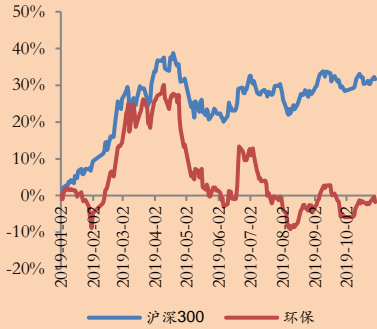




行业评级：增持

报告日期：2019-12-06



华安证券环保与公用事业组

研究员：杨易

0551-65161837

ivanyiyang@163.com

S0010518110001

联系人：袁帅

0551-65161837

yuans_pro@163.com

格局重塑，回归本源

——环保行业 2020 年度策略报告

主要观点：

□ 市场回顾：弱于大势，景气度低落

行情方面，整体表现板块疲软，累计下 5.04%，成为市场上少数没有取得绝对正收益的板块之一。估值方面，今年板块整体估值止跌在 20 倍左右，并有所回暖并保持稳定。持仓方面，今年是 2018 年悬崖式下跌的延续，亦是公募基金自 2010 年以来配置环保板块最低时期。

□ 发展方向：轻资产转型之路

环保之殇表现在政策的持续加码与企业接连爆雷的严重对立，民企加杠杆并没有改善整体的盈利状况，反而形成了著名的戴维斯双杀困局。我们认为这是行业与企业的发展过程中结构性问题。国企持续的杀入加速了行业的出清，目前已经到了行业格局重塑的时刻。我们认为未来国企一定会成为未来环保产业中坚力量，这是国家战略意志的集中体现。从商业模式的来看，除了成熟的模式外，轻重资产分离是必然的趋势，民企回归技术性高效解决环保问题，走轻资产化道路是行业发展趋势。

□ 标的选择：把握行业方向，顺势而为

反转型：看好水处理板块拐点来临。水环境治理由点源向面源系统性治理是大势所趋，方向是毋庸置疑的。近年来水环境综合治理主要集中在黑臭水体、河道修复、生态景观三个方向，但也是企业爆雷的重灾区。我们认为主要原因是项目运营属性不足，更容易出现“重建设轻运营”等系列问题。由于水环境综合执行的复杂性与公益性，央企/国企必将成为主导力量，更好落实好国家赋予的重大战略意义项目。我们看好国企入驻民企赋予乘法效应，建议关注技术性壁垒高的企业来基本面拐点。建议关注能率先走出自身困境的是昔日膜法水处理龙头【碧水源】。

强政策周期：坚定看好湿垃圾终端处置市场。今年“垃圾分类”与以往的不一样，成为全民参与的新时尚，我们认为有望复制“大气脱硫脱硝”行情。当前行情的演绎并没有结束，垃圾分类将进入 2.0 阶段，对比 1.0 阶段热炒环卫设备，从更为长远的角度，无论在资金需求、资金流向方面，末端处置才是亟需解决的关键所在。就标的选择而言，我们认为垃圾分类将围绕上海分类情况而定。就商业模式而言，环保类民企的优势在于技术解决方案，优选提供以提供设备+技术的 EPC 模式公司。A 股中唯一提供湿垃圾设备工艺输出的稀缺标的且连续中标上海三个湿垃圾项目的【维尔利】。

□ 风险提示

行业政策性风险；国企民企协同效应不及预期；业绩释放不及预期。

推荐公司盈利预测与评级：

公司	EPS (元)			PE			评级
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
盈峰环境	0.44	0.53	0.60	17.55	14.69	12.78	买入
维尔利	0.45	0.61	0.70	17.02	12.38	10.92	买入

资料来源：wind、华安证券研究所

目录

1. 市场回顾：弱于大势，景气度低落.....	4
1.1 行情：板块疲软，落后于市场.....	4
1.2 持仓：持续低配，是2018年悬崖式下跌的延续.....	7
2. 发展方向：轻资产转型之路.....	11
2.1 环保之殇：政策加码与企业爆雷严重对立.....	11
2.2 路在何方：技术为王与国企加持.....	12
3. 标的选择：把握行业方向，顺势而为.....	15
3.1 反转型：看好水处理板块拐点来临.....	15
3.2 强政策周期：坚定看好湿垃圾终端处置市场.....	18
4. 个股推荐.....	21
4.1 碧水源：业绩拐点确定，轻资产转型再起航.....	21
4.2 维尔利：业绩维持高增长，坚定看好湿垃圾终端处置推进.....	22
5. 风险提示.....	22

图表目录

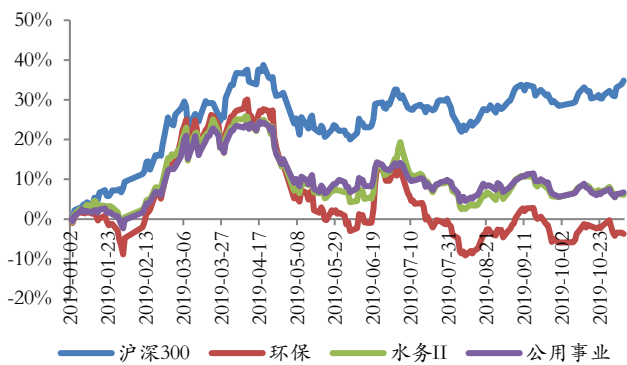
图表 1 环保行业指数（申万）相对沪深 300 走势	- 4 -
图表 2 申万行业涨跌幅排名分布（2019.11.05）	- 4 -
图表 3 华安环保行业市盈率相对沪深 300 走势	- 4 -
图表 4 申万行业市盈率分布（2019.11.05）	- 4 -
图表 5 华安环保子行业走势图	- 5 -
图表 6 华安环保子行业涨跌幅分布（2019.11.05）	- 5 -
图表 7 华安环保子行业市盈率走势图	- 5 -
图表 8 华安环保子行业市盈率分布（2019.11.05）	- 5 -
图表 9 华安环保行业覆盖个股今年以来涨跌幅统计（2019.11.05）	- 6 -
图表 10 今年以来华安环保覆盖个股表现（2019.11.05）	- 6 -
图表 11 环保股持股总市值和增长率走势	- 7 -
图表 12 环保重仓股持股比例走势图	- 7 -
图表 13 环保各板块公募加减仓数量统计情况（2018Q4vs2019Q3）	- 8 -
图表 14 环保各板块资金流动情况（2018Q4vs2019Q3）	- 8 -
图表 15 环保重仓股持有基金数量变化统计（2018Q4vs2019Q3；前五、后五）	- 8 -
图表 16 环保重仓股持有市值变化统计（2018Q4vs2019Q3；前五、后五）	- 8 -
图表 17 环保重仓股持有基金数量统计（2019Q3；前 13）	- 8 -
图表 18 环保重仓股持有市值统计（2019Q3；前十）	- 8 -
图表 19 环保重仓股持有基金数量变化统计（2017Q4vs2019Q3；前五、后五）	- 9 -
图表 20 环保重仓股持有市值变化统计（2017Q4vs2019Q3；前五、后五）	- 9 -
图表 21 环保重仓股持有明管明细（2017Q4vs2019Q3）	- 9 -
图表 22 环境库兹涅茨曲线	- 11 -
图表 23 污染攻坚战时间表	- 11 -
图表 24 华安环保行业营收增长状况	- 12 -
图表 25 华安环保行业净利润增长状况	- 12 -
图表 26 华安环保行业资产负债率情况	- 12 -
图表 27 华安环保行业净利润率情况	- 12 -
图表 28 国资入驻环保民企时间轴（不完全统计）	- 13 -
图表 29 某环保上市公司账务状况列示（2018 年报）	- 13 -
图表 30 环保子版块营收增长情况	- 15 -
图表 31 污水处理率（城市、县城）增长情况	- 15 -
图表 32 全国城市黑臭河水体整治情况（2019.11.11）	- 16 -
图表 33 全国地表水水质类别比例（2018 年）	- 16 -
图表 34 碧水源归母净利润增长情况（2019.11.11）	- 17 -
图表 35 碧水源经营性现金流净额增长情况	- 17 -
图表 36 垃圾分类后带给固废行业的增量市场	- 18 -
图表 37 厦门思明区垃圾分类资金流向情况	- 18 -
图表 38 垃圾分类燃爆环保二级市场前后对比	- 19 -

1. 市场回顾：弱于大势，景气度低落

1.1 行情：板块疲软，落后于市场

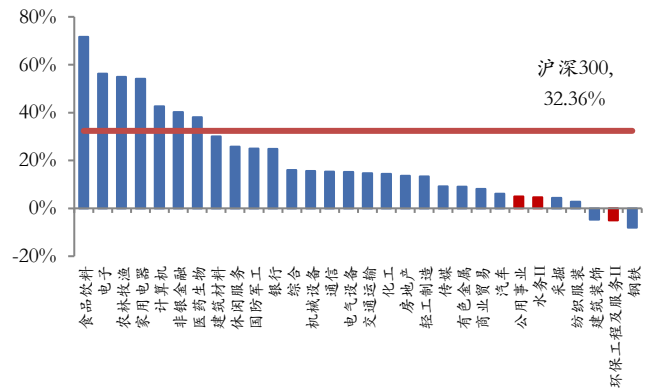
板块表现偏弱，估值企稳回升。从整体上来看，环保板块全年显著落后于大盘指数。环保行业整体性机会来自于今年春节后到4月中下旬的普涨行情。在市场情绪高涨的背景下，以环保板块中小盘股、超跌股、垃圾股涨势较为显著。7月，“垃圾分类”受多重利好刺激，实体和社会各界的重视和执行程度远超预期，燃爆了整个环保板块，但很快回调。从累计收益来看，截至到11月5日，环保工程及服务累计下跌5.04%，跑输大盘指数37.40个百分点；是为数不多今年以来，没有取得绝对正收益的板块之一；水务板块累计上涨4.62%，跑输大盘37.74个百分点；排位居于全行业下游水平。从板块估值来看，和去年环保板块估值中极急剧下探相比，市场担忧的情绪以及业绩风险得到了充分释放，今年板块整体有所回暖并保持稳定。截至11月5日，华安环保市盈率为20.42倍。与其他行业估值水平相比，华安环保整体处于中下游位置。

图表1 环保行业指数（申万）相对沪深300走势



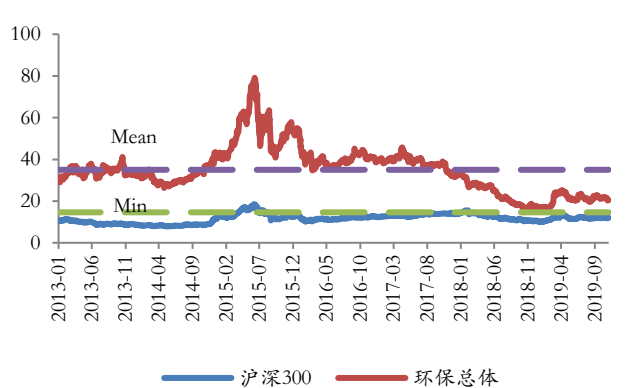
资料来源：wind、华安证券研究所

图表2 申万行业涨跌幅排名分布（2019.11.05）



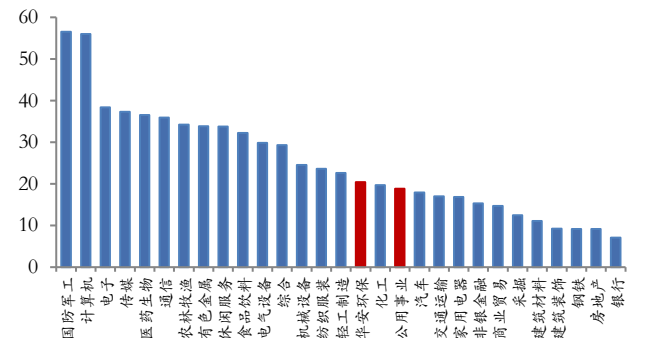
资料来源：wind、华安证券研究所

图表3 华安环保行业市盈率相对沪深300走势



资料来源：wind、华安证券研究所

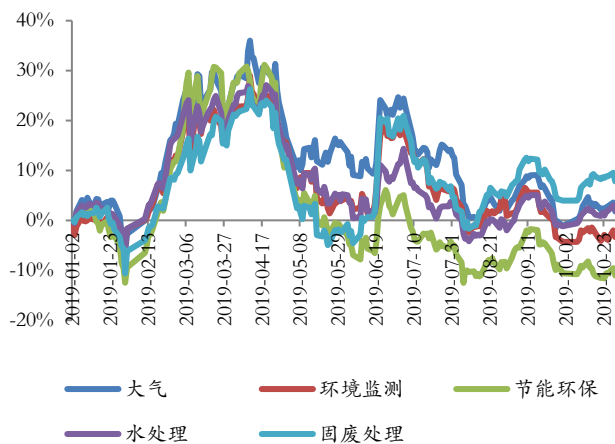
图表4 申万行业市盈率分布（2019.11.05）



资料来源：wind、华安证券研究所

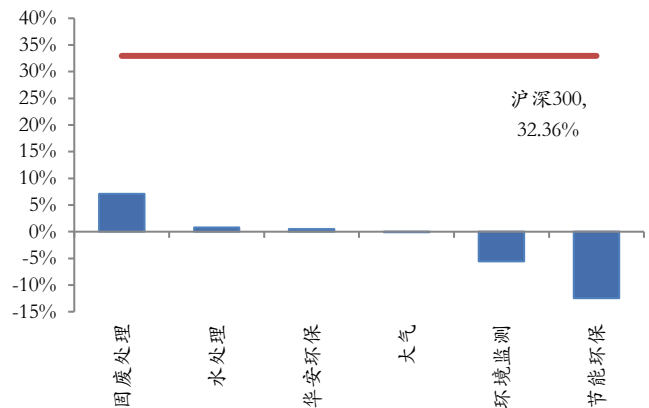
固废与水处理子板块表现相对较好。从华安环保子板块走势来看，所有环保子板块走势差异性不明显，固废板块和水处理板块有运营类资产，相对于其他板块，取的了绝对正收益，但仍落后于大盘。节能环保子板块跌幅较为显著，与部分个股业绩风险和信用风险未解决息息相关。从估值的角度来看，自去年以来，环保板块估值中枢急剧下探，子板块之间的估值差异分化不显著。相对来说，具有质量较高的运营类资产的固废、水处理子板块估值较为稳健，波动性较小，估值逐渐回暖。而节能和监测板块估值仍在逐渐下降，均跌到历史底部水平。从个股涨跌幅来看，板块中有 10 支个股取的了 30% 以上的累计涨幅；其中固废与水处理子板块上涨标的较多。部分个股延续了去年以来持续下跌态势，有 2 支个股跌幅超过了 50%，个股分化仍旧较大。

图表 5 华安环保子行业走势图



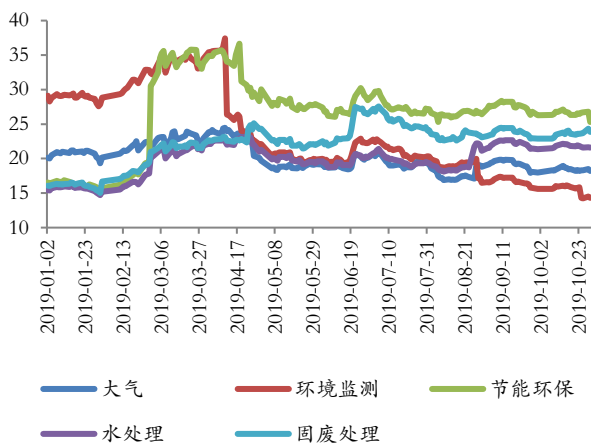
资料来源：wind、华安证券研究所

图表 6 华安环保子行业涨跌幅分布 (2019.11.05)



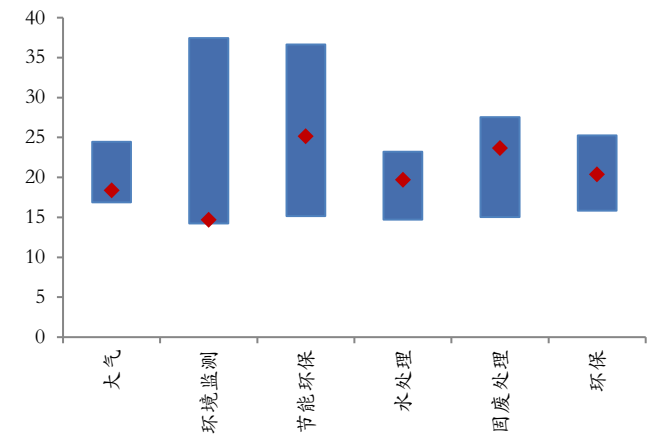
资料来源：wind、华安证券研究所

图表 7 华安环保子行业市盈率走势图



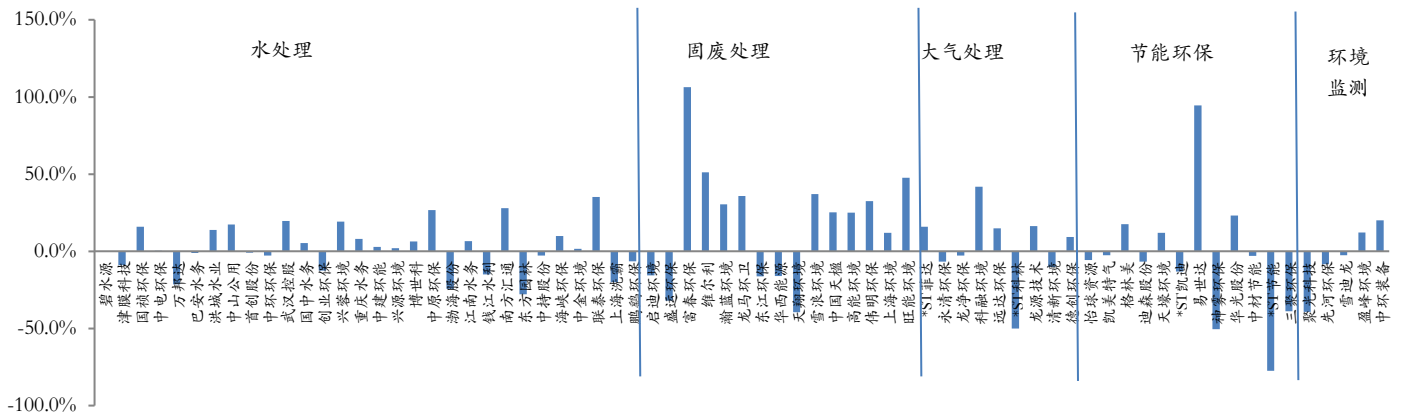
资料来源：wind、华安证券研究所

图表 8 华安环保子行业市盈率分布 (2019.11.05)



资料来源：wind、华安证券研究所

图表9 华安环保行业覆盖个股今年以来涨跌幅统计 (2019.11.05)



资料来源: wind、华安证券研究所

图表10 今年以来华安环保覆盖个股表现 (2019.11.05)

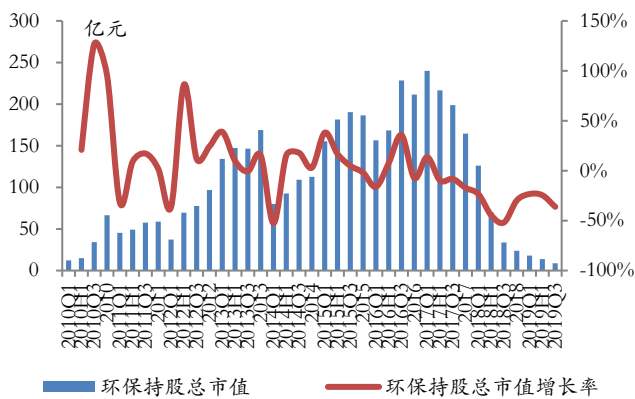
涨幅前十			跌幅前十		
1	富春环保	106.35%	1	神雾环保	-50.41%
2	易世达	94.47%	2	*ST 科林	-50.00%
3	维尔利	51.20%	3	天翔环境	-39.58%
4	旺能环境	47.70%	4	盛运环保	-32.09%
5	科融环境	41.76%	5	东方园林	-27.95%
6	雪浪环境	36.97%	6	渤海股份	-24.26%
7	龙马环卫	35.70%	7	万邦达	-21.40%
8	联泰环保	35.22%	8	上海洗霸	-19.99%
9	伟明环保	32.48%	9	东江环保	-16.23%
10	瀚蓝环境	30.50%	10	华西能源	-16.14%

资料来源: wind、华安证券研究所

1.2 持仓：持续低配，是2018年悬崖式下跌的延续

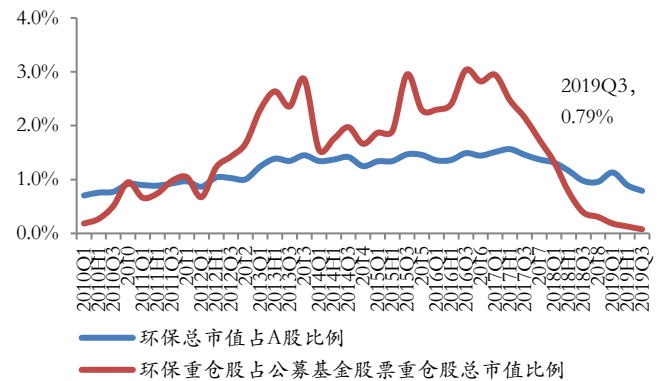
行业整体：持仓市值延续18年以来悬崖式下跌态势，持仓水平创10年新低。我们分析了公募重仓股持有环保上市的情况，从持仓市值来看，今年延续了2018年悬崖式下跌态势，自2017Q1已连续10个季度下滑。2019Q3持仓总市值仅8.7亿元，较去年年底23.6亿元下滑了60%以上，仅是2017Q1巅峰时期240.1亿元的3.63%，是公募基金自2010年以来配置环保板块最低时期。从持股总市值占比来看，连续6年的超配状态在2018Q1发生了扭转，2019年前三季度延续了2018年以来持续低配的状态，且低配比例进一步扩大。截止2018Q3，环保重仓股持股比例为0.79%，也创造了近10年以来历史最低水平。

图表 11 环保股持股总市值和增长率走势



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 12 环保重仓股持股比例走势图

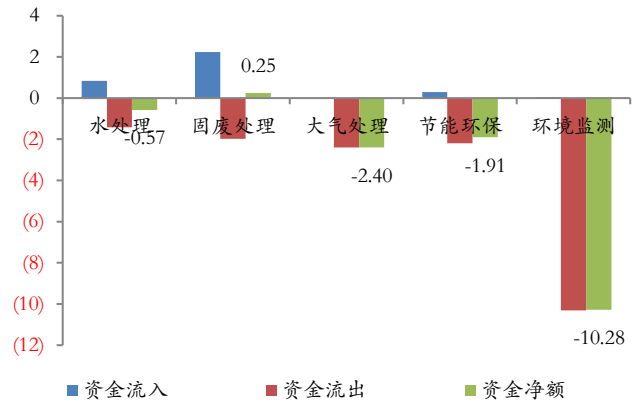
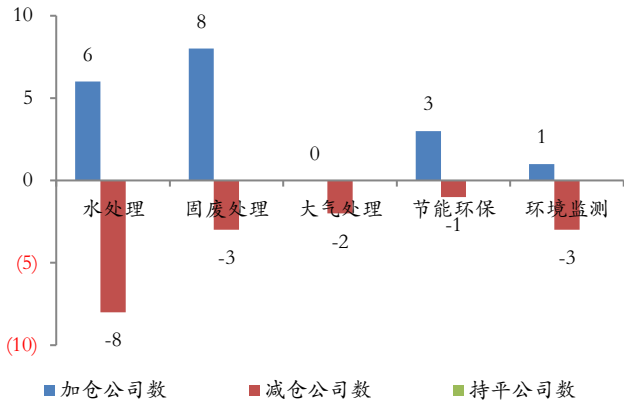


资料来源：wind、华安证券研究所

运营类资产受到公募基金青睐，未出走经营性风险个股遭清仓式减持。从分子版块来看，从去年年底和今年三季度持仓情况相比，仅有固废子版块有资金的净流入，个股以瀚蓝环境、伟明环保为代表；节能环保和环境监测子版块资金流出巨大，个股以聚光科技和格林美为代表，这与今年的环保版块行业与估值走势大体相符。从持仓水平来看，与整个环保版块受到大规模坚持相比，运营类资产占比较多的水处理和固废板块更加受到公募基金的青睐，无论是持股基金数量还是还是持仓总市值均在行业前列。我们可以看出，基金的配置偏好更加偏好运营资产占比多、现金流状况稳健的公司；相应的是，缺乏稳健商业模式、未走出经营性风险的个股遭到公募基金清仓式减持。

公募基金的持股偏好情况是2018年的延续，市场对行业整体性担忧仍未消除。环保行业整体性风险自2018年始于宏观去杠杆，叠加中美贸易等系统性风险，环保行业的估值中枢彻底被打破。基于此，我们再次对了2017Q4与2019Q3公募基金的持仓情况，在逆势上加仓前三名分别是伟明环保、瀚蓝环境、高能环境，均是以运营资产为主，且无论是资产质量还是运营效率都位于A股上市前列，这与我们去年年度策略所提出的关注资产的质量这一判断高度吻合。与此相应的是，曾经的受到市场高度关注的明星个股，在2018-2019Q3这段时间内，全部无一例外被公募基金抛弃，甚至消失在环保行业前十大重仓股序列里。

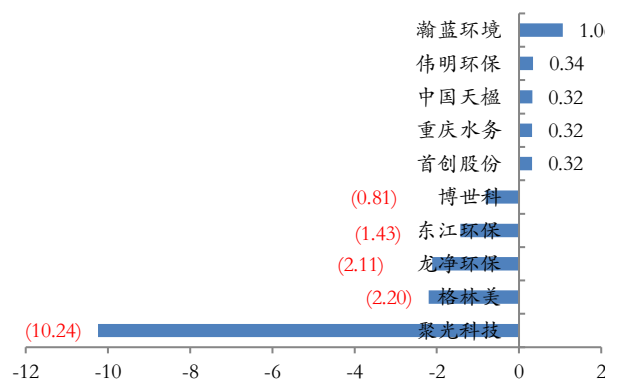
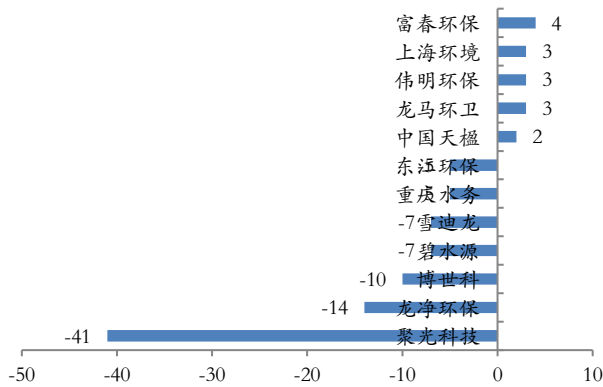
图表 13 环保各板块公募加减仓数量统计情况 (2018Q4vs2019Q3) 图表 14 环保各板块资金流动情况 (2018Q4vs2019Q3)



资料来源: wind、华安证券研究所

资料来源: wind、华安证券研究所

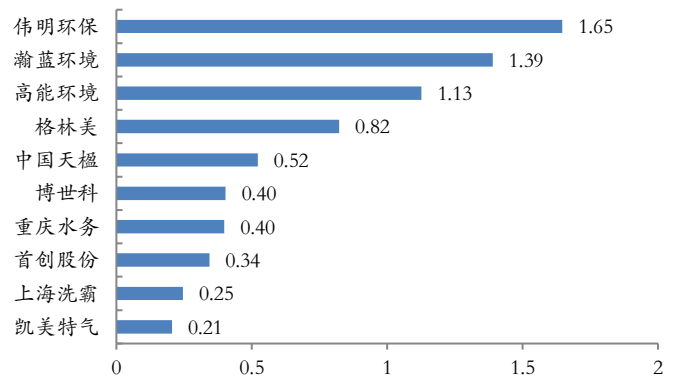
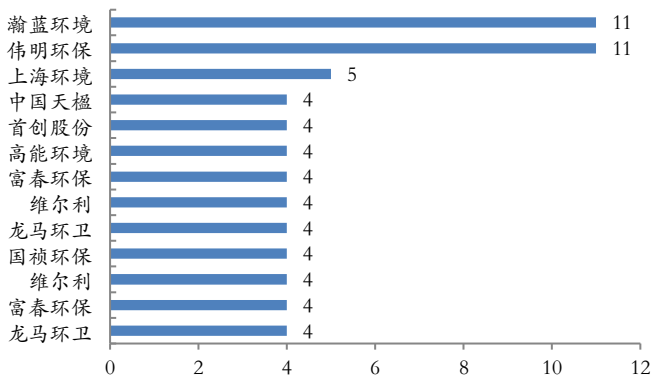
图表 15 环保重仓股持有基金数量变化统计 (2018Q4vs2019Q3; 前五、后五) 图表 16 环保重仓股持有市值变化统计 (2018Q4vs2019Q3; 前五、后五)



资料来源: wind、华安证券研究所

资料来源: wind、华安证券研究所

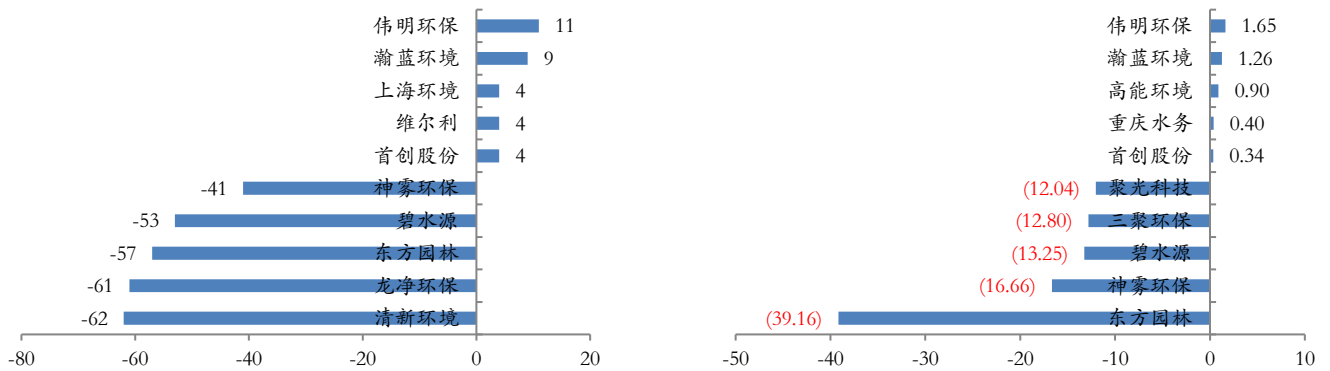
图表 17 环保重仓股持有基金数量统计 (2019Q3;前 13) 图表 18 环保重仓股持有市值统计 (2019Q3;前 13)



资料来源: wind、华安证券研究所

资料来源: wind、华安证券研究所

图表 19 环保重仓股持有基金数量变化统计 (2017Q4vs2019Q3; 前五、后五) 图表 20 环保重仓股持有市值变化统计 (2017Q4vs2019Q3; 前五、后五)



资料来源: wind、华安证券研究所

资料来源: wind、华安证券研究所

图表 21 环保重仓股持有明管明细 (2017Q4vs2019Q3)

所述环保细分板块	公司名称	当期持股基金数	持有基金数量变化	当期持股数量占流通股比例	当期持股市值(亿元)	持仓变动股数变化(万股)	持仓变动市值(亿元)	持仓变动股数比例	持仓变动市值比例	备注 ¹
大气处理	清新环境		-62			(3229.86)	(7.34)	-100%	-100%	退出
大气处理	龙净环保	1	-61	0.17%	0.18	(5087.05)	(8.93)	-97%	-98%	
水处理	东方园林	2	-57	0.03%	0.03	(19382.52)	(39.16)	-100%	-100%	
水处理	碧水源	1	-53	0.03%	0.04	(7589.65)	(13.25)	-99%	-100%	
节能环保	神雾环保		-41			(7041.96)	(16.66)	-100%	-100%	退出
节能环保	三聚环保		-38			(3643.52)	(12.80)	-100%	-100%	退出
环境监测	聚光科技	3	-36	0.20%	0.15	(3338.77)	(12.04)	-97%	-99%	
水处理	中金环境	1	-24	0.06%	0.03	(9410.73)	(11.31)	-99%	-100%	
水处理	兴源环境		-15			(285.92)	(0.77)	-100%	-100%	退出
节能环保	格林美	3	-12	0.45%	0.82	(10145.29)	(7.12)	-85%	-90%	
节能环保	*ST 节能		-11			(2318.71)	(6.24)	-100%	-100%	退出
固废处理	启迪环境		-9			(1815.73)	(6.00)	-100%	-100%	退出
环境监测	盈峰环境		-8			(3586.10)	(3.29)	-100%	-100%	退出
水处理	博世科	1	-7	1.65%	0.40	(1396.25)	(2.56)	-78%	-86%	
水处理	国中水务		-6			(125.82)	(0.06)	-100%	-100%	退出
水处理	鹏鹞环保	1	-6	0.06%	0.02	15.92	0.02	625%	821%	
节能环保	迪森股份		-5			(1483.29)	(2.59)	-100%	-100%	退出
固废处理	龙马环卫	4	-5	0.22%	0.11	(941.32)	(2.60)	-91%	-96%	
水处理	万邦达		-4			(143.20)	(0.30)	-100%	-100%	退出
大气处理	科融环境		-3			(955.66)	(0.60)	-100%	-100%	退出
固废处理	盛运环保		-3			(252.73)	(0.23)	-100%	-100%	退出
节能环保	*ST 凯迪		-3			(120.67)	(0.06)	-100%	-100%	退出

¹新进: 与 2017Q4 相比, 入选基金 2019Q3 重仓股; 退出: 与 2017Q4 相比, 落选基金 2019Q3 重仓股

水处理	兴蓉环境	2	-2	0.04%	0.06	(295.63)	(0.17)	-72%	-75%	
大气处理	永清环保		-2			(58.79)	(0.07)	-100%	-100%	退出
水处理	洪城水业		-2			(48.45)	(0.03)	-100%	-100%	退出
固废处理	东江环保		-1			(1680.87)	(2.73)	-100%	-100%	退出
节能环保	易世达		-1			(27.00)	(0.07)	-100%	-100%	退出
节能环保	怡球资源		-1			(20.89)	(0.01)	-100%	-100%	退出
节能环保	天壕环境	1	0	0.29%	0.08	(1101.01)	(0.77)	-84%	-90%	
水处理	国祯环保	4	0	0.32%	0.19	(523.58)	(1.48)	-75%	-89%	
固废处理	中国天楹	4	0	0.72%	0.52	(217.75)	(0.21)	-19%	-29%	
水处理	中山公用	1	0	0.03%	0.03	(11.59)	(0.02)	-25%	-42%	
水处理	上海洗霸	2	0	2.85%	0.25	(2.21)	(0.17)	-2%	-41%	
固废处理	旺能环境	1	1	0.01%	0.00	2.61	0.00	100%	100%	新进
节能环保	华光股份	1	1	0.09%	0.01	12.00	0.01	100%	100%	新进
环境监测	中环装备	1	1	0.15%	0.04	36.85	0.04	100%	100%	新进
环境监测	先河环保	3	1	0.36%	0.13	113.76	0.01	199%	7%	
固废处理	雪浪环境	2	1	1.38%	0.18	131.74	0.12	433%	200%	
节能环保	凯美特气	1	1	0.55%	0.21	340.00	0.21	100%	100%	新进
水处理	重庆水务	1	1	0.15%	0.40	711.46	0.40	100%	100%	新进
固废处理	富春环保	4	3	0.19%	0.12	152.86	0.11	1113%	813%	
固废处理	高能环境	4	3	1.77%	1.13	1004.77	0.90	558%	392%	
固废处理	上海环境	5	4	0.06%	0.06	(550.25)	(1.44)	-92%	-96%	
固废处理	维尔利	4	4	0.29%	0.15	212.85	0.15	100%	100%	新进
水处理	首创股份	4	4	0.21%	0.34	1034.36	0.34	100%	100%	新进
固废处理	瀚蓝环境	11	9	1.02%	1.39	702.25	1.26	855%	961%	
固废处理	伟明环保	11	11	0.84%	1.65	792.53	1.65	100%	100%	新进

资料来源：wind、华安证券研究所

注：按照持有基金数量变化排序

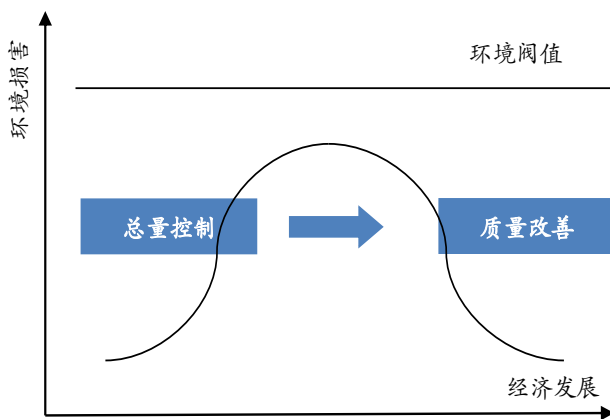
2. 发展方向：轻资产转型之路

通过上文的分析，我们不难看出，环保行业自 2018 年以来，行情与估值腰斩，至今景气度没有反证本质性改变。这背后的原因是什么？在本章，我们把时间窗口拉得再长一些进行着重分析。

2.1 环保之殇：政策加码与企业爆雷严重对立

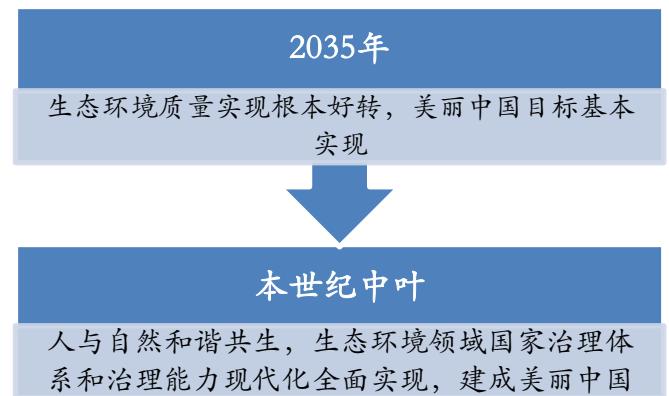
空前密集的重大政策落地，中央对整理环境问题的态度和决心空前。我国经过改革开放四十年的飞速发展，与之而来的环境问题愈显突出，我们已经接近那条著名的环境库兹涅茨曲线拐点。习近平总书记指出，绿水青山就是金山银山，这预示积累了四十年的环境问题将在未来得以集中解决，我们对环保行业的发展充分乐观。党的十九大报告指出，生态文明是永续发展的千年大计，并将生态文明写入宪法，奠定了党内根本法规基础和国家根本法基础。此外，污染攻坚已经成为决胜全面建成小康社会的三大攻坚战之一，史上规格最高的环保大会确立了建立“美丽中国”的路线图和时间表。中央一系列动作表明了生态环境是不可碰触的高压线，整治污染的决心和态度空前。

图表 22 环境库兹涅茨曲线



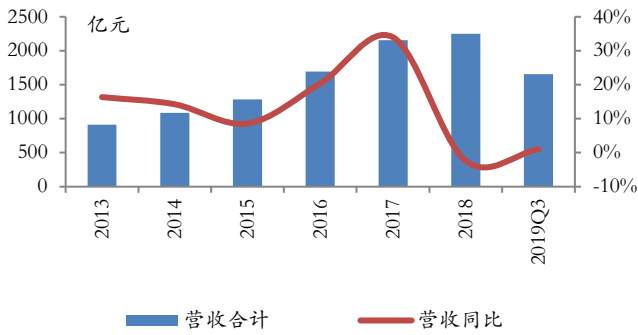
资料来源：wind、华安证券研究所

图表 23 污染攻坚时间表

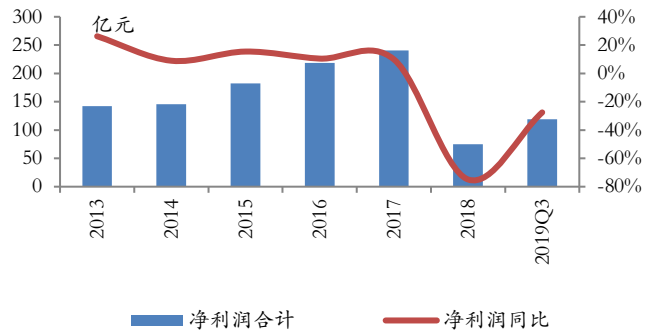


资料来源：公开资料、华安证券研究所

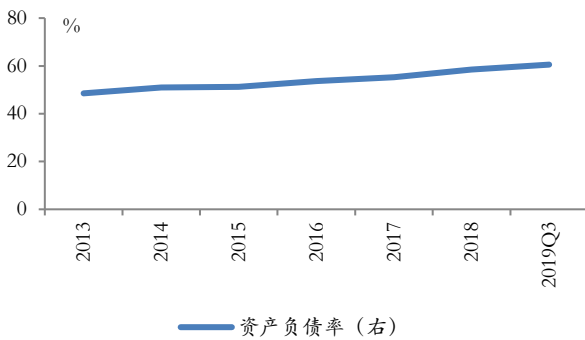
密集政策落地并没有提升行业景气度，对应的是民企成为债务危机的雷区。近年来，对环保行业推动之一是 PPP 的推出带来基础设施投融资的重大变革，环保全国性严厉督查让环保行业推向了风口。从国发 43 号文开始的四年里，PPP 由高速发展，我们看见了环保行业集体加杠杆的过程。我们把时间抽拉得更长一些，环保行业大体上经历了设备服务、工程服务、投资运营服务三大阶段。对于环保行业来说，大部分企业都是民企为主，长期以来，在环保产业理论分配链中的下游，选择拥抱 PPP 的动机也是十分明确。我们通过业绩可以看到，PPP 的确对环保行业起到了相当大的促进作用，14 年-17 年环保行业营收和净利增速扩大。与此相应的是，净利润和 ROE 的持续下滑、杠杆率的持续飙升，这说明了 PPP 并没有改善行业的整体盈利状况。进入到 18 年，国家层面的去杠杆开始，叠加系统性风险导致环保行业，尤其是民企业绩的悬崖式下滑，成为集中爆雷较为密集的行业，这也和第一章中行情的持续下滑和基金的持续低配相对应。

图表 24 华安环保行业营收增长状况


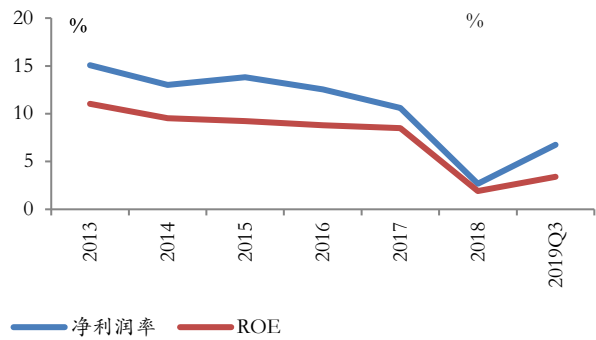
资料来源: wind、华安证券研究所

图表 25 华安环保行业净利润增长状况


资料来源: wind、华安证券研究所

图表 26 华安环保行业资产负债率情况


资料来源: wind、华安证券研究所

图表 27 华安环保行业净利润率情况


资料来源: wind、华安证券研究所

2.2 路在何方：技术为王与国企加持

我们在去年的年度策略分析了环保行业形成戴维斯双杀的困局，提出“**远明近暗、行稳致远**”，从估值低的角度去寻找环保行业估值的锚，得出了环保行业真正的价值在于综合高效的解决环境问题，商业模式的推动最终是要带动公共部门综合管理效率的提高，而环保行业的估值体系在于资产的质量，即在手项目与推进项目的质量与回款能力，以及未来是否可以带来稳定、持续的现金流，这些最终落实到未来业绩的确定性方面。今年以来，环保行业仍旧处在转型的阵痛期。但我们注意到的是，在建筑类央企杀入环境园林类 PPP 后，民营上市公司被央企/国企接盘。2018 年这种现象开始加速，这里不乏东方园林、碧水源、锦江环境这样的明星个股，一时间“国进民退”成为社会公众所热议。国资入股并非新鲜事，早在 2008 年就有北控水务收购中科成环保。但为何现阶段国资扎堆进入环保民企，这值得我们深思。

图表 28 国资入驻环保民企时间轴（不完全统计）

序号	时间	环保上市民企	国资
1	2018年1月	永清环保	湖南金阳
2	2018年1月	天翔环境	四川铁投
3	2018年1月	兴源环境	中国煤炭地质总局
4	2018年5月	盛运环保	川能集团（告吹）
5	2018年8月	*ST凯迪	中战华信
6	2018年8月	三聚环保	海淀国投
7	2018年11月	东方园林	朝阳国资
8	2018年12月	环能科技	中建启明
9	2018年11月	美晨生态	潍坊城投
10	2019年3月	启迪环境	雄安集团
11	2019年4月	碧水源	中交集团
12	2019年4月	清新环境	国润环境
13	2019年5月	博世科	广西环保产投
14	2019年6月	锦江环境	浙能集团

资料来源：公开资料、华安证券研究所

发展痛点：行业与企业发展的结构性问题。民企的溃退、国资扎推入驻只是表象，我们认为行业的深层逻辑已经发生改变，这既不是行业系统性问题，也是某个企业经营性问题，而是行业发展和企业发展的结构性问题。就行业而言，环保行业是高度以政策驱动的行业，其特征必然包含社会、公益等属性。国发43号文后，经过4年的摸索和实践，各方已经达成了共识，即规范的PPP不仅可以控制地方债务，也可以实现公共服务供给的质量和效率的持续提升。在这一层面上，环保行业和基建在一定程度上是相似的，都具有投资规模大、期限长、受益率低等特点。因此，我们认为对于我国的环保行业而言，其特征还需要加入政治、金融属性。就企业而言，债务危机充分暴露了民企的发展没有跟上行业上的突变，综合实力和国企的差距较大。这主要体现两个方面1)环保盲目拿项目（订单驱动）、扩大融资规模（短债长投、资金错配）、确认建设期收入（没有现金流入），做高营收与利润，但实际上只是虚胖；2)环境治理需求暴增，环保项目涵盖面越来越广，民营由于自身实力较弱，消化能力有限。这一现象不仅仅存在于普通民企，行业龙头也是很难深度长线参与。

图表 29 某环保上市公司账务状况列示（2018 年报）

项目	期末余额					
	1 年以内		1-3 年 (亿元)	3 年以上 (亿元)	合计	
	金额 (亿元)	占比			金额 (亿元)	占比
短期借款	12.55	18.7%			12.55	15.2%
应付账款	5.38	8.0%			5.38	6.5%
预收款项	2.29	3.4%			2.29	2.8%
其他应付款	20.18	30.0%	4.05		24.23	29.3%
一年内到期的非流	17.34	25.8%			17.34	21.0%

动流动负债						
其他流动负债	2.00	3.0%			2.00	2.4%
长期借款			5.91	4.08	10.00	12.1%
长期应付款	7.47	11.1%	1.03	0.32	8.82	10.7%
合计	67.21		10.99	4.41	82.61	

资料来源：公司公告、华安证券研究所

注：其他应付款以非金融机构及单位、个人借款、租赁公司为主，充分暴露财务融资的困境

国企一定会成为未来环保产业中坚，是国家战略意志的集中体现。环保走向PPP模式后，打包项目中包含不少土建环节，在订单争夺过程中，建筑类央企/国企以似“野蛮人”的方式杀入环保领域。虽然国家专门下发文件鼓励民企、限制央企，PPP中的第二个P所代表的私人资本“Private”，这两年已经逐渐成为了以国企为主导的社会资本。不同于民企，国企与政府、银行的关系较强，在资源和资金方面有无法比拟的优势，叠加环保行业的公益属性，国企在适当的时候可以超越单纯的商业利益，承担更多政治和社会责任。因此，我们认为环保的国企化是行业发展的趋势，尤其是在涉及到重大民生问题时，国企义不容辞的充当主角，这是国家战略意志的体现。

轻重分离，民企轻资产化是行业发展趋势。行业经过两年深度“急刹车”，昔日龙头已经没落，国企的杀入加速了行业的出清，**我们认为已经到了行业格局重塑的时刻。**环保要回归到综合高效的解决环境问题的本源，我们判断国企和民企将会在未来环保攻坚战中担当不同的作用：央企更多牵头重点民生工程方面，发挥好融资和施工方面的优势；民企更多攻克技术性难题，综合高效解决环境问题。从商业模式的来看，环保行业普遍加杠杆走重资产道路将成为过去，除了成熟盈利模式将延续过往商业模式(污水处理、垃圾发电)，未来必然出现轻重资产分化。对于民营企业来说，有着深厚技术积累和高效解决环境问题的公司将深度收益。纵观行业趋势，环保行业彻底改变以往“吃资源、重工程”的行业内涵，技术壁垒的溢价逐渐会体现，在这一过程中，国企民企的联合体将越来越普遍。

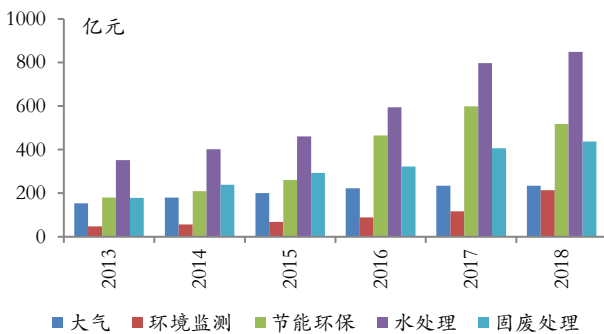
3. 标的选择：把握行业方向，顺势而为

优秀的行业趋势下优选标的，使我们奉行的选股策略。从第一章中公募基金在 2019 的持仓变化情况来看，固废子版块实现了资金的净流入，水处理子版块资金净流出相较于 2018 年大幅减少，我们认为这两个子版块将率先走出行业的低谷。就固废而言，运营类资产受到资本市场的青睐，其盈利的稳健性和业绩的确定性已经得到了市场的广泛共识。相应的是，该种类标的项目筹建、在建、投运的节奏较为确定，虽然有一定的成长空间，但已取景于公用事业中水电行业特征，弹性有限，很难超预期。基于此，在去年年度策略重视资产质量的基础上，我们在标的选择偏好上增加了“反转型个股”与“强政策预期”两个维度。

3.1 反转型：看好水处理板块拐点来临

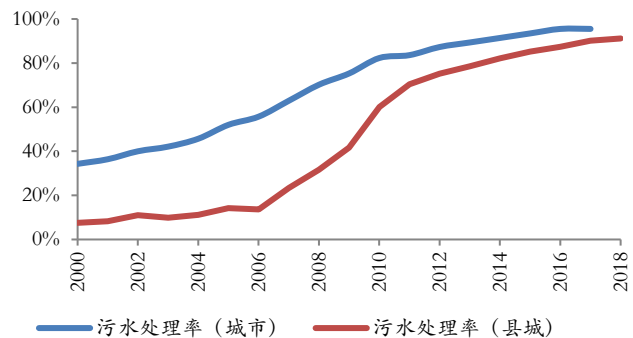
水环境治理由点源向面源系统性治理是大势所趋。水处理一直以来都是环保领域里最大的细分子版块，也是最早起步的治理细分领域之一。自“水十条”以来，叠加 PPP 投融资体制催化，水环境综合治理得到了极大的发展，这从水环境治理的营收和净利润占环保行业的比例就可以看出。最早发展的污水处理项目，商业模式清晰，可实施全方位的绩效考核，实质上已经超越了 92 号文提出的 30% 的要求，属于强运营项目。根据国家统计局的数据显示，城市污水处理率在 2017 年末已经达到了 95.5%，城市生活污水问题基本得到解决；对于县城来说，2018 年年末县城的污水处理率已超过 90%，污水处理设施由城市下沉的空间已经不大。基于此，大规模的水处理企业把目光瞄准了水环境综合治理领域，由点源治理向面源治理迈进，这的确是水环境治理的大势所趋，方向是毋庸置疑的。

图表 30 环保子版块营收增长情况



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 31 污水处理率（城市、县城）增长情况

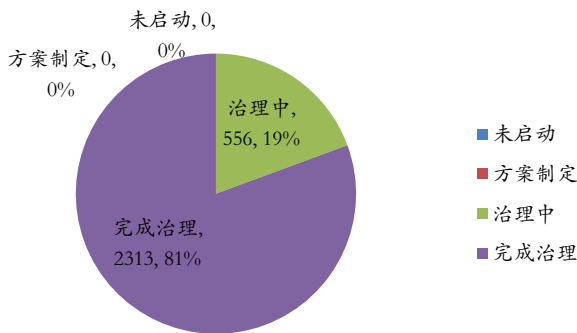


资料来源：wind、chocic、国家统计局、华安证券研究所

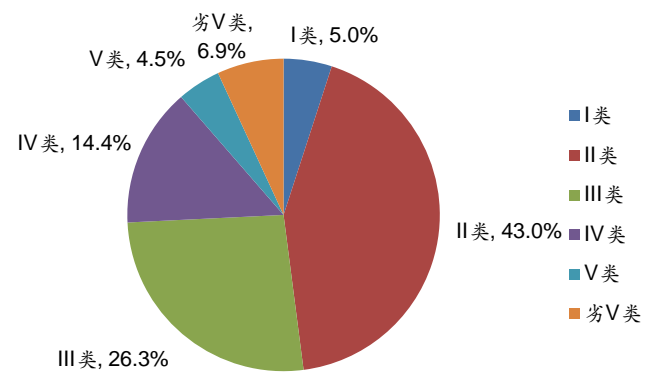
水环境综合治理主要集中在黑臭水体、河道修复、生态景观三个方向。从政策段来看，新的水污染防治法、水十条都明确了人民政府是水环境治理的责任主体，也同时在全国范围内推广了河长制，进一步落实责任体系。政府的诉求是把河道、湖泊恢复到先前未污染状态，不再拘泥于单体处理设施建设，而在乎整体水质提升，这对水环境治理提出非常高的要求。环保企业借助 PPP 的东风，积极拓展水环境综合治理领域，主要集中在三个方面：1) 黑臭水体。由于水十条的强制性要求，并明确了 2020 年底前地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在 10%

的治理节点，黑臭河治理率先在全国范围内开展。根据全国城市黑臭河水体整治监管平台的数据显示，在全国 295 座地级及以上城市中，有 220 个城市排查确认黑臭水体 2869 个，已完成治理的占比超过了 80%，运动式整治将告一段落。**2) 河道修复。**这主要基于城市水系改造和生态修复的实施。我国水资源生态型缺水与污染性缺水相互叠加，治理任务形式严峻。根据环保部联合国家发改委、水利部印发《重点流域水污染防治规划(2016-2020 年)》，规划到 2020 年，长江、黄河、珠江等七大重点流域水质优良(达到或优于Ⅲ类)比例总体达到 70%以上，劣Ⅴ类比例控制在 5%以下。根据 2018 年中国环境公报，全国地表水优良水质断面比例不断提升，劣Ⅴ类水体比例下降到 6.9%，虽有成效，但部分地区的治理任务依旧严峻。**3) 生态景观治理。**虽然名为水环境综合治理，实质上是以生态环境景观为主的偏园林类 PPP 项目，这也是大量园林类企业和央企杀入水环境治理领域的重点地区。

图表 32 全国城市黑臭河水体整治情况 (2019.11.11)



图表 33 全国地表水水质类别比例 (2018 年)



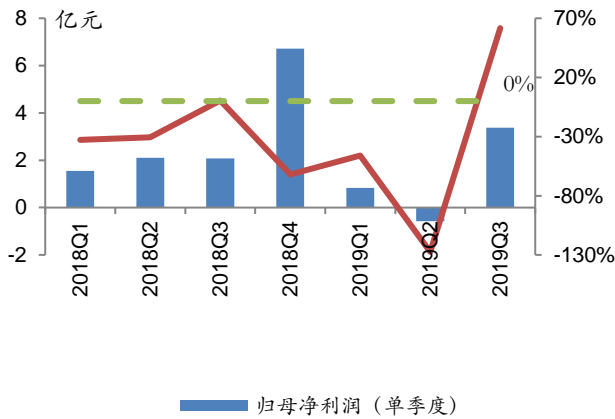
资料来源：全国城市黑臭河水体整治监管平台、华安证券研究所

资料来源：生态环境部、华安证券研究所

央企/国企必将成为水环境综合治理的主导力量，体现国家意志。虽然环保企业类企业在上述三个方面取得了不俗的成绩，但也是爆雷的重灾区。我们认为主要原因是运营属性不足，更容易出现“重建设轻运营”等系列问题。从绩效导向来说，水环境治理应当推进绩效压力较大的项目，才能做到物有所值。从财政承受来说，投资体量大、无运营收入来源，太过依赖政府付费或者可行性缺口补助。这些项目并不符合当下的 PPP 新政中由重建设向重运营思路转变，这些项目同时也受到财政承受 10%的红线和建设成本要和 30%绩效捆绑。以上，均是民企难以承受的。疯狂拿订单的背后，一旦治理能力跟不上项目的复杂性，叠加资金链风险，催化了社会资本回收投资的风险个，诱发了不少企业陷入困境。因此，我们认为水环境治理领域，由于其复杂性、公益性，央企/国企必将成为主导力量，落实好国家赋予的重大战略项目，系统性解决好水环境综合治理问题。这一方面，国家层面已经有所动作。例如，三峡集团被国家赋予在长江大保护中发挥骨干和平台作用；我们也看好未来相关央企/国企担负起黄河大保护的战略性重任。

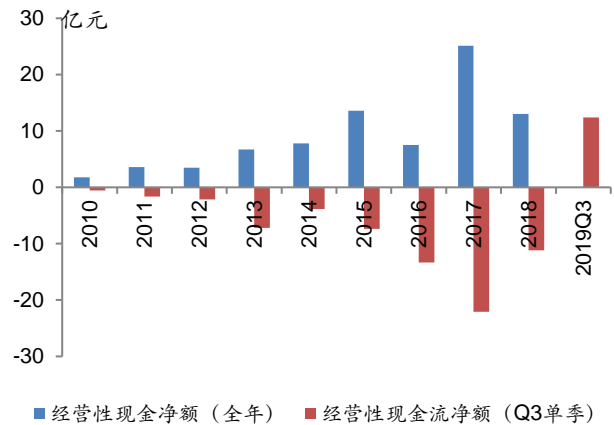
看好国企赋予民企的加持，建议关注技术性壁垒高的企业来基本面拐点。 赋予民企的是什么？ 在第二章所提到的的轻资产转型之路，我们认为应用到水环境治理领域就是 1) 技术性壁垒；高效运营壁垒。为什么在这一时刻推荐？ 我们认为经过近两年的国企入驻环保企业潮，行业整合、公司内部梳理已经接近完成，水环境治理领域业绩估值已经见底，将迎来拐点时刻。复合上述逻辑，有三峡集团+国祯环保、雄安集团+启迪环境等，我们认为能率先走出自身困境的是昔日膜法水处理龙头【碧水源】。就技术面来说，公司是我国 MBR 技术大规模应用的奠基者，取得了中国第一，世界第二。其“MBR+DF”双膜技术路线可以将污水处理至地表二、三类水质，并且有稳定投运的水厂，无论在经济型和稳定性方面居于全国前列。中交集团在今年 6 月正式入驻后，三季度业绩释放出积极的转暖信号：1) 归母净利润三季度单季同比增长 60%以上，经营性现金流净额自上市以来首次在三季度回正，且与去年全年 13 亿元水平相当。公司未来专注于资产项目，重资产项目交由中交集团负责，看好中交集团与公司的协同效，业绩对赌有望超预期完成。

图表 34 碧水源归母净利润增长情况 (2019.11.11)



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 35 碧水源经营性现金流净额增长情况

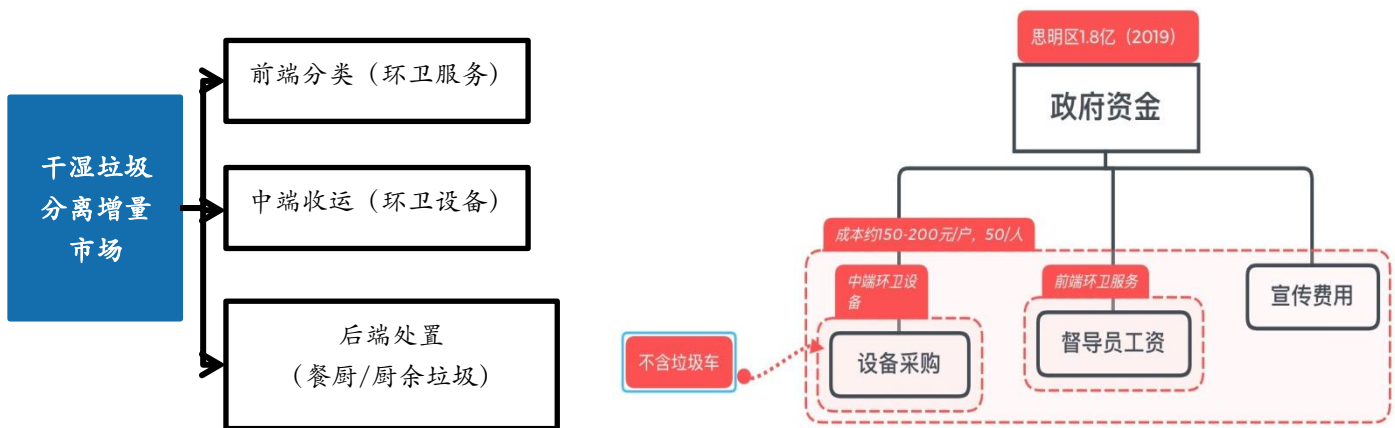


资料来源：wind、华安证券研究所

3.2 强政策周期：坚定看好湿垃圾终端处置市场

垃圾分类有望燃爆新一轮强政策周期。我们一再强调，环保行业是政策驱动型行业。强政策周期中，大气脱硫脱硝取得了高增长。垃圾分类并非空穴来潮。早在2000年就已经开始，在8个试点城市就进行试点，但几乎没什么效果。我们总结的原因可能有以下几点：1) 我国的居民习惯问题；2) 没有切实有效的分类转运和分类处置系统，前端分类，后端还是焚烧或者填埋；3) 烧钱，居民端几乎没有对垃圾倾倒实施收费制度，全是政府补贴。今年“垃圾分类”与以往的不一样，成为全民参与的新时尚，具备持续发酵的社会性变革。我们认为“垃圾分类”有望复制“大气脱硫脱硝”行情，其原因是1) 民生问题。和PM2.5治理一样，垃圾分类是最贴近生活，体感最明显的环保细分领域。2) 高层力推。习总书记对垃圾分类作出重要指示，且是多次的，是自上而下推动。3) 现实问题。部分城市垃圾填埋场超负荷运转，垃圾焚烧率短时间内无法快速提高，垃圾围城问题短时间内无法破解，只能在源头做分类处置。因此，剩下的办法之一就是垃圾分类，进行分类处理吗，进行减量化处理。4) 有时间表。和其他环保政策相比，住建部出台的政策有明确的时间节点：2020年：先行先试的46个重点城市，要基本建成垃圾分类处理系统；2022年：各地级城市至少有1个区实现生活垃圾分类全覆盖；2025年：全国地级及以上城市要基本建成垃圾分类处理系统。对于大部分地区来说，垃圾分类是从无到有的过程，建设任务十分繁重。

图表 36 垃圾分类后带给固废行业的增量市场 图表 37 厦门思明区垃圾分类资金流向情况



资料来源：华安证券研究所

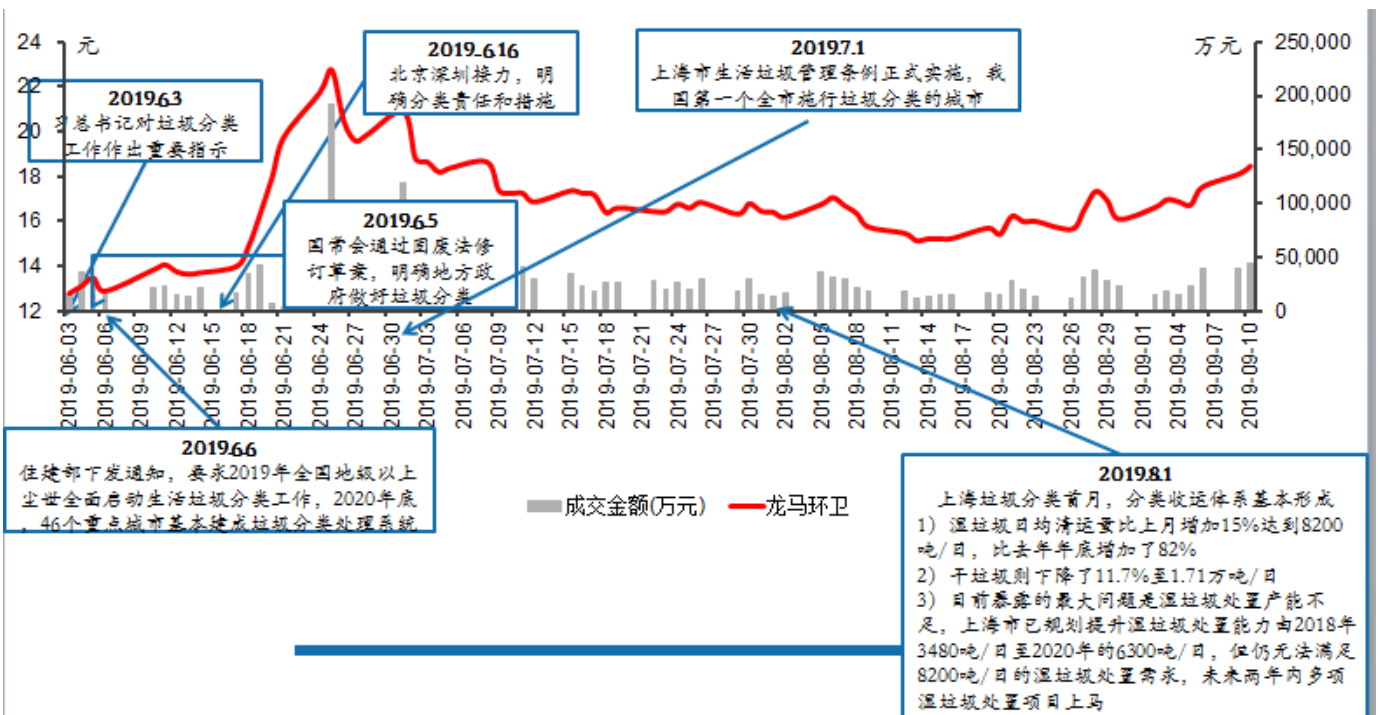
资料来源：龙马环卫调研、华安证券研究所

垃圾分类的核心是干垃圾和湿垃圾的分离。按照上海的做法，分为四类，干垃圾、湿垃圾、可回收垃圾、有害垃圾。有害垃圾产生量比较少，可回收垃圾可通过回收、积分等方式在前段已经消化掉。因此，我们认为垃圾分类的核心是干垃圾和湿垃圾的分离。简单来说，生活垃圾中的湿垃圾是厨余垃圾，酒店餐馆中湿垃圾是餐厨垃圾。因各地的饮食习惯不同，厨余垃圾大体可以占到生活垃圾总量的约50%。餐厨垃圾与厨余垃圾的有效分类，会大大提高干垃圾焚烧热值，提高单位垃圾发电量、减少对焚烧炉的腐蚀、减轻渗滤液处理。干湿垃圾的分离是非常有积极意义的。

未来一段时间内，湿处置终端处置是重中之重。干湿分立后带来的增量市场，我们认为集中在前端分类（环卫服务）、中端收运（环卫设备）、后端处置（餐厨/厨余垃圾）三大领域。就这三大领域而言，政府资金投向是有轻重缓急的。从历史的角度来看：1) 前期，政府的资金投入主要是设备采购（垃圾袋、桶）、督导员、宣传费用，其目的是培养群众的垃圾分类意识，这可以从我们在龙马环卫的调研内容可以看到；2) 当前，上海实施垃圾分类得到社会各界广泛重视，分类意识已明晰。对于上海和厦门这样已具备了相应湿垃圾处置设施的地区来说，急需打造的是收运体系，即湿垃圾收运车辆；3) 未来，对于46个试点城市来说，需要在2020年基本建立垃圾分类处置系统。在既缺收运系统也缺处置设施的情况下，我们认为政府的资金投向倾向于湿垃圾处置设施建设。原因是1) 湿垃圾处置建设投入资金较大，建设周期长；2) 湿垃圾处置建设速度和规模决定着湿垃圾设备端的需求。

环卫1.0阶段，环卫设备类领涨。6月的一波热炒，主要是以龙马环卫为代表的设备类领涨。其主要原因是6月3日，习近平总书记在上海考察时对垃圾分类做出了重要指示，随后住建部下发通知明确了各地分阶段实施垃圾分类时间表。国家层面力推后，地方层面如北京深圳明确了垃圾分类的责任和措施，上海在7月1日正式成为全市范围内实施垃圾分类的城市。我们对环卫餐厨垃圾车湿垃圾运输车进行了测算，在理想情况下，可释放约36亿元市场，头部设备生产商三家各分得20%（各家7亿元）；在稳健情况下可以释放约10亿元，理论上各家约能带动2亿元左右设备端销售。因此，密集政策刺激下，以设备环卫设备引爆了整个环保二级市场的暴涨，但随后逐渐平息是清理之中的事情。

图表 38 垃圾分类燃爆环保二级市场前后对比



资料来源：wind、华安证券研究所

环卫 2.0 阶段，政府资金投入转向湿处置，关注技术壁垒较高的企业。我们认为行情的演绎并没有结束，垃圾分类将进入 2.0 阶段，对比 1.0 阶段热炒环卫设备，我们认为未来湿垃圾终端处置是核心。我们从上文对垃圾分类发展趋势的判断，从更为长远的角度，无论在资金需求、资金流向方面，末端处置才是亟需解决的关键所在。就标的选择而言，我们认为垃圾分类看上海，上海垃圾分类在全国范围气氛最高，全国推进情况看上海分类效果。只有垃圾分类在上海取得实质的成果，才能推广到全国。基于此，我们标的选择围绕上海。就商业模式而言，环保类民企的优势在于技术解决方案，优选提供以提供设备+技术的 EPC 模式公司。原因是：1) 行业发展早期，政府需打造样板工程，投入更倾向于技术过硬企业，技术企业估值溢价更高；2) 运营类企业区域性特性较为显著，而技术型企业异地复制性较强。我们建议关注【维尔利】。原因是 1) A 股中唯一提供湿垃圾设备工艺输出的稀缺标的。2) 公司在餐厨领域自主开发的厌氧发酵技术，自 2013 年承接常州项目以来，累计订单达 20 多个；在厨余垃圾方面，公司在引入德国技术的基础上新开发出 EMBT 技术，第一个采用该技术的绍兴厨余项目已投入运行。3) 已经拿下上海松江、嘉定、金山湿垃圾处置项目。

4. 个股推荐

4.1 碧水源：业绩拐点确定，轻资产转型再起航

中交战略入股协同性初显，公司基本面已进入反转时刻

单看今年三季度，归母净利润同比增长 61%，是 2018 年以来公司进入发展进入困境以来进入根本性好转，此外，公司经营性现金流净额 12.38 亿元，和去年全年水平基本相当，也是上市以来首次在三季度转正。其原因是中交集团在今年 6 月战略入股后，主要工作有 1) 公司在内部清理了部分 PPP 业务，留存项目质量相对较高；对于新签项目，土建部分归中交集团，公司专注于设备及综合解决方案的轻资产部分，符合中交集团对碧水源在集团内部的定位。2) 公司融资情况得到缓解，预计明年可以拿到中交集团的融资成本。我们认为公司基本面已经进入反转时刻。

三大业务共同支撑业绩恢复增长，业绩对赌有望超预期

公司做轻资产转型后，我们认为明年污水处理整体解决方案占比恢复到 60% 以上；市政工程主要是之前承做项目的延续，预计明年将低于 10%。毛利率来看，订单回归高毛利的膜法水处理本源业务，预计明年毛利率水平大幅提升至在 40%-50%，和今年中报的 24% 还有很大的提升空间。分业务来看，1) 订单方面，我们预计新增 EPC 订单大幅提高；目前中交中标项目金额总计达到 1200 亿元，明年预计 1700-1800 亿元；其中约 200 亿元跟公司相关。2) 运营方面，我们预计运营收入和毛利率会有显著的提升；前三季度的运营收入是 8 亿元，对应运营规模约 200 万吨/日。公司手上在建处理量规模有 700 万吨/日，对应 40-60 亿元营收，处理规模明年达到 400 万吨/日，后年达到 500 万吨/日；毛利率逐年提升。3) 灯光秀方面，公司旗下良业环境市占率行业前列，目前进入港交所上市最后冲刺阶段。目前在手订单有几十亿元，在跟踪有 100 多亿元，成功上市后，市值可达到 100 亿元市值。根据公司与中交集团业绩对赌，2019-2021 年归母净利润同比增长不低于 10%、15%、20%，我们预计四季度需实现业绩约 10 亿元，业绩对赌有望超预期。

盈利预测与估值

我们认为公司现在已经进入业绩反转期，与中交集团业绩对赌有望超预期。此外，我们认为公司未来有两个潜在两个催化剂：1) 公司管理层表示此次是一个过渡性方案，未来不排除中交集团进一步的资本运作。2) 黄河大保护中需要解决的问题之一是华北地区地下水漏斗问题。当前，北京、天津对南水北调工程的以来已经远超当初的规划。将污水处理到地表二、三类水质回灌地下水，公司无论在技术性、稳定性、性价比等方面具备绝对优势。综上，我们坚定看好碧水源，预计 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.44、0.53 元、0.60 元，对应的 PE 分别为 17.5、14.7、12.8 倍，给予“买入”评级。

风险提示

宏观与政策性风险；轻资产转型不及预期；与中交集团协同不及预期。

4.2 维尔利：业绩维持高增长，坚定看好湿垃圾终端处置推进

净利增长符合预期，现金流健康稳健

公司三季度业绩继续维持高速增长，净利润增速高于营收增速，符合我们的预期。公司毛利率为 31.57%，与去年同期保持持平。期间费用率为 16.7%，下降了 0.8 个百分点。公司提供销售商品、提供劳务收到的现金为 15.4 亿元，较上年同期增加 70.78%，公司回款力度加大，收现比为 88%。前三季度经营性现金流净值-1.7 亿元，和半年报-1.71 亿元相比，Q3 基本收支平衡。考虑到四季度项目回款约占到全年的一半左右，公司现金流压力不大。

湿垃圾终端处置推进低于预期，但重点城市建设节点未变

垃圾分类的核心是干湿分离，终端处置是重中之重。当前，垃圾终端处置进度不及我们的预期，项目大规模落地预计在明年上半年可以体现。但住建部规定 46 个重点城市在 2020 年年末建成垃圾分类系统的时间节点没有变，垃圾分类行情进入 2.0 阶段后国家资金将转向湿垃圾终端处置这一判断并没有变，我们仍坚定看好 A 股市场上唯一提供湿垃圾设备工艺技术型企业——维尔利。公司相继中标了松江、嘉定、金山三个项目，看好公司后续在例如广州、深圳等其他重点地区项目落地。

可转债调整方案，社保基金进入前十大股东

公司调整可转债方案，减少了王桥污水项目和衡水生物天然气项目，其主要原因是其建设周期低于 12 个月，不符合资本性支出的范畴。公司后续会加快可转债的推进，尽快让可转债上会。此外，三季度，社保基金成为新进前十大股东，占比 2.3%，持仓成本与当前价格接近。

投资建议

我们预计公司 2019 年-2021 年的 EPS 分别为 0.45、0.61、0.70 元，对应的 PE 分别为 17.02、12.38、10.92 倍，维持“买入”评级。

风险提示

项目拓展及推进不及预期、垃圾分类终端处置推进不及预期。

5. 风险提示

行业政策性风险；国企民企协同效应不及预期；业绩释放不及预期。

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

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。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。