

环保行业 2014 年半年报业绩回顾

# 业绩高增现金流有待改善 四重因素助行情持续演绎

2014 年 9 月 5 日

## 投资要点

- 工程设备类：整体业绩快速增长，固废领域表现突出。**2014 年上半年工程设备类环保公司收入、净利润分别同比增 24.9%、31.7%，延续快速增长态势并位居市场各行业增速排名前列。具体看，固废（工程设备及资源化）业绩增长最快（+41.5%），监测（设备）、大气（工程设备）及水（工程设备）增速分别为 30.3%、28.1%及 17.1%，其中水（工程设备）由于结算多集中于下半年使得全年业绩增速有望出现明显回升。环保行业整体毛利率为 27.8%，同比微降 0.7 个百分点，其中水（工程设备）毛利率同比提高 2.8 个百分点，主要与收入结构变化及业务改善有关。
- 应收账款攀升，现金流有待改善。**截至 2014 年半年度，工程设备类环保公司应收账款余额 140.0 亿元，较年初增加 25.2 亿元（或+21.9%），规模持续攀升。格林美、东江环保（源自家电拆解补贴及污泥等市政业务付款暂未收到）、国电清新等相比年初增幅较大，桑德环境、碧水源、龙净环保、龙源技术、盛运股份绝对额超过 10 亿元。2014 年上半年行业经营性现金流净额为-21.8 亿元，而去年同期则为-12.7 亿元，表明情况仍然不容乐观，以市政为主要客户的桑德环境、碧水源现金回笼有待下半年改善。
- 水务运营类：财务费用因素对业绩形成一定拖累。**2014 年上半年，水务运营公司收入及净利润分别同比增 16.7%、2.7%；毛利率下滑 1.1 个百分点至 44.9%，加之期间费用率上升 2.4 个百分点（主要源于财务费用率提高），致净利率同比降 3.3 个百分点至 24.0%。国中水务业绩增速最快（+79.2%），源于收购天地人 100%股权并表及 2013 年 8 月完成对宁阳磁窑污水收购。重庆水务、兴蓉投资业绩出现下滑，与资金成本压力增加、汇兑损益有关。
- 持仓分析：东江环保、桑德环境等获较多增持。**截至 2014 年半年度，根据对各家环保上市公司前十大流通股东的统计，机构投资者持股市值排名前三位依次为桑德环境、碧水源及盛运股份，分别达到 17.0、13.2 及 8.4 亿元。从 Q2 持仓变动情况来看，机构投资者针对东江环保、桑德环境、先河环保等显著增持，而菲达环保、盛运股份、万邦达遭到较多减持。
- 风险提示。**环保制度改革力度低于预期；土地财政吃紧致政府支付意愿或能力下降；资金成本上升；环保项目进度慢于预期；限售股解禁等。
- 投资策略：四重因素推动板块行情持续演绎。**考虑到“十二五”收官阶段环保项目有望加快推进并对上市公司业绩形成重要支撑，而水、土壤等行动计划以及环境税等政策有望持续推进，维持行业“强于大市”评级。我们认为，后续板块行情有望在投资回升、政策预期、订单/并购落地、估值切换等四重因素推动下持续演绎。结合所在细分领域景气度、后续政策预期、未来潜在催化剂及目前估值水平，重点推荐**碧水源、桑德环境、东江环保、瀚蓝环境及万邦达**，建议关注**津膜科技、中电环保、维尔利、盛运股份及聚光科技**。此外，若《清洁煤炭发展利用行动计划》出台有望带动大气板块阶段性活跃，相关标的包括**龙净环保、菲达环保、中电远达**等。

## 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)				P/E (倍)				P/B	评级
		2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E		
碧水源	31.90	0.79	1.16	1.65	2.26	40	28	19	14	5.8	买入
桑德环境	25.11	0.69	0.97	1.32	1.70	36	26	19	15	4.7	买入
东江环保	33.84	0.60	0.81	1.27	1.98	56	42	27	17	5.0	买入
瀚蓝环境	13.28	0.39	0.47	0.67	0.87	34	28	20	15	3.1	买入
万邦达	33.40	0.57	0.87	1.20	1.53	59	38	28	22	4.1	买入

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2014 年 9 月 4 日收盘价



## 强于大市 (维持)

### 中信证券研究部

**王海旭**

电话：021-20262112

邮件：wanghx@citics.com

执业证书编号：S1010510120063

**吴非**

电话：021-20262101

邮件：wf@citics.com

执业证书编号：S1010510120066

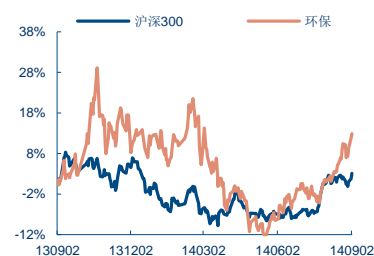
**崔霖**

电话：021-20262124

邮件：cuil@citics.com

执业证书编号：S1010513080002

### 相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

### 相关研究

- 环保行业工业水处理专题报告—执法标准驱动景气周期，订单并购助推板块活跃(2014-09-01)
- 环保行业重大事项点评—补短板、广筹资、稳增长开启新行情(2014-08-28)
- 环保行业 2014 年 8 月跟踪报告—预算法修订强化投资预期，市政&工业合力助行情演绎(2014-08-25)
- 环保行业重大事项点评—城市节水趋势强化，政策助推板块活跃(2014-08-19)
- 环保行业 2014 年 7 月跟踪报告—立法执法持续强化，关注并购业绩弹性(2014-07-23)

## 目录

半年报回顾：工程设备延续高增，财务费用拖累水务.....	1
工程设备类：业绩续高增，质量待改善.....	1
水务运营类：财务费用因素对业绩形成一定拖累.....	8
持仓分析：东江环保、桑德环境等获较多增持.....	9
风险提示.....	10
投资策略：四重因素推动板块行情持续演绎.....	10

## 插图目录

图 1：A 股分行业 2014H1 业绩增速.....	1
图 2：工程设备类环保公司整体收入增速.....	2
图 3：工程设备类环保公司整体净利润增速.....	2
图 4：2014H1 细分领域营业收入及增速.....	2
图 5：2014H1 细分领域净利润及增速.....	2
图 6：2014H1 工程设备类环保上市公司净利润增速.....	2
图 7：工程设备类环保公司整体利润率.....	4
图 8：工程设备类环保公司整体费用率.....	4
图 9：水（工程设备）整体利润率.....	6
图 10：固废（工程设备及资源化）整体利润率.....	6
图 11：大气（工程设备）整体利润率.....	6
图 12：监测（设备）整体利润率.....	6
图 13：季度末应收账款余额及期间变动.....	7
图 14：2014 年上半年应收账款同比变动幅度.....	7
图 15：2014 年半年度应收账款余额.....	7
图 16：营业收入、净利润、经营性现金流净额.....	7
图 17：2014 年上半年净利润与经营性现金流净额.....	7
图 18：水务运营整体收入及净利润增速.....	8
图 19：水务运营整体利润率.....	8
图 20：2014Q2 期末机构持股市值.....	9

## 表格目录

表 1: 29 家环保行业样本公司 .....	1
表 2: 水（工程设备）公司收入及净利润增速 .....	3
表 3: 固废（工程设备及资源化）公司收入及净利润增速 .....	3
表 4: 大气（工程设备）公司收入及净利润增速 .....	4
表 5: 监测（设备）公司收入及净利润增速 .....	4
表 6: 水（工程设备）公司毛利率 .....	5
表 7: 固废（工程设备及资源化）公司毛利率 .....	5
表 8: 大气（工程设备）公司毛利率 .....	5
表 9: 监测（设备）公司毛利率 .....	6
表 10: 水务运营公司收入及净利润增速 .....	8
表 11: 水务运营公司毛利率 .....	8
表 12: 2014Q2 重点环保公司前十大流通股东中机构持股变动情况 .....	9
表 13: 重点环保上市公司盈利预测、估值及评级 .....	11

## 半年报回顾：工程设备延续高增，财务费用拖累水务

环保类上市公司 2014 年半年报披露完毕，我们选取 29 家典型公司，并分别针对工程设备类（水、固废、大气及监测）和水务运营类环保企业加以分析比较。

表 1：29 家环保行业样本公司

分类	上市公司
水（工程设备）	万邦达、碧水源、中电环保、巴安水务、津膜科技
固废（工程设备及资源化）	桑德环境、盛运股份、维尔利、格林美、东江环保
大气（工程设备）	龙净环保、菲达环保、三维丝、龙源技术、科林环保、永清环保、国电清新、神雾环保
监测（设备）	先河环保、聚光科技、雪迪龙
水务运营	首创股份、国中水务、瀚蓝环境、洪城水业、创业环保、重庆水务、江南水务、兴蓉投资

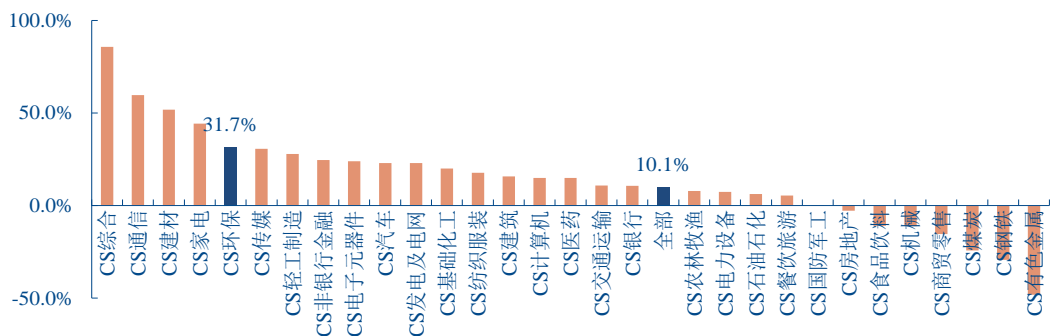
资料来源：中信证券研究部

### 工程设备类：业绩续高增，质量待改善

整体业绩快速增长，固废领域表现突出

2014 年上半年，工程设备类环保公司实现营业收入 134.5 亿元，同比增 24.9%；归属母公司净利润 15.1 亿元，同比增 31.7%（Q1 增速为 25.4%），继续保持良好增长态势，且增速与其他行业相比排名居前，而同期 A 股全部上市公司净利润增速为 10.1%。

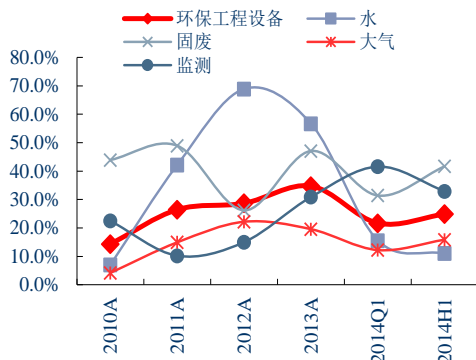
图 1：A 股分行业 2014H1 业绩增速



资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

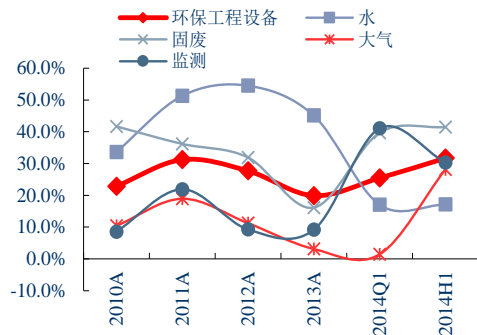
各个细分领域来看，2014 年上半年固废（工程设备及资源化）增速最快（+41.5%），监测（设备）、大气（工程设备）分别同比增长 30.3%、28.1%，水（工程设备）由于尚未到 Q4 集中结算期使得增速仅为 17.1%，预计全年业绩有望出现较为明显回升。

图 2：工程设备类环保公司整体收入增速



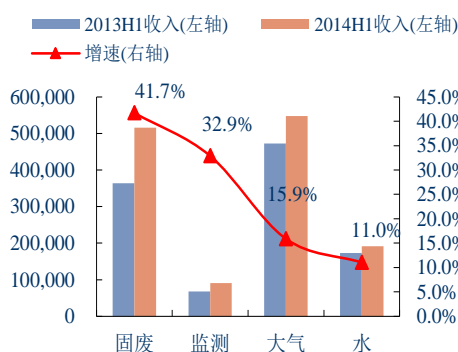
资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

图 3：工程设备类环保公司整体净利润增速



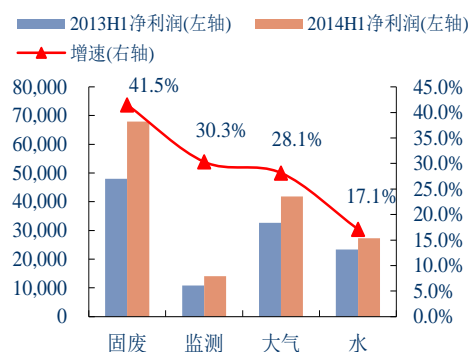
资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

图 4：2014H1 细分领域营业收入及增速（万元）



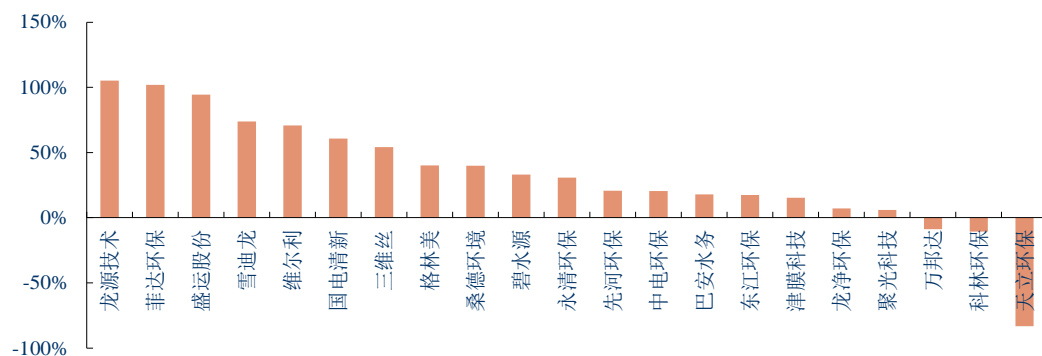
资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

图 5：2014H1 细分领域净利润及增速（万元）



资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

图 6：2014H1 工程设备类环保上市公司净利润增速



资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

在水（工程设备）方面，**碧水源**业绩同比增长 33.0% 依然最快，其中核心业务污水处理膜技术整体解决方案收入同比增 76.0%，给排水工程收入规模有所下降。**中电环保**增速为 20.4%，源于工业及市政水处理项目推进较为顺利以及部分烟气治理及固废处置项目实现结算；此外，公司在手订单较为充裕，上半年新承接合同额 6.04 亿元，尚未确认收入合同额达 12.42 亿元。**巴安水务**营业收入小幅降 3.5%、净利润同比增 17.9% 的主要原因是上半年 BT 项目确认投资收益约 0.10 亿元，而项目储备亦较为丰富（订单额超过 10 亿元）。**津膜科技**上半年由于膜工程项目和膜产品销售增加带动业绩平稳增长 15.2%，未来对于浙江地区工业废水（印染等）市场开拓值得期待。**万邦达**受项目建设及结算周期影响业绩同比降 8.8%，

而目前执行中的华北石化 PC (2.97 亿元)、陕煤煤焦油废水处理 (3.89 亿元)、宁煤高盐废水零排放 BOT 等项目有望顺利推进, 从而支撑全年业绩保持较快增长。

表 2: 水 (工程设备) 公司收入及净利润增速

收入增速	2012A	2013A	2014Q1	2014H1	净利润增速	2012A	2013A	2014Q1	2014H1
碧水源	72.7%	76.9%	31.2%	20.8%	碧水源	63.3%	49.3%	37.0%	33.0%
中电环保	51.1%	48.3%	14.0%	12.0%	中电环保	24.0%	20.5%	22.6%	20.4%
巴安水务	126.4%	24.7%	-21.7%	-21.7%	巴安水务	96.3%	42.5%	22.7%	17.9%
津膜科技	33.0%	31.3%	11.1%	17.9%	津膜科技	36.9%	35.6%	14.8%	15.2%
万邦达	66.4%	32.9%	15.5%	-6.8%	万邦达	30.7%	42.3%	2.9%	-8.8%
行业整体	68.9%	56.7%	15.6%	11.0%	行业整体	54.5%	45.1%	17.1%	17.1%

资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部

固废 (工程设备及资源化) 方面, **盛运股份** 上半年实现 93.4% 的业绩高增主要是因为参股丰汇租赁的投资收益贡献, 此外传统的尾气净化设备业务收入增长亦较快 (+41.8%), 预计下半年本部确认垃圾焚烧 BOT 项目工程利润有望显著增加。**维尔利** 工程项目结算较多 (2013 年新签订单大幅增长且部分新获项目陆续开工) 使得净利润增速回升显著, 与此同时业务顺利拓展, 上半年新中标工程订单 (含 BOT) 3.68 亿元。**格林美** 电子废弃物、镍粉、塑木型材及电池材料业务收入均实现快速增长, 带动整体业绩同比增长 40.2%。**桑德环境** 净利润延续较快增速 (+39.9%), 湖南静脉园、重庆开县等垃圾焚烧 BOT 项目及其他承接 EPC 工程推进较为顺利, 资源再生、垃圾清运等新业务规模不断扩大。受益于“两高”司法解释, **东江环保** 危废无害化业务收入增长强劲 (+38.2%), 尽管上半年现货铜价均同比下降约 10%, 但资源化产品销量增加及废旧家电扩产推动资源化业务收入同比增 12.4%, 加之污泥处置等市政项目投产, 共同助推公司业绩增速进一步回升至 17.5% (Q1-3 预告为 5%~25%)。

表 3: 固废 (工程设备及资源化) 公司收入及净利润增速

收入增速	2012A	2013A	2014Q1	2014H1	净利润增速	2012A	2013A	2014Q1	2014H1
盛运股份	27.6%	37.9%	23.0%	18.3%	盛运股份	16.1%	108.5%	116.7%	93.4%
维尔利	34.4%	-21.5%	35.9%	68.3%	维尔利	42.5%	-57.5%	14.3%	70.9%
格林美	54.4%	145.8%	41.0%	40.8%	格林美	11.7%	7.0%	53.5%	40.2%
桑德环境	31.3%	27.1%	38.7%	65.2%	桑德环境	42.9%	36.2%	41.2%	39.9%
东江环保	1.4%	4.0%	10.7%	19.9%	东江环保	30.9%	-21.9%	10.7%	17.5%
行业整体	26.2%	47.1%	31.4%	41.7%	行业整体	31.9%	16.1%	39.7%	41.5%

资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部

大气 (工程设备) 方面, **龙源技术** 2013 年由于应对实际运行中发现问题和缺陷的产品引起销售费用增加, 2014 年以来这一不利影响已经消除, 加之低氮及锅炉余热利用业务继续保持良好增长态势, 推动上半年业绩增速达 105.3%。受益于国家治理 PM<sub>2.5</sub> 不断深入以及公司自身利润率改善, **菲达环保** 营业收入、净利润分别同比增长 25.9%、102.0%。**国电清新** 上半年脱硫脱硝 EPC 收入快速增长, 特许经营业务规模亦持续扩大, 从而实现 60.7% 的业绩增速。**三维丝** 营业收入小幅增长 4.9%, 但成本控制良好带来毛利率提升, 使得净利润增长 54.3%。**永清环保** 业绩增长 30.8% 的主要原因是脱硫脱硝工程收入增加较多, 而环境修复药剂业务亦开始贡献利润。**龙净环保** 上半年脱硫脱硝工程、除尘设备及安装收入增长较为平稳, 分别为 19.0%、13.2%, 但房地产销售收入下滑对整体业绩增速有所拖累。**科林环保** 业绩延续下滑 (-10.6%), 其中冶金节能设备业务表现不佳。**神雾环保** 上半年营业收入仅为 0.26 亿元 (-88.5%), 通过对部分亏损资产进行适当剥离实现扭亏为盈, 未来将积极利用“神雾热装式节能密闭电石炉”相关专利技术及其工艺包, 加强电石行业节能减排领域的订单开拓。

表 4：大气（工程设备）公司收入及净利润增速

收入增速	2012A	2013A	2014Q1	2014H1	净利润增速	2012A	2013A	2014Q1	2014H1
龙源技术	39.9%	11.6%	22.4%	<b>60.9%</b>	龙源技术	21.5%	-9.4%	38.6%	<b>105.3%</b>
菲达环保	0.6%	16.9%	27.0%	<b>25.9%</b>	菲达环保	17.9%	111.1%	155.9%	<b>102.0%</b>
国电清新	-14.5%	99.6%	60.6%	<b>95.5%</b>	国电清新	1.8%	72.2%	65.9%	<b>60.7%</b>
三维丝	4.9%	44.8%	-12.3%	<b>4.9%</b>	三维丝	-71.5%	521.2%	16.0%	<b>54.3%</b>
永清环保	65.3%	12.6%	10.1%	<b>47.3%</b>	永清环保	51.5%	0.5%	-38.9%	<b>30.8%</b>
龙净环保	20.6%	31.3%	13.4%	<b>3.9%</b>	龙净环保	15.5%	56.9%	6.7%	<b>7.1%</b>
科林环保	19.9%	-0.2%	-22.3%	<b>-15.4%</b>	科林环保	-43.8%	-43.3%	9.2%	<b>-10.6%</b>
天立环保	126.0%	-63.9%	-92.6%	<b>-88.5%</b>	天立环保	27.1%	-257.1%	-202.6%	<b>-83.3%</b>
<b>行业整体</b>	<b>22.2%</b>	<b>19.6%</b>	<b>12.2%</b>	<b>15.9%</b>	<b>行业整体</b>	<b>11.2%</b>	<b>3.1%</b>	<b>1.4%</b>	<b>28.1%</b>

资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

监测（设备）方面，**雪迪龙**脱硫脱硝监测产品快速增长及理财产品投资收益增加推动业绩同比增长 **73.8%**；**先河环保**大气监测产品实现较大幅度增长使得上半年净利润增速达到 **20.8%**；**聚光科技**业绩表现平稳（+5.9%），主要源于环境监测系统及运维服务收入增长。

表 5：监测（设备）公司收入及净利润增速

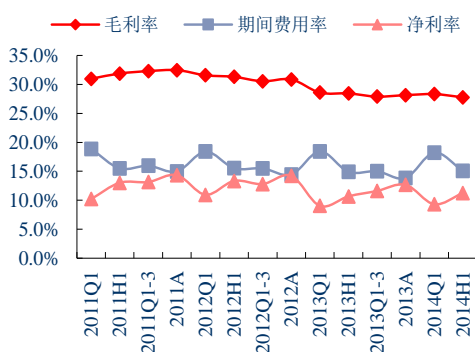
收入增速	2012A	2013A	2014Q1	2014H1	净利润增速	2012A	2013A	2014Q1	2014H1
雪迪龙	15.5%	55.6%	45.9%	<b>43.8%</b>	雪迪龙	22.6%	34.3%	68.4%	<b>73.8%</b>
先河环保	43.6%	59.1%	144.0%	<b>53.0%</b>	先河环保	15.7%	29.2%	扭亏	<b>20.8%</b>
聚光科技	9.3%	12.6%	26.4%	<b>22.8%</b>	聚光科技	1.6%	-10.3%	-25.0%	<b>5.9%</b>
<b>行业整体</b>	<b>15.0%</b>	<b>30.9%</b>	<b>41.6%</b>	<b>32.9%</b>	<b>行业整体</b>	<b>9.3%</b>	<b>9.2%</b>	<b>41.1%</b>	<b>30.3%</b>

资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

### 水板块毛利率有所提升

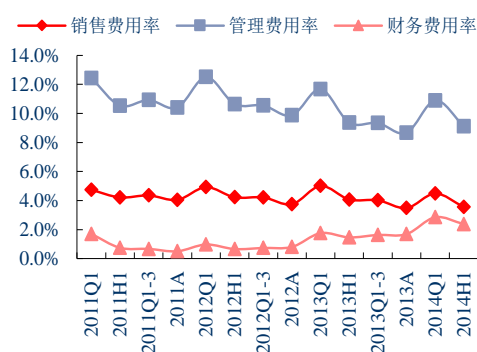
2014 年上半年，工程设备类环保公司整体毛利率水平为 **27.8%**，同比微降 0.7 个百分点，总体保持平稳态势。与此同时，行业期间费用率同比提高 0.2 个百分点至 **15.0%**（销售费用率-0.5 个百分点、管理费用率-0.2 个百分点、财务费用率+0.9 个百分点），实际所得税率降 0.9 个百分点至 **13.1%**。综合来看，上半年工程设备类环保上市公司净利润率为 **11.2%**，同比提高 0.6 个百分点。

图 7：工程设备类环保公司整体利润率



资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

图 8：工程设备类环保公司整体费用率



资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

水（工程设备）方面，2014 年上半年行业整体毛利率、净利率分别为 **31.8%**、**14.3%**，同比提高 2.8、0.7 个百分点。两家膜技术设备集成公司**碧水源**、**津膜科技**毛利率维持相对较高水平，分比为 **44.6%**、**34.2%**，同比提升 4.8、4.6 个百分点，主要与收入结构变化及业务改善有关。三家工业水处理工程类企业**万邦达**、**中电环保**、**巴安水务**毛利率波动区间为 **25%~30%**，同比变化不大（幅度均小于 1 个百分点）。

表 6：水（工程设备）公司毛利率

累计毛利率	2011A	2012A	2013A	2014Q1	2014H1
津膜科技	41.0%	38.9%	43.9%	46.9%	44.6%
碧水源	47.4%	42.8%	37.2%	30.8%	34.2%
中电环保	33.8%	28.9%	28.3%	27.2%	27.4%
万邦达	26.8%	23.0%	26.8%	23.1%	26.2%
巴安水务	37.2%	31.1%	31.6%	25.7%	24.9%
<b>行业整体</b>	<b>40.6%</b>	<b>36.3%</b>	<b>34.8%</b>	<b>29.9%</b>	<b>31.8%</b>

资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

固废（工程设备及资源化）方面，2014 年上半年行业整体毛利率同比降 1.2 个百分点至 28.9%，净利率同比持平为 13.2%。除格林美外，固废类公司毛利率普遍处于 30%~40%。**盛运股份**由于新增焚烧炉及其他设备业务收入以及传统尾气净化设备业务改善带动综合毛利率同比提高 6.9 个百分点至 37.0%。**桑德环境**毛利率同比降 4.4 个百分点的主要原因是新增贵金属回收、环卫等毛利率相对较低业务，而前者由于上半年负荷率较低致毛利率仅为 -4.0%，预计下半年有望出现明显改善。**维尔利**、**东江环保**、**格林美**毛利率水平保持平稳。

表 7：固废（工程设备及资源化）公司毛利率

累计毛利率	2011A	2012A	2013A	2014Q1	2014H1
维尔利	41.9%	40.2%	36.8%	40.2%	38.7%
盛运股份	31.7%	27.1%	32.7%	34.3%	37.0%
桑德环境	36.8%	38.5%	35.2%	35.4%	34.0%
东江环保	34.8%	36.9%	30.5%	32.7%	32.7%
格林美	31.7%	25.8%	16.6%	19.7%	19.1%
<b>行业整体</b>	<b>34.8%</b>	<b>33.8%</b>	<b>27.1%</b>	<b>29.3%</b>	<b>28.9%</b>

资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

大气（工程设备）方面，2014 年上半年行业整体毛利率同比小幅下降 1.8 个百分点至 22.2%，净利率同比提高 0.7 个百分点至 7.6%。**三维丝**原材料成本控制较好使得毛利率同比提升 4.6 个百分点至 32.8%。以火电除尘为主要收入来源的**龙净环保**、**菲达环保**毛利率水平较为稳定。**国电清新**、**龙源技术**毛利率同比下降均超过 9 个百分点，前者主要是由于 EPC 业务规模快速增长及收入占比提高，而后的低氮燃烧、等离子产品毛利率均有所下滑且新增锅炉余热利用产品收入（毛利率仅为 17.1%）。

表 8：大气（工程设备）公司毛利率

累计毛利率	2011A	2012A	2013A	2014Q1	2014H1
国电清新	40.4%	39.1%	36.2%	39.9%	34.4%
三维丝	28.8%	27.7%	33.4%	33.0%	32.8%
天立环保	40.0%	28.3%	18.2%	17.2%	26.4%
龙源技术	39.2%	34.1%	30.5%	29.6%	26.1%
科林环保	24.0%	19.6%	20.4%	24.8%	22.9%
龙净环保	24.2%	22.6%	21.2%	24.5%	21.7%
菲达环保	15.7%	15.8%	16.0%	17.0%	16.1%
永清环保	22.7%	22.4%	19.8%	16.6%	15.6%
<b>行业整体</b>	<b>25.7%</b>	<b>24.0%</b>	<b>22.7%</b>	<b>24.0%</b>	<b>22.2%</b>

资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

监测（设备）方面，2014 年上半年行业整体毛利率、净利率为 46.5%、15.6%，尽管同比分别下降 2.2、0.3 个百分点，但依然处于相对较高水平。具体来看，**先河环保**提高 1.4 个百分点（环境监测、运营服务业务表现均较好），**雪迪龙**下降 1.1 个百分点，**聚光科技**下滑 3.4 个百分点或依然源于推行解决方案业务模式使得外购设备比例增加等。

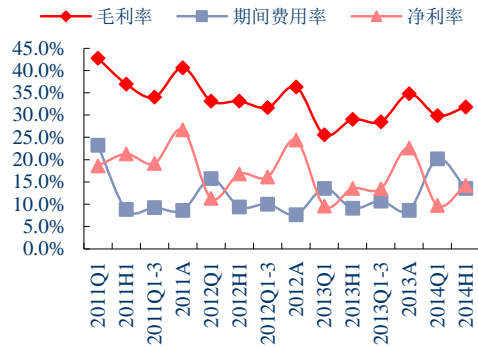


表 9：监测（设备）公司毛利率

累计毛利率	2011A	2012A	2013A	2014Q1	2014H1
先河环保	55.5%	50.4%	50.8%	47.4%	49.9%
聚光科技	53.7%	52.5%	49.1%	43.5%	48.2%
雪迪龙	48.9%	50.4%	45.7%	45.1%	41.9%
行业整体	52.7%	51.6%	48.3%	44.5%	46.5%

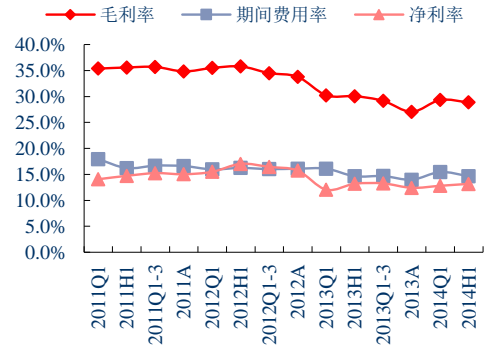
资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

图 9：水（工程设备）整体利润率



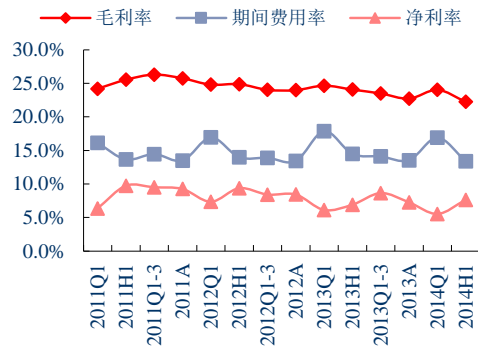
资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

图 10：固废（工程设备及资源化）整体利润率



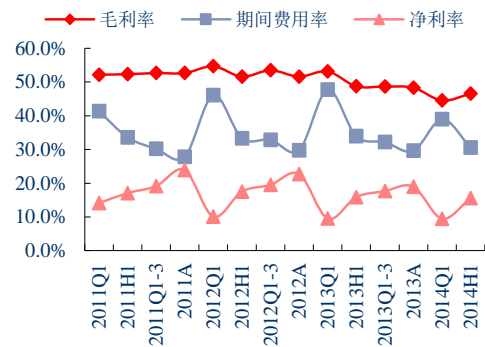
资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

图 11：大气（工程设备）整体利润率



资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

图 12：监测（设备）整体利润率

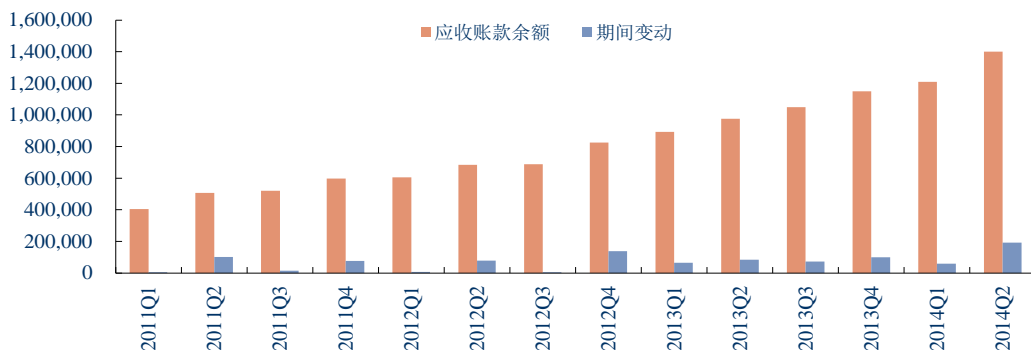


资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

### 应收账款攀升，现金流有待改善

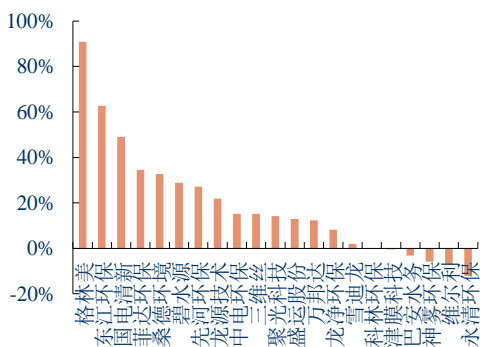
截至 2014 年半年度，工程设备类环保公司应收账款余额为 140.0 亿元，较年初增加 25.2 亿元（或+21.9%），规模持续攀升。具体公司层面，格林美、东江环保（主要源自家电拆解补贴及污泥等市政业务付款暂未收到）、国电清新等相比年初增幅较大，而永清环保、维尔利相比年初分别下降 12.1%、7.0%，回款情况良好。从绝对额角度看，桑德环境（26.5 亿元）、碧水源（16.5 亿元）、龙净环保（14.3 亿元）、龙源技术（10.1 亿元）、盛运股份（10.0 亿元）均超过 10 亿元，其中桑德环境应收账款主要来自地方政府且持续攀升态势需要密切关注。

图 13: 季度末应收账款余额及期间变动 (万元)



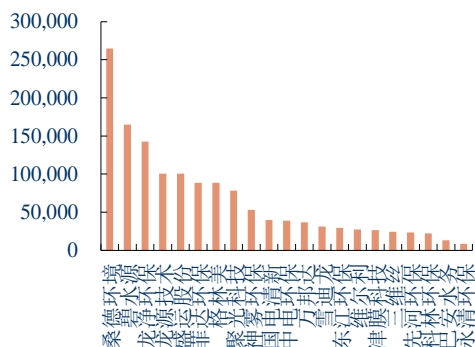
资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部

图 14: 2014 年上半年应收账款同比变动幅度



资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部

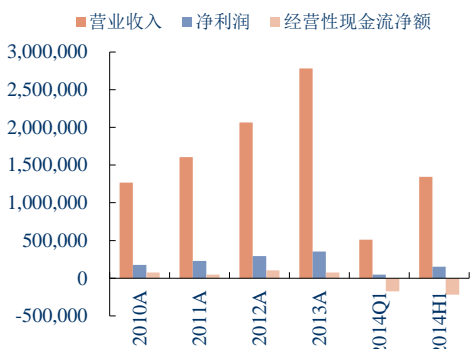
图 15: 2014 年半年度应收账款余额 (万元)



资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部

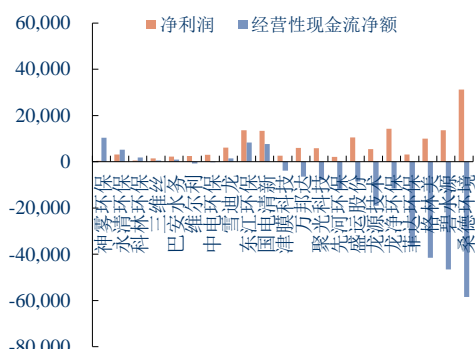
现金流方面, 2014 年上半年行业经营性现金流净额为-21.8 亿元, 而去年同期则为-12.7 亿元, 情况仍然不容乐观。具体公司来看, 神雾环保、永清环保、科林环保等经营性现金流净额与净利润匹配情况较好(但利润规模均相对较小), 而以市政为主要客户的桑德环境、碧水源现金回笼有待下半年改善。

图 16: 营业收入、净利润、经营性现金流净额 (万元)



资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部

图 17: 2014 年上半年净利润与经营性现金流净额 (万元)



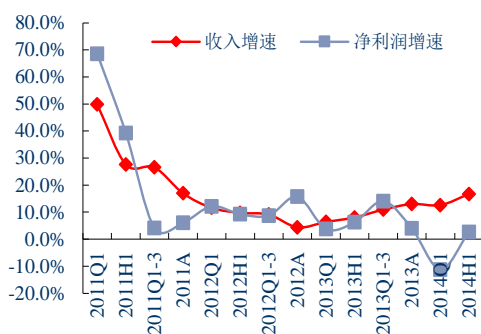
资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部

## 水务运营类：财务费用因素对业绩形成一定拖累

2014 年上半年，水务运营公司收入及净利润分别同比增长 16.7%、2.7%；行业毛利率下滑 1.1 个百分点至 44.9%，加之期间费用率上升 2.4 个百分点（主要源于财务费用率提高），致净利率同比降 3.3 个百分点至 24.0%。

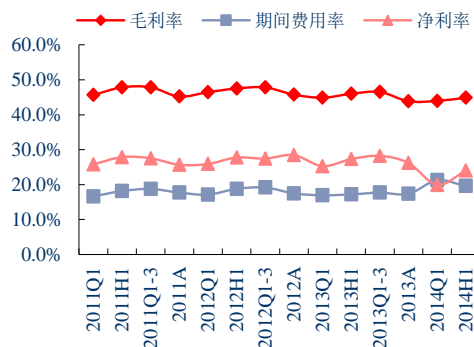
具体公司来看，**国中水务**业绩增速最快（+79.2%），主要源于收购天地人 100% 股权并表，以及 2013 年 8 月底完成对宁阳磁窑污水收购所致。受水量增长等因素影响，**洪城水业**、**瀚蓝环境**、**创业环保**业绩表现亦较好。**重庆水务**、**兴蓉投资**业绩出现小幅下滑，主要与资金成本压力增加、汇兑损益变化有关。

图 18：水务运营整体收入及净利润增速



资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

图 19：水务运营整体利润率



资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

表 10：水务运营公司收入及净利润增速

收入增速	2012A	2013A	2014Q1	2014H1	净利润增速	2012A	2013A	2014Q1	2014H1
国中水务	16.8%	65.3%	42.3%	<b>59.0%</b>	国中水务	12.6%	92.7%	32.8%	<b>79.2%</b>
洪城水业	4.9%	14.0%	21.3%	<b>28.4%</b>	洪城水业	2.0%	-1.1%	28.0%	<b>28.2%</b>
瀚蓝环境	18.4%	13.1%	15.3%	<b>16.8%</b>	瀚蓝环境	26.8%	22.9%	31.0%	<b>24.3%</b>
创业环保	4.8%	6.9%	-5.8%	<b>1.2%</b>	创业环保	-2.5%	4.8%	10.1%	<b>23.9%</b>
江南水务	0.4%	11.9%	8.8%	<b>15.2%</b>	江南水务	16.2%	4.8%	-0.2%	<b>9.9%</b>
首创股份	-4.4%	25.1%	8.4%	<b>26.6%</b>	首创股份	11.2%	3.4%	-27.2%	<b>1.0%</b>
兴蓉投资	12.2%	12.3%	10.2%	<b>5.0%</b>	兴蓉投资	23.5%	2.7%	-7.2%	<b>-3.4%</b>
重庆水务	5.1%	0.8%	21.2%	<b>16.6%</b>	重庆水务	17.4%	-0.6%	-23.6%	<b>-4.1%</b>
<b>行业整体</b>	<b>4.4%</b>	<b>13.0%</b>	<b>12.6%</b>	<b>16.7%</b>	<b>行业整体</b>	<b>15.7%</b>	<b>4.0%</b>	<b>-11.2%</b>	<b>2.7%</b>

资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

表 11：水务运营公司毛利率

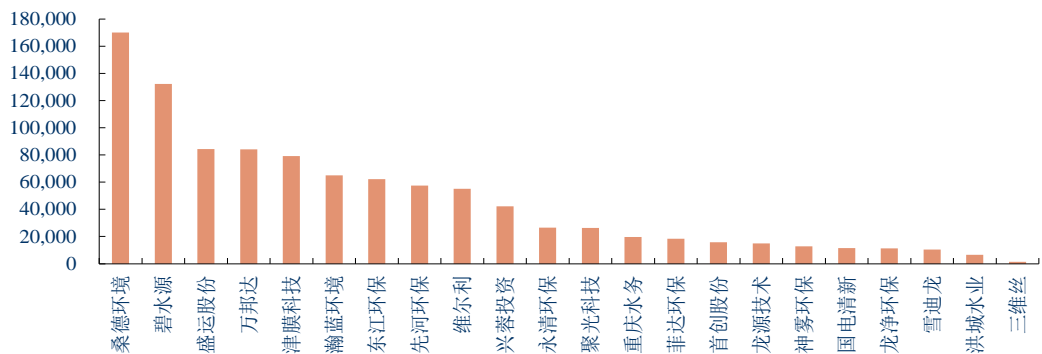
累计毛利率	2011A	2012A	2013A	2014Q1	2014H1
创业环保	55.9%	58.1%	60.4%	56.6%	<b>56.5%</b>
江南水务	57.8%	57.4%	55.0%	50.4%	<b>54.4%</b>
兴蓉投资	49.9%	51.7%	48.0%	50.3%	<b>50.6%</b>
重庆水务	46.8%	47.5%	50.3%	43.8%	<b>49.8%</b>
国中水务	46.1%	50.1%	47.0%	45.3%	<b>49.3%</b>
瀚蓝环境	42.2%	40.7%	38.5%	37.3%	<b>39.5%</b>
首创股份	42.8%	43.6%	39.7%	45.3%	<b>39.4%</b>
洪城水业	35.8%	36.6%	32.3%	31.2%	<b>32.7%</b>
<b>行业整体</b>	<b>45.2%</b>	<b>45.7%</b>	<b>43.8%</b>	<b>44.0%</b>	<b>44.9%</b>

资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

## 持仓分析：东江环保、桑德环境等获较多增持

截至 2014 年半年度，根据对各家环保上市公司前十大流通股东的统计，机构投资者持股市值排名前三位依次为桑德环境、碧水源及盛运股份，分别达到 17.0、13.2 及 8.4 亿元。从 Q2 持仓变动情况来看，机构投资者针对东江环保、桑德环境、先河环保等显著增持，而菲达环保、盛运股份、万邦达遭到较多减持。

图 20：2014Q2 期末机构持股市值（万元）



资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

表 12：2014Q2 重点环保公司前十大流通股股东中机构持股变动情况

上市公司	2014Q2 期末持股 (万股)	占总股本比例	2014Q1 期末持股 (万股)	占总股本比例	持股变动 (万股)	期间交易均价 (元)	持股变动对应市值 (万元)
东江环保	2,276	6.55%	1,670	4.81%	607	35.90	21,774
桑德环境	7,449	8.83%	7,138	8.46%	311	25.61	7,957
先河环保	2,761	13.61%	2,523	12.44%	238	20.32	4,837
洪城水业	795	2.41%	351	1.06%	444	8.17	3,628
维尔利	2,007	12.81%	1,921	12.26%	86	23.68	2,036
聚光科技	1,657	3.72%	1,602	3.60%	55	14.74	811
兴蓉投资	8,864	2.97%	8,748	2.93%	116	4.82	559
永清环保	939	4.69%	917	4.58%	22	24.91	548
雪迪龙	508	1.85%	482	1.75%	26	20.27	527
津膜科技	3,756	14.39%	3,740	14.33%	17	20.68	341
神雾环保	925	3.20%	910	3.15%	15	12.65	190
三维丝	83	0.55%	80	0.53%	3	18.96	57
国电清新	660	1.24%	701	1.32%	-41	17.60	-722
科林环保	-	0.00%	38	0.28%	-38	21.49	-825
首创股份	2,568	1.17%	2,727	1.24%	-159	6.44	-1,023
碧水源	4,520	4.22%	4,670	4.36%	-150	33.28	-5,005
重庆水务	3,980	0.83%	5,384	1.12%	-1,404	5.21	-7,313
龙净环保	469	1.10%	883	2.06%	-414	25.57	-10,584
瀚蓝环境	5,053	8.72%	6,101	10.53%	-1,048	11.56	-12,110
龙源技术	1,383	2.69%	2,102	4.10%	-719	17.92	-12,895
万邦达	2,803	12.25%	3,331	14.56%	-528	29.02	-15,324
盛运股份	5,351	10.11%	6,694	12.64%	-1,343	18.94	-25,442
菲达环保	2,086	5.13%	4,672	11.48%	-2,586	11.30	-29,220

资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

## 风险提示

- 环保制度改革力度低于预期；
- 土地财政吃紧等因素或导致政府支付意愿或能力下降；
- 资金成本上升；
- 环保项目进度低于预期；
- 限售股解禁等。

## 投资策略：四重因素推动板块行情持续演绎

考虑到“十二五”收官阶段环保项目有望加快推进并对上市公司业绩形成重要支撑，而水、土壤等行动计划以及环境税等政策有望持续推进，维持行业“强于大市”评级。我们认为，后续板块行情有望在以下四重因素推动下持续演绎：

- **投资回升：**8月27日国务院常务会议强调“补短板”（抓紧推进大气污染和重点流域水污染防治环保工程）释放后续加大投入信号，意在确保“十二五”减排目标顺利完成及稳定经济增长；5~7月节能环保财政支出增速明显回升，《预算法》修订有限度放开地方政府发债改善政府支付（用于公益性资本支出），2015年环境税也有望开征，上述因素将对此前较低的环保投资预期形成显著修复。
- **政策预期：**市场对于《水污染防治行动计划》出台预期渐强，我们认为发改委制定的推动第三方治理、环保部酝酿的政府采购环境服务指导等政策更加值得期待，有望显著驱动环保需求释放并形成相关上市公司订单；此外，《清洁煤炭发展利用行动计划》若出台或将进一步推动燃煤电厂大气污染物减排并深化改造。
- **订单/并购落地：**近期碧水源等上市公司订单日渐活跃，未来工业治污需求在执法趋严、标准提高背景下有望持续释放，而环保产业竞争升级过程中的并购整合也将愈发活跃，成为相关上市公司股价表现的重要催化剂。
- **估值切换：**目前主流环保公司2014/2015年P/E分别为23~28/15~20倍，良好的业绩成长性（2014年上半年工程设备类环保公司净利润增速达31.7%）使得从估值切换角度考虑未来或存在超过30%的上涨空间。

综合上述因素，我们继续看好环保板块后续投资机会，结合所在细分领域景气度、后续政策预期、未来潜在催化剂及目前估值水平，重点推荐**碧水源、桑德环境、东江环保、瀚蓝环境及万邦达**，建议关注**津膜科技、中电环保、维尔利、盛运股份及聚光科技**。此外，若《清洁煤炭发展利用行动计划》出台则有望带动大气板块阶段性活跃，相关投资标的包括**龙净环保、菲达环保、中电远达**等。

表 13: 重点环保上市公司盈利预测、估值及评级

简称	股价 (元)	EPS (元)				P/E				P/B	评级
		13A	14E	15E	16E	13A	14E	15E	16E		
碧水源	31.90	0.79	1.16	1.65	2.26	40	28	19	14	5.8	买入
桑德环境	25.11	0.69	0.97	1.32	1.70	36	26	19	15	4.7	买入
东江环保	33.84	0.60	0.81	1.27	1.98	56	42	27	17	5.0	买入
瀚蓝环境	13.28	0.39	0.47	0.67	0.87	34	28	20	15	3.1	买入
万邦达	33.40	0.57	0.87	1.20	1.53	59	38	28	22	4.1	买入
盛运股份	15.49	0.33	0.68	0.96	1.27	47	23	16	12	4.4	买入
天壕节能	13.85	0.36	0.53	0.72	0.81	38	26	19	17	3.5	买入
津膜科技	23.41	0.31	0.47	0.68	0.91	76	50	34	26	7.8	增持
维尔利	28.46	0.18	0.57	0.91	1.12	158	50	31	25	4.6	增持
聚光科技	17.15	0.35	0.44	0.53	0.63	49	39	32	27	4.0	增持
中电远达	22.30	0.41	0.68	0.80	0.93	54	33	28	24	3.9	增持
龙净环保	25.89	1.07	0.98	1.24	1.43	24	26	21	18	3.9	增持
国电清新	20.56	0.34	0.61	0.81	0.90	60	34	25	23	4.8	增持
永清环保	35.11	0.27	0.37	0.48	0.58	130	95	73	61	8.2	增持
三维丝	17.97	0.33	0.41	0.49	0.58	54	44	37	31	6.6	增持
重庆水务	5.68	0.39	0.43	0.52	0.59	15	13	11	10	2.1	增持
兴蓉投资	5.58	0.25	0.27	0.30	0.35	22	21	19	16	2.4	增持

资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2014 年 9 月 4 日收盘价

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2014 版权所有。保留一切权利。