

环保行业深度报告

环保受益化债：现金流/资产质量/估值，关注优质运营/弹性/成长三大方向

增持（维持）

2024年10月16日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

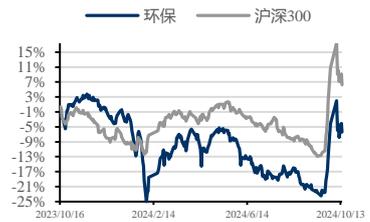
证券分析师 陈孜文

执业证书：S0600523070006
chenzw@dwzq.com.cn

投资要点

- 政策端：1) 支持化债“力度最大”：**2024/10/12，财政部表示拟一次性增加较大规模债务限额，置换地方政府存量隐性债务，加大力度支持地方化解债务风险，是近年来出台支持化债力度最大措施。**2) 政策支持美丽中国建设：**2024/10/12，人行等四部门发布《关于发挥绿色金融作用服务美丽中国建设的意见》。
- 化债影响：解决G端应收，优化三表&促新增投资，环保板块迎价值重估。**1) **环保存量欠款问题突出：**截至24H1申万一级行业中，环保行业应收类/总资产18%，较均值高7pct，应收类/净资产43%，较均值高17pct，信用减值/归母11%，较均值高3pct。2) **受益化债逻辑：解决G端应收，①优化资产负债表，②改善现金流，③减值冲回增厚盈利，④资金回笼推动新增投资带动成长，板块有望迎估值修复。**在现金流担忧下，申万环保板块PB估值从24年初1.38x降至2024/9/2的1.13x，2024/10/13 PB估值1.32x，位于历史10年分位点6.3%。若环保行业应收类/净资产从43%降至各行业均值26%，以（总市值-现金增加额）/股东权益测算真实PB水平将降至1.13x，较当前1.32x释放17%的弹性空间。
- 优质运营重估：关注前期受收款担忧大幅扰动估值的水务固废。**运营资产盈利及现金流可持续，付费痛点解决叠加市场化改革推进，对标海外，**现金流提振：**23年A股水务板块净现比1.2，对标美国水业2.0存**63%提升空间**，A股固废板块净现比1.7，对标美国废物管理2.1存**23%提升空间**；**估值存翻倍空间：**截至24/10/13，A股水务板块PE（TTM）16，PB（LF）1.1、美国水业PE（TTM）28，PB（LF）2.3；A股固废板块PE（TTM）15，PB（LF）1.4，美国废物管理PE（TTM）33，PB11.4。**不一样的观点：在优质运营模式下，选择化债弹性大的标的。剔除少数股东权益影响，以应收市值弹性系数衡量化债弹性，光大环境（66%）、绿色动力环保（54%）、北控水务集团（44%）弹性突出。**1) **固废：资本开支快速下降，现金流价值凸显。**重点推荐【**光大环境**】固废龙头24年自由现金流转正，股息率（TTM）5.7%。24H1应收账款及票据/总资产11%，PB0.48，应收市值弹性系数66%居水务固废运营资产首位！【**瀚蓝环境**】拟私有化粤丰环保，增厚盈利&可持续现金流。24H1应收账款及票据/总资产12%，PB1.43，应收市值弹性系数23%，减值类/归母-14%盈利增厚空间大。【**三峰环境**】设备技术龙头角逐海外市场。24H1应收账款及票据/总资产9%，PB1.42，应收市值弹性系数15%，减值类/归母-10%。建议关注【**绿色动力环保**】明确三年分红规划，股息率（TTM）8.4%。24H1应收账款及票据/总资产11%，PB0.53，应收市值弹性系数54%。2) **水务：量价刚性，化债改善现金流，期待市场化改革模式理顺。**重点推荐【**兴蓉环境**】掌握成都优质水务资产，产能扩张+污水提价兑现。24H1应收账款及票据/总资产7%，PB1.27，应收市值弹性系数13%，减值类/归母-10%。【**洪城环境**】高分红兼具稳定增长，股息率（TTM）4.6%。24H1应收账款及票据/总资产9%，PB1.41，应收市值弹性系数17%。建议关注：【**北控水务集团**】水务高股息龙头，股息率（TTM）6.5%，24H1应收账款及票据/总资产12%，PB0.79，应收市值弹性系数44%。（估值日期：2024/10/13）
- 弹性：关注应收类/资产占比大，减值影响大的板块。**24H1应收类/总资产top3：设计咨询（42%）、生态修复（40%）、环卫（29%），减值类/归母top3：环卫（-58%）、水务工程（-45%）、环境监测（-38%）。1) **水务工程：**建议关注【**碧水源**】24H1应收类/总资产21%，减值-2.59亿，归母-0.73亿，PB0.66，应收市值弹性系数83%；【**武汉控股**】应收市值弹性系数133%。2) **生态修复：**建议关注【**建工修复**】24H1减值类/归母-1030%，应收市值弹性系数119%；【**蒙草生态**】24H1减值类/归母-251%，应收市值弹性系数51%。3) **环卫：**重点推荐【**宇通重工**】24H1减值类/归母-58%，应收市值弹性系数25%；建议关注【**福龙马**】24H1减值类/归母-30%，应收市值弹性系数78%。（估值日期：2024/10/13）
- 成长：关注政策投入加大的领域。**国新办发布会提出推动“两重”（含管网建设）“两新”（聚焦节能设备等），重点推荐：环卫电动化【**宇通重工**】压滤机【**景津装备**】水技术装备及服务【**金科环境**】；建议关注：离心泵【**中金环境**】。
- 风险提示：**化债进展不及预期，市场化改革不及预期，利率超预期上行。

行业走势



相关研究

《地方化债环保受益：现金流/资产质量/估值，关注优质运营/弹性/成长三大方向》

2024-10-14

《财政政策发力解决运营现金流痛点，持续推荐运营资产+优质成长龙头》

2024-10-08

有别于市场的观点：

1. **运营资产具备长期稳定现金流，在优质模式下，选择化债弹性大的标的。**水务固废项目多为 BOT/BOO 模式，特许经营期一般为 25-30 年，运营期内具备稳定可预期的盈利和现金流。对于模式稳定的运营资产而言，化债不仅带来一次性的三表修复，更重要的是增强未来现金流回收的确定性，化债对其正向影响具备可持续性。污水和垃圾焚烧项目真实 G 端收入占比 50%左右，政府欠款和现金流痛点长期压制板块估值。化债解决应收痛点+市场化改革推进，长期现金流确定性增强，迎价值修复。

2. **为剔除少数股东权益的扰动，采取“应收市值弹性系数”衡量各公司受益于化债的弹性大小。**应收账款及票据含少数股东权益部分，总市值反映的是归母股东权益部分的股权价值，为剔除少数股东影响，我们采取“应收市值弹性系数”来综合反映化债影响：**应收市值弹性系数=应收账款及票据/（股东权益*PB）=（1/PB）*（应收账款及票据/总资产）/（1-负债率）**。以 2024 中报为基础，我们测算得出光大环境应收市值弹性系数 66%居水务固废企业首位，绿色动力环保、北控水务集团应收市值弹性同样突出，分别为 54%、44%。

内容目录

1. 近年最大力度支持化债措施将出台，金融政策支持美丽中国建设	5
2. 化债有助于解决 G 端应收，优化三表&促新增投资，环保板块迎价值重估.....	6
3. 关注三大方向：运营重估、弹性、成长	9
3.1. 优质运营重估：关注前期受收款担忧大幅扰动估值的水务固废资产.....	9
3.1.1. 固废：成熟期资本开支快速下降，叠加付费端改善现金流价值凸显.....	11
3.1.2. 水务：量价刚性，化债改善现金流，期待市场化改革模式理顺.....	12
3.2. 弹性：关注应收类/资产占比大，减值影响业绩大的公司	12
3.3. 成长：化债回笼资金，关注政策投入加大的领域.....	15
4. 风险提示	15

图表目录

图 1: 申万一级行业应收类科目/总资产情况梳理 (对应报告期 2024H1)	6
图 2: 申万一级行业应收类科目/净资产情况梳理 (对应报告期 2024H1)	6
图 3: 申万一级行业减值类科目/营收情况梳理 (对应报告期 2024H1)	7
图 4: 申万一级行业减值类科目/归母净利润情况梳理 (对应报告期 2024H1)	7
图 5: 环保行业业务属性	8
图 6: 申万环保板块市净率	8
图 7: 2016-2024H1A 股水务板块与美国水业净现比	9
图 8: 2016-2024H1A 股固废板块与 WM 净现比	9
图 9: 2011 年以来美国水业 PE 估值介于 20-40 倍	10
图 10: 2011 年以来美国废物管理 PE 估值持续上行	10
图 11: 水务固废运营类资产应收市值弹性系数	11
图 12: 环保子板块应收类/总资产情况	13
图 13: 环保子板块减值类/归母净利润情况	13
图 14: 2024H1 环保子板块应收类/总市值情况	14
表 1: 化债相关政策梳理	5
表 2: 2024H1 化债弹性标的	15

1. 近年最大力度支持化债措施将出台，金融政策支持美丽中国建设

地方化债持续推进，近年来力度最大的化债政策值得期待。2023年7月24日，中央政治局会议提出，要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案，化债拉开序幕。2024年10月9日，国新办新闻发布会提出，要加力支持地方开展债务置换，化解债务风险。2024年10月12日，财政部部长表示拟一次性增加较大规模债务限额，置换地方政府存量隐性债务，加大力度支持地方化解债务风险，这项政策是近年来出台的支持化债力度最大的措施。

表1：化债相关政策梳理

时间	发布机构/会议	重点内容
2023年7月	中国人大网	《国务院关于2022年中央决算的报告》中提出，有效防范化解地方政府债务风险是下一步财政重点工作之一
2023年7月	中央政治局会议	要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案
2023年8月	人民银行、外汇局	2023年下半年工作会议要求，统筹协调金融支持地方债务风险化解工作
2023年12月	中央经济工作会议	统筹好地方债务风险化解和稳定发展，经济大省要真正挑起大梁，为稳定全国经济作出更大贡献
2023年12月	全国财政工作会议	坚持化存量遏增量，推动制定一揽子化债方案，扎实推进地方政府债务化解；要严格落实既定化债举措，加大存量隐性债务化解力度，坚决防止新增隐性债务，健全化债长效机制，有效防范化解地方债务风险。
2024年3月	政府工作报告	统筹好地方债务风险化解和稳定发展，进一步落实一揽子化债方案，妥善化解存量债务风险、严防新增债务风险
2024年4月	中央政治局会议	要深入实施地方政府债务风险化解方案，确保债务高风险省份和市县既真正压降债务、又能稳定发展
2024年7月	中央政治局会议	要完善和落实地方一揽子化债方案，创造条件加快化解地方融资平台债务风险
2024年10月	国新办新闻发布会	要加力支持地方开展债务置换，化解债务风险
2024年10月	财政部	拟一次性增加较大规模债务限额，置换地方政府存量隐性债务，加大力度支持地方化解债务风险

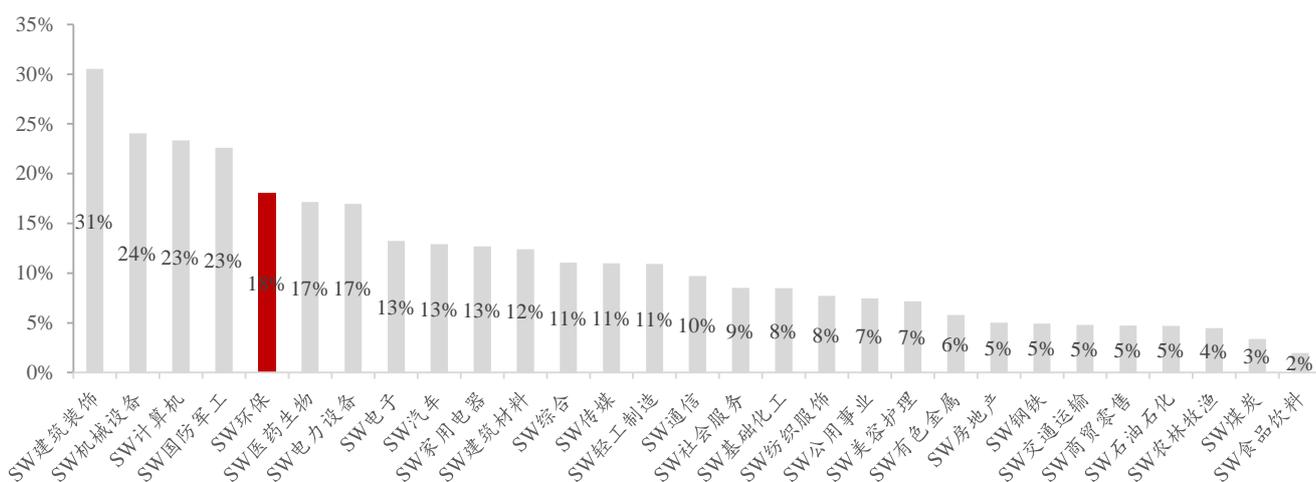
数据来源：政府官网，东吴证券研究所

金融政策支持美丽中国建设，绿色环保领域投入有望加速。2024年10月12日，央行等四部门印发《关于发挥绿色金融作用 服务美丽中国建设的意见》。《意见》明确，聚焦美丽中国建设实际需要，统筹谋划一批标志性重大工程项目，加大对投融资支持，提出了四大重点支撑领域，分别为支持美丽中国先行区建设、重点行业绿色低碳发展、深入推进污染防治攻坚、生态保护修复。

2. 化债有助于解决 G 端应收，优化三表&促新增投资，环保板块迎价值重估

环保板块存量欠款情况突出。从资产负债表来看，截至 2024H1，申万一级行业中，环保行业应收类/总资产比值为 18%，较各行业均值显著高 7pct，位列前 5；环保行业应收类/股东权益比值为 43%，较均值高 17pct。

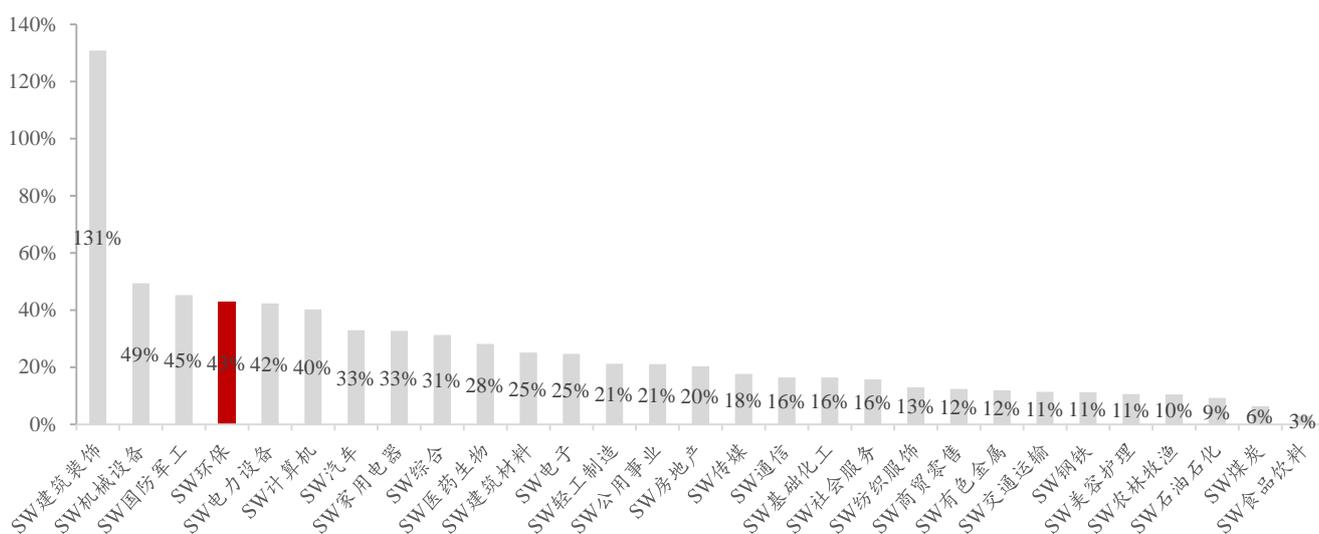
图1：申万一级行业应收类科目/总资产情况梳理（对应报告期 2024H1）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：应收类=应收账款+应收票据+合同资产；31个申万一级行业中剔除 SW 银行和 SW 非银金融

图2：申万一级行业应收类科目/净资产情况梳理（对应报告期 2024H1）

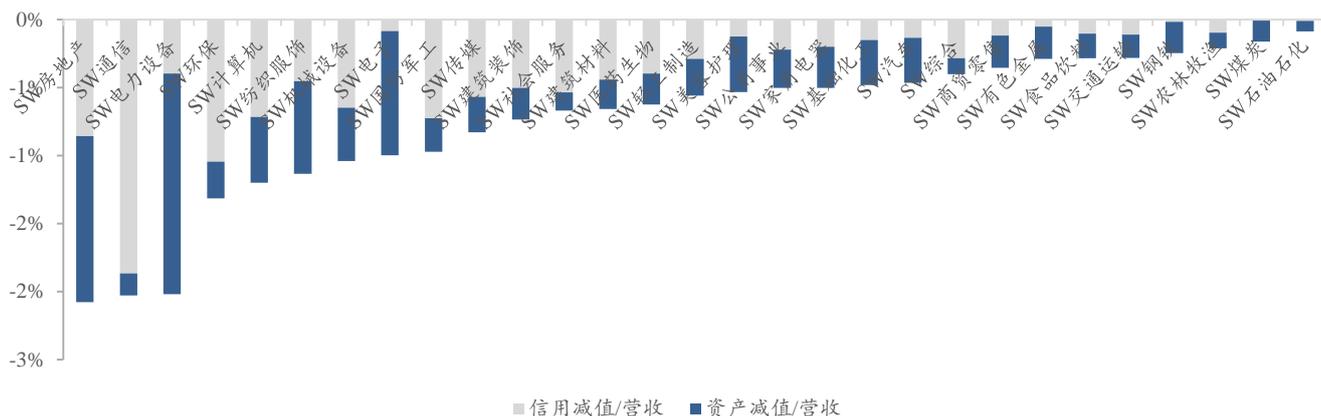


数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：应收类=应收账款+应收票据+合同资产；31个申万一级行业中剔除 SW 银行和 SW 非银金融

环保板块信用减值损失占归母净利润值显著高于各行业平均水平。从利润表来看，2024H1 环保行业减值类科目占营业收入比例为 1.3%，较各行业均值高 0.6pct，环保行业减值主要为信用减值，其中信用减值占营业收入比例为 1.0%，较均值高 0.7pct；2024H1 环保行业减值类科目占归母净利润比例为 13.3%，其中信用减值占归母净利润比例为 10.6%，较均值高 2.8pct。

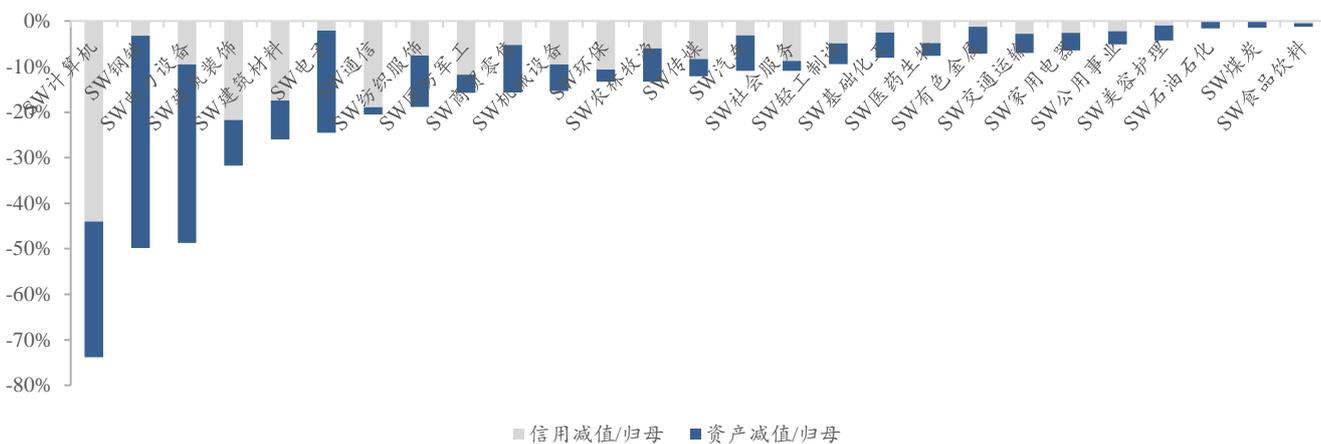
图3：申万一级行业减值类科目/营收情况梳理（对应报告期 2024H1）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：减值类=信用减值+资产减值，减值损失为负数、减值冲回为正数；31 个申万一级行业中剔除 SW 银行和 SW 非银金融

图4：申万一级行业减值类科目/归母净利润情况梳理（对应报告期 2024H1）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：减值类=信用减值+资产减值，减值损失为负数、减值冲回为正数；31 个申万一级行业中剔除 SW 银行和 SW 非银金融；由于 SW 综合和 SW 房地产板块归母净利润为负数，也做剔除处理

传统环保业务属性偏 ToG，化债推进有望修复板块三表，推动释放新增环保需求。环保产业可以分为政府类业务与企业类业务，传统环保需求由政府投资、采购驱动。行业特性致使应收科目中来自政府端的应收较高，地方债务风险化解利于环保公司解决 G

端应收，1) 优化资产负债表，2) 改善现金流，3) 减值冲回增厚盈利，4) 资金回笼用于新项目投资，推动新增需求释放，提升成长预期。

图5：环保行业业务属性

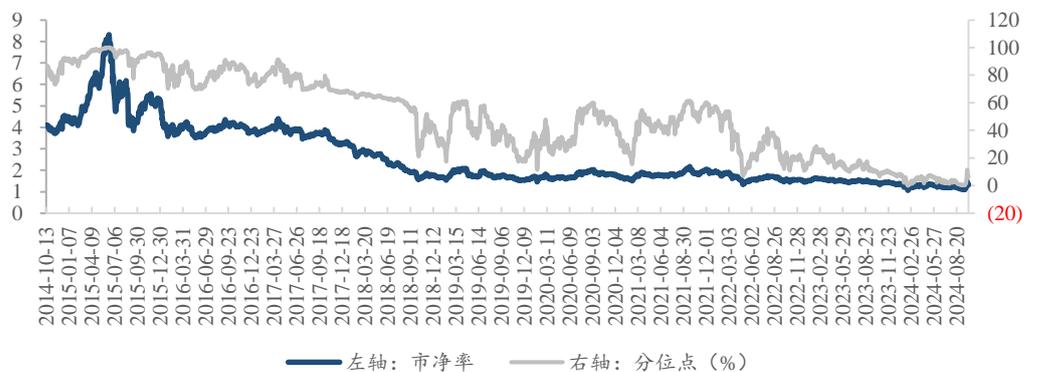


数据来源：东吴证券研究所绘制

付费痛点解决后环保板块有望迎价值修复。长期以来，现金流问题长期压制板块估值，在地方财政压力加大、现金流担忧影响下，申万环保板块 PB 估值从 24 年初 1.38x 降至 2024/9/2 的 1.13x，2024/10/13 申万环保板块 PB 估值 1.32x，位于历史 10 年分位点 6.3%。化债在解决存量债务基础上严控新增债务，企业在一次性弹性基础上长期现金流有望得到保障。收款痛点解决+新投资带动成长，板块估值有望显著修复！

若环保板块应收类科目/净资产比值回归至各行业平均水平，板块真实 PB 仅 1.13x。若环保行业应收类/净资产从 2024H1 的 43% 降至各行业均值 26%，应收类科目将减少 902 亿元，假设收回的款项均体现为现金，我们以 $(总市值 - 现金增加额) / 股东权益$ 测算板块真实 PB 估值水平将降至 1.13x，较当前申万环保板块 PB 1.32x 释放 17% 的弹性空间。（对应 2024/10/13）

图6：申万环保板块市净率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

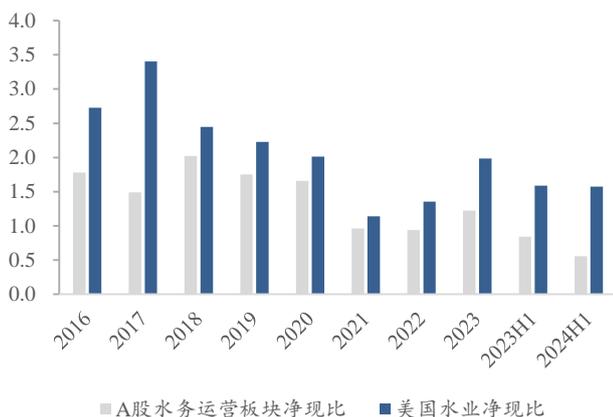
3. 关注三大方向：运营重估、弹性、成长

3.1. 优质运营重估：关注前期受收款担忧大幅扰动估值的水务固废资产

水务固废前期受收款担忧估值下行，化债+市场化改革推进，解决付费痛点后迎价值修复。运营类资产盈利模式稳定，现金流预期可持续，污水和垃圾焚烧项目真实G端收入占比50%左右，化债叠加市场化改革推进，长期现金流确定性增强，迎价值修复。对标海外成熟稳定运营期资产，付费理顺后，水务固废资产估值存翻倍提升空间。

从现金流来看，2023年A股水务板块净现比1.2（其中兴蓉环境为1.8，洪城环境为1.4），美国水业净现比为2.0；A股固废板块净现比1.7，美国废物管理（WM）净现比2.1；对标海外，付费模式理顺后，水务板块净现比存62%提升空间，固废板块净现比存23%提升空间。

图7：2016-2024H1A股水务板块与美国水业净现比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

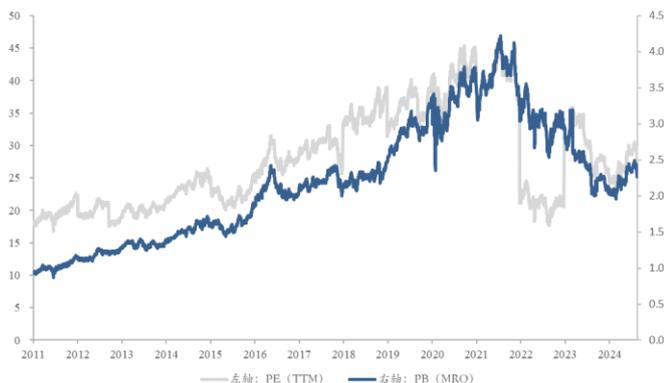
图8：2016-2024H1A股固废板块与WM净现比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

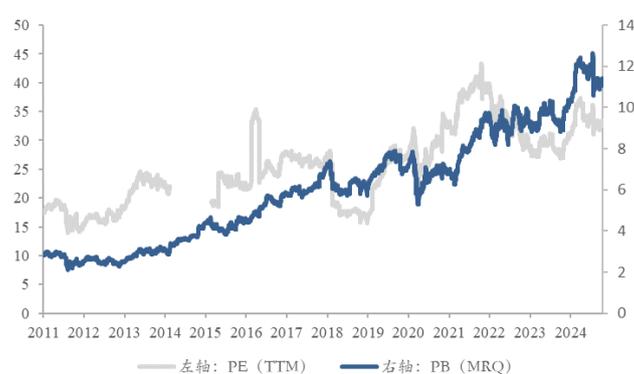
从估值来看，截至2024/10/13，A股水务板块PE（TTM）均值为16x（其中兴蓉环境为11x，洪城环境为11x），PB（LF）均值为1.1x（其中兴蓉环境为1.3x，洪城环境为1.4x），美国水业PE（TTM）为28x，PB（LF）为2.3x；A股固废板块PE（TTM）为15x，PB（LF）1.4x，美国废物管理PE（TTM）为33x，PB（LF）为11.4x，对标海外成熟市场，估值存翻倍提升空间。

图9：2011年以来美国水业 PE 估值介于 20-40 倍



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2011年以来美国废物管理 PE 估值持续上行



数据来源：Wind，东吴证券研究所

不一样的观点1——运营资产具备长期稳定现金流，在优质模式下，选择化债弹性大的标的。水务固废项目多为 BOT/BOO 模式，特许经营期一般为 25-30 年，运营期内具备稳定可预期的盈利和现金流，资产质地好。对于模式稳定的运营资产而言，化债不仅带来一次性的三表修复，更重要的是增强未来现金流回收的确定性，化债对其正向影响具备可持续性。

不一样的观点2——为剔除少数股东权益的扰动，我们采取“应收市值弹性系数”衡量各公司受益于化债的弹性大小。应收账款及票据含少数股东权益部分，总市值反映的是归母股东权益部分的股权价值，为剔除少数股东影响，我们采取“应收市值弹性系数”来综合反映化债影响： $\text{应收市值弹性系数} = \frac{\text{应收账款及票据}}{\text{股东权益} * \text{PB}} = \frac{1}{\text{PB}} * \left(\frac{\text{应收账款及票据}}{\text{总资产}} \right) / (1 - \text{负债率})$ 。以 2024 中报为基础，我们测算得出光大环境应收市值弹性系数 66% 居水务固废企业首位，绿色动力环保、北控水务集团应收市值弹性同样突出，分别为 54%、44%。

化债影响量化评估：1) 应收市值弹性：以 2023 年报数据来看，应收市值弹性系数排名前 5 为：光大环境(64%)、中原环保(50%)、绿色动力环保(45%)、绿城水务(44%)、北控水务集团(42%)；以 2024 年中报数据来看，应收市值弹性系数排名前 5 为：光大环境(66%)、绿城水务(58%)、绿色动力环保(54%)、中原环保(54%)、北控水务集团(44%)。**2) 应收减值对应盈利弹性：**以 2023 年报数据来看，减值类/归母净利润排名前 5 为：绿城水务(-61%)、圣元环保(-34%)、首创环保(-30%)、创业环保(-28%)、光大环境(-27%)；以 2024 年中报数据来看，减值类/归母净利润排名前 5 为：圣元环保(-50%)、绿城水务(-37%)、首创环保(-16%)、瀚蓝环境(-14%)、粤丰环保(-14%)。

图11: 水务固废运营类资产应收市值弹性系数

运营类	代码	公司	PB (MRQ)	2023年				2024H1			
				负债率	应收账款及票据/总资产	减值类/归母	应收市值弹性系数	负债率	应收账款及票据/总资产	减值类/归母	应收市值弹性系数
固废	0257.HK	光大环境	0.48	65%	11%	-27%	64%	64%	11%	-1%	66%
水务	601368.SH	绿城水务	0.85	78%	8%	-61%	44%	78%	11%	-37%	38%
固废	1330.HK	绿色动力环保	0.53	63%	9%	-10%	45%	63%	11%	5%	54%
水务	000544.SZ	中原环保	0.98	77%	11%	-1%	50%	73%	14%	-1%	54%
水务	0371.HK	北控水务集团	0.79	67%	11%	-7%	42%	66%	12%	/	44%
水务	600874.SH	创业环保	0.95	58%	13%	-28%	34%	58%	16%	0%	40%
固废	300867.SZ	圣元环保	0.99	59%	13%	-34%	33%	59%	16%	-50%	38%
水务	600008.SH	首创环保	1.20	65%	11%	-30%	27%	65%	13%	-14%	30%
固废	601200.SH	上海环境	0.99	58%	10%	-8%	24%	56%	12%	0%	27%
固废	601330.SH	绿色动力	1.10	63%	9%	-10%	22%	63%	11%	5%	26%
水务	603817.SH	海峡环保	1.05	55%	17%	-1%	36%	56%	11%	8%	23%
固废	600323.SH	瀚蓝环境	1.43	64%	9%	-1%	18%	64%	12%	-14%	23%
固废	002034.SZ	旺能环境	0.97	55%	8%	-22%	19%	54%	9%	5%	21%
固废	1381.HK	粤丰环保	1.16	64%	7%	-2%	16%	63%	8%	-13%	19%
水务	600461.SH	洪城环境	1.41	61%	8%	-3%	14%	60%	9%	-2%	17%
固废	601827.SH	三峰环境	1.42	56%	8%	-4%	13%	55%	9%	-10%	15%
水务	000598.SZ	兴蓉环境	1.27	59%	6%	-5%	12%	59%	7%	-10%	13%
固废	601033.SH	永兴股份	1.25	67%	6%	-1%	15%	59%	7%	12%	13%
水务	000685.SZ	中山公用	0.75	43%	4%	-2%	9%	44%	5%	4%	11%
固废	301109.SZ	军信股份	1.33	41%	8%	-3%	10%	41%	8%	0%	11%
固废	603568.SH	伟明环保	3.08	48%	10%	-4%	6%	48%	13%	-2%	8%
水务	601199.SH	江南水务	1.35	39%	3%	1%	4%	38%	4%	0%	5%
水务	601158.SH	重庆水务	1.38	48%	3%	-1%	4%	51%	2%	1%	2%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (估值日期: 2024/10/13)

注 1: 纳入港股后为统一口径, 应收科目考虑“应收账款及票据”

注 2: 减值类科目=信用减值损失+资产减值损失

注 3: 应收账款及票据含少数股东权益部分, 总市值反映的是归母股东权益部分的股权价值, 为剔除少数股东影响, 我们以“应收账款及票据/(股东权益*PB)”作为“应收市值弹性系数”

3.1.1. 固废: 成熟期资本开支快速下降, 叠加付费端改善现金流价值凸显

固废行业迈入成熟运营期, 资本开支快速下降, 板块自由现金流转正, 分红能力提升。化债措施落实将改善 G 端应收痛点, 经营性现金流确定性增强, 现金流价值进一步凸显。

重点推荐:

【光大环境】 固废龙头 24 年自由现金流转正, 运营主导业绩稳定。2024H1 应收账款及票据/总资产为 11%, 当前 PB 为 0.48, 应收市值弹性系数 66%居水务固废运营类资产首位! 减值类/归母为-1%。我们预计公司 2024-2026 年业绩复增 2.5%, 对应 2024 年 PE 5.7, 股息率 (TTM) 5.7%。(估值日期: 2024/10/13)

【瀚蓝环境】 拟私有化粤丰环保, 增厚盈利&可持续现金流。2024H1 应收账款及票据/总资产 12%, 当前 PB 为 1.43, 应收市值弹性系数为 23%, 减值类/归母为-14%化债后盈利增厚空间大。暂不考虑整合增厚, 我们预计 2024-2026 年公司业绩复增 6%, 对应 2024 年 PE 10.8。(估值日期: 2024/10/13)

【三峰环境】 设备技术龙头角逐海外市场, 运营能力领先。2024H1 应收账款及票据/总资产 9%, 当前 PB 为 1.42, 应收市值弹性系数 15%, 减值类/归母-10%。我们预计

2024-2026 年业绩复增 13%，对应 2024 年 PE 11.6。（估值日期：2024/10/13）

建议关注：

【绿色动力环保】运营稳健增长，积极派息明确三年分红规划，股息率(TTM)8.4%。2024H1 应收账款及票据/总资产 11%，当前 PB 为 0.53，应收市值弹性系数 54%，减值类/归母为-5%。（估值日期：2024/10/13）

3.1.2. 水务：量价刚性，化债改善现金流，期待市场化改革模式理顺

水务行业具备量价刚需属性，业绩稳健。污水业务约 50%收入来自于地方财政，现金流担忧下 2024 年中报后估值显著下行，随着化债落实、水价市场化改革推进，现金流及估值迎改善。

重点推荐：

【兴蓉环境】掌握成都优质水务固定资产，产能扩张+污水提价兑现。2024H1 应收账款及票据/总资产 7%，当前 PB 为 1.27，应收市值弹性系数 13%，减值类/归母-10%盈利修复弹性大。我们预计 2024-2026 年业绩复增 9%，对应 24 年 PE 10.4。（估值日期：2024/10/13）

【洪城环境】高分红兼具稳定增长，承诺 21-26 分红不低于 50%，股息率（TTM）4.6%。2024H1 应收账款及票据/总资产 9%，当前 PB 为 1.41，应收市值弹性系数 17%，减值类/归母-2%。我们预计 2024-2026 业绩复增 5%，对应 24 年 PE 10.1。（估值日期：2024/10/13）

建议关注：

【北控水务集团】水务高股息龙头，派息稳定，股息率（TTM）6.5%。2024H1 应收账款及票据/总资产 12%，当前 PB 为 0.79，应收市值弹性系数 44%。（估值日期：2024/10/13）

3.2. 弹性：关注应收类/资产占比大，减值影响业绩大的公司

环保行业内子板块比较：2024H1 应收类/总资产 top3：设计咨询（42%）、生态修复（40%）、环卫（29%）。**2024H1 减值类/归母净利 top3：**环卫（-58%）、水务工程（-45%）、环境监测（-38%）。**2024H1 应收类/总市值 top3：**生态修复（113%）、环卫（56%）、设计咨询（53%）。（估值日期：2024/10/13）

图12: 环保子板块应收类/总资产情况

应收类科目/总资产	2020	2021	2022	2023	2023H1	2024H1	应收是否主要来自G端
环保板块	17%	18%	19%	19%	19%	20%	
水务	11%	12%	14%	15%	15%	17%	
水务工程	18%	19%	20%	21%	21%	22%	✓
水务运营	5%	7%	10%	11%	11%	13%	✓
固废	11%	13%	13%	15%	15%	17%	
垃圾焚烧	6%	8%	8%	11%	10%	12%	✓
环卫	18%	21%	24%	26%	26%	29%	✓
再生资源	17%	17%	16%	16%	16%	16%	
危废	15%	17%	17%	18%	17%	18%	
再生塑料	6%	5%	5%	5%	6%	6%	
生物柴油	6%	6%	6%	4%	5%	3%	
锂电回收	22%	20%	19%	18%	18%	19%	
环保设备	26%	26%	25%	26%	27%	27%	
大气治理	26%	21%	22%	21%	21%	21%	✓
生态修复	41%	41%	41%	40%	41%	40%	✓
设计咨询	44%	42%	40%	41%	42%	42%	✓
环境监测	17%	21%	23%	25%	24%	26%	✓

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 应收类=应收账款+应收票据+合同资产

图13: 环保子板块减值类/归母净利润情况

减值类/归母净利润	2020	2021	2022	2023	2023H1	2024H1
环保板块	-52.1%	-52.3%	-69.1%	-92.8%	-14.6%	-15.1%
水务	-20.9%	-19.1%	-26.9%	-39.0%	-10.1%	-14.2%
水务工程	-56.0%	-47.7%	-103.6%	-197.9%	-37.0%	-45.3%
水务运营	-3.8%	-7.0%	-10.7%	-11.6%	-1.6%	-7.4%
固废	-21.7%	-66.8%	-21.2%	-31.3%	-10.9%	-10.2%
垃圾焚烧	-4.8%	-6.8%	-1.9%	-8.5%	-6.1%	-5.6%
环卫	-71.8%	129.1%	-212.1%	-1046.9%	-30.5%	-58.0%
再生资源	-1609.2%	-173.9%	-86.1%	278.4%	-69.3%	-13.1%
危废	673.4%	-216.0%	-618.2%	219.2%	-25.4%	-19.8%
再生塑料	-2.1%	-2.0%	-3.1%	-5.4%	-5.1%	-2.9%
生物柴油	-0.8%	-0.4%	-14.0%	-79.5%	-3.8%	292.9%
锂电回收	19145.8%	92.0%	-71.1%	106.5%	43.7%	-9.4%
环保设备	-13.7%	-14.7%	-56.5%	-26.6%	-6.9%	-10.2%
大气治理	735.2%	-59.5%	-192.3%	-97.6%	-9.5%	-17.4%
生态修复	-158.1%	-712.7%	86.2%	61.0%	22.5%	18.3%
设计咨询	-69.5%	-357.0%	-61.1%	-89.1%	-19.7%	-20.6%
环境监测	-22.7%	-308.6%	256.2%	276.0%	-60.1%	-38.2%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 减值类=信用减值损失+资产减值损失

图14：2024H1 环保子板块应收类/总市值情况

低估值+高修复弹性	总市值/股东权益	负债率	应收类/总资产	减值损失/归母净利润	应收类/总市值
环保板块	1.3	58%	20%	-15%	38%
水务	1.1	60%	17%	-14%	38%
水务工程	1.3	57%	22%	-45%	39%
水务运营	0.9	61%	13%	-7%	37%
固废	1.3	55%	17%	-10%	30%
垃圾焚烧	1.4	57%	12%	-6%	20%
环卫	1.0	50%	29%	-58%	56%
再生资源	1.6	58%	16%	-13%	23%
危废	1.4	56%	18%	-20%	29%
再生塑料	2.1	43%	6%	-3%	5%
生物柴油	1.3	58%	3%	当期业绩为负	6%
锂电回收	2.0	62%	19%	-9%	26%
环保设备	2.0	58%	27%	-10%	33%
大气治理	1.3	57%	21%	-17%	38%
生态修复	1.3	71%	40%	当期业绩为负	113%
设计咨询	1.6	49%	42%	-21%	53%
环境监测	1.7	41%	26%	-38%	26%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（估值日期：2024/10/13）

注：应收类=应收账款+应收票据+合同资产；减值损失=信用减值损失+资产减值损失

建议关注应收类/资产和应收类/总市值占比大、减值影响业绩大的子板块：水务工程、生态修复、环卫等。

水务工程：【碧水源】2024H1 应收类/总资产 21%，减值-2.59 亿，归母-0.73 亿，当前 PB 0.66，应收市值弹性系数 83%；【武汉控股】2024H1 应收类/总资产 25%，减值/归母-49%，当前 PB 0.80，应收市值弹性系数 133%。

生态修复：【建工修复】2024H1 应收类/总资产 75%，减值/归母-1030%，当前 PB 1.37，应收市值弹性系数 119%；【蒙草生态】2024H1 应收类/总资产 32%，减值/归母-251%，当前 PB 1.64，应收市值弹性系数 51%。

环卫：【宇通重工】2024H1 应收类/总资产 36%，减值/归母-58%，当前 PB 2.50，应收市值弹性系数 25%；【福龙马】2024H1 应收类/总资产 46%，减值/归母-30%，当前 PB 1.08，应收市值弹性系数 78%。

表2：2024H1 化债弹性标的

细分板块	公司	PB (MRQ)	负债率	应收类 /总资产	减值损失 /归母净利润	应收市值弹性系数
水务工程	武汉控股	0.80	76%	25%	-49%	133%
生态修复	建工修复	1.37	54%	75%	-1030%	119%
水务工程	碧水源	0.66	62%	21%	归母净利润为负值	83%
环卫	福龙马	1.08	45%	46%	-30%	78%
生态修复	蒙草生态	1.64	62%	32%	-251%	51%
环卫	宇通重工	2.50	42%	36%	-58%	25%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（估值日期 2024/10/13）

注 1：应收类=应收账款+应收票据+合同资产

注 2：减值类=信用减值损失+资产减值损失

注 3：应收类含少数股东权益部分，总市值反映的是归母股东权益部分的股权价值，为剔除少数股东影响，我们以“应收类/（股东权益*PB）”作为“应收市值弹性系数”

3.3. 成长：化债回笼资金，关注政策投入加大的领域

化债回笼资金释放成长动能，关注政策投入加大的管网及节能低碳设备等领域。国新办发布会提出加大中央预算内投资、发行超长期特别国债，推动“两重”“两新”。

“两重”项目涵盖地下管网建设、城市更新等领域，关注供排水管网建设，水务工程及管网管材公司有望受益。重点推荐水处理技术装备及服务【金科环境】，建议关注离心泵【中金环境】。

“两新”工作强调要加力支持重点领域节能降碳改造和用能设备更新，关注低碳节能设备等，重点推荐环卫电动化【宇通重工】，压滤机【景津装备】等。

4. 风险提示

- 1) 化债进展不及预期：**板块基本面改善及估值修复有赖于化债政策的顺利推进，若化债未能落实，企业现金流及盈利压力将持续加大。
- 2) 市场化改革不及预期：**市场化改革有助于付费主体从 G 端向 C/B 端转移，现金流保障度提升，若市场化改革受阻，现金流改善和估值修复空间将有限。
- 3) 利率超预期上行：**若融资利率超预期上行，影响企业新增投资意愿，导致行业成长预期下降。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>