

环保工程及服务

18年中报总结：去杠杆下增速放缓，精选优质运营资产

环保板块表现不尽如人意：2018年受去杠杆、中美贸易摩擦等因素影响，整体市场表现较差，截至9月3日，上证指数、沪深300下跌17.7%、17.6%，创业板下跌17.6%。而环保作为资金密集型行业，信用紧缩下影响更大，板块跌幅达39.1%，跑输上证综指、创业板指，且横向比较来看，环保行业年初至今涨跌幅在30个行业中排名26，表现不尽如人意。

去杠杆下，增速放缓：2018H环保行业营业收入同比增长9.7%，增速放缓，归母净利润同比下滑16.3%，创下近五年最低值，剔除个别极值的影响（神雾环保、神雾节能、*ST凯迪三家公司业绩大幅下滑），板块上半年营收增速14.3%，归母净利润增速仍仅有1.2%，主要是去杠杆、PPP监管趋严的影响下，环保项目的推进进度放缓，从而影响到公司业绩。此外，环保板块上半年毛利率为29.2%，较去年同期下滑0.2pct，基本持平，而净利润增速低于收入增速主要是受期间费用率提升的影响（期间费用率为17.0%，较去年增加1.7个百分点，其中财务费用率提升1个百分点）。

PPP模式下，企业资产负债率走高：2018H资产负债率为55.7%，同比提升2.5pct，其中水处理、监测与去年同期相比分别提升7.7、5.2pct至56.3%、39.8%，主要是PPP模式加大企业杠杆所致。

细分子行业业绩分化明显，运营资产业绩尚可：分子行业看，营收增速表现依次为监测（24%）、固废（20%）、水处理（18%）、大气治理（14%）、水务运营（13%）、节能（-21%）。其中，固废处理受益于危废板块景气度较高；监测受益于“蓝天保卫战”、“千里眼计划”等督查监测先行及网格化治理，订单充沛；水务板块则属于运营类资产，营收增长稳健；大气治理板块受益于非电市场的释放；节能板块下滑较大为神雾环保、神雾节能业绩大幅下滑所致，近年起伏较大。分公司来看，工程类公司业绩回落较多，而运营类公司保持稳定增长。

投资建议：去杠杆背景下，工程类企业业绩出现大幅下滑，而运营类资产更为稳健，参考国外大型环保公司也均是运营公司，故长期看好运行效率高的标的，如洪城水业、龙马环卫、盈峰环境等。此外，稳基建定调下，信用望适当宽松，未来关注企业的融资状况，推荐估值底部的碧水源、博世科等。

风险提示：流动性紧张风险、环保政策推进不达预期、竞争加剧利润下滑。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 杨心成

执业证书编号：S0680518020001

邮箱：yangxincheng@gszq.com

相关研究

- 1、《环保工程及服务：环保基本面底部，重视污水及土壤板块》2018-09-02
- 2、《环保工程及服务：信用宽松传导中，环保督察再加码》2018-08-26
- 3、《环保工程及服务：货币信贷传导进一步疏通，环保行业望受益》2018-08-19

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
002672	东江环保	-	0.53	0.64	0.81	0.99	30.49	17.41	13.78	11.30
300572	安车检测	-	1.18	1.02	1.45	1.93	53.95	48.31	34.01	25.54
600461	洪城水业	买入	0.35	0.41	0.49	0.57	18.53	13.90	11.71	10.03

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所



内容目录

1.环保板块表现不尽人意，整体跌幅较大	3
2.去杠杆下，增速放缓	5
3.行业分化明显，运营类资产业绩稳定	8
3.1 水务行业：平稳增长	9
3.2 水处理行业：收入利润增速不匹配	10
3.3 固废处理行业：去杠杆下，多公司经营遇风险	12
3.4 大气治理：非电市场释放，收入利润齐增长	13
3.5 监测行业：去杠杆影响小，行业景气度高	14
3.6 节能行业：现金流不佳情况下，业绩大幅回落	15
风险提示	16

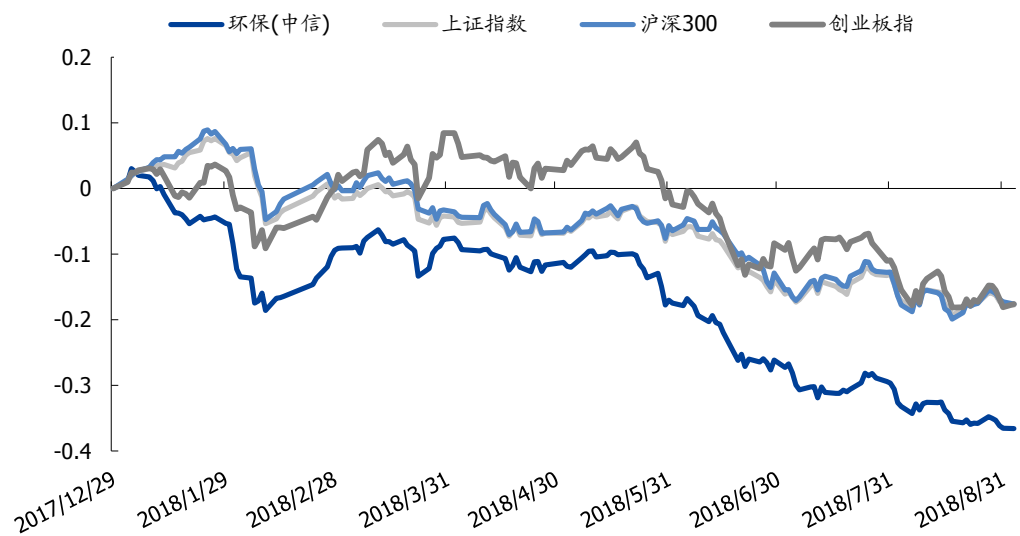
图表目录

图表 1: 年初至今（9月3日）环保指数表现不佳	3
图表 2: 年初至今（9月3日）环保行业跌幅居前（%）	3
图表 3: 2018 上半年各行业营业增速对比	4
图表 4: 2018 上半年各行业利润增速对比	4
图表 5: 国盛环保组合	5
图表 6: 环保个股年初至今（9月3日）涨跌幅前后五名	5
图表 7: 环保板块整体收入利润增速	6
图表 8: 环保历年毛利率	6
图表 9: 各细分子行业毛利率情况	6
图表 10: 历年期间费用率	7
图表 11: 各项费用率历年变化	7
图表 12: 行业历年资产负债率	7
图表 13: 细分子行业资产负债率	7
图表 14: 环保行业历年应收账款周转率	8
图表 15: 细分子行业回款状况	8
图表 16: 细分行业历年收入增速	8
图表 17: 细分行业历年利润增速	9
图表 18: 水务公司上半年收入、利润增速	9
图表 19: 水务公司历年毛利率	10
图表 20: 水务公司历年资产负债率	10
图表 21: 水处理公司收入利润增速	11
图表 22: 水处理公司历年毛利率	11
图表 23: 水处理应收账款周转率	12
图表 24: 水处理板块资产负债率（%）	12
图表 25: 固废板块上半年收入利润增速	12
图表 26: 固废板块历年毛利率	13
图表 27: 大气治理公司收入及利润增速	13
图表 28: 大气板块逐年毛利率	14
图表 29: 监测板块上半年利润收入增速	14
图表 30: 监测行业毛利率变化	15
图表 31: 节能板块上半年收入利润增速	15
图表 32: 节能行业毛利率变化	16

1. 环保板块表现不尽人意，整体跌幅较大

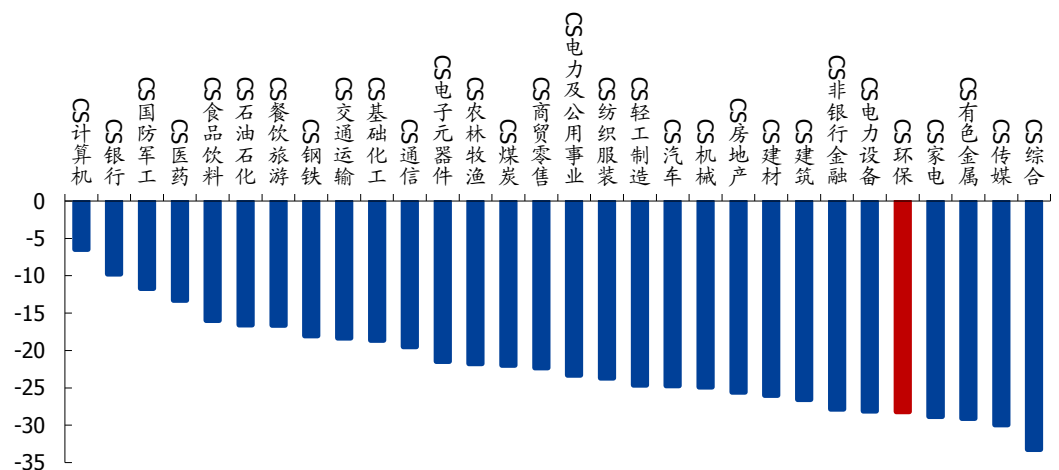
整体跌幅较大，跑输上证综指、创业板指：2018年受去杠杆、紧信用、中美贸易摩擦等因素影响，整体市场表现较差，截至9月3日，上证指数、沪深300指数下降17.7%、17.6%，创业板下降17.6%，而环保作为资金密集型行业，信用紧缩对其影响更大，下跌39.1%。

图表1：年初至今（9月3日）环保指数表现不佳



资料来源：wind，国盛证券研究所

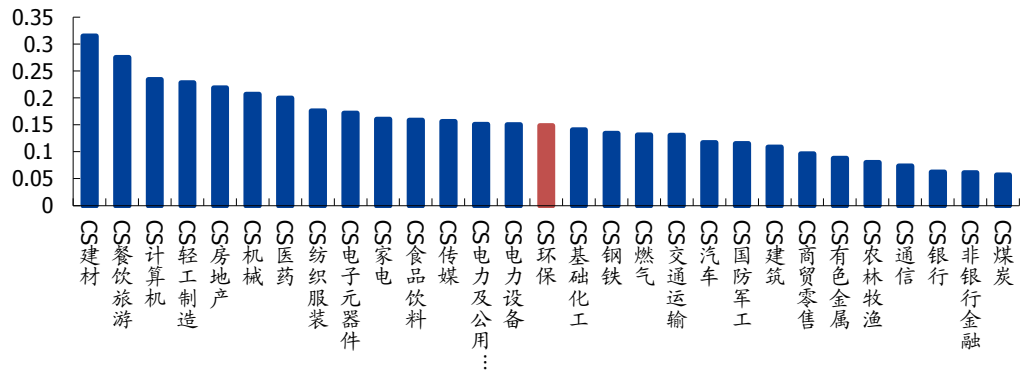
图表2：年初至今（9月3日）环保行业跌幅居前（%）



资料来源：wind，国盛证券研究所

横向比较落后：与其他板块比较，环保行业今年整体表现居于中下水平，在30个行业中排第26位。上半年环保行业受信用紧缩的影响更显著，企业融资的难度在不断加大，融资受困导致项目的进展低于预期，股价层面出现了EPS、PE双下跌情况。

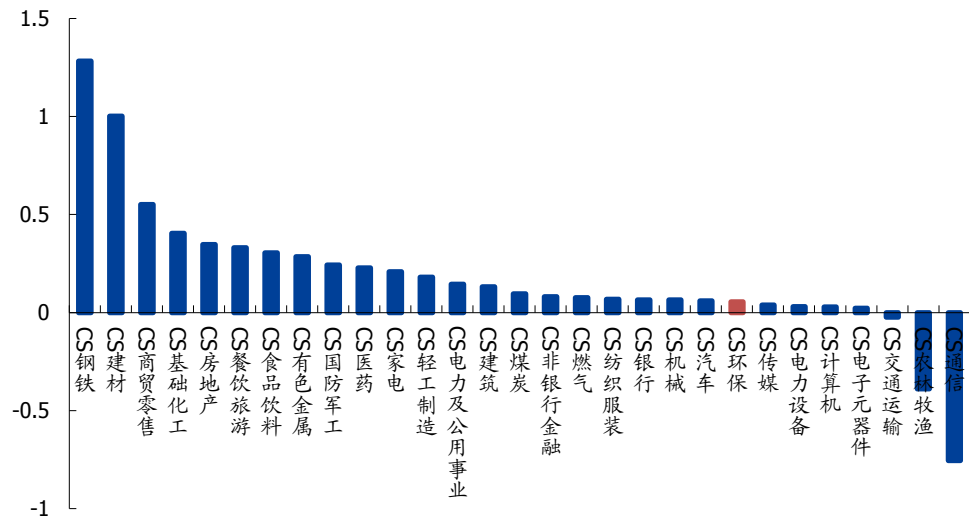
图表 3: 2018 上半年各行业营业增速对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

业绩低于预期: 上半年环保行业营业收入增速居行业中游水平, 利润增速居行业中下水水平。主要由于上半年信用收紧融资困难, 环保的项目进度均不达预期, 加上资金成本上升使得财务费用支出增加, 业绩增速放缓。

图表 4: 2018 上半年各行业利润增速对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

我们选取 70 家环保公司作为我们的样本进行研究, 将环保行业分为水务、水处理、固废处理、大气治理、监测和节能 6 个细分子行业。

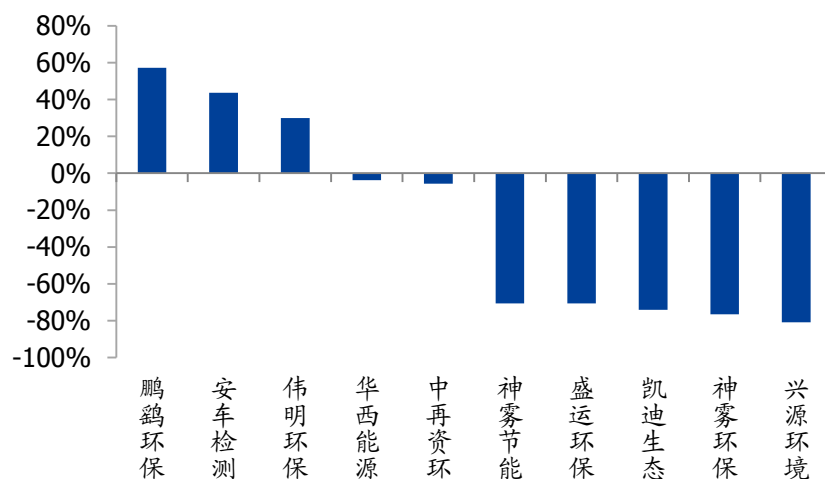
图表 5: 国盛环保组合

水务	水处理	固废处理	大气治理	监测	节能
重庆水务	碧水源	启迪桑德	龙净环保	盈峰环境	双良节能
首创股份	中金环境	格林美	远达环保	聚光科技	华西能源
兴蓉环境	国祯环保	瀚蓝环境	菲达环保	雪迪龙	中材节能
创业环保	万邦达	富春环保	清新环境	汉威电子	神雾节能
洪城水业	国中水务	东江环保	科融环境	先河环保	龙源技术
武汉控股	兴源环境	盛运环保	雪浪环境	宝馨科技	天壕节能
中山公用	中电环保	维尔利		理工环科	易世达
中原环保	巴安水务	永清环保		安车检测	神雾环保
钱江水利	津膜科技	中国天楹			三聚环保
渤海股份	博世科	天翔环境			
江南水务	清水源	长青集团			
绿城水务	鹏鹞环保	迪森股份			
海峡环保	环能科技	高能环境			
	华控赛格	伟明环保			
	博天环境	旺能环境			
	中电环保	*ST 凯迪			
	上海洗霸	龙马环卫			

资料来源: 国盛证券研究所

选股看业绩: 个股表现来看, 今年以来股价涨幅居前的是鹏鹞环保、安车检测、伟明环保、华西能源、中再资环, 其中鹏鹞环保是次新股, 故表现不错; 安车检测充分享受政策红利, 汽车年检、遥感检测两业务增长均较快; 伟明环保受益于新项目的投产, 业绩增长较快, 加上现金流优异, 故股价表现尚可。而兴源环境、神雾环保、*ST 凯迪等表现落后, 主要是紧信用模式下, 公司经营出现一定问题, 业绩大幅低于预期。

图表 6: 环保个股年初至今 (9月3日) 涨跌幅前后五名



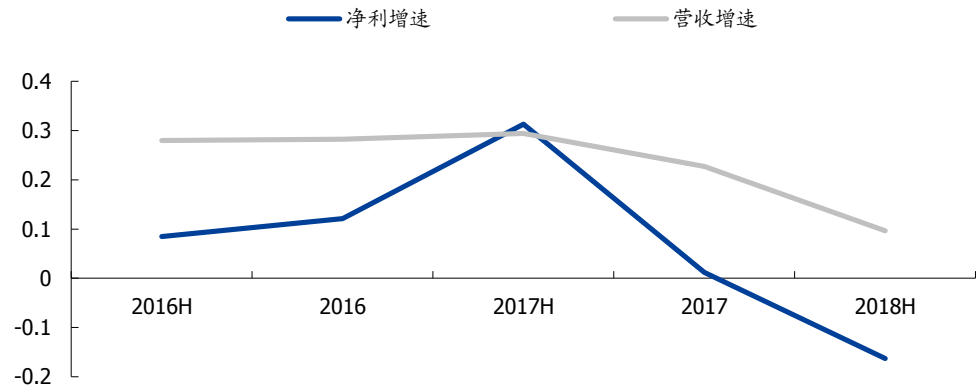
资料来源: wind, 国盛证券研究所

2. 去杠杆下, 增速放缓

根据国盛环保组合的测算, 2018 上半年环保公司营业收入同比增加 9.7%, 归母净利润同比下降 16.3%, 创下近五年最低值, 剔除掉一些极值的影响 (神雾环保、神雾节能、

*ST 凯迪三家公司业绩大幅下滑), 板块上半年营收增速 14.3%, 归母净利润增速仍仅有 1.2%, 主要信用紧缩、PPP 监管趋严的影响下, 环保项目的推进进度放缓, 从而影响到公司的业绩。

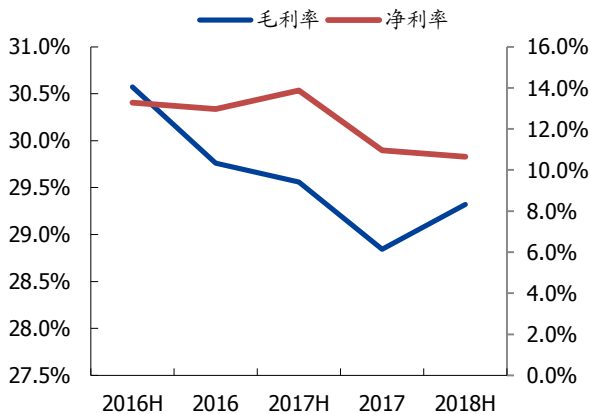
图表 7: 环保板块整体收入利润增速



资料来源: wind、国盛证券研究所

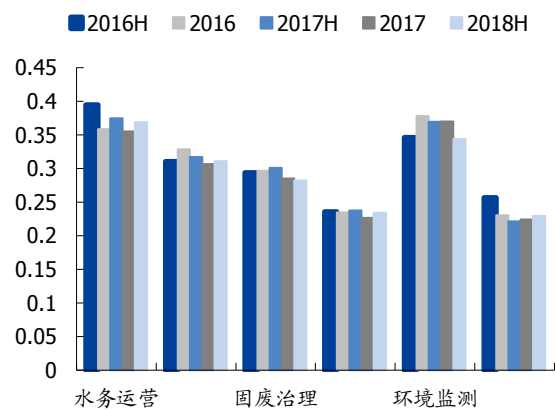
毛利率基本持平, 净利率略有下滑: 环保板块整体毛利率为 29.3%, 较去年同期下滑 0.2 个百分点。其中环境监测、固废处理毛利率略有下滑, 分别下降 2.6、1.9 个百分点至 34.4%、28.2%。环保板块整体净利率为 10.6%, 同比下降 3.2 个百分点, 行业净利率下滑较多主要是期间费用率提升较多所致。

图表 8: 环保历年毛利率



资料来源: wind、国盛证券研究所

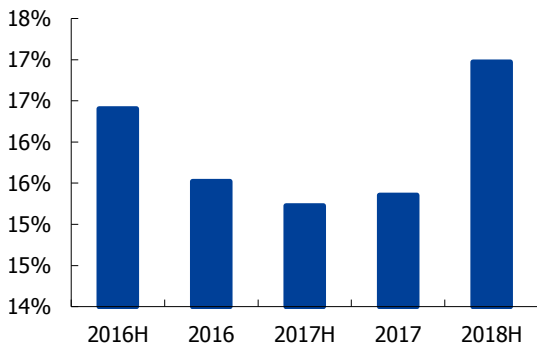
图表 9: 各细分行业毛利率情况



资料来源: wind、国盛证券研究所

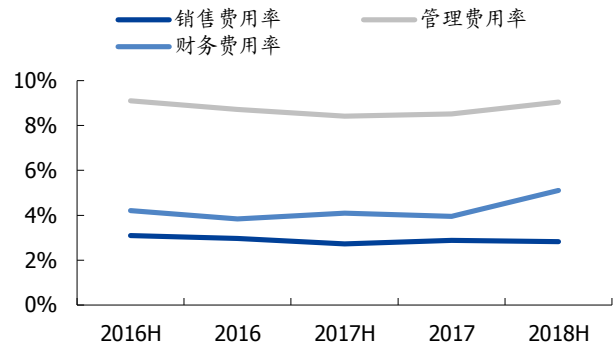
✓ 信用收紧, 利率上行, 费用增多: 整体环保板块期间费用率为 17.0%, 较去年增加 1.7 个百分点, 其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别同比增加 0.1%、0.6%、1.0%至 2.8%、9.1%、5.1%, 其中财务费用率提升主要是 PPP 模式加大企业杠杆所致。

图表 10: 历年期间费用率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

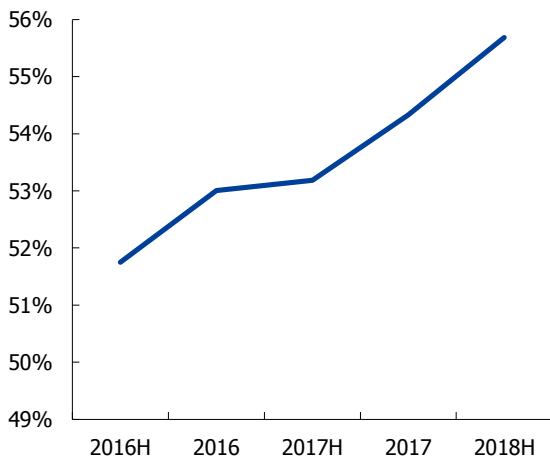
图表 11: 各项费用率历年变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

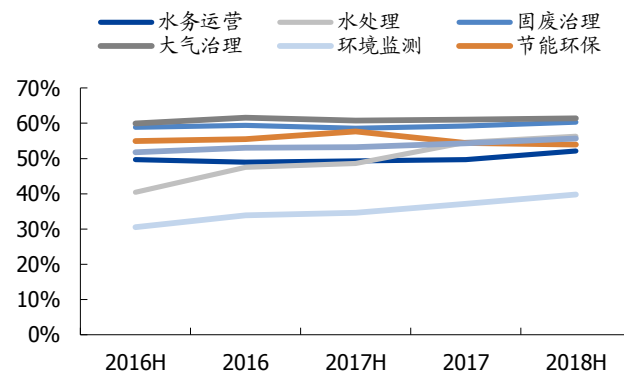
资产负债率逐年走高, PPP 模式加大企业杠杆: 环保行业上半年资产负债率为 55.7%, 同比提升 2.5 个百分点, 其中水处理、监测与去年同期相比分别提升 7.7、5.2 个百分点至 56.3%、39.8%, 主要是 PPP 模式加大企业杠杆所致。

图表 12: 行业资产负债率走高



资料来源: wind, 国盛证券研究所

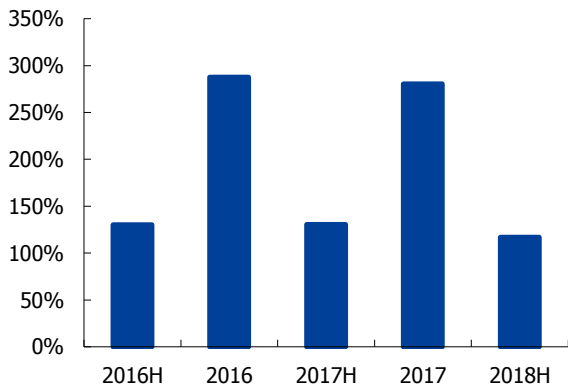
图表 13: 细分子行业资产负债率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

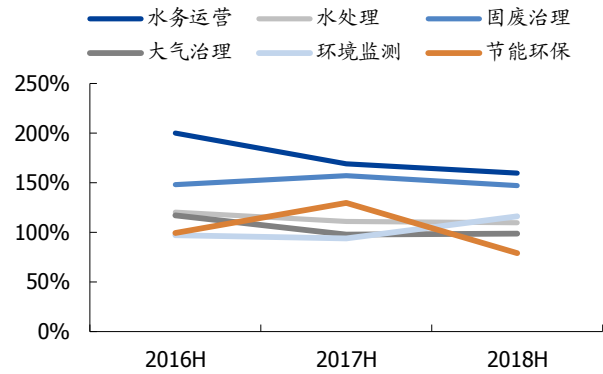
整体回款能力下降, 节能行业下降显著: 环保行业上半年应收账款周转率为 117%, 较去年下降 14 个百分点, 主要是节能行业下降 51%至 79% (主要为神雾环保、神雾节能两家公司过低所致), 固废治理行业下降 10%至 147%, 水务运营下降 9%至 160%。监测行业应收账款周转率上升 22 个百分点至 116%。

图表 14: 环保行业历年应收账款周转率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 15: 细分子行业回款状况

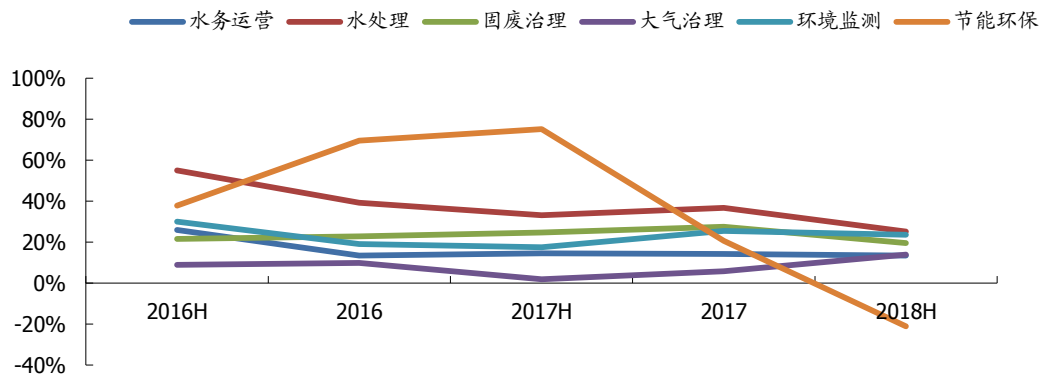


资料来源: wind, 国盛证券研究所

3. 行业分化明显, 运营类资产业绩稳定

细分子行业的收入、利润增速分化愈明显: 营收增速表现依次为水处理 (25%)、监测 (24%)、固废 (20%)、大气治理 (14%)、水务运营 (13%)、节能 (-21%)。其中, 固废处理受益于危废板块景气度较高; 监测受益于“蓝天保卫战”、“千里眼计划”等督查监测先行及网格化治理, 订单充沛; 水务板块则属于运营类资产营收增长稳健; 大气治理板块受益于非电市场的释放, 业绩抵冲电力市场下滑; 节能板块下滑较大为神雾环保、神雾节能业绩大幅下滑所致, 近年起伏较大。

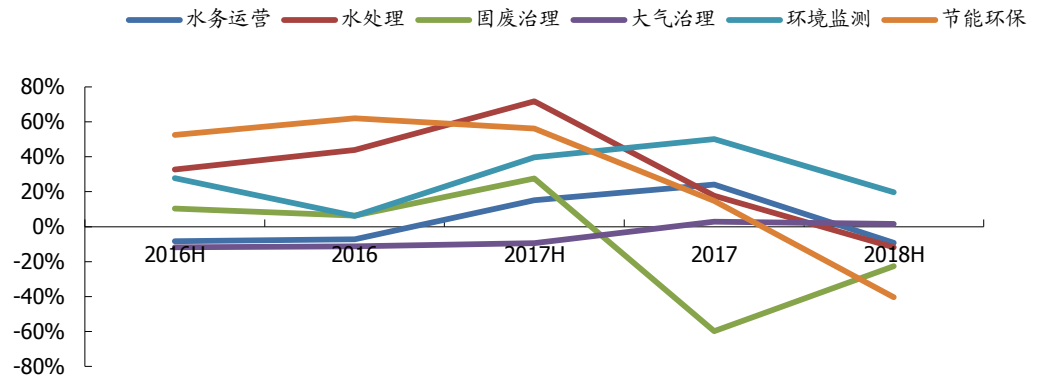
图表 16: 细分子行业历年收入增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2018 上半年环保细分行业归母净利润增速表现依次为: 监测 (20%)、大气治理 (2%)、水务运营 (-9%)、水处理 (-12%)、固废 (-23%)、节能 (-40%)。

图表 17: 细分行业历年利润增速



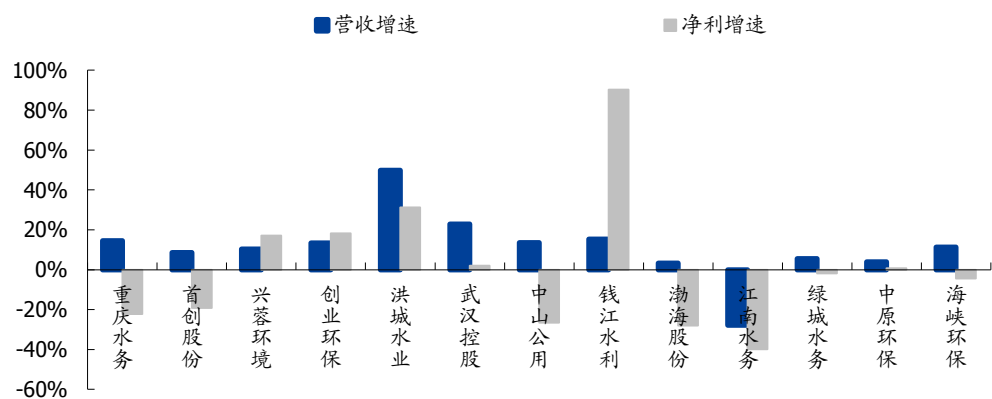
资料来源: wind、国盛证券研究所

3.1 水务行业: 平稳增长

收入稳定增长: 水务板块上半年营业收入增速为 13.4%，水务公司业务较为稳定，大部分公司收入与去年接近，洪城水业收入增速明显（收入增速 49.4%），主要是南昌天然气气化率提升和江西省污水提标改造的趋势下，天然气及给排水工程收入增长明显。

水务公司上半年净利润增速为-9.2%，下滑主要是财政补贴到期及毛利率下滑等原因造成的，其中利润占比最大的重庆水务由于上期收到财政增值税返还而本期无此因素的原因，利润较去年下滑 22.3%；首创亦由于财政补贴于 2017 年到期，利润下滑 19.2%；江南水务则由于子公司市政工程公司对外安装业务量下降，收入利润双下滑。

图表 18: 水务公司上半年收入、利润增速



资料来源: wind、国盛证券研究所

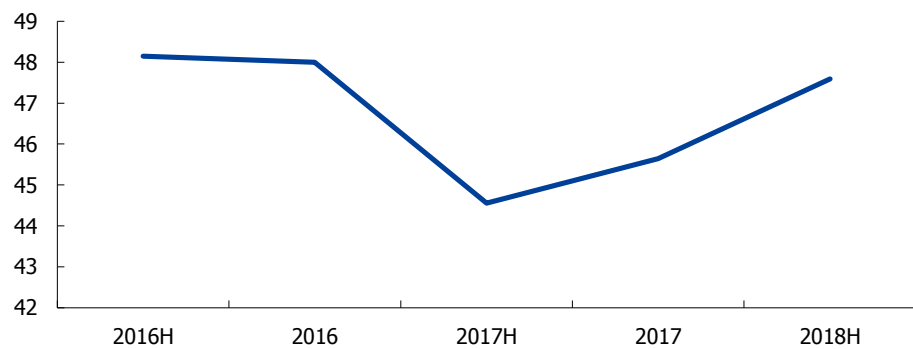
毛利率基本持平，资产负债率增加: 水务板块上半年的毛利率较去年下降 0.6 个百分点至 36.9%。此外，资产负债率上升 3 个百分点至 47.6%，主要为负债占比较大的首创股份长期借款增多所致。

图表 19: 水务公司历年毛利率

	2016H	2016	2017H	2017	2018H
重庆水务	47.8%	37.6%	46.0%	46.1%	44.6%
首创股份	36.5%	32.9%	34.4%	31.4%	34.0%
兴蓉环境	45.0%	42.0%	41.0%	41.2%	44.7%
创业环保	39.9%	41.3%	42.2%	39.9%	41.4%
洪城水业	26.1%	24.5%	25.5%	23.1%	22.7%
武汉控股	29.6%	27.4%	28.5%	25.5%	33.4%
中山公用	34.3%	32.7%	32.0%	31.1%	32.5%
钱江水利	44.1%	41.7%	41.1%	38.9%	40.8%
渤海股份	23.1%	22.9%	27.8%	29.9%	30.4%
江南水务	53.5%	54.0%	48.3%	46.7%	46.8%
绿城水务	47.4%	46.2%	46.6%	45.1%	47.3%
中原环保	41.0%	40.8%	42.3%	38.1%	43.8%
海峡环保	51.1%	47.6%	53.0%	44.2%	48.5%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 20: 水务公司历年资产负债率

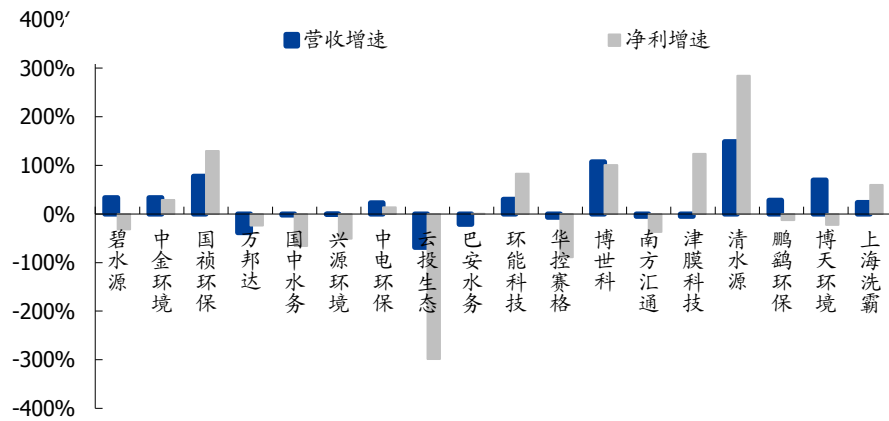


资料来源: wind, 国盛证券研究所

3.2 水处理行业: 收入利润增速不匹配

收入高增长, 利润有所下滑: 水处理板块上半年实现收入、利润的增速分别为 25.1%、-11.7%, 受益于水十条的深入推进及环保督查下水治理领域订单释放, 营业收入上涨, 但利润由于财务成本上升而下滑, 主要是 PPP 对资金需求较大, 另外与紧信用背景下应收账款及其他应收款计提坏账有关。水处理板块营收涨幅最大的清水源 (同比增加 149%) 主要系公司水处理剂产品销量增加及收购并表的原因; 国祯环保则受益于工业污水市场的放量, 业绩持续稳定增长; 而国中水务由于财务费用、管理费用上升, 导致利润下滑 65.9%; 万邦达则由于原材料价格上涨及政策性停产使得利润下滑 23.8%。

图表 21: 水处理公司收入利润增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

毛利率略有下降: 水处理板块上半年毛利率为 31.1%，较去年下降 0.6 个百分点，下降主要原因是占比较大的碧水源、中金环境承接更多的低毛利工程业务,使其毛利率下滑。

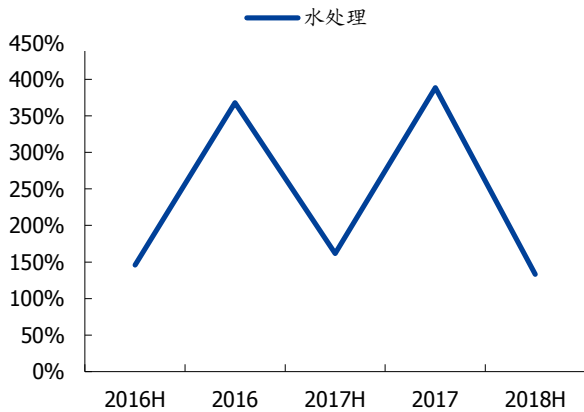
图表 22: 水处理公司历年毛利率

	2016H	2016	2017H	2017	2018H
碧水源	25.5%	31.4%	27.2%	29.0%	34.4%
中金环境	42.8%	45.3%	45.4%	44.7%	38.3%
国祯环保	33.9%	32.9%	28.2%	24.9%	23.7%
万邦达	33.0%	27.4%	27.0%	28.6%	30.6%
国中水务	34.2%	33.9%	34.0%	33.9%	34.9%
兴源环境	28.0%	24.3%	23.3%	22.6%	21.5%
中电环保	34.5%	33.5%	30.7%	30.8%	34.0%
云投生态	31.5%	28.6%	24.1%	20.0%	-61.5%
巴安水务	31.2%	33.7%	33.2%	44.1%	33.6%
环能科技	42.5%	42.4%	42.0%	42.2%	45.1%
华控赛格	30.6%	42.4%	38.0%	42.8%	36.4%
博世科	29.7%	27.2%	28.7%	28.9%	28.8%
南方汇通	43.7%	43.9%	43.3%	41.5%	41.1%
津膜科技	40.3%	30.8%	22.1%	18.6%	34.1%
清水源	23.2%	26.6%	30.0%	33.2%	36.6%
鹏鹞环保		56.1%	71.9%	52.4%	50.8%
博天环境	21.0%	24.5%	26.8%	20.3%	19.1%
上海洗霸	42.3%	43.8%	41.5%	42.3%	42.0%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

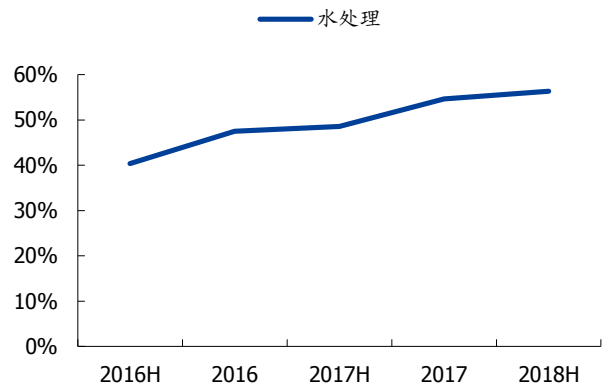
回款能力下降: 水处理板块上半年应收账款周转率为 133%，较去年下降 29 个百分点，显示行业资金周转能力承压。此外，板块资产负债率为 56.3%，较去年同期的 48.6% 上升 7.7 个百分点，主要为 PPP 模式前期借款增多所致。

图表 23: 水处理应收账款周转率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 24: 水处理板块资产负债率 (%)



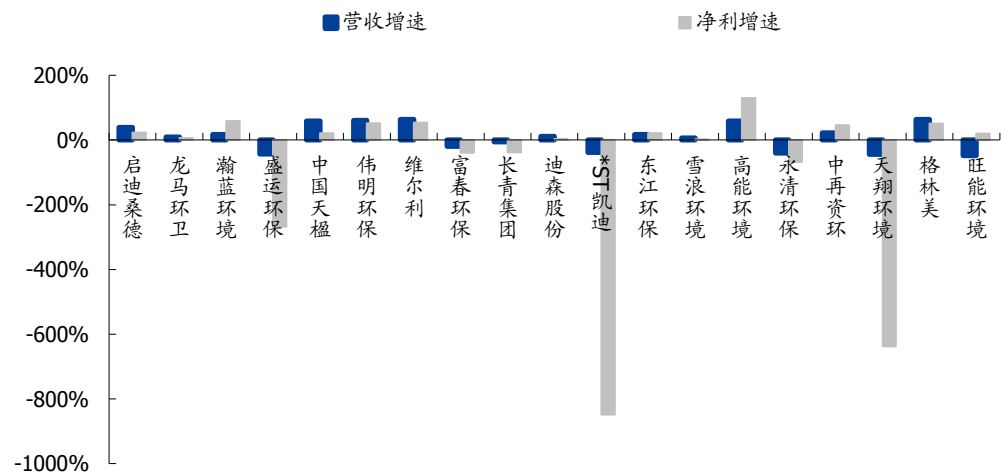
资料来源: wind, 国盛证券研究所

3.3 固废处理行业: 去杠杆下, 多公司经营遇风险

从收入端看, 固废板块上半年收入增速为 19.6%, 龙头企业如启迪桑德、格林美增长较快所致 (收入分别提升 38.5%、68.9%), 而天翔环境由于项目施工受阻而影响收入, 使其下滑 44.2%; 盛运环保由于融资困难的原因, 上半年收入增速为-43.4%。

从利润端看, 固废上半年利润增速为-22.5%, 较去年同期下滑 50 个百分点。主要受*ST 凯迪、天翔环境的影响, 去杠杆背景下, 两家公司由于融资困难, 资金流动性受阻, 利润增速分别为-847.4%、-637.9%, 较去年分别下滑 872、650 个百分点。

图表 25: 固废板块上半年收入利润增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

毛利率略有下降: 固废板块上半年毛利率为 28.2%, 较去年同期下降 1.9 个百分点, 主要是化工原料价格、人工成本的上升导致生产成本上升, 以及老产能技改导致的固定资产摊销上升。

图表 26: 固废板块历年毛利率

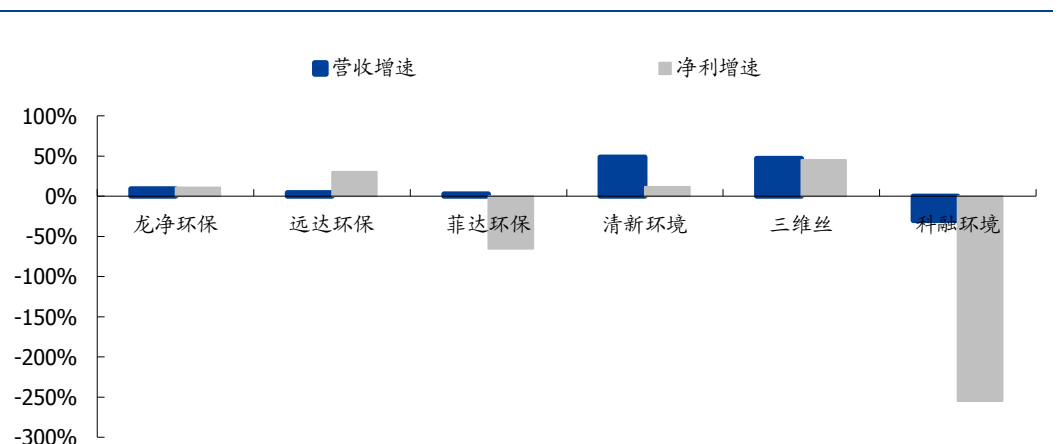
	2016H	2016	2017H	2017	2018H
启迪桑德	29.9%	32.9%	30.5%	31.0%	33.1%
龙马环卫	31.9%	30.9%	27.0%	26.9%	25.0%
瀚蓝环境	34.0%	32.4%	31.1%	31.6%	34.0%
盛运环保	43.4%	33.4%	36.8%	21.0%	31.2%
中国天楹	52.5%	44.8%	41.8%	38.4%	32.4%
伟明环保	65.9%	62.1%	65.6%	61.3%	62.0%
维尔利	38.0%	37.2%	32.3%	31.8%	32.2%
富春环保	21.3%	20.5%	21.2%	20.7%	20.2%
长青集团	28.0%	25.7%	20.8%	20.6%	19.7%
迪森股份	34.9%	35.6%	34.5%	33.7%	31.4%
*ST 凯迪	31.4%	33.5%	32.1%	24.1%	6.3%
东江环保	36.5%	36.1%	36.5%	35.9%	35.6%
雪浪环境	35.4%	32.9%	30.2%	29.9%	25.4%
高能环境	27.0%	27.4%	29.1%	27.6%	30.9%
永清环保	20.1%	23.8%	19.1%	25.5%	23.6%
中再资环	41.2%	47.4%	55.3%	44.1%	42.4%
天翔环境	36.4%	38.5%	40.9%	39.9%	26.3%
格林美	15.5%	15.7%	21.8%	19.9%	20.1%
旺能环境	16.6%	17.2%	16.8%	33.6%	46.3%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

3.4 大气治理: 非电市场释放, 收入利润齐增长

收入利润齐增长: 大气处理板块上半年收入增速为 13.9%, 较去年同期增加 12 个百分点, 利润增速为 1.6%, 较去年同期增加 11 个百分点, 收入上涨主要是非电大气治理市场景气度高, 推动龙净、清新的业绩增长, 此外, 远达环保得益于火电机组利用小时数上升, 利润上涨 26.5%, 而科融环境由于行业竞争加剧使得业务减少, 利润下滑 254.9%。

图表 27: 大气治理公司收入及利润增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

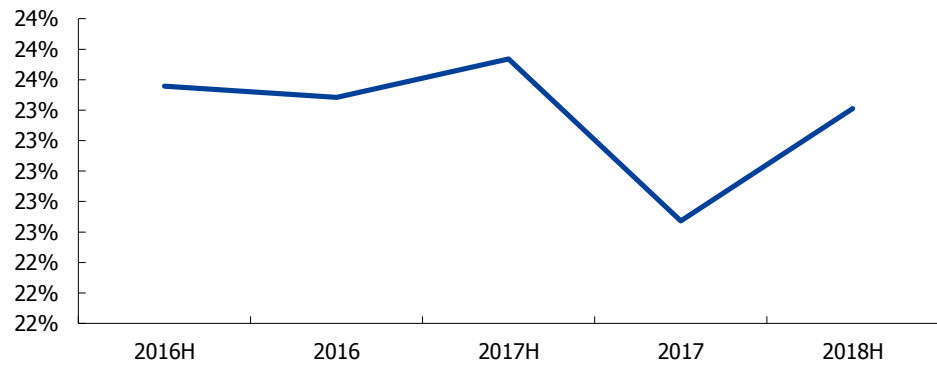
毛利率较为平稳: 大气处理板块上半年毛利率为 23.4%, 与去年 23.7% 的水平基本相当。

图表 28: 大气板块公司毛利率

	2016H	2016	2017H	2017	2018H
龙净环保	23.4%	22.6%	24.9%	24.7%	25.4%
远达环保	16.6%	17.5%	17.5%	17.9%	19.0%
菲达环保	16.9%	17.1%	17.1%	14.2%	17.3%
清新环境	38.3%	37.4%	35.0%	29.4%	29.1%
三维丝	33.1%	34.1%	21.7%	26.6%	18.2%
科融环境	27.6%	13.7%	25.1%	20.8%	23.8%

资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 29: 大气板块逐年毛利率



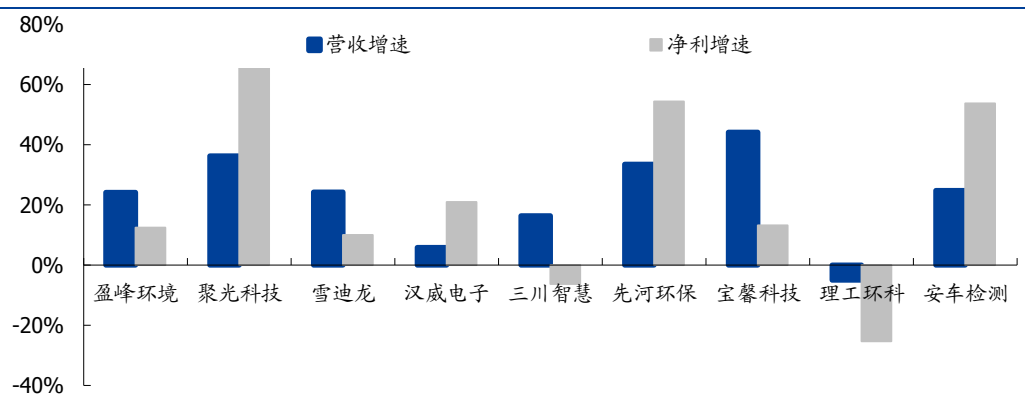
资料来源: wind、国盛证券研究所

3.5 监测行业: 去杠杆影响小, 行业景气度高

行业景气度较高: 整体板块上半年收入增速为 23.6%, 较去年提升 6.1 个百分点, 行业整体受益于国家环保督查常态化、“蓝天保卫战”监测先行、严打监测数据造假等因素催化, 营业收入普遍上涨。公司中仅有理工环科收入下滑 5.3%, 主要是受子公司造价类产品销量下降。

从利润端看, 板块上半年利润增速为 19.7%, 比去年同期下滑 20 个百分点, 主要是由于监测板块毛利率下降影响。其中盈峰环境受环保业务销售规模扩大营业成本上涨影响, 毛利率下滑 4.4%, 利润增速相比去年显著下降, 而理工环科由于子公司产品销量下滑而利润下降。

图表 30: 监测板块上半年利润收入增速



资料来源: wind、国盛证券研究所

盈利能力下降：监测板块上半年毛利率为 34.4%，较去年同期下降 2.6 个百分点，或与原材料价格提升、工程类业务占比提升有关。

图表 31: 监测行业毛利率变化

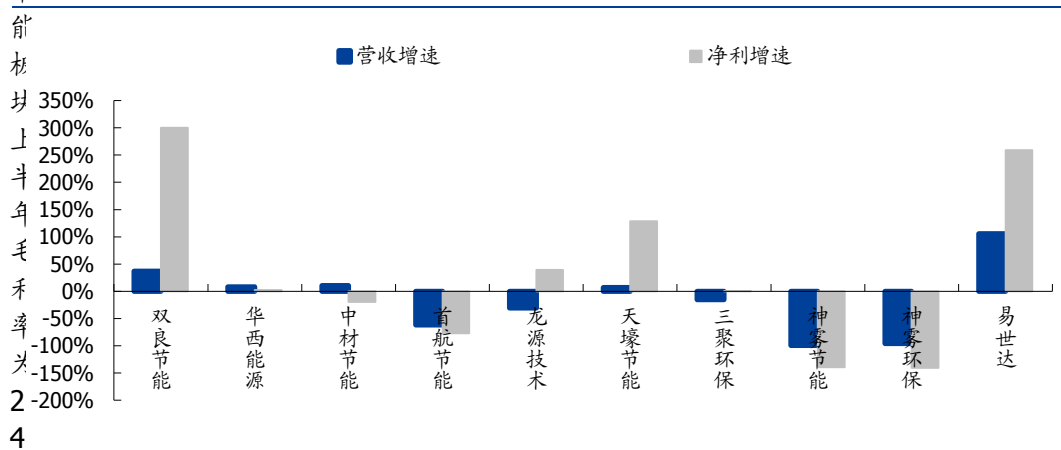
	2016H	2016	2017H	2017	2018H
盈峰环境	19.0%	20.0%	19.9%	19.3%	15.5%
聚光科技	48.9%	48.1%	49.2%	49.3%	50.4%
雪迪龙	46.1%	48.1%	48.4%	48.3%	45.6%
汉威电子	37.6%	38.6%	36.9%	37.3%	35.5%
三川智慧	38.8%	38.5%	34.6%	34.6%	31.7%
先河环保	45.6%	49.6%	48.4%	51.4%	49.3%
宝馨科技	35.0%	37.3%	39.2%	32.6%	32.0%
理工环科	60.0%	56.0%	70.3%	64.7%	66.2%
安车检测	47.6%	48.0%	49.9%	49.1%	49.5%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

3.6 节能行业：现金流不佳情况下，业绩大幅回落

节能板块上半年收入、利润增速分别为-21.0%、-40.4%，比去年同期下滑 96.3、96.6 个百分点。其中神雾环保、神雾节能表现落后（同比下降 96%、100%），主要是紧信用背景下，公司经营出现一定问题，业绩大幅低于预期。其次受到三聚环保业绩下降的影响，营业收入增速下降 123.5 个百分点至-15.32%，其主要原因是公司主营业务化石能源和贸易增值服务受宏观经济环境变化的影响以及业主现场实际情况制约，部分项目进度放缓，均出现了显著下降，同时应收账款增加。

图表 32: 节能板块上半年收入利润增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

8
%

，较去年同期增加 0.2 个百分点（剔除神雾节能、神雾环保异常值影响），基本持平。

图表 33: 节能行业毛利率变化

	2016H	2016	2017H	2017	2018H
双良节能	37.7%	38.2%	31.1%	30.0%	26.8%
华西能源	20.3%	20.0%	21.6%	23.0%	19.1%
中材节能	24.2%	26.8%	23.9%	24.0%	21.3%
龙源技术	20.7%	8.1%	21.9%	20.6%	31.1%
天壕节能	20.1%	22.5%	20.6%	25.1%	19.8%
三聚环保	24.7%	17.7%	18.1%	18.5%	23.2%
神雾节能	-16.6%	62.0%	59.7%	47.6%	103.9%
神雾环保	33.1%	34.4%	32.6%	33.0%	40.6%
易世达	18.0%	18.6%	34.2%	35.0%	28.5%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

风险提示

流动性紧张风险、环保政策推进不达预期、竞争加剧利润下滑。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com