

增持

——维持

日期：2018年09月18日

行业：环保行业



分析师：冀丽俊  
Tel: 021-53686156

E-mail: jilijun@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120017

研究助理：熊雪珍

Tel: 021-53686180

E-mail: xiong xuezhen@shzq.com

SAC 证书编号: S0870117080002

证券研究报告/行业研究/行业专题报告

# 行业现金流继续承压，关注运营类资产

——环保行业 2018 年中报总结

## ■ 主要观点

### 整体业绩增速放缓，资产负债率升高，板块现金流继续承压

环保板块 2018 年上半年实现营收同比增长 21.71%，业绩仍保持较快增长，但较去年 31.41% 的增速已明显放缓，归母净利润同比增长 4.16%，远低于业绩增长。环保板块净利率下降 2.23pct，毛利率基本与上年持平，略升 0.42pct，费用率上升 2.19pct，考虑上半年融资难，融资成本高拖累利润。行业资产负债率为 56.25%，较 2017H1 提升 3.29pct。行业经营性现金流净额为 -22.10 亿元，上年同期为 -9.9 亿元，投资性现金流净额为 -368.07 亿元，上年同期为 -158.83 亿元，融资额略降 3.88%。行业现金流持续流出，投资性现金流支出加大，板块现金流继续承压。

### 业绩受政策影响明显，优选高景气度子行业

2018H1 高增长企业及增长推动因素主要是主营业务及拓展 EPC 所致，与上年同期主要受益 PPP 不一致，也反映出环保行业受政策因素影响大。今年以来推出的重要环保政策一是关于农村环境建设，有利于环保产业向乡镇市场下沉，二是关于价格机制，有望增强企业，尤其是运营类企业的盈利能力，三是土壤法的落地，将加速土壤修复市场空间释放。从统计的今年以来环保上市企业的订单情况来看，水处理及生态工程仍为主要订单业务类型，虽然土壤修复目前新增订单金额较小，但从归母净利润增速来看，固废处理、土壤修复均得到稳健增长。环保行业受政策影响明显，优选高景气度行业。

### 细分子行业业绩分化，关注运营类资产

环保作为资金密集型行业，受信贷政策影响较大，从归母净利率看细分子行业存在业绩分化。工程类或 PPP 模式为主的企业在信贷收紧下融资成本高、项目推进进度减慢，而运营类资产企业基本实现稳健增长。长期看好环保运营类资产，未来关注企业融资情况。

## ■ 投资建议

从中报业绩来看，环保板块的整体业绩增速放缓，细分板块的营业收入增速与归母净利润增速不匹配，主要考虑在上半年融资成本高企的环境下，费用增多拖累利润。环保行业需求端市场受政策影响密切，优选高景气度细分子行业，且行业整体资产负债率升高，板块现金流承压，从公司层面来看，业绩稳健的龙头公司市场效应逐步强化。继续看好高景气度子行业，如固废、水处理、土壤修复子行业中具有稳健现金流的运营类企业，并持续关注企业融资状况。

## ■ 风险提示

环保政策推进不及预期的风险；宏观信贷政策变化的风险；行业竞争加剧的风险等。

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号：JLJ18-IT09

## 目 录

<b>一、整体业绩增速放缓，细分子行业业绩分化</b> .....	<b>4</b>
1.1 整体业绩增速放缓，增速 0%~30% 企业占比近一半 .....	4
1.2 行业毛利率稳定，费用增多拖累利润 .....	7
<b>二、资产负债率升高，板块现金流继续承压</b> .....	<b>9</b>
2.1 资产负债率升高，部分细分板块回款能力下降 .....	9
2.2 板块现金流继续承压 .....	10
2.3 板块融资规模略降 .....	12
<b>三、优选高景气度子行业，看好运营类资产</b> .....	<b>13</b>
3.1 2018 年上半年重磅政策 .....	13
3.2 优选高景气度子行业 .....	14
3.3 现金为王，看好运营类资产 .....	15
<b>四、投资建议</b> .....	<b>16</b>
<b>五、风险提示</b> .....	<b>16</b>

图

图 1 2015H1-2018H1 环保行业业绩增速 (%)	4
图 2 18H1 营业总收入增速分布 (%)	5
图 3 17H1 营业总收入增速分布 (%)	5
图 4 细分子行业 2017H1、2018H1 营收增速 (%)	7
图 5 细分子行业 2017H1、2018H1 归母净利润增速 (%)	7
图 6 2015H1-2018H1 环保行业及细分行业净利率 (%)	8
图 7 2015H1-2018H1 环保行业及细分行业毛利率 (%)	8
图 8 2015H1-2018H1 环保行业及细分行业期间费用率	8
图 9 2015H1-2018H1 环保行业三费率 (%)	8
图 10 2015H1-2018H1 环保各子行业财务费用率	9
图 11 2015H1-2018H1 环保各子行业应收账款回款率	10
图 12 2015H1-2018H1 环保行业应现金流状况	10
图 13 2015H1-2018H1 大气子行业现金流状况	11
图 14 2015H1-2018H1 水处理子行业现金流状况	11
图 15 2015H1-2018H1 固废处理子行业现金流状况	11
图 16 2015H1-2018H1 环卫子行业现金流状况	11
图 17 2015H1-2018H1 土壤修复子行业现金流状况	12
图 18 2015H1-2018H1 环境监测子行业现金流状况	12
图 19 2015H1-2018H1 园林子行业现金流状况	12
图 20 2015H1-2018H1 环保各细分子行业现金流净额	12

表

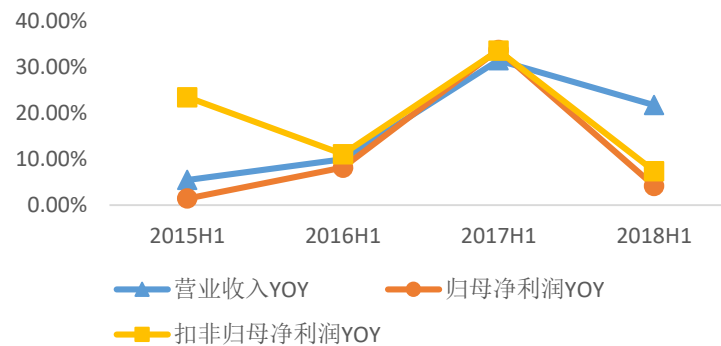
表 1 18H1 营业总收入、归母净利润增速前十 (亿元, %)	5
表 2 18H1 营业总收入、归母净利润前十 (亿元)	5
表 3 环保板块上市企业 2018 年初至今新增订单情况 (亿元)	6
表 4 2017H1-2018H1 细分子行业的资产负债率、总资产周转率、ROE	9
表 5 环保上市企业可转债发行情况(2018 年 1 月日至 9 月 17 日)	13
表 6 子行业年初至 2018 年 9 月 14 日市场表现前三 (剔除次新股) (亿元, %)	16

## 一、整体业绩增速放缓，细分子行业业绩分化

### 1.1 整体业绩增速放缓，增速 0%~30%企业占比近一半

2018 年上半年环保板块整体保持较快增长，但归母净利润增速远低于营收增速，考虑宏观信贷政策收缩、PPP 监管趋严影响下，环保项目推进进度放缓、融资成本上升等侵蚀利润。统计环保板块 80 家上市企业，剔除一些大额亏损的企业后（剔除 ST 凯迪、盛运），板块 2018 年上半年总计实现营业总收入 974.58 亿元，去年同期值 800.74 亿元，同比增长 21.71%，业绩仍保持较快增长，但较去年 31.41% 的增速已明显放缓；实现归母净利润 115.02 亿元，去年同期值 110.43 亿元，同比增长 4.16%，扣非归母净利润同比增长 7.37%。

图 1 2015H1-2018H1 环保行业业绩增速 (%)

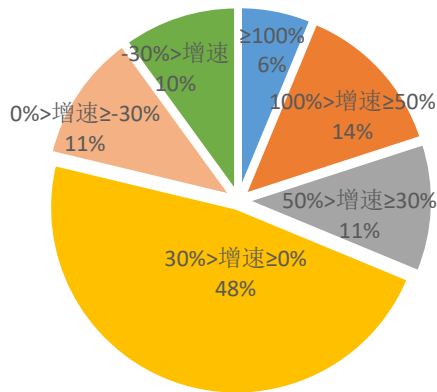


数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

从业绩增速分布来看，2018 年上半年负增长企业明显增多，占比增加了 8pct，增速中枢下移，营收增速在(30%，50%) 区间内的占比较 2017 年下降 10pct，但[0%，30%) 区间内企业数较稳定，上升 2pct。且实现高增速 (>100%) 的企业增多，分别为杭州园林 (429.99%)、中持股份 (191.36%)、清水源 (149.11%)、岭南股份 (111.91%)、博世科 (107.84%)，除清水源有并表因素外，其他均为拓展 EPC 业务、主营业务订单确认收入的增长所致。2017 年上半年高增速企业为美尚生态、文科园林、蒙草生态，主要受益于当年 PPP 项目的大力推进。

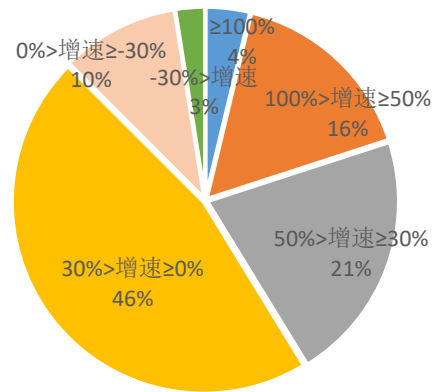
高增长企业名单及增长推动因素的不一致，也反映出环保行业受政策因素影响大，环保产业各个细分子行业协同性较弱，政策的推动加速了不同子行业间需求市场的流动。

图 2 18H1 营业总收入增速分布 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 3 17H1 营业总收入增速分布 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

表 1 18H1 营业总收入、归母净利润增速前十 (亿元, %)

证券代码	证券简称	营收 (17H1)	营收 (18H1)	YoY	证券代码	证券简称	净利 (17H1)	净利 (18H1)	YoY
300649.SZ	杭州园林	0.64	3.42	429.99	603903.SH	中持股份	0.14	0.58	315.85
603903.SH	中持股份	1.84	5.37	191.35	300437.SZ	清水源	0.28	1.09	284.00
300437.SZ	清水源	3.08	7.66	149.11	603588.SH	高能环境	0.66	1.52	130.03
002717.SZ	岭南股份	16.77	35.55	111.91	300388.SZ	国祯环保	0.61	1.39	129.40
300422.SZ	博世科	5.53	11.48	107.84	300422.SZ	博世科	0.53	1.06	100.40
300692.SZ	中环环保	0.76	1.42	85.92	002717.SZ	岭南股份	2.00	3.87	93.06
300197.SZ	铁汉生态	27.95	49.38	76.68	300649.SZ	杭州园林	0.13	0.25	90.70
300388.SZ	国祯环保	8.93	15.76	76.52	600283.SH	钱江水利	0.31	0.59	90.33
603603.SH	博天环境	9.66	16.31	68.87	300425.SZ	环能科技	0.38	0.69	82.98
300190.SZ	维尔利	5.48	8.95	63.51	603359.SH	东珠生态	1.01	1.80	77.61

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

营收规模前十位的公司中,多数公司营收和净利均实现增长,其中东方园林(营收+29.67%,归母净利润+42.04%)、启迪桑德(营收+38.47%,归母净利润+23.16%)、清新环境(营收+48.30%)、伟明环保(归母净利润+52.21%)等龙头企业业绩靓丽。其中重庆水务、中山公用、碧水源出现净利润负增,主要系污水处理服务增值税返还减少、投资收益减少、公允价值减少所致,不考虑这部分收益,除重庆水务外,中山公用、碧水源净利润实现稳定增长,分别为11.90%、10.20%。

表 2 18H1 营业总收入、归母净利润前十 (亿元)

证券代码	证券简称	营收 (17H1)	营收 (18H1)	YoY	证券代码	证券简称	净利 (17H1)	净利 (18H1)	YoY
002310.SZ	东方园林	49.84	64.63	29.67	601158.SH	重庆水务	10.24	7.96	-22.14
000826.SZ	启迪桑德	39.12	54.16	38.47	002310.SZ	东方园林	4.68	6.64	42.04
300197.SZ	铁汉生态	27.95	49.38	76.68	000826.SZ	启迪桑德	4.93	6.07	23.16

600008.SH	首创股份	41.73	45.79	9.73	000598.SZ	兴蓉环境	4.54	5.31	17.12
300070.SZ	碧水源	28.95	38.54	33.14	600323.SH	瀚蓝环境	3.14	5.00	59.08
002717.SZ	岭南股份	16.77	35.55	111.91	002717.SZ	岭南股份	2.00	3.87	93.06
600388.SH	龙净环保	29.58	32.42	9.63	000685.SZ	中山公用	5.26	3.86	-26.57
000967.SZ	盈峰环境	20.35	25.25	24.12	300197.SZ	铁汉生态	2.69	3.85	42.93
002431.SZ	棕榈股份	21.26	23.52	10.63	603568.SH	伟明环保	2.46	3.75	52.21
002573.SZ	清新环境	15.49	22.98	48.30	300070.SZ	碧水源	5.34	3.65	-31.61

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

统计环保板块年初至 2018 年 9 月 17 日新增订单, 拿单金额最高的为东方园林, 新增订单 400.3 亿元, 新增订单/市值最大的为棕榈股份, 占比达 181.74%, 其次为博天环境, 占比为 151.89%。

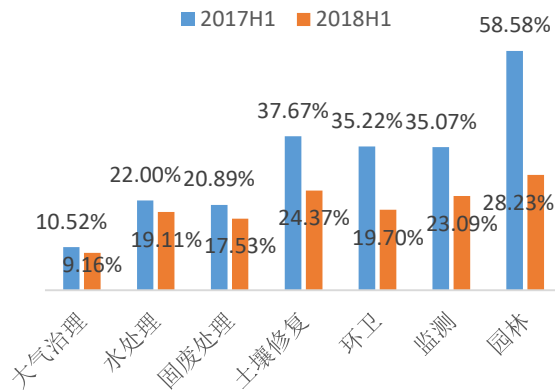
表 3 环保板块上市企业 2018 年初至今新增订单情况 (亿元)

代码	公司	2018 至今订单金额 (亿元)	公司市值 (亿元)	新增订单/市值
002431.SZ	棕榈股份	132.69	73.01	181.74%
603603.SH	博天环境	89.66	59.03	151.89%
300197.SZ	铁汉生态	181.26	122.41	148.08%
002310.SZ	东方园林	400.03	282.5	141.60%
603717.SH	天域生态	28.79	22.15	129.98%
300388.SZ	国祯环保	60.65	47.57	127.50%
002717.SZ	岭南股份	110.39	91.79	120.26%
000544.SZ	中原环保	43.5	65.6	66.31%
600008.SH	首创股份	118.87	186.56	63.72%
603903.SH	中持股份	16.02	26.23	61.08%
603686.SH	龙马环卫	27.57	46.14	59.75%
300437.SZ	清水源	18.17	31.44	57.79%
603955.SH	大千生态	9.08	18.23	49.81%
002200.SZ	云投生态	4.66	11.69	39.86%
000826.SZ	启迪桑德	55.58	197.56	28.13%
300070.SZ	碧水源	73.66	314.42	23.43%
300355.SZ	蒙草生态	18.69	81.82	22.84%
300692.SZ	中环环保	4.83	22.67	21.31%
603588.SH	高能环境	10.24	57.66	17.76%
300203.SZ	聚光科技	18.33	110.37	16.61%
300422.SZ	博世科	5.29	40.1	13.19%
002322.SZ	理工环科	1.71	43.31	3.95%
000967.SZ	盈峰环境	2.62	73.99	3.54%
000035.SZ	中国天楹	2.2	63.12	3.49%
002034.SZ	旺能环境	1.96	57.9	3.39%
300055.SZ	万邦达	1.74	84.01	2.07%
002658.SZ	雪迪龙	0.86	140.09	0.61%

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

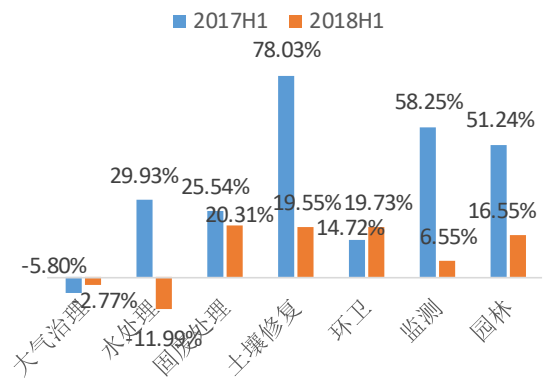
从细分子行业板块来看，营收增长最大的为园林板块，营收同比增长为 28.23%，但相比去年 58.58% 的增长，增速有所减缓，主要考虑环保板块中园林类企业业务大多为工程类项目，PPP 严监管叠加融资环境难，影响项目推进速度。其次为土壤修复、环境监测营收增幅分别为 24.37%、23.09%，景气度较高。环卫、水处理、固废治理营收同比增加分别为 19.69%、19.11%、17.53%，大气治理营收增速为 9.16%。

图 4 细分子行业 2017H1、2018H1 营收增速 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 5 细分子行业 2017H1、2018H1 归母净利润增速 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

## 1.2 行业毛利率稳定，费用增多拖累利润

环保板块净利率略有下滑，下降 2.23pct。行业毛利率基本与上年持平，上升 0.42pct。行业费用率上升 2.19pct。行业净利率下降较多主要考虑宏观信贷政策影响下，融资难、财务成本上升，环保行业费用率上升所致。

细分行业方面，仅有固废处理子行业净利率逐年上升，其 2018H1 略微增加 0.25pct。净利率下降最多的为水处理板块，下降了 5.48pct。毛利率端基本保持稳定略增，毛利率提升最大的为环卫子行业，提升 4.96pct，而环境监测、园林、水处理子行业分别下降 2.10pct、1.13pct、0.45pct。

图 6 2015H1-2018H1 环保行业及细分行业净利率 (%)

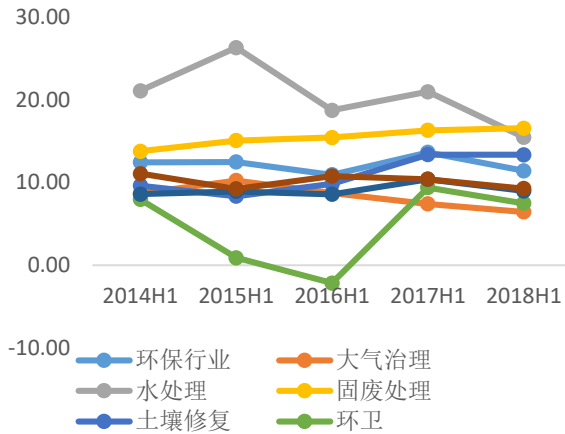
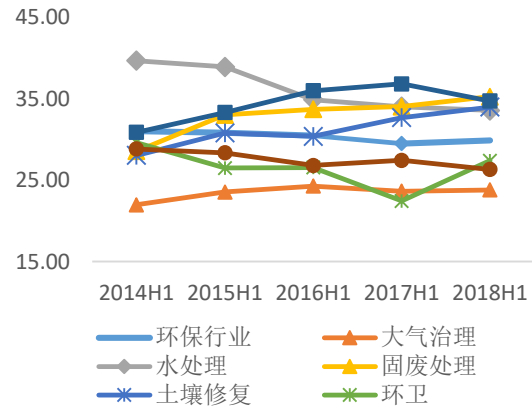


图 7 2015H1-2018H1 环保行业及细分行业毛利率 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

费用端, 费用率整体保持平稳, 2018H1 除环卫子行业、环境监测子行业外, 其余子行业均有所上升, 其中上升最多的为园林子行业, 费用率上升 2.01pct。环保行业销售费用增速放缓, 增速较 2017H1 下降 12.26pct, 销售费用率为 3.98%, 略增 0.2pct。管理费用同比增加 17.47%, 增速基本保持稳定, 管理费用率增加 1.01pct, 财务费用同比增加 29.85%, 财务费用率提升 0.93pct。

图 8 2015H1-2018H1 环保行业及细分行业期间费用率

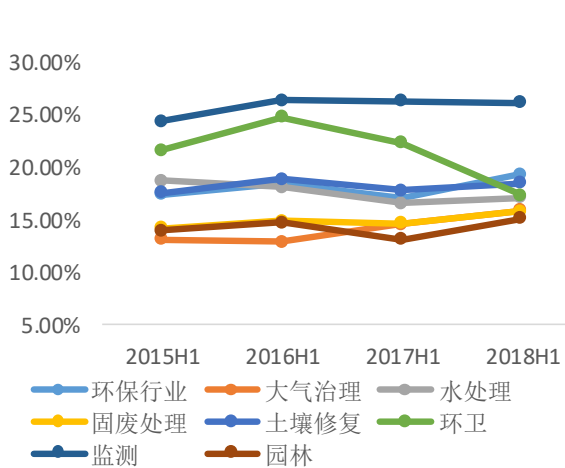
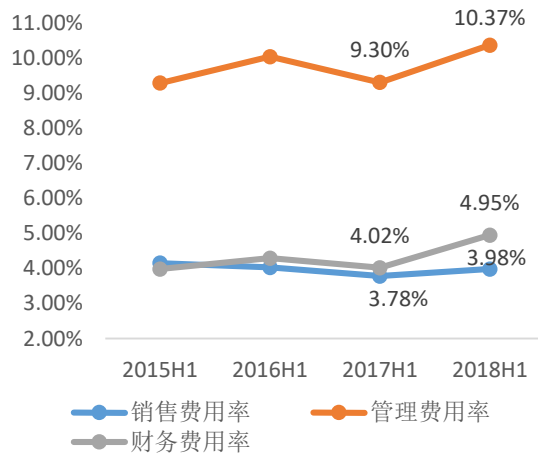


图 9 2015H1-2018H1 环保行业三费率 (%)



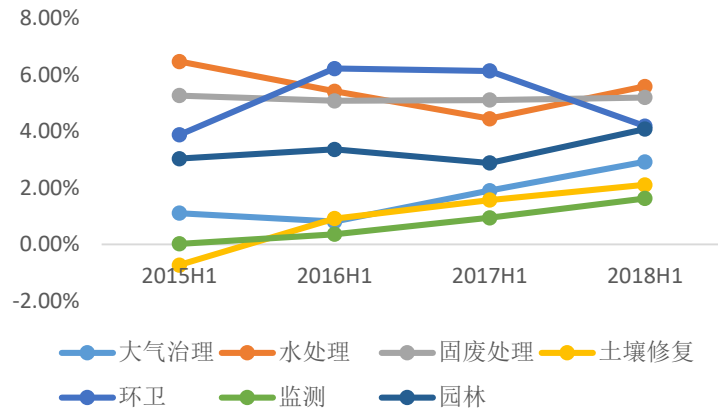
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

细分板块方面, 财务费用率 2016H1 至 2017H1 间整体平稳, 2018H1 受融资环境影响, 除环卫板块外各子行业均上升, 其中园林板块财务费用率上升最多, 为 1.2pct。



图 10 2015H1-2018H1 环保各子行业财务费用率



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

## 二、资产负债率升高，板块现金流继续承压

### 2.1 资产负债率升高，部分细分板块回款能力下降

2018H1 年环保板块总资产、总负债分别为 7828.70 亿元、4402.40 亿元,分别同比增长 21.81%和 29.37%。资产负债率 56.25%,较 2017H1 提升 3.29pct。各细分子行业负债率均上升,其中资产负债率最高的板块为园林,达到 63.21%,环境监测子行业负债率最低为 38.94%,但资产负债率增幅较高,较 2017H1 提升了 2.97pct,主要是切入 PPP 工程领域,加大企业杠杆所致。

表 4 2017H1-2018H1 细分子行业的资产负债率、总资产周转率、ROE

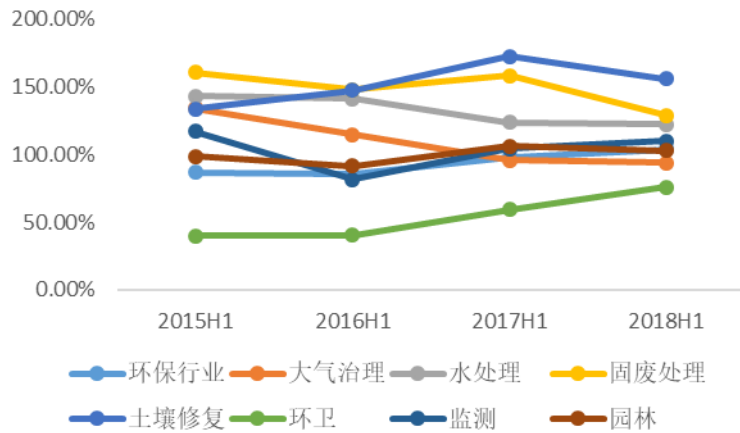
行业板块	资产负债率 (17H1)	资产负债率 (18H1)	总资产周转率 (17H1)	总资产周转率 (18H1)	ROE (17H1)	ROE (18H1)
大气治理	59.57%	59.99%	0.18%	0.19%	3.32%	3.03%
水处理	49.23%	54.23%	0.11%	0.11%	4.33%	3.51%
固废处理	56.16%	55.56%	0.15%	0.14%	5.29%	5.06%
土壤修复	38.23%	44.81%	0.15%	0.15%	2.96%	3.37%
环卫	59.21%	56.88%	0.15%	0.18%	3.65%	2.97%
环境监测	33.90%	38.94%	0.22%	0.22%	3.30%	3.20%
园林	56.35%	63.21%	0.21%	0.19%	4.69%	4.63%
环保行业	52.97%	56.25%	0.15%	0.15%	4.21%	3.82%

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

环保行业回款能力保持稳定,2018H1 应收账款周转率为 103.95%,较 2017H 略增 5.73pct。其中环卫子行业近几年回款能力逐年增强,2018H1 增加 16.73pct,主要受益于环卫产业化进程加快。但部分细分子行业回款能力出现明显下滑,固废处理、土壤

修复子行业应收账款周转率分别下降 29.08%、16.66%，主要考虑业务主要对接政府端，受地方财政收紧影响所致。

图 11 2015H1-2018H1 环保各子行业应收账款回款率

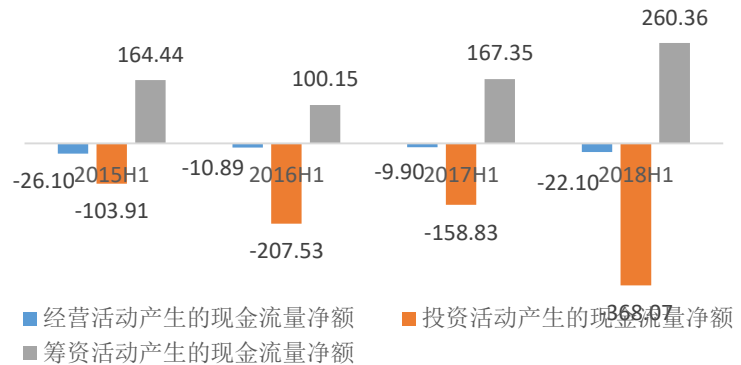


数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

## 2.2 板块现金流继续承压

环保行业 2018H1 上半年经营性现金流净额为-22.10 亿元，去年同期为-9.90 亿元，筹资性现金流净额为 260.36 亿元，去年同期为 167.35 亿元，投资性现金流净额为-368.07 亿元，去年同期为-158.83 亿元，现金流持续流出，投资性现金流支出加大，板块现金流继续承压。

图 12 2015H1-2018H1 环保行业应现金流状况



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

细分子行业方面，大气治理板块经营性现金流基本与上年同期持平，投资性现金流支出较上年增加 78.91%。

水处理板块经营活动现金流净额较上年同期下降 77%，主要是板块中碧水源（较同期减少 6.56 亿）、天翔环境（较同期减少 10.26 亿）经营活动现金流大幅下降所致。碧水源半年报表示，公司内受降杠杆政策影响，PPP 项目信贷周期变长，相应项目结算及付款周期有所滞后，且项目付款及费用较上年同期大量增长，导致经营活动现金流大幅降低。投资活动现金流支出较上年增加 50%，主要考虑水处理企业拓展 PPP 项目影响。

图 13 2015H1-2018H1 大气子行业现金流状况

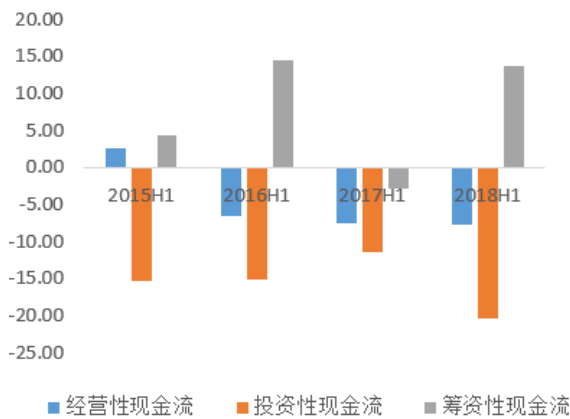
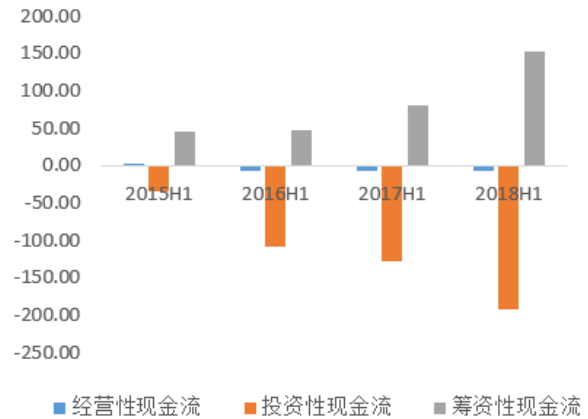


图 14 2015H1-2018H1 水处理子行业现金流状况



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

固废处理、环卫子行业经营活动现金流表现正流入,体现了运营类资产稳健的现金流。固废处理子行业投资活动支出较上年增加 57%,主要是启迪桑德较上年支出增加 9.1 亿元、上海环境支出增加 9.5 亿元,主要用于在建项目的支出、及收购增资项目公司。环卫子行业投资活动支出较 2017H1 由大幅增加,主要是板块内公司中联重科投资活动净现金流由 2017H1 的 56.32 亿元减少为 2018H1 的-22.43 亿元,主要考虑中联重科 2017H1 有转让子公司影响,且 2018H1 投资增多所致。

图 15 2015H1-2018H1 固废处理子行业现金流状况

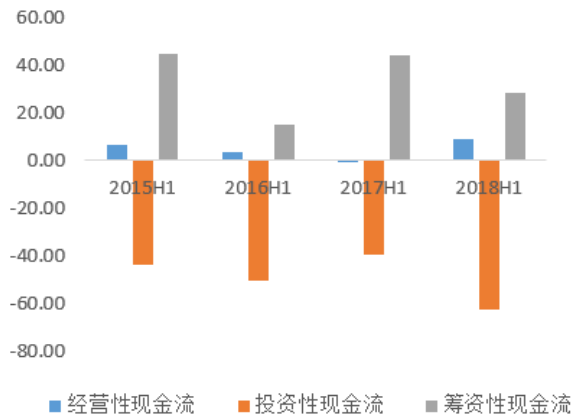
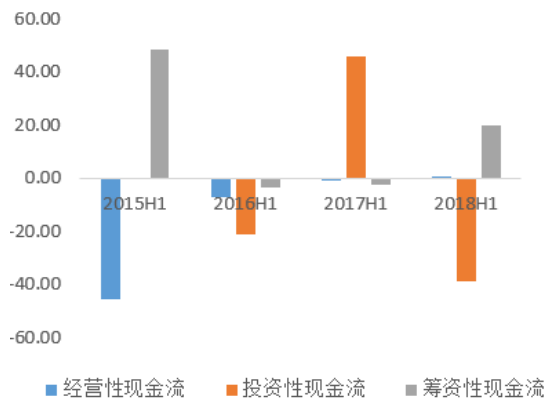


图 16 2015H1-2018H1 环卫子行业现金流状况



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

土壤修复子行业经营活动现金流减少 194%,主要系板块内公司永清环保波动较大,经营活动现金流减少 1.90 亿元,考虑系报告期内对外支付往来款所致。投资活动支出基本与上年持平。

环境监测子行业经营活动现金流较上年减少 31%,主要是板块内公司先河环保、盈峰环境波动较大。其中先河环保经营活动现金流减少 91.60%,主要系考虑生产备货额增加、经营规模导致的费用支出增加及上半年回款较少所致。投资活动支出基本与上年持平。

图 17 2015H1-2018H1 土壤修复子行业现金流状况

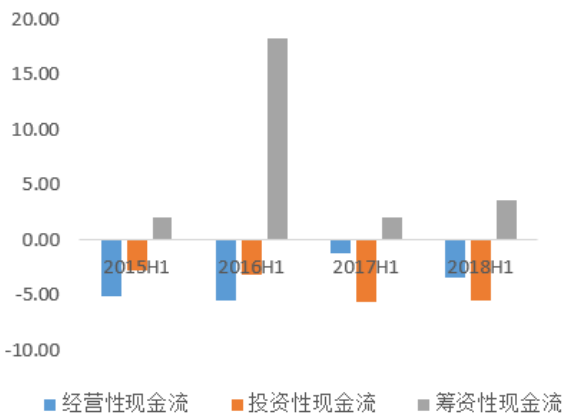
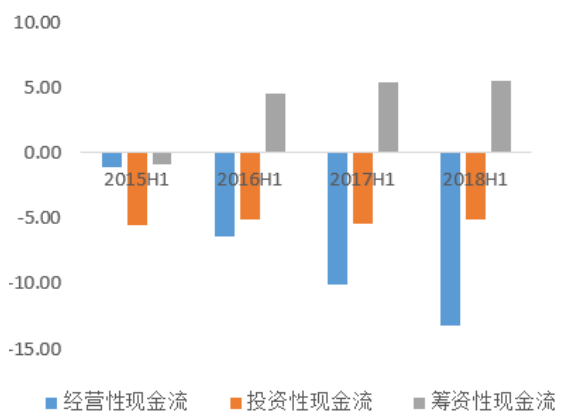


图 18 2015H1-2018H1 环境监测子行业现金流状况



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

园林子行业经营活动现金流流出、投资性支出加剧, 同比分别增加 38.91%、150%, 主要系园林子行业企业业绩多靠工程类项目的投资拉动, 对项目公司、在建工程的投入随着经营规模的扩大也在持续增加。

环保行业现金流净额净流出加剧, 细分行业方面, 环境监测子行业基本保持平稳, 水处理子行业由于除工程项目外, 还有污水处理运营类项目保证经营现金流的流入, 随着进一步加大融资, 2018H1 现金流有所好转。园林子行业业务以工程为主, 本身对资金需求度高, 受宏观信贷政策影响, 园林行业现金流有所恶化。

图 19 2015H1-2018H1 园林子行业现金流状况

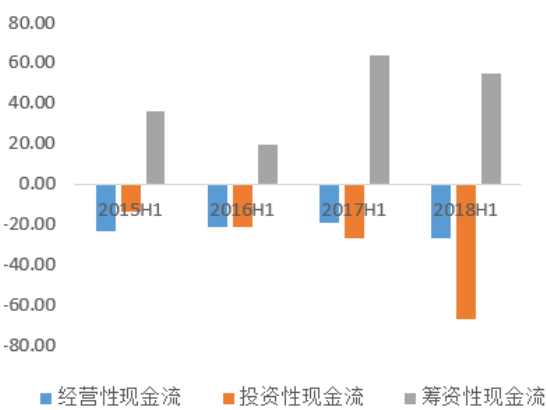
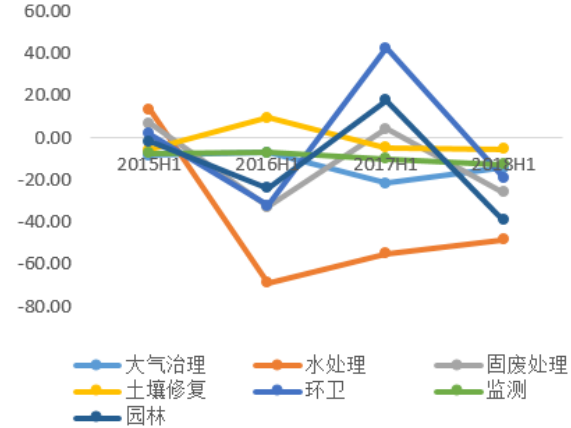


图 20 2015H1-2018H1 环保各细分分子行业现金流净额



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

### 2.3 板块融资规模略降

从融资端(包含增发、配股、债券)来看, 板块 2018 年 H1 融资 95.63 亿元, 与 2017 年 H1 基本持平, 略降 3.88%。其中融资规模排名前三的启迪桑德、创业环保、中山公用分别融资 34.88、11.00、9.95 亿元, 占环保板块全部融资规模的 58.38%。上市公司可转债 2018 年上半年已有高能环境、岭南股份、博世科、铁汉生态完成发行。当前仍有联泰环保等 7 家公司还有可转债仍待发

行，规模合计 94.7 亿元，发行完成后，将在一定程度上缓解上市公司资金压力。

表 5 环保上市企业可转债发行情况(2018 年 1 月日至 9 月 17 日)

证券代码	证券简称	可转债发行状态	发行规模(亿元)
603588.SH	高能环境	发行	8.4
002717.SZ	岭南股份	发行	6.6
300422.SZ	博世科	发行	4.3
002658.SZ	雪迪龙	发行	5.2
603797.SH	联泰环保	证监会核准	3.9
300237.SZ	美晨生态	证监会核准	7
603817.SH	海峡环保	证监会受理	4.6
600323.SH	瀚蓝环境	证监会受理	10
601200.SH	上海环境	股东大会通过	22.1
603568.SH	伟明环保	发审会暂缓表决	6.7
300437.SZ	清水源	预案	4.9
300197.SZ	铁汉生态	发行	11
合计			94.7

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

### 三、优选高景气度子行业，看好运营类资产

#### 3.1 2018 年上半年重磅政策

- 中共中央办公厅、国务院印发《农村人居环境治理三年行动方案》，推进农村环保市场打开

方案提出推进农村生活垃圾治理，梯次推进农村生活污水治理等方案，到 2020 年，东部地区、中西部城市近郊区基本实现农村生活垃圾处置体系全覆盖，农村户用厕所无害化改造，厕所粪污基本得到处理或资源化利用，农村生活污水治理率明显提高，中西部有较好的基础的力争实现 90% 左右的生活垃圾得到治理，卫生厕所普及率达到 85% 左右。

- 财政部发布关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知

继去年 92 号文对 PPP 在库项目实施清理后，PPP 项目监管再督加码，随着 PPP 项目的监管力度趋严，项目以效果为导向，看重绩效考核的趋势持续。上半年的清库过程对部分企业的 PPP 项目进度造成影响，但长远看，规范推进 PPP 有利于以 PPP 业务为主的优质企业提升盈利能力。

- 《打赢蓝天保卫战三年行动计划》印发，大气污染防治仍是环保重点工作

《三年行动计划》提出以京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等区域为重点，持续实施大气污染防治行动。对 2020 年，二氧化硫、氮氧化物排放总量、PM2.5、城市空气质量优良天数做了量化目标。新一轮强化督查时间为 2018 年 6 月-2019 年 4 月，环保督察长效化，大气污染防治仍是重点工作。

➤ **《国家发展改革委关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》，利好运营类环境服务商**

《意见》聚焦污水处理、垃圾处理、节水、节能环保等四方面：1) 建立城镇污水处理费动态调整机制；2) 探索建立污水处理农户付费制度；3) 2020 年底前，全国城市及建制镇全面建立生活垃圾处理收费制度，积极推进城镇生活垃圾处理收费方式改革，对非居民用户推行垃圾计量收费，并实行分类垃圾与混合垃圾差别化收费等政策，提高混合垃圾收费标准；对具备条件的居民用户，实行计量收费和差别化收费，加快推进垃圾分类；4) 探索建立农村垃圾处理收费制度；5) 完善危险废物处置收费机制。

➤ **《土壤污染防治法》落地，看好土壤修复市场加速释放。**

《土壤法》从产生污染、现场调查监测、废物处置收集过程、效果评估、土地使用、生产经营各环节对责任人进行了责任范围认定，新增多项管理制度，强化部门联动，建立土壤污染防治基金制度保障资金，对土壤环境服务机构数据真实性定性定责。《土壤法》是土壤修复市场运行的根基，后续随着配套文件的逐步落地，看好土壤修复市场的加速释放。

### 3.2 优选高景气度子行业

从统计的今年以来环保上市企业的订单情况来看，全部订单金额为 1441.45 亿元，其中涉及**水处理业务**的订单金额达 579.02 亿元，占比达到 40.17%。生态工程项目订单金额达到 669.06 亿元，占比 46.41%。环卫金额为 36.69 亿元，固废处理金额为 21.66 亿元，土壤修复订单金额为 5.83 亿元。

从订单角度看，高景气度细分还是在水处理和生态工程方面，结合行业的营收、净利润等财务数据进一步分析：

➤ **营业收入 2018H1 增速大小依次为：园林 (28.23%) > 土壤修复 (24.37%) > 环境监测 (23.09%) > 环卫 (19.70%) > 水处理 (19.11%) > 固废处理 (17.53%) > 大气治理 (9.16%)。**

环保企业业绩受政策影响明显，环保**园林子行业**主要业务涉及到生态景观工程、环境综合整治等，主要受益于 PPP 模式，项目需求量大且金额较大，但受到宏观信贷政策影响，融资成本的提高对企业项目进度及费用均有较大影响。

**土壤修复**相对环保领域中水环境、生活垃圾处理、大气治理等，

起步较晚，基数较低，在政策推动下增速较高，且随着近期《土壤法》的落地，未来土壤修复市场有望加速打开。

**环境监测行业**一方面作为环保监管、环保税的基石，另一方面是推进第三方环保运营的重要抓手，考虑主要受益于环境监测密度的提升、污染处理企业的监测需求、监测设备的更新换代，但针对监测企业本身的监管随着数据造假案件的披露或将趋严，拉高环境监测企业的竞争门槛。**环卫**的高速增长一方面是受益于城市环卫业务的快速市场化推进，另一方面是环卫业务上承垃圾分类，下接垃圾处置、资源回收等，环卫子行业企业在产业链上的拓展有一定优势。

**水处理**子行业中企业涉及业务即包括污水处理类重运营的项目，也有流域综合整治等工程类项目，从业务类型来看，污水处理中农村污水处理项目为其主要增长点，整体来说水处理子行业对资金需求度较高。

**固废治理**子行业业务多为垃圾焚烧发电，业绩主要来源即垃圾处理费和上网电费，现金流普遍较稳健，信贷影响对其一般较小。

➤ **对比归母净利润增速分析**，归母净利润 2018H1 增速大小依次为：固废处理 (20.31%) > 环卫 (19.73%) > 土壤修复 (19.55%) > 园林 (16.55%) > 环境监测 (6.55%) > 大气治理 (-2.77%) > 水处理 (-11.99%)。

可以看到环保子行业营业收入增速与归母净利润增速并不匹配。主要也是考虑部分行业以工程为主，融资成本上升造成费用增多拖累利润。

➤ **净利率端**，由大到小依次为：固废处理 (16.57%) > 水处理 (15.49%) > 土壤修复 (13.36%) > 园林 (9.28%) > 环境监测 (8.98%) > 环卫 (7.49%) > 大气治理 (6.44%)

固废处理子行业净利率是唯一逐年上升的，水处理行业净利率在子行业中较高，但同比下降最多，主要考虑水处理行业中的既有工程又有运营类业务，高资金需求下的规模扩张带来的高费用侵蚀了利润。

综合考虑政策推进力度、营收增速与归母净利润增速，净利率情况，优选高景气度子行业如固废处理、土壤修复、水处理。

### 3.3 现金为王，看好运营类资产

环保行业整体回款能力稳定且略增 5.73pct，但固废处理、土壤修复子行业应收账款周转率分别下降 29.08%、16.66%，主要考虑业

务主要对接政府端，规模扩张同时，应收账款受地方财政收紧影响增加所致。但从经营性现金流量净额来看，固废行业、环卫行业现金流为正流入，具有稳健的现金流。水处理行业现金流较上年略好转，主要系回款能力基本稳定，融资额逐年增加保障资金所致。

总体来看，环保行业子行业间联动性较弱，受政策影响，不同子板块的业绩分化较大，优选高景气度子行业，看好运营类资产，结合前述分析，看好固废行业、土壤修复行业、水处理行业中运营类资产。比较三个子行业中上市公司年初至今涨幅及其盈利状况，看好龙头企业的投资价值。

表 6 子行业年初至 2018 年 9 月 14 日市场表现前三（剔除次新股）（亿元，%）

证券代码	证券简称	年初至今 涨跌幅	相对上证 指数	营业收入 板块内排序	营业收入增速 板块内排序	归母净利润板 块内排序	归母净利润增 速板块内排序
<b>固废子行业</b>							
603568.SH	伟明环保	16.72%	35.64%	8/11	1/11	3/11	<b>2/11</b>
600217.SH	中在资环	-5.69%	13.22%	6/11	4/11	6/11	<b>3/11</b>
600323.SH	瀚蓝环境	-13.58%	5.34%	2/11	7/11	2/11	<b>1/11</b>
<b>土壤修复子行业</b>							
300190.SZ	维尔利	-20.36%	-1.45%	2/4	1/4	2/4	2/4
603588.SZ	高能环境	-31.18%	-12.27%	1/4	2/4	1/4	1/4
<b>水处理</b>							
300437.SZ	清水源	-8.15	7.25%	12/30	<b>2/30</b>	15/30	<b>2/30</b>
600461.SH	洪城水业	-9.95	0.27%	<b>4/30</b>	7/30	9/30	9/30
601158.SH	重庆水务	-11.67	-9.42%	3/30	15/30	<b>1/30</b>	<b>20/30</b>

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

## 四、投资建议

从中报业绩来看，环保板块的整体业绩增速放缓，细分板块的营业收入增速与归母净利润增速不匹配，主要考虑在上半年融资成本高企的环境下，费用增多拖累利润。环保行业需求端市场受政策影响密切，优选高景气度细分子行业，且行业整体资产负债率升高，板块现金流承压，从公司层面来看，业绩稳健的龙头公司市场效应逐步强化。继续看好高景气度子行业，如固废、水处理、土壤修复子行业中具有稳健现金流的运营类企业，并持续关注企业融资状况。

## 五、风险提示

环保政策推进不及预期的风险；宏观信贷政策变化的风险；行业竞争加剧的风险等。



## 分析师承诺

冀丽俊，熊雪珍

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20% 以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10% 以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10% 以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。