项目的设计处理规模约 1.55 万吨/日，运营数据稳健增长，经营性现金流持续改善，2019 年同比增长 16.66%。公司围绕垃圾处理进行上下游产业链布局，积极布局高景气度赛道垃圾清运，业务覆盖区域主要为浙江、四川、湖南，公司正介入更多区域的生活垃圾清运。公司在手订单充足，在建规模/已投运规模，伟明环保比例达到 1.37，位于同行业公司前列，随着项目建设投产，公司成长具有确定性。

国祯环保 (300388.SZ): 水环境治理龙头企业，长江大保护的深度参与者，近期中节能拟溢价受让公司股权，成为公司的第一大股东，彰显对公司未来发展充满信心。中节能集团也是长江生态带污染治理主体平台，公司作为技术性平台有望借助央企在政府关系、资本运作、市场运营等方面的优势，增强市场竞争力。公司作

为“长江大保护”的深度参与者，运营业务占比不断抬升，2019年公司运营业务收入占比为32.97%，较去年同期继续提升0.03pct，新增运营类订单金额6.22亿元，处于施工期订单未完成投资金额为27.61亿元，看好投产后贡献的运营类收入。随着运营端占比提升，毛利率有望提升进而增厚利润，看好公司未来业绩成长。

龙马环卫(603686.SH):环卫头部企业，随着环卫市场化推进、垃圾分类助推，环卫服务行业订单出现规模化、服务内涵多样化的趋势，头部企业依靠自身多年运营积累的品牌口碑，2019年龙马环卫新签合同111.3亿元，同比分别增长174.67%，远超行业订单增幅，订单向头部聚集效应明显，龙头企业市场份额有望提升。

六、风险提示

环保政策推进不及预期的风险；宏观信贷政策变化的风险；行业竞争加剧的风险等。

分析师声明

熊雪珍

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。