

谨慎推荐（维持）

业绩持续下滑，子行业分化

风险评级：中风险

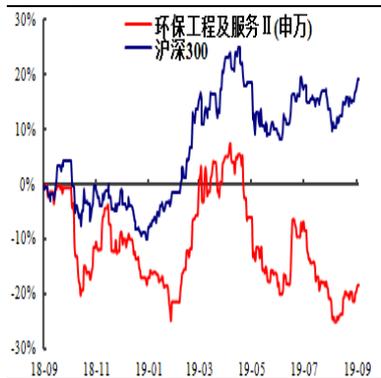
环保行业 2019 年中报综述

2019 年 9 月 6 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，子行业分化。**行业2019H1营收619亿元，同比增长22%；净利润54亿元，同比下降6.51%。固废处理和环境监测保持增长，固废处理营收同比增长41%，净利润同比增长15.62%。环境监测营收同比增长12%，净利润同比增长15.44%。污水处理和大气治理继续下滑。污水处理营收同比增长1.74%，净利润同比下降66%。大气治理营收同比增长5%，净利润同比下降15%。行业Q2营收346亿元，同比增长22%；净利润30亿元，同比下降7.56%。业绩表现最好的是固废处理，净利润同比增长26%。污水处理最差，净利润同比下降90%，环比下降81%。
- **行业盈利能力下滑，污水处理融资压力尚大。**行业2019H1毛利率27.31%，同比下降4.1个百分点；净利率9%，同比下降3.28个百分点。各子行业毛利率和净利率均同比下降，污水处理最明显，毛利率下降1.62个百分点，净利率下降7.35个百分点。在经营压力陡增背景下，企业有意通过减少管理费用来控制成本，管理费用率下降明显。行业2019H1期间费用率为14.71%，同比下降2.53个百分点。其中管理费用率6.48%，同比下降3.05个百分点；财务费用率4.69%，同比上升0.72个百分点；销售费用率3.53%，略微下降0.2个百分点。PPP项目占比较大的污水处理行业2019H1财务费用率上升最明显，同比上升4.03个百分点；Q2财务费用率同比上升4.49个百分点，说明环保工程类公司2季度的融资状况未有实质改善。
- **资产负债率持续上升，现金流好转。**行业2019H1的资产负债率为60.55%，同比上升5.13个百分点，较2019Q1末上升0.83个百分点，资产负债率持续上升。2019H1应收账款余额598.59亿元，同比增长36.41%，增速高于行业收入22%的增速，回款压力较大。其中污水处理行业应收账款周转天数最长，为224天，同比增加40天。行业2019H1整体经营性现金流净额为1.31亿元，同比增长103%；2季度整体经营性现金流净额为40.17亿元，环比增长203%。
- **投资建议：重点关注景气度相对较高的固废处理板块。**环保工程类公司的融资状况仍未有实质改善，业绩继续承压，期待后续融资环境边际改善。固废处理业绩增长良好，行业景气度相对较高。垃圾分类在全国地级及以上城市逐步推进，对固废处理产业链的影响将逐步显现，建议关注环卫装备、环卫服务、湿垃圾处理、垃圾焚烧细分领域。重点个股：维尔利（300190）、盈峰环境（000967）、上海环境（601200）、瀚蓝环境（600323）、高能环境（603588）。
- **风险提示。**环保政策落实低于预期，融资环境改善低于预期，地方财政支付能力下降，市场竞争加剧。

目 录

1.行业业绩持续下滑，子行业分化	4
1.1 行业 2019H1 净利同比下滑，固废处理和环境监测相对较好	4
1.2 行业 Q2 业绩同比降幅较 Q1 稍有扩大	5
2.行业盈利能力下滑，污水处理融资压力尚大	6
2.1 行业毛利率和净利率下降，污水处理降幅最大	6
2.2 污水处理行业 Q2 融资未有实质改善	7
2.3 资产减值损失下降，商誉上升	8
3.资产负债率持续上升，现金流好转	9
3.1 资产负债率持续上升，回款压力较大	9
3.2 二季度现金流环比改善	10
4.投资建议：重点关注景气度相对较高的固废处理板块	10
5.风险提示	11

插图目录

图 1：行业 2019H1 收入及增速	4
图 2：行业 2019H1 净利润及增速	4
图 3：行业 2019Q2 收入及增速	5
图 4：行业 2019Q2 净利润及增速	5
图 5：行业 2019H1 盈利能力指标	6
图 6：行业 2019Q2 盈利能力指标	6
图 7：行业 2019H1 期间费用率	7
图 8：行业 2019Q2 期间费用率	7
图 9：环保行业 2019H1 资产减值损失	8
图 10：环保行业 2019H1 商誉	8
图 11：子行业 2019H1 资产减值损失	8
图 12：子行业 2019H1 商誉	8
图 13：环保行业资产负债率	9
图 14：子行业资产负债率	9
图 15：行业应收账款增长	10
图 16：应收账款周转天数	10
图 17：行业 2019H1 经营性现金流净额	10
图 18：行业 2019Q2 经营性现金流净额	10
图 19：2019 年初至今环保板块市场表现	11
图 20：环保板块历史 PE	11

表格目录

表 1：子行业 2019H1 营收和净利增长	4
表 2：子行业 2019Q2 营收和净利	5
表 3：子行业 2019H1 盈利能力指标	6
表 4：子行业 2019Q2 盈利能力指标	6
表 5：子行业 2019H1 期间费用	7
表 6：子行业 2019Q2 期间费用	8

表 7：重点公司盈利预测及投资评级（2019/9/5） 11

1. 行业业绩持续下滑，子行业分化

1.1 行业 2019H1 净利同比下滑，固废处理和环境监测相对较好

统计环保行业具有可比性的 42 家上市公司，行业 2019H1 实现营业收入 618.76 亿元，同比增长 21.91%，增速较上年同期下降 0.69 个百分点；归母净利润 53.54 亿元，同比下降 6.51%。行业收入保持较快增长的态势，但净利润仍同比下滑。

图 1：行业2019H1收入及增速

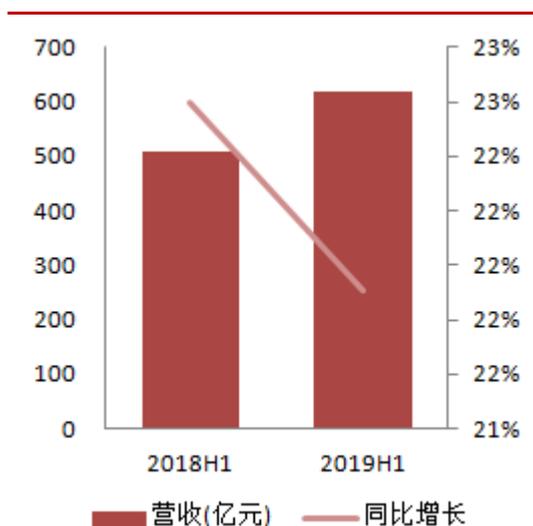
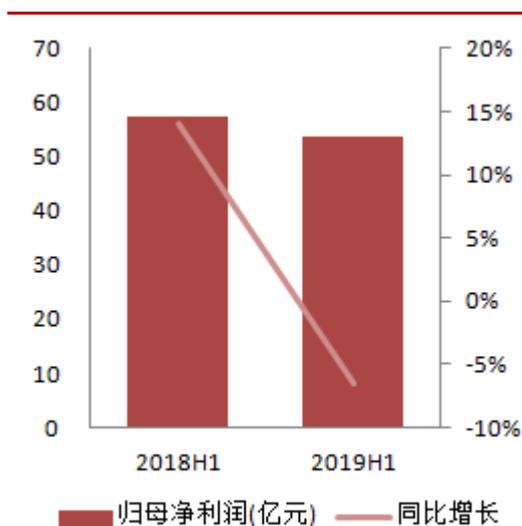


图 2：行业2019H1净利润及增速



数据来源：Wind，东莞证券研究所

数据来源：Wind，东莞证券研究所

子行业业绩分化，固废处理和环境监测保持增长，污水处理和大气治理继续下滑。固废处理实现营业收入 342 亿元，同比增长 40.63%，归母净利润 39 亿元，同比增长 15.62%。环境监测营业收入 31.29 亿元，同比增长 12%，归母净利润 3.76 亿元，同比增长 15.44%。污水处理和大气治理的净利润均同比下降，其中污水处理下降幅度大。污水处理营业收入 126 亿元，同比增长 1.74%，归母净利润 4.32 亿元，同比下降 66%。大气治理营业收入 101 亿元，同比增长 5.15%，归母净利润 5.71 亿元，同比下降 14.69%。

污水处理是受融资紧缩和 PPP 项目清理影响最大的子行业，PPP 项目占比较大的公司净利润仍出现大幅下滑。其中降幅明显的是碧水源下降 93%，天翔环境下降 380%，津膜科技下降 441%；其次博天环境下降 47%，环能科技下降 43%，万邦达下降 26%，巴安水务下降 21%。

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，但在经济增速下行压力较大的背景下业务拓展较困难。龙头龙净环保的净利润同比增长 10.5%，而清新环境则持续下滑，同比下降 38%。

表 1：子行业 2019H1 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	126.34	1.74%	4.32	-66.29%

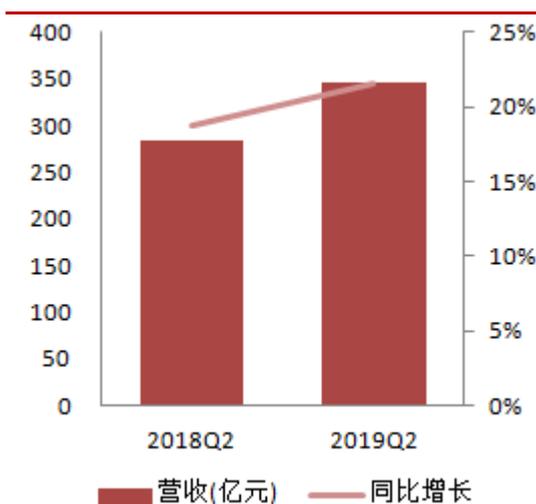
固废处理	341.96	40.63%	38.87	15.62%
大气治理	100.76	5.15%	5.71	-14.69%
环境监测	31.29	11.93%	3.76	15.44%

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

1.2 行业 Q2 业绩同比降幅较 Q1 稍有扩大

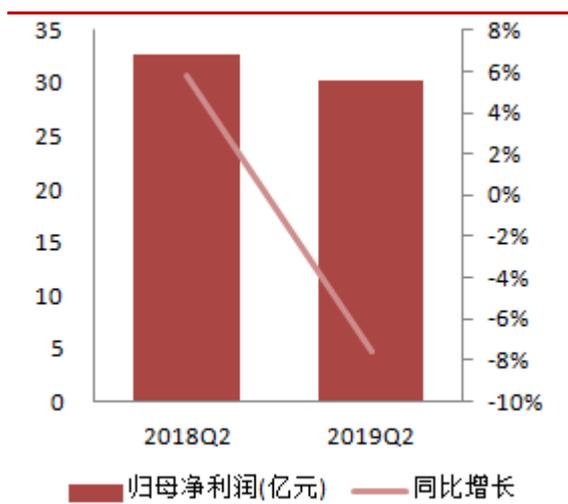
环保行业 2019Q2 实现营业收入 345.72 亿元, 同比增长 21.61%; 归母净利润 30.22 亿元, 同比下降 7.56%。2 季度净利同比降幅较 1 季度稍有扩大。收入保持较快增长, 但净利润同比下滑的趋势未改。

图 3: 行业 2019Q2 收入及增速



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

图 4: 行业 2019Q2 净利润及增速



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

子行业中, 2019Q2 业绩表现最好的是固废处理, 收入同比增长 39.32%, 净利润同比增长 26.28%。其次是环境监测, 收入同比增长 9.71%, 净利润同比增长 15.69%。污水处理和大气治理的收入均小幅增长, 净利润均同比下降, 污水处理业绩表现最差。污水处理收入同比增长 5.92%, 净利润同比下降 90%, 环比下降 81%。大气治理收入同比增长 2.13%, 净利润同比下降 24%。

表 2: 子行业 2019Q2 营收和净利

行业	2019Q2 营业收入(亿元)			2019Q2 净利润(亿元)		
		同比	环比		同比	环比
环保	345.72	21.61%	26.62%	30.22	-7.56%	29.63%
污水处理	68.90	5.92%	19.96%	0.69	-90.38%	-81.01%
固废处理	191.72	39.32%	27.62%	22.70	26.28%	40.41%
大气治理	56.98	2.13%	30.18%	3.18	-24.00%	25.95%
环境监测	18.17	9.71%	38.45%	2.77	15.69%	182.27%

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

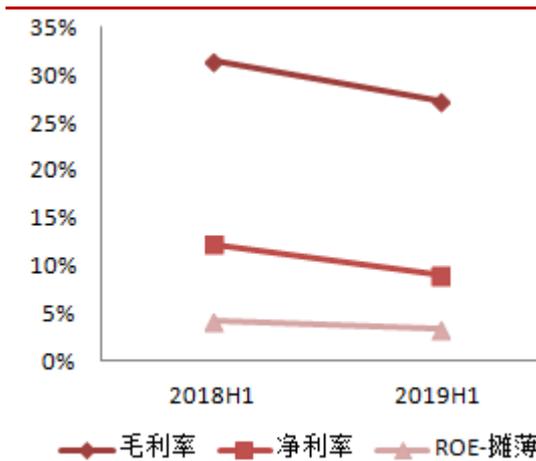
2.行业盈利能力下滑，污水处理融资压力尚大

2.1 行业毛利率和净利率下降，污水处理降幅最大

行业 2019H1 毛利率和净利率下降明显。行业 2019H1 毛利率 27.31%，同比下降 4.1 个百分点；净利率 9%，同比下降 3.28 个百分点；ROE3.4%，同比下降 0.75 个百分点。

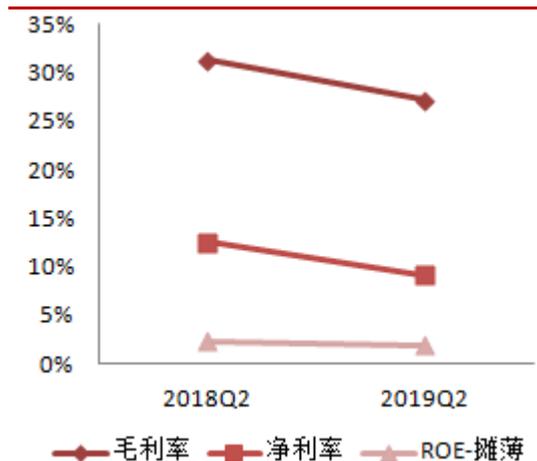
其中 2019Q2 毛利率 27.22%，同比下降 4.03 个百分点；净利率为 9.13%，同比下降 3.38 个百分点；ROE1.92%，同比下降 0.43 个百分点。

图 5：行业2019H1盈利能力指标



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 6：行业2019Q2盈利能力指标



数据来源：Wind，东莞证券研究所

各子行业毛利率和净利率均同比下降，污水处理最明显。2019H1 污水处理、固废处理、大气治理、环境监测的毛利率分别下降 1.62 个百分点、6.45 个百分点、3.84 个百分点、0.82 个百分点；净利率分别下降 7.35 个百分点、4.15 个百分点、1.39 个百分点、0.23 个百分点。

表 3：子行业 2019H1 盈利能力指标

子行业	毛利率		净利率		ROE-摊薄	
	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1
污水处理	31.88%	30.26%	10.77%	3.42%	2.87%	0.96%
固废处理	33.23%	26.78%	16.11%	11.96%	5.58%	4.94%
大气治理	23.61%	19.77%	7.17%	5.78%	3.63%	3.03%
环境监测	48.69%	47.87%	12.45%	12.23%	3.82%	3.90%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

2019Q2 各子行业毛利率均同比下降，污水处理、固废处理、大气治理、环境监测分别下降 3.13 个百分点、5.42 个百分点、4.66 个百分点、2.33 个百分点。净利率方面，污水处理降幅最明显，下降 10.63 个百分点，其次固废处理下降 2.73 个百分点，大气治理下降 1.87 个百分点，环境监测略微上升 0.54 个百分点。

表 4：子行业 2019Q2 盈利能力指标

子行业	毛利率		净利率		ROE-摊薄	
	2018Q2	2019Q2	2018Q2	2019Q2	2018Q2	2019Q2
污水处理	32.87%	29.74%	11.69%	1.06%	1.60%	0.15%
固废处理	32.57%	27.15%	15.20%	12.47%	2.94%	2.88%
大气治理	23.06%	18.40%	7.45%	5.58%	2.27%	1.69%
环境监测	49.35%	47.01%	15.32%	15.86%	2.82%	2.88%

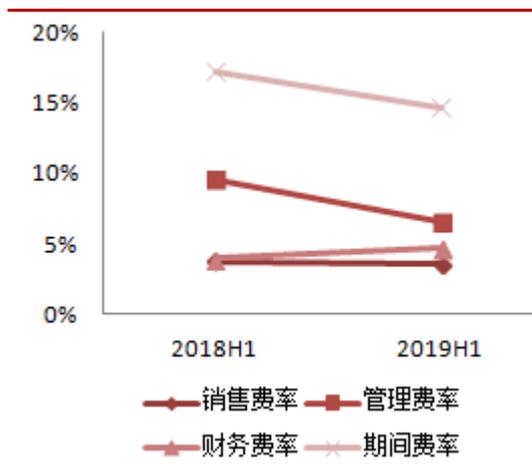
资料来源：Wind，东莞证券研究所

2.2 污水处理行业 Q2 融资未有实质改善

减少管理费用控制成本。在经营压力徒增的背景下，企业有意通过减少管理费用来控制成本，管理费用率下降明显。行业 2019H1 整体期间费用率为 14.71%，同比下降 2.53 个百分点。管理费用率 6.48%，同比下降 3.05 个百分点；财务费用率 4.69%，同比上升 0.72 个百分点；销售费用率 3.53%，同比略微下降 0.2 个百分点。

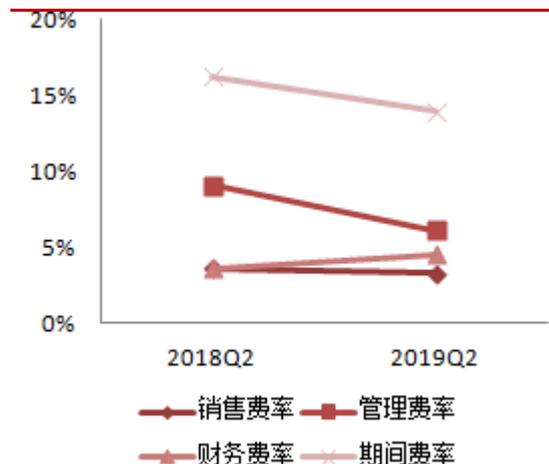
行业 2019Q2 期间费用率为 13.93%，同比下降 2.33 个百分点，主要是管理费用率同比下降 2.94 个百分点，销售费用率略微下降 0.31 个百分点，财务费用率同比上升 0.91 个百分点。

图 7：行业2019H1期间费用率



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 8：行业2019Q2期间费用率



数据来源：Wind，东莞证券研究所

三项费用中，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，2019H1 的财务费用率上升最为明显，同比上升 4.03 个百分点，是导致其净利率同比显著下降的重要原因之一。

表 5：子行业 2019H1 期间费用

子行业	销售费率		管理费率		财务费率	
	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1
污水处理	3.78%	3.96%	9.36%	8.24%	5.13%	9.16%
固废处理	2.86%	2.61%	8.45%	5.47%	4.08%	3.93%
大气治理	2.38%	2.21%	9.55%	6.61%	2.86%	2.67%
环境监测	15.35%	16.75%	17.16%	8.33%	1.58%	1.59%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

污水处理行业 2019Q2 的财务费用率 9.28%，同比上升 4.49 个百分点，其余子行业的财务费用率相对平稳。说明环保工程类公司 2 季度的融资状况未有实质改善。

表 6：子行业 2019Q2 期间费用

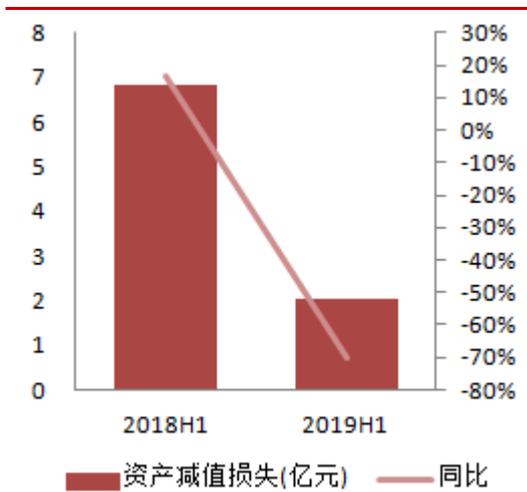
子行业	销售费率		管理费率		财务费率	
	2018Q2	2019Q2	2018Q2	2019Q2	2018Q2	2019Q2
污水处理	3.77%	3.66%	9.31%	8.02%	4.79%	9.28%
固废处理	2.77%	2.50%	8.16%	5.21%	3.86%	3.93%
大气治理	2.32%	2.07%	8.77%	5.88%	2.60%	2.01%
环境监测	13.88%	14.57%	14.74%	7.80%	1.44%	1.37%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

2.3 资产减值损失下降，商誉上升

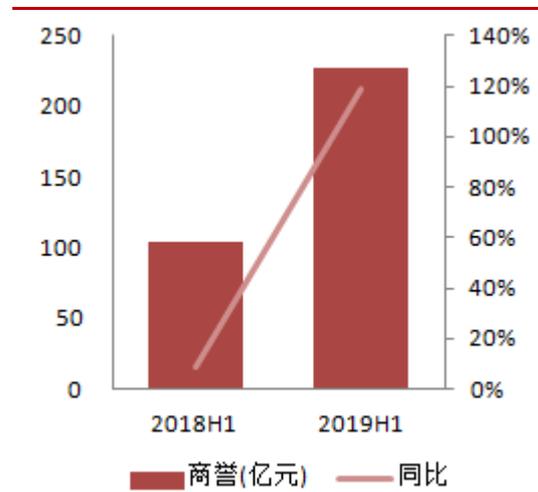
行业 2019H1 整体资产减值损失 2.05 亿元，同比下降 70%。商誉共计 227 亿元，同比大幅增加 123 亿元，增幅 119%。

图 9：环保行业 2019H1 资产减值损失



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 10：环保行业 2019H1 商誉

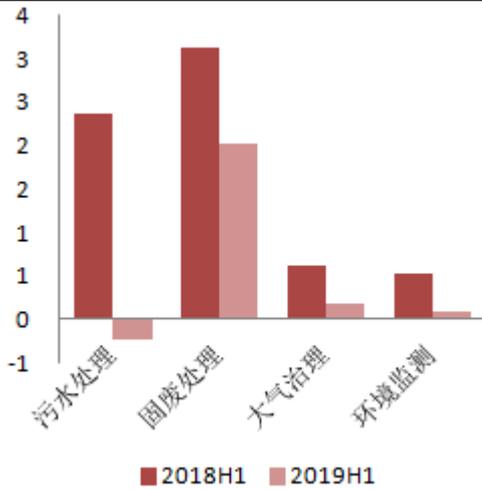


数据来源：Wind，东莞证券研究所

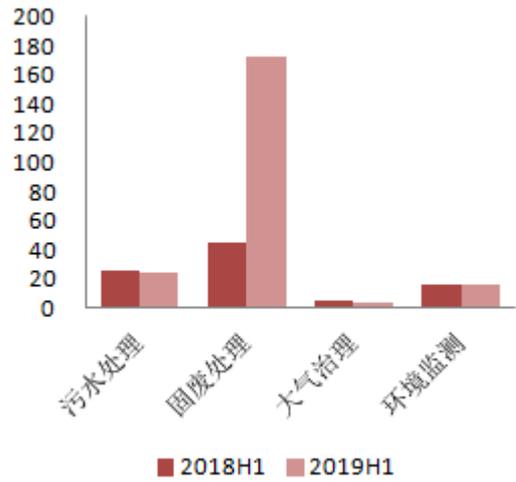
子行业中，资产减值损失方面，污水处理同比下降最多，其次固废处理。商誉方面，固废处理同比大幅增加 127 亿元，主要来源于中国天楹和盈峰环境，2 家公司的商誉同比分别增加 61 亿元和 57 亿元。

图 11：子行业 2019H1 资产减值损失

图 12：子行业 2019H1 商誉



数据来源: Wind, 东莞证券研究所



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

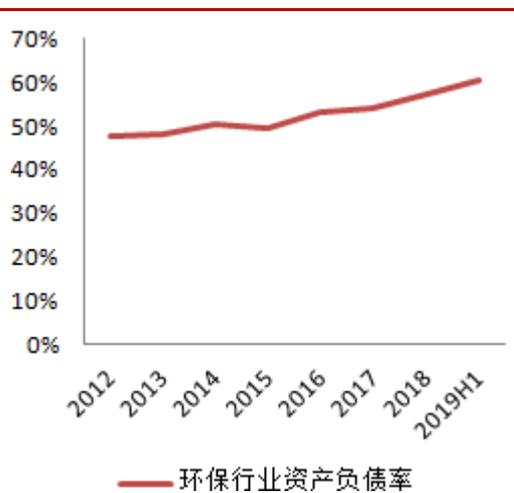
3. 资产负债率持续上升, 现金流好转

3.1 资产负债率持续上升, 回款压力较大

行业 2019H1 的资产负债率为 60.55%, 同比上升 5.13 个百分点, 较 2019Q1 末上升 0.83 个百分点, 资产负债率持续上升。

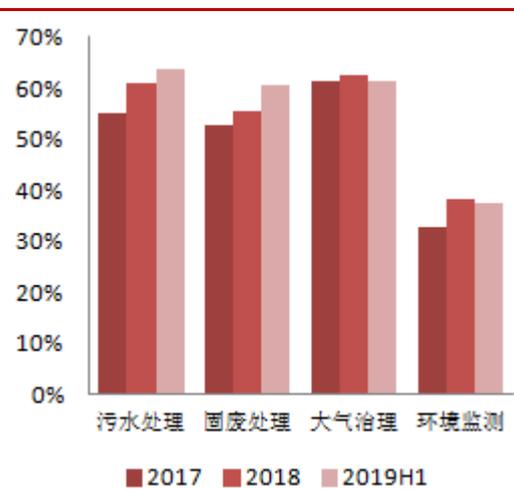
子行业中, 环境监测的资产负债率相对较低, 不到 40%, 其余子行业均达 60% 以上。其中污水处理、固废处理 2019 年上半年末的资产负债率较 2018 年末上升, 分别上升 2.71 和 5.14 个百分点。大气治理和环境监测资产负债率相对稳定。

图 13: 环保行业资产负债率



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

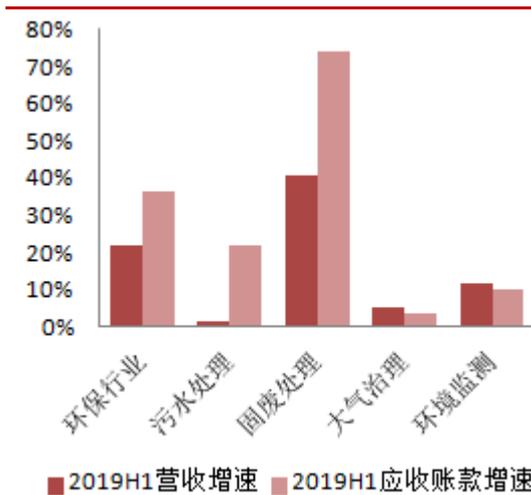
图 14: 子行业资产负债率



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

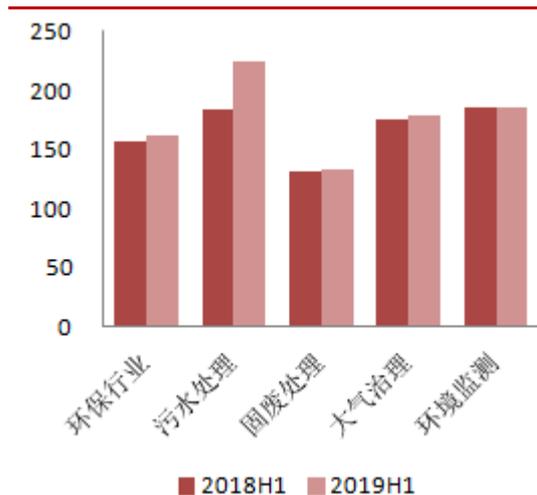
行业 2019H1 应收账款余额 598.59 亿元, 同比增长 36.41%, 增速高于行业收入 22% 的增速, 回款压力较大。其中污水处理行业的应收账款周转天数最长, 为 224 天, 同比增加 40 天。

图 15：行业应收账款增长



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 16：应收账款周转天数



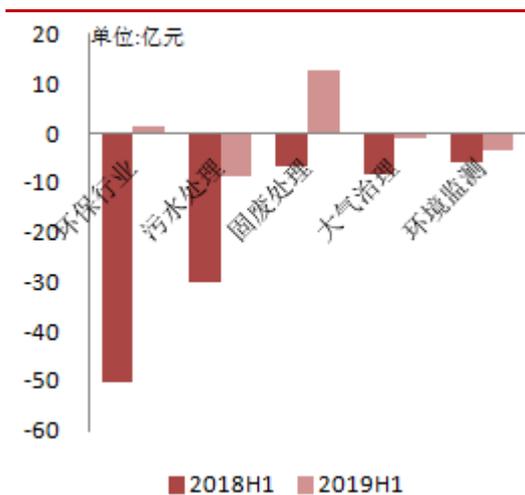
数据来源：Wind，东莞证券研究所

3.2 二季度现金流环比改善

行业 2019H1 整体经营性现金流净额为 1.31 亿元，同比增长 103%。污水处理、固废处理、大气治理、环境监测的现金流分别同比增长 71%、286%、86%、43%。

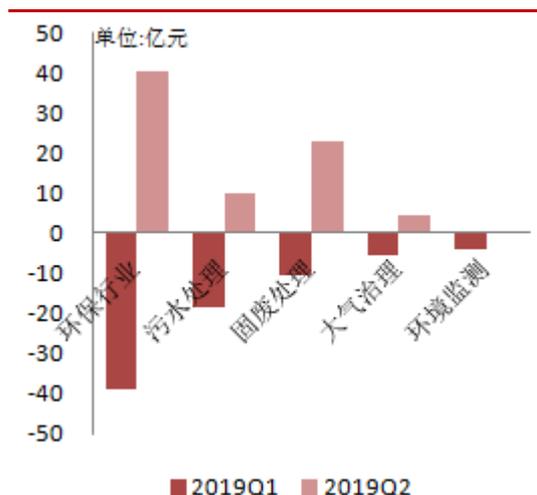
行业 2 季度整体经营性现金流净额为 40.17 亿元，环比增长 203%。污水处理、固废处理、大气治理、环境监测的现金流分别环比增长 154%、323%、180%、112%。

图 17：行业2019H1经营性现金流净额



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 18：行业2019Q2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：重点关注景气度相对较高的固废处理板块

2019 年初至今 SW 环保工程及服务板块下跌 1.62%，跑输沪深 300 指数 32 个百分点，跑输 90%的二级行业，相对弱势。板块 PE 触底回升，目前约 24 倍。

图 19：2019年初至今环保板块市场表现



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 20：环保板块历史PE



数据来源：Wind，东莞证券研究所

环保子行业业绩继续分化。环保工程类公司的融资状况仍未有实质改善，业绩继续承压，期待后续融资环境边际改善。固废处理业绩增长良好，行业景气度相对较高，相对看好固废处理板块的投资机会。垃圾分类在全国地级及以上城市逐步推进，对固废处理产业链的影响将逐步显现，建议关注环卫装备、环卫服务、湿垃圾处理、垃圾焚烧细分领域。重点个股：维尔利(300190)、盈峰环境(000967)、上海环境(601200)、瀚蓝环境(600323)、高能环境(603588)。

表 7：重点公司盈利预测及投资评级（2019/9/5）

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	17.83	1.14	1.16	1.46	15.64	15.37	12.21	推荐	维持
300190	维尔利	8.00	0.30	0.43	0.60	26.67	18.60	13.33	推荐	维持
000967	盈峰环境	6.76	0.29	0.45	0.55	23.31	15.02	12.29	谨慎推荐	维持
601200	上海环境	12.01	0.63	0.63	0.77	19.06	19.06	15.60	谨慎推荐	维持
603588	高能环境	9.94	0.48	0.69	0.91	20.71	14.41	10.92	推荐	维持
300388	国祯环保	9.44	0.42	0.48	0.60	22.48	19.67	15.73	谨慎推荐	维持
600388	龙净环保	10.93	0.75	0.84	0.94	14.57	13.01	11.63	谨慎推荐	维持

资料来源：Wind，东莞证券研究所(注：上海环境盈利预测为 wind 一致预期)

5.风险提示

- 环保政策落实低于预期
- 融资环境改善低于预期
- 地方财政支付能力下降
- 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	科创板股票、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