

业绩增长明显放缓，重视运营类资产

环保行业中报总结

投资建议： 优异

上次建议： 优异

投资要点：

环保板块震荡下行，估值明显下移

自去年九月份以来，申万公用事业指数总体下跌33.79%，其中环保工程及服务II和水务II指数分别下跌47.87%和上涨40.02%，环保工程及服务及水务估值均下降明显，目前仅为19倍左右，居全行业中间偏下位置。过去一年绝大多数个股均有不同程度的跌幅，资金相对充裕经营较为稳健的公司整体表现相对较好。

板块业绩增长明显放缓，固废表现较好

从业绩表现来看，环保行业18年上半年实现营业总收入663亿元，同比增长11%，实现归母净利润66亿元，同比增长6%，业绩增长明显放缓，主要由于PPP规范及信用紧缩的宏观背景下，垫资建设类业务推进步伐放缓，影响了业绩释放速度，同时融资成本的提升部分影响了盈利水平。

具体来看，水处理板块营收、扣非归母净利润分别实现增长25%、7%，增速明显放缓，水务板块继续保持稳健，固废板块营收、扣非归母净利润分别实现增长33%、35%，继续保持较快的增长速度，烟气治理板块营收同比增长10%，扣非归母净利润下滑3%，主要由于非电市场仍有待释放，监测板块营收同比增长28%，扣非归母净利润同比增长14%，其中水质在线监测系统受益于河长制，地表水的监测系统放量较快，景气度较高，同时空气网格化带动的相关业务表现也较好。

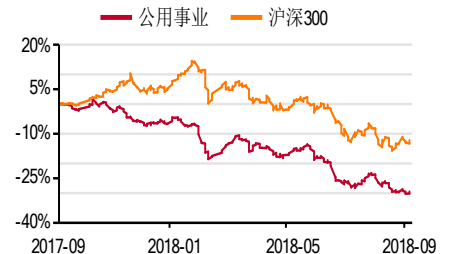
投资建议

随着财政部《关于规范推进政府与社会资本合作(PPP)工作的实施意见(征求意见稿)》的发布，明确规范的PPP项目不属于地方政府隐性债务，高质量PPP项目或将得以更好的推进，目前环卫服务、水环境治理仍存在中长期投资机会：环卫服务市场化推进仍在路上，上半年受到地方财政支出压力影响，装备采购服务力度减弱，但随着地方债的密集发行，财政压力缓解，后续有边际改善趋势，中长期仍可持续关注龙马环卫(603686.SH)。水环境治理空间巨大，行业短期受PPP清库及融资压力影响，项目推进放缓，但长远看规范性PPP项目的融资压力有望边际改善，有利于项目的持续推进，推荐具备较多运营资产的国祯环保(300388.SZ)。

风险提示

政策力度不达预期，订单需求不达预期，宏观经济下行，系统性风险。

一年内行业相对大盘走势



马宝德 分析师

执业证书编号：S0590513090001

电话：0510-85605730

邮箱：mabd@glsc.com.cn

冯瑞齐 分析师

执业证书编号：S0590518070003

电话：0510-85609581

邮箱：fengrq@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《土壤污染防治法全票通过，污水处理设施建设潜力巨大》
- 2、《环境部“三定”方案出炉，环保督察成常规制度》
《公用事业》
- 3、《7月份全社会用电量同比增长6.8%》
《公用事业》

正文目录

1	市场回顾与总结.....	4
2	板块业绩维持稳健较快增长，毛利率小幅下滑.....	7
3	重要细分板块分析.....	9
3.1	水处理工程营收增速放缓，期待融资环境边际改善.....	9
3.2	水务板块继续保持稳健.....	11
3.3	固废板块增长较好，盈利能力较强.....	12
3.4	烟气治理利润继续下滑，期待非电市场.....	14
3.5	监测板块维持较好增长态势.....	16
4	投资建议.....	18
5	风险提示.....	18

图表目录

图表 1:	2017.8.31-2018.8.31 公用事业行业涨跌幅.....	4
图表 2:	2017.8.31-2018.8.31 环保工程及服务行业涨跌幅.....	4
图表 3:	2017.8.31-2018.8.31 水务行业涨跌幅.....	4
图表 4:	2017.8.31-2018.8.31 公用事业（申万）行业的市盈率（TTM，整体法）.....	5
图表 5:	2017.8.31-2018.8.31 水务行业市盈率（TTM，整体法）.....	5
图表 6:	2017.8.31-2018.8.31 环保工程及服务行业市盈率（TTM，整体法）.....	5
图表 7:	2018.8.31 申万一级行业 PE（TTM）比较.....	6
图表 8:	2017.8.31-2018.8.31 行业个股的涨跌幅比较（一）.....	6
图表 9:	2017.8.31-2018.8.31 行业个股的涨跌幅比较（二）.....	7
图表 10:	2017.8.31-2018.8.31 环保行业涨跌幅前八大股票.....	7
图表 11:	环保板块营业总收入（亿元，%）.....	8
图表 12:	环保板块扣非归母净利润（亿元，%）.....	8
图表 13:	环保板块毛利率与净利率（%）.....	8
图表 14:	环保板块期间费用率（%）.....	8
图表 15:	环保板块扣非 ROE-平均（整体法）（%）.....	8
图表 16:	环保板块资产负债率（%）.....	8
图表 17:	环保板块应收账款周转天数.....	9
图表 18:	环保板块现金流分析（%）.....	9
图表 19:	水处理工程板块营业总收入（亿元，%）.....	10
图表 20:	水处理工程板块扣非归母净利润（亿元，%）.....	10
图表 21:	水处理工程板块毛利率与净利率（%）.....	10
图表 22:	水处理工程板块期间费用率（%）.....	10
图表 23:	水处理工程扣非 ROE-平均（整体法）（%）.....	10
图表 24:	水处理工程资产负债率（%）.....	10
图表 25:	水处理工程应收账款周转天数.....	11
图表 26:	水处理工程板块现金流分析（%）.....	11
图表 27:	水务板块营业总收入（亿元，%）.....	11
图表 28:	水务板块扣非归母净利润（亿元，%）.....	11
图表 29:	水务板块毛利率与净利率（%）.....	12
图表 30:	水务板块期间费用率（%）.....	12
图表 31:	水务板块扣非 ROE-平均（整体法）（%）.....	12
图表 32:	水务板块资产负债率（%）.....	12
图表 33:	水务板块应收账款周转天数.....	12

图表 34: 水务板块现金流分析 (%)	12
图表 35: 固废板块营业总收入 (亿元, %)	13
图表 36: 固废板块扣非归母净利润 (亿元, %)	13
图表 37: 固废板块毛利率与净利率 (%)	13
图表 38: 固废板块期间费用率 (%)	13
图表 39: 固废板块扣非 ROE-平均 (整体法) (%)	13
图表 40: 固废板块资产负债率 (%)	13
图表 41: 固废板块应收账款周转天数.....	14
图表 42: 固废板块现金流分析 (%)	14
图表 43: 烟气治理板块营业总收入 (亿元, %)	15
图表 44: 烟气治理板块扣非归母净利润 (亿元, %)	15
图表 45: 烟气治理板块毛利率与净利率 (%)	15
图表 46: 烟气治理板块期间费用率 (%)	15
图表 47: 烟气治理板块扣非 ROE-平均 (整体法) (%)	15
图表 48: 烟气治理板块资产负债率 (%)	15
图表 49: 烟气治理板块应收账款周转天数	15
图表 50: 烟气治理板块现金流分析 (%)	15
图表 51: 监测板块营业总收入 (亿元, %)	16
图表 52: 监测板块扣非归母净利润 (亿元, %)	16
图表 53: 烟气治理板块毛利率与净利率 (%)	16
图表 54: 烟气治理板块期间费用率 (%)	16
图表 55: 监测板块扣非 ROE-平均 (整体法) (%)	17
图表 56: 监测板块资产负债率 (%)	17
图表 57: 监测板块应收账款周转天数.....	17
图表 58: 监测板块现金流分析 (%)	17

1 市场回顾与总结

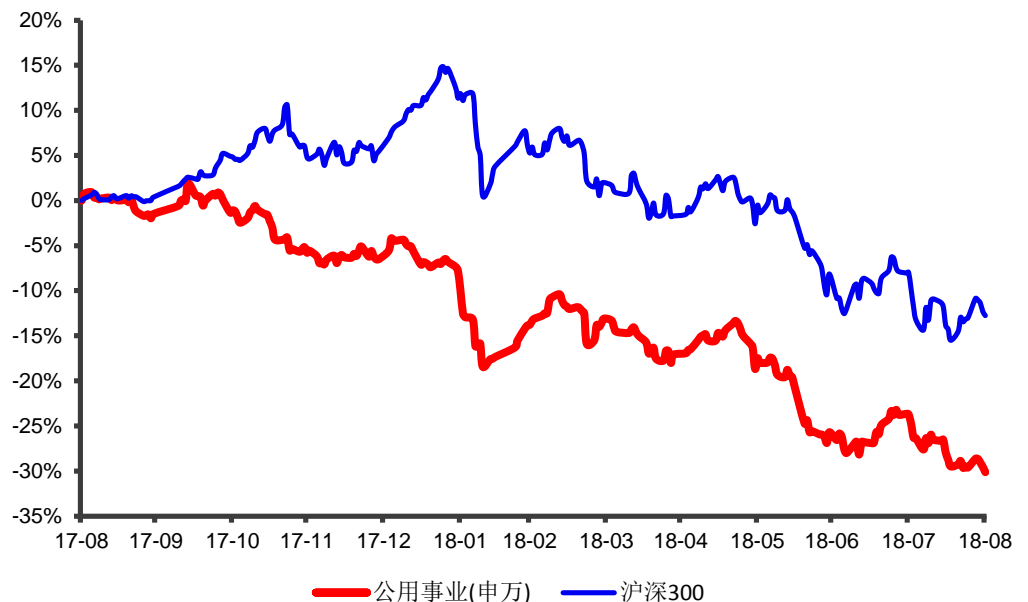
自去年九月份至今年1月底，上证震荡向上，2月以来下行明显，创业板自去年九月份至今年5月底以震荡为主，6月份以来下行明显，环保板块过去一年整体趋势为震荡下行。

从相关的指数看，过去一年申万公用事业指数总体下跌33.79%，其中环保工程及服务II和水务II指数分别下跌47.87%和上涨40.02%，而同期上证综指下跌13.61%，创业板指下跌22.45%。行业指数跌幅较大，主要由于一方面受大盘影响，行业整体估值下移，同时“去杠杆”大背景下，PPP加强规范，部分项目被清库，且信用紧缩，融资难度及成本大幅提升，行业内资本密集型的公司普遍放慢拓展步伐。

从估值水平看，公用事业整体走势处于下行的态势，申万的公用事业行业PE（TTM）2017年8月底与2018年8月初分别为27.46与20.50倍，同期环保工程及服务II分别从41.61下降至19.35，水务II指数PE（TTM）则从32.05下降至19.24，下降幅度比较大。公用事业目前居于所有行业中位附近。

从个股涨幅来看，共有2家公司取得上涨，9家公司表现好于上证综指，主要为运营为主的公司。从子板块来看，各子板块均出现较大跌幅，其中节能与生物质板块跌幅较大。同时各子板块内部分化也较为严重，资金相对充裕经营较为稳健的公司整体表现相对较好。

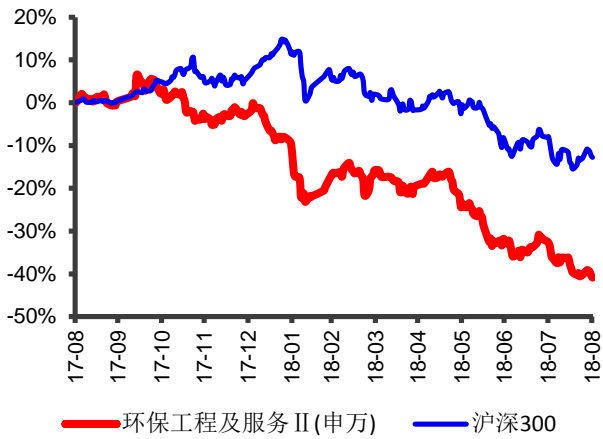
图表 1: 2017.8.31-2018.8.31 公用事业行业涨跌幅



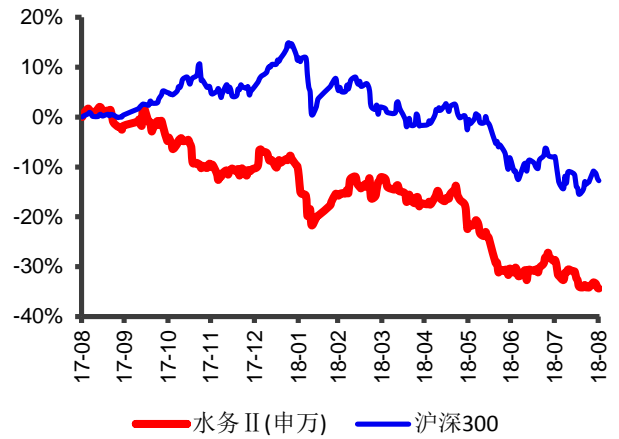
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 2: 2017.8.31-2018.8.31 环保工程及服务行业

图表 3: 2017.8.31-2018.8.31 水务行业涨跌幅

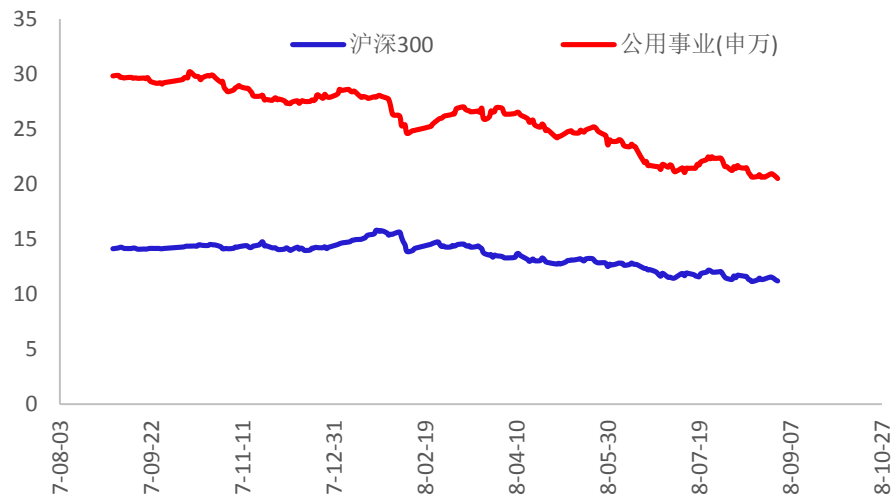


来源: Wind,国联证券研究所



来源: Wind,国联证券研究所

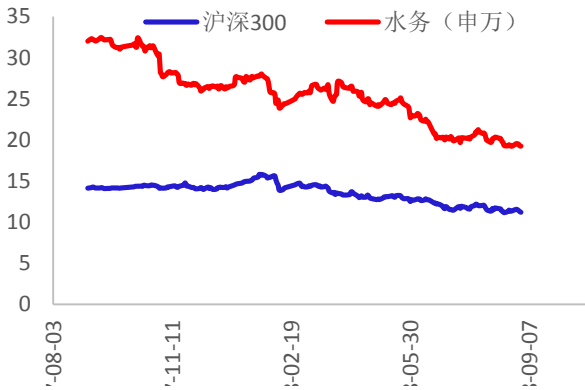
图表 4: 2017.8.31-2018.8.31 公用事业 (申万) 行业的市盈率 (TTM, 整体法)



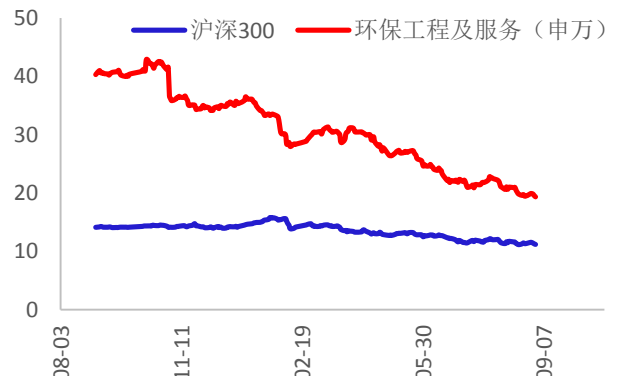
来源: Wind,国联证券研究所

图表 5: 2017.8.31-2018.8.31 水务行业市盈率 (TTM, 整体法)

图表 6: 2017.8.31-2018.8.31 环保工程及服务行业市盈率 (TTM, 整体法)

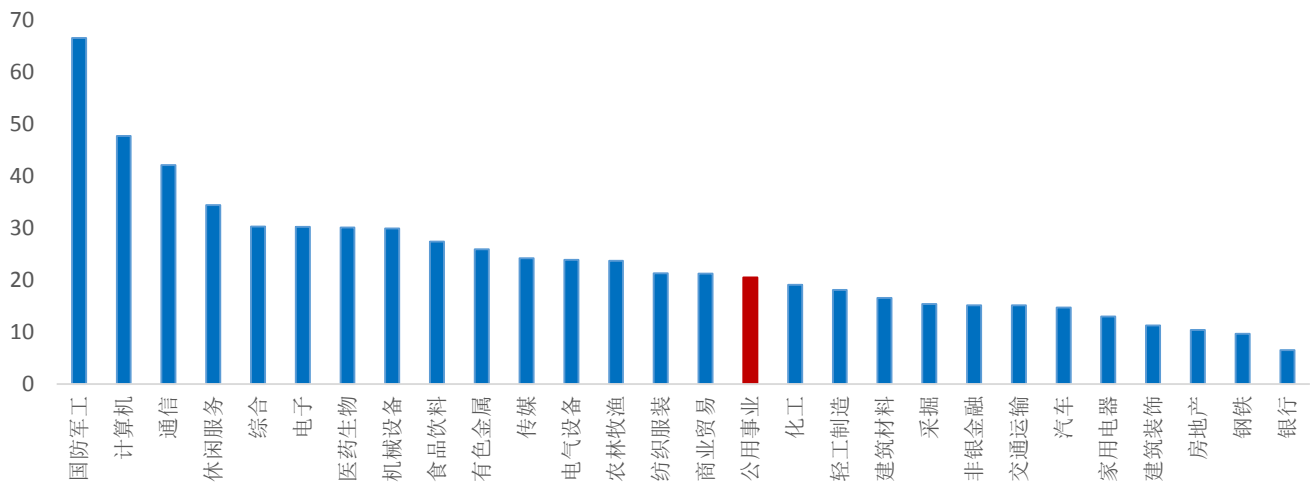


来源: Wind,国联证券研究所



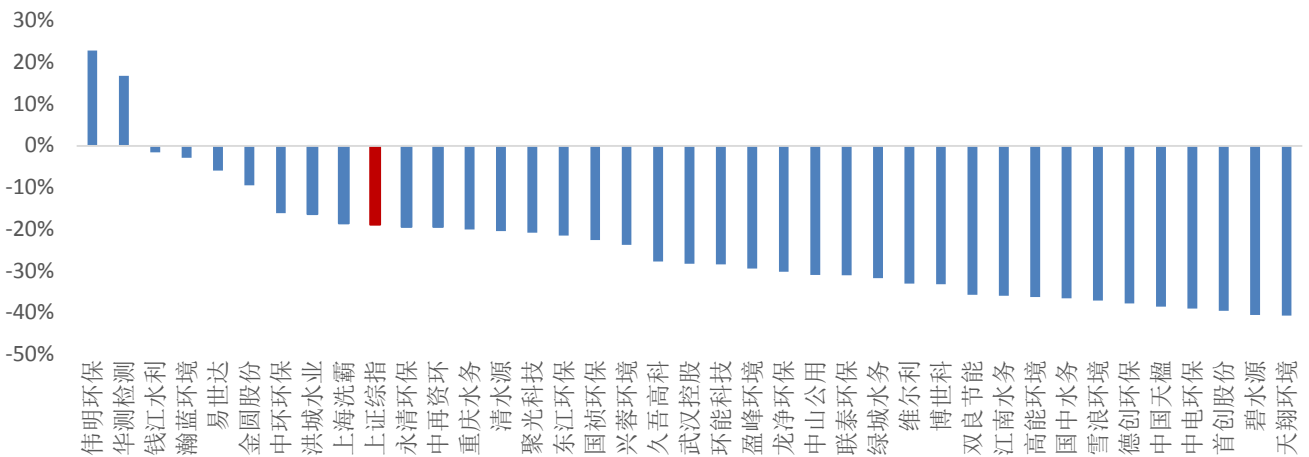
来源: Wind,国联证券研究所

图表 7: 2018.8.31 申万一级行业 PE (TTM) 比较



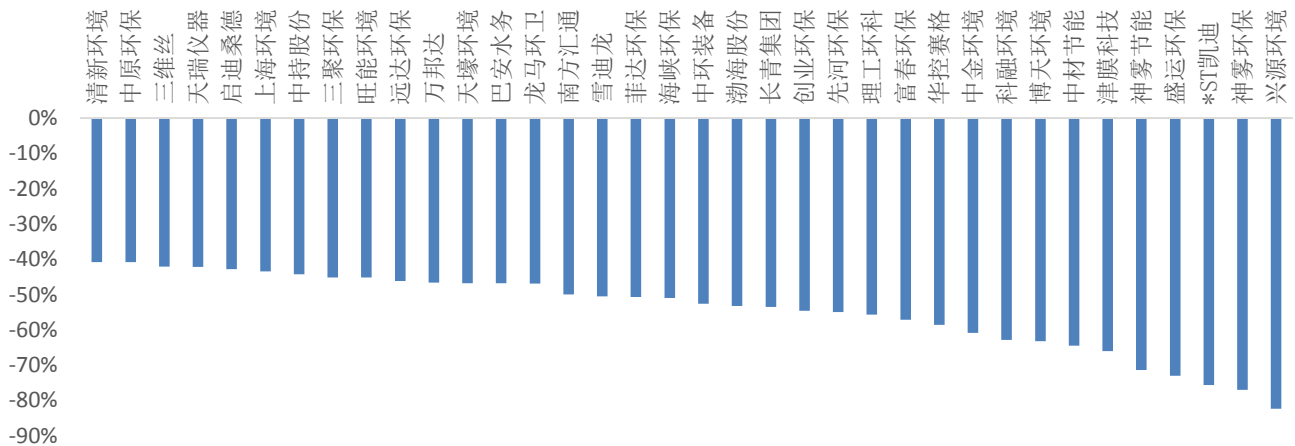
来源: Wind,国联证券研究所

图表 8: 2017.8.31-2018.8.31 行业个股的涨跌幅比较 (一)



来源: Wind,国联证券研究所

图表 9: 2017.8.31-2018.8.31 行业个股的涨跌幅比较 (二)



来源: Wind,国联证券研究所

图表 10: 2017.8.31-2018.8.31 环保行业涨跌幅前八大股票

涨幅前八				跌幅前八			
证券代码	证券简称	所属领域	区间涨跌幅 (%)	证券代码	证券简称	所属领域	区间涨跌幅 (%)
603568.SH	伟明环保	固废	22.86%	300266.SZ	兴源环境	水处理	-82.31%
300012.SZ	华测检测	监测	16.79%	300156.SZ	神雾环保	生物质	-76.90%
600283.SH	钱江水利	水务	-1.55%	000939.SZ	*ST 凯迪	生物质	-75.62%
600323.SH	瀚蓝环境	固废	-2.82%	300090.SZ	盛运环保	固废	-72.95%
300125.SZ	易世达	节能	-5.90%	000820.SZ	神雾节能	节能	-71.31%
000546.SZ	金圆股份	固废	-9.49%	300334.SZ	津膜科技	水处理	-65.96%
300692.SZ	中环环保	水处理	-16.13%	603126.SH	中材节能	节能	-64.44%
600461.SH	洪城水业	水务	-16.33%	603603.SH	博天环境	水处理	-63.18%

来源: Wind,国联证券研究所

2 板块业绩维持稳健较快增长, 毛利率小幅下滑

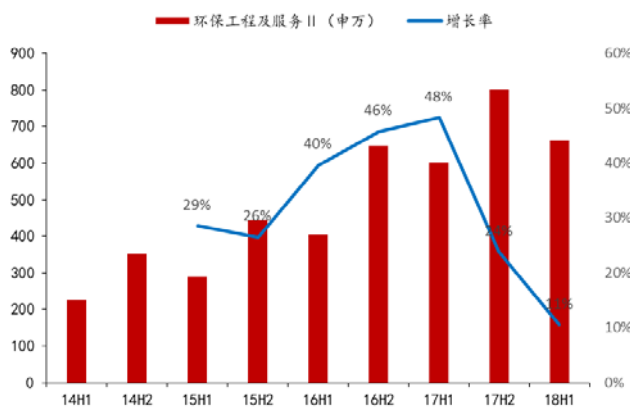
按照环保工程及服务 II (申万)口径, 2018 年上半年实现营业总收入 663 亿元, 同比增长 11%, 增速同比下降 37pct, 实现扣非归母净利润 66 亿元, 同比增长 6%, 增速同比下降 52pct。整体而言 18 年上半年环保板块增速下降明显, 但仍保持增长态势。

上半年板块盈利水平略有提升。2018 年上半年板块整体毛利率 28.6%, 同比上

升 1.2pct，净利率 13.0%，同比上升 0.9pct，盈利水平略有提升，期间费用率方面 2018 年上半年销售费用率小幅上涨 0.3pct 至 2.6%，管理费用率小幅上涨 1.0pct 至 7.9pct，财务费用率上涨 1.1pct 至 4.5%，信用紧缩下资金成本上升的影响显著。上半年板块整体扣非后 ROE 也小幅下滑 0.4pct 至 3.9%。

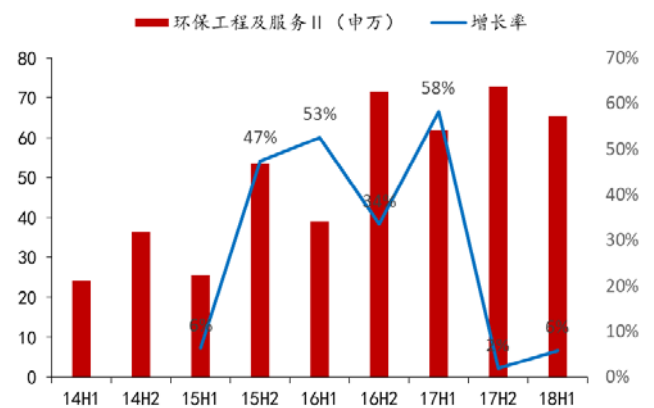
现金流方面，上半年应收账款周转速度同比变慢，收现比 78%，与去年同期水平相当，而经营性现金流净额相对于净利润比值为 25%，低于去年同期 30%的水平，整体而言，板块现金流继续处于较差的水平，并有同比继续下滑的趋势。

图表 11: 环保板块营业总收入 (亿元, %)



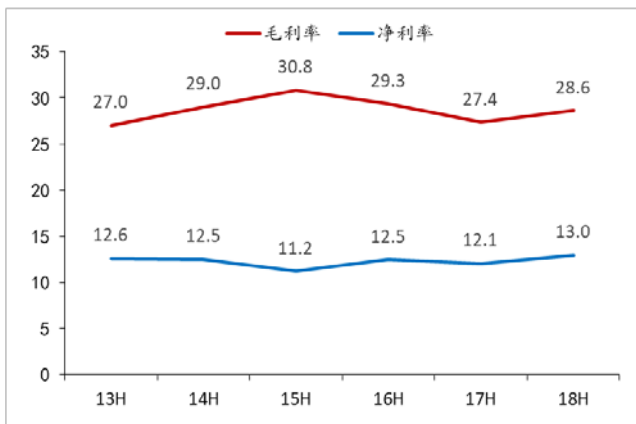
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 12: 环保板块扣非归母净利润 (亿元, %)



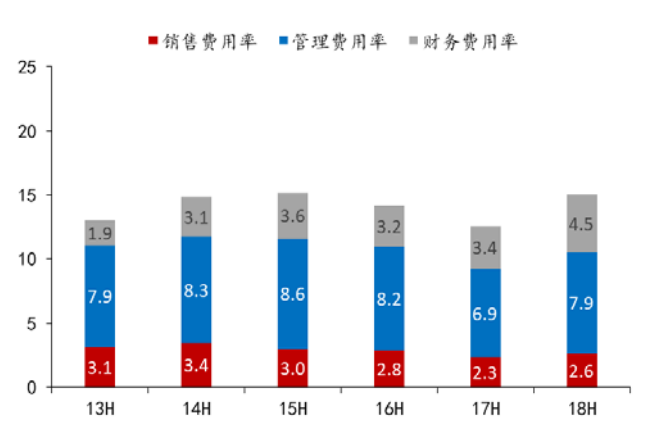
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 13: 环保板块毛利率与净利率 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

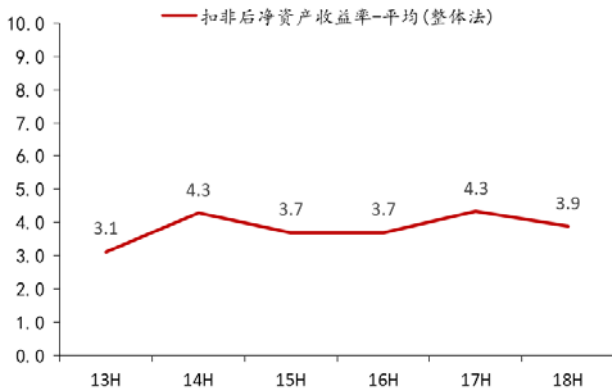
图表 14: 环保板块期间费用率 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

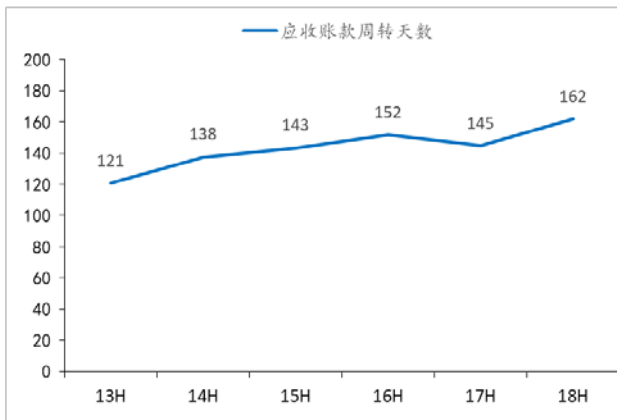
图表 15: 环保板块扣非 ROE-平均 (整体法) (%)

图表 16: 环保板块资产负债率 (%)

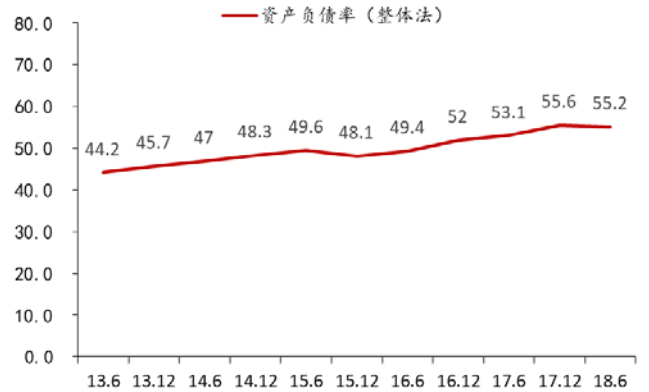


来源: Wind, 国联证券研究所

图表 17: 环保板块应收账款周转天数

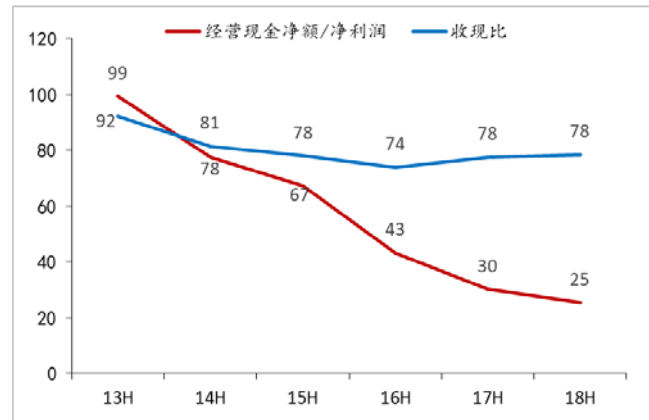


来源: Wind, 国联证券研究所



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 18: 环保板块现金流分析 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

3 重要细分板块分析

3.1 水处理工程营收增速放缓，期待融资环境边际改善

按照运营比重的大小将水相关的行业分为了水处理工程及水务两个板块。

水处理工程板块工程或设备比重占比较大。2017 年全年实现营业总收入 166 亿元，同比增长 25%，增速同比下降 10pct，实现扣非归母净利润 15 亿元，同比增长 7%，增速同比下降 32pct。水处理工程板块受到 PPP 库规范以及信用紧缩的宏观环境影响，项目推进速度减缓，业绩增长减速。

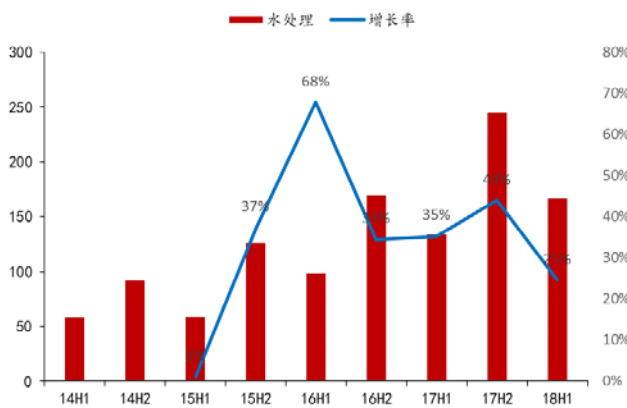
2018 年上半年水处理工程板块整体毛利率 30.9%，与去年同期持平，板块净利率 10.1%，同比下降 3.6 个百分点，主要由于期间费用率上升影响，已经上半年非经常性损益较去年同期有所下降。上半年期间费用率 17.7%，同比上升 1.2pct，其中销售费用率、管理费用率同比均略有下降，而财务费用率上升 1.8pct 至 4.8%，主要由于信用紧缩下资金成本上涨所致，板块资产负债率也较年底提升 1.8pct 至 58.1%。上半年板块扣非后 ROE 同比下滑 0.2pct 至 3.0%。

现金流方面整体上虽然仍不乐观，但应收账款周转速度略微加快，收现比及经营

性现金净额相对净利润同比均有所提高，一方面可能是 PPP 业务推进速度放缓，另一方面可能是融资较为困难情况下，轻资产类的 EPC 业务占比有所提升所致。

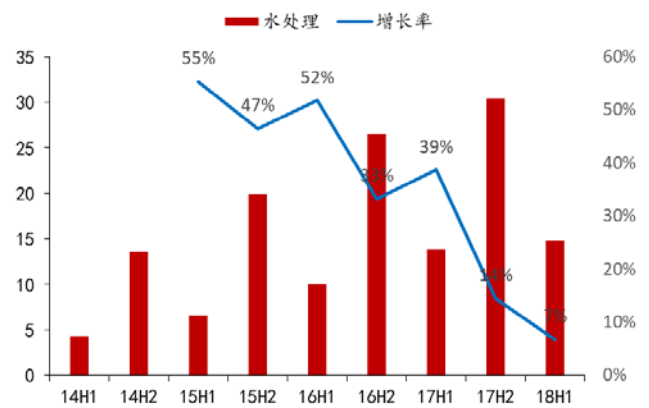
整体上水环境质量仍不乐观，水环境治理潜在市场空间巨大，黑臭水治理、污水处理收集率提升、污水厂提标改造等仍大有可为，期待未来融资环境边际改善。

图表 19: 水处理工程板块营业总收入 (亿元, %)



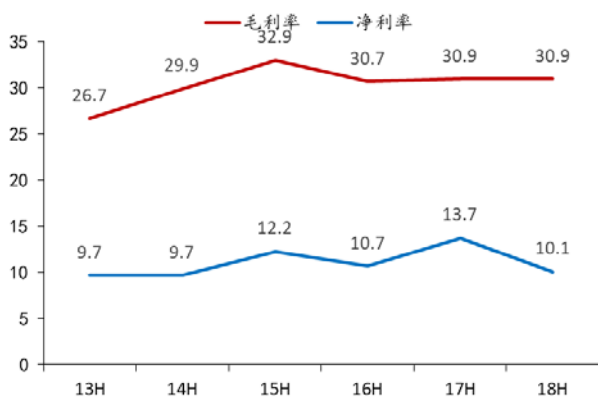
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 20: 水处理工程板块扣非归母净利润 (亿元, %)



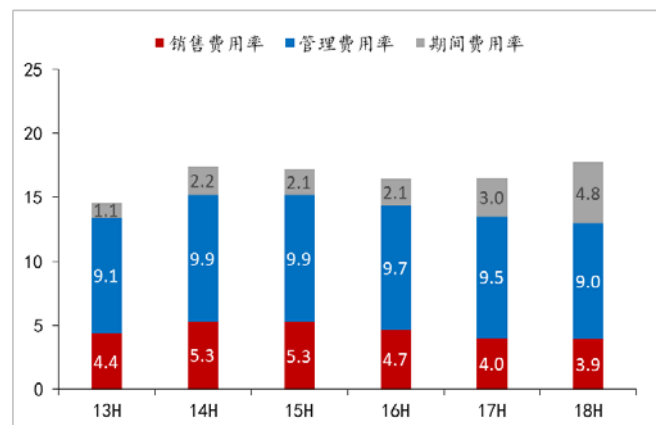
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 21: 水处理工程板块毛利率与净利率 (%)



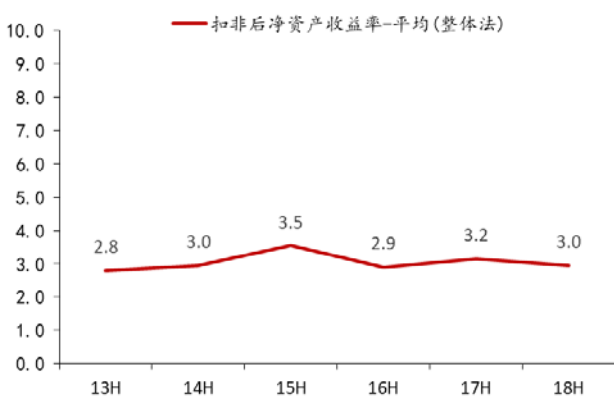
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 22: 水处理工程板块期间费用率 (%)



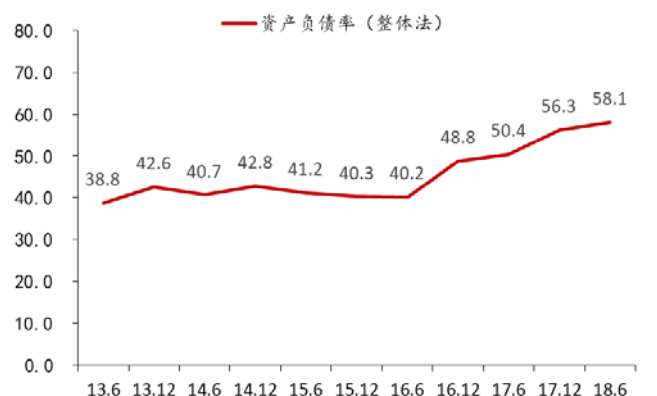
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 23: 水处理工程扣非 ROE-平均 (整体法) (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

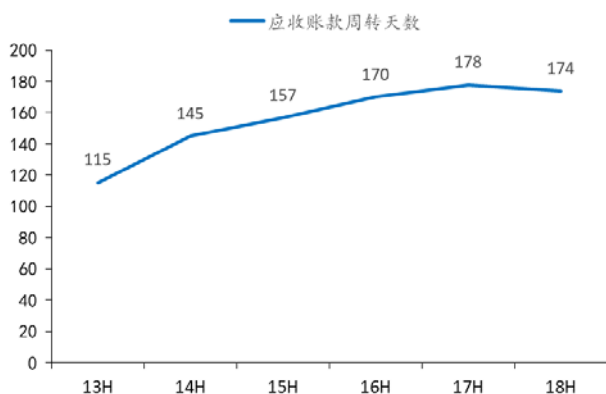
图表 24: 水处理工程资产负债率 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

来源：Wind，国联证券研究所

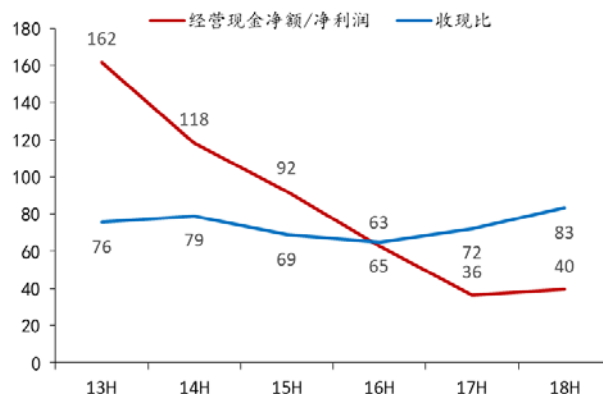
图表 25：水处理工程应收账款周转天数



来源：Wind，国联证券研究所

来源：Wind，国联证券研究所

图表 26：水处理工程板块现金流分析 (%)



来源：Wind，国联证券研究所

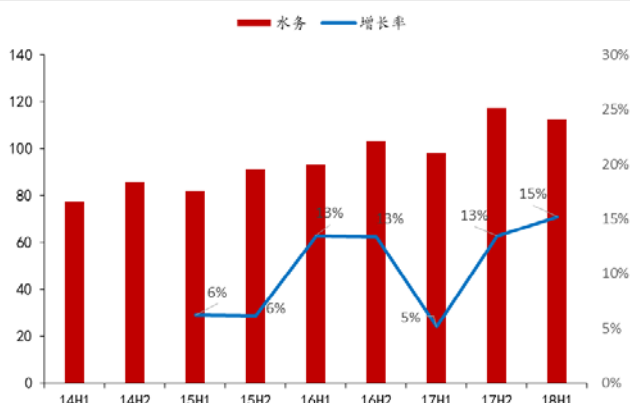
3.2 水务板块继续保持稳健

2018 年上半年板块实现营业收入 113 亿元，同比增长 15%，增速同比上升 10pct，实现扣非归母净利润 26 亿元，同比下滑 8%，利润下滑主要由于重庆水务 17 年集中收到过去几年的增值税退税等原因使得其扣非归母净利润增长 93.51%，如不考虑重庆水务，则水务板块 18 年上半年扣非归母净利润 19 亿元，与去年同期利润水平持平，而增速低于去年同期的 14% 增长率。整体而言水务板块仍然维持了稳健的发展态势。

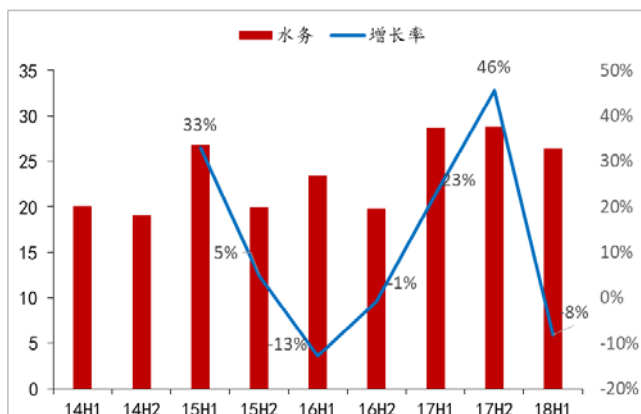
2018 年上半年板块整体毛利率 38.3%，同比下降 0.8pct，板块净利率 26.1%，同比下降 8.0pct，主要也是由于重庆水务增值税退税等原因，相比 16 年上半年毛利率下滑 3 个百分点。期间费用与去年同期基本持平，管理费用、销售费用率下降，财务费用率提升。2017 年板块 ROE9.08%，增长 1.68pct（重庆水务原因），负债率 40.92%，同比下降 0.88pct

现金流方面水务板块整体比较优秀，收现比保持大于 1，经营性净现金流也保持大于净利润。

图表 27：水务板块营业总收入（亿元，%）

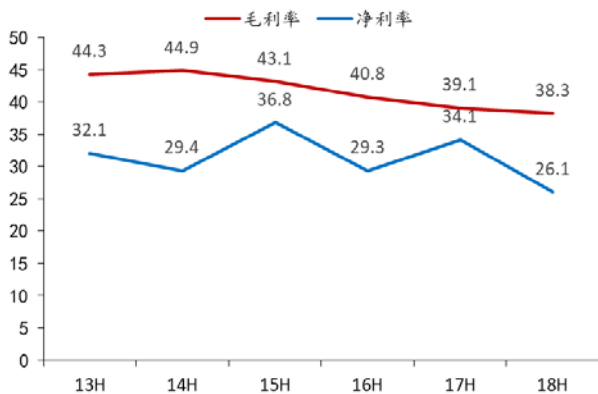


图表 28：水务板块扣非归母净利润（亿元，%）



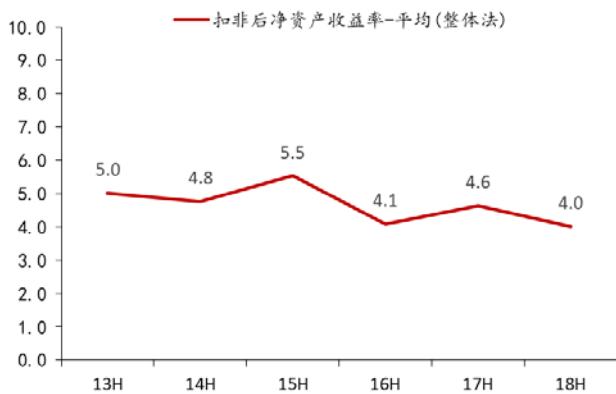
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 29: 水务板块毛利率与净利率 (%)



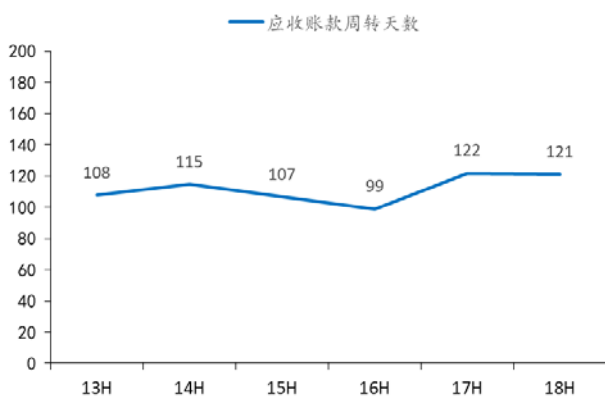
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 31: 水务板块扣非 ROE-平均 (整体法) (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

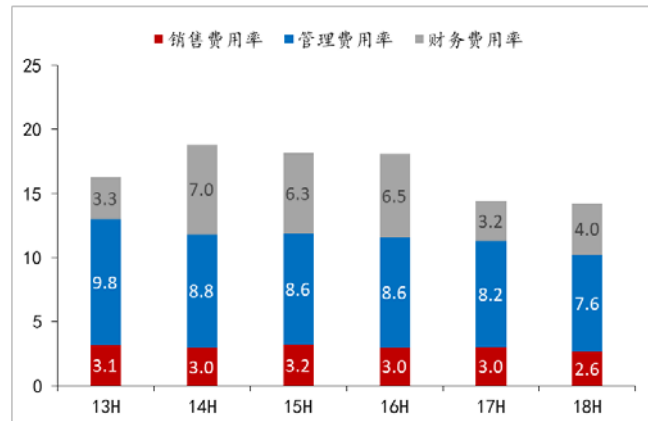
图表 33: 水务板块应收账款周转天数



来源: Wind, 国联证券研究所

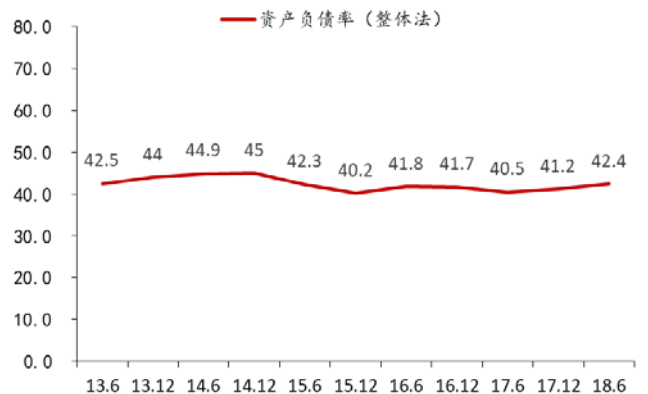
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 30: 水务板块期间费用率 (%)



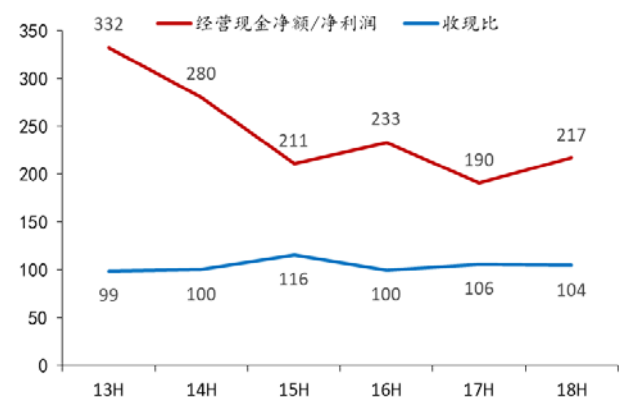
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 32: 水务板块资产负债率 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 34: 水务板块现金流分析 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

3.3 固废板块增长较好, 盈利能力较强

2018 年上半年固废板块实现营业收入 160 亿元, 同比增长 33%, 增速同比上升

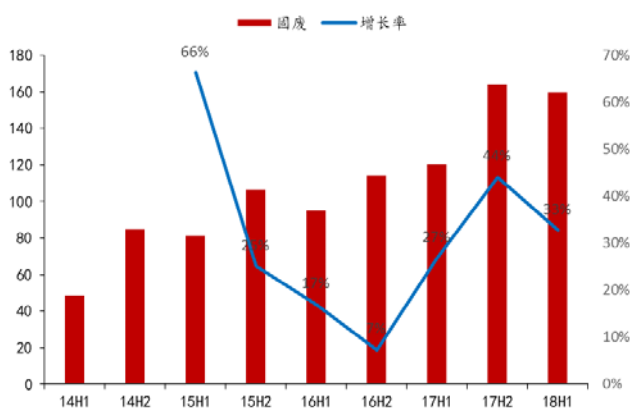
6pct，实现扣非归母净利润 22 亿元，同比增长 35%，增速同比上升 11pct。固废板块成长速度稳中有升，表现较好。

2018 年上半年板块整体毛利率 34.4%，同比下降 0.1pct，板块净利率 15.8%，同比上升 0.9pct，期间费用与去年同期基本持平，销售费用率略升，管理费用率、财务费用率略有下降。上半年板块 ROE5.6%，与去年同期持平，资产盈利能力保持平稳。

现金流方面应收账款周转速度有所降低，经营性现金流量净额也有下降的趋势，但同时收现比略微有所提升，可能与部分公司运营项目投产，运营业务占比有所提升有关。整体上固废板块现金流仍然较差，未发生向好的趋势。

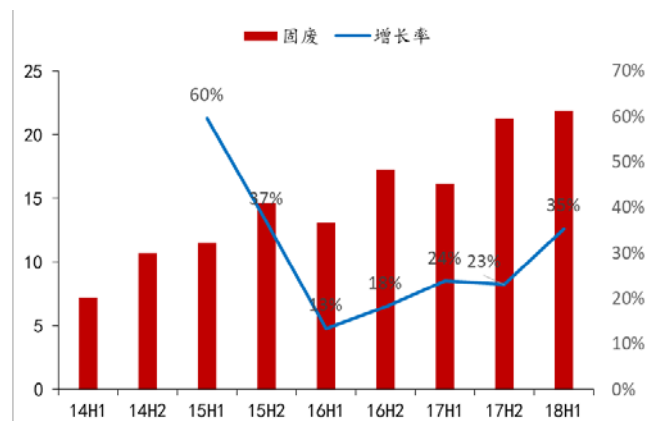
细分来看，生活垃圾板块仍然具备较好的成长性，盈利能力也较好；危废板块由于市场缺口仍然较大，叠加 2018 清废行动，行业景气度较高，但由于商业模式所限，业绩释放依赖于产能释放，而危废产能建设周期相对较长，使得暂时景气度仍未在板块业绩上完全反映出来；再生资源板块表现较好；环卫服务市场化继续推进，预计短时间内仍将持续。

图表 35：固废板块营业总收入（亿元，%）



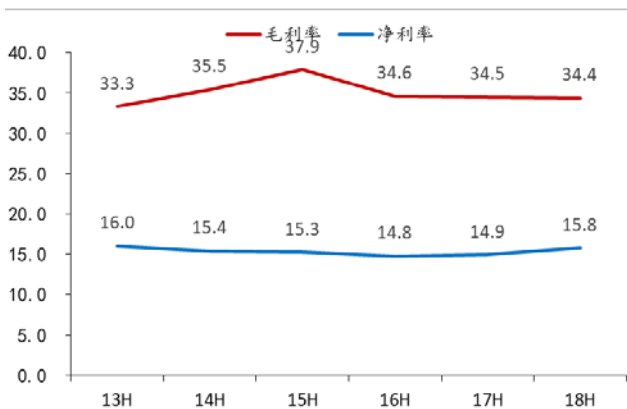
来源：Wind，国联证券研究所

图表 36：固废板块扣非归母净利润（亿元，%）



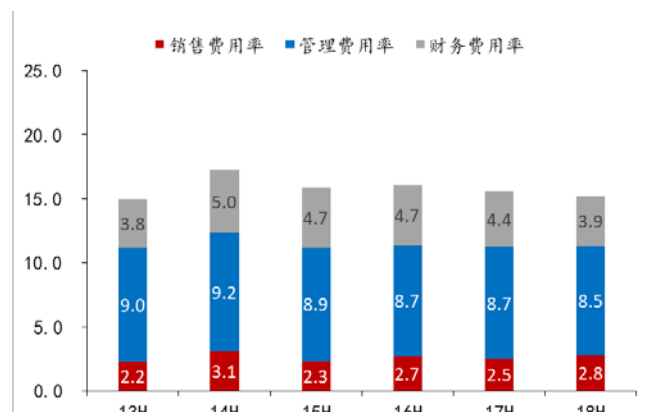
来源：Wind，国联证券研究所

图表 37：固废板块毛利率与净利率（%）



来源：Wind，国联证券研究所

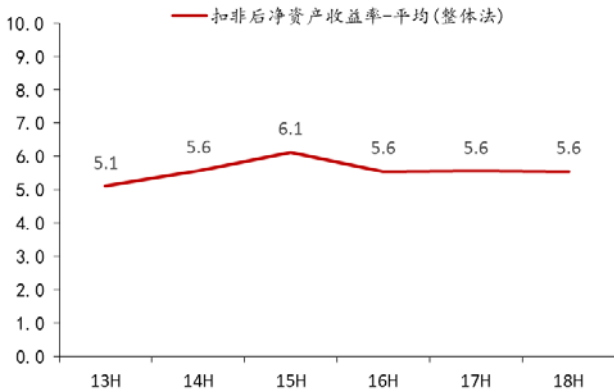
图表 38：固废板块期间费用率（%）



来源：Wind，国联证券研究所

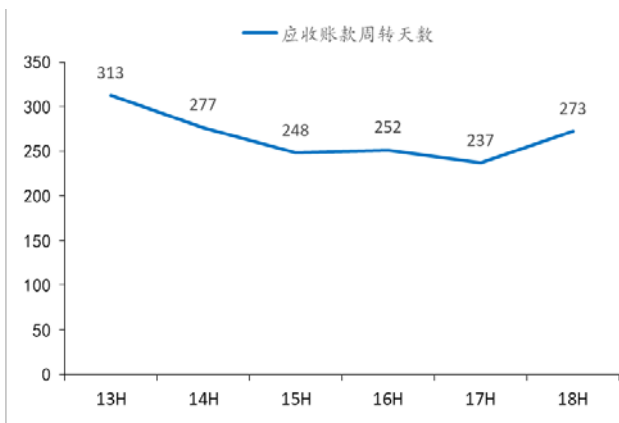
图表 39：固废板块扣非 ROE-平均（整体法）（%）

图表 40：固废板块资产负债率（%）

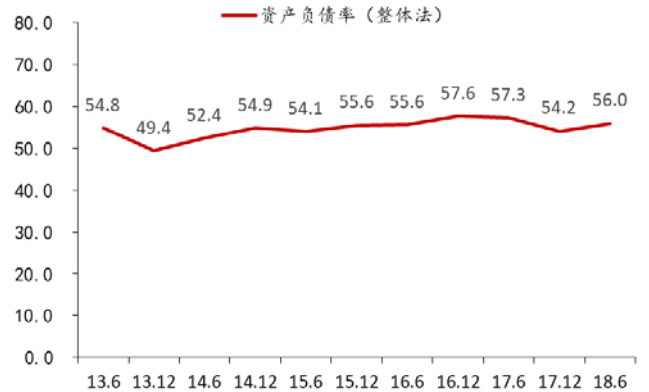


来源: Wind, 国联证券研究所

图表 41: 固废板块应收账款周转天数

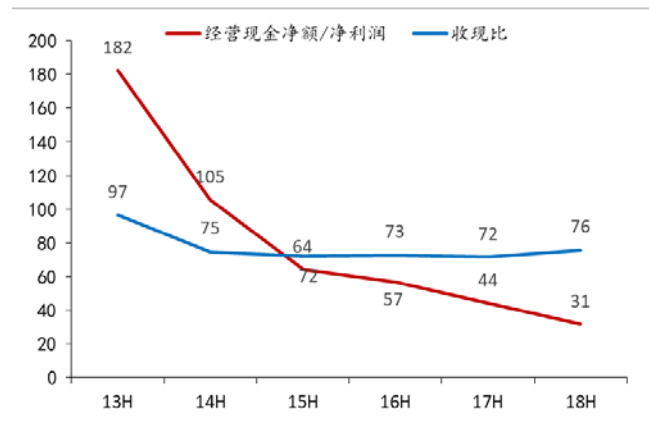


来源: Wind, 国联证券研究所



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 42: 固废板块现金流分析 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

3.4 烟气治理利润继续下滑，期待非电市场

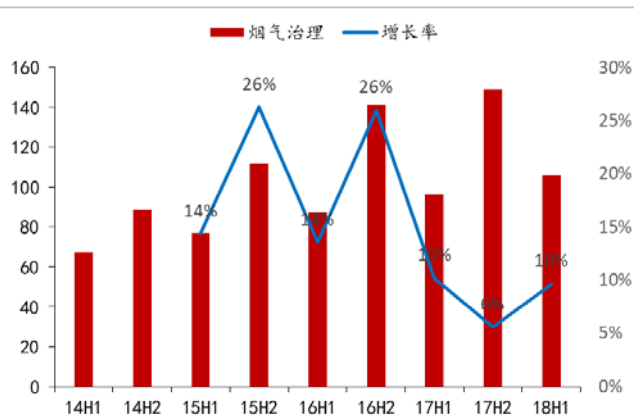
2018 年上半年烟气治理板块实现营业收入 106 亿元，同比增长 10%，增速与去年同期持平，实现扣非归母净利润 6 亿元，同比减少 3%，继 16 年上半年利润获得增长之后，17、18 年上半年均出现利润下滑。

2018 年上半年板块整体毛利率 23.4%，与去年同期持平，板块净利率 6.3%，同比下降 0.9pct，从 15 年开始，上半年净利率水平连续四年持续下滑，同时上半年期间费用率继续上升，主要由于财务费用率增加 1.1pct 至 3.1pct，而销售费用率、管理费用率同比变化不大。上半年 ROE 为 2.7%，相对较低，同比下降 0.3pct。板块业务盈利水平及板块内公司资产盈利水平均有所下降。

现金流方面应收账款周转速度较去年同期略有放慢，收现比及经营性现金净额基本与去年同期持平，整体现金流水平与去年同期大体相当。

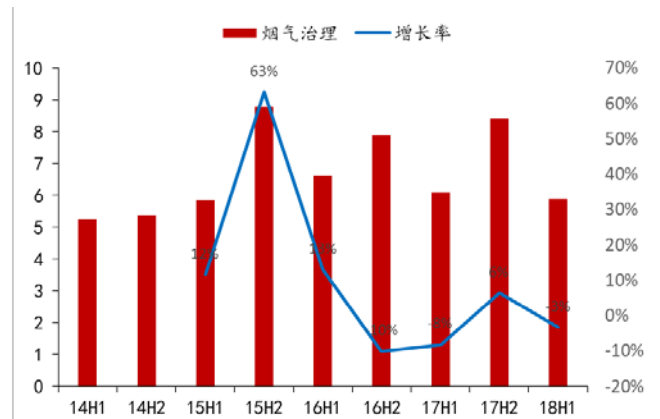
板块整体业绩不够靓丽，主要由于近两年下游电力领域景气度较低，板块应收账款周转速度降低，叠加融资成本上升的大环境，导致财务费用率有所上升，盈利水平较前两年也有所下降。且目前电力领域烟气超低排放改造接近尾声，非电领域提标改造潜力较大，但目前市场释放还较小，未来或对板块业绩起到较好支撑。

图表 43: 烟气治理板块营业总收入 (亿元, %)



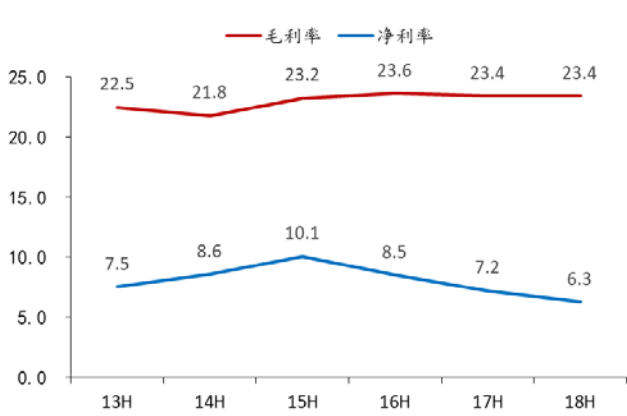
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 44: 烟气治理板块扣非归母净利润 (亿元, %)



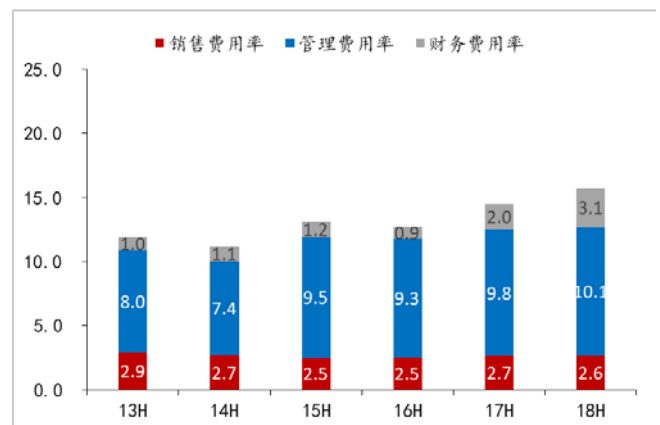
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 45: 烟气治理板块毛利率与净利率 (%)



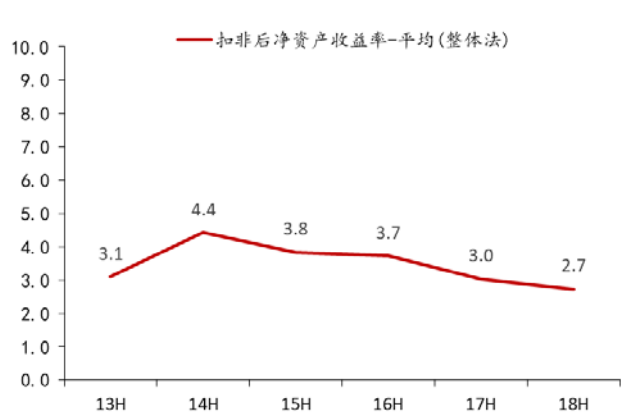
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 46: 烟气治理板块期间费用率 (%)



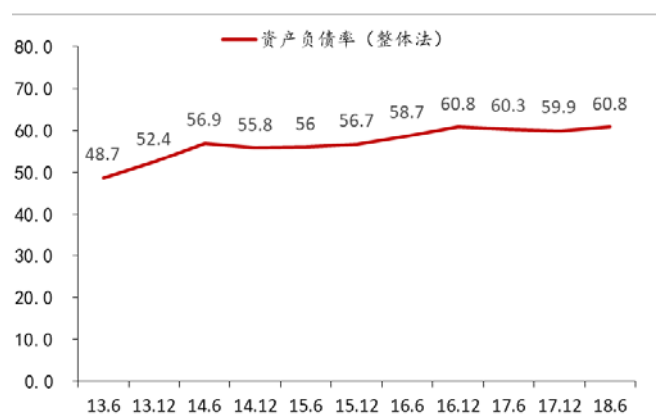
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 47: 烟气治理板块扣非 ROE-平均(整体法)(%)



来源: Wind, 国联证券研究所

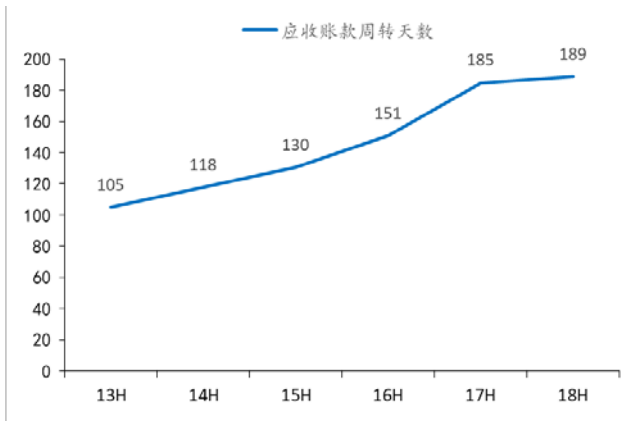
图表 48: 烟气治理板块资产负债率 (%)



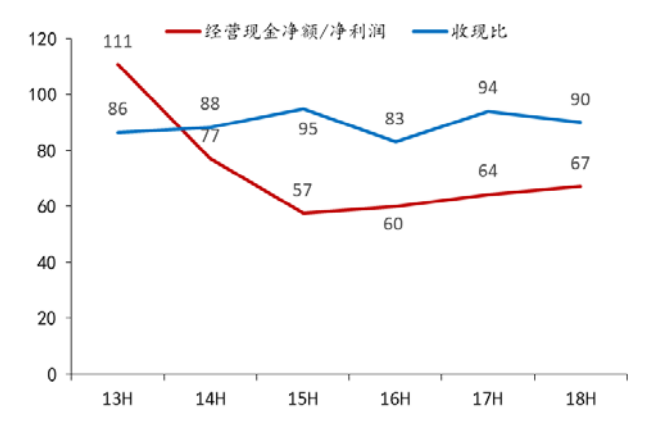
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 49: 烟气治理板块应收账款周转天数

图表 50: 烟气治理板块现金流分析 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所



来源: Wind, 国联证券研究所

3.5 监测板块维持较好增长态势

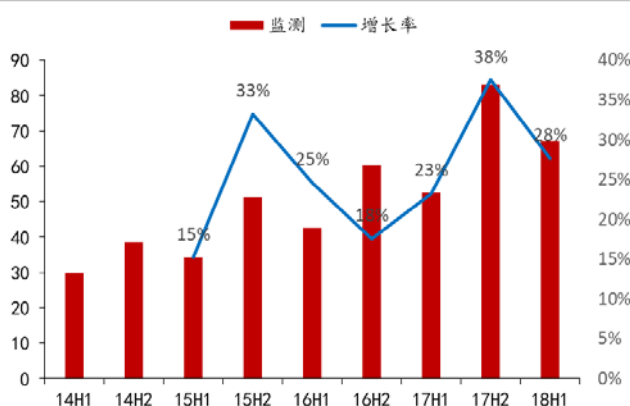
2018 年上半年环境监测板块实现营业收入 67 亿元, 同比增长 28%, 较去年同期增加 5pct, 实现扣非归母净利润 5 亿元, 同比增长 14%, 较去年同期增长速度有所放缓, 主要由于去年同期理工环科有并表因素导致业绩大涨, 若不计算理工环科业绩, 则板块 18 年上半年扣非归母净利润同比增长 24%, 维持较好的增长速度。

2018 年上半年板块整体毛利率 35.8%, 较去年同期下降 3.1pct, 板块净利率 10.2%, 同比下降 1.1pct, 费用率有所降低, 销售费用率及管理费用率分别降低 0.7pct 及 1.2pct, 财务费用率有所上升。上半年 ROE 为 2.7%, 同比增加 0.1pct。

现金流方面应收账款周转速度较去年同期有所增加, 但收现比及经营性现金净额均有所下降。

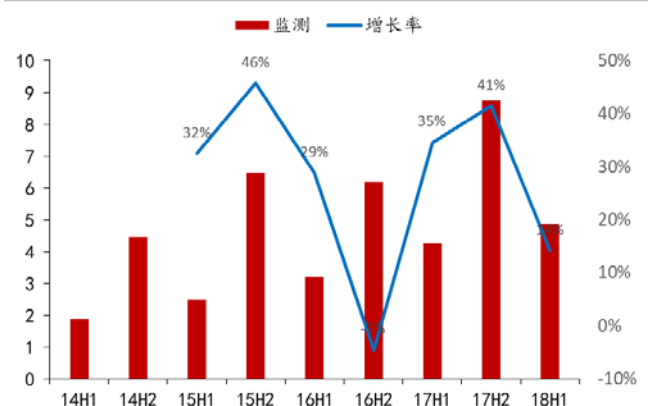
监测行业业绩波动较大, 主要是很多监测企业涉足其他环保领域带来的业绩波动, 单从监测行业的业务情况看, 总体比较平稳, 其中水质在线监测系统受益于河长制, 地表水的监测系统放量较快, 景气度较高, 同时空气网格化带动的相关业务表现也较好。

图表 51: 监测板块营业总收入 (亿元, %)



来源: Wind, 国联证券研究所

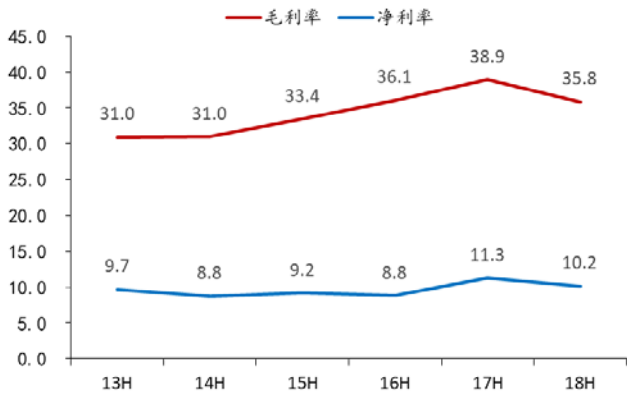
图表 52: 监测板块扣非归母净利润 (亿元, %)



来源: Wind, 国联证券研究所

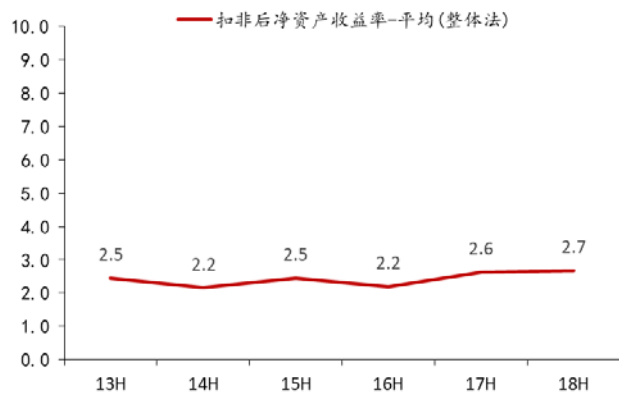
图表 53: 烟气治理板块毛利率与净利率 (%)

图表 54: 烟气治理板块期间费用率 (%)



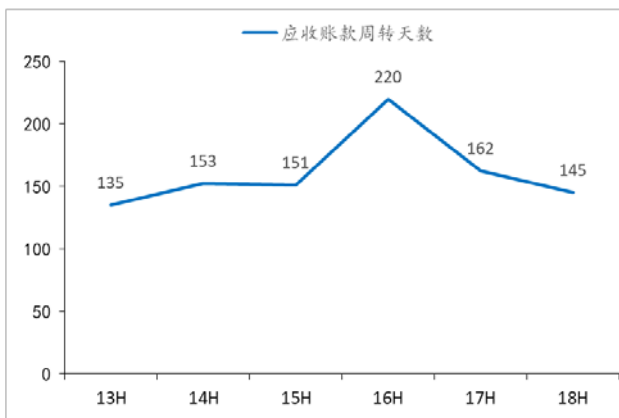
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 55: 监测板块扣非 ROE-平均 (整体法) (%)

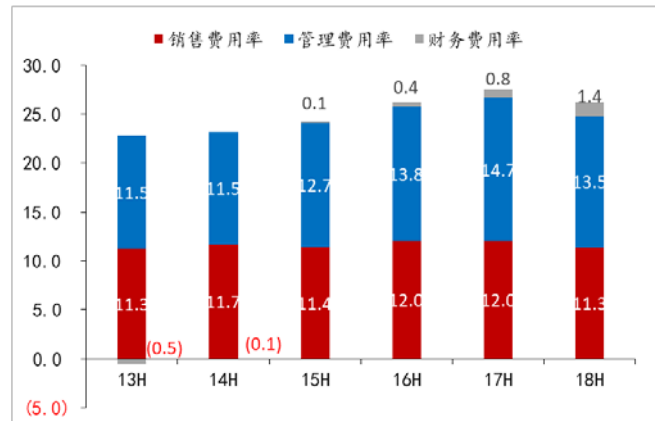


来源: Wind, 国联证券研究所

图表 57: 监测板块应收账款周转天数

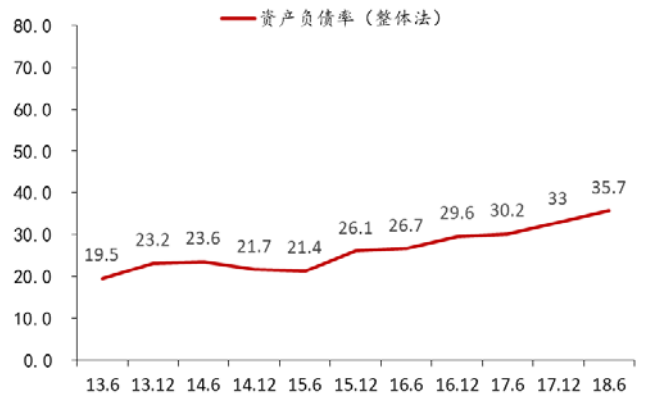


来源: Wind, 国联证券研究所



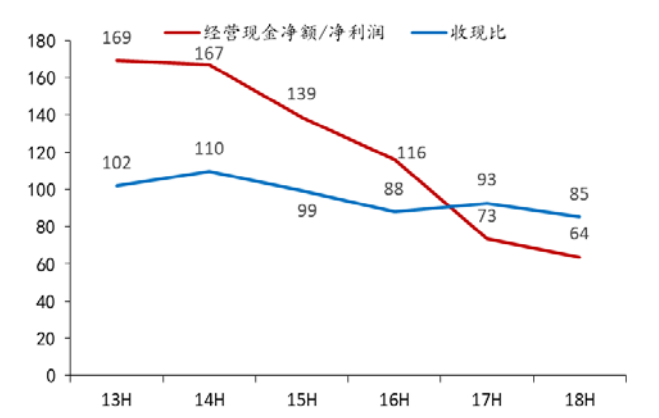
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 56: 监测板块资产负债率 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 58: 监测板块现金流分析 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

4 投资建议

随着财政部《关于规范推进政府与社会资本合作(PPP)工作的实施意见(征求意见稿)》的发布,明确规范的 PPP 项目不属于地方政府隐性债务,高质量 PPP 项目或将得以更好的推进,目前环卫服务、水环境治理仍存在中长期投资机会:环卫服务市场化推进仍在路上,上半年受到地方财政支出压力影响,装备采购服务力度减弱,但随着地方债的密集发行,财政压力缓解,后续有边际改善趋势,中长期仍可持续关注龙马环卫(603686.SH)。水环境治理空间巨大,行业短期受 PPP 清库及融资压力影响,项目推进放缓,但长远看规范性 PPP 项目的融资压力有望边际改善,有利于项目的持续推进,推荐具备较多运营资产的国祯环保(300388.SZ)。

5 风险提示

- 1、政策力度不达预期
- 2、订单需求不达预期
- 3、宏观经济下行
- 4、系统性风险。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。

所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话：021-38991500

传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810