

环保工程及服务

底部反转走向新生，2020年望逐季好转——2019年报及2020Q1总结

2019年业绩底部反转确认，2020年望逐季好转。环保行业2019年营业收入增速为13.4%（+1.3pct），归母净利润增速为18.1%（+42.0pct）。受益于融资好转+国资助力+业务调整，行业业绩相比2018年的-24.5%实现“V型”反转，且运营类公司（固废、水务、供热等）表现持续亮眼，受益在手项目的不断投产，以及部分公用产品的单价提升，业绩持续高增长，成长性不断兑现，且现金流较好，而水处理及监测类受经营杠杆及政府购买力下降影响，业绩继续下降。2020Q1行业营业收入增速为-42.1%，归母净利润增速为-10.8%，暂受疫情影响特殊性下滑，但随着复工积极推进，融资及需求持续加力，2020年行业业绩逐季好转可期。

毛利率继续下行，净利率略有回升。2019年环保板块整体毛利率为26.4%，较去年同期下降2.4pct，下跌与原材料、人工、环保成本上升有关；整体环保板块期间费用率为12.6%，较去年下降0.4pct，因其中比重较大的管理费用率同比下降0.2pct至6.2%，销售费用率同比减少0.3pct至2.9%，财务费用率分别同比增加0.1pct至3.5%。2019净利率9.5%相比2018年上升0.1pct，盈利能力企稳回升。

经营性现金流继续大幅好转，资产负债率持续走高。环保板块2019年经营性现金流净额为467.2亿元（+208.5亿元），连续两年大幅好转，主要是公司多采取更积极的回款策略，催款有效，注重经营性现金流增长。近年来PPP模式兴起，企业杠杆加大，2019年环保行业资产负债率为55.5%（+0.3pct），创历史新高，往后看垫资驱动模式难以为继，高杠杆撬动业绩时代已过。

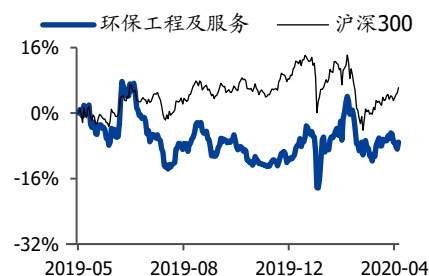
子板块差异明显，固废高增长，水务稳健。营收增速表现依次为：固废治理（+31.3%）、水务运营（+17.9%）、大气治理（+9.3%）、监测检测（+7.8%）、水处理（+1.7%）、节能环保（-24.4%）；归母净利润增速表现依次为：大气治理（+124.9%）、节能环保（+31.2%）、固废治理（+28.2%）、水务运营（+18.4%）、水处理（-16.6%）、监测检测（-42.6%）。固废及水务板块受益在手垃圾焚烧、污水处理等在手产能投放，业绩持续高增长；监测板块受制于政府购买力下滑，行业阶段性放缓；而前期信用扩张过猛的水处理、节能板块不仅业绩惨淡，部分公司甚至难以维持日常经营。

融资回暖、需求加力，环保配置价值凸显。2019年以来利率下降、国资入主，环保企业债权融资改善明显，而再融资新规出台解决企业股权融资的难点，压制板块PE最重要因素消除，另外今年是“十三五”规划末年，考核节点下预计环保新项目较多，且经济增速下行期环保投资属性望体现。过去三年环保板块表现低迷，估值、持仓等仍处于低位，看好技术优势强、壁垒高的企业，1、垃圾焚烧景气高格局好，推荐伟明环保（roe行业领先、订单充足）、瀚蓝环境（增长稳健，估值优势明显）、高能环境（土壤修复龙头，焚烧项目逐步投产）；2、生物质供热的长青集团（生物质发电龙头，投产爬坡项目多）；3、水处理行业，洪城水业（江西污水市场潜力大，估值及股息率具备吸引力）、碧水源（中交集团入股，聚焦膜材料业务，融资好转强受益）。

风险提示：环保政策及督查力度不及预期、融资信用及客户支付能力风险、细分领域市场竞争加剧。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 杨心成

执业证书编号：S0680518020001

邮箱：yangxincheng@gszq.com

相关研究

- 1、《环保工程及服务：REITs之于环保：极其契合、充分受益》2020-05-04
- 2、《环保工程及服务：融资持续改善，行业继续看好》2020-04-26
- 3、《环保工程及服务：多重利好下行业望逐季好转，此时投资更当时》2020-04-19

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
603568	伟明环保	买入	1.01	1.31	1.80	2.48	29.66	22.87	16.64	12.08
300070	碧水源	买入	0.44	0.46	0.66	0.85	21.68	20.74	14.45	11.22
600461	洪城水业	买入	0.52	0.67	0.80	0.92	13.62	10.57	8.85	7.70
600323	瀚蓝环境	买入	1.19	1.32	1.88	2.15	17.77	16.02	11.25	9.84

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所



内容目录

一、综述：环保行业整体业绩底部反转	4
二、子行业分析：运营类业绩亮眼	9
2.1 固废处理行业：固废运营类业绩表现亮眼，成长逐步兑现	9
2.2 水务行业：优质运营类资产，业绩增长良好	11
2.3 监测检测：业绩增速放缓，向综合服务商转型	13
2.4 水处理行业：业绩继续下滑，现金流好转	15
2.5 大气治理：电力脱硫脱硝市场进入尾声，利润增速下滑	17
2.6 节能行业：业绩下降，现金流好转	19
三、投资建议	20
3.1 业绩底部反转，2020 年期待逐季好转	20
3.2 融资放开、需求加力，板块业绩反弹望持续	21
3.3 配置价值凸显，精选子板块	22
风险提示	23

图表目录

图表 1: 国盛环保组合	4
图表 2: 环保行业历年营业收入（亿元）及增速（%）	5
图表 3: 环保行业历年归母净利润（亿元）及增速（%）	5
图表 4: 2018Q4-2020Q1 环保行业营业收入（亿元）及增速（%）	5
图表 5: 2018Q4-2020Q1 环保行业归母净利润（亿元）及增速（%）	5
图表 6: 环保行业历年子板块营业收入增速（%）	6
图表 7: 环保行业历年子板块归母净利润增速（%）	6
图表 8: 环保历年毛利率（%）	6
图表 9: 各细分子行业净利率情况（%）	6
图表 10: 历年期间费用率（%）	7
图表 11: 各项费用率历年变化（%）	7
图表 12: 行业资产负债率逐年走高（%）	7
图表 13: 细分子行业资产负债率（%）	7
图表 14: 环保行业历年应收账款周转率（%）	8
图表 15: 细分子行业应收账款周转率（%）	8
图表 16: 环保行业近年现金流状况（亿元）	8
图表 17: 细分子行业经营性现金流净额状况（亿元）	8
图表 18: 细分子行业筹资性现金流净额状况（亿元）	9
图表 19: 细分子行业投资性现金流净额状况（亿元）	9
图表 20: 固废板块历年来营业收入（亿元）、归母净利润（亿元）及相应增速（%）	10
图表 21: 固废板块 2019 年收入利润增速（%）	10
图表 22: 固废行业资产负债率（左轴，%）、毛利率（左轴，%）、经营性现金流（右轴，亿元）情况	11
图表 23: 固废处理板块公司 2019 年毛利率及净利率（%）	11
图表 24: 水务板块历年来营业收入（亿元）、归母净利润（亿元）及相应增速（%）	12
图表 25: 水务公司 2019 年收入、利润增速（%）	12
图表 26: 水务行业资产负债率（左轴，%）、毛利率（左轴，%）、投资性现金流（右轴，亿元）情况	13
图表 27: 水务板块公司 2019 年毛利率及净利率（%）	13
图表 28: 监测板块历年来营业收入（亿元）、归母净利润（亿元）及相应增速（%）	14
图表 29: 监测检测公司 2019 年收入利润增速（%）	14

图表 30: 监测行业资产负债率 (左轴, %)、毛利率 (左轴, %)、经营性现金流 (右轴, 亿元) 情况	14
图表 31: 监测板块 2019 年毛利率、净利率 (%)	15
图表 32: 水处理板块历年来营业收入 (亿元)、归母净利润 (亿元) 及相应增速 (%)	15
图表 33: 水处理公司 2019 年收入利润增速 (%)	16
图表 34: 水处理行业资产负债率 (左轴, %)、毛利率 (左轴, %)、经营性现金流 (右轴, 亿元) 情况	16
图表 35: 水处理板块公司 2019 年毛利率及净利率 (%)	17
图表 36: 大气板块历年来营业收入 (亿元)、归母净利润 (亿元) 及相应增速 (%)	17
图表 37: 大气治理公司 2019 年收入及利润增速 (%)	18
图表 38: 大气行业资产负债率 (左轴, %)、毛利率 (左轴, %)、经营性现金流 (右轴, 亿元) 情况	18
图表 39: 大气治理板块公司 2019 年毛利率及净利率 (%)	18
图表 40: 节能板块历年来营业收入 (亿元)、归母净利润 (亿元) 及相应增速 (%)	19
图表 41: 节能板块 2019 年收入利润增速 (%)	19
图表 42: 节能行业资产负债率 (左轴, %)、毛利率 (左轴, %)、经营性现金流 (右轴, 亿元) 情况	20
图表 43: 节能板块公司 2019 年毛利率及净利率 (%)	20
图表 44: 社会融资规模当月值 (亿元) 及同比增速 (%)	21
图表 45: 截止到 4/26 专项债统计	22

一、综述：环保行业整体业绩底部反转

截止 2020 年 4 月 30 日，环保行业上市公司全部公布 2019 年年报及 2020 年一季报，我们选取 77 家环保公司作为我们的样本进行研究，根据主营业务将环保行业分为水务、水处理、固废处理、大气治理、监测和节能 6 个细分子行业。

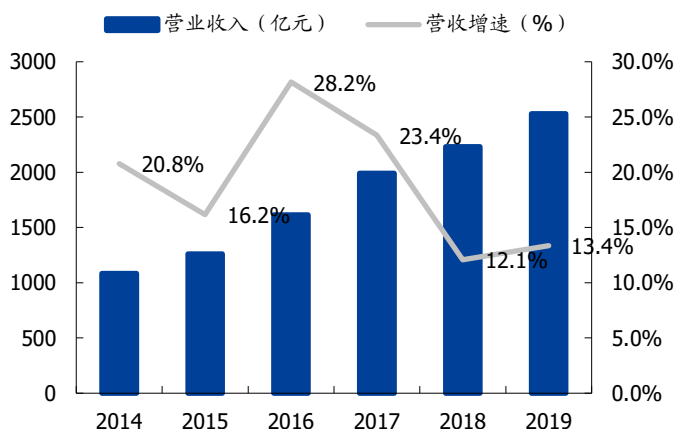
图表 1：国盛环保组合

大气治理	监测检测	节能	水务运营	水处理	固废处理
龙净环保	聚光科技	双良节能	重庆水务	碧水源	启迪环境
远达环保	雪迪龙	华西能源	首创股份	中金环境	龙马环卫
菲达环保	汉威科技	中材节能	兴蓉环境	国祯环保	瀚蓝环境
清新环境	先河环保	龙源技术	创业环保	万邦达	中国天楹
三维丝	宝馨科技	天壕节能	洪城水业	国中水务	伟明环保
雪浪环境	理工环科	三聚环保	武汉控股	兴源环境	维尔利
奥福环保	安车检测	科融环境	中山公用	中电环保	富春环保
		深圳新星	钱江水利	巴安水务	长青集团
		易世达	渤海股份	环能科技	迪森股份
			江南水务	华控赛格	东江环保
			绿城水务	博世科	高能环境
			中原环保	南方汇通	永清环保
			海峡环保	津膜科技	中再资环
				清水源	格林美
				鹏鹞环保	旺能环境
				博天环境	绿色动力
				中持股份	联美控股
				上海洗霸	盈峰环境
				三达膜	上海环境
					玉禾田
					侨银环保
					润邦股份

资料来源：国盛证券研究所

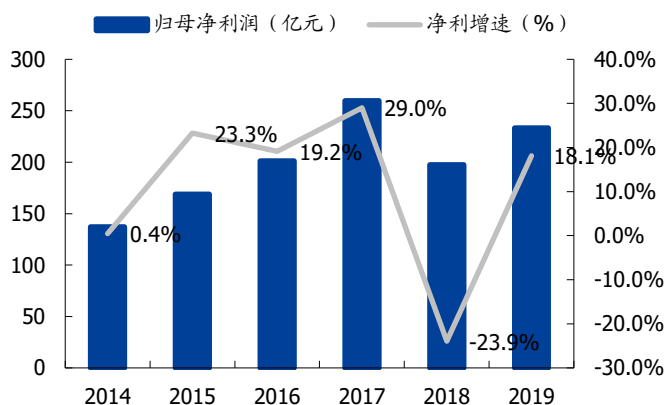
受益于融资改善、经营调整，2019 年业绩底部反转。根据国盛环保组合，环保行业 2019 年行业营业收入 2530.4 亿元，增速为 13.4% (+1.3pct)，归母净利润 233.4 亿元，增速为 18.1% (+42.0pct)，相比 2018 年归母净利润增速的-24.5%大幅回升。2018 年受去杠杆及商誉减值损失激增影响，行业业绩大幅回落，2019 年在密集的融资支持政策影响下，融资大幅改善，另外加上国资助力+业务调整，2019 年行业业绩得以“V 型”反转。

图表2: 环保行业历年营业收入(亿元)及增速(%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

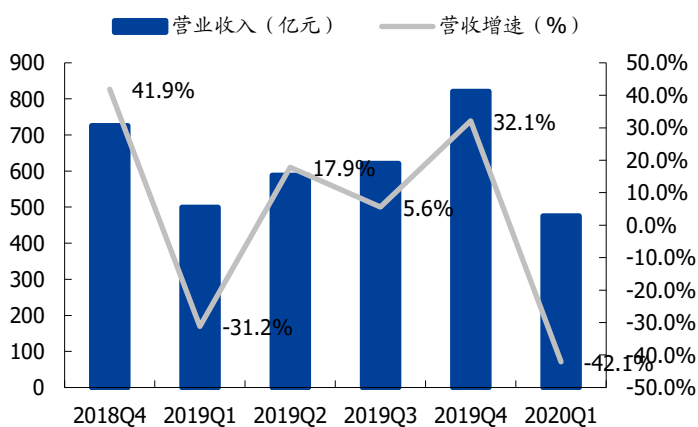
图表3: 环保行业历年归母净利润(亿元)及增速(%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

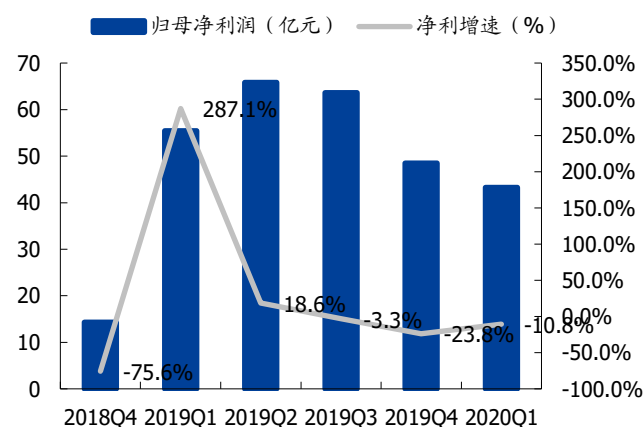
2020Q1 暂受疫情影响,业绩逐季改善可期。2020Q1 环保行业营业收入增速为-42.1%, 同比下降 10.9pct, 归母净利润增速-10.8%, 同比下降 297.9pct。受疫情影响行业上下游复工复产时间延迟, 工程建设进度未达预期, 从而导致行业内公司 2020Q1 业绩特殊性下滑。目前, 大部分公司日常经营、项目建设已逐步恢复正常, “十三五”规划节点加上经济下行期行业需求望加力, 上市公司在手订单充足, 重点公司望积极推进进度, 业绩逐季修复可期。

图表4: 2018Q4-2020Q1 环保行业营业收入(亿元)及增速(%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表5: 2018Q4-2020Q1 环保行业归母净利润(亿元)及增速(%)



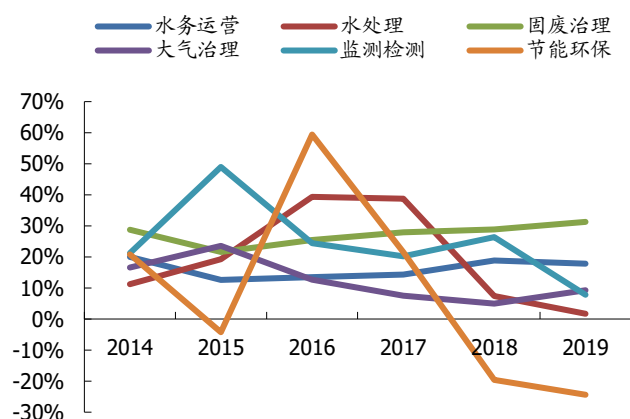
资料来源: wind, 国盛证券研究所

分化明显,运营类资产表现亮眼。运营类公司(固废、水务、供热等)表现持续亮眼, 受益于在手项目的不断投产, 以及部分公用产品的单价提升, 业绩持续高增长, 成长性不断兑现, 且现金流较好, 而水处理及设备类受经营杠杆及政府购买力下降影响, 业绩继续下降。

子板块差异明显,固废高增长,水务稳健。营收增速表现依次为: 固废治理(+31.3%)、水务运营(+17.9%)、大气治理(+9.3%)、监测检测(+7.8%)、水处理(+1.7%)、节能环保(-24.4%); 归母净利润增速表现依次为: 大气治理(+124.9%)、节能环保(+31.2%)、固废治理(+28.2%)、水务运营(+18.4%)、水处理(-16.6%)、监测检测(-42.6%)。固废及水务板块受益于在手垃圾焚烧、污水处理等在手产能投放, 业绩持续高增长; 监测板块受制于政府购买力下滑行业阶段性放缓; 而前期信用扩张过猛的水

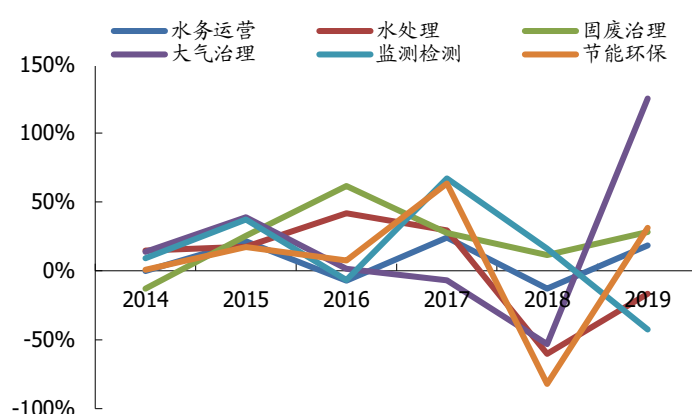
处理、节能板块不仅业绩惨淡，部分公司甚至难以日常经营，行业出清。

图表6: 环保行业历年子板块营业收入增速 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

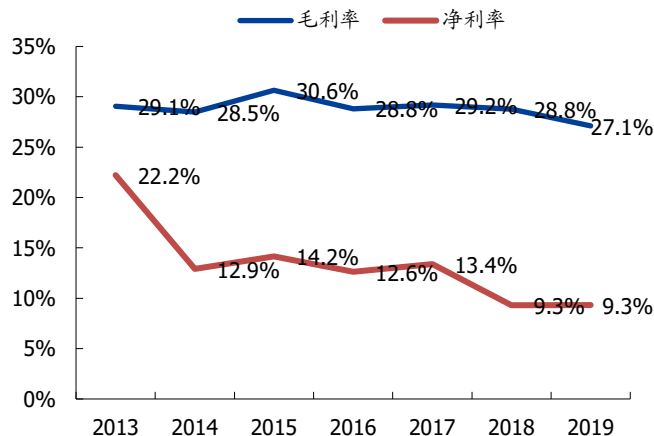
图表7: 环保行业历年子板块归母净利润增速 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

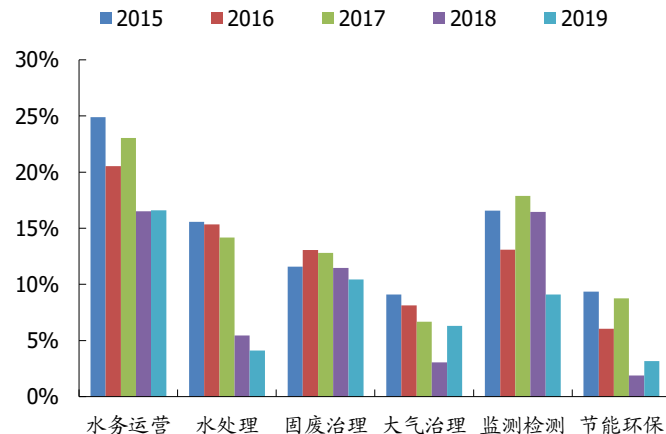
2019年行业整体毛利率下滑,净利率下滑企稳:2019年环保板块整体毛利率为27.1%,较去年同期下降1.7pct,下跌与原材料、人工、环保成本上升有关。整体净利率为9.3%,相较去年持平,行业净利率自2018年下滑较多主要是信用收紧、PPP清库,融资和财务成本提升较多所致,另外也受商誉减值计提影响,2018年商誉减值损失24亿元,占净利润总额的38%,而去年同期为5亿元,2019年净利率下滑企稳。

图表8: 环保历年毛利率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

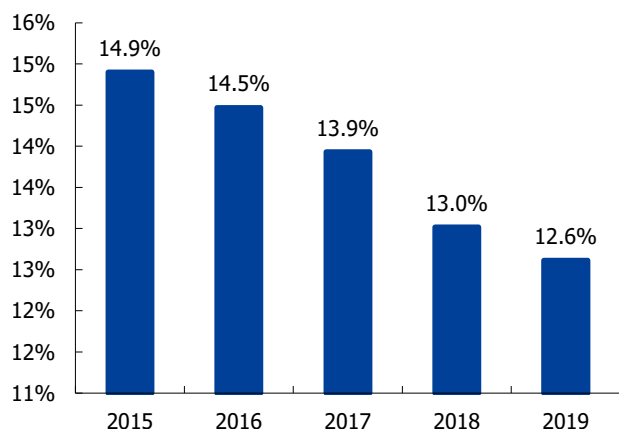
图表9: 各细分子行业净利率情况 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

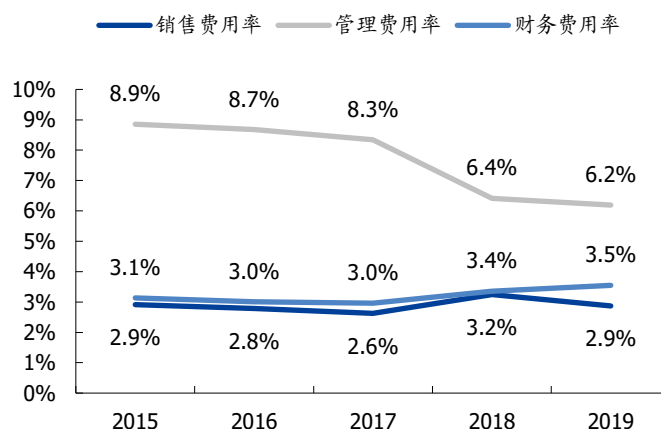
2019年整体期间费用率略降,财务费用率上升:2019年整体环保板块期间费用率为12.6%,较去年减少0.4pct,因其中比重较大的管理费用率同比下降0.2pct至6.2%,销售费用率同比减少0.3pct至2.9%,财务费用率分别同比增加0.1pct至3.5%,其中财务费用率提升主要是企业杠杆所致继续加大。

图表 10: 历年期间费用率 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

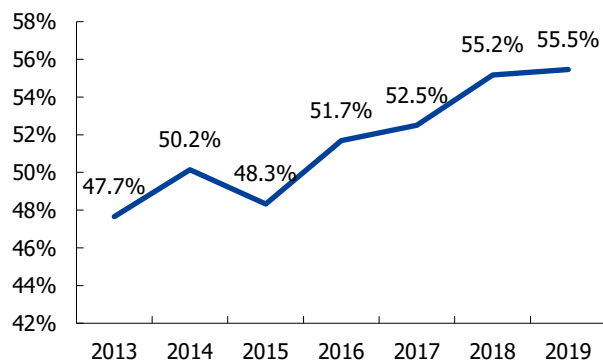
图表 11: 各项费用率历年变化 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

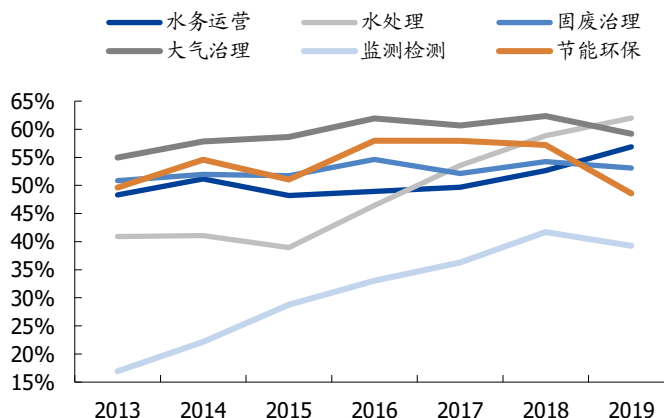
资产负债率仍在走高: 2019 年环保行业整体资产负债率为 55.5%，同比提升 0.3pct，其中水处理与去年同期相比提升 3.2pct 至 62.0%，节能环保比去年同期降低 8.6pct 至 48.6%。水处理板块近年资产负债率提升显著，主要是 PPP 模式加大企业杠杆所致。

图表 12: 行业资产负债率逐年走高 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

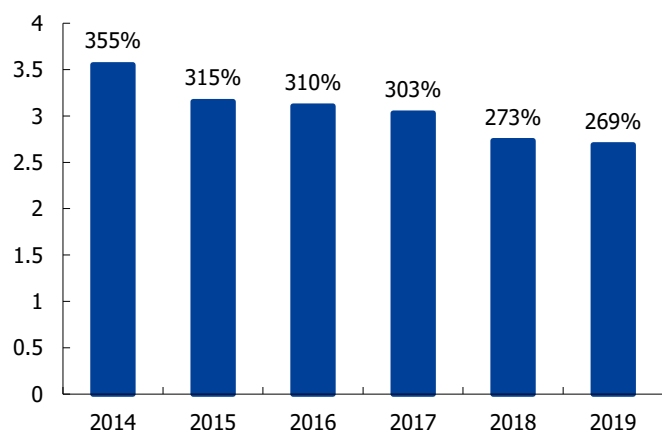
图表 13: 细分子行业资产负债率 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

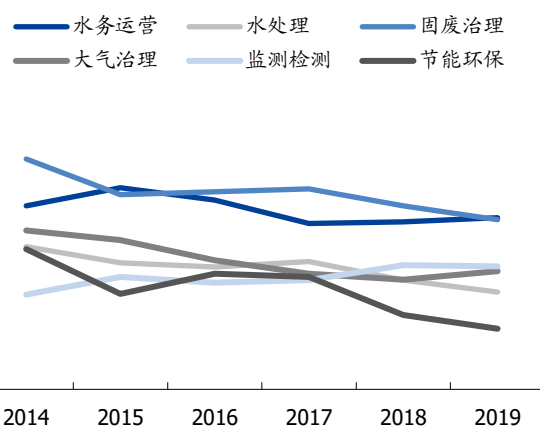
2019 年行业整体回款能力稳定, 节能、水处理行业下降显著: 2019 年环保行业应收账款周转率为 269%，较去年同期下降 4pct，或因环保行业以政府为主要客户的商业模式下，地方财政支付力下降应收账款增高。分行业看，节能行业较去年同期下降 29pct 至 127%，水处理下降 25pct 至 205%，而大气治理行业应收账款周转率上升 18pct 至 249%。

图表 14: 环保行业历年应收账款周转率 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

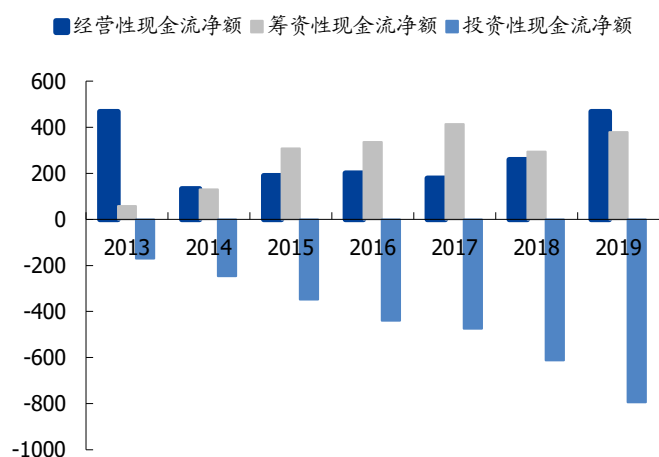
图表 15: 细分子行业应收账款周转率 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

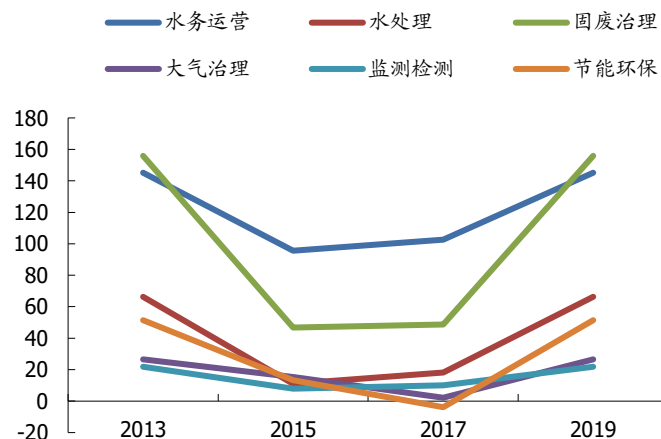
2019 年行业经营性现金流显著改善, 筹资性现金流回升: 2019 年环保行业经营性现金流净额为 467.2 亿元, 2018 年同期为 258.7 亿元, 其中固废治理板块 155.9 亿元, 较 2018 年同期大幅上升; 水务运营资产一枝独秀, 历年来经营性现金流充沛。筹资性现金流净额为 379.4 亿元, 2018 年同期为 294.0 亿元, 投资性现金流净额为 -794.4 亿元, 2018 年同期为 -612 亿元。行业经营性现金流大幅提升, 或因 2019 年多采取积极的现金回收策略, 而近半年融资好转筹资现金上升, 投资性现金流支出额扩张。

图表 16: 环保行业近年现金流状况 (亿元)



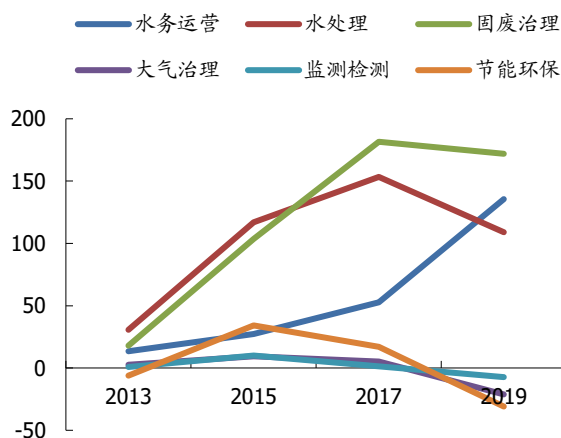
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 17: 细分子行业经营性现金流净额状况 (亿元)



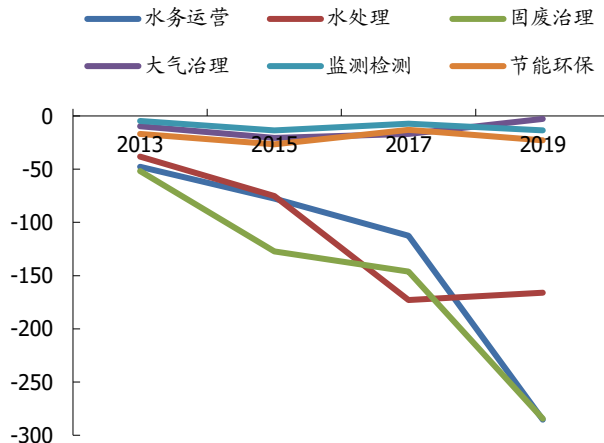
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 18: 细分子行业筹资性现金流净额状况 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 19: 细分子行业投资性现金流净额状况 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

二、子行业分析: 运营类业绩亮眼

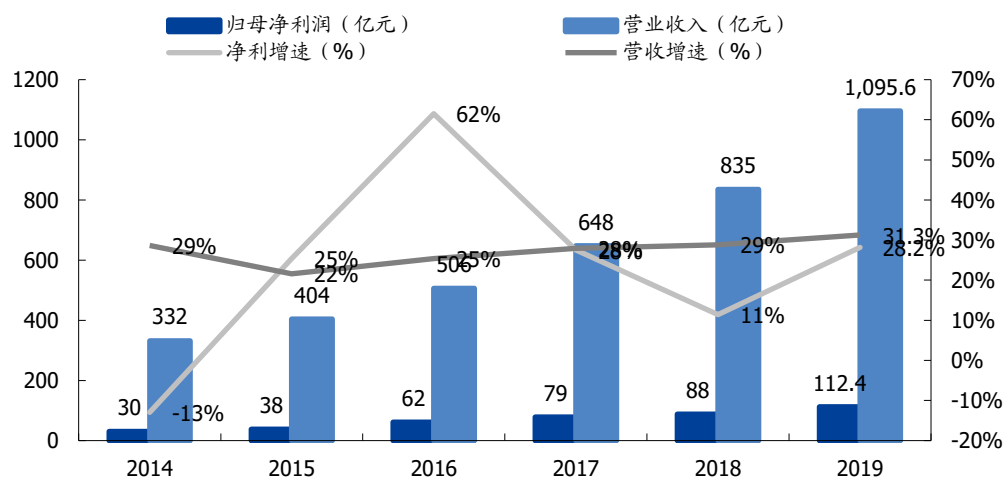
2.1 固废处理行业: 固废运营类业绩表现亮眼, 成长逐步兑现

固废运营类业绩表现亮眼, 成长逐步兑现。2019 年固废板块收入 1095.6 亿元, 同比增长 31.3%, 归母净利润 112.4 亿元, 同比增长 28.2%, 其中垃圾焚烧板块业绩高增长, 焚烧产能扩张提速及垃圾处理费提升背景下, 垃圾焚烧公司产能投运及盈利提升带来业绩增长。

具体公司看, 瀚蓝环境增速稳健, 受益于垃圾焚烧项目建设及运营的贡献, 燃气销量的增加, 以及污水提标带来的水价提升, 公司 2019 年业绩实现高增长; 伟明环保增速较高, 主要由于焚烧项目投运较快。供热企业受运营类项目投产, 提升业绩, 如长青集团增加的主要原因是集中供热板块业绩增加, 以及新的环保项目投产; 联美控股增长较快, 主要来自公司供暖面积及接网面积稳步增长、兆讯传媒业绩增长。此外, 维尔利增长较快, 主要来自于渗滤液、餐厨行业的贡献; 而高能环境增速较快, 主要由于环境修复、垃圾焚烧收入高增长。

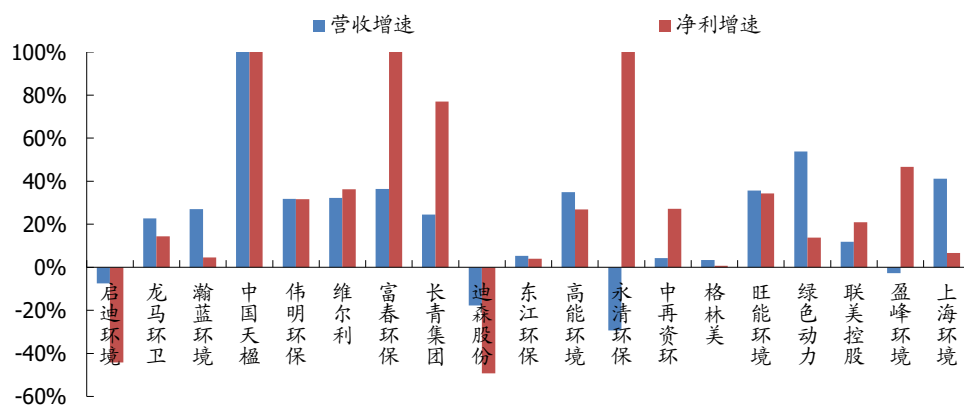
固废板块高景气, 看好细分领域龙头。随着无废城市建设稳步推进, 垃圾焚烧产能投放提速, 运营效果主导下低价竞争策略退出, 固废板块高景气, 瀚蓝环境、伟明环保等管理优异、产能充足的公司 2019 年业绩高增长, 垃圾渗滤液处理、土壤环境修复、危废处置同样维持高景气, 维尔利、高能环境等细分领域龙头业绩表现靓丽, 看好固废板块未来发展。

图表 20: 固废板块历年来营业收入（亿元）、归母净利润（亿元）及相应增速（%）



资料来源: wind、国盛证券研究所

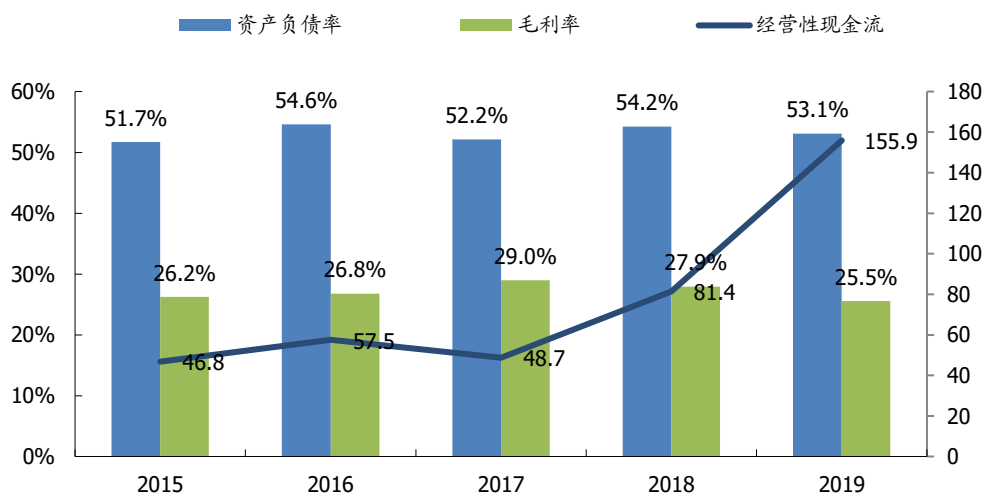
图表 21: 固废板块 2019 年收入利润增速 (%)



资料来源: wind、国盛证券研究所

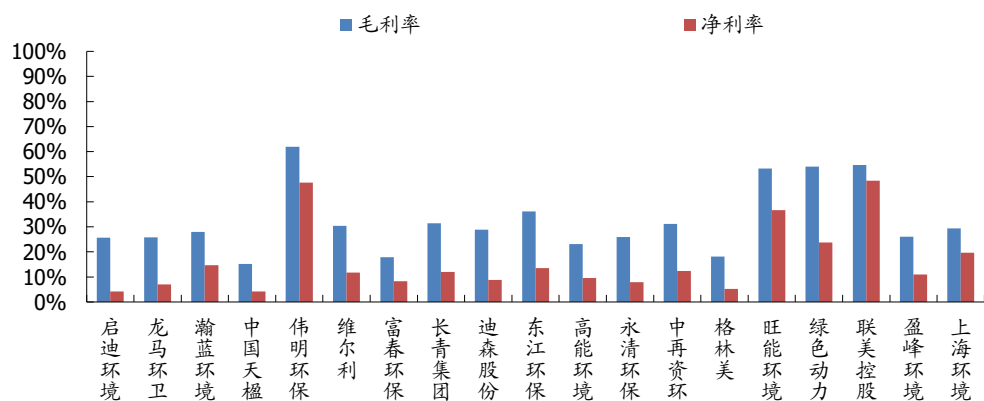
毛利率下滑，经营性现金流大幅增长：2019 年固废板块毛利率为 25.5%，较去年同期下降 2.4pct，主要是原材料价格、人工成本的上升导致生产成本上升，以及老产能技改导致的固定资产摊销上升。板块资产负债率同比降低 0.9pct 至 53.1%，经营性现金流总额大幅增长至 155.9 亿元，去年同期为 81.4 亿元。固废板块多为垃圾焚烧类资产，现金流充沛，产能投运带动经营性现金流增长。

图表 22: 固废行业资产负债率 (左轴, %)、毛利率 (左轴, %)、经营性现金流 (右轴, 亿元) 情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 23: 固废处理板块公司 2019 年毛利率及净利率 (%)



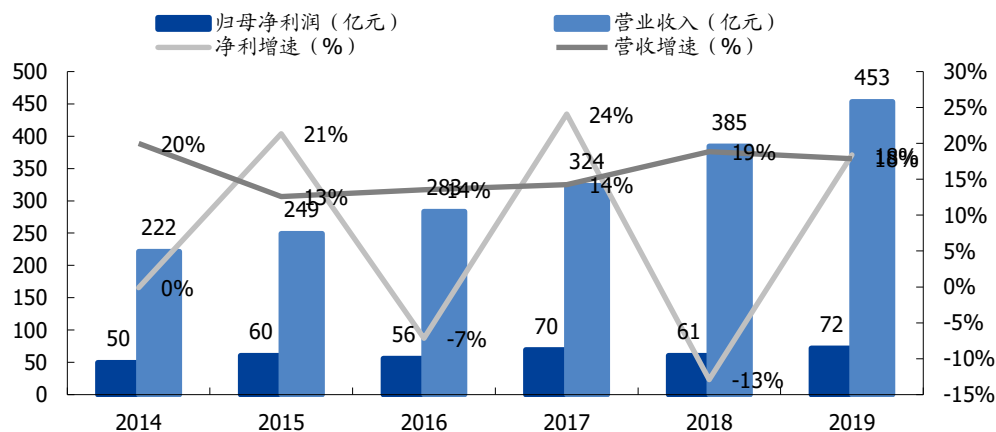
资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.2 水务行业: 优质运营类资产, 业绩增长良好

2019 年收入利润增速良好。2019 年水务板块营业收入 453.3 亿元, 同比增速 17.9%, 归母净利润 71.7 亿元, 同比增速 18.4%, 水务公司整体受外部环境影响不大, 公用事业刚需属性较强, 近年来业绩较为稳健, 低估值且分红率较高, 坐拥运营资产提供稳定现金流。

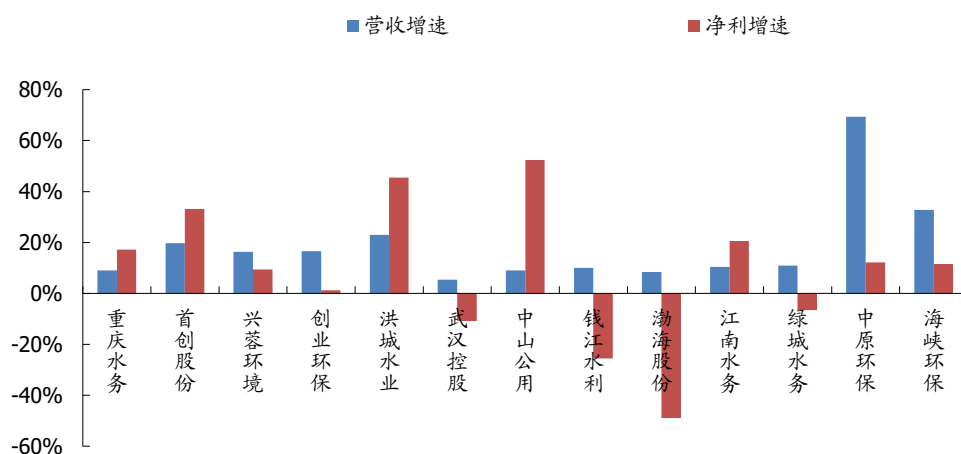
具体公司看, 重庆水务增速稳健, 主要由于污水处理量提升; 如洪城水业增速较高, 主要南昌天然气气化率提升和江西省污水提标改造的趋势下, 受益于自来水水价提升, 污水提标带来的提价以及工程收入的提升。

图表 24: 水务板块历年来营业收入（亿元）、归母净利润（亿元）及相应增速（%）



资料来源: wind、国盛证券研究所

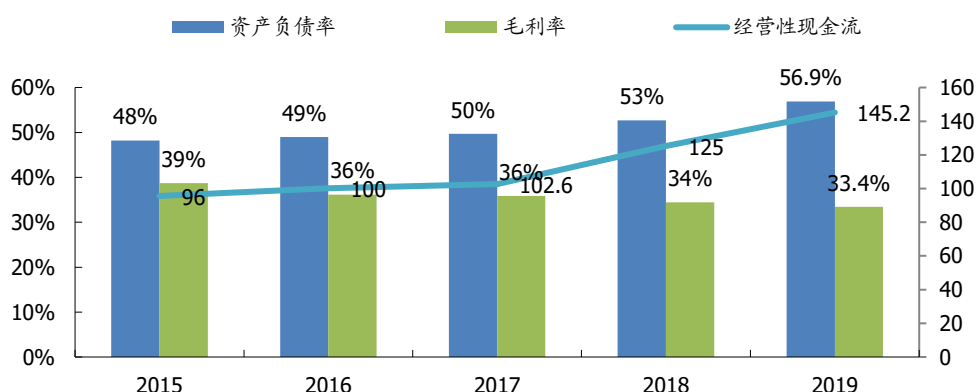
图表 25: 水务公司 2019 年收入、利润增速 (%)



资料来源: wind、国盛证券研究所

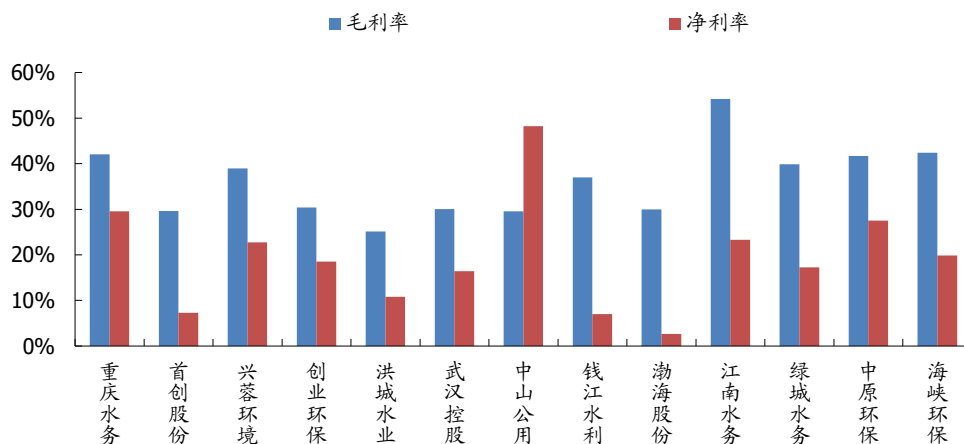
2019 年毛利率略降，资产负债率略增，经营性现金流大幅提升：2019 年水务板块的毛利率较去年下降 0.6pct 至 33.4%，资产负债率上升 3.9pct 至 56.9%，经营性现金流总额 145.2 亿元，较去年增加 20.2 亿，丰富运营类资产提供充足且稳定的现金流。

图表 26: 水务行业资产负债率（左轴，%）、毛利率（左轴，%）、投资性现金流（右轴，亿元）情况



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 27: 水务板块公司 2019 年毛利率及净利率 (%)



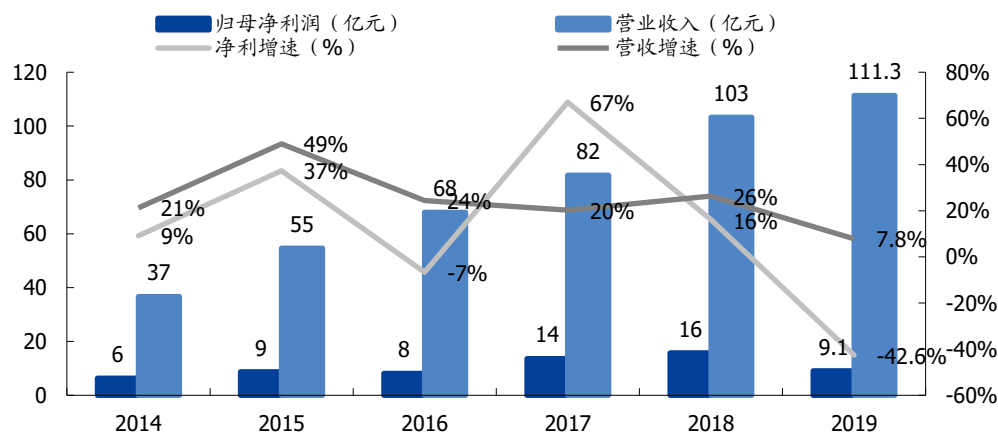
资料来源: wind、国盛证券研究所

2.3 监测检测：业绩增速放缓，向综合服务商转型

营收、净利增速放缓，政府采购力下行：2019 年监测检测行业收入增速为 7.8%，归母净利润增速为 -42.6%，降至近几年最低水平，行业前几年整体受益于国家环保督查常态化、精准治污监测先行、严打监测数据造假等因素催化，监测设备需求旺盛，2019 年收入、利润增速放缓或与政府采购力及传统的监测设备增速下滑有关。展望未来，我们认为水质监测及工业园区监测订单仍会持续释放。

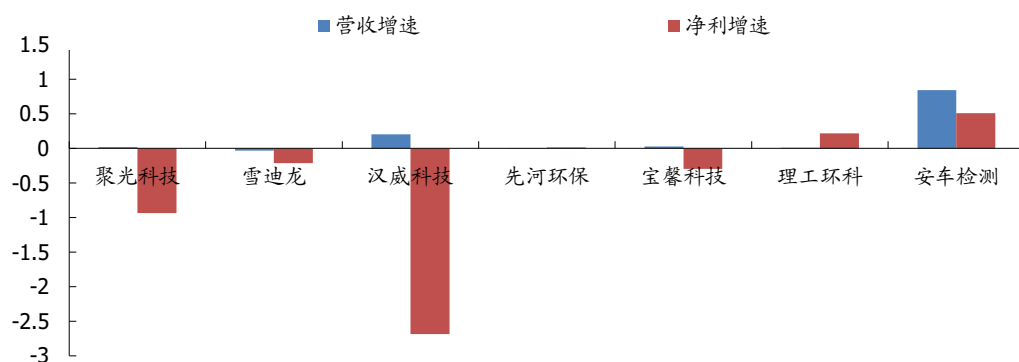
具体公司如，安车检测公司 2019 年营业增速 84.3%，归母净利润增速 50.6%。受益于机动车检测中环检线升级带来的改造需求，公司业绩高增长，展望未来，环检线的更新、货车的“三检合一”、检测站的新建等将会继续扩大机动车检测系统的市场空间；先河环保运营及咨询业务在营业收入结构占比提高，成为拉动业绩的新动力，显示公司积极由环境监测设备研发、制造商向综合服务商转型。

图表 28: 监测板块历年来营业收入（亿元）、归母净利润（亿元）及相应增速（%）



资料来源: wind、国盛证券研究所

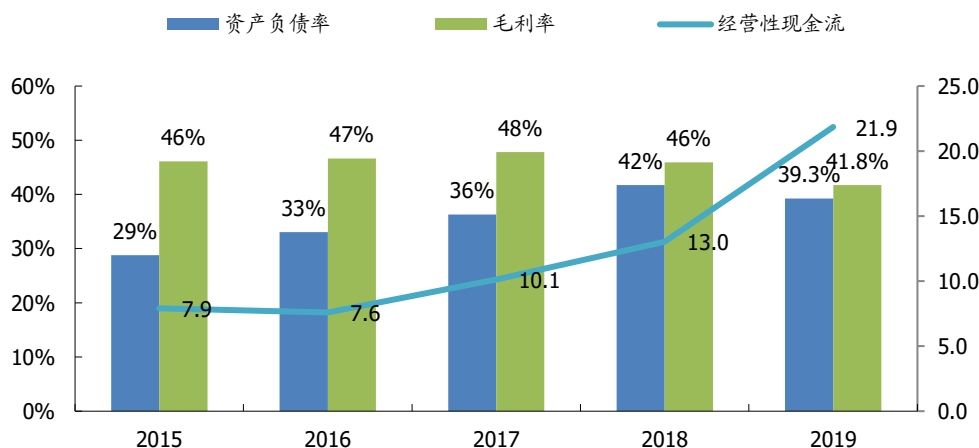
图表 29: 监测检测公司 2019 年收入利润增速 (%)



资料来源: wind、国盛证券研究所

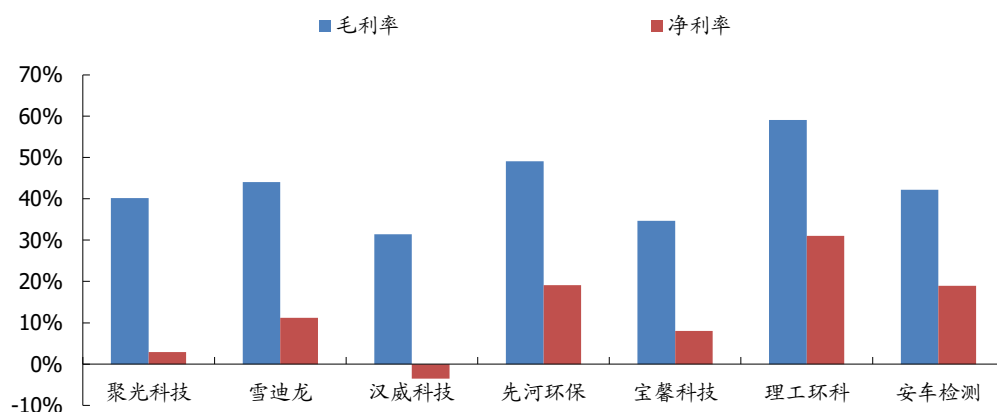
毛利率及净利率下滑，资产负债率下降，现金流大幅好转：监测板块 2019 年毛利率为 41.8%，较去年同期下降 4.2pct，净利率 9.9%，较去年同期下降 8.8pct。资产负债率相较于去年同期下降 2.8pct 至 39.3%，经营性现金流总额为 21.9 亿元，去年同期为 13 亿元，现金流回流加快，显示订单回款质量提升。

图表 30: 监测行业资产负债率（左轴，%）、毛利率（左轴，%）、经营性现金流（右轴，亿元）情况



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 31: 监测板块 2019 年毛利率、净利率 (%)

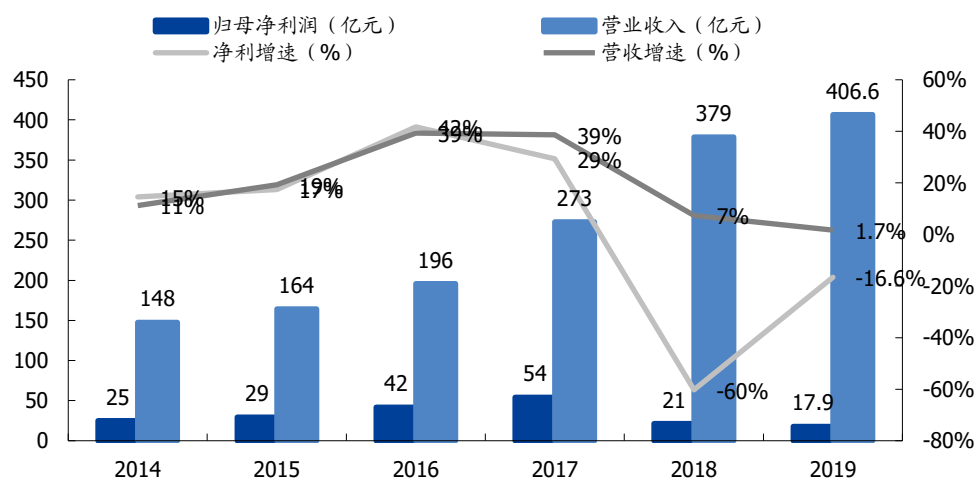


资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.4 水处理行业: 业绩继续下滑, 现金流好转

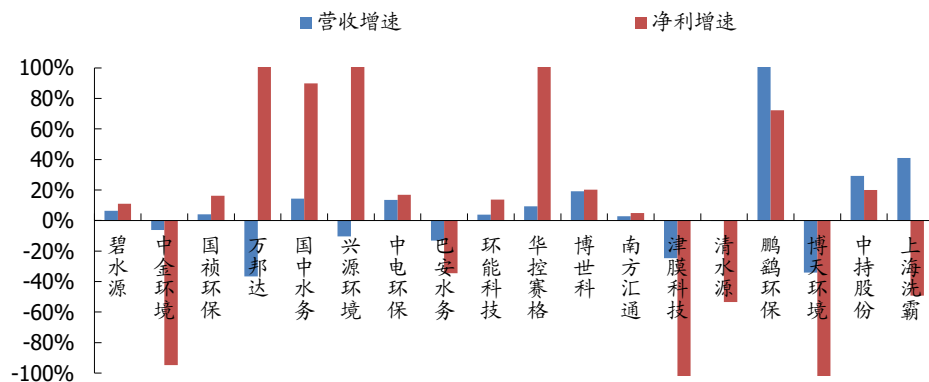
工程类板块收入、利润继续下滑: 2019 年水处理板块实现收入、利润分别为 406.6 亿元、17.9 亿元, 同比增速分别为 1.7%、-16.6%, 水处理板块 PPP 对资金需求较大, 受去杠杆影响余波仍在, 工程进度放缓, 财务成本上升, 另外与紧信用背景下应收账款及其他应收款计提坏账有关。此外, 相较以往 EPC 模式, 2015 年以来 PPP 模式下完工后的无形资产摊销使利润表承压, 但水处理行业年净利增速相比 2018 年的-62%已出现大幅好转, 向好趋势明显。具体公司看, 碧水源业绩增速实现扭跌转升, 2019 年实现归母净利 17.2 亿元, 同比增长 5.78%, 现金流好转超于预期, 经营性现金流净额 33.2 亿元, 与 2018 年全年 13.1 亿元水平相比, 增加两倍以上; 国祯环保增速符合预期, 公司为了防范风险, 主动收缩工程类业务体量, 未来更聚焦较为稳定的运营类业务。

图表 32: 水处理板块历年来营业收入 (亿元)、归母净利润 (亿元) 及相应增速 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

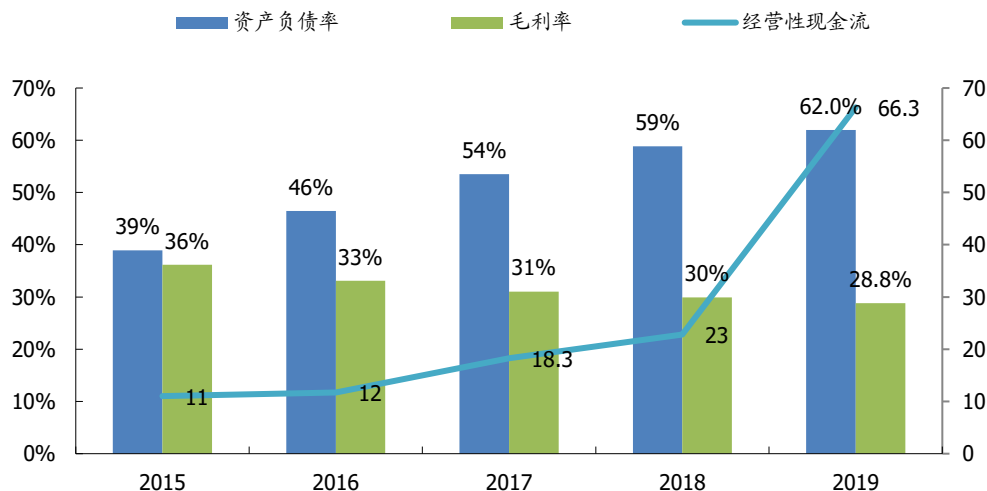
图表 33: 水处理公司 2019 年收入利润增速 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

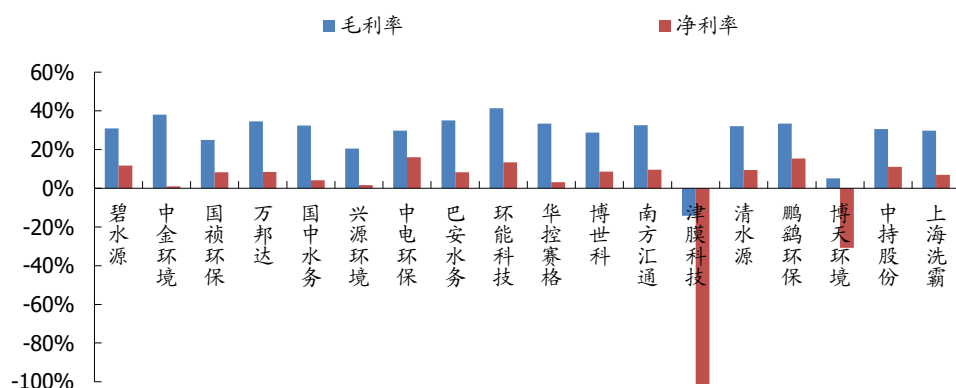
毛利率及净利率下滑, 资产负债率持续走高, 经营性现金流显著上升。水处理板块 2019 年毛利率为 28.8%, 较去年下降 1.2pct, 基本持平, 净利率 4.0%, 较 2018 年年报下降 1.4pct, 但资产负债率为 62.0%, 较去年提升 3.0pct, 主要为 PPP 模式前期借款增多所致。此外, 水处理板块经营性现金流总额为 66.3 亿元, 较去年的 22 亿元显著上升, 或与行业内公司采取更积极回款策略有关。

图表 34: 水处理行业资产负债率 (左轴, %)、毛利率 (左轴, %)、经营性现金流 (右轴, 亿元) 情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 35: 水处理板块公司 2019 年毛利率及净利率 (%)

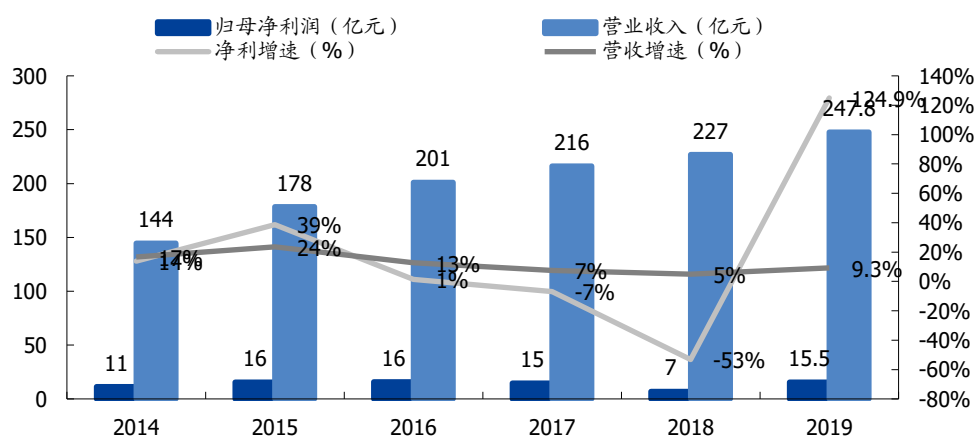


资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.5 大气治理: 电力脱硫脱硝市场进入尾声, 利润增速下滑

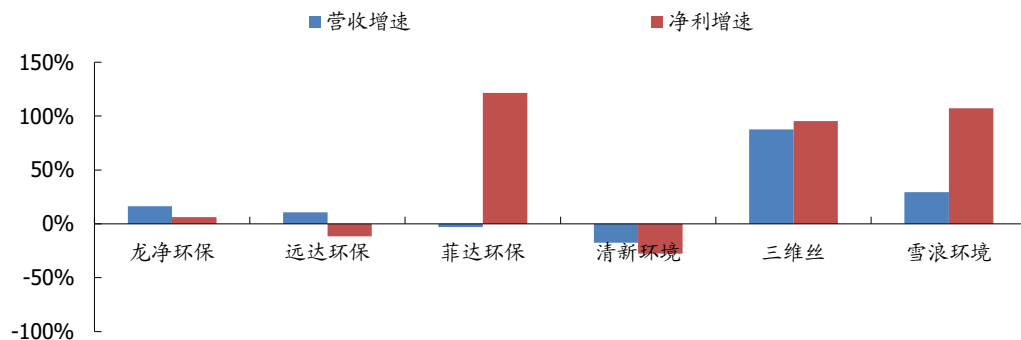
收入增长, 利润显著下降: 大气处理板块 2019 年收入及利润分别为 247.8 亿元、15.5 亿元, 同比增速分别为 9.3%、124.9%, 净利润增速较高主要是 2018 年菲达环保及三维丝净利润由负转正影响较大; 收入增速近年来保持稳健, 或与电力脱硫脱硝市场进入尾声相关, 而行业龙头龙净环保积极开拓非电超低排放改造市场, 依旧保持良好增速。非电排放标准趋严, 大气攻坚战督查倒逼, 工业企业的盈利好转, 以上共同推动非电市场加速释放。

图表 36: 大气板块历年来营业收入 (亿元)、归母净利润 (亿元) 及相应增速 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

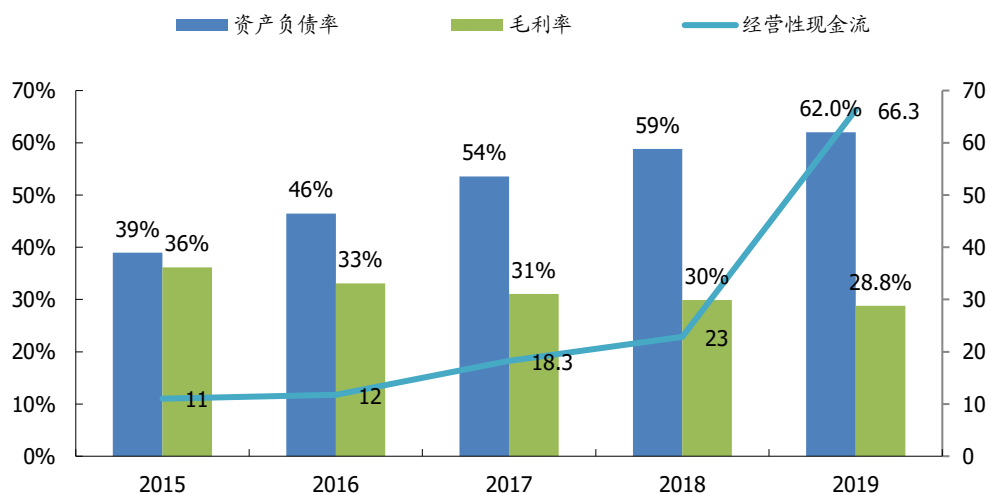
图表 37: 大气治理公司 2019 年收入及利润增速 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

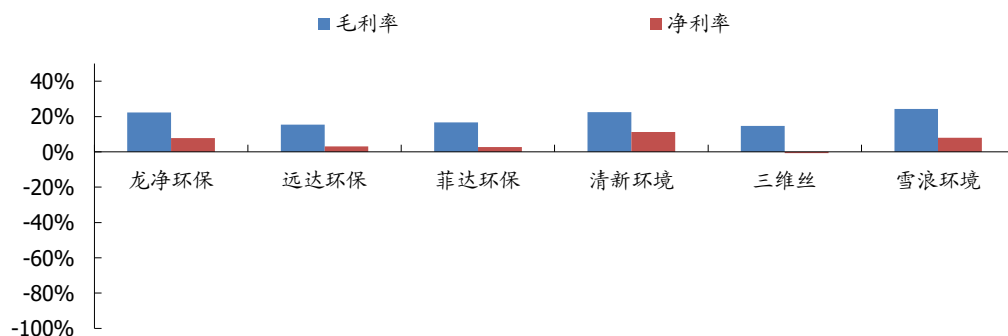
毛利率下滑, 经营性现金流好转: 大气治理板块 2019 年毛利率为 28.8, 下降 1.2pct; 资产负债率 62.0%, 下降 3.0pct; 经营性现金流总额为 66.3 亿元, 去年同期为 23.0 亿元, 主要是清新环境及菲达环保 2019 年经营性现金流大幅好转。

图表 38: 大气行业资产负债率 (左轴, %)、毛利率 (左轴, %)、经营性现金流 (右轴, 亿元) 情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 39: 大气治理板块公司 2019 年毛利率及净利率 (%)

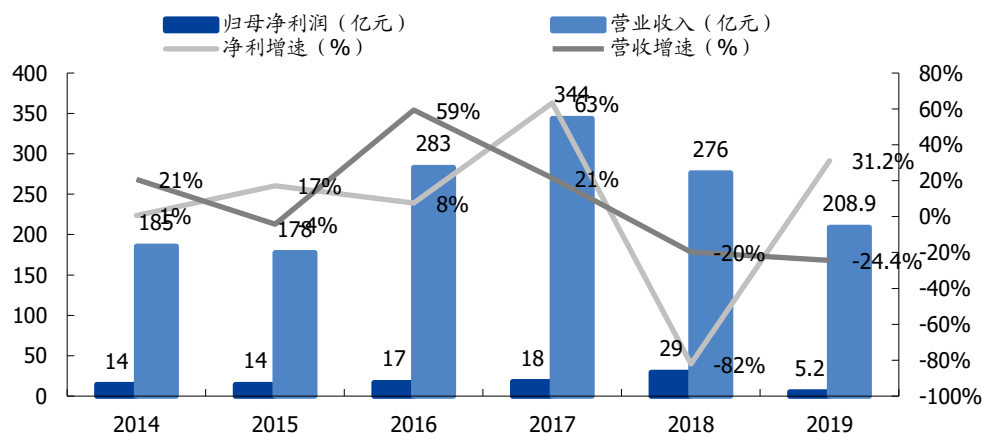


资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.6 节能行业：业绩下降，现金流好转

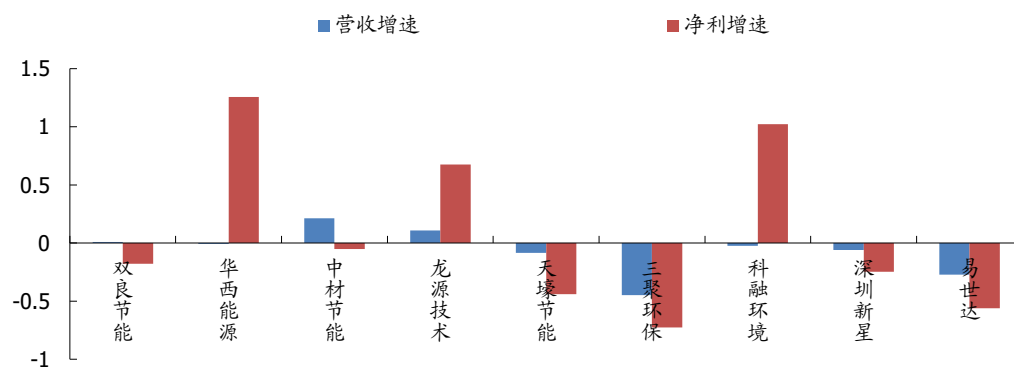
节能板块 2019 年收入、利润分别为 208.9 亿元、6.9 亿元，同比增速分别为-24.4%、31.2%，占比较大的三聚环保归母净利润由去年同期的 5.1 亿元下降至 1.4 亿元、科融环境由去年同期的-4.8 亿元转升至 0.1 亿元，板块内公司起伏较大。

图表 40: 节能板块历年来营业收入（亿元）、归母净利润（亿元）及相应增速（%）



资料来源: wind, 国盛证券研究所

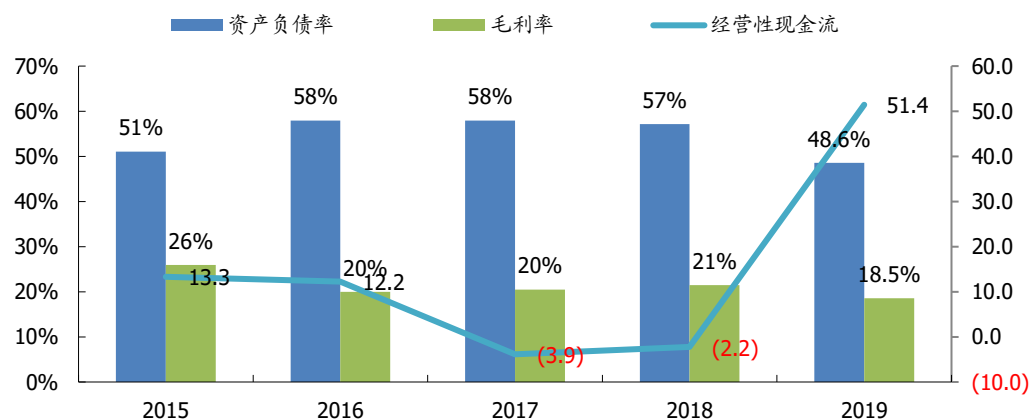
图表 41: 节能板块 2019 年收入利润增速 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

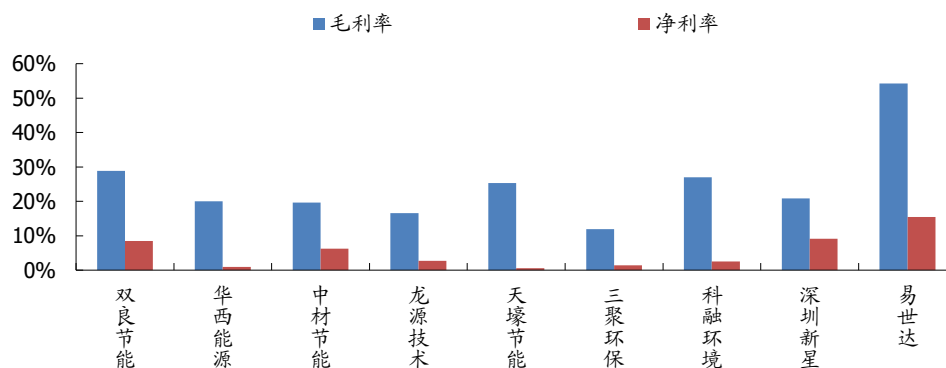
毛利率下滑，资产负债率下降，经营性现金流大幅好转首次回正。2019年节能板块资产负债率为48.6%（8.4pct），毛利率18.5%（-2.5pct），净利率3.2%（-5.6pct），经营性现金流总额为51.4亿元，首次回正，较去年同期的-2.2亿元大幅好转。

图表 42: 节能行业资产负债率（左轴，%）、毛利率（左轴，%）、经营性现金流（右轴，亿元）情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 43: 节能板块公司 2019 年毛利率及净利率 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

三、投资建议

3.1 业绩底部反转，2020 年期待逐季好转

2019 年业绩底部反转，行业走出低谷。环保行业发展依赖资金，对融资环境改善的敏感度高，因此深刻受益于 2019 以来融资好转，业绩层面已经出现底部反转，行业总体归母净利润增速由 2018 年底的-23.9%上升至 18.1%，但我们认为过去牺牲资产负债表换取利润增长的模式已难以为继，前期受融资影响较大的部分公司也已重新聚集现金流较好的业务，可以看到运营类公司受外部影响较小，业绩表现始终稳健优异。

2020Q1 暂受疫情影响，业绩逐季改善可期。2020Q1 环保行业营业收入增速为-42.1%，同比下降 10.9pct，归母净利润增速-10.8%，同比下降 297.9pct。受疫情影响行业上、下游复工复产时间延迟，工程建设进度未达预期，从而导致行业内公司 2020Q1 业绩特殊性下滑。目前，大部分公司日常经营、项目建设已逐步恢复正常，十三五规划节点加

上经济下行期行业需求望加力，上市公司在手订单充足，重点公司望积极推进进度，业绩逐季修复可期。

3.2 融资放开、需求加力，板块业绩反弹望持续

➤ 债券融资+股权融资均有大幅改善，融资好转助力复工

3月社融向好：2020年3月社融新增5.2万亿，存量同比增速升至11.5%；新增人民币贷款2.9万亿；M1增速从4.8%升至5%，M2增速从8.8%升至10.1%；企业新增贷款2.1万亿，较去年同期多增9841亿。加上再融资新规的落地股权融资放宽，较阔的融资环境保证环保企业融资，助力复工节奏下的企业项目推进。

图表 44：社会融资规模当月值（亿元）及同比增速（%）



资料来源：财政部，国盛证券研究所

➤ 需求望加力：今年是“十三五”规划末年，考核节点下预计环保新项目较多，且长江及黄河流域大保护、垃圾分类等催化下行业本身增长空间广阔。且经济增速下行期，环保的投资属性望体现。

环保专项债总量扩容、占比提升：（1）总量扩容：2019年环保专项债总额546亿，2020年截至4/26共1082亿；（2）比例倾斜：2019年环保专项债占比2.5%，2020年提升至9.5%；（3）发行前置：发行的进度加快，已经有9个省及直辖市完成了提前下达新增地方债的发行。

图表 45: 截止到 4/26 专项债统计

行业	金额 (亿元)		占比	
	2019 年	2020 年至今	2019 年	2020 年至今
基建领域	5347	7435	24.9%	65.6%
基础设施	880	3741	4.1%	33.0%
生态保护	546	1082	2.5%	9.5%
收费公路	1526	777	7.1%	6.9%
轨交	217	659	1.0%	5.8%
铁路	85	198	0.4%	1.8%
机场	28	72	0.1%	0.6%
水利	155	131	0.7%	1.2%
市政	1911	775	8.9%	7%
棚改	7171	0	33.4%	0%
土地储备	6866	0	32.0%	0%
其他	2083	3901	9.7%	34.4%
医疗	235	219	1.1%	1.9%
社会事业	61	1269	0.3%	11.2%
产业园	241	611	1.1%	5.4%
综合	765	1295	3.6%	11.4%
乡村振兴	96	91	0.4%	0.8%
教育	120	79	0.6%	0.7%
保障性住房	84		0.4%	0.0%
文化旅游	59	53	0.3%	0.5%
停车场	2	27	0.0%	0.2%
雄安新区	250		1.2%	0.0%
未分类	171	257	0.8%	2.3%
合计	21467	11336	100.0%	100.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.3 配置价值凸显，精选子板块

目前环保板块机构持仓、估值均处于历史底部，行业确定性与成长性强，配置性价比较高，我们推荐：

1、垃圾焚烧景气高格局好， 2、生物质发电的长青集团（生物质发电龙头，在手项目多）；3、水处理行业，洪城水业（江西污水市场潜力大，估值及股息率具备吸引力）、碧水源（中交集团入股，聚焦膜材料业务，融资好转强受益）。

- **垃圾焚烧景气高格局好**，推荐伟明环保（roe 行业领先、订单充足）、瀚蓝环境（增长稳健，估值优势明显）、高能环境（土壤修复龙头，焚烧项目逐步投产）；
 - 1、投产大年，高景气：我们统计 2019 年新增订单中标总金额同比增长 35%，行业景气度高；
 - 2、集中度提升，格局好：2019 年拿单能力 CR4 近 50%，CR8 近 70%，经过多年发展龙头格局基本稳固；
 - 3、价格稳步抬升：2019 年垃圾处理费平均中标金额为 72.1 元/吨，同比提升 5.4

元，迈过低价竞标陷阱，行业盈利提质；

4、中长期空间仍大：2018-2030 年仅 15 省垃圾焚烧发电中长期规划新增产能 54 万吨/日，预计投资总规模 2745 亿元，行业还有将近翻倍空间；

5、2020 年出台了多项关于垃圾焚烧补贴的政策，保障存量项目收益，改善行业内公司的现金流，新增项目以收定支，打消补贴退坡疑虑。我们认为补贴政策落地补贴确定性、时效性增强，板块预期中长期向好，行业的长期合理收益得到保证。

➤ **生物质供热龙头长青集团：**

✓ **长青集团：**生物质发电供热行业龙头，公司在手环保项目多，项目管理优异，未来几年望集中投产释放业绩，且新的补贴政策望促进行业发展，公司充分受益。

➤ **融资强受益，污水行业提标改造潜力大，推荐洪城水业（江西污水市场潜力大，估值及股息率具备吸引力）、碧水源（中交集团入股，聚焦膜材料业务，融资好转强受益）。**

✓ **碧水源：**国内膜法水处理市场广阔，公司作为以膜为核心科技的水处理龙头，有望持续受益，同时随着公司内部存量 PPP 项目清理完善、中交集团入主、外部融资改善、战略及时调整，公司业绩将逐步反弹，恢复高质量的增长。此外，光环境高速增长，良业持续受益。

✓ **洪城水业：**在污水提标扩容&气化率提升的背景下，公司内生业务成长空间较大，管理层锐意进取、思路灵活，过去 5 年业绩优异，股权激励彰显公司信心，未来新项目及产业整合值得期待，三峡集团频繁水务并购交易，水务资产估值望重估。

风险提示

环保政策及督查力度不及预期：环保行业政策及督查依赖度高，政策不及预期市场释放不足，环保订单释放不及预期；

融资信用及客户支付能力风险：前期受紧信用影响较大，虽融资好转但企业融资及地方财政情况仍有不确定性；

细分领域竞争加剧：部分热门行业如危废、垃圾焚烧等竞争加剧，高盈利有下滑风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38934111 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com