

环保行业 2018 年中报总结：

利润率短期承压，关注融资环境边际改善

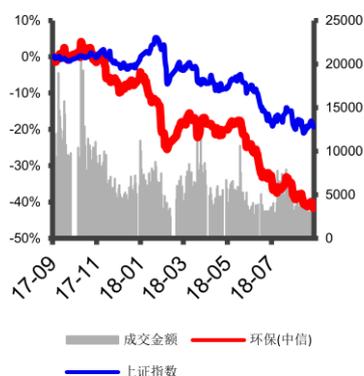
环保行业研究报告
 2018 年 09 月 06 日

分析师 王剑辉
 电话 010-56511920
 邮箱 wangjianhui1@sczq.com.cn
 执业证书 S0110512070001

研究助理 万莉
 电话 010-56511909
 邮箱 wanli@sczq.com.cn

行业数据： 环保行业
 股票家数（家） 86
 总市值（亿元） 6113
 流通市值（亿元） 2824
 年初至今涨跌幅（%） -37.93%

一年内走势图



► 投资要点

资金面收紧导致环保行业业绩回落。2018H1 环保板块营收和归母净利润增速分别为 16%，-1%。子板块归母净利润同比增长率分别为：固废 23.1%，再生资源 16.4%，监测 15.9%，水处理 0.5%，大气-14.5%，节能-44.0%。2018H1 环保行业业绩增速大幅回落，主要受上半年 PPP 监管趋严，资金面收紧等因素影响，行业整体融资成本提升，一些项目由于资金未到位进度受到影响。

财务费用整体提升，总体盈利水平下滑。2018H1 环保板块整体毛利率 29.21%，同比下降 0.27 个 pct，整体销售费用率、财务费用率、管理费用率分别为 2.85%，4.10%，8.90%，同比分别变化了 -0.01、0.69、0.39 个 pct。毛利率和期间费用率一降一升最终导致净利率下滑了 2.05 个 pct，下滑幅度较大。子板块中，水务与水处理板块净利率下滑程度最大，同比下降了 3.65 个 pct。**整体运营能力有所下滑，资产负债率持续提升。**行业整体营业周期拉长，尤其是节能、水处理、大气领域。固废、监测、再生资源板块的整体运营能力有所提升。2018H1 环保行业资产负债率达到 56.46%，同比增加了 3.26 个 pct。除节能板块外，其他子板块资产负债率均有所提升，尤其是水处理领域加杠杆明显，资金推动型的扩张方式或难以为继。

现金流承压，经营现金获取能力改善。2018H1 环保板块经营活动净现金流同比下降了 136%，结合投资和筹资活动现金流考虑，现金的缺口进一步扩大了。2018H1 收款情况好转，现金收入比达到 86.92%，提升了 1.37 个 pct，尤其是再生资源、大气和水处理行业回款情况改善明显。

投资建议：上半年，信用紧缩成为制约环保公司业绩释放的关键因素。环保板块持续走低，板块机构持仓与估值均处于低点。在积极的财政政策和稳健的货币政策的宏观背景下，压制环保板块最关键的资金面因素有望缓解，板块投资价值凸显。我们认为，工程类公司业绩弹性更大，但有待融资落地，更需考虑财务结构的健康程度和发展空间。运营类公司现金流情况较好，安全边际较高，但成长性偏弱，因此我们更须结合订单拓展、在建项目进展情况去考虑，建议关注拥有优质运营资产、成长有保证的瀚蓝环境和伟明环保。同时，我们建议关注低杠杆、景气度较高的监测领域，关注龙头聚光科技。

风险提示：宏观风险，政策推进不及预期。

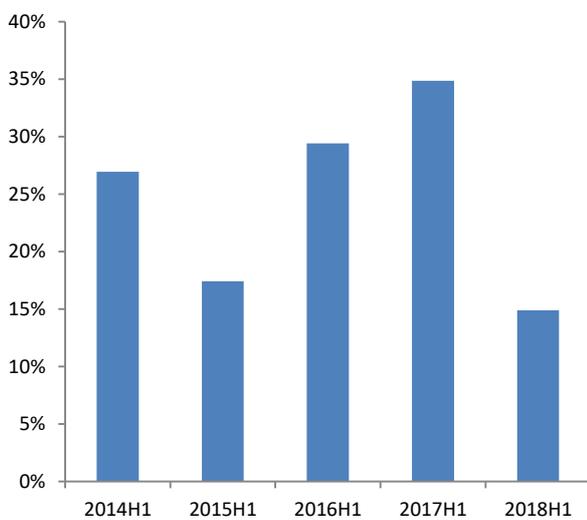
目录

1	行业总体业绩情况	3
2	行业财务状况	5
2.1	利润表：财务费用提升，总体盈利能力下滑	5
2.2	资产负债表：运营能力下滑，资产负债率提升	7
2.3	现金流量表：现金流承压，经营现金获取能力改善	8
3	投资建议	9

1 行业总体业绩情况

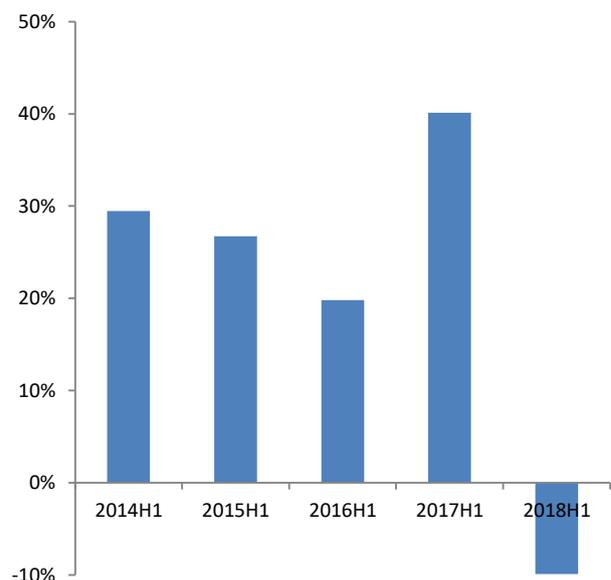
资金面收紧导致环保行业业绩回落。2018H1环保板块营收合计1135亿元，同比增长15%，归母净利润合计115亿，同比下降10%，剔除巨亏的*ST凯迪，环保板块营收和归母净利润增速分别为16%，-1%（由于数值影响较大后面行业财务情况的计算均剔除了*ST凯迪）。2018H1环保行业业绩增速大幅回落，主要受上半年PPP监管趋严，资金面收紧等因素影响，行业整体融资成本提升，一些项目由于资金未到位进度受到影响。

图 1：首创环保板块合计营业收入增速



资料来源：Wind、首创证券研发部

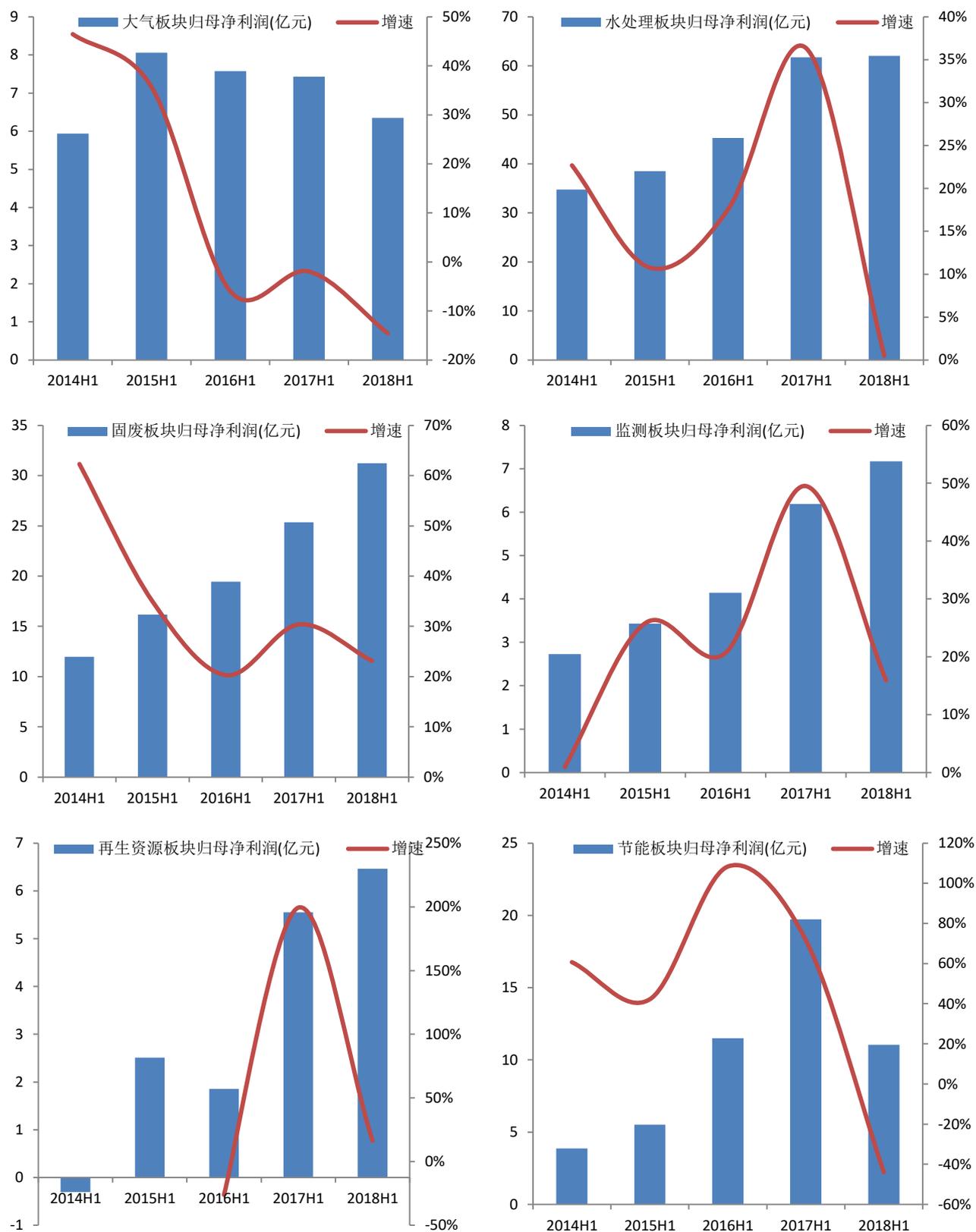
图 2：首创环保板块合计归母净利润增速



资料来源：Wind、首创证券研发部

子板块业绩分化明显，固废、再生资源、监测增速居前。子板块归母净利润同比增长率分别为：固废（不包括*ST凯迪）23.1%，再生资源16.4%，监测15.9%，水处理0.5%，大气-14.5%，节能-44.0%。大气板块业绩持续下滑主要受火电超净排放改造增速下降、非电治理空间未充分释放等因素影响。节能板块业绩大幅下滑，主要受神雾节能与神雾环保拖累，两家公司由于资金紧张，一些项目仍未复工，影响业绩确认。

图 3：子板块业绩情况



资料来源：Wind、首创证券研发部

注 1：再生资源由于异常值未展示 2014、2015 年增速

从个股来看，首创环保板块86家公司中有10家业绩亏损（11.6%），25家同比业绩下降（29.1%），51家同比业绩上升（59.3%），其中有9家公司归母净利润增长率超过100%，如国祯环保、博世科、高能环境等，主要的增长区间在0~20%之间。个别龙头公司如碧水源，业绩下滑了30%，主要由于自身造血能力偏弱，受融资环境影响较大。

图 4：个股归母净利润增速情况分布

增速范围	所属领域	相关公司
>100%	水务与水处理	开能健康（672%），中持股份（316%），清水源（284%），国祯环保（129%），津膜科技（123%），博世科（100%）
	固废	高能环境（130%），金圆股份（110%）
	节能	隆华节能（150%）
50%~100%	水务与水处理	大禹节水（92%），钱江水利（90%），环能科技（83%），上海洗霸（60%）
	固废	瀚蓝环境（59%），维尔利（54%），伟明环保（52%）
	监测	聚光科技（66%），先河环保（54%）
	再生资源	格林美（51%）
20%~50%	水务与水处理	东方园林（42%），联泰环保（31%），洪城水业（31%），中金环境（29%），久吾高科（24%），中环环保（23%）
	固废	启迪桑德（23%），中国天楹（21%），东江环保（21%）
	监测	华测检测（27%），汉威科技（21%）
	大气	远达环保（30%）
	再生资源	中再资环（46%）
0~20%	节能	龙源技术（39%）
	水务与水处理	兴蓉环境（17%），中电环保（14%），京蓝科技（13%），创业环保（11%），雪浪环境（3%），华西能源（2%），武汉控股（2%），中原环保（1%），巴安水务（1%），三聚环保（0%）
	固废	旺能环境（20%），绿色动力（15%），龙马环卫（6%），迪森股份（3%）
	监测	盈峰环境（13%），雪迪龙（10%）
	大气	清新环境（12%），龙净环保（11%）

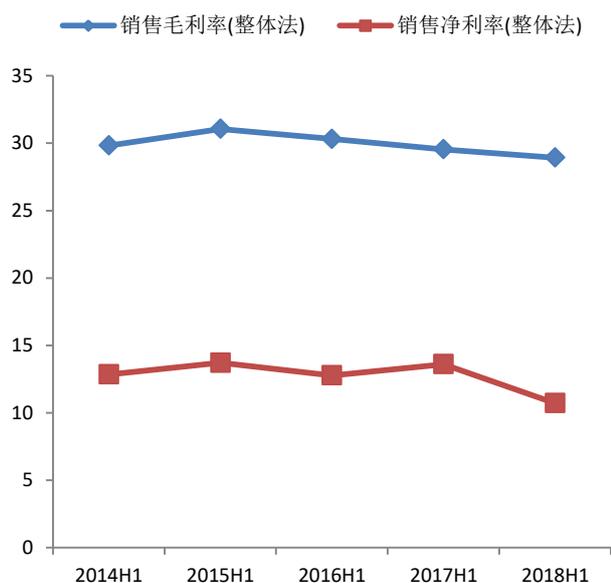
资料来源：Wind、首创证券研发部

2 行业财务状况变化

2.1 利润表：财务费用提升，总体盈利能力下滑

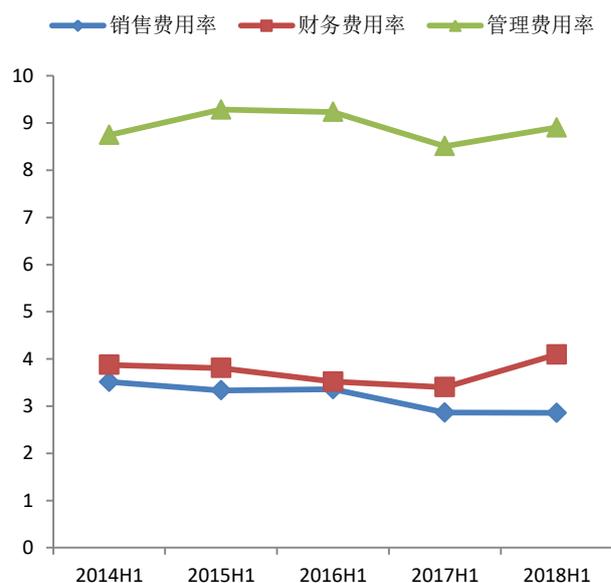
2018H1 环保板块整体毛利率29.21%，同比下降0.27个pct，整体销售费用率、财务费用率、管理费用率分别为2.85%，4.10%，8.90%，同比分别变化了-0.01、0.69、0.39个pct。毛利率和期间费用率一降一升最终导致净利率下滑了2.05个百分点，下滑幅度较大。环保行业是重资金行业，资金面收紧对企业财务费用影响较大，从而导致了盈利的下滑。

图 5：环保板块盈利能力情况



资料来源：Wind、首创证券研发部

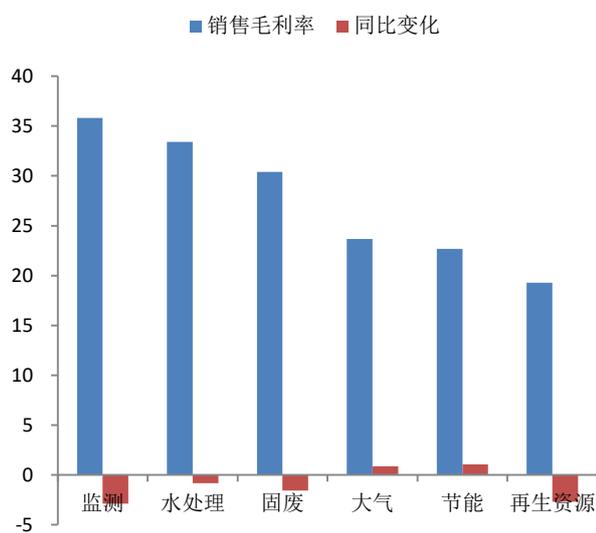
图 6：环保板块期间费用率情况



资料来源：Wind、首创证券研发部

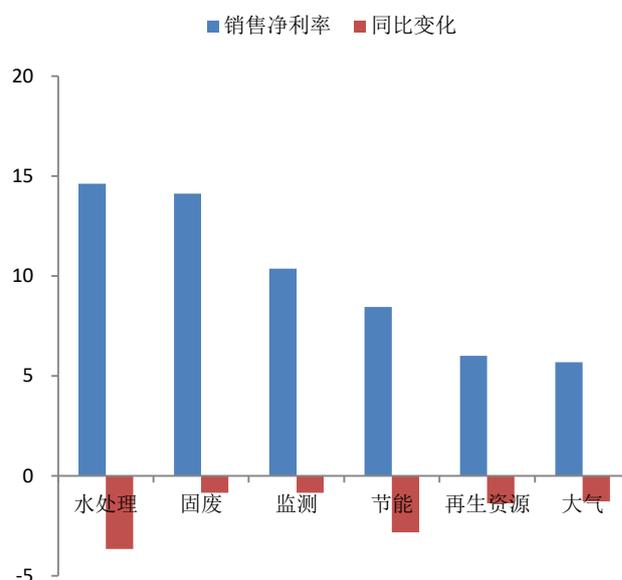
子板块盈利能力呈现不同程度下滑。子板块中，监测的毛利率最高，下滑程度最大，大气和节能的毛利率有所提升。水务与水处理、固废板块的综合盈利能力最强，但2018H1水务与水处理板块净利率下滑程度最大，同比下降了3.65个百分点，其次是节能板块，下滑了2.84个百分点。

图 7：子板块毛利率及其变化



资料来源：Wind、首创证券研发部

图 8：子板块净利率及其变化



资料来源：Wind、首创证券研发部

2.2 资产负债表：运营能力下滑，资产负债率提升

整体运营能力有所下滑，资产负债率持续提升。2018H1 环保板块整体应收账款周转天数、存货周转天数分别为155，175，同比分别增加了16天，13天，行业整体营业周期拉长，尤其是节能、水处理、大气领域。固废、监测、再生资源板块的整体运营能力有所提升。2018H1 环保行业资产负债率达到56.46%，同比增加了3.26个pct。除节能板块外，其他子板块资产负债率均有所提升，尤其是水处理领域加杠杆明显，资金推动型的扩张方式或难以为继。

图 9：行业应收账款和存货周转情况

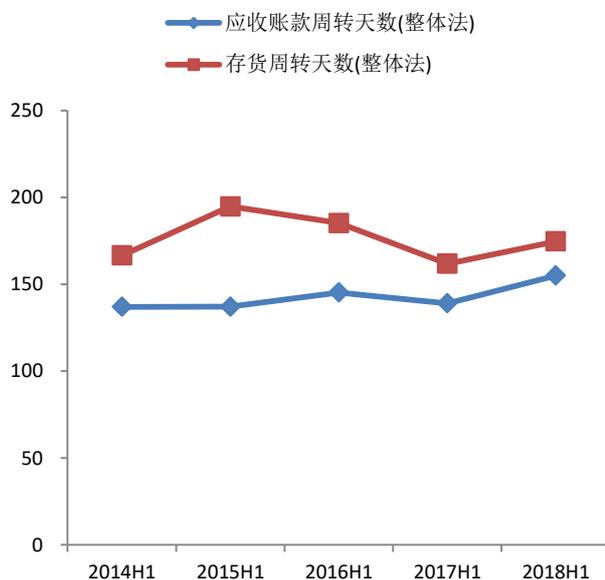
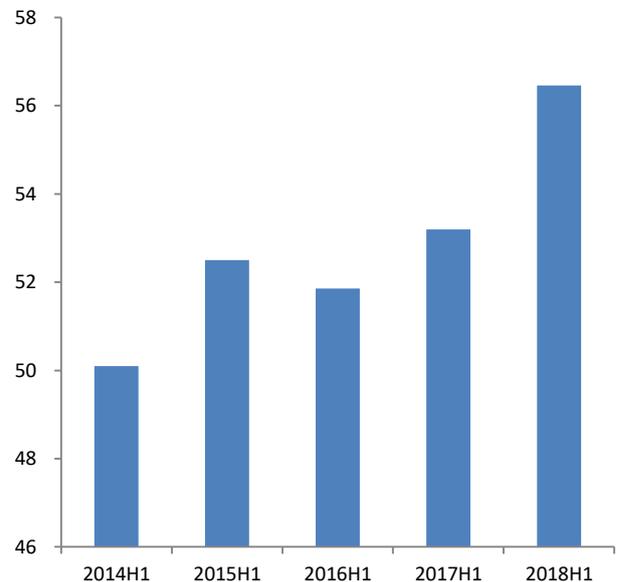


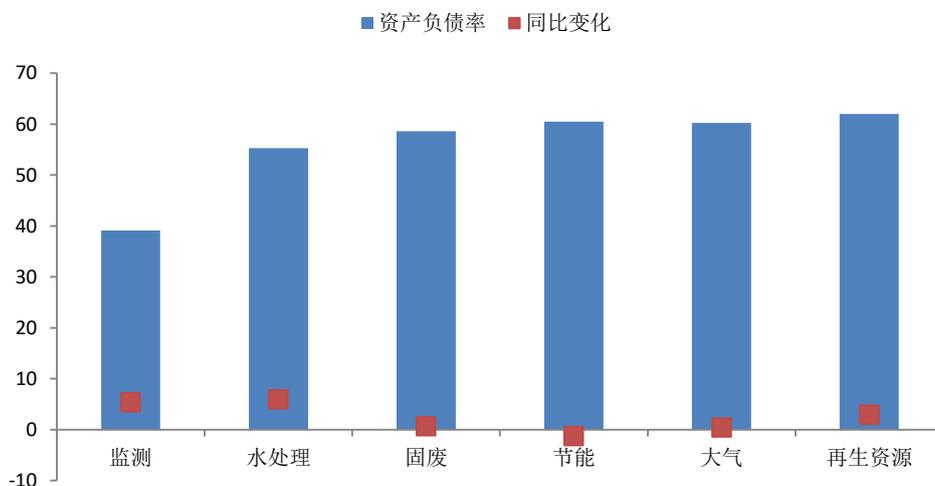
图 10：行业资产负债率变化情况



资料来源：Wind、首创证券研发部

资料来源：Wind、首创证券研发部

图 11：子板块资产负债率及其变化



资料来源：Wind、首创证券研发部

2.3 现金流量表：现金流承压，经营现金获取能力改善

由于环保企业工程类的回款在下半年居多，上半年的经营活动净现金流一般为负，2018H1环保板块经营活动净现金流（算数平均）为-0.60亿元，同比下降了136%，结合投资和筹资活动现金流考虑，现金的缺口进一步扩大了。就现金收入比率（销售商品提供劳务收到的现金/营业收入）而言，2018H1收款情况好转，现金收入比达到86.92%，提升了1.37个pct，尤其是再生资源、大气和水处理行业回款情况改善明显。

图 12：环保板块现金流情况

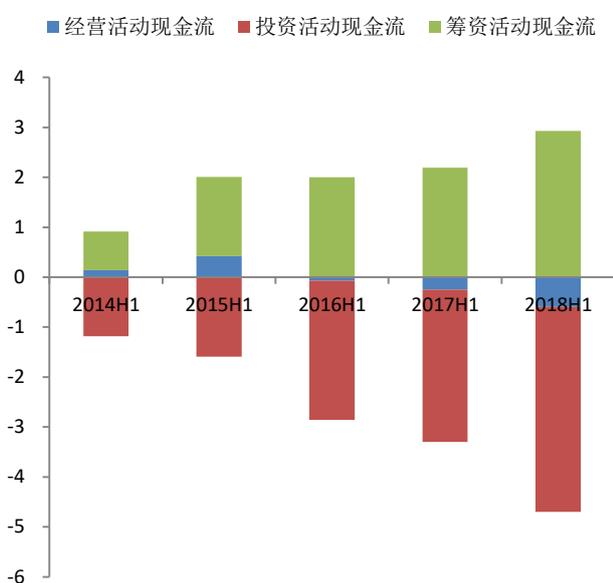
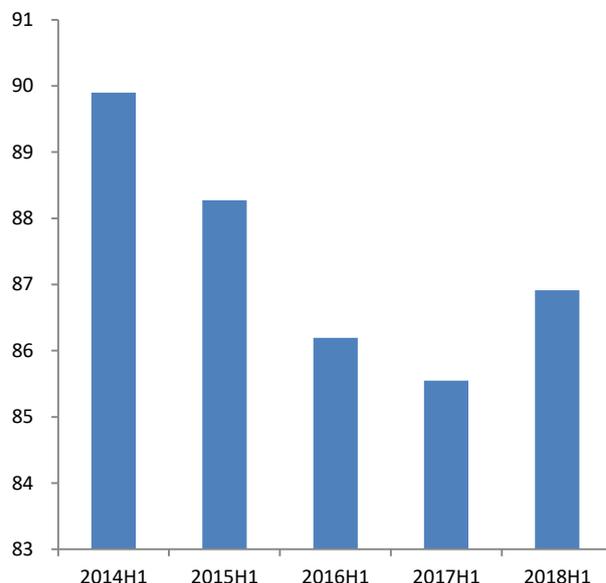


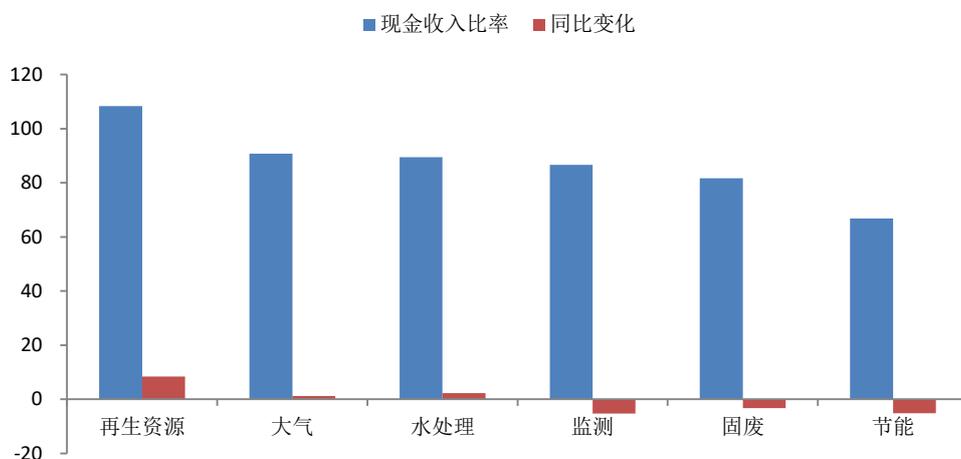
图 13：现金收入比率



资料来源：Wind、首创证券研发部

资料来源：Wind、首创证券研发部

图 14：子板块现金收入比率变化

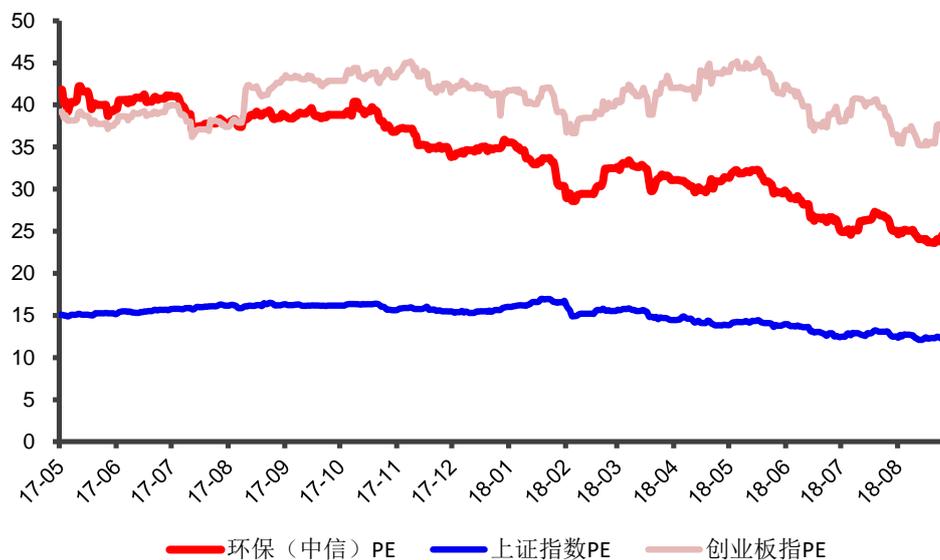


资料来源：Wind、首创证券研发部

3 投资建议

上半年，信用紧缩成为制约环保公司业绩释放的关键因素。环保板块持续走低，板块机构持仓与估值均处于低点，龙头公司的市盈率普遍在10~20倍。在积极的财政政策和稳健的货币政策的宏观背景下，压制环保板块最关键的资金面因素有望缓解，板块投资价值凸显。我们认为，工程类公司业绩弹性更大，但有待融资落地，更需考虑财务结构的健康程度和发展空间。运营类公司现金流情况较好，安全边际较高，但成长性偏弱，因此我们更须结合订单拓展、在建项目进展情况去考虑，建议关注拥有优质运营资产、成长有保证的瀚蓝环境和伟明环保。同时，我们建议关注低杠杆、景气度较高的监测领域，关注龙头聚光科技。

图 15：环保板块估值情况（市盈率 TTM）



资料来源：Wind、首创证券研发部

4 风险提示

宏观风险，政策推进力度不及预期。

分析师简介

王剑辉，环保行业分析师，北京大学文学士，佛罗里达利恩大学商学院 MBA，15 年证券行业从业经验。

免责声明

本报告由首创证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 - 5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现