

2016年05月03日

业绩增速分化严重 新型固废景气最高

——环保行业 15 年年报及 16 年一季报业绩回顾

看好

相关研究

"生态环境大数据方案出炉,环境监测迎全新发展时期——环保政策专题研究系列报告之三:生态大数据方案点评" 2016年3月14日

"云南水务-PPP平台的实践者" 2015年10月13日

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com

研究支持

董宜安 A0230115110001
dongya@swsresearch.com
王璐 A0230114080004
wanqlu@swsresearch.com

联系人

王璐
(8621)23297818x7618
wanglu@swsresearch.com

板块表现:

- 相对于对于 2015 年年底, 2016 年一季度以来环保板块下跌 21%, 跌幅略高于上证综指。同期上证综指下跌 15%, 创业板下跌 18%

投资逻辑:

- **环保行业 15 年增长平稳, 16Q1 增速放缓。**2015 年全年及 2016 年一季度, 环保行业整体实现营业收入 671.93 亿和 134.08 亿元, 同比分别增长 22.89%和 18.07%。环保行业整体实现归母净利润合计 102.46 亿元和 17.47 亿元, 同比增长 19.96%和 10.54%。细分板块中, 固废板块 16Q1 稳步增长, 利润持续提升, 15 年和 16Q1 净利润增速分别为 25.19%和 21.70%; 水处理板块 2015 年高速增长, 营收和净利润增速为 24.00%和 29.35%, 但 16Q1 增速明显放缓。环境监测板块 15 年业绩出色, 营收和净利润增速分别为 46.14%和 28.93%, 16Q1 净利润则明显回落。大气板块营收保持平稳, 16Q1 净利润增速放缓。水务板块 16Q1 营收与净利润增速相较 15 年均略有提高。
- **行业利润率保持稳定, 受益土壤和危废, 固废板块景气度最高。**2015 年环保行业实现毛利率 33.77%, 相比 2014 年 33.02%有所上升, 16 年 Q1 毛利率为 33.66%。2015 年环保行业实现净利率 15.25%, 相比 14 年净利率 15.62%略有下滑, 16 年 Q1 实现净利率 13.03%, 行业整体利润率保持稳定。其中固废板块 16Q1 实现毛利率 42.41%, 净利率 19.04%, 同比均高于行业平均值, 且同比 15Q1 均有所提升。水处理板块 2015 年实现毛利率 36.74%, 净利率 17.22%, 均高于行业均值, 但 16Q1 利润率明显下滑, 一季度 PPP 尚未落地。监测板块 15 年和 16Q1 毛利率分别为 46.83%和 41.98%, 均为全行业最高。大气与水务板块 15 年和 16Q1 利润率基本稳定。
- **行业资产负债率逐年上升。**自 2013 年以来, 环保行业整体资产负债率上升趋势明显, 15 年达到 49.52%; 16Q1 为 49.49%, 相较 15Q1 的 48.74%进一步加杠杆。各板块同样呈上升趋势, 其中大气板块一直为资产负债率最高板块, 15 年和 16Q1 分别达到 58.77%和 58.32%。监测板块上升最快, 由 2013Q2 的 15.57%, 上升到 2016Q1 的 32.60%。
- **环卫服务新蓝海, 未来市场空间巨大。**环卫服务业务主要包括道路清扫保洁和生活垃圾清运两大业务板块, 两者总量均稳步上升, 清扫机械化是未来趋势, 随之将产生巨大的环卫设备需求。同时, 环卫服务市场空间也逐年增长, 环卫服务行业竞争格局尚未形成, 未来增长潜力大。近年我国环卫服务市场化改革明显, 进程加速, 市场化推进加速打开千亿级蓝海市场。未来具有设备技术、资金体量双重优势的企业将会有望在行业重整圈地大潮中脱颖而出, 成为行业巨头。
- **预计土十条将于二季度出台, 配套资金激增确定土壤修复市场向上趋势。**2016.4.17 央视曝光常外毒地事件, 带来行业关注度提升, 事件倒逼催促政策&法律加速出台。16 年中央财政新增了土壤污染防治专项预算项目为 90.89 亿元, 较 15 年增长了 145.6%。近日, "土十条" 文件已完成修订并提交国务院, "土十条" 出台预期增高。随着土壤修复试点一步步落实, 专项资金将加速开启十三五土壤修复的蓝海市场, 未来发展空间广阔。
- **重点推荐: 龙马环卫、雪浪环境、博世科、南方汇通、汉威电子、兴源环境**

目 录

1. 一季度板块落后市场 关注新兴子领域	5
2. 行业政策支持环保板块未来发展	6
3. 行业业绩稳步增长 固废板块景气最高.....	8
3.1 行业收入持续增长 16Q1 增速有所放缓	8
3.2 行业利润率保持稳定 固废板块盈利能力不断提升.....	13
3.3 行业整体负债率和应收周转率上升 但 ROE 下降.....	18
4. 二季度策略：配置环卫服务新蓝海 布局土十条	20
5. 申万环保公用小组重点报告回顾	21
6. 重点公司估值表	22

图表目录

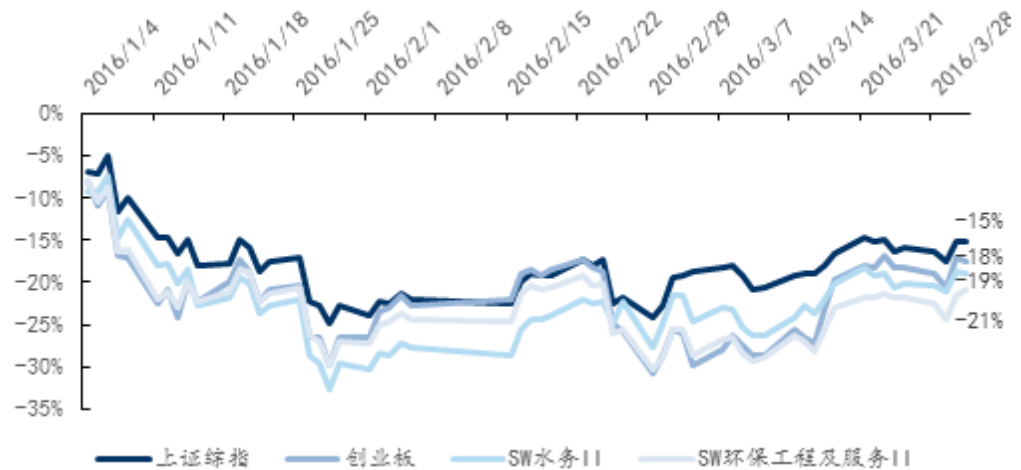
图 1: 2016 年一季度环保及水务板块相对于 15 年年底的涨跌情况	5
图 2: 2016 年 Q1 环保板块内涨跌幅前十及后十的个股	5
图 3: 环保行业及子板块营收同比增速情况	8
图 4: 环保行业及子板块净利润同比增速情况	8
图 5: 固废处理处置板块内各标的收入增长情况	10
图 6: 固废处理处置板块内各标的归母净利润增长情况	11
图 7: 水处理板块内各标的收入增长情况	11
图 8: 水处理板块内各标的归母净利润增长情况	12
图 9: 环境监测板块内各标的收入增长情况	12
图 10: 环境监测板块内各标的归母净利润增长情况	13
图 11: 2015 年环保板块个股毛利率	13
图 12: 2015 年环保板块个股净利率	14
图 13: 2016Q1 环保板块个股毛利率	14
图 14: 2016Q1 环保板块个股净利率	15
图 15: 13-16 年环保行业毛利率变化情况	15
图 16: 13-16 年环保行业净利率变化情况	15
图 17: 15 年固废处理处置板块个股毛利率	16
图 18: 15 年固废处理处置板块个股净利率	16
图 19: 16Q1 固废处理处置板块个股毛利率	16
图 20: 16Q1 固废处理处置板块个股净利率	16
图 21: 15 年水处理板块个股毛利率	17
图 22: 15 年水处理板块个股净利率	17
图 23: 16Q1 水处理板块个股毛利率	17
图 24: 16Q1 水处理板块个股净利率	17
图 25: 15 年环境监测板块个股毛利率	18
图 26: 15 年环境监测板块个股净利率	18
图 27: 16Q1 固废处理处置板块个股毛利率	18
图 28: 16Q1 固废处理处置板块个股净利率	18

图 29: 环保行业资产负债率变化情况	19
表 1: 一季度申万环保公用团队推荐的环保个股组合	6
表 2: 一季度发布的环保行业主要政策	6
表 3: 环保行业营收增长情况	9
表 4: 环保行业归母净利润增长情况	9
表 5: 环保行业 ROE 变化情况	19
表 6: 环保行业应收账款周转率变化情况	20
表 7: 16 年一季度以来申万环保公用小组重点报告回顾	21
表 8: 环保公用板块重点标的盈利预测表	22

1. 一季度板块落后市场 关注新兴子领域

相对于 2015 年年底，2016 年一季度以来环保板块下跌 21%，水务板块下跌 19%，跌幅均略高于上证综指。同期上证综指下跌 15%，创业板下跌 18%。

图 1: 2016 年一季度环保及水务板块相对于 15 年年底的涨跌情况

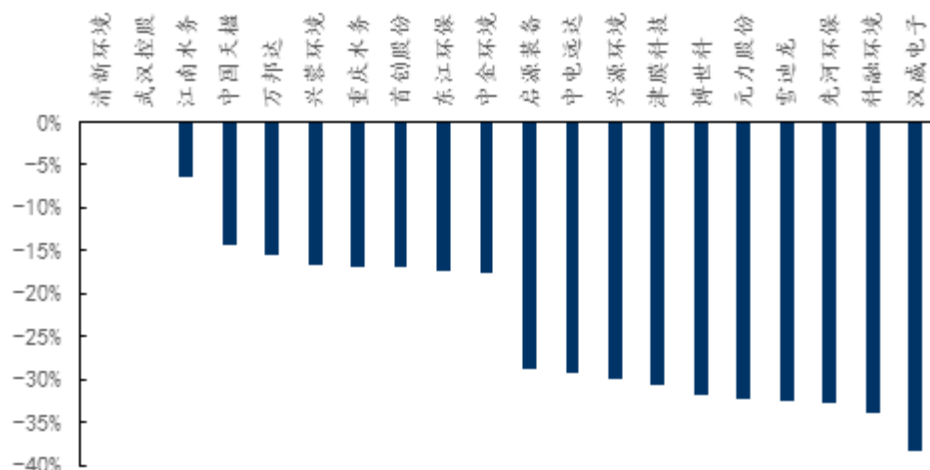


资料来源: wind,申万宏源研究

个股方面: 2015 年一季度环保板块内个股大多跌幅较为稳定, 其中相对涨幅最高的十只个股分别为: 武汉控股、清新环境、江南水务、中国天楹、万邦达、兴蓉环境、重庆水务、首创股份、东江环保、中金环境。

跌幅前十的个股以水处理和监测类公司为主, 分别是汉威电子、科融环境、先河环保、雪迪龙、元力股份、博世科、津膜科技、兴源环境、中电远达、启源装备。

图 2: 2016 年 Q1 环保板块内涨跌幅前十及后十的个股



资料来源: wind,申万宏源研究

重点推荐个股龙马环卫一季度表现稳定, 公司 2016 年一季度营收 4.41 亿元, 同比增长 29.63%, 归母净利润 0.50 亿元, 同比增长 25.65%, EPS 为 0.19 元/股。营收增长主要来自于环卫服务多点开花, 公司开启“环卫装备+环保服务”双翼战略。看好公司未来

持续获得环卫服务业务的能力，并注意到环卫服务业务毛利率高于装备销售，未来随着服务占比的提升，公司估值中枢有望逐步提升。

表 1:一季度申万环保公用团队推荐的环保个股组合

周度	推荐环保类个股组合
151228-160103	南方汇通、高能环境、兴源环境、先河环保、博世科、汉威电子、元力股份
160104-160110	南方汇通、博世科、高能环境、兴源环境、先河环保、汉威电子、元力股份
160111-160117	高能环境、兴源环境、博世科、南方汇通、先河环保、汉威电子、元力股份
160118-160124	高能环境、博世科、南方汇通、兴源环境、汉威电子、先河环保、元力股份
160125-160131	高能环境、南方汇通、博世科、兴源环境、汉威电子、先河环保、元力股份
160201-160214	高能环境、南方汇通、博世科、兴源环境、汉威电子、先河环保、元力股份
160215-160221	高能环境、兴源环境、南方汇通、博世科、汉威电子、先河环保、元力股份
160212-160228	高能环境、兴源环境、南方汇通、博世科、汉威电子、先河环保、元力股份
160229-160306	高能环境、兴源环境、南方汇通、博世科、汉威电子、先河环保
160307-160313	高能环境、兴源环境、南方汇通、博世科、汉威电子、先河环保
160314-160320	雪浪环境、高能环境、博世科、南方汇通、汉威电子
160321-160327	龙马环卫、雪浪环境、高能环境、博世科、南方汇通、汉威电子
160328-160403	龙马环卫、高能环境、雪浪环境、博世科、南方汇通、汉威电子

资料来源：申万宏源研究

2. 行业政策支持环保板块未来发展

表 2:一季度发布的环保行业主要政策

时间	文件	发文单位	主要内容
1月1日	《大气污染防治法》	环保部	新修订的《大气污染防治法》于2016.1.1实施
1月7日	《铬盐工业污染防治技术政策》	环保部	以防治环境污染，提高污染治理和环境管理的科学性，引领铬盐工业清洁生产工艺和污染防治技术进步
1月15日	《关于提高可再生能源发展基金征收标准等有关问题的通知》	财政部、发改委	提出将各省居民生活和农业生产以外全部销售电量的基金征收标准，由每千瓦时1.5分提高到每千瓦时1.9分
1月19日	《关于在燃煤电厂推行环境污染第三方治理的指导意见》	发改委、环保部、国家能源局	提出到2020年，燃煤电厂环境污染第三方治理服务范围进一步扩大，由现有的二氧化硫、氮氧化物治理领域全面扩大至废气、废水、固废等环境污染治理领域。
1月21日	《“互联网+”绿色生态三年行动实施方案》	发改委	推动互联网与生态文明建设深度融合，完善污染物监测及信息发布系统，充分发挥互联网在逆向物流回收体系中的平台作用
1月22日	《关于切实做好全国碳排放权交易市场启动重点工作的通知》	发改委	要求各地于2016年2月29日前，提交拟纳入全国碳排放权交易体系的企业名单。全国碳排放权交易市场第一阶段将涵盖石化、化工、建材、钢铁、有色、造纸、电力、航空等重点排放行业
1月26日	VOCs 排污收费试点具体工作通知	环保部	要求各部门尽快制定出台试点工作具体实施办法，环保部已组织开发挥发性有机物排污收费试点征收管理系统
1月28日	《危险废物产生单位管理计划制定指南》	环保部	在危险废物产生环节、危险废物转移环节、危险废物利用处置环节以及环境监测等方面加以控制
1月28日	《电器电子产品有害物质限制使用管理办法》	工信部	着重强调生产企业的源头控制，让这些限制使用的有害物质在产品的全生命周期都能够做到可追溯、可回收

2月6日	《关于深入推进新型城镇化建设的若干意见》	国务院	要推进海绵城市建设，妥善解决城市防洪安全、雨水收集利用、黑臭水体治理等问题。
2月19日	《城市适应气候变化行动方案》	发改委	2020年我国将建30个适应气候变化试点城市，城市适应气候变化能力全面提升 提出推广绿色建筑和材料，新建道路必须同步建设地下综合管廊，推进海绵城市建设。指出将培育以经营中水业务为主的水务公司，合理形成中水回用价格，鼓励中水经营市场化。到2020年，缺水城市再生水利用率达到20%以上
2月22日	《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	中共中央与国务院	提出推广绿色建筑和材料，新建道路必须同步建设地下综合管廊，推进海绵城市建设。指出将培育以经营中水业务为主的水务公司，合理形成中水回用价格，鼓励中水经营市场化。到2020年，缺水城市再生水利用率达到20%以上
3月3日	环保部新设水、大气及土壤三个管理司	环保部	央有关部门批复同意环境保护部机构编制部分调整，不再保留污染防治司、污染物排放总量控制司，设置水、大、土壤三个环境管理司。以提高环境质量为核心，以解决生态环境领域突出问题为重点，推进资源节约集约利用，加大环境综合治理力度，实行最严格的环境保护制度，强化排污者主体责任，形成政府、企业、公众共治的环境治理体系，促进节能环保产业发展壮大。提出生态环境领域将实施19个重大工程项目，其中5个聚焦资源节约集约循环利用，6个致力于环境治理保护，8个打造山水林田湖生态
3月7日	十三五规划提出生态环境领域将实施19个重大工程	国务院、全国人大	《方案》明确了生态环境大数据建设的指导思想和目标，强调要以改善环境质量为核心，统一基础设施建设，通过五年的努力，基本建成大数据应用平台、管理平台和大数据环保云平台架构，实现生态环境综合决策科学化、监管精准化、公共服务便民化。
3月8日	《生态环境大数据建设总体方案》	环保部	环保部部长陈吉宁就“加强生态环境保护”的相关问题回答中外记者的提问
3月11日	环保部长答记者问	环保部	进一步完善国家地表水环境监测网，说清全国地表水环境质量状况及其变化趋势
3月16日	《“十三五”国家地表水环境质量监测网设置方案》	环保部	“十三五”规划纲要（草案）首次写入PM2.5等环境质量指标。大气、水两类环境质量指标首次纳入作为生态环境保护领域的约束性指标
3月17日	PM2.5首入十三五规划	国务院、全国人大	提出将依法推进工业节能与绿色发展，充分发挥节能监察的监督保障作用，促进工业企业加强能源管理。围绕重点工作开展专项节能监察，是《计划》的首要任务。
3月24日	《2016年工业节能监察重点工作计划》	工信部	

资料来源：政府网站，申万宏源研究

1. 国务院发布《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》，提出推广绿色建筑和材料，新建道路必须同步建设地下综合管廊，推进海绵城市建设。指出将培育以经营中水业务为主的水务公司，合理形成中水回用价格，鼓励中水经营市场化。到2020年，缺水城市再生水利用率达到20%以上。
2. 环保部部长陈吉宁就“加强生态环境保护”的相关问题回答中外记者的提问：环保部结构变革新设“水、气、土”三司，土壤防治地位提升。政府工作报告首次明确提出用水量的要求，节水将成为十三五期间强调重点。环保考核从总量控制转变为质量要求，考核立足点逐渐从治理端向接收端转变。坚定PPP投资信心，引导基金对未来投资方向的指引值得关注。
3. 环保部发布《生态环境大数据建设总体方案》：方案指出要充分运用大数据、云计算等现代信息技术手段，全面提高生态环境保护综合决策、监管治理和公共服务水平，加快转变环境管理方式和工作方式。

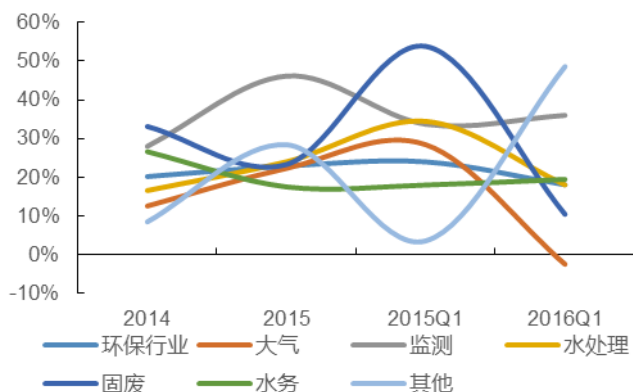
4. 常州土壤污染事件曝光提高关注度，事件倒逼催促政策出台：常州外国语新址于 11 年在化工厂旁边地块奠基施工，并于 15 年 9 月将师生迁至新校区，自 12 月起多名学生身体出现不良症状，截止 2016 年 4 月共 493 名名学生出现异常症状，并于 4 月 17 日被央视曝光。时处土十条出台前夕，该事件引起社会广泛关注，并有随之而来的武汉赫山、山东章丘、江苏靖江等农药厂&化工厂迁址造成的毒地被陆续曝光。近日，“土十条”文件已完成修订并提交国务院，“土十条”出台预期增高，根据水十条和大气十条的经验，土十条大概率在二季度出台。

3. 行业业绩稳步增长 固废板块景气最高

3.1 行业收入持续增长 16Q1 增速有所放缓

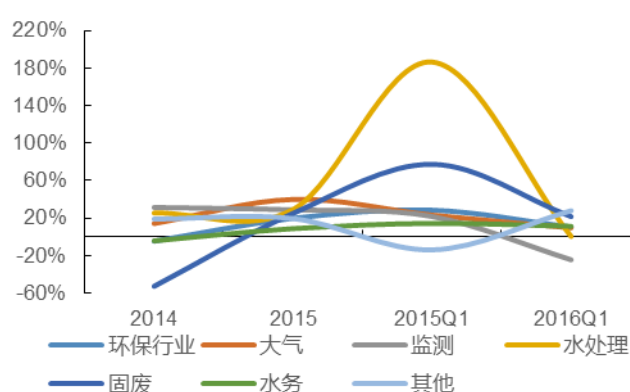
2015 年全年及 2016 年一季度，环保行业整体实现营业收入 671.93 亿和 134.08 亿元，同比分别增长 22.89%和 18.07%。环保行业整体实现归母净利润合计 102.46 亿元和 17.47 亿元，同比增长 19.96%和 10.54%，行业整体营收利润持续增长，但 16Q1 增速有所放缓。细分板块中，固废处理处置板块在景气上行阶段，业绩增幅高，16 年一季度业绩稳定增长，15 年和 16Q1 净利润增速为 12%和 24%。水处理板块 15 年 PPP 订单放量，15 年和 16Q1 营收增速分别为 25.19%和 21.70%；但 16 年一季度暂无 PPP 项目落地趋势，净利润增速 0.48%。环境监测板块 15 年为十二五收官之年，业绩大幅增长，营收和净利润增速分别为 46%和 29%，16 年作为十三五开年政策落地较慢 Q1 净利润同比下降。大气治理 15 年为投资高峰期，16 年高峰期过后增速回落明显，15 年和 16Q1 营收增速为 22.31%和-2.49%；净利润增速为 40.13%和 9.74%。水务板块行业发展较为平稳，15 年和 16Q1 营收增速为 17.50%和 19.45%；净利润增速为 8.97%和 11.41%。

图 3：环保行业及子板块营收同比增速情况



资料来源：wind,申万宏源研究

图 4：环保行业及子板块净利润同比增速情况



资料来源：wind,申万宏源研究

表 3:环保行业营收增长情况

	代码	股票名称	2014A 营收	2015A 营收	2015A 增速	2015Q1 营收	2016Q1 营收	2016Q1 增速
2016Q1 营收涨 幅前十	300332.SZ	天壕环境	448	953	113%	116	317	172%
	300266.SZ	兴源环境	750	884	18%	134	352	162%
	300007.SZ	汉威电子	399	747	87%	128	273	114%
	600008.SH	首创股份	5,589	7,061	26%	742	1,418	91%
	603588.SH	高能环境	777	1,018	31%	68	117	72%
	300070.SZ	碧水源	3,449	5,214	51%	409	631	54%
	300137.SZ	先河环保	441	628	43%	92	140	53%
	002630.SZ	华西能源	3,269	3,700	13%	622	897	44%
	601199.SH	江南水务	749	856	14%	140	193	38%
	000035.SZ	中国天楹	551	825	50%	120	163	36%
2016Q1 营收涨 幅后十	002672.SZ	东江环保	2,048	2,403	17%	510	499	-2%
	002658.SZ	雪迪龙	741	1,002	35%	158	134	-15%
	600461.SH	洪城水业	1,448	1,618	12%	384	326	-15%
	600292.SH	中电远达	3,484	3,536	1%	953	791	-17%
	300388.SZ	国祯环保	1,023	1,046	2%	261	213	-19%
	300055.SZ	万邦达	1,029	1,971	92%	393	319	-19%
	002573.SZ	清新环境	1,277	2,268	78%	385	312	-19%
	300334.SZ	津膜科技	524	605	15%	116	80	-31%
	300125.SZ	易世达	271	374	38%	37	23	-38%
	300152.SZ	科融环境	843	999	19%	230	125	-46%

资料来源: wind,申万宏源研究

表 4:环保行业归母净利润增长情况

	代码	股票名称	2014A 净利润	2015A 净利润	2015A 增速	2015Q1 净利润	2016Q1 净利润	2016Q1 增速
2016Q1 净利润 涨幅前 十	300266.SZ	兴源环境	64	102	60%	11	40	252%
	600008.SH	首创股份	610	536	-12%	46	96	106%
	300203.SZ	聚光科技	193	247	28%	5	10	101%
	300070.SZ	碧水源	941	1,362	45%	20	35	80%
	601199.SH	江南水务	177	270	52%	30	45	53%
	300137.SZ	先河环保	72	87	21%	7	10	46%
	000920.SZ	南方汇通	182	84	-54%	23	30	31%
	600323.SH	瀚蓝环境	309	403	31%	81	106	31%
	300145.SZ	中金环境	197	284	44%	30	39	29%
	002573.SZ	清新环境	271	507	87%	67	85	28%
2016Q1 净利润 涨幅后 十	600168.SH	武汉控股	325	336	3%	89	77	-13%
	600292.SH	中电远达	232	287	23%	76	61	-19%
	600461.SH	洪城水业	148	190	28%	53	41	-23%
	300055.SZ	万邦达	192	290	51%	97	70	-27%

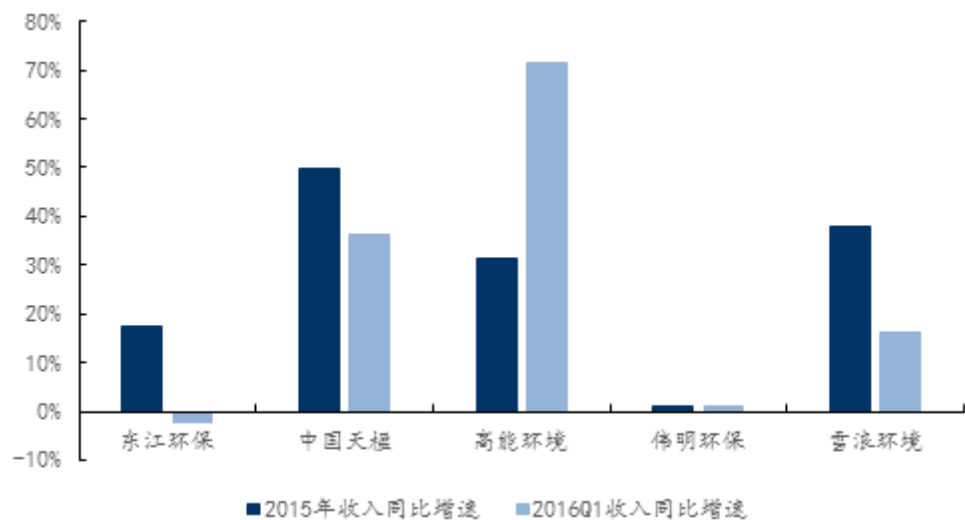
300125.SZ	易世达	15	8	-45%	-19	-12	-34%
603588.SH	高能环境	116	106	-8%	-22	-12	-46%
002658.SZ	雪迪龙	199	263	32%	29	11	-61%
300334.SZ	津膜科技	85	53	-38%	6	1	-81%
300152.SZ	科融环境	42	26	-39%	12	-16	-232%
300140.SZ	启源装备	8	7	-21%	0	-4	-43740%

资料来源：wind,申万宏源研究

1) 固废处理处置板块

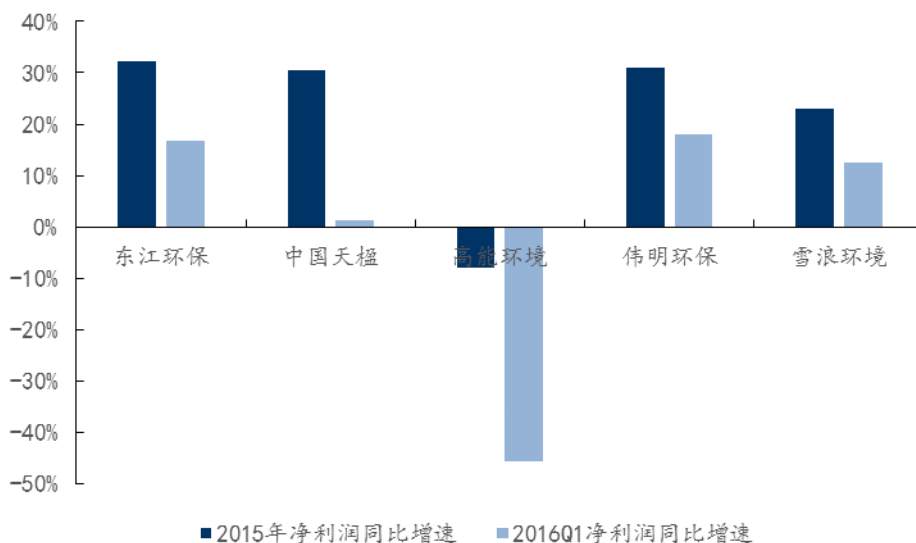
15 年和 16Q1 收入增速较快的有高能环境、中国天楹、雪浪环境；净利润增速较快的有东江环保、伟明环保。高能环境在手订单充足，截止 15 年底，公司已获得 29.98 亿订单，其中 EPC 工程与运营类各占 9.6 和 20.38 亿，订单高增速确保今后两年业绩高速增长；由于逾期未回款项目增多，公司计提坏账准备导致归母净利润下降。中国天楹于 2015 年成立了填埋气事业部，此后连续签订了重庆江津、重庆大足、常宁、高邮、东海 5 个项目，实现了公司在新能源领域的突破，拓宽公司经营业务模式，为公司提供新晋增长点；公司在手 14 个垃圾焚烧发电项目将为未来 2 年的业绩快速增长带来保证。雪浪环境受益于危废处置行业正处于高速增长期，公司积极拓展危废版图带来新一轮业绩爆发。东江环保无害化业务保持较好增长，占比进一步加大，业务结构持续优化，利润率上升。伟明环保财务费用降低、营业外支出减少带来净利润大幅提升。

图 5：固废处理处置板块内各标的收入增长情况



资料来源：wind,申万宏源研究

图 6：固废处理处置板块内各标的归母净利润增长情况

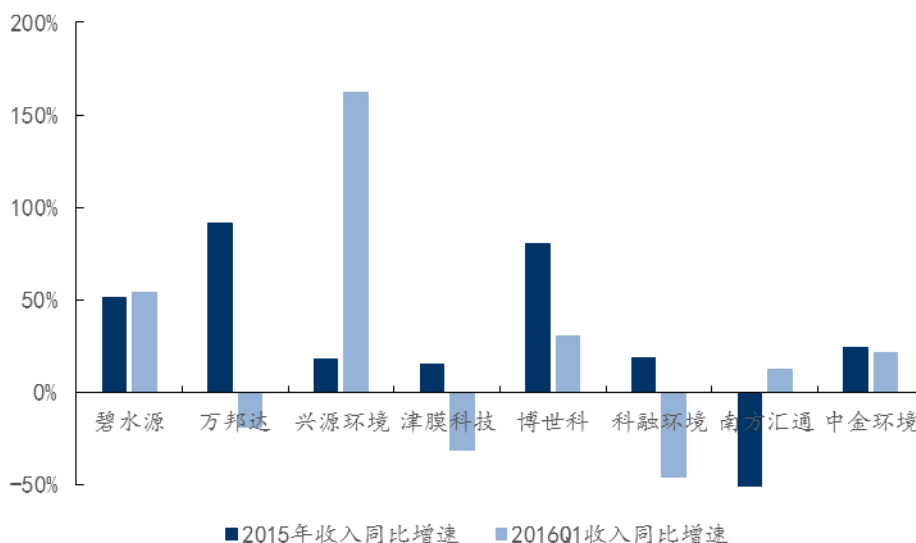


资料来源：wind,申万宏源研究

2) 水处理板块

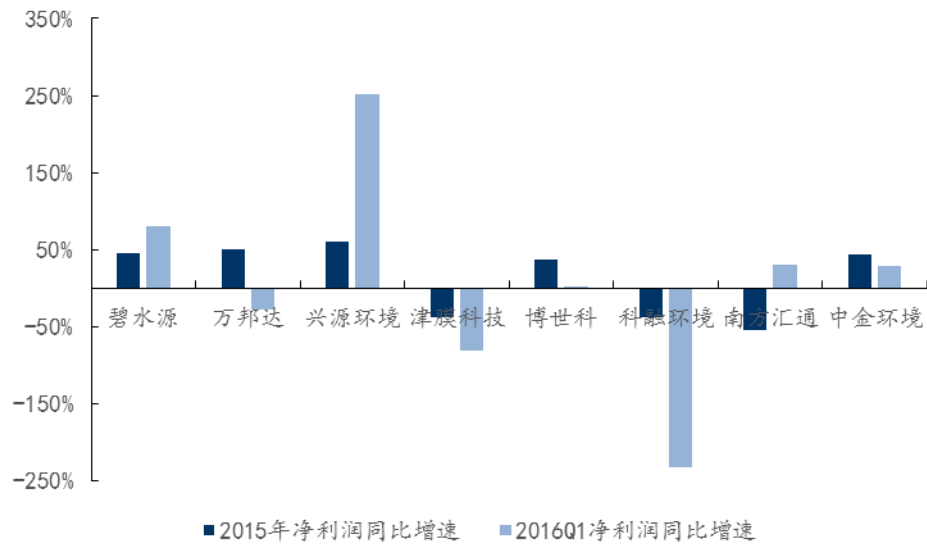
水处理板块 15 年和 16Q1 收入增速较快的有兴源环境、碧水源；净利润增速较快的也是兴源环境、碧水源。兴源环境收入增长主要来自于并表浙江疏浚和浙江水美，带来水利疏浚工程和环保工程大幅增收。博世科主营业务高速增长，水污染末端治理持续增收，水污染前段控制和专业技术服务为新增业务，带来新的增长点。行业整体 16Q1 增速放缓，未能延续 15 年收入加速增长趋势，主要是由于：1) 一季度 PPP 订单未能落地，去年新签 PPP 订单较多，目前尚无落地加速迹象；2) 工业水处理受宏观经济影响有所拖累，尤其是煤化工、石油化工水处理。

图 7：水处理板块内各标的收入增长情况



资料来源：wind,申万宏源研究

图 8：水处理板块内各标的归母净利润增长情况

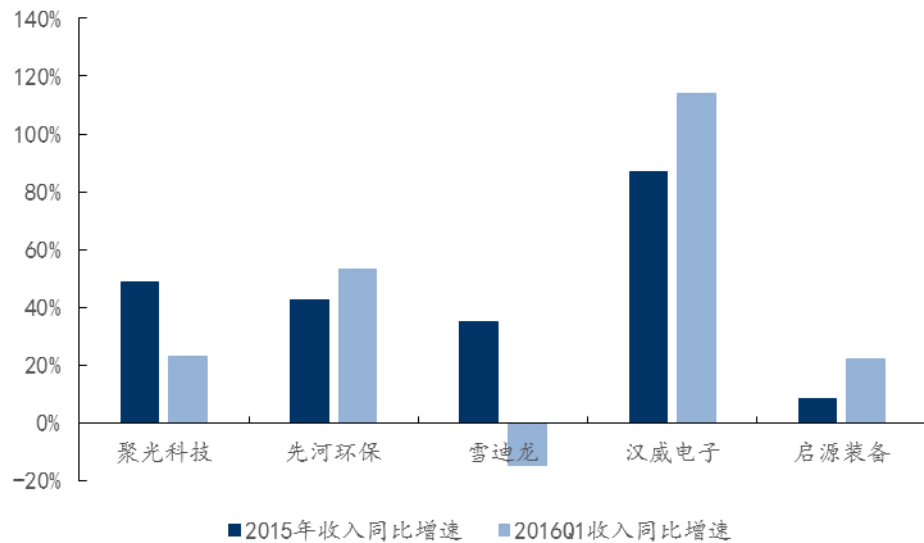


资料来源：wind,申万宏源研究

3) 环境监测板块

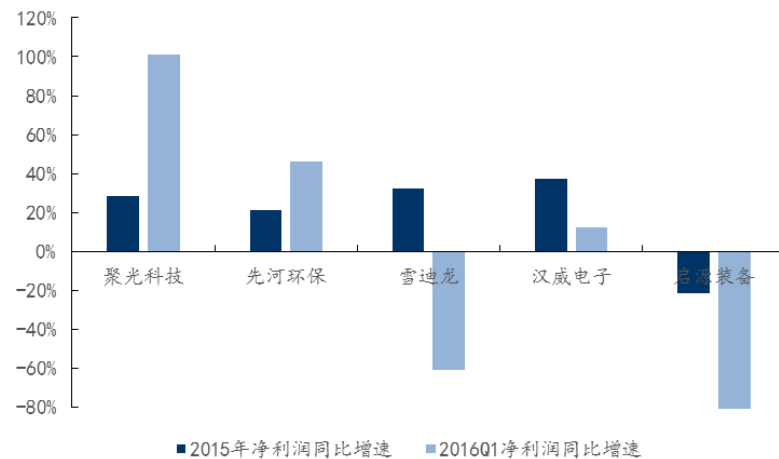
环境监测板块 15 年和 16Q1 收入增速较快的有汉威电子、先河环保、聚光科技；净利润增速较快的同样是聚光科技、先河环保。汉威电子 15 年加速外延扩展，物联网平台逐步完善；16Q1 智慧水务业务收入大幅增长。先河环保业绩增长主要由于网格化监测推进顺利。聚光科技业绩增长主要受：1.对各项费用加强管控；2.外延并购。行业整体增速放缓，收入增速主要来自于新业务拓展，汉威电子和先河环保营收基数低、新业务占比高，因此公司增速快。但传统监测企业雪迪龙增速明显回落、16Q1 营收、净利润均为负增长。

图 9：环境监测板块内各标的收入增长情况



资料来源：wind,申万宏源研究

图 10: 环境监测板块内各标的归母净利润增长情况



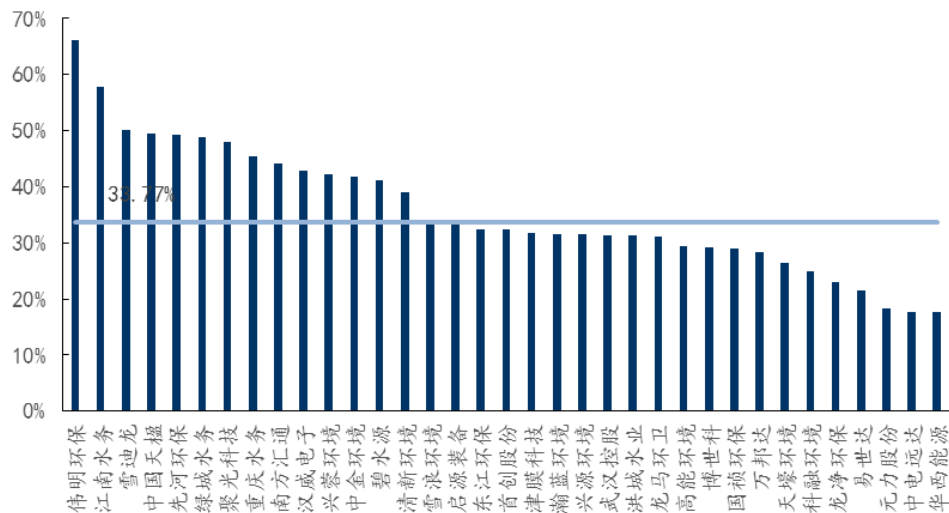
资料来源: wind,申万宏源研究

3.2 行业利润率保持稳定 固废板块盈利能力不断提升

2015 年环保行业实现毛利率 33.77%，相比 2014 年 33.02%有所上升，16 年 Q1 毛利率为 33.66%，同比 15Q1 略有上升。2015 年环保行业实现净利率 15.25%，相比 14 年净利率 15.62%略有下滑，16 年 Q1 实现净利率 13.03%，同比也略有回落。但行业整体利润率保持稳定

2015 年，环保行业实现毛利 226.94 亿元，毛利率达到 33.77%，其中伟明环保以 66.06%的毛利率达到全行业最高，华西能源仅实现了 17.59%毛利率为行业最低。

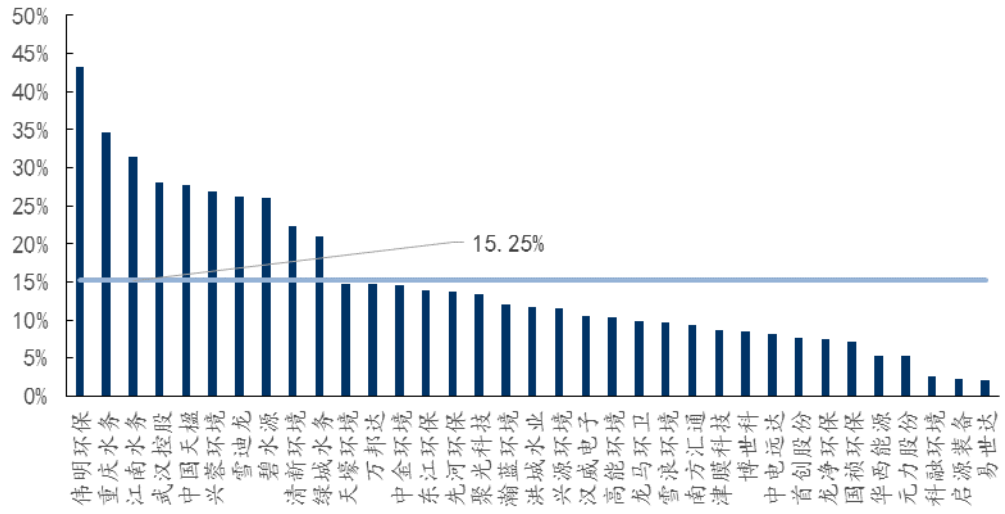
图 11: 2015 年环保板块个股毛利率



资料来源: wind,申万宏源研究

2015 年，环保行业整体归母净利润为 102.46 亿元，净利率达到 15.25%，其中伟明环保的净利率为 43.16%，行业最高，也是全行业净利率唯一超过 35%的企业；而易世达、启源装备、科融环境的净利率均很低，分别仅为 2.14%、2.31%和 2.60%。

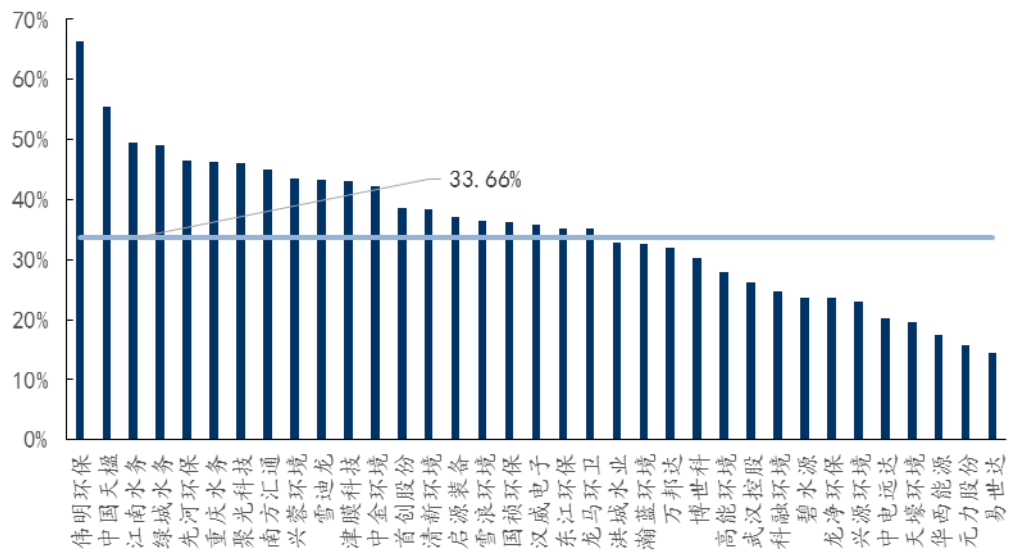
图 12: 2015 年环保板块个股净利率



资料来源: wind,申万宏源研究

2016 年一季度, 环保行业实现毛利 45.14 亿元, 毛利率达到 33.66%, 其中毛利率最高的依然是伟明环保, 达到 66.41%; 毛利率最低则是易世达, 仅仅为 14.47%。

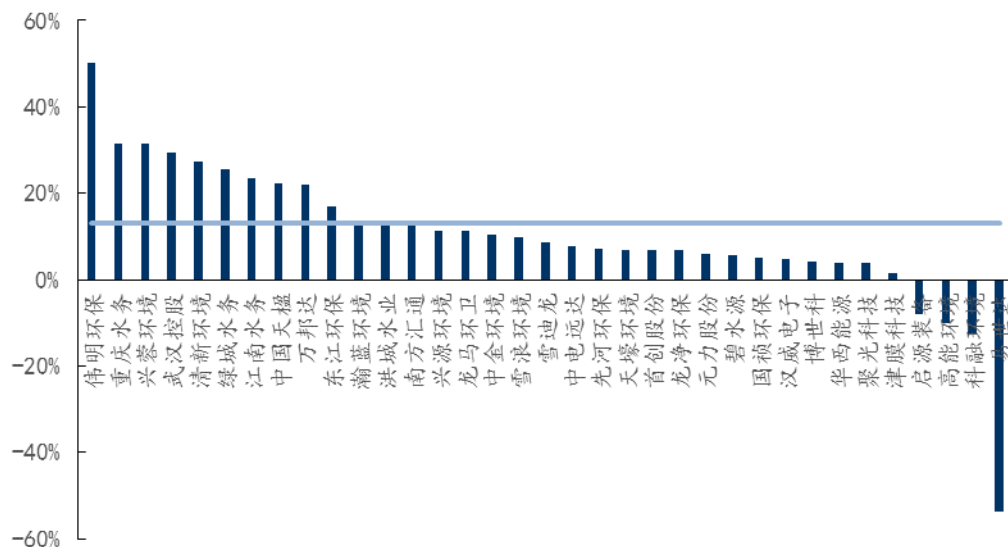
图 13: 2016Q1 环保板块个股毛利率



资料来源: wind,申万宏源研究

2016 年一季度, 环保行业整体归母净利润为 17.47 亿元, 净利率达到 13.03%, 其中行业最高至依然是伟明环保达到 50.22%; 共有 4 家企业净利率为负值, 分别是启源装备-8.10%, 高能环境-10.10%, 科融环境-12.75%和易世达-53.70%。

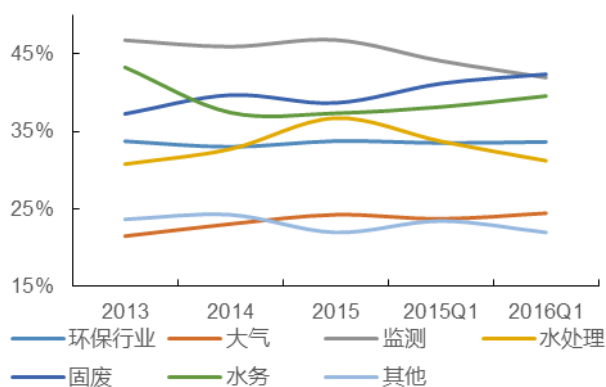
图 14: 2016Q1 环保板块个股净利率



资料来源: wind,申万宏源研究

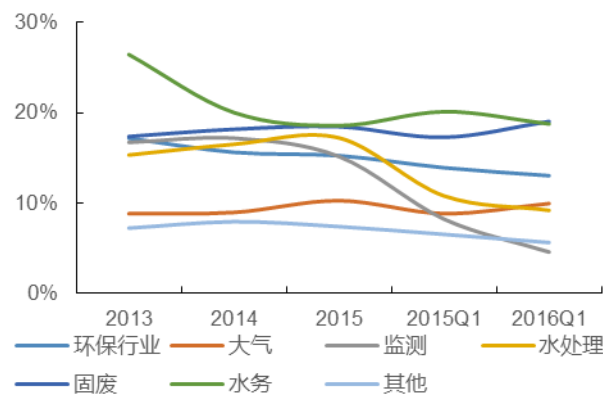
2013 到 2016 年一季度, 环保行业毛利率保持稳定, 基本维持在 33% 水平上, 波动很小。但是行业的净利率近两年有所下降, 从 2013 年的 17.18% 下降至 2015 年的 15.25%。而 2016 年 Q1 的净利率进一步下降至 13.05%。

图 15: 13-16 年环保行业毛利率变化情况



资料来源: wind,申万宏源研究

图 16: 13-16 年环保行业净利率变化情况

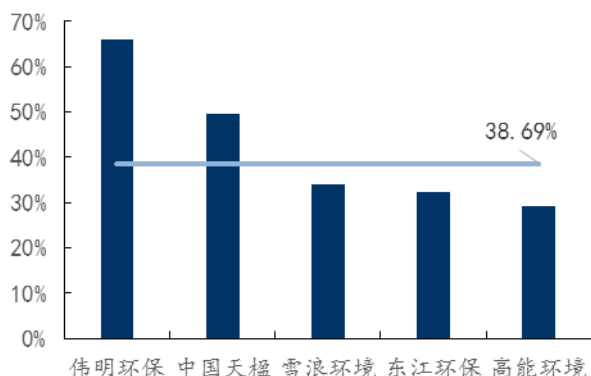


资料来源: wind,申万宏源研究

1) 固废处理处置板块

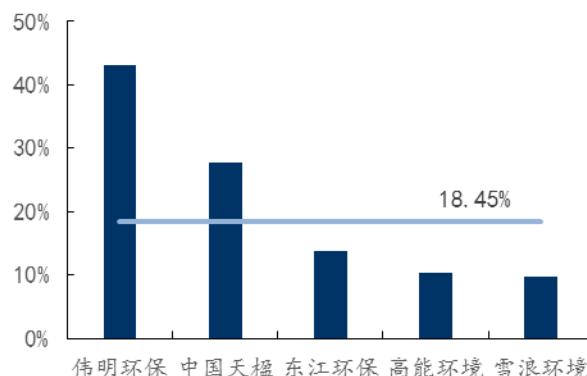
固废处理处置板块 2015 年实现毛利率 38.69%, 净利率 18.45%; 16 年一季度盈利进一步提升实现毛利率 42.41%, 净利率 19.04%, 相较 15Q1 有所上升, 成为全行业最高值; 15 年和 16Q1 板块利润率均大幅高于行业平均值。受益于土壤修复和危废高景气, 2016 年固废板块处在上行周期, 利润率不断提升。

图 17: 15 年固废处理处置板块个股毛利率



资料来源: wind,申万宏源研究

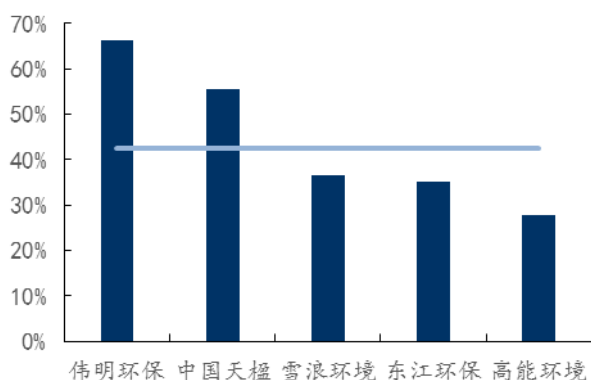
图 18: 15 年固废处理处置板块个股净利率



资料来源: wind,申万宏源研究

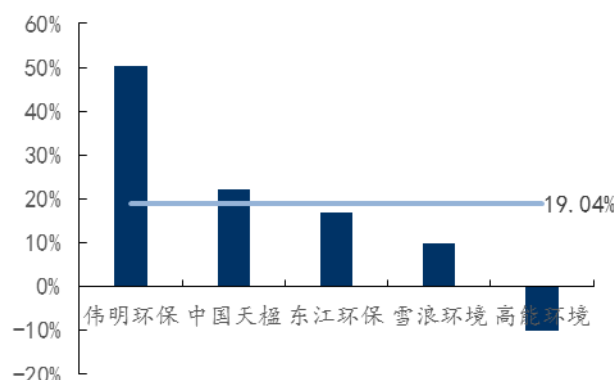
2015 年, 固废处理处置板块 4 家公司实现毛利率 38.69%, 净利率 18.45, 相较 14 年均显著高于行业平均值。其中伟明环保的利润率最高, 15 年的毛利率和净利率分别达到了 66.06% 和 43.16%, 随后是中国天楹; 其余三家毛利率维持在 30% 左右水平, 净利率则在 10% 左右, 与前两者差距明显

图 19: 16Q1 固废处理处置板块个股毛利率



资料来源: wind,申万宏源研究

图 20: 16Q1 固废处理处置板块个股净利率



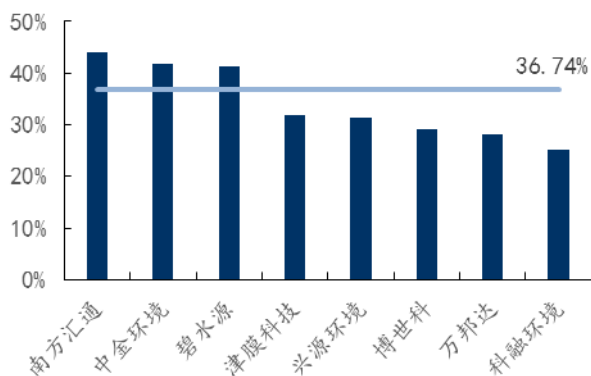
资料来源: wind,申万宏源研究

2016 年一季度, 固废处理处置板块 5 家公司实现毛利率上升至 42.41%, 净利率为 19.04%, 同比均大幅高于行业平均。其中伟明环保仍然是利润率最高的公司, 16Q1 的毛利率和净利率分别达到了 66.41% 和 50.22%。高能环境利润率最低, 其毛利率仅为 27.94%, 净利率为负值 -10.10%, 表现为亏损。除高能环境外其他四家公司 16Q1 毛利率相较 15 年均进一步提高。

2) 水处理板块

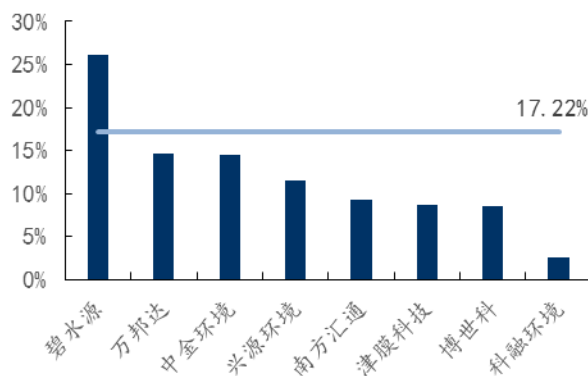
水处理板块 2015 年实现毛利率 36.74%, 净利率 17.22%, 均高于行业均值, 同比 14 年有所上升; 16 年一季度利润有所下滑, 毛利率 31.22%, 净利率 9.19%。一季度 PPP 订单落地较慢, 影响公司整体收入。

图 21: 15 年水处理板块个股毛利率



资料来源: wind,申万宏源研究

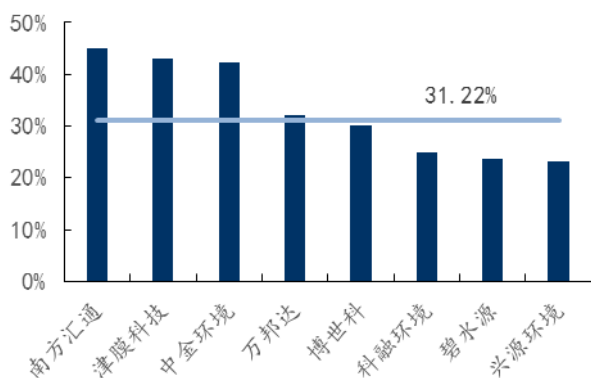
图 22: 15 年水处理板块个股净利率



资料来源: wind,申万宏源研究

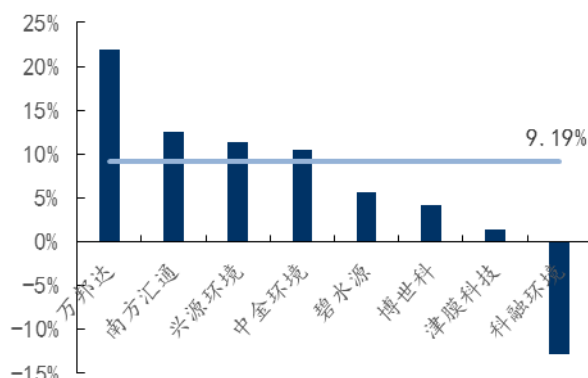
2015 年, 水处理板块 8 家公司实现毛利率 36.74%, 净利率 17.22%。其中南方汇通、中金环境、碧水源的毛利率均较高, 分别为 44.05%, 41.90%和 41.20%; 碧水源净利率最高达到了 26%。科融环境 15 年的毛利率和净利率为行业最低, 分别为 25.03%和 2.60%。

图 23: 16Q1 水处理板块个股毛利率



资料来源: wind,申万宏源研究

图 24: 16Q1 水处理板块个股净利率



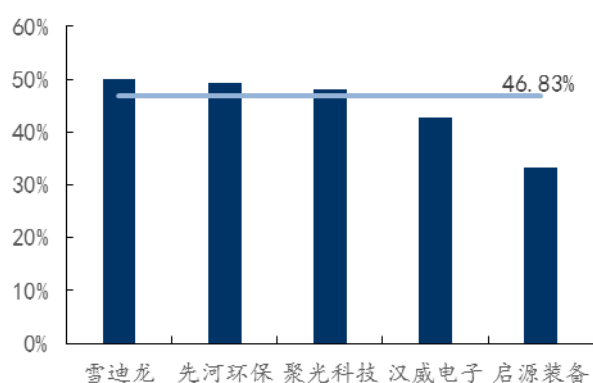
资料来源: wind,申万宏源研究

2016 年一季度, 水处理行业利润率有所下降, 8 家公司实现毛利率 31.22%, 净利率为 9.19%。其中南方汇通、津膜科技、中金环境毛利率均在 40%以上, 分别为 44.92%, 42.99%和 42.22%。万邦达净利率达到了 21.95%为行业最高。兴源环境为毛利率最低公司, 为 23.09%; 科融环境实际亏损, 净利率为-12.75%。

3) 环境监测板块

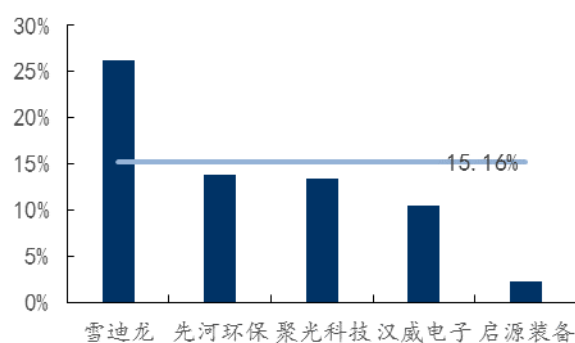
环境监测板块 2015 年实现毛利率 46.83%, 净利率 15.16%; 16 年一季度利润有所下滑, 毛利率 41.98%, 净利率 4.58%。15 年板块毛利率为全行业最高。2015 年受益于十三五考核年, 业绩大幅上升, 16 年传统监测业务增长缓慢、业绩基数大, 16Q1 业绩下滑符合预期。

图 25: 15 年环境监测板块个股毛利率



资料来源: wind,申万宏源研究

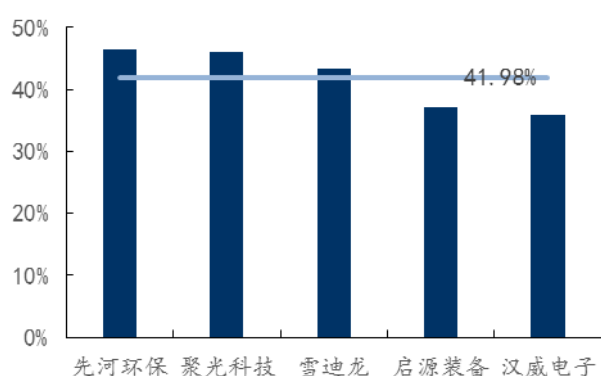
图 26: 15 年环境监测板块个股净利率



资料来源: wind,申万宏源研究

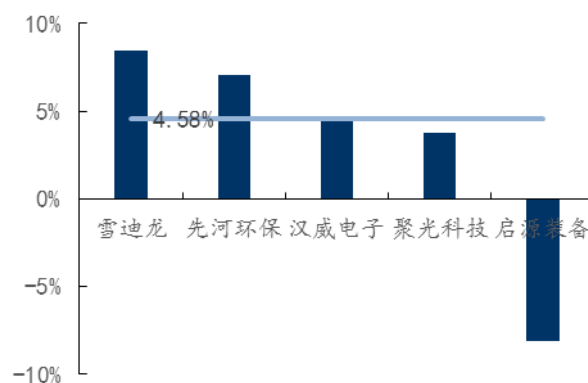
2015 年, 环境监测板块 5 家公司实现毛利率 46.83%, 远高于行业平均水平, 净利率 15.16%。其中雪迪龙、先河环保、聚光科技毛利率均接近 50%; 启源装备毛利率最低为 33.25%。雪迪龙的净利率为板块最高, 达到了 26.23%, 启源装备净利率较低仅仅为 2.31%。

图 27: 16Q1 固废处理处置板块个股毛利率



资料来源: wind,申万宏源研究

图 28: 16Q1 固废处理处置板块个股净利率



资料来源: wind,申万宏源研究

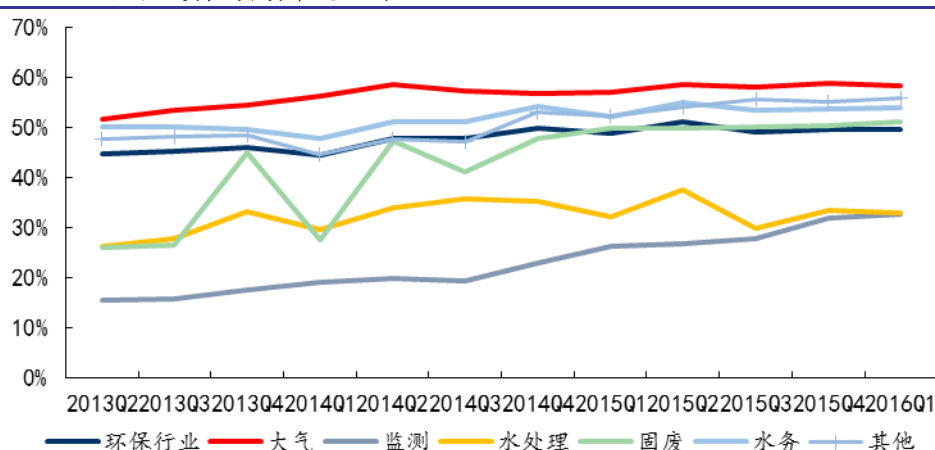
2016 年一季度, 环境监测板块利润率有所下滑, 行业毛利率 41.98%, 仍然高于行业平均水平, 净利率 4.58%。其中先河环保、聚光科技、雪迪龙依然维持较高毛利率, 达到 45% 水平; 启源装备和汉威电子的毛利率较低。2016Q1 板块内各公司净利率下滑明显, 最高的为雪迪龙仅仅 8.48%, 最低的启源装备净利率为负值 -8.10%。

3.3 行业整体负债率和应收周转率上升 但 ROE 下降

1) 行业整体杠杆不断提升

自 2013 年以来, 环保行业整体资产负债率上升趋势明显。其中大气治理板块一直为资产负债率最高板块, 16Q1 负债率达到 58.32%。而环境监测行业上升最快, 由 2013H1 的 15.57%, 上升到 2016Q1 的 32.60%。

图 29: 环保行业资产负债率变化情况



资料来源: wind,申万宏源研究

2015 年资产负债率最高的大气治理板块达到了 58.77% 相比 2014 年 56.63% 有所提升。最低的则为环境监测和水处理板块, 2015 年资产负债率分别为 31.78% 和 33.46%, 其中监测板块相比 14 年的 22.80% 大幅上升, 水处理则相比 2014 年 35.23% 有所下降。

2016 年 Q1 资产负债率为最高的依然是大气治理板块 58.32%, 相比于 2015 年 Q1 的 56.89% 有所提升。最低同样为环境监测和水处理板块。环境监测板 16Q1 资产负债率为 32.60%, 相比于 2015 年 Q1 的 26.26% 大幅上升。水处理板块 16Q1 资产负债率为 32.90%, 相比于 2015 年 Q1 的 32.10% 略有提升。

2) 行业竞争加剧导致 ROE 进一步下降

自 2013 年以来, 环保行业整体 ROE 呈下降趋势, 2015 年 ROE 为 9.56%, 相较 13 年有所下降, 与 14 年基本持平; 2016Q1 的 ROE 为 1.59%, 相较 15Q1 的 1.75% 有所下降。

表 5: 环保行业 ROE 变化情况

	2013A	2014A	2015A	2014q1	2015q1	2016q1
环保板块	10.82%	9.99%	9.56%	1.70%	1.75%	1.59%
大气	10.73%	9.35%	11.99%	2.06%	1.93%	1.94%
监测	7.33%	8.27%	9.35%	0.78%	0.78%	0.54%
水处理	11.54%	11.85%	8.91%	0.58%	1.35%	0.76%
固废	13.38%	10.93%	11.54%	3.41%	2.23%	2.27%
水务	11.27%	10.02%	9.46%	2.00%	1.99%	2.05%
其他	7.43%	7.12%	6.76%	1.68%	1.19%	1.29%

资料来源: wind,申万宏源研究

2015 年大气治理和固废处理处置板块 ROE 最高, 分别为 11.99% 和 11.54%, 相比去年同期的 9.35% 和 10.93% 都有所提高。

2016Q1 固废处理处置板块和水务板块 ROE 全行业最高, 分别为 2.27% 和 2.05%, 且同比有所上升。监测和水处理板块 ROE 最低, 仅为 0.54% 和 0.76%, 同比 15Q1 值 0.78% 和 1.35% 大幅下降。

3) 行业应收账款周转率逐步回升

自 2013 年以来，环保行业整体应收账款周转率呈上升趋势，2015 年应收账款周转率为 6.19，相较 14 年 5.95 有所上升；2016Q1 的应收账款周转率为 1.11，相较 15Q1 的 1.24 有所下降。

表 6: 环保行业应收账款周转率变化情况

	2013A	2014A	2015A	2014q1	2015q1	2016q1
环保板块	5.66	5.95	6.19	0.99	1.24	1.11
大气	3.87	3.45	3.14	0.67	0.64	0.46
监测	2.06	2.13	2.44	0.37	0.40	0.45
水处理	4.39	4.27	4.74	0.67	1.15	0.79
固废	5.92	5.30	5.41	0.38	0.85	0.83
水务	9.74	12.02	11.91	2.19	2.46	2.21
其他	4.84	3.69	4.58	0.78	0.78	0.97

资料来源：wind,申万宏源研究

2015 年水务板块应收账款周转率最高，分别为 11.91，相比去年同期的 12.02 都有所提高。环境监测板块应收账款周转率最低，仅为 2.44，相较于 14 年的 2.13 略有上升。

2016Q1 同样是水务板块应收账款周转率最高，达到 2.21，相比 15Q1 的 2.46 略有下降。环境监测和大气治理板块为全行业最低，应收账款周转率仅为 0.45 和 0.46。

4. 二季度策略：配置环卫服务新蓝海 布局土十条

道路交通建设带来清扫需求量稳步上升，清扫器械化是未来趋势。环卫服务业务主要包括道路清扫保洁和生活垃圾清运两大业务板块，两者总量均稳步上升。当前人工成本不断提高，清扫机械化替代人工是大趋势。城市道路机械化清扫面积的增加，新增公路的养护需求，垃圾总量的提升，都随之产生巨大的环卫设备需求。环卫服务市场空间巨大，竞争格局尚未形成。我们预测 2015 年环卫服务市场空间约为 874 亿元。环卫服务年市场空间逐年增长，到 2020 年预计将达 1235 亿元。市场化推进加速打开千亿级蓝海市场。近年我国环卫服务市场化改革明显，进程加速。首先，国家对环境卫生管理市场化予以强力的政策支持，鼓励措施不断。其次，在国家对市政公用事业运营权下放的大背景下，各地方分别出台关于环卫作业权的市场化政策。具备设备、资金双重实力的企业有望通过 PPP 项目竞争成长为行业巨头。高度机械化是环卫发展趋势，设备龙头切入服务市场更具先发优势。未来具有设备技术、资金体量双重优势的企业将会有望在行业重整圈地大潮中脱颖而出，成为行业巨头。投资建议：超配行业龙头个股，未来成长为行业巨头可期。

预计土十条将于二季度出台，配套资金激增确定土壤修复市场向上趋势。16 年中央财政新增了土壤污染防治专项预算项目 16 年该项目预算数为 90.89 亿元，较 15 年增长了 145.6%，如加上以前年度结转资金 6 亿元，预算数为 96.89 亿元，接近翻三倍。近日，“土十条”文件已完成修订并提交国务院，“土十条”出台预期增高，根据水十条和大气十条的经验，土十条大概率在二季度出台。常外毒地事件带来行业关注度提升，事件倒逼催促

政策&法律加速出台。常州外国语学校新址毗邻常隆化工地块，15年9月师生迁至新校区，自12月起多名学生身体出现不良症状，截止2016年4月共493名学生出现异常症状，并于4月17日被央视曝光。时处土十条出台前夕，该事件引起社会广泛关注，并有随之而来的武汉赫山、山东章丘、江苏靖江等农药厂&化工厂迁址造成的毒地被陆续曝光。近期政策及污染事件的连续出台与曝光将促进土壤修复市场订单加速释放。投资建议：超配土壤个股，十三五最具弹性的方向。

重点公司：龙马环卫、雪浪环境、博世科、南方汇通、汉威电子、兴源环境

5. 申万环保公用小组重点报告回顾

表 7: 16 年一季度以来申万环保公用小组重点报告回顾

报告类型	发布时间	标题
行业点评	2016.01.18	公用事业行业 2016 年全国环境保护工作会议解读：土十条将于 2016 年出台，环境监测机制改革全面推进
行业点评	2016.01.18	环保工程及服务行业加快推进煤电超低排放和节能改造动员大会解读：多部门联合开会，超净排放再提速
行业点评	2016.02.03	环保行业 2015 年重点公司年报前瞻：十三五政策颁布前夕，未来看好土壤修复与监测
行业点评	2016.03.23	环保行业 2016 年投资策略：土十条出台预期渐进，行业景气度持续提升
行业点评	2016.04.15	环保行业 2016 年一季报前瞻：业绩增速分化严重，细分板块需精选
行业深度	2016.01.07	土壤修复行业系列报告之三：国际经验借鉴，立法及确权助力市场爆发
行业深度	2016.01.21	高能环境-603588-土壤修复行业系列报告之四：战略聚焦土壤&危废，打造新型固废龙头
行业深度	2016.02.29	环保行业政策专题研究系列报告之一：中水业务有望启动、拓展污水处理市场空间
行业深度	2016.03.07	环保行业政策专题研究系列报告之二，政府工作报告点评：土壤防治地位突出，节水进入约束性指标
行业深度	2016.03.14	环保行业政策专题研究系列报告之三，生态大数据方案点评：生态环境大数据方案出炉，环境监测迎全新发展时期
行业深度	2016.04.07	土壤修复行业系列报告之五：盈利模式逐渐成熟，助力土壤修复市场腾飞
行业深度	2016.04.15	土壤修复行业系列报告之六：土壤专项预算近翻三倍，十三五静待试点落地
行业深度	2016.04.29	毒地曝光提高关注度，事件倒逼催促政策出台
行业周报	2016.01.04	环保公用行业（含新三板）周报：环保十三五和公用转型依然是弹性方向
行业周报	2016.01.11	环保公用行业（含新三板）周报（20160104~20160110）：供给侧改革关注电力板块补涨
行业周报	2016.01.18	环保公用行业（含新三板）周报：环保土十条望年内出台，关注高分红水电股
行业周报	2016.01.25	环保公用行业（含新三板）周报：看好土壤修复板块，配置高分红水电
行业周报	2016.02.01	环保公用行业（含新三板）周报：关注低估值水电燃气及高弹性土壤
行业周报	2016.02.15	环保公用行业（含新三板）周报：全球避险情绪骤升，水电燃气值得重视
行业周报	2016.02.22	环保公用行业（含新三板）周报：清洁能源布局燃气光热 环保看好土壤修复
行业周报	2016.02.29	环保公用行业（含新三板）周报：继续看好燃气土壤，国务院发文强调中水利用
行业周报	2016.03.10	环保公用行业（含新三板）周报：环保部设立土司，土壤修复地位显著提升
行业周报	2016.03.14	环保公用行业含新三板周报：土壤防治地位提升，燃气景气度延续
行业周报	2016.03.21	环保公用行业（含新三板）周报：土壤、危废、智慧能源为十三五发展重点
行业周报	2016.03.28	环保公用行业（含新三板）周报：燃气行业盈利大幅回升，建议配置低估值龙头

资料来源：申万宏源研究

6. 重点公司估值表

表 8：环保公用板块重点标的盈利预测表

板块	代码	简称	评级	2016/4/29			EPS			PE			PB
				最新股价	15A	16E	17E	15A	16E	17E			
大气治理	600292.SH	中电远达	买入	13.21	0.37	0.33	0.35	36	40	38	2.1		
	600388.SH	龙净环保	增持	13.00	0.52	0.60	0.65	25	22	20	3.9		
	002573.SZ	清新环境	增持	22.44	0.48	0.72	0.97	47	31	23	8.0		
环境监测	300137.SZ	先河环保	买入	13.47	0.25	0.36	0.50	54	37	27	3.4		
	300007.SZ	汉威电子	买入	19.35	0.27	0.47	0.71	72	41	27	4.6		
	300203.SZ	聚光科技	增持	25.11	0.55	0.94	1.16	46	27	22	4.8		
	002658.SZ	雪迪龙	增持	17.00	0.43	0.54	0.64	40	31	27	6.7		
水处理	000920.SZ	南方汇通	买入	17.83	0.20	0.33	0.46	89	54	39	8.2		
	300070.SZ	碧水源	买入	40.45	1.21	1.66	2.22	33	24	18	3.7		
	300266.SZ	兴源环境	买入	40.30	0.25	0.86	1.34	161	47	30	7.2		
	300422.SZ	博世科	买入	35.04	0.35	0.39	0.56	100	90	63	11.9		
	300145.SZ	中金环境	增持	41.00	1.08	0.76	1.05	38	54	39	2.2		
	300055.SZ	万邦达	增持	17.53	0.39	0.51	0.59	44	34	30	4.3		
	300152.SZ	科融环境	增持	7.23	0.04	0.07	0.09	181	103	80	3.6		
	300334.SZ	津膜科技	增持	16.35	0.20	0.30	0.45	82	55	36	3.5		
固废处理处置	000035.SZ	中国天楹	买入	12.92	0.37	0.50	0.69	35	26	19	4.2		
	603588.SH	高能环境	买入	55.60	0.66	0.98	1.34	84	57	41	5.0		
	300385.SZ	雪浪环境	增持	32.68	0.47	0.72	1.14	69	45	29	5.5		
	002672.SZ	东江环保	增持	17.11	0.39	0.47	0.64	44	36	27	5.2		
水务	600168.SH	武汉控股	增持	10.56	0.47	0.40	0.41	22	26	26	1.7		
	600008.SH	首创股份	中性	8.12	0.22	0.30	0.32	36	27	25	2.3		
	601158.SH	重庆水务	中性	6.92	0.32	0.31	0.35	22	22	20	2.4		
	000598.SZ	兴蓉环境	中性	5.47	0.28	0.31	0.35	20	18	16	2.0		
其他	300174.SZ	元力股份	买入	21.08	0.23	0.34	0.36	93	62	59	5.4		
	300125.SZ	易世达	买入	24.81	0.07	0.08	0.10	354	310	248	2.7		
	300332.SZ	天壕环境	买入	18.81	0.41	0.62	0.91	46	30	21	3.2		
	002630.SZ	华西能源	买入	11.09	0.27	0.42	0.70	41	26	16	2.8		
	603686.SH	龙马环卫	买入	34.71	0.60	0.79	1.06	58	44	33	8.6		

资料来源：wind,申万宏源研究