

环保公用行业 2018 年年报业绩前瞻

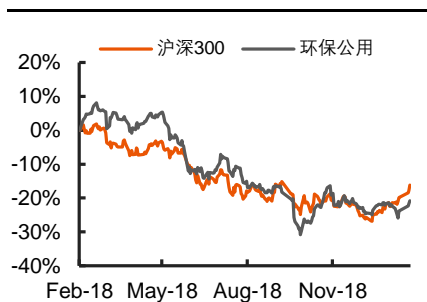
2019 年 02 月 14 日

洗牌开始，剩者为王

中性（维持）

1. 投资要点

行情走势图



相关研究报告

《行业专题报告*环保公用*并购成就龙头，创新引领发展》 2019-01-09
《行业动态跟踪报告*环保公用*2019年环保行业十大猜想》 2018-12-25
《行业年度策略报告*环保公用*工程承压，运营雄起》 2018-12-12
《行业专题报告*环保公用*水务运营：被忽视的黄金，量价提升带来价值回归》 2018-11-29
《行业动态跟踪报告*环保公用*投资驱动难以持续，优质运营企业凸显投资价值》 2018-11-01

证券分析师

庞文亮 投资咨询资格编号
S1060518110002
010-53827011
PANGWENLIANG732@PINGAN.CO
M.CN

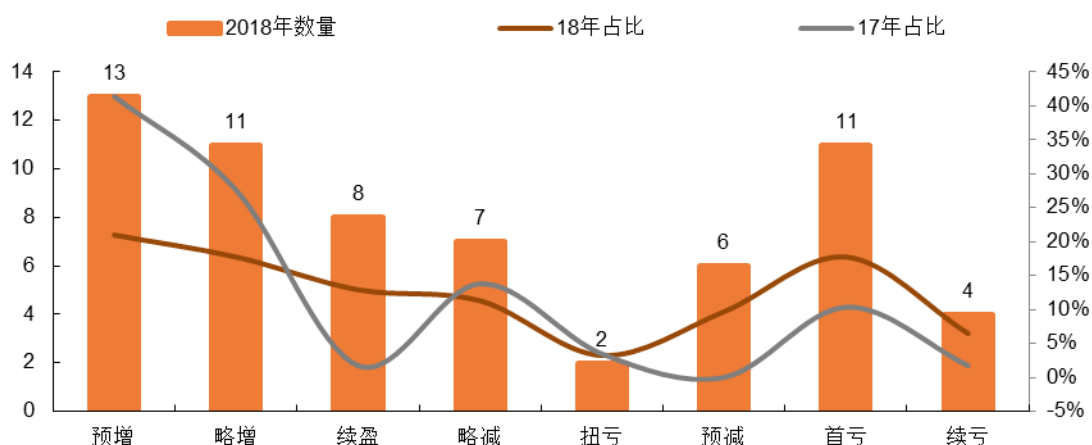
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- **增速大幅回落，行业迎来洗牌：**截至 2019 年 2 月 14 日，共有 62 家环保公司公布 2018 年业绩预告，预增、略增合计占比 38.71%，同比下降 27.96pct，首亏、续亏合计占比 24.19%，同比增加 11.23pct。不考虑已爆发风险公司，2018 年环保行业营收增速约 1.90%，归母净利润增速约-13.96%，增速大幅回落。主要是多数公司未充分考虑自身资本实力大规模参与 PPP 业务，导致负债急剧攀升，在融资环境趋紧背景下出现流动性危机或大规模收缩业务所致。目前，环保行业正经历洗牌，前期无序扩张企业可能直接被淘汰或经历一段阵痛调整期，现金流稳健的运营企业迎来发展机遇。
- **工程板块拖累业绩，运营板块表现优异：**细分板块归母净利润增速方面，2018 年环境监测板块增速 28.93%，增速最高，主要是环保监管持续趋严，行业持续景气；固废再生板块增速 13.72%，主要是垃圾焚烧发电企业新产能不断投运，确保行业稳健增长，其中高能环境、伟明环保同比增长分别为 70%、45%；水务工程板块同比下降 35.78%，其中，碧水源、东方园林增速分别为-40%、-12.50%。综合来看，工程公司增速大幅回落，运营公司稳健增长。目前，PPP 工程龙头从粗放式抢订单向控制业务规模，精细化管理转变，区域优质运营公司迎来扩张良机。
- **行业估值大幅下降，基金持仓降至历史最低：**受环保风险事件影响，行业估值持续下降，目前行业 PE (TTM) 约 24，相比 2017 年底下降近 30%。细分板块来看，大气治理、水务工程 PE 下降超过 30%，固废再生、水务运营板块下降约 20%，下降最少。2018 年底，环保基金持仓占全部 A 股基金持仓比例达 0.64%，连续 8 个季度下降。从估值和基金持仓来看，环保板块配置价值逐渐显现。
- **投资建议：**短期环保流动性风险得到一定缓解，但 PPP 工程公司需经历至少一年的阵痛调整期，对行业整体利润增速可能产生影响，且行业分化加剧，基于此，维持行业“中性”评级。建议配置供热、垃圾焚烧等优质运营资产，主要标的有联美控股、瀚蓝环境。
- **风险提示：**1) 环保上市公司风险事件持续爆发，行业估值持续下降。环保上市公司风险事件的持续发生将进一步打击市场对环保股的信心，在此背景下，环保股估值有望持续下移；2) 环保行业竞争进一步加剧，环保中多数细分领域进入壁垒较低，如 PPP 业务，国企、非环保企业纷纷进入，会导致行业竞争持续加剧，毛利率出现下滑；3) 融资环境继续收紧；4) 垃圾焚烧补贴电价下调：目前，光伏、风电已出台平价上网政策，预计未来垃圾焚烧也将推行平价上网，将对行业盈利能力产生影响。

一、 增速大幅回落，行业迎来洗牌

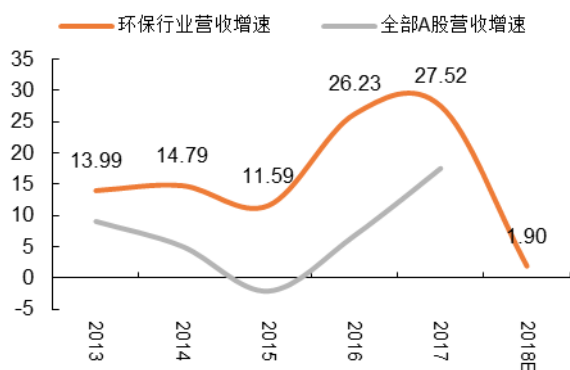
截至 2019 年 2 月 14 日，共有 62 家环保公司公布 2018 年业绩预告，预增、略增合计占比 38.71%，同比下降 27.96pct，首亏、续亏合计占比 24.19%，同比增加 11.23pct。部分已爆发风险公司 2018 年亏损较大，且后续经营难以持续，为合理反映行业增速，本文在计算行业增速时予以剔除，涉及公司有神雾环保、神雾节能、天翔环境、盾安环境、凯迪生态、盛运环保、科林环保，7 家公司 2018 年合计亏损约 133.15-147.94 亿元。结合我们对重点公司的业绩预测，2018 年环保行业营收增速约 1.90%，归母净利润增速约-13.96%，增速大幅回落，低于预期。主要是多数公司未充分考虑自身资本实力大规模参与 PPP 业务，导致负债急剧攀升，在市场融资环境趋紧背景下出现流动性危机或大规模收缩业务所致。综合来看，环保行业正经历洗牌，前期无序扩张企业可能直接被淘汰或经历一段阵痛调整期，现金流稳健的运营企业迎来发展机遇。

图表1 已公布业绩预告的 62 家环保公司中预增和略增合计占比达 38.71%



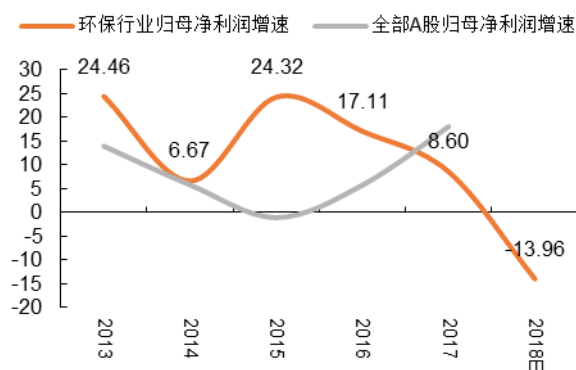
资料来源:WIND、平安证券研究所

图表2 环保行业营收增速大幅回调 (%)



资料来源:WIND、平安证券研究所 说明: 2018 年营收增速结合业绩预告及我们的预测

图表3 环保行业归母净利润增速大幅回调 (%)

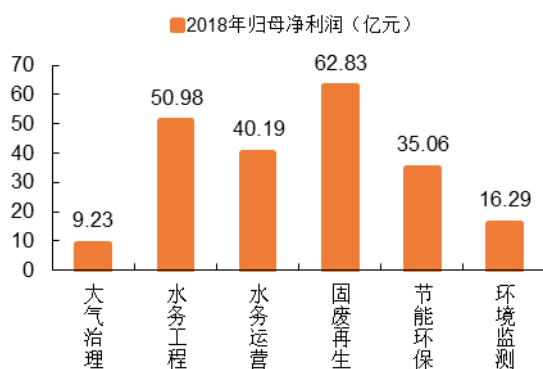


资料来源:WIND、平安证券研究所 说明: 2018 年归母净利润增速结合业绩预告及我们的预测

二、工程板块拖累业绩，运营板块表现优异

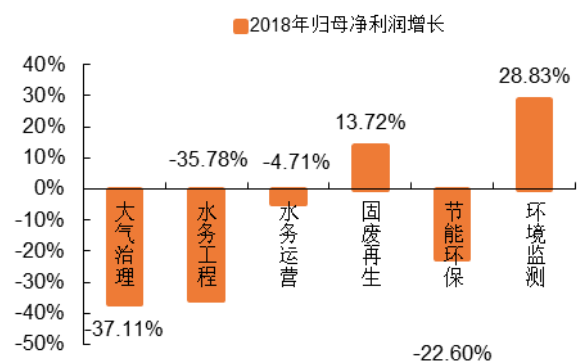
细分板块归母净利润增速方面，2018年环境监测板块增速达28.93%，增速最高，主要是环保监管持续趋严，行业持续景气且受融资趋紧影响较小；固废再生板块增速达13.72%，主要是垃圾焚烧发电企业不断有新产能投运，确保行业稳健增长，其中高能环境同比增长70%，伟明环保同比增长45%；水务工程板块同比下降35.78%，其中，碧水源、东方园林增速分别为-40%、-12.50%；大气治理板块同比下降37.11%，主要是电力行业烟气治理接近尾声所致。综合来看，2018年工程公司增速大幅回调，运营公司业绩稳健增长。目前PPP工程龙头从粗放式抢订单、抢市场向控制业务规模，精细化管理转变，区域优质运营公司迎来扩张良机。

图表4 细分板块归母净利润情况



资料来源:WIND、平安证券研究所

图表5 细分板块中监测、固废板块归母净利润增速最高



资料来源:WIND、平安证券研究所

图表6 环保行业重点公司2018年业绩预测一览

类型	证券简称	预计净利润平均增幅	预计净利润 (亿元)	PE (17A)	PE (18E)	PE (19E)	年报披露日期
大气治理	清新环境	-5.00%	6.19	11.90	12.52	10.60	2019-04-15
	龙净环保	7.69%	7.80	16.78	15.58	13.57	2019-04-05
	雪浪环境	-20.50%	0.48	29.52	37.14	17.01	2019-04-10
水务工程	碧水源	-40.00%	15.06	10.11	16.84	8.97	2019-04-08
	巴安水务	0.00%	1.43	29.93	29.93	18.28	2019-03-27
	环能科技	58.00%	1.46	35.75	22.62	-	2019-04-16
	博世科	59.00%	2.33	23.45	14.75	8.53	2019-04-26
	蒙草生态	-72.50%	2.32	7.66	27.86	-	2019-04-25
	国祯环保	55.00%	3.01	25.73	16.60	11.77	2019-04-19
	东方园林	-12.50%	19.06	8.43	9.64	5.84	2019-04-22
	中金环境	0.00%	5.91	10.88	10.88	7.51	2019-04-23
	首创股份	1.31%	6.20	32.98	32.55	25.54	2019-03-30
水务运营	重庆水务	-17.75%	17.00	13.59	16.52	15.25	2019-03-23
	洪城水业	28.12%	3.51	16.11	12.58	11.29	2019-04-19
	兴蓉环境	10.30%	9.88	14.60	13.24	11.13	2019-03-08

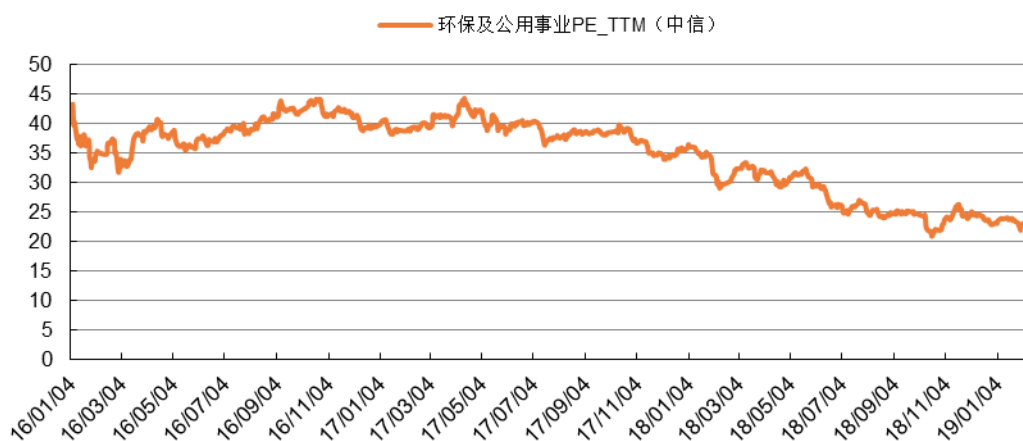
固废板块	东江环保	-5.00%	4.50	20.56	21.64	14.60	2019-03-29
	瀚蓝环境	45.50%	9.49	18.09	12.42	12.90	2019-03-22
	伟明环保	45.00%	7.35	29.48	20.33	16.46	2019-04-10
	上海环境	14.00%	5.79	19.72	17.23	15.88	2019-03-20
	启迪桑德	3.90%	13.00	12.04	11.59	9.26	2019-04-26
	高能环境	70.00%	3.26	30.01	17.65	13.81	2019-04-20
	龙马环卫	11.52%	2.90	13.28	11.91	9.71	2019-03-26
节能环保	鲁阳节能	45.00%	3.10	16.66	11.49	8.80	2019-04-20
	双良节能	165.00%	2.55	66.21	24.96	21.30	2019-03-30
	涪陵电力	30.29%	2.95	20.47	15.71	11.87	2019-03-29
	三聚环保	-77.36%	5.75	7.71	34.05	0.00	2019-04-22
环境监测	先河环保	40.00%	2.63	24.83	17.77	13.20	2019-04-26
	理工环科	0.00%	2.79	14.18	14.18	10.71	2019-04-19
	聚光科技	41.00%	6.33	25.15	17.84	14.55	2019-04-26
其他	联美控股	28.18%	11.82	21.89	17.12	13.77	2019-03-08

资料来源: WIND、平安证券研究所 说明: PE 对应价格日期为 2019 年 2 月 14 日, 19 年 PE 采用万得一致预测

三、行业估值大幅下降, 基金持仓降至历史最低

受环保风险事件影响, 行业估值持续下降, 目前行业 PE(TTM) 约 24, 相比 2017 年底下降近 30%。细分板块来看, 大气治理、水务工程 PE 下降超过 30%, 固废再生、水务运营板块下降约 20%, 下降最少。2018 年底, 环保基金持仓占全部 A 股基金持仓比例达 0.64%, 连续 8 个季度下降。从估值和基金持仓来看, 环保板块配置价值逐渐显现。

图表7 环保行业整体估值持续下降



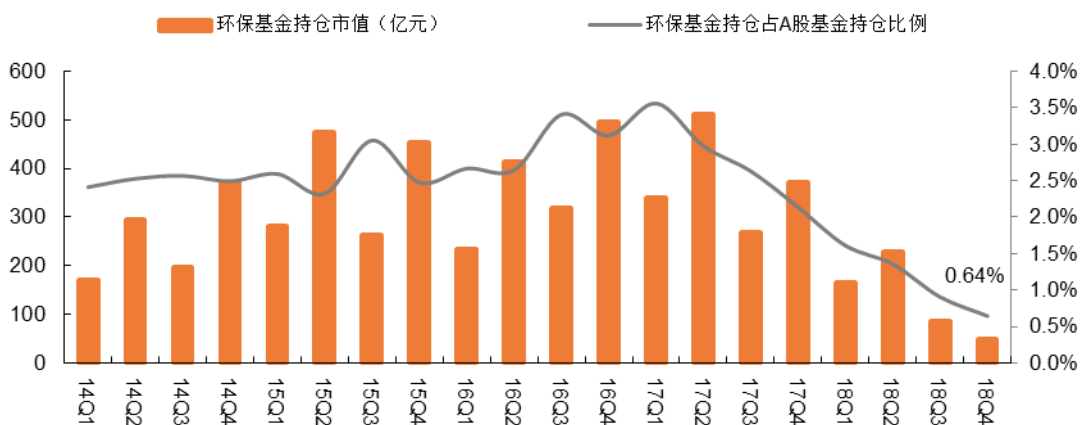
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表8 环保细分行业估值情况

细分行业	PE(2017)	PE(2018E)	PE(2019E)	PE (2020E)
大气治理	29.06	17.22	13.80	11.70
水务工程	25.69	16.11	13.70	11.24
水务运营	24.18	20.17	16.55	14.69
固废再生	24.94	19.06	14.42	11.48
节能环保	29.45	18.63	14.70	12.79
环境监测	35.62	23.30	17.66	13.84
环保全部	27.56	18.80	14.90	12.28

资料来源: WIND、平安证券研究所 说明: 日期2019年2月14日, PE 预测采用万得一致预测

图表9 环保基金持仓降至历史最低



资料来源: WIND、平安证券研究所

四、投资建议

短期环保流动性风险得到一定缓解,但 PPP 工程公司需经历至少一年的阵痛调整期,对行业整体利润增速可能产生影响,且行业分化加剧,基于此,维持行业“中性”评级。建议配置供热、垃圾焚烧等优质运营资产,主要标的有联美控股、瀚蓝环境。

图表10 重点推荐公司盈利预测

股票名称	股票价格		EPS				P/E				评级
	2019/2/14	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E		
联美控股	11.47	0.52	0.67	0.84	1.03	21.89	17.12	13.65	11.14	强烈推荐	
瀚蓝环境	15.40	0.85	1.24	1.38	1.71	18.09	12.42	11.16	9.01	推荐	

资料来源:平安证券研究所

五、风险提示

1) 环保上市公司风险事件持续爆发，行业估值持续下降

环保上市公司风险事件的持续发生将进一步打击市场对环保股的信心，在此背景下，环保股估值有可能持续下移。

2) 环保行业竞争进一步加剧

环保中多数细分领域进入壁垒较低，如 PPP 业务，国企、非环保企业纷纷进入，会导致行业竞争持续加剧，毛利率出现下滑。

3) 融资环境继续收紧

环保中多数细分领域属于资本消耗型，前期需投入大量资金，未来如果整个市场的融资环境继续收紧，环保上市公司项目建设进度将受到影响，进而影响企业收入确认。

4) 垃圾焚烧补贴电价下调

目前，光伏、风电已出台平价上网政策，预计未来垃圾焚烧也将推行平价上网，将对行业盈利能力产生影响。

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

- 强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上)
- 推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间)
- 中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间)
- 回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上)

行业投资评级:

- 强于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上)
- 中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间)
- 弱于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话: 4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编: 518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编: 200120
传真: (021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编: 100033