

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

核心观点：

- **污染防治为基建公募 REITs 重点支持行业，解决后端运营融资问题。** 4 月 30 日证监会、发改委发文推动基建公募 REITs 启动，**污水垃圾处理、固废危废处理、水电气热等市政工程等污染治理项目**位列优先支持的行列。基建公募 REITs 可盘活存量项目的资金沉淀、降低负债率，转为新基建项目的滚动投资、形成良性循环。更重要的是公募 REITs 作为运营资产的稳定退出通道，其长期意义不容忽视：1、公募 REITs 作为“后浪”使得项目在未来运营期可退出、可融资、收益明晰，即解决了后顾之忧，对“前浪”即投资、建设、设备等多环节的成长空间、盈利质量等预期均会显著提升，特别是经历了 PPP 的担忧、重资产担忧等折价之后。2、“后浪”基建公募 REITs 也将引发相关领域商业模式的巨变：除了投资工程建设以外，轻资产化、托管运营、备品耗材等都成为可选模式，环保公司的中长期估值空间被打开。
- **环保细分行业中，供水、污水处理、固废等符合 REITs 支持条件。** 基建 REITs 试点要求项目已产生持续、稳定的收益及现金流，投资回报良好，并具有持续经营能力、较好的增长潜力。且明确 PPP 项目应依法依规履行政府和社会资本管理相关规定，收入来源以使用者付费为主。**供水收入来源为使用者付费（自来水公司直接征收水费），污水及固废处置费收入来源为政府转移支付（污水费包含在整体水费中由水务企业代收代缴，一些地区也有固废处置费的征收）加上少部分的政府补贴（为了保障合理的收益水平）**等符合要求条件。
- **环保运营资产弹性大：存量资产已成规模，在手订单充沛。** 我们在固废、水务及水处理领域各选取了 3-4 家公司进行分析：（1）水务、固废公司运营资产【无形+固定+长期应收款（BOT 特许经营权/PPP 金融资产）】/总资产比均在 60%左右，水环境公司运营资产仍有一定占比（50%+，除博世科）；（2）固废公司（在建+筹建）/在运比例均在 50%以上，水务公司污水业务亦有 50%以上产能扩张空间，水环境公司在手订单/2019 年营收均在 1.5 倍以上，存量资产盘活后新增投资加速弹性大；（3）样本公司绝大部分负债率均在 60%+，对直接融资需求较大，且 PB 大都在 1.2-2.5 倍，ROE 在 7%-15%，与 REITs 这类产品的收益要求较为匹配。
- **存量沉淀资产体量大、订单充裕、杠杆高的企业最为受益。** 基建 REITs 有望通过盘活存量资产、提前收回投资的方式加快公司新增项目建设速度，将有效帮助企业缓解高杠杆下业务扩张增速限制，预期沉淀资产体量大、订单充裕、杠杆高的企业最为受益。**建议关注碧水源、旺能环境、中再资环、瀚蓝环境、天壕环境、洪城水务、兴蓉环境**等公司。
- **风险提示。** REITs 政策变动风险；环保行业需求不及预期；环保 REITs 项目落地情况不及预期；固废、污水收费制度推进进度不及预期。

行业评级

买入

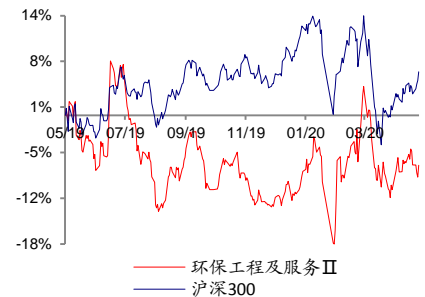
前次评级

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

分析师：

许洁



SAC 执证号：S0260518080004



SFC CE No. BNU965



021-60750631

xujie@gf.com.cn

相关研究：

- | | |
|------------------------------------|------------|
| 环保行业深度跟踪:基金持仓 | 2020-04-26 |
| 触底反弹，关注“焚烧+环卫”一体化趋势 | |
| 环保行业融资跟踪报告:津膜科技公告控股股东拟引入国资，后效应值得关注 | 2020-04-19 |
| 环保行业深度跟踪:疫情短期影响一季度业绩，再融资改善核心逻辑不改 | 2020-04-12 |

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
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%
洪城水业	600461.SH	CNY	7.08	2020.4.26	买入	9.09	0.61	0.71	11.68	9.95	5.72	4.89	9.7%	9.2%
兴蓉环境	000598.SZ	CNY	4.83	2020.4.3	买入	5.99	0.40	0.44	12.10	11.04	8.00	7.37	9.6%	9.5%
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%
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%

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、盘活存量、降低企业杠杆，环保运营资产价值有望重塑	5
（一）污染治理项目为 REITs 重点支持行业，盘活存量形成良性循环	5
（二）项目应产生持续稳定收益及现金，PPP 收入应以使用者付费为主	5
（三）从 PPP 到专项债再到 REITs，基建投资资金来源的多元化	6
二、环保运营资产弹性大：存量资产已成规模，在手订单充沛	8
（一）固废投资缺口逐年扩大，工程企业常年保持高额资金需求	8
（二）环保运营资产体量大，PB、ROE 与 REITs 需求较为匹配	9
（三）新增项目催化业绩增速，关注在手订单充裕的高杠杆企业，	11
三、存量沉淀资产体量大、订单充裕、杠杆高的企业最为受益	13
（一）需求侧：污染防治考核年治理预期提速，固废、水务需求旺盛	13
（二）政策推动收费机制改革，污水及固废处理费征收力度有望增强	14
（三）关注固废及水务受益公司：旺能环境、瀚蓝环境、洪城水业等	16
四、风险提示	17

图表索引

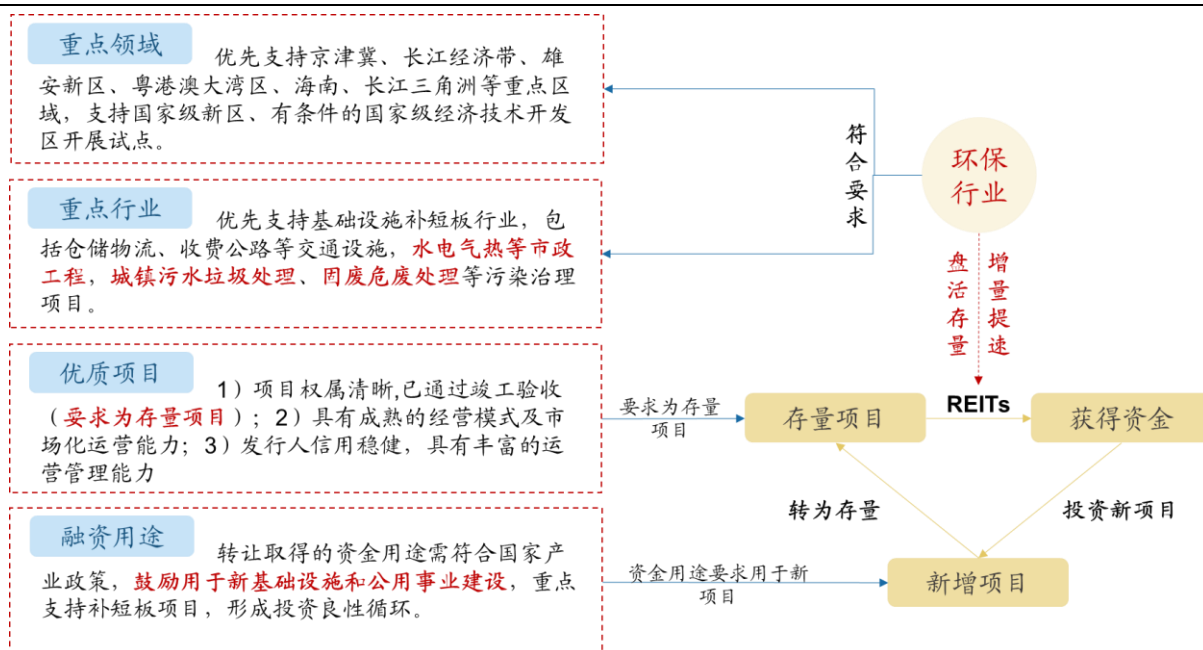
图 1: 环保契合 REITs 试点项目要求, 有望盘活存量资产并形成良性投资循环 ...	5
图 2: 2020Q1 财政部 PPP 库项目金额季度环比增加 2.4%.....	6
图 3: 管理库项目落地率不断攀升至 67.6%.....	7
图 4: 2020Q1 管理库开工率环比上升 0.1 百分点.....	7
图 5: 2020 年第一季度专项债发行规模达 1.08 万亿	7
图 6: 2020 年 3 月环保公用专项债占比扩大至 29%.....	7
图 7: 固废公司投资资金缺口正逐年扩大 (单位: 亿元)	8
图 8: 固废公司筹资性现金流净额情况 (单位: 亿元)	8
图 9: 水务公司资金缺口相对稳定 (单位: 亿元)	9
图 10: 水务公司筹资性现金流净额情况 (单位: 亿元)	9
图 11: 碧水源资金缺口常年维持高位 (单位: 亿元)	9
图 12: 水处理公司筹资性现金流净额 (单位: 亿元)	9
图 13: 2019 固废运营资产占总资产比重 (单位: 亿元)	10
图 14: 固废企业单位市值所拥有运营资产情况.....	10
图 15: 2019 年水务运营资产占总资产比 (单位: 亿元)	10
图 16: 水务企业单位市值所拥有运营资产情况.....	10
图 17: 碧水源运营资产体量大 (单位: 亿元)	10
图 18: 水处理企业单位市值所拥有运营资产情况.....	10
图 19: 除伟明环保外固废企业资产负债率均超 50%.....	11
图 20: 水务及水处理公司资产负债率情况.....	11
图 21: 固废公司的在运、在建及筹建产能情况.....	12
图 22: 固废公司的在运、在建及筹建产能情况.....	12
图 23: 水务公司的供水在运、在建及筹建产能情况.....	12
图 24: 水务公司的污水在运、在建及筹建产能情况.....	12
图 25: 水处理企业在手订单/2019 年营收情况.....	12
图 26: 46 个城市生活垃圾分类政策文件出台情况统计.....	16
表 1: 基础设施 REITs 试点项目应符合以下三大条件	6
表 2: 样本公司的估值、收益率及运营资产占比水平	11
表 3: 省 (自治区、直辖市) 污染防治攻坚战成效考核指标.....	13
表 4: 17 省 10 年新建 700 余座焚烧厂, 预期投资金额达 3330 亿元.....	13
表 5: 固废及水务收费及价格机制政策的发展沿革.....	14
表 6: 《关于完善长江经济带污水处理收费机制有关政策的指导意见》主要内容	15

一、盘活存量、降低企业杠杆，环保运营资产价值有望重塑

(一) 污染治理项目为 REITs 重点支持行业，盘活存量形成良性循环

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 1: 环保契合基建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

(二) 项目应产生持续稳定收益及现金，PPP 收入应以使用者付费为主

环保细分行业中，供水、污水处理、固废等符合 REITs 支持条件。《通知》亦对基建 REITs 试点项目条件进行了规范，要求项目已产生持续、稳定的收益及现金流，投资回报良好，并具有持续经营能力、较好的增长潜力。且明确 PPP 项目应依法依规履行政府和社会资本管理相关规定，收入来源以使用者付费为主。环保行业细分领域中供水的收入来源为使用者付费（自来水公司直接征收水费），污水及固废处置费收入来源为政府转移支付（污水费包含在整体水费中由水务企业代收代缴，一些地区也有固废处置费的征收）加上部分的政府补贴（为了保障合理的收益水平）。

表 1: 基础设施 REITs 试点项目应符合以下三大条件

基础设施 REITs 试点项目 要求	1、项目权属清晰，已按规定履行项目投资管理，以及规划、环评和用地等相关手续，已通过 竣工验收 。PPP 项目应依法依规履行政府和社会资本管理相关规定，收入来源以 使用者付费 为主，未出现重大问题和合同纠纷。
	2、具有成熟经营模式及市场化运营能力，已产生 持续、稳定收益及现金流 ，投资回报良好，并具有持续经营能力、较好的增长潜力。
	3、发起人（原始权益人）及基础设施运营企业信用稳健、内部控制制度健全，具有持续经营能力，最近 3 年无重大违法违规行为。基础设施运营企业还应当具有丰富的运营管理能力。

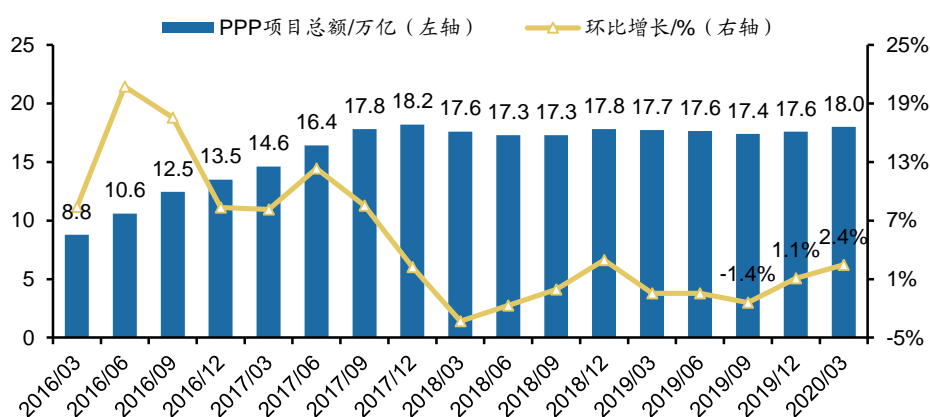
数据来源：中国证监会、国家发展改革委《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，广发证券发展研究中心

（三）从 PPP 到专项债再到 REITs，基建投资资金来源的多元化

近年来，我国基础设施建设投资经历了从依赖国家投资、到通过 PPP 引入社会资本投入、再到专项债扩容及可用作资本金等政策推进政府实施项目、再到通过基建公募 REITs 形式盘活存量资产置换出资金用于新项目等多个阶段。我们看到，越来越多的主体（包括政府、社会资本、自然人参与的公募）成为基建投资的资金来源。

第一阶段：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。

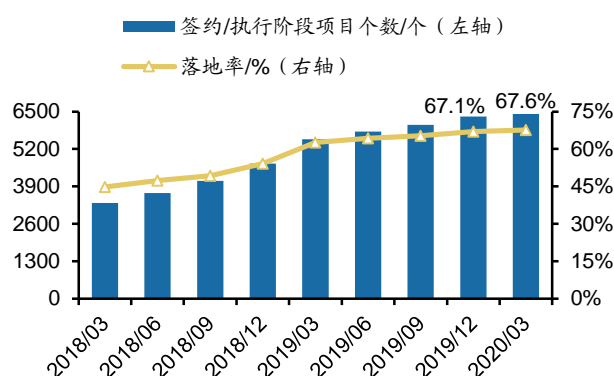
图 2: 2020Q1 财政部 PPP 库项目金额季度环比增加 2.4%



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

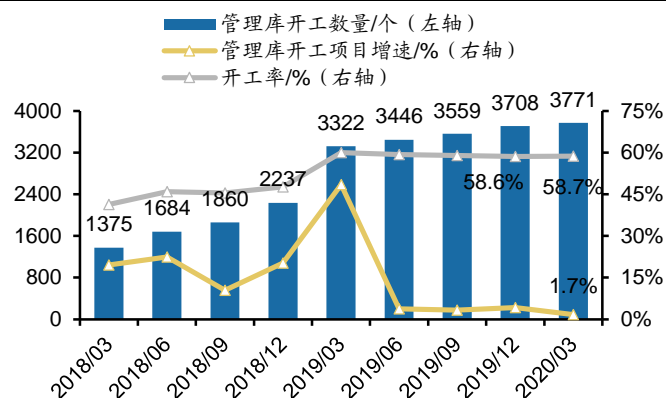
当期 PPP 项目陆续进入落地及开工周期，落地率及开工率持续攀升。截至 2020 年一季度，入库项目整体落地率达 67.6%，环比提高 0.5 个百分点，落地率不断提升。落地项目开工率为 58.7%，环比上升 0.1 个百分点。截至 2020 年 3 月末，已开工落地项目 3771 个，环比增加 1.7%。

图 3: 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 4: 2020Q1管理库开工率环比上升0.1个百分点

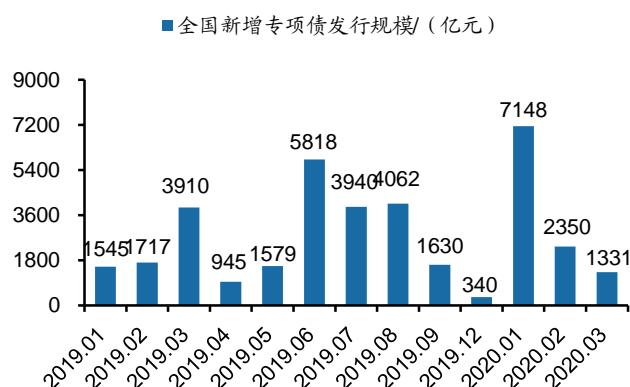


数据来源:《全国PPP综合信息平台项目库2019年报》、广发证券发展研究中心

第二阶段: 基础建设加速推进, 专项债托底建设期资本金支出。2019年9月4日总理召开国常会, 要求加快地方政府专项债发行, 并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 (专项债资金用于项目资本金的规模可占该省专项债规模 20%左右)。随后总理在 2019 年 11 月 13 日国常会中指出, 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。

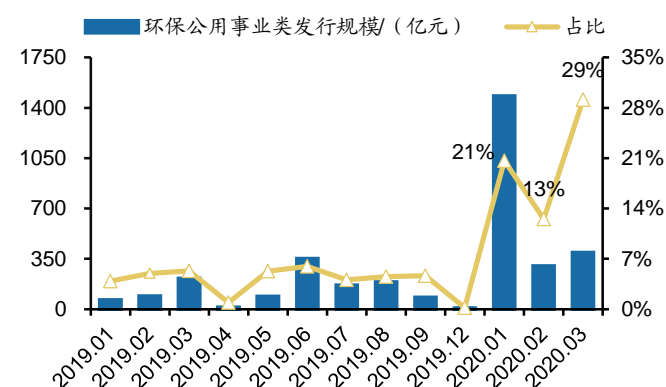
财政部披露第一季度全国发行专项债 1.08 万亿元, 同比增长 51%。目前专项债已完成 2020 年提前下达额度的 83.5%, 国务院常务会议确定将再提前下达一批地方政府专项债额度。并根据 21 世纪经济报披露, 2020 年每省专项债作资本金比例将由 20%提高至 25%, 此外降低专项债规模加大及杠杆放宽下, 在扩大有效投资的同时正不断激升实体产业的活力, 同时环保公用类的权重不断攀升, 成为专债资金重要出口, 权重正不断攀升。

图 5: 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 6: 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

第三阶段: REITs 打造运营期退出手段, 提高资本金流动性助力基建项目加速建设。在国家推进基础设施建设的政策背景下, 此次公募 REITs 既可盘活存量资产的沉淀资金, 又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, 形成投资的良性循环。我们认为 REITs 的推进最直接的效果就是能够提高企业资金流动性, 助力资金回流并投入新项目, 拉动新基建建设, 在 PPP 模式趋于饱和、专项债加速投放后, REITs 模式有望成为未来基建资本金的一种可持续循环路径。

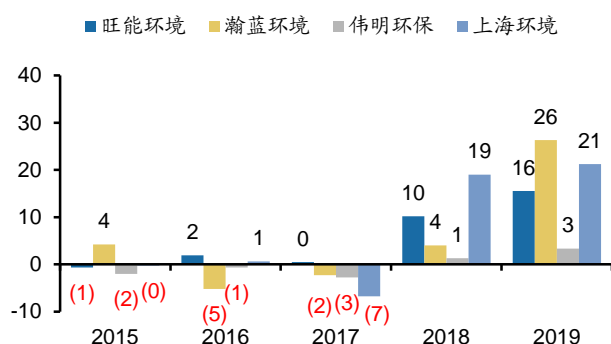
二、环保运营资产弹性大: 存量资产已成规模, 在手订单充沛

我们在固废、水务及水处理领域各选取了3-4家公司进行分析, 结论主要有三点:(1) 水务、固废公司运营资产(无形+固定+在建)占总资产比均在60%以上, 水环境公司虽然以工程收入为主, 但部分项目本质还是水厂建设, 因此运营资产仍有一定占比(30%-50%); (2) 水务、固废公司(在建+筹建)/在运比例均在50%以上, 水环境公司在手订单/2019年营收均在1.5倍以上, 存量资产盘活后新增投资加速弹性大; (3) 样本公司绝大部分负债率均在60%+, 对直接融资需求较大, 且PB大都在1.2-2.5倍, ROE在10%-15%, 与REITs收益要求较为匹配。

(一) 固废投资缺口逐年扩大, 工程企业常年保持高额资金需求

固废企业进入投资高峰期, 主流公司投资缺口(- (经营性现金流净额-投资性现金流净额)), 下同)大都在15亿以上。固废行业正处于在手产能/在运产能为1倍以上的景气周期中, 投资需求较大, 但存量项目经营现金流净额并不能覆盖投资体量, 因此筹资体量日益增长, 2019年上海环境筹资现金流净额达到26.6亿元, 瀚蓝环境也高达24亿元。

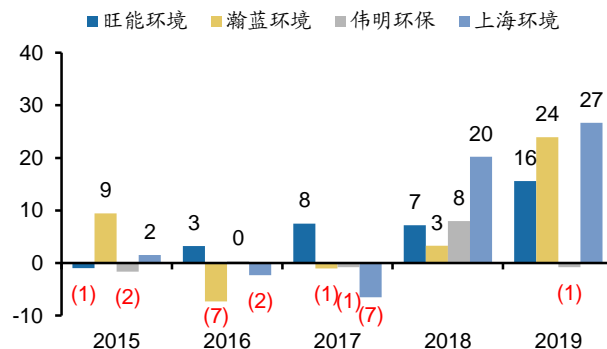
图 7: 固废公司投资资金缺口正逐年扩大(单位: 亿元)



数据来源: 各公司定期报告, 广发证券发展研究中心

备注: 资金缺口 = - (经营性现金流净额 - 投资性现金流净额)

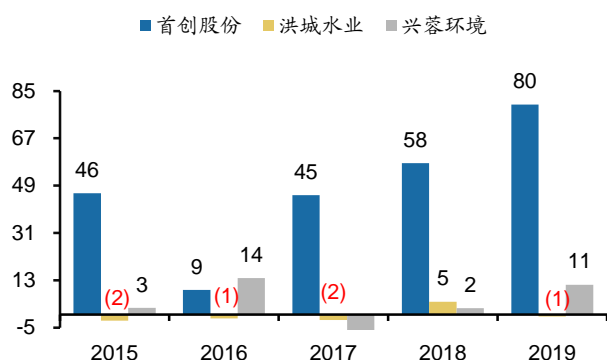
图 8: 固废公司筹资性现金流净额情况(单位: 亿元)



数据来源: 各公司定期报告, 广发证券发展研究中心

水务企业中, 由于首创股份的工程业务体量较大, 融资需求相对较高, 而洪城水业与兴蓉环境处于稳步扩张阶段, 资金需求缺口相对较小, 但2019年也有明显的提升趋势, 如兴蓉环境2019年筹资净额达17.9亿元, 较前两年大幅增加。

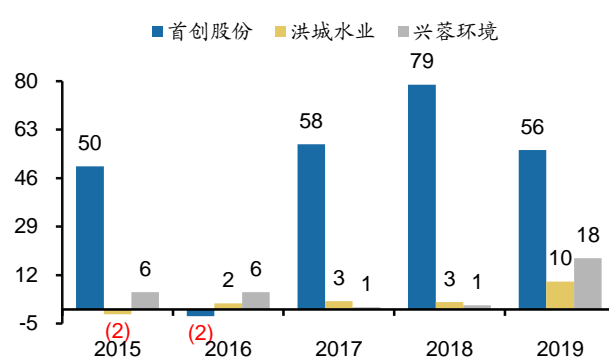
图 9：水务公司资金缺口相对稳定（单位：亿元）



数据来源：各公司定期报告，广发证券发展研究中心

备注：资金缺口=（经营性现金流净额-投资性现金流净额）

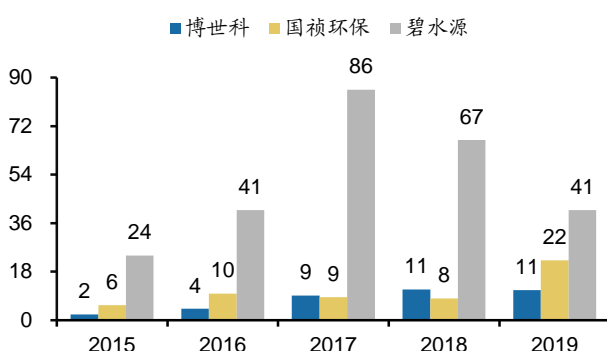
图 10：水务公司筹资性现金流净额情况（单位：亿元）



数据来源：各公司定期报告，广发证券发展研究中心

水环境公司的资金缺口常年较大，其中碧水源虽常年存在着高额资金需求缺口，但亦有明显的收缩趋势，主要受PPP项目推进受阻影响。国祯环保受益于股东转让，2019年融资有明显加速，筹资净额达30亿元，较前几年大幅增加。

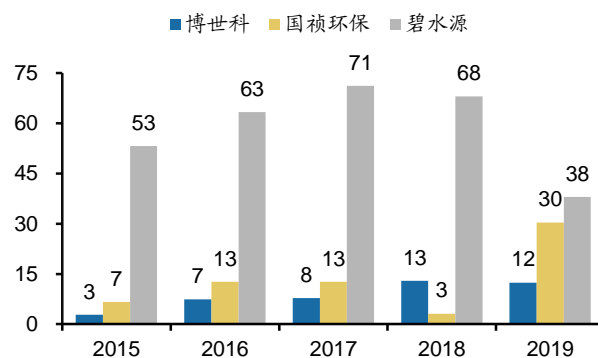
图 11：碧水源资金缺口常年维持高位（单位：亿元）



数据来源：各公司定期报告，广发证券发展研究中心

备注：资金缺口=（经营性现金流净额-投资性现金流净额）

图 12：水处理公司筹资性现金流净额（单位：亿元）



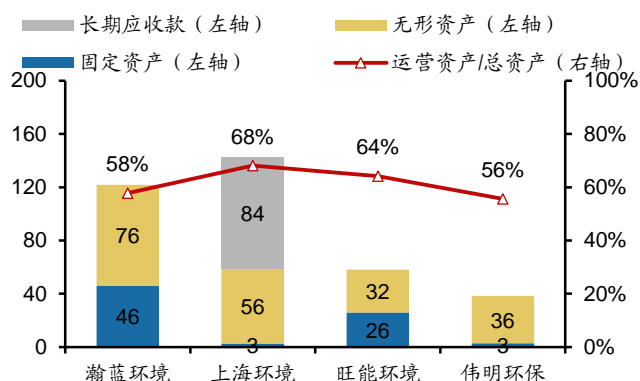
数据来源：各公司定期报告，广发证券发展研究中心

（二）环保运营资产体量大，PB、ROE 与 REITs 需求较为匹配

固废、水务运营资产/总资产占比均在60%左右，水环境（除博世科外）亦在55%以上。我们首先对运营资产的口径进行一下说明，运营资产=固定资产+无形资产+长期应收款（PPP金融资产\BOT特许经营权）。固废企业2019年末运营资产占总资产的比重在56%-68%，在三大领域中运营资产占比份额最高；水务企业2019年末运营资产占比在48%-65%；水环境企业虽然营收中工程占比较高，但2019年末运营资产占比依然可观，碧水源、国祯环保占比均在50%+。

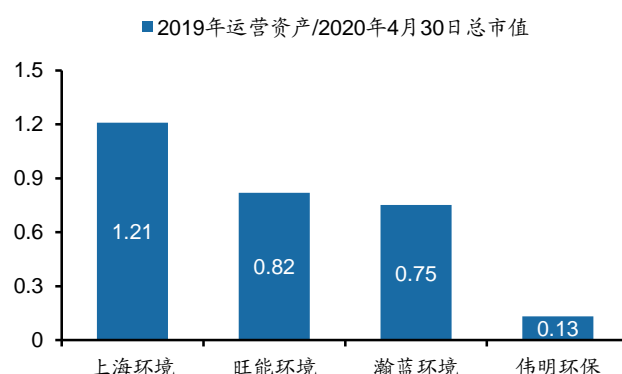
单位市值对应的运营资产，大部分公司均在1-2之间。从单位市值（2020.4.30市值）对应运营资产（2019年）比来看，固废企业单位市值对应的运营资产为0.75-1.2（伟明环保除外），水务企业在1-2，水处理企业在1.2左右（博世科除外）。

图 13: 2019固废运营资产占总资产比重(单位: 亿元)



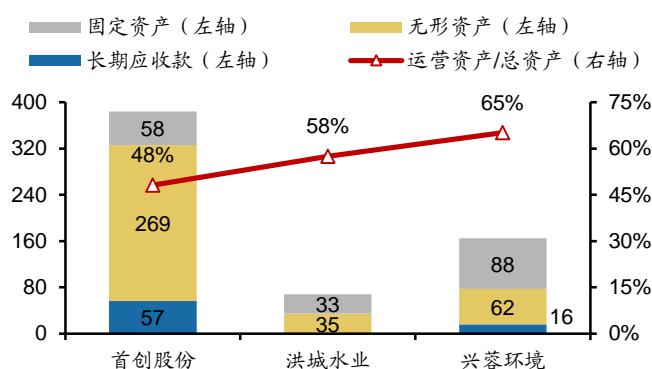
数据来源: 各公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图 14: 固废企业单位市值所拥有运营资产情况



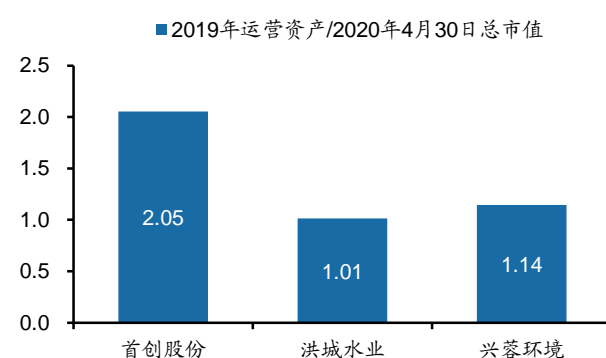
数据来源: 各公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图 15: 2019年水务运营资产占总资产比(单位: 亿元)



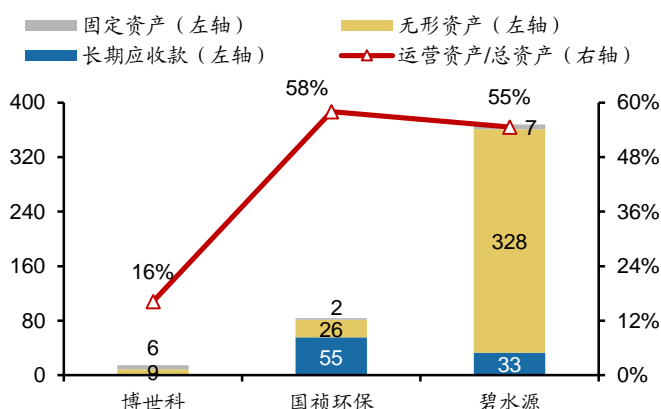
数据来源: 各公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图 16: 水务企业单位市值所拥有运营资产情况



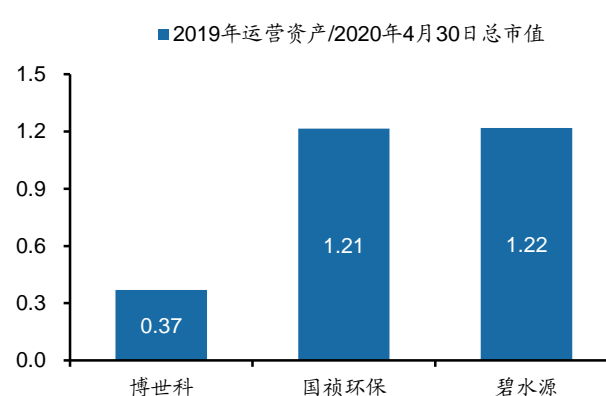
数据来源: 各公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图 17: 碧水源运营资产体量大(单位: 亿元)



数据来源: 各公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图 18: 水处理企业单位市值所拥有运营资产情况



数据来源: 各公司定期报告, 广发证券发展研究中心

从运营资产的市场估值来看, 大部分企业(除去个别较高公司)的PB在1.2-2.5倍, PE(TTM, 4月30日)在13-22倍, ROE在7%-15%, ROA在4%-8%。整体来看估值偏低, 我们预期公募REITs的推行也有望促进运营资产的价值重估。

表 2: 样本公司的估值、收益率及运营资产占比水平

行业	公司名称	PB (MRQ)	PE (TTM)	2019		2019 年 总资产 (亿元)	2019 年运营 资产 (亿元)	2019 年运营资 产/总资产	2019 年运营资 产/4.30 总市值
				ROE-加权	ROA				
固废	瀚蓝环境	2.42	18.90	14.61	7.12	210.71	121.78	57.79%	0.75
	旺能环境	1.69	16.39	10.68	7.17	90.54	58.14	64.22%	0.82
	上海环境	1.78	19.03	9.68	5.69	208.85	142.38	68.17%	1.21
	伟明环保	6.31	30.85	26.54	18.05	69.15	38.45	55.61%	0.13
水务	兴蓉环境	1.25	13.33	10.02	6.10	253.37	164.97	65.11%	1.14
	洪城水业	1.37	13.00	12.98	7.91	118.29	68.03	57.51%	1.01
	首创股份	1.64	19.48	5.39	3.61	798.72	384.15	48.10%	2.05
水处理	碧水源	1.49	22.02	7.33	3.98	673.87	367.94	54.60%	1.22
	国祯环保	1.98	21.94	11.85	5.45	144.60	83.82	57.97%	1.21
	博世科	2.34	14.79	17.02	6.17	91.82	14.91	16.23%	0.37

数据来源: Wind, 定期报告, 广发证券发展研究中心

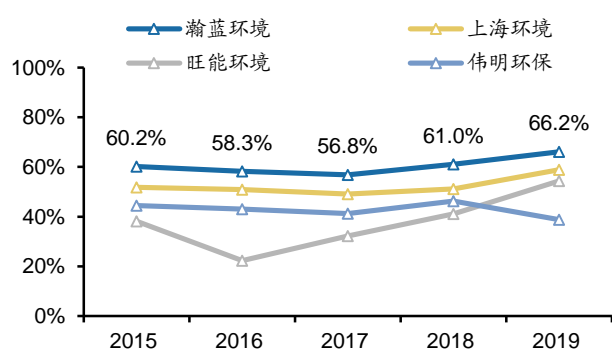
备注: PB(MRQ)、PE(TTM)的日期均为 2020 年 4 月 30 日

(三) 新增项目催化业绩增速, 关注在手订单充裕的高杠杆企业,

资产负债率制约企业扩张, REITs有望优化公司杠杆率水平。REITs通过出售项目公司股权收回资金并实现出表的方式, 可以降低企业的杠杆率水平。此前由于较高的资产负债率水平制约其业绩增速的企业有望通过基建公募REITs实现业务扩张提速。

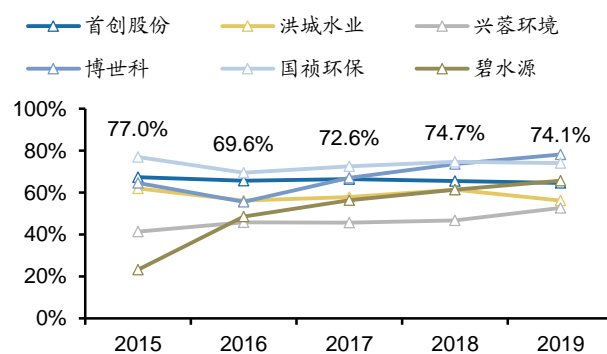
(1) 固废企业除伟明环保外资产负债率均超过55%, 并保持上升态势; (2) 水务及水处理企业的资产负债率普遍处于高位, 如碧水源资产负债率从2015年23%上升至2019年的66%, 我们预期高杠杆的企业有望通过REITs实现资产负债结构的优化。

图 19: 除伟明环保外固废企业资产负债率均超50%



数据来源: 各公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图 20: 水务及水处理公司资产负债率情况

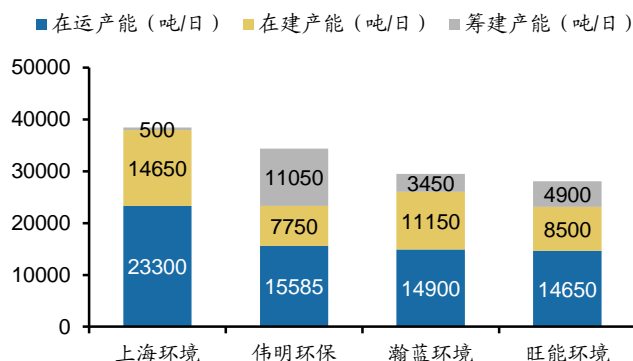


数据来源: 各公司定期报告, 广发证券发展研究中心

REITs解决公司资金压力, 在手订单保障潜力增速。综合上述观点, 我们认为投资需求缺口大、拥有大体量沉淀运营资产且资产负债率达到瓶颈水平的企业具有较强的REITs融资意愿。而通过REITs实现存量资产盘活后, 公司拥有的订单体量直接决定了其再投资的提速空间。1) 四家固废企业的在建/在运比均超过50%, 结合拟建项目体量, 固废企业已进入了产能倍增的景气周期; 2) 水务公司洪城水业及兴蓉环境在

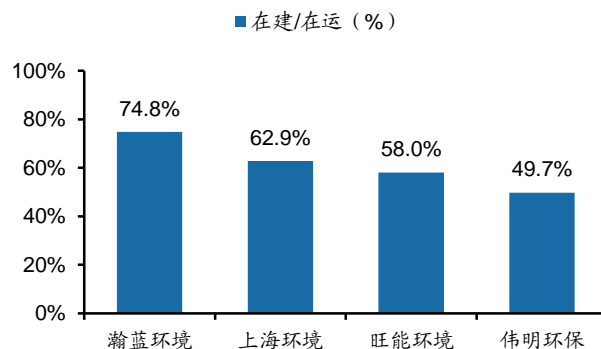
污水处置领域扩张规模较大, 预计在建、筹建项目达产后产能扩张幅度分别达57%和64%; 3) 水处理企业在手订单/2019年营收均在1.5倍以上规模, 融资通畅情况下业绩成长确定性强。

图 21: 固废公司的在运、在建及筹建产能情况



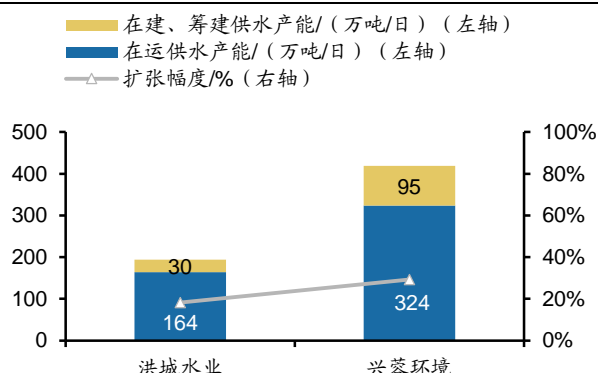
数据来源: 各公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图 22: 固废公司的在运、在建及筹建产能情况



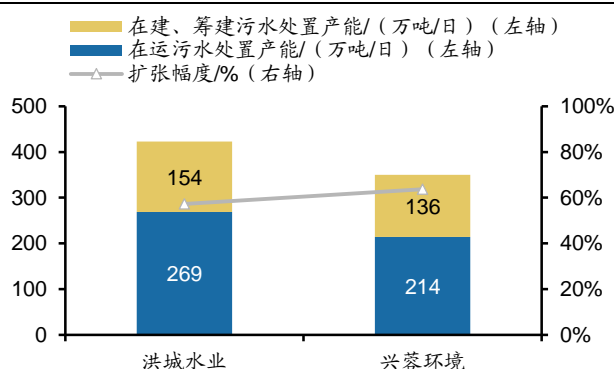
数据来源: 各公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图 23: 水务公司的供水在运、在建及筹建产能情况



数据来源: 各公司定期报告, 广发证券发展研究中心

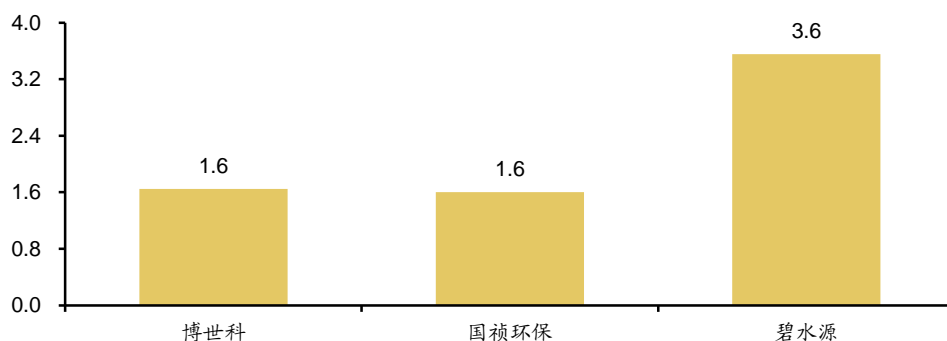
图 24: 水务公司的污水在运、在建及筹建产能情况



数据来源: 各公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图 25: 水处理企业在手订单/2019年营收情况

■ 2019年工程类+运营类订单金额/营业收入



数据来源: 各公司定期报告, 广发证券发展研究中心

三、存量沉淀资产体量大、订单充裕、杠杆高的企业最为受益

（一）需求侧：污染防治考核年治理预期提速，固废、水务需求旺盛

近日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《污染防治攻坚战成效考核措施》，确定考核目标年为2019年和2020年，考核工作于次年（2021年）7月底前完成。污染防治攻坚战的内涵就是三大保卫战——蓝天、碧水和净土，结合《水十条》将于2020年收官，我们预期上述领域治理将提速。

表 3：省（自治区、直辖市）污染防治攻坚战成效考核指标

考核内容	考核指标	数据来源
党政主体责任落实情况	省级生态环境保护责任清单制定及落实情况	生态环境部、各省（自治区、直辖市）
	专题研究部署和督促落实生态环境保护工作情况	
生态环境保护立法和监督情况	省级人大在生态环境保护领域立法遵守上位法规定情况	全国人大常委会办公厅、各省（自治区、直辖市）
	指导设区的市人大及其常委会等其他地方立法主体开展相关立法情况	
	通过执法检查等法定监督方式推动生态环境保护法律法规实施等情况。	
	生态环境质量改善、生态环境风险管控、污染物排放总量控制等情况	
生态环境质量状况及年度工作目标任务完成情况	污染防治攻坚战年度工作目标任务完成情况	中央和国家机关有关部门、各省（自治区、直辖市）
	疫情防控生态环境保护工作情况	
资金投入使用情况	中央和地方生态环境保护财政资金使用绩效情况	财政部、生态环境部、审计署、各省（自治区、直辖市）
	未完成环境质量约束性指标的省份相关财政支出增长情况	
公众满意程度	公众对本地区生态环境质量改善的满意程度	国家统计局

数据来源：中共中央办公厅、国务院办公厅《省（自治区、直辖市）污染防治攻坚战成效考核措施》，广发证券发展研究中心

固废市场需求依旧旺盛，17省拟新建焚烧厂710座。根据已发布《生活垃圾焚烧发电中长期专项规划》的17省焚烧产能规划进行统计，17个省2030年规划焚烧产能88万吨/日（对比2018年规模有近三倍空间），新建710座焚烧厂，预期投资金额达3330亿元，固废市场需求依旧旺盛。

表 4：17省 10 年新建 700 余座焚烧厂，预期投资金额达 3330 亿元

地区	投资金额（亿元）	2020E-2030E 建设规模 （万吨/日）	2018-2030E 新增焚烧规模 （万吨/日）	新增焚烧厂数（座）
浙江省	166	3.88	4.70	37
四川省	238	4.61	5.27	80
江苏省	420	6.50	7.15	60
福建省	60	0.60	1.20	17
广西省	213	4.28	4.21	22
云南省	125	2.30	2.47	46

陕西省	187	2.74	3.49	41
安徽省	235	3.34	4.57	65
山西省	130	1.92	2.54	33
重庆市	95	0.71	1.39	22
青海省	28	0.30	0.52	5
黑龙江省	180	2.26	3.08	58
海南省	76	1.17	1.31	9
实际披露投资额合计	2153	34.60	41.90	495
河北省	414	7.28	7.53	78
河南省	418	6.80	7.61	75
湖南省	191	2.95	3.48	32
贵州省	154	2.87	2.80	30
预计披露投资额合计	1178	19.90	21.41	215
合计	3330	54.50	63.31	710

数据来源：各省焚烧发电中长期规划，十三五规划，城乡统计年鉴，广发证券发展研究中心

备注：2020E 数据参考十三五规划，其中四川、山西、贵州省采用最新中长期规划中披露的阶段目标数据。青海规划期至 2025 年，假设 2025-2030 无新增；黑龙江规划期至 2035 年，假设提前完成。

重点流域“十四五”生态保护规划启动，五年投资新需求正待释放。4月29日，生态环境部组织召开重点流域水生态环境保护“十四五”规划和全国海洋生态环境保护“十四五”规划编制试点工作进展调度会。本次调度会的开展意味着“十四五”水治理规划正式提上日程，污水处理、黑臭水体治理等领域治理需求依旧巨大，期待新的五年投资规划加速落地。

（二）政策推动收费机制改革，污水及固废处理费征收力度有望增强

多项政策推动收费机制改革，使用者付费推广加速。本次《推进REITs试点工作通知》中对于试点项目要求中明确提及“PPP项目收入来源以使用者付费为主”、“具有成熟的经营模式及市场化运营能力”。考虑到目前部分省市的固废、水务收费尚未完全覆盖，市场化收费机制尚未完善，基建公募REITs政策发布有望进一步推动各省市固废及水务收费机制改革。

表 5：固废及水务收费及价格机制政策的发展沿革

日期	政策	内容
2015/10	《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》	将推进电力、天然气等能源价格市场化改革并完善供水、污水处理、污泥处理等环境服务价格体系。
2018/7	《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》	有利于绿色发展的价格机制、价格政策体系的建设完成。
2020/3	《关于构建现代环境治理体系的指导意见》	明确到 2025 年，建立健全环境治理的监管体系、市场体系。
2020/3	《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（征求意见稿）》	要求申报新增补贴项的地区需已实行垃圾处理收费制度。

2020/4

《关于完善长江经济带污水处理收费机制有关政策的指导意见》

长江经济带 11 省市已建成处理设施的市
镇 2020 年底前需开征污水处理费，2025 年
底各地污水处理费均应调整至补偿成本的
水平。

数据来源：财政部、国务院、发改委及生态环境部，广发证券发展

长江经济带11省市推进污水处理收费机制改革，处理费征收力度增强。4月7日发改委联合四部门发布《关于完善长江经济带污水处理收费机制有关政策的指导意见》，要求长江经济带11省市已建成处理设施的市县镇2020年底前需开征污水处理费，2025年底各地污水处理费均应调整至补偿成本的水平。此外意见还提及降低污水处理企业负担，对长江沿线污水处理厂免收电价容（需）量费。我们预计伴随政策压实，污水处理费征收力度将得以增强。

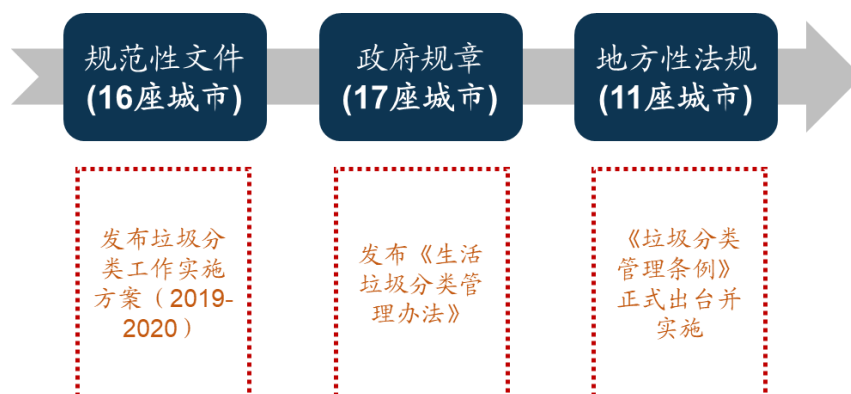
表 6：《关于完善长江经济带污水处理收费机制有关政策的指导意见》主要内容

主要政策	详细内容
一、严格开展污水处理成本监审调查	污水处理成本包括污水处理设施建设运营和污泥无害化处置成本。 省级价格主管部门要立即部署辖区内各地市全面开展污水处理成本监审调查工作，加强统筹指导，力争于2020年10月底前，完成污水处理成本监审调查工作，并将结果上报国家发展改革委（价格司）。
二、健全污水处理费调整机制	到2025年底，各地（含县城及建制镇）均应调整至补偿成本的水平。
三、加大污水处理费征收力度	11省市所有城市、县城、建制镇均应具备污水处理能力，并按规定开征污水处理费。 已建成污水处理设施，未开征污水处理费的县城和建制镇，原则上应于2020年底前开征。 重点加强对自备水源用户管理，实行装表计量，确保污水处理费应收尽收。
四、推行污水排放差别化收费	工业园区要率先推行差别化收费政策。鼓励各地对污水排放实行递增阶梯收费制度，生态环境敏感脆弱的地区以及污染排放超负荷地区可先行先试。
五、创新污水处理服务费形成机制	通过政府购买服务，以招标等市场化方式确定污水处理服务费水平。
六、降低污水处理企业负担	对长江沿线污水处理厂免收电价容（需）量费，污水处理厂可根据实际用电情况自愿选择执行峰谷分时电价或平段电价。支持污水处理企业参与电力市场化交易。鼓励污水处理企业综合利用场地空间，采用“自发自用、余量上网”模式建设光伏发电项目。
七、探索促进污水收集效率提升新方式	鼓励各地结合推进厂网一体化污水处理运营模式，开展收费模式改革试点，创新体制机制，吸引社会资本进入，提高污水收集管网运行效率。

数据来源：国家发展改革委、财政部、住建部、生态环境部、水利部联合印发《关于完善长江经济带污水处理收费机制有关政策的指导意见》，广发证券发展研究中心

北京、深圳已于2020年5月1日正式实施新版《垃圾分类管理条例》，垃圾分类工作稳步推进。根据4月12日住建部城市建设司副司长刘李峰在国务院联防联控机制新闻发布会上表示：截至2019年底，直辖市、省会城市、计划单列市等46个重点城市生活垃圾分类的居民小区覆盖率已经接近70%。46个试点城市中，有11个城市出台了地方性法规，如《上海市生活垃圾管理条例》、《北京市生活垃圾管理条例》、《杭州市生活垃圾管理条例》等；有17个城市出台了政府规章，如《重庆市生活垃圾分类管理办法》、《昆明市城市生活垃圾分类管理办法》，还有16个城市出台了规范性文件。46个试点城市中，有26个城市都是在2019年出台的相关政策法规，如上海、北京、广州、杭州、武汉等，济南、呼和浩特、咸阳等3个城市在2020年出台了相关法规。

图 26: 46个城市生活垃圾分类政策文件出台情况统计



数据来源：住建部、广发证券发展研究中心

垃圾分类有望推动固废处理费征收，重点城市配套收费制度有望建立。随着垃圾分类深入人心，按照“谁产生谁付费、多产生多付费”和差别化收费的原则，逐步建立分类计价、计量收费的制度，将有望成为固废行业变革的新方向。以上海市为例，其2019年7月印发的新版《上海市单位生活垃圾处理费征收管理办法》中，明确了建立与分类质量相挂钩的生活垃圾收费制度的要求。垃圾分类制度有望推动其配套收费制度的建立，关注其余重点城市相关垃圾收费制度进展情况。

（三）关注固废及水务受益公司：旺能环境、瀚蓝环境、洪城水业等

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，更将成为环保运营资产的优选退出通道之一，其长期意义不容忽视：

（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。

我们预期存量沉淀资产体量大、订单充裕、杠杆高的环保企业盘活存量弹性最大，最为受益。建议关注符合此类特征的碧水源、旺能环境、中再资环、瀚蓝环境、天壕环境、洪城水业、兴蓉环境等公司。

四、风险提示

REITs政策变动风险；环保行业需求不及预期；环保REITs项目落地情况不及预期；固废、污水收费制度推进进度不及预期；新增订单获取情况不及预期。

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 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。