

寒风料峭春未至，生机一线仍可寻

环保行业 18 年年报及 19 年一季报总结

投资要点：

➤ 环保板块18年大幅下跌，一季度有所回升，总体估值回落明显。

2018年全年行业指数跌幅较大，除了大盘的影响，主要是在“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，同时部分公司大幅计提商誉减值，带来公司的业绩增速有所放缓甚至下滑，从而拖累整体估值下行。19年一季度融资环境边际改善明显，行业指数虽有所回升，但估值仍然处于较低位置，全行业看，公用事业目前居于所有行业中位附近。

➤ 18年业绩总体表现较弱，19年有所回升，细分板块分化较大。

2018年实现营业总收入2036亿元，同比增长7.78%，增速同比下降15.92pct；实现扣非归母净利润35亿元，同比下降80.06%，增速同比下降78.79pct。整体而言18年环保板块营收与扣非归母净利润快速下滑，总体业绩表现较弱。但从细分板块看，监测板块和固废处置领域表现相对较好，监测板块的业绩快速增长主要是受益于地表水监测的快速放量以及大气网格化的持续深入推进所致。固废处置板块由于行业景气度仍然较高，订单持续释放，行业保持较快的业绩增长。烟气治理板块的业绩有所回升，但非电领域的释放仍需时间。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，融资成本上升，业绩下滑严重，后续仍需观察。水处理板块保持稳健。

➤ 结论与建议

从18年和19年一季度的业绩表现看，18年总体较弱，19年一季度有所回升，但业绩分化较为严重。从细分领域看，监测板块和固废处置板块表现相对较好。展望后市，对于投资机会的挖掘，我们认为未来一段时间行业融资环境或将边际改善，企业盈利能力企稳回升可期，仍然可以从业绩的主线继续把握机会。监测板块（地表水监测的快速放量以及大气网格化的持续深入推进）、垃圾处理（中小城市的垃圾处理需求仍然旺盛叠加在手订单持续推进）、危废处置（清废行动持续叠加“响水事件”带来的危废处置需求提升）、土壤修复领域（未来政策空间巨大叠加“响水事件”带来的受污染用地改造的治理需求提升）在行业景气度仍然较高的背景下，业绩驱动力仍将维持，持续看好相关公司在该领域的表现。我们建议中长期关注先河环保（300137.SZ）、理工环科（002322.SZ）、高能环境（603588.SH）、瀚蓝环境（600323.SH）等。

➤ 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。

投资建议： 优异

上次建议： 优异

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

相关报告

- 1、《18 年年报 19 年一季报持续发布，仍旧保持强者恒强》
- 2、《年报持续发布，重点关注监测及优质运营类企业》
- 3、《一季度预告密集发布，关注监测以及优质运营企业》

正文目录

1.	市场回顾与总结.....	4
2.	环保板块业绩表现较弱，盈利能力有所下滑.....	8
3.	重要细分板块分析.....	11
3.1	水处理板块业绩向好仍需时间等待.....	11
3.2	水务板块整体保持相对平稳.....	13
3.3	固废板块仍旧拥有良好成长性.....	15
3.4	烟气治理 19 年一季度盈利回升.....	17
3.5	监测板块维持较高的增长.....	19
4.	投资建议.....	21
5.	风险提示.....	22

图表目录

图表 1:	2018.1.2-2019.4.30 公用事业（申万）行业涨跌幅.....	4
图表 2:	2018.1.2-2019.4.30 环保工程及服务（申万）行业涨跌幅.....	4
图表 3:	2018.1.2-2019.4.30 水务（申万）行业涨跌幅.....	4
图表 4:	2018.1.2-2019.4.30 公用事业（申万）行业市盈率（TTM，整体法）.....	5
图表 5:	2018.1.2-2019.4.30 环保工程及服务（申万）行业市盈率（TTM，整体法）.....	6
图表 6:	2018.1.2-2019.4.30 水务（申万）行业市盈率（TTM，整体法）.....	6
图表 7:	2019.4.30 申万一级行业 PE（TTM）比较.....	6
图表 8:	2018 年年度个股涨跌幅比较（一）.....	7
图表 9:	2018 年年度个股涨跌幅比较（二）.....	7
图表 10:	2019 年年初至 2019.4.30 个股涨跌幅比较（一）.....	7
图表 11:	2019 年年初至 2019.4.30 个股涨跌幅比较（二）.....	8
图表 12:	2018 年年初至 2019.4.30 环保行业涨跌幅前八个股.....	8
图表 13:	环保行业重点关注个股以及所属领域分类.....	9
图表 14:	2014-2018 环保板块营收及增速.....	9
图表 15:	2014-2018 环保板块扣非归母及增速.....	9
图表 16:	2014-2018 环保板块毛利率和净利率.....	9
图表 17:	2014-2018 环保板块期间费用率.....	9
图表 18:	2015-2019Q1 环保板块营收及增速.....	10
图表 19:	2015-2019Q1 环保板块扣非归母及增速.....	10
图表 20:	2015-2019Q1 环保板块毛利率和净利率.....	10
图表 21:	2015-2019Q1 环保板块期间费用率.....	10
图表 22:	2014-2018 水处理板块营收及增速.....	11
图表 23:	2014-2018 水处理板块扣非归母及增速.....	11
图表 24:	2014-2018 水处理板块毛利率和净利率.....	11
图表 25:	2014-2018 水处理板块期间费用率.....	11
图表 26:	2014-2018 水处理板块负债率.....	12
图表 27:	2014-2018 水处理板块现金流情况.....	12
图表 28:	2015-2019Q1 水处理板块营收及增速.....	12
图表 29:	2015-2019Q1 水处理板块扣非归母及增速.....	12
图表 30:	2015-2019Q1 水处理板块毛利率和净利率.....	13
图表 31:	2015-2019Q1 水处理板块期间费用率.....	13
图表 32:	2014-2018 水务板块营收及增速.....	13
图表 33:	2014-2018 水务板块扣非归母及增速.....	13

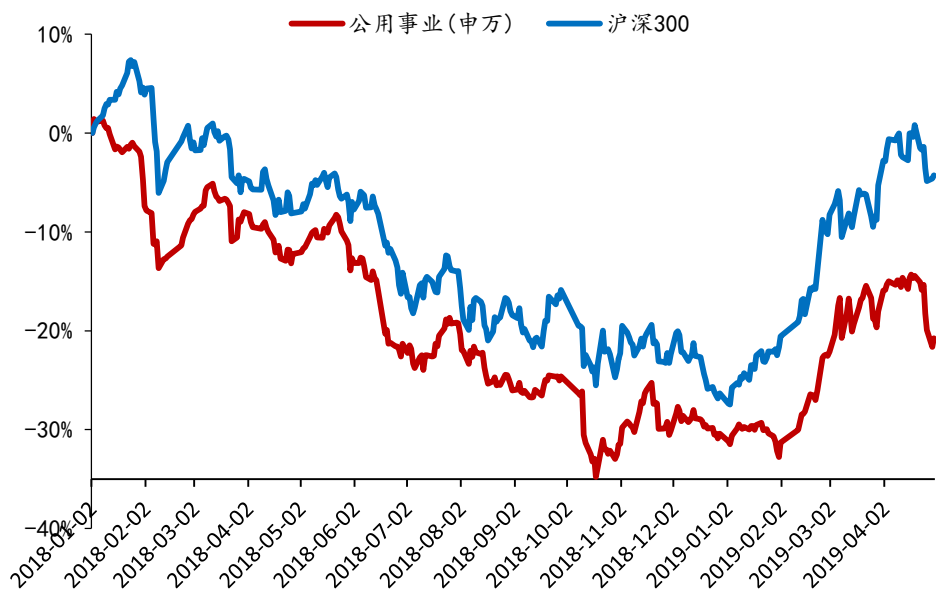
图表 34: 2014-2018 水务板块毛利率和净利率.....	14
图表 35: 2014-2018 水务板块期间费用率.....	14
图表 36: 2015-2019Q1 水务板块营收及增速.....	14
图表 37: 2015-2019Q1 水务板块扣非归母及增速.....	14
图表 38: 2015-2019Q1 水务板块毛利率和净利率.....	14
图表 39: 2015-2019Q1 水务板块期间费用率.....	14
图表 40: 2014-2018 固废板块营收及增速.....	15
图表 41: 2014-2018 固废板块扣非归母及增速.....	15
图表 42: 2014-2018 固废板块毛利率和净利率.....	15
图表 43: 2014-2018 固废板块期间费用率.....	15
图表 44: 2014-2018 固废板块负债率.....	16
图表 45: 2014-2018 固废板块现金流情况.....	16
图表 46: 2015-2019Q1 固废板块营收及增速.....	17
图表 47: 2015-2019Q1 固废板块扣非归母及增速.....	17
图表 48: 2015-2019Q1 固废板块毛利率和净利率.....	17
图表 49: 2015-2019Q1 固废板块期间费用率.....	17
图表 50: 2014-2018 烟气板块营收及增速.....	18
图表 51: 2014-2018 烟气板块扣非归母及增速.....	18
图表 52: 2014-2018 烟气板块毛利率和净利率.....	18
图表 53: 2014-2018 烟气板块期间费用率.....	18
图表 54: 2015-2019Q1 烟气板块营收及增速.....	19
图表 55: 2015-2019Q1 烟气板块扣非归母及增速.....	19
图表 56: 2015-2019Q1 烟气板块毛利率和净利率.....	19
图表 57: 2015-2019Q1 烟气板块期间费用率.....	19
图表 58: 2014-2018 监测板块营收及增速.....	20
图表 59: 2014-2018 监测板块扣非归母及增速.....	20
图表 60: 2014-2018 监测板块毛利率和净利率.....	20
图表 61: 2014-2018 监测板块期间费用率.....	20
图表 62: 2015-2019Q1 监测板块营收及增速.....	21
图表 63: 2015-2019Q1 监测板块扣非归母及增速.....	21
图表 64: 2015-2019Q1 监测板块毛利率和净利率.....	21
图表 65: 2015-2019Q1 监测板块期间费用率.....	21

1. 市场回顾与总结

2018 年全年上证震荡向下，19 年年初快速拉升，4 月初开始下行明显；创业板 18 年 5 月底至 19 年 1 月底震荡向下，2 月初开始快速拉升，4 月初转为明显下行，环保板块 18 年整体趋势为震荡下行，19 年 2 月拉升后，4 月初开始与大盘同步下行。

从相关指数来看，2018 年全年申万公用事业指数下跌 29.72%，其中环保工程服务 II 和水务 II 分别下跌 49.68% 和 32.51%，而同期上证综指下跌 24.59%，创业板指下跌 28.65%。2019 年 1 月 2 日至 4 月 30 日申万公用事业指数上涨 13.91%，其中环保工程服务 II 和水务 II 分别上涨 13.20% 和 14.17%，而同期上证综指上涨 23.43%，创业板指上涨 29.85%。2018 年全年行业指数跌幅较大，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。2019 年 1 月 2 日至 4 月 30 日环保板块指数上涨，主要受大盘影响，行业估值迎来修复，同时由于财政发力，融资边际改善，企业盈利状况逐步改善，叠加监测、运维类企业业绩增长迅速。

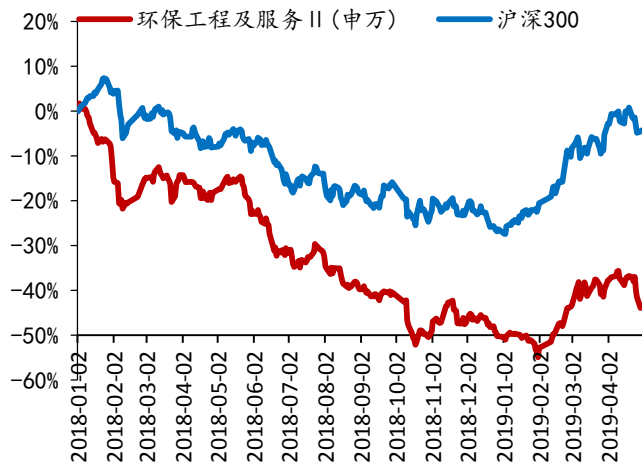
图表 1: 2018.1.2-2019.4.30 公用事业（申万）行业涨跌幅



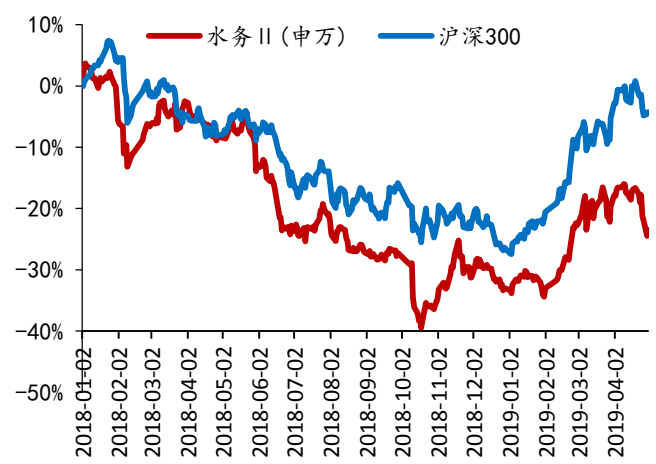
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 2: 2018.1.2-2019.4.30 环保工程及服务（申万）行业涨跌幅

图表 3: 2018.1.2-2019.4.30 水务（申万）行业涨跌幅



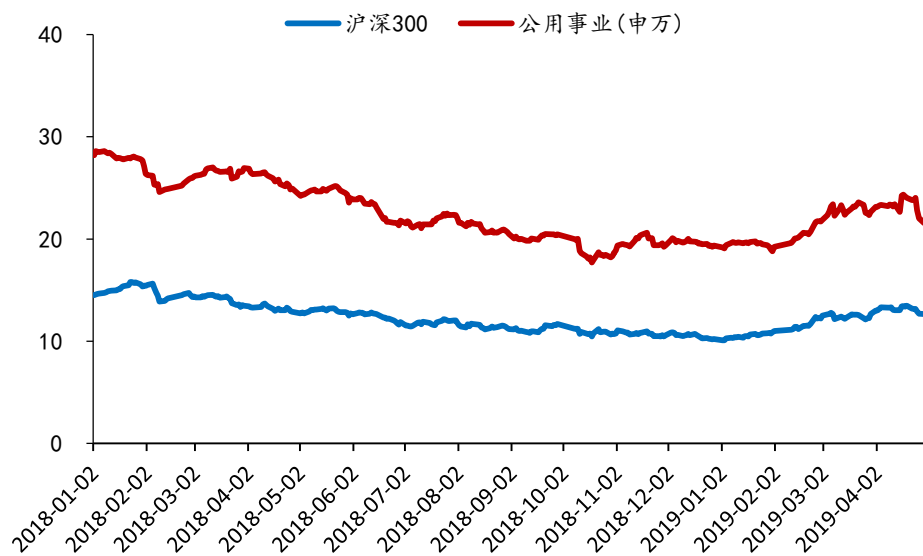
来源: Wind, 国联证券研究所



来源: Wind, 国联证券研究所

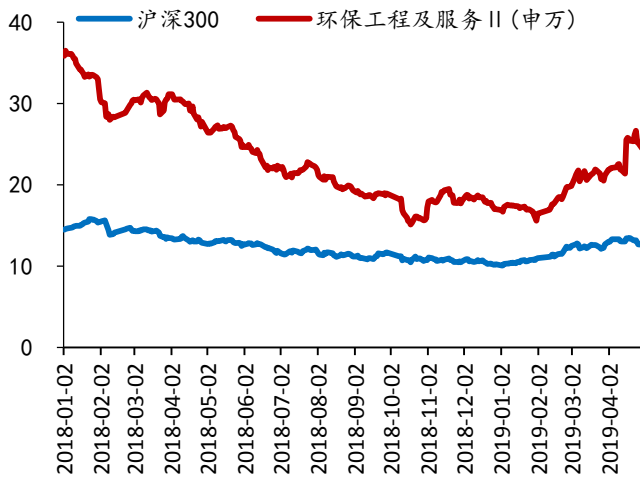
从估值水平看, 公用事业整体走势处于下行的态势, 申万的公用事业行业 PE (TTM) 2018 年初与 2018 年底分别为 28 倍与 19 倍, 同期环保工程及服务 II 行业 PE (TTM) 从 36 倍下降至 17 倍, 水务 II 行业 PE (TTM) 则从 27 倍下降至 18 倍, 整体下降幅度比较大。2019 年 1 月 2 日和 4 月 30 日, 申万的公用事业行业 PE (TTM) 分别为 19 倍与 22 倍, 同期环保工程及服务 II 行业 PE (TTM) 从 17 倍修复至 26 倍, 水务 II 行业 PE (TTM) 则从 18 倍修复至 22 倍, 公用事业的估值目前居于所有行业中位附近。

图表 4: 2018.1.2-2019.4.30 公用事业 (申万) 行业市盈率 (TTM, 整体法)



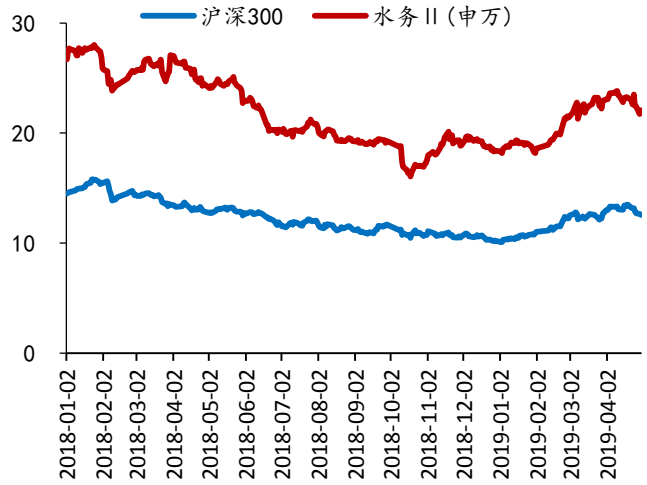
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 5: 2018.1.2-2019.4.30 环保工程及服务(申万)行业市盈率(TTM, 整体法)



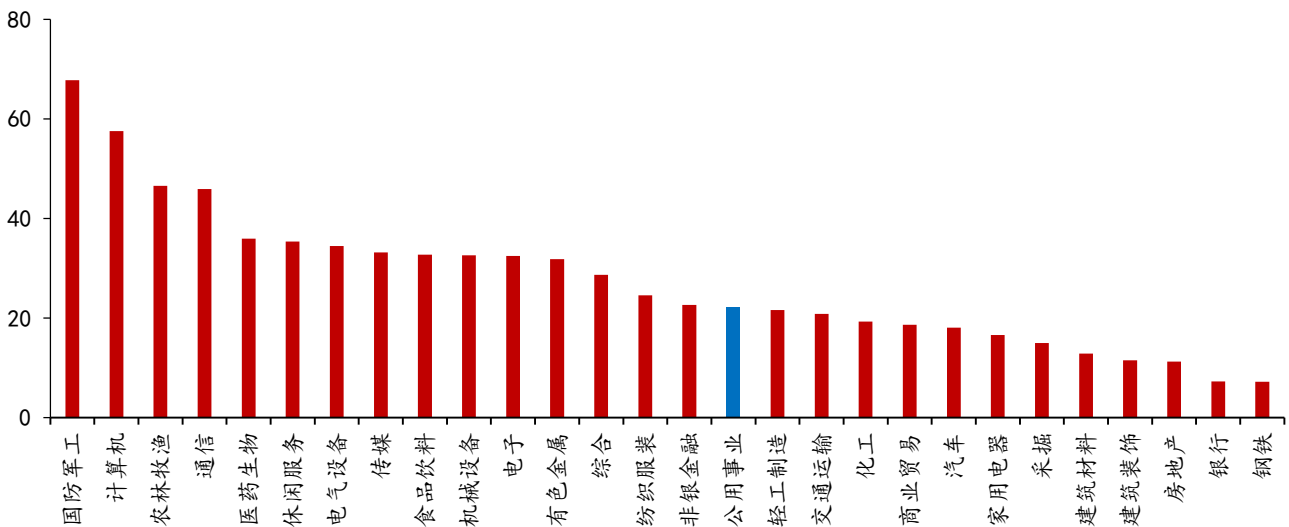
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 6: 2018.1.2-2019.4.30 水务(申万)行业市盈率(TTM, 整体法)



来源: Wind, 国联证券研究所

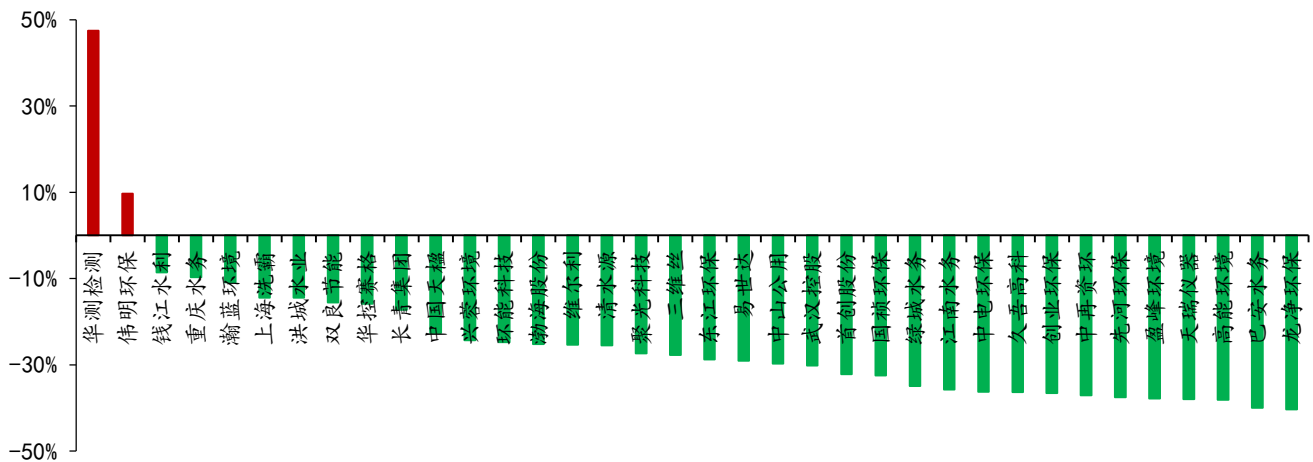
图表 7: 2019.4.30 申万一级行业 PE (TTM) 比较



来源: Wind, 国联证券研究所

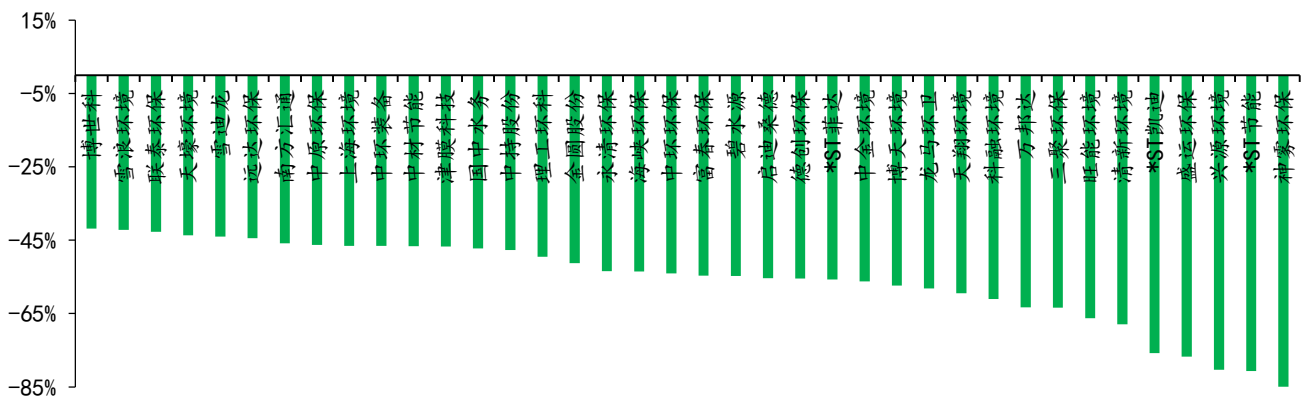
从个股涨幅来看, 2018 年全年共有 2 个公司取得上涨, 12 个公司表现好于上证综指, 主要是运营为主的公司。从子板块来看, 各子板块均出现较大跌幅, 其中节能与生物质板块跌幅较大。同时各子板块内部分化也较为严重, 资金相对充裕经营较为稳健的公司整体表现相对较好。而从 2019 年 1 月 2 日至 4 月 30 日, 只有 9 个公司下跌, 24 个公司表现好于上证综指, 其中监测类以及优质运营类企业表现较为亮眼。

图表 8: 2018 年年度个股涨跌幅比较 (一)



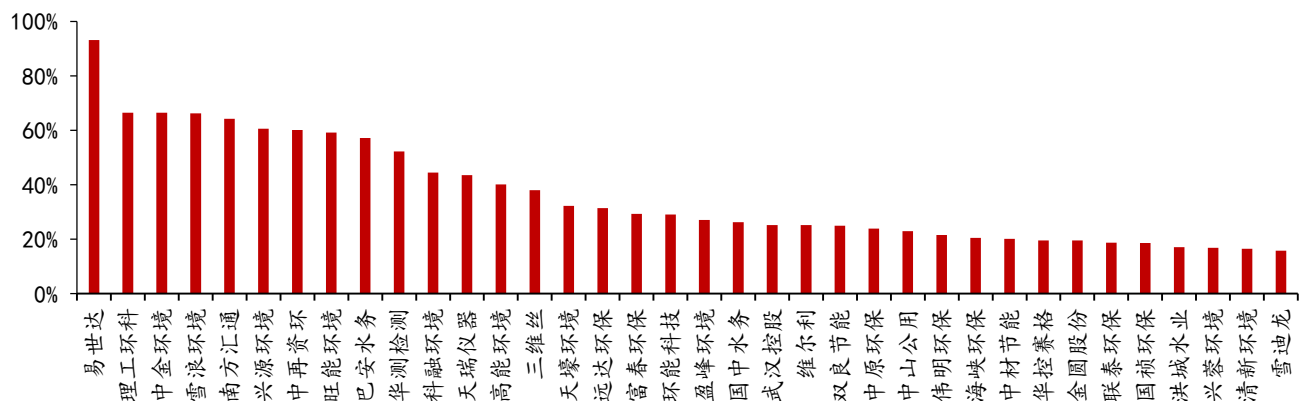
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 9: 2018 年年度个股涨跌幅比较 (二)



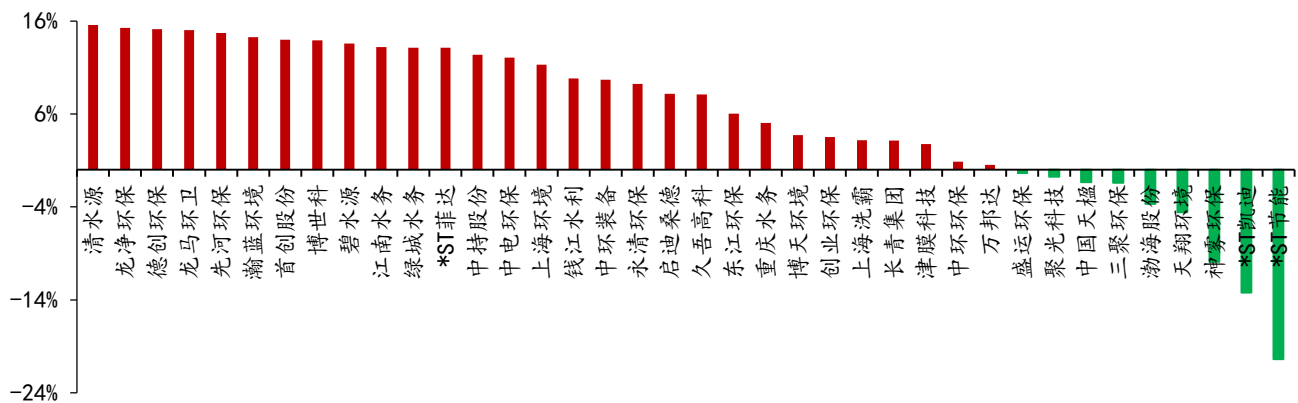
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 10: 2019 年年初至 2019.4.30 个股涨跌幅比较 (一)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 11：2019 年年初至 2019.4.30 个股涨跌幅比较（二）



来源：Wind，国联证券研究所

图表 12：2018 年年初至 2019.4.30 环保行业涨跌幅前八个股

涨幅前八				跌幅前八			
证券代码	证券简称	所属领域	涨跌幅	证券代码	证券简称	所属领域	涨跌幅
300012.SZ	华测检测	监测	124.43%	300156.SZ	神雾环保	节能	-86.47%
300125.SZ	易世达	节能	37.04%	000820.SZ	*ST 节能	节能	-84.63%
603568.SH	伟明环保	固废	33.38%	000939.SZ	*ST 凯迪	生物质	-78.96%
600481.SH	双良节能	节能	5.49%	300090.SZ	盛运环保	固废	-76.84%
600323.SH	瀚蓝环境	固废	1.87%	300266.SZ	兴源环境	水处理	-68.42%
600217.SH	中再资环	固废	0.77%	300072.SZ	三聚环保	节能	-63.95%
000068.SZ	华控赛格	水处理	0.59%	300055.SZ	万邦达	水处理	-63.11%
600283.SH	钱江水利	水务	0.41%	002573.SZ	清新环境	烟气治理	-62.68%

来源：Wind，国联证券研究所

2. 环保板块业绩表现较弱，盈利能力有所下滑

按照我们重点关注的环保板块 73 家公司进行统计，2018 年实现营业总收入 2035.85 亿元，同比增长 7.78%，增速同比下降 15.92pct；实现扣非归母净利润 34.63 亿元，同比下降 80.06%，增速同比下降 78.79pct。整体而言 18 年环保板块营收与扣非归母净利润快速下滑，一方面由于部分个股如天翔环境、兴源环境、盛运环保、*ST 凯迪等亏损严重，拖累板块；另一方面，2018 年受制于宏观“去杠杆”、PPP 清库、紧信用等影响，使得行业面临融资难、融资贵等问题，部分项目推进受阻，盈利下滑。

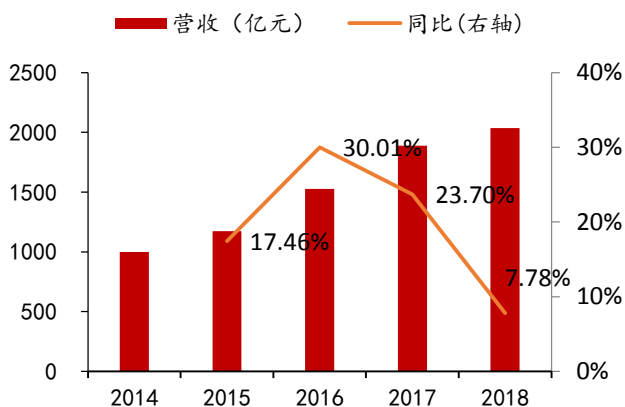
板块整体盈利能力减弱。2018 年毛利率为 27.58%，同比下降 1.62pct，净利率仅为 2.99%，同比下降 8.18pct。净利率急剧下降主要受融资难、资金成本上升，财务费用增长影响，2018 年财务费用率为 5.09%，同比上升 1.3pct，为 5 年内最高值；管理费用率为 9.56%，同比上升 1.05pct；销售费用率为 3.74%，同比微升 0.6pct。

图表 13: 环保行业重点关注个股以及所属领域分类

烟气治理	水务	水处理	监测	固废	节能	生物质	
永清环保	钱江水利	中环环保	天翔环境	华测检测	伟明环保	易世达	长青集团
龙净环保	洪城水业	上海洗霸	中持股份	聚光科技	瀚蓝环境	双良节能	富春环保
雪浪环境	重庆水务	清水源	万邦达	盈峰环境	金圆股份	三聚环保	*ST 凯迪
德创环保	兴蓉环境	国祯环保	巴安水务	天瑞仪器	中再资环	天壕环境	
清新环境	武汉控股	久吾高科	南方汇通	雪迪龙	东江环保	科融环境	
三维丝	中山公用	环能科技	渤海股份	先河环保	维尔利	中材节能	
远达环保	联泰环保	博世科	华控赛格	理工环科	高能环境	*ST 节能	
*ST 菲达	绿城水务	中电环保	中金环境		中国天楹	神雾环保	
中环装备	江南水务	碧水源	博天环境		启迪桑德		
	国中水务	兴源环境	津膜科技		旺能环境		
	首创股份				龙马环卫		
	中原环保				盛运环保		
	海峡环保						
	创业环保						

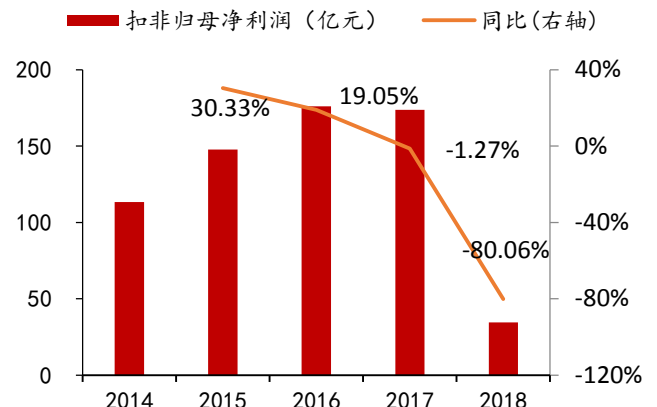
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 14: 2014-2018 环保板块营收及增速



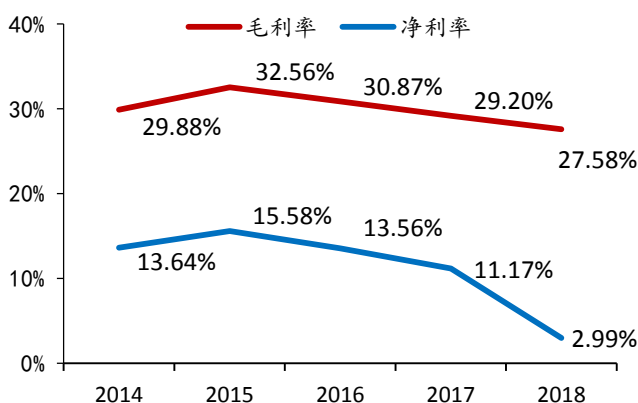
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 15: 2014-2018 环保板块扣非归母及增速



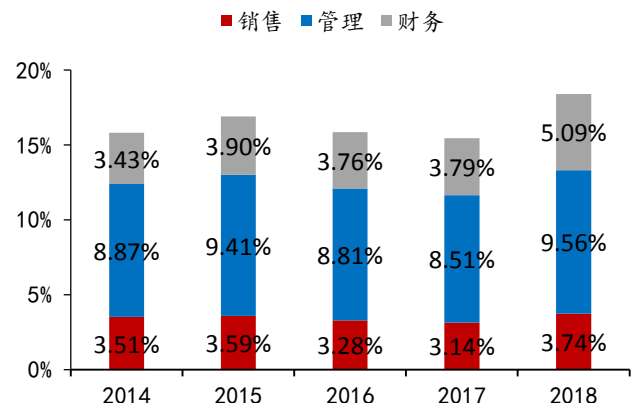
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 16: 2014-2018 环保板块毛利率和净利率



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 17: 2014-2018 环保板块期间费用率

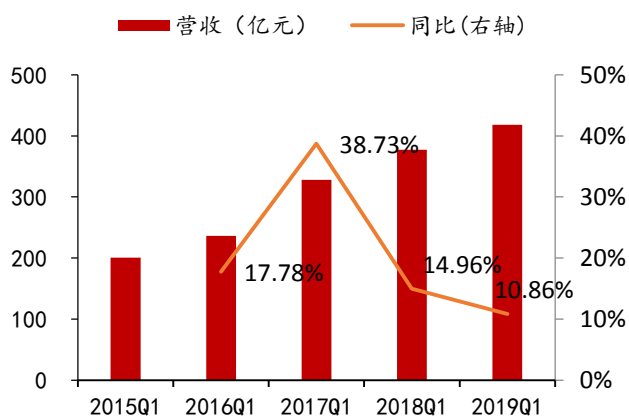


来源: Wind, 国联证券研究所

2019 年一季度，环保板块实现营业总收入 417.94 亿元，同比增长 10.86%，增速同比下降 4.1pct；实现扣非归母净利润 27.34 亿元，同比下降 17.45%，增速同比下降 7.7pct。板块整体经营情况较 2018 年相比有所改善，主要受到财政发力，融资边际改善以及对污染防治企业的减税降费等因素影响，此外细分行业中监测行业的盈利一季度实现了高速增长。

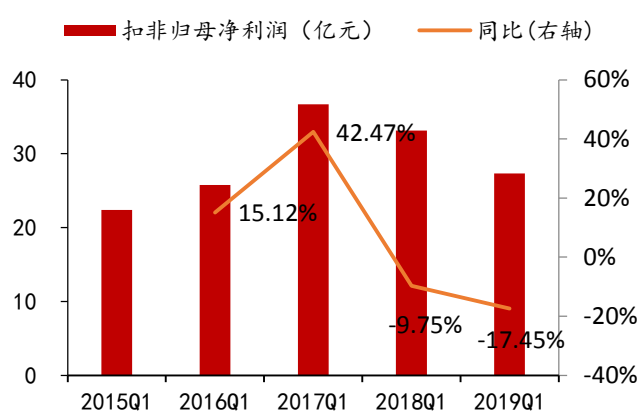
盈利能力逐步回升。2019 年一季度毛利率为 27.04%，同比下降 2.6pct，净利率为 7.93%，同比下降 2.45pct，净利率下滑较 2018 年有明显改善。一季度财务费用率为 5.98%，同比上升 0.95pct；管理费用率为 9.80%，同比上升 0.22pct；销售费用率为 3.63%，同比微升 0.29pct，三费略升但整体平稳。

图表 18: 2015-2019Q1 环保板块营收及增速



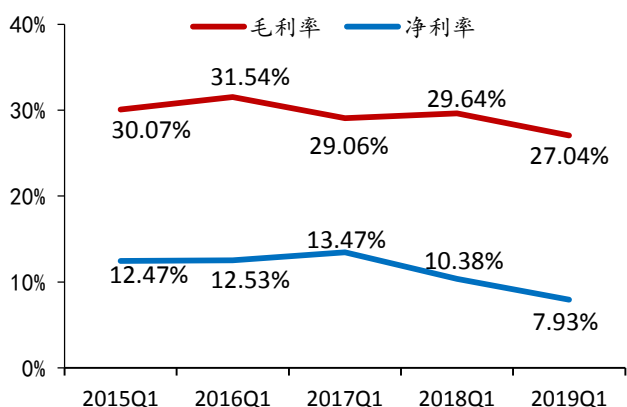
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 19: 2015-2019Q1 环保板块扣非归母及增速



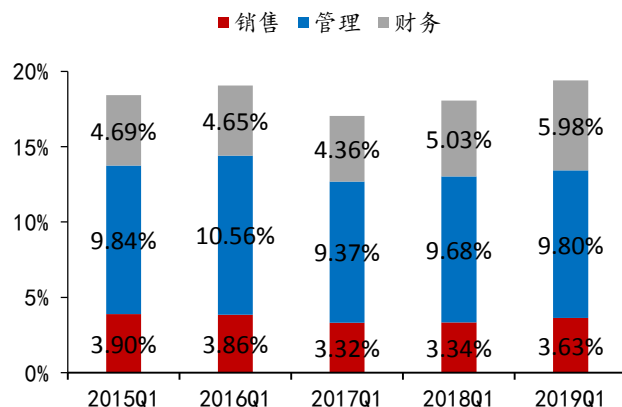
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 20: 2015-2019Q1 环保板块毛利率和净利率



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 21: 2015-2019Q1 环保板块期间费用率



来源: Wind, 国联证券研究所

3. 重要细分板块分析

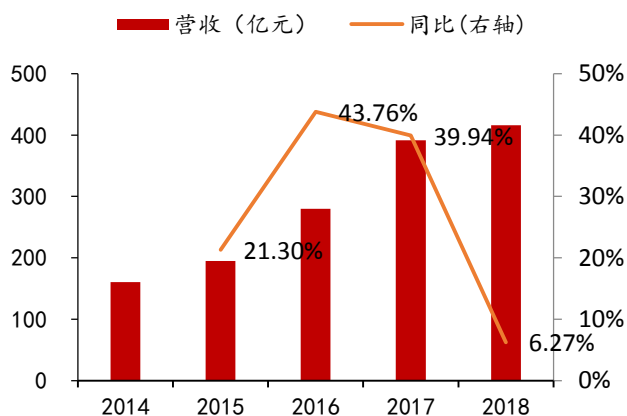
3.1 水处理板块业绩向好仍需时间等待

我们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进行统计。

水处理工程板块工程或设备比重占比较大。2018 年实现营业总收入 416.13 亿元，同比增长 6.27%，增速同比下降 33.67pct；实现扣非归母净利润 4.36 亿元，同比下降 90.58%，增速同比下降 78.79pct。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，融资成本上升，业绩下滑严重。

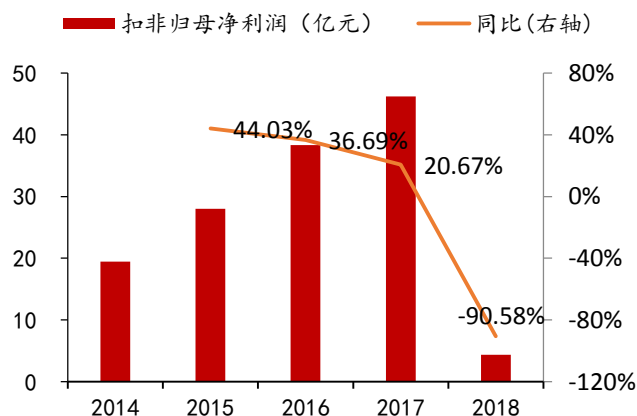
净利率下滑严重，财务费用近乎翻倍。2018 年毛利率为 28.98%，同比微降 1.69pct，净利率仅为 1.11%，同比下降 12.67pct。2018 年财务费用率为 5.01%，同比上升 2.32pct，为 5 年内最高值；管理费用率为 9.53%，同比上升 1.43pct；销售费用率为 4.31%，同比微升 0.68pct；净利率急剧下降主要受财务费用上升影响，融资成本上升之后，板块 2018 年的财务费用同比近乎翻倍。

图表 22：2014-2018 水处理板块营收及增速



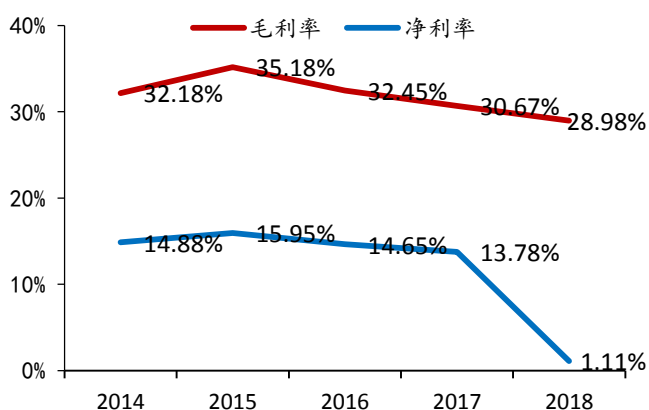
来源：Wind，国联证券研究所

图表 23：2014-2018 水处理板块扣非归母及增速



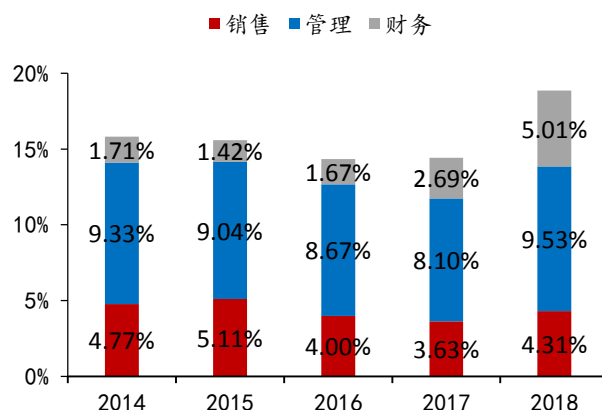
来源：Wind，国联证券研究所

图表 24：2014-2018 水处理板块毛利率和净利率



来源：Wind，国联证券研究所

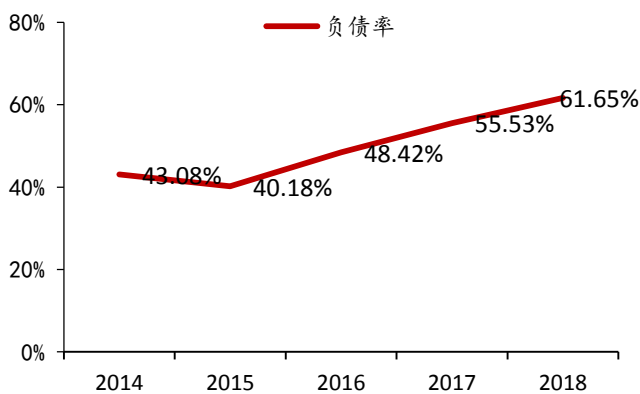
图表 25：2014-2018 水处理板块期间费用率



来源：Wind，国联证券研究所

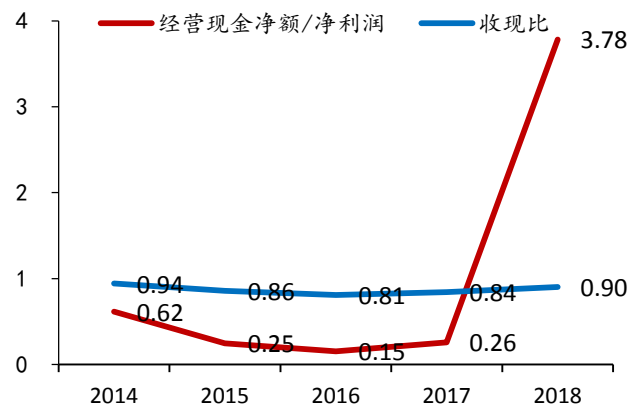
负债率不断提升，现金流保持平稳。水处理行业负债率持续攀升，由 2014 年的 40.18% 升至 2018 年的 61.65%，主要因为 PPP 类项目对资金的需求较大。收现比同比略微提升至 0.90，现金流保持平稳，可能由于在融资较为困难情况下，PPP 业务推进速度放缓，轻资产类的 EPC 业务占比有所提升所致。经营性现金净额相对净利润同比大幅提高至 3.78，主要由于净利润急剧下滑导致。

图表 26: 2014-2018 水处理板块负债率



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 27: 2014-2018 水处理板块现金流情况



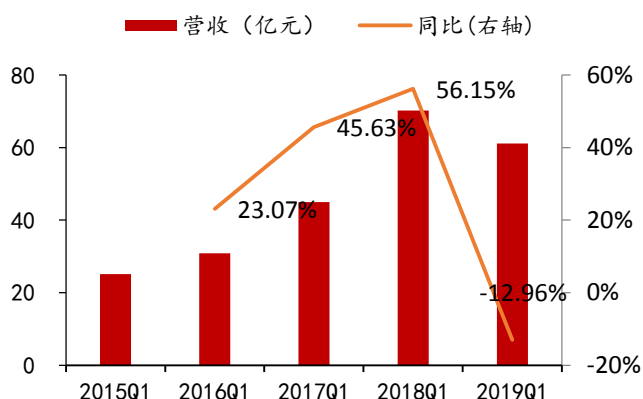
来源: Wind, 国联证券研究所

2019 年一季度，水处理板块实现营业总收入 61.09 亿元，同比下降 12.96%，增速同比下降 69.11pct；实现扣非归母净利润 2.62 亿元，同比下降 56.15%，增速同比下降 80.78pct。虽然一季度融资边际有所改善，但是 PPP 类工程项目推进仍旧缓慢，板块整体业绩情况仍不容乐观。

净利率跌幅收窄，财务费用仍在高位。2019 年一季度毛利率为 30.65%，保持平稳，净利率为 4.61%，同比下降 3.91pct，净利率下滑较 2018 年有所收窄。财务费用率为 9.04%，同比上升 3.57pct，仍在历史高位；管理费用率为 11.09%，同比上升 1.85pct；销售费用率为 4.74%，同比微升 0.75pct，三费增幅较大。

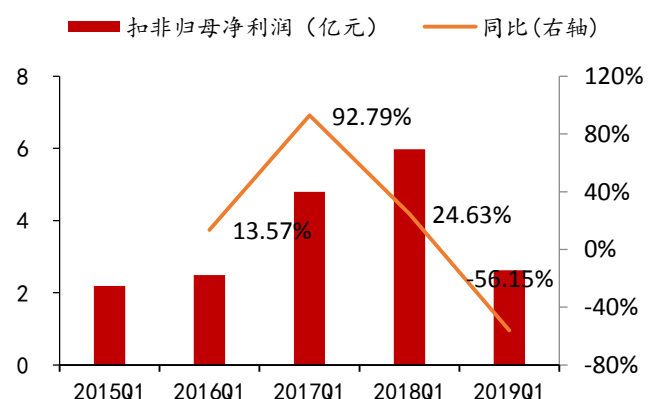
整体而言，水处理板块在黑臭水治理加速推进、污水处理收集率提升、污水厂提标改造等因素促进下仍有较大市场空间，期待融资边际改善后未来业绩的逐步回升。

图表 28: 2015-2019Q1 水处理板块营收及增速



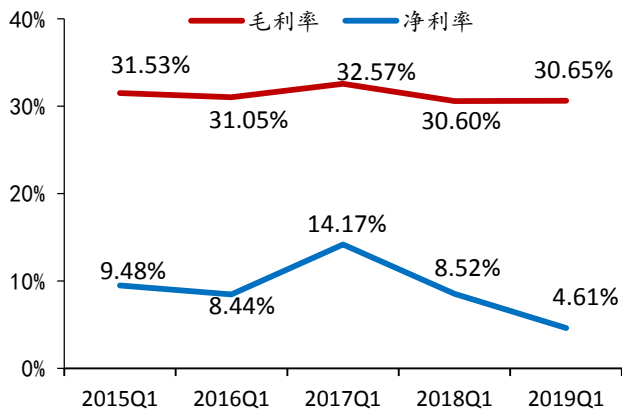
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 29: 2015-2019Q1 水处理板块扣非归母及增速



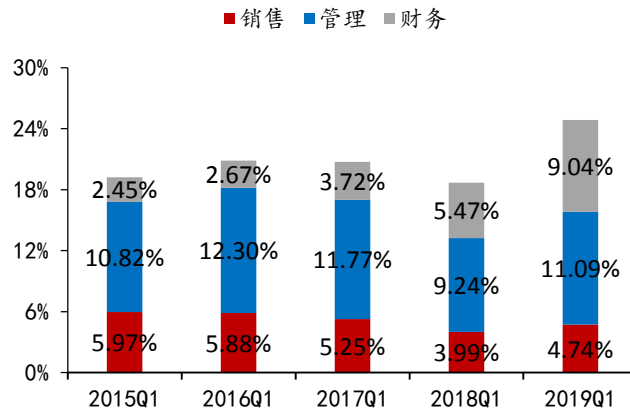
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 30: 2015-2019Q1 水处理板块毛利率和净利率



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 31: 2015-2019Q1 水处理板块期间费用率



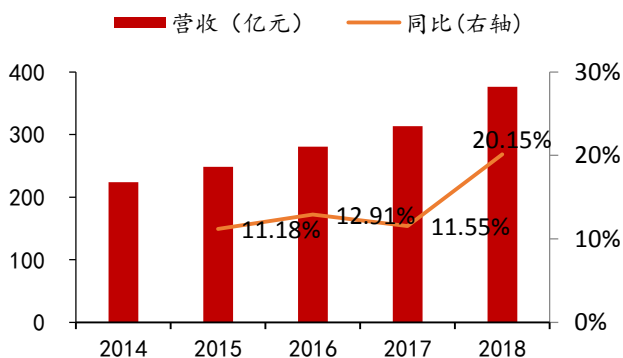
来源: Wind, 国联证券研究所

3.2 水务板块整体保持相对平稳

水务板块 2018 年实现营业总收入 376.31 亿元, 同比增长 20.15%, 增速同比上升 8.65pct; 实现扣非归母净利润 54.63 亿元, 同比下降 15.81%, 增速同比下降 48.14pct。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%, 若剔除重庆水务影响, 则水务板块 18 年扣非归母净利润同比下降为 8.33%, 保持相对稳健。

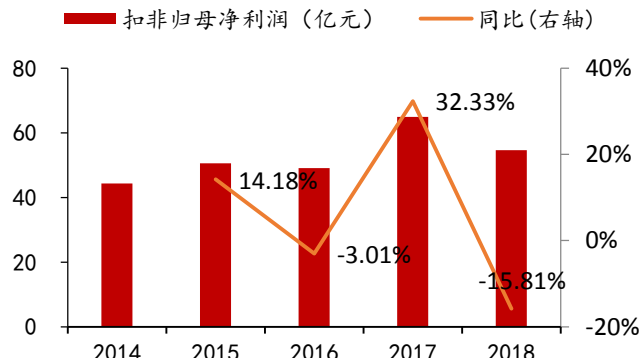
净利率略有下滑。2018 年毛利率为 34.77%, 同比微降 1.17pct; 净利率为 16.86%, 同比下降 6.65pct, 主要也是收到重庆水务退税的影响。2018 年财务费用率为 6.13%, 同比上升 1.23pct; 管理费用率为 10.14%, 同比下降 0.48pct; 销售费用率为 1.96%, 同比下降 0.47pct, 三费略升 0.28pct, 板块经营保持平稳。

图表 32: 2014-2018 水务板块营收及增速



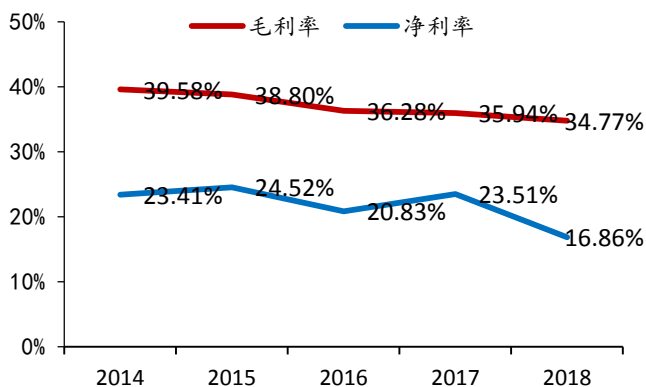
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 33: 2014-2018 水务板块扣非归母及增速



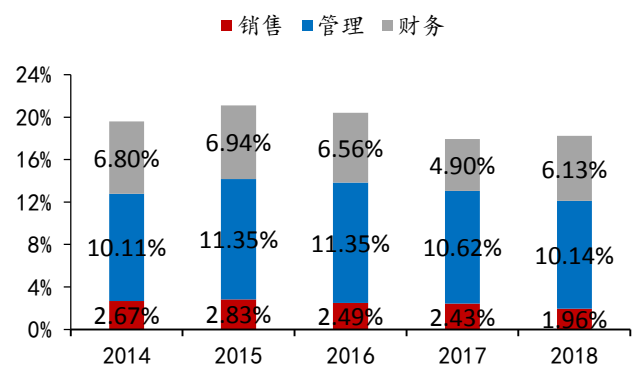
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 34: 2014-2018 水务板块毛利率和净利率



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 35: 2014-2018 水务板块期间费用率

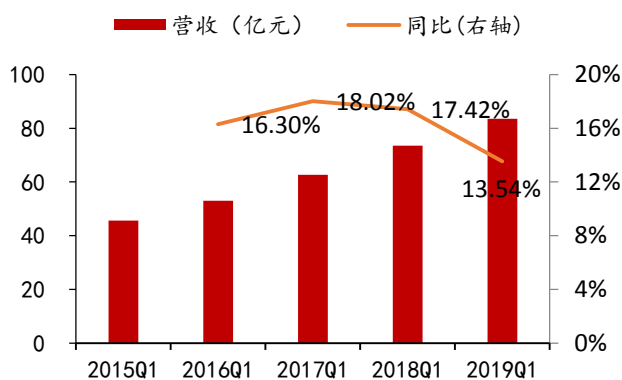


来源: Wind, 国联证券研究所

2019 年一季度, 水务板块实现营业总收入 84.50 亿元, 同比上升 13.54%, 增速同比下降 3.88pct; 实现扣非归母净利润 14.58 亿元, 同比上升 19.53%, 增速同比上升 35.18pct, 一季度业绩保持稳健增长。

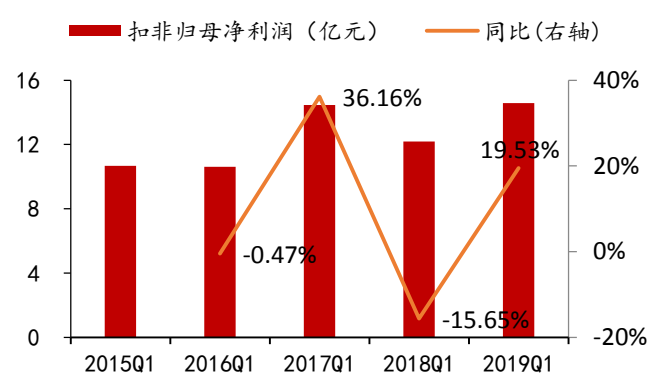
毛利率、净利率以及三费保持平稳。2019 年一季度毛利率和净利率分别为 34.84% 为 18.84%, 同比保持平稳。财务费用率为 6.01%, 同比上升 0.69pct; 管理费用率为 10.08%, 同比上升 0.17pct; 销售费用率为 1.83%, 同比下降 0.2pct; 三费同比上升 0.66pct, 板块经营延续以往平稳态势。

图表 36: 2015-2019Q1 水务板块营收及增速



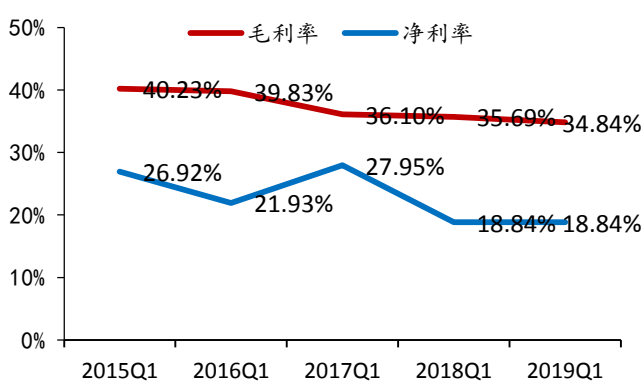
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 37: 2015-2019Q1 水务板块扣非归母及增速

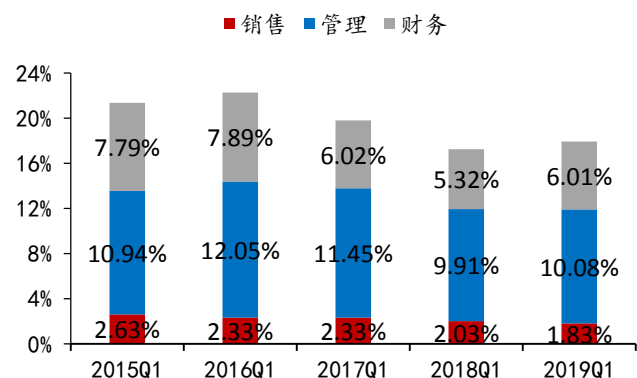


来源: Wind, 国联证券研究所

图表 38: 2015-2019Q1 水务板块毛利率和净利率



图表 39: 2015-2019Q1 水务板块期间费用率



来源: Wind, 国联证券研究所

来源: Wind, 国联证券研究所

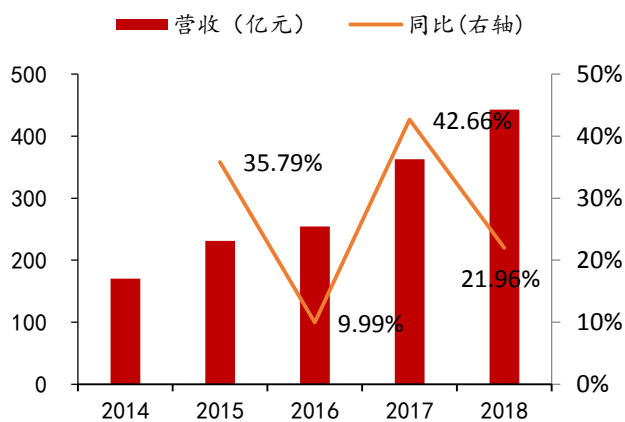
3.3 固废板块仍旧拥有良好成长性

固废板块 2018 年实现营业总收入 442.53 亿元, 同比增长 21.96%, 增速同比下降 20.7pct; 实现扣非归母净利润 15.56 亿元, 同比下降 48.44%, 增速同比下降 38.77pct。利润下滑主要由于盛运环保 18 年巨额亏损导致, 扣非归母净利润为 -26.85 亿元, 为统计固废企业中唯一一家亏损企业。剔除盛运环保影响, 则固废板块 18 年营收及扣非归母净利润分别 437.37 亿元和 42.41 亿元, 同比上升 20.39% 和 2.46%。

净利率下滑, 三费保持稳定。2018 年毛利率为 28.06%, 同比下降 2.9pct; 净利率为 4.20%, 同比下降 5.39pct, 主要也是受到盛运环保巨亏的影响, 剔除后净利率为 11.39%, 同比下降 2.35 pct。2018 年财务费用率为 4.64%, 同比上升 0.21pct; 管理费用率为 8.45%, 同比上升 0.19pct; 销售费用率为 2.80%, 同比下降 0.17pct, 三费略升 0.23pct, 板块经营保持平稳。

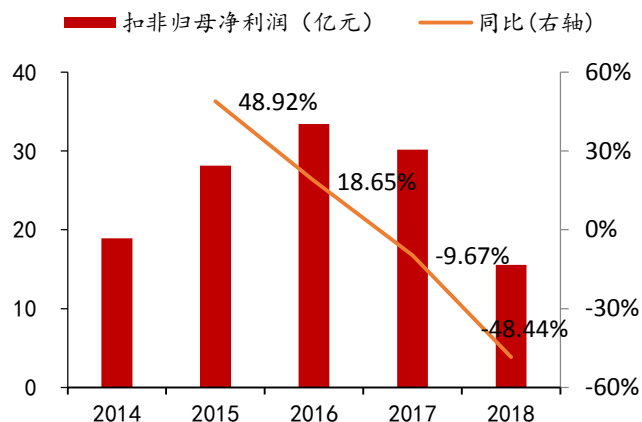
资产负债率为 60.13%, 为 5 年内高位, 固废项目投资较大, 企业对资金需求较高。经营性现金流净额与净利润比以及收现比分别为 3.57 和 1.01, 剔除盛运环保后为 1.18 和 0.97, 较 17 年有所提升, 现金流状况向好。

图表 40: 2014-2018 固废板块营收及增速



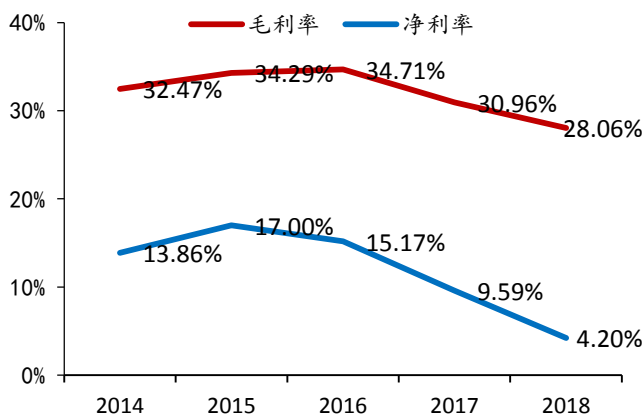
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 41: 2014-2018 固废板块扣非归母及增速



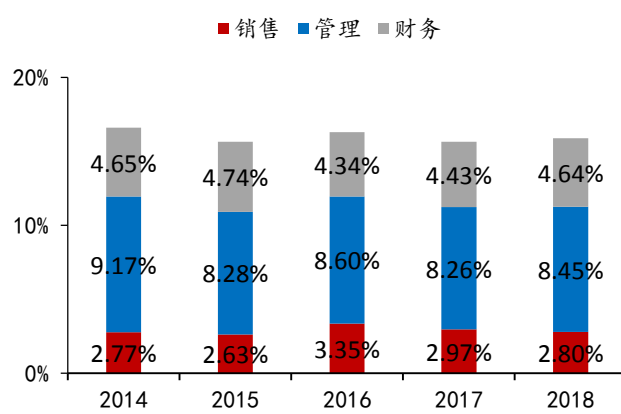
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 42: 2014-2018 固废板块毛利率和净利率



来源: Wind, 国联证券研究所

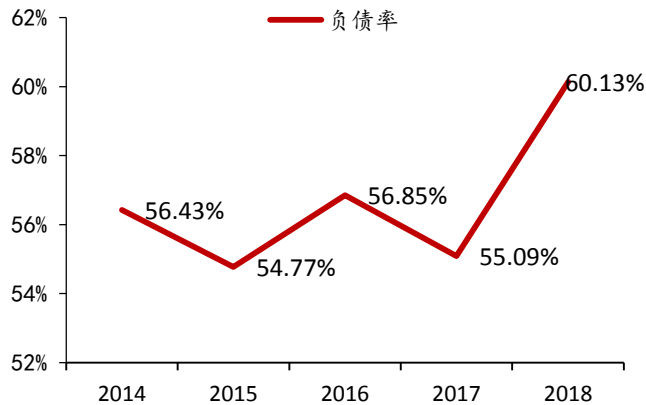
图表 43: 2014-2018 固废板块期间费用率



来源: Wind, 国联证券研究所

来源：Wind，国联证券研究所

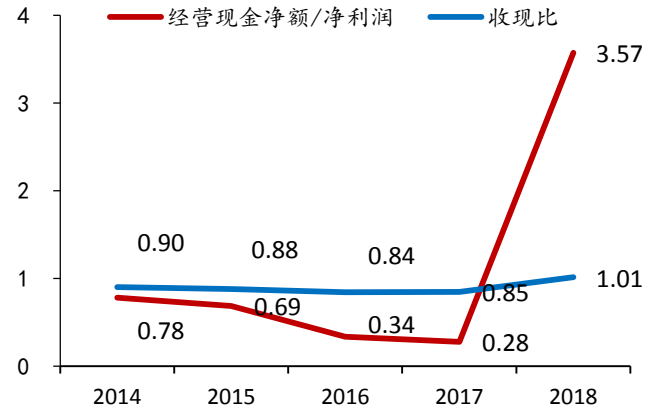
图表 44：2014-2018 固废板块负债率



来源：Wind，国联证券研究所

来源：Wind，国联证券研究所

图表 45：2014-2018 固废板块现金流情况



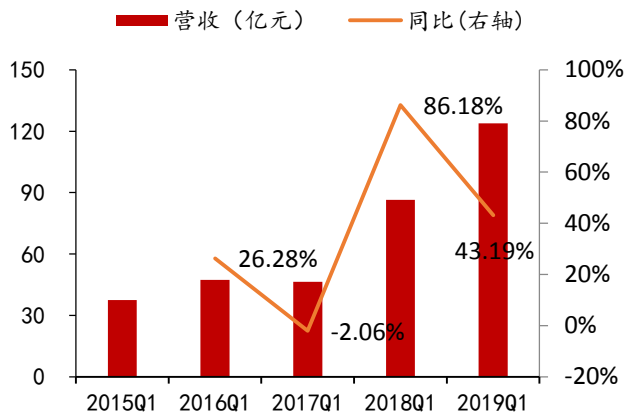
来源：Wind，国联证券研究所

2019 年一季度，固废板块实现营业总收入 123.86 亿元，同比上升 43.19%，增速同比下降 42.99pct；实现扣非归母净利润 9.93 亿元，同比下降 3.62%，增速同比下降 63.83pct，一季度业绩保持稳定。

毛利率、净利率降低，三费保持持续下降趋势。2019 年一季度毛利率和净利率分别为 24.15%和 9.24%，同比下降 7.66pct 和 5.37pct。财务费用率为 4.45%，同比下降 0.28pct；管理费用率为 7.49%，同比下降 0.9pct；销售费用率为 2.01%，同比下降 0.58pct；一季度三费自 2015 年以来保持逐年下降趋势。

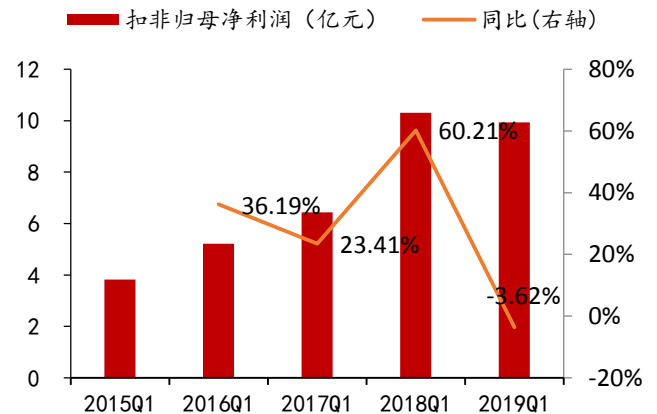
固废板块仍然具备较好的成长性，盈利能力也较好；生活垃圾处理行业由于各地中小城市的垃圾处理需求仍然旺盛，对电厂的建设需求仍然在增加，叠加自身这几年的储备项目陆续进入开工建设期，业绩仍然具备持续性。另外危废板块由于市场缺口仍然较大，叠加前期“3.21”爆炸后各地开展的危废专项检查行动，行业仍将保持较高景气度，但由于商业模式所限，业绩释放依赖于产能释放，而危废产能建设周期相对较长，使得暂时景气度仍未在板块业绩上完全反映出来；此外垃圾分类工作的推进将从源头上带动固废产业链进一步发展，未来预计板块仍将保持较好的成长性。环卫装备及服务在 18 年上半年地方债务压力加大的背景下，招投标数量大幅下降，叠加市场竞争也更加激烈，18 年业绩承压明显，19 年一季度业绩仍然没有明显起色，虽然招投标数量和订单数量大幅回升，但并没有反映到一季度的业绩，预计二季度开始业绩将逐步企稳回升。土壤修复业务目前仍处于抢占市场期，未来“响水事件”带来的污染用地的治理需求将不断增加，市场将逐步进入快速发展期。

图表 46: 2015-2019Q1 固废板块营收及增速



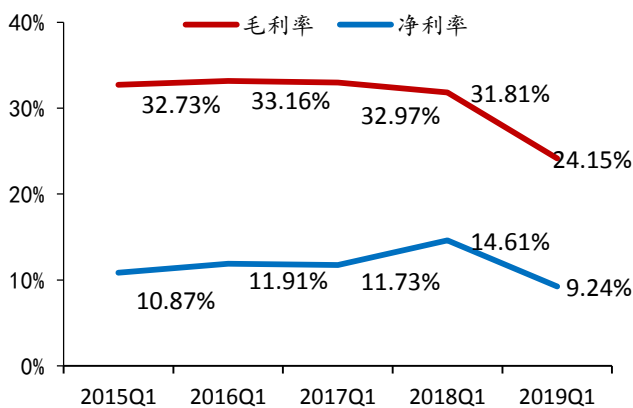
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 47: 2015-2019Q1 固废板块扣非归母及增速



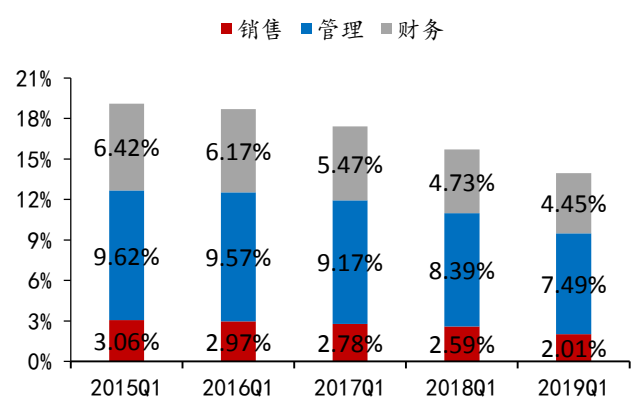
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 48: 2015-2019Q1 固废板块毛利率和净利率



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 49: 2015-2019Q1 固废板块期间费用率



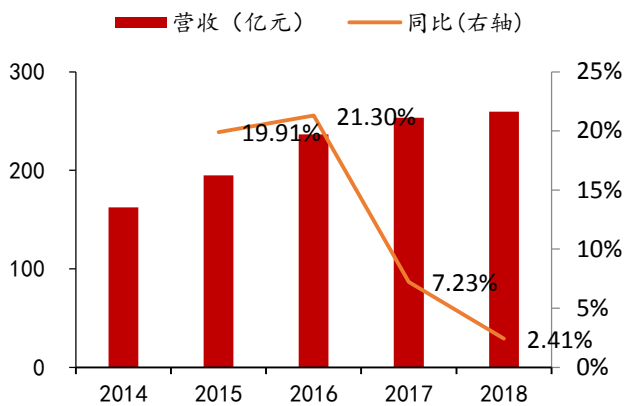
来源: Wind, 国联证券研究所

3.4 烟气治理 19 年一季度盈利回升

烟气治理板块 2018 年实现营业总收入 259.57 亿元, 同比增长 2.41%, 增速同比下降 4.82pct; 实现扣非归母净利润 3.30 亿元, 同比下降 77.81%, 增速同比下降 79.01pct。2017 年开始整体板块营收增速放缓, 并且扣非归母净利润连续两年下滑。

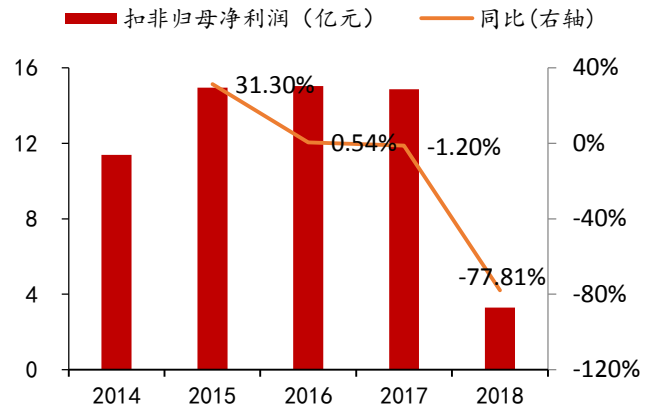
毛利率、净利率持续下滑, 财务费用连续攀升。2018 年毛利率为 21.31%, 同比下降 1.71pct; 净利率为 2.16%, 同比大幅下降 4.49pct, 毛利率与净利率已经连续 3 年呈现下滑趋势。与此同时 2018 年财务费用率为 2.58%, 同比上升 0.65pct, 自 2015 年开始已经连续 4 年增长; 管理费用率为 9.77%, 同比上升 0.67pct; 销售费用率为 2.50%, 同比下降 0.01pct, 两项费用基本持平。

图表 50: 2014-2018 烟气板块营收及增速



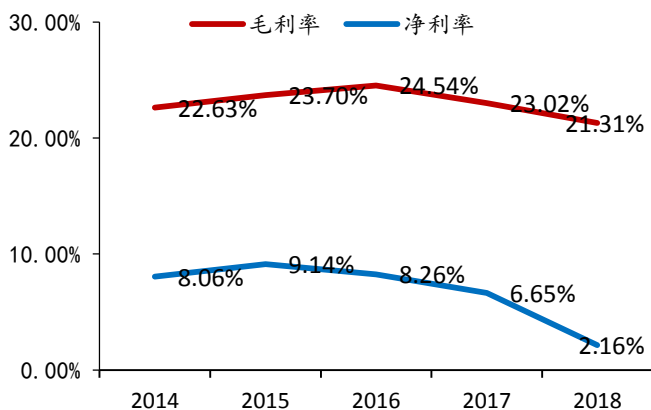
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 51: 2014-2018 烟气板块扣非归母及增速



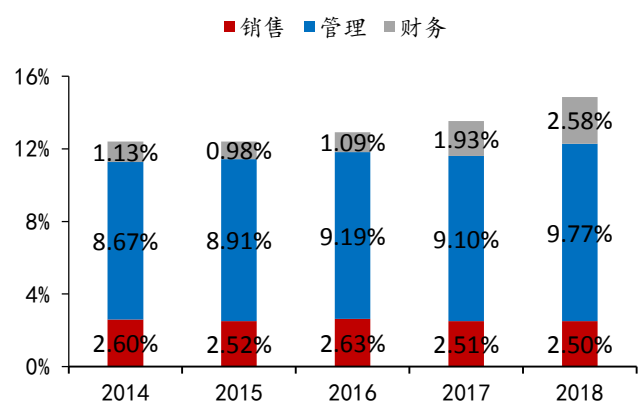
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 52: 2014-2018 烟气板块毛利率和净利率



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 53: 2014-2018 烟气板块期间费用率



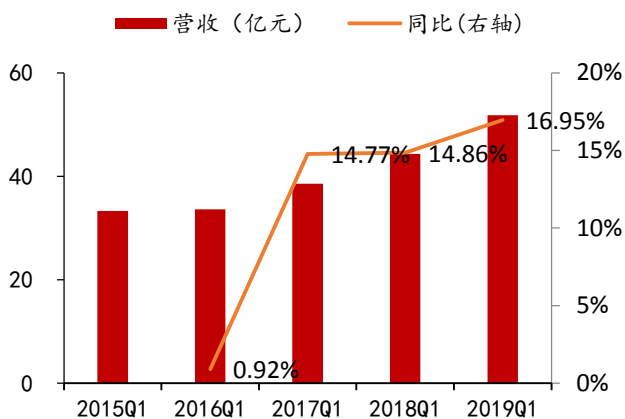
来源: Wind, 国联证券研究所

2019 年一季度, 烟气治理板块实现营业总收入 51.85 亿元, 同比上升 16.59%, 增速同比上升 2.09pct; 实现扣非归母净利润 1.87 亿元, 同比上升 4.66%, 增速同比上升 9.17pct, 一季度业绩整体回升。

净利率保持稳定, 三费有所降低。2019 年一季度毛利率和净利率分别为 21.68% 和 5.63%, 同比分别下降 2.38pct 和上升 0.36pct。财务费用率为 3.58%, 同比下降 0.3pct; 管理费用率为 10.49%, 同比下降 1.06pct; 销售费用率为 2.77%, 同比下降 0.01pct; 19 年一季度三费管控良好, 下降 1.37pct。

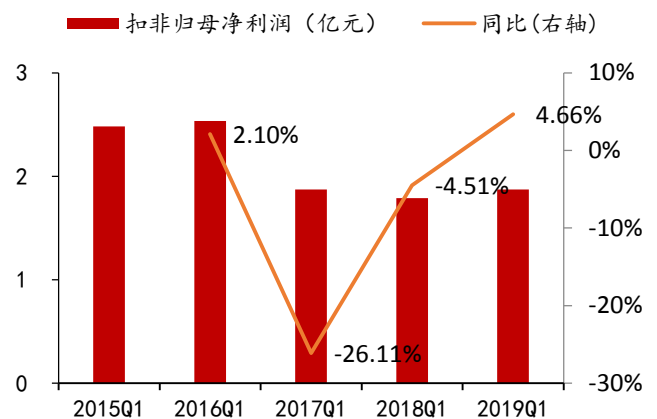
烟气治理板块 18 年业绩不够靓丽, 主要由于近两年下游电力领域景气度较低, 且目前电力领域烟气超低排放改造接近尾声, 叠加融资成本的上升, 导致财务费用率持续升高, 盈利水平下降。19 年一季度整体业绩逐步好转, 未来非电领域提标造潜力较大, 但目前市场释放还较小, 期望未来对板块业绩持续向好起到较好支撑。

图表 54: 2015-2019Q1 烟气板块营收及增速



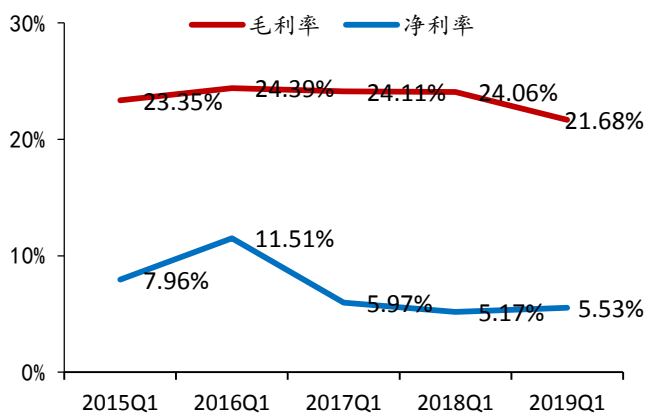
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 55: 2015-2019Q1 烟气板块扣非归母及增速



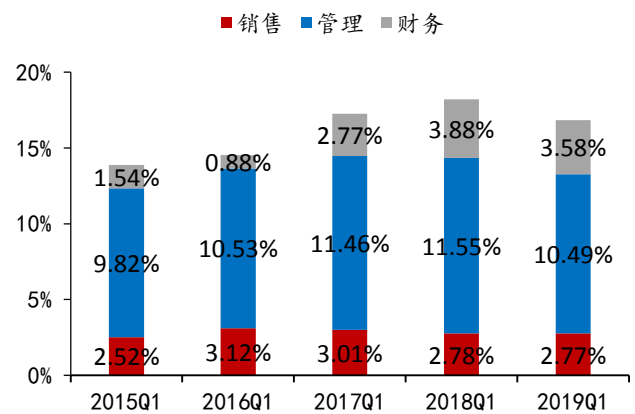
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 56: 2015-2019Q1 烟气板块毛利率和净利率



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 57: 2015-2019Q1 烟气板块期间费用率



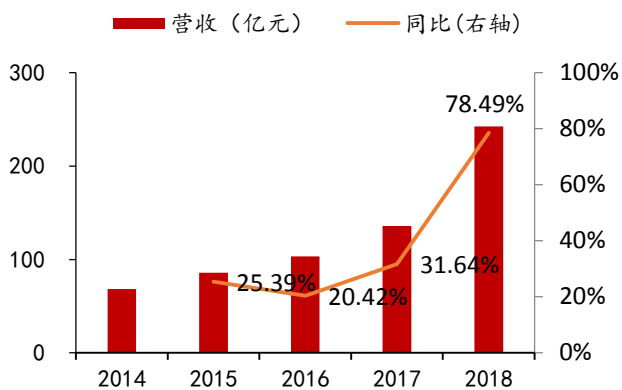
来源: Wind, 国联证券研究所

3.5 监测板块维持较高的增长

监测板块 2018 年实现营业总收入 242.34 亿元, 同比增长 78.49%, 增速同比上升 46.85pct; 实现扣非归母净利润 17.36 亿元, 同比下降 33.35%, 增速同比下降 5.77pct。业绩增长较快原因是盈峰环境并表中联环境所致, 剔除盈峰环境后 2018 年板块实现营收 111.89 亿元, 同比增长 28.74%; 扣非归母净利润 14.16 亿元, 同比增长 30.99%, 仍旧保持高速增长态势。

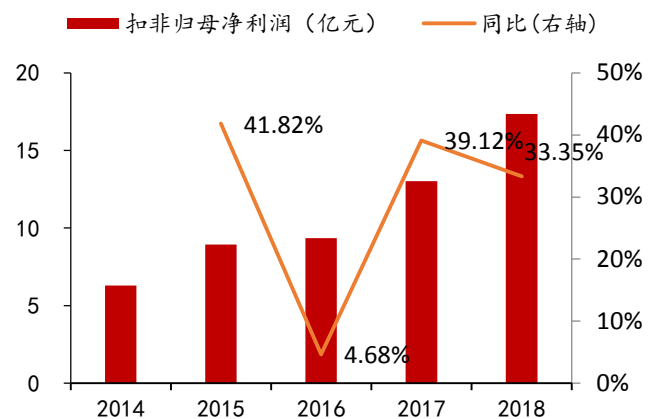
净利率保持平稳, 三费持续降低。2018 年毛利率为 35.48%, 同比下降 3.13pct; 净利率为 12.64%, 同比略降 0.6pct。2018 年财务费用率为 0.62%, 同比下降 0.13pct; 管理费用率为 9.77%, 同比下降 3.27pct; 销售费用率为 10.72%, 同比下降 0.19pct; 三费整体下降 3.59pct 并且连续 3 年保持下降趋势。

图表 58: 2014-2018 监测板块营收及增速



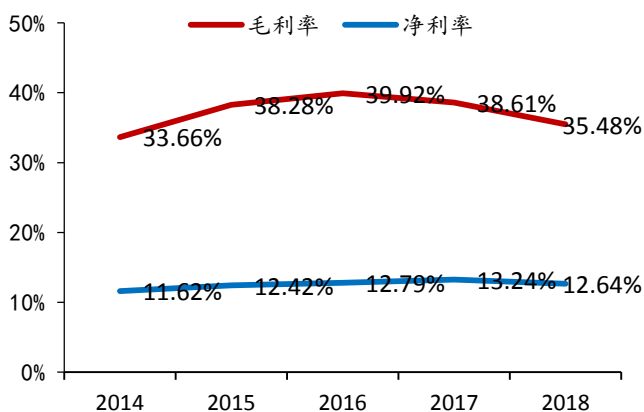
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 59: 2014-2018 监测板块扣非归母及增速



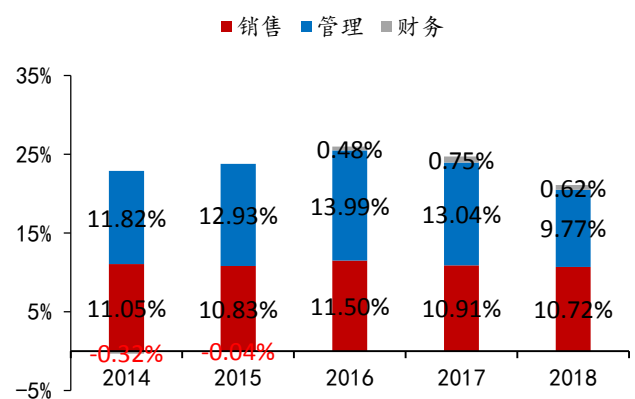
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 60: 2014-2018 监测板块毛利率和净利率



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 61: 2014-2018 监测板块期间费用率



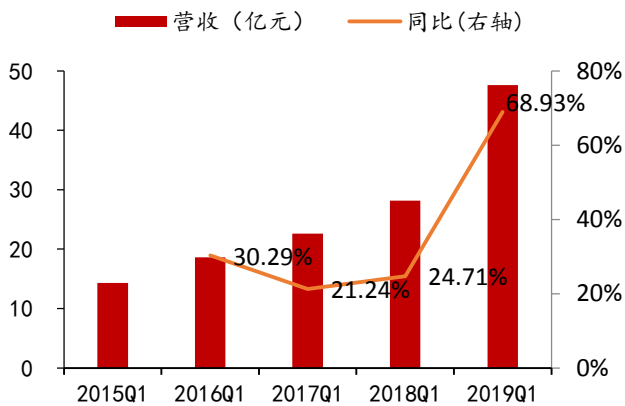
来源: Wind, 国联证券研究所

2019 年一季度, 监测板块实现营业总收入 47.61 亿元, 同比上升 68.93%, 增速同比上升 44.22pct; 实现扣非归母净利润 3.43 亿元, 同比上升 277.11%, 增速同比上升 292.95pct, 业绩增长较快仍旧是受到盈峰环境并表影响, 剔除盈峰环境后, 板块实现营收 20.15 亿元, 同比增长 20.16%; 扣非归母净利润 1.55 亿元, 同比增长 192.45%, 延续了 18 年的高速增长。

毛利率、净利率逐步稳定, 三费持续下降。2019 年一季度毛利率和净利率分别为 33.85% 和 8.85%, 同比分别上升 0.97pct 和 2.54pct。财务费用率为 0.80%, 同比下降 0.45pct; 管理费用率为 11.06, 同比下降 3.96pct; 销售费用率为 11.68%, 同比下降 0.88pct; 19 年一季度三费下降 5.29pct, 并且连续 3 年保持下降趋势。

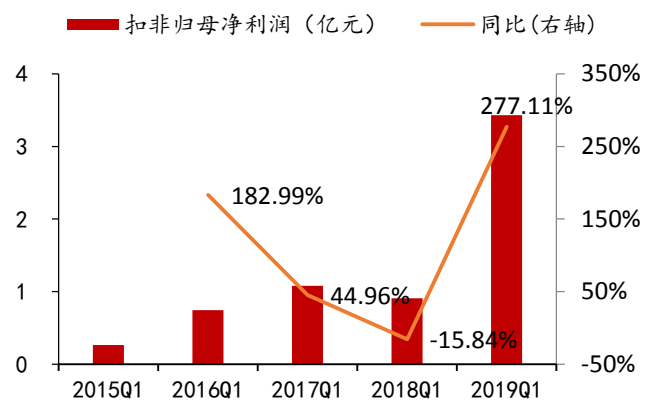
监测板块近两年保持了良好的成长性, 业绩保持稳定增长。目前水质在线监测系统受益于河长制治水的推进, 地表水的监测系统放量较快, 景气度较高; 同时大气网格化的推进以及监测站点的下沉也进一步助推了监测板块的良好表现。

图表 62: 2015-2019Q1 监测板块营收及增速



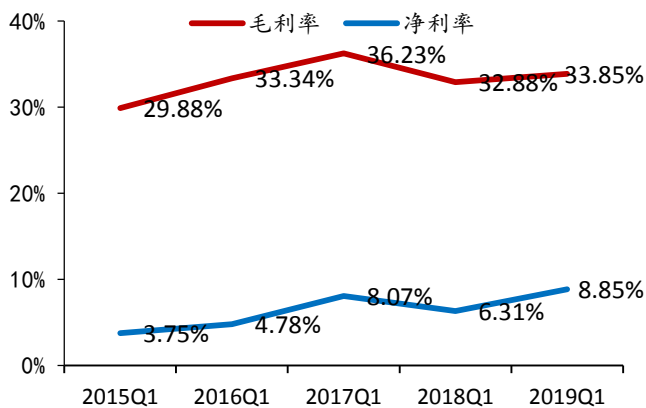
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 63: 2015-2019Q1 监测板块扣非归母及增速



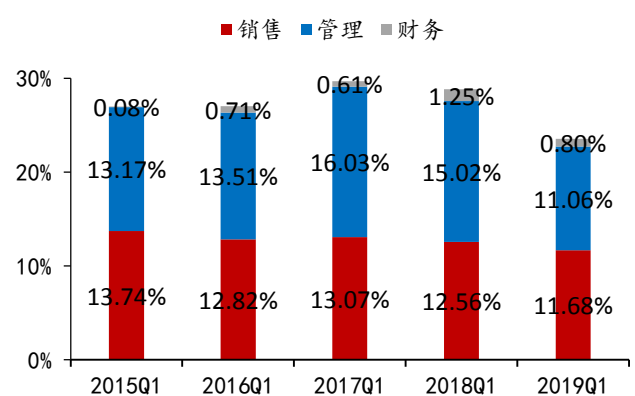
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 64: 2015-2019Q1 监测板块毛利率和净利率



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 65: 2015-2019Q1 监测板块期间费用率



来源: Wind, 国联证券研究所

4. 投资建议

从 18 年和 19 年一季度的业绩表现看, 18 年总体较弱, 19 年一季度有所回升, 但业绩分化较为严重。从细分领域看, 监测板块和固废处置板块表现相对较好。展望后市, 对于投资机会的挖掘, 我们认为未来一段时间行业融资环境或将边际改善, 企业盈利能力企稳回升可期, 仍然可以从业绩的主线继续把握机会。监测板块(地表水监测的快速放量以及大气网格化的持续深入推进)、垃圾处理(中小城市的垃圾处理需求仍然旺盛叠加在手订单持续推进)、危废处置(清废行动持续叠加“响水事件”带来的危废处置需求提升)、土壤修复领域(未来政策空间巨大叠加“响水事件”带来的受污染用地改造的治理需求提升)在行业景气度仍然较高的背景下, 业绩驱动力仍将维持, 持续看好相关公司在该领域的表现。我们建议中长期关注先河环保(300137.SZ)、理工环科(002322.SZ)、高能环境(603588.SH)、瀚蓝环境(600323.SH)等。

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