

谨慎推荐（维持）

## 业绩持续下滑，1 季度降幅收窄

风险评级：中风险

环保行业 2018 年报及 2019 年一季报综述

2019 年 5 月 10 日

### 投资要点：

黄秀瑜  
SAC 执业证书编号：  
S0340512090001  
电话：0769-22119455  
邮箱：hxy3@dgzq.com.cn

### 行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

### 相关报告

- **行业业绩持续下滑态势，子行业分化。**2018年行业实现营业收入同比增长11.93%；归母净利润同比下降32.32%。固废处理增长3.44%，环境监测增长12.61%，污水处理下降77.28%，大气治理下降41.05%。污水处理是受去杠杆和PPP项目清理影响最大的子行业，业绩大幅下滑主要受碧水源和天翔环境的拖累。大气治理行业传统火电市场已萎缩，目前处于非电行业新市场拓展期。行业2019Q1实现营业收入同比增长23.66%；归母净利润同比下降12.38%。污水处理下降39.4%，固废处理下降6.58%，环境监测增长14.74%，大气治理增长1.17%。
- **盈利能力持续下降，融资压力尚大。**行业2018年盈利能力明显下降。毛利率29.29%，同比下降1.14个百分点；净利率8.15%，同比下降4.97个百分点。在去杠杆背景下，环保企业资金成本上升，财务费用率4.24%，同比上升1.19个百分点。其中PPP项目占比较大的污水处理行业由于资金需求大、回款周期拉长，财务费用率上升最为明显，同比上升2.68个百分点。商誉减值、坏账计提等导致资产减值损失大幅上升也是业绩下滑的重要原因。行业整体资产减值损失31.63亿元，同比增加145.27%。其中污水处理减值损失17.77亿元，同比增加221.78%，固废处理减值损失5.13亿元，同比增加365.33%。2019Q1行业的盈利能力继续下滑。毛利率27.56%，同比下降4.69个百分点；净利率8.49%，同比下降3.44个百分点。财务费用率5.62%，同比上升0.87个百分点。其中污水处理行业的财务费用率9.12%，同比上升3.75个百分点。说明以PPP订单为主的公司在今年1季度的融资状况并未有改善，融资压力仍很大。
- **资产负债率创新高，现金流好转。**行业2019Q1的资产负债率为61.69%，较2018年末上升2.33个百分点，资产负债率创新高。子行业中，环境监测相对较低，不到40%，其余子行业均达到60%以上。经历融资困境，环保企业较为重视回款问题，2018年行业整体经营性现金流净额同比增加31.43亿元。今年1季度各子行业的现金流净额较去年同期均有所好转。
- **投资建议：关注业绩支撑与估值具有比较优势的个股。**今年以来环保板块累计上涨约4%，跑输沪深300指数16个百分点，板块的表现相对仍属弱势，处于二级行业靠后8%的位置。板块PE目前约23倍。拥有良好现金流和优质运营资产的公司是目前板块中相对较好的选择标的。建议关注业绩增长态势较好、估值具有比较优势的个股：瀚蓝环境（600323）、高能环境（603588）、国祯环保（300388）、龙净环保（600388）、聚光科技（300203）。
- **风险提示。**融资环境改善低于预期、地方财政支付能力下降、经济增速下滑影响环保政策落实低于预期、市场竞争加剧。

## 目 录

1.行业业绩持续下滑态势，子行业分化.....	3
1.1 行业 2018 年业绩下滑三成，固废处理和环境监测相对较好.....	3
1.2 行业 2019Q1 业绩降幅收窄，环境监测相对较好.....	3
2.盈利能力持续下降，融资压力尚大.....	4
2.1 财务费用和资产减值增加是 2018 年业绩下滑主因.....	4
2.2 污水处理 2019Q1 财务费用继续上升.....	6
3.资产负债率创新高，现金流好转.....	7
3.1 资产负债率持续上升，回款压力较大.....	7
3.2 现金流好转.....	8
4.投资建议：关注业绩支撑与估值具有比较优势的个股.....	8
5.风险提示.....	9

## 插图目录

图 1：行业 2018 年收入及增速.....	3
图 2：行业 2018 年净利润及增速.....	3
图 3：行业 2019Q1 收入及增速.....	4
图 4：行业 2019Q1 净利润及增速.....	4
图 5：行业 2018 年盈利能力指标.....	4
图 6：行业 2018 年期间费用率.....	4
图 7：环保行业 2018 年资产减值损失.....	5
图 8：子行业 2018 年资产减值损失.....	5
图 9：行业 2019Q1 盈利能力指标.....	6
图 10：行业 2019Q1 期间费用率.....	6
图 11：环保行业资产负债率.....	7
图 12：子行业资产负债率.....	7
图 13：行业 2018 年应收账款增速高于收入增速.....	7
图 14：子行业 2018 年经营性现金流净额.....	8
图 15：子行业 2019Q1 经营性现金流净额.....	8
图 16：近一年环保板块市场表现.....	8
图 17：环保板块历史 PE.....	8

## 表格目录

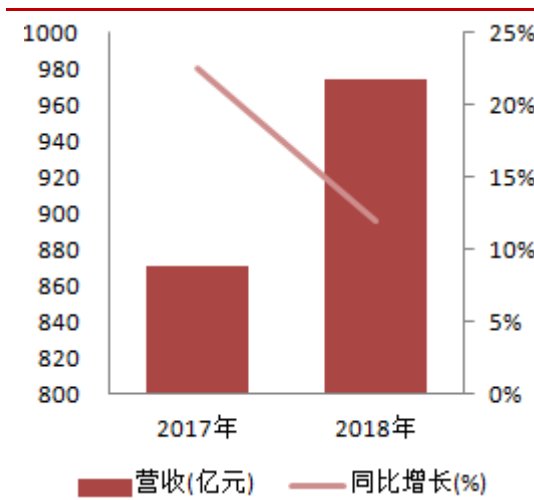
表 1：子行业 2018 年营收和净利增长.....	3
表 2：子行业 2019Q1 营收和净利增长.....	4
表 3：子行业 2018 年盈利能力指标.....	5
表 4：子行业 2019Q1 盈利能力指标.....	6
表 5：重点公司盈利预测及投资评级（2019/5/10）.....	9

## 1.行业业绩持续下滑态势，子行业分化

### 1.1 行业 2018 年业绩下滑三成，固废处理和环境监测相对较好

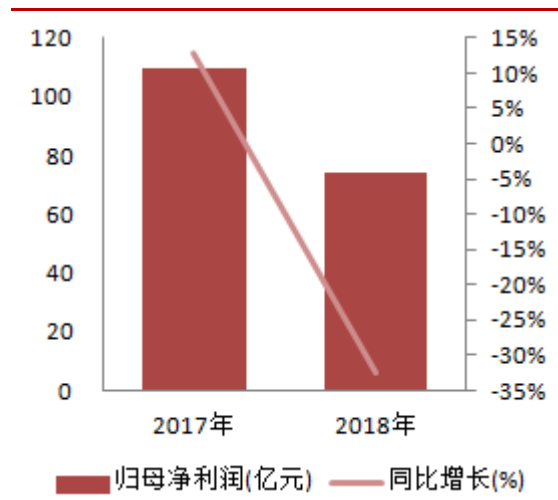
剔除经营、债务等出现重大问题的个股，统计环保行业具有可比性的 37 家上市公司，2018 年行业实现营业收入 974.49 亿元，同比增长 11.93%；归母净利润 74.31 亿元，同比下降 32.32%。行业收入保持一定幅度的增长，但净利润大幅下滑。

图 1：行业2018年收入及增速



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 2：行业2018年净利润及增速



数据来源：Wind，东莞证券研究所

子行业的营业收入均实现增长，固废处理和环境监测的增速相对较快，分别同比增长 21.27% 和 31.37%，污水处理和大气治理小幅增长，分别同比增长 5.46% 和 5.47%。净利润方面，固废处理和环境监测实现小幅增长，分别同比增长 3.44% 和 12.61%，污水处理和大气治理均出现大幅下降，降幅分别为 77.28% 和 41.05%。污水处理是受去杠杆和 PPP 项目清理影响最大的子行业，2018 年业绩大幅下滑主要受碧水源（净利润同比下降 50%）和天翔环境（净利润同比下降 2770%）的拖累。大气治理行业传统火电市场已逐渐萎缩，目前处于非电行业新市场拓展期。

表 1：子行业 2018 年营收和净利增长

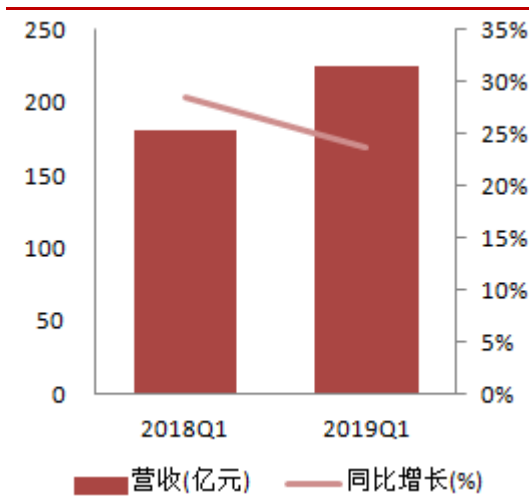
子行业	营收(亿元)	同比	净利(亿元)	同比
污水处理	307.59	5.46%	9.30	-77.28%
固废处理	319.85	21.27%	42.91	3.44%
大气治理	233.45	5.47%	9.20	-41.05%
环境监测	75.12	31.37%	10.76	12.61%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

### 1.2 行业 2019Q1 业绩降幅收窄，环境监测相对较好

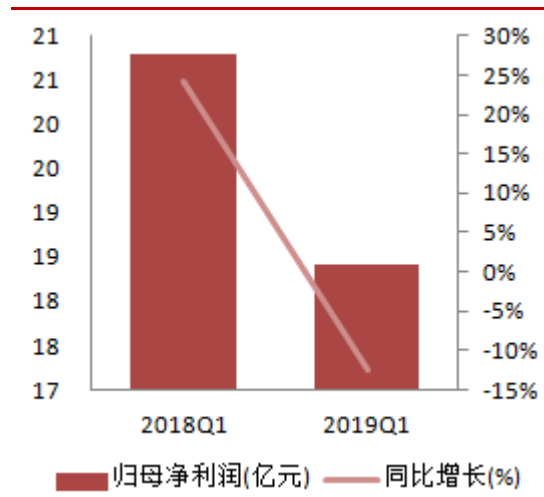
环保行业 2019 年 1 季度实现营业收入 224.86 亿元，同比增长 23.66%；归母净利润 18.42 亿元，同比下降 12.38%。收入依然保持增长，但净利润同比下滑的趋势未改。

图 3：行业2019Q1收入及增速



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 4：行业2019Q1净利润及增速



数据来源：Wind，东莞证券研究所

子行业中，污水处理的收入小幅下降 5.27%，净利润下降幅度仍较大，下降 39.4%。固废处理的收入实现大幅增长 60.7%，主要受中国天楹完成重大资产重组并表影响所致，但净利润同比下降 6.58%，毛利率下降是重要原因。环境监测的业绩态势相对良好，收入增长 15.16%，净利润增长 14.74%。大气治理业绩相对平稳，收入增长 9.95%，净利润增长 1.17%。

表 2：子行业 2019Q1 营收和净利增长

子行业	营收(亿元)	同比	净利(亿元)	同比
污水处理	54.35	-5.27%	3.13	-39.40%
固废处理	102.91	60.70%	11.56	-6.58%
大气治理	46.02	9.95%	2.74	1.17%
环境监测	13.12	15.16%	0.98	14.74%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

## 2. 盈利能力持续下降，融资压力尚大

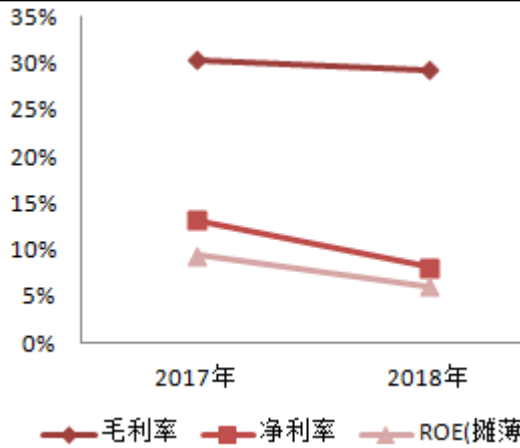
### 2.1 财务费用和资产减值增加是 2018 年业绩下滑主因

环保行业 2018 年盈利能力明显下降。毛利率为 29.29%，同比下降 1.14 个百分点；净利率为 8.15%，同比下降 4.97 个百分点；ROE 为 6.10%，同比下降 3.34 个百分点。

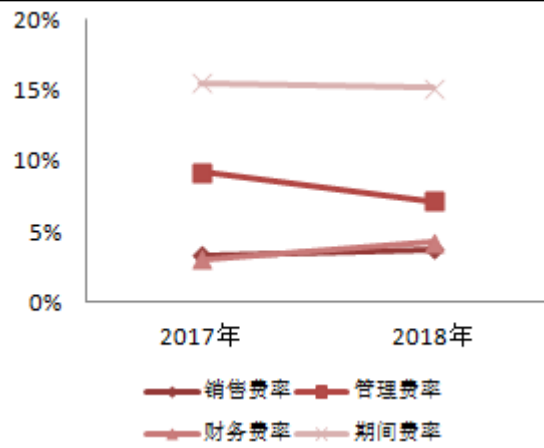
在金融去杠杆、信贷紧缩的背景下，环保企业普遍遭遇融资难融资贵，资金成本上升，财务费用率 4.24%，同比上升 1.19 个百分点。在行业压力陡增的经营环境下，企业有意控制管理费用，管理费用率 7.15%，同比下降 2.04 个百分点，抵消财务费用上升的影响。市场竞争加剧，销售费用有所上升，销售费用率 3.80%，同比上升 0.47 个百分点。期间费用率为 15.18%，同比下降 0.38 个百分点。

图 5：行业2018年盈利能力指标

图 6：行业2018年期间费用率



数据来源: Wind, 东莞证券研究所



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

各个子行业的毛利率和净利率均同比下降, 财务费用率均同比上升, 其中 PPP 项目占比较大的污水处理行业由于资金需求大、回款周期拉长, 在 2018 年信贷紧缩背景下, 出现资金流动性紧张, 财务费用率上升最为明显, 同比上升 2.68 个百分点。其也是净利率降幅最大的子行业, 同比下降 10.77 个百分点。

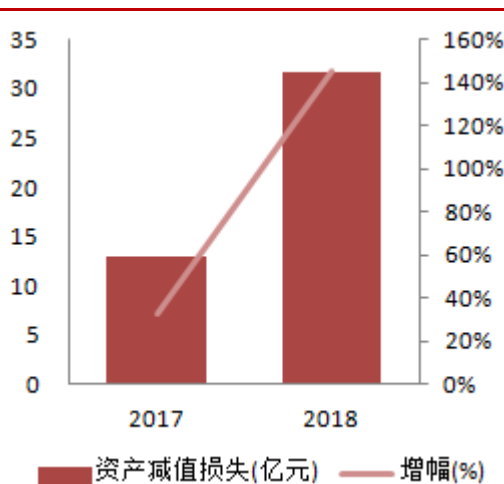
表 3: 子行业 2018 年盈利能力指标

子行业	毛利率		净利率		财务费用率	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018
污水处理	29.79%	28.49%	14.25%	3.48%	2.79%	5.47%
固废处理	34.12%	32.70%	16.86%	14.36%	4.87%	5.12%
大气治理	23.00%	21.14%	7.13%	4.10%	1.79%	2.47%
环境监测	49.21%	47.22%	18.00%	15.52%	0.57%	1.08%

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

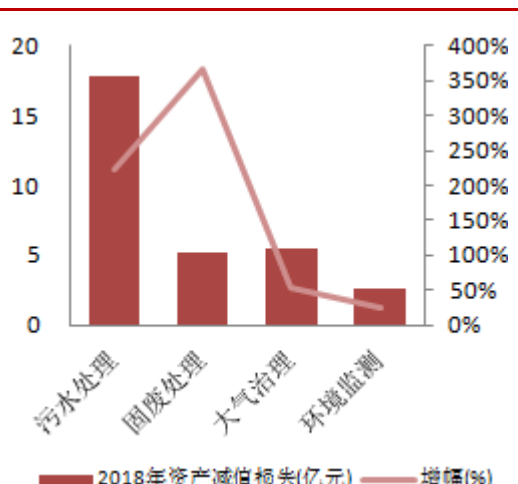
商誉减值、坏账计提等导致资产减值损失大幅上升也是 2018 年行业业绩下滑的重要原因。2018 年行业整体资产减值损失 31.63 亿元, 同比增加 145.27%。其中污水处理减值损失 17.77 亿元, 同比增加 221.78%, 固废处理减值损失 5.13 亿元, 同比增加 365.33%。

图 7: 环保行业 2018 年资产减值损失



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

图 8: 子行业 2018 年资产减值损失



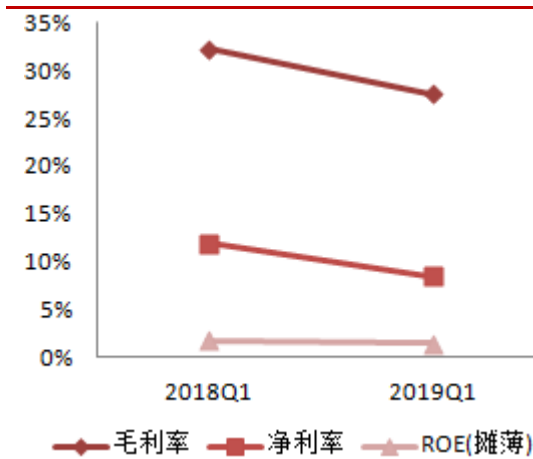
数据来源: Wind, 东莞证券研究所

## 2.2 污水处理 2019Q1 财务费用继续上升

2019 年 1 季度行业的盈利能力继续下滑。毛利率为 27.56%，同比下降 4.69 个百分点；净利率为 8.49%，同比下降 3.44 个百分点；ROE 为 1.44%，同比下降 0.32 个百分点。

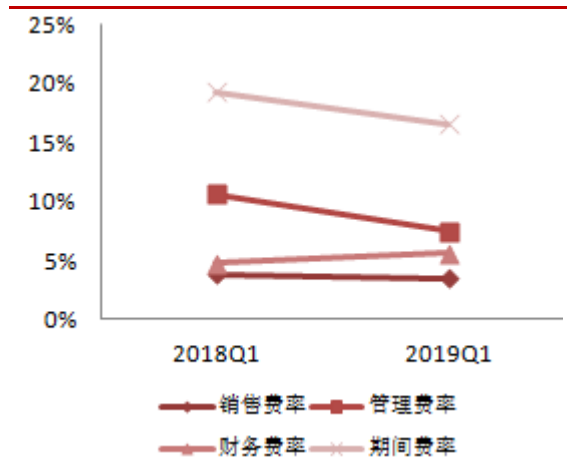
行业期间费用率为 16.6%，同比下降 2.68 个百分点，主要是管理费用得以有力控制，管理费用率 7.51%，同比下降 3.14 个百分点，销售费用率 3.47%，略下降 0.4 个百分点。财务费用率 5.62%，同比上升 0.87 个百分点。

图 9：行业2019Q1盈利能力指标



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 10：行业2019Q1期间费用率



数据来源：Wind，东莞证券研究所

2019 年 1 季度，污水处理、环境监测的毛利率基本稳定，大气治理有所下降，固废处理下降明显，同比下降 11.27 个百分点。固废处理板块中中国天楹、启迪桑德、瀚蓝环境、高能环境等公司的毛利率均有明显下降。

各个子行业的净利率均同比下降，污水处理和固废处理下降明显。污水处理下降 3.46%，固废处理下降 8.06%。大气治理和环境监测为小幅下滑。

污水处理行业的财务费用率 9.12%，同比上升 3.75 个百分点，其余子行业的财务费用率则基本持平。说明以 PPP 订单为主的公司在今年 1 季度的融资状况并未有改善，融资压力仍很大。

表 4：子行业 2019Q1 盈利能力指标

子行业	毛利率		净利率		财务费用率	
	2018Q1	2019Q1	2018Q1	2019Q1	2018Q1	2019Q1
污水处理	30.18%	30.51%	9.18%	5.72%	5.37%	9.12%
固废处理	37.77%	26.50%	19.94%	11.88%	5.49%	5.14%
大气治理	24.28%	21.58%	6.92%	6.17%	3.17%	3.56%
环境监测	47.73%	49.05%	8.29%	7.21%	1.79%	1.90%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

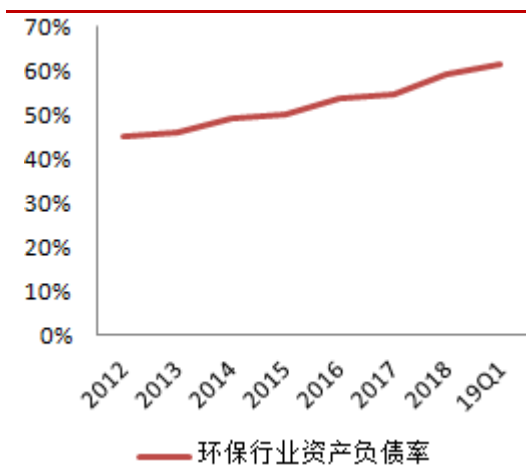


### 3. 资产负债率创新高，现金流好转

#### 3.1 资产负债率持续上升，回款压力较大

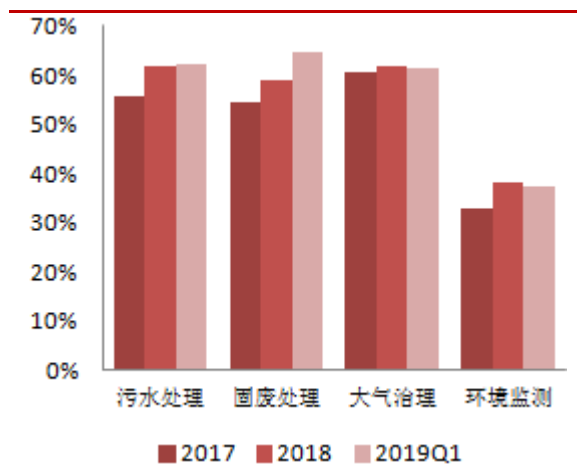
环保行业 2018 年末的资产负债率为 59.36%，同比上升 4.53 个百分点，2019Q1 的资产负债率为 61.69%，较 2018 年末上升 2.33 个百分点，资产负债率创新高。子行业中，环境监测的资产负债率相对较低，不到 40%，其余子行业均达到 60% 以上。污水处理、环境监测、固废处理 2018 年的资产负债率均同比上升明显，分别上升 6.39%、4.68%、5.44 个百分点。2019 年 1 季度仅固废处理的资产负债率有明显上升，上升 5.38 个百分点，其余子行业均较为稳定。

图 11：环保行业资产负债率



数据来源：Wind，东莞证券研究所

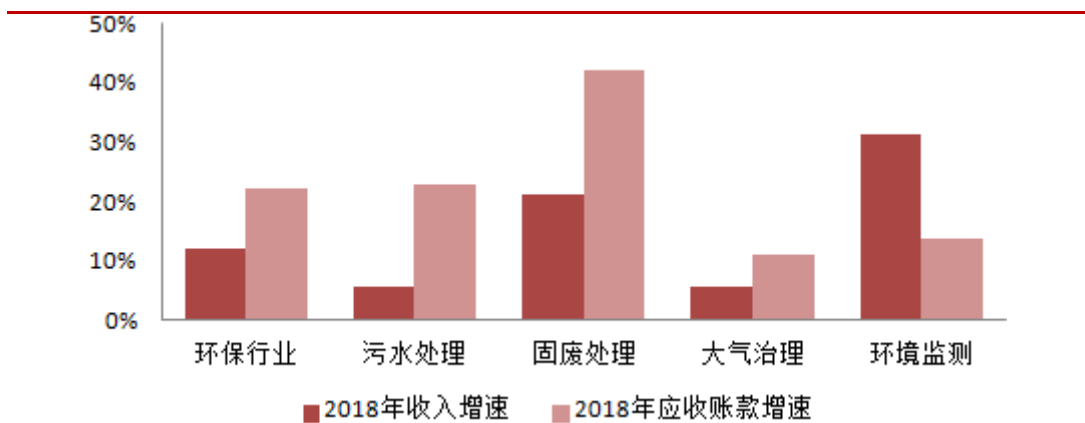
图 12：子行业资产负债率



数据来源：Wind，东莞证券研究所

2018 年行业应收账款余额 398.85 亿元，同比增长 22.26%，增速高于行业收入 11.93% 的增速，回款的压力较大。其中环境监测的应收账款增速低于收入增速，回款情况相对其它子行业较好。

图 13：行业2018年应收账款增速高于收入增速



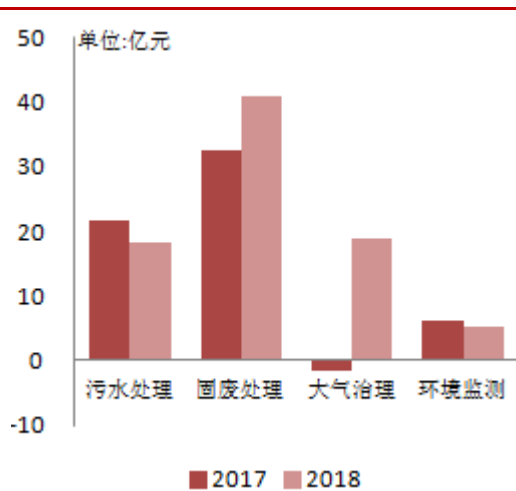
数据来源：Wind，东莞证券研究所

### 3.2 现金流好转

2018 年行业整体经营性现金流净额为 89.48 亿元，同比增加 31.43 亿元。其中现金流改善最明显的是大气治理，同比增加 20.51 亿元，主要是企业加大了应收款项的回款力度。其次是固废处理，同比增加 8.64 亿元。污水处理、环境监测的现金流有所下降。

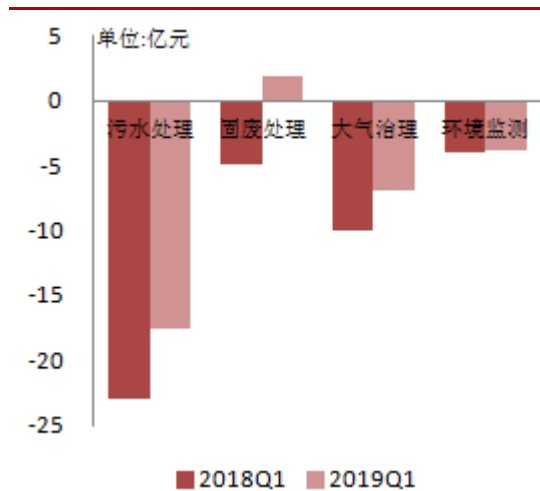
2019 年 1 季度，仅固废处理的经营性现金流净额为正，其余子行业现金流均为负值，污水处理的现金流依然最差。一般而言，环保行业的现金流主要在四季度转正，这跟行业的特性有关。经历去杠杆和融资困境，环保企业在今年 1 季度较为重视回款问题，各个子行业的现金流净额较去年同期均有所好转。

图 14：子行业2018年经营性现金流净额



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 15：子行业2019Q1经营性现金流净额



数据来源：Wind，东莞证券研究所

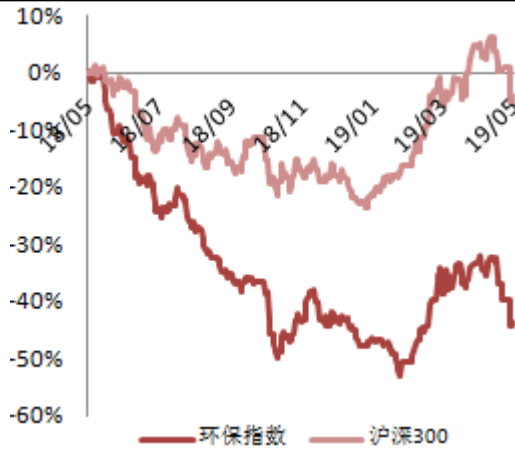
### 4.投资建议：关注业绩支撑与估值具有比较优势的个股

环保板块在 2018 年全年下跌 50%，跌幅位居二级行业前列，跑输沪深 300 指数 24 个百分点。截至 5 月 9 日，今年以来环保板块累计上涨约 4%，跑输沪深 300 指数 16 个百分点，板块的表现相对仍属弱势，处于二级行业靠后 8% 的位置。板块 PE 在 1 月份触底回升，目前约 23 倍。

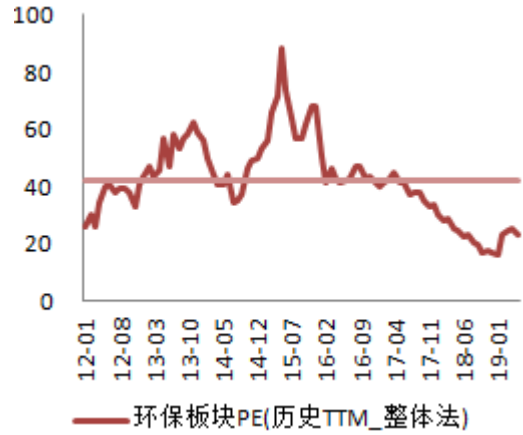
图 16：近一年环保板块市场表现

图 17：环保板块历史PE





数据来源：Wind，东莞证券研究所



数据来源：Wind，东莞证券研究所

目前环保行业的融资状况仍未见明显改善，尤其是 PPP 业务占比较大的污水处理行业资金压力较大，订单规模缩小和项目进度放缓，2019 年 1 季度行业业绩下滑趋势未改。随着宽信用逐步落地，以及针对民企融资的扶持政策相继出台，期待后续环保行业的融资环境边际改善，业绩恢复增长仍需要等待。拥有良好现金流和优质运营资产的公司是目前板块中相对较好的选择标的。建议关注业绩增长态势较好、估值具有比较优势的个股：瀚蓝环境（600323）、高能环境（603588）、国祯环保（300388）、龙净环保（600388）、聚光科技（300203）。

表 5：重点公司盈利预测及投资评级（2019/5/10）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E		
600323	瀚蓝环境	15.39	1.14	1.15	1.43	13.50	13.38	10.76	谨慎推荐	维持
603588	高能环境	9.98	0.49	0.70	0.93	20.37	14.26	10.73	谨慎推荐	维持
300388	国祯环保	9.65	0.51	0.74	0.96	18.92	13.04	10.05	谨慎推荐	维持
600388	龙净环保	11.57	0.75	0.84	0.94	15.43	13.77	12.31	谨慎推荐	维持
300203	聚光科技	24.62	1.33	1.72	2.11	18.51	14.31	11.67	推荐	维持

资料来源：Wind，东莞证券研究所

## 5.风险提示

- 融资环境改善低于预期
- 地方财政支付能力下降
- 经济增速下滑影响环保政策落实低于预期
- 市场竞争加剧

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn