

环保工程及服务

去杠杆及商誉减值影响显著，环保业绩首次负增长

去杠杆影响显著，商誉减值拖累，业绩大幅回落，一季度企稳。环保行业2018年营业收入增速为6.7%（-16pct），归母净利润增速为-75.7%（-78pct），近六年来首次负增长。考虑*ST凯迪、盛运环保、天翔环境、神雾环保、*ST节能5家公司受减值等影响亏损巨大，剔除后环保行业2018年营业收入增速为11.7%，归母净利润增速为-28.6%。业绩下滑主要因①去杠杆下信用偏紧财务费用激增；②商誉减值损失同比激增；③地方财政趋紧计提坏账损失增多。2019Q1营业收入同比增速为12.4%，归母净利润增速为-5.9%，相较年报下滑企稳业绩向好。

财务费用及商誉减值激增，净利率大幅下降。2018年环保板块整体毛利率为26.4%（-3.4pct），下跌与原材料、人工、环保成本上升有关；期间费用率为15.9%（+0.6pct），净利率为3.0%（-7.0pct），剔除上述5家公司后整体净利率为8.8%，净利率下滑较多主要是财务费用（+40%）及商誉减值损失（+382%）激增所致。2019年一季度毛利率为25.8%（-1.7pct），净利率为8.1%（-2.6pct），净利率同比下滑企稳。

经营性现金流大幅提升，资产负债率创新高。环保板块2018年经营性现金流净额为230亿元（+103亿元）；筹资性现金流净额为224亿元（-139亿元）；投资性现金流净额为-538亿元（-41亿元）。2018年行业多采取更为积极的回款策略，行业经营性现金流显著提升，而因信贷紧筹资性现金流缩窄。近年来PPP模式兴起，企业杠杆加大，2018年环保行业资产负债率为58.3%（+3.5pct），创五年新高，往后看垫资驱动模式难以以为继，高杠杆撬动业绩时代已过。

子行业差异明显，监测行业持续高增长。依然剔除上述5家公司，营收增速前三为：环境监测（79%）、水务运营（19%）、固废治理（17%）；归母净利润增速前三为：环境监测（46%）、固废治理（-4%）、水务运营（-13%）。受益于环境管理事权上收、督察趋严，监测设备需求旺盛，监测行业高景气，且销售设备现金流较好，行业持续高增长。而前期信用扩张过猛的水处理、节能板块不仅业绩惨淡，部分公司甚至难以日常经营，行业初步出清。

2018分化之年，高质成长公司依旧强劲。2018年不少公司受去杠杆影响并不大，业绩增长依旧强劲，我们认为牺牲资产负债表换取利润增长的方式已难以以为继，前期受融资影响较大的部分公司也已重新聚集现金流较好的业务。目前融资好转，环保行业整体将有改善，但未来分化将愈加显著，高质成长的公司才能持续领跑。建议关注高景气子板块中的经营性现金流较好、技术管理领先的龙头，危废板块的东江环保、监测板块的先河环保、垃圾渗滤液处理板块的维尔利以及机动车检测板块的安车检测。

风险提示：环保政策及督查力度不及预期、融资信用及客户支付能力风险、细分领域市场竞争加剧。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 杨心成

执业证书编号：S0680518020001

邮箱：yangxincheng@gszq.com

相关研究

- 1、《环保工程及服务：一季报业绩分化显著，专项环保减税政策落地》2019-04-28
- 2、《环保工程及服务：年报业绩分化明显，聚焦高质成长个股》2019-04-21
- 3、《环保工程及服务：浙江开启清废攻坚战，多省危废监管趋严》2019-04-13

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
002672	东江环保	买入	0.34	0.48	0.63	0.85	27.5	19.5	14.8	11.0
300572	安车检测	买入	1.18	1.02	1.5	2.13	67.4	77.9	53.0	37.3
300137	先河环保	买入	0.53	0.65	0.8	0.98	22.9	18.7	15.2	12.4

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所



内容目录

一、综述：环保行业整体业绩显著下滑	4
二、子行业分析：监测持续靓丽，运营类业绩稳健	11
2.1 监测行业：去杠杆影响小，业绩表现靓丽	11
2.2 水处理行业：收入利润增速不匹配	13
2.3 固废处理行业：分化显著，细分领域龙头业绩亮眼	15
2.4 大气治理：电力市场进入尾声，利润增速下滑	17
2.5 水务行业：收入利润增速差异较大	19
2.6 节能行业：现金流不佳情况下，业绩大幅回落	21
投资建议	23
风险提示	24

图表目录

图表 1: 国盛环保组合	4
图表 2: 环保行业历年营业收入、归母净利润增速	5
图表 3: 环保行业历年营业收入、归母净利润增速（剔除上述五家公司）	5
图表 4: 环保行业历年 Q1 营业收入、归母净利润增速	5
图表 5: 环保行业 Q1 营业收入、归母净利润增速（剔除上述五家公司）	5
图表 6: 环保行业历年子板块营业收入增速	6
图表 7: 环保行业历年子板块归母净利润增速	6
图表 8: 环保行业历年 Q1 子板块营业收入增速	6
图表 9: 环保行业历年 Q1 子板块归母净利润增速	6
图表 10: 环保历年毛利率	7
图表 11: 各细分子行业净利率情况	7
图表 12: 环保历年 Q1 毛利率	7
图表 13: 各细分子行业 Q1 净利率情况	7
图表 14: 历年期间费用率	7
图表 15: 各项费用率历年变化	7
图表 16: 历年 Q1 期间费用率	8
图表 17: Q1 各项费用率历年变化	8
图表 18: 行业资产负债率逐年走高	8
图表 19: 细分子行业资产负债率	8
图表 20: 行业 Q1 资产负债率逐年走高	8
图表 21: 细分子行业 Q1 资产负债率	8
图表 22: 环保行业历年应收账款周转率	9
图表 23: 细分子行业回款状况	9
图表 24: 环保行业近年现金流状况（亿元）	9
图表 25: 细分子行业经营性现金流净额状况（亿元）	9
图表 26: 细分子行业筹资性现金流净额状况（亿元）	10
图表 27: 细分子行业投资性现金流净额状况（亿元）	10
图表 28: 环保行业近年 Q1 现金流状况（亿元）	10
图表 29: Q1 细分子行业经营性现金流净额状况（亿元）	10

图表 30: Q1 细分子行业筹资性现金流净额状况 (亿元)	11
图表 31: Q1 细分子行业投资性现金流净额状况 (亿元)	11
图表 32: 监测板块 2018 年利润收入增速	12
图表 33: 监测板块 2019Q1 利润收入增速	12
图表 34: 监测行业资产负债率 (左轴)、毛利率 (左轴)、经营性现金流 (右轴, 亿元) 情况.....	13
图表 35: 监测板块公司 2018 年毛利率及净利率	13
图表 36: 水处理公司 2018 年收入利润增速	14
图表 37: 水处理公司 2019Q1 收入利润增速	14
图表 38: 水处理行业资产负债率 (左轴)、毛利率 (左轴)、经营性现金流 (右轴, 亿元) 情况.....	15
图表 39: 水处理板块公司 2018 年毛利率及净利率	15
图表 40: 固废板块 2018 年收入利润增速	16
图表 41: 固废板块 2019Q1 收入利润增速	16
图表 42: 固废行业资产负债率 (左轴)、毛利率 (左轴)、经营性现金流 (右轴, 亿元) 情况.....	17
图表 43: 固废处理板块公司 2018 年毛利率及净利率.....	17
图表 44: 大气治理公司 2018 年收入及利润增速	18
图表 45: 大气治理公司 2019Q1 收入及利润增速	18
图表 46: 大气行业资产负债率 (左轴)、毛利率 (左轴)、经营性现金流 (右轴, 亿元) 情况.....	18
图表 47: 大气治理板块公司 2018 年毛利率及净利率.....	19
图表 48: 水务公司 2018 年收入、利润增速	19
图表 49: 水务公司 2019Q1 年收入、利润增速.....	20
图表 50: 水务行业资产负债率 (左轴)、毛利率 (左轴)、投资性现金流 (右轴, 亿元) 情况.....	20
图表 51: 水务板块公司 2018 年毛利率及净利率	21
图表 52: 节能板块 2018 年收入利润增速	21
图表 53: 节能板块 2019Q1 收入利润增速	22
图表 54: 节能行业资产负债率 (左轴)、毛利率 (左轴)、经营性现金流 (右轴, 亿元) 情况.....	22
图表 55: 节能板块公司 2018 年毛利率及净利率	23
图表 56: 2018 年环保行业归母净利润增速大于 30% 的公司及主要原因.....	24

一、综述：环保行业整体业绩显著下滑

截止 2019 年 5 月 5 日，环保行业上市公司全部公布 2018 年年报及 2019 年一季报，我们选取 73 家环保公司作为我们的样本进行研究，根据主营业务将环保行业分为水务、水处理、固废处理、大气治理、环境监测和节能 6 个细分子行业。

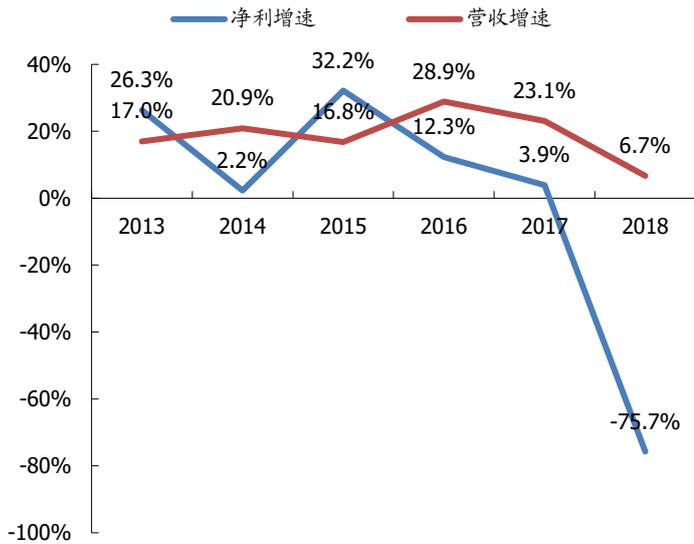
图表 1: 国盛环保组合

水务运营	水处理	固废处理	大气治理	环境监测	节能
重庆水务	碧水源	启迪桑德	龙净环保	盈峰环境	双良节能
首创股份	中金环境	龙马环卫	远达环保	聚光科技	华西能源
兴蓉环境	国祯环保	瀚蓝环境	菲达环保	雪迪龙	中材节能
创业环保	万邦达	盛运环保	清新环境	汉威电子	龙源技术
洪城水业	国中水务	中国天楹	三维丝	先河环保	天壕节能
武汉控股	兴源环境	伟明环保	雪浪环境	宝馨科技	三聚环保
中山公用	中电环保	维尔利		理工环科	*ST 节能
钱江水利	巴安水务	富春环保		安车检测	神雾环保
渤海股份	环能科技	长青集团			科融环境
江南水务	华控赛格	迪森股份			易世达
绿城水务	博世科	*ST 凯迪			
中原环保	南方汇通	东江环保			
海峡环保	津膜科技	高能环境			
	清水源	永清环保			
	鹏鹞环保	中再资环			
	博天环境	天翔环境			
	中持股份	格林美			
	上海洗霸	旺能环境			

资料来源: wind, 国盛证券研究所

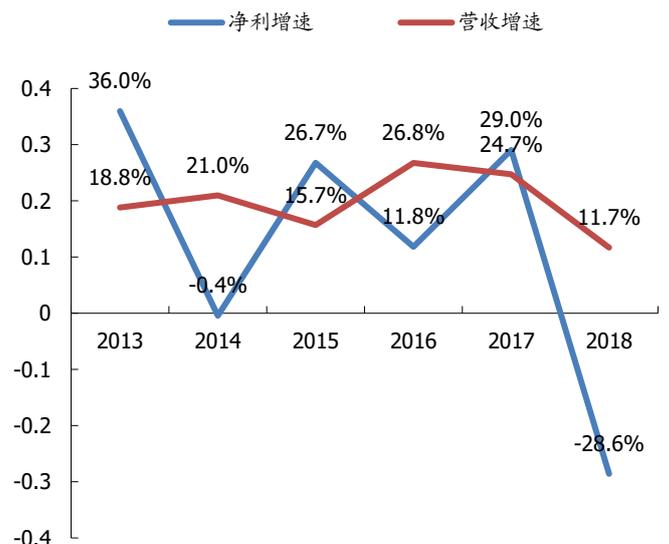
去杠杆影响显著&商誉减值损失激增，业绩下滑显著。根据国盛环保组合，环保行业 2018 年行业营业收入增速为 6.7% (-16pct)，归母净利润增速为-75.7% (-78pct)，考虑*ST 凯迪 (-42.2 亿元)、盛运环保 (-25.3 亿元)、天翔环境 (-16.0 亿元)、神雾环保 (-14.9 亿元)、*ST 节能 (-6.9 亿元) 受减值等归母净利润亏损较大，剔除这五家后环保行业 2018 营业收入增速为 11.7% (-13pct)，归母净利润增速为-28.6% (-58pct)。剔除上述 5 家后 2018 年环保行业归母净利润总额 169 亿元，去年同期为 237 亿元，利润大幅缩减 68 亿元主要因 1、2018 年去杠杆背景下，行业整体资金周转不畅通，公司层面无法低成本拿贷款或者根本没法拿到贷款，订单执行周期拉长，**财务费用增高 21 亿元**；2、财政趋紧，环保企业主要客户政府及城投平台支付工程结算款不足，**坏账计提损失增高 12 亿元**。3、2015 起环保行业并购浪潮后行业商誉大增，2018 年商誉减值面临调整下，部分公司商誉减值计提激增，剔除上述 5 家后 2018 年环保行业商誉减值计提 20.2 亿元，去年同期仅为 2.3 亿元，严重拖累业绩增长。4、**投资净收益同比减少 11.4 亿元**，主要为中山公用减少 4.6 亿元，钱江水利减少 5.3 亿元。

图表 2: 环保行业历年营业收入、归母净利润增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

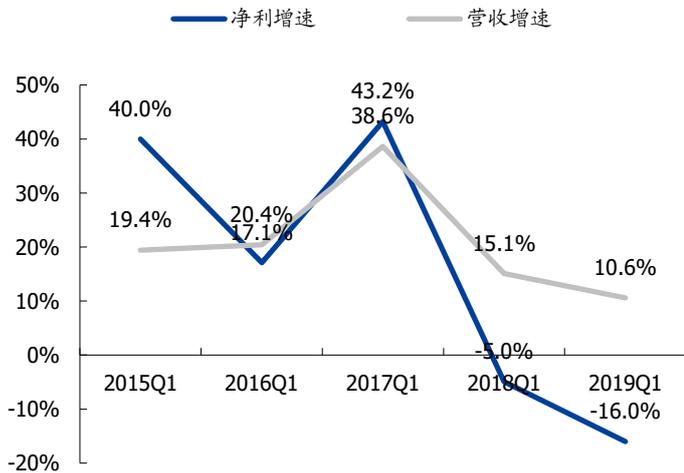
图表 3: 环保行业历年营业收入、归母净利润增速 (剔除上述五家公司)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

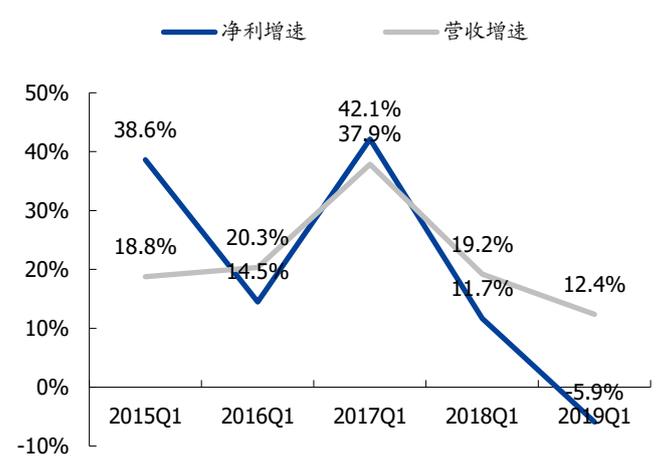
2019 年一季度融资改善, 相较 2018 年年报业绩下滑企稳。在近半年密集融资支持政策影响下, 市场利率下滑、融资大幅改善, 环保行业业绩企稳向好。2019Q1 环保行业营业收入增速为 10.6%, 同比下降 4.5pct, 归母净利润增速-16%, 同比下降 11.1%, 考虑*ST 凯迪 (-5.1 亿元)、盛运环保 (-0.5 亿元)、天翔环境 (-1.5 亿元)、神雾环保 (-0.5 亿元)、*ST 节能 (-0.4 亿元) 等归母净利润亏损较大, 剔除这五家后环保行业 2019Q1 营业收入增速为 12.4% (-6.8pct), 归母净利润增速为-5.9% (-17.6pct)。

图表 4: 环保行业历年 Q1 营业收入、归母净利润增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 5: 环保行业 Q1 营业收入、归母净利润增速 (剔除上述五家公司)

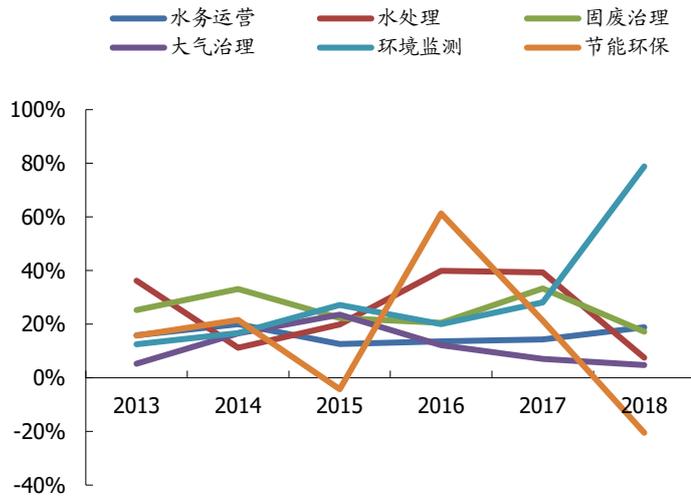


资料来源: wind, 国盛证券研究所

2018 年各细分子板块的表现分化明显, 归母净利润仅监测行业保持正增长。依然剔除上述五家公司, 营收增速表现依次为: 环境监测 (79%)、水务运营 (19%)、固废治理 (17%)、水处理 (7%)、大气治理 (5%)、节能环保 (-21%); 归母净利润增速表现依次为: 环境监测 (46%)、水务运营 (-13%)、固废治理 (-4%)、大气治理 (-55%)、水处理 (-62%)、节能环保 (-86%)。受益于环境管理事权上收、督察趋严, 监测设备需求旺盛, 监测行业高景气, 且销售设备商业模式较好, 经营性现金流较好, 不会出现过多

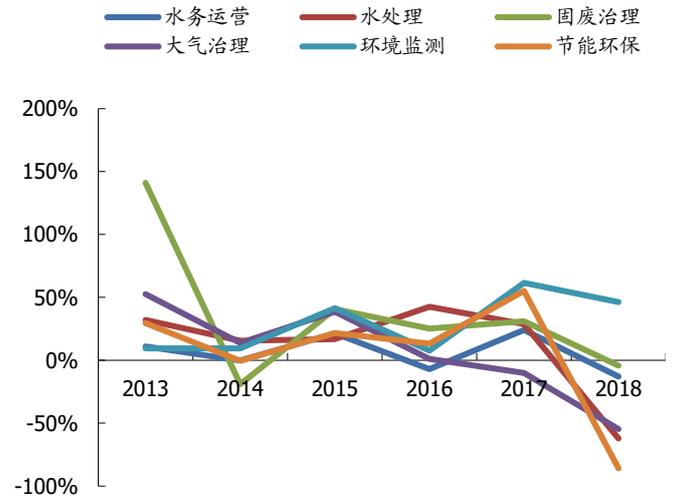
的财务费用及坏账损失，行业持续高增长。而前期信用扩张过猛的水处理、节能板块不仅业绩惨淡，部分公司甚至难以日常经营，行业初步出清。

图表 6: 环保行业历年子板块营业收入增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

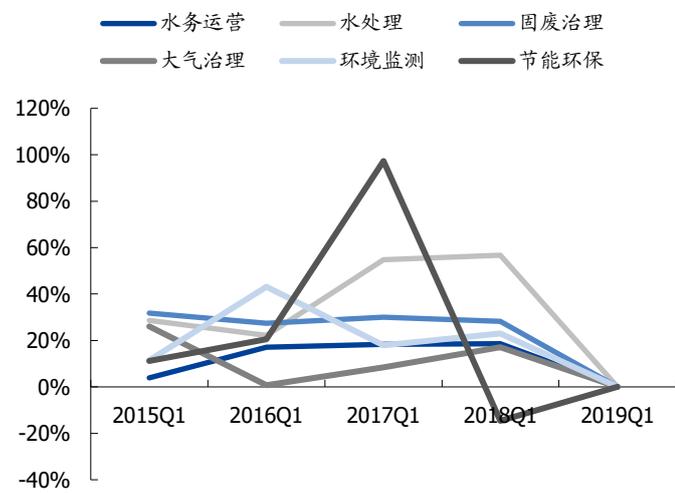
图表 7: 环保行业历年子板块归母净利润增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

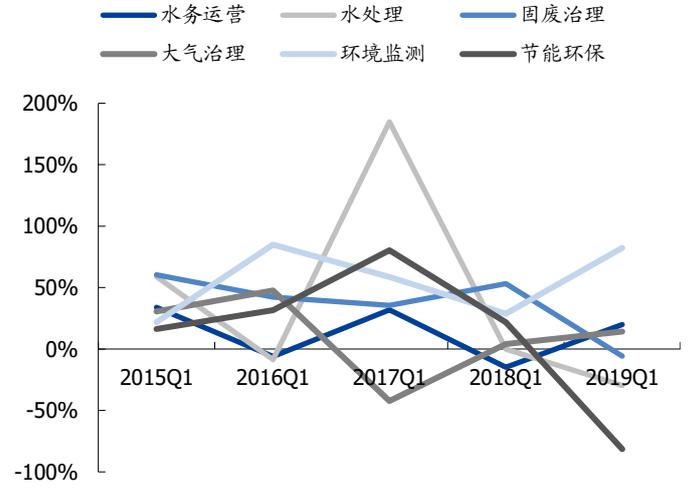
2019 一季度监测板块依旧亮眼, 大气治理归母净利润转正增长。营收增速表现依次为: 环境监测 (70%)、固废治理 (35%)、大气治理 (14%)、水务运营 (14%)、水处理 (-7%)、节能环保 (-35%); 归母净利润增速表现依次为: 环境监测 (82%)、水务运营 (20%)、大气治理 (4%)、水处理 (-30%)、固废治理 (-6%)、节能环保 (-81%)。

图表 8: 环保行业历年 Q1 子板块营业收入增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

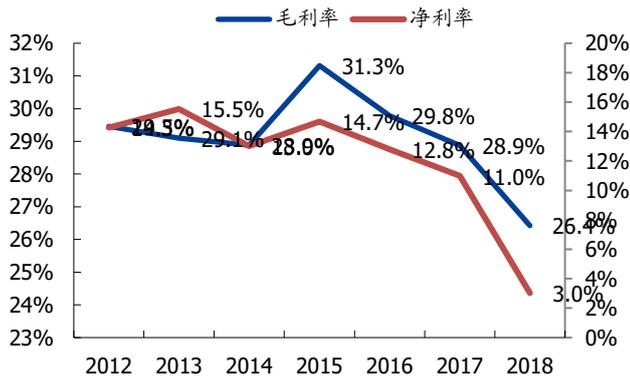
图表 9: 环保行业历年 Q1 子板块归母净利润增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

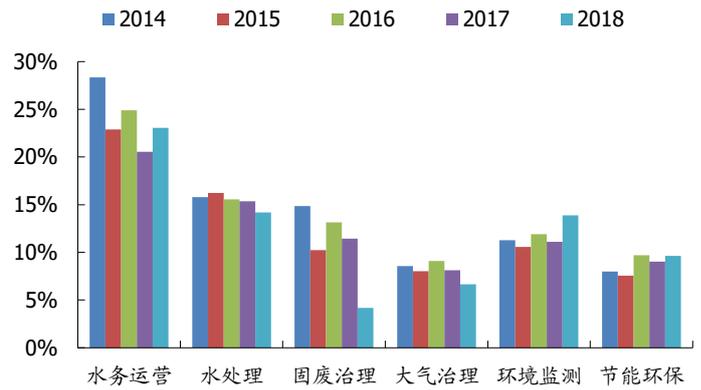
2018 年及 2019 年一季度行业整体毛利率下跌, 净利率大幅下滑: 2018 年环保板块整体毛利率为 26.4%, 较去年同期下跌 3.4pct, 下跌与原材料、人工、环保成本上升有关。整体净利率为 3%, 相较去年的 11% 大幅下滑, 剔除 5 家净利润亏损较大的公司后整体净利率为 9%, 其中固废板块受盛运环保、*ST 凯迪影响净利率下滑 7.3pct 至 4.2%, 行业净利率下滑较多主要是信用收紧、PPP 清库, 融资和财务成本提升较多所致, 另外也受商誉减值计提影响, 2018 年商誉减值损失 24 亿元, 占净利润总额的 38%, 而去年同期为 5 亿元。 2019 年一季度毛利率为 25.8% (-1.7pct), 净利率为 8.1%, 较去年的 10.7% 下降 2.6pct。

图表 10: 环保历年毛利率



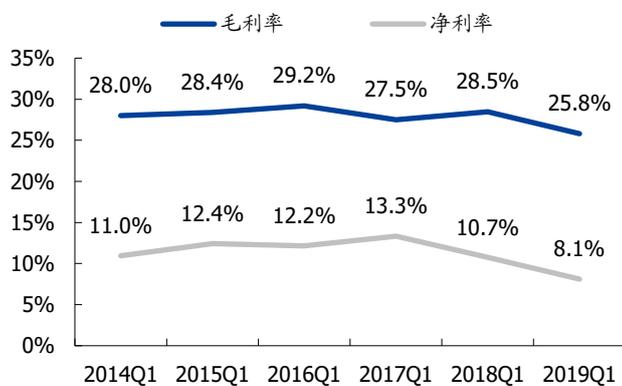
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 11: 各细分子行业净利率情况



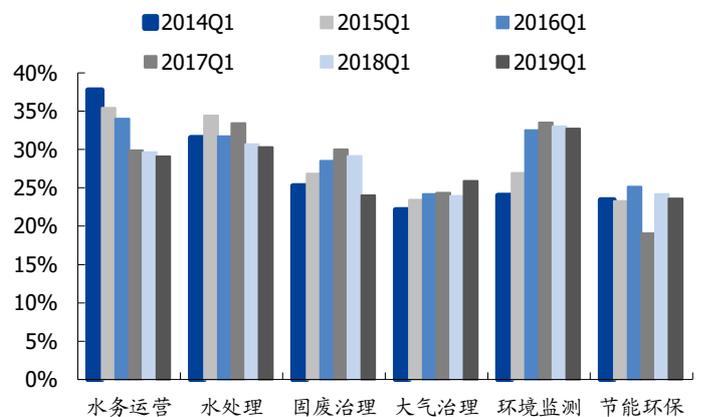
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 12: 环保历年 Q1 毛利率



资料来源: wind、国盛证券研究所

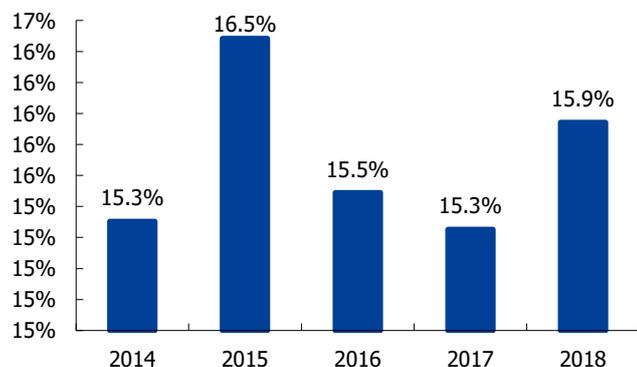
图表 13: 各细分子行业 Q1 净利率情况



资料来源: wind、国盛证券研究所

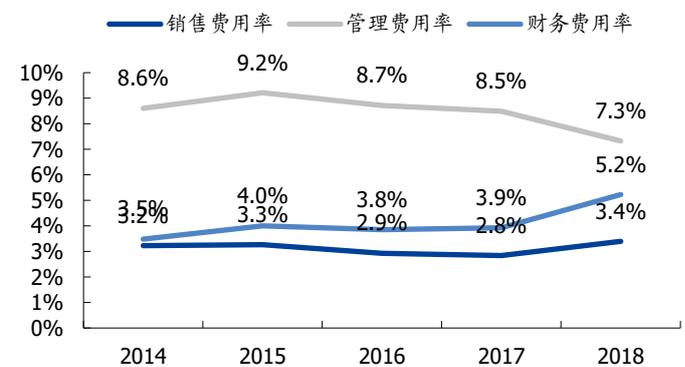
紧信用下 2018 年期间费用率增高，融资好转 2019Q1 期间费用率下降：整体环保板块期间费用率为 15.9%，较去年增加 0.6pct，因其中比重较大的管理费用率同比下降 1.2% 至 7.3%，销售费用率、财务费用率分别同比增加 0.6%、1.3% 至 3.4%、5.2%，其中财务费用率提升主要是 PPP 模式加大企业杠杆所致。2019 年一季度期间费用率 16.8% 较去年同期下降 0.8pct，主要是占比较大的管理费用率由 9.6% 下降至 7.6%。

图表 14: 历年期间费用率



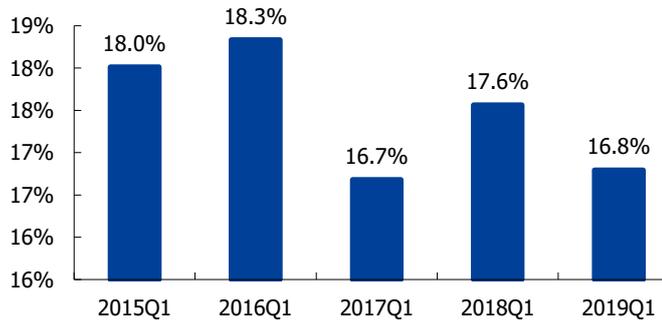
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 15: 各项费用率历年变化



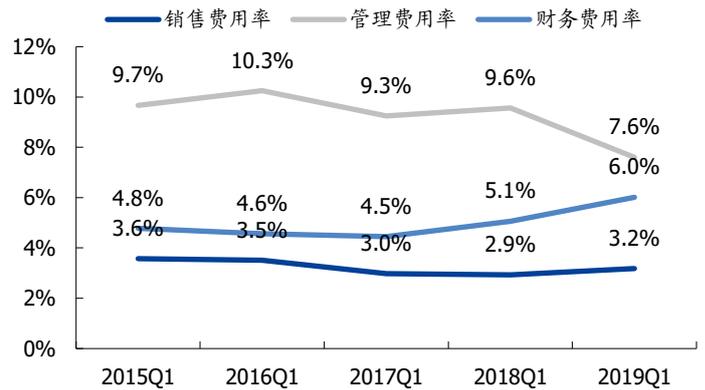
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 16: 历年 Q1 期间费用率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

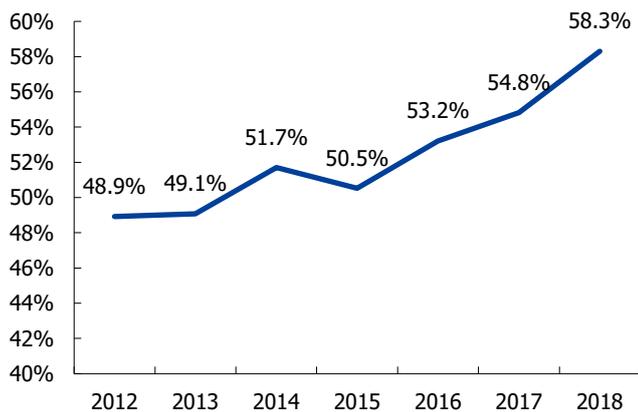
图表 17: Q1 各项费用率历年变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

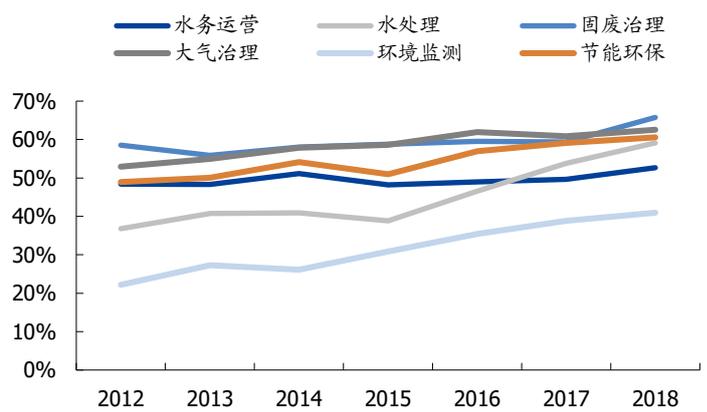
资产负债率创新高, PPP 模式加大企业杠杆: 2018 年环保行业资产负债率为 58.3%, 同比提升 3.5pct, 其中水处理、固废处理与去年同期相比分别提升 12.5、6.2 个百分点至 59%、65.8%, 水处理板块近年资产负债率提升显著, 主要是 PPP 模式加大企业杠杆所致。2019 年一季度环保行业资产负债率为 59.7%, 同比提升 4.8pct。

图表 18: 行业资产负债率逐年走高



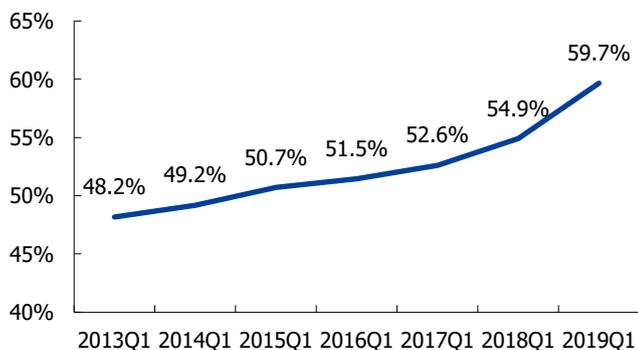
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 19: 细分子行业资产负债率



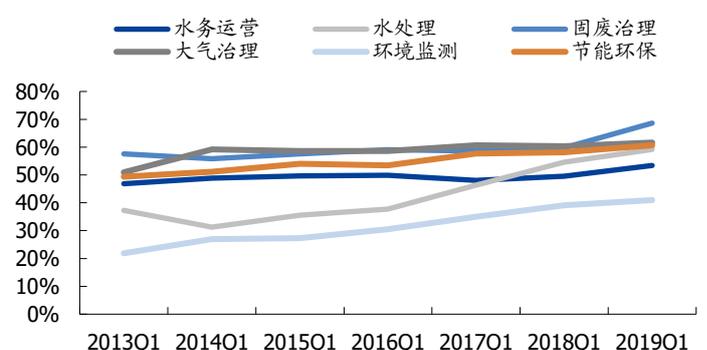
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 20: 行业 Q1 资产负债率逐年走高



资料来源: wind, 国盛证券研究所

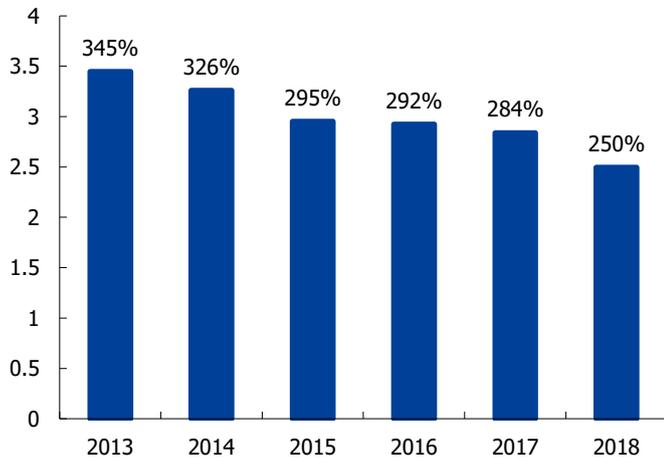
图表 21: 细分子行业 Q1 资产负债率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

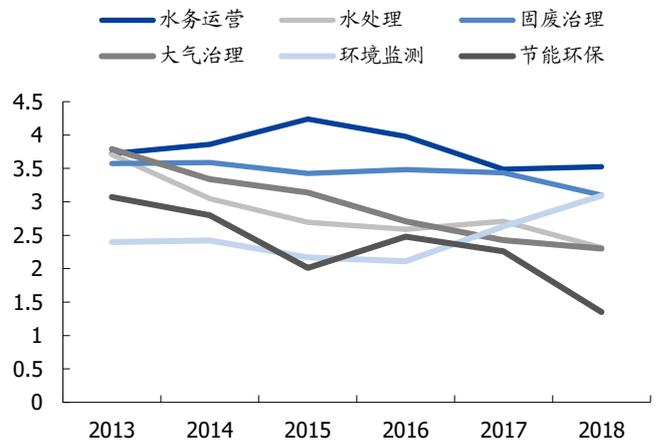
2018年行业整体回款能力下降，节能行业下降显著：2018年环保行业应收账款周转率为250%，较去年下降34pct，或因环保行业以政府为主要客户的商业模式下，2018年地方财政收紧应收账款增高。分行业看，节能行业下降113%至135%（主要为神雾环保、*ST节能两家公司过低所致），水务运营行业下降46%至353%，固废处理下降38%至310%。而监测行业应收账款周转率上升98pct至309%。

图表 22: 环保行业历年应收账款周转率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

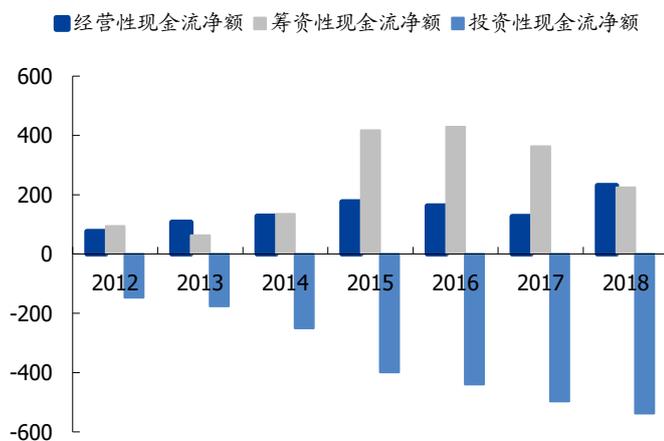
图表 23: 细分子行业回款状况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

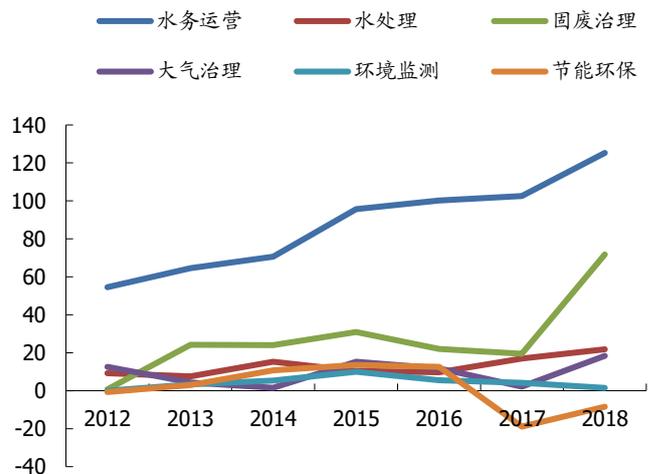
2018年行业经营性现金流显著改善，筹资性现金流大幅下降：环保板块2018年经营性现金流净额为230亿元，去年同期为127亿元；筹资性现金流净额为224亿元，去年同期为363亿元，投资性现金流净额为-538亿元，去年同期为-497亿元。行业经营性现金流大幅提升，或因今年多采取积极的现金回收策略，而因信贷紧筹资效果下降，投资性现金流支出额扩大。

图表 24: 环保行业近年现金流状况 (亿元)



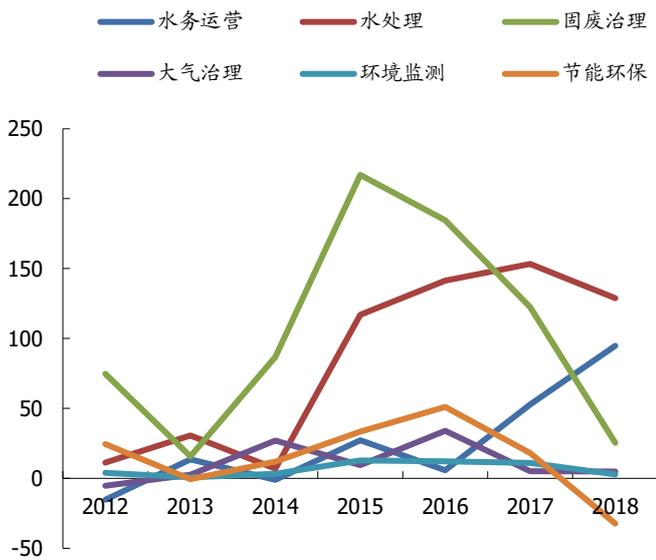
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 25: 细分子行业经营性现金流净额状况 (亿元)



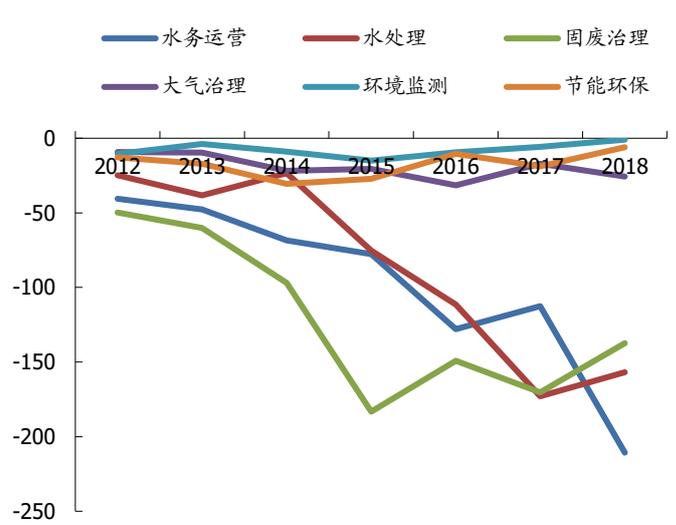
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 26: 细分子行业筹资性现金流净额状况 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

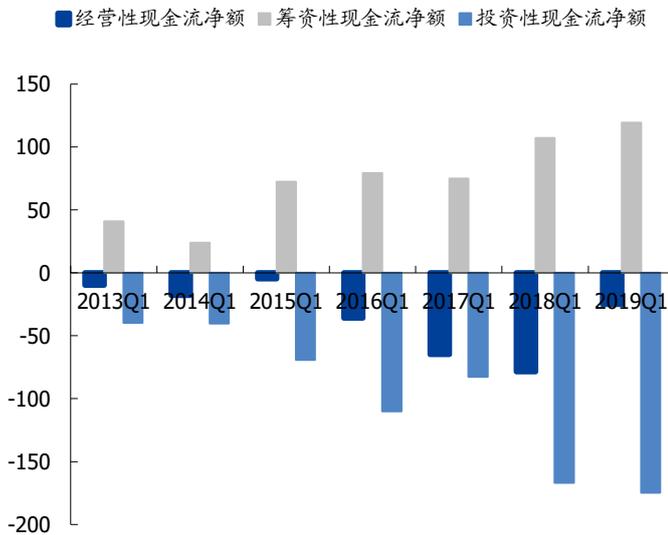
图表 27: 细分子行业投资性现金流净额状况 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

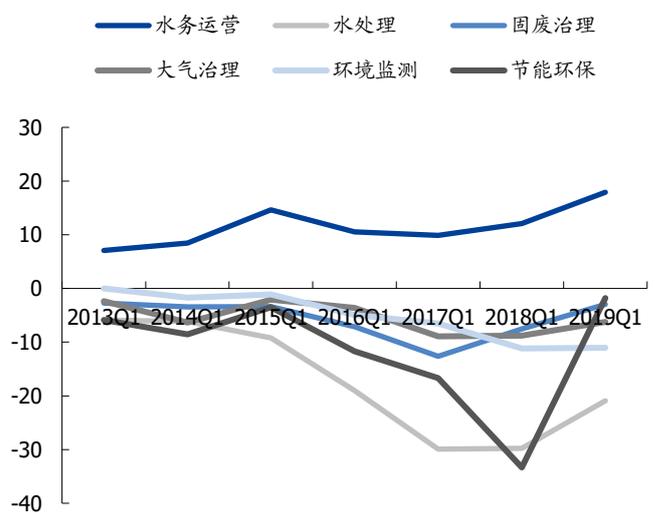
2019年一季度行业经营性现金流继续好转, 筹资性现金流大幅提升: 环保板块 2019年一季度经营性现金流净额为-25亿元, 去年同期为-79亿元; 筹资性现金流净额为119亿元, 去年同期为107亿元, 投资性现金流净额为-175亿元, 去年同期为-167亿元。行业经营性现金流继续好转, 而因2019年以来融资改善, 筹资性现金流大幅提升。

图表 28: 环保行业近年 Q1 现金流状况 (亿元)



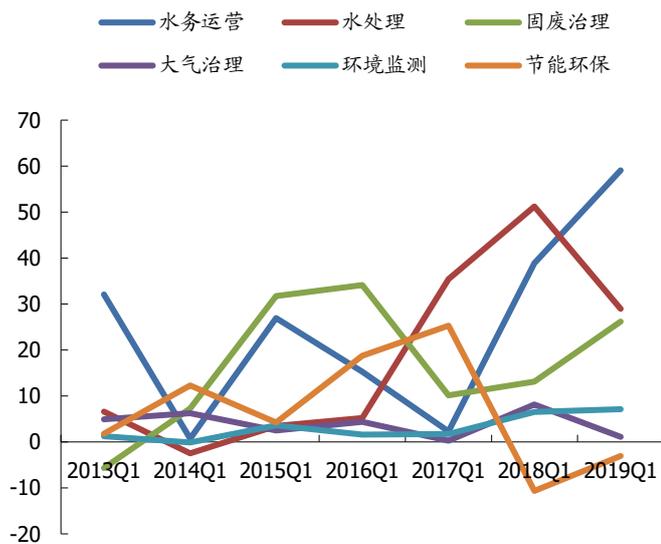
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 29: Q1 细分子行业经营性现金流净额状况 (亿元)



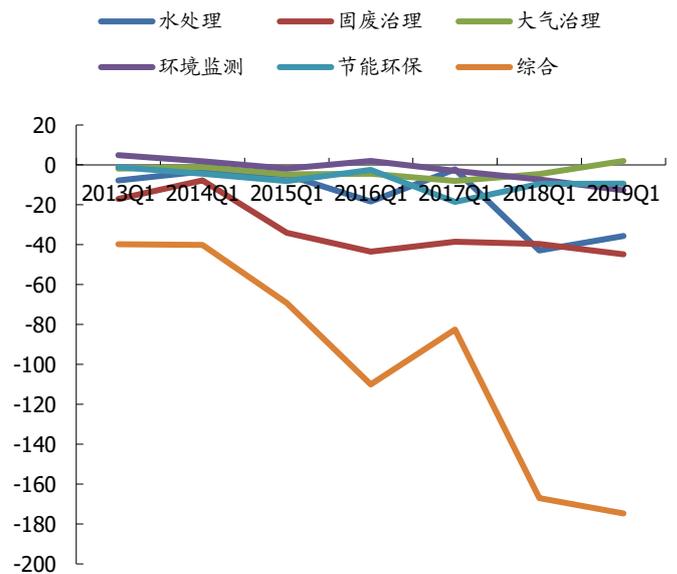
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 30: Q1 细分子行业筹资性现金流净额状况 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 31: Q1 细分子行业投资性现金流净额状况 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

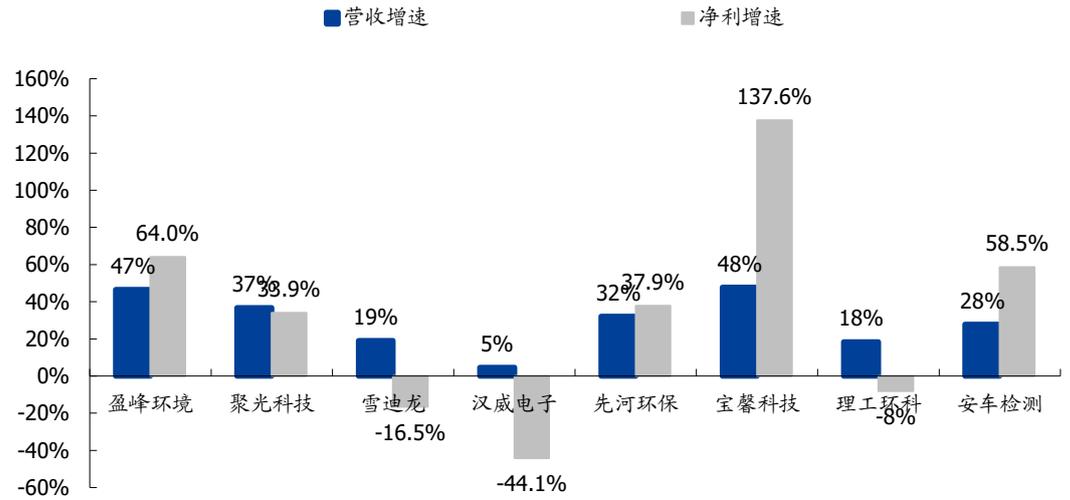
二、子行业分析: 监测持续靓丽, 运营类业绩稳健

2.1 监测行业: 去杠杆影响小, 业绩表现靓丽

行业景气度较高, 收入利润均靓丽: 整体板块 2018 年收入增速为 79%, 领跑环保行业, 行业整体受益于国家环保督查常态化、“蓝天保卫战”监测先行、严打监测数据造假等因素催化, 监测设备需求旺盛, 设备铺设进度加快, 营业收入普遍上涨。从利润端看, 板块 2018 年利润增速为 46%, 横向对比仍是增速最高子板块, 但比去年同期下滑 16%, 整体而言监测板块受去杠杆影响较小, 行业景气度高。监测板块 2019 年一季度收入增速为 70% (+47pct), 净利增速 82% (+53pct), 业绩增幅大升, 收入利润均靓丽。

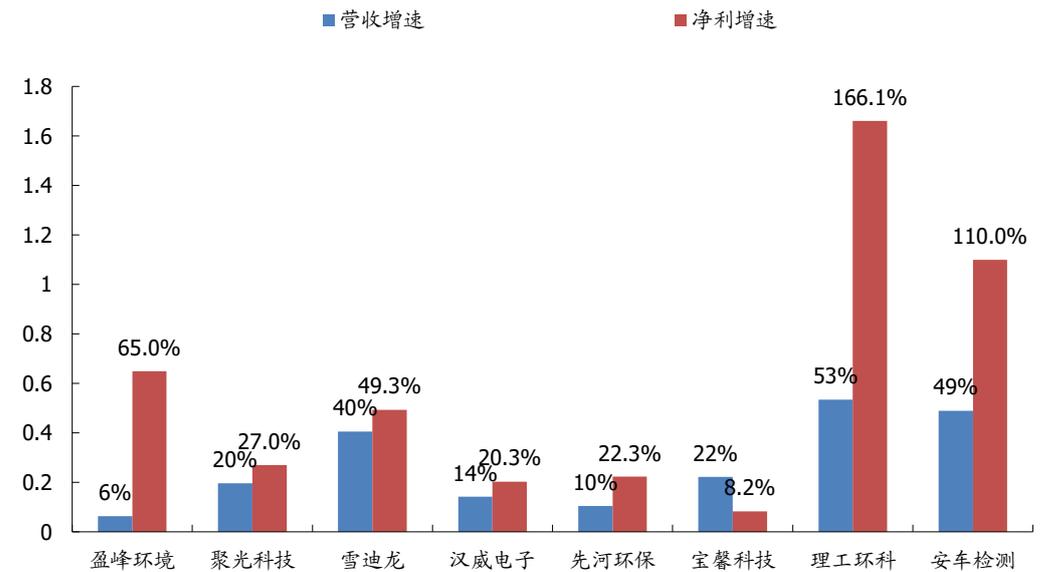
环境监测持续高景气, 工业监测加速释放。 ①环境监测领域, 环境管理事权上收、环境税开征、以及环保督察带来的环境监测需求持续释放。我们预计, 2019-2020 年环境监测年均市场空间 415 亿元, 复合增速 16%, 行业景气度持续。②工业监测方面, 国务院 2017, 2018 年先后印发了《危险化学品安全生产“十三五”规划》、《关于进一步加强隐患排查治理体系建设示范试点工作的通知》, 化工品监测市场加速释放。此外 3.21 盐城重大化工厂爆炸事故等工业企业安全生产及其末端的环境问题被多方舆论报道, 我们认为十三五后期, 工业监测市场有望加速释放。

图表 32: 监测板块 2018 年利润收入增速



资料来源: wind、国盛证券研究所

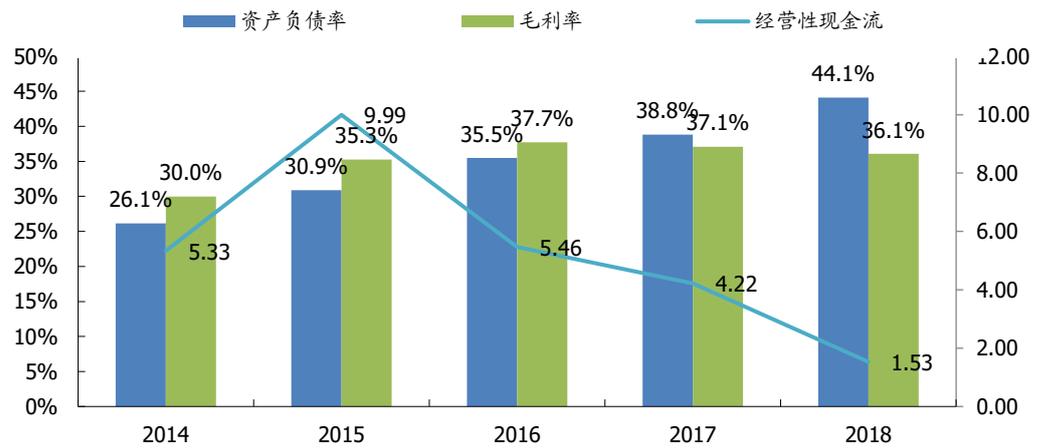
图表 33: 监测板块 2019Q1 利润收入增速



资料来源: wind、国盛证券研究所

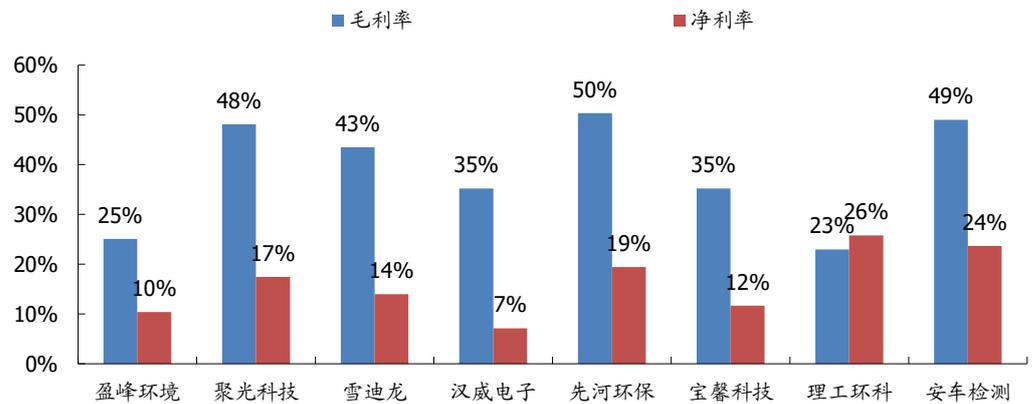
净利率及资产负债率上升: 监测板块 2018 年毛利率为 36.1%，较去年同期下降 1%，净利率 13.9%，较去年同期提升 2.8%。资产负债率相较于去年同期提升 6.3%至 44%，经营性现金流总额为 1.5 亿元，去年同期为 4.2 亿元，主要受盈峰环境由-5.9 亿元下降至-11.5 亿元影响。监测板块 2019 年一季度毛利率为 32.7%，较去年同期下降 0.3pct，净利率 10.5%，较去年同期提升 0.5%。

图表 34: 监测行业资产负债率(左轴)、毛利率(左轴)、经营性现金流(右轴, 亿元)情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 35: 监测板块公司 2018 年毛利率及净利率



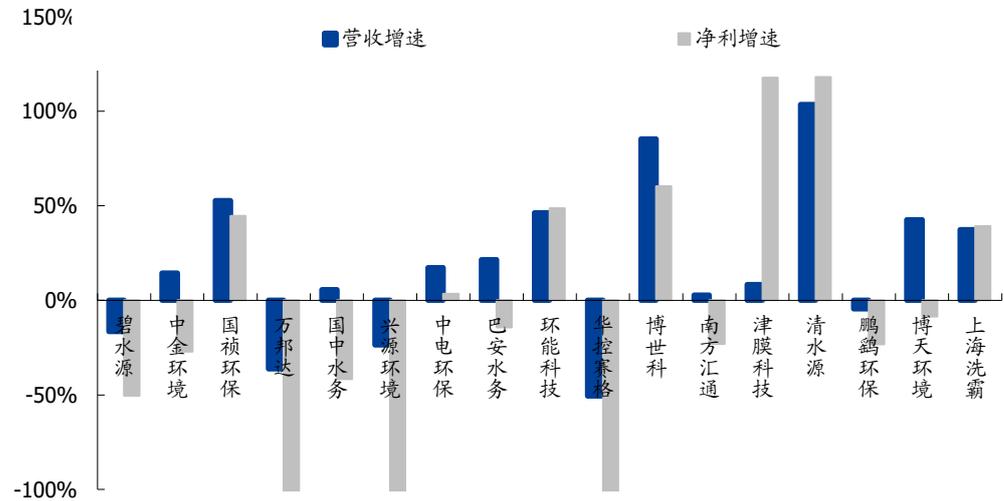
资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.2 水处理行业: 收入利润增速不匹配

收入高增长, 利润有所下滑: 水处理板块 2018 年实现收入、利润的增速分别为 7%、-62%, 受益于水十条的深入推进及环保督查下水治理领域订单释放, 营业收入上涨, 但利润由于财务成本上升而下滑, 主要是 PPP 对资金需求较大, 另外与紧信用背景下应收账款及其他应收款计提坏账有关, 以碧水源为代表, 2018 年财务费用同比增 84%, 应收账款中坏账计提同比增 153%, 反映工程类企业在融资环境偏紧的情况下对利润影响较大, 未来公司战略规划重新转回轻资产为主模式。此外, 相较以往 EPC 模式, 2015 年以来 PPP 模式下完工后的无形资产摊销使利润表承压。2019Q1 水处理板块实现收入、利润的增速分别为-7%、-30%, 利润降幅缩窄。

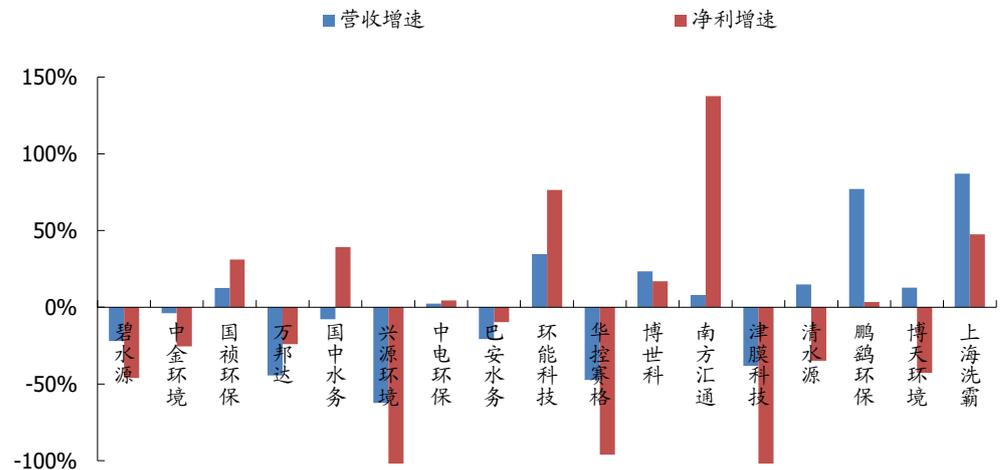
上游盈利改善&第三方治理加速,工业污水处理景气度较高。供给侧改革使得上游钢铁、石化、造纸的集中度提升,盈利提高,在大企业盈利的背景下,企业对污染治理的支付能力提升,工业污水受益。同时,2017年8月,环保部发布《关于推进环境污染第三方治理的实施意见》,从顶层和实施细则上明确了工业污染第三方治理的管理方法。对比而言,工业污染第三方治理可以提高工业企业治污效率、增强政府环境执法效能、降低突发事件环境风险,上游盈利提升的企业有望更多采用第三方工业污水处理。

图表 36: 水处理公司 2018 年收入利润增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

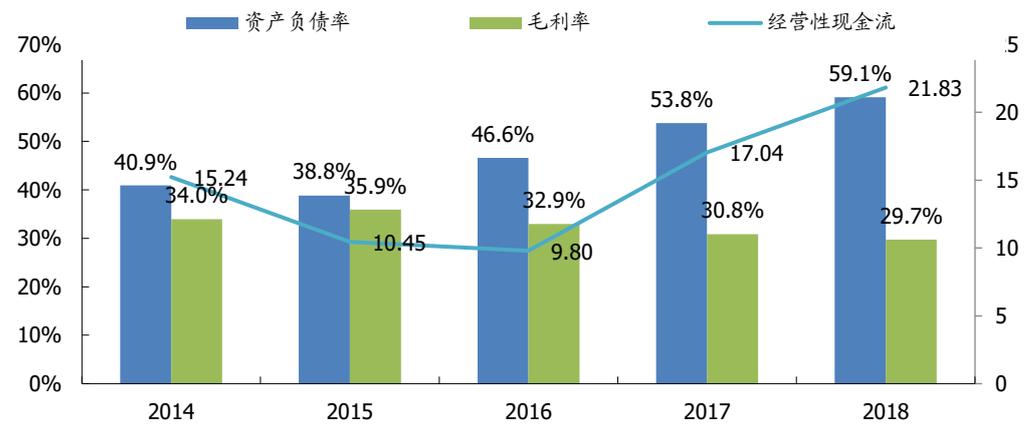
图表 37: 水处理公司 2019Q1 收入利润增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

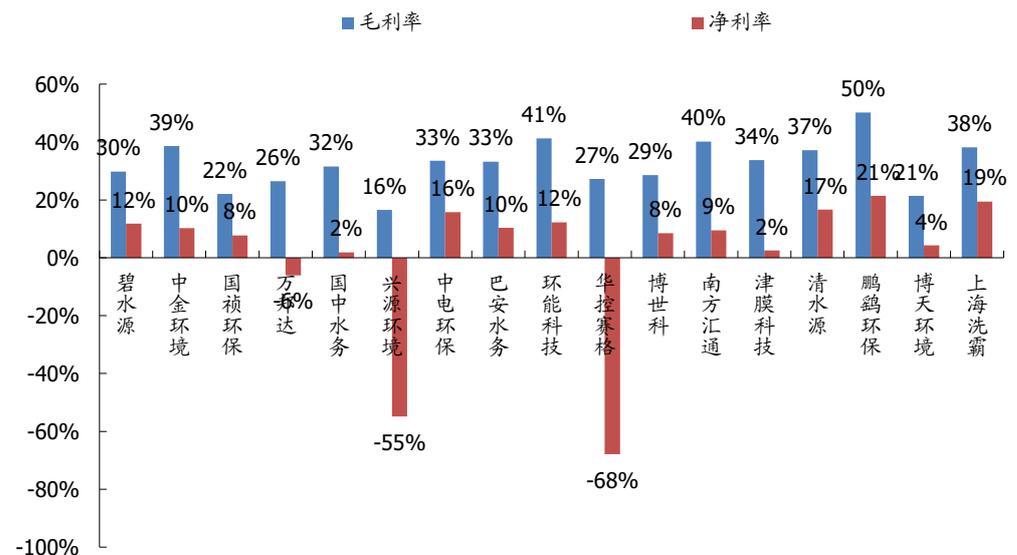
2018 年毛利率基本持平,资产负债率走高,经营性现金流显著上升,净利率接连下滑。水处理板块 2018 年毛利率为 29.7%,较去年下降 1.1pct,基本持平。但资产负债率为 59.1%,较去年提升 5.3pct,主要为 PPP 模式前期借款增多所致。此外,水处理板块经营性现金流总额为 21.8 亿元,较去年显著上升,或与行业内公司采取更积极回款策略有关。2019 年一季度,水处理板块公司实现毛利率 30.3%,净利率为 7.3%,较 2017Q1 的 14.5%、2018Q1 的 9.7%进一步下滑。

图表 38: 水处理行业资产负债率 (左轴)、毛利率 (左轴)、经营性现金流 (右轴, 亿元) 情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 39: 水处理板块公司 2018 年毛利率及净利率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

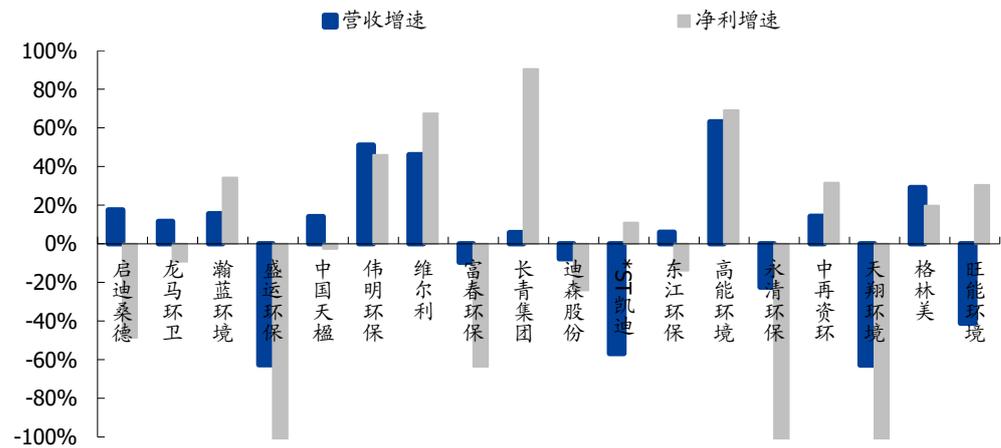
2.3 固废处理行业: 分化显著, 细分领域龙头业绩亮眼

公司分化显著, 2018 年归母净利润增速下滑, 2019 年一季度转向高增长。从收入端看, 固废板块 2018 年收入增速为 7%, 净利增速-327%, 剔除极值*ST 凯迪、盛运环保、天翔环境后, 固废板块 2018 年收入增速为 17.2%, 净利增速-4.2%。固废板块整体运营类资产较多, 去杠杆影响不大, 但公司分化明显。天翔环境、盛运环保、*ST 凯迪由于杠杆较高、融资困难、项目受阻等原因, 2018 年营收、净利大幅下滑。其中垃圾焚烧板块业绩基本高增长, 焚烧产能扩张提速及垃圾处理费提升背景下, 垃圾焚烧公司产能投运及盈利提升带来业绩增长。固废板块 2019 年一季度收入增速为 28%, 净利增速-42%,

剔除极值*ST凯迪、盛运环保、天翔环境后，固废板块2019年一季度收入增速为6%，净利增速35%，高景气下一季度业绩高增长。

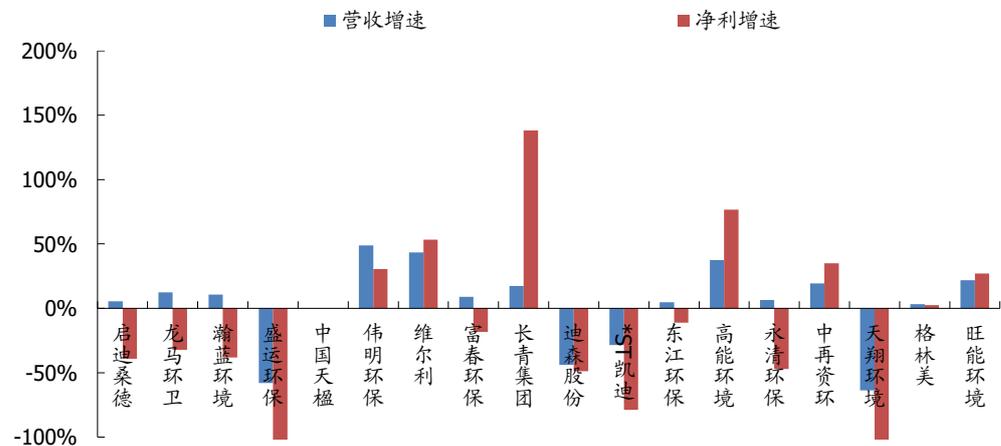
固废板块高景气，看好细分领域龙头。随着无废城市建设稳步推进，垃圾焚烧产能投放提速，运营效果主导下低价竞争策略退出，固废板块高景气，瀚蓝环境、伟明环保等管理优异、产能充足的公司2018年业绩高增长，垃圾渗滤液处理、土壤环境修复、危废处置同样维持高景气，维尔利、高能环境等细分领域龙头业绩表现靓丽，看好固废板块未来发展。

图表 40: 固废板块 2018 年收入利润增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

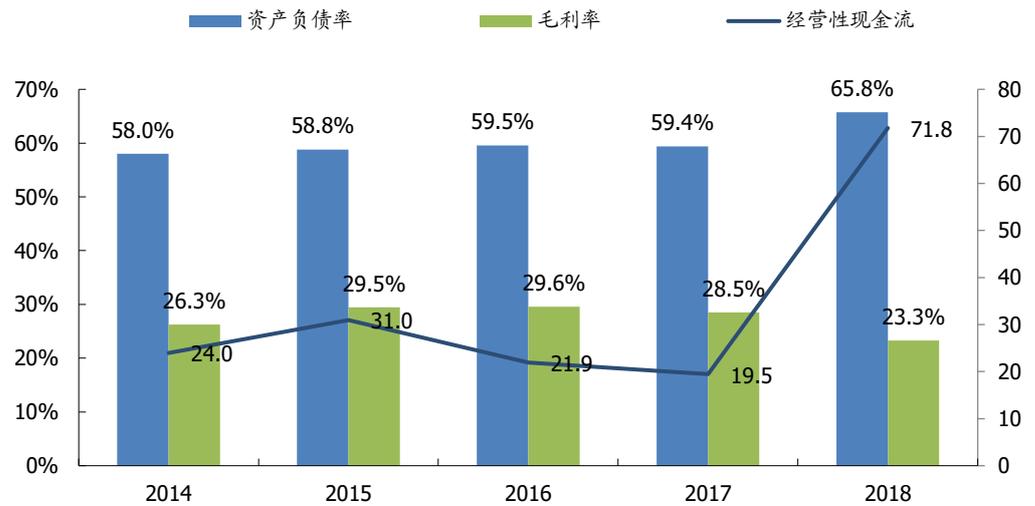
图表 41: 固废板块 2019Q1 收入利润增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注: 中国天楹营收增速为 1024%、净利增速为 246%图中不予显示)

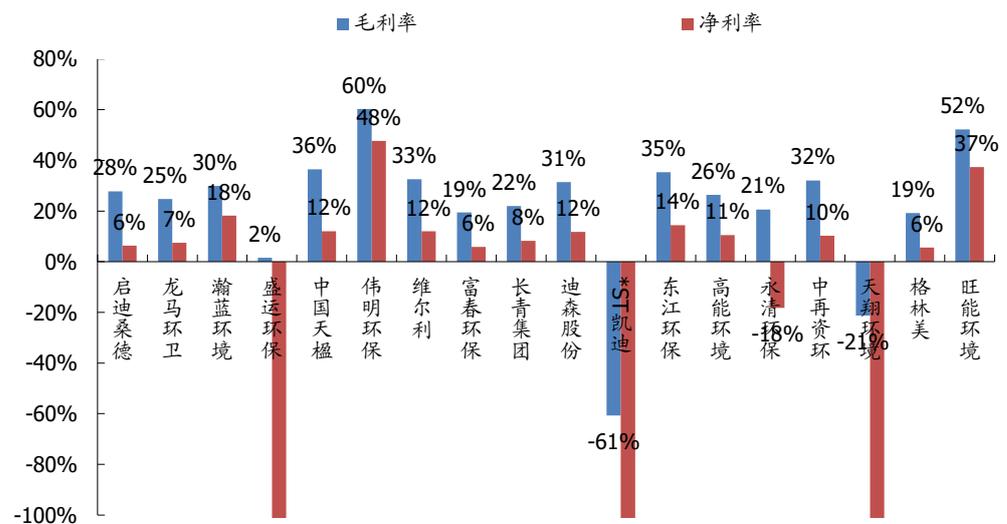
毛利率下滑，经营性现金流大幅增长：固废板块2018年毛利率为23.3%，较去年同期下降5.2pct，主要是化工原料价格、人工成本的上升导致生产成本上升，以及老产能技改导致的固定资产摊销上升。板块资产负债率同比提升6.4%至65.8%，经营性现金流总额大幅增长至71.8亿元，去年同期为19.5亿元。除了受盛运环保-21.5亿元转为5.5亿元影响，固废板块多为垃圾焚烧类资产，现金流充沛，产能投运带动经营性现金流增长。2019年一季度，固废处理板块公司实现毛利率24.0%，净利率为4.7%，较去年同期10.2%下滑显著。

图表 42: 固废行业资产负债率(左轴)、毛利率(左轴)、经营性现金流(右轴, 亿元)情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 43: 固废处理板块公司 2018 年毛利率及净利率

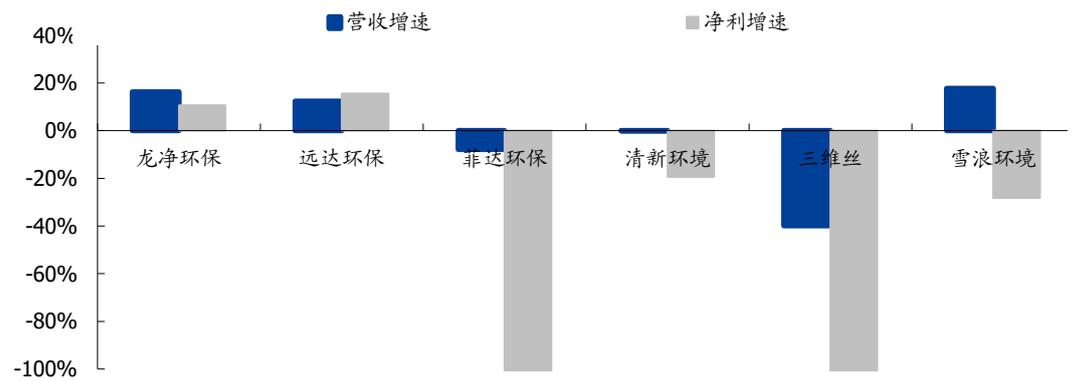


资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.4 大气治理: 电力市场进入尾声, 利润增速下滑

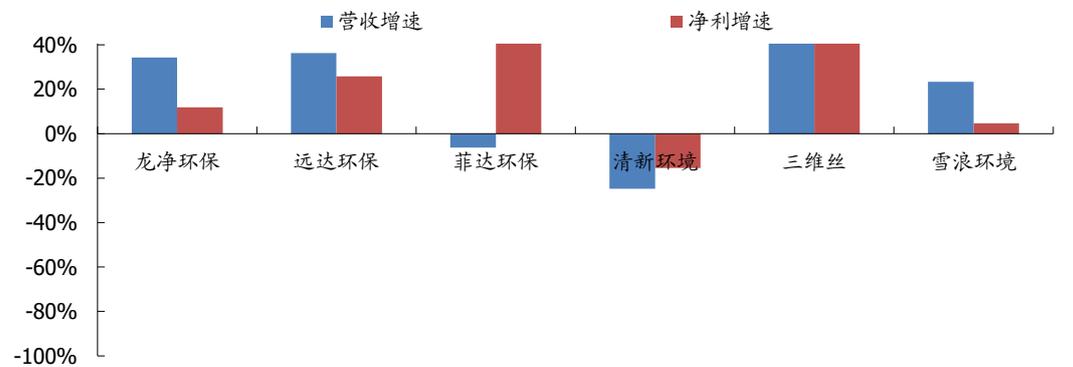
收入略增, 利润显著下降: 大气处理板块 2018 年收入增速为 5%, 业绩稳健增长, 但利润增速为 -55%, 菲达环保及三维丝均大幅下滑, 或与主营业务所在电力脱硫脱硝市场进入尾声相关, 而行业龙头龙净环保积极开拓非电超低排放改造市场, 依旧保持良好增速。非电排放标准趋严, 大气攻坚战督查倒逼, 工业企业的盈利好转, 以上共同推动非电市场加速释放。大气板块 2019 年一季度收入增速为 14%, 净利增速 14%, 进入 2019 年板块业绩大幅好转。

图表 44: 大气治理公司 2018 年收入及利润增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

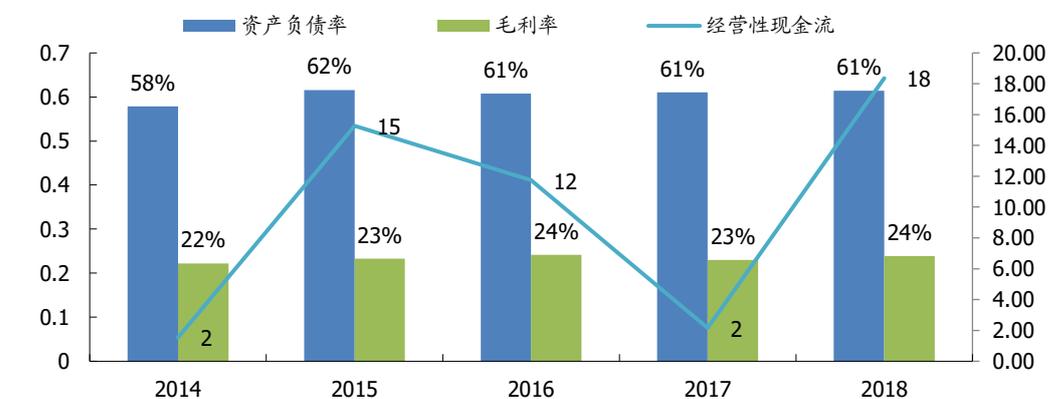
图表 45: 大气治理公司 2019Q1 收入及利润增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

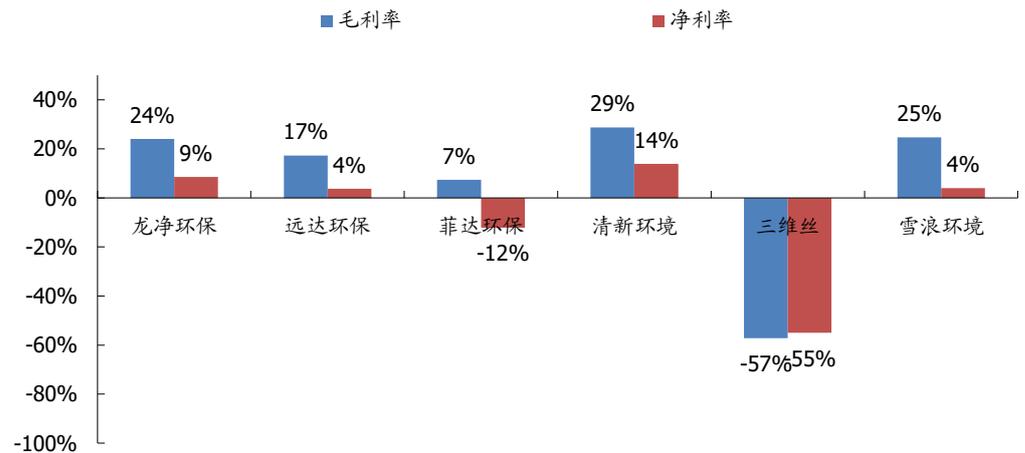
毛利率上升, 经营性现金流显著上升, 资产负债率平稳: 大气治理板块 2018 年毛利率为 29.3%, 上升 6.3pct; 资产负债率 61.4%, 经营性现金流总额为 18.4 亿元, 去年同期为 2.16 亿元, 行业整体回款情况好转, 另外受清新环境由-0.8 转正为 10.6 亿元影响。大气治理板块 2019 年一季度毛利率为 25.9%, 净利率为 5.7%, 毛利率平稳增长, 净利率基本不变。

图表 46: 大气行业资产负债率 (左轴)、毛利率 (左轴)、经营性现金流 (右轴, 亿元) 情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 47: 大气治理板块公司 2018 年毛利率及净利率



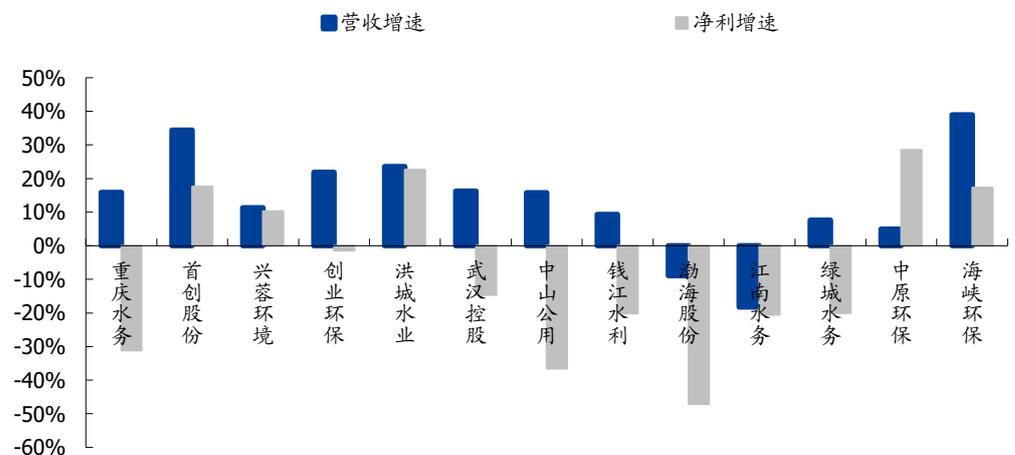
资料来源: wind、国盛证券研究所

2.5 水务行业: 收入利润增速差异较大

2018 年收入增速提高: 水务板块 2018 年营业收入增速为 19%，较去年同期的 14% 增速提高，2019Q1 水务行业收入增速为 14%，水务公司业绩受去杠杆影响不大，近年来均保持稳定良好增长。大部分公司收入与去年接近，其中海峡环保收入增速最大（收入增速 38%）。

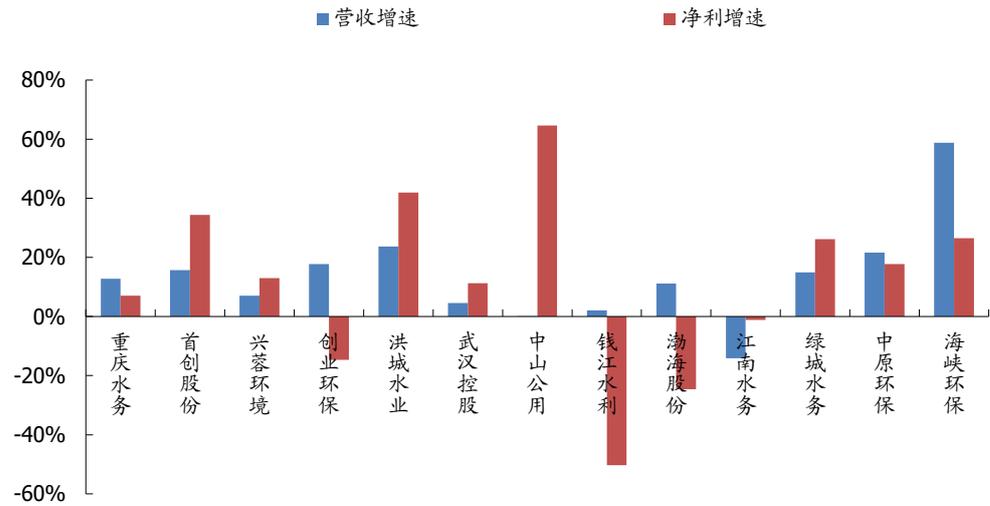
补贴到期，2018 年归母净利润下滑，2019Q1 好转: 水务公司 2018 年归母净利润增速为 -13%，下滑主要是去年同期财政补贴较多基数较，及财务费用增加等原因造成的。其中利润占比最大的重庆水务由于上期收到财政增值税返及补助还而本期无此因素的原因，利润较同比下滑 31%，应注意此类公司增值税补贴变化风险。洪城水业归母净利润增速增长显著，主要是南昌天然气气化率提升和江西省污水提标改造的趋势下，天然气及给排水工程收入增长明显。2019Q1 水务行业归母净利润增速为 20%，大幅好转。

图表 48: 水务公司 2018 年收入、利润增速



资料来源: wind、国盛证券研究所

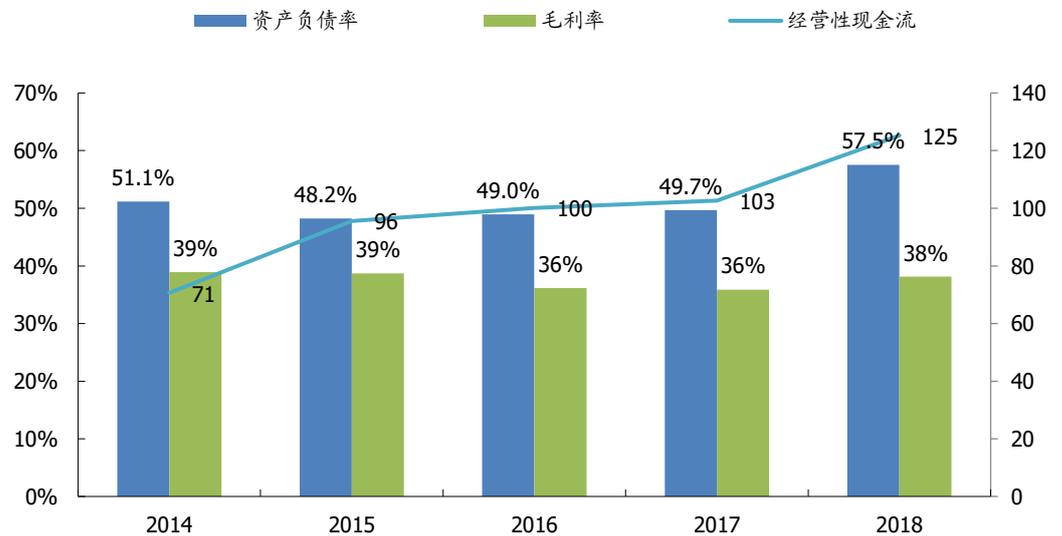
图表 49: 水务公司 2019Q1 年收入、利润增速



资料来源: wind、国盛证券研究所

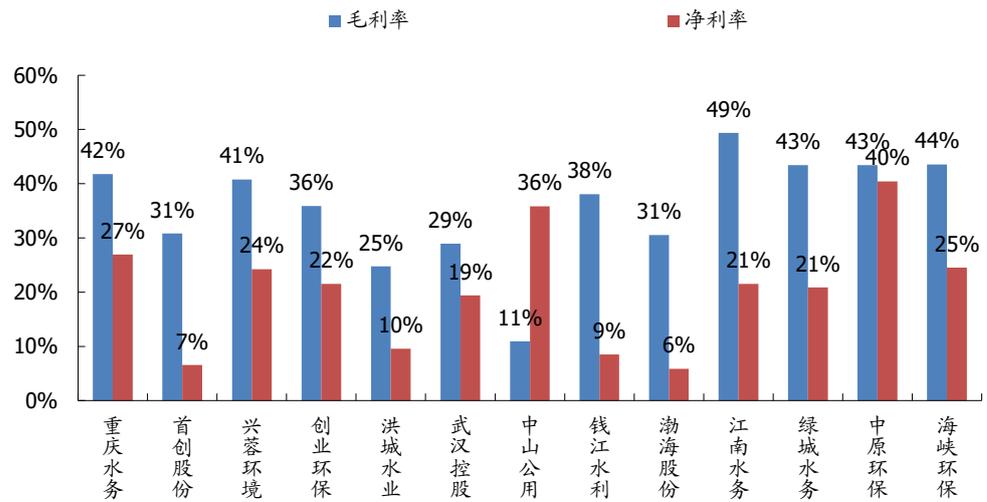
2018 年毛利率小幅提升，资产负债率增加，经营性现金流大幅提升：水务板块 2018 年的毛利率较去年提升 2.2pct 至 38%，盈利能力较稳定。而资产负债率上升 7.8pct 至 57.5%，经营性现金流总额较去年增加 22.7 亿，丰富运营类资产在去年紧信用环境下提供充足现金流。2019 年一季度，水务运营板块公司实现毛利率 29.1%，净利率为 20.0%，均与去年持平。

图表 50: 水务行业资产负债率 (左轴)、毛利率 (左轴)、投资性现金流 (右轴, 亿元) 情况



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 51: 水务板块公司 2018 年毛利率及净利率

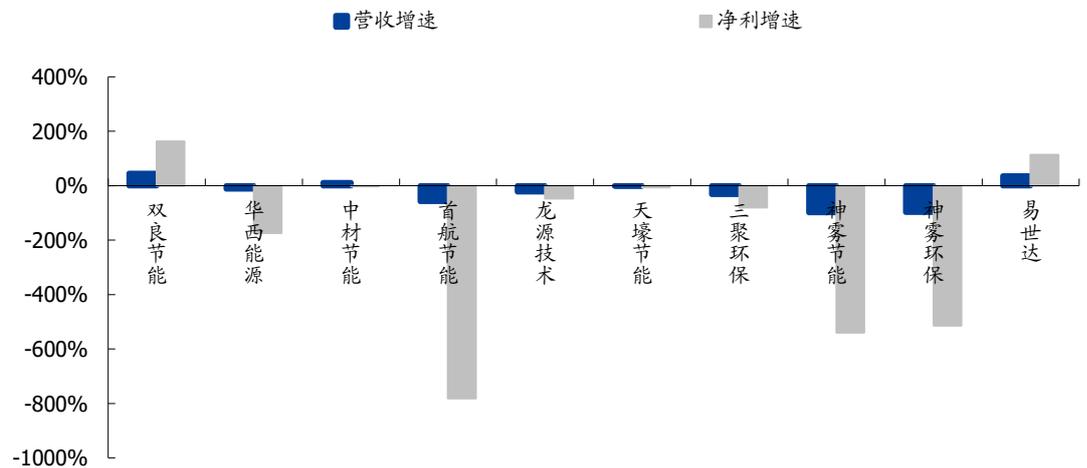


资料来源: wind、国盛证券研究所

2.6 节能行业: 现金流不佳情况下, 业绩大幅回落

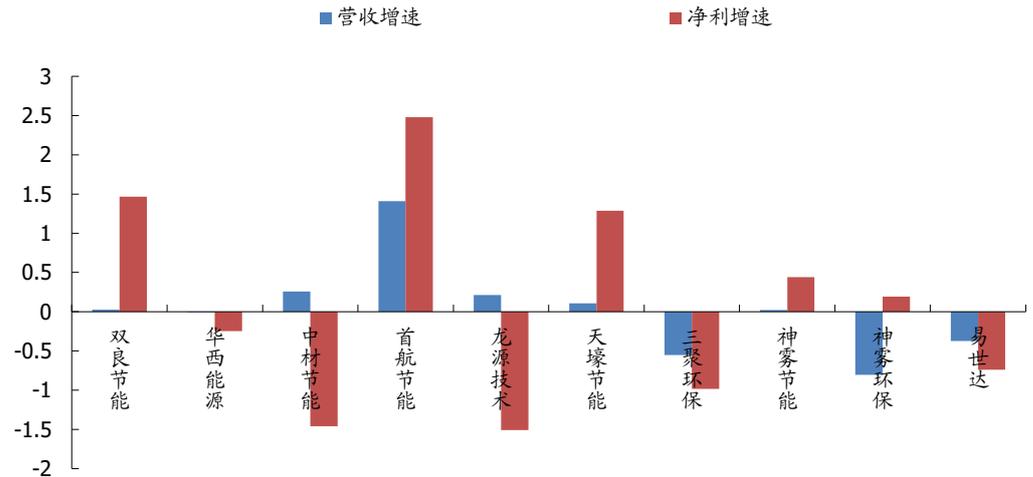
节能板块 2018 年收入、利润增速分别为-29%、-151%，公司分化显著，除了易世达、双良节能外其他净利增长全部为负，科融环境、神雾环保、*ST 节能表现落后，主要是紧信用背景下，公司经营出现一定问题，业绩大幅低于预期，同时计提较多资产减值损失。节能板块 2019 年一季度收入、利润增速分别为-35%、-95%，业绩依旧不振。

图表 52: 节能板块 2018 年收入利润增速



资料来源: wind、国盛证券研究所 (注: 科融环境净利下滑--4709%在图中不予显示)

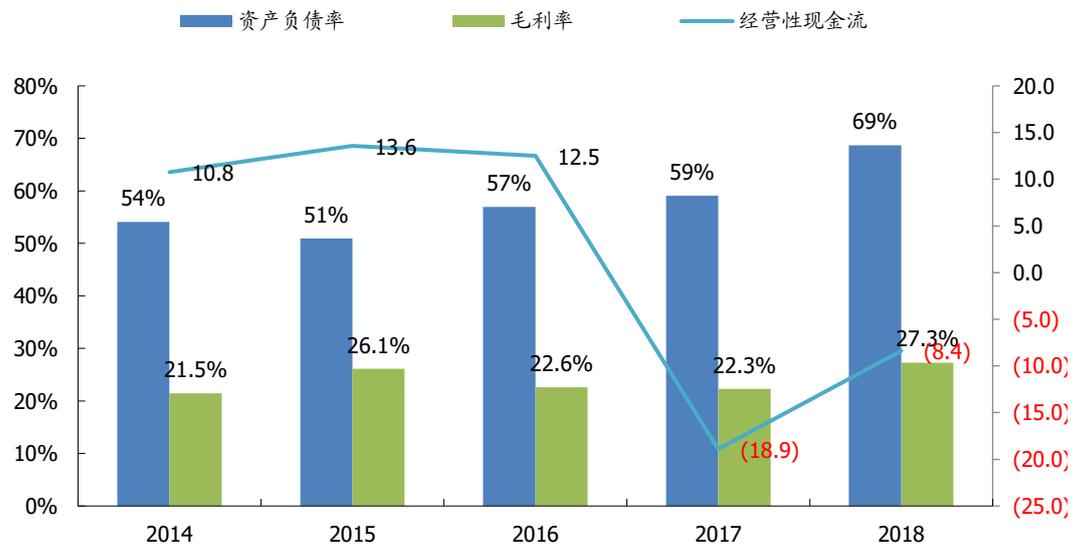
图表 53: 节能板块 2019Q1 收入/利润增速



资料来源: wind、国盛证券研究所 (注: 科融环境净利上升 687%在图中不予显示)

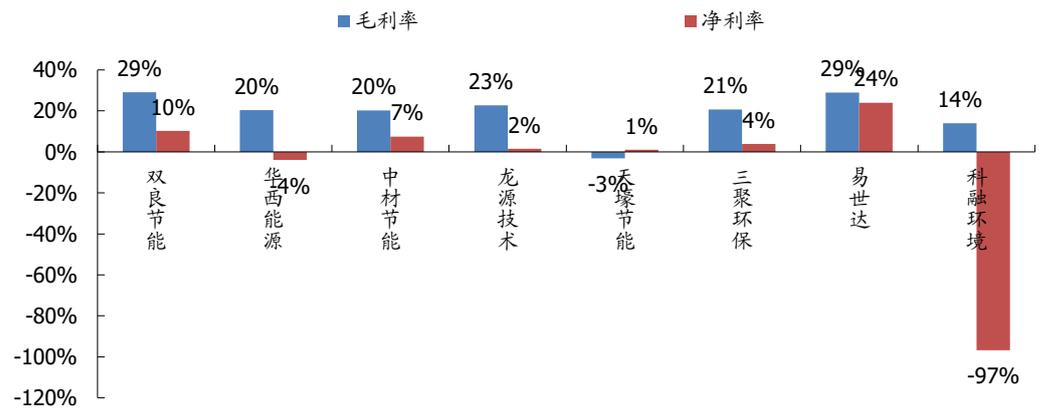
资产负债率与毛利率基本持平, 应收账款周转率大幅下滑: 2018 年节能板块资产负债率为 68.7%, 毛利率 27.3%、净利率 9.6%, 经营性现金流较差, 总额为-8.4 亿元。

图表 54: 节能行业资产负债率 (左轴)、毛利率 (左轴)、经营性现金流 (右轴, 亿元) 情况



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 55: 节能板块公司 2018 年毛利率及净利率



资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注: *ST 节能、神雾环保净利率分别为-5433%、-2915%图中不予显示)

投资建议

个股分化明显,不少公司业绩依旧强劲。2018年,很多现金流优异的公司受影响并不大,如水务和垃圾焚烧运营资产、监测企业、epc企业等。总结梳理 2018 年归母净利润增速大于 30% 的公司可发现其共性在于,所在细分领域景气度较高,行业需求旺盛,而公司凭借领先技术、优异运营管理、较高市占率享受到行业红利,订单增长或项目投运带动业绩增长。但其中仍有牺牲资产负债表换取利润增长的,我们认为现金流好的公司盈利质量更高,成长有持续性,报表也更扎实,因此未来运营资产优异、经营性现金流较好、管理效率较高的公司将更受青睐,盈利质量高的成长才可持续。

看好高景气子行业中龙头: 1) 监测行业: 作为环保治理的前端手段,受益于环境税、环保督查等监管政策,环境监测需求不断下沉到乡镇,且监测的种类不断增加,预计 2018-2020 行业复合增速 16%,行业迎来高景气,推荐品牌美誉度高、订单充足的先河环保。2) 危废行业: 过去由于监管的缺失、处理成本偏高,危废倾倒、漏报现象较普遍,行业需求得不到释放,但随着强监管的实施,行业真实需求显现,新危废企业排放标准将加速落后产能的淘汰,技术齐全、经营优异的龙头企业将脱颖而出,集中度提升,推荐东江环保。3) 垃圾渗滤液处理: 受益于环保督查等政策,垃圾渗滤液、餐厨厨余行业景气较高,龙头企业维尔利受益明显,市占率望不断提升。4) 汽车检测: 机动车检测行业政策红利不断,检测站新建需求、环检线更新需求、货车“三检合一”需求均将提升检测系统的行业景气度,设备龙头安车检测受益明显,且公司还积极布局下游空间更大的检测站运维业务,整合值得期待。

图表 56: 2018 年环保行业归母净利润增速大于 30% 的公司及主要原因

公司简称	归母净利润 (亿元)	净利润增速 (%)	业绩增长主要原因
双良节能	2.52	162.5	受下游投资动能加大、需求回暖的影响, 节能节水产品订单增加、销售增长。
宝馨科技	0.98	146.5	京科、阜新灵活性调峰项目投运, 湿化学设备业务交付设备通过验收并确认收入, 以及本年度电锅炉销售实现收入所致。
津膜科技	0.19	129.3	业务稳步推进, 全资子公司甘肃金桥水科技纳入合并利润表。
清水源	2.47	118.1	水处理剂市场需求旺盛, 销售量大幅增长, 且安徽中旭环境建设有限责任公司本报告期纳入合并报表范围。
易世达	0.37	113.9	部分停滞项目达到收入确认条件, 余热发电收入增加; 各项费用下降, 理财产品、转让子公司股权、政府回购项目取得投资及资产处置收益。
长青集团	1.67	90.5	增加的主要原因是集中供热项目的投产增加了公司业绩、收回大额生物质补贴电费、冲回以前年度坏账准备以及收到政府补贴。
高能环境	3.25	69.1	土壤修复、危废行业景气、技术壁垒高, 公司作为土壤修复龙头布局迅速, 新建、扩建项目不断投运, 同时有效控制了成本费用, 整体业绩得以提升。
维尔利	2.32	67.5	垃圾渗滤液、餐厨厨余市场快速释放, 并购子公司的生物质天然气、工业节能、VOCs 治理等业务贡献业绩, 并加大了回款力度。
博世科	2.33	59.0	深耕工业废水治理、市政污水治理、水体修复、土壤修复等传统优势领域, 优化经营策略、严控订单质量、加强项目风险管控、积极推进项目建设、加大回款力度。
安车检测	1.25	58.5	得益于机动车检测市场化的政策红利, 机动车检测系统及检测行业联网监管系统的销售快速增长。
环能科技	1.43	54.5	各项业务稳步开展, 营业收入稳步增长; 积极拓展新领域、新市场, 优化公司内部管理, 各项费用得到有效控制。
国祯环保	2.93	50.6	在手订单及项目稳步推进与实施, 水环境运营规模不断增长。
伟明环保	7.40	46.0	苍南垃圾处理项目投运, 销售成套设备和技术服务费收入增加。
旺能环境	3.32	41.5	垃圾焚烧项目投运, 且公司垃圾焚烧业务盈利能力较为突出。
先河环保	2.64	40.3	受益于国家大气监测网络加速建设、乡镇下沉及工业园、水质监测等多领域监测设备需求释放, 公司凭借高市占率获取订单。
上海洗霸	0.80	39.3	工业水处理市场快速释放, 公司新增河钢乐亭 EPC 项目、新增汽车大众项目以及民用业务等增长, 同时投资理财及存款收益增加、收到 IPO 上市补贴等所致。
聚光科技	6.03	34.4	环境监测行业高景气, 监测设备需求旺盛, 公司凭借高市占率在环境、工业过程分析、实验室仪器等板块均实现明显增长。同时, 销售费用率、管理费用率得到有效控制, 财务费用率保持稳定。
瀚蓝环境	8.76	34.2	垃圾焚烧项目投运、南海市陶瓷行业煤改气推动售气量大幅增长, 公司管理优异, 且处置官窑市场公司 100% 股权收益。

资料来源: wind, 国盛证券研究所

风险提示

环保政策及督查力度不及预期: 环保行业政策及督查依赖度高, 政策不及预期市场释放不足, 环保订单释放不及预期;

融资信用及客户支付能力风险: 前期受紧信用影响较大, 虽融资好转但企业融资及地方财政情况仍有不确定性;

细分领域竞争加剧: 部分热门行业如危废、垃圾焚烧等竞争加剧, 高盈利有下滑风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com