

业绩下滑经营质量提升，关注固废及运营

公用事业行业

投资建议： 优异

上次建议： 优异

投资要点：

► 环保板块震荡下行，估值处于全行业中游

自去年九月份以来，申万公用事业指数总体下跌1.42%，其中环保工程及服务II和水务II指数分别下跌22.35%和下跌3.94%。19年8月底较去年同期环保工程及服务服务II PE（TTM）从19.35上涨至25.83，水务II指数PE（TTM）同期从19.24上涨至19.75，目前两细分行业PE（TTM）均居全行业中游位置。过去一年共有32只股票取得上涨，其中23只股票表现好于上证综指，42只股票股价表现为下跌，轻资产公司与运营体量占比较大的公司表现相对较好。

► 行业业绩有所下滑，现金流改善明显，固废板块表现较好

19年上半年行业实现营收585亿元，同比增长28%，实现归母净利润43亿元，同比降低15%。若剔除部分标的后的可比口径下，19年上半年营收同比增长5%，归母净利润同比下降13%。整体而言19年上半年环保板块业绩有所下滑，主要由于PPP规范及信用紧缩的宏观背景下，垫资建设类业务推进度放缓，影响了业绩释放速度，同时融资成本的提升部分影响了盈利水平。但行业经营性净现金流近几年首次上半年实现正值，行业经营业绩质量提升明显。

细分板块来看，水处理板块营收、归母利润分别实现-4%、-36%，业绩下滑但较18H2降幅有所收窄，现金流有所好转经营质量提升，期待触底反弹；水务板块继续保持稳健；固废板块可比口径营收、归母利润分别实现+22%、+23%，继续保持较快的增长速度；烟气治理板块营收、归母利润分别实现+11%、+6%，业绩回归正增长；监测板块营收、归母利润分别实现+11%、+18%，订单阶段性放缓期待后续市场释放。

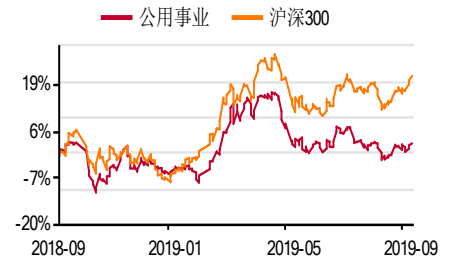
► 投资建议

明年专项债额度提前下达，环保投资有望受益；央行决定改革完善LPR形成机制，有望降低贷款实际利率，近日又宣布降准提升资金供给，环保企业融资有望边际改善，建议关注国祯环保（300388.SZ）等。同时根据各细分板块景气度及未来发展潜力，建议关注：监测板块（水质监测快速放量）、垃圾处理（垃圾分类对固废全产业链的推动）、危废处置（清废行动+“响水事件”带来的危废处置需求提升）、土壤修复领域（潜在发展空间巨大+“土法”实施+企业搬迁带来直接市场需求），建议关注理工环科（002322.SZ）、瀚蓝环境（600323.SH）、高能环境（603588.SH）。

► 风险提示

政策力度不达预期，订单需求不达预期，宏观经济下行，系统性风险。

一年内行业相对大盘走势



冯瑞齐 分析师

执业证书编号：S0590518070003

电话：0510-85609581

邮箱：fengrq@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《半年报披露结束，固废监测表现较好》
《公用事业》
- 2、《第三批黑臭水体治理示范城市开始申报》
《公用事业》
- 3、《LPR 形成机制改革完善，或降低环保企业融资成本》

正文目录

1	市场回顾与总结.....	4
2	板块业绩有所下滑，现金流改善明显.....	7
3	重要细分板块分析.....	9
3.1	水处理工程业绩降幅收窄，经营质量提升.....	9
3.2	水务板块继续保持稳健.....	11
3.3	固废板块继续保持较快增长.....	12
3.4	烟气治理板块业绩略有好转，期待非电释放带动市场提速.....	14
3.5	监测板块业绩释放放缓，期待后续订单释放.....	15
4	投资建议.....	17
5	风险提示.....	18

图表目录

图表 1:	2018.8.31-2019.8.31 公用事业行业涨跌幅.....	4
图表 2:	2018.8.31-2019.8.31 环保工程及服务行业涨跌幅.....	5
图表 3:	2018.8.31-2019.8.31 水务行业涨跌幅.....	5
图表 4:	2018.8.31-2019.8.31 公用事业（申万）行业的市盈率（TTM，整体法）.....	5
图表 5:	2018.8.31-2019.8.31 水务行业市盈率（TTM，整体法）.....	5
图表 6:	2018.8.31-2019.8.31 环保工程及服务行业市盈率（TTM，整体法）.....	5
图表 7:	2019.8.31 申万一级行业 PE（TTM）比较.....	6
图表 8:	2018.8.31-2019.8.31 行业个股的涨跌幅比较（一）.....	6
图表 9:	2018.8.31-2019.8.31 行业个股的涨跌幅比较（二）.....	6
图表 10:	2018.8.31-2019.8.31 环保行业涨跌幅前八大股票.....	7
图表 11:	环保板块营业总收入（亿元，%）.....	7
图表 12:	环保板块归母净利润（亿元，%）.....	7
图表 13:	环保板块毛利率与净利率（%）.....	8
图表 14:	环保板块期间费用率（%）.....	8
图表 15:	环保板块 ROE-平均（整体法）（%）.....	8
图表 16:	环保板块资产负债率（%）.....	8
图表 17:	环保板块应收账款周转天数.....	8
图表 18:	环保板块现金流分析（%）.....	8
图表 19:	水处理工程板块营业总收入（亿元，%）.....	9
图表 20:	水处理工程板块归母净利润（亿元，%）.....	9
图表 21:	水处理工程板块毛利率与净利率（%）.....	9
图表 22:	水处理工程板块期间费用率（%）.....	9
图表 23:	水处理工程 ROE-平均（整体法）（%）.....	10
图表 24:	水处理工程资产负债率（%）.....	10
图表 25:	水处理工程应收账款周转天数.....	10
图表 26:	水处理工程板块现金流分析（%）.....	10
图表 27:	水务板块营业总收入（亿元，%）.....	11
图表 28:	水务板块归母净利润（亿元，%）.....	11
图表 29:	水务板块毛利率与净利率（%）.....	11
图表 30:	水务板块期间费用率（%）.....	11
图表 31:	水务板块 ROE-平均（整体法）（%）.....	12
图表 32:	水务板块资产负债率（%）.....	12
图表 33:	水务板块应收账款周转天数.....	12

图表 34: 水务板块现金流分析 (%)	12
图表 35: 固废板块营业总收入 (亿元, %)	13
图表 36: 固废板块归母净利润 (亿元, %)	13
图表 37: 固废板块毛利率与净利率 (%)	13
图表 38: 固废板块期间费用率 (%)	13
图表 39: 固废板块 ROE-平均 (整体法) (%)	13
图表 40: 固废板块资产负债率 (%)	13
图表 41: 固废板块应收账款周转天数	14
图表 42: 固废板块现金流分析 (%)	14
图表 43: 烟气治理板块营业总收入 (亿元, %)	14
图表 44: 烟气治理板块归母净利润 (亿元, %)	14
图表 45: 烟气治理板块毛利率与净利率 (%)	15
图表 46: 烟气治理板块期间费用率 (%)	15
图表 47: 烟气治理板块 ROE-平均 (整体法) (%)	15
图表 48: 烟气治理板块资产负债率 (%)	15
图表 49: 烟气治理板块应收账款及存货周转天数	15
图表 50: 烟气治理板块现金流分析 (%)	15
图表 51: 监测板块营业总收入 (亿元, %)	16
图表 52: 监测板块归母净利润 (亿元, %)	16
图表 53: 监测板块毛利率与净利率 (%)	16
图表 54: 监测板块期间费用率 (%)	16
图表 55: 监测板块 ROE-平均 (整体法) (%)	17
图表 56: 监测板块资产负债率 (%)	17
图表 57: 监测板块应收账款及存货周转天数	17
图表 58: 监测板块现金流分析 (%)	17

1 市场回顾与总结

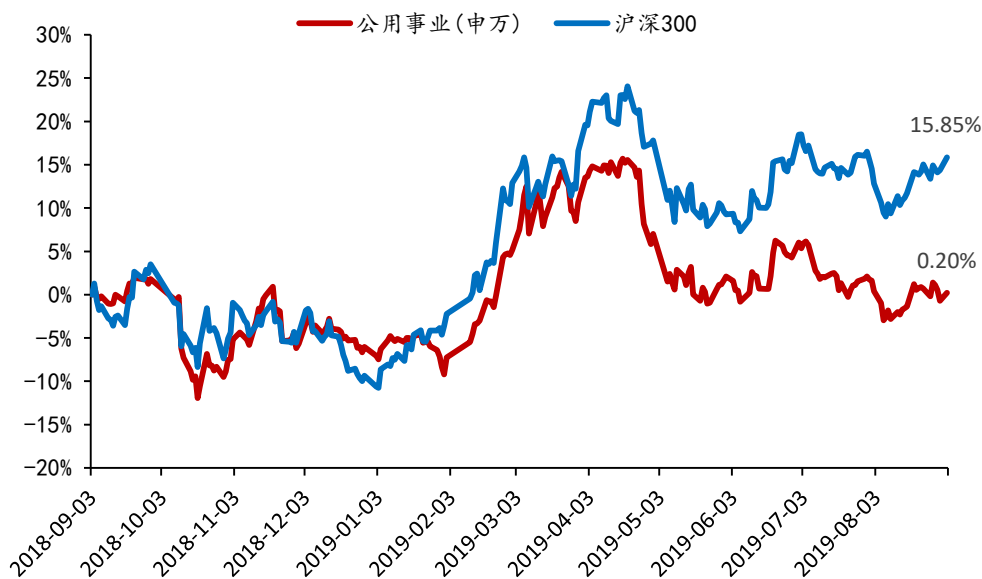
自去年九月份至今年8月底，上证综指上涨5.42%，年初至4月中旬涨幅较大，其余时间呈震荡下行态势，创业板指上涨10.49%，五月份之前与上证相近，五月份以来呈现震荡上行态势。自去年九月份至今年5月底以震荡为主，6月份以来下行明显。环保板块过去一年整体趋势为震荡态势。

从相关的指数看，过去一年申万公用事业指数总体下跌1.42%，其中环保工程及服务II和水务II指数分别下跌22.35%和下跌3.94%，而同期上证综指上涨5.42%，创业板指下跌10.49%。行业指数跌幅较大，主要由于一方面受大盘影响，行业整体估值下移，同时“去杠杆”大背景下，PPP加强规范，部分项目被清库，且信用紧缩，融资难度及成本大幅提升，行业内资本密集型的公司处于消化在手投资类项目阶段，业绩收到部分影响。

从估值水平看，公用事业整体估值较为平稳，申万的公用事业行业PE(TTM)2018年8月底与2019年8月初分别为20.50与20.05倍，同期环保工程及服务服务II分别从19.35上涨至25.83，水务II指数PE(TTM)较为平稳，同期从19.24上涨至19.75。公用事业目前居于所有行业中位附近。

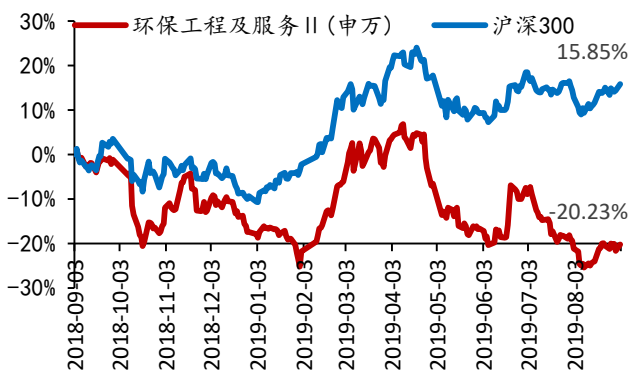
从个股涨幅来看，共有32只股票取得上涨，其中23只股票表现好于上证综指，42只股票股价表现为下跌。从子板块来看，各子板块均有涨有跌，整体而言，轻资产公司与运营体量占比较大的公司表现相对较好。

图表1：2018.8.31-2019.8.31 公用事业行业涨跌幅



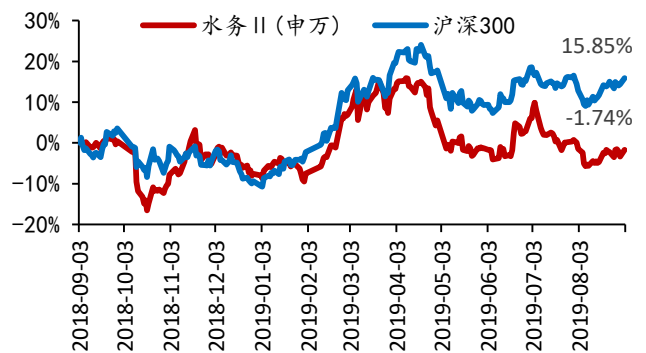
来源：Wind，国联证券研究所

图表 2：2018.8.31-2019.8.31 环保工程及服务行业涨



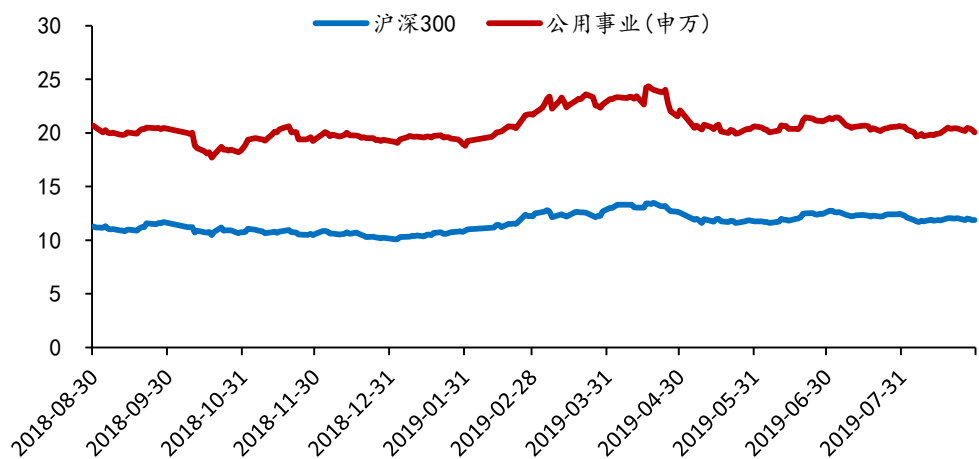
来源：Wind，国联证券研究所

图表 3：2018.8.31-2019.8.31 水务行业涨跌幅



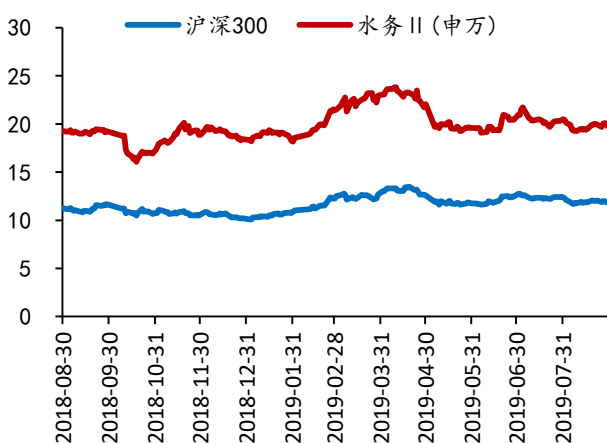
来源：Wind，国联证券研究所

图表 4：2018.8.31-2019.8.31 公用事业（申万）行业的市盈率（TTM，整体法）



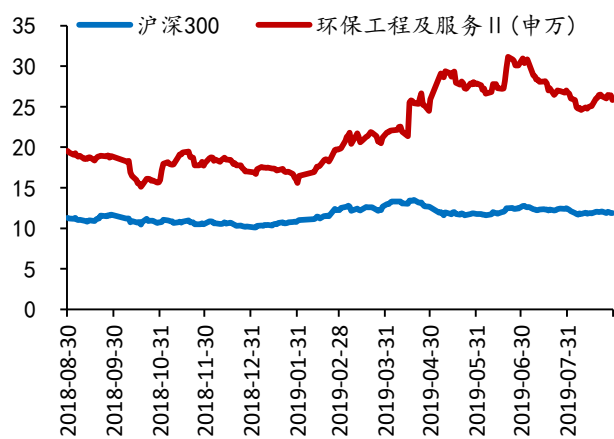
来源：Wind，国联证券研究所

图表 5：2018.8.31-2019.8.31 水务行业市盈率（TTM，整体法）



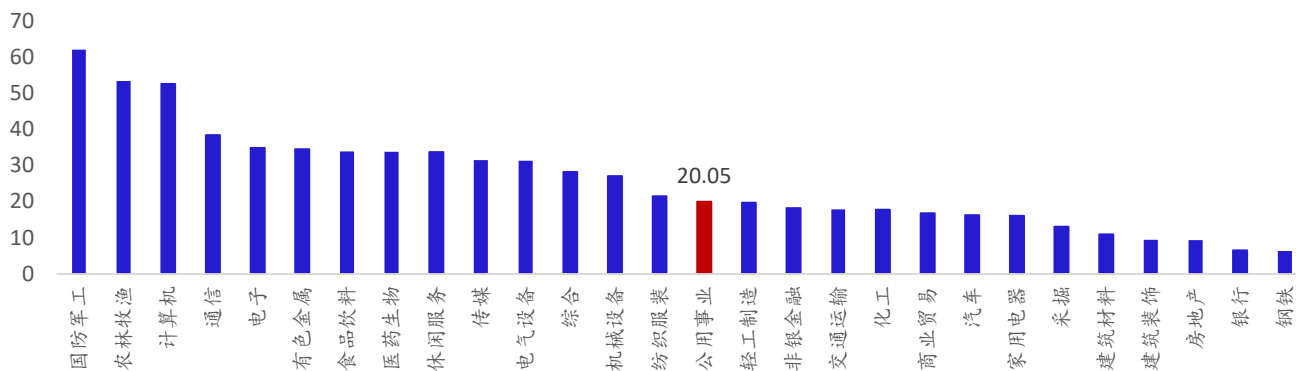
来源：Wind，国联证券研究所

图表 6：2018.8.31-2019.8.31 环保工程及服务行业市盈率（TTM，整体法）



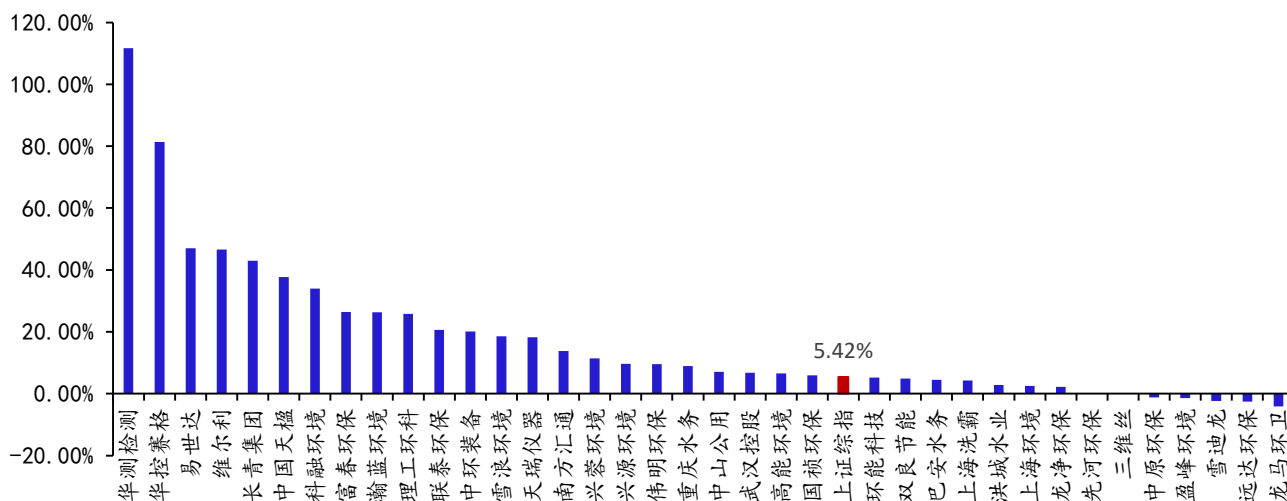
来源：Wind，国联证券研究所

图表 7：2019.8.31 申万一级行业 PE (TTM) 比较



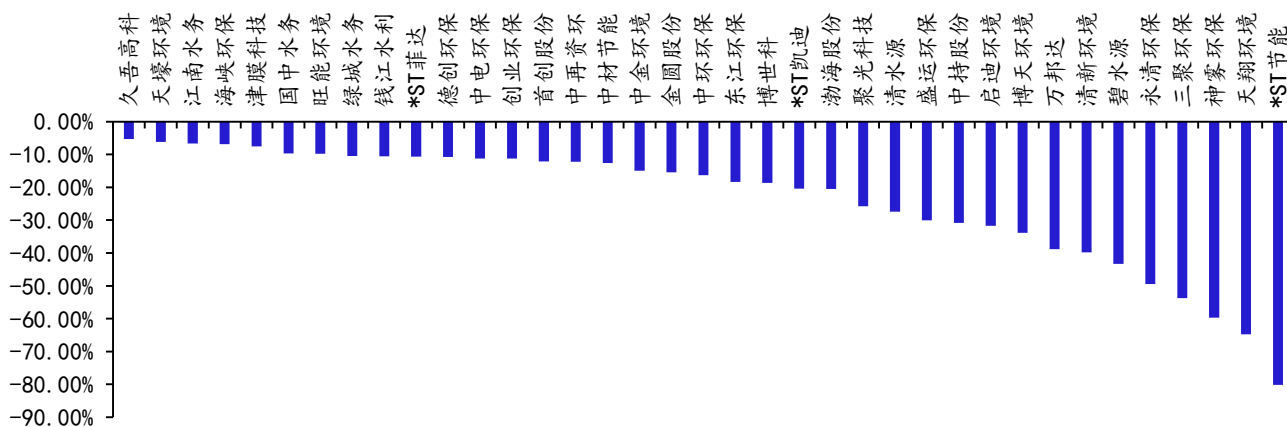
来源：Wind，国联证券研究所

图表 8：2018.8.31-2019.8.31 行业个股的涨跌幅比较 (一)



来源：Wind，国联证券研究所

图表 9：2018.8.31-2019.8.31 行业个股的涨跌幅比较 (二)



来源：Wind，国联证券研究所

图表 10：2018.8.31-2019.8.31 环保行业涨跌幅前八大股票

涨幅前八				跌幅前八			
证券代码	证券简称	所属领域	区间涨跌幅 (%)	证券代码	证券简称	所属领域	区间涨跌幅 (%)
300012.SZ	华测检测	监测	111.73%	000820.SZ	*ST 节能	节能	-80.11%
000068.SZ	华控赛格	水处理	81.38%	300362.SZ	天翔环境	水处理	-64.80%
300125.SZ	易世达	节能	47.02%	300156.SZ	神雾环保	节能	-59.72%
300190.SZ	维尔利	固废	46.58%	300072.SZ	三聚环保	节能	-53.76%
002616.SZ	长青集团	生物质	43.01%	300187.SZ	永清环保	烟气治理	-49.41%
000035.SZ	中国天楹	固废	37.74%	300070.SZ	碧水源	水处理	-43.31%
300152.SZ	科融环境	烟气治理	33.95%	002573.SZ	清新环境	烟气治理	-39.78%
002479.SZ	富春环保	生物质	26.40%	300055.SZ	万邦达	水处理	-38.82%

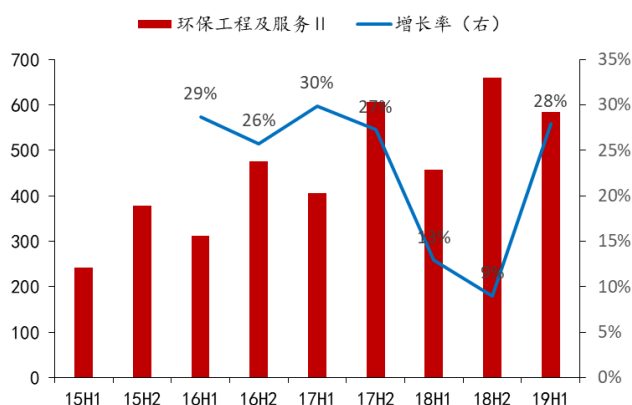
来源：Wind，国联证券研究所

2 板块业绩有所下滑，现金流改善明显

整体而言 19 年上半年环保板块业绩有所下滑。按照环保工程及服务II（申万）口径，2019 年上半年实现营业总收入 585 亿元，同比增长 28%，增速同比增加 15pct，实现归母净利润 43 亿元，同比降低 15%，去年同期为-9%。若剔除神雾环保、ST 节能及并表的盈峰环境、中国天楹，则 19 年上半年营收同比增长 5%，归母净利润同比下降 13%。

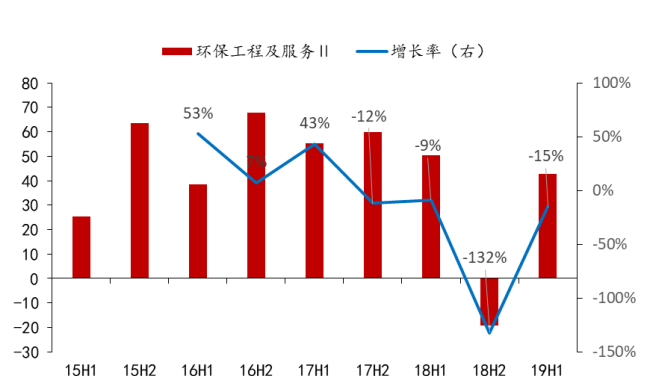
上半年板块盈利水平有所下降。2018 年上半年板块整体毛利率 27.5%，同比减少 4.1pct，净利率 7.7%，同比减少 4.0pct，盈利水平下降明显。期间费用率方面 2019 年上半年销售费用率小幅上涨 0.1pct 至 2.6%，管理费用率小幅上涨 1.4pct 至 7.9pct，财务费用率上涨 0.3pct 至 4.5%，信用紧缩下资金成本上升的影响显著。上半年板块整体 ROE 也小幅下滑 0.81pct 至 2.71%。

图表 11：环保板块营业总收入（亿元，%）



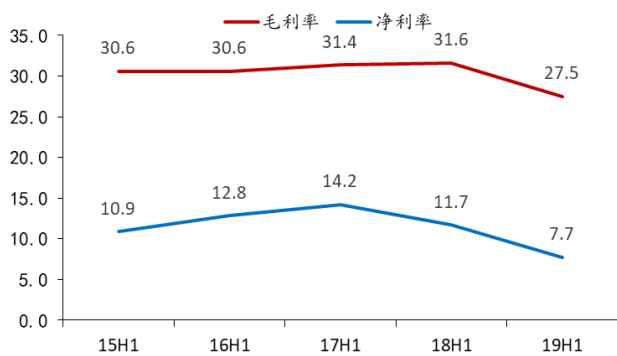
来源：Wind，国联证券研究所

图表 12：环保板块归母净利润（亿元，%）



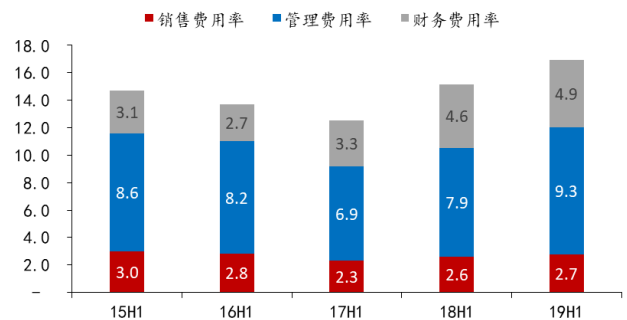
来源：Wind，国联证券研究所

图表 13: 环保板块毛利率与净利率 (%)



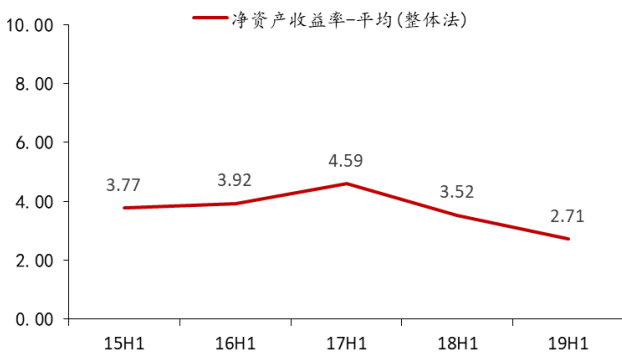
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 14: 环保板块期间费用率 (%)



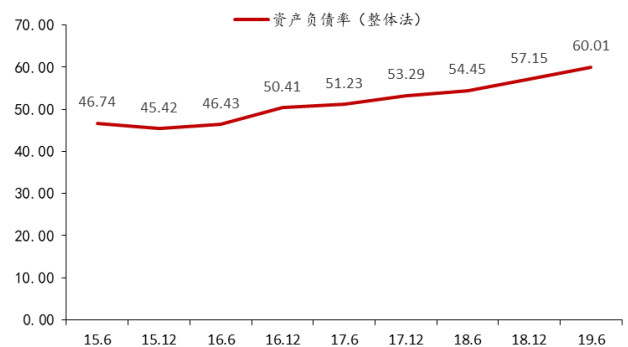
来源: Wind, 国联证券研究所 (管理费用率含研发)

图表 15: 环保板块 ROE-平均 (整体法) (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

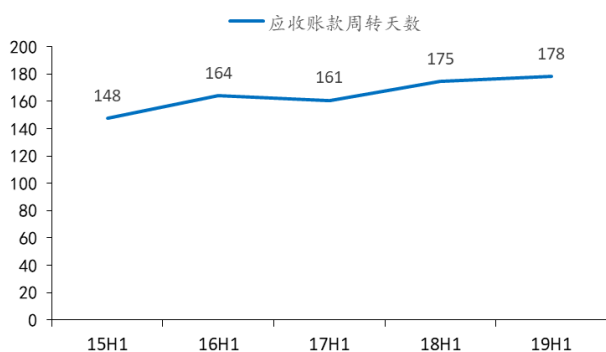
图表 16: 环保板块资产负债率 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

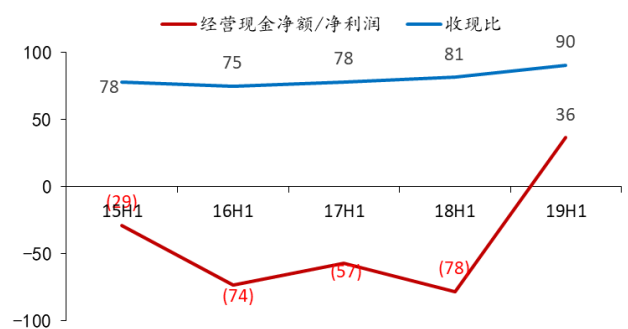
现金流方面同比有所明显好转。上半年应收账款周转速度与上年同期基本持平,但收现比及经营性净现金流大幅好转,收现比达到 90%,经营性净现金流/净利润达到 36%,首次实现正值。认为可能是行业投资规模下降,投资类项目自建收入占比下降,使得收现比有所提升,同时部分投资类项目投资支出表现为经营活动流出,此类项目投资流出或相应减少,使得经营性净现金流回正。

图表 17: 环保板块应收账款周转天数



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 18: 环保板块现金流分析 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

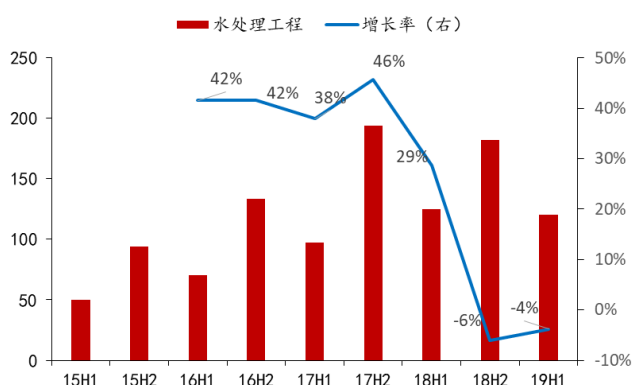
3 重要细分板块分析

3.1 水处理工程业绩降幅收窄，经营质量提升

按照运营比重的大小将水相关的行业分为了水处理工程及水务两个板块。水处理工程板块工程或设备比重占比较大。水处理工程板块业绩有所下降，但降幅较 18 年下半年略有好转。2019 年上半年板块实现营业收入 120 亿元，同比减少 4%，较上年同期的增速 29% 下降较多，但略好于 18 年下半年的 -6%，上半年实现归母净利润 9.43 亿元，同比下滑 36%，较同期的增速 7% 下降较多，但好于去年下半年的增速 58%。

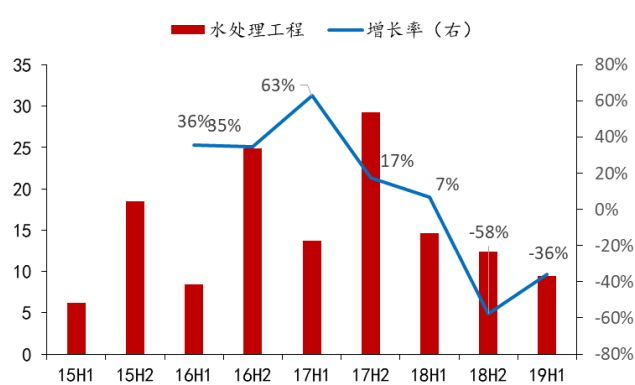
上半年盈利能力下降较多。上半年水处理板块 ROE 同比下降 1.38pct 至 2.18%，盈利能力下降较为明显。2018 年净利率 8.2%，同比下降 4.3pct，主要由于毛利率下降及费用率增加。上半年水处理工程板块整体毛利率 31.7%，同比下降 2.0pct，期间费用率 21.9%，同比增加 4.0pct，其中销售费用率、管理费用率及财务费用率分别增加 0.3pct、1.6pct 及 2.1pct 至 4.6%、10.6% 及 6.7%。财务成本提升主要由于信用紧缩下资金成本上涨所致，板块资产负债率也较年底提升 2.62pct 至 60.92%。

图表 19：水处理工程板块营业总收入（亿元，%）



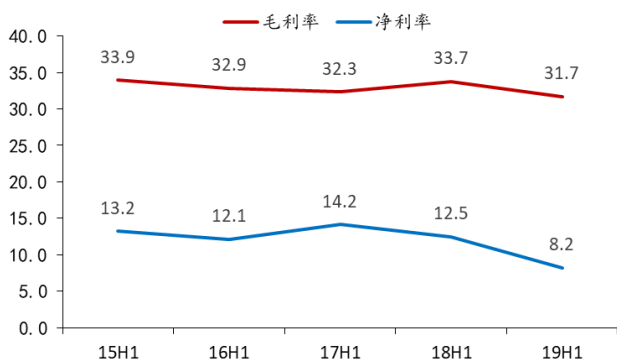
来源：Wind，国联证券研究所

图表 20：水处理工程板块归母净利润（亿元，%）



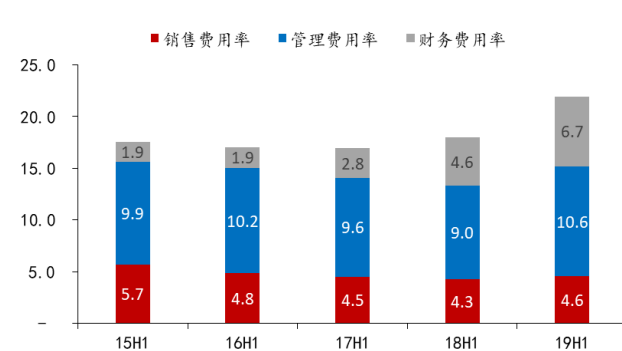
来源：Wind，国联证券研究所

图表 21：水处理工程板块毛利率与净利率 (%)



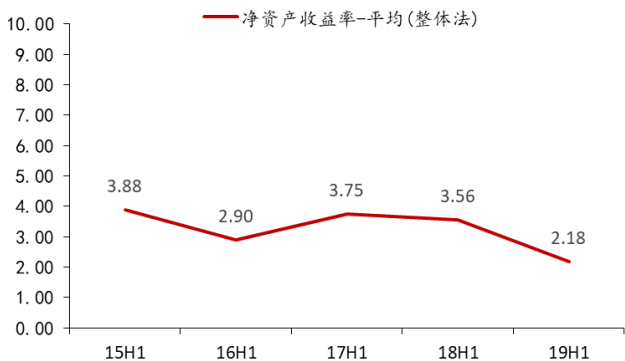
来源：Wind，国联证券研究所

图表 22：水处理工程板块期间费用率 (%)



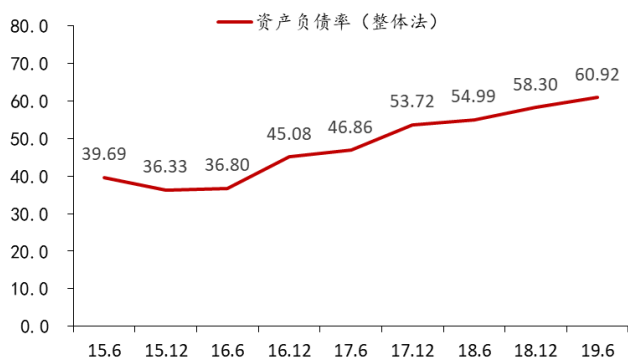
来源：Wind，国联证券研究所

图表 23: 水处理工程 ROE-平均 (整体法) (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 24: 水处理工程资产负债率 (%)

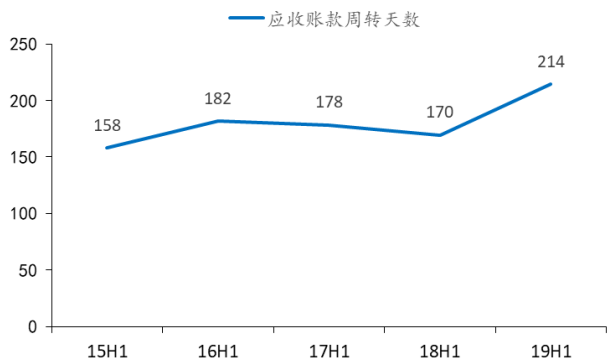


来源: Wind, 国联证券研究所

现金流情况有所好转。上半年销售活动收现比明显提升, 并首次超过 100% 达到 108%, 经营活动净现金流/净利润比值-94%, 但比例有所收窄。认为现金流有所好转是因为投资类项目建设投入放缓, 相应的自建收入占比有所下降, 使得收现比有所提升, 同时部分投资类项目投资支出记于经营活动流出, 此类项目也相应减少使得经营活动净现金流略有好转。同样, 上半年应收账款周转速度有所减慢, 认为也是因为自建收入比例有所下降所致。

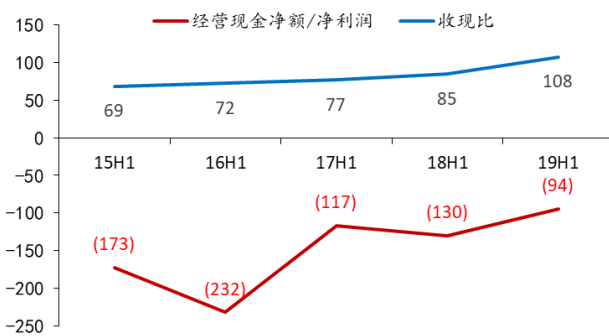
从需求角度看, 整体上水环境质量仍不乐观, 水环境治理潜在市场空间巨大, 黑臭水治理、污水处理收集率提升、污水厂提标改造等仍大有可为。从融资环境来看, 实际利率下降、降准等政策基调下, 环保企业融资环境有望边际改善。从商业模式来看, 多数水处理公司主动放缓投资类项目投入特别是政府付费类 PPP 项目资本投入, 发展重心回到 EPC 等轻资产业务及商业模式成熟规范的污水厂项目, 认为调整期过后前途仍然较为光明。

图表 25: 水处理工程应收账款周转天数



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 26: 水处理工程板块现金流分析 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

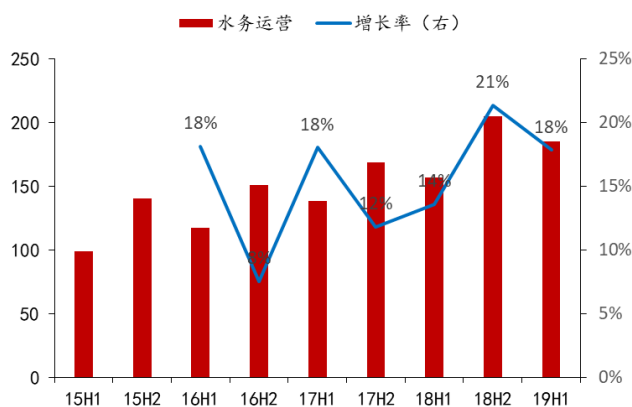
3.2 水务板块继续保持稳健

水务板块仍然维持了稳健的发展态势。2019 年上半年板块实现营业收入 185 亿元，同比增长 18%，增速同比提升 4pct，实现归母净利润 30 亿元，同比增长 11%，去年同期为-8%。去年同期利润下滑主要由于重庆水务 17 年集中收到过去几年的增值税退税等原因使得其扣非归母净利润增长 93.51%。

盈利水平保持较高的水平。19 年上半年 ROE 为 3.91% 同比持平，毛利率净利率略有下降，分别同比下降 1.3pct、1.0pct 至 35.9%、17.2%，推测主要是部分公司工程业务规模有所增长使得综合毛利率略有下降，期间费用率保持平稳。

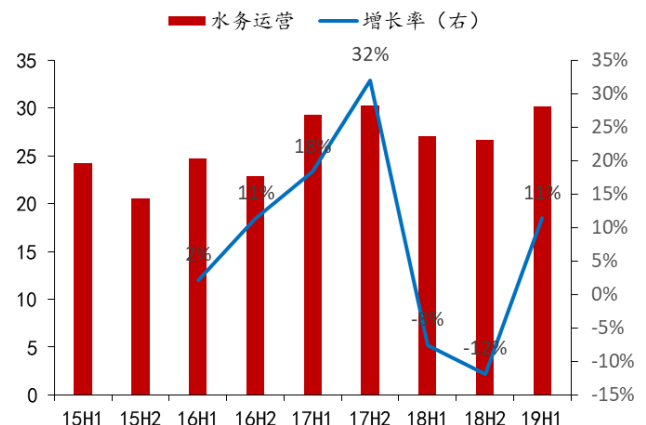
现金流方面水务板块整体比较优秀，收现比保持大于 1，经营性净现金流也保持大于净利润。资产负债率略有提升，应收账款周转速度保持稳定。

图表 27：水务板块营业总收入（亿元，%）



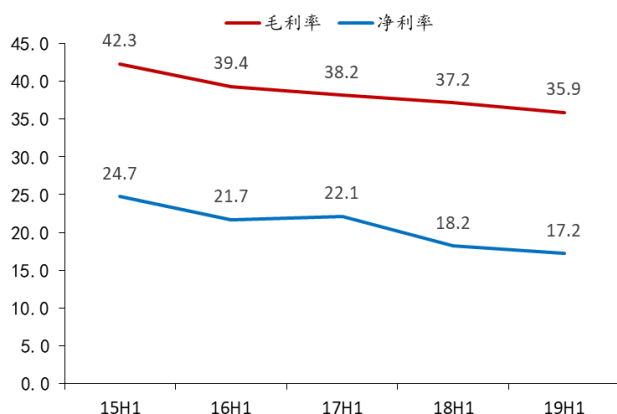
来源：Wind，国联证券研究所

图表 28：水务板块归母净利润（亿元，%）



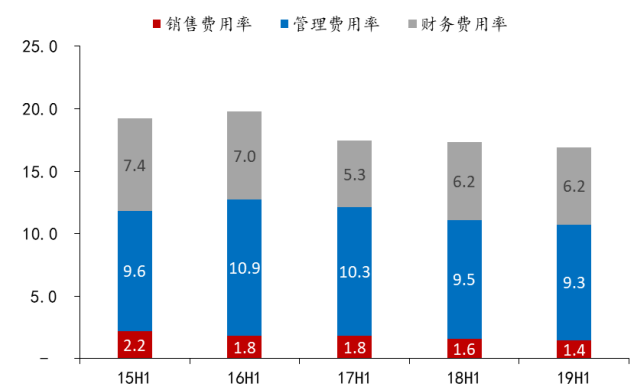
来源：Wind，国联证券研究所

图表 29：水务板块毛利率与净利率（%）



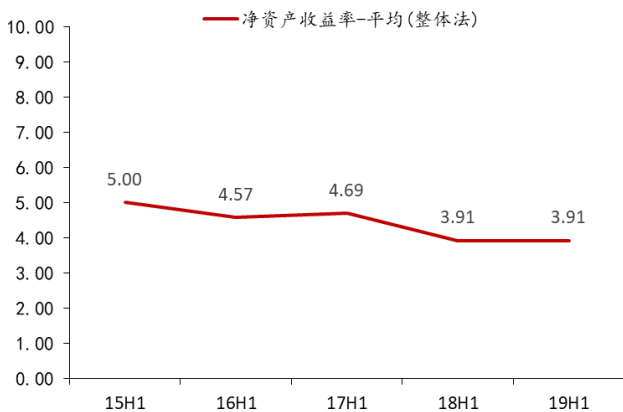
来源：Wind，国联证券研究所

图表 30：水务板块期间费用率（%）



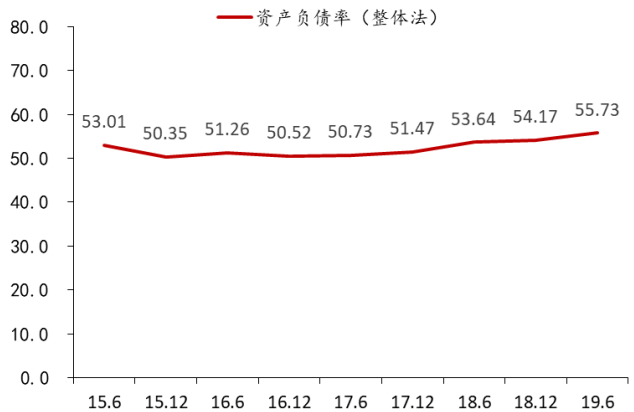
来源：Wind，国联证券研究所

图表 31: 水务板块 ROE-平均 (整体法) (%)



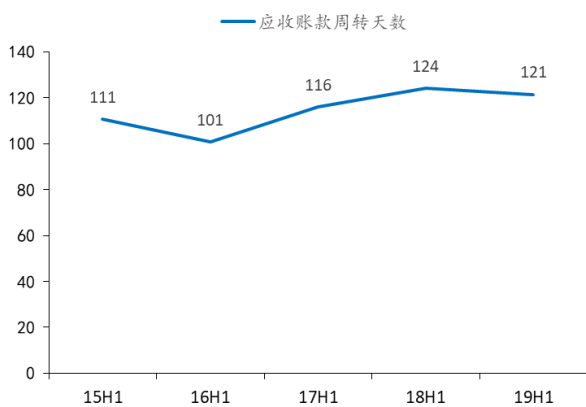
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 32: 水务板块资产负债率 (%)



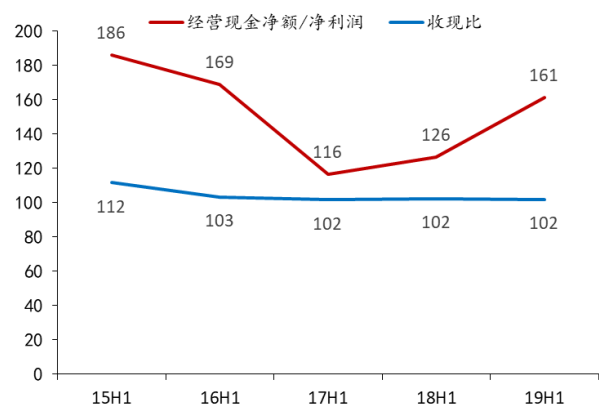
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 33: 水务板块应收账款周转天数



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 34: 水务板块现金流分析 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

3.3 固废板块继续保持较快增长

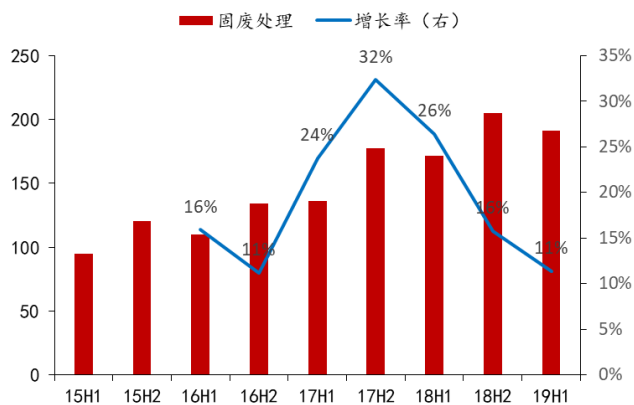
2019 年上半年固废板块实现营业收入 191 亿元, 同比增长 11%, 增速同比下滑 15pct, 实现归母净利润 26 亿元, 同比增长 1%, 增速同比上升 11pct。固废板块增速下滑较为明显, 主要由于龙头公司启迪环境战略调整及瀚蓝环境 18 年上半年有一笔投资收益, 若排除此两个因素, 则上半年固废板块营收及归母净利润分别同比增长 22%、23%, 而去年同期营收及归母净利润增速分别为 22%、26%, 则固废板块整体表现仍较为良好, 保持较快的增长速度。

盈利能力略有下滑。上半年板块净资产收益率 5.63%, 同比下降 0.30pct, 毛利率及净利率分别同比下降 3.5pct、1.6pct 至 30.8%、14.6%, 毛利率下降主要由于环卫服务占比提升、部分公司工程占比增加, 期间费用率保持平稳, 其中财务费用率略有上升, 增加 0.5pct 至 4.4%, 负债率继续提升至 58.99%。

现金流明显改善。上半年板块收现比明显提升, 达到 88%, 经营性净现金流回正, 与净利润比值达到 53%, 认为主要是部分公司缩减投资类项目自建规模, 同时板块生活垃圾焚烧项目运营规模增长所致。应收账款周转速度同比有所下降。

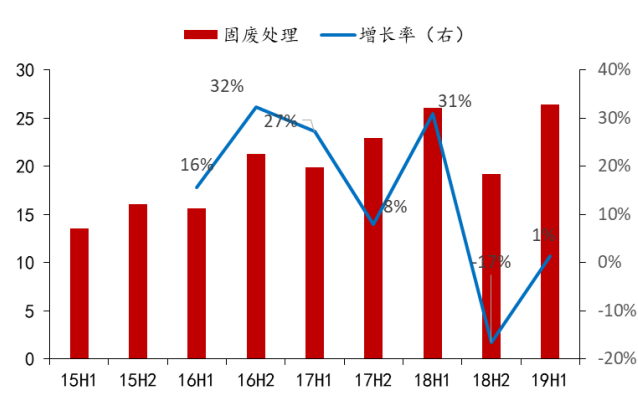
细分来看，生活垃圾板块仍然具备较好的成长性，近两年为产能投产高峰期；危废板块由于市场缺口仍然较大，叠加 2018 清废行动，行业景气度较高，但由于商业模式所限，业绩释放依赖于产能释放，而危废产能建设周期相对较长，使得暂时景气度仍未在板块业绩上完全反映出来；再生资源板块表现较好；环卫服务市场化继续推进，预计短时间内仍将持续。

图表 35：固废板块营业总收入（亿元，%）



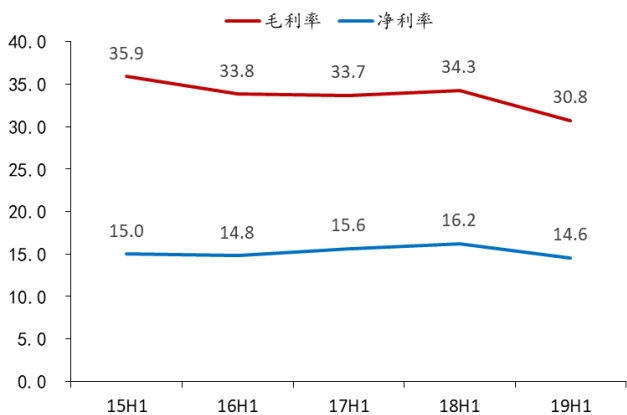
来源：Wind，国联证券研究所

图表 36：固废板块归母净利润（亿元，%）



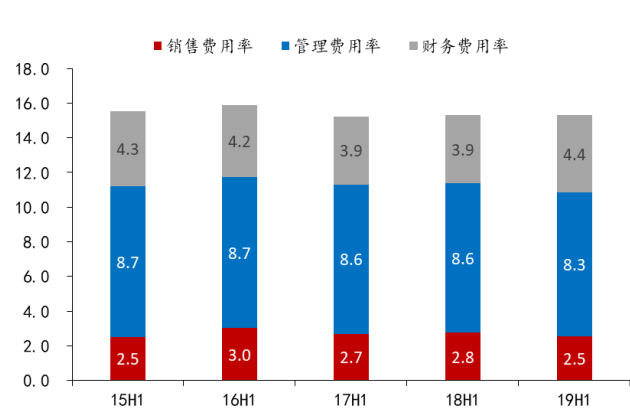
来源：Wind，国联证券研究所

图表 37：固废板块毛利率与净利率 (%)



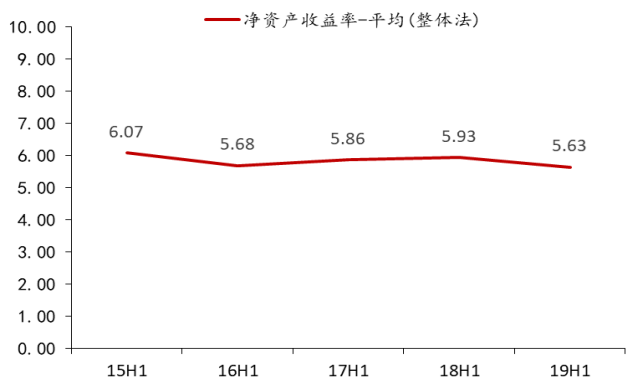
来源：Wind，国联证券研究所

图表 38：固废板块期间费用率 (%)



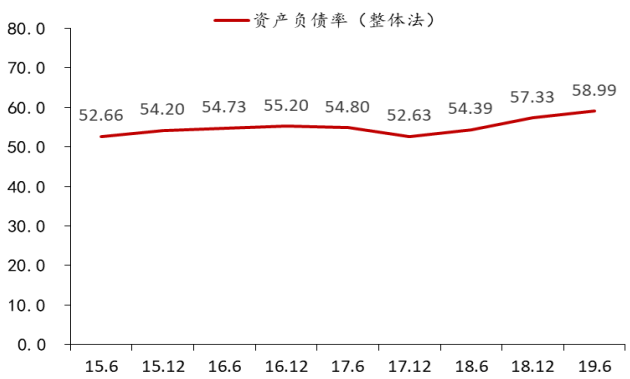
来源：Wind，国联证券研究所

图表 39：固废板块 ROE-平均（整体法） (%)



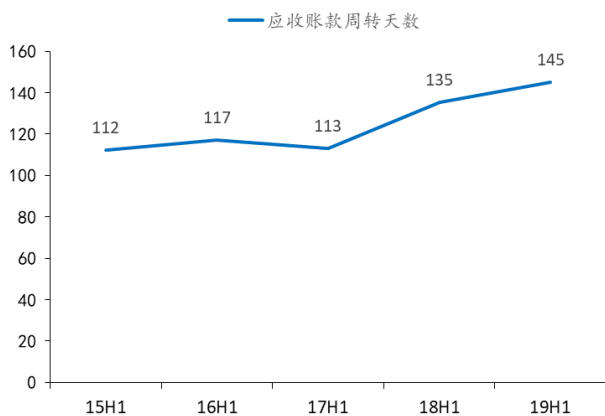
来源：Wind，国联证券研究所

图表 40：固废板块资产负债率 (%)



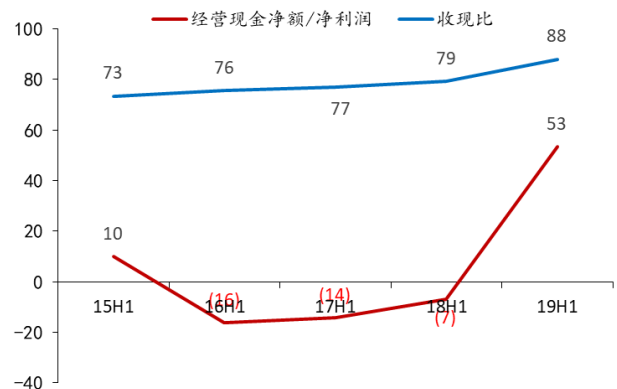
来源：Wind，国联证券研究所

图表 41：固废板块应收账款周转天数



来源：Wind，国联证券研究所

图表 42：固废板块现金流分析 (%)



来源：Wind，国联证券研究所

3.4 烟气治理板块业绩略有好转，期待非电释放带动市场提速

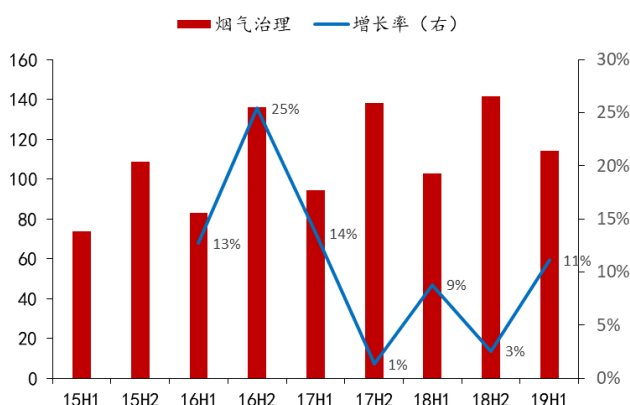
烟气治理板块业绩略有好转，但整体仍处于低增速状态。2019 年上半年烟气治理板块实现营业收入 114 亿元，同比增长 11%，增速同比增加 2pct，实现归母净利润 7.22 亿元，同比增长 6%，扭转了 18 年的下滑态势，去年同期降幅为 6%。

盈利能力平稳略有下滑。上半年净资产收益率 3.38%，与上年同期基本持平，毛利率、净利率分别下滑 2.9pct、0.4pct 至 20.7%、6.4%，毛利率下滑或由于市场竞争激烈所致。期间费用率控制较好，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别同比下降 0.1pct、0.3pct、0.1pct，合计下降 0.5pct 至 14.7%。

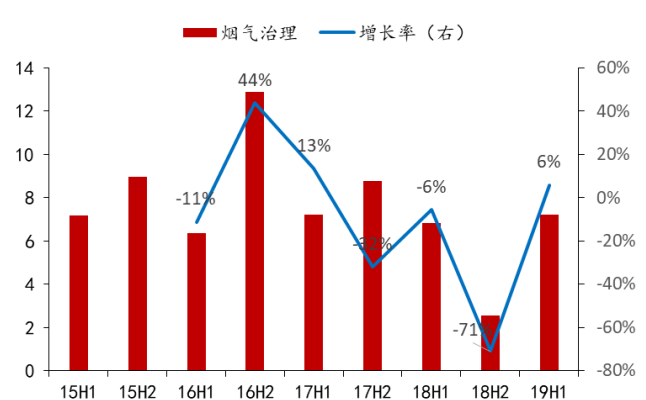
现金流方面略有好转，但幅度有限。其中收现比 82% 同比略有下降，经营性净现金流仍为负值但幅度有所收窄，应收账款周转速度继续减慢，存货周转速度有所加快。

板块整体业绩不够靓丽，目前电力领域烟气超低排放改造接近尾声，非电领域提标改造市场正在释放，但板块部分公司非电市场拓展进展不及预期，使得板块整体仍未发生明显好转，但展望未来，非电领域具备相对优势的企业仍将有较好的发展机会。

图表 43：烟气治理板块营业总收入（亿元，%）

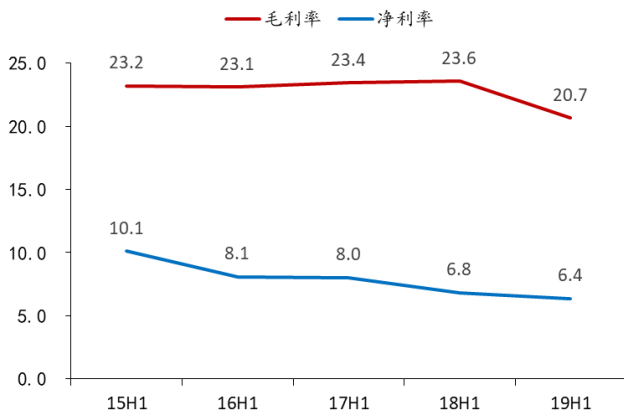


图表 44：烟气治理板块归母净利润（亿元，%）



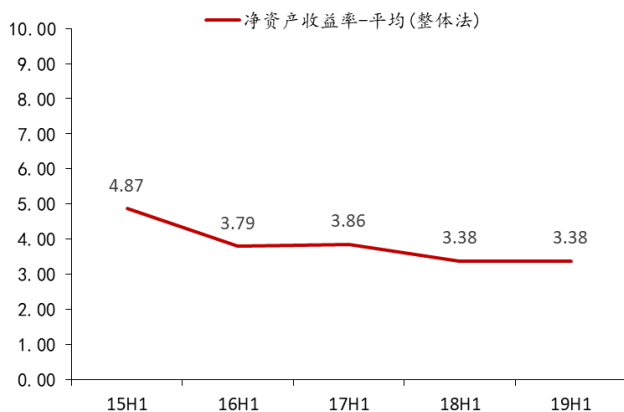
来源：Wind，国联证券研究所

图表 45：烟气治理板块毛利率与净利率 (%)



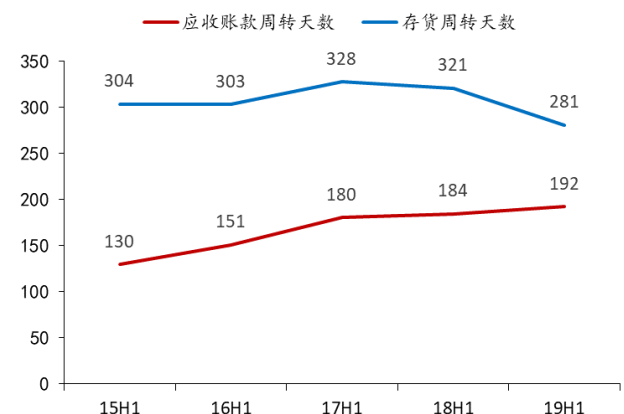
来源：Wind，国联证券研究所

图表 47：烟气治理板块 ROE-平均 (整体法) (%)



来源：Wind，国联证券研究所

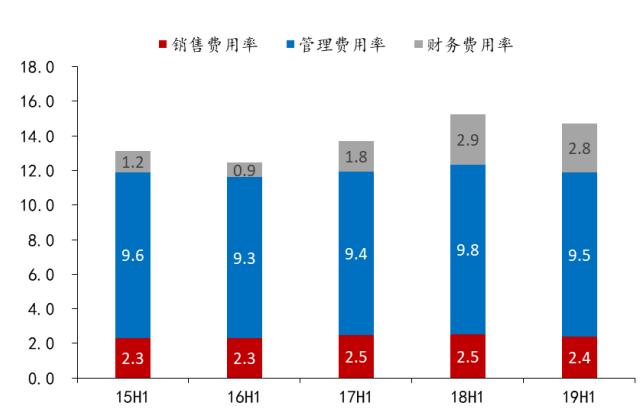
图表 49：烟气治理板块应收账款及存货周转天数



来源：Wind，国联证券研究所

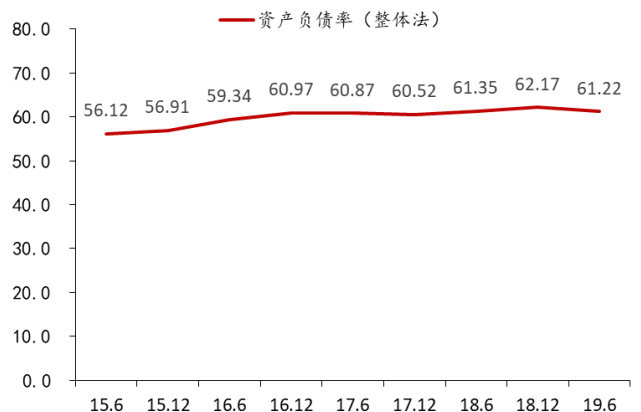
来源：Wind，国联证券研究所

图表 46：烟气治理板块期间费用率 (%)



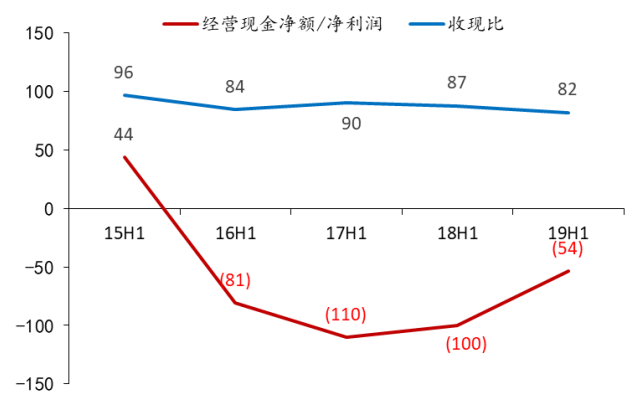
来源：Wind，国联证券研究所

图表 48：烟气治理板块资产负债率 (%)



来源：Wind，国联证券研究所

图表 50：烟气治理板块现金流分析 (%)



来源：Wind，国联证券研究所

3.5 监测板块业绩释放放缓，期待后续订单释放

监测板块营收增速放缓，利润保持较快增长。2019 年上半年环境监测板块实现

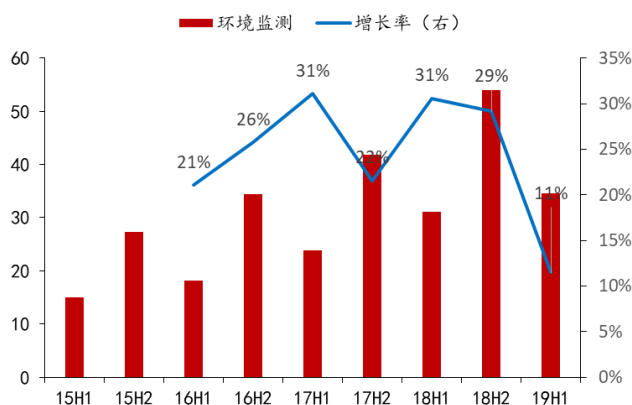
营业收入 35 亿元，同比增长 11%，增速较去年同期降低 20pct，实现归母净利润 4.77 亿元，同比增长 18%，较去年同期增速增加 3pct。

盈利能力保持平稳。2019 年上半年板块净资产收益率 3.90%，同比提升 0.37pct，毛利率、净利率分别同比-1.0pct、+0.3pct 至 49.4%、14.0%，期间费用率略有上升，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别同比增加 1.3pct、0.3pct、0.1pct 至 16.3%、17.6%、1.6%。

现金流方面略有改善。其中经营性净现金流仍为负值，但幅度收窄，应收账款周转速度平稳，但存货周转速度略有下降。

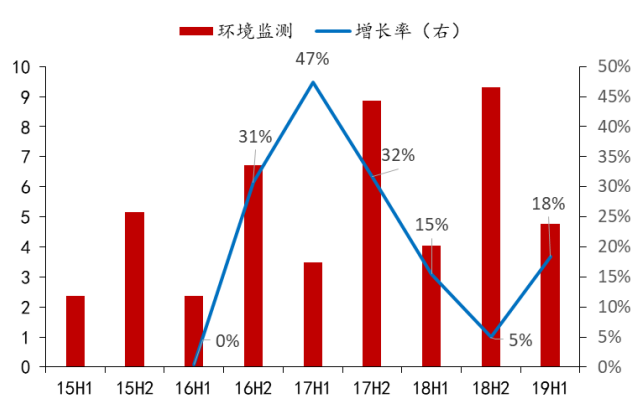
监测行业仍保持增长态势，但增长速度放缓，主要由于上半年政府端设备订单阶段性放缓，展望未来，行业需求仍在，特别是水质在线监测系统受益于水环境治理，未来释放仍值得关注。

图表 51：监测板块营业总收入（亿元，%）



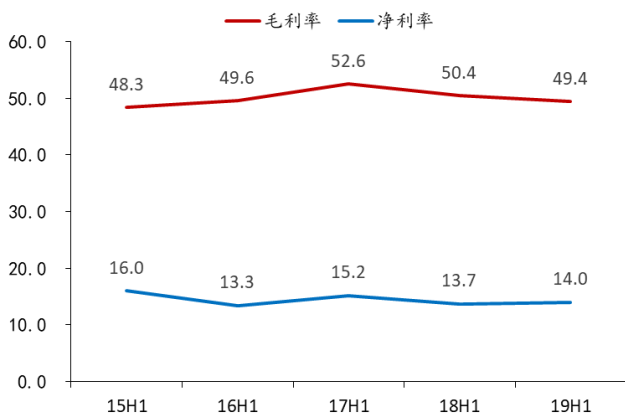
来源：Wind，国联证券研究所

图表 52：监测板块归母净利润（亿元，%）



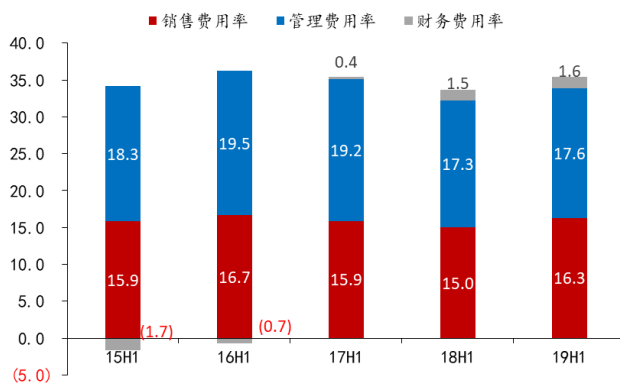
来源：Wind，国联证券研究所

图表 53：监测板块毛利率与净利率 (%)



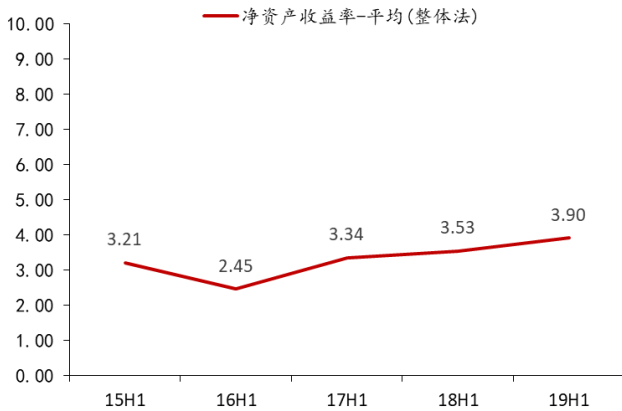
来源：Wind，国联证券研究所

图表 54：监测板块期间费用率 (%)



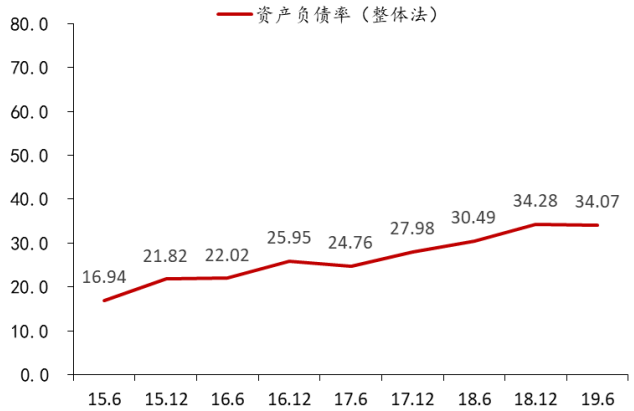
来源：Wind，国联证券研究所

图表 55: 监测板块 ROE-平均 (整体法) (%)



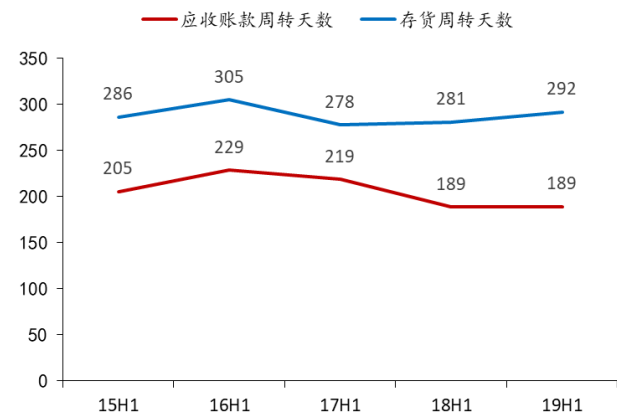
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 56: 监测板块资产负债率 (%)



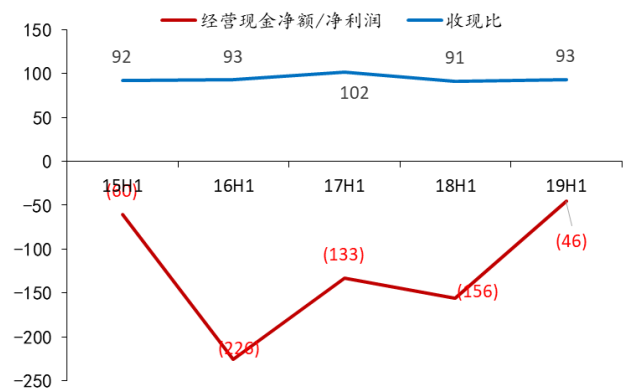
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 57: 监测板块应收账款及存货周转天数



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 58: 监测板块现金流分析 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

4 投资建议

明年专项债额度提前下达, 环保投资有望受益; 央行决定改革完善贷款市场报价利率 (LPR) 形成机制, 有望促进贷款利率“两轨合一轨”起到运用市场化改革办法推动降低贷款实际利率的效果, 近日又宣布降准提升资金供给, 环保企业融资有望边际改善, 建议关注国祯环保 (300388.SZ) 等。

同时根据各细分板块景气度及未来发展潜力, 建议关注: 监测板块 (水质监测快速放量)、垃圾处理 (垃圾分类对固废全产业链的推动)、危废处置 (清废行动+“响水事件”带来的危废处置需求提升)、土壤修复领域 (潜在发展空间巨大+“土法”实施+企业搬迁带来直接市场需求), 建议关注理工环科 (002322.SZ)、瀚蓝环境 (600323.SH)、高能环境 (603588.SH)。

5 风险提示

- 1、政策力度不达预期
- 2、订单需求不达预期
- 3、宏观经济下行
- 4、系统性风险。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及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一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-85603281

上海

国联证券股份有限公司研究所
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元
 电话：021-61649996

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	联系电话
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856
深圳	薛靖韬	18617045210