

## 环保行业细分领域盈利继续分化，看好水务和固废板块

### 环保行业

#### 主要观点：

► **环保行业盈利降幅缩小，看好固废和水务板块。** 2019 年，环保行业实现营业总收入合计 3563.06 亿元，较去年增长 1.85%，实现归母净利润合计为 161.95 亿元，同比降低 2.43%。营收增速近 5 年以来最低，归母净利润增速较去年降幅收窄 46.64pct。整体来看，环保行业业绩企稳趋势明显。2020 年一季度受疫情影响，环保板块实现营业总收入合计 597 亿元，较去年同期减少 15.44%，实现归母净利润合计为 23.54 亿元，同比减少 54.51%。营收近 5 年以来首次为负增长，归母净利润增速较去年降幅扩大 27.10pct。子板块业绩分化明显，在环保的 4 个子板块中，固废、水务板块表现相对较好，其他环境业绩下滑幅度较大，大气板块缺乏增长动力。一季度，受疫情影响，除固废板块外，各个子板块营收均出现下滑；固废、大气、水务、其他环境 2020 年一季度营收增速分别为 14.41%/-18.15%/-22.96%/-1.96%。其中盈利增速分别为-38.361%/-75.28%/-104.10%/-11.00%，盈利能力均下降。

► **环保行业整体毛利率下滑，费用率相对稳定。** 近年来，环保行业融资情况不容乐观，多数企业项目进度因为资金原因被迫停摆，公司营业收入无法提高，营业成本高居不下，特别是随着负债率的提升财务费用提高，盈利水利有所下降，行业整体毛利率呈现下滑趋势。环保行业 2019 整体毛利率为 28.07%，较去年同期下跌了 2.31 个百分点。细分来看，固废、大气、水务、其他环境的毛利率分别变动-3.78/-2.09/-0.59/-2.68 个百分点，近年来毛利率表现相对稳定的板块反而要属水务板块。2019 年环保行业管理、财务、销售费用率分别 7.20%/4.71%/2.91%，分别较去年同期上升-0.54/0.05/-0.57 个百分点，变化不大相对稳定。细分来看，固废、大气、水务、其他环境各板块的管理费用率分别变动-0.78/-0.44/0.07/-1.41 个百分点；财务费用率分别变动-0.23/-0.69/0.61/-0.65 个百分点；销售费用率分别变动-1.08/-0.13/-0.24/0.36 个百分点，总的来看，固废、大气和其他环境的三期费用率减少，水务板块三期费用率略微增长。

► **现金流改善明显，行业融资情况好转。** 环保行业经营活动现金净额持续上升，筹资活动现金流上升，环保行业现金流情况有所改善。2019 年环保行业经营/投资/筹资活动现金流净额分别为 514/-847/404 亿元，较去年同期分别增长 101%/-11%/19%，经营活动现金流净额持续上升，2019 年较 2018 年实现翻倍。2019 年筹资活动现金流净额扭转 2018 年颓势开始回升，环保行业融资难情况正逐步变好。子板块资产负债率表现分化，固废资产负债率增长明显。各子板块资产负债率除其他环境板块保以外，均保持在 50%以上，大多位于 50%-66%的区间，

#### 评级及分析师信息

行业评级：推荐

#### 行业走势图



#### 分析师：晏溶

邮箱：yanrong@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100004

联系电话：0755-8302 6989

#### 相关研究：

1. 绿色动力|推进项目投建提升市场占有率，后续业绩增长可期  
2020.04.30
2. 博世科|优质综合环境服务提供商，业绩持续向好  
2020.04.29
3. 联泰环保|优质污水处理商，正迎快速成长  
2020.04.23

固废、大气、水务和其他环境资产负债率分别较去年同期变化 6.01/-5.21/2.66/-1.72 个百分点。水务处理、固废均属重资产行业，伴随着项目投建规模的增大，行业资产负债率必将增长。

### 投资建议

2019 年环保行业营收持续承压，归母净利降幅大幅缩小，细分板块业绩分化明显，固废板块业绩表现最佳。水务板块已表现出企稳回升趋势，看好行业 2020 年表现。2020 年一季度，受疫情影响，环保行业近 5 年以来营收首次为负增长，归母净利润增速较去年降幅扩大 27.10pct，但横向对比其余国民行业，疫情对环保行业影响还相对有限，结果要远远好于可选消费、交通运输等领域。随着二季度社会生活的逐步回归正常，预计行业二季度盈利情况将开始回升。2020 年专项债作为积极财政逆周期调节工具之一，将推动 2018-2019 年因资金匮乏而停滞的水务类项目，推荐关注国资入主、在手订单充足的【碧水源】，已过资本开支高峰期的【博世科】、项目进入密集投产期的【联泰环保】。垃圾焚烧为国家产业政策鼓励和支持发展的行业，推进城市生活垃圾处理设施的一体化建设和专业化运营是行业发展的趋势，而相应提供一体化投资、建设、运营服务的专业垃圾处理服务商将占据竞争优势。在垃圾焚烧产业发展机遇明显的形势下，我们推荐关注垃圾焚烧龙头，在手订单行业领先的【伟明环保】、【绿色动力】、【旺能环境】，受益标的亦包括【高能环境】、【上海环境】。

### 风险提示

- 1) 环保行业融资困难问题没有解决，民营企业依然融资难融资贵；
- 2) 专项债发行不及预期，环保专项债没有用于环保类项目建设；
- 3) 环保政策变化，国家不鼓励投资环保项目。

### 盈利预测与估值

| 股票代码   | 股票名称 | 收盘价(元) | 投资评级 | 重点公司   |       |       |       |       |       |       |       |
|--------|------|--------|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|        |      |        |      | EPS(元) |       |       |       | P/E   |       |       |       |
|        |      |        |      | 2018A  | 2019E | 2020E | 2021E | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 300070 | 碧水源  | 10.03  | 买入   | 0.40   | 0.44  | 0.57  | 0.75  | 19.75 | 26.00 | 20.20 | 15.33 |
| 603568 | 伟明环保 | 31.02  | 增持   | 1.08   | 0.99  | 1.23  | 1.49  | 21.23 | 22.14 | 17.81 | 14.66 |
| 610330 | 绿色动力 | 9.80   | 买入   | 0.31   | 0.36  | 0.46  | 0.58  | 30.39 | 26.71 | 20.13 | 15.97 |
| 603797 | 联泰环保 | 11.32  | 买入   | 0.55   | 0.77  | 1.12  | 1.47  | 18.51 | 14.57 | 10.02 | 7.63  |

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 正文目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 1. 环保行业细分领域盈利继续分化，看好水务和固废板块.....    | 5  |
| 1.1. 环保行业盈利降幅缩小，固废板块盈利表现最好 .....    | 5  |
| 1.2. 大气治理板块盈利增速下滑，现阶段缺乏增长动力 .....   | 6  |
| 1.3. 水务板块盈利触底回升，看好 2020 年板块表现 ..... | 7  |
| 1.4. 固废处理板块表现最优异，持续推荐 .....         | 10 |
| 1.5. 其他环境业务同质性差，大部分公司盈利能力偏弱 .....   | 12 |
| 2. 环保行业整体毛利率下滑，费用率相对稳定 .....        | 14 |
| 3. 现金流改善明显，行业融资情况好转 .....           | 16 |
| 4. 投资建议 .....                       | 17 |
| 5. 风险提示 .....                       | 19 |

## 图目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图 1 环保行业近年营收和归母净利情况 .....        | 5  |
| 图 2 环保行业近年一季度营收和归母净利情况 .....     | 5  |
| 图 3 环保子板块营收增速情况% .....           | 6  |
| 图 4 环保子板块归母净利润增速情况% .....        | 6  |
| 图 5 环保子板块一季度营收增速情况% .....        | 6  |
| 图 6 环保子板块一季度归母净利润增速情况% .....     | 6  |
| 图 7 大气板块近年营收和归母净利情况 .....        | 7  |
| 图 8 大气板块近年一季度营收和归母净利情况 .....     | 7  |
| 图 9 水务板块近年营收和归母净利情况 .....        | 8  |
| 图 10 水务板块近年一季度营收和归母净利情况 .....    | 8  |
| 图 11 联泰环保粤湘区域污水运营规模 .....        | 9  |
| 图 12 联泰环保近年污水处理量增长及产能利用率情况 ..... | 9  |
| 图 13 联泰环保近年业绩情况 .....            | 9  |
| 图 14 联泰环保近年归母净利润情况 .....         | 9  |
| 图 15 中环环保营收和成本情况 .....           | 10 |
| 图 16 中环环保归母净利润情况 .....           | 10 |
| 图 17 中环环保各类业务营收情况 .....          | 10 |
| 图 18 近年中环环保整体及各类业务毛利率情况 .....    | 10 |
| 图 19 固废板块近年营收和归母净利情况 .....       | 11 |
| 图 20 固废板块近年一季度营收和归母净利情况 .....    | 11 |
| 图 21 绿色动力垃圾焚烧产能情况（只含垃圾焚烧） .....  | 12 |
| 图 22 绿色动力垃圾处理费及上网电量情况 .....      | 12 |
| 图 23 绿色动力营收结构 .....              | 12 |
| 图 24 绿色动力毛利率情况 .....             | 12 |
| 图 25 其他环境近年营收和归母净利情况 .....       | 13 |
| 图 26 其他环境近年一季度营收和归母净利情况 .....    | 13 |
| 图 27 绿茵生态近年业绩情况 .....            | 14 |
| 图 28 绿茵生态近年归母净利润情况 .....         | 14 |
| 图 29 绿茵生态近年主要业务营收情况 .....        | 14 |
| 图 30 绿茵生态近年主要业务毛利率情况 .....       | 14 |
| 图 31 环保行业毛利率 .....               | 15 |
| 图 32 各子板块毛利率 .....               | 15 |
| 图 33 环保行业三项费用率 .....             | 16 |
| 图 34 各子板块财务费用率 .....             | 16 |
| 图 35 各子板块管理费用率 .....             | 16 |
| 图 36 各子板块销售费用率 .....             | 16 |
| 图 37 经营活动现金流净额（亿元） .....         | 17 |
| 图 38 筹资活动现金流净额（亿元） .....         | 17 |

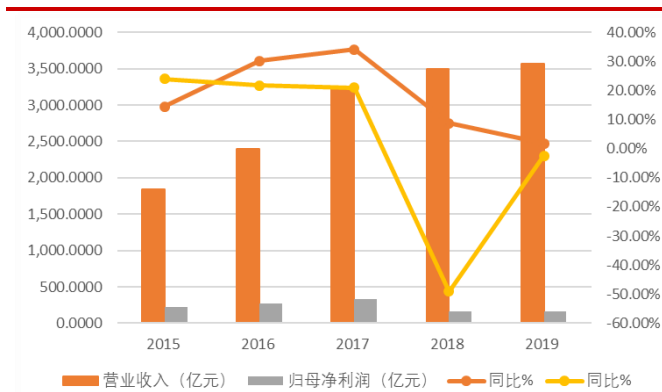
|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 图 39 投资活动现金流净额（亿元） .....        | 17 |
| 图 40 子板块资产负债率 .....             | 17 |
| 图 41 沪深 300 和环保子板块涨跌幅%.....     | 18 |
| 图 42 2019 年各板块相对沪深 300 涨跌幅..... | 18 |

## 1. 环保行业细分领域盈利继续分化，看好水务和固废板块

### 1.1. 环保行业盈利降幅缩小，固废板块盈利表现最好

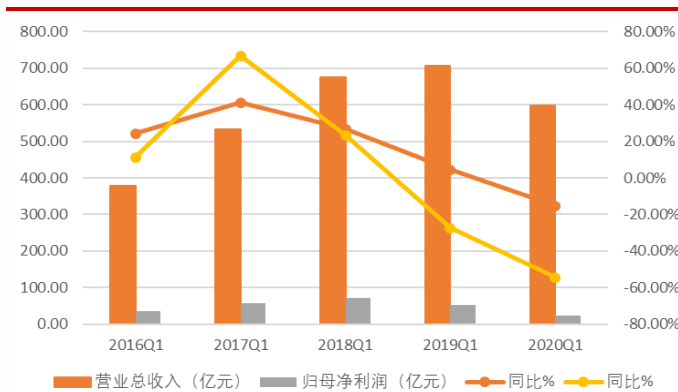
环保行业营收持续承压，归母净利降幅大幅缩小。2019 年，环保行业实现营业收入合计 3563.06 亿元，较去年增长 1.85%，实现归母净利润合计为 161.95 亿元，同比降低 2.43%。营收增速降至近 5 年以来最低，归母净利润增速较去年降幅收窄 46.64pct。2020 年 Q1，环保行业实现营业收入合计 597 亿元，较去年同期减少 15.44%，实现归母净利润合计为 23.54 亿元，同比减少 54.51%。受疫情影响，近 5 年以来营收首次为负增长，归母净利润增速较去年降幅扩大 27.10pct。

图 1 环保行业近年营收和归母净利情况



资料来源：wind，华西证券研究所

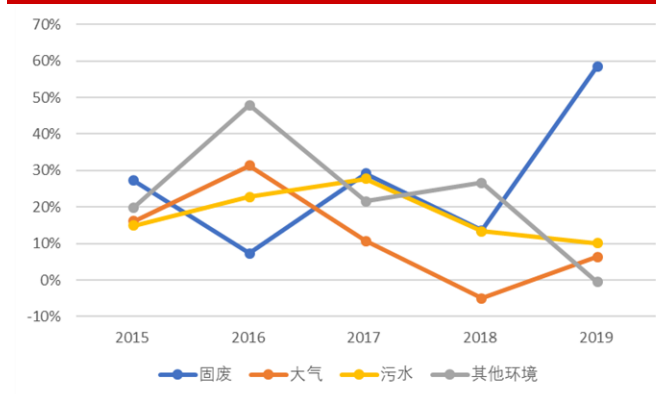
图 2 环保行业近年一季度营收和归母净利情况



资料来源：wind，华西证券研究所

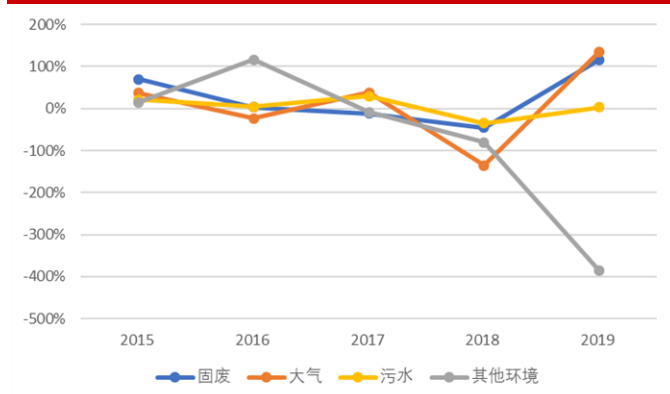
子板块业绩分化明显，固废板块盈利最突出。在环保行业 4 个子板块中，固废、大气、水务板块表现相对较好，其他环境业绩下滑幅度较大。固废、大气、水务、其他环境 2019 年营收增速分别为 58.57%/6.39%/-0.54%/10.11%，盈利增速分别为 116.57%/134.81%/3.09%/-386.52%，除固废板块增幅明显外，其余板块均显增长乏力。大气板块盈利增速回升明显主要是因为板块内中创环保（原简称三维丝）及科融环境亏损幅度缩小。其他环境盈利下滑明显主要源于神雾节能及神雾环保的大幅亏损，目前两公司市值分别为 6.69 亿元、9.29 亿元。2020 年 Q1，受疫情影响，各板块均出现了盈利上的下滑，具体表现为，固废、大气、水务、其他环境 2020 年一季度营收增速分别为 14.41%/-18.15%/-22.96%/-1.96%，归母净利增速分别为 -38.36%/-75.28%/-104.10%/-11.00%，盈利能力均下降。

图3 环保子板块营收增速情况%



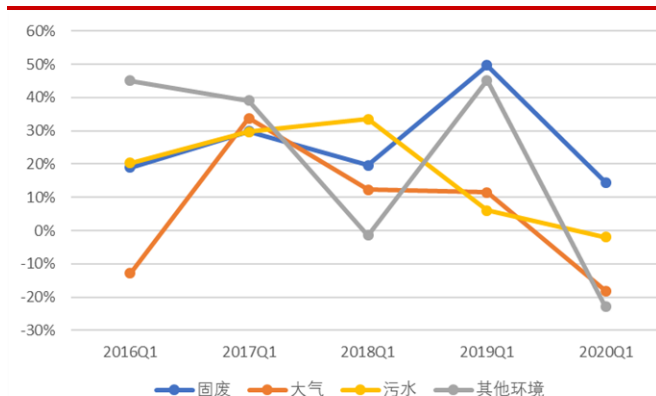
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图4 环保子板块归母净利润增速情况%



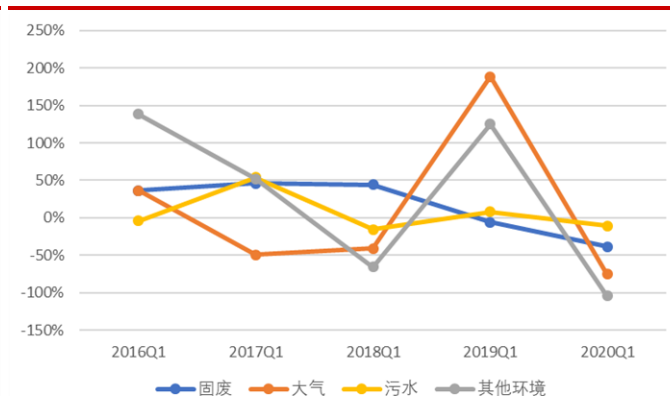
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图5 环保子板块一季度营收增速情况%



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图6 环保子板块一季度归母净利润增速情况%



资料来源: Wind, 华西证券研究所

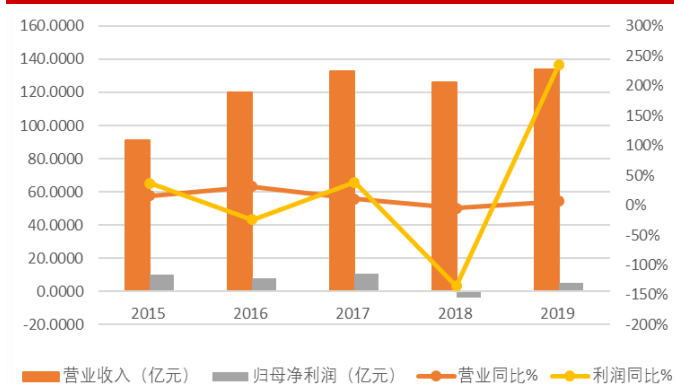
## 1.2. 大气治理板块盈利增速下滑，现阶段缺乏增长动力

大气治理板块盈利增速下滑，现阶段缺乏增长动力。2019 年，大气治理板块（共 7 家公司）实现营业收入 134.05 亿元，同比增长 6.39%。实现归母净利润 5.10 亿元，同比增长 234.81%。归母净利增速明显的主要原因为中创环保（原简称三维丝）及科融环境亏损幅度缩小，而并非行业出现转机。2020 年一季度受疫情影响，板块营业收入和归母净利润均出现下滑，实现营业收入 22.05 亿元，同比下降 18.15%。实现归母净利润 0.51 亿元，同比下降 75.28%。目前大气污染治理已进入攻坚阶段，前期主要以末端污染治理工作为主，此时对相关上市公司的营收及净利推动效果明显。而现阶段大气污染攻坚更强调多措并举，包括调整优化产业结构、能源结构、运输结构、用地结构以及深化工业污染治理等，一个是并非主要靠末端治理，二个是工业



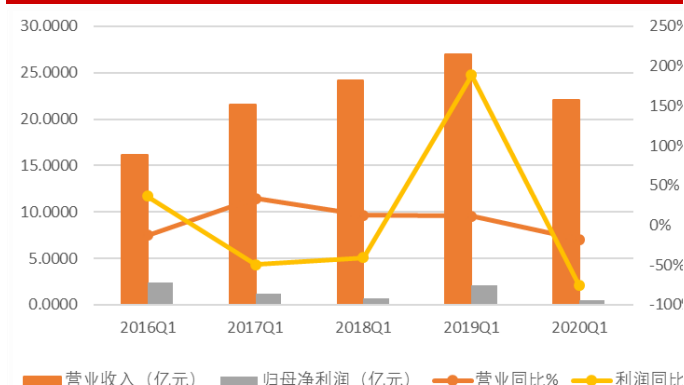
污染治理订单碎片化且非集中释放，上市公司并不像上轮电厂烟气治理中具备完全优势，板块增长乏力，长期看并无亮点。

图 7 大气板块近年营收和归母净利情况



资料来源：wind，华西证券研究所

图 8 大气板块近年一季度营收和归母净利情况

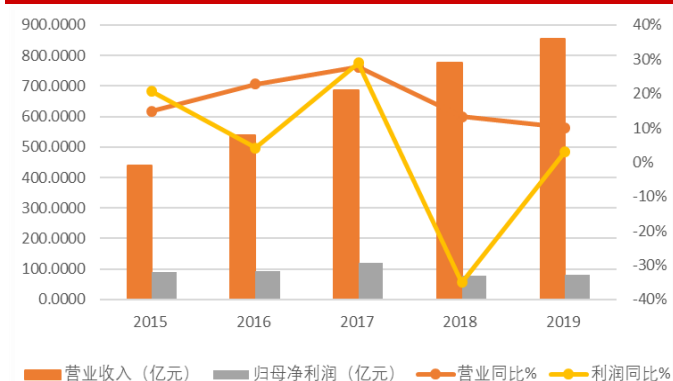


资料来源：wind，华西证券研究所

### 1.3. 水务板块盈利触底回升，看好 2020 年板块表现

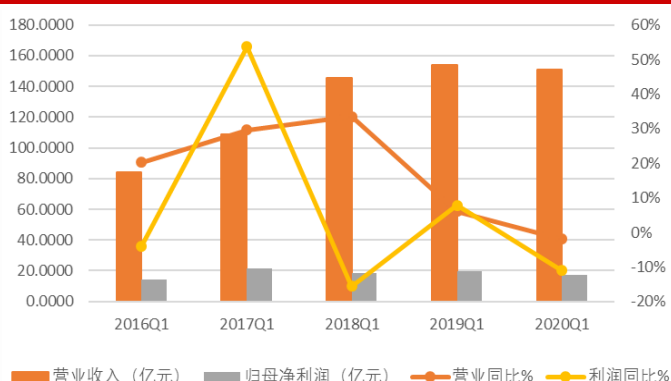
**水务板块盈利触底回升，看好 2020 年板块表现。**2019 年，水务板块（34 家公司）实现营收 855.49 亿元，同比增长 10.11%；实现归母净利润 80.11 亿元，同比增长 3.09%。同 2018 年相比，虽然营收增速有所放缓，但归母净利增速由负转正。2018 年 34 家公司中归母净利增速下滑的公司数量为 19 家，而 2019 年归母净利增速下滑公司变为 12 家，主要原因在于行业内大部分公司于 2019 年调整了经营策略，部分选择转让实控权引入国有资本助力企业脱困，部分调整订单类型转而竞投 EPC 类项目获取资金上的快速回流，从而使得板块盈利于 2019 年归正企稳。2020 年一季度受疫情影响，营业收入和归母净利润均出现下滑，实现营业收入 151.04 亿元，同比下降 1.96%，实现归母净利润 17.52 亿元，同比下降 11.00%。2020 年受海内外疫情影响，稳就业、稳投资任务艰巨，为了有效拉动投资，加快重大项目和重大民生工程建设，政治局会议确定，要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响，借助地方政府专项债，加大投资力度，提升投资效益。2020 年为污染防治攻坚战决胜年，污水、饮用水安全及黑臭水治理是“十三五”约束性考核指标，各地方政府有意愿利用专项债，推动 2018-2019 年因融资收紧而停滞的水务类项目，看好行业 2020 年拐点向上发展。

图9 水务板块近年营收和归母净利情况



资料来源: wind, 华西证券研究所

图10 水务板块近年一季度营收和归母净利情况



资料来源: wind, 华西证券研究所

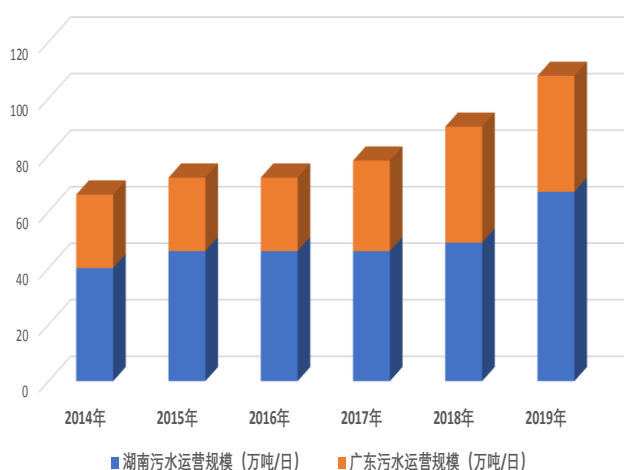
2019 年水务子板块营收增速前五的公司分别为：鹏鹞环保（150.52%）、联泰环保（94.11%）、中原环保（69.40%）、中环环保（67.59%）、上海洗霸（41.10%）；归母净利润增速排名前五的股票分别为：联泰环保（139.30%）、国中水务（89.81%）、鹏鹞环保（72.31%）、中环环保（60.67%）、中山公用（52.43%）。这其中鹏鹞环保、联泰环保及中环环保属于 2017-2018 年上市的环保公司，主营业务均为污水及供水类资产建设及运营业务，属于板块后起之秀，踩着 PPP 市场尾声上市，并未参与前期疯狂抢订单阶段，IPO 募资、充分的举债空间以及稳定的在手订单，为公司快速发展提供保障。但由于行业重资产属性，伴随着项目建设投资支出的不断增多，公司负债率也在不断攀升中。此类资产的建设运营空间均强依赖于社会资本方的负债空间，为解决行业发展瓶颈问题，日前证监会与发改委联合发布了《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，明确优先支持城镇污水处理、固废危废处理等污染治理项目，如若可以通过 REITs 盘活存量资产、加快资金回收、提高资金使用效率，将对此类受制于负债端限制的上市公司来说是极大的利好。

**联泰环保优质污水处理商，正迎快速成长。**截至 2019 年年底，公司已建成投产运营的污水处理项目总处理规模达 108 万吨/日，同比增长 20%。公司在手运营项目无小于 1 万吨/日的污水处理厂，项目都极具规模效应，其中长沙岳麓项目污水处理规模为 45 万吨/日，汕头龙珠项目污水处理规模为 26 万吨/日，邵阳洋溪桥项目污水处理规模为 10 万吨/日，以上三个水厂合计处理规模占公司总处理规模的 77%，规模效应良好。此外，长沙岳麓项目已启动三期扩建，扩建完成后该厂合计规模为 60 万吨/日；汕头龙珠水厂正面临迁建，迁建完成后变成汕头市新溪污水处理厂二期，与已投运的一期一起合计规模可达 32 万吨/日，未来公司将更加受益大型城市的巨型污水项目，摊到吨水上面的成本费用低，继续保持行业领先的毛利率。公司年报披露，



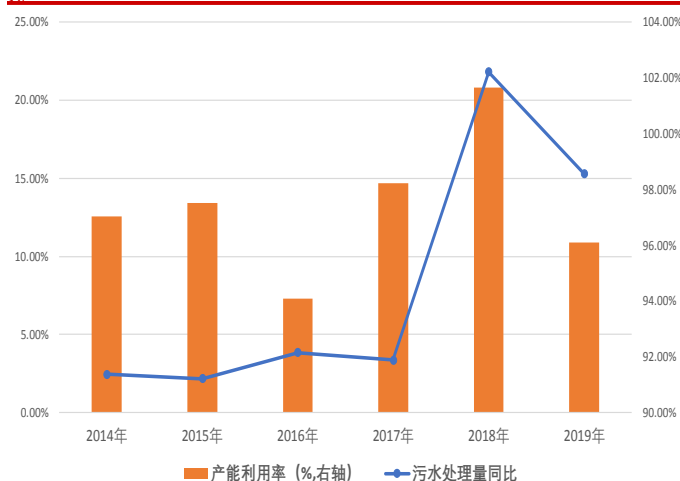
公司 2020 年计划全年实现污水处理量 34000 万吨，计划全年实现主营业务收入人民币 6 亿元，按此推算 2020 年计划营收增速达 22.91%，假设公司毛利率及三期费用率维持不变的情况下，归母净利增速大概率可实现 20-30% 增长。

图 11 联泰环保粤湘区域污水运营规模



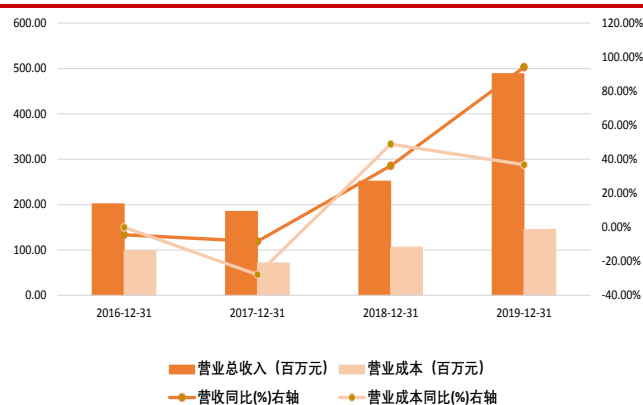
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 12 联泰环保近年污水处理量增长及产能利用率情况



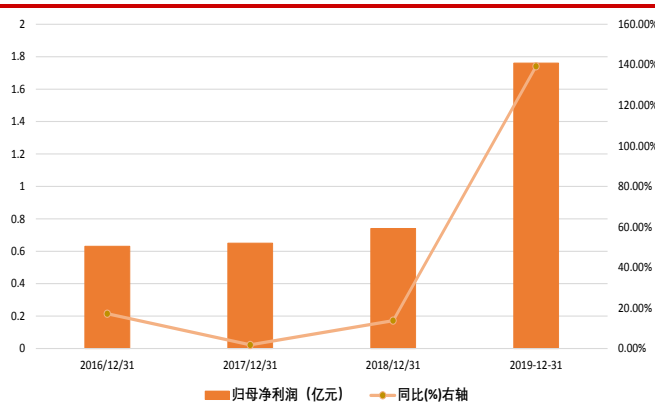
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 13 联泰环保近年业绩情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 14 联泰环保近年归母净利润情况

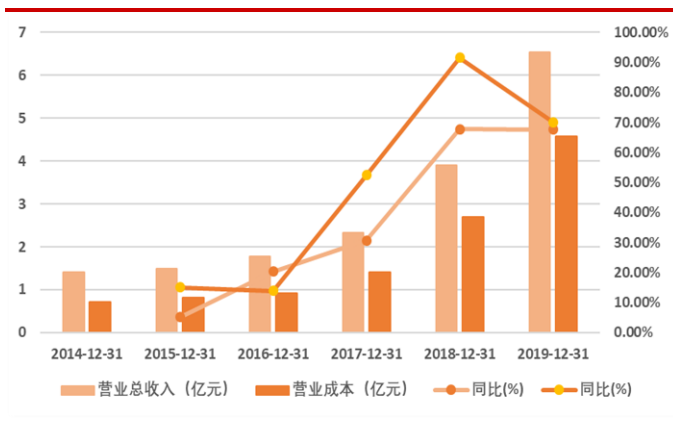


资料来源：公司公告，华西证券研究所

**中环环保“污水+垃圾”双翼发展，助力公司高质量成长。**公司作为城市污水处理和工业废水治理整体解决方案综合服务商，成立以来聚焦污水处理主业，主要污水处理业务分布在安徽和山东两省，通过不断开辟全新业务，逐步强化公司在华东污水处理影响力，也将业务逐步向外省蔓延。截至目前，公司建设投运、在建工程和中标的污水处理项目 20 多个，合计产能近 80 万吨/日。其中已经投运的项目 10 余个，主要运营模式为 BOT、TOT 及委托运营，合计产能近 50 万吨/日。2019 年公司接连斩获大额订单，在污水处理项目中。项目地点不再限于安徽和山东两省，逐步向其他省份拓展。项目内容也不再是单一的市政污水，包含景观修复及排水工程，整体业务更加多元化。目前在建及中标项目近 10 个，涉及 PPP 运营项目、BOT 和 DBO 项目，除去

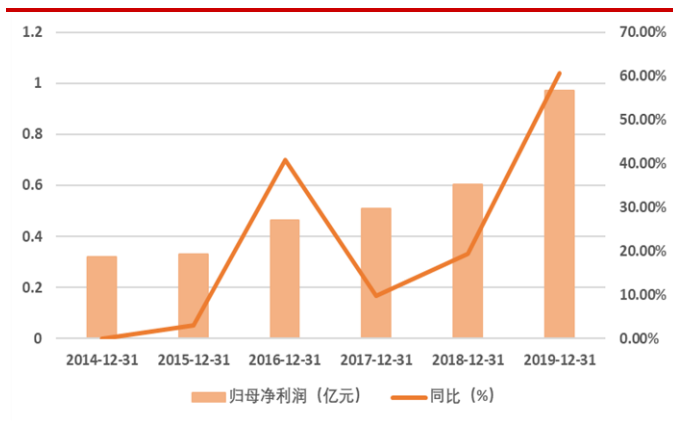
PPP 项目，合计在建及中标产能超 26 万吨/日，为公司 2020 年和 2021 年污水运营规模增长奠定基础。公司顺应市场需求，积极布局生活垃圾焚烧领域，2018 年通过受让盛运德江县生活垃圾焚烧项目股权，正式进军生活垃圾焚烧行业，该项目已于 2019 年 11 月 12 日正式点火运营。目前公司在手项目 4 个，一起产能合计 2100 吨/日，惠民县项目已于 2019 年 12 月底完成了主厂房结构封顶，预计 2020 年可投入使用。新中标的承德县生活垃圾焚烧发电项目垃圾处理费为 95 元/吨，远高于行业 50-60 块的平均水平，优质项目保障后期业绩增长。随着垃圾焚烧项目陆续建设投运，公司将积攒经验进一步扩张生活垃圾焚烧业务，形成“污水+生活垃圾焚烧”双翼发展模式。

图 15 中环环保营收和成本情况



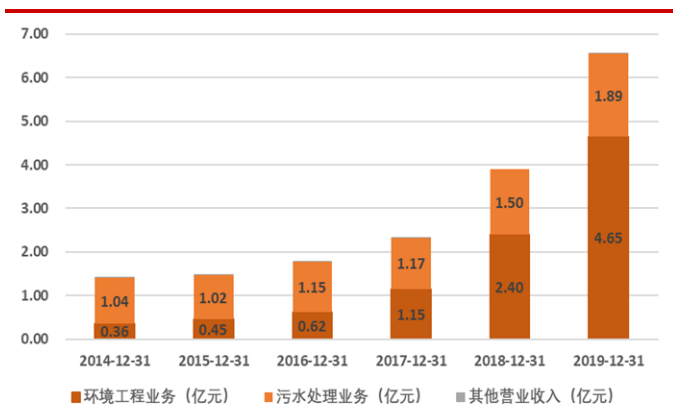
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 16 中环环保归母净利润情况



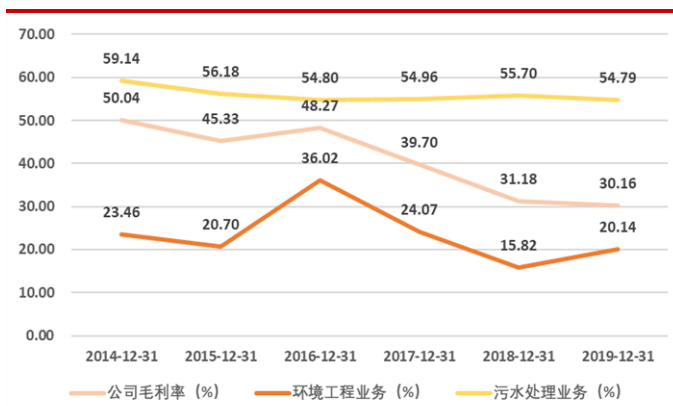
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 17 中环环保各类业务营收情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 18 近年中环环保整体及各类业务毛利率情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

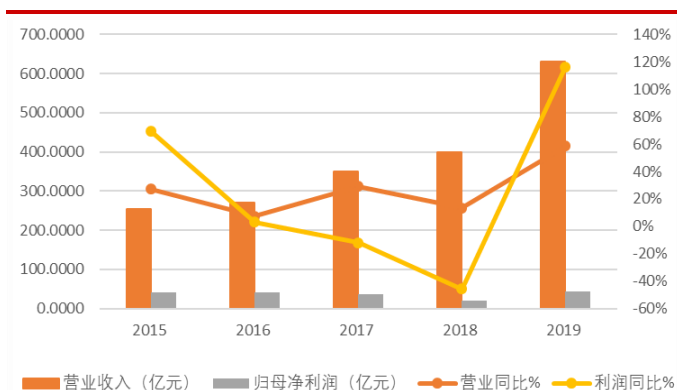
## 1.4. 固废处理板块表现最优异，持续推荐

固废处理板块表现最优异，持续推荐。2019 年，固废处置板块（共 17 家公司）实现营业收入 816.42 亿元，同比增长 42.57%。实现归母净利润 61.16 亿元，同比增长 90.89%。2019 年，各省市及地区相继发布生活垃圾焚烧发电中长期专项规划

(2018-2030)，规划中明确指出通过建设垃圾焚烧发电项目，来提高生活垃圾无害化处理率以及生活垃圾焚烧处理能力占无害化处理总能力的比重，随着市场需求扩大，各个龙头企业凭借自身规模优势获取大量订单，实现营收及归母净利润快速增长。2020 年一季度受疫情影响，营业收入保持增长，但是归母净利润出现下滑，实现营业收入 138.93 亿元，同比增长 14.41%。实现归母净利润 8.06 亿元，同比下降 38.36%。

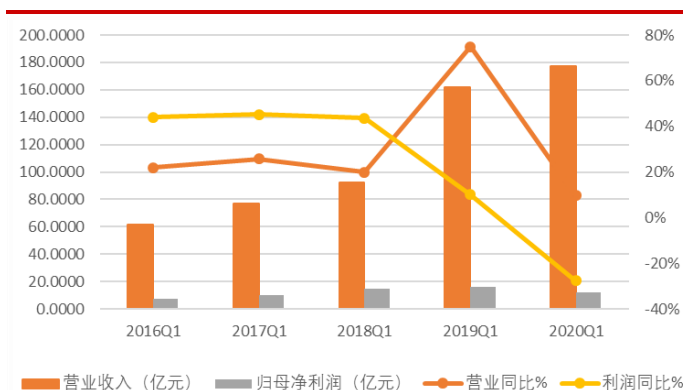
2019 年固废子板块营收增速前五的公司分别为：中国天楹（906.40%）、绿色动力（66.10%）、上海环境（41.19%）、侨银环保（39.31%）、富春环保（36.72%）、旺能环境（35.69%）；归母净利润增速排名前五的股票分别为：中国天楹（229.34%）、富春环保（139.67%）、玉禾田（71.46%）、绿色动力（52.54%）、盈峰环境（46.62%）。中国天楹上半年完成收购江苏德展投资有限公司 100%股权，标的资产纳入合并范围后，公司营收及归母净利润的大幅增长。

图 19 固废板块近年营收和归母净利情况



资料来源：wind，华西证券研究所

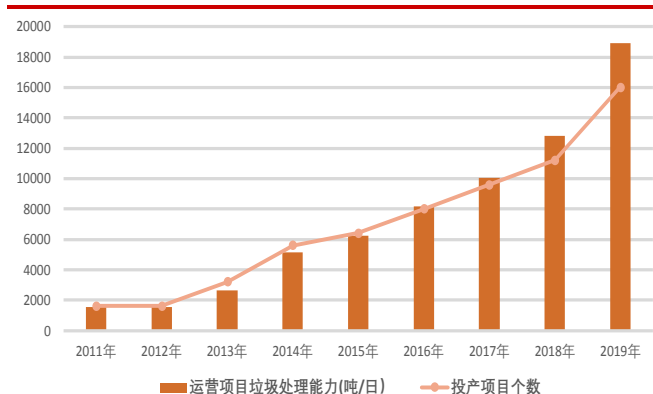
图 20 固废板块近年一季度营收和归母净利情况



资料来源：wind，华西证券研究所

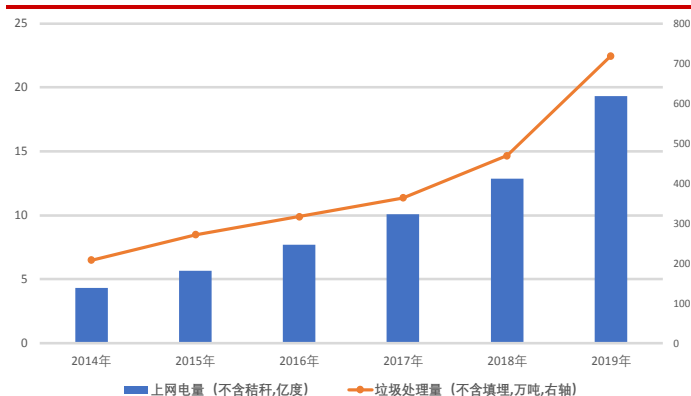
绿色动力自 2018 年起加快了项目开发节奏，2020 年新增项目投产保障性强。项目投产方面，公司自 2013 年至 2017 年，每年基本保持 1-2 个项目投产的节奏；新增项目中标方面，平均每年保持中标 3 个项目，新增订单规模保持在 3800 吨/日左右。而变化主要体现在 2018 年，公司短期贷款规模增长 175.35%至 8.54 亿，长期贷款增长 50.67%至 43.9 亿，充足的资金保障公司项目建设速度加快，带来的直接变化就是，2019 年新增汕头、章丘、博白、四会、佳木斯、密云 6 个项目投产，当年新增产能 6100 吨/日。2019 年，公司除了完成 6 个新项目投产之外，惠州二期项目已完成施工总量的 90%，红安项目已完成施工总量的 90%，丰城项目已完成施工总量的 95%，宜春项目已完成施工总量的 80%，海宁扩建项目已完成施工总量的 80%，这 5 个项目为 2020 年运营规模增长打下了坚实的基础。

图 21 绿色动力垃圾焚烧产能情况（只含垃圾焚烧）



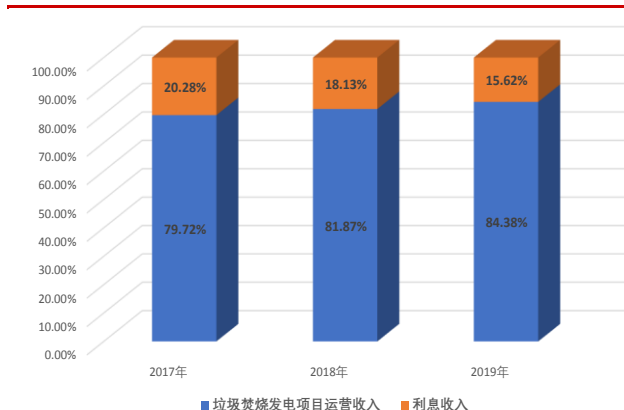
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 22 绿色动力垃圾处理费及上网电量情况



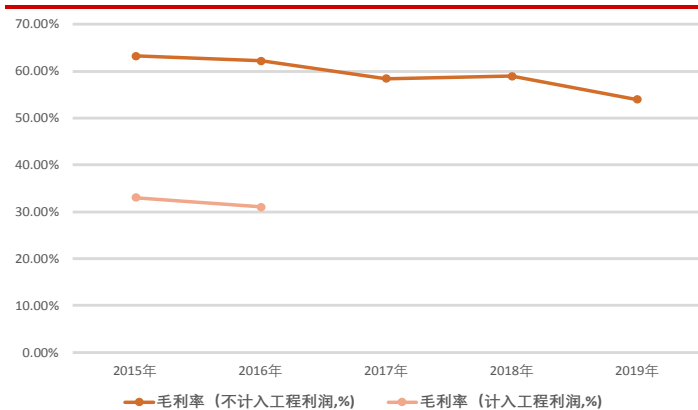
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 23 绿色动力营收结构



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 24 绿色动力毛利率情况



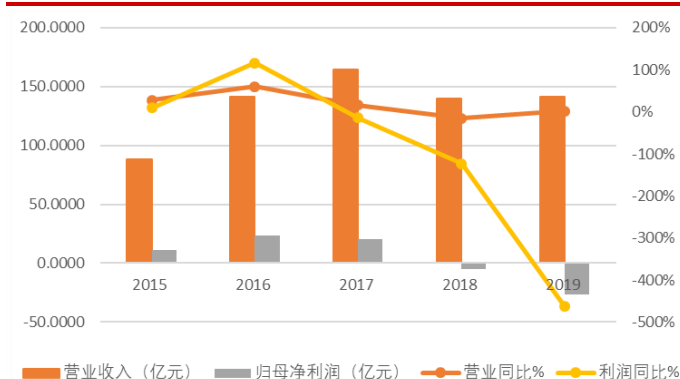
资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 1.5. 其他环境业务同质性差，大部分公司盈利能力偏弱

其他环境板块业务同质性差，大部分公司盈利能力偏弱。2019 年，其他环境板块（11 家公司）实现营业收入合计为 141.65 亿元，同比增加 1.46%；实现归母净利润-26.64 亿元，同比下滑 462.26%。其他环境板块归母净利润下滑十分明显，主要是因为神雾节能及神雾环保的大幅亏损所致，目前两公司市值分别为 6.69 亿元、9.29 亿元。2020 年一季度受疫情影响，营业收入和归母净利润均出现下滑，实现营业收入 18.47 亿元，同比减少 26.32%。实现归母净利润-1.55 亿元，同比下降 553.19%。

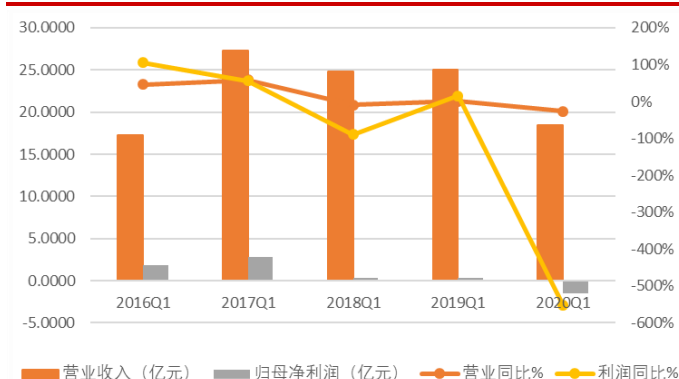
2019 年，其他环境子板块营收增速前五的公司分别为：绿茵生态（39.60%）、\*ST 节能（25.81）、中材节能（21.32%）、世纪星源（11.43%）、国统股份（6.38%）；归母净利润增速排名前五的公司分别为：盈峰环境（46.62%）、绿茵生态（36.91%）、国统股份（25.67%）、神雾环保（6.90%）、先河环保（1.24%）。

图 25 其他环境近年营收和归母净利润情况



资料来源：wind，华西证券研究所

图 26 其他环境近年一季度营收和归母净利润情况



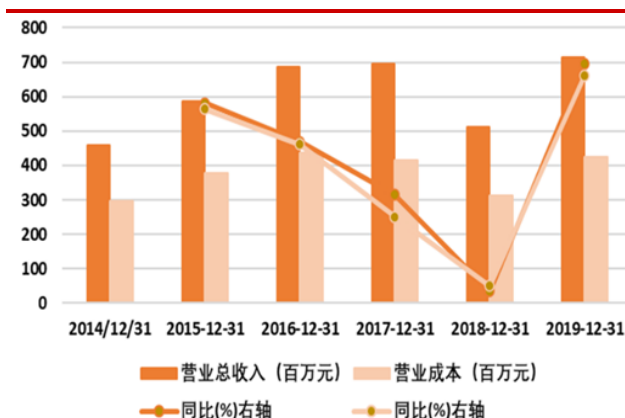
资料来源：wind，华西证券研究所

绿茵生态老牌生态景观企业，成长潜力突出。2017 年 8 月，公司在深圳证券交易所中小板成功上市。公司早期业务模式以承接传统景观项目建设为主，上市以来，公司的行业定位由原有工程施工企业逐步向“园林+生态+文旅”领域中“工程+运维”双轮驱动的综合运营服务商迈进。2018 年 8 月，公司所属行业类别由土木工程建筑业变更为生态保护和环境治理业，体现了公司业务重心由传统的市政园林、生态修复转移到大环保领域上的变化历程，彰显了公司投身生态环保事业的决心。2019 年，公司新签订单 34 亿元，归属公司的施工合同额 22 亿元，比 2018 年 5.6 亿元增长 293%，业务类型以市政绿化、生态修复为主，主要运营模式为 EPC，同时 PPP 项目数量也在不断增加。充足的优质订单不仅成为了公司利润新的增长点，也为公司带来了荣誉与口碑。2017-2019 年，公司资产负债率为 23.81%/19.52%/34.04%，2019 年同



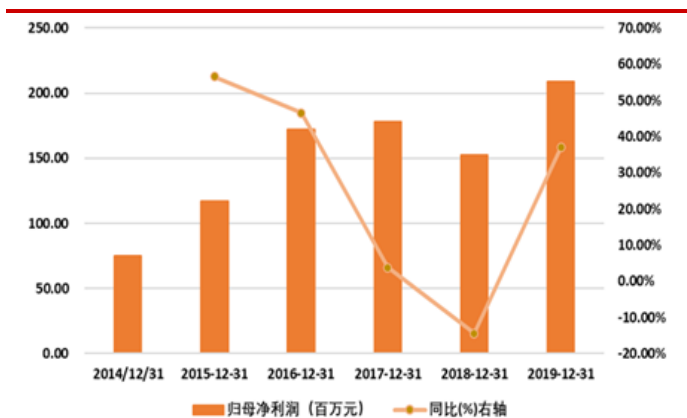
比增加 14.52 个 pct，主要是 2019 年年底增加 PPP 项目融资 3 亿元所致，但公司杠杆率仍处于环保行业公司较低水平。公司截止 2019 年年底综合授信额度约为 41 亿元，除 PPP 项目贷款外无其他有息负债，近年来财务费用为负值，系闲置资金利息收入所致。2017-2019 年公司货币资金分别为 1.68/9.17/10.83 亿，流动比率分别为 4.10/4.79/3.39，速动比率分别为 3.77/4.09/2.97，流动性极佳。公司的低杠杆率、高流动性能够提高公司资金可得性，为公司后续规模扩张提供稳定资金来源。

图 27 绿茵生态近年业绩情况



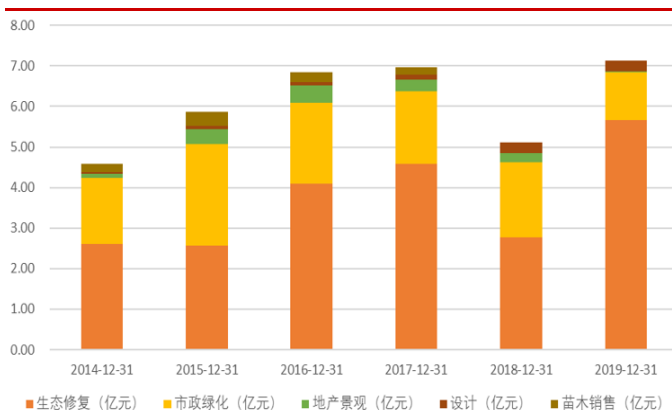
资料来源：wind，华西证券研究所

图 28 绿茵生态近年归母净利润情况



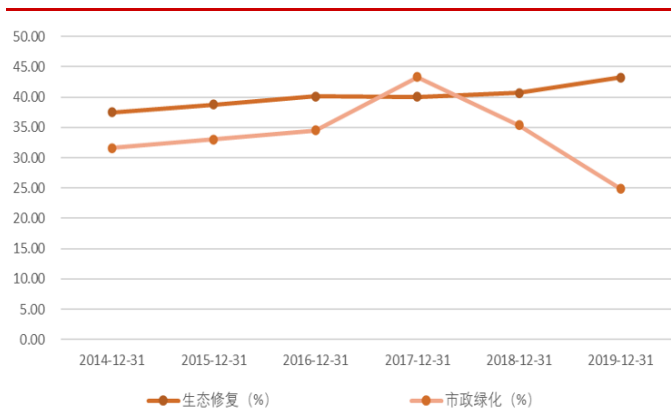
资料来源：wind，华西证券研究所

图 29 绿茵生态近年主要业务营收情况



资料来源：wind，华西证券研究所

图 30 绿茵生态近年主要业务毛利率情况

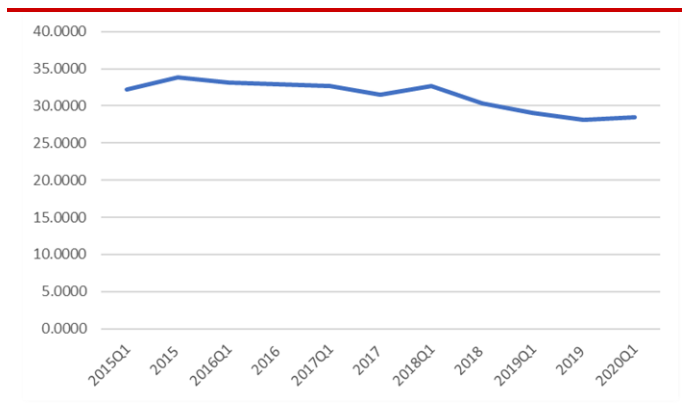


资料来源：wind，华西证券研究所

## 2. 环保行业整体毛利率下滑，费用率相对稳定

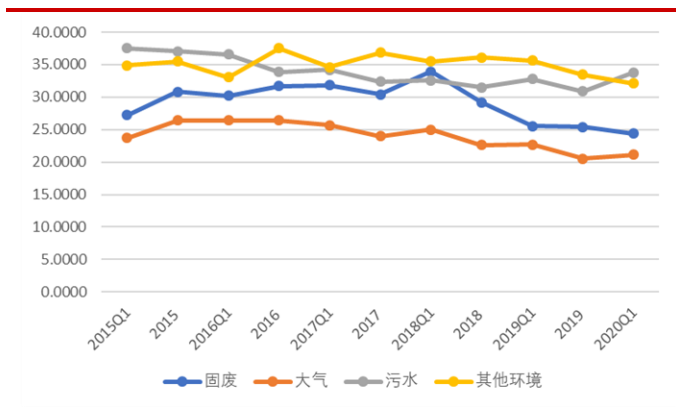
毛利率整体呈下降趋势，水务板块表现最为稳定。近年来，环保行业融资情况不容乐观，多数企业项目进度因为资金原因被迫停摆，公司营业收入无法提高，营业成本高居不下，特别是随着负债率的提升财务费用提高，盈利水利有所下降，行业整体毛利率呈现下滑趋势。环保行业 2019 整体毛利率为 28.07%，较去年同期下跌了 2.31 个百分点。细分来看，固废、大气、水务、其他环境的毛利率分别变动-3.78/-2.09/-0.59/-2.68 个百分点，近年来毛利率表现相对稳定的板块反而要属水务板块。2020 年一季度毛利率上升，较去年同期增加 0.46 个百分点。同期各子板块毛利率表现分化，水务毛利率上升 1.01 个百分点，大气、固废和其他环境分别同比变动-1.13、-1.56、-3.56 个百分点。

图 31 环保行业毛利率



资料来源：Wind，华西证券研究所

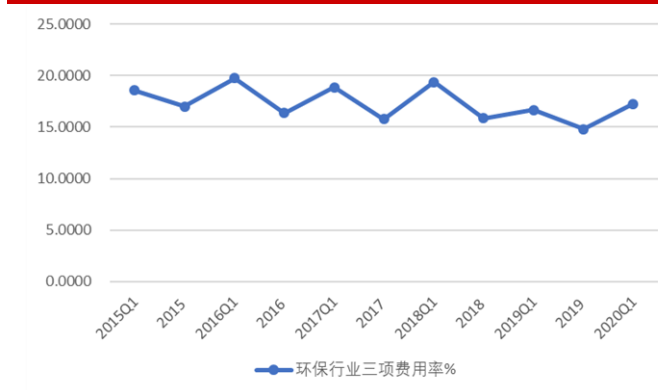
图 32 各子板块毛利率



资料来源：Wind，华西证券研究所

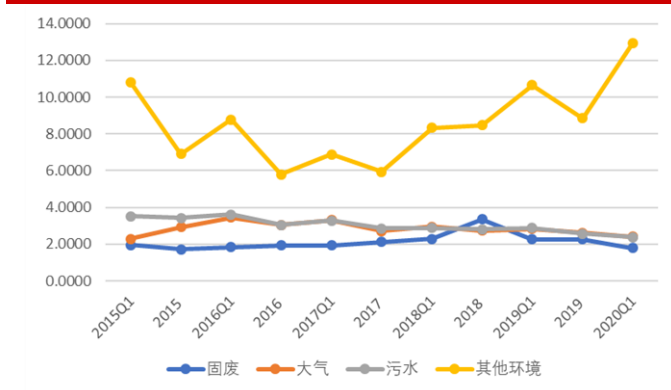
环保行业三项费用率整体相对稳定，细分行业分化明显。2019 年环保行业管理、财务、销售费用率分别为 7.20%/4.71%/2.91%，分别较去年同期上升-0.54/0.05/-0.57 个百分点，变化不大相对稳定。细分来看，固废、大气、水务、其他环境各板块的管理费用率分别变动-0.78/-0.44/0.07/-1.41 个百分点；财务费用率分别变动-0.23/-0.69/0.61/-0.65 个百分点；销售费用率分别变动-1.08/-0.13/-0.24/0.36 个百分点，总的来看，固废、大气和其他环境的三期费用率减少，水务板块三期费用率略微增长。2020 年 Q1 环保行业三期费用率为 17.25%，较去年同期增加 0.58 个百分点，变动幅度不大。细分来看，固废、大气、水务和其他环境各板块的管理费用率分别变动-0.06/-0.39/-0.31/1.71 个百分点；财务费用率分别变动 1.42/0.13/1.86/-0.97 个百分点；销售费用率分别变动-0.49/-0.43/-0.50/0.228 个百分点。

图 33 环保行业三项费用率



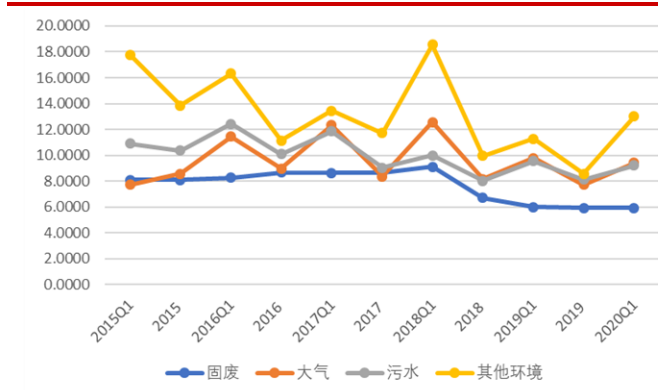
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 34 各子板块财务费用率



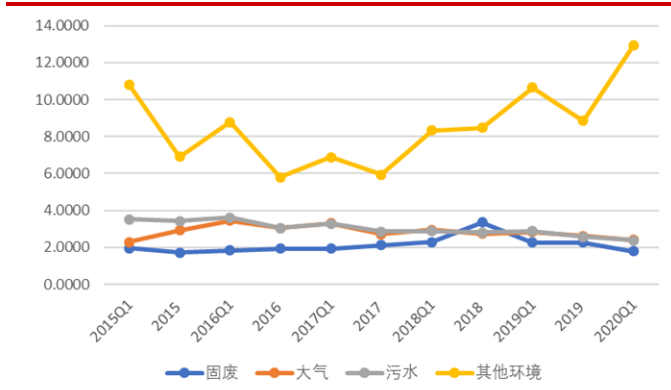
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 35 各子板块管理费用率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 36 各子板块销售费用率

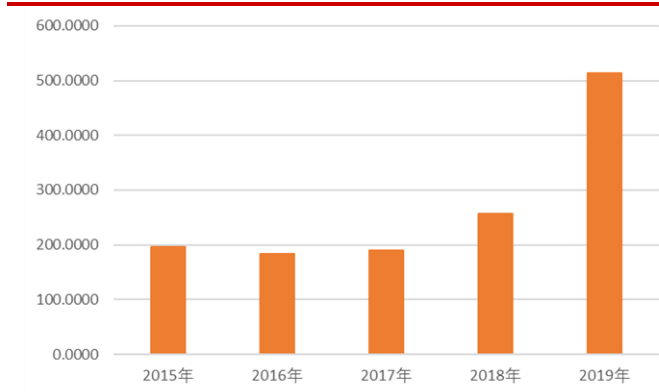


资料来源: Wind, 华西证券研究所

### 3. 现金流改善明显，行业融资情况好转

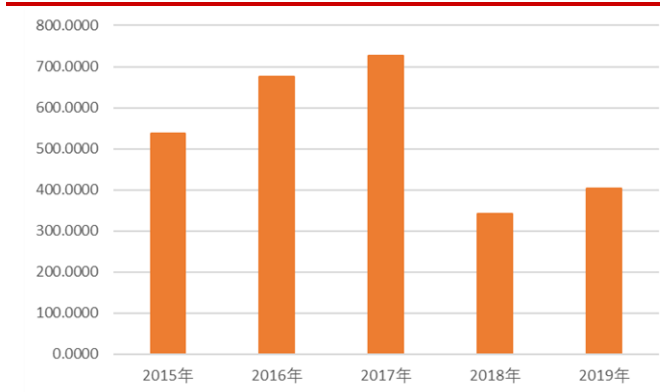
环保行业经营活动现金净额持续上升，筹资活动现金流上升，行业现金流情况有所改善。2019 年环保行业经营/投资/筹资活动现金流净额分别为 514/-847/404 亿元，较去年同期分别增长 101%/-11%/19%，经营活动现金流净额持续上升，2019 年较 2018 年实现翻倍。2019 年筹资活动现金流净额扭转 2018 年颓势开始回升，环保行业融资难情况正逐步解决。

图 37 经营活动现金流净额（亿元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

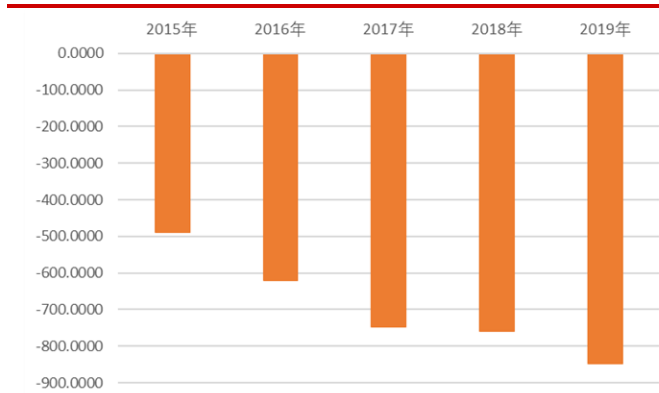
图 38 筹资活动现金流净额（亿元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

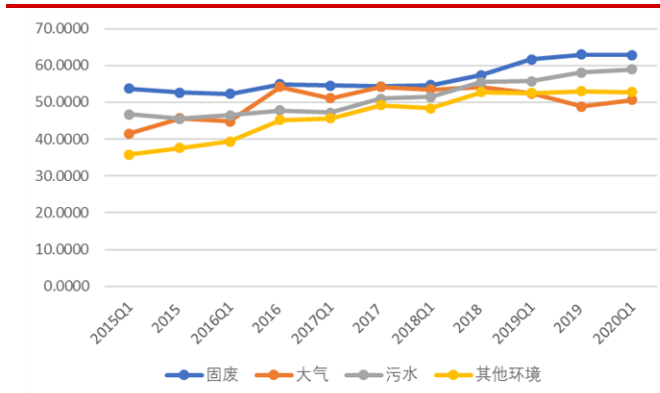
子板块资产负债率表现分化，固废行业负债率增长明显。各子板块资产负债率除大气板块保以外，2019 年较 2018 年均有所上升，固废、大气、水务和其他环境资产负债率分别较去年同期变化 5.65/-5.21/2.66/0.24 个百分点。水务处理、固废均属重资产行业，伴随着项目投建规模的增大，行业资产负债率必将增长。

图 39 投资活动现金流净额（亿元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 40 子板块资产负债率



资料来源：Wind，华西证券研究所

## 4. 投资建议

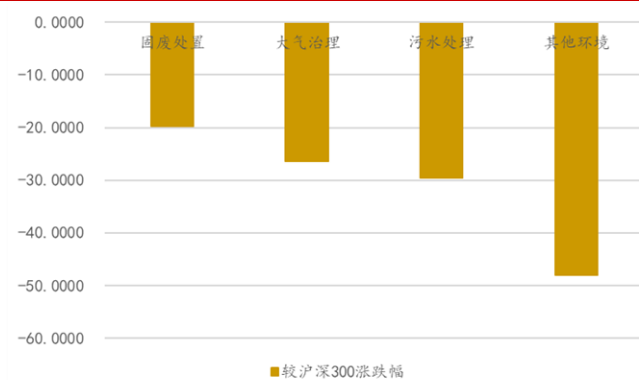
环保行业表现明显弱于大盘，子板块中固废表现最佳。2019 年，沪深 300 指数（总市值加权平均）上涨 32.11%，子板块中固废、大气和水务板块上涨，其他环境板块下跌，均跑输沪深 300；固废、大气、水务和其他环境较沪深 300 分别跑输 19.78/26.37/29.56/48.09 个百分点。

图 41 沪深 300 和环保子板块涨跌幅%



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 42 2019 年各板块相对沪深 300 涨跌幅



资料来源: Wind, 华西证券研究所

2019 年环保行业营收持续承压, 归母净利降幅大幅缩小, 细分板块业绩分化明显, 固废板块业绩表现最佳。水务板块已表现出企稳回升趋势, 看好行业 2020 年表现。2020 年一季度, 受疫情影响, 环保行业近 5 年以来营收首次为负增长, 归母净利润增速较去年降幅扩大 27.10pct, 但横向对比其余国民行业, 疫情对环保行业影响还相对有限, 结果要远远好于可选消费、交通运输等领域。随着二季度社会生活的逐步回归正常, 预计行业二季度盈利情况将开始回升。

2020 年受海内外疫情影响, 我国经济遭受巨大冲击, 稳投资、稳就业、稳增长是中央政府当前最重要的任务。专项债作为积极财政逆周期调节工具之一, 将被各地政府充分利用, 扛起拉基建稳投资稳就业重任。2020 年为污染防治攻坚战决胜年, 水务及黑臭水治理是“十三五”环保规划中的约束性考核指标。各地方政府有意愿利用专项债, 推动 2018-2019 年因资金匮乏而停滞的水务项目, 推荐关注国资入主、在手订单充足的【碧水源】, 已过资本开支高峰期的【博世科】、项目进入密集投产期的【联泰环保】。

垃圾焚烧为国家产业政策鼓励和支持发展的行业, 推进城市生活垃圾处理设施的一体化建设和专业化运营是行业发展的趋势, 而相应提供一体化投资、建设、运营服务的专业垃圾处理服务商将占据竞争优势。在垃圾焚烧产业发展机遇明显的形势下, 我们推荐关注垃圾焚烧龙头, 在手订单行业领先的【伟明环保】、【绿色动力】、【上海环境】, 受益标的亦包括【高能环境】、【旺能环境】。



## 5. 风险提示

- 1) 环保行业融资困难问题没有解决，民营企业依然融资难融资贵；
- 2) 专项债发行不及预期，环保专项债没有用于环保类项目建设；
- 3) 环保政策变化，国家不鼓励投资环保项目。

## 分析师与研究助理简介

晏溶：2019年加入华西证券，现任环保公用行业首席分析师。华南理工大学环境工程硕士毕业，中级工程师，曾就职于广东省环保厅直属单位，6年行业工作经验+1年买方工作经验+3年卖方经验。

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准                           | 投资<br>评级 | 说明                             |
|----------------------------------|----------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入       | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%   |
|                                  | 增持       | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间  |
|                                  | 中性       | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间     |
|                                  | 减持       | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间   |
|                                  | 卖出       | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%   |
| 行业评级标准                           |          |                                |
| 以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。       | 推荐       | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% |
|                                  | 中性       | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
|                                  | 回避       | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10% |

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华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。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。