

作者：王博  
邮箱：research@fecr.com.cn

## 环保工程及服务行业信用展望

环保工程及服务行业的信用展望为稳定。该展望体现了远东资信对中国环保工程及服务行业未来12个月基本信用状况的预期。

### 观点摘要

我们对环保工程及服务行业的展望为稳定，这一结论是基于该行业融资环境的改善、政策驱动力量的加强以及国资入股趋势的延续而做出的。

环保工程及服务行业属于典型的资金密集型行业，融资能力直接制约着行业发展。在经历了2017-2018年的金融去杠杆之后，今年以来国务院、央行、银保监会等多部门陆续出台了多项金融举措改善民营企业融资环境，这有利于缓解行业所面临的融资难、融资贵问题。

作为典型的政策驱动型行业，今年以来国家出台了多项政策措施，政策体系基本完备，覆盖水土固废的环境监管格局已经开始形成，不断增加全社会的环保需求。其中，4月份住建部等九部门联合印发了《关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》，该通知要求到2020年，46个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统，对生活垃圾实行分类投放、分类收集、分类运输以及分类处置，将极大地促进大固废领域的发展。

作为环境保护服务的重要购买者，政府在调整行业需求方面发挥着重要作用。近年来随着中国经济增速的下行，稳增长的投资需求不断增长，环保行业的逆周期性与社会公益性受到政府的关注，政府在采取积极的财政政策聚焦环境污染攻坚战，加大在环保领域的投入，环保类投资增速远高于整体固定资产投资增速。

环保工程及服务行业发债企业数量尚可，信用等级相对较高，今年以来尚未有债券发生违约。随着证监会对于并购重组监管的放松，国资入股环保企业趋势的延续，该行业的信用状况将得到进一步改善。

尽管我们认为该行业已度过了最为艰困的阶段，但该行业的发展仍存在诸多风险因素。如中美贸易摩擦的加剧导致宏观经济发展放缓、融资环境并未实质好转、政策的落实不到位等等，这些风险因素都能对行业的发展产生较大不利影响。

Author: Wang Bo

E-mail: research@fecr.com.cn

# Environmental Engineering and Services Industry Outlook

Our outlook for the environmental engineering and services industry is stable. This outlook expresses Fareast Credit's expectations for the fundamental credit conditions in the environmental engineering and services industry over the next 12 months.

## Summary Opinion

Our outlook for the environmental engineering and services industry is stable, and the conclusion is based on the improvement of the industry's financing environment, the strengthening of policy-driven forces and the continuation of the trend of state-owned enterprises holding shares in private ones.

The environmental engineering and services industry is a typical capital-intensive industry, and the financing capability directly restricts the development of the industry. After the financial de-leverage of 2017-2018, this year, State Council, the central bank, China Banking and Insurance Regulatory Commission and other departments have successively introduced a number of financial measures to improve the financing environment of private enterprises, which is conducive to alleviating the difficulties in financing and decreasing the costs of financing.

As a typical policy-driven industry, China has introduced a series of policies and measures this year, making the policy system basically complete. The environmental supervision pattern covering water, soil, solid waste and air pollution has begun to form, and the environmental protection needs of the whole society are constantly increasing. Especially, in April, Ministry of Housing and Urban-Rural Development and other eight departments jointly issued the " Notice on comprehensively carrying out the classification of domestic waste in and above prefecture-level cities across the country". The notice requires that 46 key cities should, by 2020, basically complete domestic waste sorting systems, implementing classified delivery, classified collection, classified transportation and classified disposal, which will greatly promote the development of the solid waste field in a wide range.

As an important purchaser of environmental protection services, the government plays a significant role in adjusting the demand of the industry. In recent years, with the downward trend of China's economic growth, the investment demand for stabilizing macroeconomic growth continues to grow, and the counter-cyclical and social welfare characteristics of the environmental protection industry have received the attention of the government. The government has adopted an active fiscal policy to focus on environmental pollution control campaign, and increase investment in environmental protection field, and the growth rate of environmental protection investment is much higher than the growth rate of overall fixed asset investment.

The number of bond-issuing enterprises in the environmental protection engineering and service industry is not low, and the overall credit rating level is relatively high, and there have been no defaults on bonds since this year. With the easing of the supervision and regulation of mergers and acquisitions by China Securities Regulatory Commission and the continuous trend of state-owned enterprises holding shares in private companies, the credit status of the industry will be further improved.

Although we believe that the industry has passed the most difficult stage, there are still many risk factors in the development of the industry. For example, a slowdown in macroeconomic development by the intensification of Sino-US trade friction, a lack of substantial improvement in the financing environment, and inadequate implementation of policies, may have a major adverse impact on the development of the industry.

## 一、行业近期运行概况

受资管新规、金融去杠杆以及 PPP 清库存等政策措施影响，环保企业在 2018 年遭遇了投融资困境，大部分企业放慢拓展步伐，业绩有所放缓甚至下滑，个别企业出现了债务违约。2019 年上半年，随着环保产业所面临外部风险的持续释放，财政发力、融资边际改善以及对污染防治企业的减税降费等因素影响，环保企业经营情况较 2018 年相比有所改善。未来随着国内环保相关产业政策的不断加码、需求的进一步释放、融资环境的逐步改善，环保企业有望迎来较快发展。

### （一）环保行业发展潜力巨大

随着城镇化和工业化进程的持续推进，我国经济社会发展与资源环境约束的矛盾日益突出，环境保护面临越来越严峻的挑战。为了改善环境保护滞后于经济发展的局面，我国加大了环境保护工作力度，淘汰了一批高能耗、高污染的落后生产能力，加快了污染治理和城市环境基础设施建设。但当前，环境状况总体恶化的趋势仍未得到根本遏制，环境问题已经成为威胁人体健康、公共安全和社会稳定的重要因素之一，环保行业仍然具有巨大的发展潜力。随着我国城镇化及工业化进程的不断推进，环境问题越来越成为制约经济社会发展的重要因素，近年来我国环保投资整体呈现向上态势，2017 年全国环境污染治理投资总额已达到 9,539.00 亿元，处于历史较高水平。但环保投资占国内生产总值（GDP）的比重，却从 2012 年开始呈下降趋势，至 2017 年末其所占比例只有 1.16%（见图 1）。近年来随着经济下行压力不断加大，之前高速阶段所积累的环境问题开始显现，环保压力不断加大，而根据发达国家经验，环保投入占 GDP 的比重在 1%-1.5% 时，才可能遏制环境污染的恶化趋势，比重升至 2%-3% 时，才有可能改善环境质量。由此看来，目前国内环境污染治理投资占 GDP 比重重要起到改善环境质量的作用，还有巨大的空间。

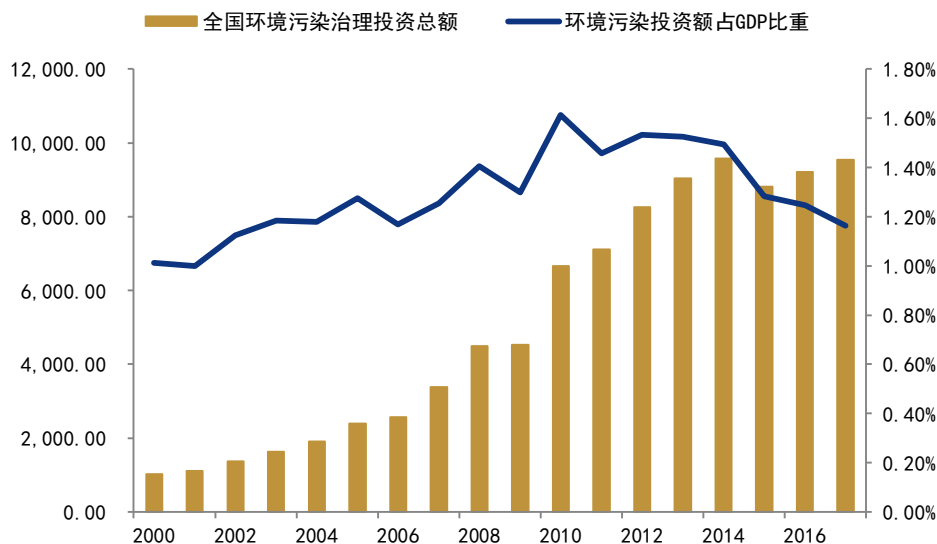


图 1：近年来我国环境污染治理投资总额及与 GDP 的比值（亿元）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

根据《中国环保产业发展状况报告（2018）》，未来几年我国环保产业投资需求将超过 4 万亿元，用于购买环保产品和服务的投资接近 2 万亿元（见表 1）。其中大气污染防治领域，打赢蓝天保卫战投资需求约为 10178 亿元，

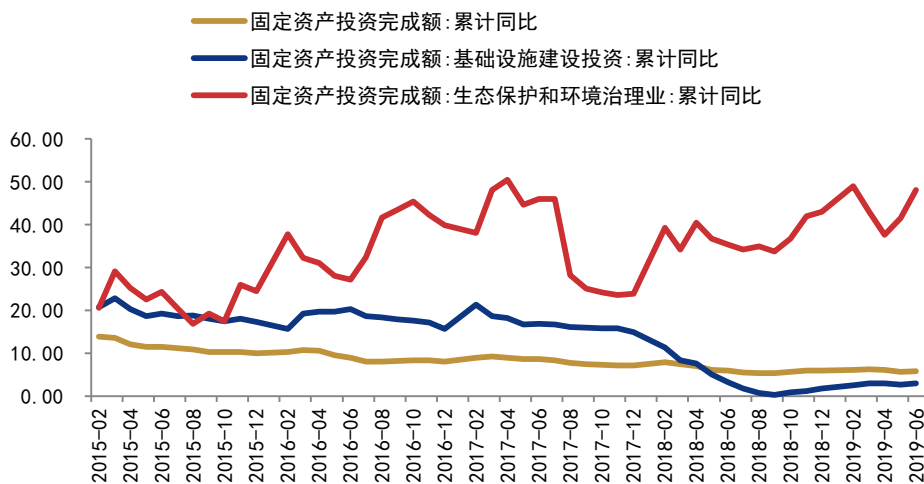
环保产品和服务需求约 2530 亿元；水污染防治领域，打好碧水保卫战投资约为 1.8 万亿，环保产品和服务需求约 9200 亿元；土壤污染防治领域，打好净土保卫战投资需求约为 6600 亿元，环保产品和服务需求约 4158 亿元；危废领域，预计到 2020 年处理空间约达 3000 亿元左右，若产废企业自行处置率按 50% 测算，市场空间约 1500 亿元；环境监测领域，预计“十三五”期间环境监测设备销售增速大约在 25% 左右，市场空间超过 1000 亿元。

**表 1：2020-2023 年环保产业各领域投资需求**

细分领域	投资需求 (亿元)	用于购买环保产品和服务的投资 (亿元)
大气污染防治	10178	2530
水污染防治	18000	9200
土壤治理	6600	4158
危废处置	3000	1500
环境监测	1500	1000
合计	39278	18388

资料来源：远东资信整理

2019 年 1-6 月，全国固定资产投资累计增速 5.8%，较去年同期下降 0.2 个百分点，基础设施建设累计投资增速 2.95%，较去年同期下降 0.36 个百分点，生态保护和环境治理业投资累计增速 48%，较去年同期增长 12.6 个百分点，近年来环保投资增速与固定资产投资、基建投资增速相比一直处于较高水平（见图 2）。积极的财政政策聚焦环境污染攻坚战，财政支出对生态环境治理的支持力度不断增加，环境保护支出占国家财政支出总额的比例由 2007 年的 2% 提升至 2018 年的 2.9%，2019 年全国一般公共预算支出中节能环保支出较 2018 年实际支出增长 7.4%。2019 年 1-5 月，全国一般公共预算支出 9.3 万亿元，同比增长 12.5%，其中节能环保支出 2219 亿元，同比大幅增长 29.8%。地方专项债券发行加速，生态环保是主要投向之一。截至 2019 年 6 月 25 日，地方政府新增债券中，募集资金包含生态环保投向的债券余额有 9178 亿元，其中 2019 年新增的有 3052 亿元，占比达到 21%。环保投资同比增速不仅远高于固定资产投资和基建投资增速，以及地方专项债券的投向，体现了政策在环保领域投资的倾斜。


**图 2：环保投资增速与固定资产投资、基建投资增速 (%)**

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

环保行业具有非常强的政策导向性，围绕重点工程需求，我国大力发展环保事业，推动以污水处理、垃圾处理、烟硫脱硝、土壤修复和环境监测为重点的装备制造业发展，推进烟气脱硫脱销、城镇污水垃圾处理、危险废弃物处理处置等污染设施建设和运营的专业化、社会化、市场化进程。与此同时，我国不断完善环境经济政策，包括燃煤电厂烟气脱硫电价政策、排污收费制度等，以形成对环保产业的基础支撑。总体来看，在经济增长的环境约束日趋强化的背景下，环境保护工作的重要性与日俱增。在环保产业投资高速成长的带动下，大气污染治理、污水处理、固废处理等子行业得到快速发展（三个子行业营业收入之和、营业利润之和占全行业比例均超过85%）。

## （二）大气污染治理任重道远

近年来伴随着经济的发展，我国工业产生了大量的废气和粉尘，对大气造成了严重的污染，导致部分地区雾霾频发，人民的生命财产安全受到威胁。随着人们对大气污染关注度的提升，大气污染治理领域迎来了高速发展阶段。经过几年的大力治理，我国大气污染治理取得了一定的成果。根据生态环境部2019年5月发布的2018年全国城市空气质量状况报告显示，全国338个地级及以上城市中，121个城市环境空气质量达标，占全部城市数的35.8%，比2017年上升6.5个百分点；平均优良天数比例为79.3%，比2017年上升1.3个百分点；PM2.5浓度为39微克/立方米，PM10浓度为71微克/立方米，均比上年同期有小幅下降，空气质量总体好转。但在全国338个地市中，仍有217个城市环境空气质量超标，占比64.2%，如图3所示；京津冀及周边“2+26”城市平均超标天数比例为49.5%，超标天数中，以O<sub>3</sub>、PM<sub>2.5</sub>、PM<sub>10</sub>为首要污染物的天数分别占总超标天数的46.0%、40.7%、12.8%。而根据《打赢蓝天保卫战三年行动计划》要求，到2020年，二氧化硫、氮氧化物排放总量分别比2015年下降15%以上；PM<sub>2.5</sub>未达标地级及以上城市浓度比2015年下降18%以上，地级及以上城市空气质量优良天数比率达到80%，重度及以上污染天数比率比2015年下降25%以上；提前完成“十三五”目标任务的省份，要保持和巩固改善成果；尚未完成的，要确保全面实现“十三五”约束性目标；北京市环境空气质量改善目标应在“十三五”目标基础上进一步提高。虽然纵向对比全国空气质量有所提升，但大气污染治理仍然有较大的空间，任重而道远。

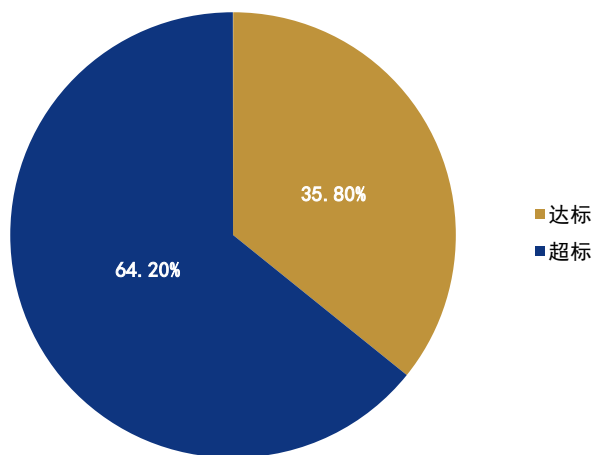


图3：2018年338个城市空气质量达标情况

资料来源：《2018中国生态环境状况公报》，远东资信整理



大气污染治理需求主要集中在火电、钢铁、有色及建筑行业。我国火电行业从2012年开始进行了大规模的烟气治理，以2011年原环保部出台的《火电厂大气污染物排放标准》为标志，传统火电行业大气治理市场进入快速发展期。到2017年，据中电联发布的《中国煤电清洁发展报告》，截至2016年末，脱硫、脱硝及除尘基本实现电力行业全覆盖，二氧化硫、氮氧化物和烟尘排放分别下降至0.39、0.36和0.08克/千瓦时，污染治理技术水平达到先进水平，意味着我国火电行业烟气治理工作基本进入尾声，未来新增需求主要来自技改项目。与火电行业类似，随着标志性政策的出台，非电行业空气治理有望迎来高速发展。2017年5月以来，环境保护监管部门发布公告对京津冀周边2+26城提出特别排放限值要求。与原有排放标准相比，新标准的限值大幅降低，各行业提标比例大致在25%-300%之间，提标改造治理空间巨大。据估算，钢铁行业提标改造空间约为530-650亿元，运维空间约为170-180亿元；有色行业存量改造空间约为110亿，运维约为50亿元/年，增量市场约为240亿元，新增运维费用约为30亿元/年；砖瓦行业改造投资约为340亿元，运营费用约为240亿元/年。总体上，以钢铁、有色及建筑主体的非电行业烟气治理需求在千亿元以上，市场需求巨大。生态环境部2019上半年印发了《蓝天保卫战重点区域强化监督定点帮扶工作方案》，计划从5月8日开展新一轮的大气强化监督工作，覆盖京津冀及周边、汾渭平原39个城市。未来随着环保监督及执法力度的加强，结合非电行业烟气治理需求、火电行业的技改需求，大气污染治理领域未来空间巨大。

### （三）水污染治理保持较快发展

近年来，随着全国各大城市污水排放总量的不断增长，国家政策逐渐向节能环保方向倾斜，对污水处理基础设施投资加大，污水处理能力明显提升，行业进入快速发展期。污水处理分为工业废水处理和生活污水处理两大类，其中生活污水占全国污水排放总量的60%以上。根据水利部《2018年中国水资源公报》，2018年我国耗水总量为3207.6亿立方米，耗水量53.3%，全国污废水排放总量达到750亿立方米。截至2017年底（最新可获数据），全国设市城镇（不含建制镇）累计建成污水处理厂5027座，城市污水处理能力达574.6亿立方米/年，较上年增长5.6%；排水管道长度达63.0万公里，较上年底增长9.3%，城市污水处理率提升1.10个百分点至94.5%。自2010年以来污水处理能力增速基本稳定在5%~6%左右。根据《城镇污水处理厂污染物排放标准》及《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》，新建城镇污水处理投资规模区间约为990-1500亿元，改造升级投资规模约为330-430亿元，运营市场规模约为680亿元/年，黑臭河道治理市场规模约为750亿元，长江经济带工业废水与危废处置市场规模约为420亿元。污水处理能力尚未满足国家废污水排放总量，行业正处于快速成长期。

同时从污水处理价格来看，目前各地污水处理价格仍然由政府决定，价格整体仍然处于低位，部分城市尚有较大上调空间。但随着市场化改革推进，污水处理服务费结算方式得以变化，有效提升了污水处理企业盈利水平。长期看，污水处理费价格上涨已是必然之势。根据国家发改委《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》（发改价格[2015]119号），污水处理收费标准要补偿污水处理和污泥处置设施的运营成本并合理盈利。2016年底前，设市城市污水处理收费标准原则上每吨应调整至居民不低于0.95元，非居民不低于1.40元。根据相关城市的市政府、发改委、物价局或自来水企业公布的数据显示，截至2018年底，居民生活污水处理费排名前十位的城市价格处于1.0~1.7元/吨之间，主要为水资源匮乏城市；居民生活污水处理费排名靠后的城市包括天津、深圳、海口等地，污水价格处于0.50元~0.95元/吨，未来尚有较大的价格上调空间。

目前大城市污水处理率增长空间可能有限，中小城市污水处理能力比例依然弱于大城市，在中小城市和县城仍有较大的市场机会。未来随着我国国民环保意识的提升，其对生活品质和环境要求有所提高，并且在相关政策的推动下，对黑臭水体治理、海绵城市建设、农村水环境治理等领域需求的快速增长，在新政策、新需求的引领下，随着新的利润增长点的出现，未来污水处理行业仍将保持较快发展。

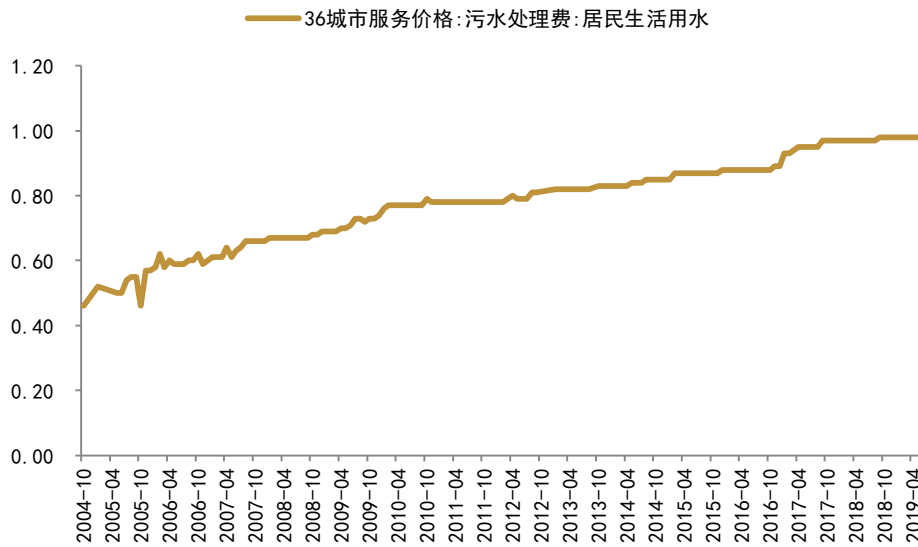


图 4: 36 城居民生活用水污水处理费 (元/吨)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

#### (四) 大固废治理开启新篇章

根据固体废物产生的源头和对环境的危害程度, 通常可将固体废物分为生活垃圾、一般工业固体废物、危险废物等。根据《固体废物环境污染防治法》的规定, 地方政府应当配套建设生活垃圾清扫、收集、储存、运输、处置设施, 而产生工业固体废物的单位应当采取防治工业固体废物污染环境的措施。

生活垃圾处理方面, 2007 年至 2017 年, 我国城市无害化处理能力由 27.17 万吨/天, 增长到了 67.99 万吨/天, 无害化处理率也由 62.00% 增长到了 97.74%, 已经基本提前达到了“到 2020 年底, 直辖市、计划单列市和省会城市(建成区)生活垃圾无害化处理率达到 100%, 其他设市城市生活垃圾无害化处理率达到 95% 以上”的目标。从技术路线来看, 目前我国城市生活垃圾无害化处理以简单的卫生填埋为主, 但填埋方式存在不利于垃圾的减量化、需要占用大量土地、渗滤液或造成污染扩大等各种弊端; 与之相比, 垃圾焚烧方式具有其占地小、场地选择容易、处理时间短、减量化显著、无害化较彻底以及可回收垃圾焚烧余热等优点, 长期来看采用垃圾焚烧拥有较大的成长空间。近期以来, 垃圾分类处置成为固废行业的新风口。2019 年 4 月 26 日, 住建部等九部门联合印发了《关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》, 该通知要求到 2020 年, 46 个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统。据测算, 垃圾分类处置要求将给厨余垃圾处置带来近千亿的市场空间, 将会打造出百亿级别的垃圾分类运营市场, 环卫服务总体新增市场规模可达近 600 亿元/年, 生活垃圾处理开启了新篇章, 未来发展潜力巨大。



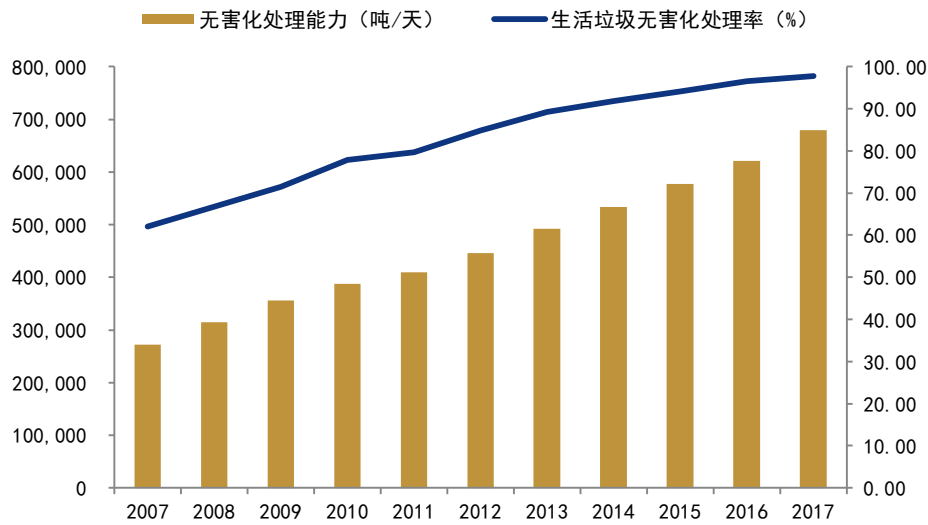


图 5: 2007-2017 年我国城市生活垃圾无害化处理情况

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

除生活垃圾外, 工业生产中还产生了大量的工业固体废物。《2018 中国统计年鉴》数据显示, 2017 年我国一般工业固体废物产生量为 33.16 亿吨, 综合利用量 18.12 亿吨, 处置量 7.98 亿吨, 贮存量 7.84 亿吨, 倾倒入弃量 73.04 万吨; 危险废物产生量 6,936.89 万吨, 综合利用量 4,043.42 万吨, 处置量 2,551.56 万吨, 贮存量 870.87 万吨。尽管工业废物的产生量逐年增加, 但工业废物污染防治设施的建设相对滞后, 从工业固废综合利用量上来看, 如图 6 所示, 2013 年后工业固废产量几乎没有大的变化, 而我国固废综合利用量却呈逐年递减的趋势, 工业固废综合利用量的增长率低于固废产生量的增长率, 行业存在较大的提升空间。

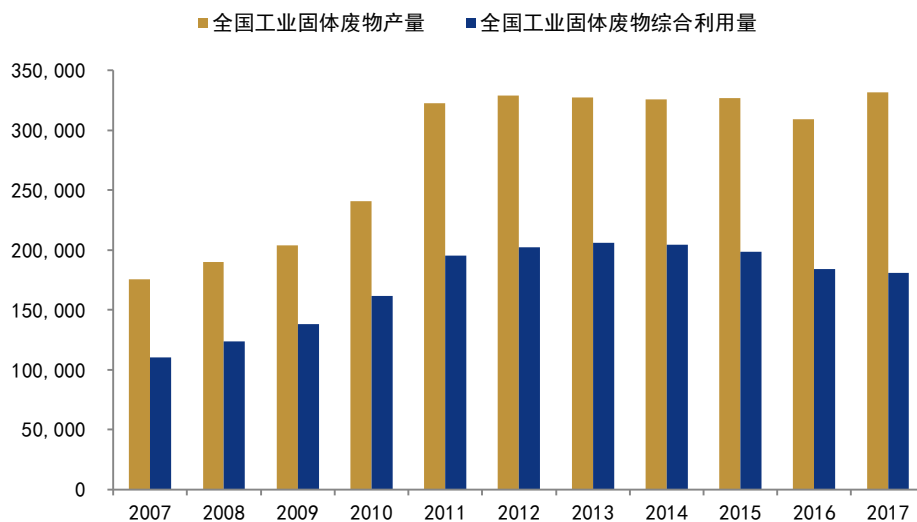


图 6: 2007-2017 年我国工业固废产量及综合利用量 (万吨)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

危废处置行业受政策影响较大，环保执法力度的加强将直接改变行业供需格局。2013年两高司法解释颁布后，危废监管日益严格使得产废企业瞒报、漏报等漏洞被逐步堵住。2016年修正的固体废物污染环境防治法出台；两高针对环境污染刑事案件进行了新一轮司法解释，明确了危废经营许可证的重要性。2018年环保督查进入“回头看”阶段，叠加“清废行动2018”，将对固废处置的环保督查力度推向又一个高峰。未来随着人们环保意识的加强，环保领域的执法力度将会越来越严格，危废处置行业具有较高的景气度。危废行业的高景气度与高利润率将会吸引到各路资本，资本的介入也加快行业的整合，行业格局有望重塑。

### （五）环保行业外部融资环境好转

作为资金密集型行业，环保企业高度依赖对外融资，相较于2018年，环保企业在上半年在融资方面的边际变化主要有两点，一是PPP项目清库接近尾声，二是深受融资政策青睐，社融和人民币贷款同比改善。

根据全国PPP综合信息平台项目管理库发布的信息，2019年5月管理库污染防治与绿色低碳项目环比净增项目68个、投资额414亿元；管理库累计污染防治与绿色低碳项目5039个、投资额4.8万亿元，分别占管理库的56.0%和35.6%；其中落地项目3083个、投资额3万亿元，分别占管理库落地项目的53.7%和34.0%。公共交通、供排水、生态建设和环境保护、水利建设、可再生能源、教育、科技、文化、养老、医疗卫生、林业、旅游等多个领域PPP项目都具有支持污染防治和推动经济结构绿色低碳化的作用。尽管在过去的2018年，环保产业经过了金融去杠杆、PPP清库存、强监管等多重检验，当前污染防治与绿色低碳项目占项目库比例依旧过半，绿色环保相关建设仍是PPP项目的主力。

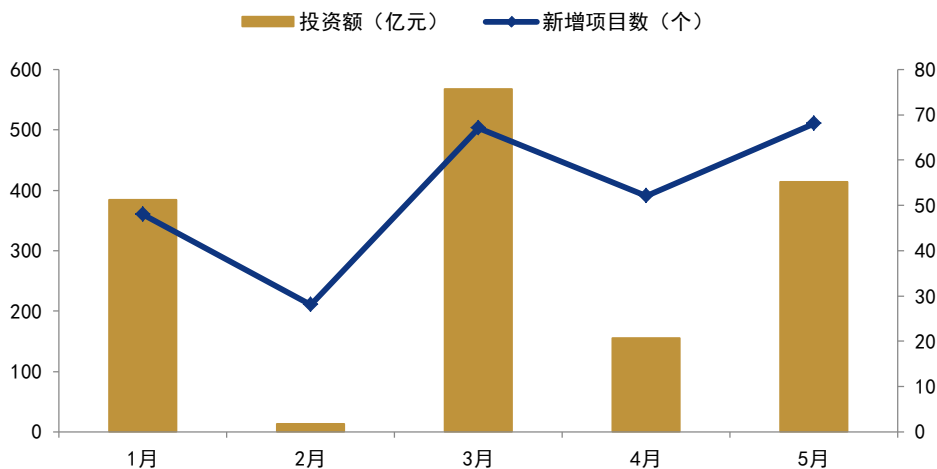


图7：2019年1-5月新增污染防治与绿色低碳PPP项目规模及数量

资料来源：远东资信整理

政策面支持民营企业融资改善：自2018年下半年开始，宏观金融政策开始转向，国务院、央行、银保监会等多陆续出台多项金融举措改善民营企业融资环境。进入2019年，缓解企业融资难、融资贵问题成为经济工作的重点任务，社会融资规模增速出现较大回升。从利率水平看，2018年四季度起，金融机构一般贷款加权平均利率有所下行。环保行业整体筹资能力有较为明显的提升。2019年一季度，环保行业整体取得借款收到现金507.92亿元，较2018年一季度增加40.9亿元，同比提升8.75%；较2018年四季度增加37.4亿元，同比提升7.9%。

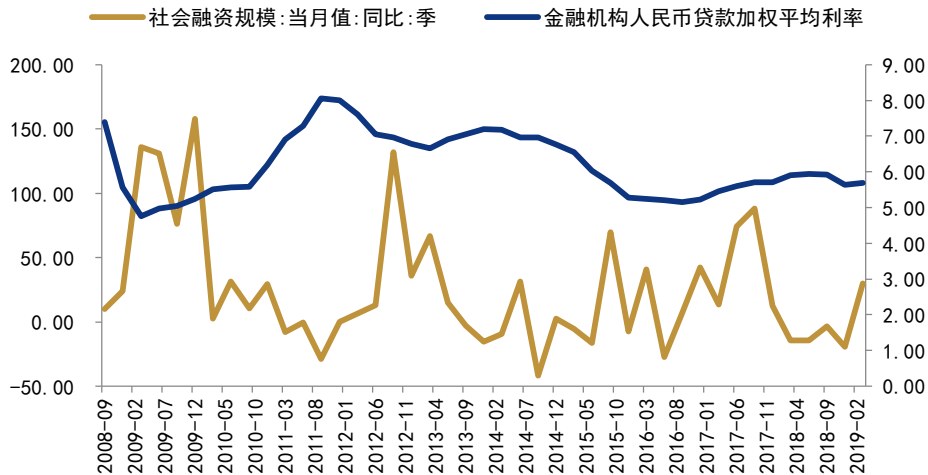


图 8：社融增速及人民币贷款平均利率（%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

无论从 2018 年底中央经济工作会议的表示还是 2019 年以来央行和政治局会议的表述来看，“松紧适度”、“流动性合理充裕”成为货币政策的主基调。同时强调疏通好货币政策传导机制，解决好民营企业和小微企业的融资难融资贵问题。可见目前阶段，稳就业和激活民营企业活力是影响货币政策制定目标的重要因素，民企和小微企业的融资问题未得到解决，流动性收紧的可能性不大。进入 2019 年以来，央行和党刊都表示“经济存在下行压力”，同时面对中美经贸摩擦给一些企业生产经营、市场预期带来的不利影响中央宏观经济托底的意愿依然较高，总理在政府工作报告中也提及“要正确把握宏观政策取向，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，实施就业优先政策，加强政策协调配合，确保经济运行在合理区间”。从目前宏观经济运行情况来看，继续保持“流动性合理充裕”的可能性较高。总之，环保企业未来面临的外部融资环境会有所好转，外延式增长的可能性得到加强。

## （六）环保行业面临的风险因素

尽管环保行业面临的外部环境较 2018 年底有所好转，但未来仍有诸多风险，例如潜在的中美贸易摩擦加剧，中国经济增长放缓，这会对环保行业的总需求产生不利影响。同时作为典型的政策导向性行业，环保行业的快速发展离不开政策的引领、支持，虽然目前已经出台了诸多有利于环保行业发展的政策，但环保企业收益与否还取决于未来这些政策的执行落实情况。此外，虽然目前大概率处于紧信用周期的尾部阶段，但不排除未来一段时间仍然处于紧信用环境，作为资金密集型行业，高度依赖外部融资，外部融资环境的不利变化，会大大影响环保企业的投产、扩产行动，影响企业的发展状况。

## 二、行业政策

2018 年，在金融“去杠杆”的背景下，叠加 PPP 清库存以及上市公司股权质押风险，行业内企业面临融资难的状况，现金流普遍缺乏，有些环保企业无力偿还到期债务，发生了违约。2019 上半年，国家及地方出台了多项政策文件，涉及融资环境、财政支出、产业支持以及区域支持，意在创需求、宽信用以及“稳杠杆”，力图帮助环保类企业走出当前困境。

2019年4月26日，住建部等九部门联合印发了《关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》，该通知要求到2020年，46个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统。其他地级城市实现公共机构生活垃圾分类全覆盖，至少有1个街道基本建成生活垃圾分类示范片区。到2022年，各地级城市至少有1个区实现生活垃圾分类全覆盖，其他各区至少有1个街道基本建成生活垃圾分类示范片区。到2025年，全国地级及以上城市基本建成生活垃圾分类处理系统。该通知的出台极大的促进了大固废领域的需求，经过简单估计，垃圾分类全国推广后可为环卫清运子行业带来约30%的收入弹性，每年大约可新增400亿元的厨余垃圾处理运营市场。

2019年2月14日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于加强金融服务民营企业的若干意见》，并要求各地区各部门结合实际认真贯彻落实，要求加大金融政策支持力度，着力提升对民营企业金融服务的针对性和有效性；强化融资服务基础设施建设，着力破解民营企业信息不对称、信用不充分等问题；完善绩效考核和激励机制，着力疏通民营企业融资堵点；积极支持民营企业融资纾困，着力化解流动性风险并切实维护企业合法权益。该通知的发布有望缓解环保企业面临的融资难、融资贵问题，带动环保企业业绩的提升。环保行业的痛点的核心根源在融资难、融资贵，随着本次《关于加强金融服务民营企业的若干意见》的出台，将有利于大幅改善民营企业的融资环境，宽松货币供给，从而推动环保企业订单进度，加快落地节奏，带来业绩释放。同时，该通知的出台还有利于缓释市场的风险情绪，形成负反馈，阻止恐慌情绪的蔓延，降低全社会必要报酬率下，提升企业价值。

2019年2月14日，国家发改委等七部委联合发布关于印发《绿色产业指导目录（2019年版）》的通知，进一步厘清了绿色产业边界。业界人士分析认为，《目录》有助于已有的绿色信贷、绿色债券及地方绿色金融标准更新及修订。从内容来看，《目录》将绿色产业划分为六大类别，30项二级分类以及211项三级分类。六大类别主要覆盖：节能环保产业、清洁生产产业、清洁能源产业、生态环境产业、基础设施绿色升级以及绿色服务。针对该《目录》的具体落实，《通知》要求，各地方、各部门要以《目录》为基础，根据各自领域、区域发展重点，出台投资、价格、金融、税收等方面政策措施，着力壮大节能环保、清洁生产、清洁能源等绿色产业。下一步，国家发展改革委将联合相关部门，根据投资、价格、金融等不同支持政策的实际需要，逐步制定以《目录》为基础的细化目录或子目录，着力提高《目录》的可操作性。妥善处理存量资金和项目，逐步根据《目录》调整政策支持范围。绿色债券的认证对于促进绿色债券的发展具有重要意义，能够促进企业的环保意识，提高全社会的环保需求。

未来，如果出台的融资政策、财政政策、产业政策以及区域政策能够得到较好的执行、落实，那么伴随着中国经济的发展，环保行业将会迎来大发展。

**表 2：2019 年以来部分环保相关政策及动态**

时间	发文部门	文件名称	主要内容
1月4日	生态环境部	《柴油货车污染治理攻坚战行动计划》	到2020年，全国在用柴油车监督抽测排放合格率达到90%，重点区域达到95%以上，排气管口冒黑烟现象基本消除。全国柴油和车用尿素抽检合格率达到95%，重点区域达到98%以上，违法生产销售假劣油品现象基本消除。全国铁路货运量比2017年增长30%，初步实现中远距离大宗货物主要通过铁路或水路进行运输。
1月21日	国务院办公厅	《“无废城市”建设试点工作方案》	《方案》明确了六项重点任务。一是强化顶层设计引领，发挥政府宏观指导作用。二是实施工业绿色生产，推动大宗工业固体废物贮存处置总量趋零增长。三是推行农业绿色生产，促进主要农业废弃物全量利用。四是践行绿色生活方式，推动生活垃圾源头减量和资源化利用。五是提升风险防控能力，强化危险废物全面安全管控。六是激发市场主体活力，培育产业发展新模式。
1月24日	生态环境部、发展改革委	《长江保护修复攻坚战行动计划》	到2020年底，长江流域水质优良（达到或优于III类）的国控断面比例达到85%以上，丧失使用功能（劣于V类）的国控断面比例低于2%；长江经济带地级及以上城市建成区黑臭水体控制比例达90%以上；地级及以上城市集中式饮用水水源水质达到或优于III类比例高



			于97%。
2月1日	财政部等四部门	《关于调整优化节能产品、环境标志产品政府采购执行机制》	文件要求：对政府采购节能产品、环境标志产品实施品目清单管理；依据品目清单和认证证书实施政府优先采购和强制采购；逐步扩大节能产品、环境标志产品认证机构范围；发布认证机构和获证产品信息；加大政府绿色采购力度；本通知自2019年4月1日起执行。
2月18日	中共中央、国务院	《粤港澳大湾区发展规划纲要》	《规划》提出一是打造生态防护屏障；二是加强环境保护和治理；三是创新绿色低碳发展模式。
3月30日	工信部、国开行	《关于加快推进工业节能与绿色发展的通知》	重点围绕工业能效提升、清洁生产改造、资源综合利用、绿色制造体系建设等领域，发挥绿色金融手段对工业节能与绿色发展的支撑作用，加强开发性金融支持、完善配套支持政策，大力支持工业节能降耗、降本增效，实现绿色发展。
4月1日	生态环境部等五部门	《地下水污染防治实施方案》	《方案》提出，我国地下水污染防治的近期目标是“一保、二建、三协同、四落实”。“一保”，即确保地下水型饮用水源环境安全；“二建”，即建立地下水污染防治法规标准体系、全国地下水环境监测体系；“三协同”，即协同地表水与地下水、土壤与地下水、区域与场地污染防治；“四落实”，即落实《水十条》确定的四项重点任务，开展调查评估、防渗改造、修复试点等工作。
4月7日	中办、国办	《关于促进中小企业健康发展的指导意见》	《指导意见》提出了竞争中性原则，这对民营经济和中小企业的发展十分重要；更加突出建立促进中小企业发展的长效机制；更加突出金融和财税支持的重要性；更加突出提升中小企业创新和专业化能力水平。
4月12日	农业农村部	《推进长江经济带农业农村绿色发展2019年工作要点》	《要点》提出坚持问题导向，突出打好长江经济带农业面源污染防治、水生生物多样性保护和农村人居环境整治三场硬仗，建设一批农业绿色发展先行区，加快补齐农业农村生态环境保护“短板”，整区域建制推进农业农村绿色发展。
4月16日	财政部	《服务业发展资金管理暂行办法》	服务业发展资金支持范围包括七大方面：一是电子商务、现代供应链、科技服务、环保服务、信息服务、知识产权服务等现代服务业；二是养老服务、健康服务、家政服务民生服务业；三是农村生产、生活用品流通及服务体系建设；四是全国跨区域农产品流通网络建设；五是现代服务业的区域性综合试点；六是规范商贸流通业的市场环境，建设维护诚信等制度体系；七是财政部会同相关业务主管部门确定的其他相关领域。
4月29日	生态环境部等五部委	《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》	《意见》要求，全国新建（含搬迁）钢铁项目原则上要达到超低排放水平。推动现有钢铁企业超低排放改造，到2020年底前，重点区域钢铁企业超低排放改造取得明显进展，力争60%左右产能完成改造，有序推进其他地区钢铁企业超低排放改造工作；到2025年底前，重点区域钢铁企业超低排放改造基本完成，全国力争80%以上产能完成改造。
5月5日	国务院	《政府投资条例》	对于“公共基础设施、农业农村、生态环境保护”等公共领域，规范政府投资行为，进一步深化政府投融资体制改革，同时更好地防范政府隐性债务。《条例》对于供水、原水、固废等公共服务领域的影响较大。
5月28日	财政部等三部门	《关于进一步深入推进首台（套）重大技术装备保险补偿机制试点工作的通知》	通知指出，申请列入《目录》的重大技术装备产品除须满足符合国家工业转型升级要求，且为当前国民经济建设和国家重大工程急需和首次进入市场阶段，尚未取得市场化业绩两个条件外，还须是节能、节材、环保效果突出，经济效益和社会效益显著的产品。节能、节材、环保效益对于重大技术装备来说，是革新的重要部分。
6月17日	中办、国办	《中央生态环境保护督察工作规定》	《规定》共六章，包括总则、组织机构和人员、督查对象和内容、督察程序和权限、督查纪律和责任及附则。

资料来源：远东资信整理

### 三、行业关注



2018年10月以来，证监会对于并购重组的监管进入宽松周期，包括加速小额并购的审核速度、放松配套募集资金的规模和用途要求、**环保成为并购重组审核分道制豁免/快速通道产业类型**、实行可转债提供并购重组资金来源等多项举措陆续出台，市场参与主体并购意愿增强。

2019年6月，证监会就修改《上市公司重大资产重组管理办法》公开征求意见，其中肯定了并购重组是上市公司发展壮大的重要途径，拟取消重组上市认定标准中的“净利润”指标，“累计首次原则”的计算期间进一步缩短至36个月从而加快注入优质资产，拟支持符合国家战略的高新技术产业和**战略性新兴产业**相关资产在创业板重组上市，拟恢复重组上市配套融资。并购是环保企业拓宽业务范围、扩大规模的重要手段之一，并购市场持续活跃，技术类、运营服务类是环保行业公司并购新热点，政策宽松利于环保公司加快并购重组。

自2018年下半年开始，环保工程及服务行业公司普遍面临流动性危机，为纾困等原因，国资陆续入股环保民营企业，助力环保行业流动性风险解除，同时承担大型政府付费类PPP项目建设重任，利好行业发展。进入2019年，国资继续大量入股环保类民营企业，环保龙头企业为重点目标。2019年3月，启迪桑德与雄安集团和/或雄安新区管委会控股的基金就后者受让清华控股所持有启迪控股的部分股份、向启迪控股增资等事项进行合作。。2019年4月，国润环境（四川发展100%持股）受让世纪地和持有的上市公司清新环境25.31%股份，成为控股股东，目前已受让完成。2019年5月，中国城乡（中交集团100%持股）受让文剑平等持有的上市公司碧水源10.71%的股份，成为第二大股东，目前股权转让已经实施完毕。2019年5月，广西环保产业投资集团（广西国资）与上市公司博世科拟就股权投资、业务深度合作签订框架协议。与此同时，强强联合也在不断发生，三峡集团子公司长江生态入股北控水务，共同参与长江生态保护。国资大量入股环保企业，正在重塑行业格局，成为上半年行业关注的焦点。

国资入股环保企业的原因主要有两点。一方面目前我国生态环境治理已经进入大区域、大项目、综合化时代，以环渤海综合治理、长江大保护、“无废城市”建设为代表的生态环境治理行动，项目投资额较大，使得单个环保企业难以单独承接治理项目需求，强强联合应运而生。另一方面，环保作为当前产业结构调整背景下重资产的优选，同时也是基建补短板的优质需求，对环保的投资成为央企、国企产业升级、资产保值增值及地方政府提高收入水平、扩大收入来源的选择，部分经营存在困难、但具备行业资质与经验基础的民营环保企业受到青睐，成为企业投资环保产业或地方政府进行资本运作的抓手。

国资入股环保企业可以为环保企业带来巨大的好处。一是国资入股可以帮助环保企业提高融资能力，在资金面紧缩，融资成为核心竞争力的当下，这点显得尤为重要。国资入股可以增强环保企业的外部支持力度，进而增强企业的融资能力，减少筹资难度，降低融资成本，解决短期内的债务、质押问题，长期来看有助于改善企业融资能力、拓宽融资渠道。二是可以帮助环保企业拓展政府资源，利于拓展、开展环保业务。国资的入股可以使环保民企对接更多的政府资源，增强拿单能力，扩大业务规模，提高市场份额。三是可以促进国资、民企利用各自优势协同发展。民营环保企业在市场经济环境下具有机制灵活、市场应变能力强、创新驱动力强等独特的优越性，国有企业比较薄弱的领域，通过“管资本”的方式进入民企血液，十分有助于国有经济、国有企业迈向更高质量的发展。

可以预见，国资将在未来的环保产业发展中起到帮助民营企业渡过难关、发挥国资属性、履行社会责任的重要引领作用，催生行业新格局，彻底解决束缚行业发展的融资瓶颈问题，使行业重新走向快车道。

表 3：2018 年以来国资入股上市环保企业情况

时间	公司名称	合作国企	方式	状态	所属领域
2018年9月	美晨生态	潍坊城投（潍坊市国资）	潍坊城投联合诸城投资受让美晨生态26.86%的股份	进行中	水务工程
2018年9月	环能科技	中建启明（中建集团100%持股）	中建启明协议受让环能德美持有的上市公司27%股份，成为控股股东	完成	水务工程

2018年10月	天翔环境	四川省铁路产业投资集团有限责任公司	铁投集团将组建专业团队梳理天翔环境及实控人邓亲华控制的所有在手项目,并视情况决定接手或放弃项目	框架协议	水务工程
2018年11月	东方园林	盈润汇民基金(朝阳区国资中心)	盈润汇民基金拟受让何巧女士、唐凯先生所持有的占东方园林总股本5%的股份,成为东方园林的战略股东	完成	水务工程
2018年11月	中金环境	无锡市政	无锡市政拟受让公司6.65%的股份,通过一致行动人协议拥有28.78%的表决权	完成	水务工程
2019年3月	启迪桑德	雄安集团和/或雄安新区管委会控股的基金	包括但不限于雄安集团和/或雄安新区管委会控股的基金受让清华控股所持有启迪控股的部分股份、雄安集团和/或雄安新区管委会控股的基金以现金和/或其他非货币资产等方式向启迪控股增资等	进行中	固废/环卫
2019年4月	清新环境	国润环境(四川发展100%持股)	国润环境受让世纪地和持有的上市公司25.31%股份,成为控股股东	完成	大气治理
2019年5月	碧水源	中国城乡(中交集团100%持股)	中国城乡受让文剑平等持有的公司10.71%的股份,成为第二大股东	完成	水务工程
2019年5月	博世科	广西环保产业投资集团(广西国资)	股权投资、业务深度合作	框架协议	水务工程

资料来源:远东资信整理

## 四、行业内发债企业信用分析

### (一) 发债企业基本情况

远东资信使用申万行业分类标准定义环保工程及服务行业债券,并通过后续几个步骤筛选行业发债主体。首先,获取在2019年6月30日之前(含)发行且在6月30日仍存续的债券,删除资产证券化产品和无一级分类的债券;其次,删除财务数据披露不完整的债券;最后在进行发行人去重之后,删除城投企业,最终获得19家发债主体作为分析样本。发债主体基本情况如下表所示:

表4:19家发债主体截至3月末的相关情况

发行人	公司属性	地区	所涉环保子行业
上海环境集团股份有限公司	地方国有企业	上海	固废治理、污水处理
北京碧水源科技股份有限公司	民营企业	北京	污水处理、固废治理
广州迪森热能技术股份有限公司	民营企业	广东省	固废治理
北京高能时代环境技术股份有限公司	民营企业	北京	固废治理、污水处理
启迪环境科技发展股份有限公司	中央国有企业	湖北省	固废处理、污水处理
北京万邦达环保技术股份有限公司	民营企业	北京	工业水处理、固废治理
浙江伟明环保股份有限公司	民营企业	浙江省	固废处理、设备销售
国家电投集团远达环保股份有限公司	中央国有企业	重庆	大气治理
广西博世科环保科技股份有限公司	民营企业	广西	水污染治理、固废治理
重庆康达环保产业(集团)有限公司	外商独资企业	重庆	污水处理
南方汇通股份有限公司	中央国有企业	贵州省	污水处理
北京雪迪龙科技股份有限公司	民营企业	北京	环境监测
博天环境集团股份有限公司	民营企业	北京	污水处理
北京城市排水集团有限责任公司	地方国有企业	北京	污水处理
上海巴安水务股份有限公司	民营企业	上海	污水处理
安徽盛运环保(集团)股份有限公司	民营企业	安徽省	固废治理
东江环保股份有限公司	地方国有企业	广东省	固废治理

北京清新环境技术股份有限公司	民营企业	北京	大气治理
瀚蓝环境股份有限公司	地方国有企业	广东省	污水处理、固废治理

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

从发行人属性来看, 发行人既有中央国有企业、也有地方国有企业、民营企业和外商独资企业, 家数分别为: 3家、4家、11家和1家, 未来随着国资入股民营企业的步伐的加快, 国有资本占比将会有所提升。从发行人的地域分布来看, 主要分布在中东部地区, 其中东部沿海地区分布数量最多, 这与当地经济发展情况相匹配。

## (二) 信用等级调整情况

2019年上半年, 所有19家发行人的主体级别均未发生变化, 且自发行上市之日其只有两家主题信用级别发生了调整, 其中在2018年5月28日中诚信将东江环保股份有限公司的信用级别由AA上调为了AA+, 上调原因因为在政策利好的推动下, 发行人通过新建项目、并购扩张和新区域布局等方式提升工业废物无害化处理能力, 进一步凸显核心业务竞争实力, 整体业务规模和经营性业务利润进一步扩张。安徽盛运环保(集团)股份有限公司在2018年由于发生了债务违约, 在2018年10月10日由中诚信将其信用级别调低为C。样本企业信用等级大多在AA级别以上(含), 除已发生违约的企业外, 其他主体信用等级较高, 偿债能力较强, 且大多安全的渡过了“去杠杆”的2018, 未来随着外部融资环境的改善, 以及国资入股趋势的延续、人们对美好生活向往导致的投资需求, 未来发债企业发生大面积违约的概率很小, 但不排除在因外部环境发生巨大变化时, 例如中美贸易摩擦加剧、中国经济发展放缓、政府杠杆率过高等等, 有个别企业发生债务违约。样本企业的信用级别情况见下表。

表 5: 19家发债主体信用等级相关情况

发行人	初始级别	1月1日级别	6月30日级别	上半年是否发生级别调整
上海环境集团股份有限公司	AAA	AAA	AAA	否
北京碧水源科技股份有限公司	AA+	AA+	AA+	否
广州迪森热能技术股份有限公司	AA	AA	AA	否
北京高能时代环境技术股份有限公司	AA	AA	AA	否
启迪环境科技发展股份有限公司	AA+	AA+	AA+	否
北京万邦达环保技术股份有限公司	AA	AA	AA	否
浙江伟明环保股份有限公司	AA	AA	AA	否
国家电投集团远达环保股份有限公司	AA+	AA+	AA+	否
广西博世科环保科技股份有限公司	AA-	AA-	AA-	否
重庆康达环保产业(集团)有限公司	AA	AA	AA	否
南方汇通股份有限公司	AA	AA	AA	否
北京雪迪龙科技股份有限公司	AA	AA	AA	否
博天环境集团股份有限公司	AA-	AA-	AA-	否
北京城市排水集团有限责任公司	AAA	AAA	AAA	否
上海巴安水务股份有限公司	AA	AA	AA	否
安徽盛运环保(集团)股份有限公司	AA	C	C	否
东江环保股份有限公司	AA	AA+	AA+	否
北京清新环境技术股份有限公司	AA	AA	AA	否
瀚蓝环境股份有限公司	AA+	AA+	AA+	否

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

## (三) 运营实力分析

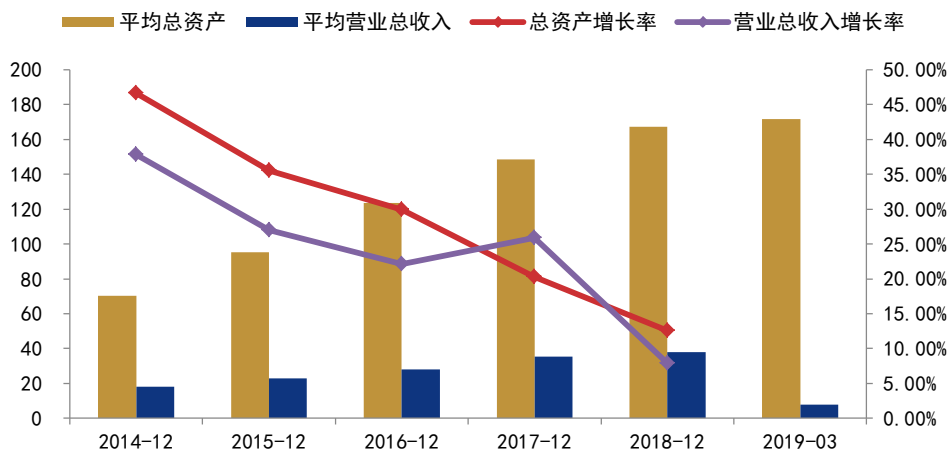
### 1. 资产规模及多元化

从规模上来看,样本企业截至2019年3月末的平均资产规模为171.52亿元,污水处理企业普遍资产规模较大,其中北京城市排水集团有限责任公司资产总规模达到了836.53亿元;截至2018年末,样本企业的平均总营业收入为38.08亿元,营收规模与资产规模能较好地匹配。样本企业2019年3月末资产规模及2018年末总营业收入规模情况见下表6,北京碧水源科技股份有限公司在总资产方面在样本企业中排名第一,在营业总收入方面广州迪森热能技术股份有限公司拔得头筹。从图9来看,近几年样本企业的平均总资产与总营业收入都在不断上涨,但增长速度却在不断下滑,至2018年底,营业收入增速已经小于了总资产增速,说明随着企业资产规模的扩大,业务开展能力没能与之匹配。

**表6: 样本企业资产规模及营收规模情况**

发行人	总资产(亿元)	营业总收入(亿元)
上海环境集团股份有限公司	97.21	5.15
北京碧水源科技股份有限公司	836.53	89.48
广州迪森热能技术股份有限公司	570.71	115.18
北京高能时代环境技术股份有限公司	28.08	12.89
启迪环境科技发展股份有限公司	91.40	36.76
北京万邦达环保技术股份有限公司	166.19	29.34
浙江伟明环保股份有限公司	58.56	11.04
国家电投集团远达环保股份有限公司	75.81	13.24
广西博世科环保科技股份有限公司	401.07	109.94
重庆康达环保产业(集团)有限公司	121.46	43.36
南方汇通股份有限公司	92.26	37.62
北京雪迪龙科技股份有限公司	105.45	40.88
博天环境集团股份有限公司	39.15	17.76
北京城市排水集团有限责任公司	156.11	25.83
上海巴安水务股份有限公司	97.05	32.84
安徽盛运环保(集团)股份有限公司	22.22	11.05
东江环保股份有限公司	171.25	48.48
北京清新环境技术股份有限公司	71.45	27.24
瀚蓝环境股份有限公司	56.98	15.47

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理


**图9: 近几年样本企业总资产及营业总收入变化情况 (亿元)**

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理



从发债企业所从事的业务来看，大多数企业都涉及污水处理，其次是大固废治理业务，专门从事大气污染的发债企业较少，其中北京雪迪龙科技股份有限公司为一家专门从事环境监测的企业。从表5可知，有近一半的企业在从事不同的子行业，样本企业多元化情况良好。

## 2. 技术投入

环保产业对技术水平的要求较高，较高的研发能力是企业的核心竞争力，先进的处理技术可以提高处理效率，降低成本，因此，环保行业的企业都立足于研发技术来保持自己的核心竞争力，而核心竞争力的打造一方面在于团队一方面在于企业研发投入，但根本还是在于企业投入。

平均来看，样本企业对于新技术的研发投入较多，部分具有自己的核心研发团队。单从研发费用投入角度来看，样本企业平均研发费用占营业总收入的比例在2018年底达到了2.46%，2019年稍有所下降但仍然高达2.30%。在样本企业中北京雪迪龙科技股份有限公司研发费用占比最高，2018年其研发费用占比为6.99%，在2019达到了7.88%，可见该公司对于研发能力的重视，但同时也有部分样本企业可能由于各种发展困境，研发费用略显不足。样本企业研发投入占比情况见下表：

表7：样本企业研发费用投入占比情况

发行人	2019年一季度	2018年
北京雪迪龙科技股份有限公司	7.88%	6.99%
上海巴安水务股份有限公司	5.79%	2.39%
南方汇通股份有限公司	4.15%	6.01%
广西博世科环保科技股份有限公司	3.61%	3.33%
北京高能时代环境技术股份有限公司	3.43%	3.10%
广州迪森热能技术股份有限公司	3.26%	2.79%
北京万邦达环保技术股份有限公司	2.89%	2.70%
东江环保股份有限公司	2.75%	2.79%
博天环境集团股份有限公司	2.59%	1.51%
浙江伟明环保股份有限公司	1.41%	1.10%
安徽盛运环保(集团)股份有限公司	1.14%	3.94%
国家电投集团远达环保股份有限公司	1.12%	0.80%
北京碧水源科技股份有限公司	1.07%	2.13%
瀚蓝环境股份有限公司	0.85%	1.14%
北京清新环境技术股份有限公司	0.69%	1.49%
启迪环境科技发展股份有限公司	0.52%	1.82%
北京城市排水集团有限责任公司	0.24%	1.10%
上海环境集团股份有限公司	0.23%	1.36%
重庆康达环保产业(集团)有限公司	0.00%	0.23%

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

未来随着国家环保政策的逐渐完善，环保标准的提高，以及环保企业发展环境的改善，样本企业的研发技术投入还会加大。

## 3. 产业整合能力

环保行业市场潜力很大，但是目前已经开发出来的市场规模较小，如果只是聚焦于单一领域，在有限的市场空间内将会面临激烈的竞争。基于此，很多环保公司在聚焦主营业务的同时，也注重公司业务的多元化，即不仅仅局



限于单一产业链，而是尽可能地通过并购等方式扩大自己的产业范围。这样既可以实现公司的规模效应，也可以降低技术的研发成本。同时，业务多元化还可以提高公司综合实力、提高品牌认可度。样本企业大多为上市公司，资产规模及品牌实力较强，产业整合能力相对较强。例如，瀚蓝环境股份有限公司下的瀚蓝固废就曾以现金增资和受让股权方式收购大庆宇合环保技术服务有限公司 90% 股权，获得其餐厨垃圾特许经营权，用现金对价受让广东驼王生物有限公司 60% 股权，转入畜禽无害化特许经营权。样本中许多优势企业已经开始借助产业化加速之际，通过并购重组，进一步扩张市场，进行产业链整合，也有部分企业进行跨界并购，加大多元化发展力度。

#### 4. 运作模式

环保行业按商业模式可以划分为三种：投资带来工程收入、投资带来运营收入和技术服务带来工程收入。自 2015 年起，国家在生态环保等重点领域大力推行 PPP（Public-Private Partnership，政府和社会资本合作）模式，行业内企业业务承接转变为以 PPP 模式为主，即通过投资带来工程、运营收入。PPP 模式让环保公司有机会引入地方政府、产业资本、金融资本等各方共同投资环保项目，PPP 模式的投融资构架改变了传统产业链上环保企业的业务的开展模式。但过多依赖 PPP 模式也会带来弊病，采用 PPP 模式通常对于项目方有着较大的资金要求，倘若外部融资环境发生变化，企业可能出现资金链断裂的风险。2018 年以来的 PPP 清库存、规范化发展要求，让许多依靠 PPP 模式高歌猛进的企业出现了危机，现金流极度短缺。从样本企业来看，目前不少样本企业已经在从 PPP 模式向 EPC（Engineering Procurement Construction，工程总承包）等轻资产模式转变，在当前融资环境还仍属于偏紧的条件下，未来会有越来越多的企业选择 EPC 等轻资产运营模式，这将有利于减轻样本企业的资金压力，降低杠杆水平，有利于偿债能力的提升。

### （四）财务实力分析

#### 1. 资本结构

总资产负债率是衡量在发债主体总资产中负债所占比例大小的指标，该指标能够衡量发债主体的杠杆水平。根据所得数据，从 2015 年末至 2019 年 3 月末，样本企业的平均资产负债率水平在不断上升，在三年多的时间里，发债企业平均负债率水平从 47.44% 攀升到了 56.77%，上涨了将近 10 个百分点，这与行业的快速发展有关。截至 2019 年 3 月末，样本企业资产负债率最高的前三位企业为：安徽盛运环保(集团)股份有限公司（97.85%）、博天环境集团股份有限公司（80.03%）以及广西博世科环保科技股份有限公司（74.93%）。盛运环保主要从事垃圾焚烧发电，因其主要采用 BOT 模式导致自有资金占用严重，同时公司内部存在内控不利等因素导致负债率偏高且与去年已发生债务违约。其余两家主要从事污水处理业务，其负债率较高主要与行业发展所采用的重资产运营模式有关，其负债率水平已经远超样本企业均值，杠杆率水平较高，存在一定的偿债压力。

未来随着行业所面临的融资环境的好转，以及商业模式由重资产逐渐向轻资产运营模式的转变，样本企业的杠杆率水平可能会下降或者很难出现快速攀升，这将有益于行业健康发展。

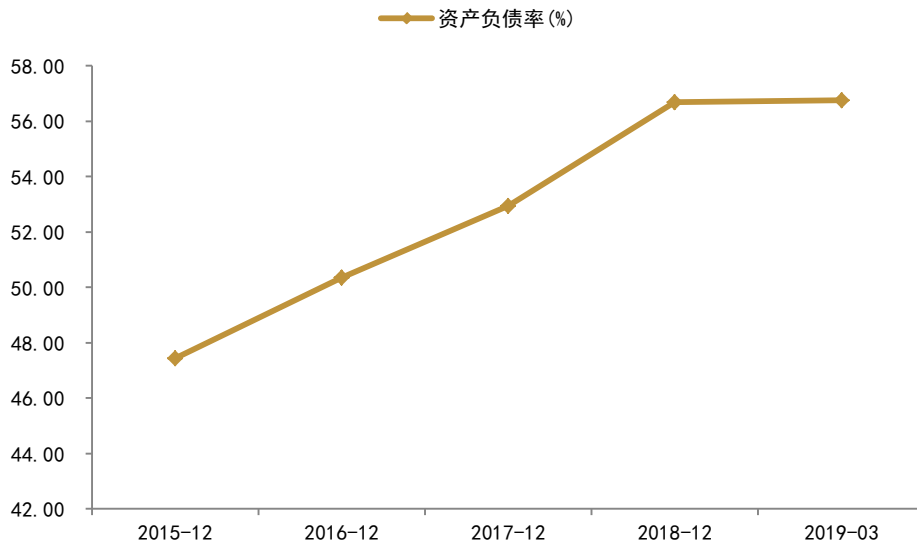


图 10: 近几年样本企业平均资产负债率变化

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

## 2. 偿债能力分析

EBITDA/利息支出是表征发债样本企业偿债能力大小的指标之一。从下图可以看出,该指标在 2014 年末至 2018 年末波动较大,其指标值从 2014 年末的-2.53 倍上涨到了 2018 年的 25.25 倍,上涨趋势主要是因为异常值的存在,在去掉异常值后,可以很清晰的看出该指标自 2015 年后呈不断下行趋势,指标值从 2015 年的 17.99 倍下降到了 2018 年的 5.04 倍,说明样本企业的偿债能力在不断变差,但仍然具备相当的偿债能力。

在几个异常值中,北京雪迪龙科技股份有限公司值得关注,其 2014 年至 2018 年 EBITDA/利息支出指标值分别为: -48.80 倍、-54.06 倍、-73.90 倍、-41.56 倍和 278.06 倍,其偿债能力在 2018 年突然出现了急剧的改变,这与其发行了低票息的可转债,导致应付利息出现较大变化有关。同时浙江伟明环保股份有限公司也值得关注,其 2017 年和 2018 年 EBITDA/利息支出倍数分别为: 96.68 倍和 114.01 倍,偿债倍数一直较好,这可能与多元化运作有关。安徽盛运环保(集团)股份有限公司、北京万邦达环保技术股份有限公司在该指标上表现较差,前者 2017 年与 2018 年该指标都为负值,且已经发生违约,未来其债务偿还仍存在不确定性,后者 2017 年该指标为-6.30 倍,2018 年有小幅好转达到了 0.38 倍,处于较低水平,居于一定的偿债压力。

未来随着行业融资环境的好转、经营环境的改善以及国企入股趋势的延续,除个别较为激进的企业外,样本企业的偿债能力会得到一定程度的改善。

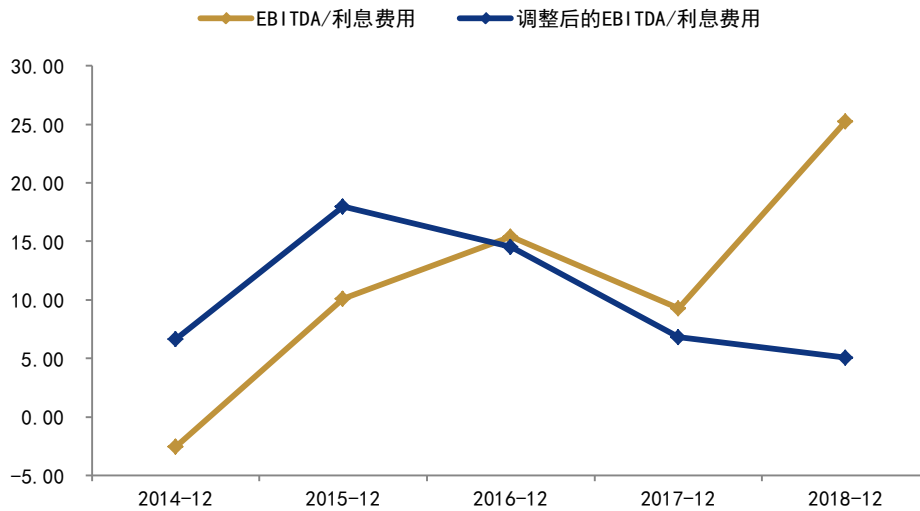


图 11: 近几年样本企业平均 EBITDA/利息支出变化情况 (倍)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

### 3. 盈利能力分析

净资产收益率是衡量样本企业的盈利能力的指标之一。从数据来看, 在删除异常值之前, 该指标均值从 2015 年 12 月的 12.47% 下降到了 2018 年的 1.34%, 主要系盛运环保在 2018 年发生违约, 拉低平均值所致。删除异常值之后, 样本企业平均净资产收益率 2015 年至 2018 年基本保持稳定, 2015 年至 2018 年平均净资产收益率分别为: 12.10%、11.69%、11.93% 和 10.06%, 2018 年因外部环境因素有所下降, 但也处于较高水平。2019 年一季度该指标较历史同期出现了小幅下滑, 这可能与行业竞争加剧有关。从样本一季度数据来看, 除了已经发生违约的盛运环保, 净资产收益率较低的前三位企业分别为: 北京城市排水集团有限责任公司 (0.05%)、北京碧水源科技股份有限公司 (0.44%) 和北京雪迪龙科技股份有限公司 (0.47%), 前两家企业均为污水处理及运营, 且都为行业内的头部企业, 这也许暗示着污水处理行业还处于“煎熬”之中。

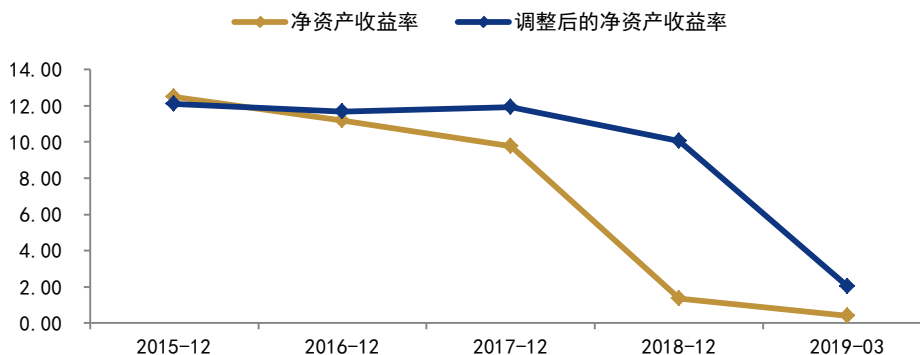


图 12: 近几年样本企业平均净资产收益率变化情况 (%)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

未来随着国资入股趋势对行业格局的重塑，竞争激烈状况可能会有所缓解，加之环保问题日益受到重视，各类政策文件不断出台，监管力度不断提升，未来样本企业资产收益率有望得到进一步提升。

#### 4. 收入质量分析

收现比（销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入）可以用来表征样本企业收入质量。从数据来看，样本企业的平均收现比自2016年开始就不断上升，这与外部环境有关。至2019年一季度，样本企业平均收现比为91.00%，较去年和前年历史同期高，这可能是经历过了融资环境偏紧的2018，样本企业更加重视收入质量，更加珍惜现金流。从数据上来看，不少企业的收现比超过了100%，说明不少样本企业正在加速收回历史账款，这一方面说明样本企业可能面临较大的资金压力，同时也说明样本企业正在积极努力获取现金流，改善自身资金流状况。收现比较高的几家企业分别为：北京城市排水集团有限责任公司（154.88%）、广州迪森热能技术股份有限公司（127.04%）和北京碧水源科技股份有限公司（122.38%），三家企业中两家都为污水处理企业，这与污水处理企业面所采用的运营模式有关，污水处理企业可能现金流比较短缺。

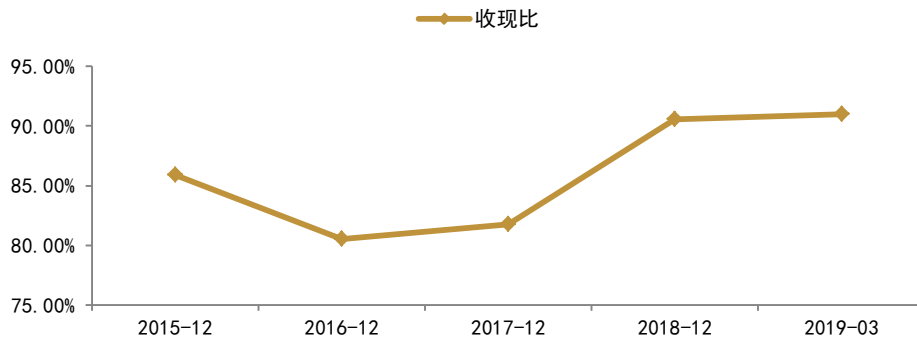


图 13: 近几年样本企业平均收现比变化情况

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

在经历过2018年的困难之后，大多数样本企业应该会意识到现金流的重要性，会比以往更加重视收入质量的提升，未来样本企业的收入质量随着外部环境的好转会逐步好转。

#### 5. 运营效率分析

应收账款周转率为衡量样本企业的运营效率的指标之一。从指标来看，与往年同期相比，样本企业在本年第一季度的应收账款周转率出现了小幅下滑，延续了自2017年开始的下行走势，从2017年第一季度的1.06次下降到了2019年第一季度的0.77次，这说明样本企业的运营效率处于较低水平且不断在下降。具体来看，样本企业中北京高能时代环境技术股份有限公司应收账款周转率一直处于较高位置，2019年第一季度其营收账款周转率为3.02，虽然较2018年一季度有所下降，但在样本企业中仍然拔得头筹。周转率较差的几家样本企业都为污水处理企业，比如北京城市排水集团有限责任公司和重庆康达环保产业(集团)有限公司的周转率均小于0.1次，这与该行业的重资产运营模式有关。

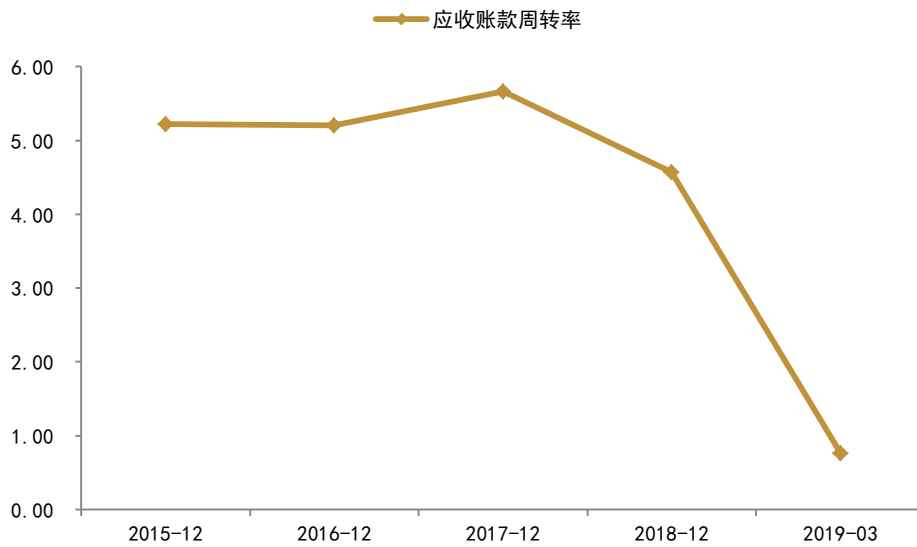


图 14: 近几年样本企业平均应收账款周转率变化情况 (次)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

未来随着 PPP 规范化的发展, 以及样本企业运营模式向轻资产模式的转变, 样本企业的应收账款周转率水平可能会得到改善。

## 6. 现金流量分析

从经营性现金流来看, 样本企业 2013 年至 2018 年的平均值从 1.48 亿元上涨到了 5.31 亿元, 说明样本企业经营性现金流状况在改善, 2019 年一季度样本企业平均经营性现金流 0.23 亿元, 比去年同期的-0.81 亿元有所改善, 这与样本企业重视现金流有关。从投资性现金流来看, 样本企业 2013 年至 2018 年的-6.02 下降到了-15.35 亿元, 说明样本企业这些年在加大对外投资, 在积极扩大企业规模。在遭遇融资难的 2018 年, 样本企业对外投资较 2017 年有所下降, 主要与样本企业对外部环境预期有关。2019 年一季度, 样本企业平均对外投资为 3.39 亿元, 较 2018 年同期的 5.14 亿元有所下降, 这可能与外部环境仍存一定的不确定性有关, 样本企业暂时性的减小了对外投资规模。从融资性现金流来看, 样本企业在 2015 年左右在融资环境极好时大举融资, 在 2018 年融资环境发生重大变化时出现了急剧萎缩, 2018 年样本企业平均融资规模只有高峰时期的一半左右。2019 年 1 季度, 由于融资政策刚刚开始好转, 样本企业筹资规模较 2018 年同期有所下降。



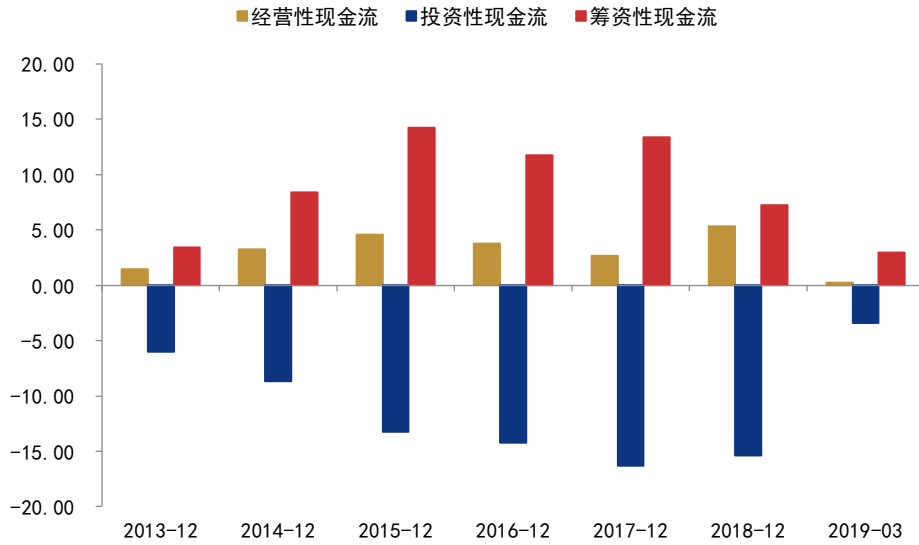


图 15: 近几年样本企业现金流量情况 (亿元)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

从样本企业债券到期情况来看, 在 2020 年 7 月 1 日前有债券到期的企业有 4 家, 分别为: 安徽盛运环保(集团)股份有限公司、重庆康达环保产业(集团)有限公司、广西博世科环保科技股份有限公司和启迪环境科技发展股份有限公司, 到期金额分别为: 15 亿元、15 亿元、8.6 亿元和 6 亿元。从现金流角度来看, 四家样本企业中只有安徽盛运环保(集团)股份有限公司和广西博世科环保科技股份有限公司一季度现金流为正, 分别为 0.15 亿元和 2.05 亿元, 其中广西博世科环保科技股份有限公司的待到期债权为可转债, 存在未来债权转股权的可能, 债务偿还压力相对较小。综合债务规模、债务类别以及四家样本企业的现金流情况来看, 未来样本企业现金流状况仍不容乐观。

未来随着融资环境的好转、国资入股趋势的延续、环保政策不断出台实施, 样本企业的现金流状况大概率会出现好转。

## 五、行业信用展望

总体看, 环保工程及服务行业度过了最困难的时期。尽管目前, 该行业的业绩在财务上尚未出现大面积的改善, 但作为资金密集型行业, 该行业面临的外部融资环境的改善、外部需求的增加未来将成为行业内企业未来业绩改善的保障。

作为政策导向性行业, 今年以来出台了诸多产业政策以及区域政策驱动行业的发展。尤其《关于加强金融服务民营企业的若干意见》、《关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》和《绿色产业指导目录(2019 年版)》的出台, 深刻影响着行业的发展方向。

去年以来，国资入股环保企业的趋势得到延续，一方面这是由于环保项目投资金额较大，使得单个环保企业难以单独承接治理项目需求，强强联合应运而生，另一方面对环保的投资成为央企、国企产业结构升级、资产保值增值及地方政府提高收入水平、扩大收入来源的选择。国资入股环保企业可以帮助环保企业提高融资能力，帮助环保企业拓展政府资源，促进国资、民企利用各自优势协同发展，最终都将有利于整个行业的发展。

环保工程及服务行业发债企业数量相对较少，信用等级相对较高，未来随着并购重组的放开，国资入股环保企业趋势的延续，行业信用面有望改善。

综合上述因素考虑，基于我国宏观经济发展情况、外部融资环境的改善、环保政策体系的不断完备以及行业随着国资入股趋势的延续导致外部支持的加强，远东资信认为未来我国环保工程及服务行业有望得到大力支持，行业将保持稳中向好的发展态势，远东资信对环保工程及服务行业的信用展望为稳定。

### 【作者简介】

王博，南开大学工商管理硕士，研究部数据研究员。

### 【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



## 远东资信评估有限公司

网址：[www.sfecr.com](http://www.sfecr.com)

### 北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层  
电话：010-53945367 010-53945366

### 上海总部

地址：上海市杨树浦路248号瑞丰国际大厦2层202室  
电话：021-61428088 021-61428115

### 【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。