

2020年08月31日

环保及公用事业

行业动态分析

固废景气，水务出清，工业环保仍曲折

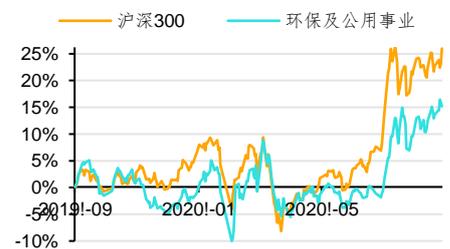
投资要点

- 环保板块走势回顾：**2021年以来，环保板块经历碳中和主题的带动后逐步回落，至今指数基本回到年初价格水平。在28个申万行业中，涨幅排名中位。环境工程作为民生刚需，受到疫情冲击较小，2020年环保行业盈利能力基本保持稳定，ROE约4.3%，处于申万行业中下游水平。从公募基金的相对标准行业配置比例来看，2020年环保行业较标准配置比例一路走低，至2021年一季度为-0.29%，基本已重回2019年下半年的历史底部。
 - 板块年度净利润增长约10%，季度有基数扰动：**板块内部分化加剧，以环卫、垃圾焚烧为代表的大固废板块，无论在规模增速、盈利能力上都有更优的表现。环卫板块作为市容环境刚需服务，去年疫情期间税收和社保优惠政策下，业绩基数较高，导致2021年增速放缓。就2020全年来看，则业绩高增64%。垃圾焚烧板块近两年处于产能密集投放阶段，且有低基数效应，今年一季度的收入/净利润增速为42%/86%，业绩弹性较好。市政水务和生态治理行业经过3年的底部调整，已逐步出清，收入增速上出现拐点，后续业绩有望改善。
 - 利润水平抬升，盈利能力增强：**过去四年各细分行业毛利率基本稳定，其中利润率上升最快的是环卫板块，从2017年23%上升到2020年的28%；其余（除大气）均落在28%-33%窄幅范围。净利率分化较大，落在4%-17%范围，固废板块的净利率处于较高水平。环保负债率稳中有降。垃圾焚烧、市政水务、环卫的负债率较高，大气治理的负债率最低14%，较上年同期大幅降低8pct。此外资产周转水平略有降低。
 - 业绩前瞻及投资建议：**2020年环保行业的净利润增速约10%，2021年一季度净利润增速则跳升至21%，且各细分板块的排名也与年度情况大相径庭。主要是因为去年疫情初现，对一季度业绩增速扰动较大。我们认为，二季度行业净利润增速有望提升到10%-15%区间。板块内部的分化仍将延续。以环卫、垃圾焚烧为代表的大固废领域仍处于高景气周期；市政污水、生态治理领域出清将带来较大提升空间；工业水、大气治理领域，则仍面临曲折的发展之路。
- 2021年行业平均P/E约15X，今年碳中和政策或将反复催化相关主题，环保作为真正有成长空间、基本面正在好转的估值洼地，也会迎来不错的投资机会。建议围绕大固废进行布局：1) 环卫装备融合服务，电动兑现未来：推荐盈峰环境、宏盛科技。2) 垃圾焚烧行业进入密集投产期：看好完成机制体制改革，二次创业力争打造一线固废企业的瀚蓝环境。3) 垃圾分类后端，湿垃圾处理必不可少：看好深耕湿垃圾，三年有望业绩翻番的维尔利。
- 风险提示：**新能源环卫装备渗透率提升低于预期；垃圾处理费上涨不足以弥补国补退坡的影响；垃圾分类体系建设及湿垃圾处理设施项目招标落后预期。

 投资评级 **领先大市-A 维持**

首选股票	评级
600323	瀚蓝环境 买入-A
000967	盈峰环境 买入-A
300070	碧水源 买入-A
300190	维尔利 买入-B

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.44	-6.68	-10.23
绝对收益	4.62	18.59	17.26

分析师

 维文
 SAC 执业证书编号：S0910520060001
 luowen@huajinsec.cn

相关报告

- 环保及公用事业：中报前瞻：大固废稳健，投资端马太效应强化 2020-07-22
- 环保及公用事业：绿色发展基金成立，催化板块估值修复 2020-07-16
- 环保及公用事业：板块业绩拐点已至，长期配置价值突显 2020-07-06
- 环保：《土壤污染防治法》获全票通过，“净土保卫战”将有法可依 2018-09-04
- 环保：现金为核，探寻板块安全边际 2018-06-15

内容目录

一、环保板块走势回顾	3
二、分化加剧，大固废全面向好	3
(一) 板块年度净利润增长约 10%，季度有基数扰动	4
1、环卫行业维持景气高增长	4
2、垃圾焚烧处于产能密集投产期，一季度低基数高弹性	4
3、市政水务、工业水逐渐出清，收入端率先恢复	5
4、工业环保服务受制工业端疫后复产，工业水治理仍有污水资源化政策可期	5
(二) 利润水平抬升，盈利能力增强	6
1、ROE 持续分化，强者恒强	6
2、利润水平回升带动 ROE 走好	6
3、杠杆稳中有降，周转有所减慢	7
三、业绩前瞻及投资建议	7
(一) 2Q 板块增长回归常态，净利润增速有望上升	8
(二) 估值洼地，围绕大固废布局	8
四、风险提示:	9

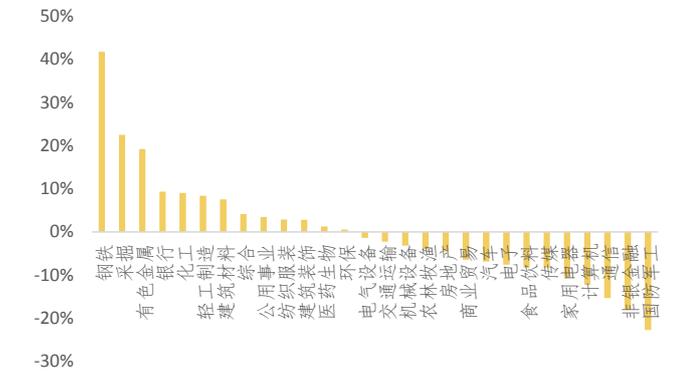
图表目录

图 1: 年初至今环保板块累计涨 0.5%	3
图 2: 2020 环保行业 ROE 约 4.3%	3
图 3: 环保板块相对配置比例有所回升	3
图 4: 环保细分板块 2020 年净利润增速分化明显	4
图 5: 环卫行业维持景气高增长	4
图 6: 垃圾焚烧处于产能密集投产期，一季度低基数高弹性	4
图 7: 市政水务逐渐出清，收入端率先出现拐点	5
图 8: 生态治理行业缓慢恢复	5
图 9: 工业水治理仍有污水资源化政策红利可期	6
图 10: 大气治理复苏之路曲折	6
图 11: 2020 年细分板块 ROE 情况	6
图 12: ROE 持续分化，强者恒强	6
图 13: 主要行业毛利率稳中趋同	7
图 14: 净利率分化加大	7
图 15: 环保负债率稳中有降	7
图 16: 周转有所减慢	7
图 17: 环保细分行业 2021 年 P/E 落在 11-17X 区间	9

一、环保板块走势回顾

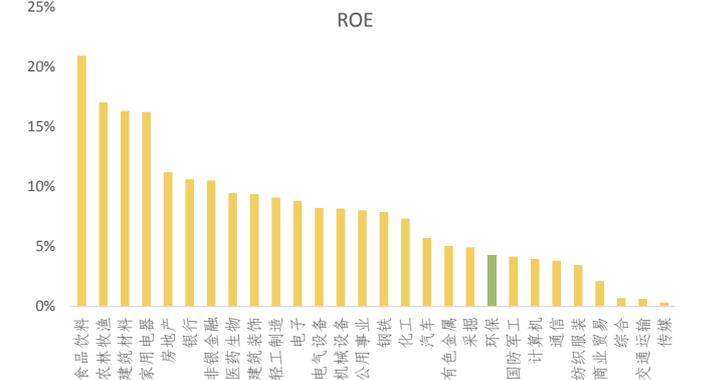
2021 年以来，环保板块经历碳中和主题的带动后逐步回落，至今指数基本回到年初价格水平。在 28 个申万行业中，涨幅排名中位。环境工程作为民生刚需，受到疫情冲击较小，2020 年环保行业盈利能力基本保持稳定，ROE 约 4.3%，处于申万行业中下游水平。

图 1：年初至今环保板块累计涨 0.5%



资料来源：wind，华金证券研究所

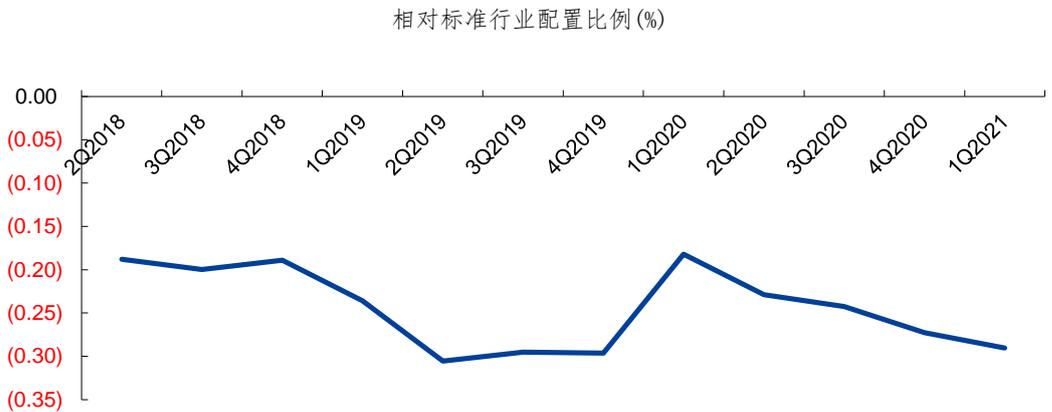
图 2：2020 环保行业 ROE 约 4.3%



资料来源：wind，华金证券研究所

从公募基金的相对标准行业配置比例来看，2020 年环保行业较标准配置比例一路走低，至 2021 年一季度为-0.29%，基本已重回 2019 年下半年的历史底部。

图 3：环保板块相对配置比例有所回升



资料来源：华金证券研究所

二、分化加剧，大固废全面向好

环保板块内部分化加剧，以环卫、垃圾焚烧为代表的大固废板块，无论在规模增速、盈利能力上都有更优的表现。

（一）板块年度净利润增长约 10%，季度有基数扰动

2020 年细分子板块净利润增速分别为：环卫 64%>垃圾焚烧 22%>生态 20%>工业水 2%>市政水务-0.1%>大气治理-31%。

图 4：环保细分板块 2020 年净利润增速分化明显



资料来源：华金证券研究所

1、环卫行业维持景气高增长

纵向来看，环卫板块 2017-2020 年的收入/净利润增速均值分别为 30%/40%，今年一季度的收入/净利润增速为 24%/9%。环卫板块作为市容环境刚需服务，去年疫情期间税收和社保优惠政策下，业绩基数较高，导致 2021 年增速放缓。就 2020 全年来看，则业绩高增 64%。

2、垃圾焚烧处于产能密集投产期，一季度低基数高弹性

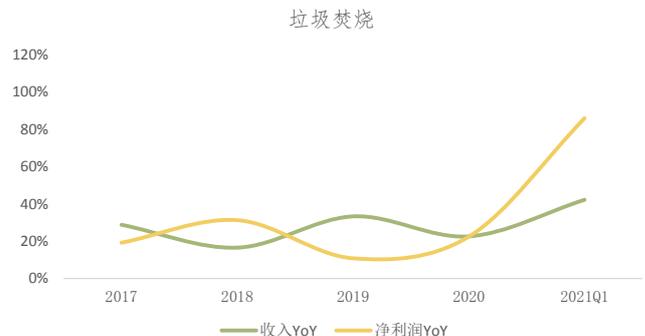
垃圾焚烧板块近两年处于产能密集投放阶段，2017-2020 年的收入/净利润增速均值分别为 25%/21%，今年一季度的收入/净利润增速为 42%/86%。由于去年一季度受到疫情影响，外来人口占比较高的一线城市垃圾焚烧项目产能利用水平偏低、运营波动较大，低基数效应使得今年一季度出现业绩高速增长，业绩弹性较好。

图 5：环卫行业维持景气高增长



资料来源：wind，华金证券研究所

图 6：垃圾焚烧处于产能密集投产期，一季度低基数高弹性



资料来源：wind，华金证券研究所

3、市政水务、工业水逐渐出清，收入端率先恢复

2018年以来，PPP清库以及金融去杠杆对市政水务和生态治理行业的打击最沉重，经过3年的底部调整，两行业已逐步出清，收入增速上出现拐点，后续业绩有望改善。市政水务行业2020年收入增速9.4%，高于2018、2019年8.4%、3.9%的增速，今年一季度的收入增速为19.5%，匹配18.4%的净利润增速，显示出健康的恢复势头。生态治理行业2020年收入增速-1.8%，高于2018、2019年-2.8%、-19.5%的增速，今年一季度的收入增速为48.9%，低基数因素下略快于23.9%的净利润增速。

图7：市政水务逐渐出清，收入端率先出现拐点



资料来源：wind，华金证券研究所

图8：生态治理行业缓慢恢复



资料来源：wind，华金证券研究所

4、工业环保服务受制工业端疫后复产，工业水治理仍有污水资源化政策可期

工业水治理和大气治理是围绕工业企业提供环保服务的板块，在蓝天保卫战阶段性治理高峰期结束后，供给侧改革对工业下游环保需求抑制较大，加上疫情给工业企业带来的业绩压力，导致工业环保需求持续减弱。2020年，工业水治理行业收入增速2.3%，大幅低于2017-2019年均值29%，2020年工业水治理行业的净利润增速为1.5%，低于此前三年16.3%的平均水平。2021年一季度略有恢复，板块收入/净利润增速为11.2%/10.2%。未来污水资源化政策落地，将有望给工业水治理板块带来新的业务机会，此行从业多为中小企业，未来快速成长的潜力较大。大气治理行业增长仍较困难，2020年板块收入增速转负至-4.7%，净利润增速则连续4年为负，且降幅达-31%。今年一季度，在去年疫情导致的低基数影响之下，板块收入、净利润增速为36.2%/159.6%，预计大气治理行业未来仍有较曲折的转型之路。

图 9：工业水治理仍有污水资源化政策红利可期



资料来源：wind，华金证券研究所

图 10：大气治理复苏之路曲折



资料来源：wind，华金证券研究所

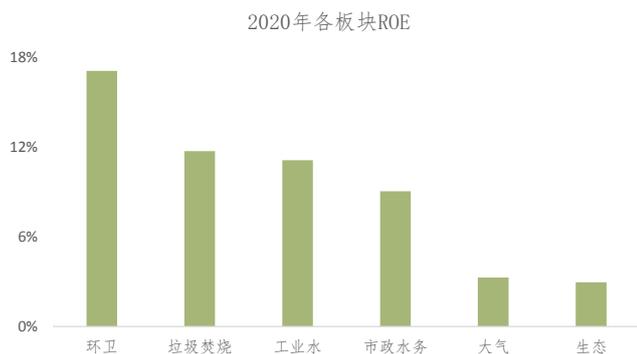
（二）利润水平抬升，盈利能力增强

行业盈利能力分化同样显著,2020 年细分子板块 ROE 分别为:环卫 17.1%>垃圾焚烧 11.7%>工业水治理 11.1%>市政水务 9.1%>大气治理 3.3%>生态治理 3.0%。

1、ROE 持续分化，强者恒强

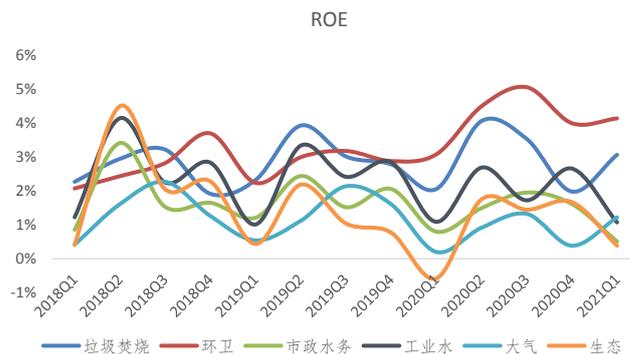
从纵向 ROE 来看，环卫由于疫情期间政策优惠，盈利能力处于近年来最高水平。垃圾焚烧、市政水务、生态治理、大气治理去年 ROE 较上期有所下降。2021 年一季度，环卫 ROE 同比提升 1pct 至 4.1%，垃圾焚烧 ROE 同比提升 1pct 至 3.1%，工业水 ROE 为 1.1%同比持平，市政水务 ROE 同比下滑 0.3pct 至 0.5%，生态治理 ROE 同比上升 1pct 至 0.6%，大气治理 ROE 提升 1pct 至 1.2%。

图 11：2020 年细分板块 ROE 情况



资料来源：wind，华金证券研究所

图 12：ROE 持续分化，强者恒强



资料来源：wind，华金证券研究所

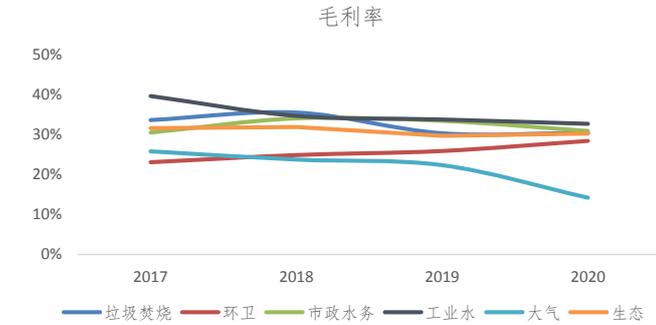
2、利润水平回升带动 ROE 走好

过去四年各行业毛利率基本稳定，其中利润率上升最快的是环卫板块，从 2017 年 23%上升到 2020 的 28%；大气板块利润率则有所下降，从 26%下滑至 14%。2020 年除大气治理之外，

板块毛利率落在 28%-33%窄幅范围,分别为:工业水处理 33%、市政水务 31%、垃圾焚烧 30%、生态治理 30%、环卫 28%、大气治理 14%。

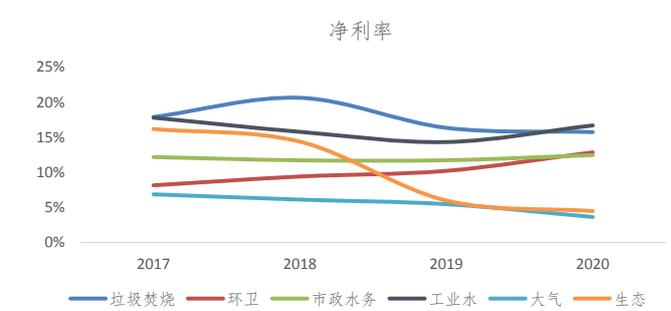
净利率分化较大,落在 4%-17%范围,其中固废板块的净利率处于较高水平:工业水处理 17%、垃圾焚烧 16%、环卫 13%、市政水务 13%、生态治理 5%、大气治理 4%。

图 13: 主要行业毛利率稳中趋同



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 14: 净利率分化加大



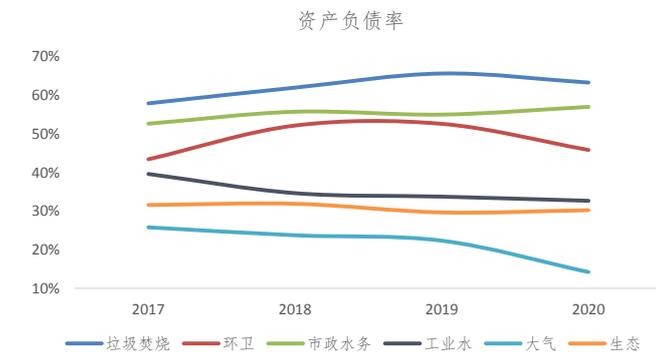
资料来源: wind, 华金证券研究所

3、杠杆稳中有降, 周转有所减慢

从杠杆水平来看, 环保负债率稳中有降。2020 年垃圾焚烧、市政水务、环卫的负债率较高, 分别在 63%、57%、46%, 其中环卫板块负债率较上期降低了 7pct。工业水处理负债率 33%, 生态治理负债率 30%。大气治理的负债率最低 14%, 较上年同期大幅降低 8pct。

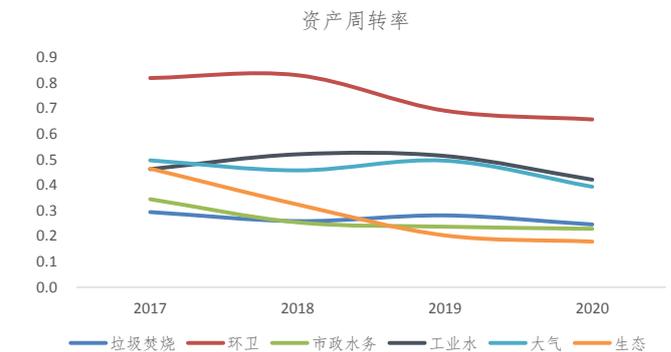
资产周转水平略有降低。环卫是典型的轻资产模式, 2020 的周转率达到 0.66, 这也是带动其 ROE 较高的主要因素。其他行业资产周转率比较接近, 分别为: 工业水 0.42>大气 0.39>垃圾焚烧 0.25>市政水务 0.23>生态治理 0.18。

图 15: 环保负债率稳中有降



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 16: 周转有所减慢



资料来源: wind, 华金证券研究所

三、业绩前瞻及投资建议

（一）2Q 板块增长回归常态，净利润增速有望上升

二季度各板块增长或将回归常态。2020 年环保行业的净利润增速约 10%，2021 年一季度净利润增速则跳升至 21%，且各细分板块的排名也与年度情况大相径庭。主要是因为去年疫情初现，给行业运行造成三方面影响：1) 年初封锁政策使得部分外来人口占比较大的一二线城市市政垃圾污水处理设施负荷率下降，一季度运营业务承压；2) 上半年部分环保工程建设进度受到停工拖延，但随着 2-3 月全国复工复产，这些不利因素逐步消退；3) 部分城市新建环保设施项目招标延后，导致一些企业新增订单不达预期。由此造成了环卫行业的业绩高基数和工业环保治理行业的业绩低基数，对一季度业绩增速扰动较大。我们认为，二季度或将回归增长正常水平，考虑到落后项目招标的进展，或将好于去年平均水平，行业净利润增速有望提升到 10%-15% 区间。

同时，板块内部的分化仍将延续。以环卫、垃圾焚烧为代表的大固废领域仍处于高景气周期，产能密集投运和环卫项目不断获取，都将带来企业规模扩张、收入利润同步增加。而前期受累于 PPP 整顿、杠杆收缩的市政污水、生态治理领域，经过 3 年的资产负债表修复，已经显现出清迹象，未来仍有较大提升空间。而作为工业服务业的工业水、大气治理领域，受到疫情导致的工业利润下滑、环保需求不振等影响，则仍面临曲折的发展之路。

（二）估值洼地，围绕大固废布局

今年是碳中和战略元年，我国“2030 年碳达峰，2060 年碳中和”目标逐渐凝聚了社会共识，高耗能行业在碳排放总量约束下马太效应强化、龙头企业竞争力持续提升的逻辑正在演绎；而绿色循环发展领域因其负碳效应将产生碳资产，未来随着碳交易市场的成熟，碳资产变现能力有望不断增强。

全国碳排放交易市场正在紧锣密鼓筹划，6 月底前将开启交易。2030 年前二氧化碳排放达峰行动方案也将在年内加紧出台。碳中和政策会将环保行业空间将从末端治污向前端减排扩充，带来环保板块新的增长点。

目前环保板块仍处于估值洼地，2021 年行业平均 P/E 约 15X，各细分板块的估值水平平均落在 11-17X 区间。今年碳中和政策或将反复催化相关主题，环保作为真正有成长空间、基本面正在好转的估值洼地，也会迎来不错的投资机会。

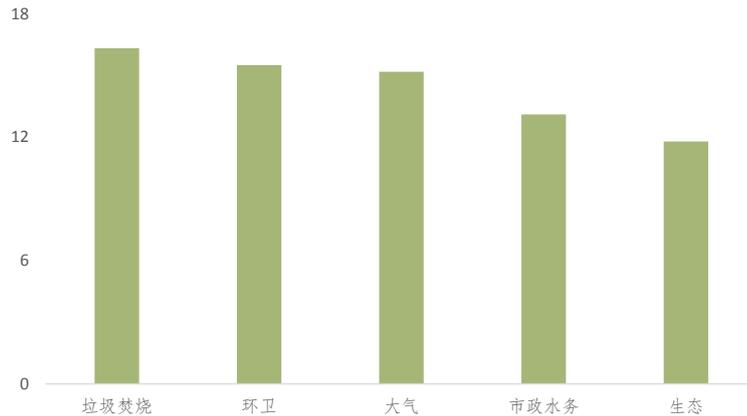
我们建议围绕大固废进行布局：1) 环卫装备融合服务，电动兑现未来：未来三年环卫服务市场化收入规模 CAGR13%，而极度分散的竞争结构为龙头提供了广阔的整合拓展空间，若 Top10 总市场份额从目前的 22% 提高到约 45%，则龙头企年化合同额 CAGR 将达到 36%。我们预计 2023 年新能源装备在传统环卫装备中的渗透率将达 30%。未来三年，环卫装备行业总收入规模 CAGR 约 15%-20%。我们坚定看好环卫赛道，认为最优竞争策略即装备融合服务+全面转向新能装备。推荐盈峰环境、宏盛科技。

2) 垃圾焚烧行业进入密集投产期：2020-30 年我国新增垃圾焚烧处理能力 CAGR24.7%，行业增长空间充足。未来河南、河北、江苏、四川、湖南等中西部省份是垃圾发电产能规划的主要区域，且项目小型化趋势显著。藉此难以达规模效应情况下，将加速产业的整合。2020-2023

年处于行业领先者的产能密集投放期，看好完成机制体制改革，二次创业力争打造一线固废企业的瀚蓝环境。

3) 垃圾分类后端，湿垃圾处理必不可少：垃圾分类后，生活垃圾中约 30%湿垃圾需要处理，我们测算湿垃圾处理设施建设规模约 500 亿元，将在 2020-2023E 释放，年均市场超百亿。垃圾分类带来的湿垃圾新增处理能力需求是现有餐厨市场规模的 1.8 倍，年度市场规模也将增长 3-5 倍，产业发展进入蓝海，企业将面临广阔的成长机遇。看好深耕湿垃圾，三年有望业绩翻番的维尔利。

图 17：环保细分行业 2021 年 P/E 落在 11-17X 区间



资料来源：wind，华金证券研究所

四、风险提示：

- 1、公共领域新能源车辆鼓励政策各地落实进度不一，新能源环卫装备渗透率提升低于预期；
- 2、国补退坡后，存量项目将面临与地方政府重新核算调价，若价格上涨不足以弥补补贴消减的影响，将降低公司盈利能力；
- 3、受疫情影响，垃圾分类体系建设及湿垃圾处理设施项目招标可能落后于期，影响公司订单获取。

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

维文声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com