

2018年09月04日

环保及公用事业

## 环保 2018 年中报综述：业绩增速趋缓，分化显著，现金流+负债率双承压，期待积极财政+宽松信用

■信用+财政收紧，业绩增长放缓，分化显著。环保板块 2018 年中报披露完毕，2018H1，安信环保板块 94 家上市公司共实现营业收入 1256.2 亿元，同比+17.7%；实现归母净利润 133.2 亿元，同比-3.5%；实现扣非后归母净利润 118.7 亿元，同比-6.1%。上半年，PPP 监管趋严、地方财政+信用收紧，环保企业项目推进受到影响，环保板块自 2012 年以来首次出现中报业绩下滑，同时，仍有不少环保公司利润端业绩表现抢眼，博世科、国祯环保、伟明环保 2018 年上半年扣非后归母净利润分别同比+115.9%、+143.5%、+54.9%，行业内业绩分化显著。2018H1 扣非后归母净利润增速居前的有：水处理（+20.3%）、固废处理（+19.5%）、环境监测（+15.9%）、生态园林（+9.1%）等。

■现金流+负债率双承压。2018H1，环保板块整体收现比 83.7%，同比+0.62pct；经营性活动现金流净额/营业收入比例为-7.3%，同比-0.15pct，现金流自 2015 年以来持续承压。由于政府相关款项结算与付清程序较多、付款时间较长，环保企业回款主要集中在下半年，上半年经营性现金流净额一般为负数。环保板块整体资产负债率继续呈上升趋势，截至 2018 年二季度末，资产负债率为 56.7%，同比+3.4pct，环比+1.26pct，其中，水处理（整体）、市政水处理工程、生态园林板块资产负债率分别为 56.5%、59.2%、69.2%，分别同比+8.04pct、+7.8pct、8.5pct。环保板块整体资产负债率自 2014 年以来呈现明显上升趋势。

■水环境治理现金流+负债均承压，危废、再生资源维持高景气。2018 年上半年，资金成本上行，工程业务占比大、依赖资金撬动的市政水处理工程和生态园林板块受影响较为明显，财务费用率分别为 5.12%和 5.71%，分别同比+3pct 和 1.8pct。资产负债率方面，截至 2018Q2，市政水处理工程板块、生态园林板块资产负债率分别为 56.5%和 59.2%，分别同比+8.04pct 和+7.8pct。经营性现金流净额/营收指标方面，市政水处理工程、生态园林板块分别为-15.25%和-2.52%。固废板块中再生资源和危废板块展现高景气，扣非后归母净利润分别同比+59.2%和+40.6%。下游再生产品价格（钢、铜等）持续上涨，加之禁止洋垃圾进口等措施对再生资源行业进行持续规范，行业整合加速，再生资源上市公司竞争优势更加突出，持续受益。以长江清废行动为代表的监管持续加码，漏报、瞒报危废纳入处理，部分地区危废处理行业迎来“量价齐升”，危废板块展现出高景气。

■投资建议：工程类环保期待信用宽松，聚焦现金流优秀的运营类标的。今年以来，工程类环保板块受到财政+信用两大因素收紧影响，持续调整。8 月以来，国常会定调，积极的财政政策将更加积极，政治局会议指出，要加大基础设施补短板的力度，财政部提出要加大地方专项债

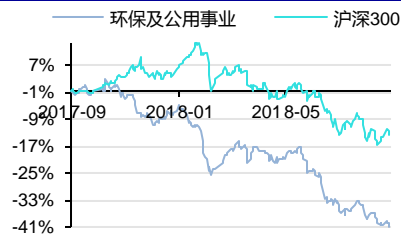
## 行业动态分析

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	1.91	11.24	14.03	
绝对收益	2.49	-1.19	0.74	

**邵琳琳** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450513080002  
shaoli@essence.com.cn  
021-35082107

**周喆** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450518040006  
zhouzhe@essence.com.cn  
021-35082029

**方向** 报告联系人  
fangxiang2@essence.com.cn  
021-35082718

**马丁** 报告联系人  
mading@essence.com.cn  
010-83321051

### 相关报告

土壤污染防治法通过，明确治理责任，土壤污染治理基金制度建立提上日程 2018-09-02  
发改委新增三项措施推进降电价，核电审批重启预期进一步加强 2018-08-26  
期待基建投资企稳，继续聚焦运营和现金流 2018-08-19  
融资支持信号进一步明确，继续聚焦运营类环保标的 2018-08-12  
防御优先，运营类环保+电力价值凸显 2018-08-05

发行力度，生态环保领域项目推进加速预期强。信用方面，自 7 月以来，定向降准、央行窗口指导银行增配低评级信用债（21 世纪经济报道）、“资管新规”细则等政策发布，“宽货币”预期逐步确立，而对于“宽货币”传导至“宽信用”需持续关注，成为影响板块情绪的关键因素。当前时间点来看，环保板块的 PEG 为 24.8x 左右，低于历史平均 35x，为 6 年来底部。若相关融资支持政策逐步落实至项目的信用宽松，环保企业业绩释放将更加顺畅，建议关注板块情绪修复相关机遇，建议关注【碧水源】【博世科】【国祯环保】。建议聚焦运营类环保标的，具有优秀现金流和较好的防御性，建议关注【龙马环卫】。

■风险提示：政策变动，项目推进不及预期，信用持续收紧，利率继续大幅上行。

## 内容目录

1. 环保板块中报综述：信用+财政收紧，业绩增长放缓，分化显著，现金流+负债率双承压	5
2. 利润表：管理+财务费用率上升拖累业绩，财务费用率同比+0.58pct	7
3. 现金流量表：整体现金流承压，水务板块现金流优秀	8
4. 资产负债表：资产负债表持续上升，应收账款占比提升	9
5. 细分板块分析—水环境治理：利润增速下滑，现金流+负债均承压	10
6. 细分板块分析—固废处理：业绩增速有所回落，危废、再生资源维持高景气	12
7. 细分板块分析—环境监测：利润增长向好，研发投入较大	14
8. 投资策略：工程类环保期待信用宽松，聚焦现金流优秀的运营类标的	16
9. 风险提示	17

## 图表目录

图 1：2018H1 环保板块扣非后归母净利润增速（YOY）与其他行业比较	5
图 2：环保板块历年中报营收增速	6
图 3：环保板块历年中报扣非后归母净利润增速	6
图 4：2018H1 环保细分板块归母净利润增速（yoy）	6
图 5：2018H1 环保细分板块扣非后归母净利润增速（yoy）	6
图 6：2018Q2A 股各行业扣非后归母净利润增长率（yoy）	6
图 7：环保板块分季度归母净利润增速	7
图 8：环保板块分季度扣非后归母净利润增速	7
图 9：2018Q2 环保细分板块归母净利润增速（yoy）	7
图 10：2018Q2 环保细分板块扣非后归母净利润增速（yoy）	7
图 11：环保板块历史毛利率（%）	7
图 12：环保板块历史净利率（%）	7
图 13：2018H1 环保细分板块毛利率	8
图 14：2018H1 环保细分板块净利率	8
图 15：环保板块历史上半年费用率（%）	8
图 16：历年中报环保板块整体收现比（左轴）与经营性现金流净额/营业收入（右轴）	9
图 17：环保细分板块收现比（%）	9
图 18：环保细分板块经营性现金流净额/营业收入（%）	9
图 19：环保板块整体资产负债率呈现上升趋势	10
图 20：环保细分板块 2018 年二季度末资产负债率	10
图 21：环保板块应收账款/总资产比重	10
图 22：环保细分板块应收账款/总资产比重（截至 2018Q2）	10
图 23：水处理、生态园林公司归母净利润增速	11
图 24：水处理、生态园林公司扣非后归母净利润增速	11
图 25：历年中报水治理板块、园林板块毛利率	11
图 26：历年中报水治理板块、园林板块净利率	11
图 27：水治理、生态园林板块财务费用率	12
图 28：水治理、生态园林板块资产负债率	12
图 29：水治理、生态园林板块收现比	12
图 30：水治理、生态园林板块经营性现金流净额/净利润	12
图 31：固废板块及各细分板块历年上半年营收增速	13
图 32：固废处理板块归母净利润增速	13

图 33: 固废处理板块扣非后归母净利润增速.....	13
图 34: 固废板块毛利率.....	13
图 35: 固废板块净利润率.....	13
图 36: 历年中报固废板块收现比.....	14
图 37: 历年中报固废板块经营性现金流净额/净利润.....	14
图 38: 固废板块资产负债率 (%) .....	14
图 39: 历年中报环境监测板块业绩增速.....	15
图 40: 历年中报环境监测板块毛利率.....	15
图 41: 历年中报环境监测板块净利润率.....	15
图 42: 环境监测板块研发支出占收入比重.....	15
图 43: 环境监测板块存货周转率与应收账款周转率.....	16
图 44: 环境监测板块收现比、经营性现金流净额/净利润 (%) .....	16
图 45: 监测板块资产负债率.....	16
图 46: 环保板块 PETTM.....	17
表 1: 安信环保板块标的.....	5

## 1. 环保板块中报综述：信用+财政收紧，业绩增长放缓，分化显著，现金流+负债率双承压

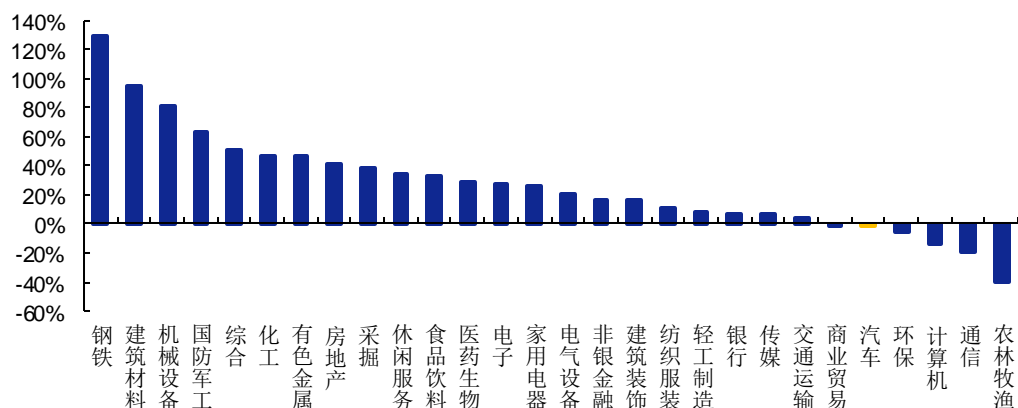
环保板块 2018H1 扣非后归母净利润同比-5.67%。环保板块 2018 年中报披露完毕，2018 年上半年，安信环保板块 94 家上市公司共实现营业收入 1256.2 亿元，同比增长 17.7%；实现归母净利润 133.24 亿元，同比下滑 3.51%；实现扣非后归母净利润 118.7 亿元，同比下滑 6.10%，增速位列 28 个申万一级行业第 24。上半年，PPP 监管趋严、地方财政+信用收紧，环保企业项目推进受到影响，环保板块自 2012 年以来首次出现中报业绩下滑，同时，仍有不少环保公司利润端业绩表现抢眼，博世科、国祯环保、伟明环保 2018 年上半年扣非后归母净利润分别同比增长 115.9%、143.5%、54.9%，行业内业绩分化显著。

表 1：安信环保板块标的

板块	标的
水务	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、鹏鹞环保、海峡环保、联泰环保、兴蓉环境
水处理	市政水处理工程：国祯环保、碧水源、巴安水务、中电环保、兴源环境、中金环境、博世科、华控赛格、中持股份、中环环保 水处理设备：津膜科技、环能科技、南方汇通、清水源、久吾高科、开能健康 工业水处理：万邦达、博天环境、上海洗霸
大气治理	龙净环保、菲达环保、科林环保、清新环境、远达环保、德创环保、中环装备、三维丝、科融环境
固废处理	生活垃圾处置：中国天楹、启迪桑德、伟明环保、瀚蓝环境、盛运环保、天翔环境、上海环境、绿色动力、维尔利 危废：东江环保、雪浪环境、高能环境、金圆股份、润邦股份 再生资源：格林美、中再资环 环卫：龙马环卫
环境监测	盈峰环境、雪迪龙、先河环保、聚光科技、理工环科、汉威科技、南华仪器、三川智慧
集中供热	长青集团、迪森股份、惠天热电、联美控股、大连热电、哈投股份、富春环保、宁波热电
节能	华西能源、中材节能、科达洁能、三聚环保、易世达、双良节能、神雾环保、众合科技、天壕环境、龙源技术、华光股份、神雾节能、宝馨科技
园林	东方园林、云投生态、铁汉生态、京蓝科技

资料来源：WIND，安信证券研究中心

图 1：2018H1 环保板块扣非后归母净利润增速（YOY）与其他行业比较

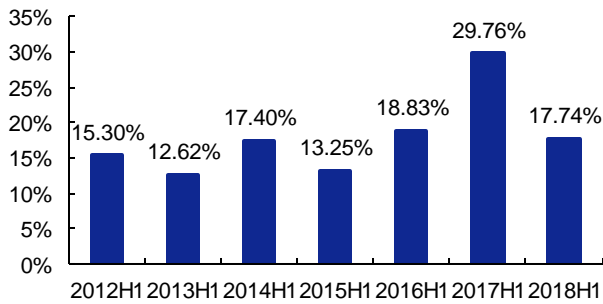


资料来源：Wind,安信证券研究中心

收入、利润增速放缓。环保板块 2018H1 收入、归母净利润、扣非后归母净利润增速（整体法，下同）分别为 17.74%、-3.51%、-6.10%，分别较 2017H1 年回落 12.02 个百分点、29.6 个百分点、46.02 个百分点。由于上半年部分地方财政收紧、PPP 监管趋严、“去杠杆”

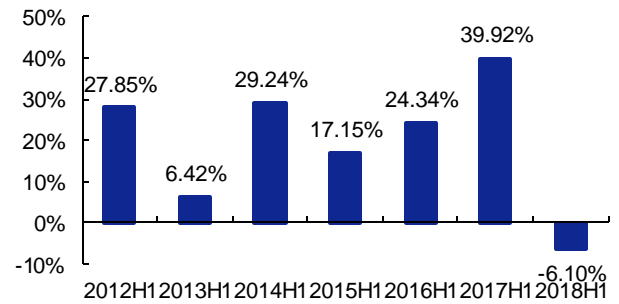
背景下信用收紧，市政环保治理项目推进有所延缓，环保企业收入增速有所下滑。

图 2：环保板块历年中报营收增速



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

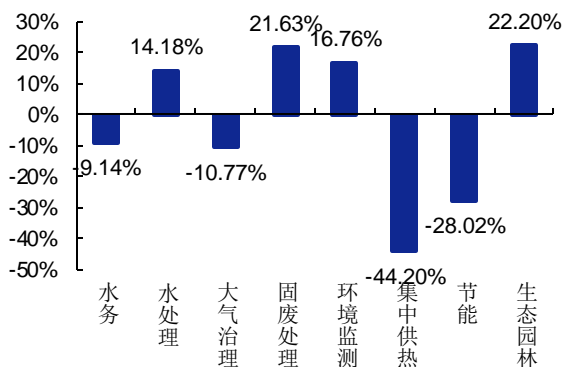
图 3：环保板块历年中报扣非后归母净利润增速



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

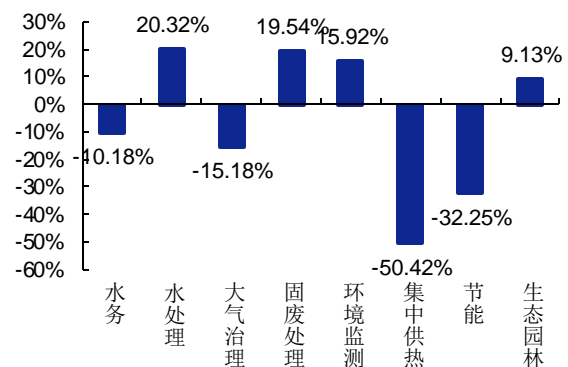
考察环保 8 个细分板块，水处理、固废处理、环境监测仍维持稳健增长。2018H1 扣非后归母净利润增速由高到低排序依次为：水处理 (+20.32%)、固废处理 (19.54%)、环境监测 (15.92%)、生态园林 (9.13%)、水务 (-10.18%)、大气治理 (-15.18%)、节能 (-32.25%)、集中供热 (-50.42%)。

图 4：2018H1 环保细分板块归母净利润增速 (yoy)



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

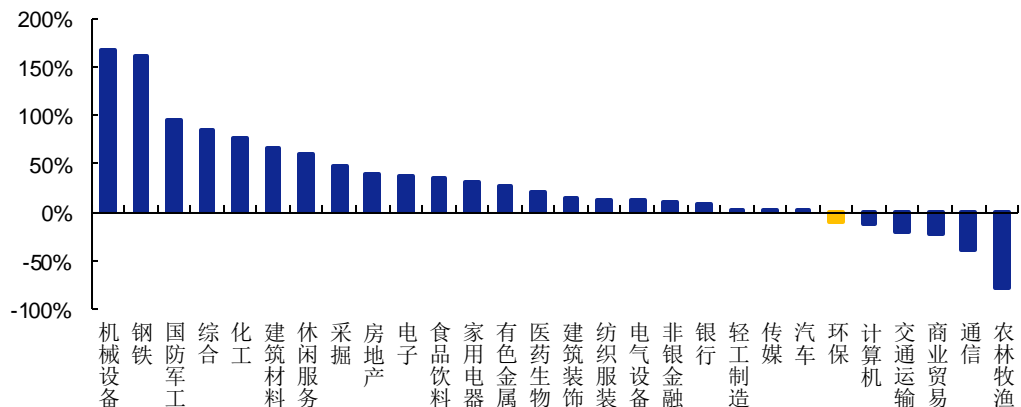
图 5：2018H1 环保细分板块扣非后归母净利润增速 (yoy)



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

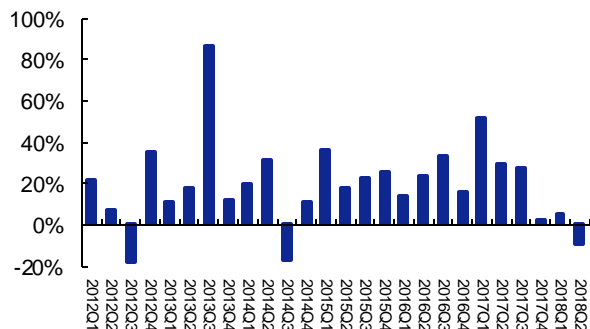
单就二季度来看，环保板块上市公司实现营业收入 706 亿元，同比增长 15.23%；实现归母净利润 75.71 亿元，同比下滑 9.38%；扣非后归母净利润 69.72 亿元，同比下滑 9.78%，增速位列 28 个申万一级行业第 23，增速较一季度环比下滑 9.53 个百分点。

图 6：2018Q2A 股各行业扣非后归母净利润增长率 (yoy)



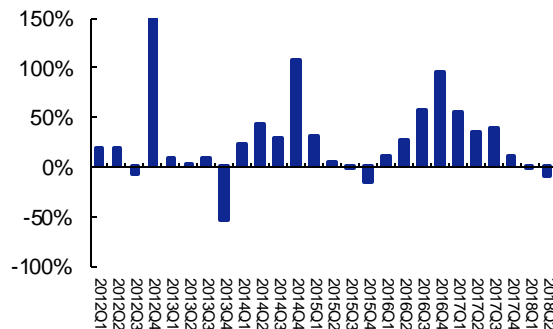
资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图 7: 环保板块分季度归母净利润增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

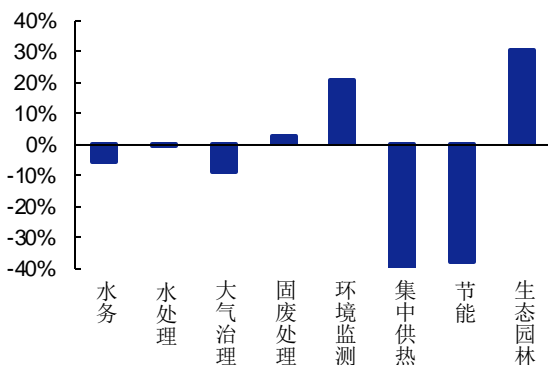
图 8: 环保板块分季度扣非后归母净利润增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

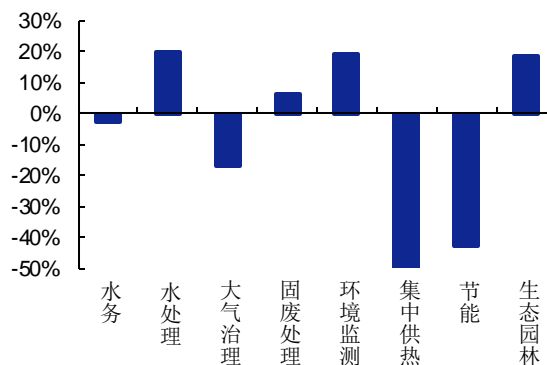
8 个细分板块 2018Q2 业绩方面, 扣非后归母净利润增速由高到低排序依次为: 生态园林(+30.78%)、环境监测(+20.83%)、固废处理(2.47%)、水处理(-0.50%)、水务(-5.55%)、大气治理(-8.93%)、节能(-37.99%)、集中供热(-148.76%)。

图 9: 2018Q2 环保细分板块归母净利润增速 (yoy)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 10: 2018Q2 环保细分板块扣非后归母净利润增速 (yoy)

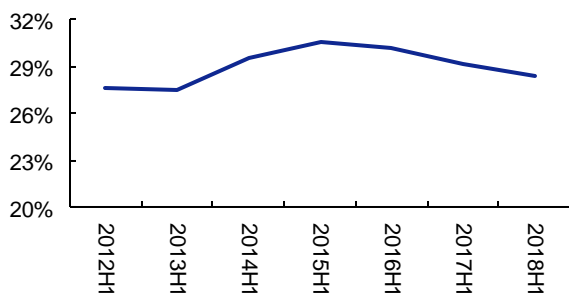


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

## 2. 利润表: 管理+财务费用率上升拖累业绩, 财务费用率同比+0.58pct

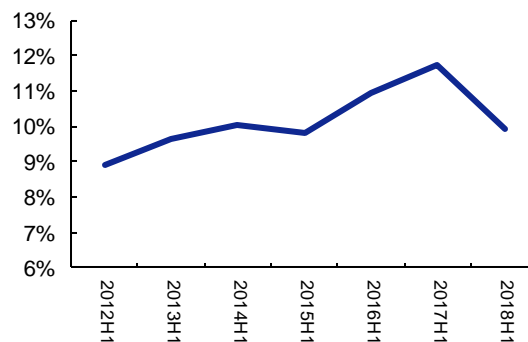
2018H1, 环保板块整体毛利率和净利润率分别为 28.34%和 9.91%, 分别同比略降 0.84 个百分点和 1.83 个百分点。

图 11: 环保板块历史毛利率 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

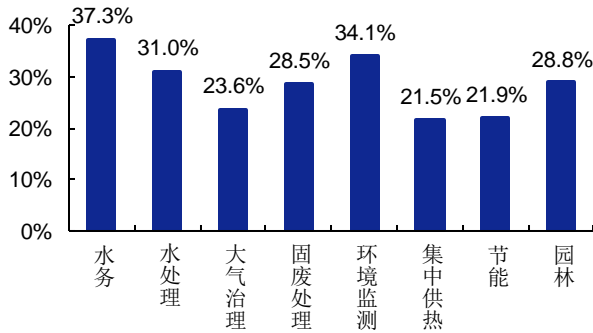
图 12: 环保板块历史净利润率 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

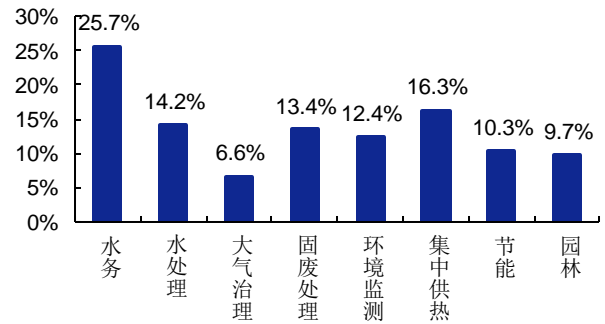
分板块看，2018H1，盈利指标表现较好的细分板块有水务（毛利率 37.3%，净利润率 25.7%）、水处理（毛利率 31%，净利润率 14.2%）、环境监测（毛利率 34%，净利润率 12.38%）、固废处理（毛利率 28.5%，净利润率 13.4%）等。

图 13：2018H1 环保细分板块毛利率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

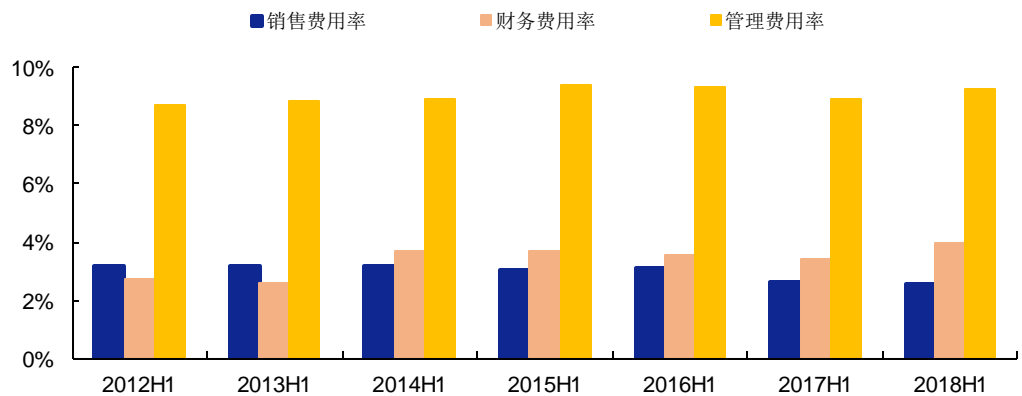
图 14：2018H1 环保细分板块净利润率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

信用收紧，利率上行，财务费用率上升幅度较大。2018H1 环保板块整体销售费用率、财务费用率、管理费用率分别为 2.58%、3.97%、9.27%，分别同比-0.035 个百分点、+0.58 个百分点、+0.34 个百分点。2018 年上半年，信用继续收紧，资金利率上行，环保企业对融资较为依赖，财务费用提升幅度较大。

图 15：环保板块历史上半年费用率 (%)



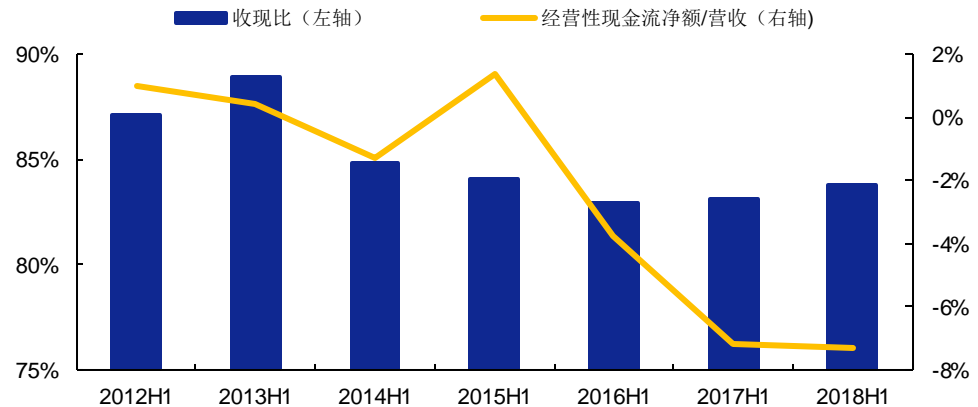
资料来源：安信证券研究中心

### 3. 现金流量表：整体现金流承压，水务板块现金流优秀

2018H1，环保板块整体收现比为 83.74%，同比略有提升 0.62 个百分点；经营性活动现金流净额/营业收入比例为-7.32%，同比降低 0.15 个百分点，自 2015H1 以来持续承压，由于政府相关款项结算与付清程序较多、付款时间较长，环保企业回款主要集中在下半年，上半年经营性现金流净额一般为负数。



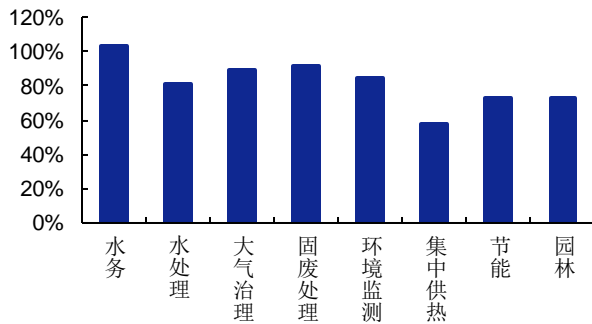
图 16: 历年中报环保板块整体收现比 (左轴) 与经营性现金流净额/营业收入 (右轴)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

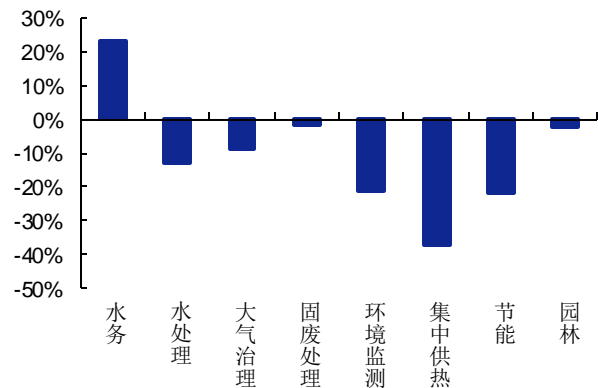
分板块来看, 水务纯运营类业务收现比最高, 达到 103.7%, 固废处理 (商业模式清晰—按量收费, 91.2%)、环境监测 (设备销售为主, 84.8%)、大气治理 (toB 业务为主, 88.8%)、水处理 (81.4%) 收现比也处于较高水平。上半年, 绝大部分环保细分板块经营性现金流净额为负, 与环保行业 toG 业务为主有关, 水务板块尤其供水和自来水业务具有十分清晰的使用者付费+按量计费商业模式, 加之运营为主, 成为上半年经营性现金流净额唯一为正细分板块, 经营性现金流净额/营收比为 23.47%。

图 17: 环保细分板块收现比 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 18: 环保细分板块经营性现金流净额/营业收入 (%)

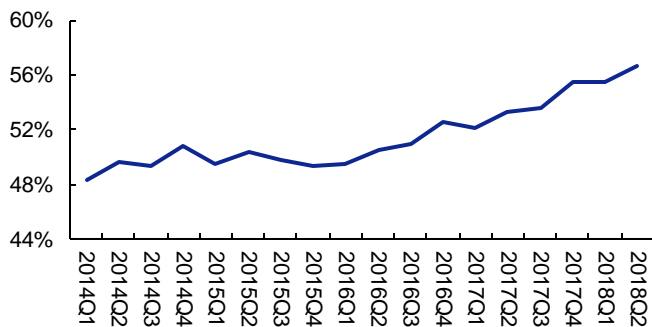


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

#### 4. 资产负债表: 资产负债表持续上升, 应收账款占比提升

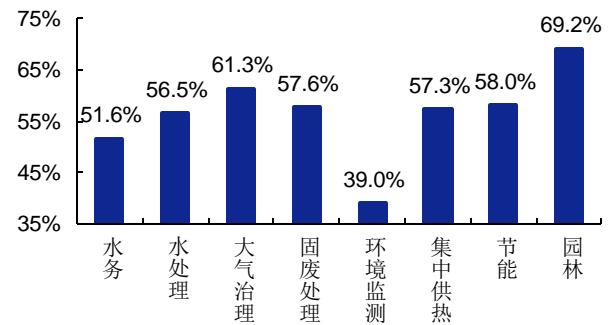
资本结构方面, 环保板块整体资产负债率继续呈上升趋势。截至 2018 年二季度末, 环保板块资产负债率为 56.7%, 同比提升 3.4 个百分点, 环比提升 1.26 个百分点。环保板块整体资产负债率自 2014 年以来呈现明显上升趋势。

图 19：环保板块整体资产负债率呈现上升趋势



资料来源：Wind，安信证券研究中心

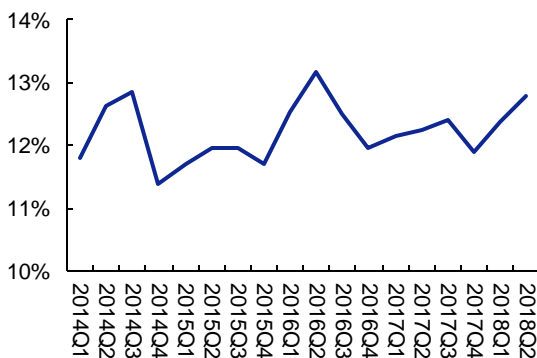
图 20：环保细分板块 2018 年二季度末资产负债率



资料来源：安信证券研究中心

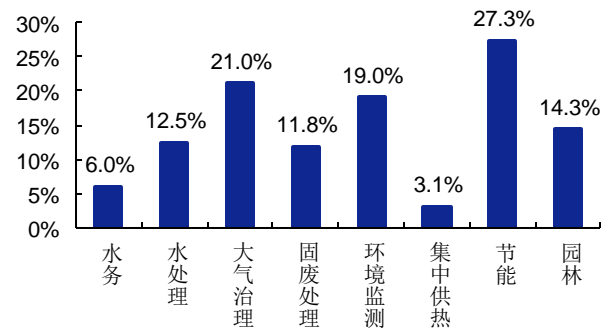
具体板块方面，截至二季度末，园林类环保公司资产负债率（69.2%）居首位，园林公司自 2015 年前后积极介入 PFI 类 PPP 之后，负债率持续上升。大气治理（61.3%）、节能（58.0%）、集中供热（57.3%）资产负债率在各细分板块处于较高水平。环境监测（39%）、水务（51.6%）资产负债率可控。

图 21：环保板块应收账款/总资产比重



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 22：环保细分板块应收账款/总资产比重（截至 2018Q2）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

由于部分地方财政收紧，环保企业回款有所延后，环保板块应收账款在总资产占比中有所提升，截至 2018 年二季度末，环保板块整体应收账款/总资产比重 12.78%，同比在提升 0.42 个百分点，环比提升 0.56 个百分点。节能、大气治理、环境监测、园林板块应收账款占总资产比例较高，分别为 27.3%、21%、19%、14.3%。水务板块商业模式清晰，且与城市日常用水息息相关，政府回款较快，应收账款/总资产比例 6%，在环保各细分板块处于较低水平。

## 5. 细分板块分析—水环境治理：利润增速下滑，现金流+负债均承压

介入水环境综合治理的企业既包括水处理公司也包括生态园林类公司。

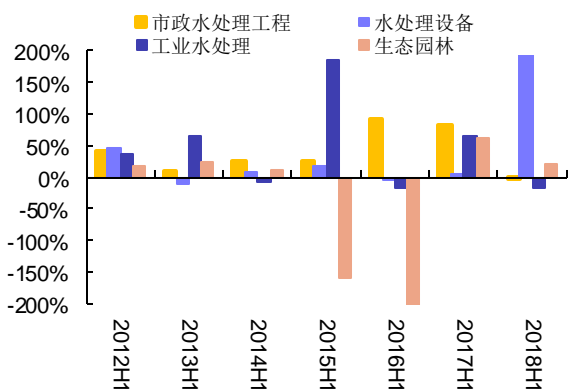
2018H1，水治理板块实现收入 170.81 亿元，同比增长 30.64%，增速同比下滑 1.72 个百分点；归母净利润合计 21.26 亿元，同比增长 14.18%，增速同比下滑 53.94 个百分点；扣非后归母净利润合计 17.26 亿元，同比增长 20.32%，增速同比下滑 18.46 个百分点。其中，膜法水处理龙头碧水源上半年实现收入 38.54 亿元，同比增长 33.14%；归母净利润 3.65

亿元，同比降低 31.6%，扣非后归母净利润 3.54 亿元，同比增长 10.2%。

水处理细分领域，扣非后归母净利润增速由高到低的板块分别为：水处理设备(+72.5%)、toG 类市政水处理工程 (17.3%)、工业水处理 (+3.8%)。受益于环保趋严带来的工业企业处理水需求释放，加上水处理药剂行业整合集中，水处理药剂制造商清水源 2018 年上半年业绩表现抢眼，实现收入 7.66 亿元，同比增长 149.11%；扣非后归母净利润 1.09 亿元，同比增长 296.8%。市政水处理工程公司博世科、国祯环保在手订单充足，项目推进带来业绩释放，上半年扣非后归母净利润分别同比增长 115.9%、143.5%。

2018H1，生态园林板块实现营业收入合计 126.3 亿元，同比增长 47.08%，增速同比下滑 24.9 个百分点；归母净利润 9.62 亿元，同比增长 22.2%，增速同比下滑 40.15 个百分点；扣非后归母净利润合计 9.79 亿元，同比增长 9.13%，增速同比下滑 97.3 个百分点。其中，东方园林上半年归母净利润 6.64 亿元，同比增长 42.04%，扣非后归母净利润 6.60 亿元，同比增长 12.56%。

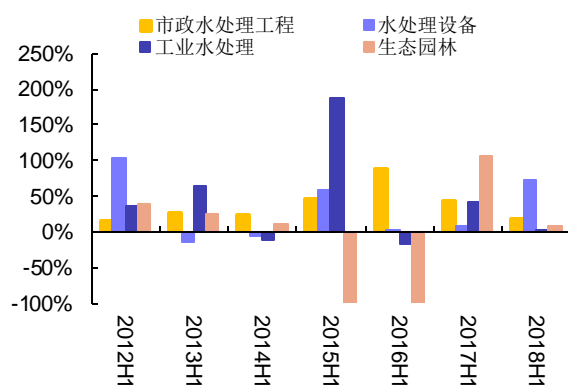
图 23：水处理、生态园林公司归母净利润增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

注：生态园林板块 2015H1、2016H1 增速分别为-158%和-294%

图 24：水处理、生态园林公司扣非后归母净利润增速

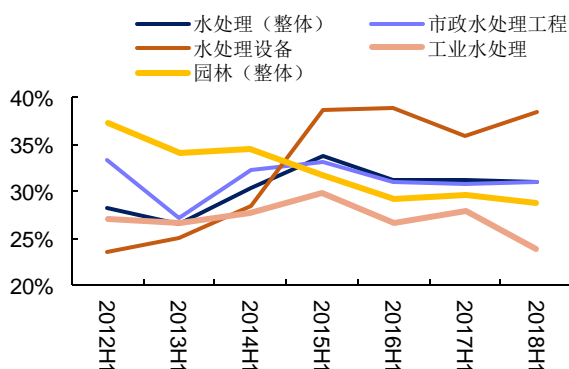


资料来源：Wind，安信证券研究中心

注：生态园林板块 2015H1、2016H1 增速分别为-155%，-288%

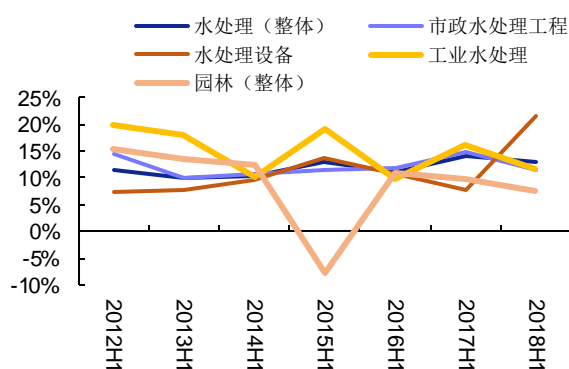
从毛利率和净利润率来看，水处理板块和生态园林板块的毛利率和净利润率 2015 年以来处于下降趋势，由于大量土建工程打包进入水环境治理 PPP 项目，业务整体毛利率和净利润率有所拉低。

图 25：历年中报水治理板块、园林板块毛利率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

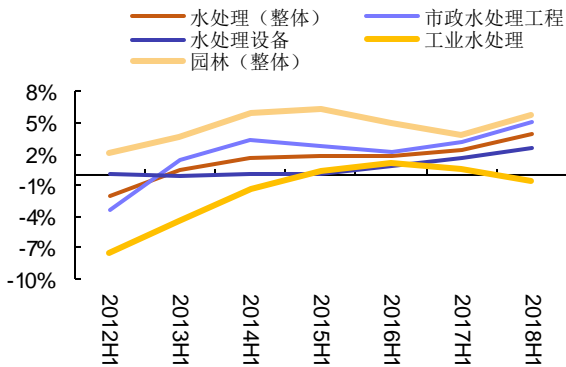
图 26：历年中报水治理板块、园林板块净利润率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

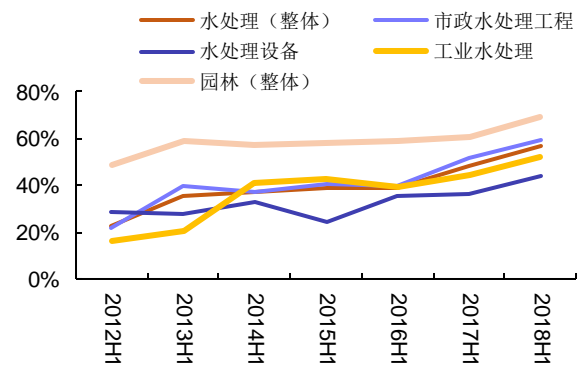
2018 年上半年，信用持续收紧，资金成本上行，水处理财务费用率 3.93%，同比提升 1.45 个百分点。工程类业务占比大、依赖资金撬动的市政水处理工程板块和生态园林板块受影响较为明显，2018 年上半年，财务费用率分别为 5.12%和 5.71%，分别同比提升 3 个百分点和 1.8 个百分点。

图 27: 水治理、生态园林板块财务费用率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

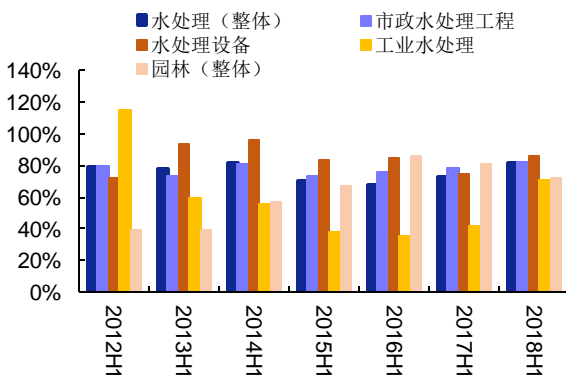
图 28: 水治理、生态园林板块资产负债率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

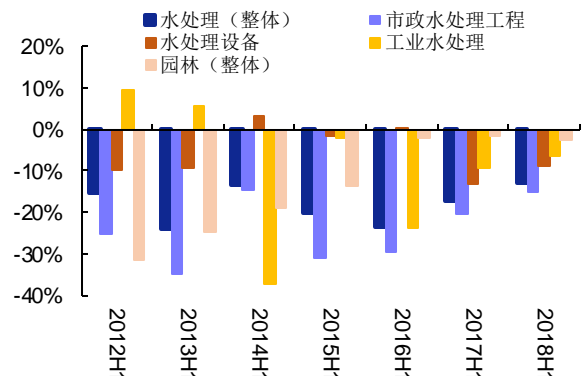
市政水处理工程和生态园林公司积极介入水环境综合治理 PPP, 资产负债率提升, 投资规模不断扩大, 现金流承压。资产负债率方面, 截至 2018 年二季度末, 水处理板块(整体)、市政水处理工程板块、生态园林板块资产负债率分别为 56.5%、59.2%、69.2%, 分别同比提升 8.04、7.8、8.5 个百分点。经营性现金流净额/营收指标方面, 水处理(整体)、市政水处理工程、生态园林(整体)分别为-13.02%、-15.25%、-2.52%, 虽略有改善, 但仍为负值。

图 29: 水治理、生态园林板块收现比



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 30: 水治理、生态园林板块经营性现金流净额/净利润

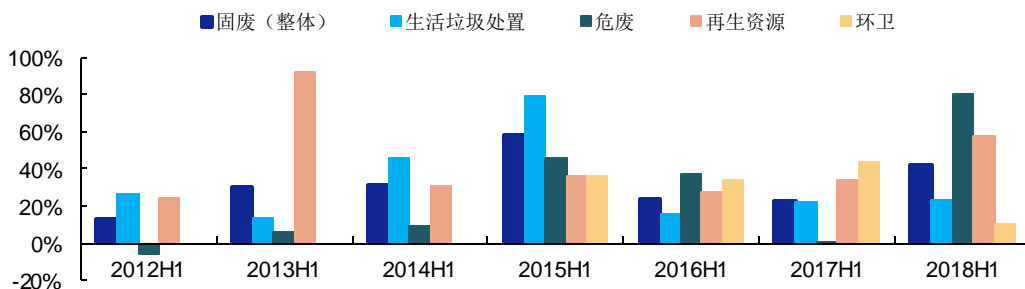


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

## 6. 细分板块分析—固废处理: 业绩增速有所回落, 危废、再生资源维持高景气

2018H1, 固废板块实现收入 303.37 亿元, 同比增加 42.24%, 增速同比提升 19.6 个百分点; 归母净利润 32.63 亿元, 同比增加 21.63%, 增速同比下滑 10.76 个百分点; 扣非后归母净利润 29.94 亿元, 同比增加 19.54%, 增速同比下滑 26.65 个百分点。

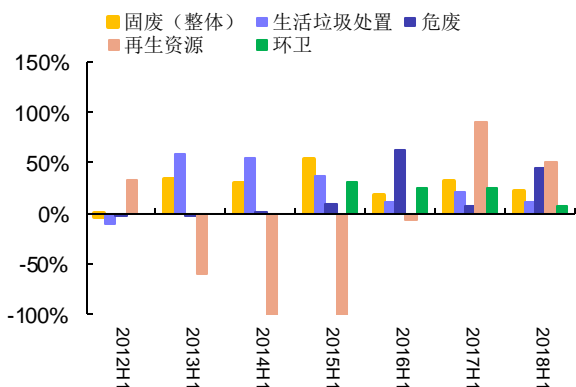
图 31：固废板块及各细分板块历年上半年营收增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

分板块来看，再生资源扣非后归母净利润同比+59.24%，下游再生产品价格（钢、铜等）继续上涨，加之禁止洋垃圾进口等措施对再生资源行业进行持续规范，行业整合加速，上市公司竞争优势更加突出，持续受益。以长江清废行动为代表的环境监管持续加码，漏报、瞒报危废纳入处理，部分地区危废迎来“量价齐升”，危废板块扣非后归母净利润同比+40.6%，其中金圆股份转型危废水泥窑协同处置，新增新金叶、灌南环保、格尔木环保项目，扣非后归母净利润同比高增 68.1%。

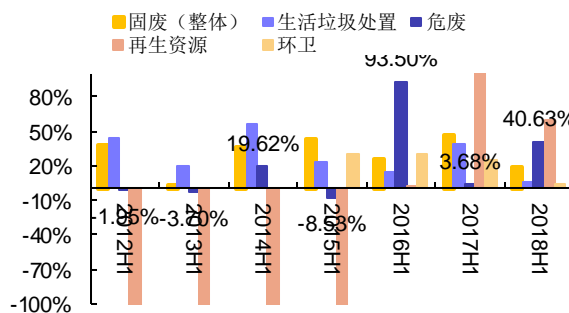
图 32：固废处理板块归母净利润增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

注：再生资源板块 2014H1,2015H1 增速分别为-350%和-688%

图 33：固废处理板块扣非后归母净利润增速

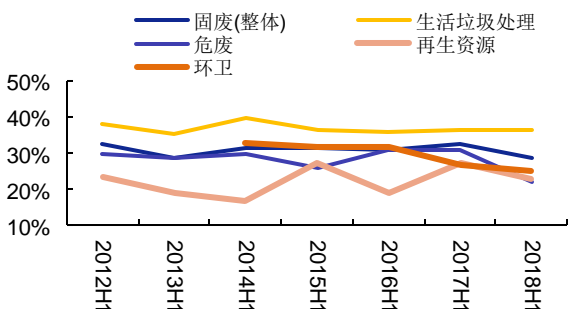


资料来源：Wind，安信证券研究中心

注：再生资源板块 2013H1,2014H1,2015H 增速均不及-200%

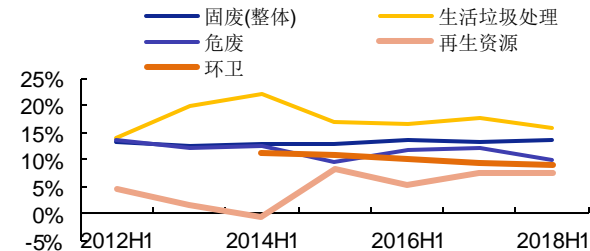
固废板块 2018H1 毛利率 28.51%，同比降低 3.88 个百分点，净利率率 13.73%，同比略升 0.68 个百分点。生活垃圾处置毛利率 36.61%、净利率率 13.73%，盈利能力维持稳定，在固废各细分板块中处于较高水平。

图 34：固废板块毛利率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

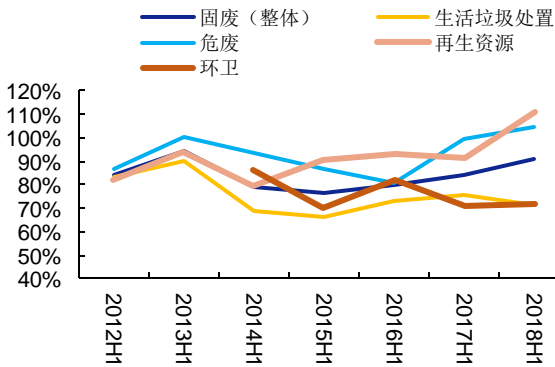
图 35：固废板块净利率率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

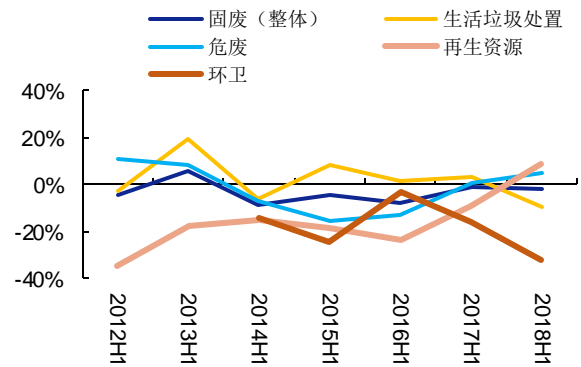
现金流方面，固废板块 2018H1 年收现比 91.17%，同比提升 6.96 个百分点；经营性活动现金流净额/营收比例为-1.85%，同比降低 0.55 个百分点，上半年经营性现金流为负为环保企业普遍现象。危废板块客户为工业企业，toB 业务模式，回款情况和现金流情况较好，上半年收现比和经营性活动现金流净额/营收分别为 1.05 和 5.30%，在固废各子板块中居首位。由于废弃电器电子产品处理基金补贴款上半年拨付到位，再生资源板块现金流表现良好，收现比 1.11，经营性现金流净额/营收比例达到 9.12%。

图 36：历年中报固废板块收现比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

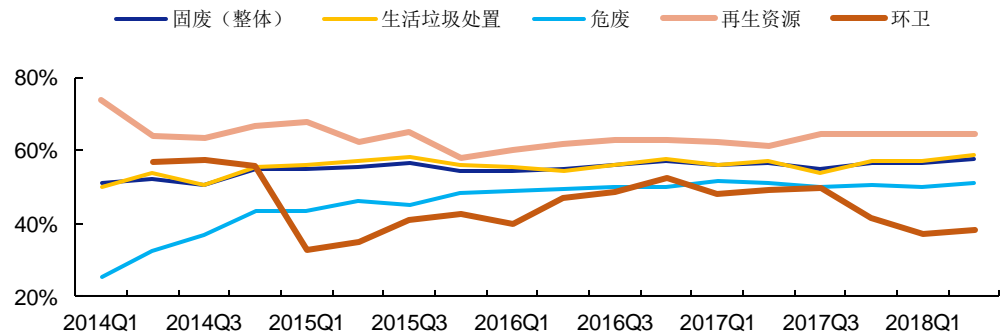
图 37：历年中报固废板块经营性现金流净额/净利润



资料来源：Wind，安信证券研究中心

资产负债率方面，2018 年二季度末，固废板块整体资产负债率在 57.63%，同比提升 0.86 个百分点，环比提升 0.86 个百分点。环卫板块资产负债率控制得当，2018 年二季度末资产负债率 38.1%，同比下降 11.04 个百分点。

图 38：固废板块资产负债率 (%)

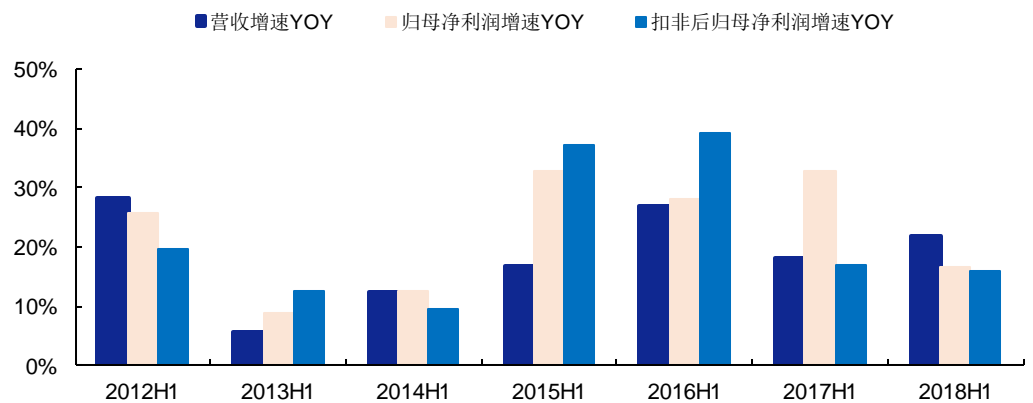


资料来源：Wind，安信证券研究中心

## 7. 细分板块分析—环境监测：利润增长向好，研发投入较大

2018 上半年，环境监测板块实现收入合计 63.16 亿元，同比增长 21.78%，增速同比提升 3.45 个百分点；归母净利润合计 7 亿元，同比增长 16.76%，增速同比下滑 15.98 个百分点；扣非后归母净利润合计 5.33 亿元，同比增长 15.92%，增速同比下滑 1.11 个百分点。其中，监测龙头聚光科技核心业务环境监测同比大幅增长 60.95%，第二大业务板块实验室仪器实现营收 3.6 亿元，同比增长 22.58%。业绩实现高增，公司上半年实现营收 13.49 亿元，同比增长 36.3%；归母净利润 1.69 亿元，同比增长 66.42%，扣非后归母净利润 1.6 亿元，同比增长 102.08%。

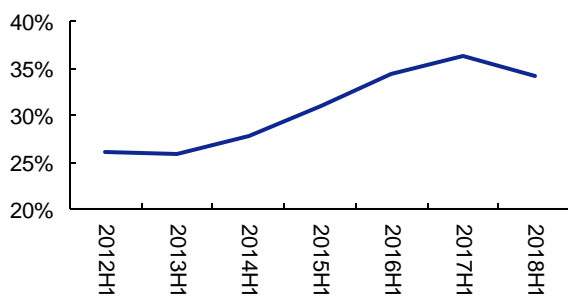
图 39: 历年中报环境监测板块业绩增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

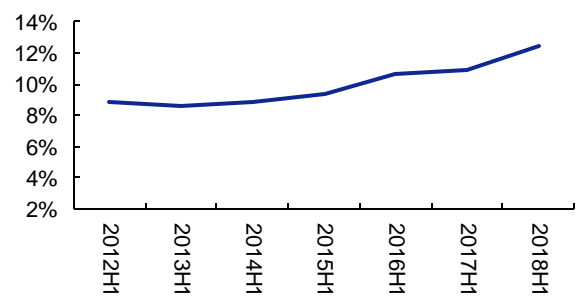
2018 年上半年, 环境监测板块毛利率 34.09%, 同比下降 2.34 个百分点, 得益于合理控制销售和管理费用, 销售费用率和管理费用率分别同比降低 0.25 和 0.59 个百分点, 净利润率 12.38%, 同比提升 1.52 个百分点, 环境监测板块净利润率自 2012 年以来呈现上升趋势。

图 40: 历年中报环境监测板块毛利率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

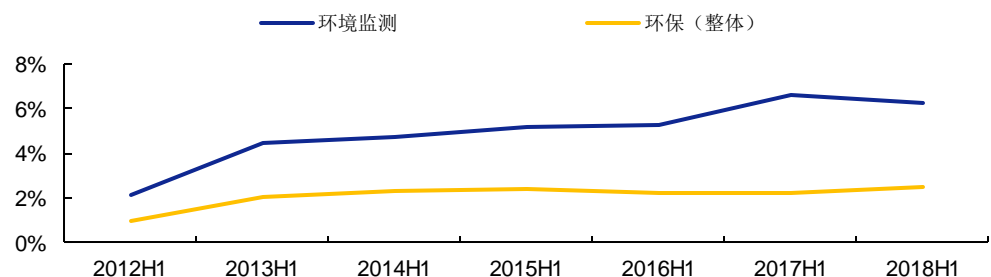
图 41: 历年中报环境监测板块净利润率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2018 年上半年, 环境监测板块研发支出收入占比为 6.29%, 同比下降 0.3 个百分点, 但仍维持较高水平。自 2012 年以来, 环境监测板块研发支出占比呈上升趋势, 自 2015 年以来均维持在 6% 以上, 较环保板块 (整体) 高 3-4 个百分点。

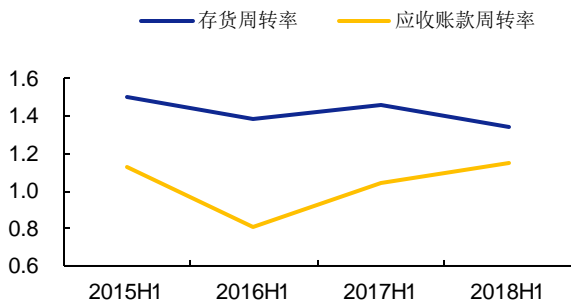
图 42: 环境监测板块研发支出占收入比重



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

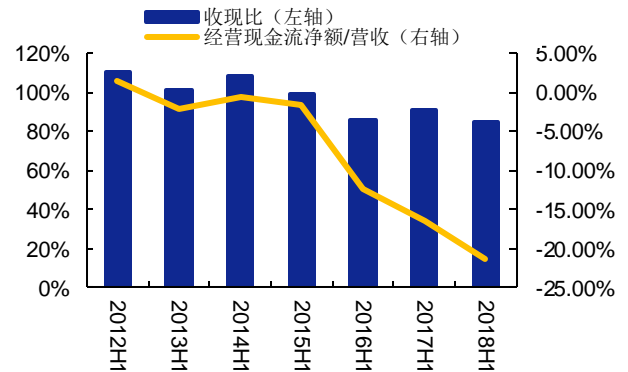
环境监测公司以销售设备为主，2018 年上半年，环境监测板块存货周转率和应收账款周转率分别为 1.33 和 1.15，分别同比-0.12 和+0.11。

图 43：环境监测板块存货周转率与应收账款周转率



资料来源：Wind，安信证券研究中心 1

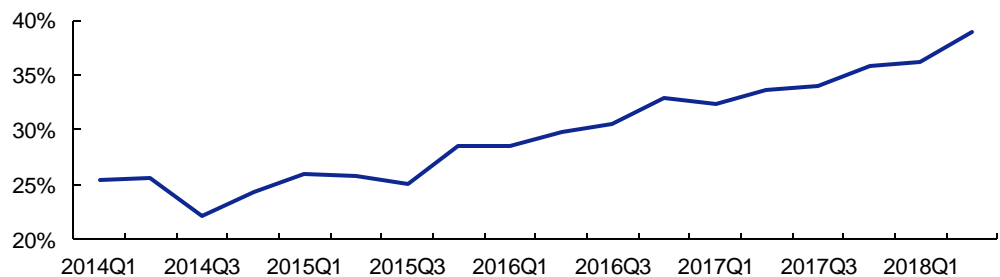
图 44：环境监测板块收现比、经营性现金流净额/净利润 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

随着环境监测公司业务向治理业务延伸，环境监测公司收现比由 2012 年的 104.05% 降至 2017 年的 90.54%，2018 年上半年为 84.76%，同比下降 6.32 个百分点，经营性活动现金流/收入比例为-21.3%，同比下降 4.85 个百分点。监测板块公司资产负债率自 2014Q3 以来呈现上升趋势，截至 2018 年二季度末，资产负债率达到 38.97%，在环保各细分板块中仍处于较低水平。

图 45：监测板块资产负债率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

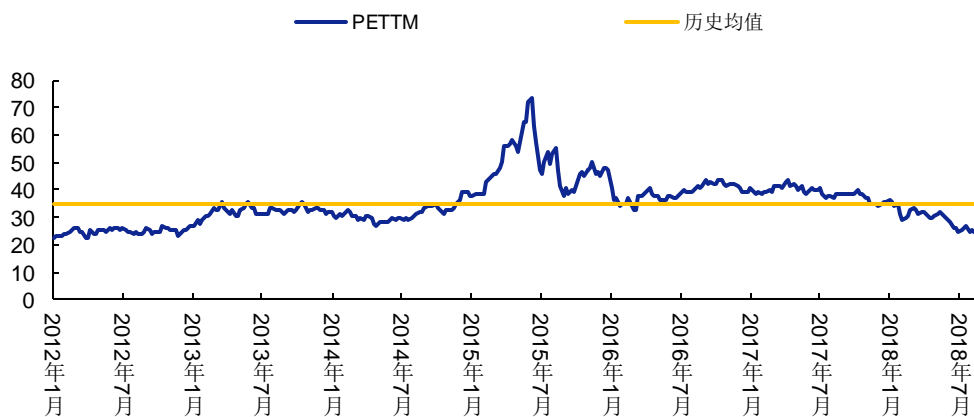
## 8. 投资策略：工程类环保期待信用宽松，聚焦现金流优秀的运营类标的

今年以来，工程类环保板块受到财政+信用两大因素收紧影响，持续调整。8 月以来，国常会定调，积极的财政政策将更加积极，政治局会议指出，要加大基础设施补短板的力度，财政部提出要加大地方专项债发行力度，生态环保领域项目推进加速预期强。

信用方面，自 7 月以来，定向降准、央行窗口指导银行增配低评级信用债（21 世纪经济报道）、“资管新规”细则等政策发布，“宽货币”预期逐步确立，而对于“宽货币”传导至“宽信用”需持续关注，成为影响板块情绪的关键因素。



图 46: 环保板块 PETTM



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

当前时间点来看, 环保板块的 PETTM 为 24.8x 左右, 低于历史平均 35x, 为 6 年来底部。若相关融资支持政策逐步落实至项目的信用宽松, 环保企业业绩释放将更加顺畅, 建议关注板块情绪修复相关机遇, 建议关注在手订单充足的【碧水源】【博世科】【国祯环保】。建议聚焦运营类环保标的, 具有优秀现金流和较好的防御性, 建议关注【龙马环卫】。

## 9. 风险提示

政策变动, 项目推进不及预期, 信用持续收紧, 利率继续大幅上行。

## ■ 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、周喆声明, 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

本报告仅供安信证券股份有限公司(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	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@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