

## 环保

## 2019 年环保行业中报业绩综述：

## 维持评级

报告原因：行业研究

运营类公司确定性较强，工程类公司有望触底回升

中性

2019 年 9 月 9 日

行业研究/深度报告

## 环保板块今年市场表现



## 分析师：

张婉姝

执业证书编号：S0760518110002

电话：010-83496305

邮箱：zhangwanshu@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街中海国际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

## 投资要点：

- **回顾 2019：固废、监测表现较好，估值略有回升。**2019 年以来，环保工程及服务 II(申万)下跌 4.60%(截止 8.31)，跑输沪深 300 指数 32.55%；跑输创业板指 35.70%。分子行业来看，截止 2019 年 8 月 31 日，固废、监测板块年内涨幅最高，分别为 21.58%、21.49%。截止 8 月底，环保板块相对沪深 300 的市盈率为 2.18，高于 2018 年同期水平，但仍处于历史低位；相对创业板的市盈率为 0.49，略低于 2018 年同期水平。
- **业绩增速继续下滑，盈利能力呈下降趋势。**1) 2019H1，我们统计的 53 家环保公司 2019H1 实现总营收 912.19 亿元，同比增长 6.97%，增速为 2015 年以来最低；实现归母净利润 107.1 亿元，同比增长 10.46%，增速低于 2018H1 和 2017H1。代表性运营类公司营收、净利润增速虽然均同比出现下降，但仍显著高于工程类公司，可以看出在本轮去杠杆的过程中运营类公司的经营情况更加稳健。2) 2019H1，虽然行业整体毛利率、净利率波动较小，但自 2015 年以来仍呈现出了持续下降的趋势，同时 2017 年以来行业 ROE、ROIC 也呈现下降趋势。
- **2019Q2 营收增速下降明显。**2019Q2 行业整体营收增速 6.97%，是 2015Q2 以来的最低增速，同比下降 19.53pct，环比下降 2.23pct。行业整体归母净利润增速为 8.97%，同比下降 1.49pct，环比下降 0.07pct。
- **行业整体资产负债率继续提高。**2019H1，环保行业整体资产负债率继续上升达 55.38%，较 2018 同期上升 2.33pct，自 2016 上半年以来连续三年明显上升。子行业中，水处理板块资产负债率继续显著提升，为 59.48%，较 2018 同期上升 6.4pct；监测行业资产负债率同比略有下降。
- **经营性现金流普遍好转，投资性现金流延续下降趋势。**2019H1，各子行业经营性净现金流均出现了不同程度的改善，仅节能、监测行业经营性净现金流为负，但同比分别增加 1.90、3.32 亿元。行业整体的投资性净现金流延续了 2015 年以来下降的趋势，但下降幅度有所减小。
- **下半年展望：运营类公司确定性较强，工程类公司有望触底回升。**我们认为，运营类公司 2019 年盈利能力、经营稳定性明显更强，年内业绩确定性较高，建议投资者重点关注受益于垃圾分类的垃圾焚烧企业。工程类公司受融资环境影响，项目推进较慢，资产负债率进一步提高，当前资金压力仍然较大，且年内新增订单规模同比下降明显；但央行降准 0.5 个百分点有利于降低重资产企业的融资成本，加快项目推进节奏，提高下半年的业绩预期和估值水平，工程类公司业绩或触底回升，当前阶段建议投资者谨慎关注。

**风险提示：**宏观经济波动风险；政策推进不及预期；项目进度不及预期；融资及债务风险。

## 目录

1. 2019 年行情回顾：板块整体表现欠佳，估值略有回升.....	5
1.1 行情回顾：固废、监测年内表现较好.....	5
1.2 估值略有回升.....	5
2. 整体表现：盈利能力继续下降，资金压力仍然较高.....	6
2.1 整体表现：行业整体业绩增速同比继续下降.....	6
2.2 盈利质量：盈利能力呈下滑趋势，负债率继续提升，应收账款占比下降.....	10
2.3 现金流：经营性净现金流普遍好转，投资性净现金流继续下降.....	13
3. 下半年展望：运营类公司确定性较强，工程类公司或触底回升.....	15
3.1 相比之下，运营类公司确定性更强.....	15
3.2 工程类公司新增订单规模明显下降，流动性改善带来积极预期.....	16
4. 风险提示.....	17

## 图表目录

图 1：环保板块 2019 年行情回顾.....	5
图 2：2019 年环保各子板块涨跌幅（截止 8 月 31 日）.....	5
图 3：部分子行业估值水平略有提升.....	5
图 4：环保板块相对沪深 300/创业板估值处历史低位.....	5
图 5：2019H1 环保板块营收增速下降、归母净利润明显下滑.....	6
图 6：环保行业主要公司营收情况.....	7
图 7：环保行业主要公司归母净利润情况.....	7
图 8：环保企业营收增速分布.....	7
图 9：环保企业归母净利润分布.....	7
图 10：子行业营业总收入（亿元）.....	8
图 11：子行业归母净利润（亿元）.....	8
图 12：子行业营收增速.....	8
图 13：子行业归母净利润增速.....	8

图 14: 环保行业分季度营收增速 .....	9
图 15: 环保行业分季度归母净利润增速 .....	9
图 16: 子行业分季度营收增速 .....	9
图 17: 子行业分季度归母净利润增速 .....	9
图 18: 运营类公司营收增速较高 .....	9
图 19: 工程类公司整体归母净利润下降明显 .....	9
图 20: 行业毛利率, 净利率 .....	10
图 21: 行业 ROE, ROIC .....	10
图 22: 子行业毛利率情况 .....	11
图 23: 子行业净利率情况 .....	11
图 24: 环保行业三大费用率 (%) .....	11
图 25: 子行业销售费用 (%) .....	11
图 26: 子行业管理费用 (%) .....	11
图 27: 子行业财务费用 (%) .....	11
图 28: 环保行业整体资产负债率继续上升 .....	12
图 29: 水处理行业资产负债率显著提升 .....	12
图 30: 环保行业整体应收账款/总资产 .....	12
图 31: 子行业应收账款/总资产情况 .....	12
图 32: 环保行业经营性净现金流 (亿元) .....	13
图 33: 子行业经营性净现金流 (亿元) .....	13
图 34: 销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入 .....	13
图 35: 子行业销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入 .....	13
图 36: 环保行业投资性净现金流 (亿元) .....	14
图 37: 子行业投资性净现金流 (亿元) .....	14
图 38: 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 (亿元) .....	14
图 39: 投资支付的现金 (亿元) .....	14
图 40: 运营类公司毛利率、净利率均较高 .....	15
图 41: 运营类公司资产负债率较低 .....	15
图 42: 工程类公司财务费用率快速上升 .....	16



图 43：工程类公司 ROE 继续下降.....	16
表 1：主要市政工程类公司 2019H1 新增订单金额明显下降 .....	16
附录 1：重点环保公司收入增速（单位：%） .....	18
附录 2：重点环保公司归母净利润增速（单位：%） .....	20

## 1. 2019 年行情回顾：板块整体表现欠佳，估值略有回升

### 1.1 行情回顾：固废、监测年内表现较好

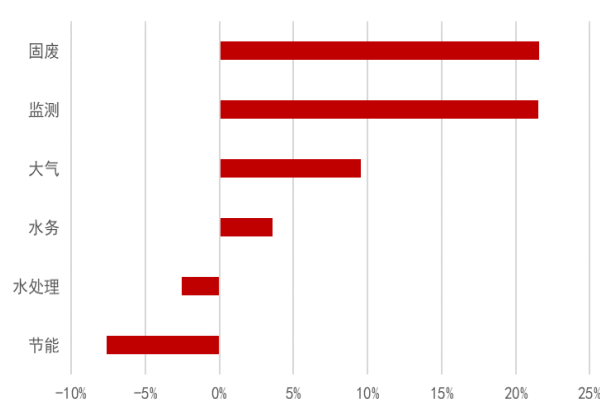
2019 年以来，环保工程及服务 II（申万）下跌 4.60%（截止 8 月 31 日），跑输沪深 300 指数 32.55%；跑输创业板指 35.70%。整体来看，6 月 3 日领导人对垃圾分类工作表示重点关注以来，以环卫装备/服务和垃圾焚烧为主的固废板块走出了较明显的超额收益，但于 7 月 6 日开始回落；除此之外，6 月份以前环保板块的走势基本与创业板相一致，在 1 月底（业绩预告）和 4 月底（流动性宽松不及预期）跌幅明显大于创业板指和沪深 300；7 月以后环保板块跌幅较大，但已于 8 月下旬企稳。分子行业来看，截止 2019 年 8 月 31 日，固废、监测板块年内涨幅最高，分别为 21.58%、21.49%；节能、水处理板块年内分别下跌 7.62%、2.53%。

图 1：环保板块 2019 年行情回顾



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：2019 年环保各子板块涨跌幅（截止 8 月 31 日）



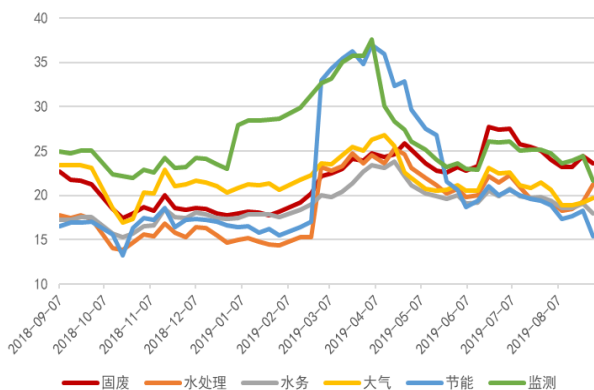
资料来源：Wind，山西证券研究所

### 1.2 估值略有回升

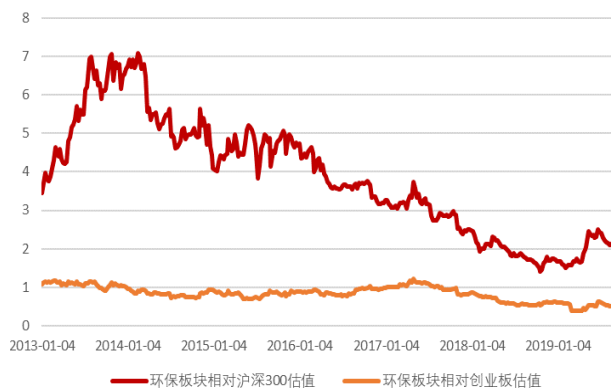
2019 年以来，固废、水处理板块估值略有提升，截止 2019 年 8 月底 PE（历史 TTM\_整体法）分别为 23.57 和 21.26。其余板块估值较 2018 年中期未出现明显波动。目前水务、大气、节能板块的 PE 仍处于 20 倍以下，监测板块的 PE 为 21.69。目前，环保板块相对沪深 300 的市盈率为 2.18，高于 2018 年同期水平，但仍处于历史低位；相对创业板的市盈率为 0.49，略低于 2018 年同期水平。

图 3：部分子行业估值水平略有提升

图 4：环保板块相对沪深 300/创业板估值处历史低位



资料来源：Wind，山西证券研究所



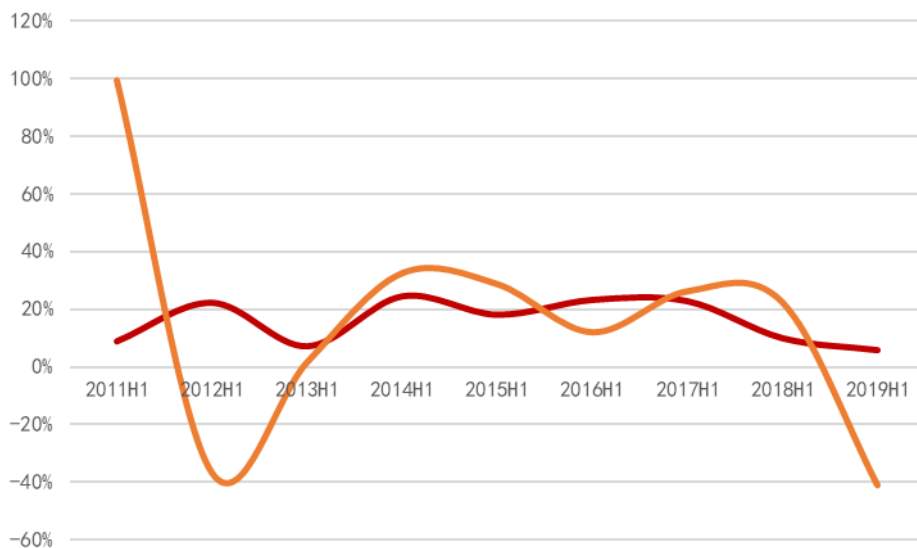
资料来源：Wind，山西证券研究所

## 2. 整体表现：盈利能力继续下降，资金压力仍然较高

### 2.1 整体表现：行业整体业绩增速同比继续下降

2019 年上半年，纳入申万环保工程及服务 II 的 48 家公司合计实现营业总收入 747.88 亿元，同比增长 5.92%，增速较 2018H1 下降 4.17pct，连续第二年出现明显下降；实现归母净利润 50.30 亿元，同比下降 40.97%，为 2013 年来首次出现下降。

图 5：2019H1 环保板块营收增速下降、归母净利润明显下滑

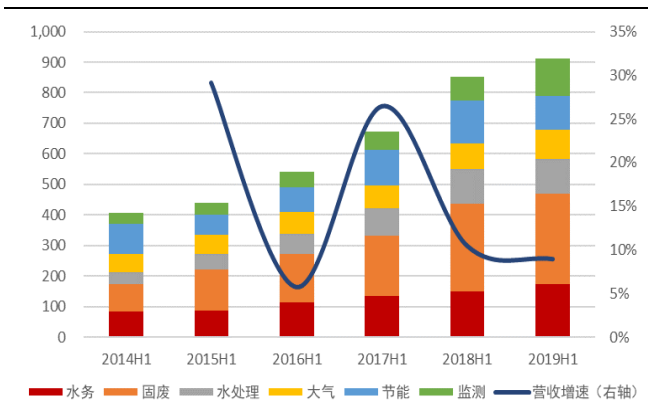


资料来源：Wind，山西证券研究所

从我们重点关注的 62 家公司中剔除掉近两年经营状况出现较大波动的 6 家公司和上市时间较短、数据统计较少的 3 家公司，其余 53 家环保公司（具体见附录 1）2019H1 实现营业总收入 912.19 亿元，同比增

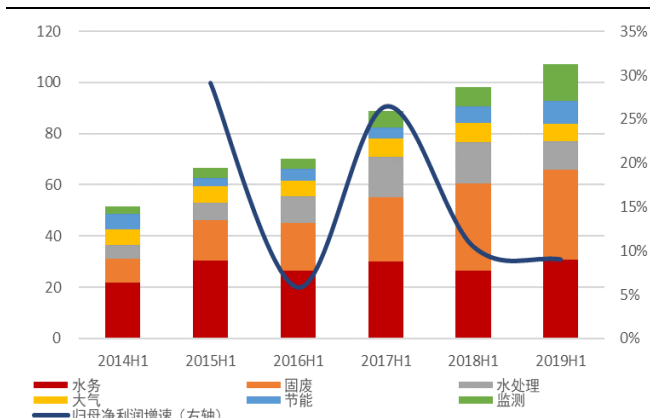
长 6.97%，增速为 2015 年以来最低；实现归母净利润 107.1 亿元，同比增长 10.46%，增速低于 2018H1（10.02%）和 2017H1（26.44%）。

图 6：环保行业主要公司营收情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 7：环保行业主要公司归母净利润情况

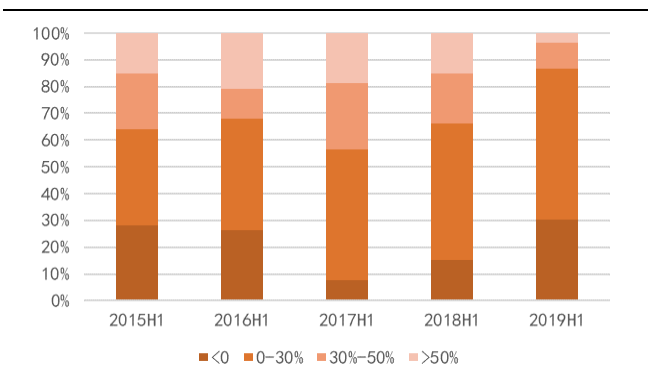


资料来源：Wind，山西证券研究所

我们统计的 53 家环保公司中，2019H1 仅有 2 家公司营收增速超过 50%，占比 3.77%，较 2018H1 减少 6 家（占比 15.09%）；营收增速处于 30%-50% 之间的公司有 5 家，占比 9.43%，较 2018H1 减少 5 家（占比 18.87%）；营收增速处于 0-30% 区间的公司有 30 家，占比 56.60%，较 2018H1 增加 3 家（占比 50.94%）；营收出现负增长的公司有 16 家，占比 30.19%，较 2018H1 增加 8 家（占比 15.09%）；行业整体营收增速较 2018H1 下降明显。

从归母净利润来看，2019H1 仅有 8 家公司净利润增速超过 50%，较 2018H1 减少 6 家；净利润同比下降的公司有 19 家，较 2018H1 增加 5 家，数量为 2015H1 以来最多。

图 8：环保企业营收增速分布



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 9：环保企业归母净利润分布

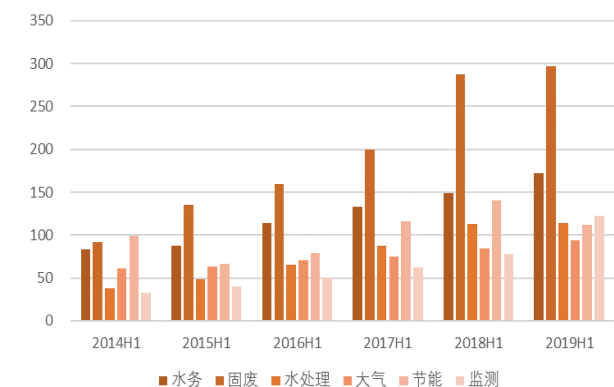


资料来源：Wind，山西证券研究所

分子行业来看，2019 上半年，水务、大气行业营收增速与 2018 年同期相比较为平稳，但大气行业整体归母净利润同比下降 11.18%。监测行业由于华测检测营收、净利润增速较高，2019 上半年业绩明显优于 2018 年同期，是今年表现最好的子行业。水处理、固废、节能三个行业营收增速下降明显，其中节能行业营收

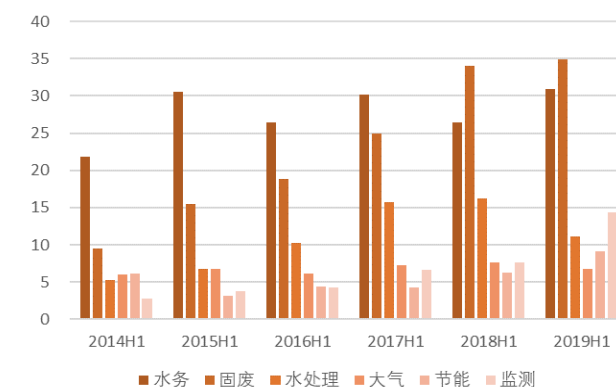
同比下降 20.54%，是 2019 年唯一一个营收增速为负的子行业。水处理行业部分公司由于清理、暂停在手 PPP 项目，经营情况受到一定的影响；叠加近一年来融资成本较高，在手项目推进较慢，营收下滑较为明显；行业归母净利润整体下降 31.42%，是 2019 年归母净利润下滑最多的子行业。固废行业 2019 上半年整体增速为 3.61%，较 2018 上半年下降 39.88pct，一方面是金圆股份 2018 上半年营收增速达 273.79%，拉高了 2018 上半年的行业整体增速，相比之下 2019 年增速下降较多；另一方面，多数公司营收增速较 2018 年同期出现下降，但仍然保持正向增长；固废行业 2019 上半年归母净利润增速为 2.60%，同比下降 33.57pct。

图 10：子行业营业总收入（亿元）



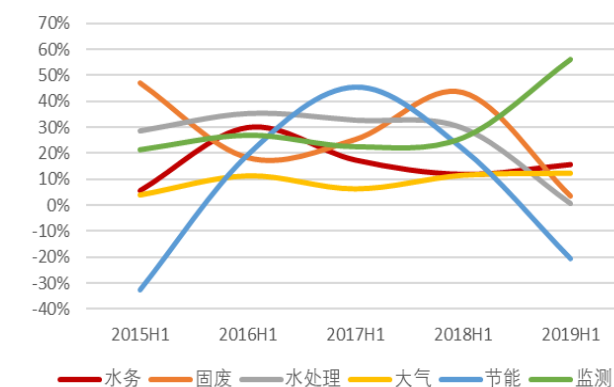
资料来源：山西省统计局，山西证券研究所

图 11：子行业归母净利润（亿元）



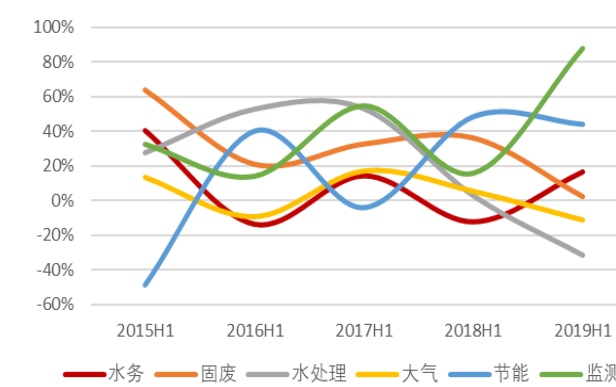
资料来源：山西省统计局，山西证券研究所

图 12：子行业营收增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 13：子行业归母净利润增速

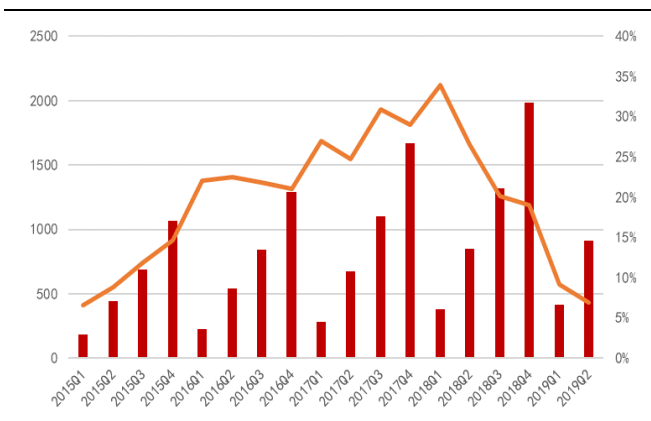


资料来源：Wind，山西证券研究所

分季度来看，2019Q2 行业整体营收增速 6.97%，是 2015Q2 以来的最低增速，同比下降 19.53pct，环比下降 2.23pct。固废、水处理、节能行业 2019Q2 营收增速同比下滑明显，其中固废、节能两个行业二季度环比也出现了较为明显的下滑。节能行业 2019Q2 营收增速为 -20.54%，是 2019Q2 唯一一个营收绝对值出现下滑的子行业。二季度行业整体归母净利润增速为 8.97%，同比下降 1.49pct，环比下降 0.07pct。水处理、大气行业 2019Q2 归母净利润同比出现下降，其他子行业归母净利润增速依然为正。

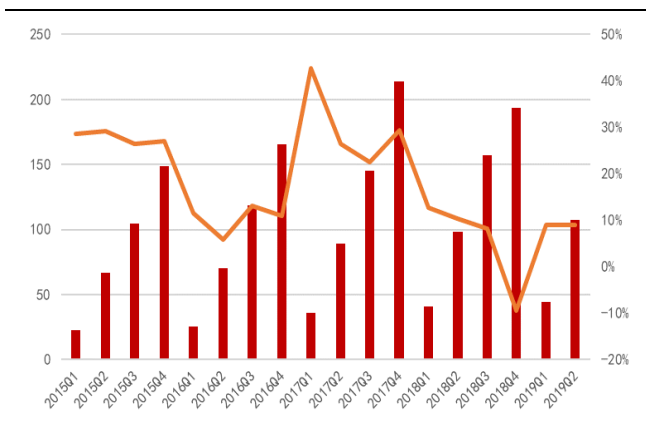


图 14：环保行业分季度营收增速



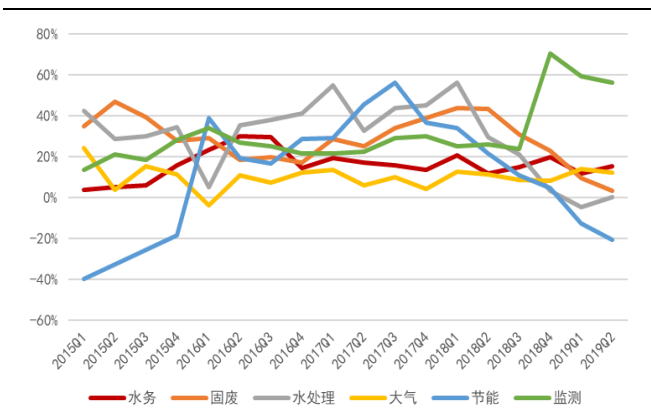
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 15：环保行业分季度归母净利润增速



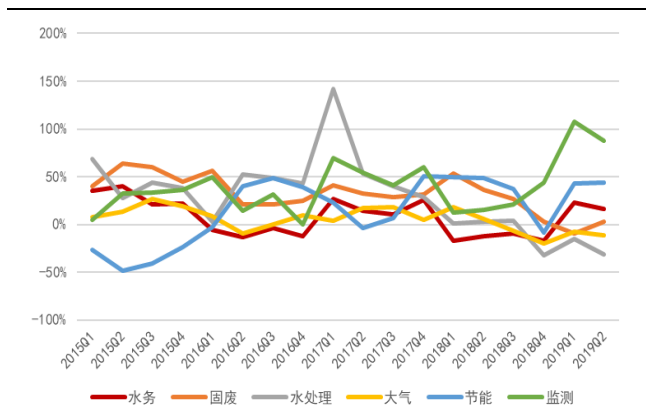
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 16：子行业分季度营收增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 17：子行业分季度归母净利润增速



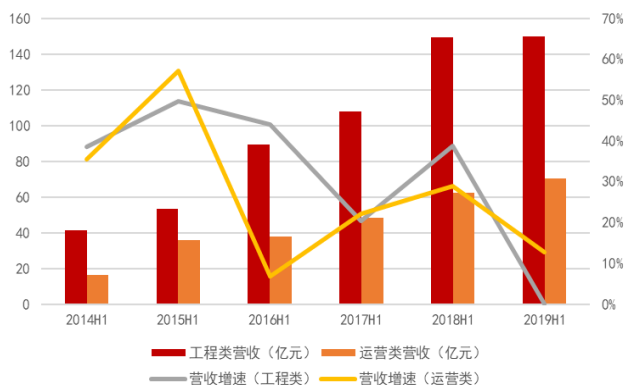
资料来源：Wind，山西证券研究所

我们选出代表性工程类和运营类公司对其盈利情况进行统计。2019 上半年，代表性工程类公司营收增速仅 0.08%，显著低于 2018 上半年 38.90% 的增速，为 2014H1 以来最低增速。代表性运营类公司营收增速为 12.73%，较 2018 上半年下降 16.31pct，但显著高于工程类公司营收增速，可以看出在本轮去杠杆的过程中运营类公司的经营情况更加稳健。

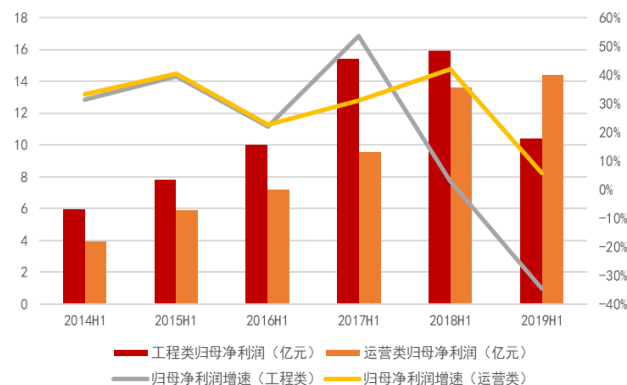
从归母净利润的情况来看，2019 上半年，代表性工程类公司整体归母净利润同比下降 34.52%，为 2014H1 以来首次出现负增长。一方面是营收增速下滑导致归母净利润同步下滑，另一方面是在营收增速下降的情况下，企业难以同步降低营业成本，同时财务费用同比上升导致归母净利润下滑幅度大于营收下滑幅度。相比之下，运营类公司归母净利润整体实现了 5.83% 的增长，虽然增速也是 2014H1 以来的新低，但保持了相对稳健。

图 18：运营类公司营收增速较高

图 19：工程类公司整体归母净利润下降明显



资料来源：Wind，山西证券研究所（注\*：工程类公司包括：高能环境、启迪桑德、博天环境、万邦达、维尔利、博世科、碧水源）



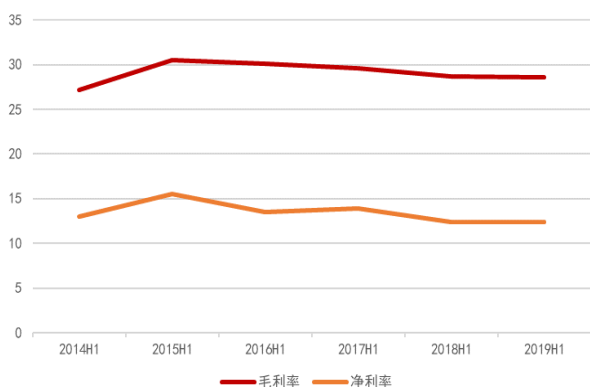
资料来源：Wind，山西证券研究所（注\*：运营类公司包括：瀚蓝环境、伟明环保、上海环境、国祯环保、环能科技）

## 2.2 盈利质量：盈利能力呈下滑趋势，负债率继续提升，应收账款占比下降

行业盈利能力较为稳定，但仍呈下滑趋势

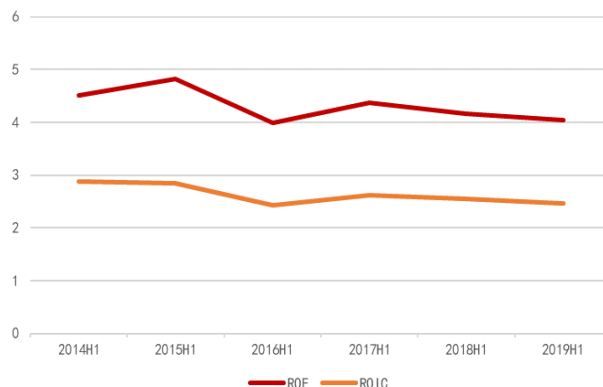
2019H1，我们重点关注的 53 家公司的整体毛利率为 28.58%，同比下降 0.11pct，较为平稳；2019H1 整体净利率为 12.42%，同比上升 0.03pct。虽然毛利率、净利率波动都不大，但我们可以发现环保行业整体毛利率、净利率自 2015 年以来呈现出了持续下降的趋势，同时 2017 年以来行业 ROE、ROIC 也呈现下降趋势，近两年行业整体盈利能力有所下滑。

图 20：行业毛利率，净利率



资料来源：Wind，山西证券研究所

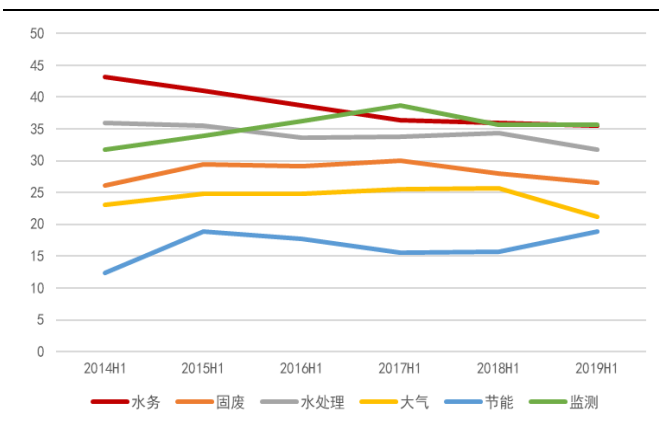
图 21：行业 ROE，ROIC



资料来源：Wind，山西证券研究所

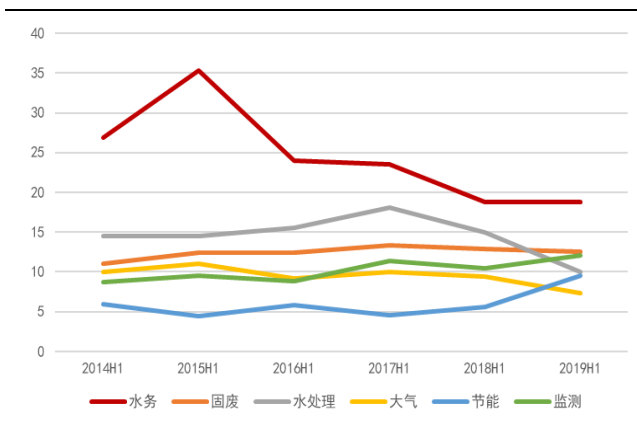
从子行业的情况来看，水务、固废行业毛利率和净利率较去年同期波动不大，水处理、大气行业毛利率、净利率同比出现了较为明显的下降。节能、监测两个子行业的毛利率、净利率均同比出现提升。

图 22：子行业毛利率情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 23：子行业净利率情况

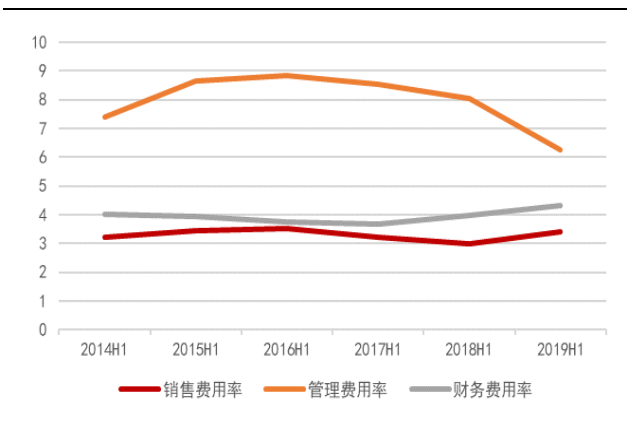


资料来源：Wind，山西证券研究所

我们统计的 53 家公司 2019 上半年管理费用率为 6.34%，较 2018 同期下降 1.80pct，出现了较为明显的下降；行业整体的财务费用率则继 2018 上半年继续上升 0.34pct 至 4.32%，在一定程度上反映了 2019 上半年行业融资成本仍然较高；行业整体的销售费用率为 3.41%，较 2018 同期上升 0.43pct，较为平稳。

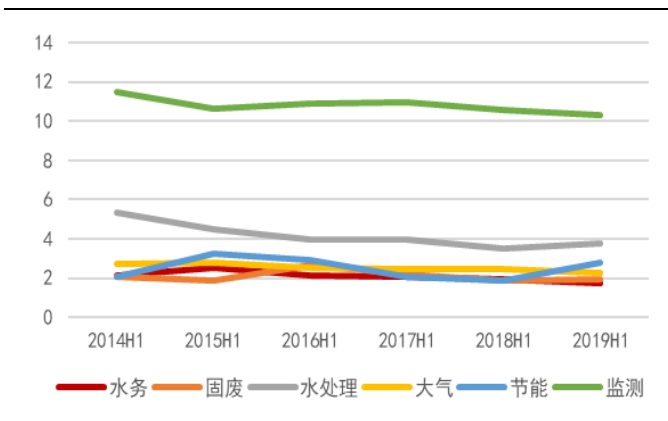
从子行业来看，重资产业务为主的水处理行业财务费用出现明显上升，2019 上半年财务费用率为 6.91%，较 2018 同期上升 1.98pct；而资金较为充裕的监测行业财务费用率下降 0.73pct 至 0.89%。

图 24：环保行业三大费用率（%）



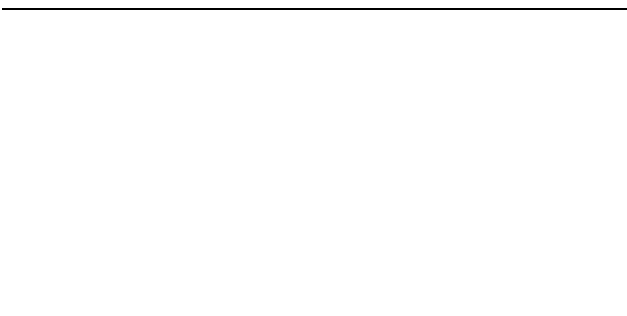
资料来源：Wind，山西证券研究所

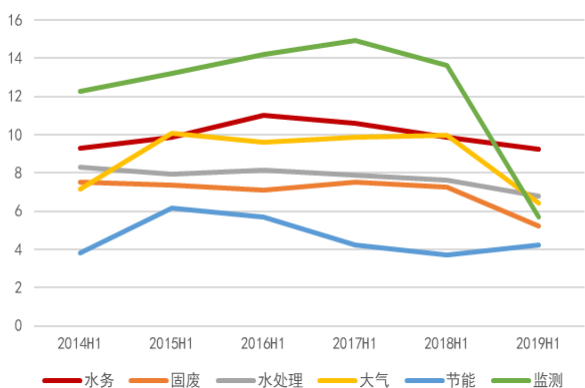
图 25：子行业销售费用（%）



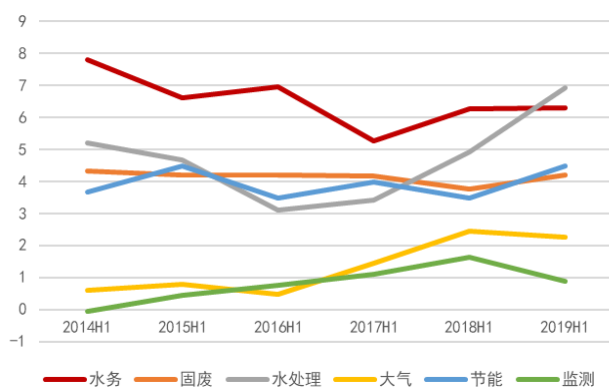
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 26：子行业管理费用（%）





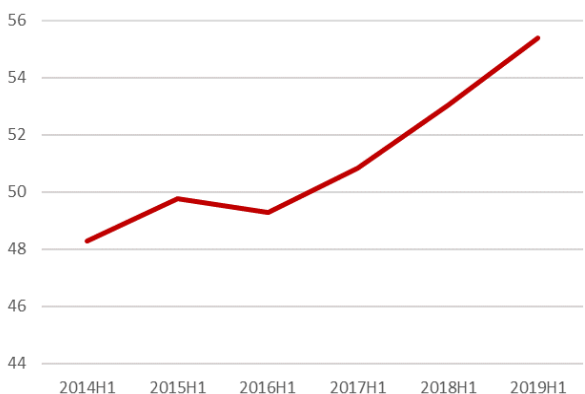
资料来源：Wind，山西证券研究所



资料来源：Wind，山西证券研究所

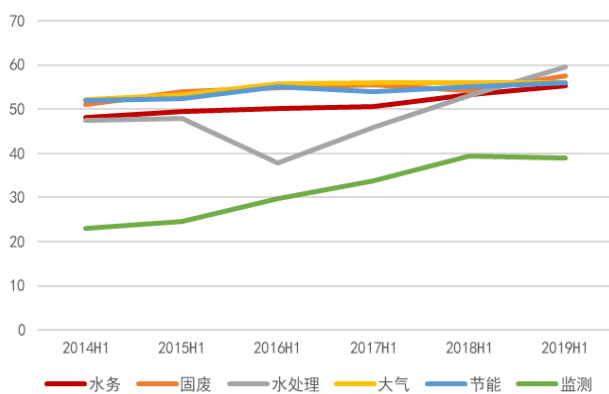
2019 上半年，环保行业整体资产负债率继续上升达 55.38%，较 2018 同期上升 2.33pct，自 2016 上半年以来连续三年明显上升。子行业中，水处理板块资产负债率继续显著提升，为 59.48%，较 2018 同期上升 6.4pct。此外，2019 年固废行业资产负债率达 57.47%，同比上升 3.25pct，为 2019 上半年资产负债率上升第二多的子行业。大气、节能、监测行业资产负债率波动较小，其中监测行业资产负债率同比略有下降。

图 28：环保行业整体资产负债率继续上升



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 29：水处理行业资产负债率显著提升

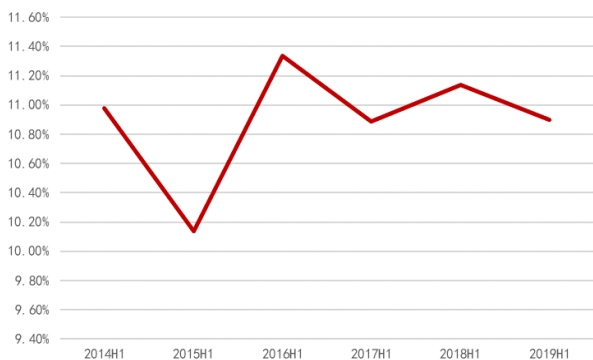


资料来源：Wind，山西证券研究所

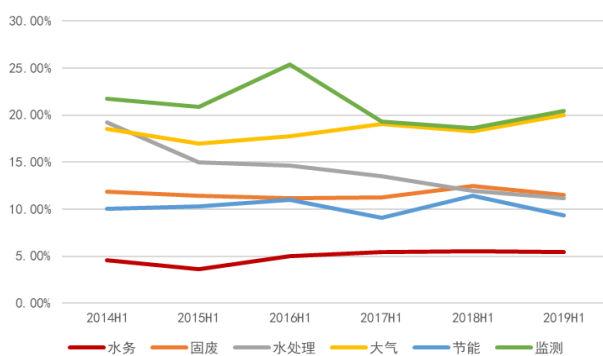
多家环保上市公司 2017 年以来加强对应收账款的管理，2019 上半年行业整体应收账款/总资产比例较 2018 上半年下降 0.24pct 至 10.90%。子行业中，仅大气、监测行业应收账款占比同比有所上升，其他四个子行业该项比例均有不同程度的下降，上市公司加强回款政策的效果有所显现。

图 30：环保行业整体应收账款/总资产

图 31：子行业应收账款/总资产情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

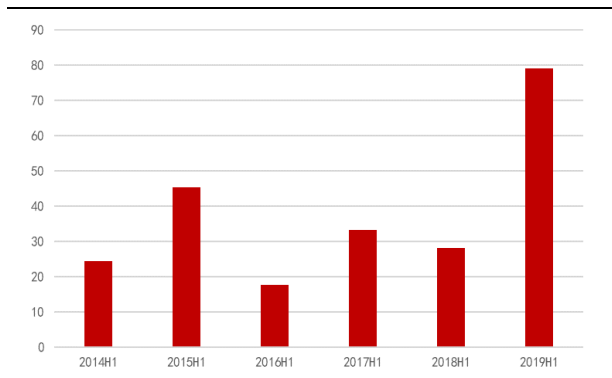


资料来源：Wind，山西证券研究所

## 2.3 现金流：经营性净现金流普遍好转，投资性净现金流继续下降

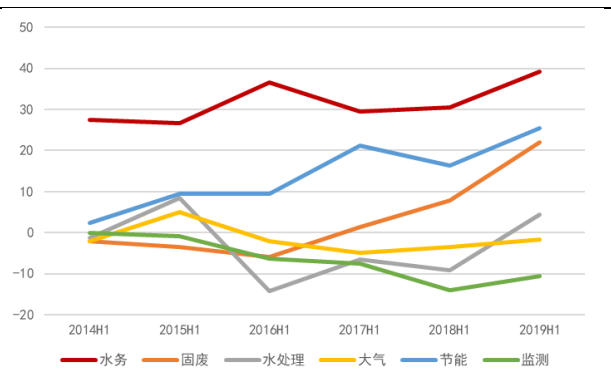
**经营性净现金流普遍好转。**2019H1，各子行业经营性净现金流均出现了不同程度的改善，仅节能、监测行业经营性净现金流为负，但同比分别增加 1.90、3.32 亿元。固废、水处理行业经营性净现金流改善最为明显，一方面是部分项目暂停，现金流出减少；另一方面是加强回款，销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入的比例同比上升。所有子行业现金流改善效果叠加导致行业整体经营性净现金流为 78.99 亿元，同比增加 50.87 亿元。

图 32：环保行业经营性净现金流（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

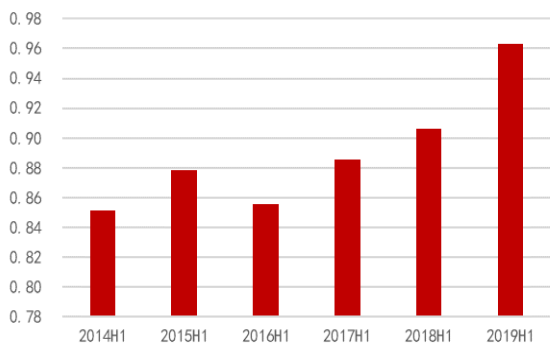
图 33：子行业经营性净现金流（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 34：销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入

图 35：子行业销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入

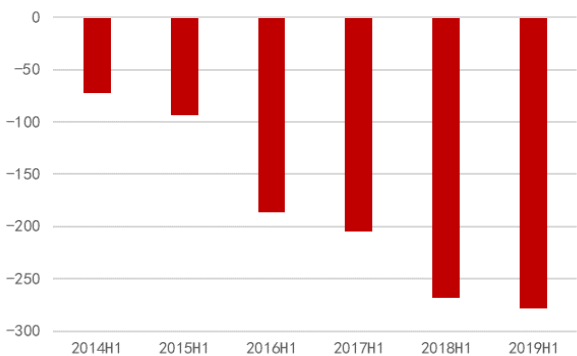


资料来源：Wind，山西证券研究所

### 投资净现金流继续下降，但幅度有所减小

2019H1，环保行业投资性净现金流为-278.55 亿元，同比下降 10.07 亿元，虽然延续了 2015 年以来下降的趋势，但下降幅度有所减小。从各子行业来看，节能、大气、水处理三个行业投资性净现金流同比有所上升，水务、固废、监测行业则继续下降。

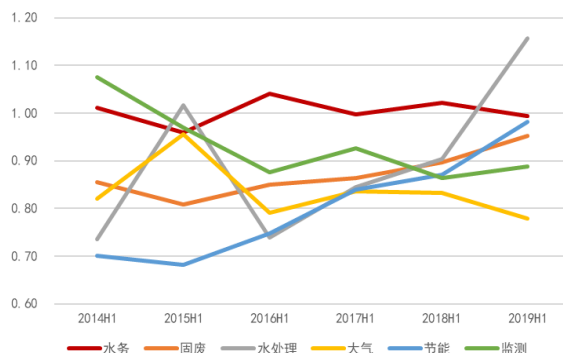
图 36：环保行业投资性净现金流（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

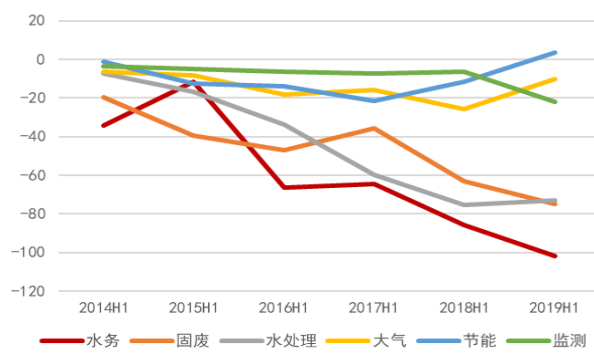
从投资活动现金流出项目来看，水务、固废、水处理行业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金继续显著增长；但 2019H1，水务行业投资支付的现金项目金额显著下降，水处理、大气行业该项目也同比下降。以上三个行业由于 2016-2018 年获取订单较多，在手项目规模较大，依然具有较大的资金需求，资金压力仍然较大。

图 38：购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（亿元）



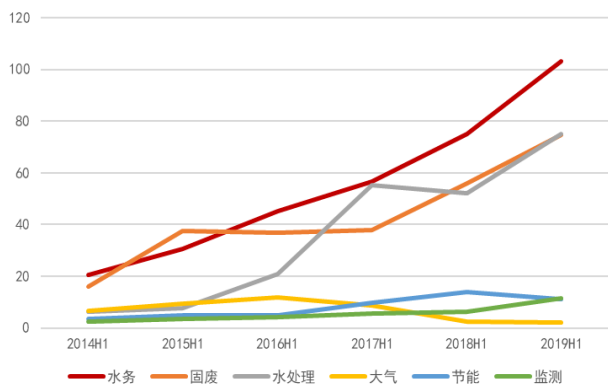
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 37：子行业投资性净现金流（亿元）

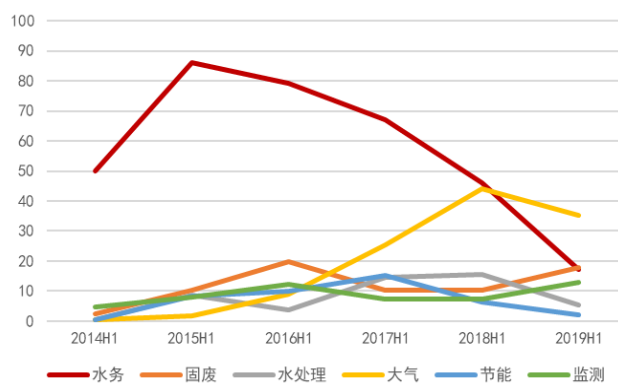


资料来源：Wind，山西证券研究所

图 39：投资支付的现金（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所



资料来源：Wind，山西证券研究所

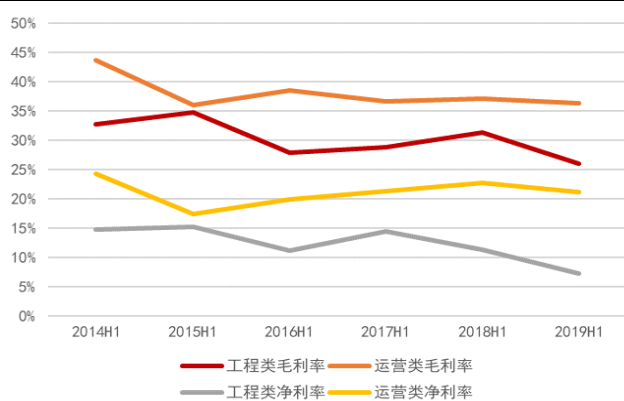
### 3. 下半年展望：运营类公司确定性较强，工程类公司或触底回升

#### 3.1 相比之下，运营类公司确定性更强

运营类公司盈利能力较为平稳，经营风险更低

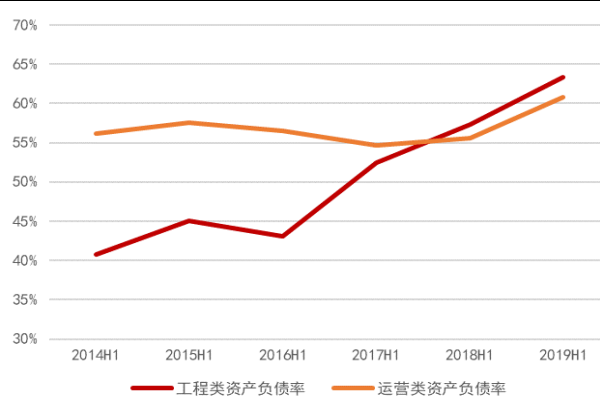
2019H1，主要运营类公司毛利率、净利率虽然同比略有下降，但总体较为平稳。相比之下，工程类公司毛利率、净利率分别较 2018H1 下降 5.18pct、4.09pct，受融资环境影响盈利能力出现较明显的下降。虽然两类公司资产负债率均出现了较为明显的提升，但 2018H1 以来，运营类公司的资产负债率一直低于工程类公司，经营风险更低。

图 40：运营类公司毛利率、净利率均较高



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 41：运营类公司资产负债率较低



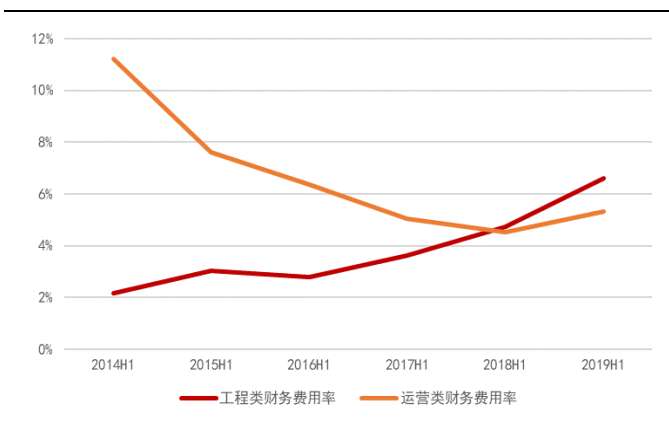
资料来源：Wind，山西证券研究所

工程类公司财务费用率快速上升，ROE 明显下降

与资产负债率明显提升相对应，工程类公司的财务费用率也继续上升，2019 上半年达到 6.62%，同比上升 1.88pct。而运营类公司整体的财务费用率为 5.3%，仅同比上升 0.78pct。

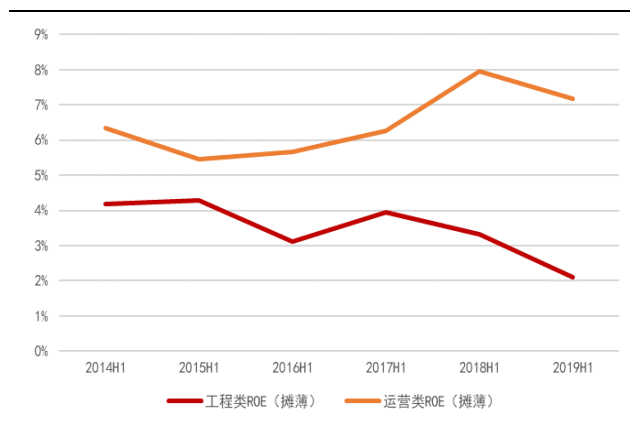
尽管工程类公司的财务杠杆有所提升，但 ROE 同比下降了 1.22pct，盈利能力和经营效率下降较为明显。

图 42：工程类公司财务费用率快速上升



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 43：工程类公司 ROE 继续下降



资料来源：Wind，山西证券研究所

### 3.2 工程类公司新增订单规模明显下降，流动性改善带来积极预期

#### 工程端新增订单规模明显下降

2019 上半年，除万邦达外，主要工程类公司新增订单金额均出现了明显下降，主要是 2018 年下半年以来，多家公司放缓了对 PPP 项目的投资，严控订单质量，流域治理等对资金占用较多的生态类项目拿单规模下降。多家公司期末在手订单金额相对 2018 上半年也出现了下降，但是仍足够支撑未来 1-3 年的营收。但我们仍需注意，2019 年工程类公司整体拿单规模难以达到 2018 年的规模，因此随着在手项目的推进，2020 年以后的可执行订单规模可能会出现进一步的下降。若工程类公司的资产负债率能够出现较为明显的下降，叠加融资成本的下降，后续订单推进速度和拿单规模才能够出现明显的提升。

表 1：主要市政工程类公司 2019H1 新增订单金额明显下降

公司	报告期内新增订单金额（亿元）				期末在手订单规模（亿元）			
	2016H1	2017H1	2018H1	2019H1	2016H1	2017H1	2018H1	2019H1
碧水源	92.84	258.94	309.86	80.44	185.08	365.48	793.16	540.97
巴安水务	13.68	6.20	34.29	2.72	13.40	17.47	50.15	37.86
维尔利	4.96	4.80	9.32	12.12	14.92	17.66	22.85	23.85
环能科技	0.08	1.47	0.22	0	0.01	0.76	2.38	1.38
万邦达	14.35	0.09	1.78	3.27	23.96	10.98	9.60	6.60
博天环境		16.95	79.98	24.64		37.89	129.84	77.28
博世科	8.69	24.46	18.87	18.08	18.64	35.52	54.97	62.93
国祯环保	9.21	16.45	48.78	23.29	15.25	26.95	102.68	102.84
高能环境	17.33	12.57	22.92	17.80			86.04	102.66

资料来源：山西证券研究所、公司公告（注\*：期末在手订单规模包含尚未执行订单和处于施工期末完成投资金额）



### 降准如期而至，工程类公司或触底回升

我们在此前的报告中一直强调，尽管 2018 年 10 月以来，民营企业融资问题受到了很强的关注，国家也发布了一系列政策力图降低民企融资成本。但我们综合信用利差和调研信息认为，2019 上半年民营上市公司面临的融资环境改善不大，融资成本依然较高，进而影响到上市公司的项目进度和拿单热情。

我们此前提请投资者重点关注环保公司的资产负债率、现金流情况是否有所改善。从目前中期业绩的情况来看，行业整体资产负债率继续上升，水处理行业整体上升幅度较大；经营性净现金流同比普遍好转，但投资性净现金流流出幅度仍在扩大，行业整体资金压力仍较高。考虑到部分工程类公司积极引入国企战投，对此前业务进行梳理之后有望借助新股东实现新的发展。

上周五，央行宣布“9 月 16 日起全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点；同时，为促进加大对小微、民营企业的支持力度，再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，于 10 月 15 日和 11 月 15 日分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点。”此次降准有助于缓解工程类公司的融资压力，8 月公用事业 AAA 和 AA+产业债的信用利差已经有所收窄，利好下半年优质环保企业业绩释放，下半年项目实施节奏有望加快，为工程类公司三四季度的业绩带来了积极预期。但我们仍应注意到，年内上市公司新增订单金额有所下降，部分公司放缓了项目实施的节奏，且不少公司当前资产负债率达到了近年来的峰值水平。尽管降准带来了积极预期，但对上市公司个体的影响仍有待观察，工程类公司全年业绩仍有较大概率不及预期，当前建议保持谨慎乐观。

综上，我们认为，运营类公司 2019 年盈利能力、经营稳定性明显更强，年内业绩确定性较高，建议投资者重点关注受益于垃圾分类的垃圾焚烧企业。工程类公司受融资环境影响，项目推进较慢，资产负债率进一步提高，当前资金压力仍然较大；但央行降准 0.5 个百分点有利于降低重资产企业的融资成本，加快项目推进节奏，提高下半年的业绩预期和估值水平，工程类公司业绩或触底回升，当前阶段建议投资者谨慎关注。

## 4. 风险提示

宏观经济波动风险；政策推进不及预期；项目进度不及预期；融资及债务风险。

**附录 1：重点环保公司收入增速（单位：%）**

子行业	证券代码	证券名称	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
水务	000685.SZ	中山公用	11.56	14.34	9.47	23.54	-0.01	3.00
	601158.SH	重庆水务	11.33	15.66	20.32	13.75	12.80	10.72
	000598.SZ	兴蓉环境	14.53	7.28	10.06	14.58	7.13	12.33
	600168.SH	武汉控股	23.65	21.00	9.23	12.21	4.37	7.62
	600008.SH	首创股份	19.66	2.42	41.34	63.29	15.63	34.03
	601368.SH	绿城水务	3.67	6.82	5.86	12.89	14.50	11.51
	601199.SH	江南水务	-7.99	-40.00	-0.67	-12.54	-13.98	27.63
	600461.SH	洪城水业	47.60	51.14	17.37	-5.71	23.80	7.87
	000605.SZ	渤海股份	32.01	-9.24	-15.73	-13.27	11.29	-1.82
	300262.SZ	巴安水务	48.09	-44.08	7.69	305.57	-20.57	38.28
水处理	600217.SH	中再资环	34.71	16.57	1.82	14.89	19.05	1.58
	603568.SH	伟明环保	52.56	66.93	64.92	22.71	48.83	16.83
	300190.SZ	维尔利	11.83	125.07	40.96	31.01	42.06	15.42
	002034.SZ	旺能环境	14.01	-64.48	-41.03	-23.48	21.73	74.87
	601200.SH	上海环境	10.40	-5.72	11.23	-7.84	8.61	9.13
	000826.SZ	启迪环境	22.26	52.51	17.20	-11.24	5.48	-23.04
	603686.SH	龙马环卫	15.29	5.26	8.95	17.50	12.57	24.50
	000546.SZ	金圆股份	816.98	176.99	13.28	1.37	-11.47	-8.53
固废	600323.SH	瀚蓝环境	20.03	13.54	18.03	10.63	10.50	22.65
	002340.SZ	格林美	80.05	53.39	7.50	4.67	3.10	-23.04
	603588.SH	高能环境	77.99	50.79	30.61	94.37	36.83	59.13
	002479.SZ	富春环保	-17.20	-20.49	-5.38	6.12	8.70	20.54
	002672.SZ	东江环保	12.24	24.17	7.18	-13.68	6.39	-2.29
	000544.SZ	中原环保	17.35	-8.34	-3.03	15.22	21.26	94.12
	300145.SZ	中金环境	35.75	30.83	3.40	-0.35	-4.14	-17.95
	300055.SZ	万邦达	-28.56	-43.94	-7.64	-57.64	-44.23	-30.14
	300425.SZ	环能科技	45.72	23.92	22.73	71.97	35.34	-26.25
	300388.SZ	国祯环保	87.52	70.17	69.32	26.85	12.48	3.45
	600874.SH	创业环保	1.00	23.33	10.57	19.80	20.22	2.80
	300422.SZ	博世科	140.82	86.72	101.06	52.35	23.37	39.71
	300070.SZ	碧水源	105.32	-12.37	-12.60	-34.59	-21.26	12.25
大气	300172.SZ	中电环保	1.80	37.22	46.64	-10.90	2.51	-18.82
	600292.SH	远达环保	11.09	-1.06	26.58	12.14	36.10	18.69
	300187.SZ	永清环保	-36.28	-42.77	64.94	-44.48	6.63	-10.91
	300385.SZ	雪浪环境	21.17	-3.22	23.89	27.99	23.28	50.46
	002573.SZ	清新环境	50.77	46.41	-38.86	-14.50	-24.58	-30.80
	300105.SZ	龙源技术	-43.99	-22.78	-21.56	-13.30	20.43	-18.81
	600388.SH	龙净环保	5.81	12.04	19.92	19.21	34.71	38.16
节能	603126.SH	中材节能	-2.04	20.43	1.05	22.13	26.34	22.15



	600277.SH	亿利洁能	44.50	15.66	-16.72	-10.83	-24.07	-36.16
	300332.SZ	天壕环境	12.89	2.39	-8.62	-3.18	10.78	-10.47
	002549.SZ	凯美特气	52.42	23.30	4.82	5.70	-3.40	10.02
	002630.SZ	华西能源	7.93	8.30	45.59	-82.20	-0.56	-39.33
	300335.SZ	迪森股份	51.51	-18.81	-11.06	-25.93	-43.56	-13.75
监测	000967.SZ	盈峰环境	21.72	26.16	-6.32	66.70	6.19	3.07
	002658.SZ	雪迪龙	17.62	28.13	35.43	3.68	40.56	20.75
	300137.SZ	先河环保	27.30	38.91	26.98	32.48	10.77	32.98
	300165.SZ	天瑞仪器	82.17	39.44	30.83	6.37	-13.74	-4.06
	002322.SZ	理工环科	-33.33	14.35	46.41	26.74	53.36	-10.74
	300203.SZ	聚光科技	42.75	32.63	41.51	34.04	20.04	0.66
	300012.SZ	华测检测	19.54	34.98	32.14	20.18	26.23	19.42
	300007.SZ	汉威科技	5.71	5.69	11.92	-1.93	14.21	33.70
	002514.SZ	宝馨科技	83.81	4.95	43.77	56.95	21.80	-10.90

数据来源：山西证券研究所、Wind

附录 2：重点环保公司归母净利润增速（单位：%）

子行业	证券代码	证券名称	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
水务	000685.SZ	中山公用	-22.29	-30.25	-35.83	-58.50	64.63	-8.60
	601158.SH	重庆水务	-42.99	3.01	25.72	-94.76	7.00	5.13
	000598.SZ	兴蓉环境	15.11	18.71	9.46	-8.50	13.00	11.25
	600168.SH	武汉控股	19.05	-8.75	-39.67	-19.60	11.25	23.10
	600008.SH	首创股份	-17.83	-20.17	34.21	53.64	34.35	66.13
	601368.SH	绿城水务	7.02	-7.97	-48.82	-13.05	26.12	-13.62
	601199.SH	江南水务	-20.88	-48.21	-5.98	38.84	-1.13	40.81
	600461.SH	洪城水业	67.80	2.23	-11.13	49.53	41.95	57.25
	000605.SZ	渤海股份	18.88	-43.85	-58.49	-49.85	-24.60	-54.46
	300262.SZ	巴安水务	25.14	-5.34	-57.34	44.58	-9.75	-24.77
水处理	600217.SH	中再资环	53.06	41.57	22.91	19.40	35.08	17.09
	603568.SH	伟明环保	47.37	56.85	53.52	26.43	30.56	30.70
	300190.SZ	维尔利	42.43	64.07	20.64	176.48	53.40	38.86
	002034.SZ	旺能环境	1485.24	-26.22	56.56	21.93	27.07	93.27
	601200.SH	上海环境	-4.72	-8.76	25.45	149.18	-5.33	18.15
	000826.SZ	启迪环境	43.22	8.27	-28.70	-148.56	-39.22	-46.81
	603686.SH	龙马环卫	19.79	-7.31	-0.96	-45.60	-32.14	21.43
	000546.SZ	金圆股份	115.23	37.97	14.05	-94.66	43.37	10.72
固废	600323.SH	瀚蓝环境	133.96	5.06	5.35	23.65	-38.08	40.89
	002340.SZ	格林美	68.31	40.44	-7.23	-4.62	2.47	-0.77
	603588.SH	高能环境	825.54	92.93	41.16	33.16	76.71	24.42
	002479.SZ	富春环保	-42.21	-36.66	9.10	-152.33	-18.27	28.09
	002672.SZ	东江环保	16.80	24.38	0.54	-76.00	-11.05	-0.06
	000544.SZ	中原环保	-7.74	4.82	0.33	169.03	17.69	-11.74
	300145.SZ	中金环境	32.13	26.91	-6.98	-149.58	-25.45	-24.83
	300055.SZ	万邦达	-12.91	-34.43	-8.30	-3484.65	-24.00	-29.06
	300425.SZ	环能科技	1839.25	50.52	48.67	18.26	76.48	-66.23
	300388.SZ	国祯环保	110.73	139.69	125.03	-44.03	31.01	2.95
	600874.SH	创业环保	-8.19	27.45	-13.19	-14.41	-14.70	-27.71
	300422.SZ	博世科	270.82	24.40	131.53	-5.90	16.91	54.65
	300070.SZ	碧水源	-32.85	-30.67	0.47	-62.04	-46.06	-127.40
大气	300172.SZ	中电环保	21.20	11.63	51.27	-38.52	4.40	1.81
	600292.SH	远达环保	8.92	95.22	12.30	2.62	25.76	-53.91
	300187.SZ	永清环保	8.51	-96.49	-95.91	-411.21	-47.14	1274.27
	300385.SZ	雪浪环境	49.15	-26.28	47.09	-137.71	4.74	184.42
	002573.SZ	清新环境	22.30	7.13	-52.83	-12.34	-15.44	-49.27
	300105.SZ	龙源技术	8.27	-2.28	-886.46	-1.19	-150.83	-70.69
	600388.SH	龙净环保	11.08	10.95	13.99	7.01	11.89	9.66
节能	603126.SH	中材节能	-47.46	-10.51	21.18	5.63	-146.10	19.83



	600277.SH	亿利洁能	33.09	65.65	50.73	38.83	37.10	73.55
	300332.SZ	天壕环境	-678.16	294.75	-123.16	18.48	128.85	-30.95
	002549.SZ	凯美特气	259.47	207.71	115.48	-11.35	-8.07	46.09
	002630.SZ	华西能源	1.76	2.49	-6.25	-409.68	-24.80	-83.09
	300335.SZ	迪森股份	84.07	-49.74	-22.88	-74.50	-48.73	-16.52
监测	000967.SZ	盈峰环境	36.40	-2.14	-0.64	106.97	64.96	76.83
	002658.SZ	雪迪龙	-46.82	27.97	26.44	-59.35	49.33	-13.71
	300137.SZ	先河环保	47.24	57.00	57.29	19.80	22.27	27.34
	300165.SZ	天瑞仪器	34.77	-102.92	-0.36	-132.07	-19.63	1507.36
	002322.SZ	理工环科	-69.63	9.26	2.83	1.72	166.07	1.85
	300203.SZ	聚光科技	141.35	53.57	13.74	43.03	27.02	-2.71
	300012.SZ	华测检测	-734.92	108.03	82.71	224.64	286.93	52.21
	300007.SZ	汉威科技	34.54	14.69	28.25	-179.02	20.28	35.92
	002514.SZ	宝馨科技	128.56	-130.35	1136.14	528.46	8.22	415.12

数据来源：山西证券研究所、Wind

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
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

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。