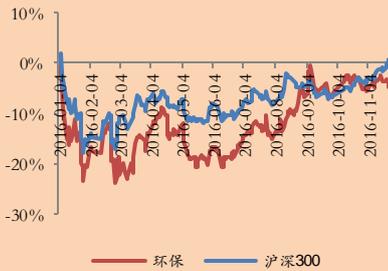




行业评级：增持

报告日期：2016-12-05



金融环保组

联系人：杨易

0551-65161591

ivanyiyang@163.com

## PPP 引领环保产业新篇章

——环保行业 2017 年度策略

### 主要观点：

#### □ 市场回顾：弱市中前行

环保指数自年初累计下跌 12.51%，估值处于近四年来历史低位。2016 年前三季度，华安覆盖的环保上市公司实现营业收入合计 1096 亿元，同比增长 20%；实现净利润合计 162 亿元，同比下降 0.11%。

#### □ 投资策略锚定：PPP 为抓手，布局细分快速成长领域

经济增速换挡，PPP 成为投资热点。“十三五”期间环保投资中社会资本投入比例占比至少在 1/3-1/2，市场规模约 5-9 万亿，看好热点环保类 PPP 中，景气度较高的市政环卫与水环境综合治理子版块。

#### □ 垃圾发电：未来主流垃圾处理方式

垃圾焚烧发电是未来垃圾处理的发展方向，商业模式清晰，盈利性强。“十三五”期间垃圾焚烧发电行业新增市场规模将近千亿元。

#### □ 环卫服务：市场化带来千亿投资机会

环卫市场化率仅为 10-15%，未来我国环卫市场化率有望提高到 60% 以上，以 PPP 模式为主的第三方服务将是环卫市场化的主要发展方式。预计 2020 年的环卫市场化份额超过 1000 亿元。

#### □ 海绵城市：PPP 模式促海面城市建设

海绵城市建设将在“十三五”期间加速落地，目前建设的已逐步落实到执行层面。“十三五”末，城市建成区 20% 以上的面积达到海绵城市的要求，每年将拉动投资额约 4000 亿元。

#### □ 污水处理：发展多元化，向农村工业领域延伸

水务行业改革向运行市场化、产权多元化迈进，未来投资热点将发力于存量市场的提标改造。相对城镇生活污水市场，工业废水和村镇污水处理市场还存在巨大缺口，未来成长空间巨大。

#### □ 推荐公司盈利预测与评级

公司	EPS (元)			PE			评级
	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	
盛运环保	0.29	0.37	0.41	37	28	26	增持
启迪桑德	1.24	1.52	1.94	27	22	17	增持
东方园林	0.46	0.67	0.94	31	21	15	增持
国祯环保	0.44	0.63	0.78	58	41	33	增持

资料来源：wind、华安证券研究所

# 目录

<b>1 市场回顾：弱市中前行</b>	<b>5</b>
1.1 行情回顾：行业整体弱于大势，子板块表现分化	5
1.2 基本面回顾：业绩向好，水处理板块快速成长	6
<b>2 投资策略锚定：PPP为抓手，布局细分快速成长领域</b>	<b>8</b>
2.1 经济增速换挡，PPP成为投资热点	8
2.2 政策红利显现，PPP将快速落地生根	10
2.3 展望“十三五”：PPP促环保产业发展	13
2.4 投资策略：把握环保发展两条主线	17
<b>3 垃圾发电：未来主流垃圾处理方式</b>	<b>18</b>
3.1 垃圾焚烧是未来垃圾处理趋势	18
3.2 垃圾发电的商业模式清晰，盈利能力强	19
3.3 政策导入+PPP模式，加入垃圾焚烧发电发展	19
3.4 个股推荐：盛运环保（300090）	22
<b>4 环卫服务：市场化带来千亿投资机会</b>	<b>23</b>
4.1 环卫市场化将迎来高峰期	23
4.2 千亿环卫市场规模开启	24
4.3 个股推荐：启迪桑德（000826）	24
<b>5 海绵城市：PPP模式促海绵城市建设</b>	<b>25</b>
5.1 未来城市不再看“海”	25
5.2 国家力推海绵城市建设，十三五开启投资热潮	26
5.3 个股推荐：东方园林（002310）	27
<b>6 污水处理：发展多元化，向农村工业领域延伸</b>	<b>28</b>
6.1 城市现代化的重要组成部分	28
6.2 运行市场化、产权多元化是行业趋势	28
6.3 个股推荐：国祯环保（300388）	30
<b>7 风险提示</b>	<b>30</b>

## 图表目录

图表 1 环保行业指数（申万）相对沪深 300 走势	5
图表 2 2016 年申万行业涨跌幅排名（2016.11.24）	5
图表 3 环保行业市盈率（申万）相对沪深 300 走势	5
图表 4 2016 年申万行业市盈率排名（2016.11.24）	5
图表 5 华安环保子行业涨跌幅排名（总市值加权平均）	6
图表 6 华安环保子行业市盈率分布（2016.11.24）	6
图表 7 华安环保行业营收增长状况	6
图表 8 华安环保产业净利润增长状况	6
图表 9 华安环保覆盖上市公司已披露年度盈利预测分布	7
图表 10 华安环保子版块营收与净利润增长情况	7
图表 11 PPP 的理念与价值	8
图表 12 GDP 及同比增速	8
图表 13 基础设施建设投资完成额及同比增速	8
图表 14 全国财政收支情况	9
图表 15 地方财政收支情况	9
图表 16 PPP 成为投资热点	9
图表 17 部分 PPP 相关文件政策汇总	10
图表 18 第三批财政部示范 PPP 项目落地时长统计	11
图表 19 发改委推介 PPP 项目一览表	12
图表 20 财政部示范 PPP 项目一览表	12
图表 21 财政部 PPP 库项目总数及落地率	12
图表 22 财政部 PPP 库项目投资额占比分布（2016Q3）	12
图表 23 2016 年环保政策盘点	13
图表 24 “十三五”环保综合治理框架	14
图表 25 环境污染治理投资总额及占 GDP 比例	14
图表 26 “十五”至“十三五”全国环保投资规模	14
图表 27 PPP 项目分类情况	15
图表 28 入库环保类 PPP 项目数量分布（2016Q3）	16
图表 29 入库环保类 PPP 项目投资额分布（2016Q3）	16
图表 30 第三批财政部示范 PPP 项目环保类数量分布	16
图表 31 第三批财政部示范 PPP 项目环保类投资额分布	16
图表 32 PPP 标的和非 PPP 标的涨跌幅排名（2016.11.24）	17
图表 33 不同市值水平标的的营收同比增长对比	17
图表 34 垃圾焚烧较填埋法的优势	18
图表 35 城市市容环境建设固定资产投资完成额	18
图表 36 城市垃圾处理固定资产投资完成额	18
图表 37 城市生活垃圾清运量	19
图表 38 城市生活垃圾无害化处理量及处理率	19
图表 39 垃圾发电行业政策一览表	19
图表 40 十三五全国城镇垃圾处理规模	21
图表 41 十三五全国城镇垃圾处理规模占比	21

图表 42 垃圾发电投资规模结构 .....	21
图表 43 垃圾发电装机容量 .....	21
图表 44 环卫 PPP 项目的优势 .....	23
图表 45 城市清扫保洁面积 .....	23
图表 46 城市市容环卫专用车票设备总数 .....	23
图表 47 环卫领域市场化空间测算 .....	24
图表 48 环卫市场细分 (2020 年) .....	24
图表 49 武汉内涝 (2016 年 7 月 6 日) .....	25
图表 50 雨洪灾害造成经济损失强度示意图 (2013 年) .....	25
图表 51 海绵城市相关政策一览表 .....	26
图表 52: 我国海绵城市建设目标与专项补助 .....	26
图表 53 首批国家试点海绵城市资金来源 (粗略统计) .....	27
图表 54 海面城市市场空间测算 .....	27
图表 55 水务处理行业特征 .....	28
图表 56 水务处理行业相关政策一览表 .....	28
图表 57 城市污水处理能力 .....	29
图表 58 县农村污水处理能力 .....	29

# 1 市场回顾：弱市中前行

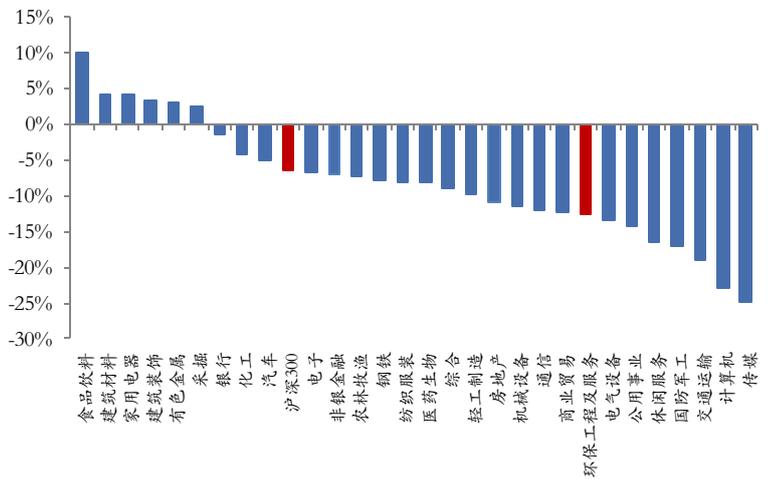
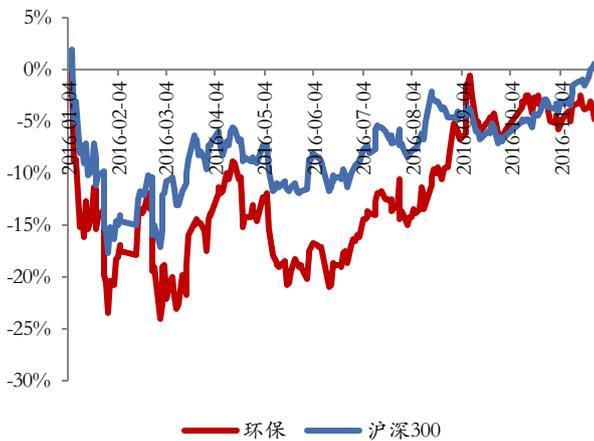
## 1.1 行情回顾：行业整体弱于大势，子板块表现分化

年初至今环保板块表现相对落后，估值大幅回落。2016 年伊始，年初两天四度熔断，为全年股市蒙上阴影，环保板块表现也同样相对落后。截至 11 月 24 日，环保指数自年初累计下跌 12.51%，同期沪深 300 指数累计下跌 6.49%，环保板块落后大盘 6.02 个百分点。

估值方面，经过上半年一轮下挫，环保板块整体估值水平处于近四年来历史低位，虽下半年估值水平得到一定缓慢修复，但仍低于历史平均水平。截至 11 月 24 日，环保板块整体市盈率为 47 倍，较年初以来下跌超过 25%，下跌空间有限，与申万其他一级行业相比处于中游水平。

图表 1 环保行业指数（申万）相对沪深 300 走势

图表 2 2016 年申万行业涨跌幅排名（2016.11.24）

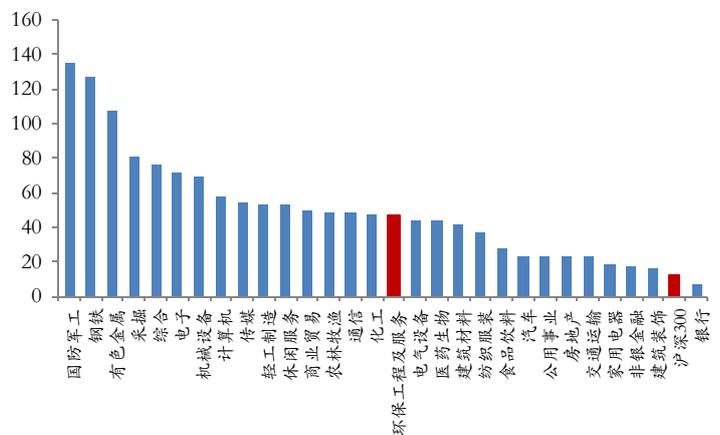
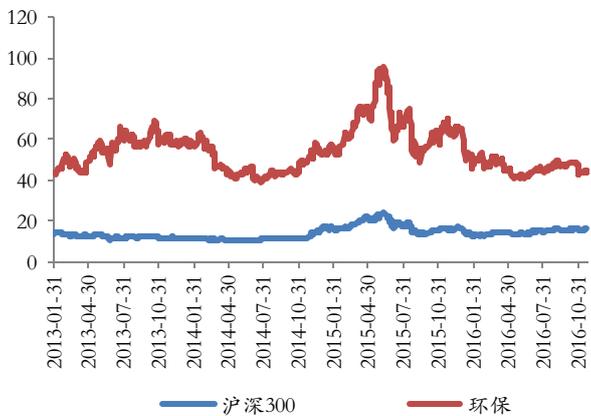


资料来源：wind、华安证券研究所

资料来源：wind、华安证券研究所

图表 3 环保行业市盈率（申万）相对沪深 300 走势

图表 4 2016 年申万行业市盈率排名（2016.11.24）



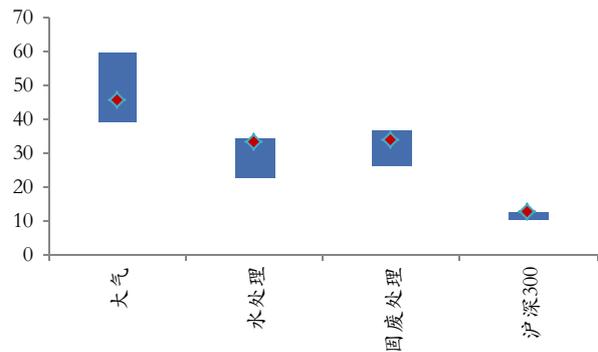
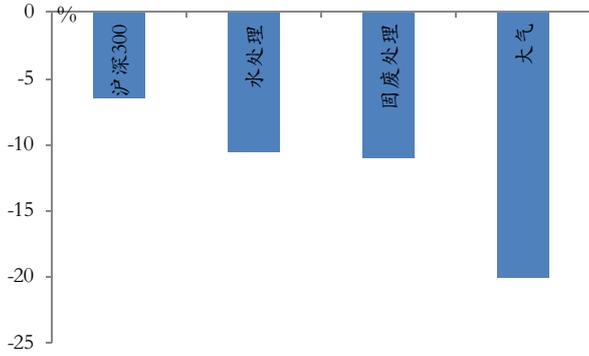
资料来源：wind、华安证券研究所

资料来源：wind、华安证券研究所

环保子版块总体弱于大盘走势，行业表现分化。截至到 11 月 24 日，大气、固废和水处理板块均落后于大盘。其中，大气板块中受脱硫脱硝市场已基本饱和的影响，市场表现疲乏。从估值的角度来看，固废领域和水处理领域整体表现虽不尽人意，整体估值水平较今年年初以来跌幅明显，且目前处于估值修复期，未来成长空间可期。

图表 5 华安环保子行业涨跌幅排名（总市值加权平均）

图表 6 华安环保子行业市盈率分布（2016.11.24）



资料来源：wind、华安证券研究所

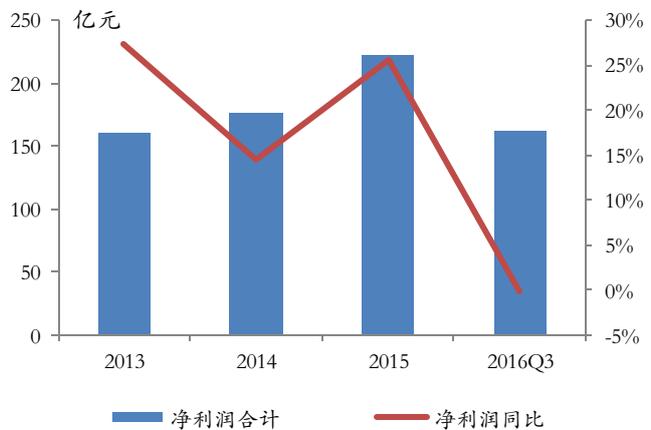
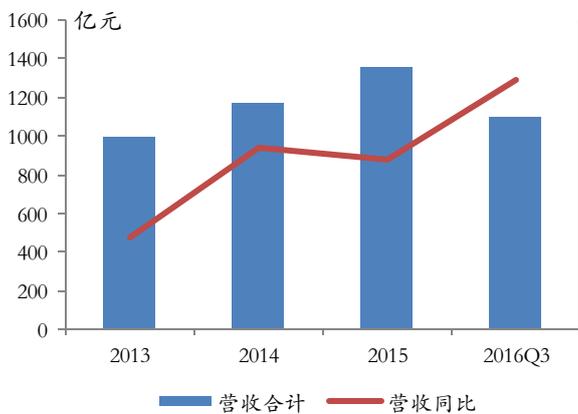
资料来源：wind、华安证券研究所

## 1.2 基本面回顾：业绩向好，水处理板块快速成长

业绩整体表现向好。从业绩方面来看，整体营收水平稳步增长，近四年以来复合增长率为 13.88%；环保整体净利润水平同样维持着较高速发展，近四年以来符合增长率为 16.29%。2016 年前三季度，华安环保所覆盖的 64 家上市公司实现营业收入合计 1096 亿元，同比增长 20%；实现净利润合计 162 亿元，同比下降 0.11%。今年前三季度的净利润增速下挫主要受大气板块拖累及怡球资源、凯美特气等业绩极值影响。根据已公布的上市公司年度盈利预测，环保行业整体净利润有望突破 250 亿元，同比增长 13% 以上，继续保持高速增长态势。

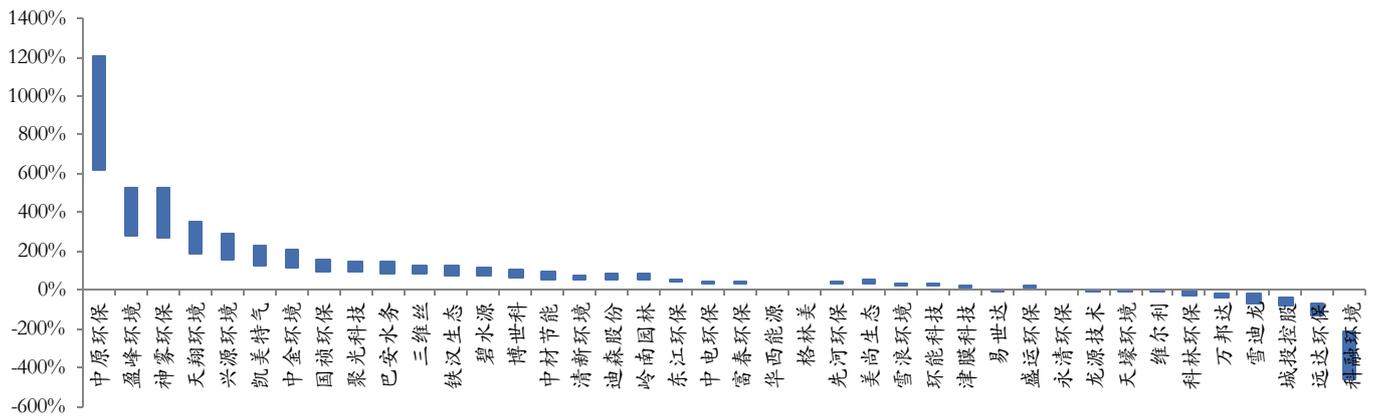
图表 7 华安环保行业营收增长状况

图表 8 华安环保产业净利润增长状况



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 9 华安环保覆盖上市公司已披露年度盈利预测分布**


资料来源：wind、华安证券研究所

水处理和固废板块占据环保产业大部分份额。从业绩上来看，水处理和固废板块由于发展较早、商业模式比较成熟，需求量大，长期是环保产业业绩的主要贡献者，2015 年前三季度主营业务合计分别为 380.7 亿元和 290.8 亿元，同比增速 29.7%和 7.3%。

**图表 10 华安环保子版块营收与净利润增长情况**

板块名称	营业收入合计 (亿元)			净利润合计 (亿元)			营收同比 (%)			净利润同比 (%)		
	2014	2015	2016Q3	2014	2015	2016Q3	2014	2015	2016Q3	2014	2015	2016Q3
大气处理	178.1	202.4	144.0	14.0	16.7	12.3	18.5	13.6	4.6	4.4	20.8	-4.7
水处理	384.5	466.8	380.7	90.0	120.5	82.4	17.5	18.2	29.7	6.0	32.8	-9.2
固废处理	342.2	375.3	290.8	51.9	60.3	44.1	15.1	9.7	7.3	28.7	17.6	5.2

资料来源：wind、华安证券研究所

## 2 投资策略锚定：PPP 为抓手，布局细分快速成长领域

党的十八届三中全会首次明确提出，允许社会资本通过特许经营等方式参与城市基础设施投资和运营，此后 PPP 模式也逐渐成为广为熟知的名词。PPP 概念的本质在于明确了公共部门和私人部门之间的伙伴关系，强调全生命周期理念，在长达 20-30 年的合作关系中，政府与社会资本需要“利益共享、风险共担”。

图表 11 PPP 的理念与价值

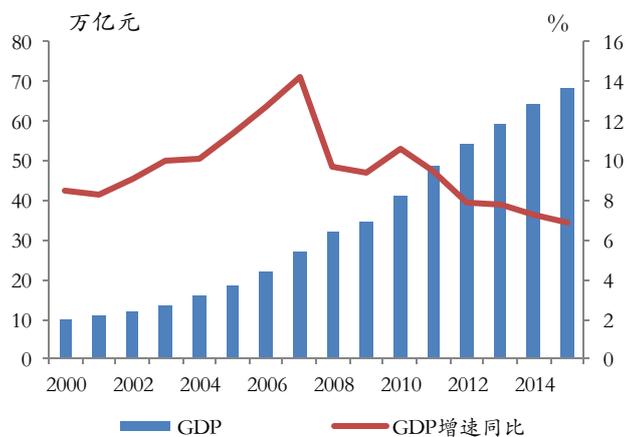
PPP 理念	PPP 价值
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 平等</li> <li>• 合作</li> <li>• 长远</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 利益共享</li> <li>• 风险共担</li> <li>• 鼓励创新</li> </ul>

资料来源：《PPP 项目财务评价与实战》、华安证券研究所

### 2.1 经济增速换挡，PPP 成为投资热点

经济下行压力持续，我国经济进入新常态。多年以来，我国主要由政府为主导持续进行基础设施投资，拉动 GDP 的快速增长，但同时也造成了财政压力日益增大，这种超常规的增长局面趋于结束。权威人士今年在人民日报连续发文，明确表示我国未来经济呈“L”型走势，且为一个长期阶段，我国正进入经济发展的新常态。“L”型经济走势的判断预示着未来我国经济运行态势总体平稳，来宏观政策围绕着适度扩大总需求，实行积极的财政政策和稳健的货币政策。

图表 12 GDP 及同比增速



图表 13 基础设施建设投资完成额及同比增速

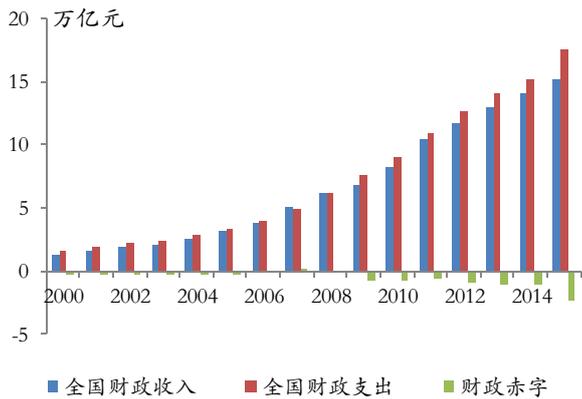


资料来源：wind、华安证券研究所

资料来源：wind、华安证券研究所

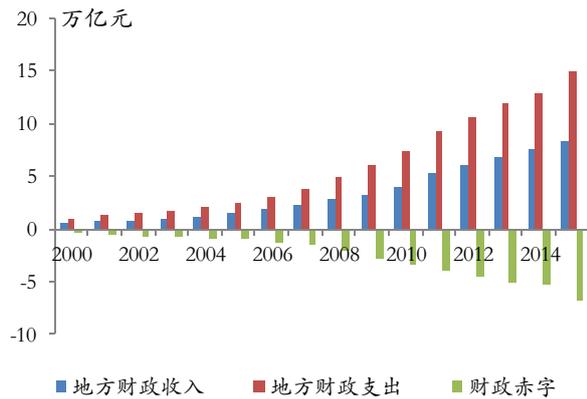
**剥离地方融资平台, PPP 成为缓解地方债务手段。**2014 年 10 月财政部发布《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(简称 43 号文), 明确强调地方政府不得再继续以融资平台公司为载体进行负债融资, 使得地方融资能力大幅受限。新预算法于 2015 年 1 月开始执行, 这切断了隶属于政府的融资平台公司依靠土地和政府及财政信用融资的渠道, 进一步强化了 43 号文, 促进 PPP 模式参与基础设施和公共服务运营。PPP 项目涉及财政性资金支付的, 需依法纳入运算, 并应经人大审批, 进一步规范财政资金的使用流程。

图表 14 全国财政收支情况



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 15 地方财政收支情况



资料来源: wind、华安证券研究所

**PPP 成为热点投资标的。**今年以来, 在资本回报率下行、地产行业进入调控期的背景下, “资产荒” 在金融市场逐渐蔓延开来。随着中央政府大力支持实体经济, 将 PPP 模式作为解决基础设施和公共事业投资的重要途径的大背景下, 具有较低风险且稳定持续现金流的 PPP 的项目将越来越受到资本市场的青睐。今年 7 月, 保监会发文放宽了保险资金投资基础设施项目的行业范围, 增加了 PPP 等可行的投资模式。PPP 项目周期长、现金流稳定, 具有抗通胀、对冲宏观经济下滑等特征, 是险资的理想型配置标的。

图表 16 PPP 成为投资热点



## 2.2 政策红利显现，PPP 将快速落地生根

**政策加码，PPP 模式日渐成熟。**自 2013 年 11 月，党的十八届三中全会首次明确提出，允许社会资本通过特许经营等方式参与城市基础设施投资和运营，标志着我国 PPP 时代的到来。2014 年以来，国务院和财政部、国家发改委等国家相关部委下发了大量文件，详细规范了 PPP 模式的应用、操作的流程、合同体系以及风险防范等领域，基本制度体系框架逐步搭建完成。2015 年以来，PPP 政策支持上升到中央层面，PPP 项目数量呈爆发式增长，签约规模和落地规模不断攀升。

图表 17 部分 PPP 相关文件政策汇总

类型	时间	政策名称	发文字号
<b>法律</b>			
	1999-08	中华人民共和国招标投标法	
	2014-08	中华人民共和国预算法（2014 年修正）	
	2014-08	中华人民共和国政府采购法	
<b>国家政策</b>			
<b>中共中央</b>	2013-11	中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定	
	2010-05	关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见	
<b>国务院</b>	2013-09	关于加强城市基础设施建设的意见	
	2014-11	关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见	国发[2014]60 号
	2013-09	关于政府向社会力量购买服务的指导意见	国办发[2013]96 号
<b>国务院办公厅</b>	2015-05	关于做好政府向社会力量购买公共文化服务工作的意见	国办发[2015]37 号
	2015-05	关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式的指导意见	国办发[2015]42 号
	2015-08	国务院办公厅关于推进城市地下综合管廊建设的指导意见	国办发[2015]61 号
<b>部门规章及文件</b>			
	2014-05	关于发布首批基础设施等领域鼓励社会投资项目的通知	发改基础[2014]981 号
	2014-12	关于开展政府和社会资本合作的指导意见	发改投资[2014]2724 号
	2015-03	关于鼓励和引导社会资本参与重大水利工程建设运营的实施意见	发改农经[2015]488 号
	2015-04	关于运用政府投资支持社会投资项目的通知	发改投资[2015]823 号
	2015-07	关于进一步鼓励和扩大社会资本投资建设铁路的实施意见	发改基础[2015]1610 号
	2015-11	关于城市地下综合管廊实行有偿使用制度的指导意见	发改价格[2015]2754 号
<b>发改委</b>	2016-08	关于国家高速公路网新建政府和社会资本合作项目批复方式的通 知(发改办基础	发改办基础[2016]1818 号)
	2016-08	关于切实做好传统基础设施领域政府和社会资本合作有关工作的 通知	发改投资〔2016〕1744 号
	2016-09	关于开展重大市政工程领域政府和社会资本合作(PPP)创新工作的 通知	发改投资[2016]2068 号
	2016-10	关于印发传统基础设施领域实施政府和社会资本合作项目工作导 则的通知	发改投资[2016]2231 号
<b>财政部公 布</b>	2010-07	关于贯彻国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的 通知相关事项的通知	财预〔2010〕412 号
	2012-12	关于制止地方政府违法违规融资行为的通知	财预[2012]463 号

2014-09	关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知	财金[2014]76号
2014-11	关于支持和规范社会组织承接政府购买服务的通知	财综[2014]87号
2014-11	关于印发政府和社会资本合作模式操作指南（试行）的通知	财金[2014]113号
2014-12	关于印发政府购买服务管理办法（暂行）的通知	财综[2014]96号
2014-12	关于规范政府和社会资本合作合同管理工作的通知	财金[2014]156号
2014-12	关于印发政府和社会资本合作项目政府采购管理办法的通知	财库[2014]215号
2015-04	关于印发政府和社会资本合作项目财政承受能力论证指引的通知	财金[2015]21号
2015-04	关于推进水污染防治领域政府和社会资本合作的实施意见	财建[2015]90号
2015-04	关于在收费公路领域推广运用政府和社会资本合作模式的实施意见	财建[2015]111号
2015-04	关于运用政府和社会资本合作模式推进公共租赁住房投资建设和运营管理的通知	财综[2015]15号
2016-05	关于进一步共同做好政府和社会资本合作（PPP）有关工作的通知	财金[2016]32号
2015-06	关于进一步做好政府和社会资本合作项目示范工作的通知	财金[2015]57号
2016-06	关于加强政府采购活动内部控制管理的指导意见	财库[2016]99号
2016-05	关于进一步共同做好政府和社会资本合作（PPP）有关工作的通知	财金〔2016〕32号
2016-10	关于联合公布第三批政府和社会资本合作示范项目加快推动示范项目建设的通知	财金[2016]91号
2016-10	关于在公共服务领域深入推进政府和社会资本合作工作的通知	财金[2016]90号

资料来源：政府网站、公开资料、华安证券研究所

**积极引入社会资本，项目落地成为政策重点。**为进一步落实社会资本的进入，在国家层面，国务院总理李克强在今年6月召开的国务院常务会议上强调要营造公平投资环境，在基础设施和公用事业等重点领域要去掉各类显性或隐性门槛；部委层面，财政部要求各级财政部门将不再安排资金和政策支持对民营资本设置差别条款和歧视性条款的PPP项目。财政部明确列示了三批示范项目落地的截止日期，并把第三批示范项目的落地周期被压缩到不到一年的时间，体现了推行PPP的重点工作由项目签约向项目落地转变。

图表 18 第三批财政部示范 PPP 项目落地时长统计

	公布日期	完成采购时间	落地时长
第一批示范项目	2014-11-30	2016年年底前完成采购	约2年
第二批示范项目	2015-09-25	2017年3月完成采购	约1年半
第三批示范项目	2014-10-13	原则上2017年9月前完成采购	不足1年

资料来源：财政部、华安证券研究所

**财政部与国家发改委明确分工，各自引领负责领域发展。**今年7月的国务院常务会议，理清了两部委在PPP领域的职责，即财政部主要统筹公共服务领域，国家发改委则主要统筹基础设施建设领域。在推介PPP项目方面，国家发改委于2015年5月建立了首个国家部委层面PPP项目库，先后推出四批PPP项目共计3764个项目，总投资超过6万亿元。财政部先后推广了三批示范项目，合计748个，总投资超过2万亿元。财政部PPP综合信息平台与今年3月正式启用，截至9月，共有6831个项目入库，总投资额超过12万亿元，落地率为26%。

**图表 19 发改委推介 PPP 项目一览表**

批次	推介时间	项目数量 (个)	总投资 (万亿)	投资领域
第一批推介 PPP 项目	2015-05	1043	1.97	水利、交通、市政设施、公共服务、生态环境等
发改委与工商联推介的 PPP 项目	2015-10	287	0.94	水利、交通、市政设施、生态环境、能源、公共服务、基础设施等
第二批推介 PPP 项目	2015-12	1488	2.26	农业、水利、交通设施、市政设施、公共服务、生态环境等
第一批向社会资本推介传统基础设施领域 PPP 项目	2016-09	1233	2.14	能源、交通运输、水利、环境保护、农业、林业以及重大市政工程

资料来源：国家发改委 PPP 专栏、华安证券研究所

**图表 20 财政部示范 PPP 项目一览表**

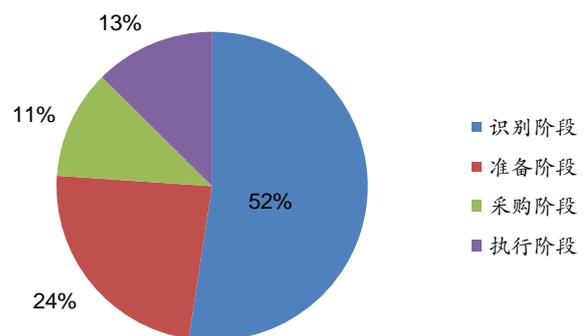
财政部示范项目	推介时间	项目数量 (个)	总投资 (亿元)	投资领域
第一批示范项目	2014-11	30	1800	供水、供暖、污水处理、垃圾处理、环境综合整治、交通、新能源汽车、地下综合管廊、医疗、体育等
第二批示范项目	2015-09	206	6589	教育、交通、市政、水务、体育、文化、养老医疗等
第三批示范项目	2014-10	516	11708	交通运输、市政工程、生态建设和环境保护、水利、医疗、能源等

资料来源：财政部 PPP 中心、华安证券研究所

注：财政部第一批 PPP 示范项目原为 30 个，后调出 4 个，现为 26 个

**图表 21 财政部 PPP 库项目总数及落地率**


资料来源：财政部 PPP 中心、华安证券研究所

**图表 22 财政部 PPP 库项目投资额占比分布 (2016Q3)**


资料来源：财政部 PPP 中心、华安证券研究所

## 2.3 展望“十三五”：PPP 促环保产业发展

**“十三五”顶层设计：环保产业新一轮发展。**从陆续出台的“十三五”规划来看，国家将重拳整治环境污染，下决心走出一条经济发展与环境改善双赢之路。与“十一五”、“十二五”相比，在目标实施上，环保“十三五”规划将从单一目标（总量控制目标、减排目标），变成双目标（环境质量改善和污染物总量控制）。在文字表述方面，首次提出“实行最严格的环境保护制度”，并在“十三五”规划在生态环保方面四处使用了“最严格”，这标志着国家对于环境保护和生态治理的决心。另外值得注意的是，部分与环保相关的指导意见不再由环保部单独发布，其他部门独立或者联合发布已成常态化，这表明环保政策的落实需要各方的协同与配合。无论从环保目标设定还是各部委联合执法下文，国家对环保重视程度空前提高，这为环保产业的发展提供了契机。

图表 23 2016 年环保政策盘点

“十三五”规划	法制建设	市场培育
<ul style="list-style-type: none"> <li>“十三五”生态环境保护规划</li> <li>“十三五”控制温室气体排放工作方案</li> <li>“十三五”环境检测质量管理体系工作方案</li> <li>“十三五”科技发展规划纲要</li> <li>“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划（征求意见稿）</li> <li>“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设计划（征求意见稿）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>新大气污染防治法</li> <li>土壤污染防治行动计划</li> <li>全民节水行动计划</li> <li>环境损害鉴定评估技术指南</li> <li>水污染防治法（修订草案）（征求意见稿）</li> <li>环境保护税法（草案）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>关于积极发挥环境保护作用促进供给侧改革指导意见</li> <li>关于构建了绿色金融体系指导意见</li> <li>关于促进绿色消费的指导意见</li> <li>关于进步进一步鼓励和引导民间资本进入城市供水、燃气、供热、污水和垃圾处理行业的意见</li> <li>关于培训环境治理和生态环保市场主体的意见</li> </ul>

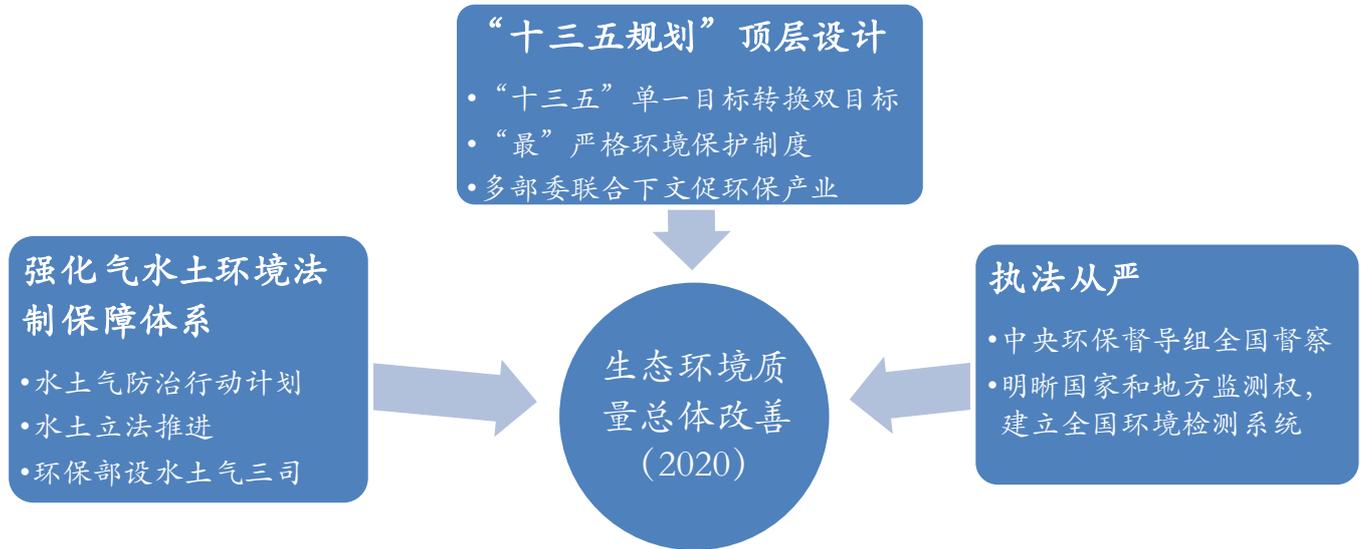
资料来源：公开资料、华安证券研究所

**“十三五”强化治保障：水土立法+组建水气土三司。**今年是“十三五”开局之年，年初新大气的施行，年中“土十条”如期出台，与“大气十条”、“水十条”一同成为国家打赢土壤、大气和水污染治理工作三大战役的利器。立法方面，有序推进水污染防治法、土壤污染防治法制定工作。目前政府已经发布《水污染防治法》的征求意见稿，环保部计划在“十三五”期间内完成法修订草案的起草。另外本届全国人大常委会将土壤污染防治法列入了立法规划一类项目，预计 2017 年提交全国人大常委会，填补土壤污染治理方面没有专门的单行法律的空白。监管机构改革方面，环保部于今年完成了机构改革，组建了水、大气、土壤三大司局，对应三大污染防治计划，标志着我国环境治理按要素协同管理进入实质操作阶段。

**“十三五”执法从严：中央督导监察+全国环境监控体系。**从 2016 年起，中央环保督查组计划用两年的时间完成对全国各省区市的全面督察，其中首批中央环保督察工作已完成，第二批行动即将启动，这向社会传递了中央铁腕整治污染

的决心。“十三五”期间，我国要全面建成空气、地表水和土壤等环境检测质量控制体系，建立全国统一的实时在线环境监控系统。与“十二五”期间不同是，将推行省以下环保机构监测监察执法垂直管理，明晰国家和地方监测权，保障大气、水、土壤污染防治行动计划考核用数据质量。

图表 24 “十三五”环保综合治理框架



资料来源：华安证券研究所

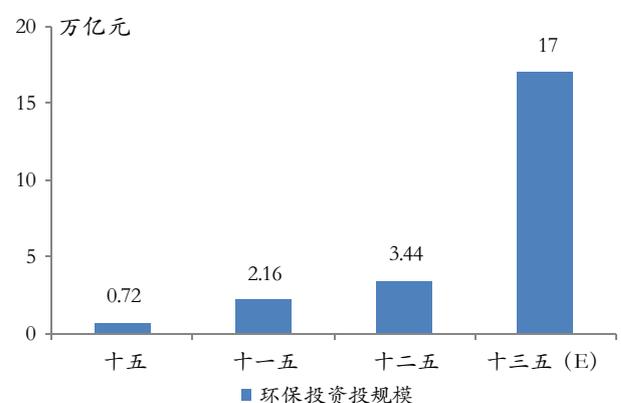
**环保投入不足，发展 PPP 模式已成为必然趋势。**“十二五”期间，我国环保投资 3.4 万亿元，根据国家环保部环境规划院估算，整个“十三五”期间环保投资将达到 17 万亿人民币。面对日益庞大的环境保护潜在需求，政府在财政资源投资方面面临巨大的压力，投入不足的问题空前突出，迫使政府主导型的运行模式已不在适应当前我国环保产业的发展趋势，建设多元化投融资体系是我国环保产业面临的重大问题。当前，引入 PPP 模式，吸纳社会资本，已然成为环保行业发展的最大主题。据有关专家估算，“十三五”期间，环保投资中社会资本投入比例占比至少在 1/3-1/2，PPP 模式作为引入社会资本的主要手段将在环保产业的发展中大放异彩。

图表 25 环境污染治理投资总额及占 GDP 比例



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 26 “十五”至“十三五”全国环保投资规模



资料来源：前瞻产业研究院、公开资料、华安证券研究所

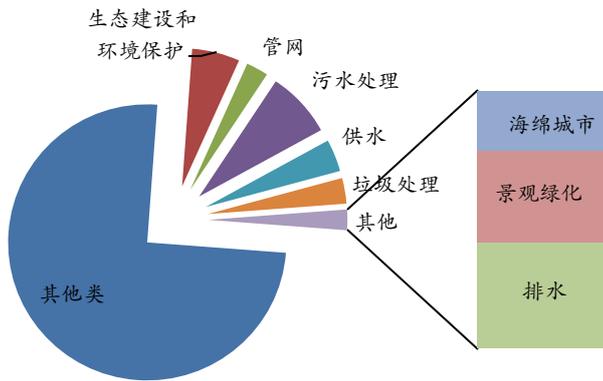
在库 PPP 项目中，环保类占比较大。按财政部 PPP 中心的行业划分，环保类 PPP 共涉及 3 个一级行业和 10 个二级行业。从 PPP 中心最新公布的数据来看，环保类项目总数占到 25%，投资总额占比 12%，其中污水处理、垃圾处理和海绵城市占比较多。在近期公布的财政部第三批示范项目中，环保类项目占总项目数的 42%，占投资总额的 22%。数量较多的子行业为污水处理，综合治理，管网、垃圾处理等，与前两次示范项目不同的是，新增了海绵城市，体现了国家层面对其推广的重视。

图表 27 PPP 项目分类情况

一级行业	二级行业
市政工程	供水、排水、污水处理、供电、供气、供热、供冷、公园、停车场、广场、景观绿化、海绵城市、管网（包括地下综合管廊）、垃圾处理（不包括垃圾发电）、市政道路、公交、轨道交通、其他等 18 个二级行业
生态建设和环境保护	综合治理、湿地保护、生态建设和环境保护等
交通运输	高速公路、一级公路、二级公路、铁路、航道航运、交通枢纽、港口码头、机场、隧道、桥梁、仓储物流、其他等 12 个二级行业。
片区开发	园区开发、城镇化建设、土地储备、厂房建设、其他等 5 个二级行业。
水利建设	防洪、饮水、灌溉、水库、水利枢纽等
医疗卫生	医院、公共卫生机构、乡镇卫生所、社区卫生机构等
能源	垃圾发电、充电桩、生物质能、光电、煤电、能源储备、风电、水电等
文化	文化场馆、古城保护、文物保护等
养老	养老业、老年公寓、医养结合等
教育	普通高校、职业教育、普通高中、义务教育、学前教育等
科技	智慧城市、信息网络建设等
社会保障	残疾人事业服务机构、社会福利机构、就业服务机构、殡葬等
旅游	生态旅游、文化旅游、观光旅游、农业旅游、旅游配套设施
农业	农产品交易中心、粮油物资储备等
保障性安居工程	棚户区改造、保障性住房、农村危房改造等
政府基础设施	党政办公场所建设、公共安全部门场所建设、培训中心等
林业	-
体育	-
其他	-

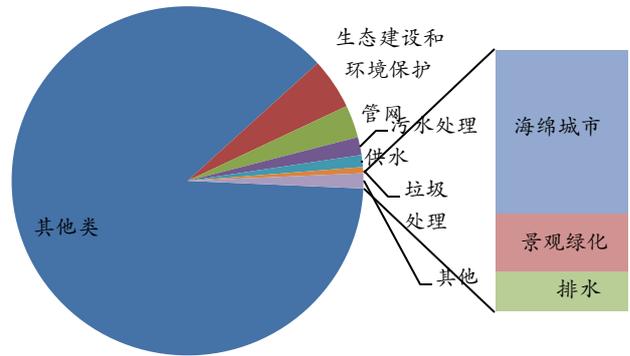
资料来源：财政部 PPP 中心、华安证券研究所

图表 28 入库环保类 PPP 项目数量分布 (2016Q3)



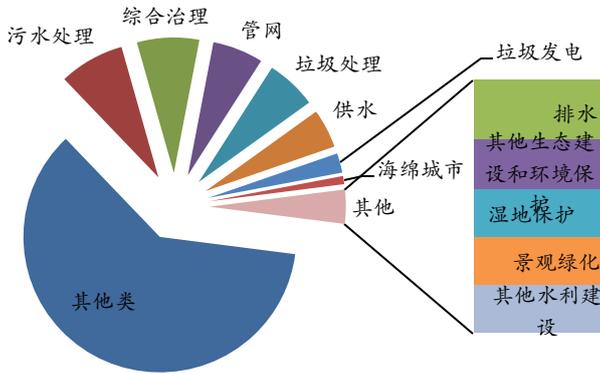
资料来源: wind、财政部 PPP 中心、华安证券研究所

图表 29 入库环保类 PPP 项目投资额分布 (2016Q3)



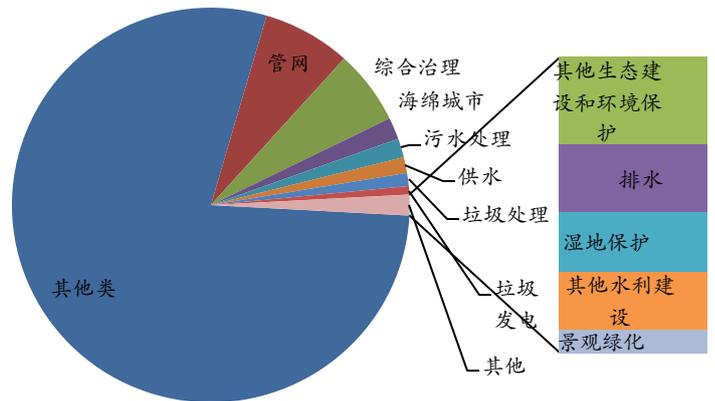
资料来源: wind、财政部 PPP 中心、华安证券研究所

图表 30 第三批财政部示范 PPP 项目环保类数量分布



资料来源: wind、财政部 PPP 中心、华安证券研究所

图表 31 第三批财政部示范 PPP 项目环保类投资额分布



资料来源: wind、财政部 PPP 中心、华安证券研究所

**看好市政环卫&水环境综合治理等高景气环保子行业。**环保部联合国家发改委在培育环保产业的指导意见中指出要培育 50 家以上产值过百亿的环保企业。此外财政部还要求各地新建垃圾处理、污水处理板块项目要“强制”应用 PPP 模式，并鼓励其他公共服务领域运用 PPP 模式。我们认为市政环卫和水环境综合治理领域将最有可能产生百亿级上市公司。其原因一是两者在环保市场化进程中，发展较早，相对市场化程度比较高，在未来环保产业市场化空前逐渐打开的过程中将得到飞速的发展；二是在 PPP 领域应用中，两者技术需求相对统一，用户相对单一，便于推广和应用。

- 市政环卫方面：在“十二五”期间，我国城镇生活垃圾处理有着多项“未完成指标”，预计在“十三五”期间，国家加大对城镇生活垃圾处理的投资力度。对于垃圾焚烧方面，城市生活垃圾焚烧处理是国际上发达国家的主要路线，计划到 2020 年，垃圾采用焚烧方式处理达到 50%，未来市场空间巨大。
- 水环境综合治理：我国水资源短缺、水质污染严重，用水需求的持续增长使水资源供给面临严重供需矛盾。因此。在未来较长时间内，水环境

综合治理行业将保持刚性需要属性。在“水十条”及新环保法等政策出台的刺激下，我们预计“十三五”期间将是水处理领域发展将进入高峰期，看好海绵城市和污水处理板块。

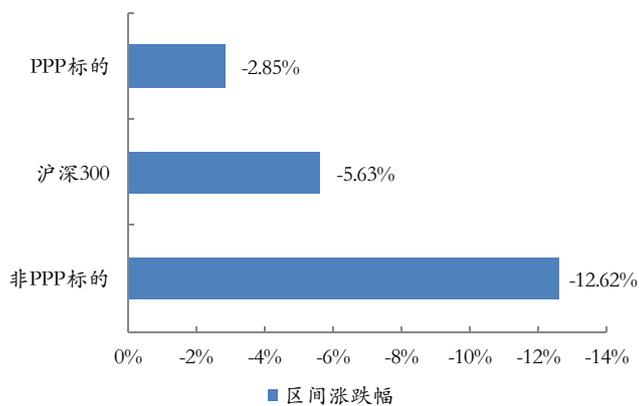
## 2.4 投资策略：把握环保发展两条主线

我们认为 PPP 是环保产业当前及未来最大投资主题，并在 2017 年投资标的选择上把握两条主线：

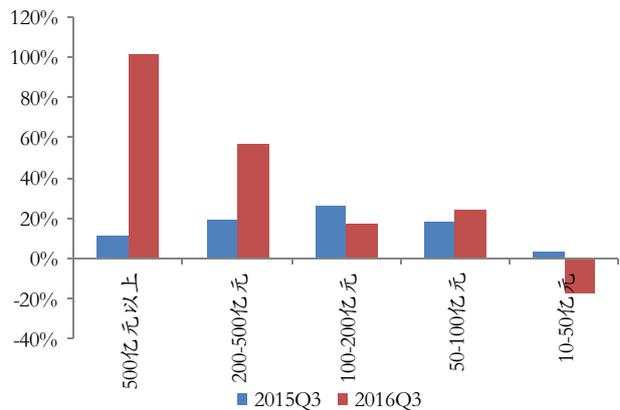
1) PPP 标的与非 PPP 标的差异明显，建议关注在受到 PPP 政策倾斜明显、市场化程度相对较高、高景气度子版块中的寻求投资标的。我们在对比 PPP 和非 PPP 标的市场表现时发现，PPP 对环保公司市场表现已经显现，预计未来这一趋势将持续将强。

2) 二八分化显现，出现强者恒强局面，建议关注战略规划明确、业务横向纵向扩张、拥有丰富 PPP 项目建设及运营经验、拿单能力强的大型上市企业。我们在对比不同市值水平上市公司营收同比增长时发现，大型环保公司规模效应明显且在加强，环保类 PPP 项目订单投资额普遍较大，这对企业融资能力、拿单能力、项目建设与运营能力提出了较高要求，预计未来环保公司大型化、平台化的趋势将更为明显。

图表 32 PPP 标的和非 PPP 标的涨跌幅排名 (2016.11.24)      图表 33 不同市值水平标的的营收同比增长对比



资料来源：wind、华安证券研究所



资料来源：wind、华安证券研究所

## 3 垃圾发电：未来主流垃圾处理方式

### 3.1 垃圾焚烧是未来垃圾处理趋势

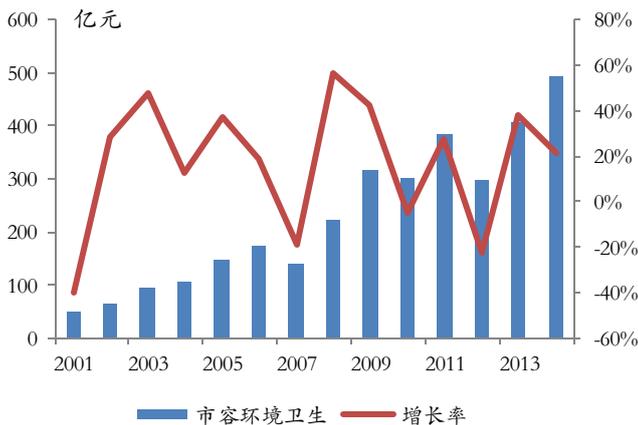
现在的垃圾处理，主要是以填埋为主，建焚烧厂，既焚烧垃圾同时发电，正在各地兴起，是未来的发展方向。卫生填埋曾是我国处理垃圾的主要方法，但占用大量土地资源、渗滤液处理成本较高、易造成二次污染。垃圾焚烧与填埋法相比，能更有效的实现“减量化、资源化、无害化”。因此，在人口密度较高而土地资源紧缺的国家，垃圾焚烧已经成为生活垃圾处理的主要方式。政府投资方面，城市市容环境建设固定资产投资中完成额是反映国家对市政环卫投资力度，自2000年以来总体呈快速上涨趋势，2014年市容环境完成固定资产投资将近500亿元，较上年增长21%。其中，垃圾处理完成固定资产投资130亿元，保持稳步增长态势。

图表 34 垃圾焚烧较填埋法的优势



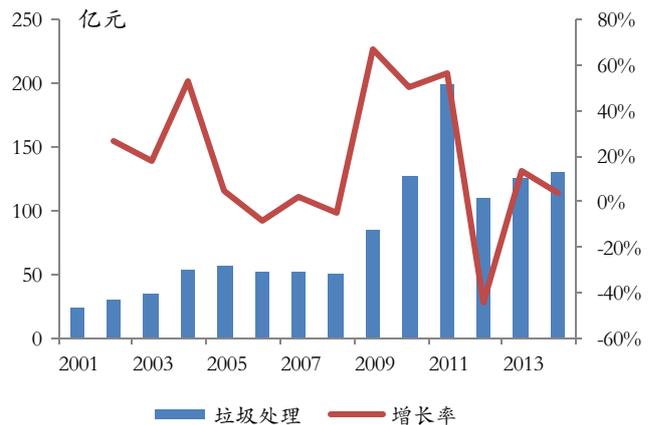
资料来源：公开资料、华安证券研究所

图表 35 城市市容环境建设固定资产投资完成额



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 36 城市垃圾处理固定资产投资完成额

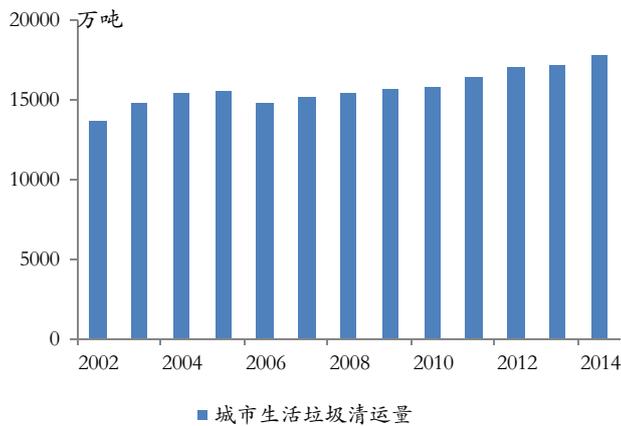


资料来源：wind、华安证券研究所

### 3.2 垃圾发电的商业模式清晰，盈利能力强

垃圾焚烧公司的运营模式是，与政府签订 BOT 或 BOO 协议，负责项目的投资、建设、运营，最后收入主要来源于政府垃圾处置费的补贴和上网电费。从收入端来看，垃圾焚烧运营不仅从政府处获取补贴，还可以通过销售电力获得收入，盈利保障力度较大。2012 年 3 月，发改委颁发《关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》规定垃圾发电全国统一标杆电价为 0.65 元/千瓦时。但垃圾处理补贴标准存在明显的差异性，一方面与垃圾发电项目所在的地域有关，东部发达地区补贴标准普遍较高，中西部地区偏低。

图表 37 城市生活垃圾清运量



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 38 城市生活垃圾无害化处理量及处理率



资料来源：wind、华安证券研究所

### 3.3 政策导入+PPP 模式，加入垃圾焚烧发电发展

引入社会资本，改变政府单一投资局面。随着我国市场经济体制改革的深入，国家相关部委先后出台了一系列文件，适时开放了城市生活垃圾收运、设施建设与运营市场，引导国有企业、外资、民营资本积极进入，改变了长期以来单一由政府投入的局面。随着市场化的推进及 PPP 模式对社会资本的吸引，未来垃圾焚烧发电将进入快速发展期。

图表 39 垃圾发电行业政策一览表

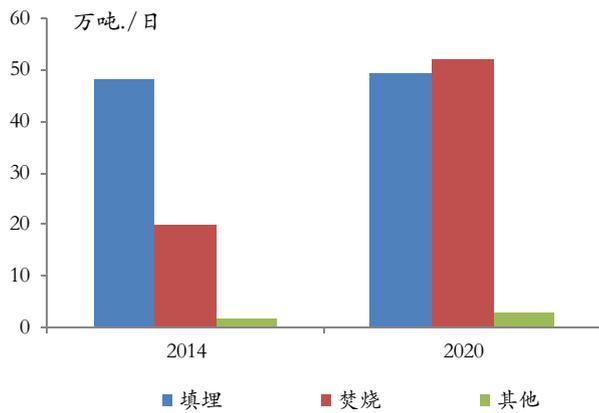
年份	政策名称	涉及垃圾焚烧发电行业主要内容
2000	当前国家鼓励发展的环保产业设备（产品）目录（第一批）	将城市生活垃圾焚烧处理成套设备列入目录
2001	城市生活垃圾焚烧处理工程项目建设标准	首次规范焚烧厂建设标准和经济测算
2001	生活垃圾焚烧污染控制标准	规定了垃圾焚烧厂选址、技能指标和排放限制等
2002	关于推进城市污水、垃圾处理产业化发展的意见	明确已建垃圾处理设施的城市开征垃圾处理费，专项用于项目建设与运营维护

2002	关于加快市政公用行业市场化进程的意见	积极稳妥地推进市政公用行业市场化进程
2005	中华人民共和国可再生能源法	鼓励发展生活垃圾焚烧处理，为垃圾焚烧发电项目电力并网和收购提供了保障
2006	关于加强城镇生活垃圾处理场站建设运营监管的意见	落实规划和工作责任制，加强对城镇生活垃圾处理场站的监督和管理
2006	可再生能源发电价格和费用分摊管理试行办法	明确了垃圾焚烧发电电价补贴政策及实施期限
2008	财政部国家税务总局关于资源综合利用及其他产品增值税政策的通知	垃圾发电产品实行增值税即征即退政策
2010	生活垃圾焚烧污染控制标准（征求意见稿）	规定了垃圾焚烧厂选址、设计、运行与管理的污染控制等
2010	关于加强生活垃圾处理和污染综合治理工作的意见（征求意见稿）	稳步强推垃圾分类，健全垃圾收运体系
2011	“十二五”节能减排综合性工作方案	促进垃圾资源化利用，鼓励开展垃圾焚烧发电和供热、餐厨废弃物资源化利用
2011	国家环境保护“十二五”规划	到 2015 年，全国城市生活垃圾无害化处理率达到 80%，鼓励焚烧发电和供热等资源化利用方式
2012	关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知	垃圾焚烧发电执行全国统一垃圾发电标杆电价每千瓦时 0.65 元
2012	“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划	2015 年生活垃圾焚烧处理设施能力占全国城市生活无害化处理能力的 35%，东部地区达到 48%
2013	国务院关于加快发展节能环保产业的意见	在 2015 年前把环保产业打造成国民经济新的支柱产业
2013	关于加强城市基础设施建设的意见	到 2015 年，36 个重点城市垃圾全部实现无害化处理，涉及城市生活垃圾无害化处理率达到 90% 左右；到 2017 年，涉及城市生活垃圾得到有效处理
2016	“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划(征求意见稿)	提出了六大任务，确定“十三五”生活垃圾无害化建设目标
2016	关于进一步加强城市生活垃圾焚烧处理工作的意见	到 2020 年要达到 50% 的垃圾采用焚烧方式处理

资料来源：政府网站、公开资料、华安证券研究所

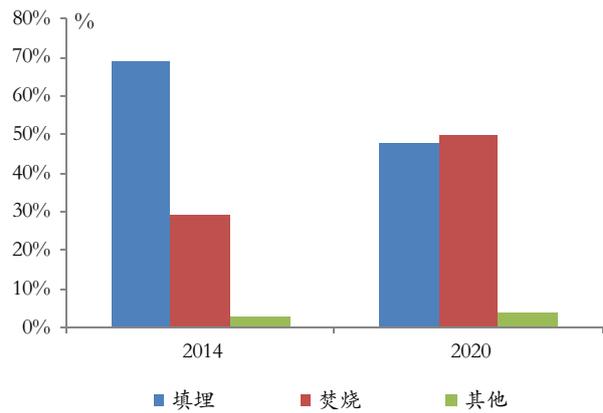
**“十二五”未完成预期目标，“十三五”将加大建设力度。**近日公布的“‘十二五’全国城镇生活垃圾处理主要指标实现情况统计表显示，在“十二五”期间我国城镇生活垃圾处理有着多项“未完成指标”。计划投资的 2636 亿元仅完成 1039 亿元，仅占比 39.4%。为推进“十三五”城镇生活垃圾处理设施建设工作，发改委和住建部编制了《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划(征求意见稿)》。意见稿提出了加快处理设施建设、推动建立回收新模式、加大存量治理力度、推进餐厨垃圾资源化利用与无害化处理、推行垃圾分类、加强监管能力建设等六大主要任务。计划“十三五”期间，全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设总投资约 1924 亿元，到 2020 年底，全国城镇生活垃圾焚烧处理设施能力占无害化处理总能力的 50% 以上。

图表 40 十三五全国城镇垃圾处理规模



资料来源: wind、华安证券研究所

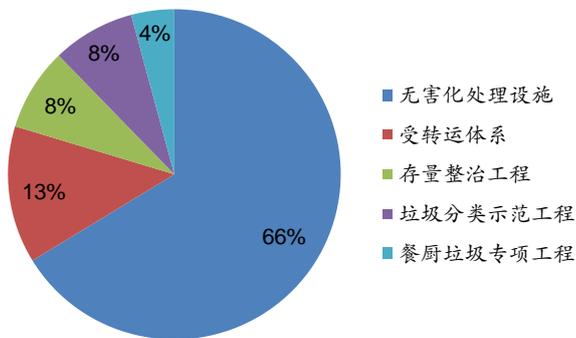
图表 41 十三五全国城镇垃圾处理规模占比



资料来源: wind、华安证券研究所

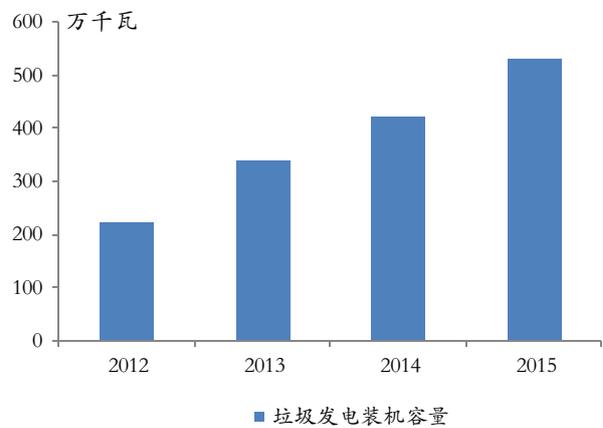
**垃圾焚烧发电行业新增市场规模将近千亿元。**我们以“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划为参考，以过去 10 年城市垃圾清运量平均增速 8% 来计算，保守估计我国城镇生活垃圾焚烧无害化处理量在 2020 年将达到 1.3 亿吨，若加上村镇垃圾处理量，成长规模将更大。根据中国产业信息网的估算，在建设上，2016-2020 年新增投资为 388-647 亿元；在运营上，2016-2020 年垃圾焚烧发电运营市场规模为 208-228 亿元。综上，保守估计 2017-2020 年，垃圾焚烧发电行业新增市场规模将近千亿元。

图表 42 垃圾发电投资规模结构



资料来源: 中国产业信息网、华安证券研究所

图表 43 垃圾发电装机容量



资料来源: 中国产业信息网、华安证券研究所

### 3.4 个股推荐：盛运环保（300090）

#### 剥离传统输送机械类业务，布局垃圾焚烧发电产业链

公司于 2013 年通过收购中科通用将业务重心转移至垃圾焚烧发电领域，形成了咨询设计、设备制造、建设总包、运营管理的全产业链布局。公司在新技术新产品力求突破创新，成功研发了拥有自主知识产权的炉排炉技术，具备独立生产炉排炉的能力。

#### 在手订单充沛，保障未来业绩增长

公司目前已在安徽、山东等运营 8 个垃圾焚烧发电项目，按年初计划，下半年共有 10 处垃圾焚烧发电项目积极建设，项目落地速度大幅提升。2015 年垃圾焚烧项目订单总额超过 60 亿元，总处理能力超过 1.25 万吨/日。2016 年上半年新获订单 14.5 亿元，总处理能力 5800 万吨/日。公司充足在手订单及综合运营管理能力，为公司未来业绩稳定增长保驾护航。

#### 并购安贝尔环保，开拓危废领域

公司 5 月发布公告，拟收购安贝尔环保不低于 51% 股权，进军危废领域。此次收购是公司在危废领域布局第一环，通过收购获取并购公司相关专利技术、设备和危废经营许可证，结合公司已有的传统医废处理技术，快速切入危废领域，打造固废处理综合平台，是未来业绩新的增长点。公司 8 月收购唐县垃圾填埋场，向环卫进军，逐步向垃圾焚烧发电上游环卫领域拓展产业链。此外，公司与中建设签署框架协议，拟以 PPP 模式为主，在城市水务、固废治理等市政环保领域开展深度合作。

#### 盈利预测与估值

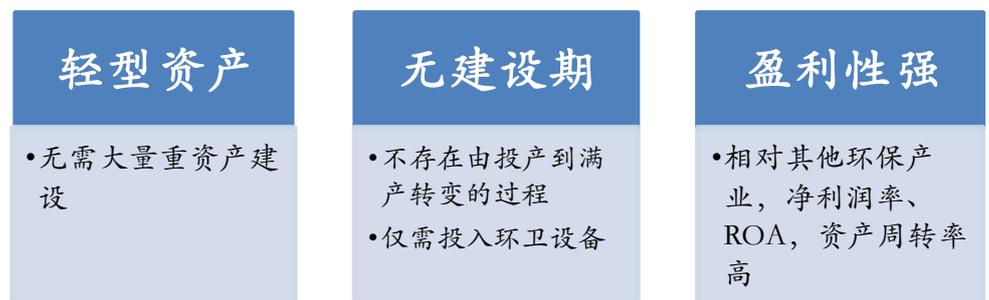
伴随公司垃圾焚烧发电项目积极推进，以及公司在危废领域的积极布局，我们认为公司丰富的在手订单转化为业绩速度将会加快，业绩持续向好，危废领域未来发展所带来的业绩提振可期。我们预计公司 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.29 元、0.37 元、0.41 元，对应的 PE 分别为 37 倍、28 倍、26 倍，维持“增持”评级。

## 4 环卫服务：市场化带来千亿投资机会

### 4.1 环卫市场化将迎来高峰期

**环卫市场化已经展开。**环卫服务业，城市公共事业的一部分，工作的主要内容是对城市环境卫生和城市市容市貌进行维护。环卫服务是垃圾焚烧行业的上游，但前垃圾清扫、运输等工作大多还由环卫等相关部门负责。据统计环卫市场化率仅为 10-15%，参照美国环卫市场的发展经验来看，未来我国环卫市场化率有望提高到 60%以上。以 PPP 模式为主的第三方服务将是环卫市场化的主要发展方式，在此大背景下，环卫服务领域也即将迎来一个高速增长期。

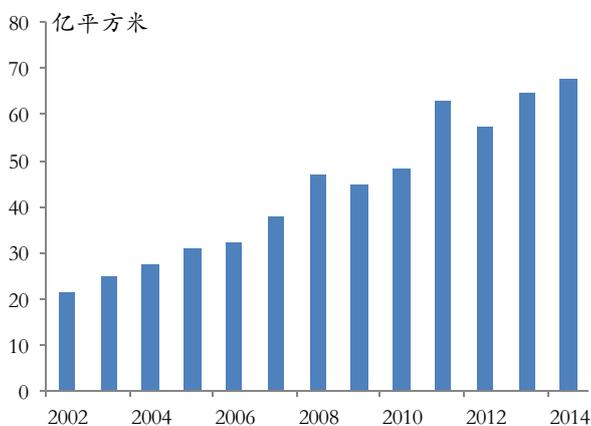
图表 44 环卫 PPP 项目的优势



资料来源：公开资料、中国产业信息网、华安证券研究所

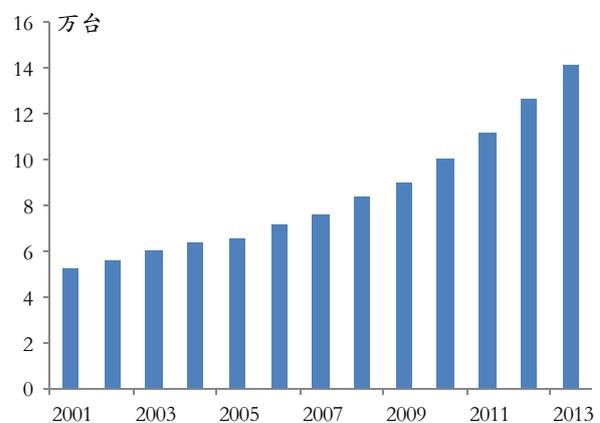
**未来垃圾清运，城市：提升清运效率，农村：扩大收运范围。**据测算，目前在每日 100 万吨的生活垃圾产生量中，城市清运空间约 60 万吨/日，其中约 50 万吨/日得到了清运；而县城和农村垃圾清运空间约 40 万吨/日，其中只有 18 万吨/日得到了有效清运。我国目前生活垃圾收集范围尚未覆盖到全部国土范围，仍有大量农村地区和部分城市的垃圾未得到有效收集。针对农村地区，2015 年，住建部等 10 部委发布的指导意见要求到 2020 年，全国 90% 以上村庄的生活垃圾得到有效治理。

图表 45 城市清扫保洁面积



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 46 城市市容环卫专用车票设备总数

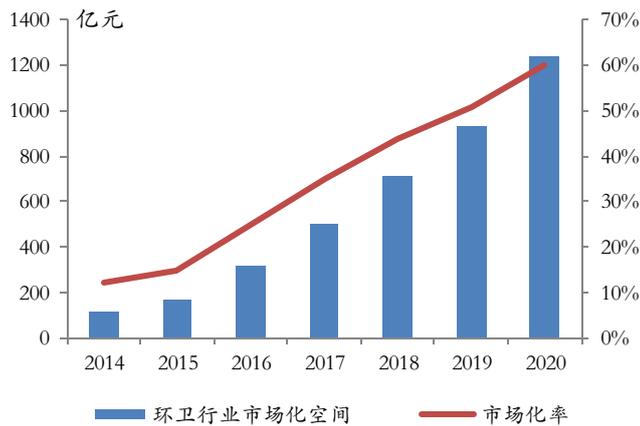


资料来源：wind、华安证券研究所

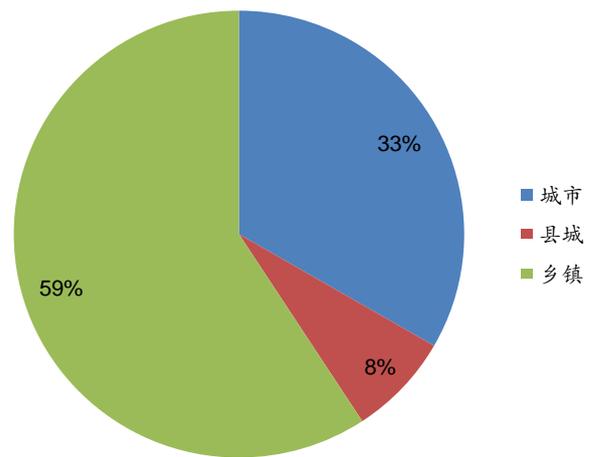
## 4.2 千亿环卫市场规模开启

环卫服务主要收入来源是道路清扫和垃圾清运,道路清扫的比例在 70%左右。当前环卫市场以城市为主,逐渐向乡镇发展的态势。根据中国产业信息网测算,2014 年我国现有环卫服务市场的规模 995.7 亿元,根据近五年的平均增速,2020 年预计是规模在 2000 亿元左右。假设 2020 年市场化程度达到 60%,2020 年的环卫市场化份额超过 1000 亿元。

图表 47 环卫领域市场化空间测算



图表 48 环卫市场细分 (2020 年)



资料来源: 中国产业信息网、华安证券研究所

资料来源: 中国产业信息网、华安证券研究所

## 4.3 个股推荐: 启迪桑德 (000826)

### 致力于废物资源化和环境资源的可持续发展

公司掌握了城市生活垃圾、城市污泥、工业废弃物、医疗垃圾和电子垃圾处置的最前沿技术,在固废处理领域提供“一站式”服务。公司成功实施了世界上规模最大的生活垃圾综合处理项目并在工业危险废弃物处置领域有极高的市场占有率。2015 年桑德集团与启迪科服达成战略合作,雄厚的股东实力为公司的未来发展奠定坚实基础。

### 定增助推“环卫+固废”协同发展

公司拟定增 95 亿,其中 62% 投向环卫业务,彰显公司对未来环卫市场发展的信心。资金运作方面,一方面是提高环卫车辆的生产能力,另一方面打造顶尖的综合环卫云平台,大数据价值不可限量。环卫业务与公司原本固废板块协同效应较强,预计未来将迎来业绩的大规模释放。

### 盈利预测与估值

我们预计公司 2016-2018 年的 EPS 分别为 1.24 元、1.52 元、1.94 元,对应的 PE 分别为 27 倍、22 倍、17 倍,给予“增持”评级。

## 5 海绵城市：PPP 模式促海绵城市建设

### 5.1 未来城市不再看“海”

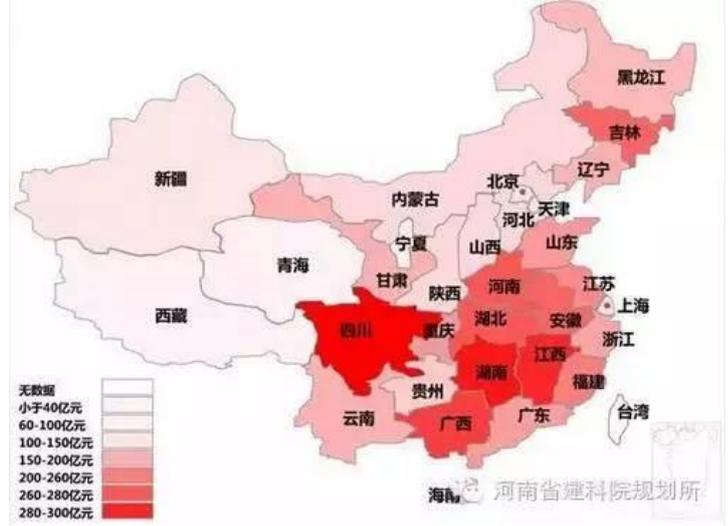
**海绵城市：实现雨洪资源化。**由于城镇化，市区地面普遍硬化，雨水无法就地地下慎，一旦雨水过急，很容易造成城市内涝。过去做法加强城市地下排水系统，但在极端气候条件下，城市内涝灾害频发。今年6月底，长江中下游普遍出现强降雨，湖北省武汉市遇到有气象记录以来最强降水，不到三天降雨量超过了武汉全年1/3的雨量。除了武汉外，南方许多城市也同样遭遇了暴雨，如安徽省巢湖市遭遇8年来罕见暴雨，其中7月1日，巢湖站日降雨量达291毫米，突破该站气象记录极值。海绵城市建设迫在眉睫。

图表 49 武汉内涝 (2016 年 7 月 6 日)



资料来源：凤凰网、华安证券研究所

图表 50 雨洪灾害造成经济损失强度示意图 (2013 年)



资料来源：河南省建科院规划所、华安证券研究所

**海绵城市建设将在“十三五”期间加速落地。**2014年2月国家首次提出海绵城市这一概念，与传统城市建设模式相比，海绵城市注重减少地表径流，加大雨水就地地下渗，从而减少防洪压力，实现雨洪的资源化，本着尊重自然，顺应自然的指导思想。2015年4月和2016年4月，分别公布了第一批和第二批海绵城市试点建设城市名单，共有30个城市入选。海绵城市建设的已逐步落实到执行层面，海绵城市的建设大力展开也将成为“十三五”期间水环境综合治理领域的重要投资主题。

**图表 51 海绵城市相关政策一览表**

效力层级	发布时间	发布部门	名称	发文字号
国务院	2015/10/11	国务院办公厅	国务院办公厅关于推进海绵城市建设的指导意见	国办发[2015]75号
部委	2014/10/22	住房城乡建设部	海绵城市技术指南-低影响开发雨水系统构建(试行)	建成函[2014]275号
	2014/12/31	财政部、住房城乡建设部、水利部	财政部住房城乡建设部水利部关于开展中央财政支持海绵城市建设试点工作的通知	财建[2014]828号
	2015/7/10	住房城乡建设部	住房城乡建设部办公厅关于印发海绵城市建设绩效评价与考核(试行)的通知	建办城函[2015]635号
	2015/8/12	水利部	水利部关于印发推进海绵城市建设水利功过的指导意见的通知	水规计[2015]321号

资料来源：国家政府网站、公开资料、华安证券研究所

## 5.2 国家力推海绵城市建设，十三五开启投资热潮

**海绵城市落实已上升至国家层面。**“十三五”根据《国务院办公厅关于推进海绵城市建设的指导意见》，我国海绵城市建设的目标是将70%的降雨就地消纳和利用，到2020年，城市建成区20%以上的面积达到海绵城市的要求。为了达到建设目的，海绵城市建设资本来源主要由政府财政补贴和社会资本组成。其中政府专项补助分为中央补助和地方补助。若采用PPP模式并融资规模达到一定比例，国家财政将给予补助奖励。剩余资本主要依赖于社会资本，主要采用PPP模式。在2016年10月公布的财政部第三批示范项目中，首次新增了海绵城市项目，由此可见海绵城市在国家层面进行推广与落地。

**图表 52: 我国海绵城市建设目标与专项补助**

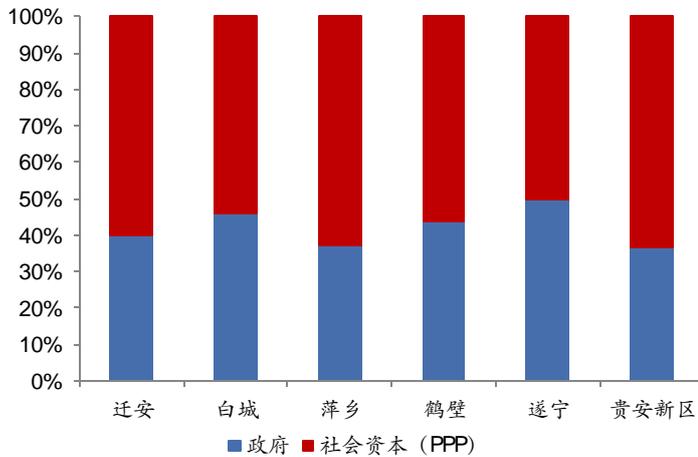
目标	专项补助
<ul style="list-style-type: none"> <li>•将70%的降雨就地消纳和利用</li> <li>•2020年：城市建成区20%以上面积达到海绵城市要求</li> <li>•2030年，城市建成区80%以上面积达到海绵城市要求</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•中央财政：直辖市：6亿/年；省会城市：5亿/年；其他城市：4亿/年。采用PPP模式达到一定比例，将按上述补助基数奖励10%</li> <li>•地方财政：各地区补贴不同</li> </ul>

资料来源：《国务院办公厅关于推进海绵城市建设的指导意见》、华安证券研究所

**“十三五”期间海绵城市将开启投资热潮。**按照到2020年实现城市建成区20%以上的面积达到海绵城市目标要求，每平方公里的投资额约为1.9亿元来算，“十三五”期间海绵城市投资额将超过2万亿元，未来每年将拉动投资额约4000亿元。我们预期2017年将成为海绵城市加速推进及项目落地的一年，PPP模式是海绵城市建设的首选。据粗略的统计，以第一批海绵城市试点城市为例，如迁安、白城、萍乡、鹤壁、遂宁和贵安新区6个城市，PPP模式的平均占比达到58%，

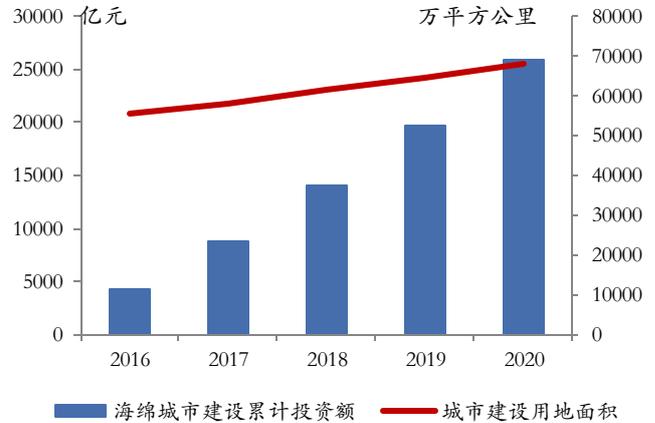
中央及地方财政的占比为 42%。由此可见，PPP 已经在海绵城市建设潮中发挥非常重要的作用，未来关于海绵城市的 PPP 项目将会进一步的释放与落地。

图表 53 首批国家试点海绵城市资金来源（粗略统计）



资料来源：政府网站、公开资料、华安证券研究所

图表 54 海绵城市市场空间测算



资料来源：公开资料、华安证券研究所

### 5.3 个股推荐：东方园林（002310）

#### 低谷期二次创业转型，积极响应 PPP 领域

从 2014 年开始，在地方财政紧张的大背景下，城市景观建设增速开始放缓。困局之下，公司谋求战略转型，公司自 2013 年提出了“三位一体”生态综合治理理念，并积极响应国家力推的 PPP 领域，使得公司快速成为海绵城市 PPP 领域的先行者。公司 2015 年新签 PPP 订单约 300 亿元，2016 年上半年已中标 PPP 项目益达 243 亿，公司将继续利用在设计、技术、施工、金融等领域积累的先发优势，加大市场开拓力度，获取更多 PPP 项目订单及推进项目落地

#### 外延并购，加快环保战略转型进程

公司相继收购了中能环保、中山环保，布局危废、乡镇污水处理市场。中能环保是固体废物无害化处置及资源化利用的环保型企业，具备 20 万吨的固废处理资质。根据公司的规划，未来三年目标新增 100 万吨的年危废处理产能。收购中山环保是公司落实确立“三位一体”水环境综合治理与危废两大战略布局的重要一环，是未来公司盈利的新增长点。

#### 盈利预测与估值

考虑到“十三五”期间海绵城市在国家层面的力推，以及公司在 PPP 领域的深耕，公司订单转化业绩速度将加快；公司展开外延并购，未来业绩提振可期。我们预计公司 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.46 元、0.67 元、0.94 元，对应的 PE 分别为 31 倍、21 倍、15 倍，给予“增持”评级。

## 6 污水处理：发展多元化，向农村工业领域延伸

### 6.1 城市现代化的重要组成部分

污水处理行业是指生产和提供水务产品及服务主体的集合。这包括水务服务、再生水的生产与利用、污水处理后所产生污泥的处理等。由供水系统和污水处理系统组成的水务系统向用户提供自来水供应和污水处理服务，是公共服务的核心内容，是城市现代化的重要组成部分。

图表 55 水务处理行业特征

不可替代性和收益稳定性	自然垄断型	环境性	资源型	准公共性
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 水是生活必需品</li> <li>• 收益稳定但偏低</li> <li>• 稳定的现金流</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 区域水务公司具有区域垄断性</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 水是生态基础，是环保的重要一环</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 我国水资源贫乏，被列为世界最贫水的13个国家之一</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 水务行业提供的是公共产品，既有经济效益，又有社会效益。</li> </ul>

资料来源：E20 产业研究院、华安证券研究所

### 6.2 运行市场化、产权多元化是行业趋势

政策方面，我国水务行业改革向运行市场化、产权多元化迈进。《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》明确指出鼓励民间资本积极参与市政公用企事业单位的改组改制，具备条件的市政公用事业项目可以采取市场化的经营方式，向民间资本转让产权或经营权，进一步深化市政公用事业体制改革。积极引入市场竞争机制，大力推行市政公用事业的投资主体、运营主体招标制度，建立健全市政公用事业特许经营制度。随着我国水务行业改革的不断深入，我国水务行业呈现服务产业化、运行市场化、产权多元化的发展趋势。

图表 56 水务处理行业相关政策一览表

发布时间	政策名称	涉及水务行业主要内容	发文字号
2000	国务院关于加强城市供水节水和水污染防治工作的通知		国发[2000]26 号
2012.06	重点流域水污染防治规划 2011-2015	以源头雪见-改善质量-防范风险为主线，实施流域-控制区-控制单元分区防控	环发[2012]58 号
2013.01	城镇污水与污水处理条例	指导行业发展和设施建设的重要文件。	国务院令 第 641 号
2015.04	关于推进水污染防治领域政府和社会资本合作的实施意见		财建[2015]90 号
2015.04	关于印发水污染防治行动计	加快水价的市场化改革，实行阶梯水价；保证	国发[2015]17 号

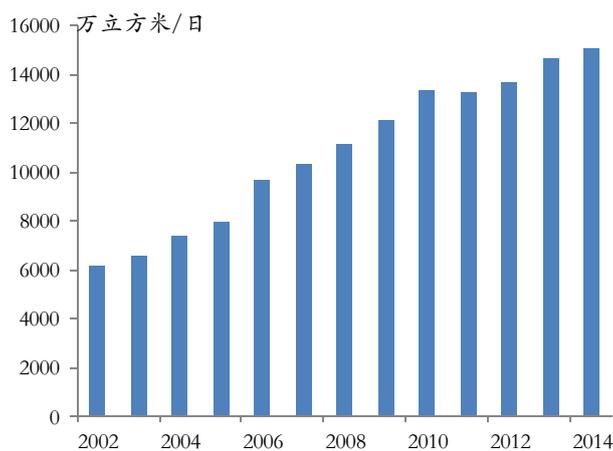
	划的通知	县城和重点镇具备污水收集处理能力，加强管网建设力度。	
2015.10	中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见	进一步深化水务行业阶梯水价、污水处理费的改革，充分发挥价格对资源保护与涵养的作用。	中发[2015]28号
2015.01	关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知	进一步明确不同地区居民与非居民污水处理的价格调整方案，合理制定和调整收费标准，加大污水处理费的收缴力度。	发改价格[2015]119号
2016.05	水资源税改革试点暂行办法	在河北省境内全面试点水资源税改革，明确具体征收办法与税收减免条件。	财税[2016]55号

资料来源：国家政府网站、公开资料、华安证券研究所

**看好城市生活污水提标改造、工业废水以及农村生活污水处理三大市场。**城市生活污水处理升级改造从“十五”到“十二五”期间，我国城市污水治理市场经历了迅速的发展。2000年至2014年，城市污水处理率由34.3%上升到了90.2%，随着城市生活污水处理市场逐渐饱和，未来投资热点将发力于存量市场的提标改造。相对城镇生活污水市场，工业废水和村镇污水处理市场还存在巨大缺口，未来成长空间巨大。

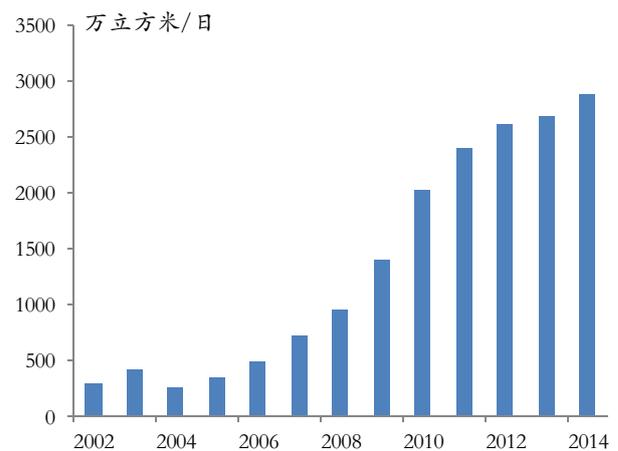
- 城市生活污水处理：环保部便发布《城镇污水处理厂污染物排放标准》敏感地区现有污水处理设施2018年1月1日起执行一级A标准，即2017年底前需完成提标改造。
- 工业废水处理：我国工业废水处理比例仍然偏低，具有产出量大、覆盖面广、种类繁多，处理难度大、成本高的特征，未来处理比例具有很大的提高空间。单是化工废水处理市场，未来每年将达到约2,000亿元，是城市污水的近三倍。
- 农村污水处理：我国农村污水治理市场存在巨大的缺口，未来我国农村生活污水市场规模巨大。

图表 57 城市污水处理能力



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 58 县农村污水处理能力



资料来源：wind、华安证券研究所

## 6.3 个股推荐：国祯环保（300388）

### 一流的水环境综合利用服务商

公司成立于 1997 年，早期主营业务以热电联产业务为主。公司自 2000 年开始通过兼并中联环保，逐渐剥离原热电领域资产，转型进入生活污水处理业务领域。公司于 2014 年 8 月在深圳创业板上市。公司长期致力于水资源综合利用，公司主营业务涉及市政污水处理、工业废水处理、小城镇污水、小流域治理等环保工程的设计研发、工程承包、设备研发与集成、运营管理、投融资服务。目前在全国拥有 90 余座污水处理厂，运营规模约 300 万吨/日以上。

### 在手订单充沛，保障业绩发展

公司市政污水处理业务立足安徽市场，遍及全国是十一个省份。营运类项目方面，2016 年前三季度新增订单 6 个，总投资金额 6.1 亿元。其中已有 5 个项目已签订合同。处于施工期的项目 8 个，处在运营期的项目共 64 个，多以托管运营和 BOT 为主，前三季度已确定营运收入达 4.1 亿元。环境工程 EPC 方面，全国已建成各种污水处理工艺的工程项目 200 多项。2016 前三季度公司新增订单达 46 个，其中已签订的订单数为 36 个。公司确定收入订单 33 个，金额为 3.5 亿元。公司在手订单达 57 个，未确认收入金额为 11.7 亿元。

### 巩固市政污水，布局热点行业

公司从之前单一的城市水环境治理扩展延伸到工业废水处理、村镇环境治理、污泥处理、流域治理、管网等环保热点领域。自 2015 年开始，公司在内部相继成立水环境事业部和管网事业部，外部引入了九红株式会社做为战略投资者，收购了麦王环境和挪威 GEAS，深化了公司在市政水环境综合服务能力和重点工业行业领域的零排放能力、村镇水环境综合服务能力，与传统市政水务业务形成良好的补充和互动。

### 股权&期权激励，彰显公司业务拓展信心

公司于 2015 年实施了员工股权激励。公司向公司经营层以及核心骨干共 337 激励对象发行了总量为 1,397 万股股票。此次股权激励计划考核目标为 15-17 年净利润 3 年复合增速 9%。公司今年 10 月 20 日发布期权激励计划方案。公司向 125 名激励对象授予 1575 万份股票期权。此次期权激励计划业绩考核目标为 16-18 年净利润 3 年复合增速 36%，远高于 15 年股权激励 15-17 年净利润 3 年复合增速 9% 的业绩目标，彰显公司管理层对未来业绩提振的信心。

### 盈利预测与估值

公司致力于打造一流的水环境综合利用服务商。公司在手订单充沛，保障了公司近两年的盈利能力。财政部近期通知所要求对各地新建污水处理项目“强制”应用 PPP 模式，考虑到公司对工业废水、小城镇污水等热点领域的布局，我们预计公司 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.44 元、0.63 元、0.78 元，对应的 PE 分别为 58 倍、41 倍、33 倍，维持“增持”评级。

## 7 风险提示

政策变化风险；政策推动与落实不及预期；项目落地不及预期。

## 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。