

推荐 (维持)

个股间分化愈加明显,17年Q1预付账款预示高景气度仍将持续

2017年05月01日

2016年环保行业年报综评

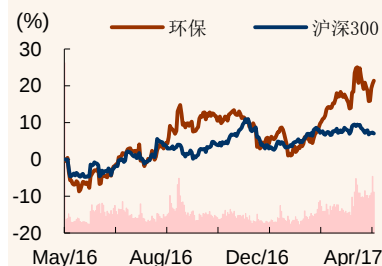
上证指数 3155

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	51	1.6
总市值 (亿元)	5929	1.1
流通市值 (亿元)	4053	1.0

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	3.8	8.7	24.1
相对表现	4.7	5.7	15.3



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《PPP 思考系列之项目库季报解读——逐月环比入库已增长,落地加速促业绩兑现》2017-02-15
- 2、《环保行业专题点评——此加息并非彼加息,在此时点可以强推 PPP 及东方园林》2017-02-10
- 3、《环保行业 2016 年三季报总结——行业增长、强者更强,机构持仓处历史较低位》2016-11-01

朱纯阳

010-57601855
zhucy3@cmschina.com.cn
S1090515060001

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn
S1090513100003

环保板块 2016 年收入总额同比增 35%, 净利润总额同比增 26%, 收入增速为三年来最高, 但净利润增速较 2015 年下滑。同时, 个股间收入利润增速分化进一步明显, 净利润显著增长公司数量、及业绩下滑公司数量均大幅增长。从现金流情况来看, 2016 年现金回流状况较好, 上下游同时占款保证了现金回流正常。而 2017 年一季度预付账款高增长预示 2017 年行业景气度将持续, 维持“推荐”评级。

- **收入利润增速分析: 收入增速提升, 净利润增速下滑, 个股间分化进一步明显。**以板块 66 家上市公司为样本 (目前市场上最全样本), 2016 年营收规模 1771 亿元, 增长 35%, 增速较 2015 年提高 12pct。归属净利润 234 亿元, 增长 26%, 增速较 2015 年下降 5pct。2014-2016 年三年来看, 2016 年环保板块整体收入增速达到三年来最高, 而净利润增速较 2015 年有所下滑。从收入、利润增速中位数、均值、及具体个股情况中可以发现, 我们在 2015 年年报分析时提出的行业个股分化在 2016 年进一步明显, 2016 年板块公司净利润显著增长及业绩下滑的公司数量分别达到 18 家、18 家, 较 2015 年 15 家、11 家的情况均大幅增加, 优势公司增长明显, 而负增长公司也越来越多, 这也说明了行业日益加剧的个股分化情况。
- **现金流分析: 现金回流较好, 上下游占款相当。**2016 年, 环保板块公司合计销售商品、提供劳务收到现金 1683 亿元, 同比 2015 年增长 42%; 板块内公司销售商品、提供劳务收到现金/收入的中值为 88%、均值也为 88%, 与 2015 年的中值 92%、均值 89% 相比变化不大, 90% 左右的销售商品现金回流占收入比重应属较好水平。而且从均值与中值差异来看, 大小公司虽然利润增速有分化, 但现金回流差别并不大。此外, 应收账款占收入比重相对稳定, 均值约 41%, 而应付账款占收入比重略有提升, 且比值与应收/收入逐渐接近, 上下游的同时同比例占款保证了现金回流的正常水平。
- **资产负债率及盈利能力分析: 净利率稳定, 资产负债率略有提升。**2016 年, 环保板块净利率稳定在 13%-14% 的水平, 而资产负债率则小幅提升至 54%。未来, 在资产负债率的约束下, PPP 资产证券化有望成为行业发展的新契机。
- **2017 年一季度简述: 预付账款预示高景气度持续。**从板块历史来看, 一季报业绩在全年业绩中占比均 1/8, 比重较小, 且大部分个股一季度业绩占全年比值波动较大, 因此一季报对全年业绩指引作用不大。2017 年一季度, 环保板块整体仍实现了较好的增长, 收入同比增长 42%, 归属净利润同比增长 63%, 取得开门红。更值得注意的是, 2017Q1 环保板块 66 家上市公司合计预付账款规模 199 亿元, 同比增长 53%, 或预示板块内企业对于全年业绩预期乐观, 一季度已开始积极备战, 环保行业高景气度有望持续。
- **风险提示: 竞争加剧拉低毛利率的风险, 大盘系统性风险。**

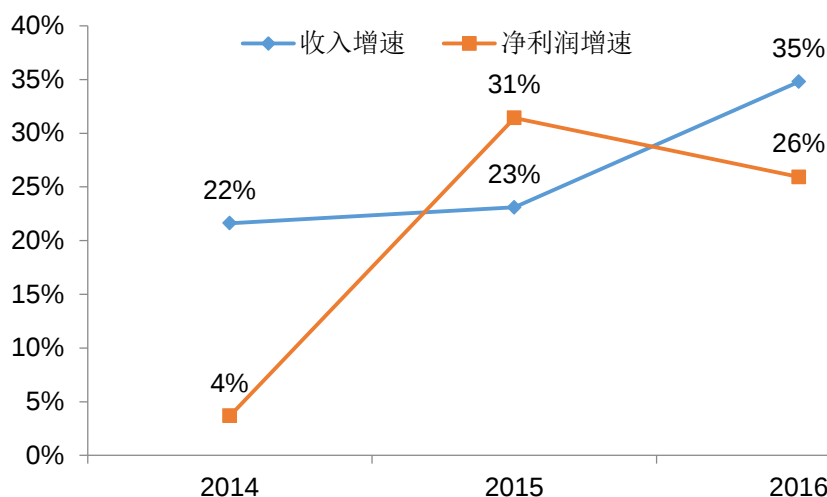
一、收入增速提升，净利润增速下滑，个股间分化进一步明显

1、环保板块 2016 年收入总额同比增 35%，净利润总额同比增 26%，收入增速为三年来最高，但净利润增速较 2015 年下滑

环保板块 66 家上市公司，2016 年全年营收规模 1771 亿元，同比增长 35%，增速较 2015 年提高 12pct。2016 年归属净利润 234 亿元，同比增长 26%，增速较 2015 年下降 5pct。从 2014-2016 年三年环保板块整体收入利润增速来看，2016 年环保板块整体收入增速达到三年来最高，而净利润增速较 2015 年有所下滑，但仍有 26% 的较好水平。

(备注：对于环保公司而言，大部分非经常性收益为常规性的政府补助，而这部分实际上是不需要扣除的非经常性损益，因此环保行业归属净利润更贴近真实增长水平，我们选择归属净利润而不是扣非后的净利润作为目标项进行分析)

图1：2014-2016年环保板块整体收入利润增速变化



资料来源：WIND，招商证券

2、个股间分化进一步明显，显著增长及业绩下滑公司数量均增加

观察 66 家环保板块上市公司收入、利润增速中位数、均值、及具体个股情况，可以发现，我们在 2015 年年报分析时提出的行业个股分化在 2016 年进一步明显，2016 年板块公司收入增速的中位数和均值差距进一步拉开，而净利润显著增长及业绩下滑的公司数量均增加，优势公司增长明显，而负增长公司也越来越多，这也说明了行业日益加剧的个股分化情况。

- **环保公司收入增速的中位数和均值差距进一步拉开，体现行业分化加剧：**2016 年，环保板块 66 家上市公司收入增速的中位数为 23%，而收入增速的均值为 32%，两者差值为 9%；而 2015 年，环保板块上市公司收入增速的中位数为 18%，收入增速的均值为 26%，两者差值为 8%；2014 年，环保板块上市公司收入增速的中位数为 15%，收入增速的均值为 22%，两者差值为 7%；可以看到，2014-2016 年，环保公司收入增速的中位数和均值差距在逐年来开，这是行业分化加剧的证明之一。（详细数据可参见下表 1）

- **2016 年净利润显著增长及业绩下滑的公司数量均增加，体现行业分化加剧：**从个

股净利润增速的中值与均值差距来看,虽然 2016 年(8%)较 2015 年差距(12%)有所缩小,但比 2014 年(4%)差距要大。此外,从个股净利润增速的增长分类统计来看,2016 年净利润增长超过 49%的公司大幅增多,同时净利润同比下滑的公司数量也在大幅增多,具体数据如下表 2 所示,2014-2016 年净利润增长超过 49%的公司数量分别为 10 家、15 家、18 家,净利润同比下滑的公司数量分别为 15 家、11 家、18 家,显著增加与业绩下滑公司数量同时大幅增加,也体现了行业个股分化加剧的趋势。

表 1: 环保板块上市公司 2014-2016 年收入与利润增速情况

名称	收入增速 (%)			净利润增速 (%)		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
巴安水务	-22	94	52	18	2	83
碧水源	10	51	71	15	45	36
博世科	36	80	64	12	38	46
博天环境	61	32	27	12	33	16
渤海股份	3	5	5	-54	8	-6
创业环保	4	6	1	9	7	34
德创环保	-15	-10	34	-46	-58	58
迪森股份	0	-11	26	-18	-32	45
东方园林	-6	15	59	-27	-7	115
东江环保	29	17	9	21	32	61
菲达环保	42	22	9	39	51	-47
富春环保	18	-23	-6	21	5	35
高能环境	-1	31	54	-17	-8	47
格林美	12	31	53	46	-27	71
国祯环保	60	2	40	-10	44	73
海峡环保	39	12	18	17	-8	13
瀚蓝环境	13	38	10	7	31	26
洪城水业	10	51	71	15	45	36
华测检测	19	39	28	-2	24	-44
华控赛格	-91	154	74	-191	106	42
华西能源	4	13	-8	13	33	3
环能科技	1	40	48	-9	-3	33
江南水务	28	14	29	22	52	21
津膜科技	37	15	24	6	-38	-10
聚光科技	31	49	28	21	28	63
凯迪生态	29	-13	43	217	41	-13
科达洁能	17	-20	22	21	21	-44
科林环保	-13	-11	-10	-20	157	-30
科融环境	48	19	-23	-9	-39	-592
联美控股	14	15	16	17	8	52
龙净环保	8	23	9	1	21	19
龙马环卫	34	30	45	35	16	40
绿城水务	8	15	6	17	1	22
南方汇通	-10	-56	12	155	-54	17
启迪桑德	63	45	9	37	16	16
清新环境	67	78	50	50	87	47
三聚环保	151	89	208	96	104	97
三维丝	5	51	52	18	17	220
上海环境	-12	83	27	55	47	36

神雾环保	9	91	157	123	96	289
神雾节能	26	-20	32	-86	412	94
盛运环保	3	36	-4	36	216	-84
首创股份	32	6	12	1	-27	14
天壕环境	38	113	77	21	0	-58
天翔环境	12	24	117	3	42	167
万邦达	33	92	-15	37	51	-10
维尔利	134	48	-20	233	25	-23
伟明环保	26	1	3	30	31	13
武汉控股	14	2	-0	20	3	-11
先河环保	32	43	25	19	21	29
兴蓉环境	13	12	-0	1	10	6
兴源环境	66	18	138	124	60	82
雪迪龙	26	35	-0	48	32	-26
雪浪环境	1	38	20	-18	23	57
盈峰环境	12	1	12	14	85	119
永清环保	41	-14	99	1	107	25
远达环保	7	1	-8	12	23	-47
长青集团	24	16	19	58	75	49
中材节能	0	-10	9	2	1	22
中持股份	44	-3	24	47	16	3
中电环保	12	0	7	21	21	8
中国天楹	121	50	19	114	30	-7
中金环境	17	24	43	24	44	80
中原环保	18	-10	52	11	55	774
中再资环	-15	7	-11	-114	4	-15
重庆水务	3	8	-1	-23	7	-31
中值	15	18	23	17	23	26
平均值	22	26	32	21	35	34
均值与中值的差值	7	8	9	4	12	8

数据来源: wind, 招商证券

表 2: 环保板块上市公司 2014-2016 年收入与利润增速情况

	2014	2015	2016
净利润同比增速下滑公司数量	15	11	18
净利润同比增速 49%以上公司数量	10	15	18

数据来源: wind, 招商证券

二、现金回流情况较好，上下游占款相当

1、销售商品收到现金占营收比重高，行业现金回流状况较好

由于销售商品、提供劳务收到现金为环保公司实际业务收款情况，而经营性现金流中还含有较多其他扰动因素，因此，我们习惯用销售商品、提供劳务收到现金来衡量行业现金收款情况，而非经营性现金流量净额。

2016 年，环保板块公司合计销售商品、提供劳务收到现金 1683 亿元，同比 2015 年增长 42%；板块内公司销售商品、提供劳务收到现金/收入的中值为 88%、均值也为 88%，与 2015 年的中值 92%、均值 89%相比变化不大，90%左右的销售商品现金回流占收入比重应属较好水平。而且从均值与中值差异来看，大小公司虽然利润增速有分化，但现金回流差别并不大。

表 3：各公司现金回流情况

名称	销售商品、提供劳务收到现金（亿元）			销售商品、提供劳务收到现金/收入		
	2015	2016	同比	2015	2016	同比变化
巴安水务	2.63	3.38	28%	39%	33%	-6%
碧水源	47.34	64.87	37%	91%	73%	-18%
博世科	3.72	4.62	24%	74%	56%	-18%
博天环境	38.98	150.65	286%	68%	86%	18%
渤海股份	7.36	12.17	65%	77%	72%	-5%
创业环保	8.02	24.85	210%	66%	80%	14%
德创环保	16.20	20.35	26%	101%	107%	6%
迪森股份	5.65	11.42	102%	111%	108%	-3%
东方园林	45.78	55.28	21%	131%	111%	-20%
东江环保	24.63	27.86	13%	102%	106%	4%
菲达环保	39.57	43.71	10%	117%	118%	2%
富春环保	14.22	15.30	8%	49%	57%	7%
高能环境	8.24	10.80	31%	81%	69%	-12%
格林美	52.81	82.30	56%	103%	105%	2%
国祯环保	10.35	16.46	59%	99%	113%	14%
海峡环保	2.69	4.08	52%	96%	124%	28%
瀚蓝环境	35.84	38.43	7%	107%	104%	-3%
洪城水业	47.34	64.87	37%	91%	73%	-18%
华测检测	12.82	17.05	33%	100%	103%	4%
华控赛格	1.59	2.97	87%	93%	100%	7%
华西能源	26.99	25.96	-4%	73%	76%	3%
环能科技	2.92	4.36	49%	89%	89%	1%
江南水务	8.42	8.33	-1%	98%	75%	-23%
津膜科技	2.81	3.51	25%	46%	47%	0%
聚光科技	17.79	19.30	8%	97%	82%	-15%
凯迪生态	45.78	55.28	21%	131%	111%	-20%
科达洁能	34.07	38.36	13%	95%	88%	-7%
科林环保	2.78	3.30	19%	77%	101%	24%
科融环境	5.65	8.73	54%	57%	114%	57%
联美控股	8.82	22.51	155%	116%	110%	-6%

龙净环保	65.55	62.69	-4%	89%	78%	-11%
龙马环卫	16.82	23.58	40%	110%	106%	-3%
绿城水务	11.27	12.95	15%	100%	108%	9%
南方汇通	8.38	9.48	13%	93%	94%	1%
启迪桑德	33.92	38.80	14%	53%	56%	3%
清新环境	12.94	20.25	56%	57%	60%	3%
三聚环保	38.98	150.65	286%	68%	86%	18%
三维丝	5.38	6.75	26%	78%	65%	-13%
上海环境	23.08	25.74	12%	115%	101%	-14%
神雾环保	8.02	24.85	210%	66%	80%	14%
神雾节能	2.56	5.12	100%	105%	59%	-46%
盛运环保	15.13	8.58	-43%	92%	55%	-38%
首创股份	62.40	92.26	48%	88%	117%	28%
天壕环境	7.36	12.17	65%	77%	72%	-5%
天翔环境	3.49	6.83	96%	71%	64%	-7%
万邦达	10.27	9.70	-6%	52%	58%	5%
维尔利	6.29	6.54	4%	65%	85%	19%
伟明环保	7.76	7.67	-1%	115%	111%	-4%
武汉控股	8.45	8.87	5%	70%	74%	4%
先河环保	7.14	9.70	36%	114%	123%	9%
兴蓉环境	30.21	33.20	10%	99%	109%	10%
兴源环境	6.40	11.75	83%	72%	56%	-17%
雪迪龙	9.51	10.37	9%	95%	104%	9%
雪浪环境	7.06	7.93	12%	122%	114%	-8%
盈峰环境	28.88	29.98	4%	95%	88%	-7%
永清环保	7.39	14.57	97%	96%	95%	-1%
远达环保	31.50	23.87	-24%	89%	73%	-16%
长青集团	16.20	20.35	26%	101%	107%	6%
中材节能	12.91	14.14	10%	94%	94%	0%
中持股份	2.70	4.38	62%	82%	107%	25%
中电环保	4.56	4.95	9%	75%	76%	1%
中国天楹	5.12	6.28	22%	62%	64%	2%
中金环境	16.47	25.09	52%	85%	90%	5%
中原环保	8.14	7.33	-10%	157%	78%	-79%
中再资环	15.91	10.15	-36%	99%	71%	-28%
重庆水务	46.70	54.03	16%	104%	121%	17%
合计	1186.66	1682.64	42%			
中值			25%	92%	88%	1%
平均值			43%	89%	88%	-1%

资料来源: Wind, 招商证券

2、应收及应付占营收比重较为稳定，上下游占款相当

从应收账款情况来看，2016 年环保公司应收账款增速与收入相当，因此应收账款占收入比重变化不大。2016 年，环保公司总体应收账款金额合计为 710 亿元，同比增长 35%；应收账款占收入比重的中值为 36%，均值为 41%，较 2015 年均变化大不大，且应收账款占收入 40%左右的比重仍属于较正常的占款水平。

表 4：各公司应收账款情况

名称	应收账款（亿元）	应收账款/收入
----	----------	---------

	2015	2016	同比	2015	2016	同比变化
巴安水务	2.51	3.98	58%	37%	39%	2%
碧水源	25.65	42.32	65%	49%	48%	-2%
博世科	3.80	5.97	57%	75%	72%	-3%
博天环境	36.28	63.96	76%	64%	36%	-27%
渤海股份	2.37	5.22	121%	25%	31%	6%
创业环保	6.35	10.57	66%	52%	34%	-18%
德创环保	3.18	3.27	3%	20%	17%	-3%
迪森股份	1.12	2.42	116%	22%	23%	1%
东方园林	17.00	18.73	10%	49%	37%	-11%
东江环保	7.09	4.93	-30%	29%	19%	-11%
菲达环保	12.00	13.40	12%	35%	36%	1%
富春环保	3.25	3.23	-1%	11%	12%	1%
高能环境	1.09	1.46	34%	11%	9%	-1%
格林美	12.40	16.59	34%	24%	21%	-3%
国祯环保	5.89	6.01	2%	56%	41%	-15%
海峡环保	1.16	0.98	-16%	41%	30%	-12%
瀚蓝环境	2.42	2.62	8%	7%	7%	0%
洪城水业	25.65	42.32	65%	49%	48%	-2%
华测检测	2.69	3.22	19%	21%	19%	-1%
华控赛格	1.12	1.24	11%	66%	42%	-24%
华西能源	26.01	28.92	11%	70%	85%	15%
环能科技	2.83	3.71	31%	86%	76%	-10%
江南水务	0.15	0.65	327%	2%	6%	4%
津膜科技	3.34	3.30	-1%	55%	44%	-11%
聚光科技	10.98	15.04	37%	60%	64%	4%
凯迪生态	17.00	18.73	10%	49%	37%	-11%
科达洁能	11.05	12.89	17%	31%	29%	-1%
科林环保	1.84	1.79	-3%	51%	55%	4%
科融环境	9.59	7.98	-17%	96%	104%	8%
联美控股	0.13	1.95	1449%	2%	10%	8%
龙净环保	19.59	21.47	10%	27%	27%	0%
龙马环卫	5.48	6.87	25%	36%	31%	-5%
绿城水务	1.56	1.72	10%	14%	14%	1%
南方汇通	0.57	0.34	-41%	6%	3%	-3%
启迪桑德	24.41	27.45	12%	38%	40%	1%
清新环境	10.70	22.46	110%	47%	66%	19%
三聚环保	36.28	63.96	76%	64%	36%	-27%
三维丝	3.65	4.79	31%	53%	46%	-7%
上海环境	2.00	3.80	90%	10%	15%	5%
神雾环保	6.35	10.57	66%	52%	34%	-18%
神雾节能	0.79	6.25	692%	32%	72%	40%
盛运环保	10.38	9.96	-4%	63%	63%	0%
首创股份	13.62	20.60	51%	19%	26%	7%
天壕环境	2.37	5.22	121%	25%	31%	6%
天翔环境	3.76	9.45	152%	76%	88%	12%
万邦达	7.69	10.19	33%	39%	61%	22%
维尔利	4.48	5.49	23%	47%	71%	24%
伟明环保	1.55	2.16	39%	23%	31%	8%
武汉控股	7.89	12.64	60%	66%	105%	40%
先河环保	2.44	2.77	13%	39%	35%	-4%

兴蓉环境	4.65	5.16	11%	15%	17%	2%
兴源环境	5.34	9.91	86%	60%	47%	-13%
雪迪龙	4.43	5.01	13%	44%	50%	6%
雪浪环境	3.27	4.53	38%	56%	65%	9%
盈峰环境	23.06	13.04	-43%	76%	38%	-38%
永清环保	3.38	4.01	19%	44%	26%	-18%
远达环保	15.13	17.07	13%	43%	52%	10%
长青集团	3.18	3.27	3%	20%	17%	-3%
中材节能	4.96	5.32	7%	36%	36%	-1%
中持股份	1.69	1.66	-2%	51%	40%	-11%
中电环保	3.51	4.12	18%	58%	64%	6%
中国天楹	1.42	1.68	18%	17%	17%	0%
中金环境	6.17	10.09	64%	32%	36%	5%
中原环保	0.61	2.20	258%	12%	23%	12%
中再资环	12.39	17.56	42%	77%	123%	46%
重庆水务	10.17	9.52	-6%	23%	21%	-1%
合计	524.86	709.69	35%			
中值			21%	40%	36%	0%
平均值			71%	41%	41%	0%

资料来源：Wind，招商证券

同时，环保公司 2016 年应付账款的增长速度较应收略快，环保公司应付账款占收入比重与应收占收入比重逐渐接近，对上下游占款基本相当也是保证公司现金回流正常的重要手段。2016 年，环保公司整体应收账款合计金额为 604 亿元，同比增长 44%；应付账款占收入比重中值为 27%，均值为 34%，略低于应收账款占收入比重，但已逐渐接近。

表 5：各公司应付账款情况

名称	应付账款（亿元）			应付账款/收入		
	2015	2016	同比	2015	2016	同比变化
巴安水务	4.80	7.83	63%	71%	76%	5%
碧水源	20.28	49.46	144%	39%	56%	17%
博世科	1.91	5.19	172%	38%	63%	25%
博天环境	17.24	30.45	77%	30%	17%	-13%
渤海股份	3.22	11.47	256%	34%	68%	34%
创业环保	4.96	4.77	-4%	41%	15%	-26%
德创环保	1.84	2.28	24%	12%	12%	0%
迪森股份	1.07	2.38	123%	21%	22%	1%
东方园林	20.11	19.18	-5%	58%	38%	-19%
东江环保	4.47	7.13	60%	19%	27%	9%
菲达环保	12.26	13.72	12%	36%	37%	1%
富春环保	2.78	4.01	44%	10%	15%	5%
高能环境	4.47	6.01	34%	44%	38%	-5%
格林美	4.13	4.41	7%	8%	6%	-2%
国祯环保	4.61	4.37	-5%	44%	30%	-14%
海峡环保	3.79	3.12	-18%	135%	94%	-41%
瀚蓝环境	10.16	10.27	1%	30%	28%	-2%
洪城水业	20.28	49.46	144%	39%	56%	17%
华测检测	0.57	0.80	41%	4%	5%	0%
华控赛格	0.43	1.56	263%	25%	52%	27%

华西能源	29.19	33.97	16%	79%	100%	21%
环能科技	1.04	1.12	8%	32%	23%	-9%
江南水务	1.38	2.53	83%	16%	23%	7%
津膜科技	1.77	2.48	40%	29%	33%	4%
聚光科技	2.77	4.12	49%	15%	18%	2%
凯迪生态	20.11	19.18	-5%	58%	38%	-19%
科达洁能	13.77	14.97	9%	38%	34%	-4%
科林环保	1.42	1.46	2%	39%	45%	5%
科融环境	4.17	4.48	7%	42%	59%	17%
联美控股	2.35	4.63	97%	31%	23%	-8%
龙净环保	27.61	29.34	6%	37%	37%	-1%
龙马环卫	2.18	4.15	90%	14%	19%	4%
绿城水务	0.50	1.01	103%	4%	8%	4%
南方汇通	1.31	1.06	-19%	14%	11%	-4%
启迪桑德	17.53	17.85	2%	28%	26%	-2%
清新环境	6.80	9.48	39%	30%	28%	-2%
三聚环保	17.24	30.45	77%	30%	17%	-13%
三维丝	1.55	2.13	37%	22%	20%	-2%
上海环境	10.01	12.95	29%	50%	51%	1%
神雾环保	4.96	4.77	-4%	41%	15%	-26%
神雾节能	0.38	1.55	313%	15%	18%	2%
盛运环保	3.16	2.92	-8%	19%	19%	-1%
首创股份	13.54	19.12	41%	19%	24%	5%
天壕环境	3.22	11.47	256%	34%	68%	34%
天翔环境	1.42	1.95	38%	29%	18%	-10%
万邦达	5.91	5.33	-10%	30%	32%	2%
维尔利	3.82	4.58	20%	40%	59%	19%
伟明环保	1.04	1.46	41%	15%	21%	6%
武汉控股	6.77	7.92	17%	56%	66%	10%
先河环保	0.70	0.85	22%	11%	11%	0%
兴蓉环境	11.71	21.54	84%	38%	70%	32%
兴源环境	2.32	14.74	534%	26%	70%	44%
雪迪龙	0.44	0.47	6%	4%	5%	0%
雪浪环境	1.64	1.69	3%	28%	24%	-4%
盈峰环境	3.01	4.45	48%	10%	13%	3%
永清环保	4.99	8.40	68%	65%	55%	-10%
远达环保	16.47	19.79	20%	47%	61%	14%
长青集团	1.84	2.28	24%	12%	12%	0%
中材节能	4.24	4.77	12%	31%	32%	1%
中持股份	0.75	1.01	35%	23%	25%	2%
中电环保	3.27	3.72	14%	54%	57%	4%
中国天楹	3.72	4.58	23%	45%	47%	2%
中金环境	3.75	7.20	92%	19%	26%	7%
中原环保	1.31	1.26	-4%	25%	13%	-12%
中再资环	0.80	1.73	115%	5%	12%	7%
重庆水务	9.41	8.99	-4%	21%	20%	-1%
合计	420.64	603.74	44%			
中值			32%	30%	27%	
平均值			59%	32%	34%	

资料来源：Wind，招商证券

三、盈利能力及资产负债率：净利率稳定，资产负债率略有提升

1、行业净利率稳定在 13%-14%水平

2014-2016 年，环保行业净利率基本保持稳定，均在 13%-14%左右。

表 6：环保板块上市公司 2014-2016 年净利率情况

公司名称	2014	2015	2016
巴安水务	21.47	11.35	13.68
碧水源	27.28	26.11	20.76
博世科	11.15	8.52	7.56
博天环境	6.20	6.24	5.71
渤海股份	5.79	5.96	5.33
创业环保	16.86	17.09	22.63
德创环保	12.58	5.90	6.96
迪森股份	11.03	8.51	12.02
东方园林	13.84	11.19	15.13
东江环保	12.29	13.84	20.40
菲达环保	2.00	2.48	1.20
富春环保	4.63	6.31	9.07
高能环境	14.88	10.45	10.00
格林美	5.40	3.01	3.37
国祯环保	5.08	7.17	8.88
海峡环保	37.28	30.43	29.21
瀚蓝环境	12.68	12.00	13.78
洪城水业	27.28	26.11	20.76
华测检测	15.78	14.02	6.15
华控赛格	-161.25	4.11	3.35
华西能源	4.56	5.36	6.03
环能科技	22.96	15.84	14.25
江南水务	23.66	31.49	29.46
津膜科技	16.29	8.75	6.33
聚光科技	15.65	13.48	17.13
凯迪生态	7.21	11.12	6.67
科达洁能	9.99	15.06	6.92
科林环保	2.66	7.64	5.92
科融环境	5.01	2.60	-17.24
联美控股	24.61	23.31	34.19
龙净环保	7.69	7.58	8.27
龙马环卫	10.97	9.84	9.53
绿城水务	23.85	20.96	24.26
南方汇通	8.85	9.30	9.77
启迪桑德	18.38	14.68	15.63
清新环境	21.19	22.37	21.93
三聚环保	13.36	14.40	9.22
三维丝	12.90	10.01	21.12
上海环境	21.11	16.99	18.23
神雾环保	10.07	14.92	22.58
神雾节能	0.73	4.71	38.52
盛运环保	19.33	45.09	7.57

首创股份	10.92	7.59	7.72
天壕环境	31.28	14.73	3.46
天翔环境	8.33	9.60	11.79
万邦达	18.64	14.71	15.57
维尔利	14.77	12.55	11.99
伟明环保	33.37	43.16	47.40
武汉控股	27.57	28.05	25.10
先河环保	16.27	13.81	13.34
兴蓉环境	27.61	26.93	28.58
兴源环境	8.48	11.52	8.84
雪迪龙	26.82	26.23	19.43
雪浪环境	10.96	9.76	12.74
盈峰环境	2.00	3.68	7.21
永清环保	6.06	14.60	9.21
远达环保	6.67	8.11	4.65
长青集团	4.53	6.85	8.56
中材节能	6.99	7.80	8.70
中持股份	11.39	13.74	11.43
中电环保	13.74	16.60	16.82
中国天楹	31.77	27.65	21.59
中金环境	12.52	14.57	18.28
中原环保	11.44	19.73	31.76
中再资环	-37.12	10.90	10.51
重庆水务	35.05	34.57	23.98
行业总体净利率	13.23	14.12	13.19

数据来源: wind, 招商证券

2、资产负债率略有提升至 54%，PPP 资产证券化将成为较高负债率下行业新机会

2016 年，环保板块公司整体资产负债率为 54%，较 2015 年提升了 3 个百分点。这一资产负债率水平仍处于适中水平，而未来随着 PPP 资产证券化推进，行业将迎来新的机会。

表 7：环保板块上市公司 2014-2016 年资产证券化率情况

公司名称	2014	2015	2016
巴安水务	48.91	60.86	43.37
碧水源	38.78	23.27	48.65
博世科	65.67	64.58	55.65
博天环境	70.54	66.99	74.33
渤海股份	54.46	53.38	65.84
创业环保	60.05	54.04	52.98
德创环保	63.02	64.87	66.58
迪森股份	23.96	16.13	52.54
东方园林	56.22	63.83	60.68
东江环保	43.06	51.84	52.79
菲达环保	71.74	62.39	67.51
富春环保	35.24	37.16	37.67
高能环境	41.43	43.31	52.25
格林美	59.11	57.44	62.24

国祯环保	69.47	76.95	69.57
海峡环保	37.02	50.56	47.07
瀚蓝环境	66.41	60.24	58.26
洪城水业	38.78	23.27	48.65
华测检测	18.60	22.71	21.21
华控赛格	72.33	12.60	39.04
华西能源	61.72	67.97	70.43
环能科技	31.92	24.89	28.59
江南水务	41.38	38.30	44.24
津膜科技	29.21	38.07	41.09
聚光科技	27.45	40.50	43.90
凯迪生态	76.25	75.87	68.96
科达洁能	49.28	47.89	50.55
科林环保	42.02	27.26	28.60
科融环境	39.04	47.17	48.57
联美控股	65.75	63.86	61.32
龙净环保	71.65	72.89	72.23
龙马环卫	55.61	42.80	52.30
绿城水务	74.26	62.65	62.90
南方汇通	30.57	35.67	49.53
启迪桑德	44.75	60.35	63.51
清新环境	45.88	53.71	64.28
三聚环保	60.40	52.46	64.73
三维丝	45.70	50.65	51.69
上海环境	51.51	51.78	50.94
神雾环保	37.18	42.12	48.72
神雾节能	66.67	62.22	39.36
盛运环保	65.21	52.54	52.80
首创股份	69.01	67.34	65.65
天壕环境	41.27	43.07	52.99
天翔环境	60.78	56.81	57.88
万邦达	28.16	49.48	24.26
维尔利	24.19	42.02	36.79
伟明环保	65.19	44.43	42.97
武汉控股	42.61	42.75	44.58
先河环保	12.98	13.77	16.22
兴蓉环境	38.35	41.45	45.90
兴源环境	30.69	37.32	50.46
雪迪龙	16.48	12.67	13.00
雪浪环境	30.55	46.54	47.89
盈峰环境	42.50	36.92	42.94
永清环保	41.57	42.34	48.61
远达环保	42.76	40.33	40.57
长青集团	41.70	44.18	39.21
中材节能	51.06	46.78	49.03
中持股份	45.50	43.45	45.58
中电环保	28.18	31.14	33.65
中国天楹	50.43	57.94	65.62
中金环境	26.37	32.29	43.29
中原环保	60.67	26.56	15.24
中再资环	110.37	61.95	66.36

重庆水务	35.56	30.55	33.47
行业总体净利率	52.31	51.35	54.48

数据来源：wind，招商证券

四、2017 年一季报分析：预付账款预示高景气度将持续

1、一季度收入利润占全年比重较小，且大部分环保公司个体一季度业绩占全年收入比值波动大，对全年业绩指引不大

一季度是环保类上市公司重要的播种季，但从收入利润的情况来看，往往占全年比重较小，对全年业绩指引不大。**2014-2016 年**，一季度利润占全年利润比重均在 **12%-13%** 左右，仅占全年利润的 **1/8**，且从个体公司来看，大部分公司一季度利润占全年利润比重波动较大。

表 8：环保板块上市公司 2014-2016 年一季度收入与利润占全年比重情况

名称	一季度收入占全年收入比重			一季度利润占全年利润比重		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
巴安水务	18%	20%	13%	7%	12%	10%
碧水源	8%	8%	7%	2%	1%	2%
博世科	13%	16%	12%	5%	10%	7%
博天环境	0%	0%	9%	0%	0%	1%
渤海股份	21%	20%	24%	12%	13%	14%
创业环保	22%	23%	23%	19%	22%	22%
德创环保	0%	0%	12%	0%	0%	-16%
迪森股份	16%	23%	12%	25%	42%	14%
东方园林	11%	7%	9%	-11%	-13%	-5%
东江环保	18%	21%	19%	22%	22%	16%
菲达环保	21%	19%	19%	27%	26%	44%
富春环保	21%	28%	24%	24%	16%	18%
高能环境	5%	7%	7%	-18%	-20%	-8%
格林美	19%	16%	16%	16%	29%	25%
国祯环保	19%	25%	15%	17%	12%	8%
海峡环保	0%	0%	25%	0%	0%	25%
瀚蓝环境	10%	23%	22%	18%	20%	21%
洪城水业	8%	8%	7%	2%	1%	2%
华测检测	18%	18%	16%	7%	2%	-8%
华控赛格	28%	5%	6%	11%	-155%	-130%
华西能源	22%	17%	26%	22%	15%	17%
环能科技	6%	12%	15%	-6%	9%	9%
江南水务	16%	16%	17%	14%	11%	14%
津膜科技	12%	19%	11%	12%	11%	2%
聚光科技	17%	12%	11%	5%	2%	3%
凯迪生态	21%	19%	18%	14%	13%	28%
科达洁能	20%	29%	26%	28%	24%	45%
科林环保	23%	24%	24%	42%	10%	17%
科融环境	13%	23%	16%	-27%	46%	12%
联美控股	45%	45%	18%	67%	72%	19%
龙净环保	14%	13%	14%	9%	11%	12%
龙马环卫	23%	22%	20%	24%	26%	23%
绿城水务	19%	20%	22%	17%	23%	23%
南方汇通	20%	23%	24%	-2%	27%	30%
启迪桑德	14%	15%	24%	16%	17%	18%

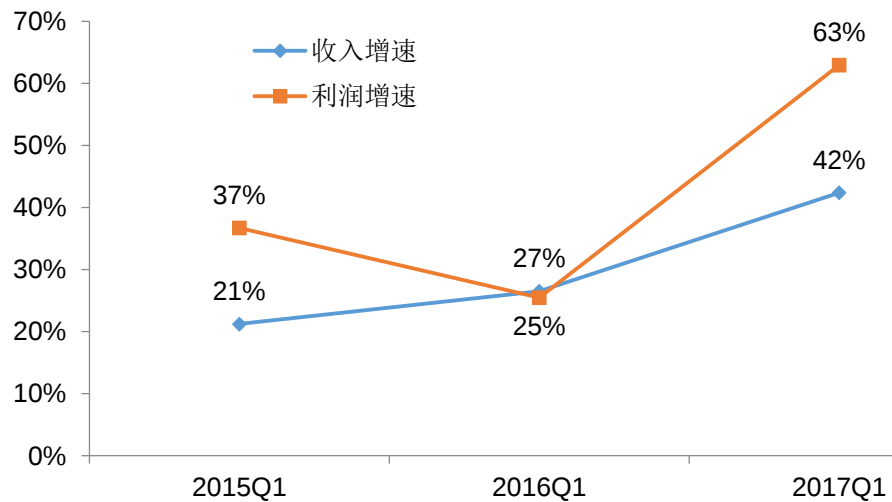
清新环境	15%	17%	9%	19%	13%	11%
三聚环保	9%	12%	10%	8%	12%	13%
三维丝	11%	16%	11%	6%	21%	5%
上海环境	12%	13%	15%	11%	19%	21%
神雾环保	2%	9%	9%	-49%	4%	14%
神雾节能	21%	24%	1%	12%	-9%	-6%
盛运环保	21%	23%	14%	16%	5%	6%
首创股份	13%	11%	18%	6%	9%	16%
天壕环境	17%	12%	19%	15%	15%	37%
天翔环境	14%	15%	14%	5%	4%	2%
万邦达	12%	20%	19%	11%	33%	27%
维尔利	13%	15%	21%	12%	11%	22%
伟明环保	20%	24%	24%	23%	24%	25%
武汉控股	23%	22%	22%	27%	26%	26%
先河环保	12%	15%	18%	4%	8%	9%
兴蓉环境	23%	22%	24%	25%	23%	26%
兴源环境	11%	15%	17%	13%	11%	22%
雪迪龙	13%	16%	13%	10%	11%	6%
雪浪环境	21%	19%	19%	18%	20%	14%
盈峰环境	24%	21%	27%	11%	7%	20%
永清环保	13%	16%	8%	11%	6%	5%
远达环保	22%	27%	24%	32%	27%	40%
长青集团	22%	22%	25%	-8%	23%	20%
中材节能	21%	21%	19%	20%	18%	15%
中持股份	0%	0%	12%	0%	0%	-1%
中电环保	12%	14%	17%	7%	9%	11%
中国天楹	0%	14%	17%	-1%	16%	17%
中金环境	18%	16%	13%	14%	11%	8%
中原环保	32%	42%	11%	29%	20%	1%
中再资环	19%	6%	16%	34%	-34%	0%
重庆水务	25%	20%	22%	20%	21%	29%
行业总体值	17%	16%	16%	12%	13%	13%

数据来源：wind，招商证券

2、2017 年一季度环保板块整体收入同比增长 42%，归属净利润同比增长 63%，为三年来一季度增速最好水平，取得开门红

2017 年一季度，剔除博天环境、海峡环保、德创环保、中持股份共 4 家新上市环保公司（无历史一季报数据），环保板块 62 家上市公司整体营收规模 388 亿元，同比增长 42%，增速较 2016 一季度提高 16pct；归属净利润 49 亿元，同比增长 63%，增速较 2016 年一季度提高 37pct。从 2015-2017 年三年一季度环保板块整体收入利润增速来看，2017 年一季度环保板块整体收入利润增速达到三年来最好水平，取得开门红。

图2：2015-2017年一季度环保板块整体收入利润增速变化



资料来源：WIND，招商证券

表 9：环保板块上市公司 2015-2017 年一季度收入与利润增速情况

名称	收入增速 (%)			净利润增速 (%)		
	2015Q1	2016Q1	2017Q1	2015Q1	2016Q1	2017Q1
巴安水务	121	-6	53	72	59	67
碧水源	45	54	78	14	80	554
博世科	123	31	111	176	3	277
博天环境	0	0	81	0	0	1485
渤海股份	-2	24	39	15	5	24
创业环保	13	1	7	19	35	24
德创环保	0	0	47	0	0	14
迪森股份	12	10	97	21	-5	65
东方园林	-28	96	63	-7	16	47
东江环保	35	-2	35	29	17	23
菲达环保	11	9	8	41	-8	-18
富春环保	4	-19	20	-28	48	84
高能环境	88	72	140	-5	46	128
格林美	6	53	37	30	49	54
国祯环保	36	-19	54	3	14	104
海峡环保	0	0	5	0	0	-8
瀚蓝环境	46	6	15	19	31	24
洪城水业	45	54	78	14	80	554
华测检测	38	10	44	-73	-381	147
华控赛格	-54	119	9	9	-20	-13
华西能源	-12	44	3	-12	19	-48
环能科技	173	88	32	248	38	-111
江南水务	13	38	13	19	53	3
津膜科技	83	-31	75	-45	-81	12
聚光科技	6	23	34	-52	101	48
凯迪生态	8	5	12	74	253	11
科达洁能	15	10	29	5	3	30
科林环保	-6	-10	145	-38	21	47
科融环境	106	-46	64	206	-232	265
联美控股	15	5	23	16	6	42

龙净环保	15	18	0	48	26	10
龙马环卫	26	30	51	27	26	30
绿城水务	19	15	5	40	23	-1
南方汇通	-50	12	4	675	31	11
启迪桑德	51	74	11	25	21	8
清新环境	100	-19	116	32	28	12
三聚环保	153	155	218	233	98	115
三维丝	107	3	-14	295	-30	-280
上海环境	87	52	16	151	49	42
神雾环保	1559	67	130	144	802	3
神雾节能	-12	-77	1	-455	-2025	68
盛运环保	51	-41	49	12	-83	3
首创股份	3	16	25	23	-14	9
天壕环境	54	172	10	1	1	-87
天翔环境	36	94	35	7	43	49
万邦达	209	-19	23	376	-27	45
维尔利	61	17	81	9	56	66
伟明环保	23	1	28	35	18	46
武汉控股	-1	-1	3	1	-13	-17
先河环保	75	53	28	128	46	37
兴蓉环境	6	9	9	2	18	-11
兴源环境	55	162	3	48	252	152
雪迪龙	64	-15	16	46	-61	9
雪浪环境	29	16	16	36	13	9
盈峰环境	-10	42	3	27	497	35
永清环保	10	0	79	3	10	127
远达环保	25	-17	-20	4	-19	-63
长青集团	15	33	3	628	33	-24
中材节能	-12	-1	19	-9	0	-19
中持股份	0	0	51	0	0	745
中电环保	22	30	21	51	31	5
中国天楹	30	36	47	11	1	-37
中金环境	10	21	78	6	29	139
中原环保	16	-51	-5	7	-84	3
中再资环	-27	-38	44	30	-99	16382
重庆水务	-14	10	-10	10	-5	84
中值	18	10	28	18	18	27

数据来源：wind，招商证券（由于有部分公司无历史数据、且有部分公司有借壳、业务变化等因素影响，均值扰动项较多，故此表只列示了中值，而无均值列示）

3、2017 年一季度预付账款同比增长 53%，预示环保行业高景气度将持续

公司为了年度业务的有序开展，一季度需提前采购原料等，因此预付账款的规模，往往反映上市公司的年初备货采购体量，透露出公司对于年度业务规模的心理预期。

因此，我们比较了 2016Q1/ 2017Q1 环保上市公司预付账款情况。2017Q1 环保板块 66 家上市公司合计预付账款规模 199 亿元，总体同比增长 53%，个股增长 15,16 平均值为 83%和 95%，（个股间预付账款的波动较大，故不采用中位数数据）

。或预示板块内企业对于全年业绩预期乐观，一季度已开始积极备货，环保行业高景气度有望在 2017 年持续。

表 10：环保板块 2016Q1/2017Q1 预付账款情况

名称	2017Q1 预付账款	2017Q1 预付账款同比	2016Q1 预付账款	2016Q1 预付账款同比
巴安水务	4.40	86%	2.37	189%
碧水源	4.48	137%	1.89	1%
博世科	0.52	51%	0.34	-33%
博天环境	0.86	-60%	2.16	0%
渤海股份	0.53	1201%	0.04	-63%
创业环保	1.78	26%	1.42	9%
德创环保	0.16	0%	0.00	0%
迪森股份	0.90	178%	0.32	22%
东方园林	1.10	29%	0.85	91%
东江环保	0.62	-24%	0.82	9%
菲达环保	3.60	-29%	5.07	20%
富春环保	1.09	5%	1.04	-22%
高能环境	1.72	395%	0.35	50%
格林美	5.09	-23%	6.60	139%
国祯环保	0.68	-45%	1.23	100%
海峡环保	0.01	0%	0.00	0%
瀚蓝环境	0.55	-52%	1.14	123%
洪城水业	4.48	137%	1.89	1%
华测检测	0.31	-5%	0.32	89%
华控赛格	0.23	308%	0.06	19%
华西能源	2.11	-10%	2.34	-2%
环能科技	0.39	49%	0.26	16%
江南水务	0.12	14%	0.10	-29%
津膜科技	1.12	-44%	1.99	199%
聚光科技	1.62	6%	1.53	73%
凯迪生态	18.52	148%	7.48	-11%
科达洁能	3.16	29%	2.45	69%
科林环保	0.91	1841%	0.05	-31%
科融环境	1.50	-40%	2.48	40%
联美控股	0.31	265%	0.08	-40%
龙净环保	6.50	15%	5.63	-18%
龙马环卫	0.16	252%	0.04	-64%
绿城水务	0.08	-9%	0.09	91%
南方汇通	0.25	7%	0.23	36%
启迪桑德	6.80	68%	4.06	30%
清新环境	3.43	25%	2.75	9%
三聚环保	30.98	118%	14.24	467%
三维丝	1.11	-4%	1.15	1270%
上海环境	0.62	30%	0.48	-56%
神雾环保	1.61	43%	1.13	47%
神雾节能	2.85	302%	0.71	83%
盛运环保	1.40	-79%	6.59	155%
首创股份	57.12	120%	25.96	67%
天壕环境	4.09	106%	1.99	271%
天翔环境	1.81	27%	1.43	70%

万邦达	1.14	-20%	1.42	260%
维尔利	0.46	-57%	1.07	-8%
伟明环保	0.26	119%	0.12	33%
武汉控股	0.02	-25%	0.03	51%
先河环保	1.65	53%	1.08	-19%
兴蓉环境	0.20	-41%	0.33	-41%
兴源环境	1.02	4%	0.99	196%
雪迪龙	0.54	18%	0.46	55%
雪浪环境	1.45	-6%	1.55	47%
盈峰环境	0.85	-61%	2.18	680%
永清环保	0.36	294%	0.09	70%
远达环保	1.13	-8%	1.22	-4%
长青集团	0.82	76%	0.47	320%
中材节能	1.38	23%	1.13	-23%
中持股份	0.14	0%	0.00	0%
中电环保	0.57	-1%	0.58	-2%
中国天楹	1.31	126%	0.58	-74%
中金环境	0.64	-21%	0.80	62%
中原环保	0.12	163%	0.05	-7%
中再资环	0.99	52%	0.65	380%
重庆水务	2.15	10%	1.95	27%
合计	198.84	53%	129.89	54%

资料来源：公司公告，招商证券；

五、风险提示

- 1、大量传统行业转型进入环保行业，造成行业竞争加剧，部分公司受到冲击。
- 2、大盘系统性风险。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱纯阳：中科院硕士，曾就职于天弘基金、建信基金，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心董事、环保行业首席分析师，电力煤气及水等公用事业行业首席分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

弋隽雅：中国社科院硕士，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

王啸：北航硕士，CFA，曾就职于神华海外公司，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

团队荣誉：《新财富》2016 年环保行业最佳分析师第二名、2015 年环保行业最佳分析师第四名、电力煤气及水等公用事业最佳分析师第四名；《金牛奖》2016 年最佳分析师第二名；《Wind 资讯》2016 年金牌分析师第一名。《水晶球奖》2015 年最佳分析师第二名；《第一财经》2015 年最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。