

环保

2019 年环保行业三季度业绩综述：

维持评级

报告原因：行业研究

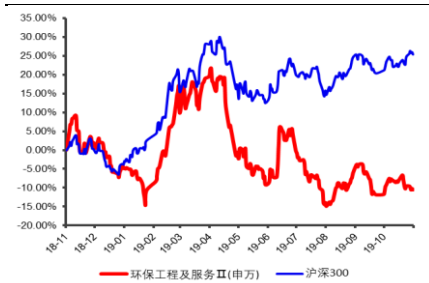
运营类公司盈利能力&amp;稳定性更高

中性

2019 年 11 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：

- **营收增速较中报略有好转，盈利能力继续下滑。**1) 2019 前三季度，我们统计的 53 家环保公司实现总营收 1435.33 亿元，同比增长 8.63%，行业整体营收增速较 2018 年同期继续下降，较 2019H1 略有好转；实现归母净利润 167.71 亿元，同比增长 6.94%，增速也为 2015 年以来最低。2) 2019 前三季度，行业整体毛利率为 28.45%，同比下降 0.34pct，较 2019 中报整体下滑 0.13pct；净利率整体波动不大。行业整体 ROE 和 ROIC 下降幅度更大；2019 三季度环保行业 ROE 为 6.24%，同比下降 6.31pct；ROIC 为 3.76%，同比下降 0.30pct。
- **2019Q3 营收增速较 2019Q2 略有好转。**2019Q3 行业整体营收增速 11.80%，同比上升 1.74pct，环比上升 6.62pct，行业整体营收增速略有好转。三季度仅节能行业营收同比出现下滑，其余行业单季度营收均有所上升。三季度行业整体归母净利润增速为 3.56%，同比下降 0.92pct，环比下降 5.36pct。节能、大气行业 2019Q3 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。
- **行业整体资产负债率仍维持高位。**2019 三季度，环保行业整体资产负债率继续上升达 55.49%，较 2018 同期上升 2.09pct，自 2016 年以来连续四年明显上升。子行业中，水处理、固废、水务板块资产负债率继续上升，分别为 59.84%/57.43%/55.72%，分别较 2018 年同期上升 6.14pct/3.06pct/2.12pct。
- **经营性现金流同比好转，投资性净现金流降幅减缓。**2019 三季度，除大气、节能行业外，各子行业经营性净现金流均出现了不同程度的改善，其中固废、水处理行业经营性净现金流改善最为明显（与中报情况一致），分别同比增加 20.70、14.06 亿元。2019 前三季度，环保行业投资性净现金流为 -445.22 亿元，同比下降 47.91 亿元，虽然较 2018 年同期相比依然有所下降，但下降幅度明显减缓，与中报情况一致。
- **年报展望：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 年内盈利能力、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；但部分公司引进国企战投，资金状况有所缓解；此前央行降准 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，提高重资产的业绩预期和估值水平，工程类公司业绩有望触底回升，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. 整体表现：营收增速较中报略有好转，盈利能力继续下滑.....	4
1.1 整体表现：营收增速较 2019H1 略有回升，净利润继续下滑 .....	4
1.2 盈利质量：盈利能力较中报继续下滑，负债率维持高位 .....	8
1.3 现金流：经营性净现金流同比好转，投资性净现金流降幅减缓 .....	11
2. 年度业绩展望：运营类确定性更强 .....	13
2.1 相比之下，运营类公司盈利能力&稳定性更强.....	13
2.2 工程类公司新增订单规模不及预期，信用利差缩窄利于优质公司触底反弹 .....	14
4. 风险提示 .....	16

## 图表目录

图 1：2019 前三季度环保板块营收同比上升、归母净利润明显下滑.....	4
图 2：环保行业主要公司营收情况 .....	4
图 3：环保行业主要公司归母净利润情况 .....	4
图 4：环保企业营收增速分布 .....	5
图 5：环保企业归母净利润增速分布 .....	5
图 6：子行业营业总收入（亿元） .....	5
图 7：子行业归母净利润（亿元） .....	5
图 8：子行业营收增速 .....	6
图 9：子行业归母净利润增速 .....	6
图 10：环保行业分季度营收增速 .....	6
图 11：环保行业分季度归母净利润增速.....	6
图 12：子行业分季度营收增速 .....	7
图 13：子行业分季度归母净利润增速 .....	7
图 14：运营类公司营收增速较高 .....	7
图 15：工程类公司整体归母净利润下降明显 .....	7
图 16：行业毛利率，净利率 .....	8

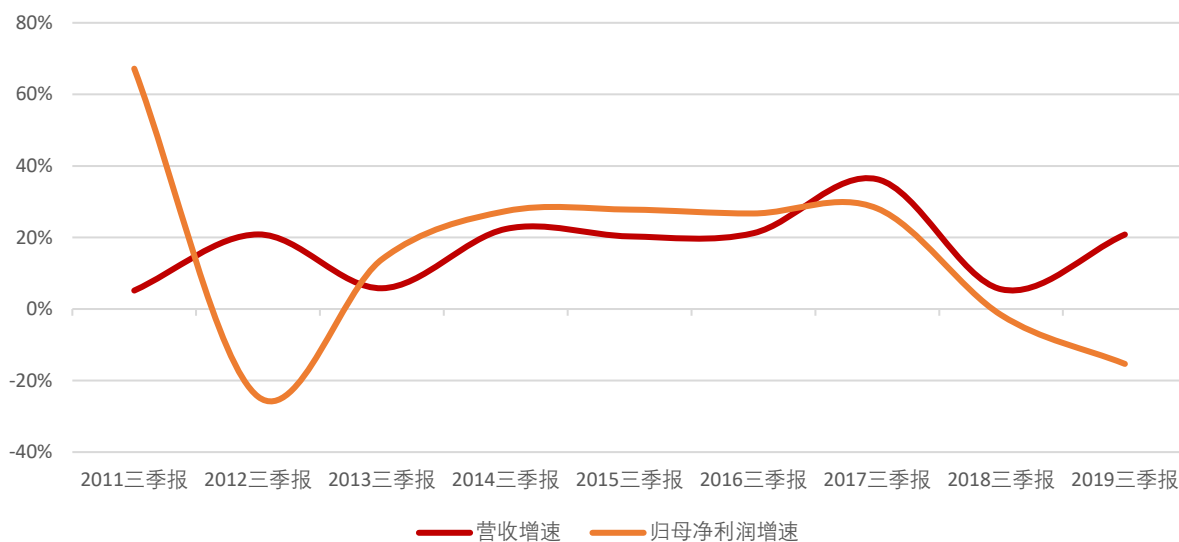
图 17: 行业 ROE, ROIC .....	8
图 18: 子行业毛利率情况 .....	8
图 19: 子行业净利率情况 .....	8
图 20: 环保行业三大费用率 (%) .....	9
图 21: 子行业销售费用 (%) .....	9
图 22: 子行业管理费用 (%) .....	9
图 23: 子行业财务费用 (%) .....	9
图 24: 环保行业整体资产负债率继续上升 .....	10
图 25: 水处理行业资产负债率显著提升 .....	10
图 26: 环保行业整体应收账款/总资产 .....	10
图 27: 子行业应收账款/总资产情况 .....	10
图 28: 环保行业经营性净现金流 (亿元) .....	11
图 29: 子行业经营性净现金流 (亿元) .....	11
图 30: 销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入 .....	11
图 31: 子行业销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入 .....	11
图 32: 环保行业投资性净现金流 (亿元) .....	12
图 33: 子行业投资性净现金流 (亿元) .....	12
图 34: 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 (亿元) .....	12
图 35: 投资支付的现金 (亿元) .....	12
图 36: 运营类公司毛利率、净利率均较高 .....	13
图 37: 运营类公司资产负债率较低 .....	13
图 38: 工程类公司财务费用率快速上升 .....	14
图 39: 工程类公司 ROE 继续下降.....	14
图 40: 公用事业 AAA 和 AA+产业债信用利差缩窄.....	15
表 1: 部分市政工程类公司 2019 年 1-9 月新增订单金额明显下降 .....	14
附录 1: 重点环保公司收入增速 (单位: %) .....	17
附录 2: 重点环保公司归母净利润增速 (单位: %) .....	19

## 1. 整体表现：营收增速较中报略有好转，盈利能力继续下滑

### 1.1 整体表现：营收增速较 2019H1 略有回升，净利润继续下滑

2019 年前三季度，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 926.68 亿元，同比增长 20.81%，增速较去年同期上升 15.29pct；实现归母净利润 61.70 亿元，同比下降 15.35%，增速较去年同期下降 13.68pct，为 2013 年来板块三季报最低增速。

图 1：2019 前三季度环保板块营收同比上升、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）2019 前三季度实现营业总收入 1435.33 亿元，同比增长 8.63%，增速为 2015 年以来最低；实现归母净利润 167.71 亿元，同比增长 6.94%，增速也为 2015 年以来最低。

图 2：环保行业主要公司营收情况

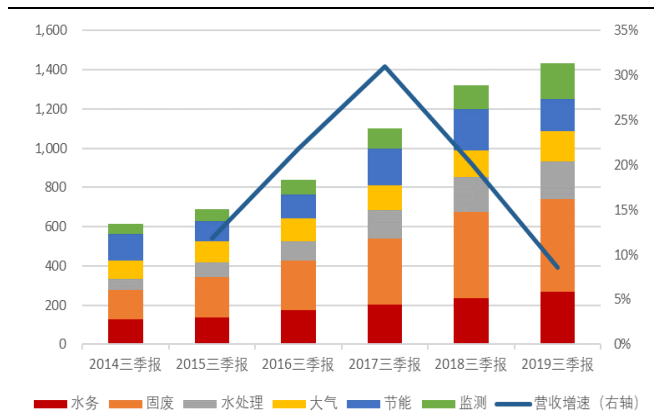
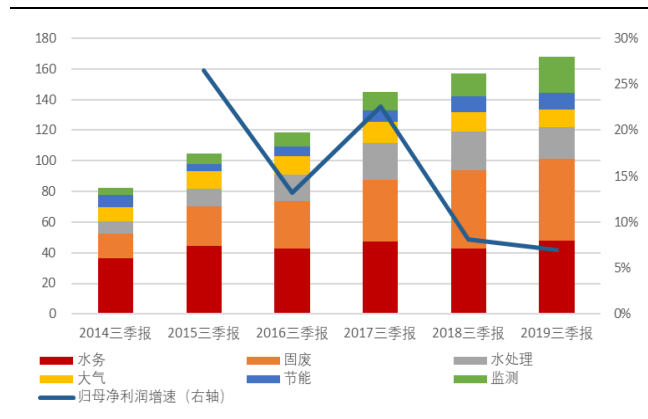


图 3：环保行业主要公司归母净利润情况

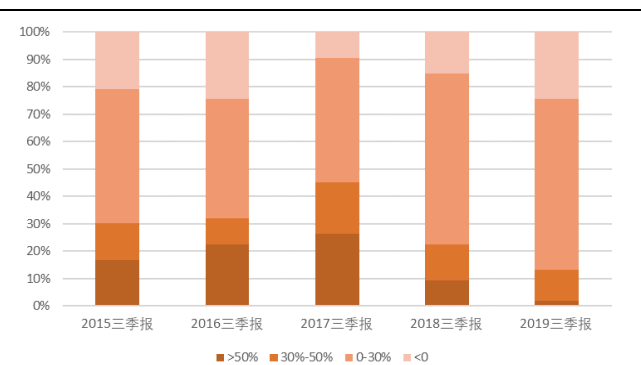


资料来源：Wind，山西证券研究所

我们统计的 53 家环保公司中，2019 三季报仅有 1 家公司营收增速超过 50%，占比 1.89%，较 2019H1 减少 1 家，较 2018 年同期减少 4 家；营收增速处于 30%-50%之间的公司有 6 家，占比 11.32%，较 2019H1 增加 1 家，较 2018 年同期减少 1 家；营收增速处于 0-30%区间的公司有 33 家，占比 62.26%，较 2019H1 增加 3 家，与 2018 年同期持平；营收出现负增长的公司有 13 家，占比 24.53%，较 2019H1 减少 3 家，较 2018 年同期增加 5 家；行业整体营收增速较 2018 年同期继续下降，较 2019H1 略有好转。

从归母净利润来看，2019 三季报仅有 5 家公司净利润增速超过 50%，较 2018 年同期减少 5 家；净利润同比下降的公司有 22 家，较 2019H1 增加 3 家，较 2018 年同期增加 8 家，数量为 2015 三季报以来最多。

图 4：环保企业营收增速分布



资料来源：Wind，山西证券研究所

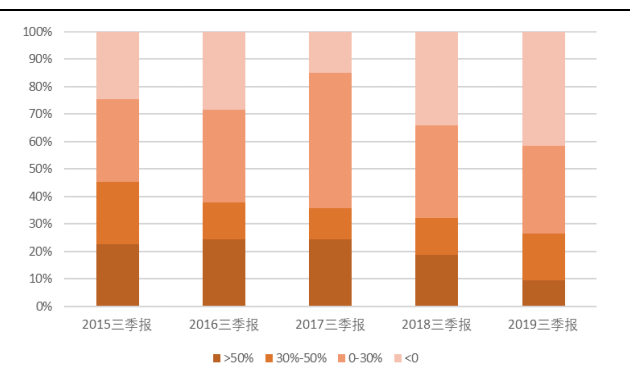
分子行业来看，2019 前三季度，水务、大气行业营收增速与 2018 年同期相比仍较为平稳，但水务行业整体归母净利润同比上升 12.68%。监测行业收到华测检测净利润大增影响，2019 前三季度业绩明显优于 2018 年同期。水处理、固废、节能三个行业营收增速仍然呈明显的下降趋势，其中节能行业营收同比下降 21.35%，仍然是 2019 年内营收增速最低的子行业。水处理行业前三季度营收同比增长 9.09%，虽然低于 2018 年同期增速 12.23pct，但比 2019H1 增速上升 8.65pct；行业归母净利润整体下降 17.11%，是 2019 年归母净利润下滑最多的子行业。固废行业 2019 前三季度整体增速为 7.23%，较 2018 年同期下降 23.97pct；固废行业 2019 前三季度归母净利润增速为 3.33%，同比下降 23.75pct。

图 6：子行业营业总收入（亿元）

资料来源：Wind，山西证券研究所

从归母净利润来看，2019 三季报仅有 5 家公司净利润增速超过 50%，较 2018 年同期减少 5 家；净利润同比下降的公司有 22 家，较 2019H1 增加 3 家，较 2018 年同期增加 8 家，数量为 2015 三季报以来最多。

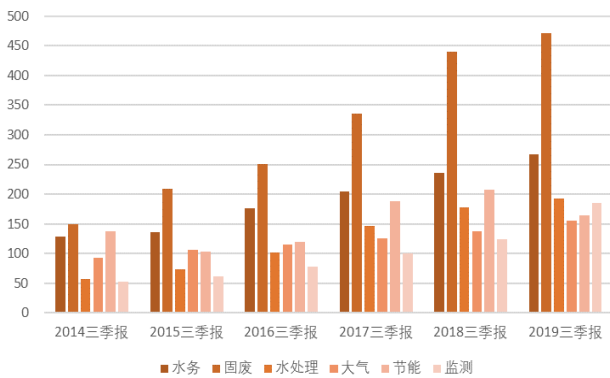
图 5：环保企业归母净利润增速分布



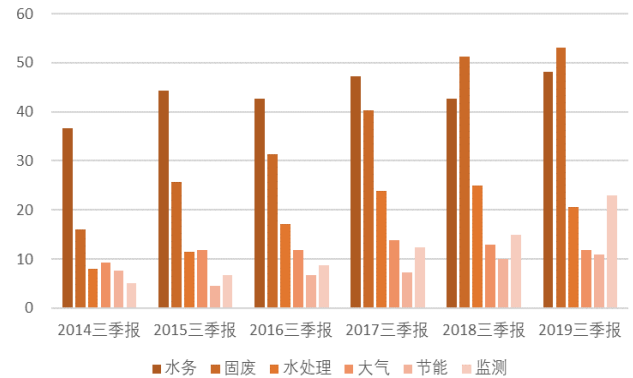
资料来源：Wind，山西证券研究所

分子行业来看，2019 前三季度，水务、大气行业营收增速与 2018 年同期相比仍较为平稳，但水务行业整体归母净利润同比上升 12.68%。监测行业收到华测检测净利润大增影响，2019 前三季度业绩明显优于 2018 年同期。水处理、固废、节能三个行业营收增速仍然呈明显的下降趋势，其中节能行业营收同比下降 21.35%，仍然是 2019 年内营收增速最低的子行业。水处理行业前三季度营收同比增长 9.09%，虽然低于 2018 年同期增速 12.23pct，但比 2019H1 增速上升 8.65pct；行业归母净利润整体下降 17.11%，是 2019 年归母净利润下滑最多的子行业。固废行业 2019 前三季度整体增速为 7.23%，较 2018 年同期下降 23.97pct；固废行业 2019 前三季度归母净利润增速为 3.33%，同比下降 23.75pct。

图 7：子行业归母净利润（亿元）

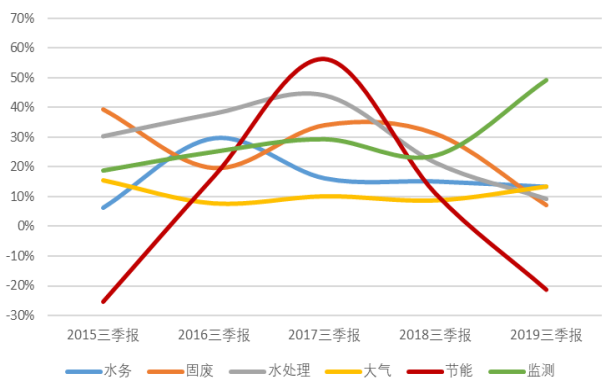


资料来源：山西省统计局，山西证券研究所



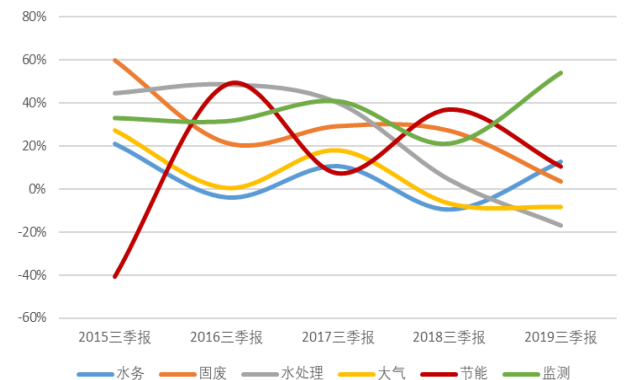
资料来源：山西省统计局，山西证券研究所

图 8：子行业营收增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 9：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，2019Q3 行业整体营收增速 11.80%，同比上升 1.74pct，环比上升 6.62pct，行业整体营收增速略有好转。三季度仅节能行业营收同比出现下滑，其余行业单季度营收均有所上升。三季度行业整体归母净利润增速为 3.56%，同比下降 0.92pct，环比下降 5.36pct。节能、大气行业 2019Q3 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 10：环保行业分季度营收增速

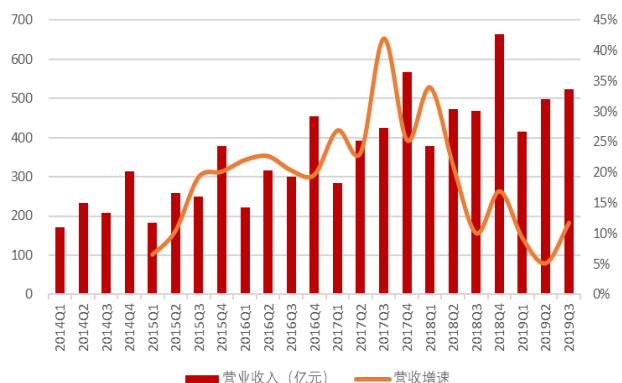
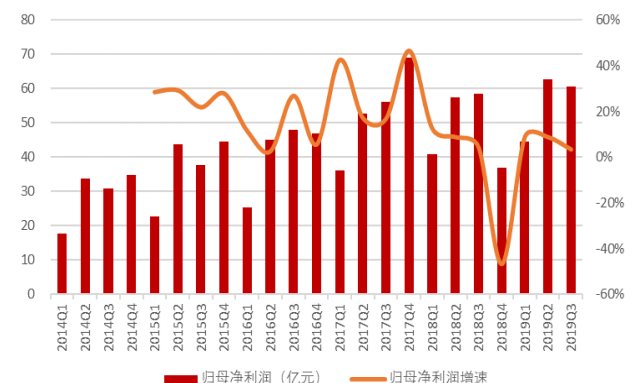


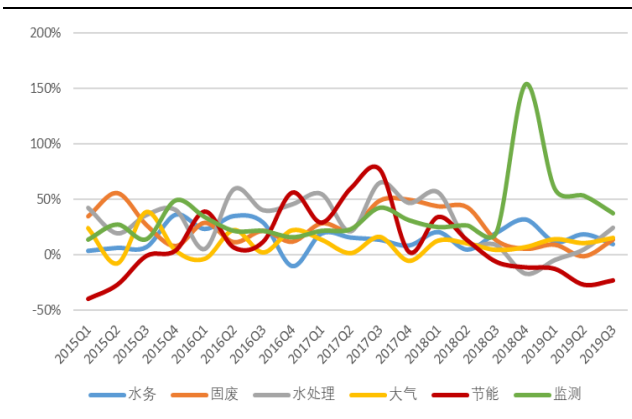
图 11：环保行业分季度归母净利润增速





资料来源：Wind，山西证券研究所

图 12：子行业分季度营收增速

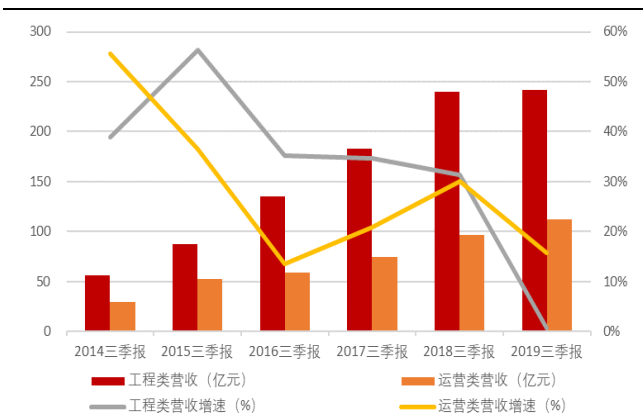


资料来源：Wind，山西证券研究所

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 前三季度，代表性工程类公司营收增速仅 0.73%，增速同比下降 30.59pct，为 2014 年以来三季报最低增速。代表性运营类公司营收增速为 15.76%，较 2018 年同期下降 14.37pct，依然显著高于工程类公司营收增速，2019 年前三季度运营类公司的经营情况明显更加稳健。

从归母净利润的情况来看，2019 前三季度，代表性工程类公司整体归母净利润同比下降 36.80%，增速同比下降 39.62pct。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 4.80% 的增长，虽然增速也较 2018 年同期下滑了 33.11pct，但仍保持了相对稳健。

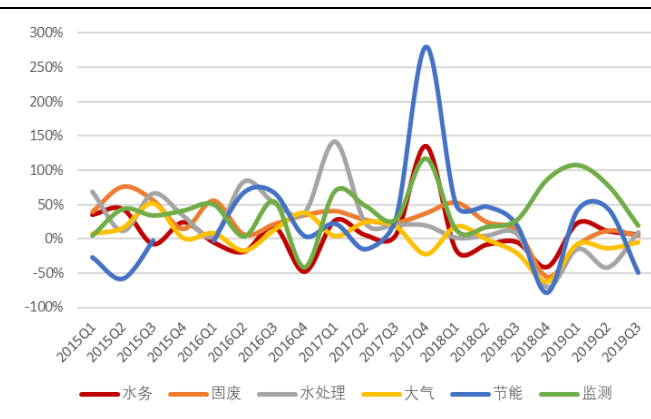
图 14：运营类公司营收增速较高



资料来源：Wind，山西证券研究所（注\*：工程类公司包括：

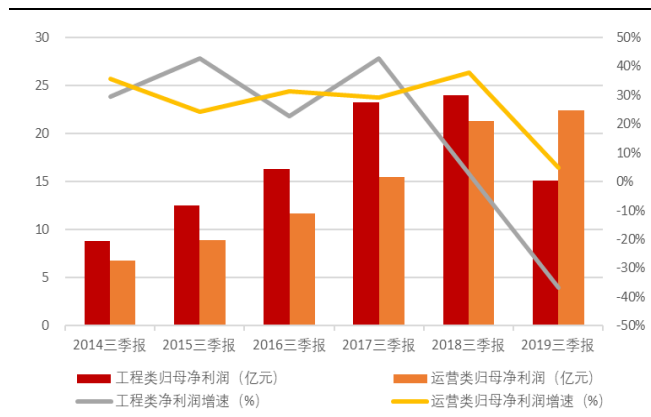
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 13：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

图 15：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\*：运营类公司包括：

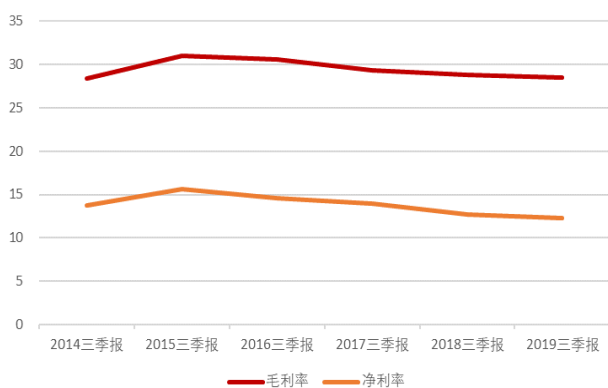
高能环境、启迪桑德、博天环境、万邦达、维尔利、博世科、瀚蓝环境、伟明环保、上海环境、国祯环保、环能科技) 碧水源)

## 1.2 盈利质量：盈利能力较中报继续下滑，负债率维持高位

### 行业盈利能力继续下滑

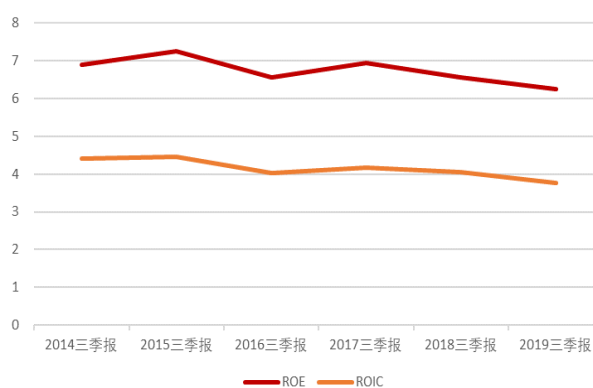
2019 前三季度，我们重点关注的 53 家公司的整体毛利率为 28.45%，同比下降 0.34pct，较 2019 中报整体下滑 0.13pct；2019 三季度报行业整体净利率为 12.33%，同比下降 0.34pct，较 2019 中报下滑 0.09pct，整体波动不大。环保行业整体毛利率、净利率自 2015 年以来呈现出了持续下降的趋势，且三季度延续了中报的下降趋势。相比之下，行业整体 ROE 和 ROIC 下降幅度更大；2019 三季度报环保行业 ROE 为 6.24%，同比下降 6.31pct；ROIC 为 3.76%，同比下降 0.30pct。

图 16：行业毛利率，净利率



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 17：行业 ROE，ROIC



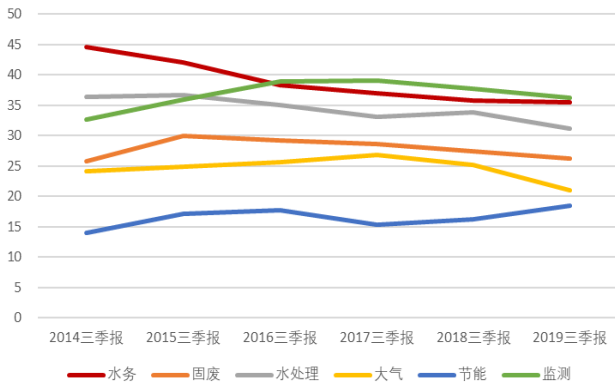
资料来源：Wind，山西证券研究所

从子行业的情况来看，除节能行业外，其他子行业三季度报毛利率均同比下滑，其中大气、水处理行业毛利率下滑幅度最大，分别为 4.20pct/2.67pct；节能、监测行业净利率同比有所上升，其他子行业三季度报净利率均同比下降，其中水处理和大气行业净利率下滑幅度最大，分别为 3.76pct/1.94pct。

图 18：子行业毛利率情况

图 19：子行业净利率情况



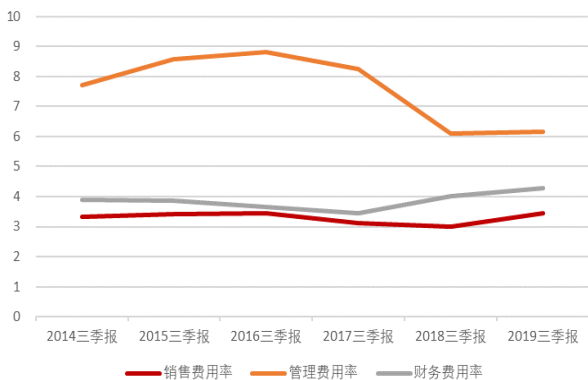


资料来源：Wind，山西证券研究所

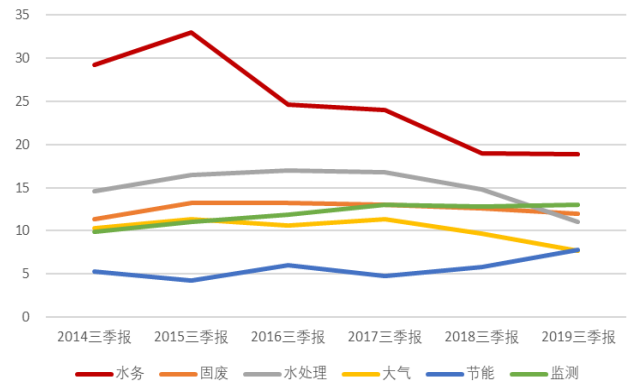
我们统计的 53 家公司 2019 前三季度管理费用率为 6.16%，较 2018 同期上升 0.06pct，较为平稳；行业整体的财务费用率则继 2018 年同期上升 0.28pct 至 4.29%；行业整体的销售费用率为 3.44%，较 2018 同期上升 0.43pct。

从子行业来看，重资产业务为主的水处理行业财务费用继续明显上升，2019 三季度财务费用率为 6.17%，较 2018 同期上升 1.20pct；同时，节能行业财务费用率也同比上升 1.30pct 至 4.85%；水务、大气、监测行业财务费用率同比出现下降。

图 20：环保行业三大费用率 (%)

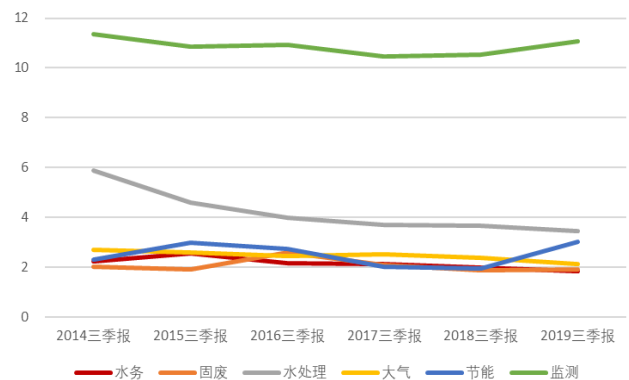


资料来源：Wind，山西证券研究所



资料来源：Wind，山西证券研究所

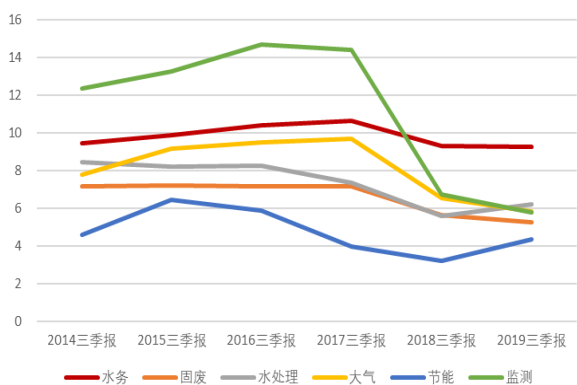
图 21：子行业销售费用 (%)



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 22：子行业管理费用 (%)

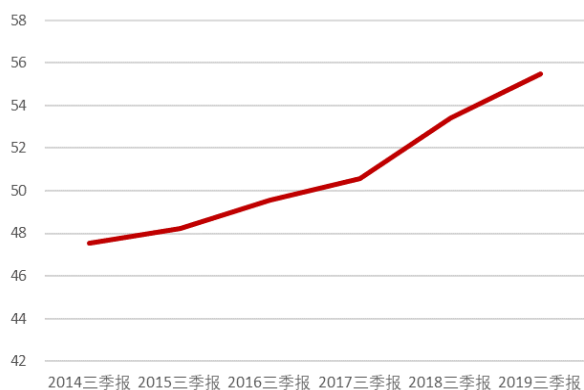
图 23：子行业财务费用 (%)



资料来源：Wind，山西证券研究所

2019 三季度，环保行业整体资产负债率继续上升达 55.49%，较 2018 同期上升 2.09pct，自 2016 年以来连续四年明显上升。子行业中，水处理、固废、水务板块资产负债率继续上升，分别为 59.84%/57.43%/55.72%，分别较 2018 年同期上升 6.14pct/3.06pct/2.12pct。大气、节能行业资产负债率波动较小，监测行业资产负债率同比下降 2.89pct。

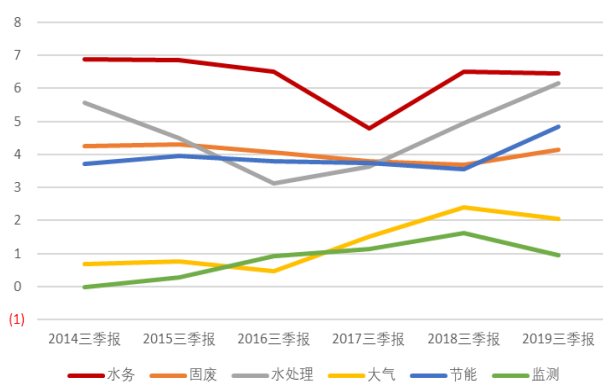
图 24：环保行业整体资产负债率继续上升



资料来源：Wind，山西证券研究所

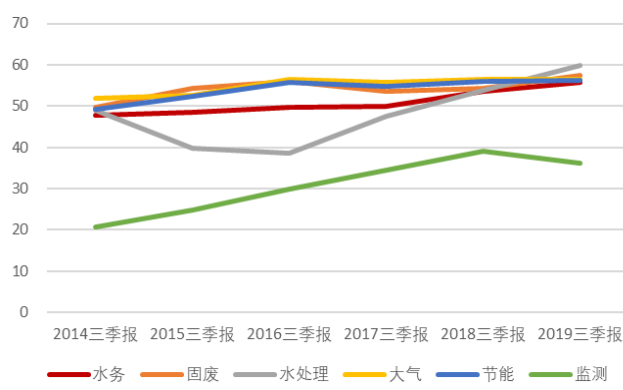
2019 前三季度行业整体应收账款/总资产比例较 2018 前三季度下降 0.04pct 至 11.03%。子行业中，水务、固废、节能行业应收账款占比同比下降，其他三个子行业该项比例均有不同程度的上升。

图 26：环保行业整体应收账款/总资产



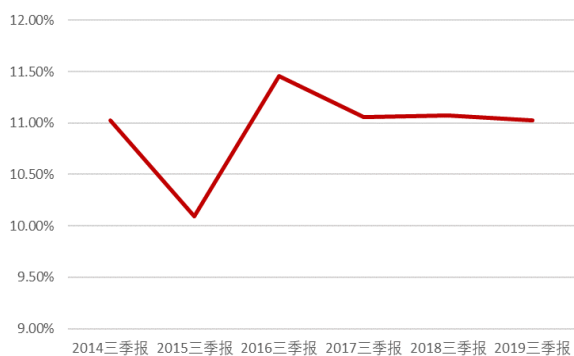
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 25：水处理行业资产负债率显著提升

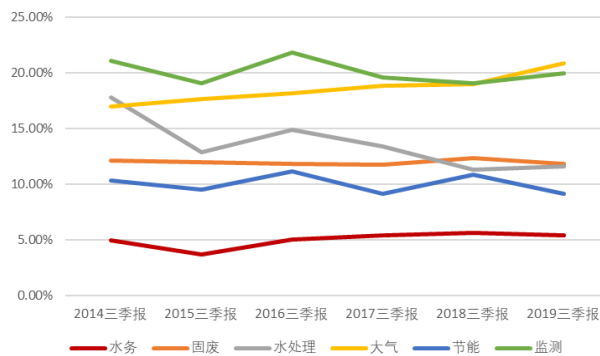


资料来源：Wind，山西证券研究所

图 27：子行业应收账款/总资产情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

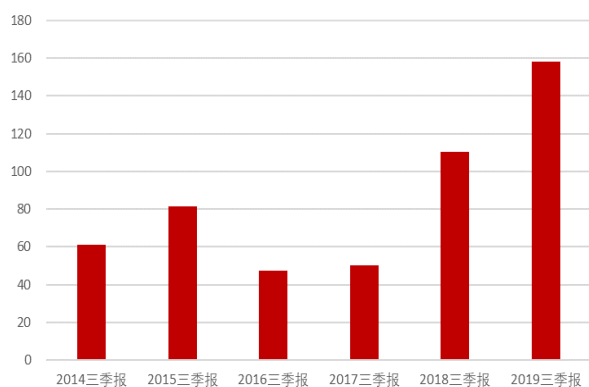


资料来源：Wind，山西证券研究所

### 1.3 现金流：经营性净现金流同比好转，投资性净现金流降幅减缓

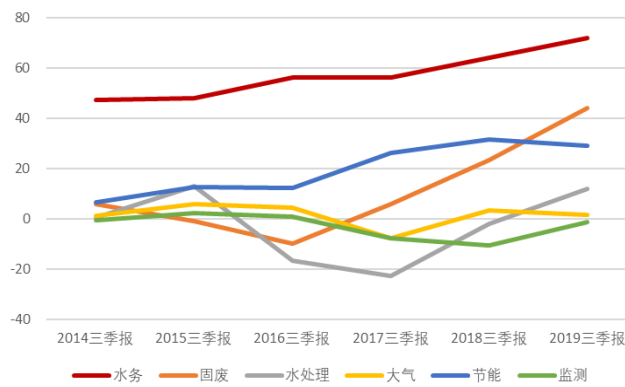
**经营性净现金流同比好转。**2019 三季度，除大气、节能行业外，各子行业经营性净现金流均出现了不同程度的改善，其中固废、水处理行业经营性净现金流改善最为明显(与中报情况一致)，分别同比增加 20.70、14.06 亿元。一方面是前两年投建的垃圾焚烧厂、污水处理厂逐步投入运营，稳定的回款增加，企业销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入的比例同比上升；另一方面是部分水处理公司暂停部分 PPP 项目，延缓项目实施节奏，导致当期经营性现金流出减少。所有子行业净现金流叠加导致行业三季度整体经营性净现金流为 158.29 亿元，同比增加 47.92 亿元。

图 28：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

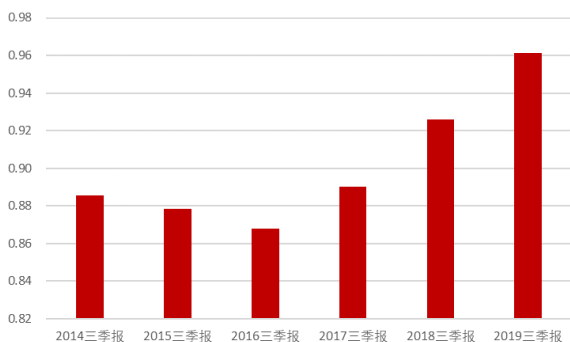
图 29：子行业经营性净现金流（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 30：销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入

图 31：子行业销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入

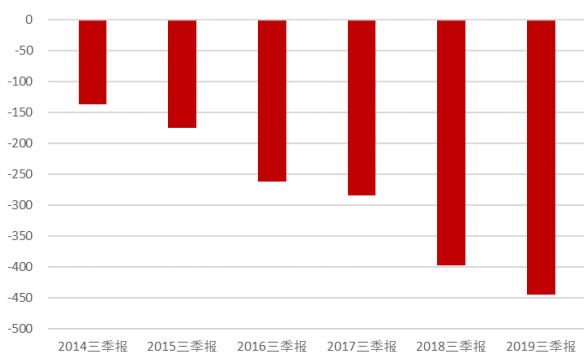


资料来源：Wind，山西证券研究所

### 投资净现金流继续下降，但降幅减缓，与中报情况一致

2019 前三季度，环保行业投资性净现金流为-445.22 亿元，同比下降 47.91 亿元，虽然较 2018 年同期相比依然有所下降，但下降幅度明显减缓，与中报情况一致。从各子行业来看，节能、大气两个行业投资性净现金流同比有所上升，其余四个行业则继续下降，其中水务、固废行业投资性净现金流流出增幅最大，分别为 48.50/21.71 亿元；水处理行业 2019H1 投资性净现金流为-73.15 亿元，较 2018H1 略有上升，三季度投资性净现金流合计为-114 亿元，较 2019H1 流出 40.85 亿元，与 2018 三季度相比下降 6.79 亿元。

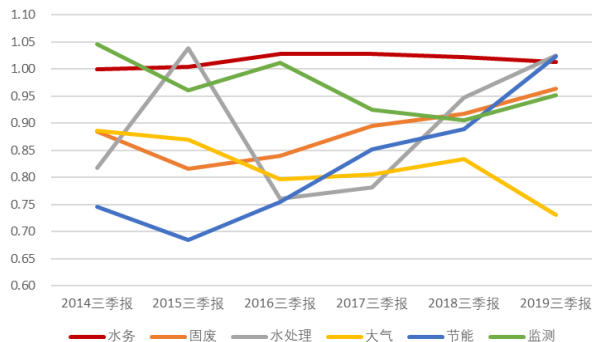
图 32：环保行业投资性净现金流（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

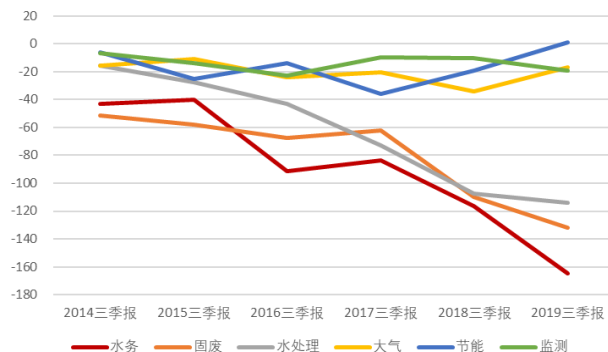
从投资活动现金流出项目来看，水务、固废、水处理行业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金继续显著增长，其中水务行业增幅最大，达到 41.22 亿元（较 2019H1 增幅增加 13.19 亿元），固废、水处理行业增幅分别为 23.36 和 26.52 亿元（分别较 2019H1 增幅增加 4.31/3.75 亿元）；但 2019 前三季度，水务、大气行业投资支付的现金项目金额显著下降，水处理、节能行业该项目也同比下降。整体来看，水务、固废、水处理行业投资性净现金流下降主要来源于新建项目投入资金增加。

图 34：购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（亿元）



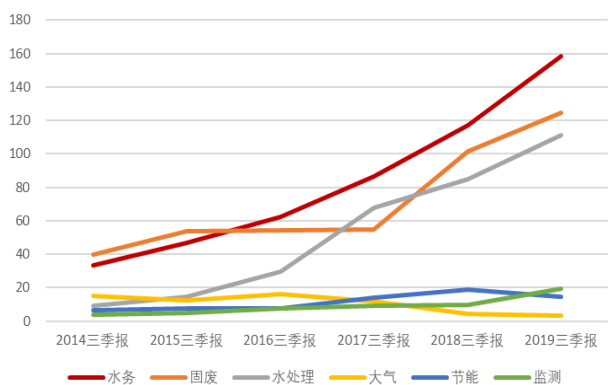
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 33：子行业投资性净现金流（亿元）

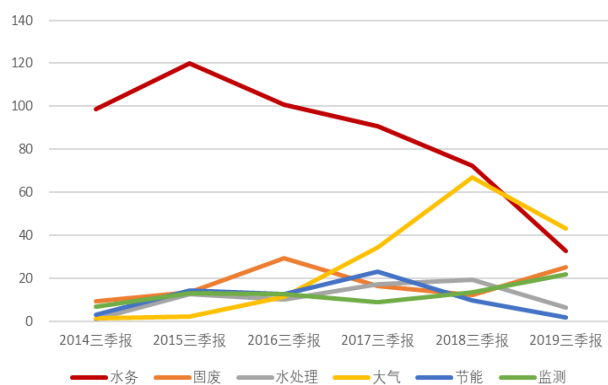


资料来源：Wind，山西证券研究所

图 35：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

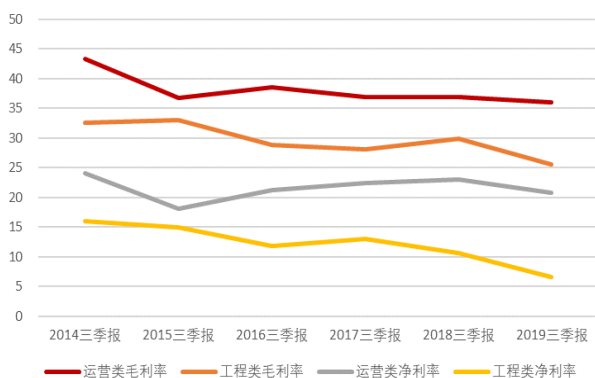
## 2. 年度业绩展望：运营类确定性更强

### 2.1 相比之下，运营类公司盈利能力&稳定性更强

运营类公司毛利率、净利率均高于工程类公司，资产负债率略低

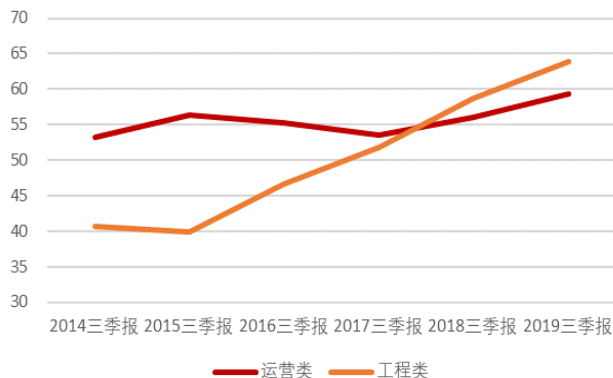
2019 三季度，主要工程类公司毛利率、净利率分别为 25.55%和 6.62%，分别同比下降 4.35pct/4pct，降幅明显。相比之下，运营类公司毛利率、净利率分别为 26.04%和 20.72%，净利率显著高于工程类公司；运营类公司三季度毛利率、净利率分别较去年同期下降 0.79pct/2.30pct，波动较小，盈利能力稳定性更高。2019 年三季度，两类公司资产负债率均继续提升，运营类公司整体资产负债率为 59.41%，同比上升 3.40pct；工程类公司整体资产负债率为 63.89%，同比上升 5.14pct；均处于较高水平。

图 36：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 37：运营类公司资产负债率较低



资料来源：Wind，山西证券研究所

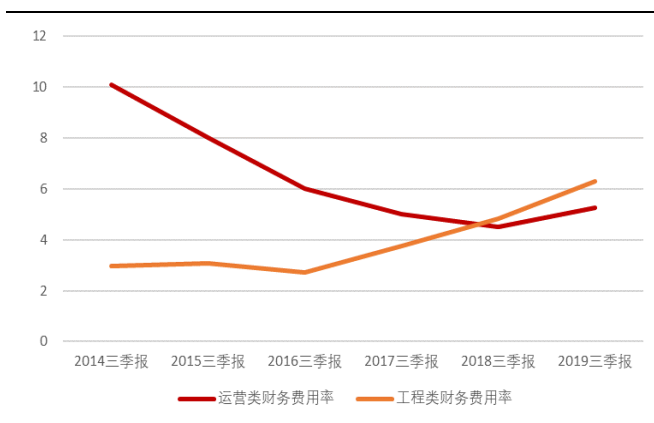
工程类公司财务费用率提升更快，ROE 远低于运营类公司

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 前三季度达到 6.31%，同

比上升 1.47pct。而运营类公司整体的财务费用率为 5.25%，仅同比上升 0.74pct。

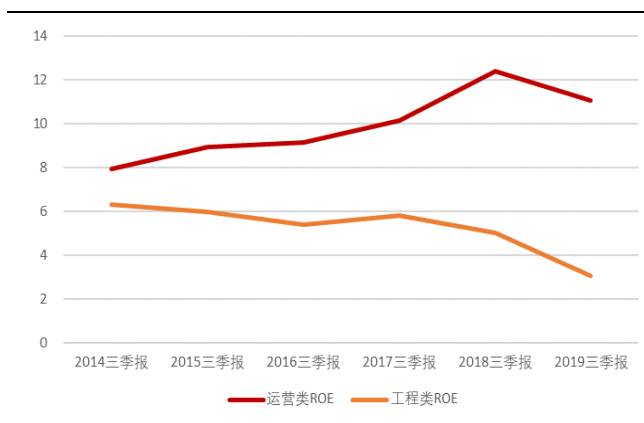
尽管工程类公司的财务杠杆有所提升，但 ROE 继 2018 年三季报以来继续下降，同比下降 1.94pct，达 3.05%，盈利能力和经营效率下降较为明显；运营类公司 ROE 为 11.05%，较去年同期下降 1.37pct，经营效率和稳定性均高于工程类公司。

图 38：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 39：工程类公司 ROE 继续下降



资料来源：Wind，山西证券研究所

## 2.2 工程类公司新增订单规模不及预期，信用利差缩窄利于优质公司触底反弹

### 2019 年 1-9 月工程类公司新增订单规模依旧不及预期

由于 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，2019 年上半年多家工程类公司新增订单金额同比明显下降。碧水源、巴安水务、中建环能、博天环境、国祯环保 2019 年 1-9 月新增订单总金额仍不及 2018 上半年。多家公司期末在手订单金额相对 2018 上半年也出现了下降，但仍足够支撑未来 1-3 年的营收。

此外，三季度新增订单规模整体较少，不及 2019H1 订单规模的一半，部分表明工程类公司仍在控制拿单规模，16-18 年跑马圈地、抢夺订单的情况没有再现。

表 1：部分市政工程类公司 2019 年 1-9 月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	2019 年 1-9 月	2016H1	2017H1	2018H1	2019H1	2019 年 1-9 月
碧水源	92.84	258.94	309.86	80.44	91.70	185.08	365.48	793.16	540.97	499.78
巴安水务	13.68	6.20	34.29	2.72	5.41	13.40	17.47	50.15	37.86	-
维尔利	4.96	4.80	9.32	12.12	16.62	14.92	17.66	22.85	23.85	-
中建环能	0.08	1.47	0.22	0	0	0.01	0.76	2.38	1.38	-



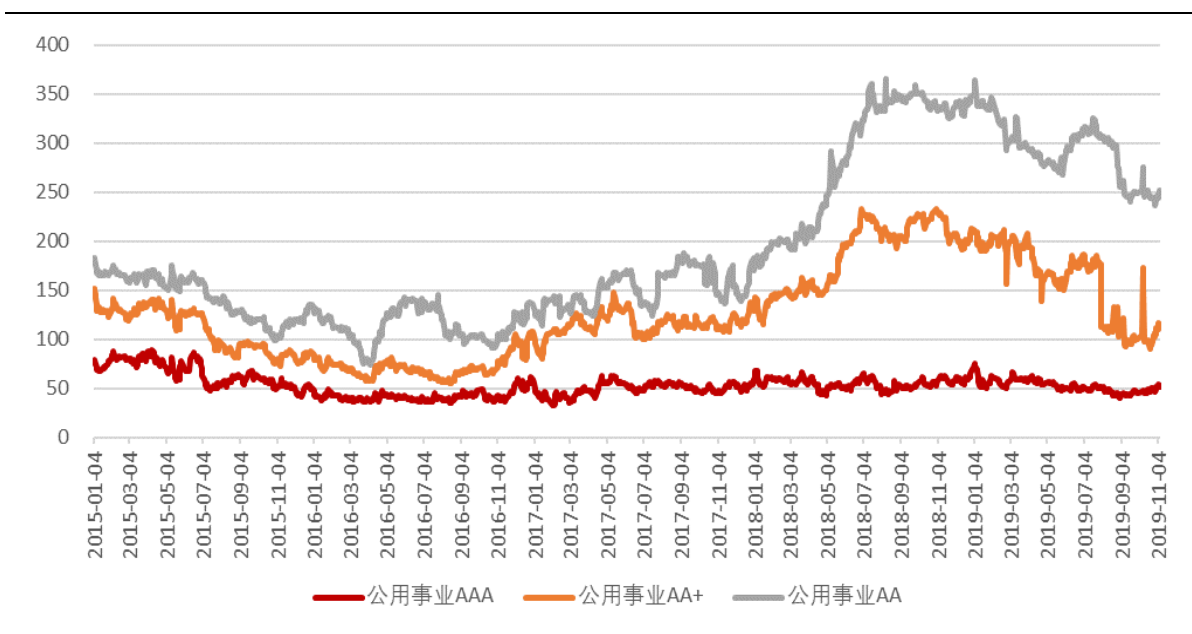
万邦达	14.35	0.09	1.78	3.27	5.12	23.96	10.98	9.60	6.60	-
博天环境		16.95	79.98	24.64	30.18		37.89	129.84	77.28	-
博世科	8.69	24.46	18.87	18.08	23.23	18.64	35.52	54.97	62.93	57.08
国祯环保	9.21	16.45	48.78	23.29	27.36	15.25	26.95	102.68	102.84	72.05
高能环境	17.33	12.57	22.92	17.80	24.26			86.04	102.66	87.43

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）

### 公用事业 AA+和 AA 产业债信用利差缩窄，优质工程类公司有机会触底回升

7月中旬以来，公用事业 AAA 和 AA+产业债信用利差有所缩窄，但 AAA 和 AA 信用利差仍然处于较高水平。环保上市公司债项评级多集中在 AA+和 AA 的范围，我们认为 AAA 和 AA+利差缩窄有助于优质环保公司降低融资成本。

图 40：公用事业 AAA 和 AA+产业债信用利差缩窄



资料来源：Wind，山西证券研究所

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。从目前季报的业绩情况来看，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，行业经营风险仍在；环保行业整体经营性净现金流有所好转，投资性净现金流虽然仍在下降，但降幅有所减缓，现金流情况整体有所改善。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，优质工程类公司有机会触底回升。

9月16日，央行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。此次降准也有助于缓解工程类公司的融资压力，为2020年业绩回升带来积极影响。

综上，我们认为，运营类公司 2019 年内盈利能力、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；但部分公司引进国企战投，资金状况有所缓解；此前央行降准 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，提高重资产的业绩预期和估值水平，工程类公司业绩有望触底回升，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	2019Q3
水务	000685.SZ	中山公用	11.56	14.34	9.47	23.54	-0.01	3.00	3.45
	601158.SH	重庆水务	11.33	15.66	20.32	13.75	12.80	10.72	15.33
	000598.SZ	兴蓉环境	14.53	7.28	10.06	14.58	7.13	12.33	7.98
	600168.SH	武汉控股	23.65	21.00	9.23	12.21	4.37	7.62	17.54
	600008.SH	首创股份	19.66	2.42	41.34	63.29	15.63	34.03	12.30
	601368.SH	绿城水务	3.67	6.82	5.86	12.89	14.50	11.51	8.13
	601199.SH	江南水务	-7.99	-40.00	-0.67	-12.54	-13.98	27.63	9.35
	600461.SH	洪城水业	47.60	51.14	17.37	-5.71	23.80	7.87	2.41
	000605.SZ	渤海股份	32.01	-9.24	-15.73	-13.27	11.29	-1.82	1.28
	300262.SZ	巴安水务	48.09	-44.08	7.69	305.57	-20.57	38.28	6.12
水处理	600217.SH	中再资环	34.71	16.57	1.82	14.89	19.05	1.58	-2.84
	603568.SH	伟明环保	52.56	66.93	64.92	22.71	48.83	16.83	32.58
	300190.SZ	维尔利	11.83	125.07	40.96	31.01	42.06	15.42	50.76
	002034.SZ	旺能环境	14.01	-64.48	-41.03	-23.48	21.73	74.87	24.74
	601200.SH	上海环境	10.40	-5.72	11.23	-7.84	8.61	9.13	37.89
	000826.SZ	启迪环境	22.26	52.51	17.20	-11.24	5.48	-23.04	-16.43
	603686.SH	龙马环卫	15.29	5.26	8.95	17.50	12.57	24.50	27.14
	000546.SZ	金圆股份	816.98	176.99	13.28	1.37	-11.47	-8.53	14.39
固废	600323.SH	瀚蓝环境	20.03	13.54	18.03	10.63	10.50	22.65	23.34
	002340.SZ	格林美	80.05	53.39	7.50	4.67	3.10	-23.04	13.26
	603588.SH	高能环境	77.99	50.79	30.61	94.37	36.83	59.13	27.14
	002479.SZ	富春环保	-17.20	-20.49	-5.38	6.12	8.70	20.54	29.93
	002672.SZ	东江环保	12.24	24.17	7.18	-13.68	6.39	-2.29	9.42
	000544.SZ	中原环保	17.35	-8.34	-3.03	15.22	21.26	94.12	51.57
	300145.SZ	中金环境	35.75	30.83	3.40	-0.35	-4.14	-17.95	-3.89
	300055.SZ	万邦达	-28.56	-43.94	-7.64	-57.64	-44.23	-30.14	-42.87
	300425.SZ	环能科技	45.72	23.92	22.73	71.97	35.34	-26.25	42.44
	300388.SZ	国祯环保	87.52	70.17	69.32	26.85	12.48	3.45	-2.05
	600874.SH	创业环保	1.00	23.33	10.57	19.80	20.22	2.80	14.98
	300422.SZ	博世科	140.82	86.72	101.06	52.35	23.37	39.71	22.23
300070.SZ	碧水源	105.32	-12.37	-12.60	-34.59	-21.26	12.25	61.94	
大气	300172.SZ	中电环保	1.80	37.22	46.64	-10.90	2.51	-18.82	33.05
	600292.SH	远达环保	11.09	-1.06	26.58	12.14	36.10	18.69	5.12
	300187.SZ	永清环保	-36.28	-42.77	64.94	-44.48	6.63	-10.91	-48.07
	300385.SZ	雪浪环境	21.17	-3.22	23.89	27.99	23.28	50.46	31.34
	002573.SZ	清新环境	50.77	46.41	-38.86	-14.50	-24.58	-30.80	-24.33
	300105.SZ	龙源技术	-43.99	-22.78	-21.56	-13.30	20.43	-18.81	19.31
	600388.SH	龙净环保	5.81	12.04	19.92	19.21	34.71	38.16	41.89
节能	603126.SH	中材节能	-2.04	20.43	1.05	22.13	26.34	22.15	13.58



	600277.SH	亿利洁能	44.50	15.66	-16.72	-10.83	-24.07	-36.16	-30.05
	300332.SZ	天壕环境	12.89	2.39	-8.62	-3.18	10.78	-10.47	-17.36
	002549.SZ	凯美特气	52.42	23.30	4.82	5.70	-3.40	10.02	2.51
	002630.SZ	华西能源	7.93	8.30	45.59	-82.20	-0.56	-39.33	-38.75
	300335.SZ	迪森股份	51.51	-18.81	-11.06	-25.93	-43.56	-13.75	-13.41
监测	000967.SZ	盈峰环境	21.72	26.16	-6.32	66.70	6.19	3.07	-17.33
	002658.SZ	雪迪龙	17.62	28.13	35.43	3.68	40.56	20.75	-10.89
	300137.SZ	先河环保	27.30	38.91	26.98	32.48	10.77	32.98	3.00
	300165.SZ	天瑞仪器	82.17	39.44	30.83	6.37	-13.74	-4.06	-10.87
	002322.SZ	理工环科	-33.33	14.35	46.41	26.74	53.36	-10.74	-8.24
	300203.SZ	聚光科技	42.75	32.63	41.51	34.04	20.04	0.66	19.03
	300012.SZ	华测检测	19.54	34.98	32.14	20.18	26.23	19.42	17.28
	300007.SZ	汉威科技	5.71	5.69	11.92	-1.93	14.21	33.70	8.08
	002514.SZ	宝馨科技	83.81	4.95	43.77	56.95	21.80	-10.90	-10.07

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	2019Q3
水务	000685.SZ	中山公用	-22.29	-30.25	-35.83	-58.50	64.63	-8.60	25.84
	601158.SH	重庆水务	-42.99	3.01	25.72	-94.76	7.00	5.13	0.59
	000598.SZ	兴蓉环境	15.11	18.71	9.46	-8.50	13.00	11.25	6.31
	600168.SH	武汉控股	19.05	-8.75	-39.67	-19.60	11.25	23.10	-8.07
	600008.SH	首创股份	-17.83	-20.17	34.21	53.64	34.35	66.13	11.51
	601368.SH	绿城水务	7.02	-7.97	-48.82	-13.05	26.12	-13.62	-42.52
	601199.SH	江南水务	-20.88	-48.21	-5.98	38.84	-1.13	40.81	25.21
	600461.SH	洪城水业	67.80	2.23	-11.13	49.53	41.95	57.25	44.41
	000605.SZ	渤海股份	18.88	-43.85	-58.49	-49.85	-24.60	-54.46	25.41
	300262.SZ	巴安水务	25.14	-5.34	-57.34	44.58	-9.75	-24.77	-38.38
水处理	600217.SH	中再资环	53.06	41.57	22.91	19.40	35.08	17.09	62.74
	603568.SH	伟明环保	47.37	56.85	53.52	26.43	30.56	30.70	26.12
	300190.SZ	维尔利	42.43	64.07	20.64	176.48	53.40	38.86	41.00
	002034.SZ	旺能环境	1485.24	-26.22	56.56	21.93	27.07	93.27	5.18
	601200.SH	上海环境	-4.72	-8.76	25.45	149.18	-5.33	18.15	-33.65
	000826.SZ	启迪环境	43.22	8.27	-28.70	-148.56	-39.22	-46.81	-61.41
	603686.SH	龙马环卫	19.79	-7.31	-0.96	-45.60	-32.14	21.43	19.75
	000546.SZ	金圆股份	115.23	37.97	14.05	-94.66	43.37	10.72	6.48
固废	600323.SH	瀚蓝环境	133.96	5.06	5.35	23.65	-38.08	40.89	12.96
	002340.SZ	格林美	68.31	40.44	-7.23	-4.62	2.47	-0.77	78.27
	603588.SH	高能环境	825.54	92.93	41.16	33.16	76.71	24.42	21.56
	002479.SZ	富春环保	-42.21	-36.66	9.10	-152.33	-18.27	28.09	78.78
	002672.SZ	东江环保	16.80	24.38	0.54	-76.00	-11.05	-0.06	-25.35
	000544.SZ	中原环保	-7.74	4.82	0.33	169.03	17.69	-11.74	-9.05
	300145.SZ	中金环境	32.13	26.91	-6.98	-149.58	-25.45	-24.83	-48.66
	300055.SZ	万邦达	-12.91	-34.43	-8.30	-3484.65	-24.00	-29.06	-37.40
	300425.SZ	环能科技	1839.25	50.52	48.67	18.26	76.48	-66.23	22.25
	300388.SZ	国祯环保	110.73	139.69	125.03	-44.03	31.01	2.95	9.24
	600874.SH	创业环保	-8.19	27.45	-13.19	-14.41	-14.70	-27.71	25.69
	300422.SZ	博世科	270.82	24.40	131.53	-5.90	16.91	54.65	48.68
300070.SZ	碧水源	-32.85	-30.67	0.47	-62.04	-46.06	-127.40	61.66	
大气	300172.SZ	中电环保	21.20	11.63	51.27	-38.52	4.40	1.81	4.53
	600292.SH	远达环保	8.92	95.22	12.30	2.62	25.76	-53.91	-4.05
	300187.SZ	永清环保	8.51	-96.49	-95.91	-411.21	-47.14	1274.27	197.69
	300385.SZ	雪浪环境	49.15	-26.28	47.09	-137.71	4.74	184.42	15.03
	002573.SZ	清新环境	22.30	7.13	-52.83	-12.34	-15.44	-49.27	-26.73
	300105.SZ	龙源技术	8.27	-2.28	-886.46	-1.19	-150.83	-70.69	129.43
	600388.SH	龙净环保	11.08	10.95	13.99	7.01	11.89	9.66	0.53
节能	603126.SH	中材节能	-47.46	-10.51	21.18	5.63	-146.10	19.83	-50.69



	600277.SH	亿利洁能	33.09	65.65	50.73	38.83	37.10	73.55	-68.81
	300332.SZ	天壕环境	-678.16	294.75	-123.16	18.48	128.85	-30.95	185.36
	002549.SZ	凯美特气	259.47	207.71	115.48	-11.35	-8.07	46.09	34.67
	002630.SZ	华西能源	1.76	2.49	-6.25	-409.68	-24.80	-83.09	-49.50
	300335.SZ	迪森股份	84.07	-49.74	-22.88	-74.50	-48.73	-16.52	-38.35
监测	000967.SZ	盈峰环境	36.40	-2.14	-0.64	106.97	64.96	76.83	71.30
	002658.SZ	雪迪龙	-46.82	27.97	26.44	-59.35	49.33	-13.71	-46.82
	300137.SZ	先河环保	47.24	57.00	57.29	19.80	22.27	27.34	13.07
	300165.SZ	天瑞仪器	34.77	-102.92	-0.36	-132.07	-19.63	1507.36	-136.48
	002322.SZ	理工环科	-69.63	9.26	2.83	1.72	166.07	1.85	-22.75
	300203.SZ	聚光科技	141.35	53.57	13.74	43.03	27.02	-2.71	-45.78
	300012.SZ	华测检测	-734.92	108.03	82.71	224.64	286.93	52.21	81.29
	300007.SZ	汉威科技	34.54	14.69	28.25	-179.02	20.28	35.92	42.42
	002514.SZ	宝馨科技	128.56	-130.35	1136.14	528.46	8.22	415.12	-85.98

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。