

推荐 (维持)

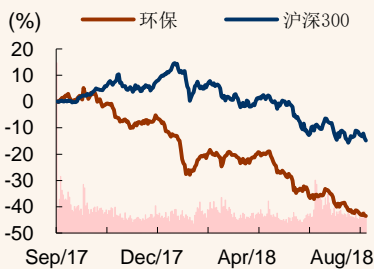
以现金流为区分的环保三板块半年报总结

2018年09月06日

2018年环保行业中报综评

上证指数	2692
行业规模	占比%
股票家数 (只)	56 1.6
总市值 (亿元)	3424 0.7
流通市值 (亿元)	2594 0.7

行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	-7.8	-28.3	-43.8
相对表现	-7.3	-10.4	-29.3



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 《环保行业点评报告—从三个角度探讨发改委创新和完善促进绿色发展价格机制》2018-07-03
- 《《钢铁企业超低排放改造工作方案(征求意见稿)》点评—钢铁超低排放推出, 最严控制标准彰显决心》2018-05-16
- 《环保行业专题报告 (PPP 系列报告) —看到了基本面超预期, 等来了估值提升, 环境 PPP 逻辑逐步验证, 这还不是结束》2018-05-03

朱纯阳

010-57601855
zhucy3@cmschina.com.cn
S1090515060001

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn
S1090513100003

我们将环保公司按现金流情况分成3类, 分别为防守型、平衡型和进攻型。

进攻型公司主要为市政环保 PPP 类以工程为主营的公司, 如碧水源、东方园林、博世科、国祯环保等。这类公司对资金和宏观环境较为敏感, 在 2018 年二季度资金紧张的环境下, 大部分公司采取了主动收缩策略, 业绩增速减缓, 但同时我们也看到这类公司多数已通过加强收款, 保留了大量货币资金在手 (详见正文的表 1, 表 2), 当外部环境发生积极变化时, 这类公司将获得最明显的边际改善, 业绩估值均具备向上的高弹性。因此, 进攻型的市政环保 PPP 类公司也是我们在当前资金环境已开始出现改善迹象时的最推荐及重点关注品种。

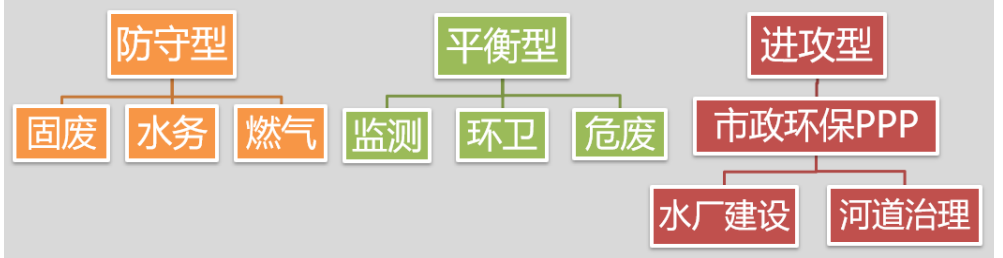
平衡型公司主要为环保设备及服务类企业, 这类公司有应收账款, 但现金流依然不错, 受宏观资金环境的影响相对较小。因此, 在 2018 年上半年不利的外部环境下, 处于高景气度细分行业中的设备服务类公司依然保持了出色的业绩增长, 例如环境监测领域的先河环保、聚光科技半年报业绩增速远超其他类公司, 其中先河环保近期因事件超跌后, 也开始列入我们推荐的核心标的。

防守型的公司主要为公用事业类公司 (包括固废、水务、燃气), 运营模式稳定, 应收账款少, 现金流极好。这类公司在历史低估值区间下, 具备防守价值。

对于进攻型公司, 我们认为由于具备较大业绩弹性或者说不确定性, 估值的底线较难确定, 我们将信息披露较为充分的东方园林公司, 对其既有订单和主要各板块业务做了深度定价分析, 已明确在较保守测算体系下, 公司的价值仍远高于当前市值。详见我们 8 月 28 日深度报告《东方园林估值体系探讨》。

对于平衡型和防守型公司, 业绩波动性相对较小或者说确定性相对较好, 我们考察了其中主流公司的历史估值体系, 截至目前, 估值已回到区间底部, 甚至已略有突破底部, 对于这一类公司, 由于具备业绩的正向确定性, 我们认为当前股价已具备比较明显的安全边际。

综上, 考虑当前价格, 我们推荐的三家核心公司分别为, 东方园林、碧水源、先河环保, 同时, 博世科、中金环境、盈峰环境、聚光科技、东江环保也值得重点关注。



风险提示: 竞争加剧拉低毛利率的风险, 资金持续紧张、利率上升带来的项目进度减缓、资金成本持续上升风险, 大盘系统性风险。

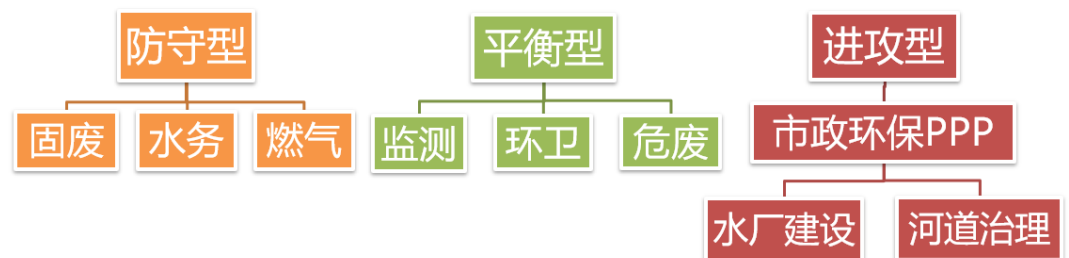
引言：我们的环保视角——以现金流为区分的环保三板块

我们将环保公司按现金流情况分成 3 类，分别为防守型、平衡型和进攻型：

- **进攻型公司（市政环保 PPP 类公司）：**主要是为市政环保 PPP 相关公司，如碧水源、东方园林、博世科、国祯环保等。这类公司业务以承接市政相关环保工程为主，项目模式包括 PPP、EPC、BT、BOT 等多种形式，而 2015 年以来承接项目大多以 PPP 模式为主。市政环保 PPP 类公司工程业务及后续运营现金回流来自于银行贷款、以及地方政府财政支出，因此其 PPP 业务现金流状况受宏观经济环境、资金环境、地方财政政策、以及银行端贷款政策等宏观外部环境影响较大，在 2016 年 PPP 政策积极、利率处于低位的宏观环境下，市政环保 PPP 类公司业绩及估值都表现出较强的向上弹性，而在 2018 年上半年资金紧张的宏观环境下，这类公司的业绩估值均受到压制。未来，若资金环境逐步宽松，市政环保 PPP 类企业实现边际改善的预期将明确，业绩和估值都将具备较大的向上弹性空间，因此我们将其列为最具弹性的进攻性公司，同时，这类公司也是我们在当前资金环境已开始出现改善迹象时的最推荐及重点关注品种。
- **平衡型公司（设备服务类公司）：**平衡性公司的主业特点是提供环保设备或服务，这类公司有应收账款，但现金流依然不错，受宏观资金环境的影响相对较小。同时，他们大多位于目前景气度较高的环保细分领域中，每年可保证 20%-40% 左右的增长，持续成长性也具备。这类公司估值一般为 20-30 倍，典型代表是监测、环卫和危废类公司，如先河环保、聚光科技、龙马环卫和东江环保。这类公司由于成长性和现金流安全性兼备，因此在历史估值区间底部时买入，可以具备较强的长期绝对收益价值。
- **防守型公司（固废运营、水务运营、燃气等）：**防守型公司的特点是业绩只与人口基数相关，运营服务的盈利模式清晰，应收账款较少，现金流状况良好，估值一般为 15-20 倍，典型的代表是固废、水务和燃气类的公用事业板块公司，如瀚蓝环境、洪城水业、深圳燃气和百川能源。这类公司由于成长性一般不突出，弹性不明显，但由于其业绩稳定、现金流极好，在估值降到 15 倍附近时，开始具备极强的防守价值。

这三大类公司是我们未来在不同市场环境下选择不同标的的环保投资策略基础，其在财务报告的数据表现上也将呈现各自不同的特点，因此，我们将以此三大板块划分为依据，进行 2018 年环保行业半年报的综述回顾。

图1：招商环保以现金流为区分的三板块划分



资料来源：招商证券

一、市政环保 PPP 板块公司 2018 年半年报回顾

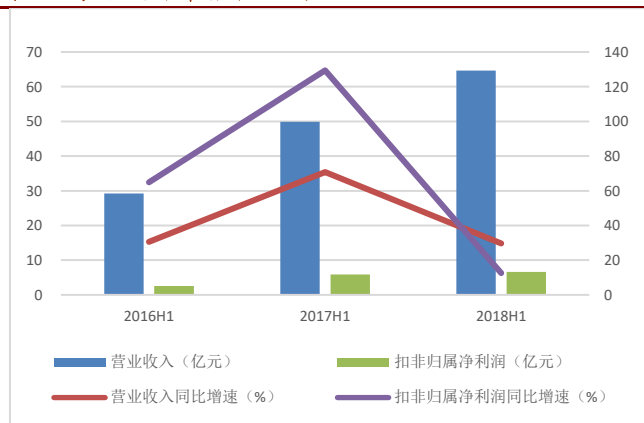
1、板块财务数据分析

进攻型的市政环保 PPP 类公司的特点是对资金环境敏感度较高，但资金面改善后会有较高的业绩弹性，我们选取 4 家典型的公司：东方园林、碧水源、博世科和国祯环保，作为 PPP 板块公司的代表，分析 PPP 板块 2018 年上半年的经营和业绩情况。

(1) 收入利润增长情况：不利宏观环境下主动收缩业务，业绩增速减缓

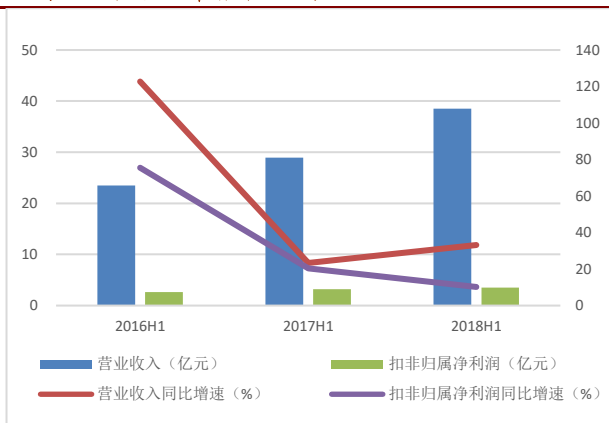
观察 4 家典型 PPP 板块上市公司近三年中报的营业收入、扣非后归属净利润及增速情况，可以发现，2018 年中期，虽然四家公司扣非净利润都保持了增长势头，但碧水源、东方园林两家龙头企业净利润增速都明显低于 2017 年中期，这与 2017 年环保 PPP 类公司新增订单均呈现翻倍的大幅增长趋势是不符的。2018 年上半年，受 PPP 清库政策、资金紧张环境等外部因素影响，PPP 类公司大多采取保守、收缩策略，部分项目进度减缓或停工中止，对上半年这类公司的业绩增速影响较大。同时，市政环保类 PPP 公司主要业绩在下半年、甚至四季度结算，作为弹性、进攻性公司，当外部环境改善时，其业绩和估值的修复速度也将较快。

图 2：东方园林中报收入利润变化



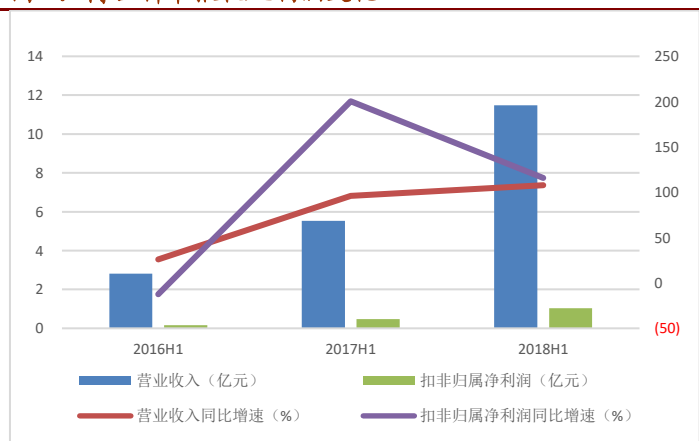
资料来源：Wind、招商证券

图 3：碧水源中报收入利润变化



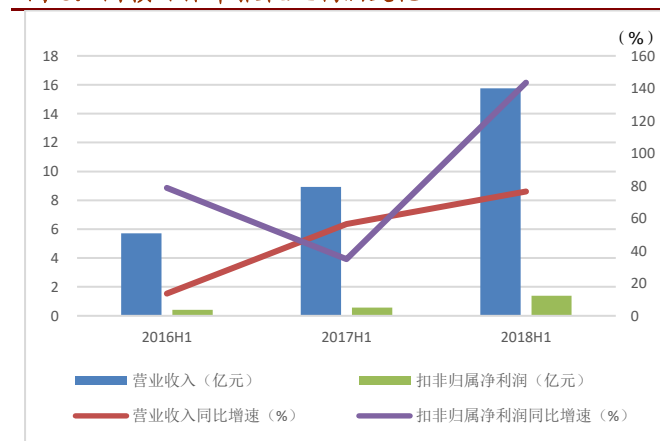
资料来源：Wind、招商证券

图 4：博世科中报收入利润变化



资料来源：Wind、招商证券

图 5：国祯环保中报收入利润变化

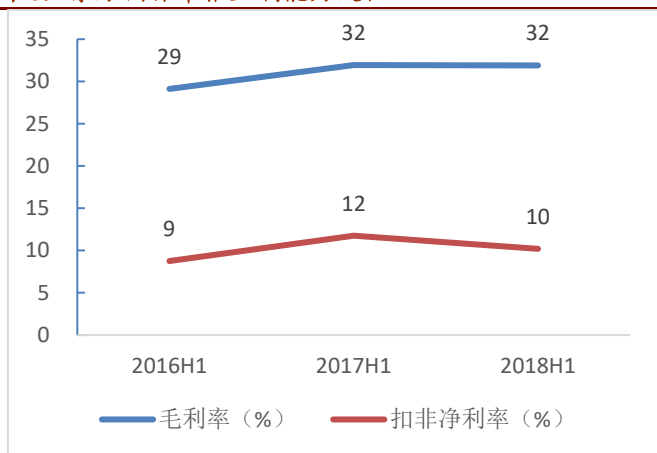


资料来源：Wind、招商证券

(2) 盈利能力变化情况：毛利率稳定，市场竞争力保持；财务费用率提升影响净利率

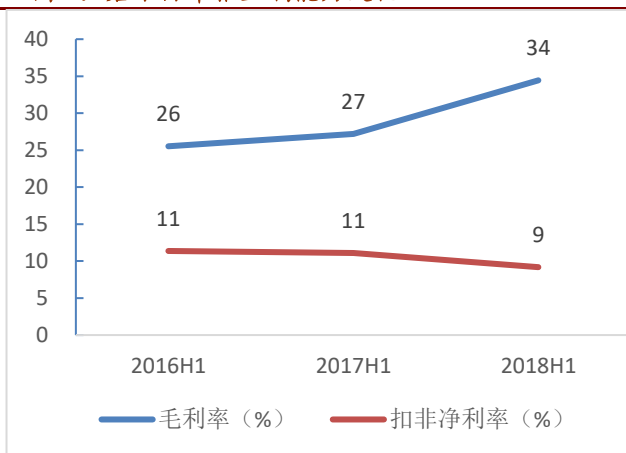
观察 4 家公司近三年中报的毛利率及扣非后净利率情况，可以发现，东方园林和博世科近三年中报的毛利率水平变化不大；东方园林的净利润率水平在 2017 年小幅上升后，18 年中报又有所回调；博世科在毛利率基本保持稳定的情况下，净利率稳中有升；国祯环保在近三年毛利率下滑的趋势下，期间费用管控能力有所提高，从而实现净利率的提升；碧水源在资金紧张的情况下，积极收缩毛利率较低的 PPP 板块业务，提高高毛利率业务占比，使公司毛利率大幅提升，而由于 2018 上半年财务成本较高导致净利率小幅下滑；总体来看，四家公司在 2018 年上半年的净利润率水平相当，都在 9%-10% 左右。

图 6：东方园林中报盈利能力变化



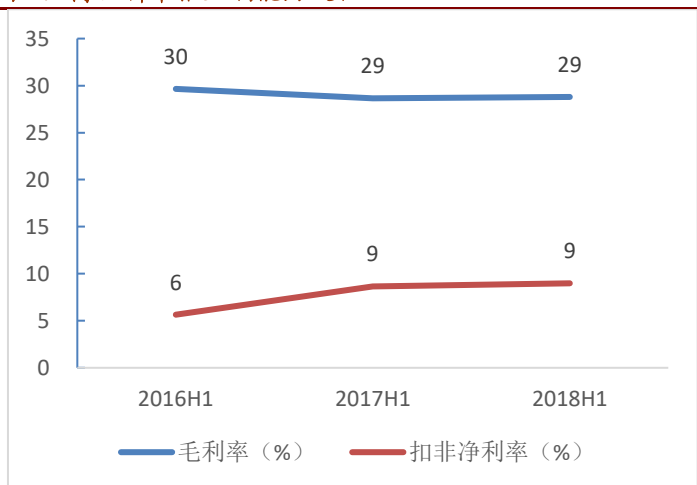
资料来源：Wind、招商证券

图 7：碧水源中报盈利能力变化



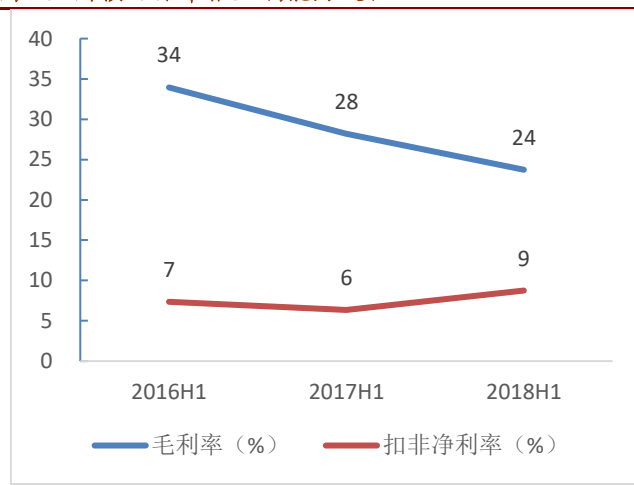
资料来源：Wind、招商证券

图 8：博世科中报盈利能力变化



资料来源：Wind、招商证券

图 9：国祯环保中报盈利能力变化



资料来源：Wind、招商证券

(3) 现金流情况：保持大量现金在手，灵活应对市场变化

观察 4 家公司近三年中报和一季度在手现金及环比变化情况，可以发现，除东方园林受个体发债失败事件影响，导致 2018 年二季度在手现金环比大幅下滑外，碧水源、博世

科、国祯环保三家公司二季度末均留下了大量在手货币资金，保证了现金流的高度安全性，同时也为未来灵活应对市场环境的变化、公司业务的调整提供了更多的可能。尤其是碧水源，从2017年中期来看，二季度应是公司大幅增加现金支出，为后续项目开展做准备的时间，二季度末在手货币资金较一季度末将大幅下降，而2018年二季度末公司在手货币资金与一季度末基本持平，体现了公司2018年上半年在不利的资金环境下、主动收缩、保证现金流的经营策略。

表1: 2017-2018年中期PPP板块公司在手现金变化

公司	项目	2017Q1	2017H1	2018Q1	2018H1
东方园林	在手现金	17.81	30.93	28.99	20.34
	二季度环比		73.66%		-29.84%
碧水源	在手现金	92.37	41.93	52.89	52.59
	二季度环比		-54.61%		-0.57%
博世科	在手现金	5.13	4.73	2.83	5.13
	二季度环比		-7.87%		81.41%
国祯环保	在手现金	4.93	6.39	7.64	9.90
	二季度环比		29.47%		29.60%

资料来源: WIND, 招商证券

由于销售商品、提供劳务收到现金为环保公司实际业务收款情况，而经营性现金流中还含有较多其他扰动因素，因此，我们习惯用销售商品、提供劳务收到现金来衡量行业现金收款情况，而非经营性现金流量净额。观察4家公司近三年的收款情况，可以发现，四家公司2018年上半年销售收入中现金所占比重均有所提高，体现各公司上半年现金回流情况有好转。东方园林的应收和应付占收入比重均有提高，博世科应收和应付占收入的比重均有同比例下降；碧水源和国祯环保则呈现应收占比下降，应付占比提升的趋势，可见两家公司通过增加对上游的占款和提升收入中现金比例，使公司的现金流情况实现明显好转的趋势。

表2: 2016-2018年PPP板块公司收款情况

公司	项目	2016H1	2017H1	2018H1
东方园林	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入	94.44%	74.87%	77.58%
	YOY		-19.56pct	2.70pct
	应收账款/营业收入	132.00%	115.45%	140.97%
	YOY		-16.55pct	25.51pct
	应付账款/营业收入	129.70%	118.41%	164.39%
	YOY		-11.29pct	45.98pct
碧水源	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入	79.88%	94.38%	103.98%
	YOY		14.50pct	9.59pct
	应收账款/营业收入	135.84%	137.13%	125.15%
	YOY		1.30pct	-11.99pct
	应付账款/营业收入	105.43%	170.72%	186.22%
	YOY		65.29pct	15.50pct
博世科	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入	50.92%	36.65%	38.10%
	YOY		-14.27pct	1.45pct
	应收账款/营业收入	172.27%	156.23%	118.84%
	YOY		-16.04pct	-37.39pct
	应付账款/营业收入	100.68%	119.72%	80.69%
	YOY		19.04pct	-39.03pct

国祯环保	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入	106.42%	104.99%	105.57%
	YOY		-1.43pct	0.58pct
	应收账款/营业收入	107.50%	77.55%	50.81%
	YOY		-29.94pct	-26.75pct
	应付账款/营业收入	87.41%	64.03%	71.84%
	YOY		-23.38pct	7.81pct

资料来源：WIND，招商证券

(4) 资产负债率情况：资产负债率处于较高水平

分析 4 家公司近三年资产负债率的变化情况，可以发现，PPP 板块上市公司的资产负债率水平均较高，东方园林、博世科和国祯环保的资产负债率均超过 70，碧水源在 2018 年上半年也快速提升至 57.66，同比增加 9.54pct，但负债率仍处于四家中最低水平。2018 年上半年，4 家公司的资产负债率同比均有所提升，其中碧水源增幅最大。

表3：2016-2018年PPP板块公司资产负债率变化情况

公司	项目	2016H1	2017H1	2018H1
东方园林	资产负债率 (%)	63.49	62.76	70.21
	YOY		-0.73pct	7.45pct
碧水源	资产负债率 (%)	29.08	48.11	57.66
	YOY		19.03pct	9.55pct
博世科	资产负债率 (%)	70.16	63.43	72.62
	YOY		-6.73pct	9.19pct
国祯环保	资产负债率 (%)	69.62	72.12	73.82
	YOY		2.50pct	1.70pct

资料来源：WIND，招商证券

(5) 预付账款情况：碧水源、博世科预付账款仍有较快增长

公司为了年度业务的有序开展，一般需提前采购原料等，因此预付账款的规模，往往反映上市公司的备货采购体量，透露出公司对于年度业务规模的心理预期。因此，我们比较了 2016H1-2018H1 四家上市公司预付账款情况。

观察四家公司预付账款变化情况，可以发现，2018 年上半年，除东方园林外，碧水源、博世科和国祯环保的预付账款均同比增长，且碧水源和博世科的增速分别为 81.14%和 65.85%，体现公司在未来订单储备上仍有发力，在未来有望实现业绩的快速增长。

表4：2016-2018年PPP板块公司预付账款变化情况

公司	项目	2016H1	2017H1	2018H1
东方园林	预付账款	0.63	1.23	1.07
	YOY		95.66%	-12.60%
碧水源	预付账款	4.42	5.30	9.60
	YOY		20.08%	81.14%
博世科	预付账款	0.31	0.43	0.72
	YOY		39.07%	65.85%
国祯环保	预付账款	1.55	1.03	1.23
	YOY		-33.65%	19.80%

资料来源：WIND，招商证券

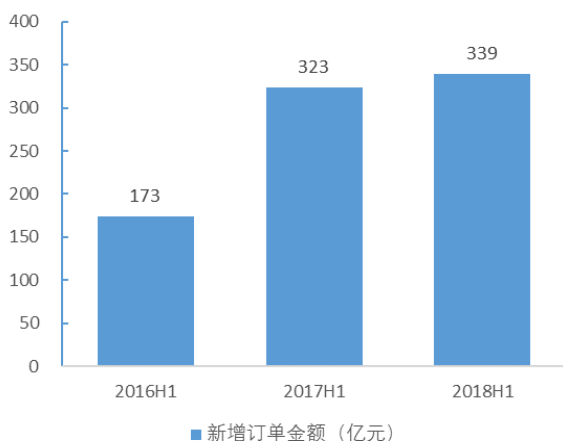
2、新增订单分析：订单增速放缓，项目选择更为谨慎

通过对四家市政环保板块公司中报新增订单情况进行分析，可以发现，由于上半年资金面紧张的影响，各公司对于项目的选择更为谨慎，逐渐控制新业务的拓展节奏。

东方园林、碧水源和博世科三家公司 2018 年上半年新增订单金额增速与去年相比明显放缓：东方园林订单金额增速由去年同期的 86% 下滑至 5%，碧水源也由去年同期 179% 下滑至 20%，博世科的新签订单金额甚至出现回落；可见今年上半年在融资环境紧张的大环境下，各家公司正在控制业务发展速度，项目选择也更为慎重。

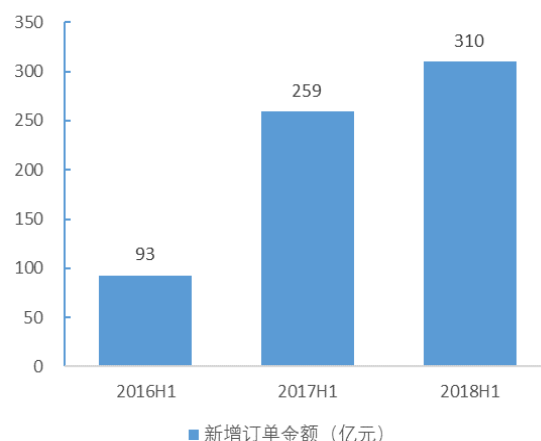
国祯环保 2018 年上半年订单金额大幅增长的原因是上半年承接的部分 PPP 项目单体金额较大，与去年同期相比，虽然订单金额增长近 2 倍，但新增订单数量减少了 20%，可见在大环境影响下，公司对于项目的选择也变得更为谨慎。（注：订单对比为可统计口径）

图 10：东方园林中报新增订单情况



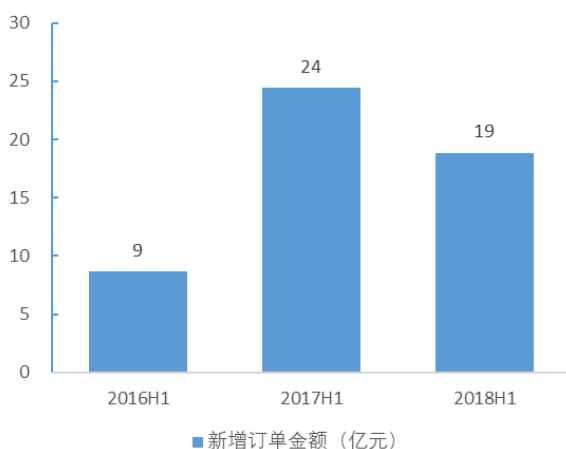
资料来源：Wind、招商证券

图 11：碧水源中报新增订单情况



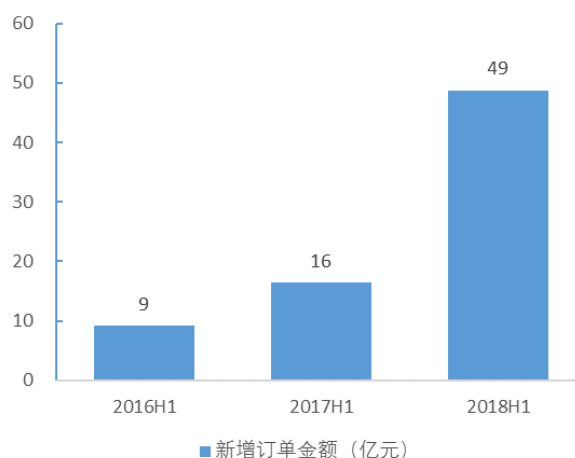
资料来源：Wind、招商证券

图 12：博世科中报新增订单情况



资料来源：Wind、招商证券

图 13：国祯环保中报新增订单情况



资料来源：Wind、招商证券

3、市政环保建设具有必然性和紧迫性，资金环境宽松将促进行业回暖

今年以来，在宏观金融去杠杆及资金面偏紧的环境下，市政环保项目的整体实施受到了较大影响，但污染防治作为政府三大攻坚战之一，环境治理与居民生活水平息息相关，也是我国和发达国家相比的一项重大短板，市政环保项目的实施具有紧迫性和必然性。

2018年上半年，从财务报表数据中可以看到，市政环保PPP类公司业绩增长受到了资金紧张环境的不利影响、资产负债率也达到了较高水平。但同时，大部分公司在不利环境下也开始采取保守的市场策略、主动收缩、并保留了大量在手现金，保证了现金流的安全性、也为未来的改善和成长奠定了较好的现金基础。

同时，我们也看到，2018年6月份起，政府已开始通过陆续出台系列政策、行政指导等方式促进宏观资金面的改善及资金向民营企业倾斜，主要的举措如下：

- 6月24号，央行降准：7月5号起，下调存款准备金率0.5个百分点，以支持债转股项目；7月17号，银保监会召开疏通货币政策传导机制，做好民营企业和小微企业融资服务座谈会；
- 7月18号，央行窗口指导银行，对AA+及以上信用债投资评级按1:1比例给予MLF资金，AA+以下评级按1:2给予，必须为产业类，金融债不符合；
- 7月20日，银保监会发布《商业银行理财业务监督管理办法(征求意见稿)》(简称“理财新规”)；紧接着央行发布《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》(简称“通知”)；随后证监会也于当日晚间发布《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法(征求意见稿)》，至此，“一行两会”的资管新规细则全部出齐。“理财新规”以及“通知”两份文件，大幅降低了资管新规过渡期内(2020年末以前)非标投资的难度，鼓励理财资金投资股市债市。
- 7月23号，国务院常务会议要求积极财政政策要更加积极，稳健的货币政策要松紧适度；并提出加快今年1.35万亿元地方政府专项债券发行推动早见成效，7月24号之后，专项债开始各地发放；
- 7月31日，政治局召开会议，提出了保持经济平稳健康发展，坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策，提高政策的前瞻性、灵活性、有效性等重要目标。
- 8月18日，银保监会发布进一步做好信贷工作，提升服务实体经济质效的通知。进一步疏通货币政策传导机制，满足实体经济有效融资需求。大力发展普惠金融，强化小微企业、“三农”、民营企业等领域金融服务。支持基础设施领域补短板，推动有效投资稳定增长。积极发展消费金融，增强消费对经济的拉动作用。规范经营行为，严禁附加不合理贷款条件。

下半年，在一系列政策的支持下、及宏观环境、财政政策方向的积极变化等大背景下，我们预期未来可支持一般基础设施建设及市政环保建设的资金相对更加宽松，市政环保PPP公司在下半年的边际改善有望表现更明显。近期，资金进入环保实体的已有较为明确的迹象，个别公司项目贷款开始增加落地，未来我们将持续跟踪资金面的变化情况，当行业性的大面积改善可预期时，市政环保PPP类公司的右侧投资机会也将随之到来。

二、设备服务类公司 2018 年半年报回顾

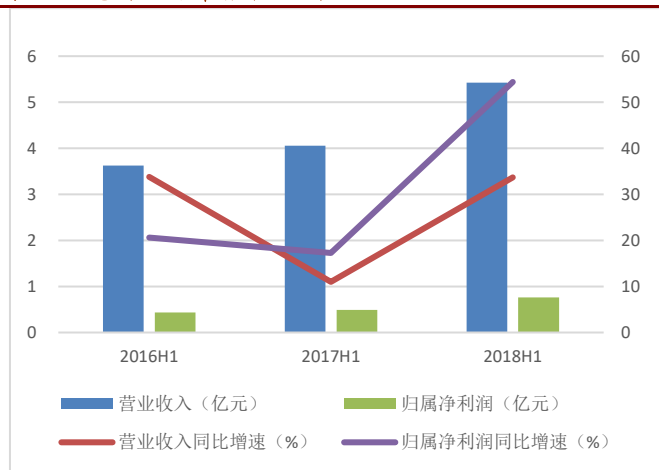
1、设备服务板块财务数据分析

平衡型的设备服务类公司的特点是现金流较好的同时，每年约有 20%-40%左右的业绩增长，估值在 20-30 倍，我们选取 4 家典型的公司：先河环保、聚光科技、龙马环卫和东江环保，作为设备服务类公司的代表，分析设备服务类公司 2018 年上半年的经营和业绩情况。

(1) 收入利润增长情况：不利环境下，高景气度的监测板块公司业绩增长仍超预期

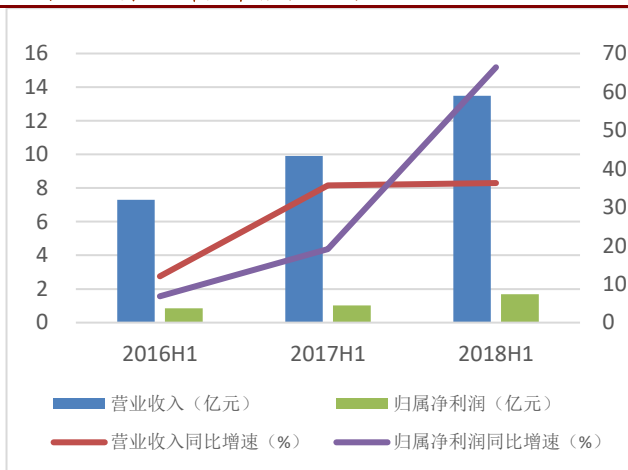
观察 4 家典型设备服务板块上市公司近三年中报的营业收入、归属净利润及增速情况，可以发现，监测板块的两家公司先河环保和聚光科技、以及危废板块的东江环保三家公司 2018 年中报的净利润增速均有大幅提升，仅环卫板块的龙马环卫营收和利润增速偏低。其中，监测板块的先河环保、聚光科技的净利润增速均超出市场预期，体现了环境监测行业目前的高景气度。可见在资金面紧张的大背景下，处于高景气度的细分行业中的平衡型设备服务类公司的业绩表现依然出色。

图 14: 先河环保中报收入利润变化



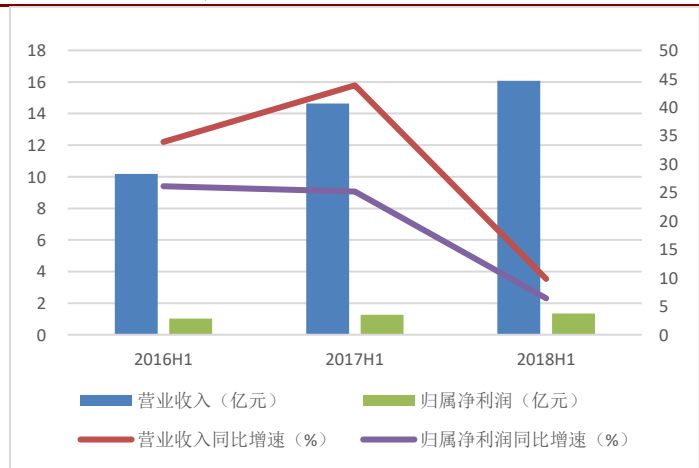
资料来源: Wind、招商证券

图 15: 聚光科技中报收入利润变化



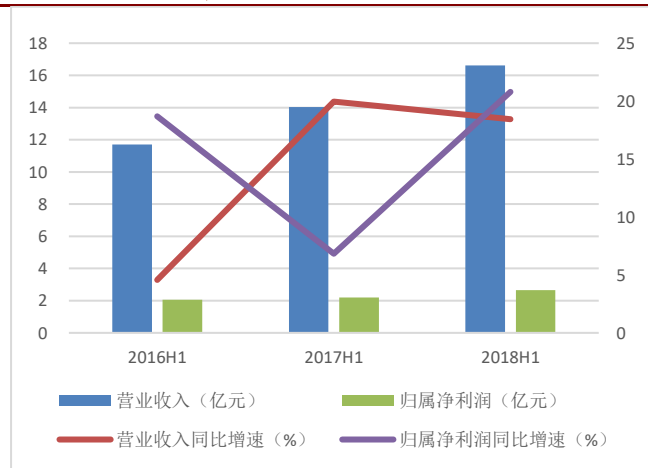
资料来源: Wind、招商证券

图 16: 龙马环卫中报收入利润变化



资料来源: Wind、招商证券

图 17: 东江环保中报收入利润变化

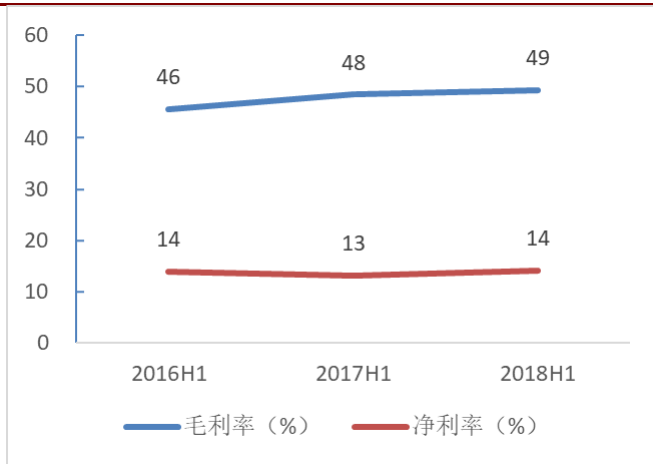


资料来源: Wind、招商证券

(2) 盈利能力变化情况：盈利能力较强且相对稳定

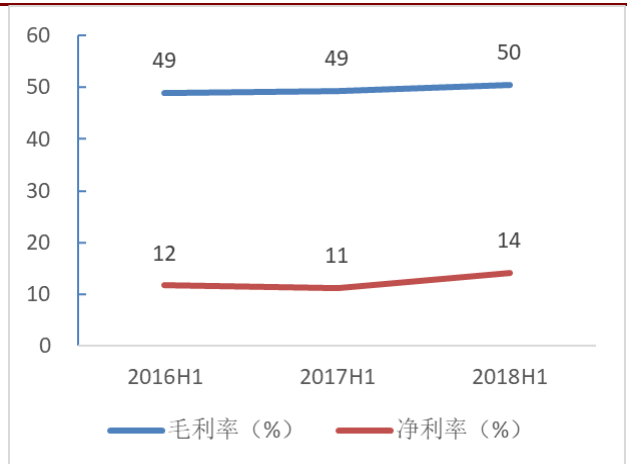
观察 4 家公司近三年中报的毛利率及净利率情况，可以发现，设备服务类公司盈利能力相对比较稳定，4 家公司历年的净利率变化幅度都不大。监测板块的两家公司和危废板块的东江环保近三年中报的毛利率水平也相对比较稳定，环卫板块的龙马环卫受钢材价格上涨影响则出现了毛利率下行的趋势。对比而言，监测板块的两家公司毛利率水平相对较高，都在 45% 以上，而危废板块的东江环保净利率水平相对较高，保持在 18%-19% 之间，可见设备服务类公司的盈利能力较强且相对比较稳定。

图 18: 先河环保中报盈利能力变化



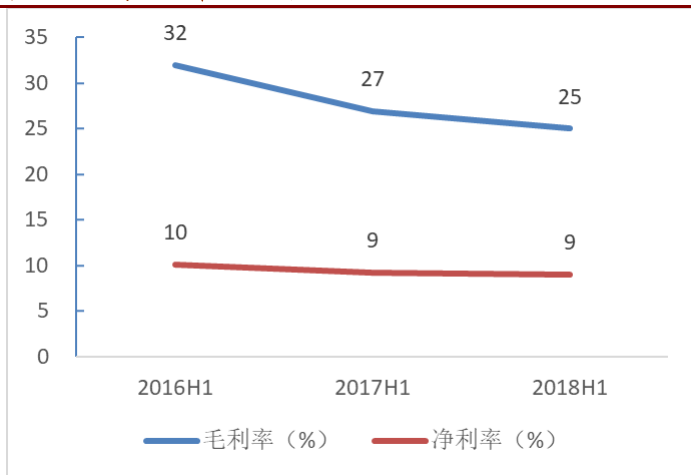
资料来源：Wind、招商证券

图 19: 聚光科技中报盈利能力变化



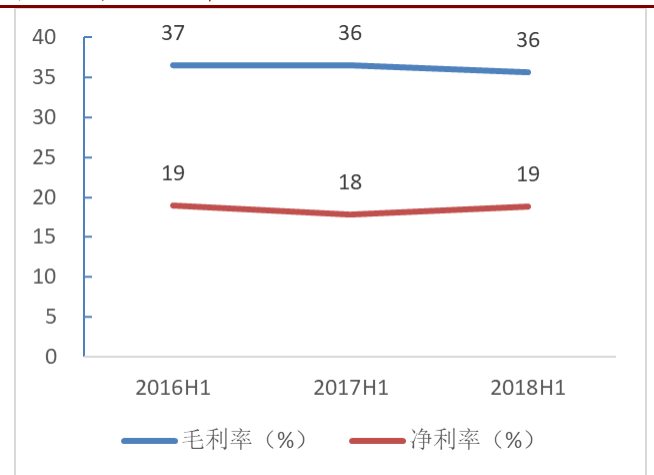
资料来源：Wind、招商证券

图 20: 龙马环卫中报盈利能力变化



资料来源：Wind、招商证券

图 21: 东江环保中报盈利能力变化



资料来源：Wind、招商证券

(3) 现金流情况：监测类公司现金流明显改善，环卫及危废企业占款能力下降

观察 4 家公司近三年的收款情况，可以发现，2018 年上半年，聚光科技、龙马环卫和东江环保三家公司的收现比均有所提高，先河环保的收现比同比下降了 9 个百分点。分析各公司对上下游的占款情况，可以发现监测类的两家公司先河环保和聚光科技对上下游的占款情况有较明显的好转，应收账款占比下降，应付账款占比提升；龙马环卫的应收和应付占比均有提升，且应收占比提升幅度较大；东江环保的应收和应付占比均发生下滑，且应付占比下降幅度较大。可见对于上下游的占款而言，监测类企业有较明显的改善，环卫和危废类企业占款能力有所下降。

表5: 2016-2018年设备服务类公司收款情况

公司	项目	2016H1	2017H1	2018H1
先河环保	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入	64.63%	64.49%	55.06%
	YOY		-0.14pct	-9.44pct
	应收账款/营业收入	101.16%	99.53%	89.92%
	YOY		-1.64pct	-9.61pct
	应付账款/营业收入	36.34%	21.14%	33.33%
	YOY		-15.20pct	12.19pct
聚光科技	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入	76.80%	83.40%	99.37%
	YOY		6.60pct	15.97pct
	应收账款/营业收入	172.83%	163.04%	135.86%
	YOY		-9.79pct	-27.18pct
	应付账款/营业收入	36.82%	35.29%	35.67%
	YOY		-1.53pct	0.38pct
龙马环卫	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入	82.03%	70.83%	71.57%
	YOY		-11.20pct	0.74pct
	应收账款/营业收入	77.65%	77.88%	105.36%
	YOY		0.23pct	27.48pct
	应付账款/营业收入	30.83%	30.72%	31.44%
	YOY		-0.10pct	0.71pct
东江环保	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入	103.20%	108.14%	114.11%
	YOY		4.94pct	5.97pct
	应收账款/营业收入	66.98%	43.03%	42.60%
	YOY		-23.95pct	-0.43pct
	应付账款/营业收入	51.24%	49.99%	41.98%
	YOY		-1.25pct	-8.01pct

资料来源: WIND, 招商证券

(4) 资产负债率情况: 设备服务类业务资产相对较轻, 负债率水平较低

分析4家公司近三年资产负债率的变化情况, 可以发现, 设备服务类上市公司的资产负债率水平相对较低, 最高的东江环保资产负债率水平为53.19%, 其他三家公司的资产负债率水平均低于50%, 与PPP类公司相比均处于较低资产负债率的状态, 监测类的先河环保资产负债率最低, 仅为18.14%, 体现出设备服务类公司轻资产的特点。从近几年的变化趋势可以看出, 监测板块的两家公司近两年资产负债率不断提高, 2018年提升幅度相对较大, 在监测业务高速发展的背景下公司通过杠杆来实现业务的快速布局; 龙马环卫在2018年上半年资产负债率有所降低, 与17年相比下降11.04pct。

表6: 2016-2018年设备服务类公司资产负债率变化情况

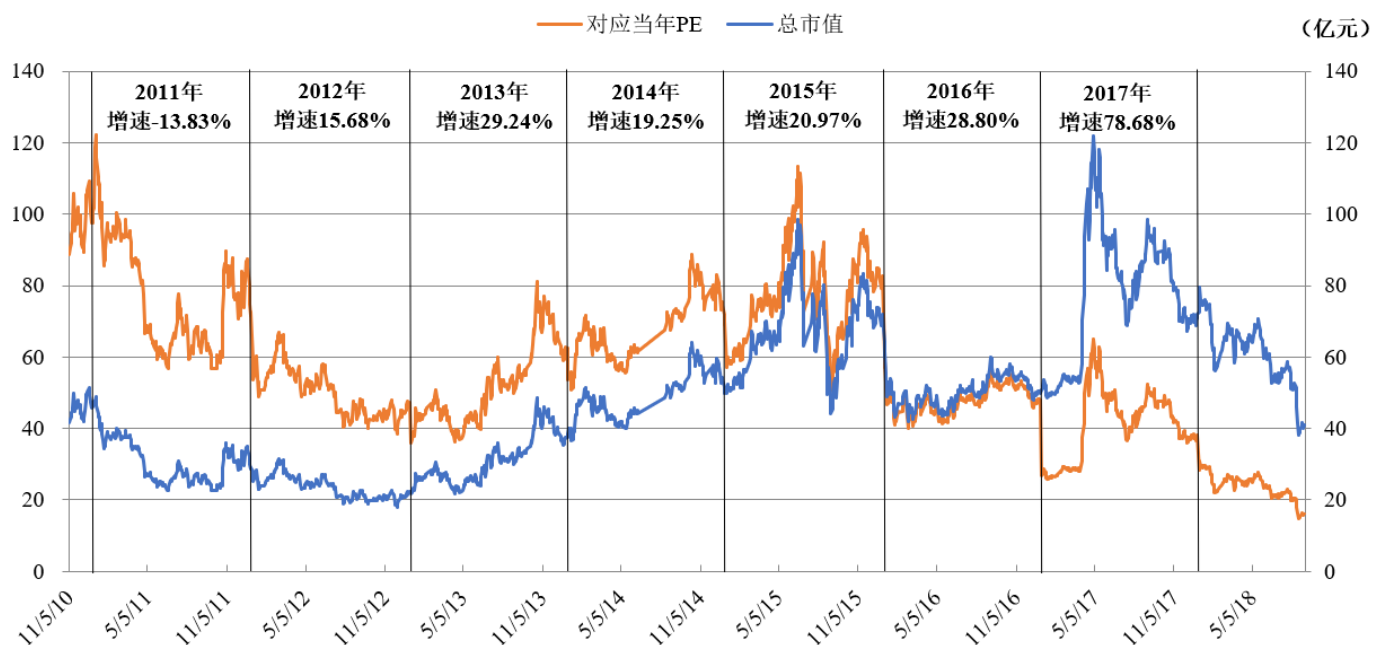
公司	项目	2016H1	2017H1	2018H1
先河环保	资产负债率(%)	14.08	14.14	18.14
	YOY		0.06pct	4.00pct
聚光科技	资产负债率(%)	42.97	43.58	47.65
	YOY		0.61pct	4.07pct
龙马环卫	资产负债率(%)	47.22	49.14	38.1
	YOY		1.92pct	-11.04pct
东江环保	资产负债率(%)	55.29	52.27	53.19
	YOY		-3.02pct	0.92pct

资料来源: WIND, 招商证券

2、估值水平分析：估值处于历史低位

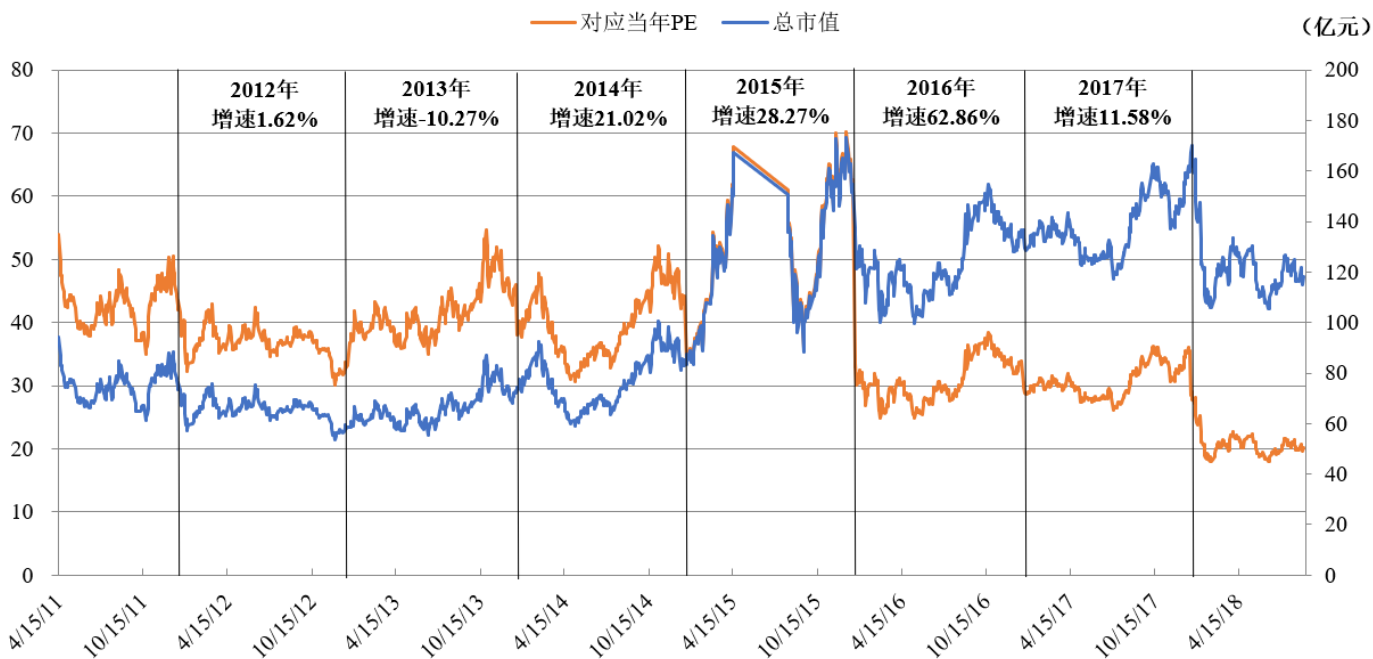
通过回溯设备服务类公司上市以来市值变化和对应当年净利润的 PE 走势，可以看出，目前 4 家公司的 PE 估值均处于历史相对最低的水平。

图22：先河环保上市以来历年业绩增速、市值变化及应当年净利润的当年PE走势



资料来源：WIND，招商证券

图23：聚光科技上市以来历年业绩增速、市值变化及应当年净利润的当年PE走势



资料来源：WIND，招商证券

图24: 龙马环卫上市以来历年业绩增速、市值变化及应当年净利润的当年PE走势



资料来源: WIND, 招商证券

图25: 东江环保上市以来历年业绩增速、市值变化及应当年净利润的当年PE走势



资料来源: WIND, 招商证券

三、公用事业类公司 2018 年半年报回顾

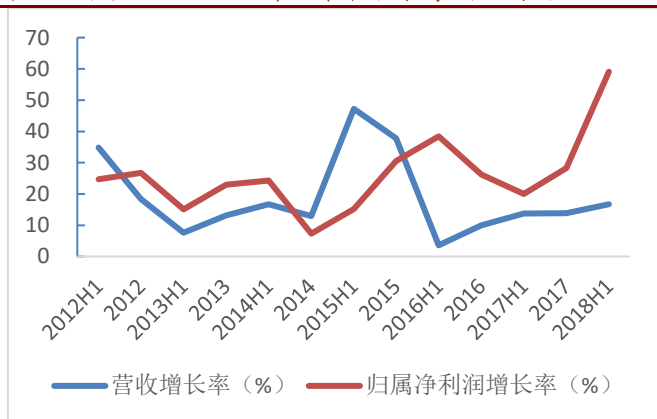
1、公用事业板块财务数据分析

防守型公司的特点是业绩只与人口基数相关，应收账款较少，现金流状况良好，估值约为 15-20 倍，典型的代表是公用事业板块的公司，如固废、水务和燃气类。我们选取 4 家各领域的代表性公司：瀚蓝环境（固废类）、洪城水业（水务类）、深圳燃气和百川能源（燃气类），由点至面地分析公用事业各子行业 2018 年上半年的经营和业绩情况。

（1）收入利润增长情况：资产注入、价格调整引起年度业绩跳变，总体经营稳定

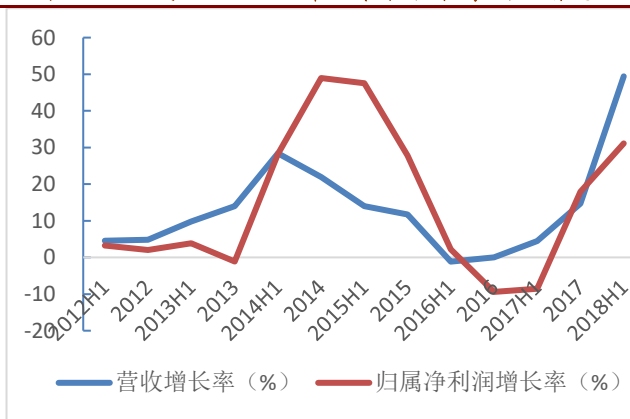
我们对四家典型公用事业类公司 2012 年以来中报和年报的营业收入、归属净利润增速变化情况进行分析（由于百川能源是 2016 年开始注入燃气资产，因此其分析时间是 2016 年至今）。可以发现，在实际经营过程中，当运营业务或价格不发生变化时，公用事业类板块的公司营业收入和净利润增速是相对稳定的，但在资产注入发生、或水费、燃气费等单价变化时，这类公司业绩也将出现年度的跳变。而百川能源由于近两年受益于京津冀一体化城市化进程的推进、以及禁煤区煤改气的推进，业绩实现了高速增长。需要注意的事，从过去的五年来这个拉长时间维度比较来看，公用事业类公司业绩的增长稳定性并未优于设备服务类公司及市政环保 PPP 类公司。

图 26: 瀚蓝环境 2012 年以来营收和净利润增速变化



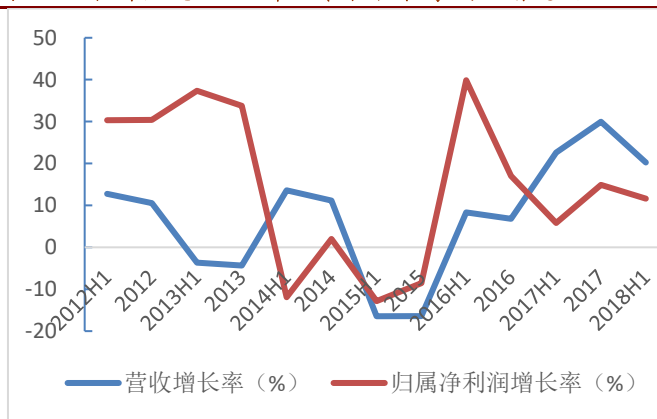
资料来源: Wind、招商证券

图 27: 洪城水业 2012 年以来营收和净利润增速变化



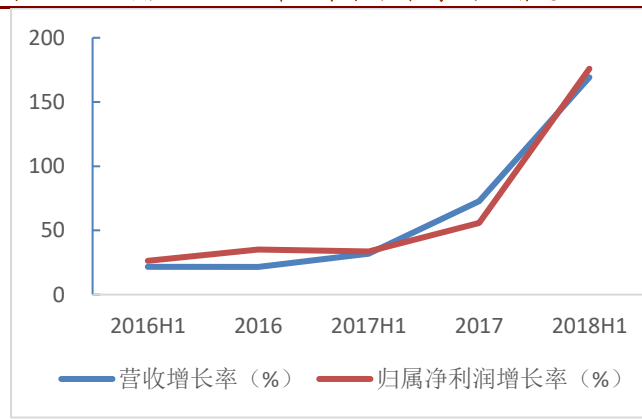
资料来源: Wind、招商证券

图 28: 深圳燃气 2012 年以来营收和净利润增速变化



资料来源: Wind、招商证券

图 29: 百川能源 2016 年以来营收和净利润增速变化

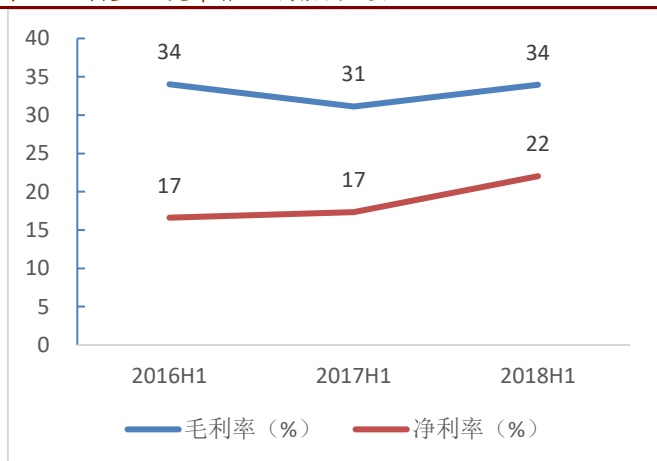


资料来源: Wind、招商证券

(2) 盈利能力变化情况：公用事业运营盈利能力基本稳定

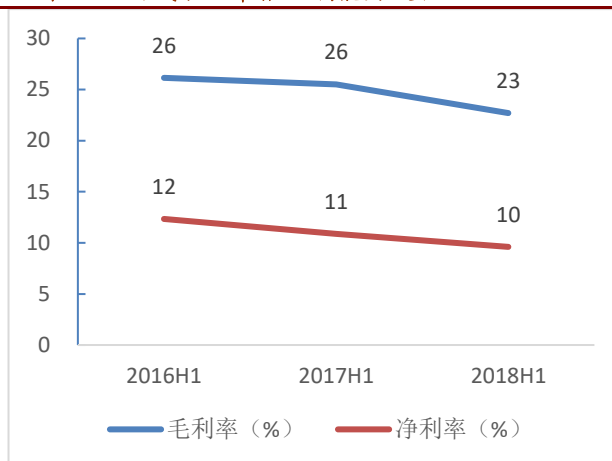
观察 4 家公司近三年中报的毛利率及净利率情况，可以发现，公用事业类公司盈利能力相对比较稳定，4 家公司历年的净利率变化幅度都不大。固废板块的瀚蓝环境净利率水平在 2018 年上半年有显著提高，相比过去两年同期提高 4.7pct；水务板块的洪城水业和燃气板块的深圳燃气两家公司近三年中报的毛利率和净利率水平均呈小幅下滑趋势；百川能源受村村通煤改气业务大幅增加影响，在 2018 年毛利率水平大幅下滑，但由于费用率控制能力提高，净利率与去年基本保持稳定。

图 30: 瀚蓝环境中报盈利能力变化



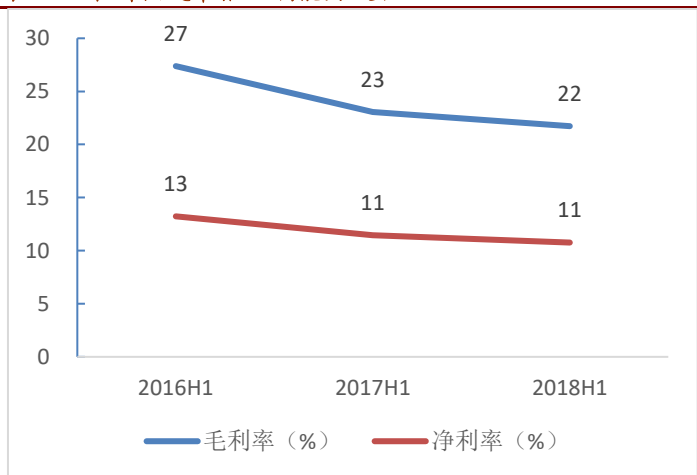
资料来源：Wind、招商证券

图 31: 洪城水业中报盈利能力变化



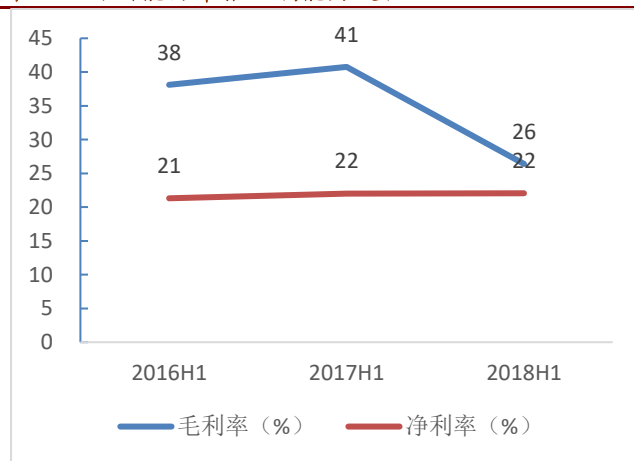
资料来源：Wind、招商证券

图 32: 深圳燃气中报盈利能力变化



资料来源：Wind、招商证券

图 33: 百川能源中报盈利能力变化



资料来源：Wind、招商证券

(3) 现金流情况：收现比高、应收低，现金流状况极好

观察 4 家公司近三年的收款情况，可以发现，公用事业型公司现金都表现了极好的流转状态。收现比基本可稳定在 100% 左右甚至超过 100%；除百川能源由于村村通煤改气业务的特殊性带来应收账款的变化外，其他公用事业运营公司应收账款占收入比重基本在 20% 左右，深圳燃气更低至 7%；且应付账款占收入比重均大幅高于应收账款占比，更好的保障了公司的现金回流。

表7: 2016-2018年公用事业类公司收款情况

公司	项目	2016H1	2017H1	2018H1
瀚蓝环境	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入	102.66%	96.59%	93.87%
	YOY		-6.07pct	-2.71pct
	应收账款/营业收入	18.99%	21.60%	23.46%
	YOY		2.61pct	1.86pct
	应付账款/营业收入	46.88%	48.33%	43.16%
	YOY		1.45pct	-5.18pct
洪城水业	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入	105.11%	121.75%	101.00%
	YOY		16.64pct	-20.75pct
	应收账款/营业收入	39.17%	41.46%	27.96%
	YOY		2.29pct	-13.49pct
	应付账款/营业收入	56.22%	54.40%	41.67%
	YOY		-1.82pct	-12.73pct
深圳燃气	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入	109.07%	105.48%	106.21%
	YOY		-3.59pct	0.73pct
	应收账款/营业收入	10.82%	7.90%	7.37%
	YOY		-2.91pct	-0.54pct
	应付账款/营业收入	25.33%	28.93%	24.98%
	YOY		3.60pct	-3.95pct
百川能源	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入	110.44%	115.72%	88.98%
	YOY		5.28pct	-26.75pct
	应收账款/营业收入	28.45%	37.39%	56.37%
	YOY		8.95pct	18.98pct
	应付账款/营业收入	23.16%	95.81%	16.18%
	YOY		72.65pct	-79.63pct

资料来源: WIND, 招商证券

(4) 资产负债率情况: 资产负债率水平位于 40%-60%的合理区间

分析 4 家公司近三年资产负债率的变化情况, 可以发现, 公用事业类上市公司的资产负债率与市政环保和设备服务类公司对比, 相对处于中间水平, 资产负债率在 40%-60% 之间。从近几年的变化趋势可以看出, 瀚蓝环境近两年资产负债率相对比较稳定, 洪城水业和深圳燃气在 2018 年上半年均有提高, 而百川能源在 2017 年中期资产负债率提高 13.4pct 后, 在 2018 年上半年回落 9.9pct, 且百川能源的资产负债率在公用事业板块中始终处于较低水平。

表8: 2016-2018年公用事业类公司资产负债率变化情况

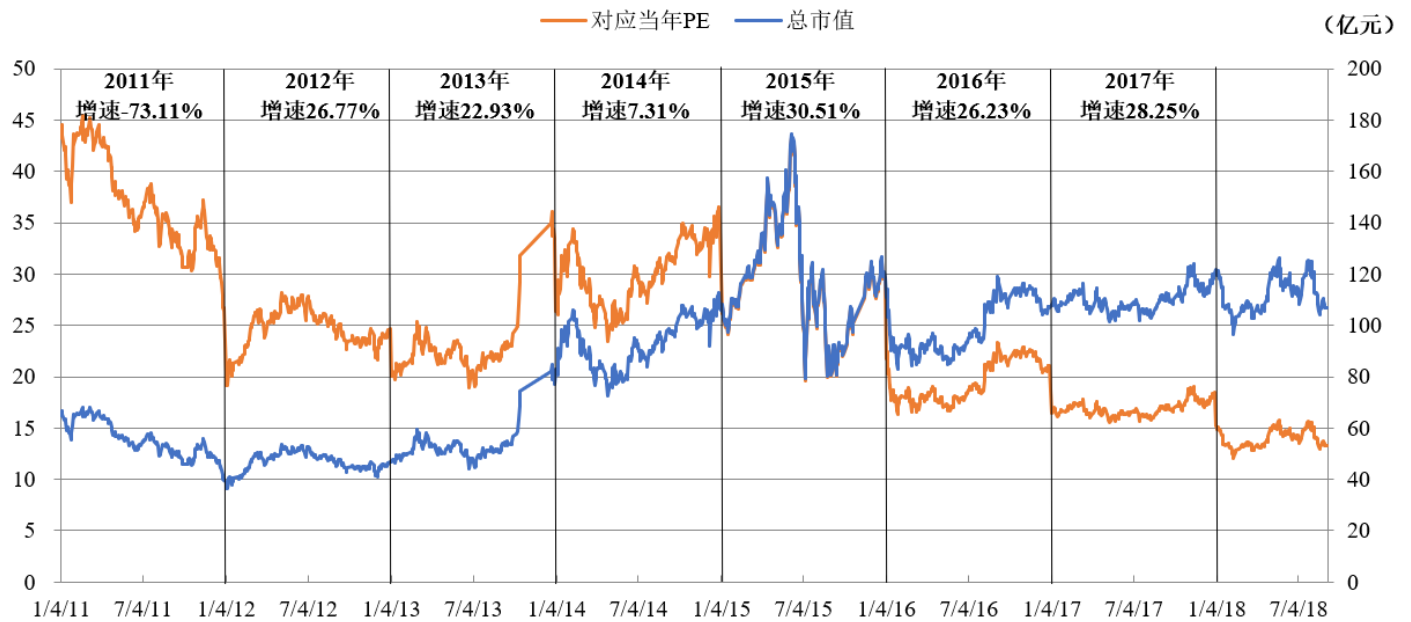
公司	项目	2016H1	2017H1	2018H1
瀚蓝环境	资产负债率(%)	59.03	58.23	58.69
	YOY		-0.81pct	0.46pct
洪城水业	资产负债率(%)	54.34	54.17	60.28
	YOY		-0.18pct	6.11pct
深圳燃气	资产负债率(%)	52.19	51.88	54.14
	YOY		-0.31pct	2.27pct
百川能源	资产负债率(%)	36.49	49.88	39.97
	YOY		13.39pct	-9.90pct

资料来源: WIND, 招商证券

2、估值水平分析

由于公用事业板块公司上市时间相对较早，因此选择四家公司 2010 年以来的市值变化和对应当年净利润的 PE 走势进行分析（其中百川能源从注入燃气资产的 2016 年开始作比较），可以看出，目前公用事业板块的 4 家公司 PE 估值基本均处于 15-20 倍左右的合理估值。而此类公司我们认为，只有在绝对低估值下，防守价值才较为明显。

图34：瀚蓝环境2010年至今业绩增速、市值变化及应当年净利润的当年PE走势



资料来源：WIND，招商证券

图35：洪城水业2010年至今业绩增速、市值变化及应当年净利润的当年PE走势



资料来源：WIND，招商证券

图36: 深圳燃气上市以来历年业绩增速、市值变化及应当年净利润的当年PE走势



资料来源: WIND, 招商证券

图37: 百川能源2016年至今业绩增速、市值变化及应当年净利润的当年PE走势



资料来源: WIND, 招商证券

四、风险提示

- 1、大量传统行业转型进入环保行业，造成行业竞争加剧，部分公司受到冲击。
- 2、资金持续紧张、利率上升带来的项目进度减缓、资金成本上升。
- 3、大盘系统性风险。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱纯阳：中科院硕士，曾就职于天弘基金、建信基金，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心董事、环保行业首席分析师，电力煤气及水等公用事业行业首席分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券研发中心副总裁、环保行业分析师。

弋隽雅：中国社科院硕士，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

谢笑妍：美国乔治华盛顿大学硕士，曾就职于民生证券，2017 年加入招商证券，现为招商环保行业分析师。

丛逸：清华大学硕士，2017 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

陈东飞：美国莱斯大学硕士，2017 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

团队荣誉：《新财富》2017 年环保行业最佳分析师第四名；《金牛奖》2017 年环保行业最佳分析师第二名；《新财富》2016 年环保行业最佳分析师第二名；《金牛奖》2016 年环保行业最佳分析师第二名；《Wind 资讯》2016 年金牌分析师第一名；《新财富》2015 年环保行业最佳分析师第四名、电力煤气及水等公用事业最佳分析师第四名；《水晶球奖》2015 年最佳分析师第二名；《第一财经》2015 年最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐： 公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐： 公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性： 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避： 公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A: 公司长期竞争力高于行业平均水平

B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致

C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐： 行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性： 行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避： 行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。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、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。