

2019年11月04日

环保

## 环保三季报综述：单三季度业绩显著好转，现金流持续改善助力企业乘势而上

■前三季度归母净利润持续下滑，单三季度实现业绩扭转。环保板块2019年三季报露完毕，2019年前三季度，环保板块实现营业收入2081.26亿元，同比增长6.57%；实现归母净利润195.27亿元，同比下滑7.26%；实现扣非后归母净利润174.26亿元，同比下滑8.21%。单就三季度而言，环保板块上市公司实现营业收入174.26亿元，同比增长6.42%，增速同比增长29.92个百分点，扭转去年最低值；实现归母净利润69.59亿元，同比增加7.78%，增速同比下滑32.08个百分点；扣非后归母净利润62.27亿元，同比增加6.42%，增速同比增加29.92%。

■盈利分析：在经济下行、融资环境利率上行+增加长贷匹配项目现金流背景下，企业期间费用率控制良好。2019Q1-Q3，环保板块整体毛利率和净利润率分别为31.87%和15.09%，分别同比-0.10个百分点和+0.06个百分点。期间费用方面，环保板块2019年前三季度销售、管理、财务费用率分别为4.53%、16.91%、12.17%，分别同比-0.93、-11.92、-1.24个百分点，环保企业销售、管理费用率控制得当。整体期间费用控制较好，三项费用合计占比同比减少14.09个百分点。

■现金流分析：营运资产经营性活动现金流改善明显。2019前三季度，环保板块整体收现比为93.71%，同比略有提升6.43个百分点；经营性活动现金流净额/营业收入比例为8.85%，同比提升7.47个百分点，环保板块整体经营现金流增速乐观，2019年来持续改善。现金流改善明显的为营业模式为轻资产运营或拥有较为稳定的现金流资产，在经济下行下，仍可以为企业带来较为稳定的现金流。

■资产负债表分析：资产负债率、应收账款资产占比持续提升。从历史经验来看，预计环保企业四季度回款情况好于三季度及全年，这与工程项目结算和政府拨款进度有关。截至2019年三季度末，环保板块资产负债率为52.59%，同比提升2.70个百分点，环比提升0.26个百分点。PPP从2014年至2017年处于大力推广期，环保板块整体资产负债率自2014年第四季度以来呈现明显上升趋势，进入加杠杆周期，随着更多的企业资产负债率超70%，预计资产负债率水平边际增长减弱。环境监测（32.08%）、环卫（37.76%）资产负债率在行业内属于较低水平，防御性突出。

■投资建议：业绩、估值探底，关注政策组合利好落地，精选固废产业链标的。随着全球贸易保护主义的升级和与此有关的国际贸易萎缩，投资意愿低迷，就业压力上升，收入预期下滑，提供稳定现金流的营运类公司表现会持续亮眼。特别是以toG为主要客户群的环保企业或受益于地方政府资金缺口改善。从财政支出数据显示，2019年中期以

## 行业动态分析

证券研究报告

投资评级 领先大市-A  
维持评级

首选股票 目标价 评级

### 行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-3.51	-4.51	-30.82
绝对收益	0.10	0.96	-10.69

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080002  
shaoli@essence.com.cn  
021-35082107

马丁

报告联系人

mading@essence.com.cn  
010-83321051

### 相关报告

2019年环保行业年度策略 2019-01-28

环保三季报综述：业绩下滑幅度增大，建议关注政策组合利好落地 2018-11-04

生态文明千年大计，分板块看环保行业的新起点 2018-09-02

来，土地出让收入区域稳定，地方政府专项债已经提前发行，中央始终保持支持地方收入。从而有利于提升公用产品单价，推动运营类公司业绩持续高增长。建议关注生活垃圾处理企业，关注在手订单充足的【维尔利】【城发环境】【盈峰环境】。建议聚焦具有优秀现金流和较强的防御性的垃圾发电标的【旺能环境】以及关注国资入股背景和信用改善下业绩向好、现金流改善明显的水处理龙头【碧水源】【国祯环保】。

■风险提示：政策变动，项目推进不及预期，融资环境改善不及预期。

## 内容目录

1. 环保三季报业绩综述：19 年前三季度归母净利润持续下滑，单三季度业绩显著好转.....	4
2. 盈利分析：毛利率、净利率基本稳定，期间费用率占比小幅减少.....	6
3. 现金流分析：经营活动现金流改善明显，企业偏好长期融资.....	9
4. 资产负债表分析：资产负债率、应收账款资产占比继续提升.....	11
5. 投资策略：业绩、估值探底，关注政策组合利好落地，精选固废产业链标的.....	13
6. 风险提示.....	14

## 图表目录

图 1：2019Q1-3 环保板块扣非后归母净利润增速（YOY）与其他行业比较.....	4
图 2：环保板块历年前三季度营收增速（YOY）.....	5
图 3：环保板块历年前三季度扣非后归母净利润增速（YOY）.....	5
图 4：2019Q3 环保板块扣非后归母净利润增速（YOY）与其他行业比较.....	5
图 5：环保板块各季度收入增速（YOY）.....	6
图 6：环保板块各季度扣非后归母净利润增速（YOY）.....	6
图 7：环保各子板块 2019Q1-3 扣非后归母净利润增速.....	6
图 8：环保各子板块 2019Q3 扣非后归母净利润增速.....	6
图 9：环保板块历年前三季度毛利率（%）.....	7
图 10：环保板块历年前三季度净利率（%）.....	7
图 11：环保板块历史前三季度三费率（%）.....	8
图 12：各板块短期借款/总资产比例.....	9
图 13：各板块长期借款/总资产比例.....	9
图 14：历年三季报环保板块整体收现比（左轴）与经营性现金流净额/营业收入（右轴）.....	10
图 15：环保板块投资、筹资现金流净额/营收.....	11
图 16：环保板块资产负债率.....	11
图 17：环保板块应收账款/总资产比重.....	12
图 18：环保板块 PETTM.....	13
表 1：安信环保板块标的.....	4
表 2：环保板块历年前三季度毛利率.....	7
表 3：环保板块历年前三季度净利润率.....	7
表 4：环保板块历年前三季度财务费用率.....	9
表 5：环保板块历年前三季度经营活动现金流净额/营业收入（%）.....	10
表 6：环保各板块历史资产负债率.....	12
表 7：环保板块应收账款/总资产.....	13

## 1. 环保三季报业绩综述：19 年前三季度归母净利润持续下滑，单三季度业绩显著好转

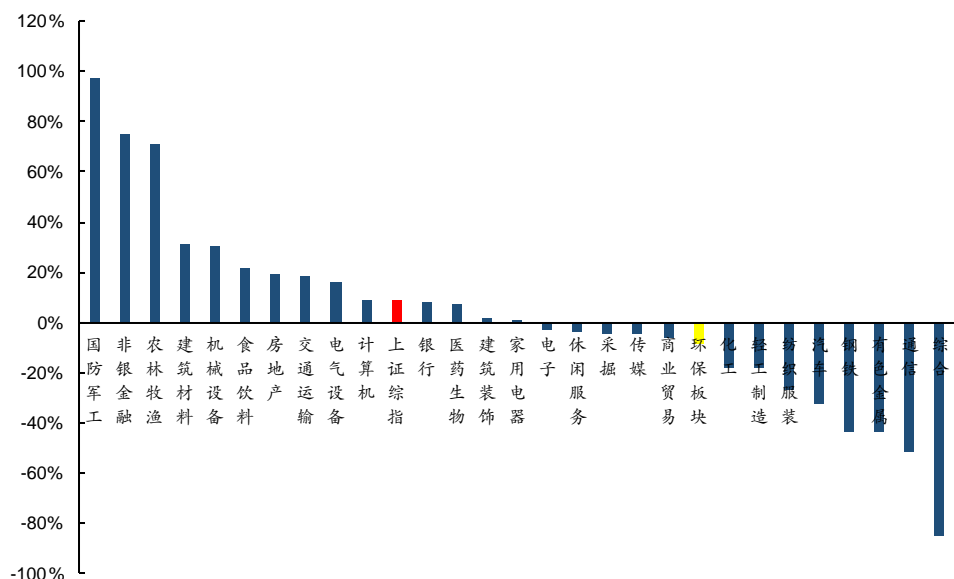
环保板块 2019 年三季报披露完毕，2019 年前三季度，安信环保板块 96 家上市公司共实现营业收入 2081.26 亿元，同比增长 6.57%；实现归母净利润 195.27 亿元，同比下滑 7.26%，增速同比下滑 1.45 个百分点；实现扣非后归母净利润 174.26 亿元，同比下滑 8.21%，增速同比下滑 1.78 个百分点，延续上一季度前三季度业绩下滑，增速与除公用事业之外的 28 个申万一级行业一道比较，位列第 21。

表 1：安信环保板块标的

板块	板块细分	数量	标的
水务	水务	13	渤海股份、重庆水务、江南水务、绿城水务、首创股份、武汉控股、钱江水利、中原环保、国中水务、洪城水业、创业环保、中山公用、兴蓉环境
水处理	市政水处理	14	国祯环保、碧水源、巴安水务、中电环保、兴源环境、中金环境、博世科、华控赛格、中持股份、中环环保、海峡环保、联泰环保、鹏鹞环保、清水源
	水处理设备	5	津膜科技、环能科技、南方汇通、久吾高科、开能健康
	工业水处理	3	万邦达、博天环境、上海洗霸
大气治理	大气治理	8	龙净环保、菲达环保、科林环保、清新环境、远达环保、德创环保、中环装备、科融环境
固废处理	生活垃圾处置	10	中国天楹、启迪桑德、伟明环保、瀚蓝环境、上海环境、维尔利、华光股份、富春环保、城发环境、旺能环境
	危废处置	3	东江环保、雪浪环境、金圆股份
	再生资源	2	格林美、中再资环
	环卫	2	龙马环卫、盈峰环境
	环境修复	2	高能环境、永清环保
	工业固废	1	神雾节能
环境监测	环境监测	8	雪迪龙、先河环保、聚光科技、理工环科、汉威科技、南华仪器、三川智慧、宝馨科技
集中供热	集中供热	9	长青集团、迪森股份、惠天热电、滨海能源、联美控股、大连热电、哈投股份、宁波热电、荣晟环保
节能	节能	9	华西能源、中材节能、科达洁能、三聚环保、易世达、双良节能、龙源技术、天壕环境、众合科技
园林	园林	7	东方园林、云投生态、铁汉生态、京蓝科技、绿茵生态、岳阳林纸、美尚生态

资料来源：WIND，安信证券研究中心

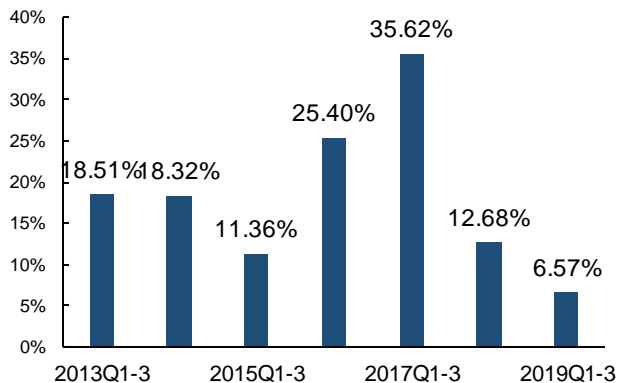
图 1：2019Q1-3 环保板块扣非后归母净利润增速 (YOY) 与其他行业比较



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

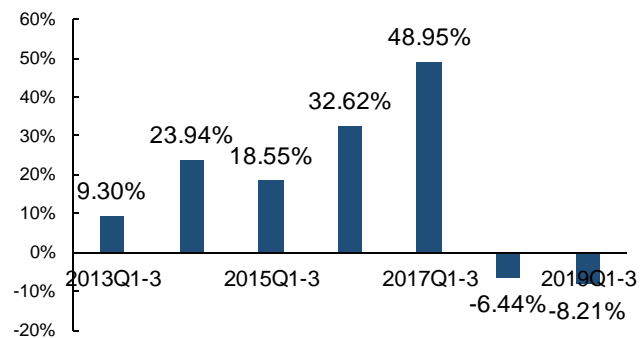
市政环保领域，2019 年上半年货币边际宽松，但在整体经济下行压力下，加之环保企业资产负债率近年来持续走高影响自身融资，环保企业项目推进受到影响，业绩释放偏向缓慢。但是，仍有不少环保公司利润端业绩表现抢眼，南华仪器、盈峰环境、中环装备、天壕环境、中国天楹 2019 年前三季度扣非后归母净利润分别同比增长 772.59%、585.31%、302.59%、207.70%、155.67%。

图 2：环保板块历年前三季度营收增速（YOY）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

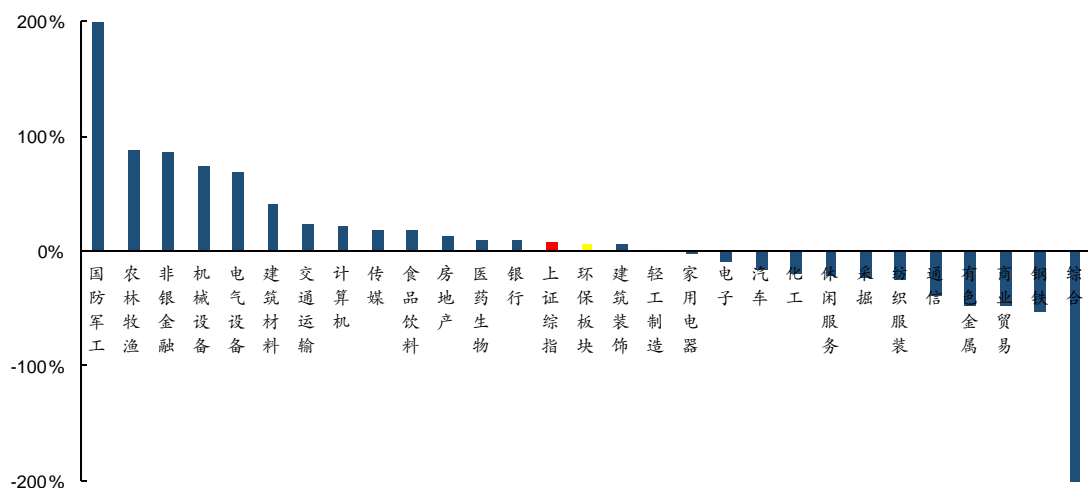
图 3：环保板块历年前三季度扣非后归母净利润增速（YOY）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

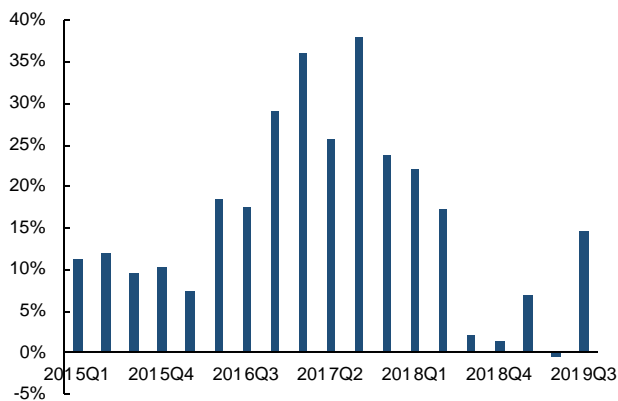
单就三季度而言，环保板块上市公司实现营业收入 174.26 亿元，同比增长 6.42%，增速同比增长 29.92 个百分点，扭转去年最低值；实现归母净利润 69.59 亿元，同比增加 7.78%，增速同比下滑 32.08 个百分点；扣非后归母净利润 62.27 亿元，同比增加 6.42%，增速同比增加 29.92%，增速与除公用事业之外的 28 个申万一级行业一道比较，位列第 15。2019 年以来，Q1、Q2、Q3 单季度扣非后归母净利润增速分别为-2.83%、-22.89%、6.42%，相比去年同期，第三季度业绩表现较好。

图 4：2019Q3 环保板块扣非后归母净利润增速（YOY）与其他行业比较



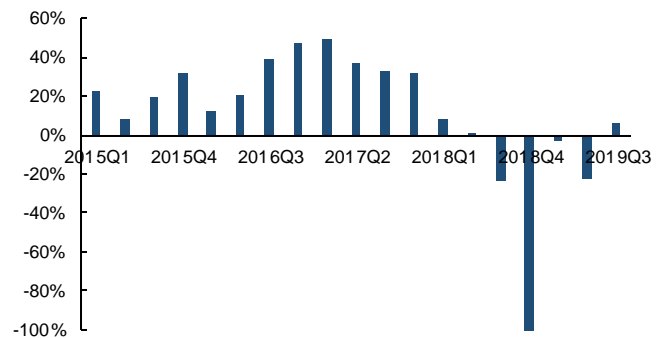
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 5：环保板块各季度收入增速（YOY）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

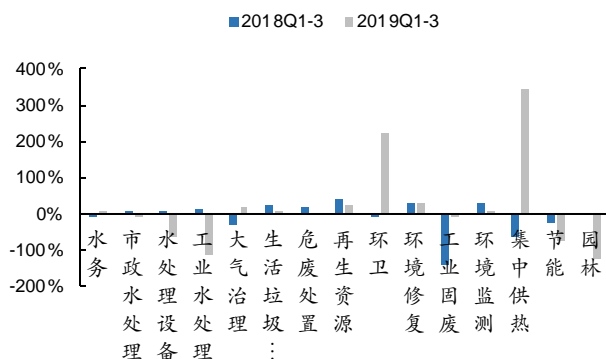
图 6：环保板块各季度扣非后归母净利润增速（YOY）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

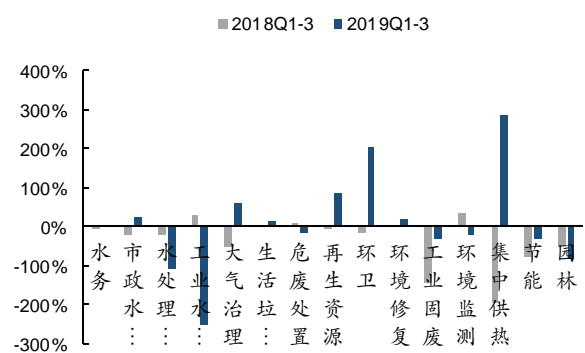
就细分板块的扣非后归母净利润而言，2019 年前三季度，水处理领域，市政水处理（31.65%）、水处理设备（18.36%）、工业水处理（-69.90%）业绩增长分化，生活垃圾处理（49.36%）、环卫（83.32%）表现较好。单就 2019 年前三季度来看，市政水处理（26.17%）、大气治理（61.99%）、再生资源（85.74%）、环卫（202.99%）增长较为稳健，其余子板块整体多为负增长。随着各试点城市垃圾分类、垃圾焚烧的政策不断出台，带动生活垃圾处理板块和环卫板块业绩增速，再生资源受益于环保趋严带来的行业整合以及再生资源产品价格上涨，迎来景气周期。

图 7：环保各子板块 2019Q1-3 扣非后归母净利润增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 8：环保各子板块 2019Q3 扣非后归母净利润增速



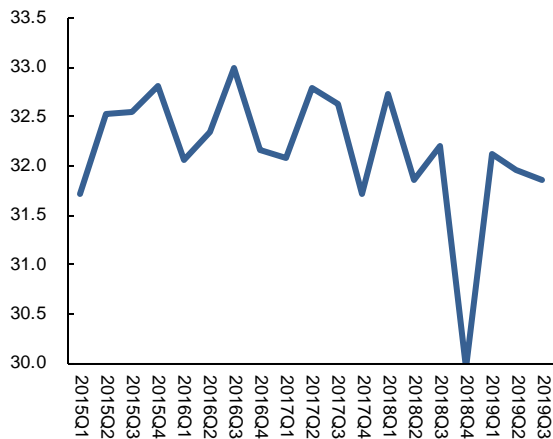
资料来源：Wind，安信证券研究中心

## 2. 盈利分析：毛利率、净利率基本稳定，期间费用率占比小幅减少

2019Q1-Q3，环保板块整体毛利率和净利率分别为 31.87%和 15.09%，分别同比-0.10 个百分点和+0.06 个百分点。在 2019 年原材料以及人工成本继续上行的趋势下，环保企业成本控制较为得当，毛利率和净利率基本保持稳定。

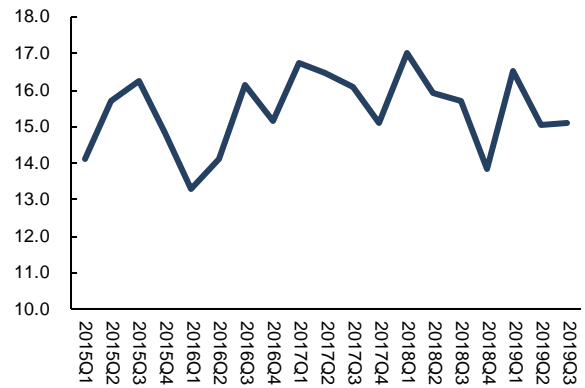


图 9：环保板块历年前三季度毛利率 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 10：环保板块历年前三季度净利率 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

分板块看，2019Q1-3，盈利指标表现较好的细分板块有水务（毛利率 36.93%，净利润率 20.36%）、生活垃圾处理（毛利率 35.14%，净利润率 20.08%）、环境监测（毛利率 46.50%，净利润率 19.23%）等。环卫（毛利率 25.09%，净利率 9.20%），同比去年分别提高 4.72、1.2 个百分点。

表 2：环保板块历年前三季度毛利率

板块	2013Q1-3	2014Q1-3	2015Q1-3	2016Q1-3	2017Q1-3	2018Q1-3	2019Q1-3
环保（整体）	30.26	31.75	32.55	32.99	32.64	32.21	31.87
水务	42.62	42.53	41.01	39.03	38.55	38.24	36.93
水处理（整体）	31.34	34.21	36.07	36.25	37.63	35.80	34.75
工业水处理	30.27	32.56	34.28	35.43	39.00	36.13	35.55
市政水处理	35.85	39.20	42.26	40.31	37.38	38.28	38.27
工业水处理	26.37	29.14	29.23	33.00	31.67	30.12	25.15
大气治理	24.83	26.90	25.05	26.17	22.38	25.17	24.09
固废（整体）	21.77	25.60	30.52	33.21	32.13	35.32	32.07
生活垃圾处置	23.78	30.20	32.76	33.67	33.59	38.34	35.14
危废处置	27.04	26.45	31.09	36.04	28.97	24.48	24.78
再生资源	15.95	11.75	37.76	31.45	34.44	29.32	25.82
环卫	7.59	21.85	21.65	25.36	23.06	20.37	25.09
环境修复	20.15	24.30	26.12	23.52	24.69	25.10	24.14
工业固废	20.70	19.51	18.46	58.60	55.35	99.91	65.63
环境监测	44.74	45.43	44.25	46.34	46.61	45.68	46.50
集中供热	19.06	21.25	22.00	21.76	19.96	14.66	19.77
节能	28.33	26.14	24.00	24.61	25.48	25.15	24.78
园林环保	33.54	32.69	32.26	29.18	28.65	25.14	29.68

资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 3：环保板块历年前三季度净利润率

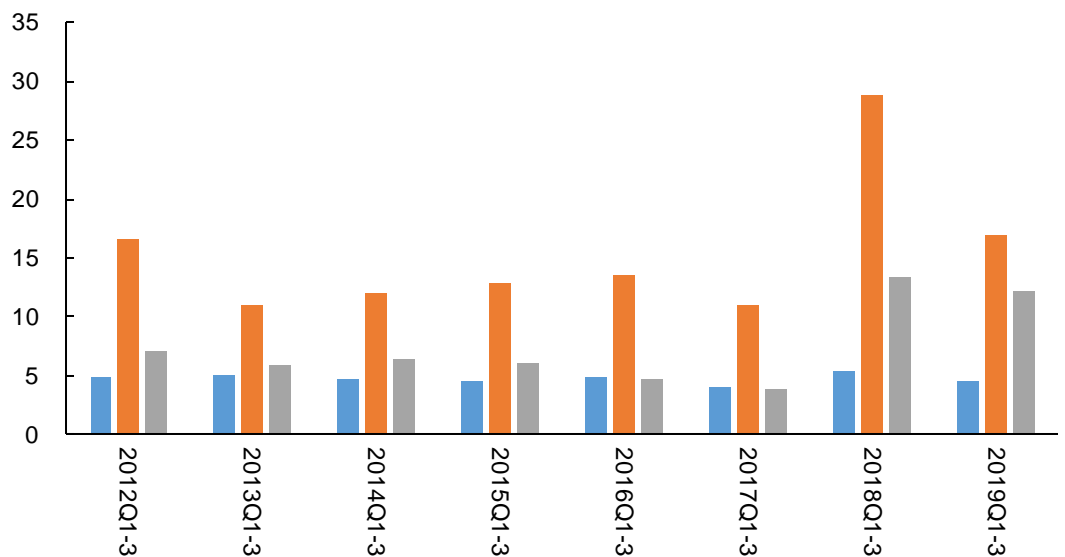
板块	2013Q1-3	2014Q1-3	2015Q1-3	2016Q1-3	2017Q1-3	2018Q1-3	2019Q1-3
环保（整体）	58.24	15.29	16.25	16.16	16.12	15.71	15.09
水务	25.18	25.56	30.78	25.56	28.70	21.44	20.36
水处理	13.87	15.37	13.98	14.99	16.37	16.81	14.03
工业水处理	13.13	14.04	13.66	16.06	19.04	16.49	14.14
市政水处理	13.72	16.98	13.87	13.16	9.64	18.01	11.08
工业水处理	19.47	19.57	17.26	13.72	16.04	16.18	19.23

大气治理	9.28	8.88	10.52	9.44	6.14	7.68	9.86
固废处理	196.67	11.92	13.23	14.71	15.36	16.01	15.15
生活垃圾处置	320.31	17.00	15.55	16.57	18.32	22.26	20.08
危废处置	22.20	9.52	14.57	16.23	12.12	10.89	10.69
再生资源	6.43	6.38	8.97	5.85	7.70	8.71	9.92
环卫	2.19	6.56	6.65	8.34	8.44	8.00	9.20
环境修复	9.59	9.12	10.42	8.51	10.17	7.80	8.39
工业固废	4.68	0.38	-	34.44	35.00	-	-
环境监测	17.77	16.64	17.39	16.84	18.02	17.51	19.23
集中供热	20.42	15.30	13.84	20.05	20.62	15.10	24.32
节能	11.90	12.01	12.59	9.28	5.07	9.17	4.52
园林环保	15.70	14.09	9.83	13.30	13.32	12.33	9.92

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

期间费用方面,环保板块2019年前三季度销售、管理、财务费用率分别为4.53%、16.91%、12.17%,分别同比-0.93、-11.92、-1.24个百分点,环保企业销售、管理费用率控制得当。整体期间费用控制较好,三项费用合计占比同比减少14.09个百分点,细分领域环卫的销售费用同比增加2.01个百分点,大气治理的管理费用同比增加5.06个百分点,大气治理的财务费用同比增加4.43%,综合期间费用大气同比提高8.50个百分点。

图 11: 环保板块历史前三季度三费率 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

具体板块而言,在2018年利率上行背景下,以PPP业务为主、现阶段资本开支较大的市政水处理和园林环保板块财务费用率上升幅度较大,但基本在合理范围之内。PPP项目回款周期长,为了使项目现金流匹配,园林2019年前三季度长期贷款增速增加明显,2019年前三季度长期借款/总资产比例同比增加4.89个百分点。环保整体也是短期借款/总资产相比长期借款/总资产的增速有所下滑,环保企业更加偏好长期融资模式。

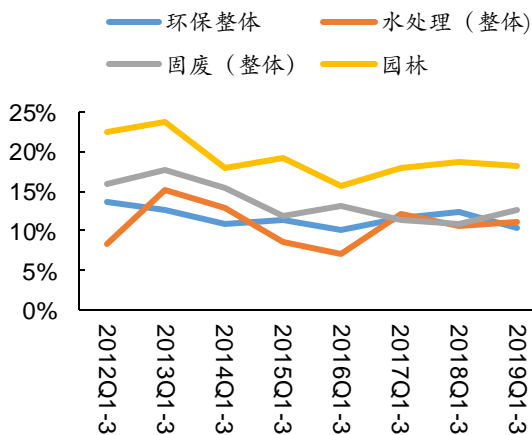


表 4：环保板块历年前三季度财务费用率

板块	2013Q1-3	2014Q1-3	2015Q1-3	2016Q1-3	2017Q1-3	2018Q1-3	2019Q1-3
水务	5.98	6.51	6.02	4.71	3.95	13.41	12.17
环保（整体）	6.33	7.41	8.29	7.68	4.34	5.92	6.32
水处理	4.79	1.09	4.79	5.61	5.59	10.73	11.19
工业水处理	3.74	9.87	2.68	4.01	5.19	6.80	9.53
市政水处理	(0.37)	(0.01)	0.19	0.44	1.61	2.24	3.30
工业水处理	(4.01)	(3.40)	1.15	0.39	0.24	(1.78)	0.89
大气治理	(0.90)	0.64	0.68	0.84	1.88	1.78	6.22
固废处理	4.34	7.32	4.19	4.27	5.14	5.63	5.95
生活垃圾处置	1.25	3.96	4.90	4.20	3.75	4.25	4.06
危废处置	4.33	0.04	2.78	3.53	2.93	2.37	3.47
再生资源	9.03	10.33	5.27	5.37	4.87	5.02	5.01
环卫	2.22	1.48	0.73	0.71	0.67	0.40	0.28
环境修复	(1.08)	(1.29)	(1.03)	0.53	1.30	2.22	2.51
工业固废	0.02	0.20	0.86	3.07	0.34	694.69	493.89
环境监测	(1.68)	(1.71)	(0.94)	(0.34)	0.61	0.84	1.03
集中供热	2.62	1.51	1.37	1.49	1.05	0.84	1.95
节能	1.56	1.45	2.98	5.41	4.53	3.67	5.59
园林环保	14.90	14.69	15.02	1.17	4.25	9.34	9.32

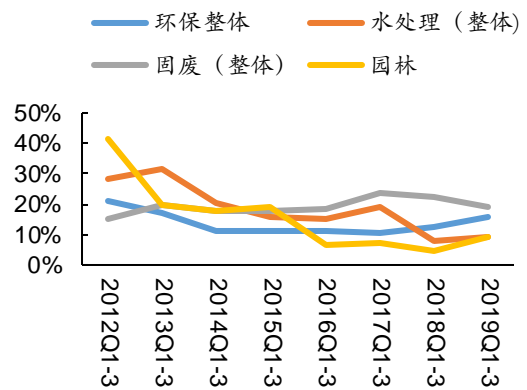
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 12：各板块短期借款/总资产比例



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 13：各板块长期借款/总资产比例

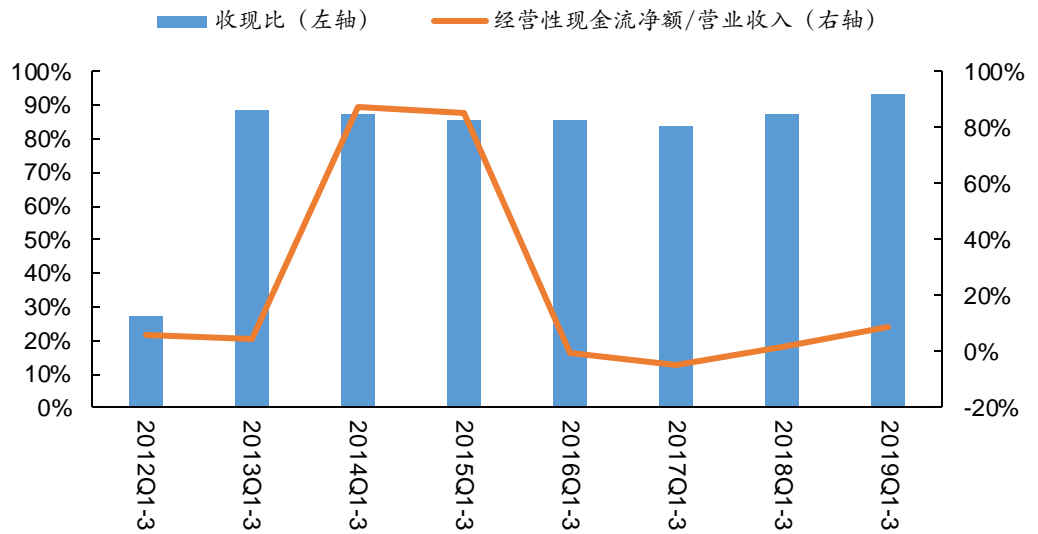


资料来源：安信证券研究中心

### 3. 现金流分析：经营活动现金流改善明显，企业偏好长期融资

2019 前三季度，环保板块整体收现比为 93.71%，同比略有提升 6.43 个百分点；经营性活动现金流净额/营业收入比例为 8.85%，同比提升 7.47 个百分点，环保板块整体经营现金流增速乐观，在 2017 年拐点处持续改善。

图 14: 历年三季度环保板块整体收现比 (左轴) 与经营性现金流净额/营业收入 (右轴)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

分板块看经营活动现金流金额/营收比例, 水务为行业最高, 达 30.65%, 集中供热为 22.45%, 维持优秀现金流表现。水处理板块、固废板块、环境监测现金流改善也较为明显。现金流改善明显的为营业模式为轻资产运营或拥有较为稳定的现金流资产, 在经济下行下, 仍可以为企业带来较为稳定的现金流。

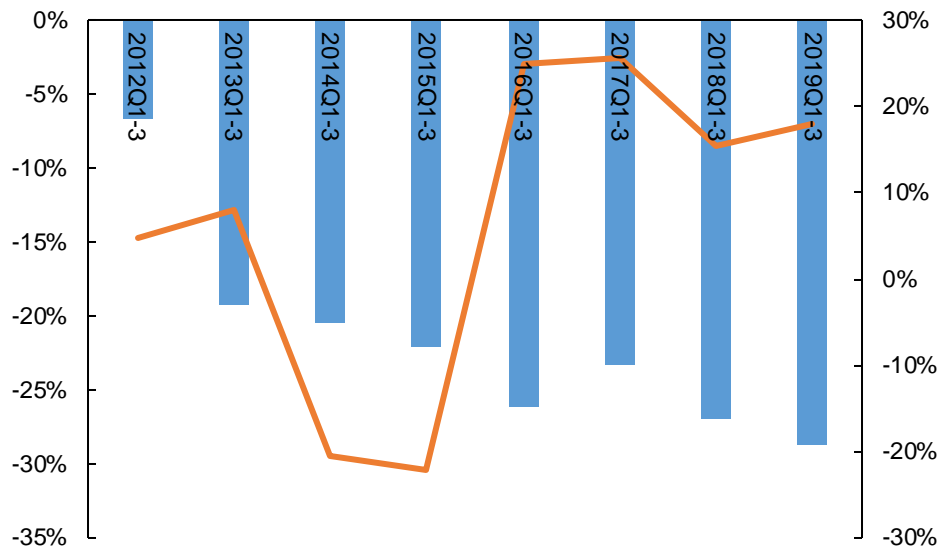
表 5: 环保板块历年前三季度经营活动现金流净额/营业收入 (%)

板块	2013Q1-3	2014Q1-3	2015Q1-3	2016Q1-3	2017Q1-3	2018Q1-3	2019Q1-3
环保 (整体)	4.37%	87.76%	85.55%	-0.59%	-4.62%	1.39%	8.85%
水务	28.81%	399.91%	222.97%	33.08%	29.78%	29.96%	30.65%
水处理	-19.26%	336.64%	123.99%	-15.95%	-20.20%	-4.83%	0.39%
市政水处理	-27.16%	354.76%	86.41%	-17.06%	-23.55%	-6.26%	-1.81%
水处理设备	-7.12%	317.17%	89.82%	-7.93%	-3.22%	0.44%	7.33%
工业水处理	2.59%	219.72%	38.32%	-17.51%	-16.10%	-1.39%	11.29%
大气治理	-2.08%	418.65%	88.82%	4.01%	-12.72%	-2.91%	-2.17%
固废 (整体)	3.74%	361.98%	84.70%	-0.59%	3.06%	2.07%	8.54%
生活垃圾处置	11.38%	363.66%	81.20%	7.73%	10.80%	2.70%	13.41%
危废处置	13.63%	405.11%	95.11%	-0.27%	11.32%	11.34%	14.57%
再生资源	-11.68%	444.21%	85.07%	-24.86%	-4.68%	7.05%	4.07%
环卫	-6.99%	101.21%	94.45%	4.16%	-16.84%	-20.64%	-9.00%
环境修复	-25.06%	77.59%	73.99%	-11.65%	-11.72%	-1.42%	12.76%
工业固废	-19.07%	97.08%	117.00%	-10.14%	-21.80%	-1927.76%	-311.93%
环境监测	1.52%	99.80%	91.04%	-6.47%	-4.76%	-8.71%	7.40%
集中供热	-4.24%	84.81%	84.79%	-51.60%	-61.11%	-12.15%	22.45%
节能	3.29%	84.42%	74.29%	-0.92%	-11.49%	-9.52%	2.07%
园林环保	-9.90%	62.25%	63.20%	-3.13%	1.56%	-0.11%	-4.33%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2019 年前三季度, 环保企业投资活动现金流净额/营收比例为-28.75%, 同比-1.74 个百分点, 用于投资的资金需求不减; 筹资活动现金流净额/营收比例为 17.89%, 同比 2.51 个百分点, 相比 2018 年有小幅升温, 预计与信用宽松、环保企业融资有一定提高有关。

图 15: 环保板块投资、筹资现金流净额/营收

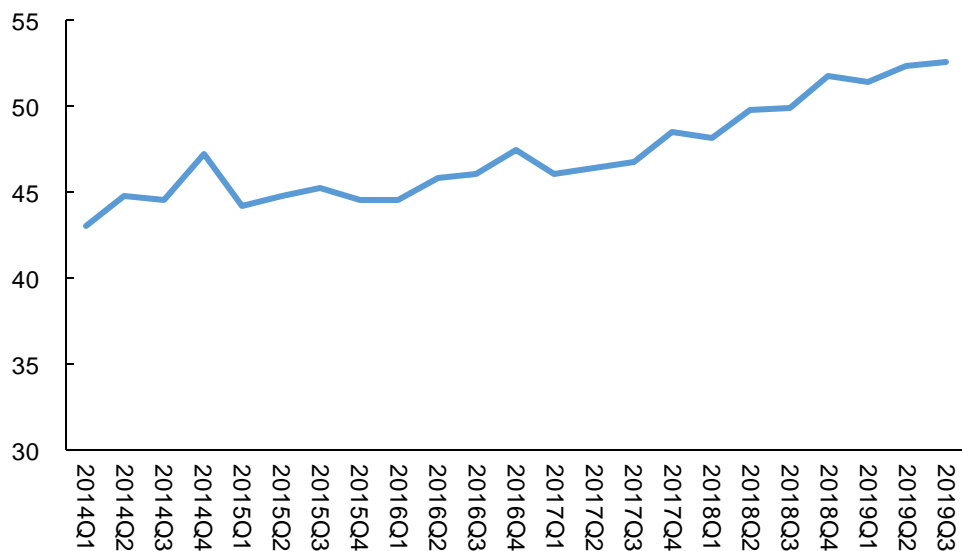


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

#### 4. 资产负债表分析: 资产负债率、应收账款资产占比继续提升

资本结构方面, 环保板块整体资产负债率继续呈上升趋势。截至 2019 年三季度末, 环保板块资产负债率为 52.59%, 同比提升 2.70 个百分点, 环比提升 0.26 个百分点。PPP 从 2014 年至 2017 年处于大力推广期, 环保板块整体资产负债率自 2014 年第四季度以来呈现明显上升趋势, 进入加杠杆周期, 随着更多的企业资产负债率超 70%, 预计资产负债率水平边际增长减弱。

图 16: 环保板块资产负债率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

具体板块方面, 截至三季度末, 扣除工业固废子领域, 再生资源公司资产负债率(63.39%)居各子板块首位。大气治理(62.38%)、市政水处理(61.57%)、园林(58.73%)资产负债率较高, 环境监测(32.08%)、环卫(37.76%)资产负债率在行业内属于较低水平, 防御性突出。

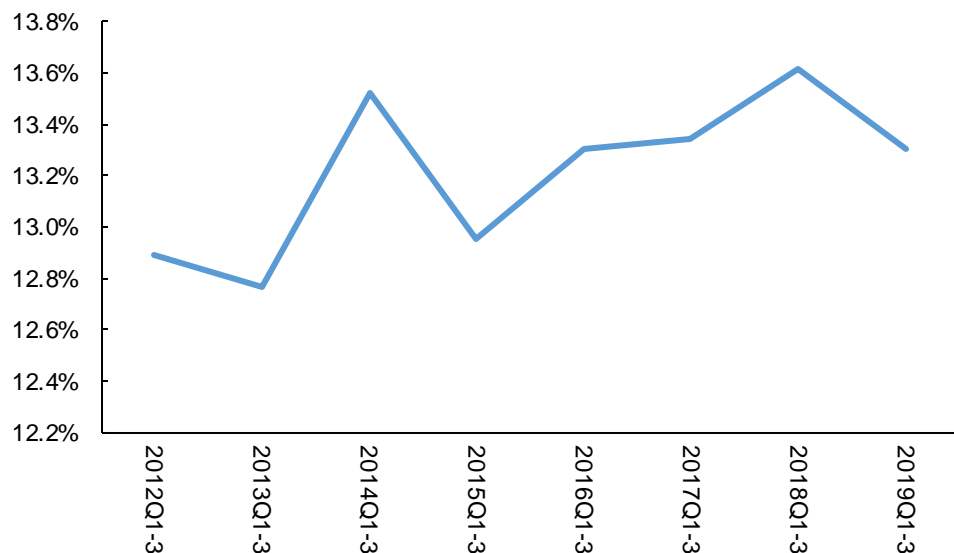
表 6：环保各板块历史资产负债率

环保	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
环保整体	46.00	46.42	46.75	48.53	48.12	49.76	49.89	51.77	51.40	52.32	52.59
水务	44.16	44.27	44.07	45.08	45.90	47.02	47.06	48.07	48.48	49.26	50.23
水处理（整体）	42.77	42.59	43.51	46.43	46.06	49.58	50.66	52.56	52.53	54.16	54.33
市政水处理	45.13	46.27	47.20	51.46	52.33	56.04	57.68	59.68	60.09	61.45	61.57
水处理设备	40.52	36.58	37.65	37.20	33.82	37.94	38.18	39.94	38.11	41.60	41.40
工业水处理	37.09	35.46	36.04	38.35	37.19	38.81	38.72	40.38	41.31	41.04	42.06
大气治理	55.75	59.13	58.30	58.94	58.05	59.38	59.68	64.76	62.68	62.37	62.38
固废（整体）	50.00	50.48	51.14	51.97	51.31	52.26	52.33	54.84	55.60	56.65	56.44
生活垃圾处置	47.78	47.93	48.66	50.00	49.31	50.58	51.26	52.55	54.24	55.49	55.91
危废处置	52.47	53.13	51.63	50.23	48.78	49.74	49.94	51.39	50.32	53.52	52.16
再生资源	65.39	61.65	64.54	64.75	63.47	63.61	61.46	64.11	64.69	63.51	63.39
环卫	46.59	46.84	47.94	43.45	40.90	42.86	42.32	40.63	39.66	40.43	37.76
环境修复	50.40	51.19	53.49	52.79	56.83	56.16	55.70	58.96	59.03	57.59	56.82
工业固废	39.99	51.61	49.41	66.71	64.32	64.96	65.25	89.77	91.77	94.41	97.30
环境监测	22.62	23.46	23.78	26.53	27.08	28.73	29.23	31.64	31.86	32.34	32.08
集中供热	49.63	48.74	49.40	52.41	50.49	51.60	49.38	50.55	47.32	48.94	50.95
节能	51.96	51.01	51.29	50.72	49.51	49.61	49.92	50.00	49.97	49.67	49.54
园林	50.52	53.67	53.20	57.17	57.47	59.11	58.78	59.42	57.80	58.98	58.73

资料来源：Wind，安信证券研究中心

截至三季度末，环保板块应收账款/总资产比重为 13.31%，同比减少 0.31 个百分点。从历史经验来看，环保企业四季度回款要优于三季度，预计环保企业在四季度工程项目结算和政府拨款进度推进后，进一步改善。

图 17：环保板块应收账款/总资产比重



资料来源：Wind，安信证券研究中心

分板块看，节能（29.13%）、环卫（28.02%）、大气治理（27.49%）应收账款总资产占比较高，其中环卫现阶段仍以 toG 业务为主。大气治理目前业务以 toB 业务为主，但回款速度取决于具体业主方的盈利情况与市场地位，此外大气治理部分 EPC 项目工期较长，回款周期较长。再生资源应收账款比重较大，主要受国家再生资源补贴基金发放时间较长影响所致。水务（5.88%）、垃圾焚烧（11.89%）、危废（11.40%）等领域具有清晰商业模式，应收账款占总资产比重较低。

表 7: 环保板块应收账款/总资产

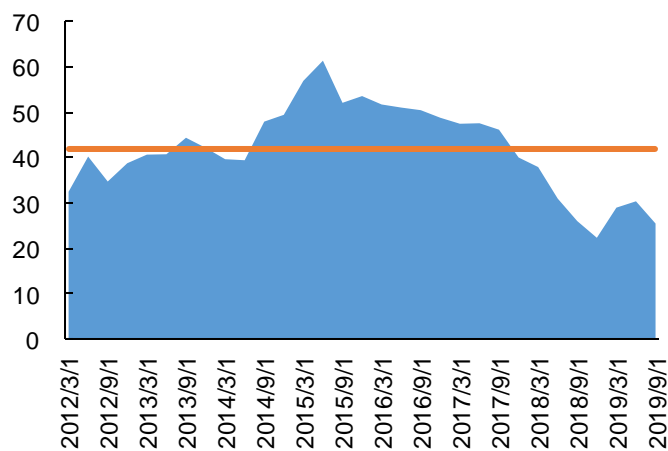
板块	2013Q1-3	2014Q1-3	2015Q1-3	2016Q1-3	2017Q1-3	2018Q1-3	2019Q1-3
环保 (整体)	12.77%	13.52%	12.95%	13.30%	13.34%	13.62%	13.31%
水务	6.03%	6.97%	4.47%	5.77%	6.36%	6.29%	5.88%
水处理	15.92%	16.11%	14.09%	14.94%	13.84%	12.10%	12.33%
工业水处理	17.33%	15.13%	13.58%	14.96%	13.02%	11.12%	11.49%
市政水处理	13.66%	18.83%	13.23%	15.12%	13.50%	14.34%	17.67%
工业水处理	10.72%	18.48%	17.60%	19.39%	19.08%	17.00%	15.11%
大气治理	20.53%	20.86%	21.48%	21.97%	23.15%	26.03%	27.49%
固废 (整体)	15.03%	14.78%	14.55%	13.82%	13.25%	14.26%	14.11%
生活垃圾处置	17.45%	13.89%	12.03%	9.74%	9.11%	11.27%	11.89%
危废处置	5.34%	13.78%	10.17%	13.20%	12.36%	12.25%	11.40%
再生资源	7.24%	10.48%	21.13%	19.16%	22.76%	20.70%	19.78%
环卫	45.51%	50.12%	47.26%	42.26%	34.88%	35.48%	28.02%
环境修复	9.22%	7.53%	7.39%	7.28%	4.48%	6.40%	4.47%
工业固废	9.50%	7.86%	5.70%	21.14%	35.42%	27.73%	20.20%
环境监测	23.22%	22.78%	19.00%	20.50%	20.65%	20.09%	19.01%
集中供热	6.66%	5.32%	5.59%	3.75%	3.61%	3.70%	4.19%
节能	20.07%	22.04%	24.76%	27.54%	26.95%	28.88%	29.13%
园林环保	15.76%	14.86%	14.03%	12.34%	14.40%	14.86%	14.42%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

## 5. 投资策略: 业绩、估值探底, 关注政策组合利好落地, 精选固废产业链标的

**低估值:** 环保板块前三季度业绩增速为 2013 年以来最低水平, 2019 年年初, 货币和财政政策边际宽松, 但政策传导落地仍需时间, 在经济下行、融资收紧、利率上行和 PPP 监管趋严的大背景下, 预计环保板块 2019 年全年业绩仍将承受压力, 后续需持续关注环保板块年报业绩。目前市场对于环保的业绩压力有较为充分的预期, 环保板块 PETTM 为 25.49, 仍处于低值水平。

图 18: 环保板块 PETTM



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

**运营资产表现良好:** 随着全球贸易保护主义的升级和与此有关的国际贸易萎缩, 投资意愿低迷, 就业压力上升, 收入预期下滑, 提供稳定现金流的营运类公司表现会持续亮眼。特

别是以toG为主要客户群的环保企业或受益于地方政府资金缺口改善。从财政支出数据显示，2019年中期以来，土地出让收入区域稳定，地方政府专项债已经提前发行，中央始终保持支持地方收入。从而提升公用产品单价，推动运营类公司业绩持续高增长。

**关注垃圾产业链：**从19年7月以上海为点的垃圾分类热潮逐渐蔓延。根据《生活垃圾分类制度实施方案》，要求46个试点城市实施生活垃圾分类，2020年年底生活垃圾回收利用率达到35%以上，垃圾分类所需的餐厨垃圾建设周期为9个月-1.5年，2019年将仍是餐厨垃圾项目的投放期。随着2020年垃圾焚烧上网电价的不确定性，企业也将加快项目落地上网，垃圾焚烧项目也将迎来项目投产快速期。垃圾一体化收运也将是关注重点。

**企业融资稳定：**19年8月末落地LPR，市场预期定价利率会逐月下滑，叠加年末，银行存在信贷冲量的动机，预计第四季度降准和宽信用政策效果显现，同时相较于之前的基准利率而言，LPR波动性大，企业贷款利率分化，利好国资背景和信用良好的环保企业融资。

建议关注生活垃圾处理企业，关注在手订单充足的【维尔利】【城发环境】【盈峰环境】。建议聚焦具有优秀现金流和较强的防御性的垃圾发电标的【旺能环境】以及关注国资入股背景和信用改善下业绩向好、现金流改善明显的水处理龙头【碧水源】【国祯环保】。

## 6. 风险提示

政策变动，项目推进不及预期，融资环境改善不及预期。



## ■ 行业评级体系

### 收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

### 风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

邵琳琳声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034