

环保行业（含新三板）

报告原因：深度报告

2018年09月12日

环保行业 2018 中期业绩分析

净利润增速显著下滑，负债和现金流未见明显改善

下调评级

中性

行业研究/深度报告

环保板块今年市场表现



分析师：张红兵

执业证书编号：S0760511010023

电话：010-83496356

邮件：zhanghongbing@sxzq.com

研究助理：张婉姝

电话：010-83496305

邮件：zhangwanshu@sxzq.com

地址：

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国

际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

- **回顾 2018：估值回落，板块整体表现欠佳。**2018 年以来，环保工程及服务 II 下跌 41.20%（截止 9 月 11 日），跑输沪深 300（-20.12%）及创业板（-21.16%）。2018 年以来，环保各子行业估值水平继续回落。目前，环保板块相对沪深 300 的市盈率已经跌至 1.73，相对创业板的市盈率跌至 0.53，年内持续创下新低。
- **营收保持增长，净利率水平下降。**1) 2018H1，主要环保公司实现营业收入 647.97 亿元，同比增长 11.07%；实现归母净利润 76.29 亿元，同比增长 3.99%；营收、净利润增速同比、环比均出现显著下降。2) 2018H1 环保行业整体毛利率为 29.98%，同比上升 1.83pct；受到财务费用大幅上升的影响，行业整体净利率继续呈现下降趋势，2018H1 整体净利率 11.88%，同比下降 0.79pct。
- **2018Q2 营收、净利润增速下降明显。**分季度来看，2018 年以来，尽管环保行业整体单季度营收均保持 8% 以上的增长，但增速明显低于 2017 年同期，2018Q2 营收增速同比下降 17.02pct，环比下降 6.89pct；2018Q2 归母净利润增速-2.65%，大幅低于 2017 年同期及 2018Q1。
- **资产负债率继续提高。**2018H1 行业整体资产负债率达到 55.04%，同比上升 2.06pct。其中，PPP 参与度较高的水处理行业提升明显，近年来向环境治理拓展的监测行业资产负债率也有显著提高。
- **现金流未现明显改善。**2018H1，各子行业经营性净现金流未现明显改善，除运营属性较重的水务行业外，其他行业整体经营性现金流均为负值。投资净现金流延续了快速下降的趋势，以 PPP 项目较多的子行业最为明显；但水处理行业两项主要对外投资项目金额均有所下降。
- **下半年展望：运营类公司确定性较强，工业环保景气度较高。**我们认为，下半年，运营类业务仍会贡献平稳的业绩，工程类公司 2018 年新增订单总体仍然呈现上升的趋势，表明市场的需求仍然旺盛，目前上市公司在手订单充足。考虑到融资环境略有宽松但难见进一步好转，下半年工程项目进度或难超预期，预计业绩相对上半年总体稳定。今年企业对应收账款的管理进一步加强，四季度是环保行业回款高峰，应收账款或总体可控。但目前股权融资遇冷，企业资产负债率或有进一步上升的空间，同时财务费用率或进一步提高，降低净利润预期。工业水处理和监测行业资金压力较小，下半年景气度仍较高，但社保新政或降低净利润增速。当前背景下，建议关注运营类公司以及景气度较高的工业水处理和监测公司，避险为上。
- **风险提示：**宏观经济波动风险；政策推进不及预期；PPP 项目进度不及预期；融资及债务风险。



目录

1. 2018 年行情回顾：板块整体表现欠佳.....	5
1.1 行情表现欠佳	5
1.2 估值回落，持续创下新低	5
2. 环保行业业绩情况分析.....	6
2.1 整体表现：行业整体增速下降	6
2.2 盈利质量：净利率持续下降，应收款有所分化.....	11
2.3 现金流：未现明显改善	15
3. 下半年展望：运营类公司确定性较强，工业环保景气度较高.....	17
3.1 市政运营较稳定，市政工程难超预期，工业环保景气依旧.....	17
3.2 重点关注运营类公司和工业环保相关标的.....	20
4. 风险提示.....	20

图表目录

图 1: 环保板块 2018 年上半年行情回顾.....	5
图 2: 各子行业估值均处于历史低位.....	6
图 3: 环保板块相对沪深 300/创业板估值处历史低位.....	6
图 4: 环保行业主要公司营收情况.....	7
图 5: 环保行业主要公司归母净利润情况.....	7
图 6: 环保企业营收增速分布.....	8
图 7: 环保企业归母净利润分布.....	8
图 8: 子行业营业总收入（亿元）.....	8
图 9: 子行业归母净利润（亿元）.....	8
图 10: 子行业营收增速.....	9
图 11: 子行业归母净利润增速.....	9
图 12: 环保行业分季度营收增速.....	9
图 13: 环保行业分季度归母净利润增速.....	9
图 14: 子行业分季度营收增速.....	10
图 15: 子行业分季度归母净利润增速.....	10
图 16: 工程类公司营收增速较高.....	10
图 17: 工程类公司归母净利润增速大幅下降.....	10
图 18: 环保板块毛利率、净利率情况.....	11
图 19: 子行业毛利率情况.....	11
图 20: 子行业净利率情况.....	11
图 21: 环保行业三大费用率.....	12

图 22: 子行业销售费用率情况	12
图 23: 子行业管理费用率情况	13
图 24: 子行业财务费用率情况	13
图 25: 环保板块 ROE、ROIC 情况	13
图 26: 子行业 ROE 情况	13
图 27: 子行业 ROIC 情况	13
图 28: 环保行业整体资产负债率继续提高	14
图 29: 水处理、监测行业资产负债率显著提升	14
图 30: 环保行业整体应收账款/总资产	15
图 31: 子行业应收账款/总资产情况	15
图 32: 子行业经营性净现金流（亿元）	16
图 33: 销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入	16
图 34: 环保行业投资性净现金流（亿元）	16
图 35: 子行业投资性净现金流（亿元）	16
图 36: 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（亿元）	17
图 37: 投资支付的现金（亿元）	17
图 38: 运营类公司净利率呈上升趋势	18
图 39: 运营类公司资产负债率控制良好	18
表 1: 主要市政工程类公司 2018H1 新增订单整体呈上升趋势	18
附录 1: 重点环保公司收入（单位：亿元）	21
附录 2: 重点环保公司归母净利润（单位：亿元）	22

1. 2018 年行情回顾：板块整体表现欠佳

1.1 行情表现欠佳

2018 年以来，环保工程及服务 II 下跌 41.20%（截止 9 月 11 日），跑输沪深 300（-20.12%）及创业板（-21.16%）。除一月底部分公司年报业绩预告不及预期，板块出现较大跌幅外，申万环保工程及服务 II 指数整体走势与创业板基本一致，未走出明确的行情。

图 1：环保板块 2018 年上半年行情回顾

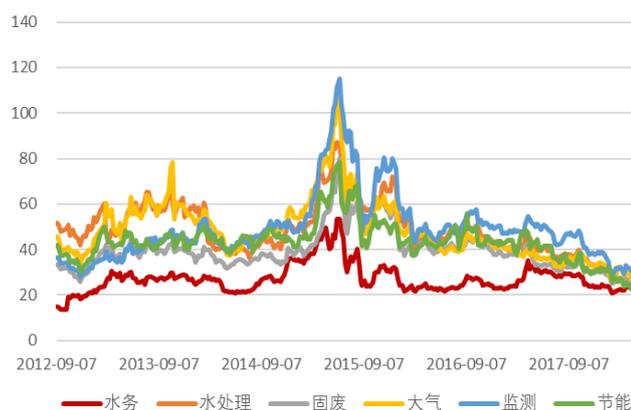


数据来源：山西证券研究所、Wind

1.2 估值回落，持续创下新低

2018 年以来，环保各子行业估值水平继续回落。目前，水务、水处理、固废板块 PE（整体法）已经跌到 20 倍以下，17 年以前估值较高的监测板块也回落到 24.92 倍。环保板块相对沪深 300 的市盈率已经跌至 1.73，相对创业板的市盈率跌至 0.53，年内持续创下新低。

图 2：各子行业估值均处于历史低位



数据来源：山西证券研究所、Wind

图 3：环保板块相对沪深 300/创业板估值处历史低位



数据来源：山西证券研究所、Wind

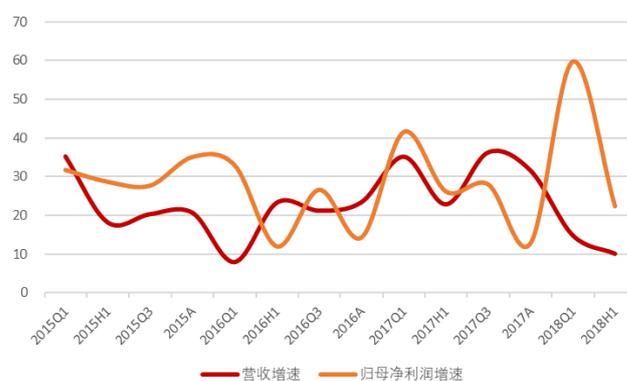
2. 环保行业业绩情况分析

2.1 整体表现：行业整体增速下降

行业整体营收、净利润增速明显放缓

2018 年以来，受到宏观“去杠杆、紧信用、严监管”的影响，环保企业（尤其是民企）融资受到一定的限制，影响到部分工程项目的推进。2018 年上半年，纳入申万环保工程及服务 II 的 48 家公司合计实现营业收入 631.30 亿元，同比增长 10.06%，增速较 2017H1 下降 12.77pct；实现归母净利润 80.17 亿元，同比增长 22.45%，增速较 2017H1 下降 3.81pct。

图 4：SW 环保工程及服务 II 财务纵比

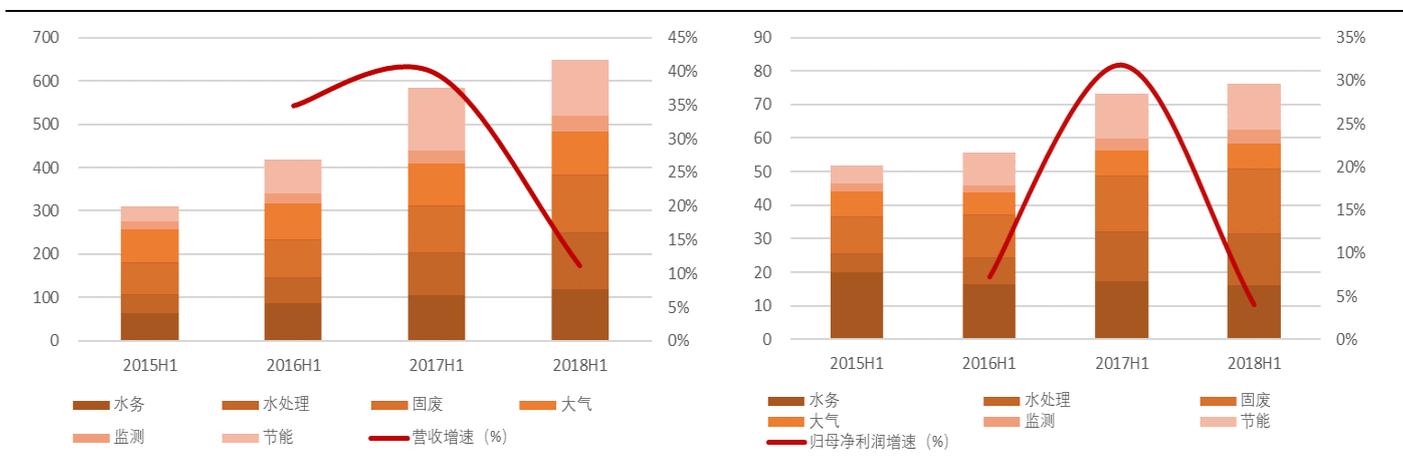


数据来源：山西证券研究所、环保部

剔除掉经营情况出现异常变动的公司，并纳入我们认为具有代表性的环保公司，我们重点关注的 42 家环保公司（具体见附录 1）2018H1 实现营业总收入 647.97 亿元，同比增长 11.07%，增速显著低于 2016H1 和 2017H1（分别为 39.48%和 43.91%）；实现归母净利润 76.29 亿元，同比增长 3.99%，增速也为 3 年来最低。

图 5：环保行业主要公司营收情况

图 6：环保行业主要公司归母净利润情况



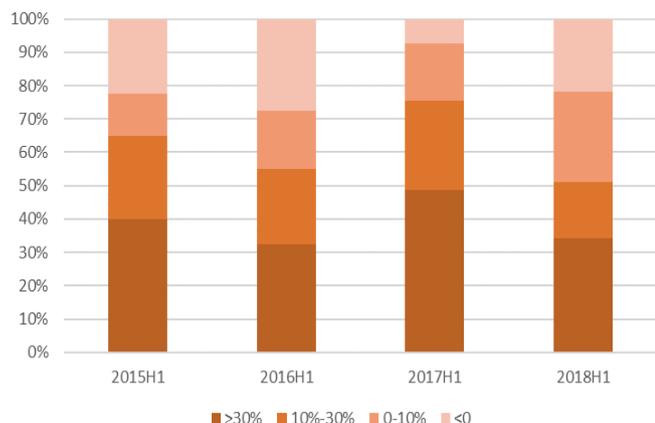
数据来源：山西证券研究所、Wind

数据来源：山西证券研究所、Wind

我们统计的 42 家环保公司中，2018H1 仅有 14 家公司营收增速超过 30%，占比 34%，比 2017H1 少 6 家（占比 48.78%）；营收出现负增长的公司有 9 家，同比增加 6 家；营收增速在 0-10% 范围内的公司也同比增加 4 家达 11 家；行业整体营收增速明显放缓。

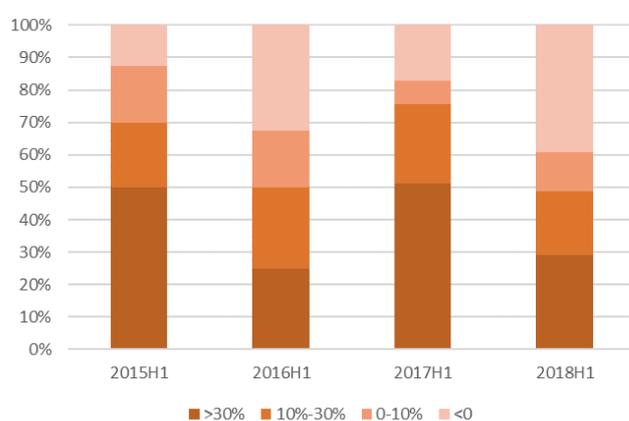
同时，净利润增速下降的趋势更为显著。2018H1，仅有 20 家公司净利润增速超过 10%；净利润同比下降的公司有 16 家，为 2015 年以来最高。

图 7：环保企业营收增速分布



数据来源：山西证券研究所、Wind

图 8：环保企业归母净利润分布



数据来源：山西证券研究所、Wind

分行业来看，尽管部分项目进度放缓，但基于水处理需求依旧高企、在手订单规模的上升，水处理行业 2018H1 的营收仍保持了 34.28% 的高增长，增速略高于 2017H1（29.77%），是唯一一个中报营收增速同比上升的子行业，但由于融资成本上升，行业归母净利润增速出现了大幅下降，2018H1 为 3.08%，大幅低于去年同期的 71.26%。固废、监测行业的中报营收增速较为平稳，虽然未出现持续的上升，但增速下降幅度不大，净利润增速虽均同比下滑，但依然大幅高于 2016 年同期。节能行业的业绩下滑最为明显，中报营收和净利润均连续两年出现大幅度下滑，是唯一一个 2018H1 的营收出现同比下降的子行业。水务、大气行业则保持了较低的营收增速，除 2017H1 净利润增速为正外，2016/2018 年中报净利润均出现了下降。

图 9：子行业营业总收入（亿元）

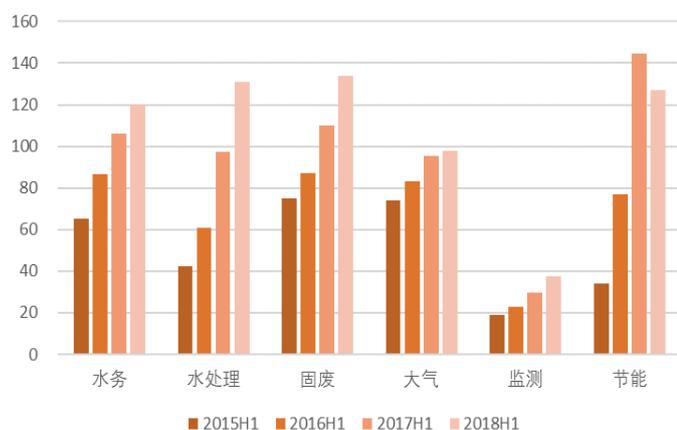
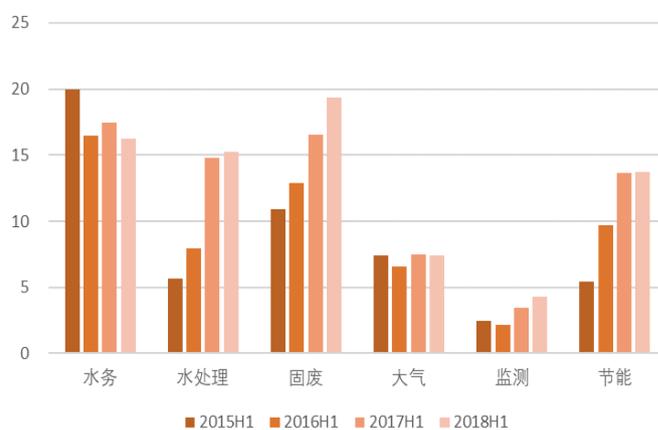
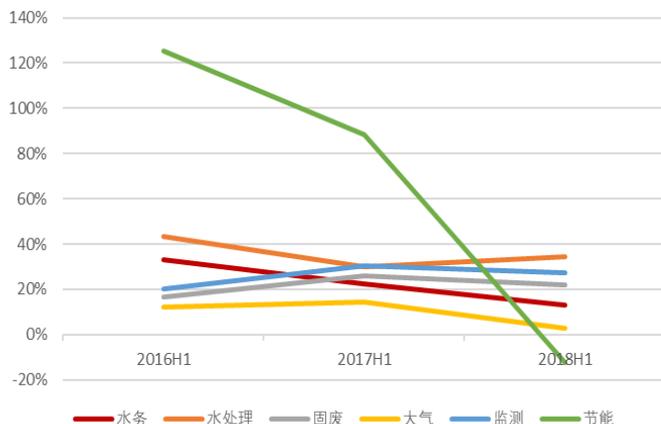


图 10：子行业归母净利润（亿元）



数据来源：山西证券研究所、Wind

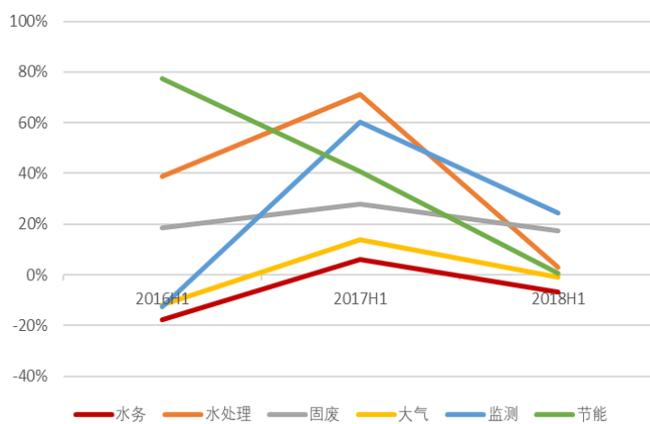
图 11：子行业营收增速



数据来源：山西证券研究所、Wind

数据来源：山西证券研究所、Wind

图 12：子行业归母净利润增速

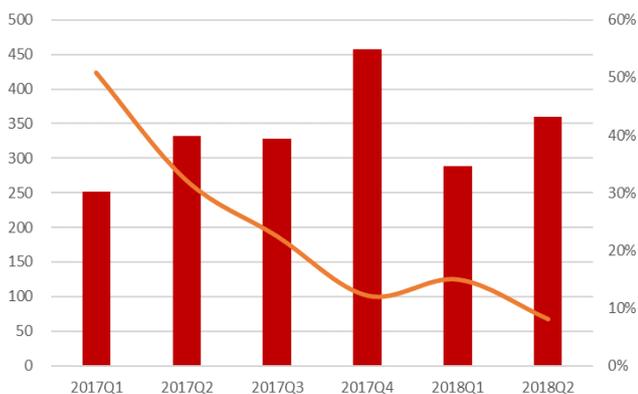


数据来源：山西证券研究所、Wind

2018Q2 营收、净利润增速下降明显

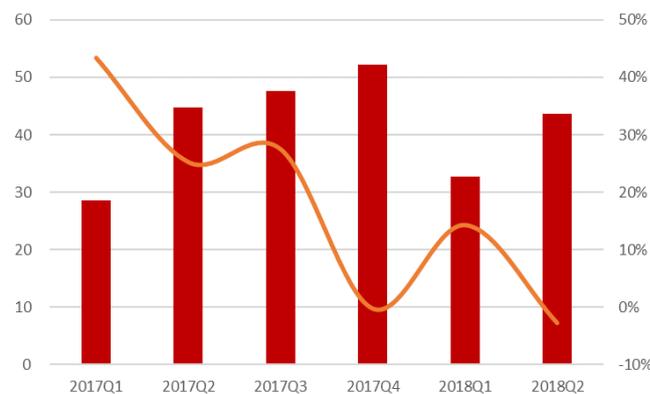
分季度来看，2018 年以来，尽管环保行业整体单季度营收均保持 8% 以上的增长，但增速明显低于 2017 年同期，2018Q2 营收增速同比下降 17.02pct，环比下降 6.89pct。除固废、监测行业外，其他子行业 2018Q2 营收增速较 2017Q2 均出现大幅下降。而二季度行业整体归母净利润增速为-2.65%，大幅低于 2017 年同期及 2018Q1，子行业中仅固废和监测行业二季度净利润同比实现增长。

图 13：环保行业分季度营收增速



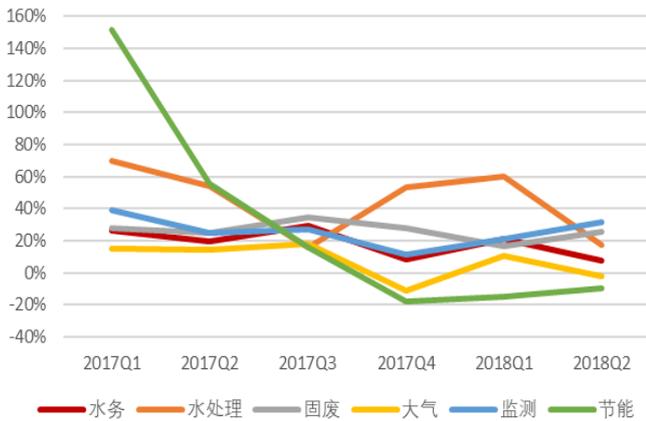
数据来源：山西证券研究所、Wind

图 14：环保行业分季度归母净利润增速



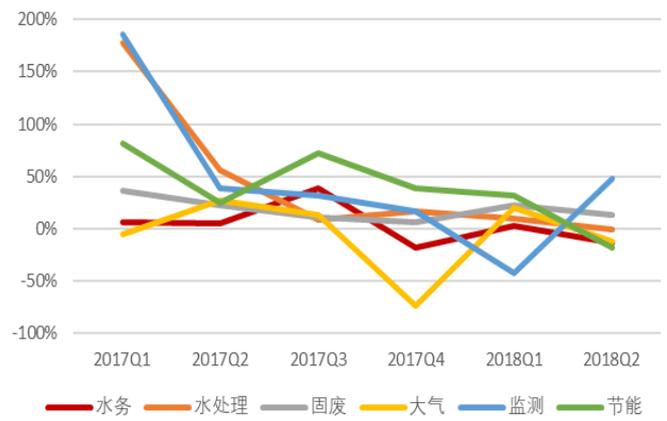
数据来源：山西证券研究所、Wind

图 15：子行业分季度营收增速



数据来源：山西证券研究所、Wind

图 16：子行业分季度归母净利润增速

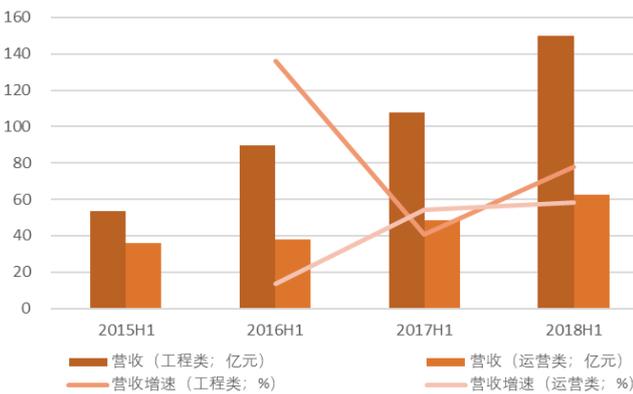


数据来源：山西证券研究所、Wind

工程类公司净利润增速大幅下降，运营类公司景气度较高

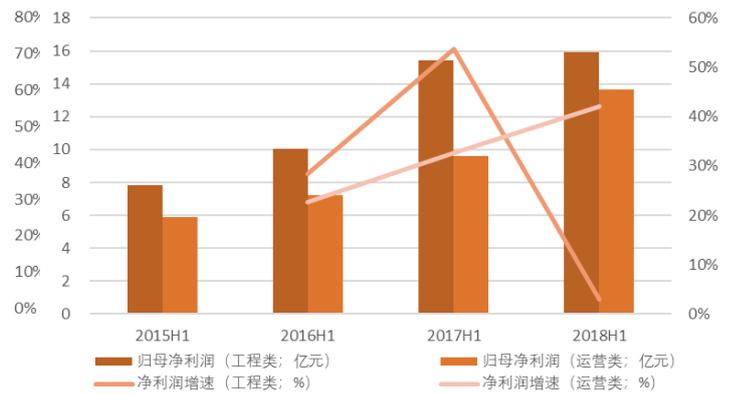
我们选出代表性工程类和运营类公司对其盈利情况进行统计。结果表明，工程类公司 2018H1 的营收增速（28.90%）较 2017H1（20.35%）明显提高，但净利润增速大幅下降到 2.99%；运营类公司的营收增速比去年同期小幅上升 1.95pct 达 29.03%，依然保持了较为快速的增长，同时其净利润增速同比上升 9.45pct 达 42.15%，利润增速高于收入增速 13.12pct，盈利质量更高。

图 17：工程类公司营收增速较高



数据来源：山西证券研究所、Wind（注*：工程类公司包括：高能环境、启迪桑德、博天环境、万邦达、维尔利、博世科、碧水源）

图 18：工程类公司归母净利润增速大幅下降



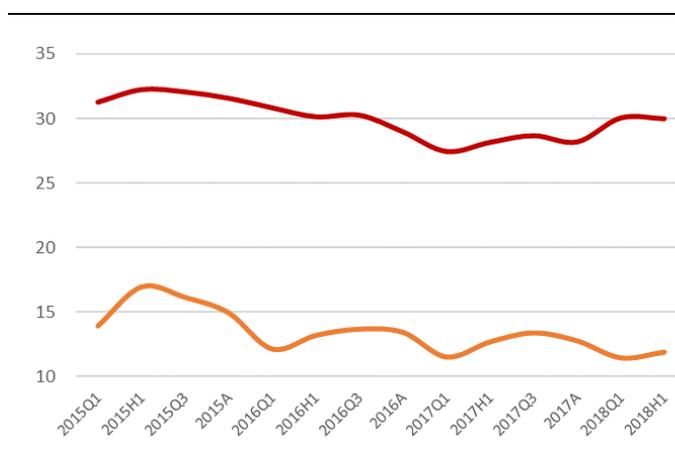
数据来源：山西证券研究所、Wind（注*：运营类公司包括：瀚蓝环境、伟明环保、上海环境、国祯环保、环能科技）

2.2 盈利质量：净利率持续下降，应收款有所分化

毛利率有所回升，净利率持续下降

我们重点关注的 42 家企业毛利率自 2017Q1 达到近 4 年低点后有所回升，2018H1 整体毛利率为 29.98%，同比上升 1.83pct。环保行业整体净利率自 2015 年以来呈现持续下降趋势，2018H1 整体净利率 11.88%，同比下降 0.79pct。

图 19：环保板块毛利率、净利率情况



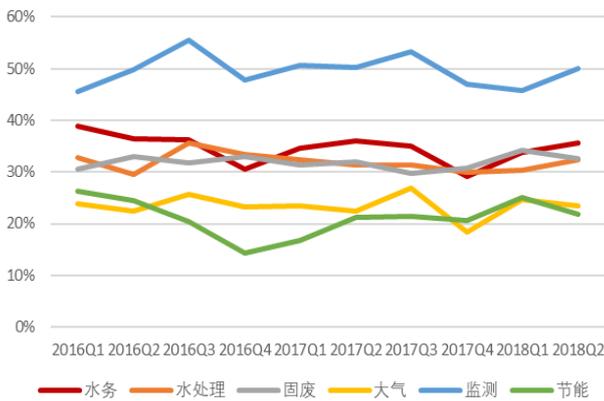
数据来源：山西证券研究所、环保部

从子行业的情况来看，固废行业 2018Q1/2018Q2 毛利率均高于去年同期，水务、水处理、监测行业二季度毛利率有所回升，但与历史年份比较变动不大。

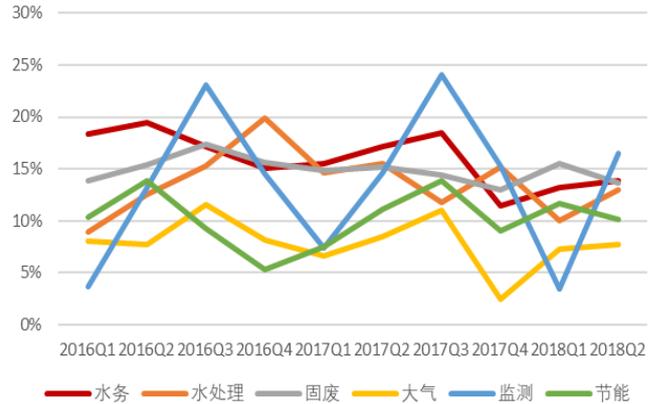
除节能行业外，其他子行业二季度净利率均环比提升，但除监测行业同比出现小幅增长外，其余行业二季度净利率同比均出现下降。

图 20：子行业毛利率情况

图 21：子行业净利率情况



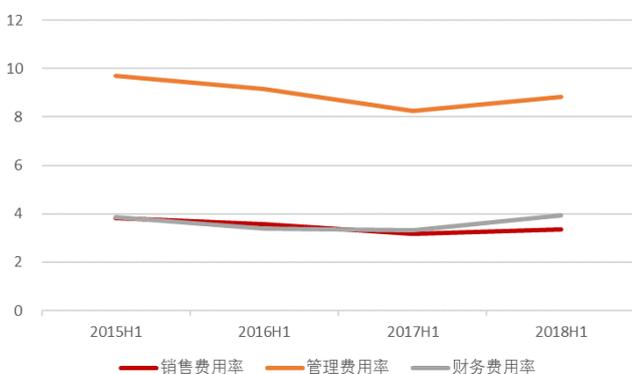
数据来源：山西证券研究所、Wind



数据来源：山西证券研究所、Wind

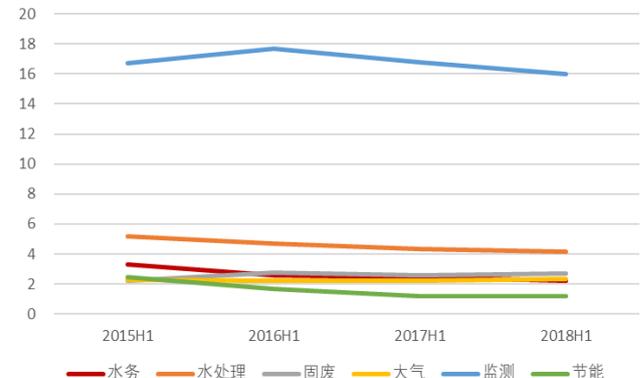
2018H1，环保行业整体三大费用率均略微上升，但仍然低于 2016H1 的水平。各子行业销售费用率、管理费用率均得到了平稳的控制；但除固废行业外，其他行业的财务费用率均出现了不同程度的上升，其中水处理、大气、监测行业连续 2 年上升，上升幅度均超过 90%。主要原因在于：（1）水处理行业大部分公司 PPP 项目快速增加导致投资资金需求增加，新增银行借款及债券利息费用快速增加，财务费用率显著上升，也是行业净利率下降的主要原因；（2）大气行业权重股清新环境 2016 年开始借款增加导致利息支出增加，同时 BOT 项目投运导致费用化利息增加，增加当期财务费用；（3）部分传统监测公司涉足环境治理业务，导致资金投入增加，进而银行贷款增加，推高财务费用。

图 22：环保行业三大费用率



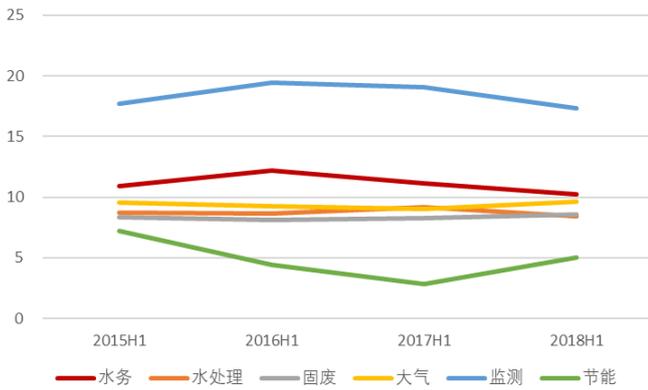
数据来源：山西证券研究所、Wind

图 23：子行业销售费用率情况



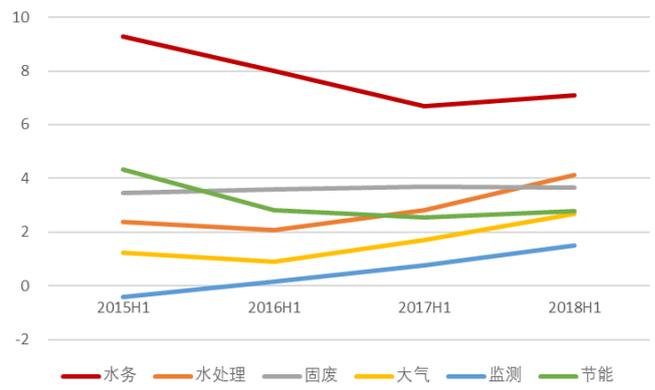
数据来源：山西证券研究所、Wind

图 24：子行业管理费用率情况



数据来源：山西证券研究所、Wind

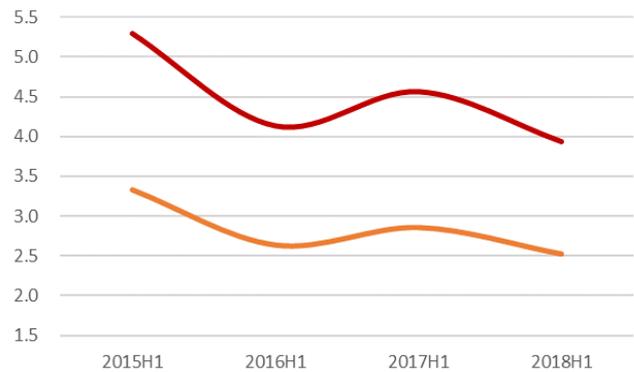
图 25：子行业财务费用率情况



数据来源：山西证券研究所、Wind

环保行业整体 ROE 和 ROIC 水平均有所下降，与前面净利率下降的情况相符。从子行业来看，仅监测板块 ROE 和 ROIC 16 年以来有所上升，其他板块均有不同程度的下降，其中，节能板块跌幅最大。

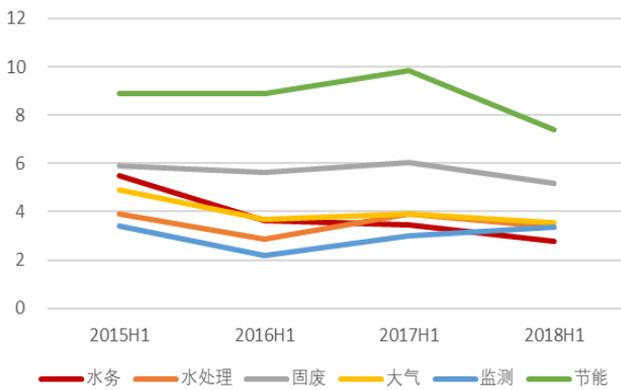
图 26：环保板块 ROE、ROIC 情况



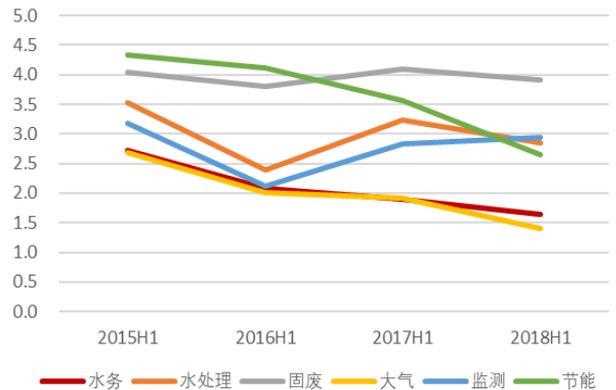
数据来源：山西证券研究所、Wind

图 27：子行业 ROE 情况

图 28：子行业 ROIC 情况



数据来源：山西证券研究所、Wind



数据来源：山西证券研究所、Wind

资产负债率继续上升，部分行业应收账款占比同比下降

水处理、监测行业资产负债率继续提升

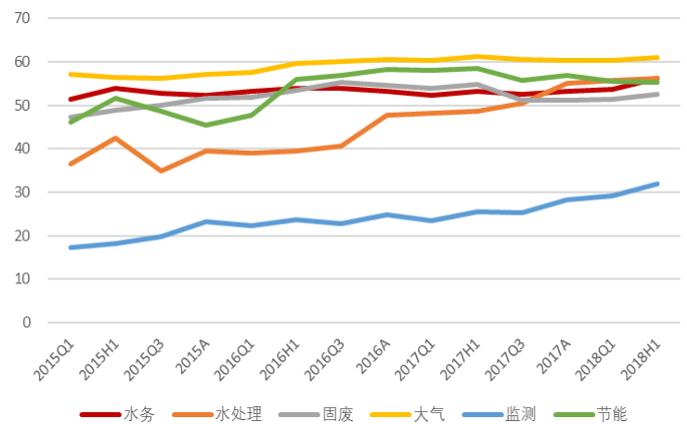
2015 年中期以来，受到工程类公司大力拓展 PPP 模式的影响，环保行业整体的资产负债率水平持续提高，2018H1 行业整体资产负债率达到 55.04%，同比上升 2.06pct，环比上升 1.28pct。具体来看，PPP 项目参与度最高的水处理行业资产负债率提升明显，由 2015H1 的 42.44% 提升至 2018H1 的 52.61%，比 2017A 和 2018Q1 分别提高 1.10pct/0.43pct；监测行业部分公司 15 年以来积极布局环境治理业务，重资产业务逐渐增加，银行贷款增加迅速，资产负债率显著上升，3 年期间上升 13.84pct。其他子行业资产负债率基本保持稳定。

图 29：环保行业整体资产负债率继续提高

图 30：水处理、监测行业资产负债率显著提升



数据来源：山西证券研究所、Wind

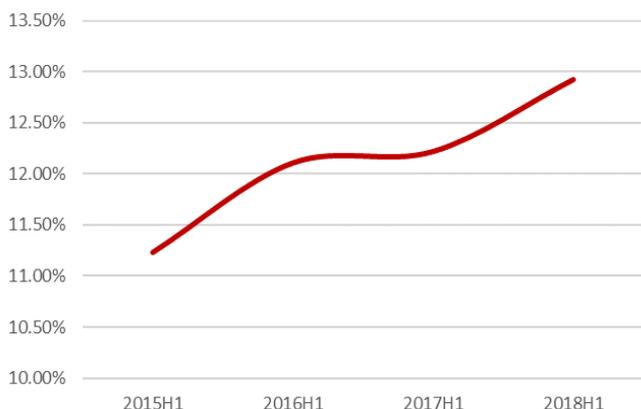


数据来源：山西证券研究所、Wind

应收账款情况出现分化

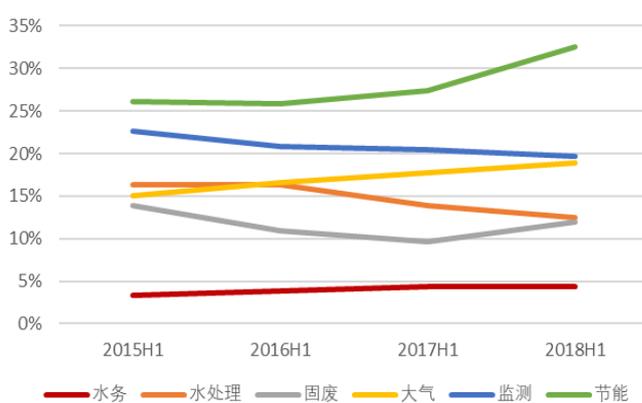
2018H1，环保行业整体应收账款占比达 12.93%，为近 4 年来最高值，与去年同期相比上升 0.71pct。其中，节能行业应收账款占比同比上升 5.17pct，提升明显，主要是受到三聚环保应收账款大幅提高的影响；大气、固废行业应收账款占比也有所提升，但增速较缓；水处理行业大部分公司 2017 年以来均加强了对应收账款的管理，应收账款占总资产的比例继 2017H1 以来继续下降，2018H1 为 12.52%。

图 31：环保行业整体应收账款/总资产



数据来源：山西证券研究所、Wind

图 32：子行业应收账款/总资产情况



数据来源：山西证券研究所、Wind

2.3 现金流：未现明显改善

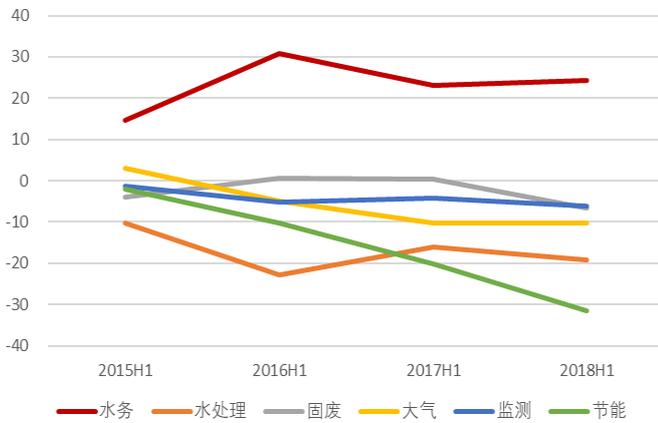
经营性现金流未现明显改善

2018H1，各子行业经营性净现金流未现明显改善，除运营属性较重的水务行业外，其他行业整体经营性现金流均为负值。节能行业受到三聚环保影响，下降最为迅速；水处理行业处于建设期的项目规模增加，导致支付货款、工程款金额增加，经营性现金流出增加；同时，受到今年“去杠杆、紧信用”环境的影响，部分龙头公司项目进度有所放缓，付款周期相应滞后，水处理行业中报现金流持续为负且相对去年有所下降。

但水务、水处理行业销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入的比例同比上升，结合上文应收账款占比有所下降，行业回款出现好转迹象；大气行业此项指标则一直表现平稳；固废、监测、节能行业出现

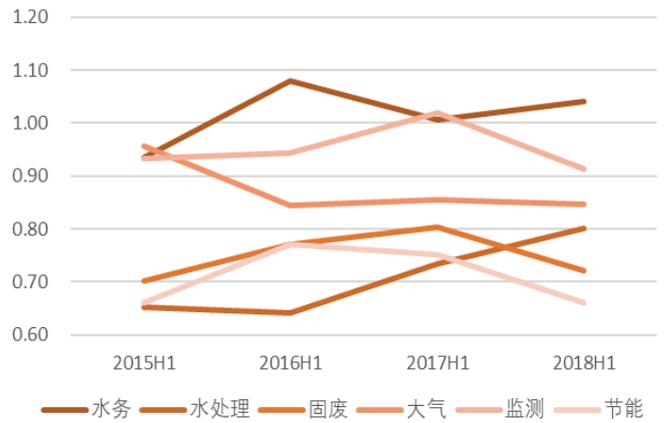
明显下降。

图 33：子行业经营性净现金流（亿元）



数据来源：山西证券研究所、Wind

图 34：销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入

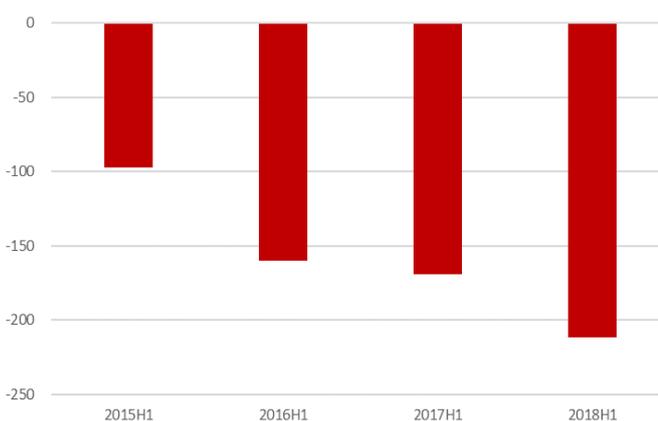


数据来源：山西证券研究所、Wind

投资净现金流延续快速下降趋势

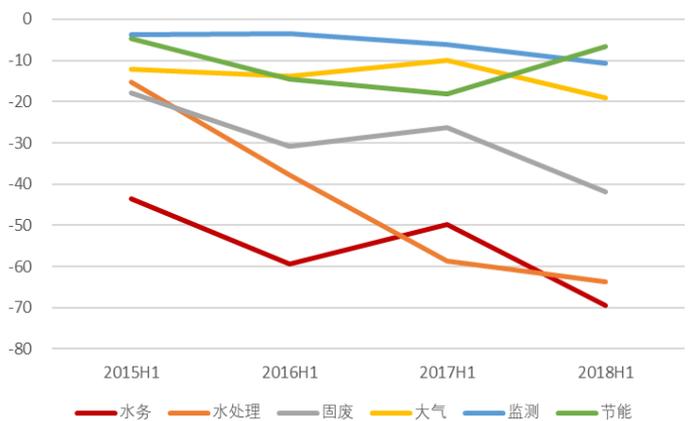
2015 以来，环保行业投资性净现金流一直呈现快速下降的趋势。其中，水处理行业下降最为明显，主要由于大量流域治理、污水处理项目以 PPP 模式展开，上市公司 PPP 项目投资增加，新设项目公司增加所致。此外，与 PPP 相关度高的固废、水务行业投资性净现金流也出现大幅下降，但相比水处理行业降幅较小。

图 35：环保行业投资性净现金流（亿元）



数据来源：山西证券研究所、Wind

图 36：子行业投资性净现金流（亿元）

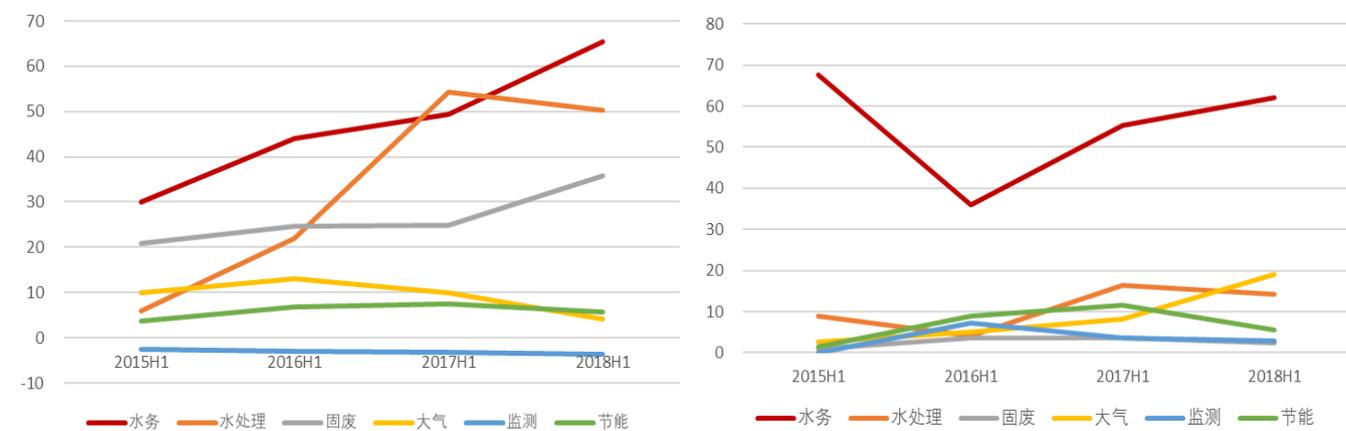


数据来源：山西证券研究所、Wind

从投资活动现金流出项目来看，水务、水处理、固废行业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金相比 2015H1 显著增长，与其大量 PPP 项目投入建设相关；但 2018H1，水处理行业两项主要对外

投资项目金额均有所下降，主要缘于部分权重公司 PPP 项目进度不及预期，投资增速减缓所致。

图 37：购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（亿元）
图 38：投资支付的现金（亿元）



数据来源：山西证券研究所、Wind

数据来源：山西证券研究所、Wind

3. 下半年展望：运营类公司确定性较强，工业环保景气度较高

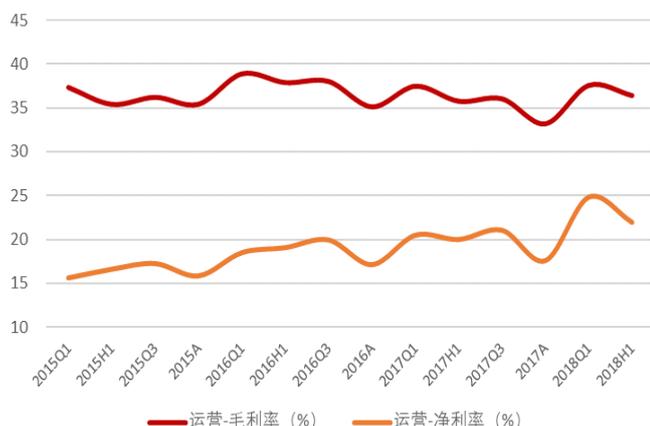
3.1 市政运营较稳定，市政工程难超预期，工业环保景气依旧

市政环保：运营端筑底，工程端难超预期

运营端筑底，稳定性较高。水务、固废等典型环保投资运营类项目投资建设期较长，在手运营规模提升较慢，但已投入运营的项目有着稳定的现金流入，为企业收入奠定了较为稳定的基础，但增速较为平稳。运营类公司近年来毛利率基本保持稳定，由于部分企业利息支出和摊销费用减少，财务费用出现较大幅度下降，净利率呈现出上升趋势。考虑到社保缴费成本的影响，多数固废企业成本将有所上升，对利润增速造成压制。从成长能力角度看，下半年市政运营类公司营收仍有望保持上半年的营收增速（约 30%），但利润增速有下降压力。

运营类公司 16 年以来资产负债率控制良好, 应收账款周转率同比基本稳定, 在当前融资环境依然较紧的情况下, 其融资需求相对工程类企业低, 政府付费周期更为稳定, 运营风险更低, 避险价值凸显。

图 39: 运营类公司净利率呈上升趋势



数据来源: 山西证券研究所、Wind

图 40: 运营类公司资产负债率控制良好



数据来源: 山西证券研究所、Wind

工程端在手订单充足, 政策托底力度决定下半年业绩释放情况

工程端新增订单整体呈上升趋势, 行业治理需求依旧高企。项目推进主要取决于融资环境的变化。

表 1: 主要市政工程类公司 2018H1 新增订单整体呈上升趋势

公司	报告期内新增订单金额 (亿元)			期末在手订单规模 (亿元)		
	2016H1	2017H1	2018H1	2016H1	2017H1	2018H1
碧水源	92.84	258.94	309.86	185.08	365.48	793.16
巴安水务	13.68	6.20	34.29	13.40	17.47	50.15
维尔利	4.96	4.80	9.32	14.92	17.66	22.85
环能科技	0.08	1.47	0.22	0.01	0.76	2.38
万邦达	14.35	0.09	1.78	23.96	10.98	9.60
博天环境		16.95	79.98		37.89	129.84
博世科	8.69	24.46	18.87	18.64	35.52	54.97
国祯环保	9.21	16.45	48.78	15.25	26.95	102.68
高能环境	17.33	12.57	22.92			86.04

资料来源: 山西证券研究所、公司公告 (注*: 期末在手订单规模包含尚未执行订单和处于施工期末完成投资金额)

我们在此前的报告中反复提及, 今年市场受宏观和国际环境影响波动较大, 由于 PPP 清库、债务违约事件频发、银行对民企信贷收紧的影响, 部分环保工程公司融资受到抑制, 项目进度不及预期, 影响年中业绩。

➤ 行业内部情况：

我们在 2018 年中期策略报告中提请投资者重点关注环保公司的资产负债率、现金流情况是否有所改善。从目前中期业绩的情况来看，行业整体资产负债率继续上升，水处理行业整体上升幅度较大；经营和投资净现金流同比继续下降，行业内部未见明显改善。

➤ 货币政策情况：

我们同时提出下半年货币政策会适当放松，但更多会以结构性宽松的形式出现，整体的宽松预期仍然较低；7 月底的中央政治局会议和 8 月份的适当宽松验证了我们的判断。环保行业重资产投入较多，当前时点对融资环境改善的依赖性进一步增强，通过我们的调研可以得知，近期企业融资状况有所好转，利好下半年业绩释放。但同时我们也应该看到：除非宏观经济出现大的变化，否则进一步宽松的预期并不强，因此下半年环保工程类项目推进速度或有所好转，但仍然不甚乐观。

➤ 财政政策情况：

虽然国常会和 7.31 政治局会议均对财政政策提出了更加积极的要求，但主要针对基础设施较为落后地区以及乡村振兴等方面，对环保领域的刺激有限。

综上，市政工程类企业在手订单充足，为业绩增长提供了保障。但融资环境难见进一步宽松，下半年业绩释放速度难超预期，预计收入增速与上半年差异较小。但融资较紧、股权融资遇冷的背景下，企业财务费用难以下降，今年财务费用高企将持续压制工程类企业利润增速。四季度是环保工程回款高峰，预计下半年应收账款占比将有所下降，但企业总体资产负债率将仍保持在高位。

工业环保：工业水处理和监测领域景气度仍较高

工业水处理和监测领域回款较快，资金较为充裕，受融资环境影响较小，从历史利润率和三大费用率来看变动较小。今年业绩主要取决于 2017 和 2018H1 订单，下半年景气度仍较高。但工业环保领域民企较多，社保缴费新政或对下半年利润增速造成一定的压制。

大气板块受到行业周期的影响，难见起色，重点关注非电领域需求释

放。

3.2 重点关注运营类公司和工业环保相关标的

我们认为，下半年，运营类业务仍会贡献平稳的业绩，工程类公司 2018 年新增订单总体仍然呈现上升的趋势，表明市场的需求仍然旺盛，目前上市公司在手订单充足。考虑到融资环境略有宽松但难见进一步好转，且财政支持力度有限，下半年工程项目进度或难超预期，预计业绩相对上半年总体稳定。今年企业对应收账款的管理进一步加强，四季度是环保行业回款高峰，应收账款或总体可控。但目前股权融资遇冷，企业资产负债率或有进一步上升的空间，同时财务费用率或进一步提高，降低净利润预期。工业水处理和监测行业资金压力较小，下半年景气度仍较高，但社保新政或降低净利润增速。

综上，行业总体下半年营收增速难超预期，净利润增速在融资环境和社保新规的影响下或有所下降，市政工程类公司资产负债和现金流情况改善预期较小。在此背景下，建议投资者重点关注运营类公司以及景气度较高的工业水处理和监测公司，避险为上。

4. 风险提示

宏观经济波动风险；政策推进不及预期；PPP 项目进度不及预期；融资及债务风险。

附录 1: 重点环保公司收入增速 (单位: 亿元)

子行业	证券代码	证券名称	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
水务	600187.SH	国中水务	9.94	32.77	9.31	38.44	1.12	-0.87
	601199.SH	江南水务	13.42	-2.84	3.02	-8.97	-7.99	-40.00
	600283.SH	钱江水利	9.03	22.05	33.65	15.84	20.49	9.67
	601368.SH	绿城水务	4.59	5.10	5.55	1.27	3.67	6.82
	600008.SH	首创股份	24.77	45.71	29.31	-6.86	19.66	2.42
	600461.SH	洪城水业	1.36	7.66	20.36	26.05	47.60	51.14
	000685.SZ	中山公用	4.48	5.00	26.20	6.74	11.56	14.34
	000605.SZ	渤海股份	39.23	122.96	147.18	120.63	32.01	-9.24
	000598.SZ	兴蓉环境	8.65	32.38	26.66	20.19	14.53	7.28
水处理	300070.SZ	碧水源	77.52	3.44	192.70	47.02	105.32	-12.37
	300262.SZ	巴安水务	52.59	48.34	-41.45	-201.35	48.09	-44.08
	300190.SZ	维尔利	80.64	34.03	46.56	160.79	11.83	125.07
	300425.SZ	环能科技	32.24	47.98	56.75	104.65	45.72	23.92
	300055.SZ	万邦达	22.71	54.44	5.44	12.60	-28.56	-43.94
	300145.SZ	中金环境	77.73	37.55	39.07	19.99	35.75	30.83
	603603.SH	博天环境	80.90	-47.76	9.00	108.08	51.19	82.44
	300422.SZ	博世科	111.21	87.61	27.93	111.49	140.82	86.72
	603200.SH	上海洗霸			-2.97	-1.99	9.15	37.78
	300388.SZ	国祯环保	53.62	58.10	58.99	116.39	87.52	70.17
固废	603588.SH	高能环境	140.04	36.26	91.15	16.05	77.99	50.79
	002672.SZ	东江环保	35.29	8.54	8.74	25.06	12.24	24.17
	000826.SZ	启迪桑德	11.14	17.83	34.73	81.11	22.26	52.51
	603686.SH	龙马环卫	51.07	38.34	45.81	25.83	15.29	5.26
	601200.SH	上海环境	16.07	4.29	-8.74	-3.90	10.40	-5.72
	603568.SH	伟明环保	28.06	42.15	51.95	70.14	52.56	66.93
	002479.SZ	富春环保	20.01	41.39	38.63	1.22	-17.20	-20.49
大气	002573.SZ	清新环境	115.64	13.24	75.73	-31.69	50.77	46.41
	300187.SZ	永清环保	79.44	-18.09	-29.50	-38.37	-36.28	-42.77
	002499.SZ	科林环保	144.55	785.26	73.20	-116.31	-48.08	-96.55
	600388.SH	龙净环保	0.25	1.40	0.73	1.51	5.81	12.04
	600292.SH	远达环保	-19.53	-5.37	1.76	20.52	11.09	-1.06
	600526.SH	菲达环保	7.57	19.08	20.77	-21.67	8.22	-0.51
	300385.SZ	雪浪环境	16.14	24.81	62.85	-7.64	21.17	-3.22
监测	300137.SZ	先河环保	27.72	0.33	76.26	39.40	27.30	38.91
	300203.SZ	聚光科技	34.36	36.47	14.86	9.96	42.75	32.63
	002658.SZ	雪迪龙	16.01	9.87	13.80	2.62	17.62	28.13
	300012.SZ	华测检测	44.41	26.08	30.74	20.52	19.54	34.98
	002322.SZ	理工环科	109.73	45.48	53.52	-9.08	-33.33	14.35
节能	300332.SZ	天壕环境	10.27	28.49	42.02	4.93	12.89	2.39
	300335.SZ	迪森股份	96.69	132.94	70.50	59.46	51.51	-18.81
	002616.SZ	长青集团	3.26	-4.05	-5.14	3.05	-14.61	5.19
	300072.SZ	三聚环保	218.20	61.22	12.57	-26.20	-20.38	-11.06

数据来源: 山西证券研究所、Wind

附录 2：重点环保公司归母净利润增速（单位：%）

子行业	证券代码	证券名称	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
水务	600187.SH	国中水务	52.44	-63.87	829.46	-27.72	54.41	-60.86
	601199.SH	江南水务	2.56	-15.58	-23.08	-55.82	-20.88	-48.21
	600283.SH	钱江水利	57.31	434.31	117.00	-95.29	448.14	15.25
	601368.SH	绿城水务	-1.32	117.16	27.57	-20.16	7.02	-7.97
	600008.SH	首创股份	9.35	-3.84	20.33	-13.44	-17.83	-20.17
	600461.SH	洪城水业	-6.22	-10.24	-8.73	1421.12	67.80	2.23
	000685.SZ	中山公用	19.25	6.95	12.18	6.36	-22.29	-30.25
	000605.SZ	渤海股份	24.02	216.81	97.65	337.23	18.88	-43.85
	000598.SZ	兴蓉环境	-11.09	3.43	0.61	31.66	15.11	18.71
水处理	300070.SZ	碧水源	554.33	29.28	22.32	25.74	-32.85	-30.67
	300262.SZ	巴安水务	67.22	42.21	3.93	-170.92	25.14	-5.34
	300190.SZ	维尔利	65.73	40.05	62.00	30.23	42.43	64.07
	300425.SZ	环能科技	-110.54	39.08	23.39	63.90	1839.25	50.52
	300055.SZ	万邦达	45.25	46.04	56.22	-85.10	-12.91	-34.43
	300145.SZ	中金环境	139.34	36.99	38.00	-32.10	32.13	26.91
	603603.SH	博天环境	1485.45	102.64	-63.69	24.83	53.00	-42.08
	300422.SZ	博世科	276.98	124.00	56.65	178.24	270.82	24.40
	603200.SH	上海洗霸			-5.67	-28.08	5.26	100.53
固废	300388.SZ	国祯环保	103.88	18.05	14.87	81.85	110.73	139.69
	603588.SH	高能环境	128.29	27.53	67.01	-22.99	825.54	92.93
	002672.SZ	东江环保	22.86	-4.34	-39.16	-4.07	16.80	24.38
	000826.SZ	启迪桑德	7.66	16.01	21.92	15.07	43.22	8.27
	603686.SH	龙马环卫	29.89	20.70	27.75	15.46	19.79	-7.31
	601200.SH	上海环境	42.42	24.71	7.69	-59.28	-4.72	-8.76
	603568.SH	伟明环保	45.69	50.42	45.78	79.37	47.37	56.85
大气	002479.SZ	富春环保	83.67	49.05	-13.99	50.04	-42.21	-36.66
	002573.SZ	清新环境	11.60	20.16	31.67	-86.14	22.30	7.13
	300187.SZ	永清环保	127.32	-16.53	19.08	-4.43	8.51	-96.49
	002499.SZ	科林环保	47.06	197.60	15.13	-419.09	412.24	-92.35
	600388.SH	龙净环保	9.92	17.66	5.30	8.21	11.08	10.95
	600292.SH	远达环保	-63.20	360.95	14.48	-58.72	8.92	95.22
	600526.SH	菲达环保	-18.10	352.28	-76.94	-2553.19	-58.73	-70.60
监测	300385.SZ	雪浪环境	9.49	11.41	6.49	-67.15	49.15	-26.28
	300137.SZ	先河环保	37.13	11.39	72.93	152.36	47.24	57.00
	300203.SZ	聚光科技	47.50	15.35	32.24	-15.63	141.35	53.57
	002658.SZ	雪迪龙	9.48	16.35	36.01	-2.97	-46.82	27.97
	300012.SZ	华测检测	147.48	49.63	2.01	27.90	-734.92	108.03
节能	002322.SZ	理工环科	459.12	220.05	47.61	35.40	-69.63	9.26
	300332.SZ	天壕环境	-87.03	-63.36	1.77	255.72	-678.16	294.75
	300335.SZ	迪森股份	65.01	138.50	65.25	29.09	84.07	-49.74
	002616.SZ	长青集团	-23.79	-18.92	-47.51	-72.17	-20.67	-55.91
	300072.SZ	三聚环保	115.26	29.09	90.14	35.52	35.94	-20.07

数据来源：山西证券研究所、Wind

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
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

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。