

2021年05月10日

环保及公用事业

环保板块 2020 年报+2021Q1 业绩综述：基本面向好，防御性突出；碳中和助力环保领域备受关注

■2020 年业绩稳步增长，2021Q1 表现亮眼。环保板块 2020 年报和 2021 年一季度报已披露完毕，各板块两级分化突出。安信环保板块 102 家上市公司共实现营业收入 3357.2 亿元，同比增长 13.6%；归母净利润 173.89 亿元，同比减少 24%（主要系中金环境、启迪环境、京蓝科技归母净利润大幅减少所致），剔除极端影响后，归母净利润 227.1 亿，基本与上年持平；单就 2020 年四季度，环保板块上市公司实现营业收入 1174.39 亿元，同比增加 14.3%，归母净利润-25.72 亿元，剔除极端影响后，归母净利润 32 亿，业绩实现积极向好改善；2021 年 Q1 实现营收 781 亿元，同比增加 38%，归母净利润实现 69 亿元，同比上涨 72%。

■低估值环保板块基本面向好，防御属性突出，营收状况稳定增长。根据申万一级分类的各板块营收和归母净利增速对比，20 年营收和利润增速靠前的均以内需为主板块，SW II 环保工程及服务 2020 年整体营收增速为 14.1%，排名第 4，归母净利润增速为-4.0%，排名第 19；2021 年一季度 SW II 环保工程及服务整体营收增速为 42.1%，排名第 12，归母净利润增速为 119.0%，排名第 15。在整体市场受疫情影响下，环保市政运营类的刚需性和防御性凸显，估值触底回升趋势明显。

■细分板块：

水治理板块，根据 WIND 数据，2020 年水治理板块（共 24 家上市公司）实现收入 418 亿元，同比减少 6.4%；归母净利润合计-7.8 亿元，同比下滑 131%，剔除中金环境极端影响后，归母净利润 11.8 亿元，同比下滑 53.1%。水处理板块近年来受 PPP 影响，整体收入维持在 400 亿左右，但净利润受疫情、资产减值、商誉减值影响波动较大。2021 年一季度分别实现收入和净利润 83.1 亿元、6.6 亿元，同比上涨 38.9%和 68.6%。今年一月份，发改委发布了《关于推进污水资源化利用的指导意见》，随着污水资源化的持续推进，污水处理市场有望进一步释放。

固废板块，根据 WIND 数据，2020 全年大固废板块实现收入 1341.45 亿元，同比增加 14%；归母净利润 95.57 亿元，同比下降 9%；毛利率为 25.3%，同比降低 2.51pct，净利润率 1.61%，同比降低 9.4pct。现金流方面，固废板块 2020 年收现比 92%，同比下降 7.3pct；经营性活动现金流净额/营收比例为 15.9%，同比下降 4.4pct，整体来看，固废板块的现金流状态在稳步改善，尤其是危废处置和环境修复行业，收现比分别为 106%和 104%。资产负债率方面，2020 年固废板块整体资产负债率在 56.2%，同比提升 2.2pct，主要是再生资源板块负债率

行业动态分析

证券研究报告

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	4.13	4.35	7.99
绝对收益	3.35	-9.63	34.04

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080002
shaoli@essence.com.cn
021-35082107

汪磊

报告联系人

wanglei4@essence.com.cn

相关报告

公用事业 2020 年年报及 2021 年一季报总结：2020 疫情影响下业绩保持稳定，一季度公用事业景气度提升 2021-05-07

环保公用板块持仓 0.43%，持仓向龙头企业聚焦 2021-05-06

推进碳排放交易市场核查工作，持续关注碳中和落实进度 2021-05-02

加快清洁低碳转型发展，统筹能源与生态和谐发展 2021-04-25

生态环境保护工作有序推进，政策引领行业发展 2021-04-18

较高，基本保持在 60%以上。

固废板块中细分环卫板块，受益于环卫市场化不断提高、爱国运动、社保减免等优惠政策，2020 年全年环卫板块营收、归母净利润均大幅增长。根据 WIND 数据，2020 年环卫板块实现营业收入 304 亿元，同比增加 33.5%；实现归母净利润 31.3 亿元，同比增长 50.6%；2021 年一季度环卫板块营收达 69.5 亿元，同比增长 40.9%；实现归母净利润 6 亿元，同比增长 32.5%。一季度环卫板块业绩大幅增长主要受去年疫情影响，部分环卫服务项目招标延期。环卫行业受益于环卫服务市场空间释放，新能源环卫装备渗透率提升，未来业绩有望快速增长。

固废板块中细分垃圾处理板块，受益于垃圾分类等红利政策，2020 年垃圾处理板块营收、归母净利润均保持增长。根据 WIND 数据，2020 年垃圾处理板块实现营业收入 669 亿元，同比增加 33.5%；归母净利润 61.2 亿元，同比增长 5.4%（剔除启迪环境极端影响）；2021 年一季度垃圾处理板块营收达 160.1 亿元，同比增长 26.8%；归母净利润 15.4 亿元，同比增长 70.8%，一季度垃圾处理板块业绩大幅增长。垃圾焚烧行业格局已经基本固化，受益于较强的现金造血能力及需求的刚性属性，随着垃圾焚烧项目投产高峰到来，未来板块业绩仍有提升空间。

■**投资建议：碳中和背景下政策利好环保板块，关注新能源环卫装备及垃圾焚烧发电的优质标的。**建议关注环卫装备+服务协同优势明显的【盈峰环境】以及背靠宇通集团，“新能源设备+环卫服务”一体化发展的【宏盛科技】。垃圾发电在政策需求双重推动下，市场空间仍可观，建议关注致力于“无废城市”建设的固废龙头【瀚蓝环境】。

■**风险提示：项目推进不及预期，政策落地不及预期，市场竞争加剧，融资改善不及预期，产能利用率不及预期。**

内容目录

1. 环保板块年报一季报综述：低估值环保板块基本面向好，防御属性突出；碳中和助力环保领域备受关注.....	5
2. 水治理板块：基本面持续改善，现金流企稳.....	7
3. 固废板块：需求确定，业绩增速稳定，利润仍有向上弹性.....	11
3.1. 固废板块整体：需求确定，业绩增速稳定.....	11
3.2. 环卫板块：营收、归母净利润大幅增长，政策助力新能源环卫未来可期.....	13
3.3. 垃圾处理板块：受益于垃圾分类，营收及归母净利润保持增加.....	16
4. 投资策略：碳中和背景下政策利好，行业成长性可预见.....	19
5. 风险提示.....	20

图表目录

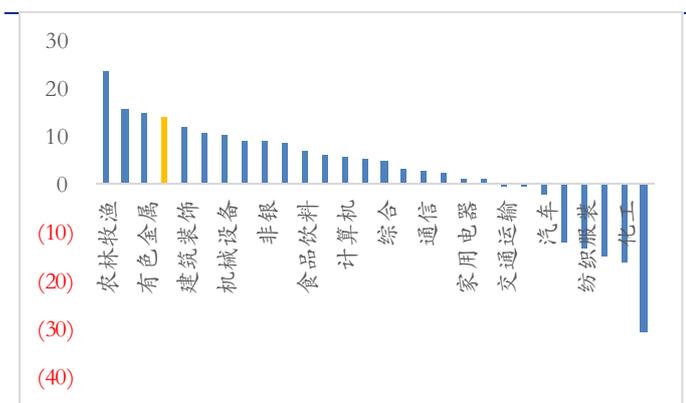
图 1：2020 年 SW 一级各板块收入（YOY）比较（%）.....	5
图 2：2021Q1SW 一级各板块收入增速（YOY）比较（%）.....	5
图 3：2020 年 SW 一级各板块归母净利润增速（YOY）（%）.....	5
图 4：2021Q1SW 一级各板块归母净利润增速（YOY）（%）.....	5
图 5：环保板块历年营收、归母净利润（亿元）及增速.....	6
图 6：环保板块历年 Q1 归母净利润（亿元）及增速.....	6
图 7：2020 年环保细分板块收入增速.....	7
图 8：2020 年环保细分板块归母净利润增速.....	7
图 9：2021 年 Q1 环保细分板块收入增速.....	7
图 10：2021 年 Q1 环保细分板块归母净利润增速.....	7
图 11：历年水治理板块营收、归母净利润（亿元）及增速.....	8
图 12：历年 Q1 水治理公司营收、归母净利润（亿元）及增速.....	8
图 13：历年水治理板块毛利率和净利率（%）.....	8
图 14：历年 Q1 水治理板块毛利率和净利润率（%）.....	8
图 15：历年水治理板块资产负债率（%）.....	9
图 16：历年 Q1 水治理板块资产负债率（%）.....	9
图 17：历年水治理板块收现比（%）.....	9
图 18：历年 Q1 水治理板块收现比（%）.....	9
图 19：历年水治理板块经营性现金流净额/收入（%）.....	9
图 20：历年 Q1 水治理板块经营性现金流净额/收入（%）.....	9
图 21：历年水治理板块 ROE 及 ROA（%）.....	10
图 22：历年 Q1 水治理板块 ROE 及 ROA（%）.....	10
图 23：固废板块历年营收、归母净利润（亿元）及增速.....	11
图 24：历年固废板块及各细分板块收入增速.....	12
图 25：历年固废板块及各细分板块归母净利润增速.....	12
图 26：历年固废板块毛利率（%）.....	12
图 27：历年固废板块净利润率（%）.....	12
图 28：历年固废板块收现比（%）.....	12
图 29：历年固废板块经营性现金流净额/营收（%）.....	12
图 30：历年固废板块资产负债率（%）.....	13
图 31：历年 Q1 固废板块资产负债率（%）.....	13
图 32：历年环卫板块营收、归母净利润（亿元）及增速.....	13

图 33: 历年 Q1 环卫板块营收、归母净利润 (亿元) 及增速.....	13
图 34: 历年环卫板块毛利率和净利率 (%)	14
图 35: 历年环卫板块资产负债率及 ROE (%)	14
图 36: 历年环卫板块收现比 (%)	14
图 37: 历年环卫板块经营性现金流净额/收入 (%)	14
图 38: 2015-2021Q1 盈峰环境营业收入 (亿元) 及增速.....	15
图 39: 2015-2021Q1 盈峰环境归母净利润 (亿元) 及增速.....	15
图 40: 2015-2021Q1 盈峰环境 ROE (%)	15
图 41: 2015-2021Q1 盈峰环境 ROA (%)	15
图 42: 2015-2021Q1 宏盛科技营业收入 (亿元) 及增速.....	15
图 43: 2015-2021Q1 宏盛科技归母净利润 (亿元) 及增速.....	15
图 44: 2015-2021Q1 宏盛科技 ROE (%)	16
图 45: 2015-2021Q1 宏盛科技 ROA (%)	16
图 46: 2015-2021Q1 龙马环卫营业收入 (亿元) 及增速.....	16
图 47: 2015-2021Q1 龙马环卫归母净利润 (亿元) 及增速.....	16
图 48: 2015-2021Q1 龙马环卫 ROE (%)	16
图 49: 2015-2021Q1 龙马环卫 ROA (%)	16
图 50: 历年垃圾处理板块营收、归母净利润 (亿元) 及增速.....	17
图 51: 历年 Q1 垃圾处理板块营收、归母净利润 (亿元) 及增速.....	17
图 52: 历年垃圾处理板块毛利率和净利率 (%)	17
图 53: 历年垃圾处理板块资产负债率及 ROE (%)	17
图 54: 历年垃圾处理板块收现比 (%)	18
图 55: 历年垃圾处理板块经营性现金流净额/收入 (%)	18
图 56: 2015-2021Q1 瀚蓝环境营业收入 (亿元) 及增速.....	19
图 57: 2015-2021Q1 瀚蓝环境归母净利润 (亿元) 及增速.....	19
图 58: 2015-2021Q1 瀚蓝环境 ROE (%)	19
图 59: 2015-2021Q1 瀚蓝环境 ROA (%)	19
图 60: 环保板块 PETTM.....	19
表 1: 安信环保板块标的.....	6
表 2: 主要水治理公司分类.....	7
表 3: 2020 年及 2021 年 Q1 主要水治理公司经营业绩 (亿元)	10
表 4: 主要固废公司分类.....	11
表 5: 2020 及 2021Q1 主要环卫公司经营业绩 (亿元)	14
表 6: 2020 及 2021Q1 主要环卫公司经营业绩 (亿元)	18

1. 环保板块年报一季报综述：低估值环保板块基本面向好，防御属性突出；碳中和助力环保领域备受关注

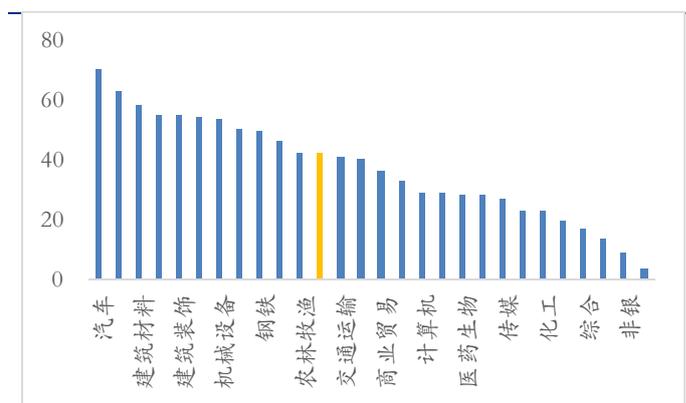
2020 年全年营收大幅增长表现亮眼，一级行业中排名第四。2020 年报和 2021 年一季度报已披露完毕，各板块两级分化突出。根据申万一级分类的各板块营收和归母净利增速对比，20 年营收和利润增速靠前的均以内需为主板块，SW II 环保工程及服务 2020 年整体营收增速为 14.1%，排名第 4，归母净利润增速为-4.0%，排名第 19；2021 年一季度 SW II 环保工程及服务整体营收增速为 42.1%，排名第 12，归母净利润增速为 119.0%，排名第 15。在整体市场受疫情影响下，环保市政运营类的刚需性和防御性凸显，估值触底回升趋势明显。

图 1：2020 年 SW 一级各板块收入 (YOY) 比较 (%)



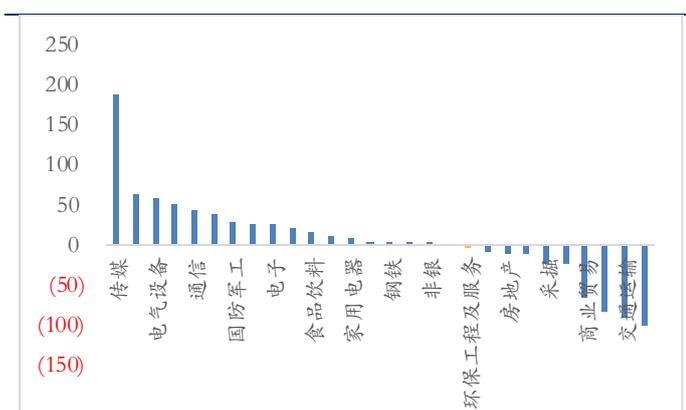
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 2：2021Q1SW 一级各板块收入增速 (YOY) 比较 (%)



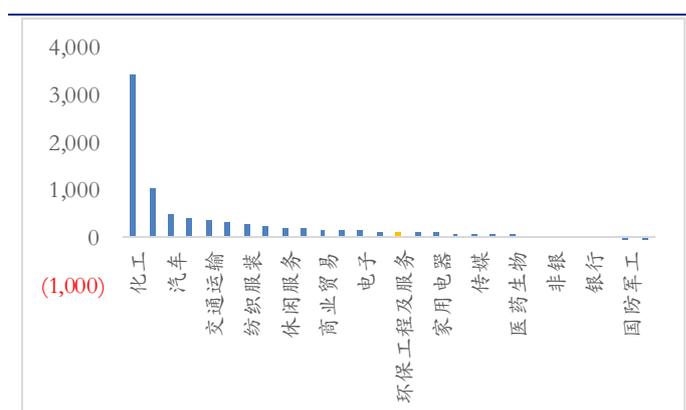
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 3：2020 年 SW 一级各板块归母净利润增速 (YOY) (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：2021Q1SW 一级各板块归母净利润增速 (YOY) (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

环保板块基本面向好，碳中和助力环保领域备受关注。环保行业 2020 年下半年基本面反转趋势明显，随着国资入场持续带来的融资端和资源端多维度改善，叠加商业模式的重运营化发展和订单产能进一步释放，多重利好促公司盈利持续改善。2020 年 9 月，国家主席习近平在联合国大会提出了“二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，争取在 2060 年前实现碳中和”后，碳中和一直备受关注。根据 WIND 数据，安信环保板块 102 家上市公司（其中水务 13 家、水处理 23 家、大气治理 10 家、固废处理 23 家、环境监测 8 家、节能和清洁能源利用 18 家、园林 7 家）2020 年共实现营业收入 3357.2 亿元，同比增长 13.6%；归

母净利润 173.89 亿元，同比减少 24%，主要系中金环境、启迪环境、京蓝科技归母净利润大幅减少所致，若剔除这三家大额资产减值公司后，归母净利润 227.1 亿，基本与上年持平；单就 2020 年四季度，环保板块上市公司实现营业收入 1174.39 亿元，同比增加 14.3%，归母净利润-25.72 亿元，主要系中金环境、启迪环境、京蓝科技四季度归母净利润大幅减少所致，剔除三家公司的极端影响后，归母净利润 32 亿，业绩实现积极向好改善；环保板块 2020 年一季度受疫情影响严重，2021 年一季度增幅较大，实现营收 781 亿元，同比增加 38%，归母净利润实现 69 亿元，同比上涨 72%。

表 1：安信环保板块标的

板块	数量	标的
水务	13	渤海股份、重庆水务、江南水务、绿城水务、首创股份、武汉控股、钱江水利、中原环保、国中水务、洪城水业、创业环保、中山公用、兴蓉环境
水处理	23	节能国祯、万邦达、巴安水务、碧水源、津膜科技、中建环能、兴源环境、中电环保、南方汇通、中金环境、博世科、华控赛格、海峡环保、博天环境、中持股份、联泰环保、上海洗霸、开能健康、中环环保、久吾高科、清水源、鹏鹞环保、金科环境、三达膜
大气治理	10	龙净环保、再升科技、菲达环保、*ST 科林、清新环境、远达环保、德创环保、中环装备、科融环境、奥福环保
固废处理	23	中国天楹、启迪环境、伟明环保、瀚蓝环境、上海环境、维尔利、华光股份、富春环保、旺能环境、城发环境、万德斯 东江环保、雪浪环境、金圆股份 格林美、中再资环、ST 节能 龙马环卫、盈峰环境、侨银股份、玉禾田、宏盛科技 高能环境、永清环保
环境监测	8	雪迪龙、先河环保、聚光科技、理工环科、汉威科技、三川智慧、宝馨科技、南华仪器
节能和能源清洁利用	18	长青集团、迪森股份、惠天热电、滨海能源、联美控股、大连热电、哈投股份、宁波热电、荣晟环保、华西能源、中材节能、三聚环保、双良节能、众合科技、龙源技术、科达制造、聆达股份、天壕环境
园林	7	绿茵生态、东方园林、岳阳林纸、*ST 云投、京蓝科技、节能铁汉、美尚生态
总计	102	

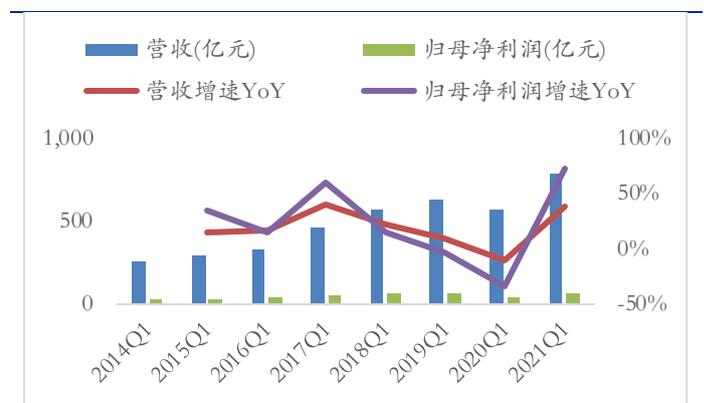
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 5：环保板块历年营收、归母净利润（亿元）及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

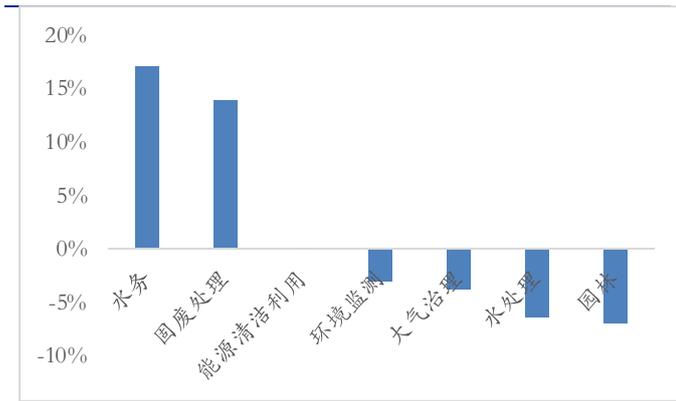
图 6：环保板块历年 Q1 归母净利润（亿元）及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

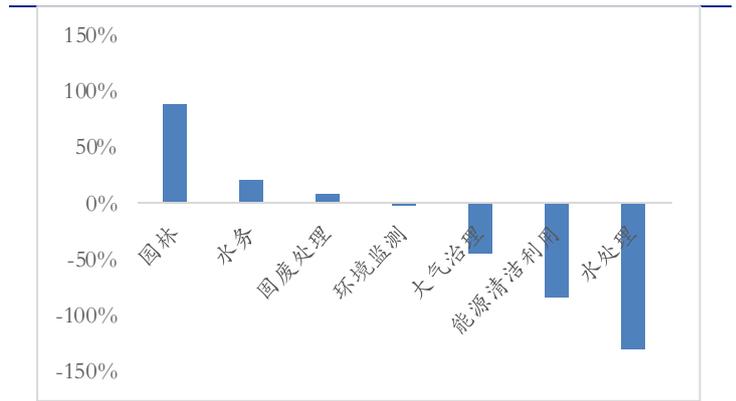
细分板块水务和固废板块整体稳健增长，受益于碳中和 2021 年 Q1 各版块全面向好。考察环保 7 个细分板块，2020 年收入增速较大的分别为水务（17%）和固废处理（14%），环境监测、大气治理、水处理、园林出现下跌，主要是疫情催生环卫消杀和医废处置需求，市政运营类具有刚需性和防御性；归母净利润增速由高到低排序依次为：园林（89%）、水务（22%）、固废处理（9%）。2021 年一季度各板块营收及归母净利润增速更为明显，收入增速较大的分别为园林（113%）、水务（43%）、固废处理（39%）及环境监测（34%），归母净利润增速较大的为环境监测（98%）、大气治理（78%）、固废处理（73%）和水处理（69%）

图 7：2020 年环保细分板块收入增速



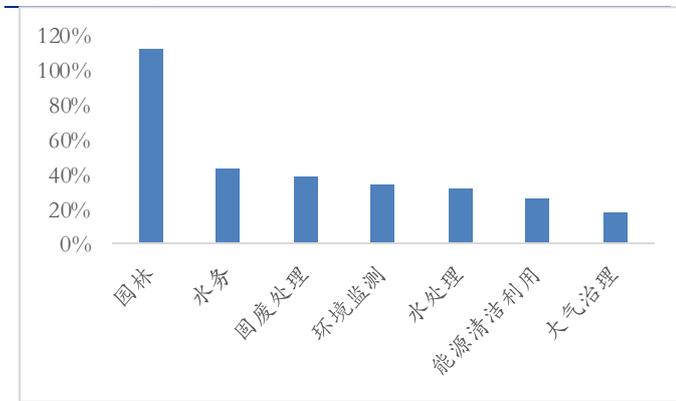
资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图 8：2020 年环保细分板块归母净利润增速



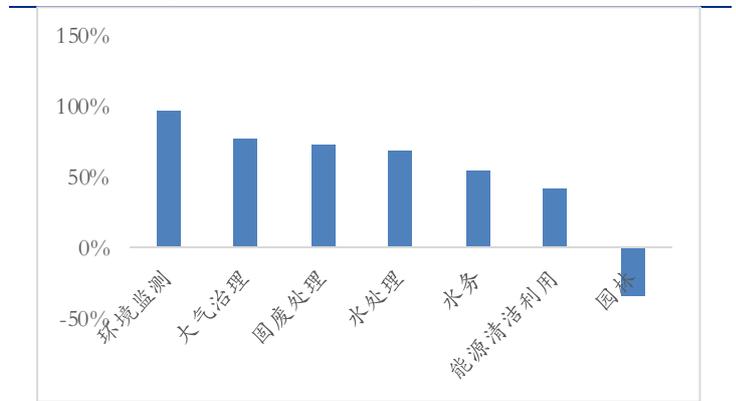
资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图 9：2021 年 Q1 环保细分板块收入增速



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图 10：2021 年 Q1 环保细分板块归母净利润增速



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

2. 水治理板块：基本面持续改善，现金流企稳

表 2：主要水治理公司分类

类型	上市公司 (共 24 家)
市政水处理	节能国祯、巴安水务、碧水源、中电环保、兴源环境、中金环境、博世科、华控赛格、海峡环保、中持股份、联泰环保、中环环保、鹏鹞环保
工业水处理	万邦达、博天环境、上海洗霸、清水源
水处理设备	津膜科技、环能科技、南方汇通、久吾高科、开能健康、金科环境、三达膜

资料来源：Wind, 安信证券研究中心整理

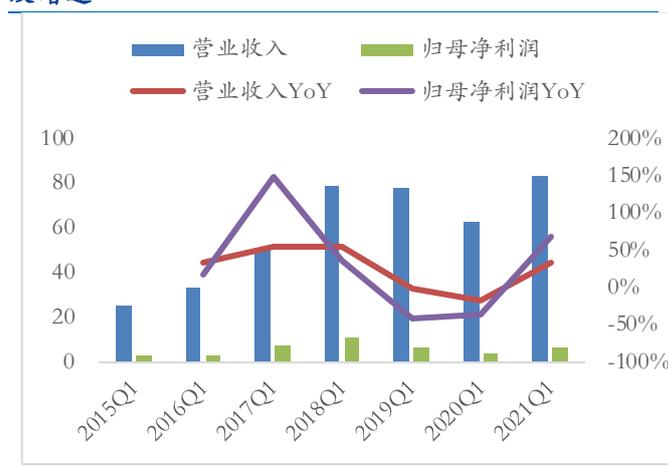
根据 WIND 数据，2020 年水治理板块（共 24 家上市公司）实现收入 418 亿元，同比减少 6.4%；归母净利润合计-7.8 亿元，同比下滑 131%，剔除中金环境极端影响后，归母净利润 11.8 亿元，同比下滑 53.1%。水处理板块近年来受 PPP 影响，整体收入维持在 400 亿左右，但净利润受疫情、资产减值、商誉减值影响波动较大。2021 年一季度分别实现收入和净利润 83.1 亿元、6.6 亿元，同比上涨 38.9%和 68.6%。今年一月份，发改委发布了《关于推进污水资源化利用的指导意见》，随着污水资源化的持续推进，污水处理市场有望进一步释放。

图 11: 历年水治理板块营收、归母净利润（亿元）及增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

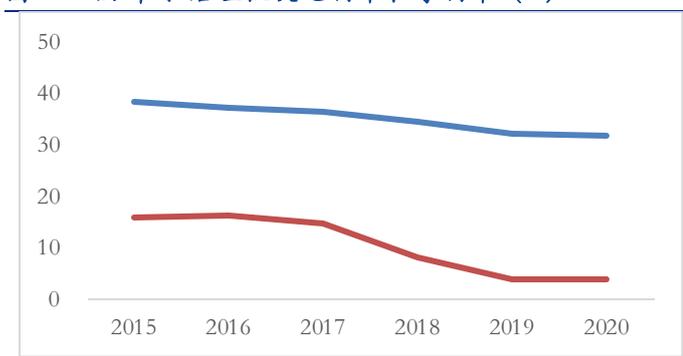
图 12: 历年 Q1 水治理公司营收、归母净利润（亿元）及增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

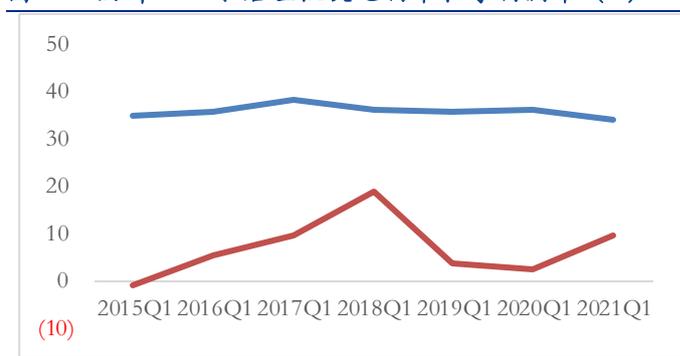
2020 年水治理板块毛利率和净利率分别为 31.9%和-6.2%，剔除巴安水务和华控赛格的极端影响，净利率为 4.2%，同比增长 0.3pct。整体来看，水治理板块的毛利率和净利率 2015 年以来处于下降趋势，由于大量土建工程打包进入水环境治理 PPP 项目，业务整体毛利率和净利率有所拉低。分季度来看，2021 年一季度毛利率虽略有下降，但仍维持在 34%左右，净利率为 9.8%，大幅提升 7.5pct。

图 13: 历年水治理板块毛利率和净利率 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

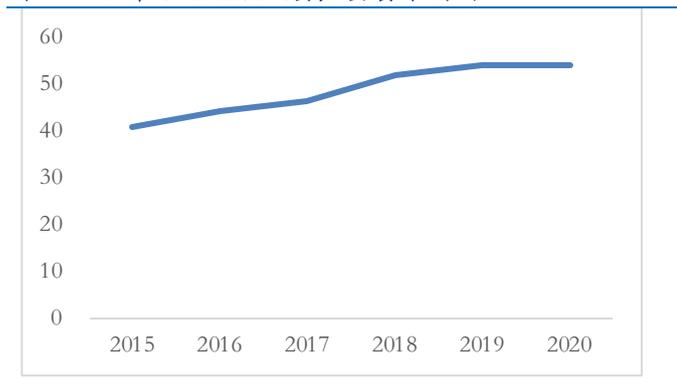
图 14: 历年 Q1 水治理板块毛利率和净利率 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

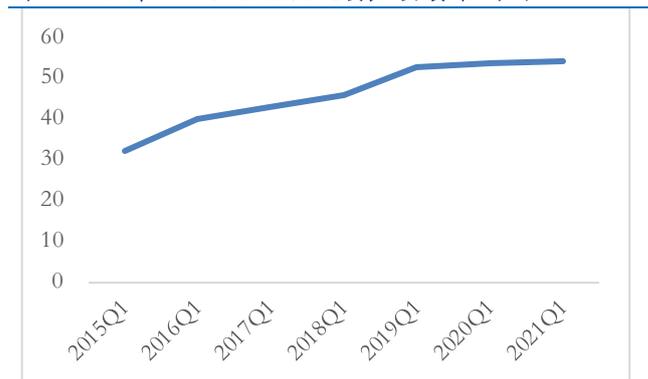
由于市政水处理工程板块工程类业务占比大、依赖资金撬动，易受到融资政策的影响。资产负债率方面，2020 年水治理板块为 54.3%，与上年持平。分季度来看，资产负债率逐年提高，2021 年 Q1 同比增加 0.7pct 至 54.4%。

图 15: 历年水治理板块资产负债率 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

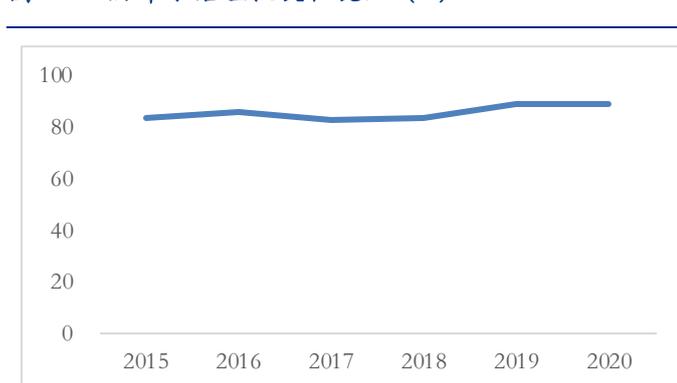
图 16: 历年 Q1 水治理板块资产负债率 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

板块现金流自 17 年开始持续改善。2020 年水治理板块收现比为 89.3%，同比增长 0.3pct，经营性现金流净额/收入改善明显，同比增长 1.6pct 至 16.1%。2021 年一季度来看，水处理板块收现比为 92.6%，同比增长 1.4pct，经营性现金流净额/收入为 14.8%。现金流改善的主要原因是面对较为紧缩的融资环境和外部经济环境，企业通过优化业务结构，开展现金流较为良好的项目，提高收现比，改善现金流。

图 17: 历年水治理板块收现比 (%)



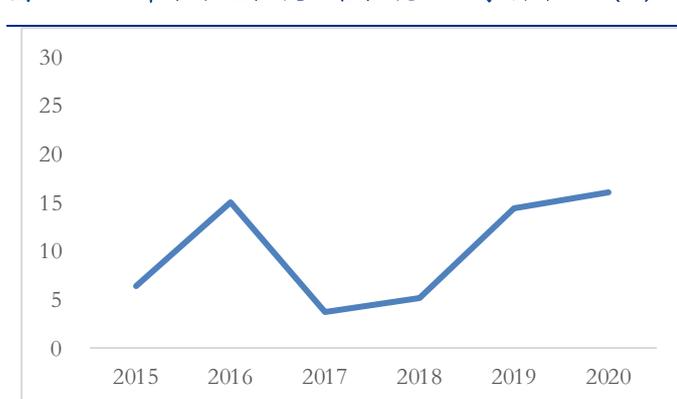
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 18: 历年 Q1 水治理板块收现比 (%)



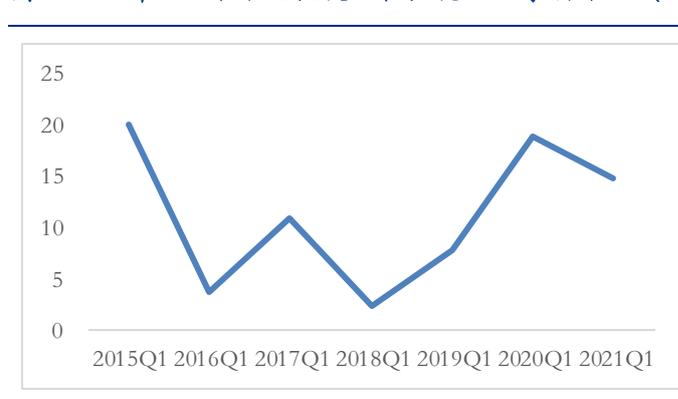
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 19: 历年水治理板块经营性现金流净额/收入 (%)



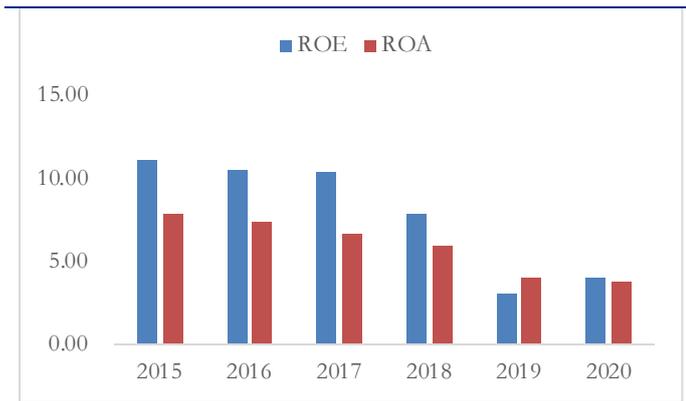
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 20: 历年 Q1 水治理板块经营性现金流净额/收入 (%)



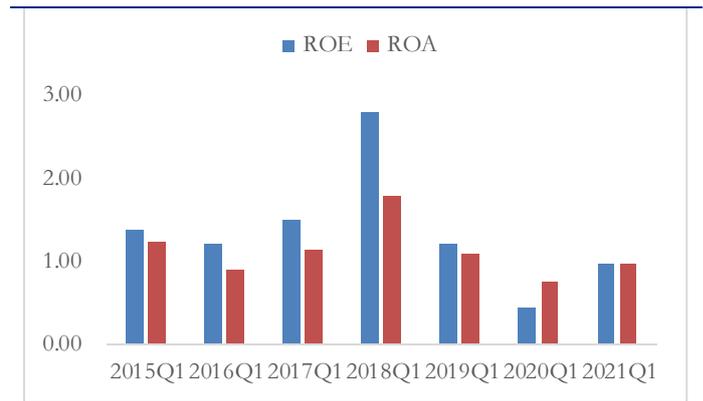
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 21: 历年水治理板块 ROE 及 ROA (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 22: 历年 Q1 水治理板块 ROE 及 ROA (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

个股方面, 2020 年营收前五的企业是碧水源、中金环境、节能国祯、博世科、兴源环境, 营收及同比增速为 96.2 亿元 (-21.5%)、42.2 亿元 (+3%)、38.7 亿元 (-7.2%)、36.1 亿元 (11.3%) 和 24.5 亿元 (18.1%)。归母净利润前五的企业是碧水源、鹏鹞环保、节能国祯、联泰环保和三达膜, 归母净利润及同比增速分别是 11.4 亿元 (-17.2%)、3.9 亿元 (+33%)、3.3 亿元 (+1.6%)、2.4 亿元 (+35.6%) 和 2.2 亿元 (-19.8%)

表 3: 2020 年及 2021 年 Q1 主要水治理公司经营业绩 (亿元)

代码	公司简称	2020 营收 (亿元)	同比增速 (%)	归母净利润 (亿元)	同比增速 (%)	2021Q1 营收 (亿元)	同比增速 (%)	2021Q1 归母净利润 (亿元)	同比增速 (%)
300388.SZ	节能国祯	38.69	-7.21	3.31	1.55	7.63	17.27	0.63	32.66
300055.SZ	巴安水务	4.29	-55.26	-4.70	-683.94	1.05	-53.21	0.00	-98.31
300262.SZ	万邦达	6.31	-24.89	-3.75	-602.55	3.01	212.78	1.20	236.40
300070.SZ	碧水源	96.18	-21.52	11.43	-17.20	17.26	17.82	0.17	-77.01
300334.SZ	中电环保	9.20	1.43	1.77	23.85	1.59	11.71	0.21	8.88
300425.SZ	兴源环境	24.49	18.09	-5.29	-1592.52	3.76	59.59	-0.24	-36.52
300266.SZ	津膜科技	5.03	-2.68	-0.87	-89.50	0.63	27.20	0.02	-104.42
300172.SZ	中金环境	42.18	3.04	-19.60	-8646.23	8.70	82.53	0.51	-248.88
000920.SZ	中建环能	12.42	0.83	1.69	8.37	1.84	10.02	0.29	27.91
300145.SZ	博世科	36.09	11.28	1.95	-30.96	5.71	-9.66	0.46	-23.54
300422.SZ	华控赛格	2.29	1.59	-1.66	-2868.50	0.71	143.18	-0.25	-7.22
000068.SZ	海峡环保	7.33	14.40	1.30	-0.08	1.91	30.95	0.33	-3.18
603817.SH	南方汇通	12.54	10.34	1.06	14.76	3.15	106.19	0.10	-501.19
603603.SH	中持股份	16.25	21.56	1.38	23.87	1.97	6.67	0.26	12.10
603903.SH	联泰环保	6.04	23.66	2.39	35.56	1.81	33.24	0.56	11.25
603797.SH	中环环保	9.50	45.32	1.58	62.43	1.80	76.26	0.32	134.65
603200.SH	鹏鹞环保	21.25	9.91	3.86	33.06	4.00	21.12	0.74	16.58
300272.SZ	博天环境	19.20	-33.53	-4.28	-40.57	5.47	151.36	0.08	-118.65
300692.SZ	上海洗霸	5.30	-9.17	0.35	-14.15	1.42	10.73	0.15	-41.26
300631.SZ	清水源	12.37	-27.55	-3.73	-423.61	3.33	22.68	0.03	-83.04
300437.SZ	开能健康	11.81	12.22	0.26	-73.71	3.28	63.33	0.25	2811.49
300664.SZ	久吾高科	5.31	7.56	0.83	48.24	0.76	10.60	0.07	-13.43
688466.SH	金科环境	5.57	10.43	0.72	-4.15	0.68	18.18	0.05	28.68
688101.SH	三达膜	8.76	18.12	2.22	-19.83	1.60	19.49	0.63	8.42

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

3. 固废板块：需求确定，业绩增速稳定，利润仍有向上弹性

3.1. 固废板块整体：需求确定，业绩增速稳定

表 4：主要固废公司分类

类型	上市公司 (共 23 家)
垃圾处理	中国天楹、启迪环境、伟明环保、瀚蓝环境、上海环境、维尔利、华光股份、富春环保、旺能环境、城发环境、万德斯
危废处置	东江环保、雪浪环境、金圆股份
再生资源	格林美、中再资环
环卫	龙马环卫、盈峰环境、侨银股份、玉禾田、宏盛科技
环境修复	高能环境、永清环保

资料来源：Wind，安信证券研究中心整理

根据 WIND 数据，2020 全年大固废板块实现收入 1341.45 亿元，同比增加 14%；归母净利润 95.57 亿元，同比下降 9%，分板块来看，垃圾处理下降 21%（剔除启迪环境的极端影响后，同比增长 5.4%），危废处置下降 57%（雪浪环境净利润开始大幅亏损 3.36 亿），再生资源下降 28%（格林美净利润大幅下滑 43.9%）；毛利率为 25.3%，同比降低 2.51pct，净利润率 1.61%，同比降低 9.4pct。现金流方面，固废板块 2020 年收现比 92%，同比下降 7.3pct；经营性活动现金流净额/营收比例为 15.9%，同比下降 4.4pct，整体来看，固废板块的现金流状态在稳步改善，尤其是危废处置和环境修复行业，收现比分别为 106%和 104%。资产负债率方面，2020 年固废板块整体资产负债率在 56.2%，同比提升 2.2pct，主要是再生资源板块负债率较高，基本保持在 60%以上。

图 23：固废板块历年营收、归母净利润（亿元）及增速



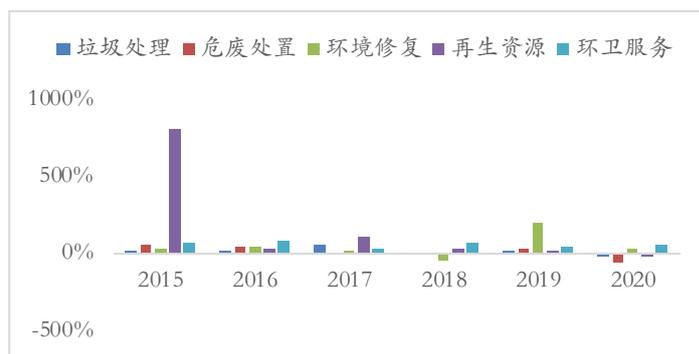
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 24: 历年固废板块及各细分板块收入增速



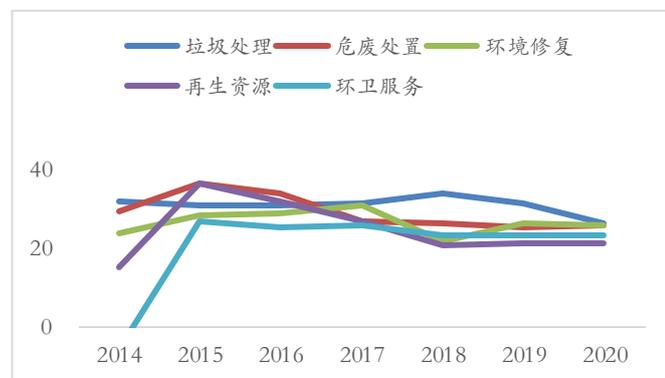
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 25: 历年固废板块及各细分板块归母净利润增速



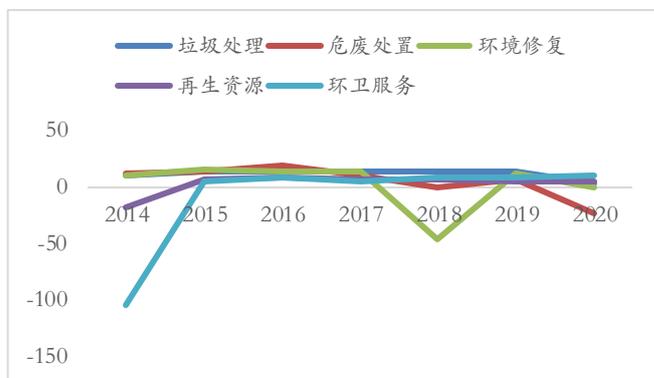
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 26: 历年固废板块毛利率 (%)



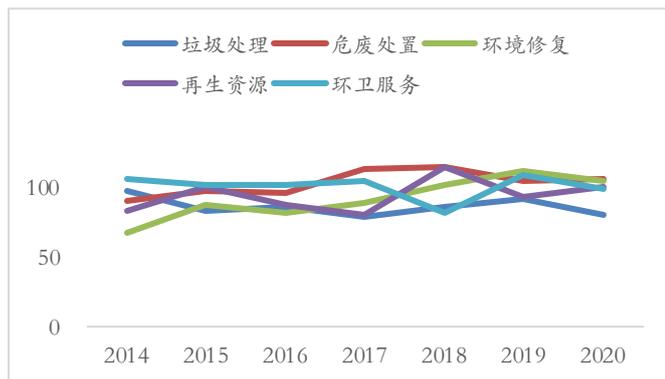
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 27: 历年固废板块净利率 (%)



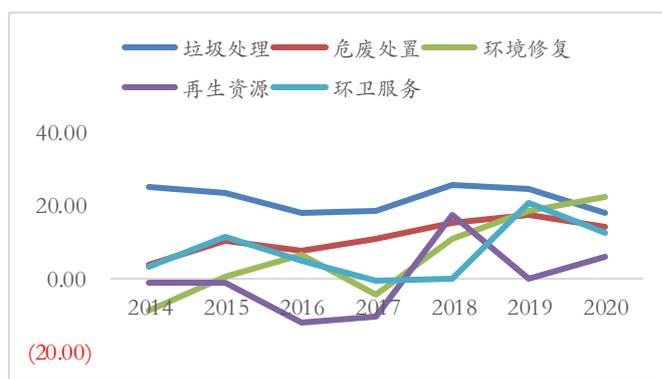
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 28: 历年固废板块收现比 (%)



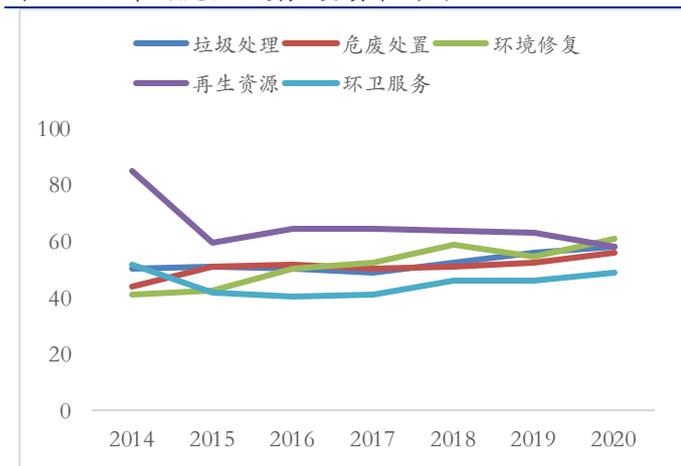
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 29: 历年固废板块经营性现金流净额/营收 (%)



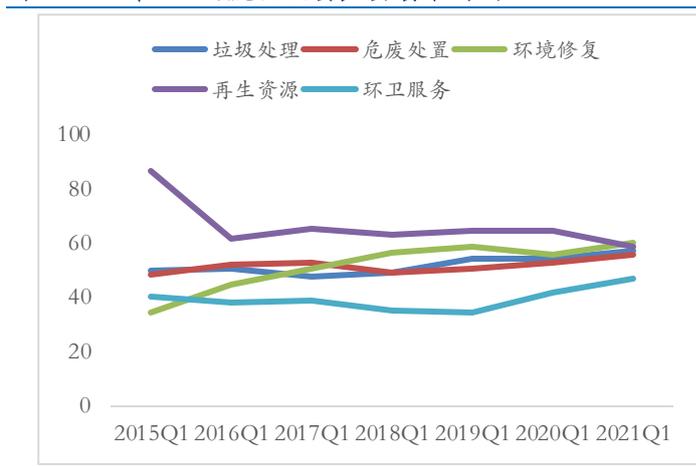
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 30: 历年固废板块资产负债率 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 31: 历年 Q1 固废板块资产负债率 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

3.2. 环卫板块: 营收、归母净利润大幅增长, 政策助力新能源环卫未来可期

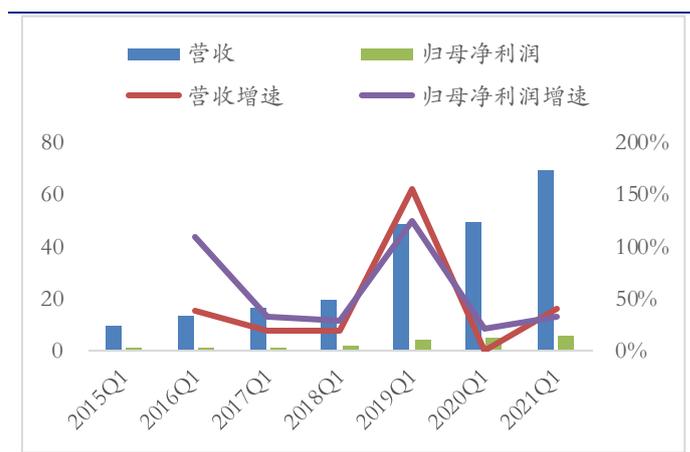
2020 年环卫板块营收、归母净利润均大幅增长。受益于环卫市场化不断提高、爱国运动、社保减免等优惠政策, 2020 年全年环卫板块营收、归母净利润均大幅增长。根据 WIND 数据, 2020 年环卫板块实现营业收入 304 亿元, 同比增加 33.5%; 实现归母净利润 31.3 亿元, 同比增长 50.6%; 2021 年一季度环卫板块营收达 69.5 亿元, 同比增长 40.9%; 实现归母净利润 6 亿元, 同比增长 32.5%。一季度环卫板块业绩大幅增长主要受去年疫情影响, 部分环卫服务项目招标延期。环卫行业受益于环卫服务市场空间释放, 新能源环卫装备渗透率提升, 未来业绩有望快速增长。

图 32: 历年环卫板块营收、归母净利润 (亿元) 及增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

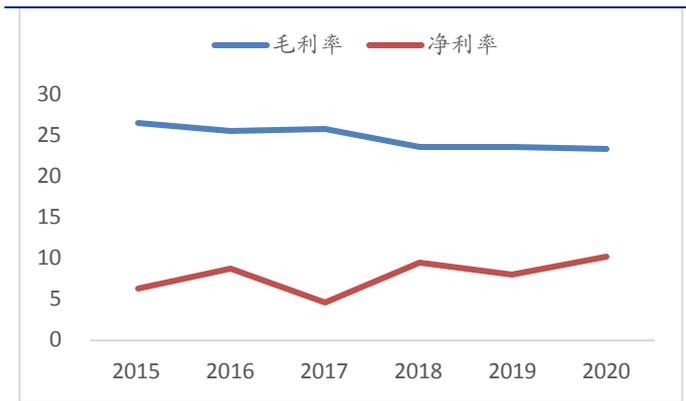
图 33: 历年 Q1 环卫板块营收、归母净利润 (亿元) 及增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

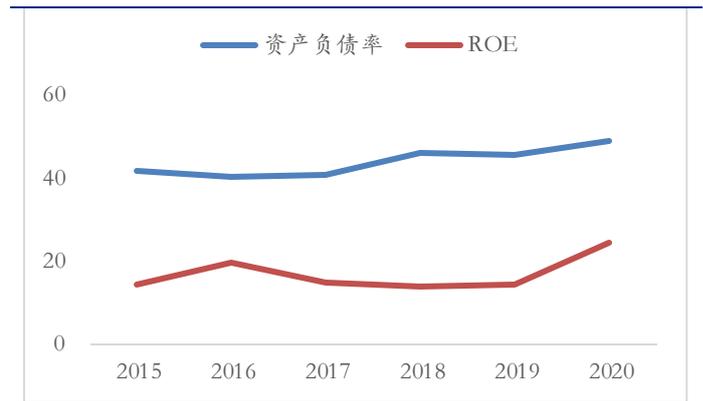
2020 年环卫板块毛利率和净利率分别为 23.4%和 10.2%。整体来看, 环卫服务板块的毛利率水平一直维持在 23%以上。环卫板块资产负债率稳定在 40%-50%之间, 低于其他子版块。环卫板块近三年经营性现金流净额/收入均为正, 收现比维持在较高水平, 现金流好于其他子版块。

图 34：历年环卫板块毛利率和净利率 (%)



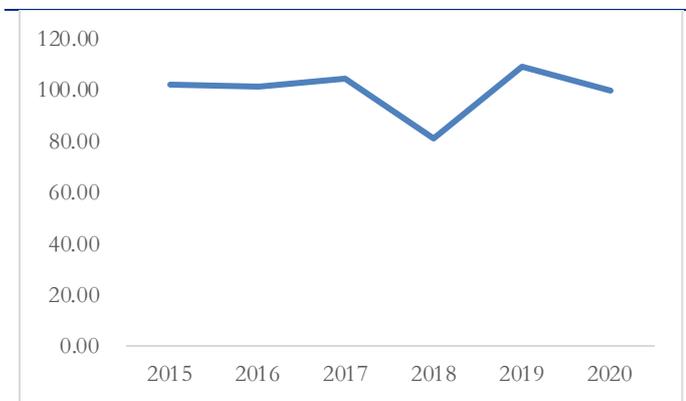
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 35：历年环卫板块资产负债率及 ROE (%)



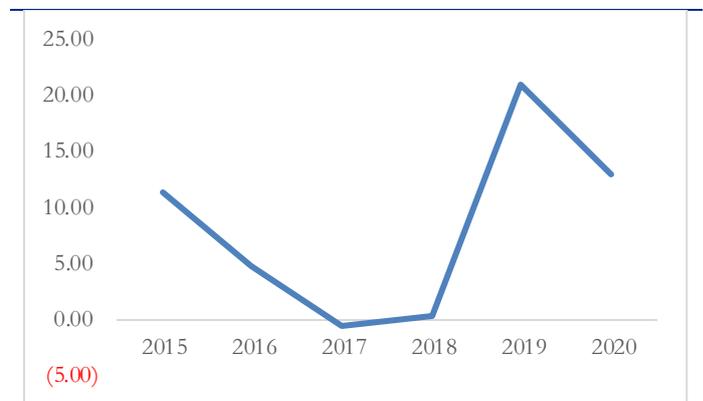
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 36：历年环卫板块收现比 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 37：历年环卫板块经营性现金流净额/收入 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

个股方面，2020 年环卫板块营业收入增速前三的企业是侨银环保、龙马环卫、玉禾田，营业收入增速分别为 28.9%、28.8%、20%。归母净利润增速前三的是侨银环保、玉禾田、龙马环卫，归母净利润增速分别是 186%、101.7%、63.7%。

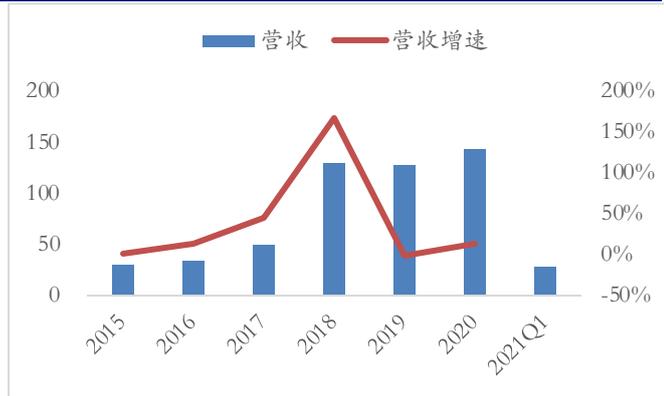
表 5：2020 及 2021Q1 主要环卫公司经营业绩 (亿元)

代码	公司简称	2020 营收 (亿元)	同比增长 (%)	归母净利润 (亿元)	同比增长 (%)	2021Q1 营收 (亿元)	同比增长 (%)	2021Q1 归母净利润 (亿元)	同比增长 (%)
603686.SH	龙马环卫	54.43	28.75	4.43	63.71	13.95	31.52	1.19	52.43
000967.SZ	盈峰环境	143.32	12.89	13.86	1.84	27.37	24.47	1.52	5.63
002973.SZ	侨银环保	28.29	28.87	3.76	186.03	7.64	14.74	0.87	0.14
300815.SZ	玉禾田	43.15	20.05	6.31	101.75	11.83	20.31	1.50	3.62
600817.SH	宏盛科技	34.84		2.94		8.66	55.75	0.94	29.62

资料来源：WIND，安信证券研究中心

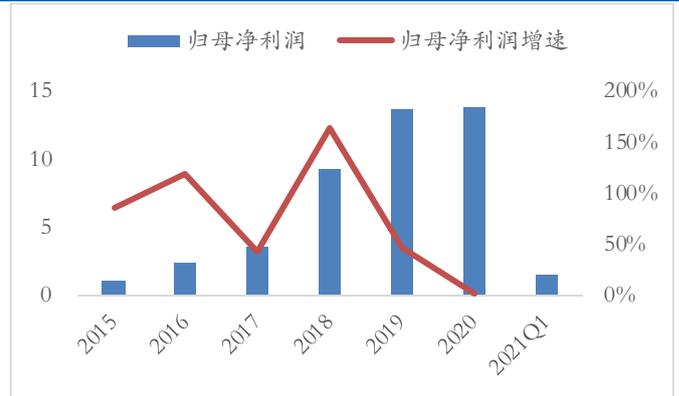
盈峰环境：环卫龙头，业绩稳步增长。公司 2020 年实现营业收入 143.3 亿元，同比增长 12.9%，归母净利润 13.9 亿元，同比增长 1.8%；2021 年一季度实现营业收入 27.4 亿元，同比增长 24.5%；实现归母净利润 1.5 亿元，同比增长 5.6%。公司环卫服务及装备板块持续扩张，新能源环卫车放量有助公司未来业绩进一步提升。

图 38: 2015-2021Q1 盈峰环境营业收入 (亿元) 及增速



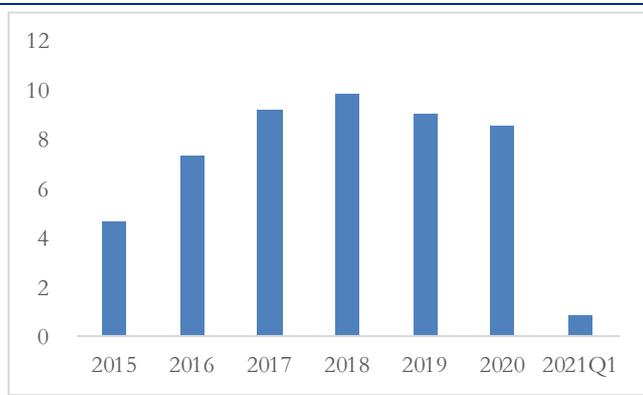
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 39: 2015-2021Q1 盈峰环境归母净利润 (亿元) 及增速



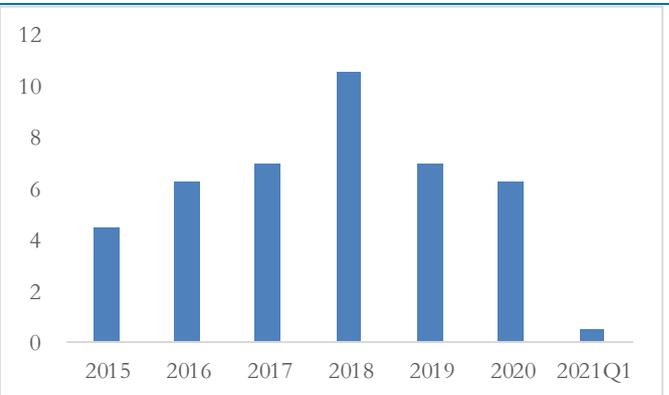
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 40: 2015-2021Q1 盈峰环境 ROE (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

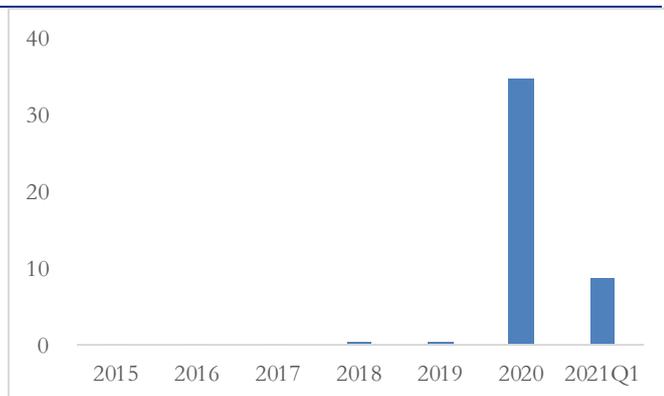
图 41: 2015-2021Q1 盈峰环境 ROA (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

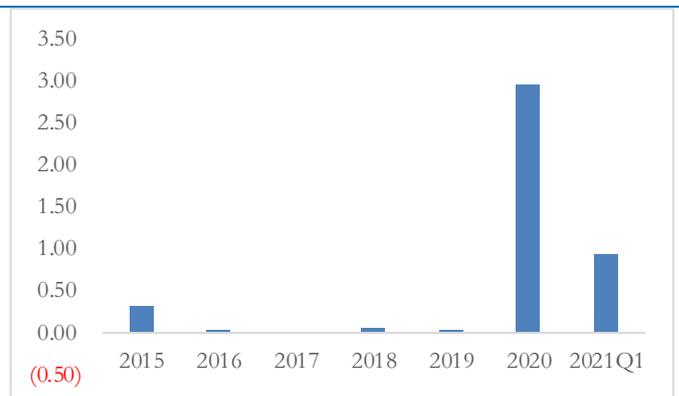
宏盛科技: 重组完成摘帽成功, 新能源环卫龙头蓄势待发。公司 2020 年全年共销售环卫车辆 2,711 台, 环卫设备收入 12 亿; 其中新能源环卫车辆 901 台, 市占率 21.18%, 排名行业上险量前二, 具较强竞争力。公司 2020 年实现营收 34.84 亿元, 归母净利润 2.94 亿元, 同比-4.94%, 其中子公司宇通重工实现营收 33.84 亿元, 同比+7.41%, 归母净利润 3.08 亿元, 同比+ 0.19%。公司作为新能源环卫装备领域龙头, 随着摘帽成功带来的流动性增加, 以及新能源环卫装备的放量, 公司业绩有望快速增长。

图 42: 2015-2021Q1 宏盛科技营业收入 (亿元) 及增速



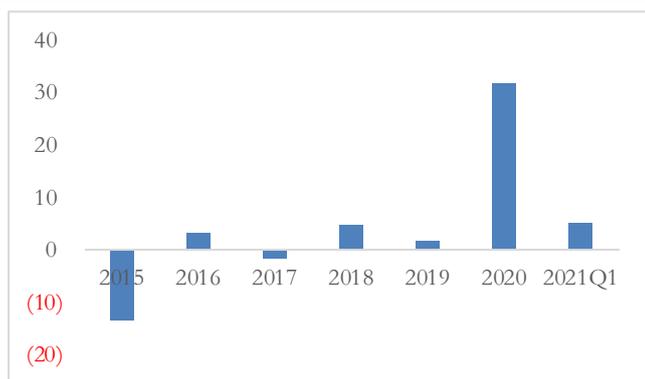
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 43: 2015-2021Q1 宏盛科技归母净利润 (亿元) 及增速



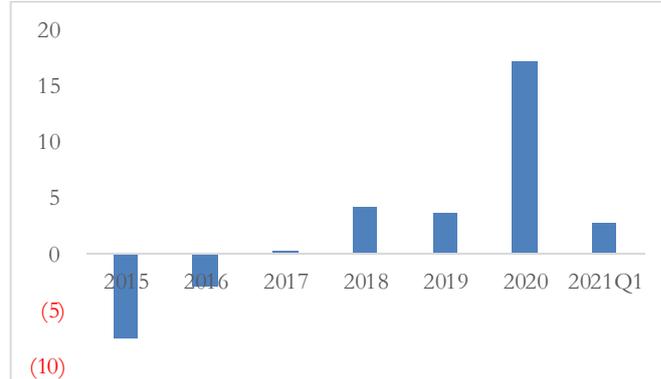
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 44: 2015-2021Q1 宏盛科技 ROE (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 45: 2015-2021Q1 宏盛科技 ROA (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

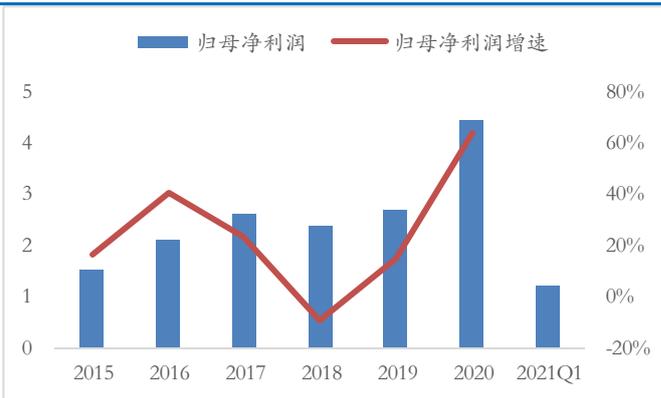
龙马环卫: 环卫服务+环卫装备并驾齐驱, 业绩稳定增长。公司 2020 年营业收入 54.43 亿元, 同比增长 28.75%, 归母净利润 4.43 亿元, 同比增长 63.71%; 其中环卫服务业务收入 30.27 亿元, 同比增长 69.21%, 毛利率 25.75% (+5.65pct); 新增中标环卫服务项目 33 个, 新签合同总金额 24.32 亿元。公司凭借“环卫装备制造+环卫产业服务”战略协同发展, 业绩保持稳定增长。

图 46: 2015-2021Q1 龙马环卫营业收入 (亿元) 及增速



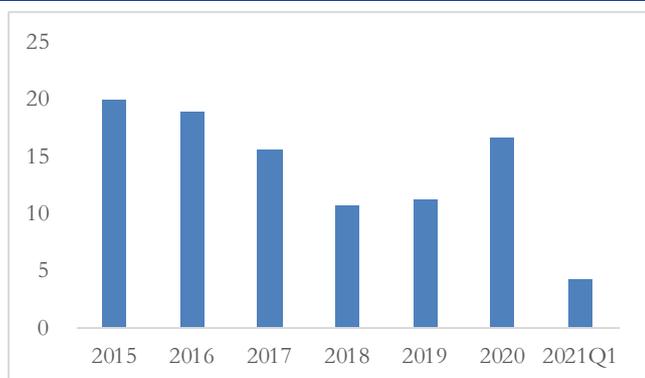
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 47: 2015-2021Q1 龙马环卫归母净利润 (亿元) 及增速



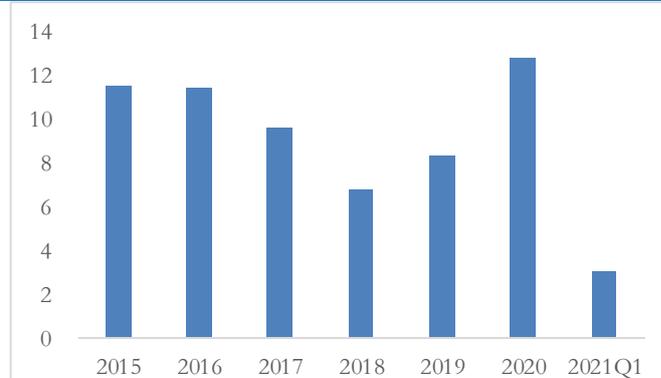
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 48: 2015-2021Q1 龙马环卫 ROE (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 49: 2015-2021Q1 龙马环卫 ROA (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

3.3. 垃圾处理板块: 受益于垃圾分类, 营收及归母净利润保持增加

2020 年垃圾处理板块营收、归母净利润均保持增长。根据 WIND 数据, 2020 年垃圾处

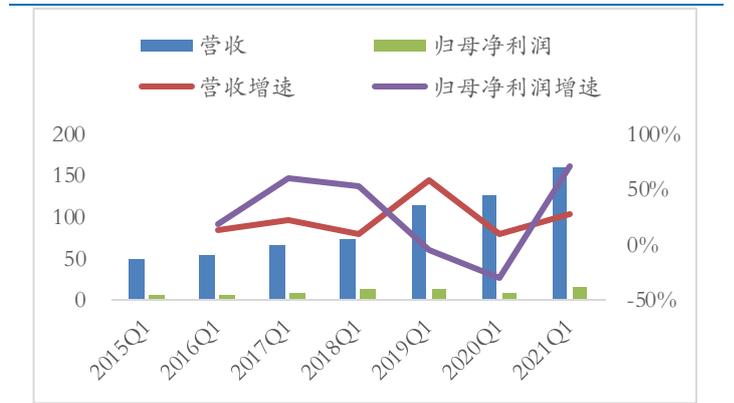
理板块实现营业收入 669 亿元, 同比增加 33.5%; 归母净利润 61.2 亿元, 同比增长 5.4% (剔除启迪环境极端影响); 2021 年一季度垃圾处理板块营收达 160.1 亿元, 同比增长 26.8%; 归母净利润 15.4 亿元, 同比增长 70.8%, 一季度垃圾处理板块业绩大幅增长。垃圾焚烧行业格局已经基本固化, 受益于较强的现金造血能力及需求的刚性属性, 随着垃圾焚烧项目投产高峰到来, 未来板块业绩仍有提升空间。

图 50: 历年垃圾处理板块营收、归母净利润 (亿元) 及增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

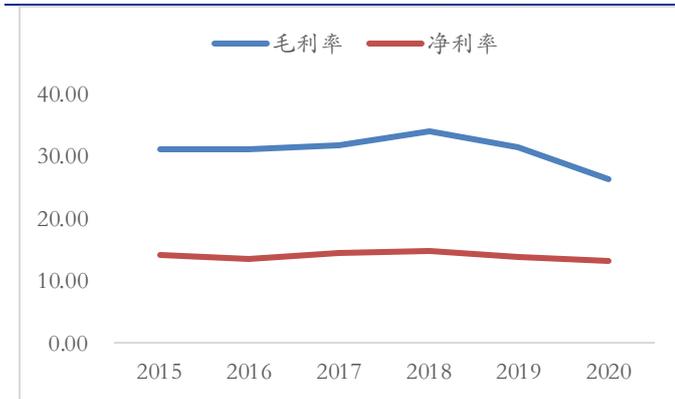
图 51: 历年 Q1 垃圾处理板块营收、归母净利润 (亿元) 及增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

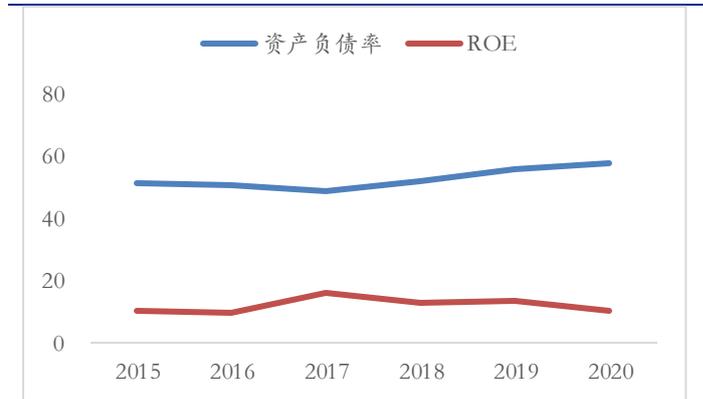
2020 年垃圾处理板块毛利率和净利率分别为 26.4% 和 13.1%。垃圾处理板块的净利率水平一直保持稳定。垃圾处理板块资产负债率在 57% 左右, 垃圾处理板块近五年经营性现金流净额/收入均为正, 收现比 2020 年略有降低, 可能是因为疫情原因以及补贴发放延迟所致, 但总体来看现金流较好。

图 52: 历年垃圾处理板块毛利率和净利率 (%)

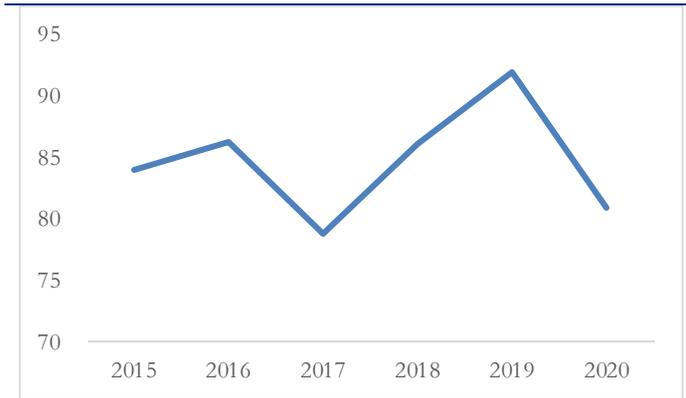


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

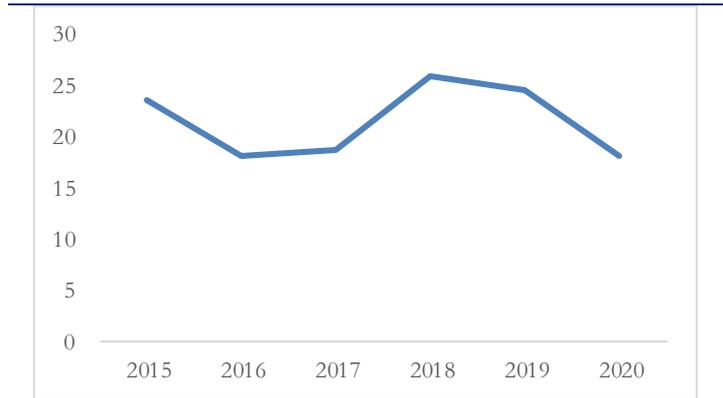
图 53: 历年垃圾处理板块资产负债率及 ROE (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 54: 历年垃圾处理板块收现比 (%)


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 55: 历年垃圾处理板块经营性现金流净额/收入 (%)


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

个股方面, 2020 年垃圾处理板块营业收入分列前三位的企业分别是中国天楹、启迪环境和华光股份, 营业收入为 218.8 亿元(+17.6%)、85.2 亿元(-16.3%)和 76.4 亿元(+9.1%)。归母净利润排名前三的企业分别是伟明环保、三瀚蓝环境和中国天楹, 归母净利润分别是 12.6 亿元 (+29%)、10.6 亿元 (+15.9%) 和 6.5 亿元 (-8.3%)。

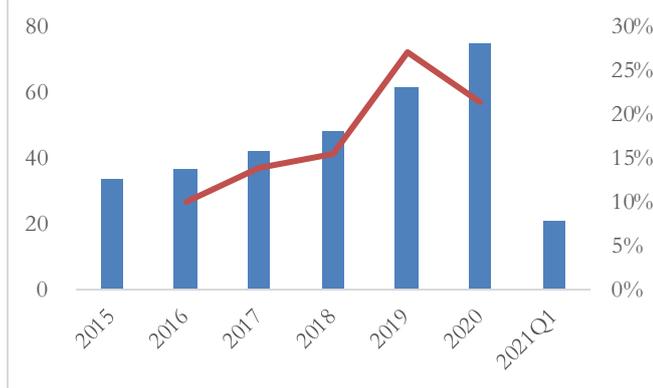
表 6: 2020 及 2021Q1 主要环卫公司经营业绩 (亿元)

代码	公司简称	2020 归母				2021Q1 归母			
		2020 营收 (亿元)	同比增速 (%)	净利润(亿元)	同比增速 (%)	2021Q1 营收 (亿元)	同比增速 (%)	净利润 (亿元)	同比增速 (%)
000035.SZ	中国天楹	218.67	17.65	6.54	-8.33	57.85	14.65	1.23	13.27
000826.SZ	启迪环境	85.21	-16.27	-15.37	-527.51	17.30	-13.59	-1.22	-232.11
603568.SH	伟明环保	31.23	53.25	12.57	29.02	7.51	72.16	3.68	87.26
600323.SH	瀚蓝环境	74.81	21.45	10.57	15.88	20.65	46.34	2.42	78.33
300190.SZ	维尔利	32.03	17.29	3.57	12.82	6.63	27.35	0.56	16.84
600475.SH	华光股份	76.42	9.09	6.03	34.37	17.02	75.03	2.03	24.53
002479.SZ	富春环保	46.56	13.14	2.98	-0.71	8.53	12.06	1.19	390.77
601200.SH	上海环境	45.12	23.72	6.25	1.48	10.64	19.55	2.03	43.47
002034.SZ	旺能环境	16.98	49.63	5.22	26.92	5.45	65.59	1.47	72.02
000885.SZ	城发环境	33.93	49.93	6.14	-1.60	7.34	286.28	1.94	-292.11
688178.SH	万德斯	7.98	3.08	1.26	1.49	1.20	76.63	0.10	12.72

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

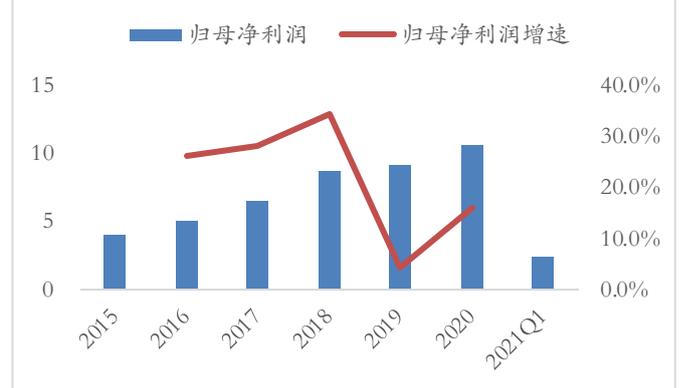
瀚蓝环境: 固废龙头, 项目投产密集表现亮眼。公司 2020 年实现营业收入 74.8 亿元, 同比增长 21.5%, 归母净利润 10.6 亿元, 同比增长 15.9%; 2021 年一季度实现营业收入 20.74 亿元, 同比增长 46.3%; 归母净利润 2.4 亿元, 同比增长 78.3%业绩实现大幅提升。随着公司在大固废领域持续扩张, “瀚蓝模式”持续升级, 公司业绩有望进一步提升。

图 56: 2015-2021Q1 瀚蓝环境营业收入 (亿元) 及增速



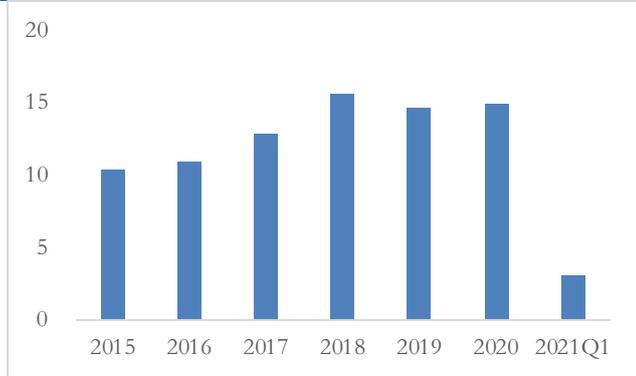
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 57: 2015-2021Q1 瀚蓝环境归母净利润 (亿元) 及增速



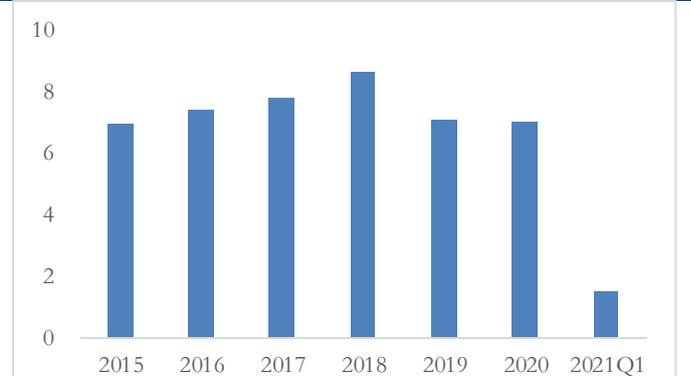
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 58: 2015-2021Q1 瀚蓝环境 ROE (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 59: 2015-2021Q1 瀚蓝环境 ROA (%)

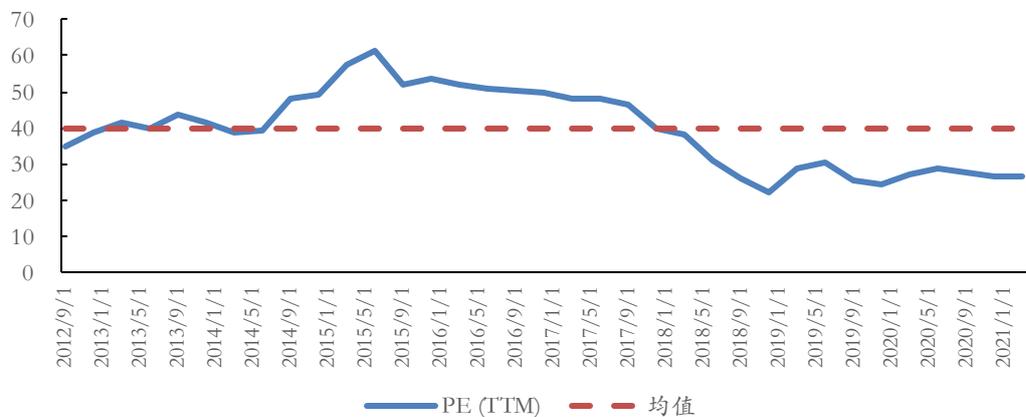


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

4. 投资策略: 碳中和背景下政策利好, 行业成长性可预见

目前环保板块的 PETTM 为 27x 左右, 仍处于底部位置。碳中和背景将助力生态保护和环境治理业投资的高速增长, 我们相信环保政策会持续加码, 环保行业基本面长期有望向好, 板块估值有望修复。

图 60: 环保板块 PETTM



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

碳中和背景下政策利好环保板块, 关注新能源环卫装备及垃圾焚烧发电的优质标的。我

国设立碳达峰碳中和目标，传统燃油车碳排放水平高，新能源替代大势所趋，新能源公共交通的发展与实施将成为未来发展重点。近期发布的《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》中更是提出到2035年公共领域用车全面电动化。从购置成本角度看，因电池成本高，且与传统燃油专用车底盘差异较大，在目前销量下新能源环卫车规模效益不明显，整体制造成本偏高。随着国内新能源车市场逐步扩大、动力电池产能持续加码，助力成本下行。然而新能源环卫车除开购置成本外，其运营的绿色环保性及经济性更是不容忽视。考虑到运营方面的能源支出成本及维护成本低等特点，全生命周期下新能源环卫车优势渐显。随着碳中和政策的不断推进，新能源装备板块充分受益，产能不断释放，助力业绩提升。根据交强险数据显示，环卫设备行业新能源2020年上险量3,711台，同比增长23.9%，行业渗透率为3.2%；其中，深圳、北京是2020年行业需求最为集中的地区，占行业整体需求的比重分别为39%和20.3%。在国家《新能源汽车产业发展规划（2021—2035年）》总方案下，各地方政府陆续发布相关政策，新能源环卫车正处于高速发展阶段，未来将有较大的提升空间，十四五放量可期。建议关注环卫装备+服务协同优势明显的【盈峰环境】以及背靠宇通集团，“新能源设备+环卫服务”一体化发展的【宏盛科技】。

垃圾发电从碳减排方面看具有两大优势：1）与垃圾填埋比较，垃圾焚烧可避免由于填埋产生的有害气体（主要为甲烷）；2）与火力发电对比，焚烧发电用焚烧余热利用代替化石燃料从而在一定程度上减少温室气体排放。截至目前，大多省市已推出垃圾焚烧处理中长期规划，设定2030年远景目标，其中海南、浙江、福建、江苏地区焚烧处理占比规划较为领先，预计2030年分别可以达到100%、100%、93%、85%。从规划中可以看到，部分省份和发达市已经将焚烧作为垃圾处理处置的主流手段，到2030年我国基本建成垃圾焚烧型社会，实现原生垃圾“零填埋”。政策需求双重推动下，市场空间仍可观。建议关注致力于“无废城市”建设的固废龙头【瀚蓝环境】。

5. 风险提示

项目推进不及预期，政策落地不及预期，市场竞争加剧，融资改善不及预期，产能利用率不及预期。

■ 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

邵琳琳声明, 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

安信证券股份有限公司(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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034