

行业快评 环保研究

新三板固废资源化企业成长之道

行业评级 推荐

评级变动 首次评级

主要观点

1、固废资源化企业之面面观

我们对于新三板上的固废资源化企业进行了梳理，从行业划分看，我们细分为再生资源和固废处理两大类，并且针对这两大类企业，我们按照企业规模、盈利能力、运营能力和偿债能力进行了分类比较，具体参正文。

2、“产业+资本”双引擎如何推动企业弯道超车

产业单引擎已难以适应当今固废资源化领域：在融资成本高昂、跨省经营困难的前提下，企业大多依靠自有资金进行经营，仅靠产业发展单引擎驱动的企业普遍遇到了发展瓶颈。

资本引擎驱动将是这一轮产业腾飞助推器：在环保三方关系中引入资本方建立四方关系，并利用资本的撬动补全缺口，形成商业闭环，这样才能使得环保产业以及环保企业继续滚动下去，因此对于环保产业，由于其特殊性，产业-资本的联动是必然的逻辑选择。

辞旧迎新的新时代，双引擎驱动成为标配：对于固废资源化产业来讲，集中度持续提升已经成为必然趋势，在这个趋势下，顺势而为是非常必要的，落实到企业其实也已经到了选择的当口，是作为被集中掉的一批、还是集中别人的一批，是选择弯道超车、还是借道上车，这个时点战略的选择要比战术的执行更为重要；集中度提升能够落地和加快的核心因素正是资本，双引擎驱动成为标配。

3、分层之后，固废资源化企业何去何从

新三板分层规则已出，基于新三板未来的趋势，对于固废资源化企业来讲，为更好的利用好这一资本平台，实现“产业+资本”的双引擎推动，把握住分层正式推出的这段时间窗口向创新层努力成为了新三板中固废资源化企业的最佳选择。

对新三板中的固废资源化企业来讲，都处于何位置呢？请参正文。

4、E20 的定位，将是企业资本梦实现的最佳伙伴

E20 的模式可以用下面文字来说明，这也是我们作为分析师对 E20 平台的寄望：**E20**，本质就是在构建一个基于环境领域 B 端用户的服务生态平台。平台左边的用户是精准的、是确定的，即数以万计的环境大中小企业，而右边的服务商是会不断的轮换、增加和调整的，左右两边之间形成“跨边网络效应”，同边相互之间形成“同边网络效应”，而 E20 则在这个循环中不断提高自身的实力，提高面向两边的增值服务能力，从而创造一个创新的生态系统。

证券分析师



证券分析师：华中炜

执业编号：S0360512040001
邮箱：huazhongwei@hcyjs.com



联系人：李响

电话：010-63214696
邮箱：lixiang@hcyjs.com

推荐公司及评级

公司名称及代码	评级
蓝岛环保 834335.OC	推荐
仁新科技 833310.OC	推荐
金科环保 831516.OC	推荐
德长环保 832218.OC	推荐
中兰环保 833418.OC	推荐
蓝德环保 834141.OC	推荐

行业表现对比图(近 12 个月)

相关研究报告

目录

一、	固废资源化企业之新三板面面观.....	5
	按图索骥：固废资源化企业之新三板地图.....	5
	分门别类：固废资源化领域新三板哪家强.....	5
二、	“产业+资本”双引擎如何推动企业弯道超车.....	9
	旧式：产业单引擎已难以适应当今固废资源化领域.....	10
	新式：资本引擎驱动将是这一轮产业腾飞助推器.....	12
	总结：辞旧迎新的新时代，双引擎驱动成为标配.....	15
三、	分层之后，固废资源化企业何去何从.....	19
	分层之后，新三板将何去何从.....	19
	谋定而后动，固废资源化企业将作何选择.....	19
1、	标准一：净利润+净资产收益率+股东人数.....	20
2、	标准二：营业收入复合增长率+营业收入+股本.....	23
3、	标准三：市值+股东权益+做市商家数.....	25
四、	E20 的定位，将是企业资本梦实现的最佳伙伴.....	30

图表目录

图表 1	新三板固废资源化企业一览	5
图表 2	新三板-再生资源类企业营收对比（单位：百万元）	5
图表 3	新三板-再生资源类企业盈利能力对比	6
图表 4	新三板-再生资源类企业营运能力对比	6
图表 5	新三板-再生资源类企业偿债能力对比	7
图表 6	新三板-固废处理类企业营收对比（单位：百万元）	7
图表 7	新三板-固废处理类企业盈利能力对比	8
图表 8	新三板-固废处理类企业营运能力对比	8
图表 9	新三板-固废处理类企业偿债能力对比	9
图表 10	环保企业投资分析框架	10
图表 11	商业模式的相似减少了企业开展差异化和低成本竞争的可能，限制了产业发展	11
图表 12	美国固废处理市场份额比较	12
图表 13	美国主要固废企业产值比较	12
图表 14	资本已经成为新时代环保关系中的重要一环	13
图表 15	资本投资犹如蝶翼张翕，终将影响整个产业发展	14
图表 16	WMI 成立以来的发展历程	15
图表 17	“资本+产业”双引擎已成为企业战略标配	16
图表 18	17 年积累，3 年转型，20 年打造塑料资源化利用领军者	16
图表 19	通过新三板借力资本，两年时间完成资本布局，并持续走在快车道上	17
图表 20	独有的农村分散式水处理工艺是公司立足产业的基础	18
图表 21	联姻首创，嘉净环保的业务飞速拓展	18
图表 22	新三板三大分层标准	19
图表 23	新三板-再生资源类企业扣非净利润情况（单位：百万元）	20
图表 24	新三板-再生资源类企业平均净资产收益率情况	20
图表 25	新三板-再生资源类企业股东人数	21
图表 26	新三板-固废类企业扣非净利润情况（单位：百万元）	21
图表 27	新三板-固废类企业平均净资产收益率情况	22
图表 28	新三板-固废类企业股东人数	22
图表 29	新三板-再生资源类企业营业收入及增速情况（单位：百万元）	23
图表 30	新三板-再生资源类企业股本情况（单位：万股）	23
图表 31	新三板-固废类企业营业收入及增速情况（单位：百万元）	24
图表 32	新三板-固废类企业股本情况（单位：万股）	25

图表 33	新三板-再生资源类企业市值情况（单位：百万元）	26
图表 34	新三板-再生资源类企业股东权益情况（单位：百万元）	26
图表 35	新三板-再生资源类企业做市商家数	27
图表 36	新三板-固废类企业市值情况（单位：百万元）	28
图表 37	新三板-固废类企业股东权益情况（单位：百万元）	28
图表 38	新三板-固废类企业做市商家数	29
图表 39	符合三大标准潜力的固废资源化企业总结	30
图表 40	E20 商业模式介绍.....	31
图表 41	E20 战略发展三大阶段	32
图表 42	E20 具备成功平台的六大要素	32
图表 43	E20 平台未来将具备极强的跨边网络效应	33

一、 固废资源化企业之新三板面面观

按图索骥：固废资源化企业之新三板地图

我们对于新三板上的固废资源化企业进行了梳理，从行业划分看，我们细分为再生资源 and 固废处理两大类，下面我们来看看新三板上的固废资源化企业有哪些。

图表 1 新三板固废资源化企业一览

类别	企业
再生资源类	百大能源、浩博新材、万兴隆、金科环保、松炆股份、广德环保、金利股份、松德资源、天运股份、玖隆再生、环峰能源、西恩科技、仁新科技、万荣科技、利达股份、励福环保、大地生物、龙福环能、森诺特、蓝岛环保
固废处理类	星火环境、汇鑫嘉德、天物生态、天源环保、德长环保、莱茵环保、镇江固废、德安环保、民基生态、中兰环保、路德环境、百汇环保、十方环能、壹鸣环境、现代环科、浩蓝环保、上田环境、蓝德环保、国联环科、宏力再生、冠中生态、永葆环保

资料来源：华创证券

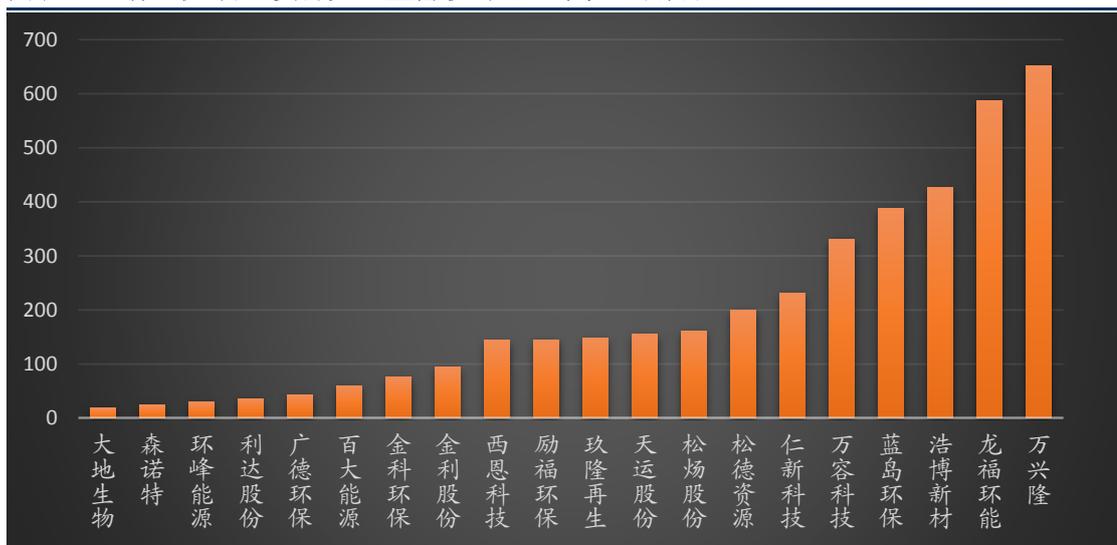
分门别类：固废资源化领域新三板哪家强

针对新三板上的固废资源化企业，我们按照企业规模、盈利能力、运营能力和偿债能力进行了分类比较。

1、再生资源类

【企业规模】

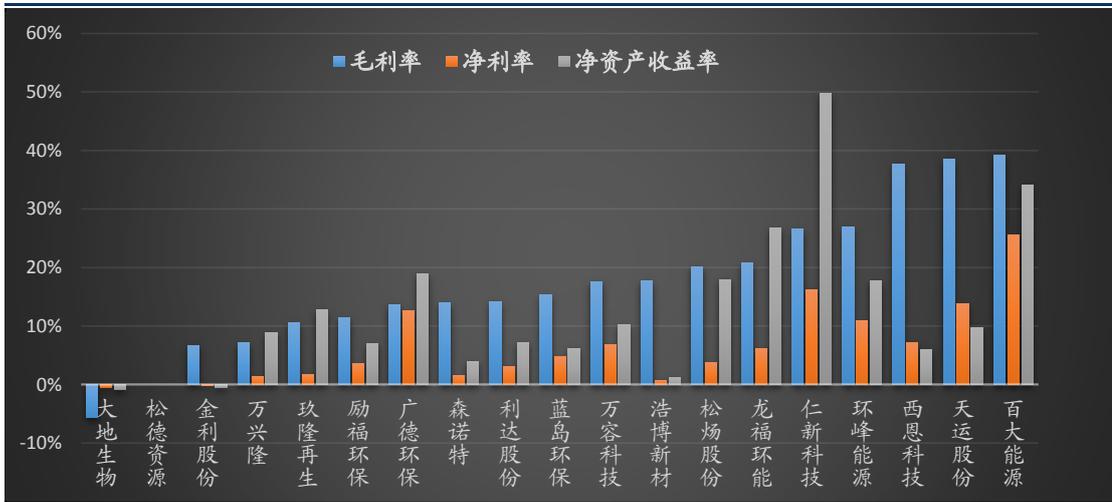
图表 2 新三板-再生资源类企业营收对比（单位：百万元）



资料来源：华创证券

【盈利能力】

图表 3 新三板-再生资源类企业盈利能力对比



资料来源：华创证券

【营运能力】

图表 4 新三板-再生资源类企业营运能力对比



资料来源：华创证券

【偿债能力】

图表 5 新三板-再生资源类企业偿债能力对比

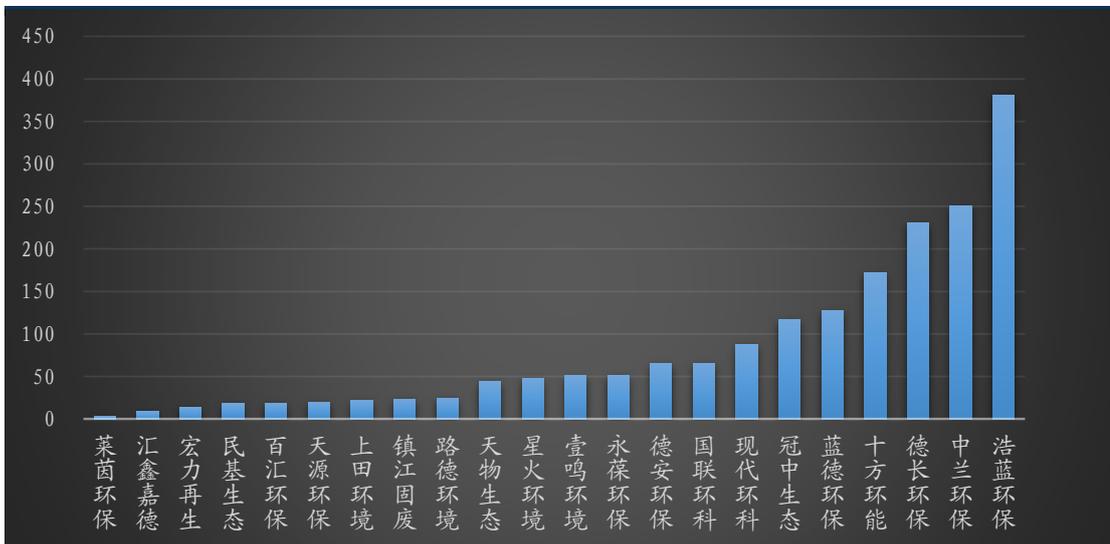


资料来源：华创证券

2、固废处理类

【企业规模】

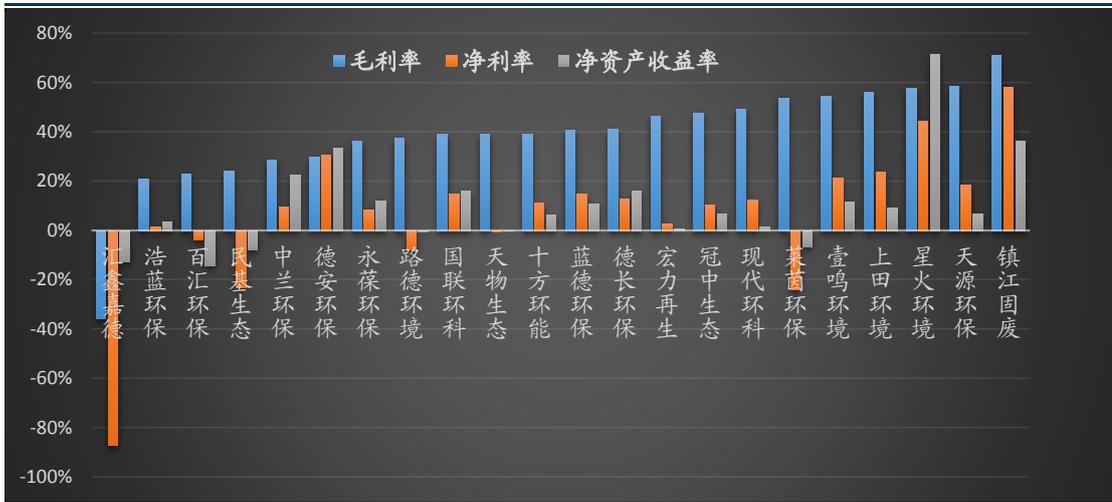
图表 6 新三板-固废处理类企业营收对比（单位：百万元）



资料来源：华创证券

【盈利能力】

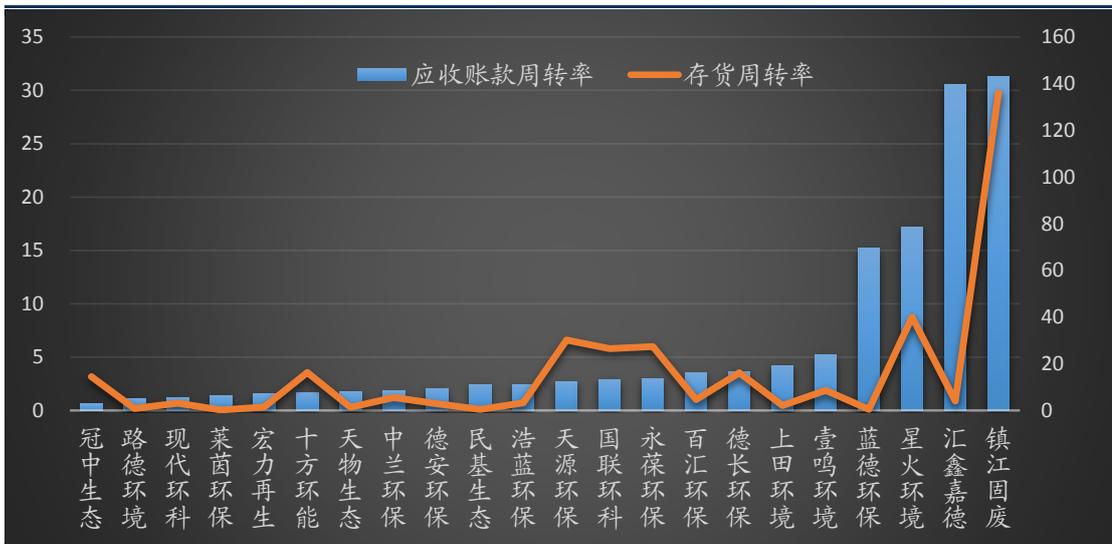
图表 7 新三板-固废处理类企业盈利能力对比



资料来源：华创证券

【营运能力】

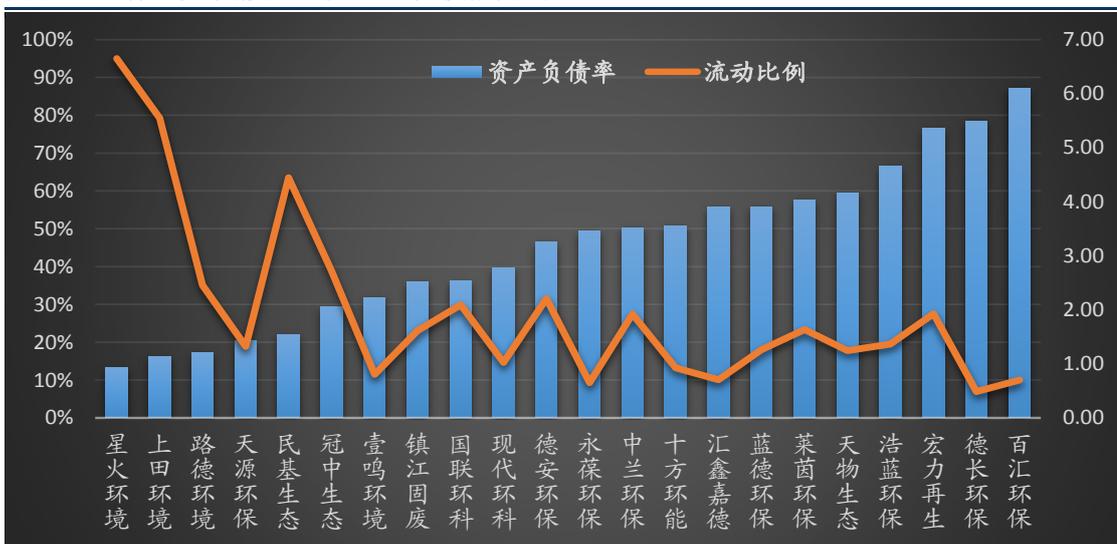
图表 8 新三板-固废处理类企业营运能力对比



资料来源：华创证券

【偿债能力】

图表 9 新三板-固废处理类企业偿债能力对比



资料来源：华创证券

二、“产业+资本”双引擎如何推动企业弯道超车

作为环保产业中重要的细分领域，固废资源化产业既具备环保产业的共性，同时又具备其他细分子领域不具备的一些特性。

- **外部驱动的共性：**无论从终端需求、市场启动、产业刺激以及行业引导视角来看，固废资源化产业同环保产业一样，本质上属于外部驱动型行业。
 - ✓ **从终端需求视角看：**与其他产业不同，环保产业主要不是由个体需求驱动的，而是由公众需求驱动，即由根源于社会公众对于环境质量的需求，这种需求体现着全民长远的利益追求，因此个体不是环保产业的主要消费者。
 - ✓ **从市场启动视角看：**只有经过政府制订的环境法规、标准和各种环境保护方针政策以及强化执法力度，才会转化成为巨大的现实市场需求，才会形成环保产业发展的土壤，由此形成了环保产业所特有的政府政策驱动机制。
 - ✓ **从产业刺激视角看：**政府通过制订有关的环境标准，并采取经济刺激手段（包括财政补贴、减免税、低息贷款、折旧优惠、奖励制度、处罚制度、贸易许可证等），以此引导产业投资方向与投资强度，使环保产业发展具有原动力。
 - ✓ **从行业引导视角看：**政府的环境政策还引导着社会公众的消费方式和消费习惯，使公众的环境保护意识不断增强，成为推动环保产业发展的重要力量。
- **资本驱动的特性：**固废资源化产业具有前期投资大、回报周期较长等特点，因此体现出来的产业趋势是先跑马圈地、再坐地垄断。在这个产业趋势中，各环节都体现着资本驱动的特性。
 - ✓ 跑马圈地阶段，由于固废资源化产业初始投资大，并不是所有企业都有足够能力去进入的，因此在这个阶段，融资扩张成为企业成长的主要驱动力。这个阶段，已经建立良好融资平台的企业将具备先发优势。
 - ✓ 坐地垄断阶段，由于固废资源化产业本身的商业模式以及处理半径决定了其具有天然垄断性，因此在跑马圈地结束后，产业将进入坐地垄断阶段，在这个阶段的同时还将伴随着产业整合，而产业整合的核心推手

仍然是资本力量。

因此，总结下来看，从固废资源化产业的发展趋势判断，先跑马圈地、再坐地垄断将是产业发展的进程，在这个进程中，伴随的将是行业集中度的快速提升，而驱动行业集中度快速提升的主力之一将是资本力量。

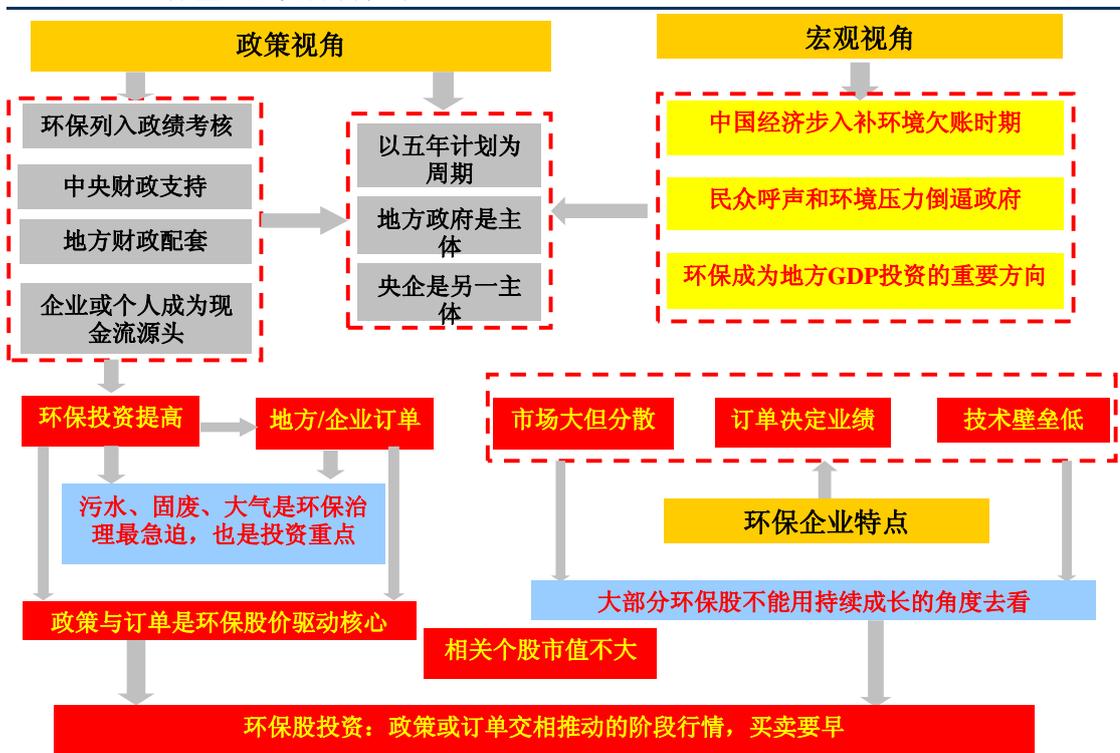
旧式：产业单引擎已难以适应当今固废资源化领域

自从节能环保产业被列为“十二五”期间七大战略新兴产业之首以来，国家对环保监管、产业的鼓励支持政策层出不穷，然而除了上市企业之外的大批环保企业却并未兑现如资本市场预期般的快速发展。

原因何在？归根结底，在融资成本高昂、跨省经营困难的前提下，企业大多依靠自有资金进行经营，仅靠产业发展单引擎驱动的企业普遍遇到了发展瓶颈。

- 对于环保本身的市场看，由于中国经济已大踏步的迈入补环境欠账时期、环境的恶化导致民众呼声大从而倒逼政府作为，因此环保已经成为地方政府重要的业绩考核指标，本身的市场空间巨大。
- 落实到企业本身，我们发现与巨大市场空间相悖，企业本身的规模和市值水平并不大，整体呈现出分散、低壁垒、订单驱动的特性，企业家们大多数也停留在订单思维去经营企业。
- 但是，从目前整体的宏观角度考虑，环保产业主要的客户集中在政府和工业企业，在经济趋势下行的背景下，政府银根收紧以及工业企业本身不景气导致了环保企业面临着很现实的“谁买单”问题，这也造成了目前环保产业叫好不卖座的原因之一。
- 如何解决这一痛点，其实从“十二五”至今，市场本身已经给出了答案，资本！通过资本杠杆的撬动和放大，推动产业的快速发展并且逐步实现行业集中度的快速提升。

图表 10 环保企业投资分析框架



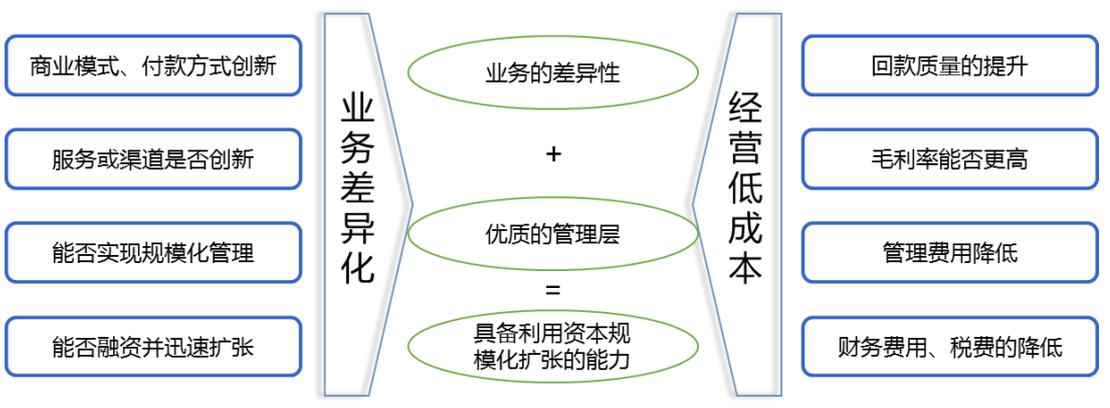
资料来源：华创证券

回到固废资源化行业，作为环保产业的重要子方向，其行业属性更是体现为初期投资大、回报周期长等特点。在资

本尚未大规模介入之前，我们看到的行业格局呈现出高度的分散、企业产品与服务基本相似，其商业模式本身决定的类公用事业属性使得区域垄断成为这一行业的重要特性。

- 环保市场的快速发展催生了巨大的环保需求，而环保类公用事业的属性使企业更多地依靠关系去跑马圈地而非依靠技术或产品的突破来竞争，低效率的服务与无差异的竞争是目前环境治理效率低下并达到瓶颈的重要原因之一。
- 由于环保市场分散、区域壁垒强，以拿单为核心的竞争理念一时风靡。然而，一旦整个产业核心竞争力并未源于产品与服务，市场竞争力的强弱便更多依赖于外部因素而非企业自发。企业拿单之后由于核心竞争力的欠缺导致经营高成本的现象逐渐井喷。
- 企业竞争的核心从长远看基本只有两点，低成本与差异化，而这两种优势通过项目得以快速批量复制是企业借助资本迅速扩张的核心。由于中小型固废资源化企业普遍欠缺差异化或低成本的竞争能力，仅依靠产业发展扩张企业已经遇到了极大地瓶颈。

图表 11 商业模式的相似减少了企业开展差异化和低成本竞争的可能，限制了产业发展

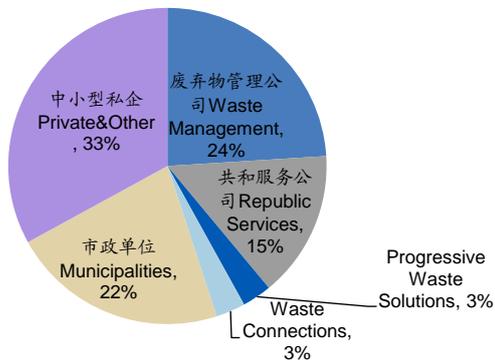


资料来源：华创证券

但是从固废资源化行业本身的发展趋势看，以及对比海外的发展历程，集中度提升将是必然趋势，影响集中度提升的因素是政策和监管，但使其落地和加快的将是资本。因此在这样的趋势下，资本将在下一轮产业周期中唱主角，直接体现出来的就是产业集中度的提升。

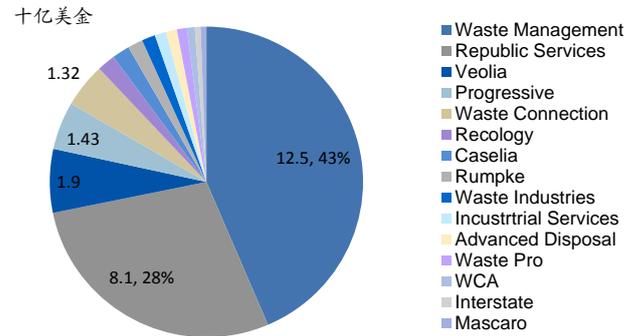
- 美国固废处理市场集中度较高，前两大固废企业废物管理和共和服务公司合计约占 40% 份额；以前十五大固废公司产值比较，这两家公司产值占比高达 72%。
- 从美国前两大固废企业和中国固废处理龙头企业的营收规模和市值的比较看，中国固废企业均有明显差距，提升的空间很大，空间增量就在于集中度的提升。

图表 12 美国固废处理市场份额比较



资料来源：华创证券

图表 13 美国主要固废企业产值比较



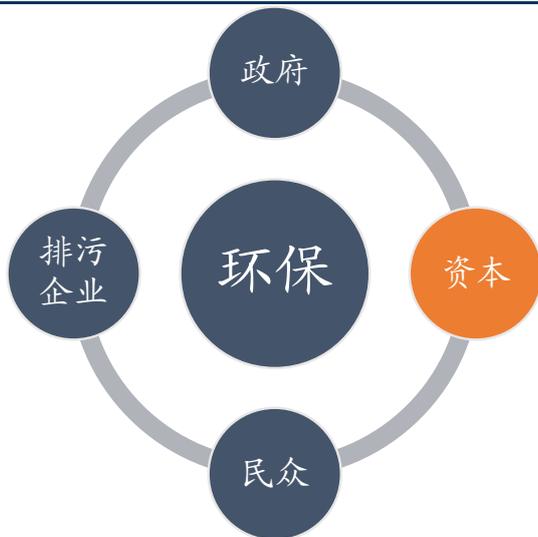
资料来源：华创证券

新式：资本引擎驱动将是这一轮产业腾飞助推器

首先，我们维度升的高一点，揣测下环保产业资本引擎驱动的内核是什么。

- 环保产业被列为战略性新兴产业之一，但和其他新兴产业不同，环保产业本身以工程设备投资为主要模式，仍处于传统制造业的大范畴，因此在经济形势不景气的大背景下，环保产业形成了特有的产业背离，上层政策和支持不断，下面企业过的并不容易。
- 之前从环保的主要参与方政府、排污企业、治理企业三方关系就分析过环保产业的痛点，并且从痛点推出了环保未来的产业趋势。这三方关系中，作为买家的政府和排污企业目前都是没有钱的，这样和作为卖家的环保企业很难形成一个商业闭环，导致的直接结果就是潜在订单很多，但都收不来钱，导致环保企业基本赚的都是应收。
- 为了解决这个问题，在三方关系中引入资本方建立四方关系，并利用资本的撬动补全缺口，形成商业闭环，这样才能使得环保产业以及环保企业继续滚动下去，因此对于环保产业，由于其特殊性，产业-资本的联动是必然的逻辑选择。
- 侠之大者、为国接盘，环保板块究其本质是充分体现了这句。在国家市值管理的驱动下，环保作为符合国家战略的产业方向，但是巨大的资金投入使得政府依靠自身又难以解决，因此借用资本市场的桥梁和杠杆作用，将资本引入环保产业，借以解决目前的环境窘境。

图表 14 资本已经成为新时代环保关系中的重要一环



资料来源：华创证券

其次，升维思考、降维攻击，在落到企业层面上，战略制定时思考的已经不仅仅是产业层面的政府和排污企业等客户关系，资本已经逐渐成为环保战略的重要一环浮出水面，用好这一工具，在这个资本好时代实现弯道超车和借道上车都不再是遥不可及。

➤ **弯道超车：新三板大时代**

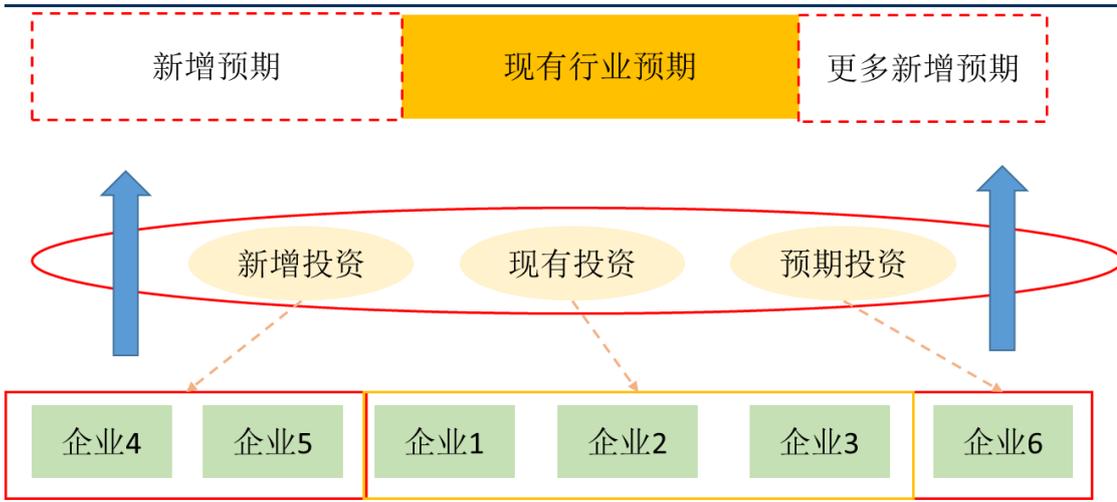
- 1) 新三板作为最具包容性的资本市场，给了大批中小企业一个资本舞台，利用好这一平台，充分发挥其资本杠杆，实现产业-资本的互动融合，完成弯道超车。
- 2) 由于最具包容性，这也给了企业以挑战，并不是挂牌之后就万事大吉了，新三板的企业要更加重视自身的能动性，主动去展现自己、拥抱资本，成为资本的宠儿。

➤ **借道上车：并购大时代**

- 1) 资本已经成为固废资源化企业的重要成长要素，对于并不具有资本平台的企业，被并购实现借道上车也是个选择。
- 2) 目前的资本市场给与环保企业的估值并不低，因此一个好的并购方案是可以实现双赢的，一方面帮助被并购方完成了资本要素的积累，另一方面使得并购方完成了战略转型或者跨越成长。

总结，无论是超车还是上车，资本都是实现公司发展战略不可或缺的工具。平行的观察行业与企业，资本对企业的投资行为往往首先改变企业间竞争的战略格局，其次逆向影响行业发展态势，最终通过资本市场实现产业的大发展。

图表 15 资本投资犹如蝶翼张翕，终将影响整个产业发展



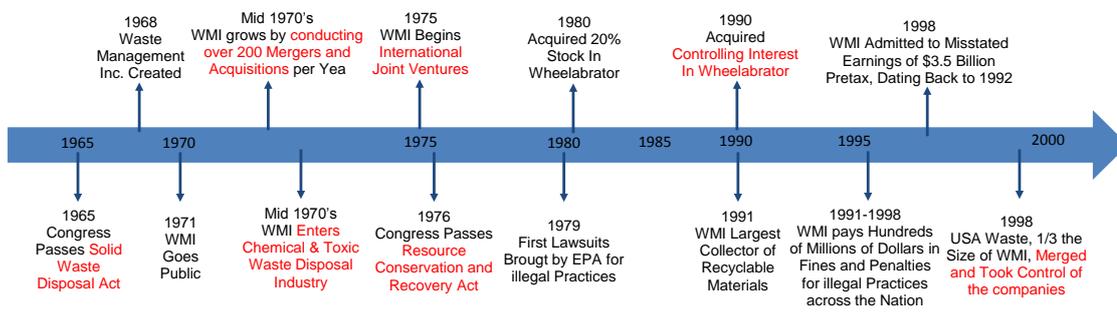
资料来源：华创证券

最后，我们举一个世界固废龙头企业的成长案例，来说明资本之美。

国际固废处置龙头-美国废物管理公司(WMI)：公司成立于 1968 年，是全球范围内固体和危险废弃物服务行业的领先者，在全球范围内拥有 600 多个办事机构，为 30 多个国家中的 2000 多万顾客提供服务。

通过分析 WMI 的发展阶段和历程，我们总结了其成长之路：通过并购整合的方式进行产业链和区域的不断扩张，以实现市场份额不断扩大；另外，环保监管标准不断提高巩固了公司龙头地位。

- **不断通过并购整合进行跨领域扩张，实现产业链延伸：**70 年代中期 WMI 以每年收购 200 多家企业的速度扩张，并且通过并购进入化学品和有毒废物处理领域，之后还将业务领域延伸至医疗废物和放射性废弃物处置；经过 10-15 年快速发展，公司在 1980 年已成为美国固废行业的领军企业。
- **覆盖的区域范围也不断扩大，包括本土领域扩张和海外扩张：**1984 年，公司通过收购美国服务公司(SCA)60% 股份新开辟了美国 43 个地区的固废处置市场；1975 年开始通过收购国外固废公司进军海外；2009 年公司收购上海城投旗下全资子公司上海环境集团有限公司 40% 股份，正式进入中国市场，目前业务已遍布 30 多个国家。
- **政策提标巩固公司龙头地位：**美国环保政策提标导致新进入者和现有竞争者减少；1976 年 RCRA 法案公布，对垃圾填埋场安全性提出更高要求，迫使大量不符合规定的小型垃圾填埋场关闭，公司手中符合监管标准的大型填埋场价值随之增加（议价能力增强，垃圾处理费提升）；另外，随着 RCRA 对危废处置标准提高，很多小型的危废处理公司倒闭，WMI 借机迅速扩大其市场成为危废处置领导者。

图表 16 WMI 成立以来的发展历程


资料来源：华创证券

总结：辞旧迎新的新时代，双引擎驱动成为标配

新时代是资本的大时代，资本梦实现的最佳沃土。

- 之前的十年，工业化推动了中国快速成长，目前看，作为腾飞中的巨龙已经到达了明显的瓶颈。传统的经济增长方式已经很难适应和支撑如今的现状，在信息化、数字化时代，中国如何建立核心竞争力已适应当前复杂的世界格局成为了下一个十年需要做的事情。
- 传统模式培育起来的大企业，已经沉淀成为传统产业，并且占据了大多数的金融资源，这使得真正需要成长的新兴产业很难得到真正的支持，尤其是代表未来走向的中小企业，很难通过资本的力量实现跨越，在这个大背景下，多层次资本市场的建立成了国家层面的战略。
- 纵观中国目前的资本结构，在新三板大发展之前，绝对谈不上多层次，资本不对称已经成为制约中国梦实现的极大阻力，基于此，新三板作为多层次资本市场建立的核心一环出来了，至少在这个阶段，新三板代表的是中国梦的孵化器，夸张点说赌国运也不为过。

对于固废资源化产业来讲，集中度持续提升已经成为必然趋势，在这个趋势下，顺势而为是非常必要的，落实到企业其实也已经到了选择的当口，是作为被集中掉的一批、还是集中别人的一批，是选择弯道超车、还是借道上车，这个时点战略的选择要比战术的执行更为重要。

集中度提升能够落地和加快的核心因素正是资本，因此对于企业来讲，如何选择和应用资本就成为了当前战略决策的重要一环。其实，在这个资本大时代，多层次资本市场已经建立，资本工具已经具备，选择适合自己发展的资本平台正是当下企业战略的起点，而新三板正式给企业们提供了这样一个舞台。

往前看，对于固废资源化企业来讲，未来的机遇和挑战已经不仅仅是产业本身，资本维度的影响会越来越大，双引擎的驱动将会贯穿在企业发展的整个生命周期。因此从当下开始，建议具备前瞻眼光的企业家们，要开始准备起来，无论是弯道超车还是借道上车，都要在全新的舞台上释放光芒。

图表 17 “资本+产业”双引擎已成为企业战略标配



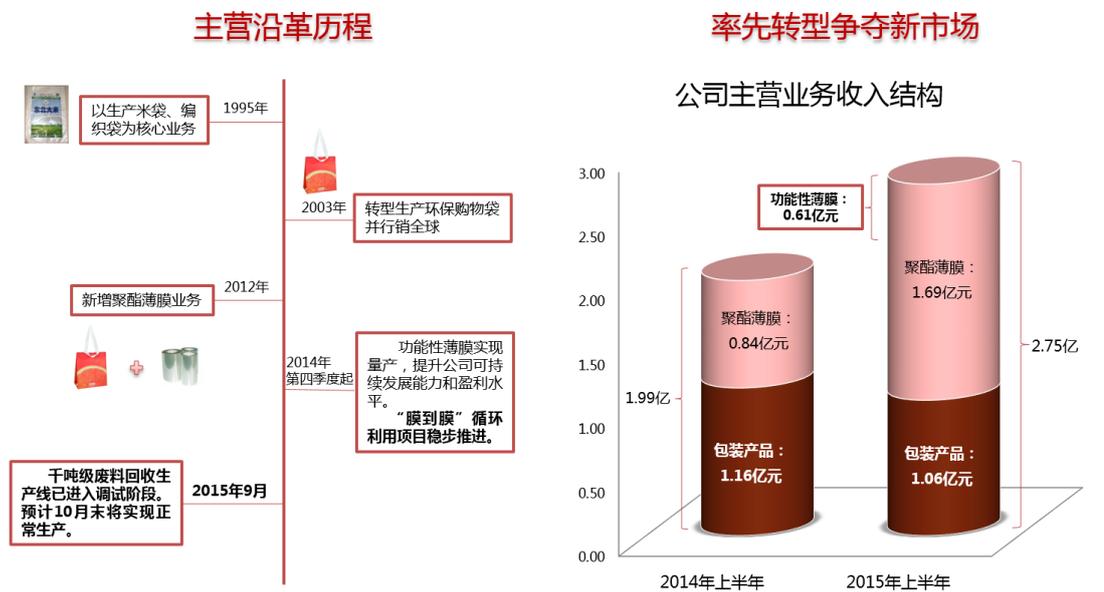
资料来源：华创证券

我们用两个案例来说明固废资源化企业如何乘资本起舞，实现弯道超车和借道上车。

1、树业环保利用新三板加速先进技术产业化，实现弯道超车

树业环保成立于 1995 年 12 月，主要从事包装产品和薄膜产品的研发、生产和销售。自 2012 年底，公司布局战略转型，用两年时间自主研发“膜到膜”技术并取得了国内独有的技术。2014 年登陆新三板市场以来，公司通过两轮融资以及开展做市交易，市值实现了由 6 亿到 15 亿的快速增长，并且获得了资本市场的青睐，完成了弯道超车并且持续前行。

图表 18 17 年积累，3 年转型，20 年打造塑料资源化利用领军者

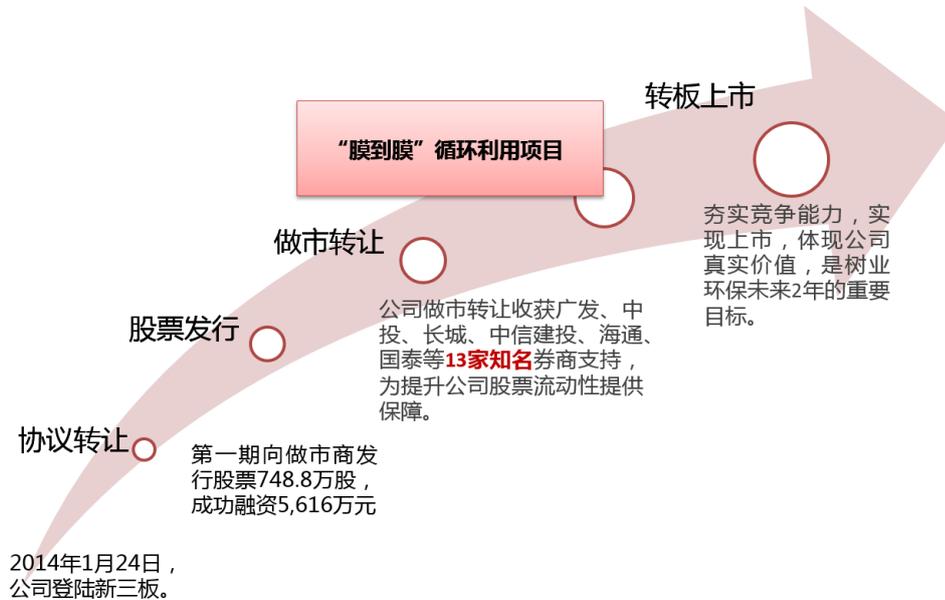


资料来源：华创证券

- **立足产业，研发绝技术求转型：**公司自成立之时便立足于塑料包装产品的研发，2010 年公司在海外销售一片大好的形势下开始谋求转型，立足于塑料产业，斥巨资研发塑料薄膜的资源化利用，并于 2014 年成功完成“膜到膜”技术的中试。随后公司聘请产业领头人进入企业担任副总，并于 2015 年成功实现了技术的产业化。
- **独木难支，借力资本：**仅依靠包装产业的利润难以支撑“膜到膜”技术的产业化，公司借力资本已是箭在弦上。公司于 2014 年初登陆新三板市场，从而具备了获得更高估值的市场。随后，公司通过做市、定增累计融资近 2.8 亿元，使公司的领先技术迅速实现了产业化。

- **上下齐心，共同实现弯道超车：**公司在引入做市商后迅速实施了第一轮股权激励计划，将公司的管理层与核心员工与公司利益牢牢绑定。在公司的增发过程中，公司的大股东、部分高管均进行了增持，为公司的前景共同努力。
- 截至 2015 年底，公司年内实现净利润有望达到 5000 万元以上，2016 年有望破亿，公司目前估值已超过 15 亿元，是利用新三板平台实现弯道超车的绝好例证。

图表 19 通过新三板借力资本，两年时间完成资本布局，并持续走在快车道上



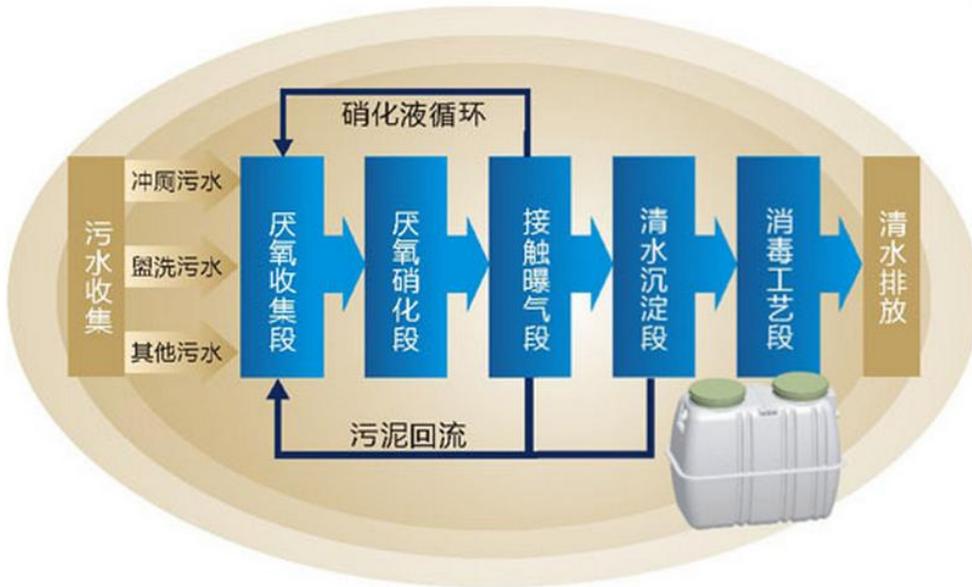
资料来源：华创证券

2、嘉净环保通过被并购进入大平台，借道资本上车加速企业发展

苏州首创嘉净环保科技股份有限公司（以下简称“首创嘉净”）是一家专业的村镇生活污水综合治理解决方案提供商。公司被并入首创股份以前主要致力于村镇污水设备的销售，经营区域主要在浙江省内。借助首创股份的商务平台，首创嘉净逐渐拓展为污水处理设备的研发、制造、销售、安装和工程项目的设计、投资、建设、运营等一体化的创新产业模式，可以灵活满足不同区域客户的差异化需求，是借道资本上车加速企业发展的典范。

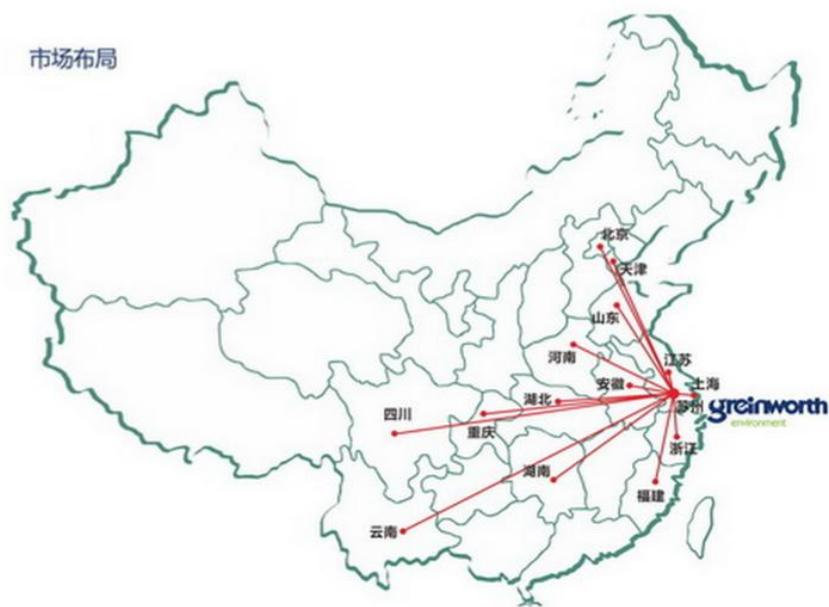
- **深耕细分市场，切入巨头盲点：**苏州嘉净环保成立于 2006 年 12 月，从成立之初便致力于分散式设备的研发、生产与销售。公司产品主要是 1000 吨/日处理量以下的污水处理产品，是大公司的盲点。同时，公司采用 DBTO 的服务模式，并依托独有技术实现远程监控和自动运营，为中国农村量身打造污染治理服务。
- **布局资本市场，寻觅借道机遇：**随着业务扩张，嘉净环保在 2010 年便完成了股改，并计划在国内市场上市。但由于当时 A 股上市周期过长，而新三板的融资功能又迟迟未被开发，嘉净环保果断抓住首创股份寻求进入农村市场的良机，选择与大平台联姻并让渡控股权实现借道上车。
- **携手大平台，开创新纪元：**嘉净环保用近 10 年时间在长三角累积了近 10 万吨的农村水处理项目，首创进入后，利用资本与社会资源协助嘉净环保大力开拓农村市场，成功将公司的产业推广至全国。目前公司在全国 16 个省市均开展农村水处理项目，成功借助资本与大平台的力量开创了新纪元。

图表 20 独有的农村分散式水处理工艺是公司立足产业的基础



资料来源：华创证券

图表 21 联姻首创，嘉净环保的业务飞速拓展



资料来源：华创证券

三、 分层之后，固废资源化企业何去何从

分层之后，新三板将何去何从

近期，为进一步落实《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》和《中国证监会关于进一步推进全国中小企业股份转让系统发展的若干意见》精神，加快完善市场制度体系和服务功能，审慎推进市场创新，提高风险控制水平，根据市场发展的现状和需求，全国股转系统在前期研究基础上，推出了《挂牌公司分层方案（征求意见稿）》。

挂牌公司分层的总体思路为“多层次，分步走”。未来全国股转系统将由多个层级的市场组成，每一层级市场分别对应不同类型的公司。起步阶段将挂牌公司划分为创新层和基础层，随着市场的不断发展和成熟，再对相关层级进行优化和调整。

我们认为，分层对于新三板来讲，是制度红利的重要突破，分层之后，对于企业来讲，制度性分化才刚刚开始。兵马未动、粮草先行，不打没把握之仗，本次分层算是粮草先行了，兵马我们也可以期待起来。

- 新三板未来的分化将是必然的，从趋势性来讲，越优质的企业在新三板越可能享受更多的红利，这个红利既包括制度本身的制定、还包含投资者的市场选择。
- 目前这个时点，其实仍然是新三板制度性创新的起点，但和年初不同，分化将成为这一轮机会的显著特点，制度性红利和成长性红利推动的戴维斯双击逻辑仍然成立。但这里的制度性红利更多将不会体现在全体企业身上，而是体现在能够处于顶层的优质企业。

谋定而后动，固废资源化企业将作何选择

基于新三板未来的趋势，对于固废资源化企业来讲，为更好的利用好这一资本平台，实现“产业+资本”的双引擎推动，把握住分层正式推出的这段时间窗口向创新层努力成为了新三板中固废资源化企业的最佳选择。

创新层为企业设置了三大标准，对于新三板中的固废资源化企业来讲，都处于何位置呢？

图表 22 新三板三大分层标准

标准一：净利润+净资产收益率+股东人数

- 最近两年连续盈利，且平均净利润不少于2000万元（净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）
- 最近两年平均净资产收益率不低于10%（以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）
- 最近3个月日均股东人数不少于200人

标准二：营业收入复合增长率+营业收入+股本

- 最近两年营业收入连续增长，且复合增长率不低于50%
- 最近两年平均营业收入不低于4000万元
- 股本不少于2000万元

标准三：市值+股东权益+做市商家数

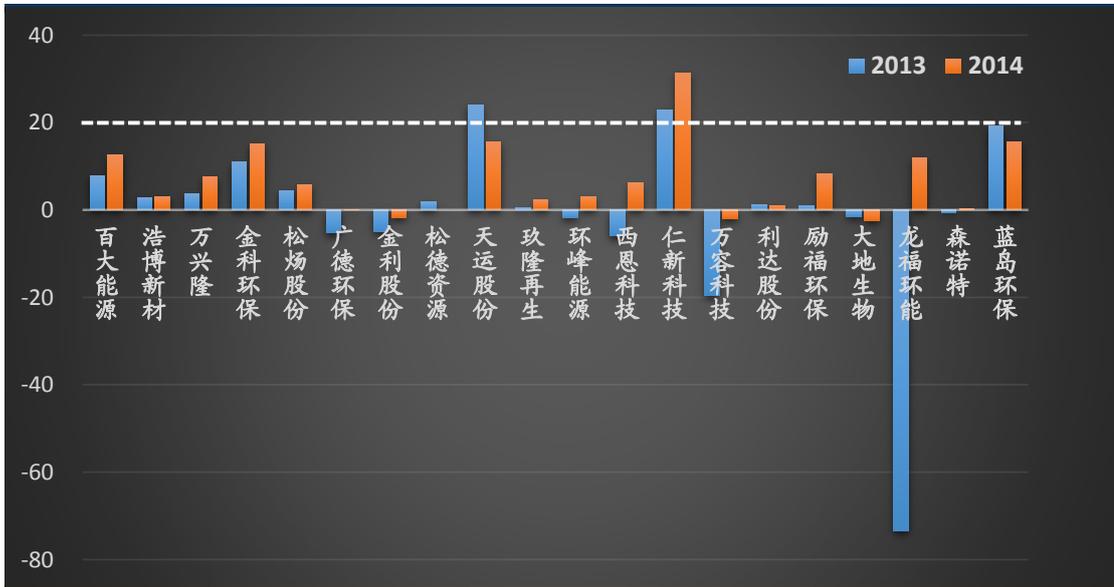
- 最近3个月日均市值不少于6亿元
- 最近一年年末股东权益不少于5000万元
- 做市商家数不少于6家

资料来源：华创证券

注明：分层明年正式推出时，以2014年和2015年两年的数据进行筛选，由于2015年数据尚未出台，我们根据2014年数据和2015年近期数据进行预测。

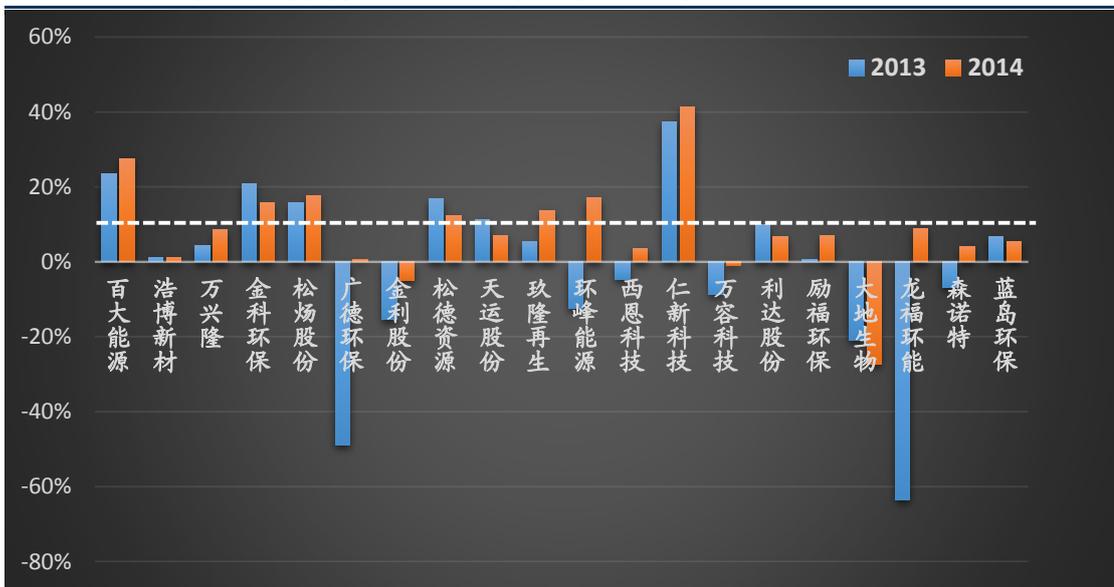
1、标准一：净利润+净资产收益率+股东人数

图表 23 新三板-再生资源类企业扣非净利润情况（单位：百万元）



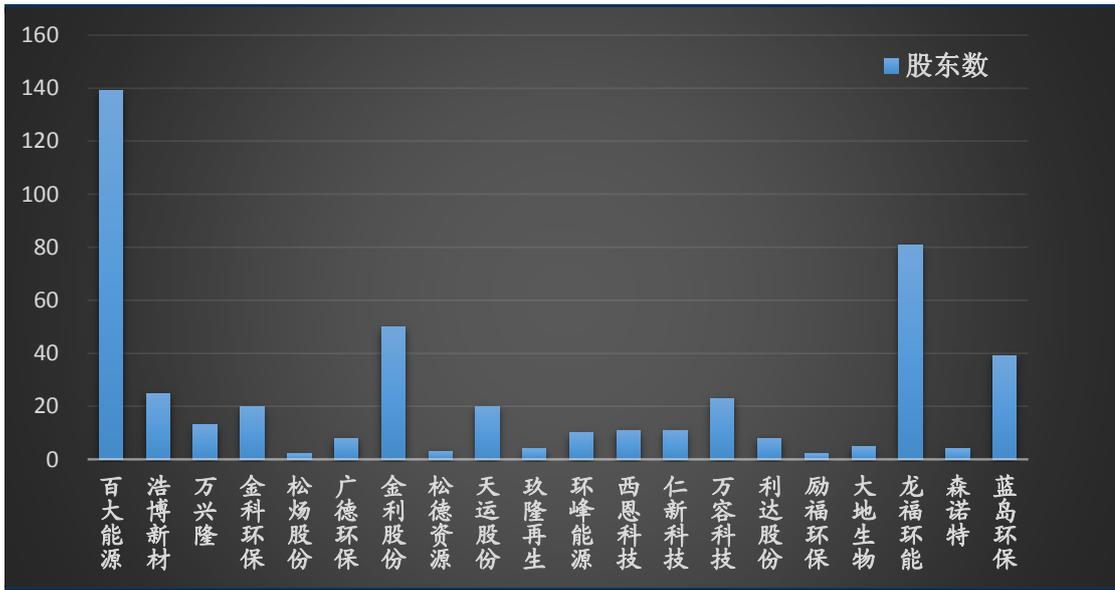
资料来源：华创证券

图表 24 新三板-再生资源类企业平均净资产收益率情况



资料来源：华创证券

图表 25 新三板-再生资源类企业股东人数

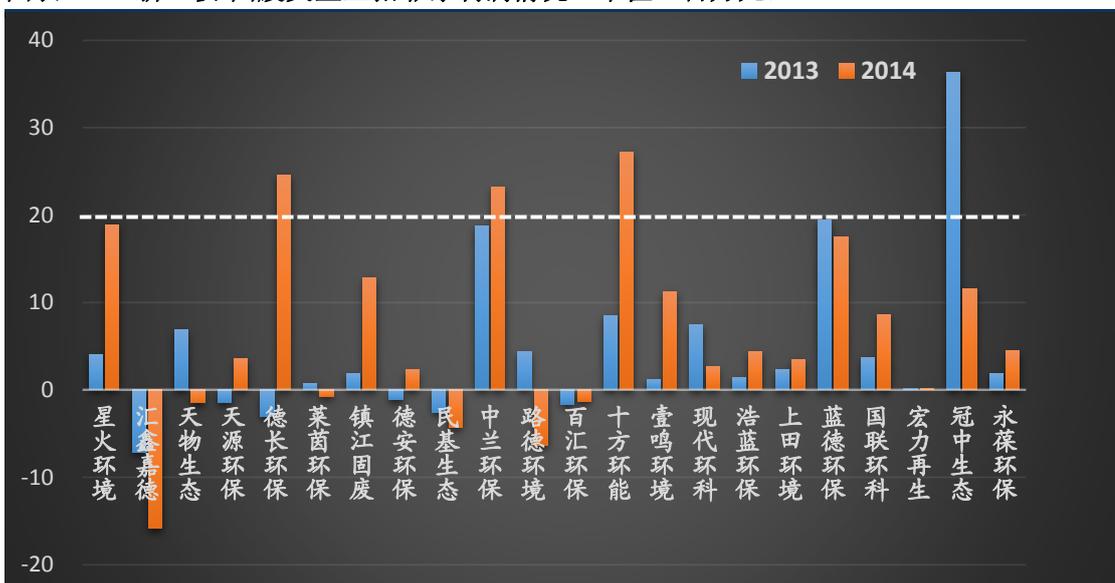


资料来源：华创证券

【再生资源类企业总结】

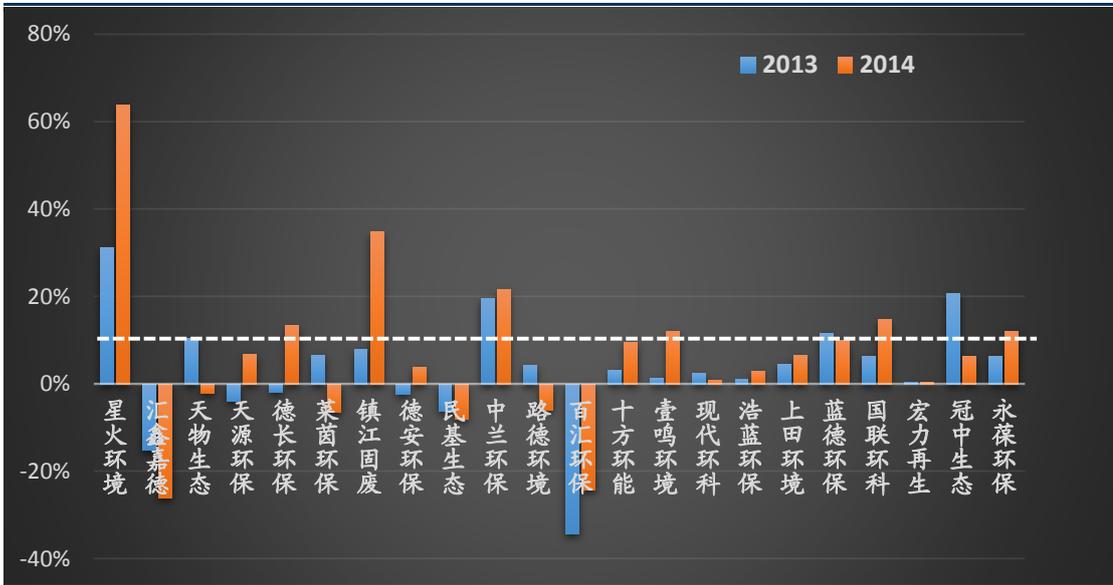
- 扣非后净利润截至 2014 年不低于 2000 万元的仅有仁新科技, 1000-2000 万之间的有百大能源、金科环保、天运股份、龙福环能和蓝岛环保, 这些企业有望实现 2014-2015 年平均 2000 万利润的标准。
- 平均净资产收益率 2014 年不低于 10% 的有百大能源、金科环保、松炆股份、松德资源、玖隆再生、环峰能源、仁新科技; 在未大规模融资的前提下, 净资产收益率较稳定, 因此 2015 年我们仍依照 2014 年的情况。
- 股东数方面, 暂时无企业满足 200 户的标准, 但我们相信, 符合前两条的企业, 在正式分层出台前的时间窗口会努力去实现。
- 综合看, 再生资源类企业具备满足标准一潜力有仁新科技、百大能源、金科环保。

图表 26 新三板-固废类企业扣非净利润情况 (单位: 百万元)



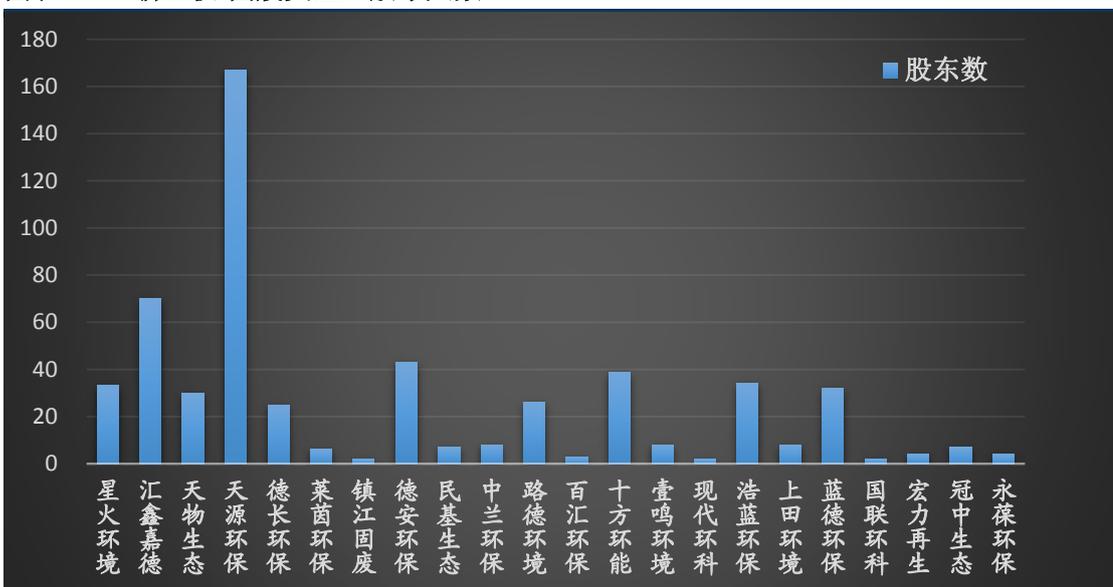
资料来源：华创证券

图表 27 新三板-固废类企业平均净资产收益率情况



资料来源：华创证券

图表 28 新三板-固废类企业股东人数



资料来源：华创证券

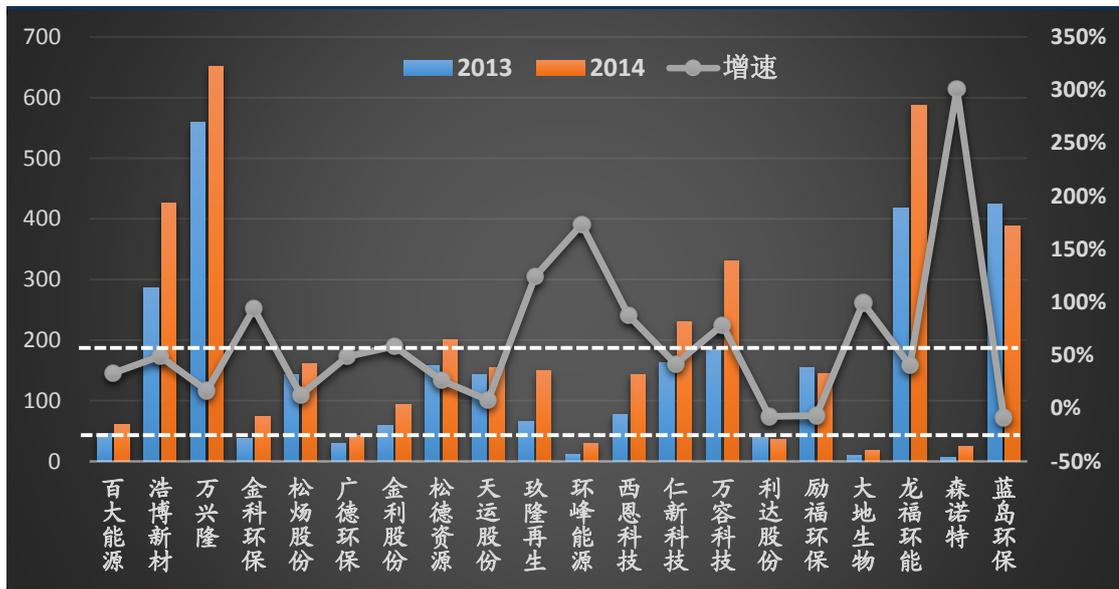
【固废类企业总结】

- 扣非后净利润截至 2014 年不低于 2000 万元的有德长环保、中兰环保、十方环能，1000-2000 万之间的有星火环境、镇江固废、壹鸣环境、蓝德环保、冠中生态，这些企业有希望实现 2014-2015 年平均 2000 万利润的标准。

- 平均净资产收益率 2014 年不低于 10%的有星火环境、德长环保、镇江固废、中兰环保、壹鸣环境、国联科环、永葆环保；接近 10%的有十方环能、蓝德环保；在未大规模融资的前提下，净资产收益率较稳定，因此 2015 年我们仍依照 2014 年的情况。
- 股东数方面，暂时无企业满足 200 户的标准，但我们相信，符合前两条的企业，在正式分层出台前的时间窗口会努力去实现。
- 综合看，再生资源类企业具备满足标准一潜力有德长环保、中兰环保、十方环能、星火环境、镇江固废、壹鸣环境、蓝德环保。

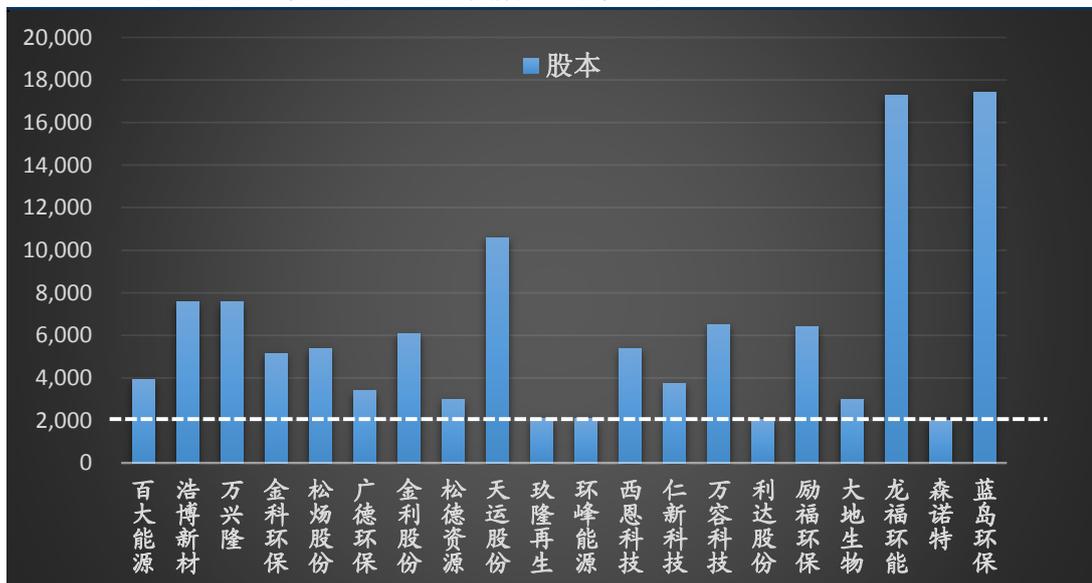
2、标准二：营业收入复合增长率+营业收入+股本

图表 29 新三板-再生资源类企业营业收入及增速情况（单位：百万元）



资料来源：华创证券

图表 30 新三板-再生资源类企业股本情况（单位：万股）

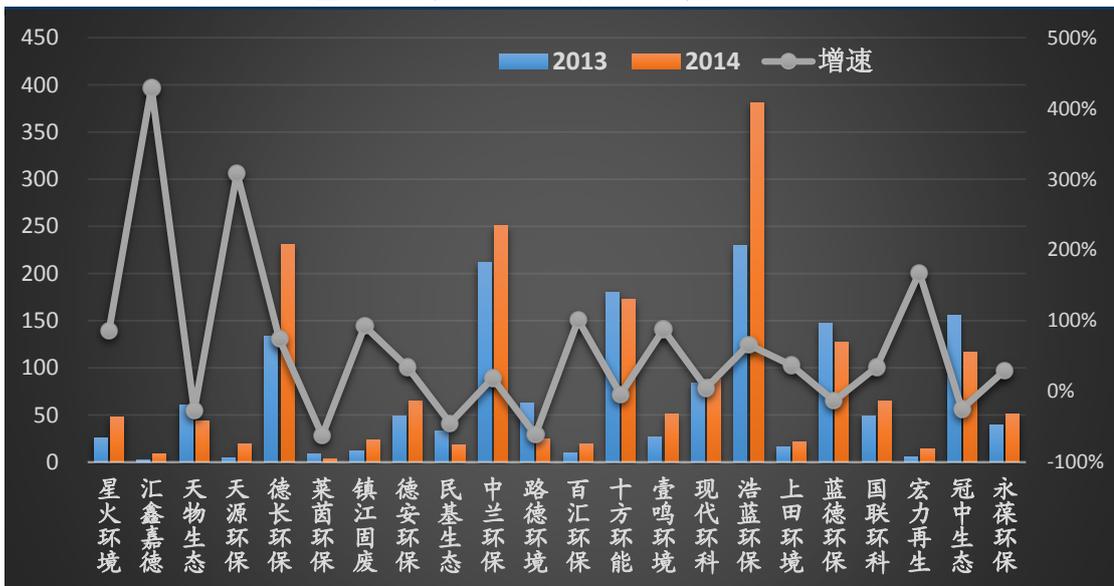


资料来源：华创证券

【再生资源类企业总结】

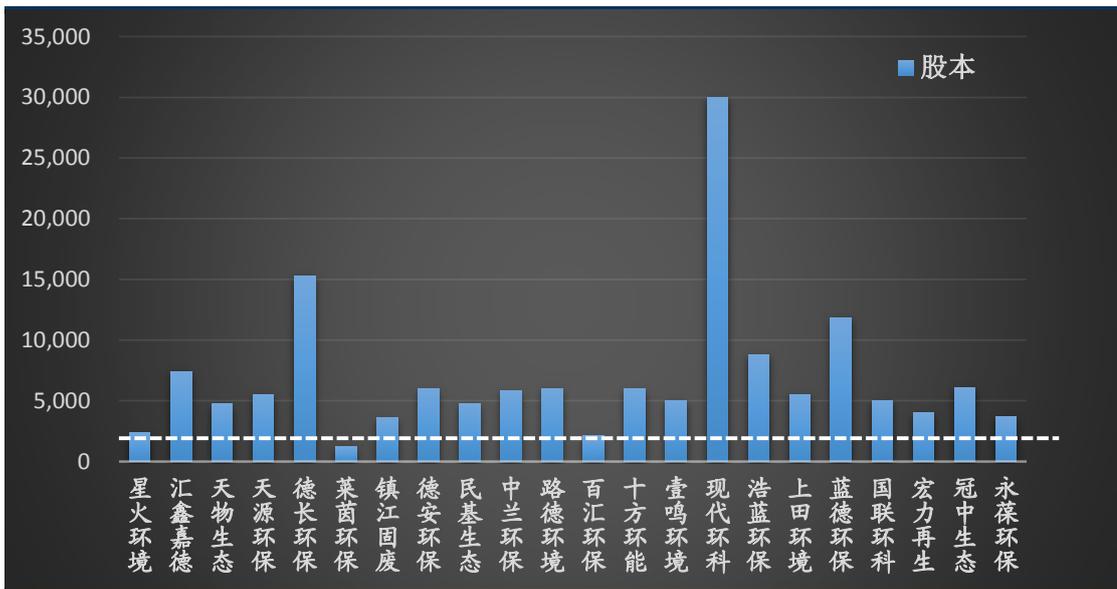
- 营业收入方面，多数再生资源企业在 2014 年都已经超过或接近 4000 万元，除了大地生物和森诺特之外，考虑到 2015 年的情况，基本均可以满足两年平均收入水平不低于 4000 万元。
- 营业收入增速方面，除了利达股份、励福环保和蓝岛环保之外，均实现正增长，增速放慢，超过 50% 或者接近 50%（40-50%）的有浩博新材、金科环保、广德环保、金利股份、玖隆再生、环峰能源、西恩科技、仁新科技、万容科技、大地生物、龙福环能、森诺特。由于 2015 年业绩尚未出台，我们暂采用 2014 年的业绩趋势筛选，并且时时保持更新。
- 股本方面，基本全部满足不少于 2000 万的条件。
- 综合看，再生资源类企业具备满足标准二潜力有浩博新材、金科环保、广德环保、金利股份、玖隆再生、环峰能源、西恩科技、仁新科技、万容科技、龙福环能。

图表 31 新三板-固废类企业营业收入及增速情况（单位：百万元）



资料来源：华创证券

图表 32 新三板-固废类企业股本情况（单位：万股）



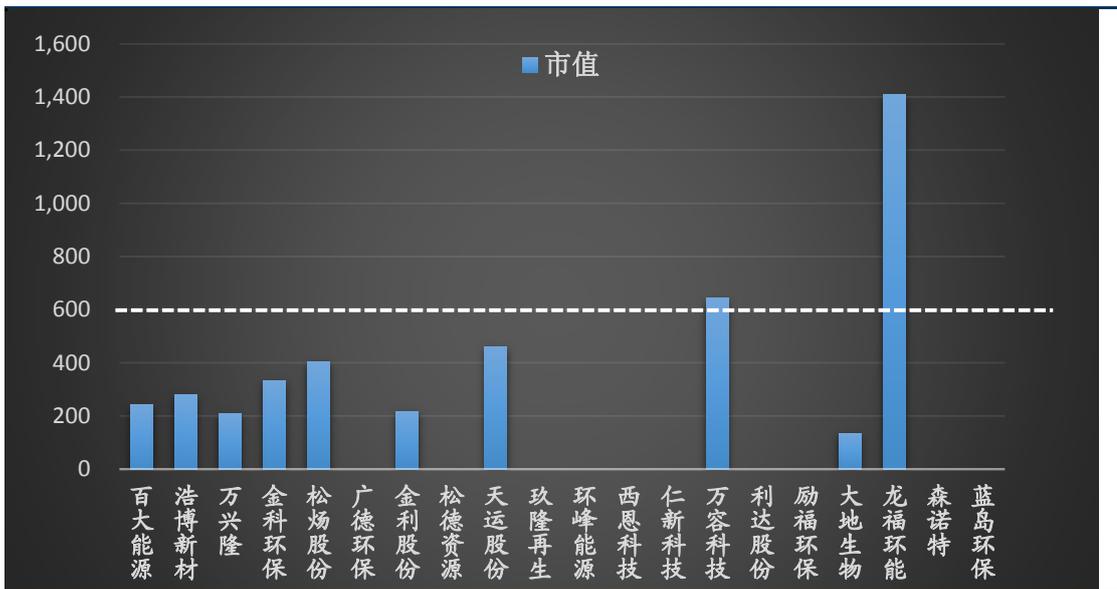
资料来源：华创证券

【固废类企业总结】

- 营业收入方面，多数固废类企业在 2014 年都已经超过或接近 4000 万元，除去增速为负的企业后，主要有星火环境、德长环保、德安环保、中兰环保、壹鸣环境、现代环科、浩蓝环保、国联环科、永葆环保；考虑到 15 年的情况，我们再加上当年高增长的天源环保，基本均可以满足两年平均收入水平不低于 4000 万元。
- 营业收入增速方面，超过 50%或者接近 50%（40-50%）的有星火环境、天源环保、德长环保、镇江固废、百汇环保、壹鸣环境、浩蓝环保、宏力再生。由于 2015 年业绩尚未出台，我们暂采用 2014 年的业绩趋势筛选，并且时时保持更新。
- 股本方面，除了莱茵环保之外，基本全部满足不少于 2000 万的条件。
- 综合看，固废类企业具备满足标准二潜力有星火环境、德长环保、天源环保、壹鸣环境、浩蓝环保、国联环科。

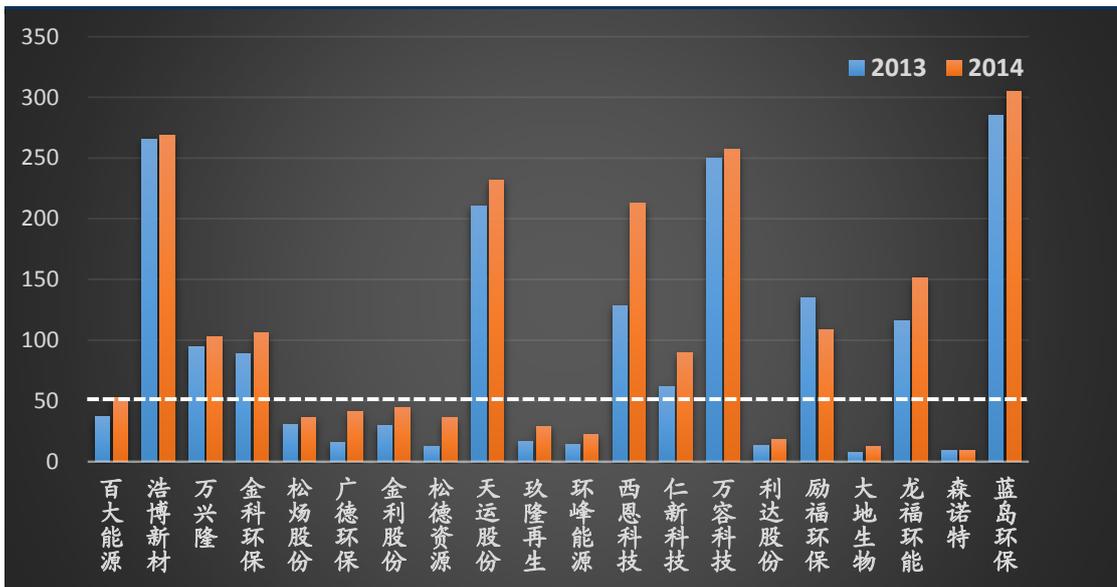
3、标准三：市值+股东权益+做市商家数

图表 33 新三板-再生资源类企业市值情况（单位：百万元）



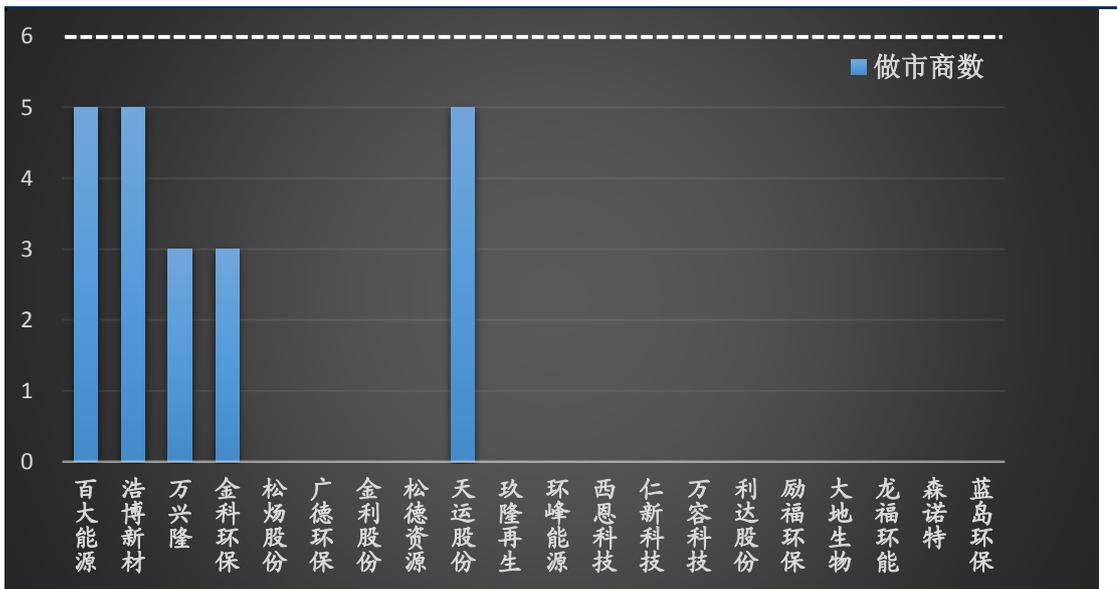
资料来源：华创证券 注：未标注市值的企业为协议转让阶段尚未成交所致

图表 34 新三板-再生资源类企业股东权益情况（单位：百万元）



资料来源：华创证券

图表 35 新三板-再生资源类企业做市商家数

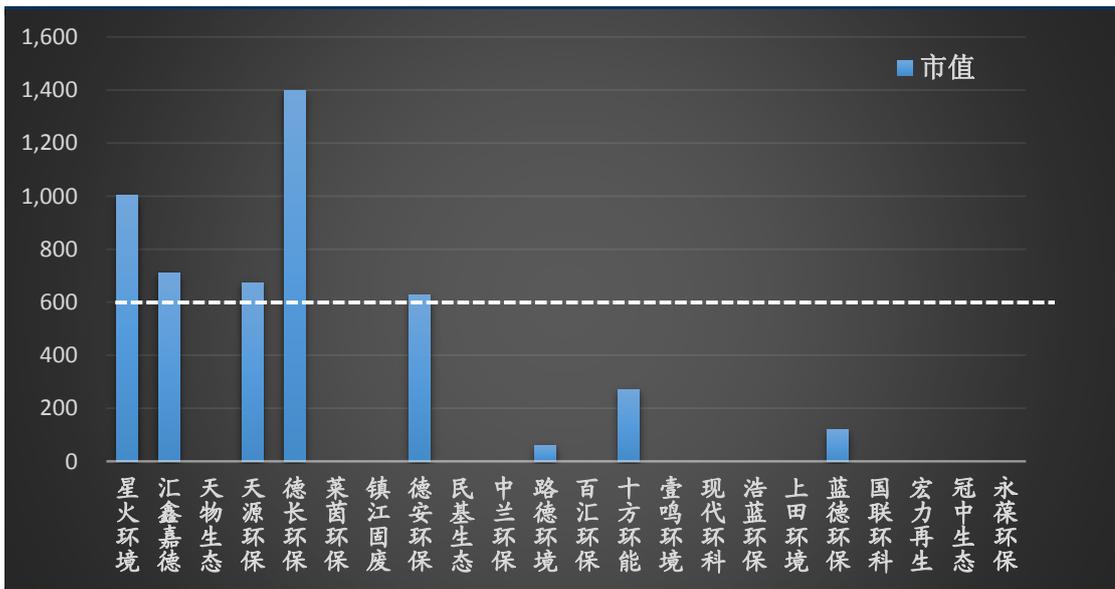


资料来源：华创证券

【再生资源类企业总结】

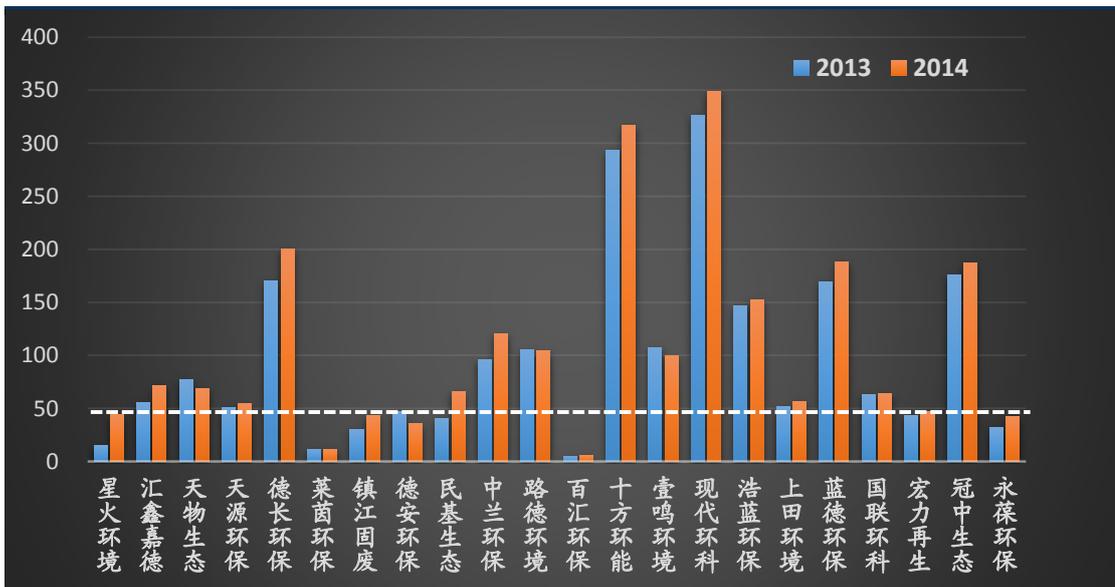
- 从目前市值指标看，仅有万容科技和龙福环能超过 6 亿的指标，而动态看，15 年实现 2000-3000 万利润的企业均具备 6 亿市值的潜力，具有潜力的还有金科环保、仁新科技、天运股份、松炔股份和蓝岛环保。
- 从股东权益指标，超过 5000 万元的企业（综合 2014 年和 2015 年上半年）有百大能源、浩博新材、万兴隆、金科环保、松炔股份、广德环保、天运股份、西恩科技、仁新科技、万荣科技、励福环保、龙福环能、蓝岛环保，接近 5000 万元预计 2015 年底超过 5000 万元的还有金利股份和松德资源。
- 做市商角度看，目前尚未有企业符合 6 家做市商的标准，但相信后续企业会努力。
- 综合看，再生资源类企业具备标准三潜力的有万容科技、龙福环能、金科环保、仁新科技、天运股份、松炔股份和蓝岛环保。

图表 36 新三板-固废类企业市值情况（单位：百万元）



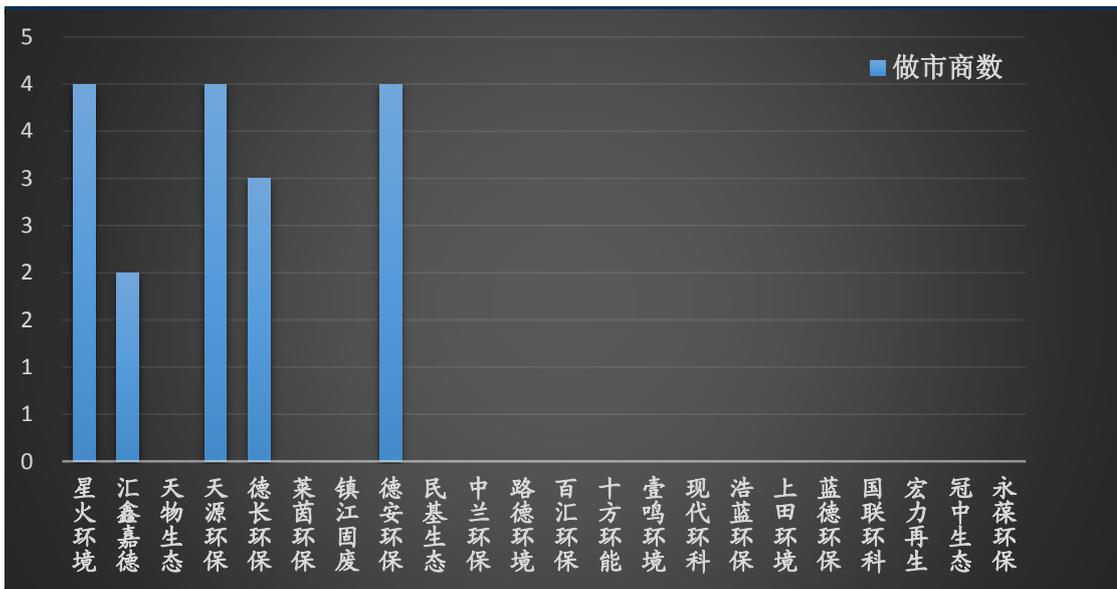
资料来源：华创证券

图表 37 新三板-固废类企业股东权益情况（单位：百万元）



资料来源：华创证券

图表 38 新三板-固废类企业做市商家数



资料来源：华创证券

【固废类企业总结】

- 从目前市值指标看，仅有星火环境、汇鑫嘉德、天源环保、德长环保、德安环保、超过 6 亿的指标，而动态看，15 年实现 2000-3000 万利润的企业均具备 6 亿市值的潜力，具有潜力的还有中兰环保、十方环能、蓝德环保。
- 从股东权益指标，超过 5000 万元的企业（综合 2014 年和 2015 年上半年）有星火环境、汇鑫嘉德、天物生态、天源环保、德长环保、德安环保、明基生态、中兰环保、路德环保、十方环能、壹鸣环境、现代环科、浩蓝环保、上田环境、蓝德环保、国联环科、冠中生态、，接近 5000 万元预计 2015 年底超过 5000 万元的还有镇江固废、宏力再生。
- 做市商角度看，目前尚未有企业符合 6 家做市商的标准，但相信后续企业会努力。
- 综合看，固废类企业具备标准三潜力的有星火环境、汇鑫嘉德、天源环保、德长环保、德安环保、中兰环保、十方环能和蓝德环保。

三大标准，您具备哪种标准潜力？

经过上面的筛选，我们将再生资源类和固废类企业进行了分类，具备实现标准一、二和三潜力的企业如下表，在 2015 年公司业绩正式出台后，我们将继续予以更新。

图表 39 符合三大标准潜力的固废资源化企业总结

标准	类别	企业
标准一	再生资源类	仁新科技、百大能源、金科环保
	固废类	德长环保、中兰环保、十方环能、星火环境、镇江固废、壹鸣环境、蓝德环保
标准二	再生资源类	浩博新材、金科环保、广德环保、金利股份、玖隆再生、环峰能源、西恩科技、仁新科技、万容科技、龙福环能
	固废类	星火环境、德长环保、天源环保、壹鸣环境、浩蓝环保、国联环科
标准三	再生资源类	万容科技、龙福环能、金科环保、仁新科技、天运股份、松炆股份和蓝岛环保
	固废类	星火环境、汇鑫嘉德、天源环保、德长环保、德安环保、中兰环保、十方环能和蓝德环保

资料来源：华创证券

四、 E20 的定位，将是企业资本梦实现的最佳伙伴

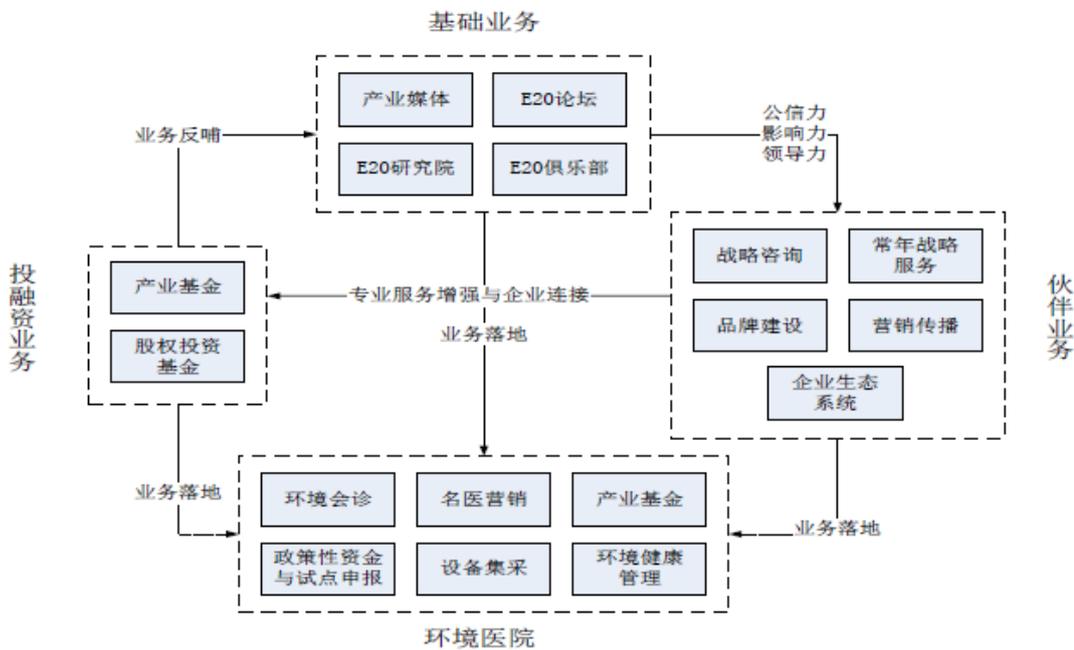
立足环境垂直领域，志在打造环境生态圈

E20 是我国环境领域纵深第一平台，提供单一产业服务和基于产业效果的综合性产业服务，具体提供会员圈层服务、战略及品牌咨询服务、营销传播服务、投融资服务等相关的环境产业服务。

公司作为立足环保领域的产业服务平台，以基础业务为基础依托，伙伴业务为价值驱动，以子公司股权基金投资为增长动力，以直投业务及环境医院为远期盈利重心。

- 基础业务：以立足环保领域的 E20 环境平台为依托，提供网络媒体、E20 论坛、E20 研究院、E20 俱乐部服务。
- 伙伴业务：主要包括环境企业定制化战略咨询服务、常年战略服务、品牌建设、营销传播、企业生态系统建设等业务板块。
- 投融资业务：致力于为资本和环境产业搭建桥梁，提供谙熟产业的金融服务。投融资业务主要包括股权投资基金管理、产业直投和投融资顾问服务三部分。
- 环境医院：立足构建面向未来的环境企业与需求方（地方政府及排污企业）的新的交易关系，促进环境产业的升级与转型，即与政府、企业、专家、组织携手，推动环境行动计划落地。

图表 40 E20 商业模式介绍



资料来源：华创证券

提供多层次企业级服务，目前正处于平台向生态圈的过渡

对于 E20 的认知，我们认为本质上是基于环保企业端的多层次纵深服务平台，从未来的发展趋势看，我们判断将会经历三大阶段。

- **商业模式 1.0 阶段：**E20 经过过去多年的积累，走过了商业模式 1.0 的阶段，这个阶段主要以产业媒体、论坛、研究院和俱乐部等为主，通过长期的积累，建立了环保圈内强大的公信力、影响力和领导力，并且据此搭建了深厚的企业积累，实现了企业端互联。
- **商业模式 2.0 阶段：**公司目前正在快速迈入商业模式 2.0 的阶段；在这个阶段，公司将基础业务实现的积累作为入口，在实现企业互联的基础上，一方面通过伙伴业务深度切入企业战略运营、另一方面通过投融资业务连接了资本和企业，在增加企业粘度的基础上，同时实现了入口的平台化。
- **商业模式 3.0 阶段：**在登陆资本市场之后，我们判断公司一方面会强化并加快商业模式 2.0 阶段的推进，另一方面将逐渐进入商业模式 3.0 阶段；在这个阶段，E20 已经实现了入口的平台化，在这个平台上聚集着高粘度的环境大、中、小型企业，后续 E20 平台将围绕着这些企业的需求，多层次的提供企业级服务，最终实现环保生态圈的架构，也是环境 B2B 领域的 BAT。

图表 41 E20 战略发展三大阶段



资料来源：华创证券

对于一个成功的平台，开放性、连接性、聚合性、稀缺性、互利性、平衡性是必备的特性，看 E20 的平台，这六大因素已经全部具备，并且仍在正反馈不断加强，我们认为 E20 已经具备成为中国基于环境领域 B 端平台的巨大潜力。

图表 42 E20 具备成功平台的六大要素



资料来源：华创证券

跨边网络效应显著，环境企业资本梦实现的最佳伙伴

如果我们再向前展望，登陆资本市场之后，E20 未来的平台场景，将是双边模式。并且，通过 E20 本身的纵深服务，将极大提升了双边的价值，实现共赢。

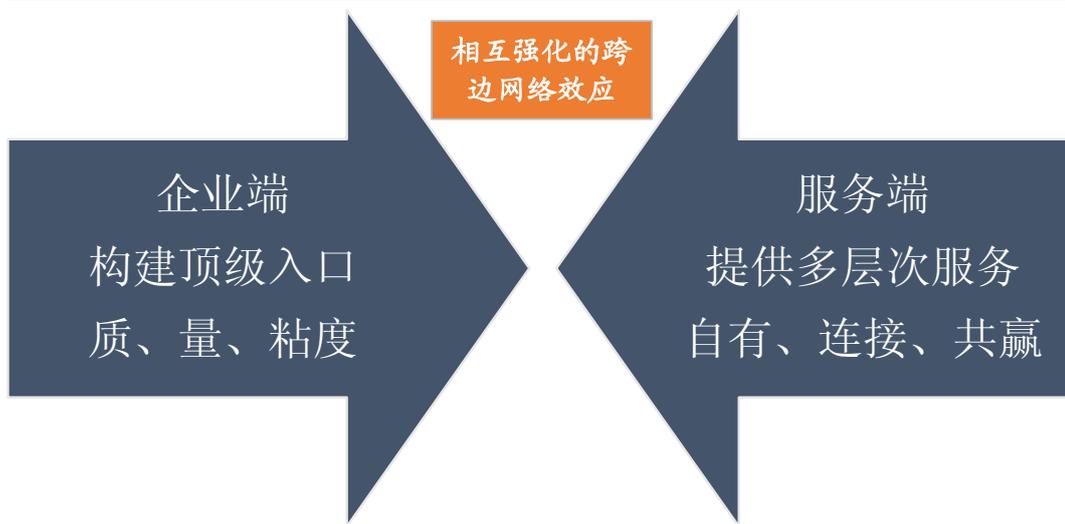
- 平台左边，是 E20 历经多年构建的环保企业端入口，已经积累了大批量多圈层的环保企业，并且通过深化基础业务和伙伴业务使其粘性不断提升。
- 平台右侧，是 E20 通过深度挖掘环保企业需求，延伸出的多层次企业服务内容，比如投融资、环境医院等，后续内容拓展的可塑性极强，基本上是只要产业有痛点，平台就能解决。

- 在 E20 构建的平台模式下，对于左边的企业端，即要解决新形势下的发展战略问题、同时也要解决各层次资源获取问题，而 E20 作为中间的平台型企业，连接多边，直接满足了其需求和痛点；对于右边的内容服务环节，同时也是解决了其不同时期的需求问题。因此 E20 平台极大提升了双边的价值，实现了共赢。

因此总结看，E20 的模式可以用下面文字来说明，这也是我们作为分析师对 E20 平台的寄望：E20，本质就是在构建一个基于环境领域 B 端用户的服务生态平台。平台左边的用户是精准的、是确定的，即数以万计的环境大中小企业，而右边的服务商是会不断的轮换、增加和调整的，左右两边之间形成“跨边网络效应”，同边相互之间形成“同边网络效应”，而 E20 则在这个循环中不断提高自身的实力，提高面向两边的增值服务能力，从而创造一个创新的生态系统。

如果以互联网思维的企业价值提升看，产品型→平台型→生态系统型是企业成长过程中进阶的过程，落到 E20，刚好对应着以上介绍的商业模式 1.0、2.0 和 3.0 这三个阶段。E20 目前仍处于商业模式 2.0 阶段的完善及深化期，后续市值提升的潜力空间巨大。

图表 43 E20 平台未来将具备极强的跨边网络效应



资料来源：华创证券

环保组分析师介绍

华创证券环保行业助理分析师：李响

复旦大学理学学士，曾在煜环环保任职总经理助理，2015年加入华创证券研究所，同年金牛分析师第三名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	崔文涛	销售副总监	010-66500827	cuiwentao@hcyjs.com
	翁波	销售经理	010-66500810	wengbo@hcyjs.com
	温雪姣	销售经理	010-66500852	wenxuejiao@hcyjs.com
	李妮莎	销售经理	010-66500809	linisha@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	张昱洁	销售助理	0755-83479862	zhangyujie@hcyjs.com
	汪丽燕	销售助理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
上海机构销售部	简佳	销售副总监	021-20572586	jianjia@hcyjs.com
	李茵茵	高级销售经理	021-20572582	liyinyin@hcyjs.com
	杜婵媛	高级销售经理	021-20572583	duchanyuan@hcyjs.com
	沈晓瑜	销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	范婕	销售助理	021-20572587	fanjie@hcyjs.com
非公募业务发展部	石露	副总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	陈红宇	销售助理	021-20572593	chenhongyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10%—20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%—20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址:北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编:100033 传真:010-66500801 会议室:010-66500900 <small>单击此处输入文字。</small>	地址:深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编:518034 传真:0755-82027731 会议室:0755-82828562	地址:上海浦东银城中路 200 号 3402 室 华创证券 邮编:200120 传真:021-50581170 会议室:021-20572500