

环保公用行业 18 年年报及 19 年一季报总结： 业绩降幅收窄，持续关注融资改善

环保行业研究报告
2019 年 05 月 23 日

分析师	王剑辉
电话	010-56511920
邮箱	wangjianhui1@sczq.com.cn
执业证书	S0110512070001
研究助理	万莉
电话	010-56511909
邮箱	wanli@sczq.com.cn
行业数据：	环保行业
股票家数（家）	110
总市值（亿元）	7571
流通市值（亿元）	3368
年初至今涨跌幅（%）	4.34%

一年内走势图



► 投资要点

2018 环保业绩承压，2019Q1 业绩降幅收窄。2018 年环保公用板块营收和归母净利润增速分别为 11%，-39%，2019Q1 板块营收和归母净利润增速分别为 9%，-13%。业绩压力较大，有几点原因：一是经济存在下行压力，影响工业环保需求，环保企业整体收入增速放缓；二是资金面相对紧张，行业财务费用率提升明显；三是环保监管力度提升，PPP 项目进一步规范，影响了项目融资进度，同时部分子领域的排放要求提升，企业成本端受影响。

财务费用增幅收窄，盈利能力下滑。2018 环保公用板块毛利率 26.34%，同比下降 0.86 个 pct，销售费用率、财务费用率、管理费用率分别变化了+0.25、+0.82、-1.03 个 pct。2019Q1 环保公用板块毛利率 24.14%，同比下滑 2.56 个 pct，销售费用率、财务费用率、管理费用率分别变化了+0.12、+0.75、-1.35 个 pct。毛利率下滑以及财务费用提升导致行业盈利能力下降。子板块中，监测板块盈利能力提升，节能板块盈利下滑程度最大。**运营能力下滑，资产负债率提升。**2018 环保公用板块应收账款周转天数、存货周转天数分别为 109, 114，同比增加了 11 天，7 天，2019Q1 行业应收账款周转天数继续提升至 130，存货周转天数 127，同比下降了 3 天，行业整体营业周期拉长，但固废、燃气板块的运营能力持续提升。2018 环保行业资产负债率达到 57.67%，2019Q1 板块资产负债率继续提升至 58.38%，除监测和水处理板块外，其他板块资产负债率均有所提升。

现金缺口缩小，经营现金明显改善。2018 环保公用板块经营净现金流 3.77 亿元，同比增加了 30.79%，2019Q1 板块经营净现金流为-0.06 亿元，比去年同期增加了 89.83%。综合投资和筹资现金流来看，整体现金缺口有所下降。就现金收入比率而言，2018 和 2019Q1 收款情况均有好转，2018 年现金收入比达到 92.75%，提升了 2.60 个 pct，2019Q1 现金收入比达到 98.68%，提升了 1.22 个 pct，尤其是节能、水务与水处理行业回款情况改善明显。

投资建议：近期，年报和一季报陆续发布，环保公用板块整体业绩下滑导致估值抬升，板块短期受业绩、市场整体波动影响，长期来看，我们认为随着融资政策逐步落地，税收优惠政策进一步落实，环境治理需求端持续发力，天然气渗透率提升，板块估值有望逐步夯实，持续看好行业。建议关注瀚蓝环境、龙净环保、华测检测、新天然气。

风险提示：宏观风险，政策推进不及预期。

目录

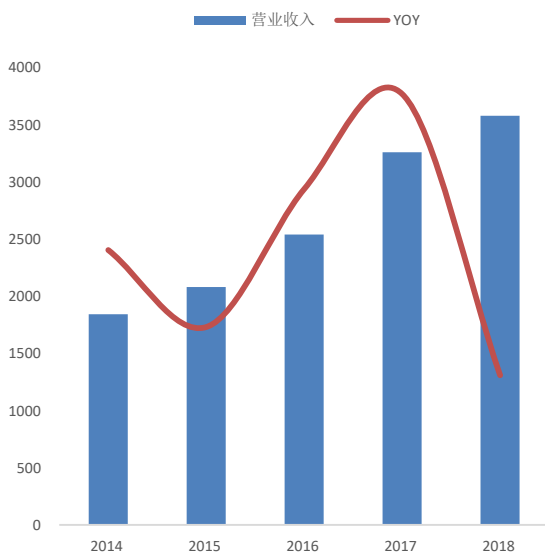
1	行业总体业绩情况.....	3
2	行业财务状况变化.....	6
2.1	利润表：财务费用增幅收窄，盈利能力下滑	6
2.2	资产负债表：运营能力下滑，资产负债率提升	7
2.3	现金流量表：现金缺口缩小，经营现金明显改善	8
3	投资建议.....	10
4	风险提示.....	10

1 行业总体业绩情况

2018环保业绩承压，2019Q1业绩降幅收窄。2018年环保公用板块营收合计3577亿元，同比增长10%，归母净利润合计145亿，同比下降56%，剔除巨亏的*ST凯迪和盛运环保，环保公用板块营收和归母净利润增速分别为11%，-39%。2019年一季度，环保公用板块营业收入838亿元，同比增长9%，归属母公司净利润68亿元，同比下降13%。

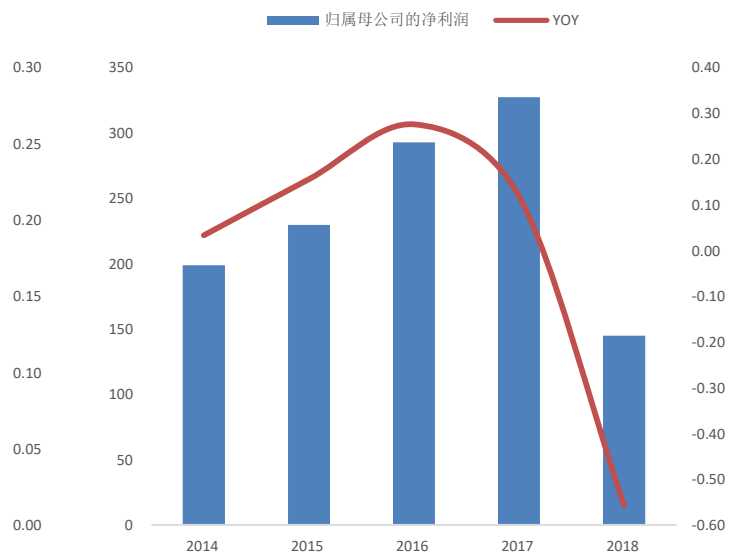
2018年以来，环保公用板块业绩压力较大。我们认为有几点值得关注的原因：一是宏观环境变化，经济存在下行压力，一定程度影响工业环保需求，环保企业整体收入增速放缓；二是资金面相对紧张背景下，以中小企业居多的环保行业整体受影响较大，行业财务费用率提升明显；三是环保监管力度提升，一方面PPP项目进一步规范，社会资本对PPP态度更加慎重，影响了项目融资，另一方面包括污水处理、垃圾焚烧在内的部分子领域的排放要求提升，环保企业成本端受到一定影响。上述三个方面的因素使环保企业整体业绩不达预期。

图 1：首创环保公用板块营业收入情况



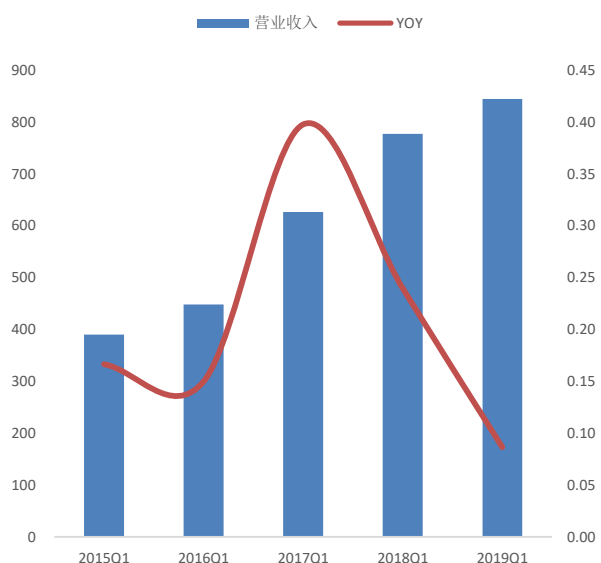
资料来源：Wind、首创证券研发部

图 2：首创环保公用板块归母净利润情况



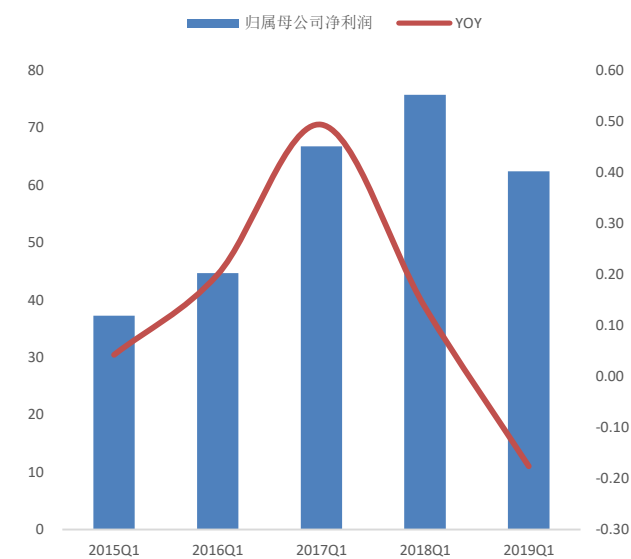
资料来源：Wind、首创证券研发部

图 3：首创环保公用板块营业收入情况



资料来源：Wind、首创证券研发部

图 4：首创环保公用板块归母净利润情况

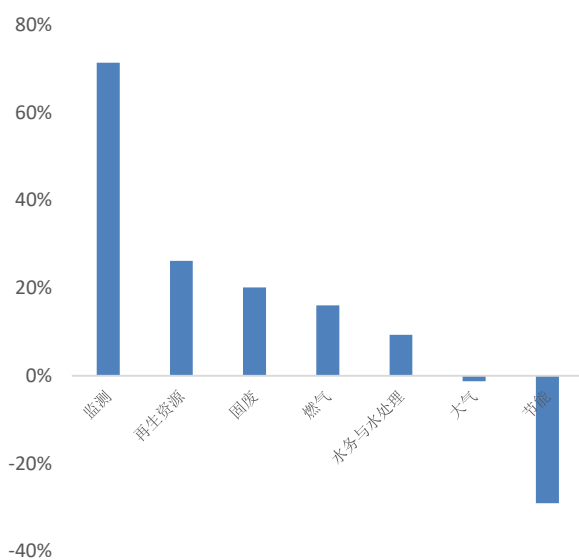


资料来源：Wind、首创证券研发部

子板块业绩分化明显，监测板块增速居前。2018年子板块归母净利润同比增长率分别为：监测42%，固废7%，再生资源-1%，燃气-27%，水处理-41%，大气-129%，节能-138%。2019年子板块归母净利润同比增长率分别为：监测135%，大气58%，固废7%，再生资源-12%，燃气-18%，水务与水处理-20%，节能-116%。

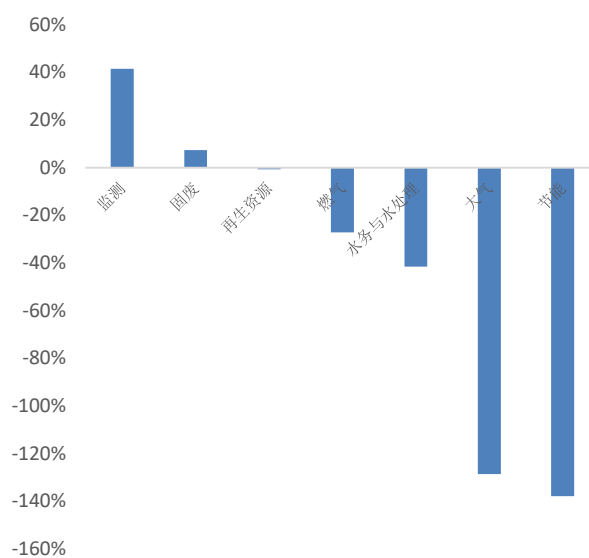
监测板块杠杆率较低，在2018年融资环境较为紧张的背景下，受影响较小，同时包括大气监测、水质监测等在内的监测需求持续发力，因而板块保持较高的景气度。对于水务板块而言，融资仍是导致业绩下滑的关键因素。固废板块业绩增长较为稳健。大气板块一季度业绩增速较快主要由于科融环境和中环装备同比扭亏为盈，剔除科融环境投资收益的影响，大气板块业绩同比增长14%。节能板块业绩大幅下滑，主要受神雾节能与神雾环保拖累，两家公司由于资金紧张，一些项目仍未复工，影响业绩确认。燃气行业营收仍保持10%以上的增速，但由于金鸿能源、中天能源等公司受融资收紧影响较大再加上部分城燃公司采购成本上升，行业整体利润有所下滑。

图 5：2018 年子板块营业收入增速



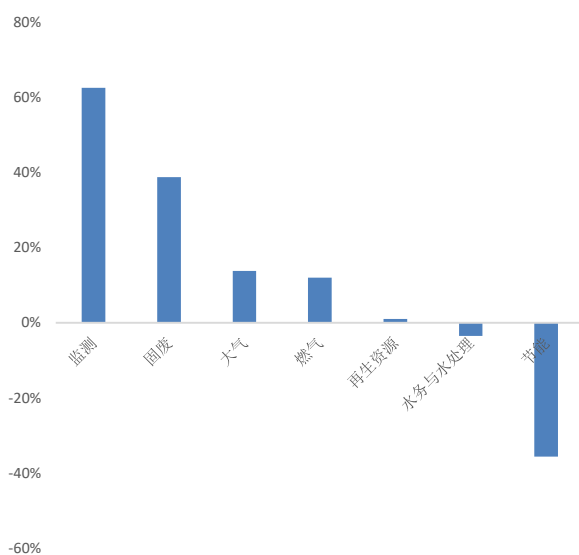
资料来源：Wind、首创证券研发部

图 6：2018 年子板块归母净利润增速



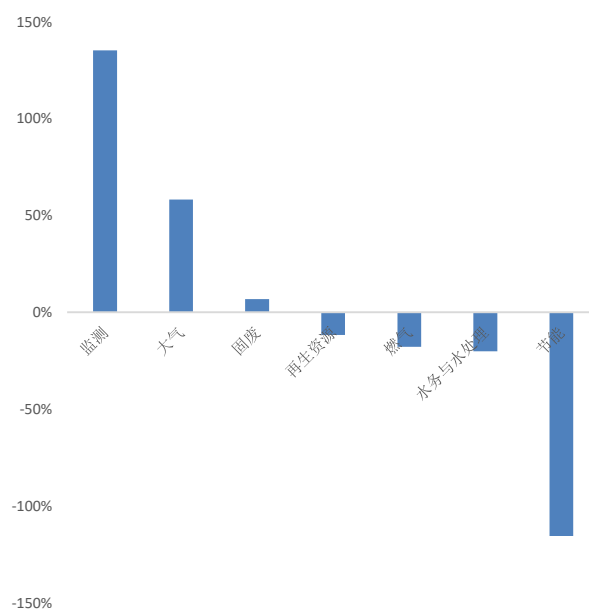
资料来源：Wind、首创证券研发部

图 7：2019Q1 子板块营业收入增速



资料来源：Wind、首创证券研发部

图 8：2019Q1 子板块归母净利润增速



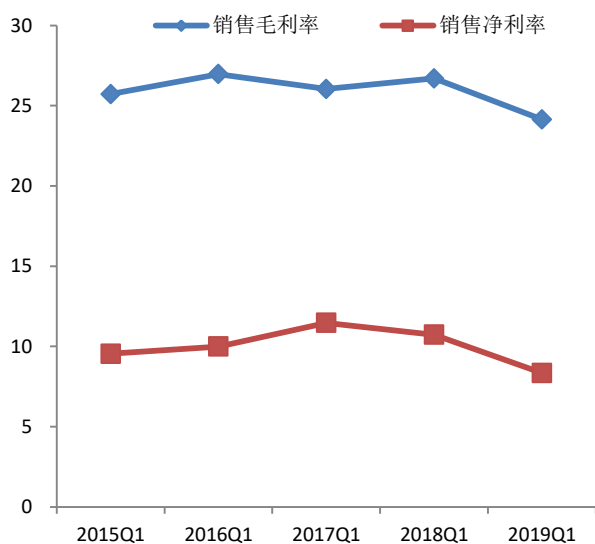
资料来源：Wind、首创证券研发部

2 行业财务状况变化

2.1 利润表：财务费用增幅收窄，盈利能力下滑

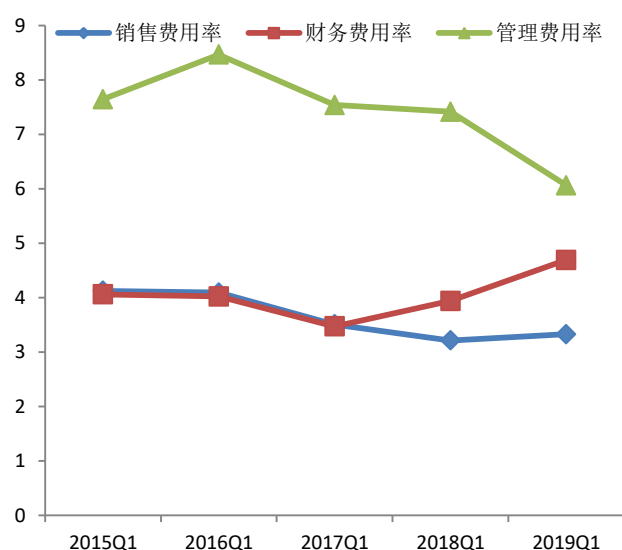
2018环保公用板块整体毛利率26.34%，同比下降0.86个pct，整体销售费用率、财务费用率、管理费用率分别为3.66%，4.07%，6.19%，同比分别变化了+0.25、+0.82、-1.03个pct。2019Q1环保公用板块毛利率24.14%，同比下滑2.56个pct。整体销售费用率、财务费用率、管理费用率分别为3.33%，4.69%，6.06%，同比分别变化了+0.12、+0.75、-1.35个pct。毛利率下滑以及财务费用提升导致行业盈利能力下降。环保行业是重资金行业，2018年资金面收紧对企业财务费用影响较大，目前财务费用提升的影响已逐步削弱，但大范围的改善尚待时日。

图 9：环保板块盈利能力情况



资料来源：Wind、首创证券研发部

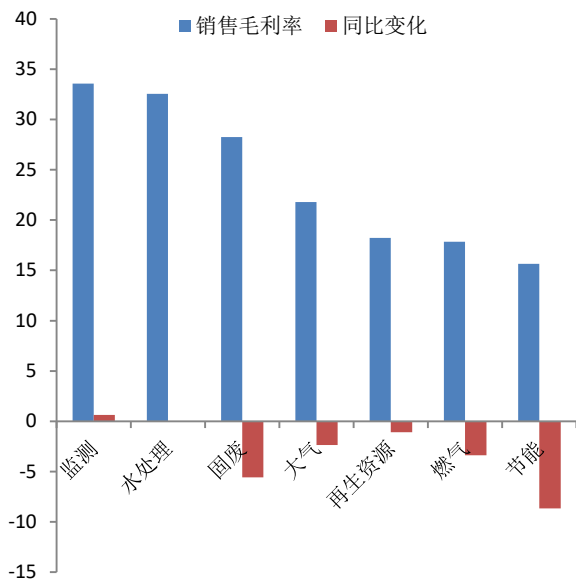
图 10：环保板块期间费用率情况



资料来源：Wind、首创证券研发部

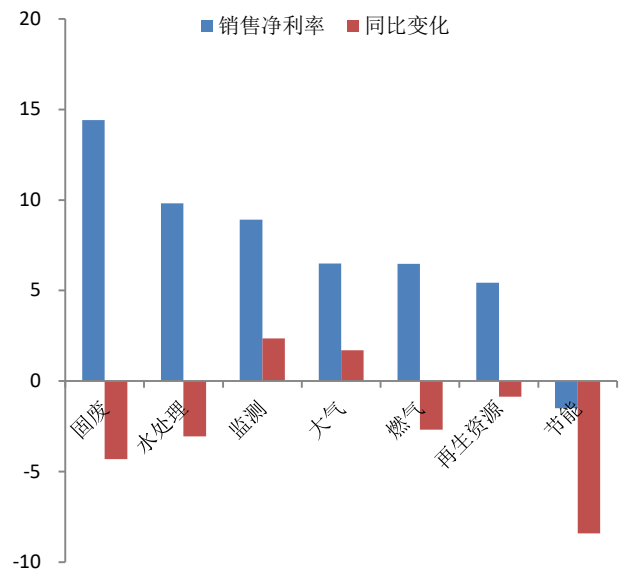
监测板块盈利能力提升，节能板块盈利下滑程度最大。子板块中，监测的毛利率最高，且2019Q1有所提升，节能和固废的毛利率有所下滑幅度较大。固废和水务与水处理板块的综合盈利能力最强，2019Q1节能板块净利率下滑程度最大，同比下降了8.41个百分点，其次是固废板块，净利率下滑了4.30个百分点。

图 11: 2019Q1 子板块毛利率及其变化



资料来源: Wind、首创证券研发部

图 12: 2019Q1 子板块净利率及其变化

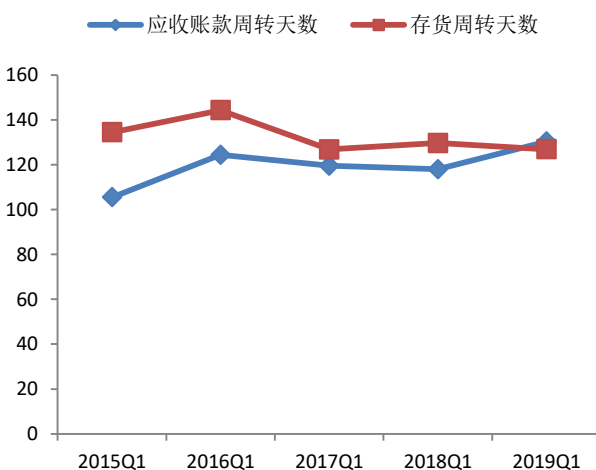


资料来源: Wind、首创证券研发部

2.2 资产负债表: 运营能力下滑, 资产负债率提升

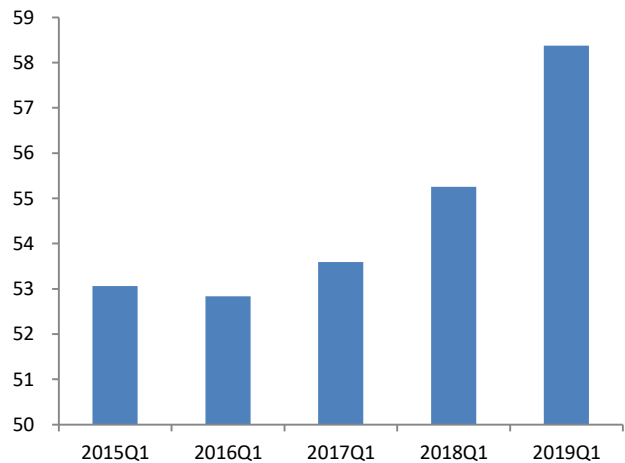
2018环保公用板块整体应收账款周转天数、存货周转天数分别为109, 114, 同比分别增加了11天, 7天, 2019Q1整体应收账款周转天数130, 同比增加了12天, 存货周转天数为127, 同比下降了3天, 行业整体营业周期拉长, 尤其是节能、水处理板块, 固废、燃气板块的整体运营能力持续提升。2018环保行业资产负债率达到57.67%, 同比增加了2.44个pct, 2019Q1板块资产负债率继续提升至58.38%。除监测和水处理板块外, 其他子板块资产负债率均有所提升, 尤其是节能、燃气领域加杠杆明显。

图 13: 行业应收账款和存货周转情况



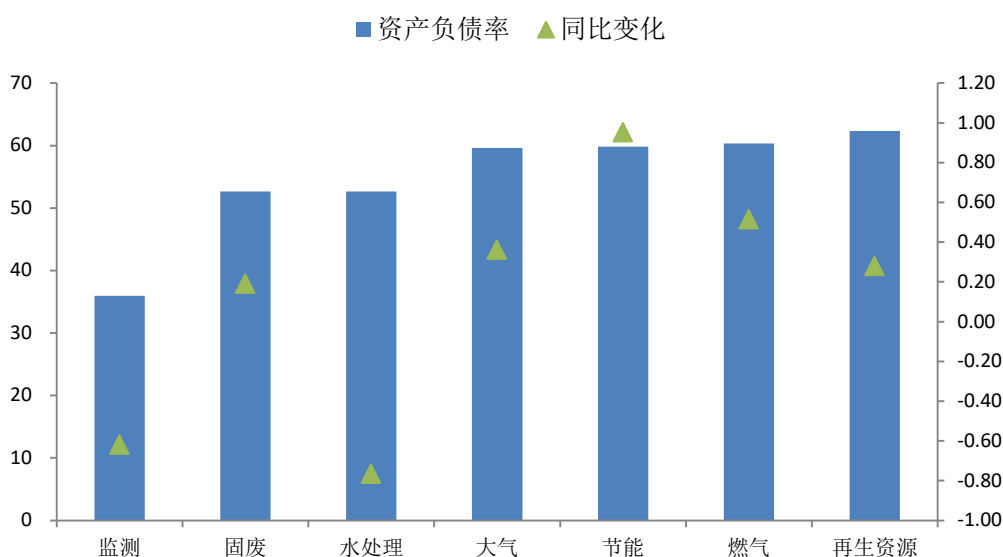
资料来源: Wind、首创证券研发部

图 14: 行业资产负债率变化情况



资料来源: Wind、首创证券研发部

图 15：子板块资产负债率及其变化



资料来源：Wind、首创证券研发部

2.3 现金流量表：现金缺口缩小，经营现金明显改善

2018环保公用板块经营活动净现金流（算数平均）为3.77亿元，同比增加了30.79%，由于环保企业工程类的回款在下半年居多，上半年的经营活动净现金流一般为负，2019Q1板块经营活动净现金流（算数平均）为-0.06亿元，比去年同期增加了89.83%。综合投资和筹资现金流的情况来看，整体现金缺口有所下降。就现金收入比率（销售商品提供劳务收到的现金/营业收入）而言，2018和2019Q1收款情况均有好转，2018年现金收入比达到92.75%，提升了2.60个pct，2019Q1现金收入比达到98.68%，提升了1.22个pct，尤其是节能、水务与水处理行业回款情况改善明显。

图 16: 环保板块现金流情况

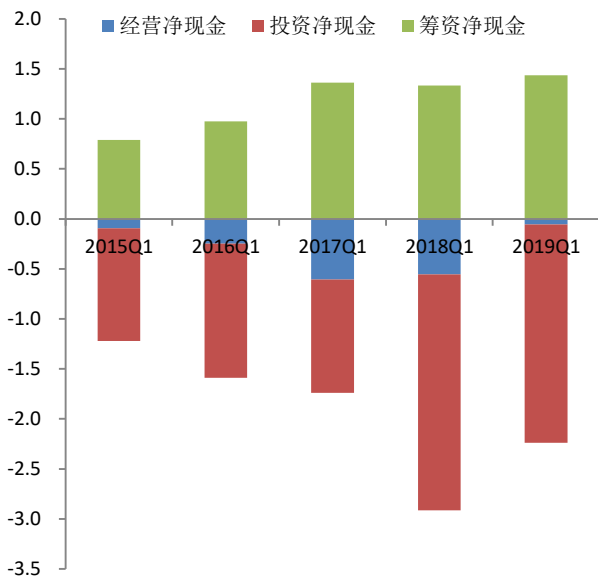
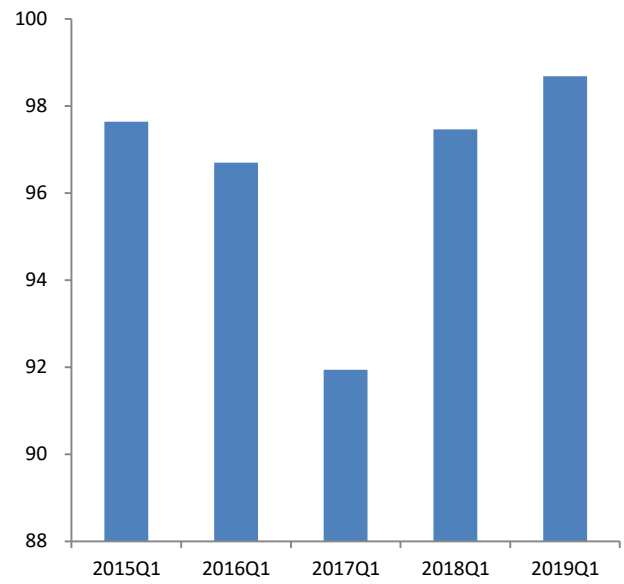


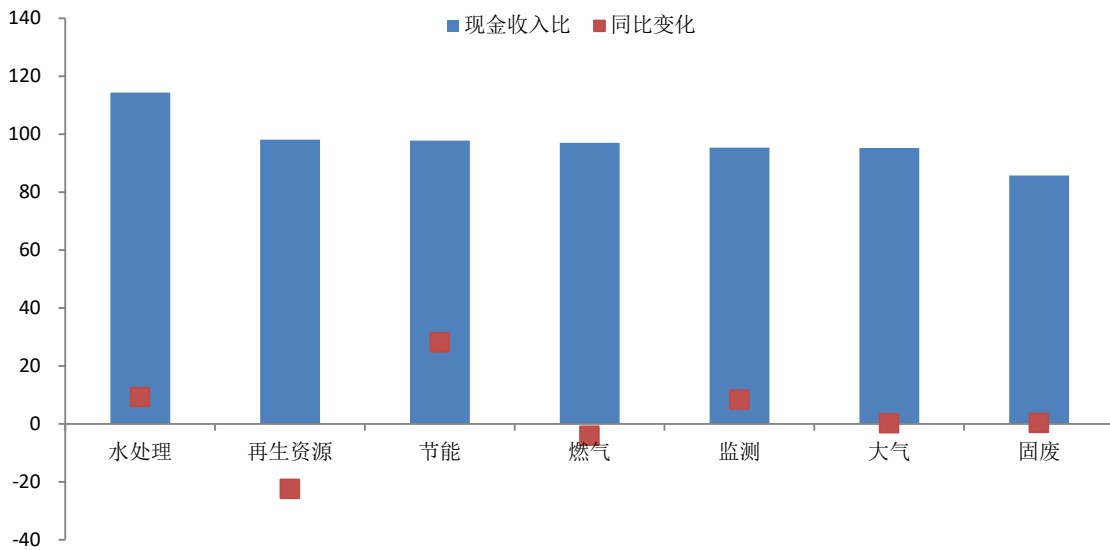
图 17: 现金收入比率



资料来源: Wind、首创证券研发部

资料来源: Wind、首创证券研发部

图 18: 子板块现金收入比率变化

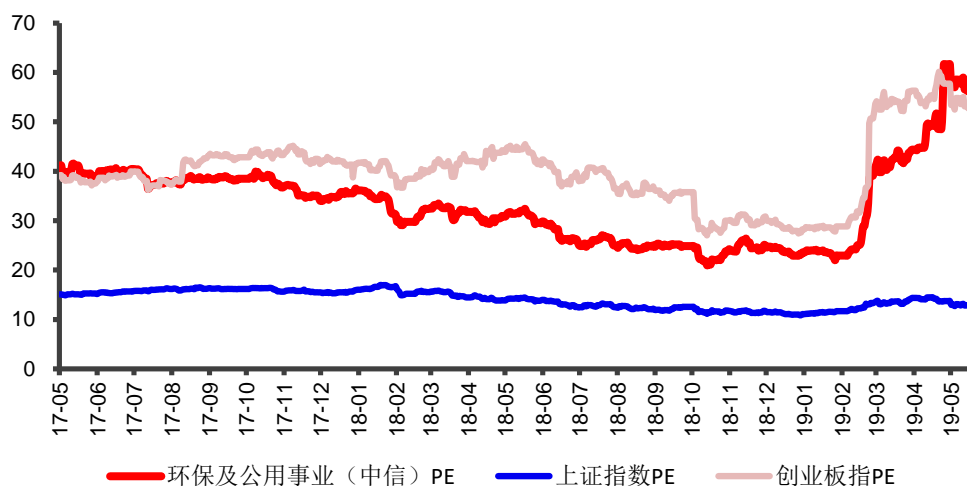


资料来源: Wind、首创证券研发部

3 投资建议

近期，年报和一季报陆续发布，环保公用板块整体业绩下滑导致估值抬升，板块短期受业绩、市场整体波动影响，长期来看，我们认为随着融资政策逐步落地，税收优惠政策进一步落实，环境治理需求端持续发力，天然气渗透率提升，板块估值有望逐步夯实，持续看好行业。建议关注（1）拥有优质运营资产、成长有保证的瀚蓝环境；（2）聚焦打赢蓝天保卫战，非电烟气治理市场将进一步开启，建议关注大气治理龙头龙净环保；（3）监测领域杠杆低、景气度较高，建议关注龙头华测检测；（4）燃气公司业绩增长将以气量提升为主线，布局上游气源的公司更具成本优势，建议关注新天然气。

图 19：环保板块估值情况（市盈率 TTM）



资料来源：Wind、首创证券研发部

4 风险提示

宏观风险，政策推进力度不及预期。

分析师简介

王剑辉，环保公用行业分析师，北京大学文学士，佛罗里达利恩大学商学院 MBA，15 年证券行业从业经验。

分析师申明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料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，首创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。

首创证券的销售人员、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。首创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。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或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信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现