

谨慎推荐 (维持)

环保业绩持续增长，17Q1 增速显著上升

风险评级：一般风险

公用事业 2016 年报及 2017 年 1 季报综述

2017 年 5 月 12 日

投资要点：
黄秀瑜

SAC 执业证书编号：

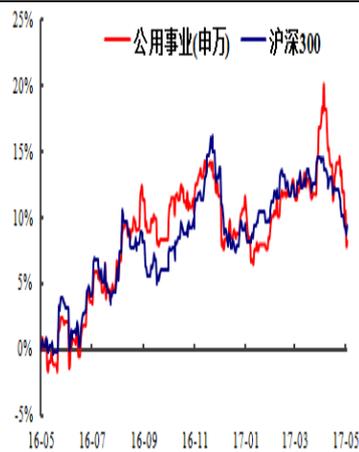
S0340512090001

电话：0769-22119455

邮箱：hxy3@dgzq.com.cn

细分行业评级

环保	谨慎推荐
燃气	谨慎推荐
水务	中性

行业指数走势


资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- **环保行业：业绩持续增长，17Q1增速显著上升。**环保行业2016年实现营业收入698.87亿元，同比增长23.29%；实现净利润95.17亿元，同比增长16.82%。剔除非正常业绩的盛运环保后，环保各子行业16年的业绩均实现快速增长。2017年1季度行业实现营业收入140.91亿元，同比增长30.35%；实现净利润15.28亿元，同比增长31.59%，增速显著高于去年同期。其中在碧水源业绩大幅增长的拉动下污水处理行业的净利润同比增长140.99%，增速显著提升，是拉升整个板块业绩的重要原因。除大气治理行业的业绩下滑外，固废处理、环境监测和节能行业的净利润增速均在25%左右。
- **燃气行业：公司业绩普遍下滑。**燃气行业2016年实现营业收入461.01亿元，同比增长4.85%；实现净利润40.83亿元，同比增长14.15%。2017年1季度实现营业收入152.16亿元，同比增长22.42%；实现净利润11.49亿元，同比下滑9.66%。除了中天能源、百川能源的业绩保持快速增长外，其余燃气公司的业绩普遍处于下滑的不良局面。燃气业务收入增长乏力和毛利率下降是燃气公司业绩下滑的主要原因。
- **水务行业：传统水务平稳，多元因素影响业绩。**水务行业2016年实现营业收入298.08亿元，同比增长6.37%；实现净利润56.53亿元，同比下降4.4%。2017年1季度实现营业收入68.54亿元，同比增长10.08%；实现净利润15.46亿元，同比增长24.67%。行业收入增速平稳，毛利率处于持续下降趋势，多元因素影响公司业绩，其中国祯环保是主营业务增长最好的公司。
- **投资建议。环保：**行业基本面保持持续快速增长的良好态势，在雄安新区建设、环保监管趋严及PPP订单落地的带动下，行业景气度提升，尤其是污水处理、生态修复、环境监测领域的市场加速释放。PPP项目资产证券化后续有望加速推进。随着庞大的存量PPP项目加速落地及新增PPP项目持续释放，对于环保公司的业绩贡献将会更为明显。目前板块的动态PE约40倍，处于历史中枢下方，各细分领域龙头个股的PE约在20-30倍之间，估值具备提升空间。建议重点关注受益雄安新区建设、PPP及低估绩优细分领域龙头的个股：碧水源、清新环境、启迪桑德、东江环保、聚光科技、博世科、高能环境。**燃气：**燃气公司的业绩普遍遇增长困境，关注市场化改革进程。建议关注中天能源、百川能源。**水务：**雄安新区的建设和污水处理领域推广PPP模式的力度加大，为综合实力较强的水务公司提供更大的市场机会。建议关注国祯环保。
- **风险提示。**政策落实低于预期、PPP项目落地低于预期。

目 录

1.环保行业：业绩持续增长，17Q1 增速显著上升	4
1.1 行业 16 年业绩保持快速增长	4
1.2 行业 17Q1 业绩增速显著上升	5
1.3 业绩增长公司的占比 17Q1 上升	7
1.4 行业盈利能力基本保持稳定	8
1.5 细分领域业绩分析	9
1.6 行业展望：环保监管趋严，PPP 项目加速落地	13
2.燃气行业：公司业绩普遍下滑，关注改革	14
2.1 行业 16 年业绩上升，17Q1 业绩下滑	14
2.2 行业 17Q1 盈利能力下降	14
2.3 燃气公司天然气销售业务分化	15
2.4 天然气消费增速企稳	16
2.5 行业展望：关注天然气市场化改革	17
3.水务行业：传统水务平稳，向环保转型发展	17
3.1 行业 16 年业绩平稳，17Q1 显著增长	17
3.2 行业毛利率呈下降趋势	18
3.3 多元因素影响公司业绩	18
3.4 行业展望：“水务+环保”转型发展	19
4.总结与投资建议	20
5.风险提示	21

插图目录

图 1：环保行业 2016 年收入增长	4
图 2：环保行业 2016 年净利润增长	4
图 3：2016 年环保子行业收入结构	4
图 4：2016 年环保子行业净利润结构	4
图 5：环保子行业 2016 年收入增速	5
图 6：环保子行业 2016 年净利润增速	5
图 7：环保行业 17Q1 收入增长	5
图 8：环保行业 17Q1 净利润增长	5
图 9：环保子行业 17Q1 收入增速	6
图 10：环保子行业 17Q1 净利润增速	6
图 17：2016 年业绩增长环保公司占比	7
图 18：17Q1 业绩增长环保公司占比	7
图 19：环保公司 16 年和 17Q1 业绩增幅统计	7
图 11：环保行业 16 年盈利能力指标	8
图 12：环保行业 17Q1 盈利能力指标	8
图 13：环保子行业 16 年毛利率	8
图 14：环保子行业 17Q1 毛利率	8
图 15：环保子行业 16 年净利率	9
图 16：环保子行业 17Q1 净利率	9
图 20：污水处理公司 16 年和 17Q1 净利润增幅	10

图 21: 固废处理公司 16 年和 17Q1 净利润增幅	10
图 22: 大气治理公司 16 年和 17Q1 净利润增幅	11
图 23: 环境监测公司 16 年和 17Q1 净利润增幅	12
图 24: 节能公司 16 年和 17Q1 净利润增幅	12
图 25: 燃气行业 2016 年收入增长	14
图 26: 燃气行业 2016 年净利润增长	14
图 27: 燃气行业 17Q1 收入增长	14
图 28: 燃气行业 17Q1 净利润增长	14
图 29: 燃气行业 16 年盈利能力指标	15
图 30: 燃气行业 17Q1 盈利能力指标	15
图 31: 燃气公司 2016 年天然气销售收入增长情况	15
图 32: 燃气公司 16 年和 17Q1 净利润增幅	16
图 33: 全国天然气消费量及年增长率情况	16
图 34: 水务行业 2016 年收入增长	17
图 35: 水务行业 2016 年净利润增长	17
图 36: 水务行业 17Q1 收入增长	17
图 37: 水务行业 17Q1 净利润增长	17
图 38: 水务行业 16 年盈利能力指标	18
图 39: 水务行业 17Q1 盈利能力指标	18
图 40: 水务公司 16 年和 17Q1 净利润增幅	19

表格目录

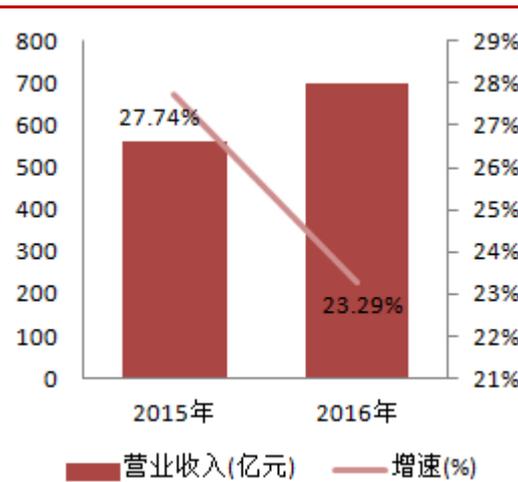
表 1: 环保子行业 2016 年营业收入和净利润增长	5
表 2: 环保子行业 17Q1 营业收入和净利润增长	6
表 3: 水务公司业绩影响主要因素分析	19
表 4: 重点公司盈利预测及投资评级 (2017/5/11)	20

1. 环保行业：业绩持续增长，17Q1 增速显著上升

1.1 行业 16 年业绩保持快速增长

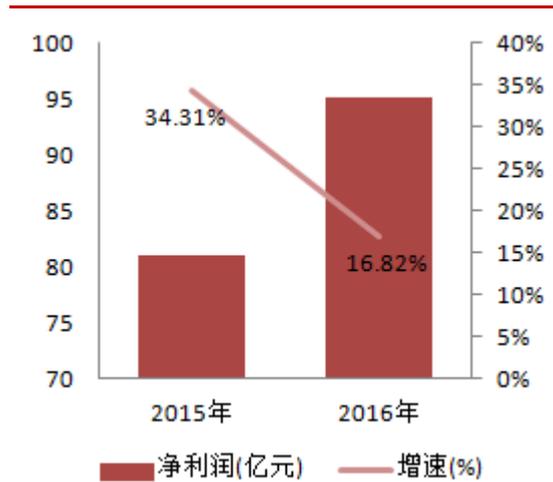
环保行业 2016 年实现营业收入 698.87 亿元，同比增长 23.29%；实现净利润 95.17 亿元，同比增长 16.82%。

图 1：环保行业2016年收入增长



数据来源：Wind，东莞证券研究所

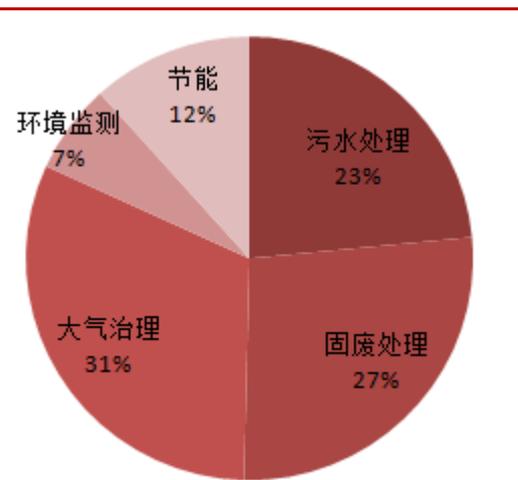
图 2：环保行业2016年净利润增长



数据来源：Wind，东莞证券研究所

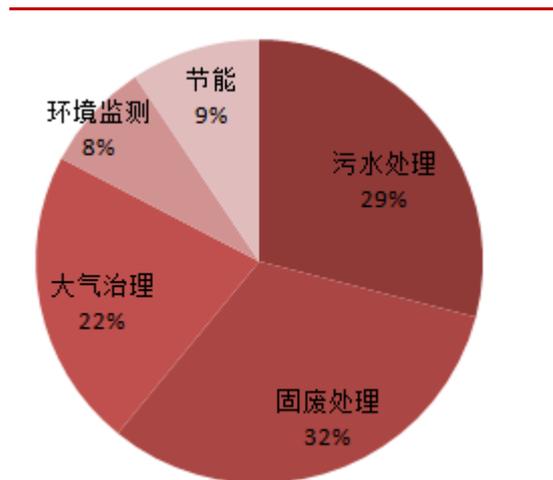
2016 年，环保子行业中，污水处理、固废处理、大气治理的收入和净利润占比八成，其中收入分别占比 23%、27%、31%，净利润分别占比 29%、32%、22%。

图 3：2016年环保子行业收入结构



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 4：2016年环保子行业净利润结构



数据来源：Wind，东莞证券研究所

污水处理和节能板块的增长最快，污水处理行业的收入和净利润分别同比增长 45.05% 和 30.98%，节能行业的收入和净利润分别同比增长 51.13% 和 63.74%，增速均高于上年同期；其次是大气治理和环境监测的业绩增速在 20% 左右，大气治理的收入和净利润分

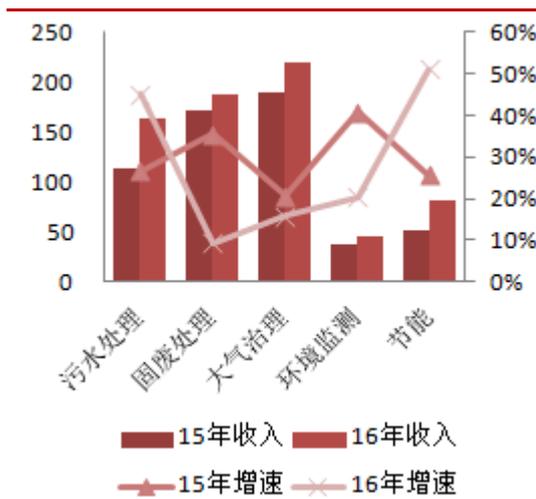
别同比增长 15.75% 和 21.73%，环境监测的收入和净利润分别同比增长 20.47% 和 18.85%，增速均低于上年同期；固废处理的业绩小幅下滑，收入和净利润分别同比增长 9.22% 和 -3.81%。剔除非正常业绩的盛运环保后，固废处理板块的收入和净利润分别同比增长 10.62% 和 20.75%。

表 1：环保子行业 2016 年营业收入和净利润增长

子板块	营业收入(亿元)		YOY (%)		净利润(亿元)		YOY (%)	
	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年
污水处理	113.10	164.05	26.54%	45.05%	21.09	27.63	25.72%	30.98%
固废处理	172.21	188.08	35.47%	9.22%	31.52	30.32	42.81%	-3.81%
大气治理	189.82	219.71	20.51%	15.75%	17.04	20.74	42.93%	21.73%
环境监测	37.85	45.67	40.74%	20.47%	6.42	7.57	25.14%	18.85%
节能	50.49	81.36	25.56%	51.13%	4.98	8.90	11.99%	63.74%

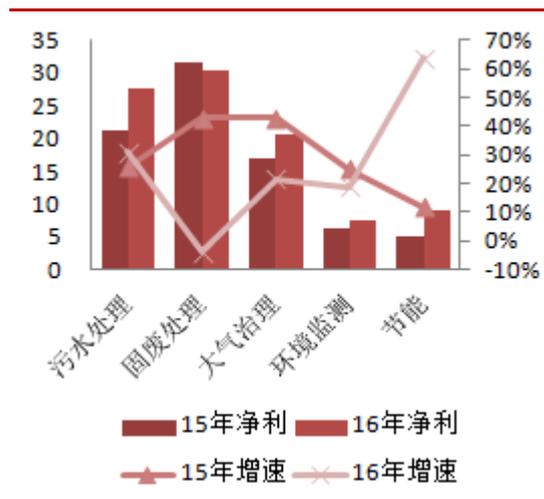
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 5：环保子行业2016年收入增速



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 6：环保子行业2016年净利润增速



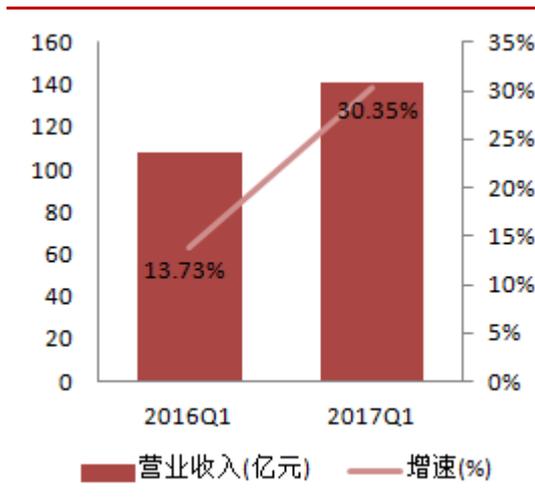
数据来源：Wind，东莞证券研究所

1.2 行业 17Q1 业绩增速显著上升

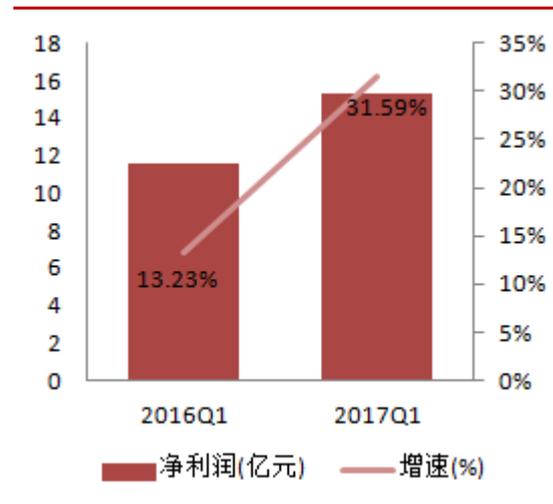
环保行业 2017 年 1 季度实现营业收入 140.91 亿元，同比增长 30.35%；实现净利润 15.28 亿元，同比增长 31.59%，营业收入和净利润的增速均显著高于去年同期。环保监管趋严和 PPP 订单逐步落地兑现业绩是促使行业业绩显著提升的主要原因。

图 7：环保行业17Q1收入增长

图 8：环保行业17Q1净利润增长



数据来源: Wind, 东莞证券研究所



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

环保子行业中,除了大气治理的业绩出现下滑外,其余子行业均实现快速增长。污水处理行业的收入和净利润分别同比增长 49.83% 和 140.99%;环境监测行业的收入和净利润分别同比增长 29.12% 和 27.37%;节能行业的收入和净利润分别同比增长 59.47% 和 25.21%;固废处理行业的收入和净利润分别同比增长 26.53% 和 21.69%;大气治理行业的收入和净利润分别同比增长 14.24% 和 -15.08%。

表 2: 环保子行业17Q1营业收入和净利润增长

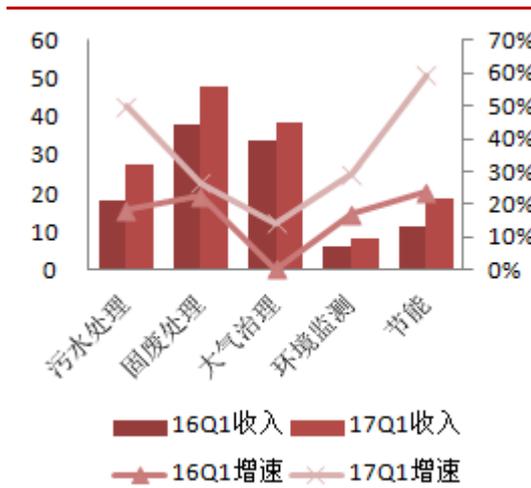
子板块	营业收入(亿元)		YOY (%)		净利润(亿元)		YOY (%)	
	16Q1	17Q1	16Q1	17Q1	16Q1	17Q1	16Q1	17Q1
污水处理	18.30	27.43	18.31%	49.83%	1.75	4.22	1.16%	140.99%
固废处理	37.91	47.97	22.45%	26.53%	5.20	6.33	14.72%	21.69%
大气治理	33.88	38.70	0.36%	14.24%	2.76	2.34	6.26%	-15.08%
环境监测	6.27	8.13	16.93%	29.12%	0.46	0.58	-15.54%	27.37%
节能	11.42	18.68	23.81%	59.47%	1.41	1.81	71.19%	25.21%

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

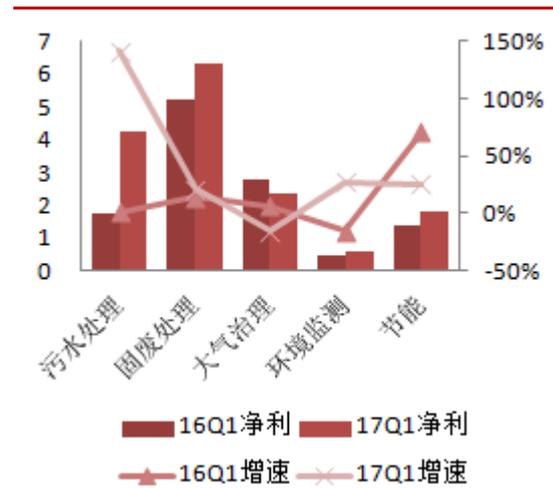
其中污水处理的业绩增速显著提升,是拉升整个板块业绩的重要原因。全部子行业的收入增速均较去年同期上升,其中污水处理和节能行业的增速上升最为明显。净利润增长方面,污水处理行业的增速显著上升,其次是环境监测、节能、固废处理行业的增速均在 25% 左右;而大气治理则为负增长。

图 9: 环保子行业17Q1收入增速

图 10: 环保子行业17Q1净利润增速



数据来源: Wind, 东莞证券研究所



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

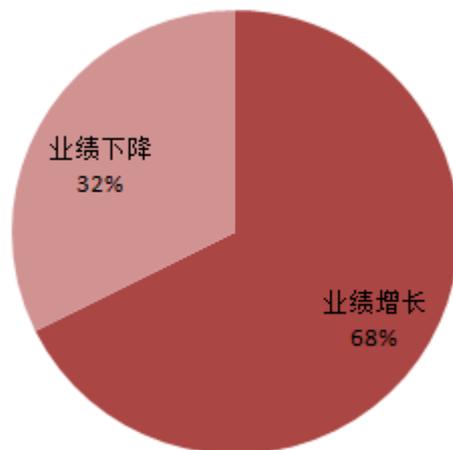
1.3 业绩增长公司的占比 17Q1 上升

34 家上市公司中，2016 年净利润实现同比增长的有 23 家，占比 68%；同比下降的有 11 家，占比 32%。

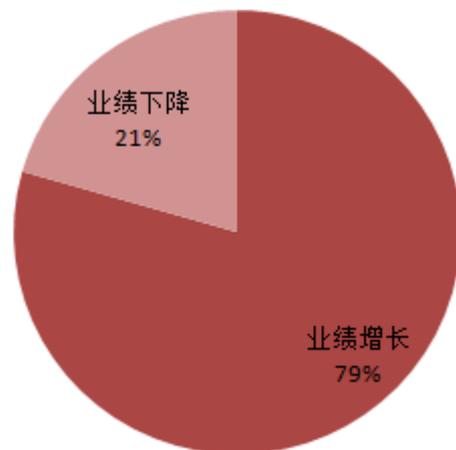
2017 年 1 季度净利润实现同比增长的有 27 家，占比 79%；同比下降的有 7 家，占比 21%。

图 11：2016年业绩增长环保公司占比

图 12：17Q1业绩增长环保公司占比



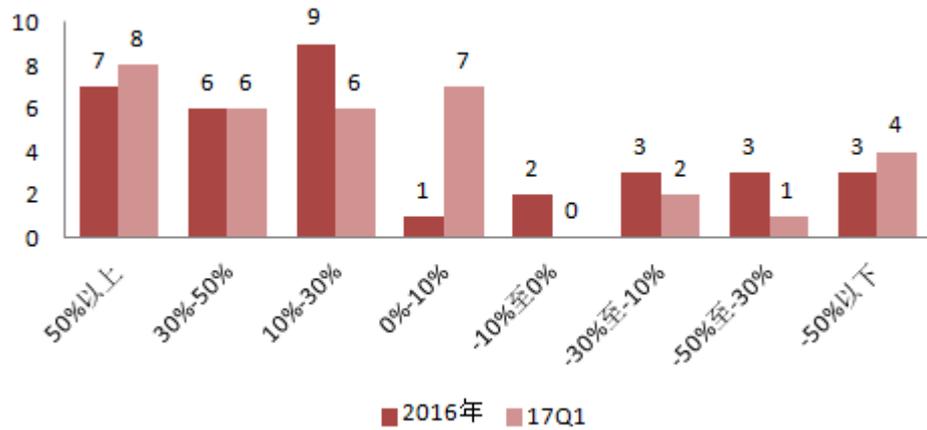
数据来源: Wind, 东莞证券研究所



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

2016 年业绩增幅在 30% 以上的公司有 13 家，占比 38%；2017 年 1 季度有 14 家，占比 41%。2016 年业绩降幅在 30% 以上的公司有 6 家，占比 18%；2017 年 1 季度有 5 家，占比 15%。2016 年和 2017 年 1 季度，各业绩增速区间的公司数量差异并不明显。

图 13：环保公司16年和17Q1业绩增幅统计



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

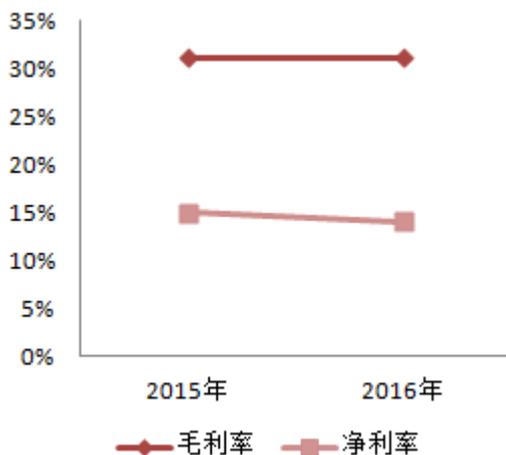
1.4 行业盈利能力基本保持稳定

2016 年, 环保行业的毛利率为 31.1%, 同比下降 0.09 个百分点; 净利率为 14.06%, 同比下降 0.93 个百分点。

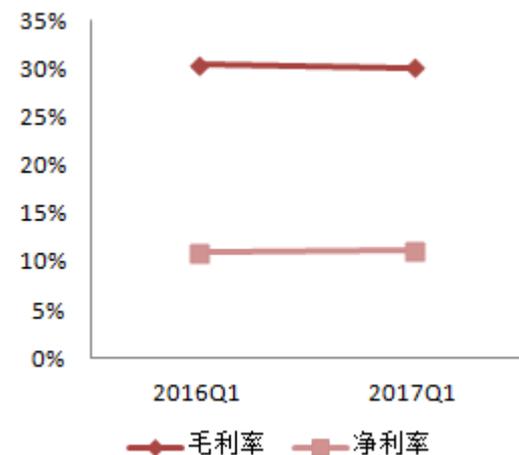
2017 年 1 季度, 环保行业的毛利率为 30.14%, 同比下降 0.31 个百分点; 净利率为 11.11%, 同比上升 0.12 个百分点。

图 14: 环保行业16年盈利能力指标

图 15: 环保行业17Q1盈利能力指标



数据来源: Wind, 东莞证券研究所



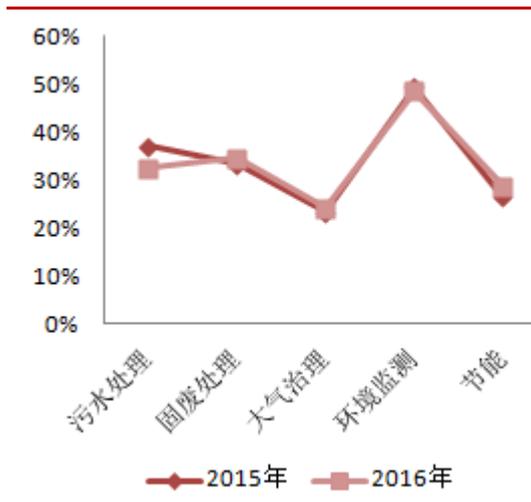
数据来源: Wind, 东莞证券研究所

子行业毛利率方面, 2016 年, 污水处理、固废处理、大气治理、环境监测、节能的毛利率分别为 32.54%、34.70%、24.19%、48.51%、28.77%。其中, 污水处理的毛利率波动相对较大, 同比下降 4.58 个百分点。

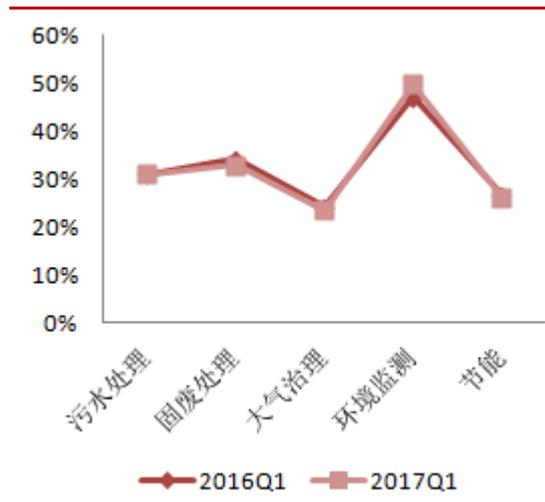
2017 年 1 季度, 污水处理、固废处理、大气治理、环境监测、节能的毛利率分别为 31.16%、33.01%、23.59%、49.77%、26.31%。其中, 环境监测的毛利率波动相对稍大, 同比上升 2.68 个百分点。

图 16: 环保子行业16年毛利率

图 17: 环保子行业17Q1毛利率



数据来源: Wind, 东莞证券研究所



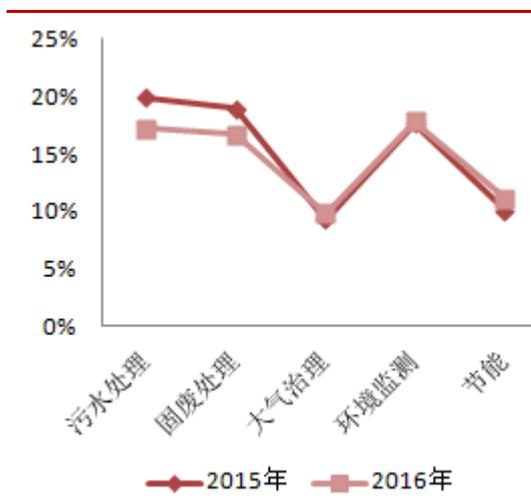
数据来源: Wind, 东莞证券研究所

子行业净利率方面, 2016 年, 污水处理、固废处理、大气治理、环境监测、节能的净利率分别为 17.18%、16.66%、9.78%、17.83%、11.16%。其中, 污水处理、固废处理的净利率波动相对稍大, 分别下降 2.71、2.27 个百分点。

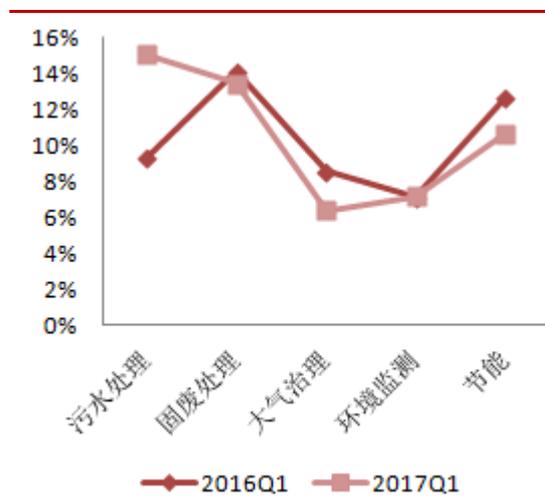
2017 年 1 季度, 污水处理、固废处理、大气治理、环境监测、节能的净利率分别为 15.07%、13.47%、6.42%、7.18%、10.65%。其中, 污水处理的净利率波动较大, 同比上升 5.71 个百分点, 其次大气治理、节能的净利率均下降约 2 个百分点。

图 18: 环保子行业16年净利率

图 19: 环保子行业17Q1净利率



数据来源: Wind, 东莞证券研究所



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

1.5 细分领域业绩分析

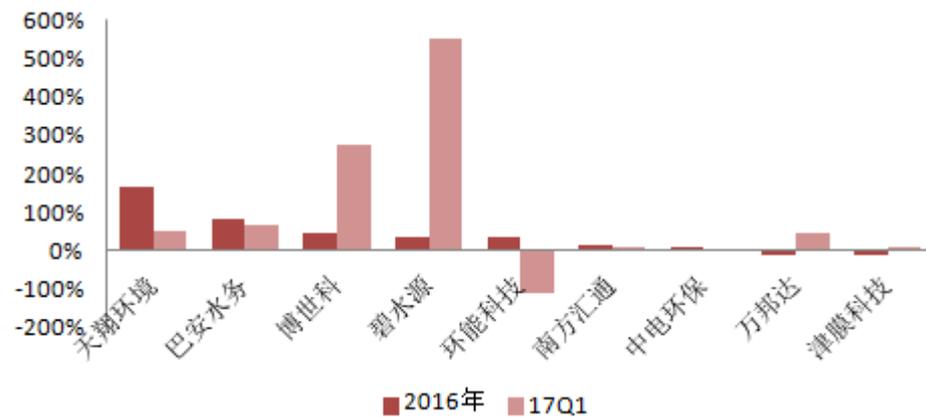
1.5.1 污水处理

天翔环境、巴安水务、博世科、碧水源的业绩增长态势明显好于其他同类公司。其中 PPP 订单逐步兑现业绩和并购重组是这些公司实现高增长的重要原因。国家最早在水污染防治领域大力推广 PPP 模式, 基于行业发展趋势, 污水处理公司基本有涉足 PPP 项目, 其中碧水源、巴安水务、博世科是受益 PPP 订单逐步兑现业绩最为明显的公司。而天翔环

境主要系由于 2016 年启动重大资产重组，从而大幅改善业绩。碧水源在污水处理板块中的权重较大，由于其 17 年 1 季度实现净利润大幅增长 554%，从而拉高了板块整体的业绩增幅。

而受钢铁、煤炭、化工等传统工业行业“去产能”的不利影响，工业水处理市场需求萎缩，环能科技、万邦达、中电环保、津膜科技的工业水处理业务下降，业绩相对逊色。

图 20：污水处理公司16年和17Q1净利润增幅



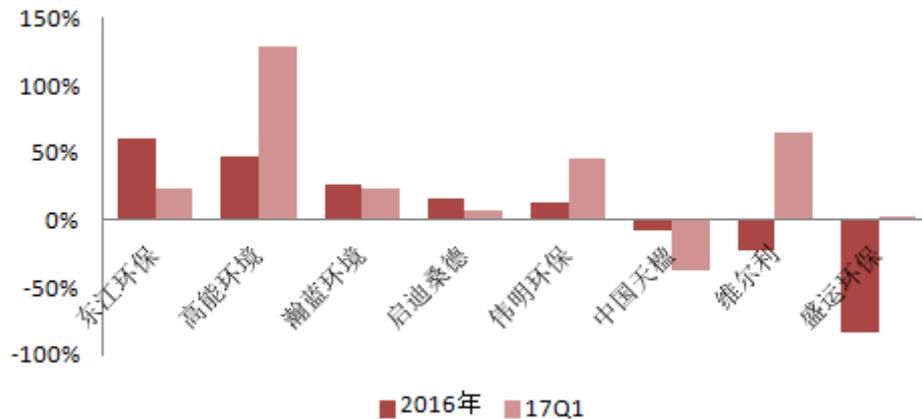
数据来源：Wind，东莞证券研究所

1.5.2 固废处理

固废处理板块中启迪桑德和中国天楹是拥有固废全产业链布局的企业，东江环保是危废处理龙头，高能环境主营环境修复、垃圾处理、危废处理，瀚蓝环境、伟明环保、盛运环保主营生活垃圾焚烧发电，维尔利主营垃圾渗滤液处理和餐厨垃圾处理。

16 年和 17Q1 业绩增长趋势较好的公司有东江环保、高能环境、瀚蓝环境。剔除转让资产获得投资收益增加的影响，东江环保的主营业绩增速保持在 25%左右。高能环境主营业务景气度均较高，随着“土十条”逐步落地，国内环境修复市场空间快速增长，公司订单大幅增加，驱动业绩持续高增长。瀚蓝环境的垃圾焚烧发电项目逐步投产，业绩维持稳健增长。盛运环保和中国天楹业绩落后，是拉低固废处理板块整体业绩的主要原因。2016 年盛运环保净利润大幅下降 84%，其业绩下降的主要原因系公司上年同期处置股权产生较大金额的投资收益。中国天楹的毛利率持续下滑导致其业绩呈下滑趋势。

图 21：固废处理公司16年和17Q1净利润增幅



数据来源：Wind，东莞证券研究所

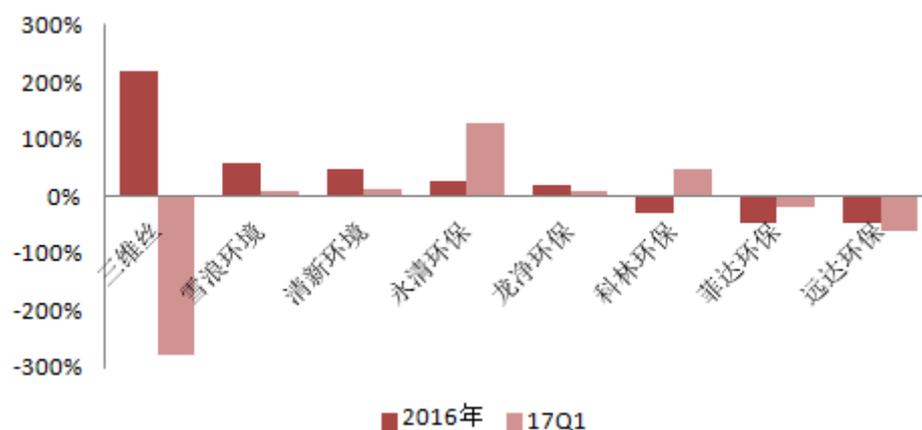
1.5.3 大气治理

剔除处于非正常经营状态的三维丝后，大气治理板块 16 年及 17Q1 的净利润分别同比增长 13.36%和-4.92%。由于行业竞争加剧，公司毛利率普遍下降，大多数公司 17Q1 的业绩增速下滑，仅永清环保和科林环保的业绩增速上升。而永清环保和科林环保 17Q1 业绩增长的主要原因均在于非大气治理业务（新能源业务）的增长。

超低排放龙头企业清新环境受益于煤电企业超低排放改造市场的持续放量，业绩增长态势良好，预计 2017 年超低排放业务会持续较快增长。国内垃圾焚烧发电领域烟气净化龙头企业的雪浪环境的主营业务增长保持平稳，16 年业绩增速较快主要受当年处置子公司投资收益大幅增加的影响。

而受经济增速下滑、传统行业去产能的不利影响，以及传统除尘脱硫脱硝市场逐渐饱和，远达环保、菲达环保、科林环保等以传统大气治理业务为主的公司业绩均出现较大幅度的下滑。

图 22：大气治理公司16年和17Q1净利润增幅



数据来源：Wind，东莞证券研究所

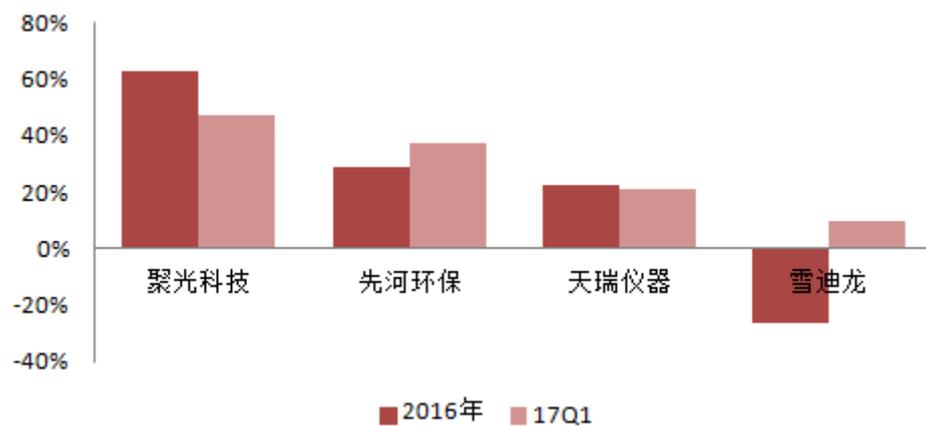
1.5.4 环境监测

省以下环保机构监测垂直管理体制逐步落地，监管要求趋严，围绕气、水、土的生

态环境监测进一步完善，为环境监测行业提供市场机遇。土壤修复、VOCs 治理、流域治理等新细分领域释放新的市场需求。短期内，政府端的环境监测需求快速增加，企业端的环境监测需求保持稳步释放。

除雪迪龙外，聚光科技、先河环保、天瑞仪器的业绩均实现较快的增长态势。聚光科技和天瑞仪器，除了母公司的业务增长以外，通过并购多家公司并表增加从而增厚利润。先河环保的大气网格化监测系统和 VOCs 治理双轮驱动，推动业绩增长。雪迪龙在 2016 年为推广新产品进行了大量投入，费用大幅增加导致业绩下降，2017 年业务拓展效果渐显，业绩有望回归上升通道。

图 23：环境监测公司16年和17Q1净利润增幅



数据来源：Wind，东莞证券研究所

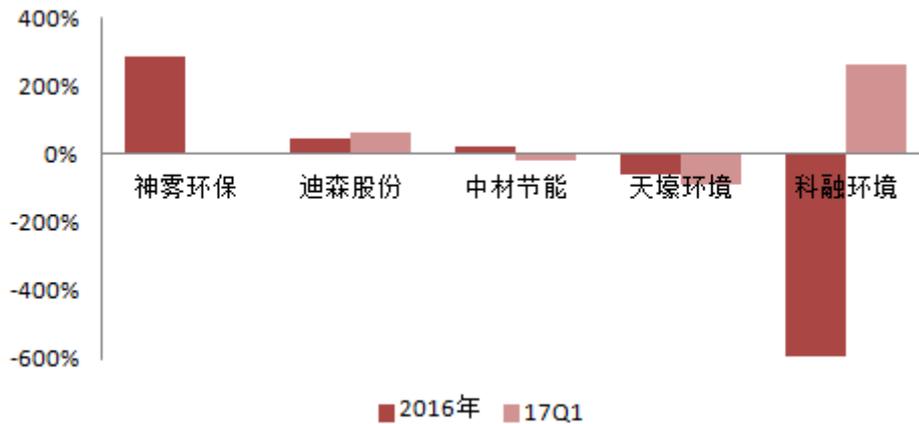
1.5.5 节能

节能公司的业务差异大，业绩表现也各异。神雾环保主营业务为煤化工、石油化工客户提供节能环保综合解决方案，凭借其创新技术优势，2016 年加强市场推广，实现业绩大幅增长，也是拉高节能板块业绩的主要原因，17Q1 业绩增速下滑系由于去年同期出售股权获得较大投资收益所致。

其次是迪森股份的业绩态势好转，公司 16 年实施战略调整，并购了迪森家居和世纪新能源，从单一的“生物质能供热运营商”升级为“多种清洁能源综合服务商”，业绩大幅改善。

中材节能、天壕环境主营余热发电合同能源管理业务，服务的高耗能传统工业客户近年来整体经营低迷，节能公司的业绩也因此受到拖累。科融环境主营锅炉节能业务，受下游电力行业建设放缓的影响，新增市场需求下降。

图 24：节能公司16年和17Q1净利润增幅



数据来源：Wind，东莞证券研究所

1.6 行业展望：环保监管趋严，PPP 项目加速落地

大气十条终考之年促治理力度加强。4月5日环保部启动史上最大规模的环保督查，对京津冀及周边28城开展为期一年的大气污染防治强化督查。2017年是大气十条终考之年，预计各地政府将加强对大气污染的治理力度，全年将保持执法高压态势，以确保取得大气污染防治目标的阶段性胜利。

中央环保督察力度加强。4月份，第三批7个省(市)中央环保督察工作启动。至此，中央环保督察已覆盖23个省份。据悉，今年还将对另外8个省份进行督察，进而实现年内中央环保督察全覆盖。

明确排污许可证制度的全面实施。2016年底率先开展火电、造纸行业企业许可证核发；2017年完成对大气十条、水十条重点行业及产能过剩行业企业排污许可证核发；到2020年完成覆盖所有固定污染源的排污许可证核发。

环保税将于2018年1月起实施。环保税将取代现行的排污费，具有法律强制性。“费改税”将倒逼企业主动减少污染排放，增加对环保设备及专业第三方环境治理公司运营服务的需求。

PPP项目加速落地。2015年开始，国家大力推广PPP模式介入环保项目，16年10月财政部发文要求在污水处理、垃圾处理等领域各地新建项目强制应用PPP模式。越来越多的环保企业拓展PPP项目。截至2017年3月末，全部入库PPP项目数有1.23万个，累计投资额14.6万亿元。其中，已落地1729个，落地率为34.5%，投资额2.9万亿元，占入库项目投资总额的20%。PPP项目需求持续增大，项目落地速度加快。

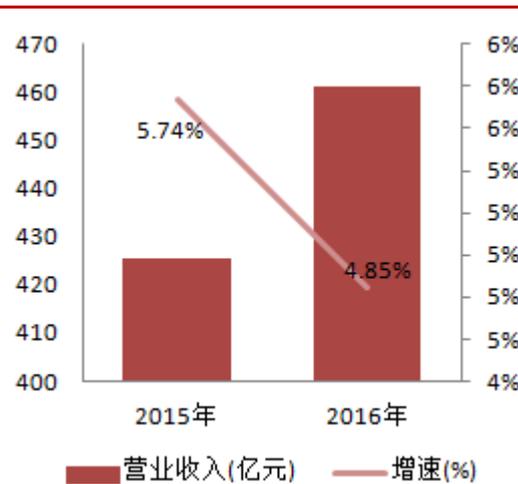
PPP项目资产证券化有望加速推进。3月份发改委首批PPP资产证券化推荐项目落地，第二批PPP资产证券化项目也即将推出，后续有望加速推进。PPP项目资产证券化为社会资本方提供了新的融资和退出渠道，对推进PPP项目实施起到积极作用。

2.燃气行业：公司业绩普遍下滑，关注改革

2.1 行业 16 年业绩上升，17Q1 业绩下滑

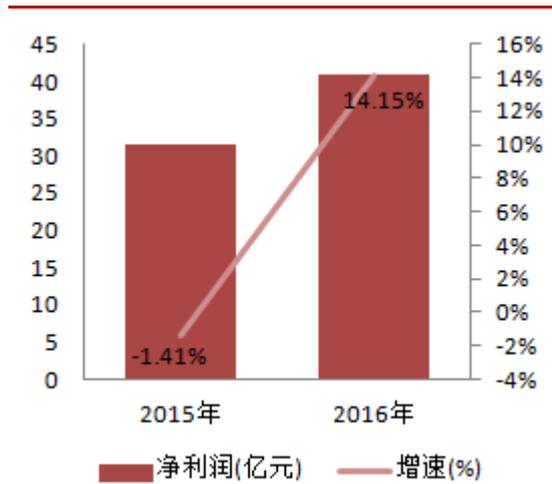
燃气行业 2016 年实现营业收入 461.01 亿元，同比增长 4.85%；实现净利润 40.83 亿元，同比增长 14.15%。

图 25：燃气行业2016年收入增长



数据来源：Wind，东莞证券研究所

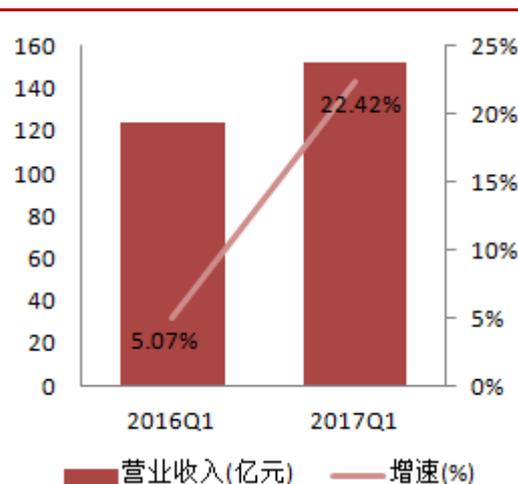
图 26：燃气行业2016年净利润增长



数据来源：Wind，东莞证券研究所

燃气行业 2017 年 1 季度实现营业收入 152.16 亿元，同比增长 22.42%；实现净利润 11.49 亿元，同比下滑 9.66%。其中中国新能源、中天能源、百川能源的收入增幅超过 30%，拉高行业收入增速。但燃气公司普遍存在增收不增利的局面。

图 27：燃气行业17Q1收入增长



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 28：燃气行业17Q1净利润增长



数据来源：Wind，东莞证券研究所

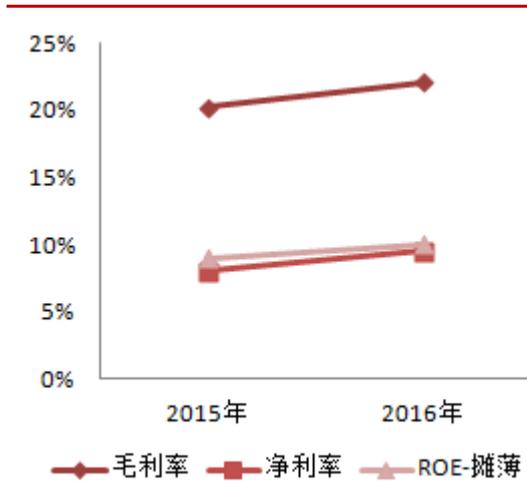
2.2 行业 17Q1 盈利能力下降

2016 年，燃气行业的毛利率为 22.13%，同比上升 1.89 个百分点；净利率为 9.46%，同比上升 1.47 个百分点；ROE 为 10.01%，同比上升 1.04 个百分点。燃气行业毛利率上升，

原因在于 2015 年底非居民用气门站价下调，2016 年燃气采购价格同比下降。

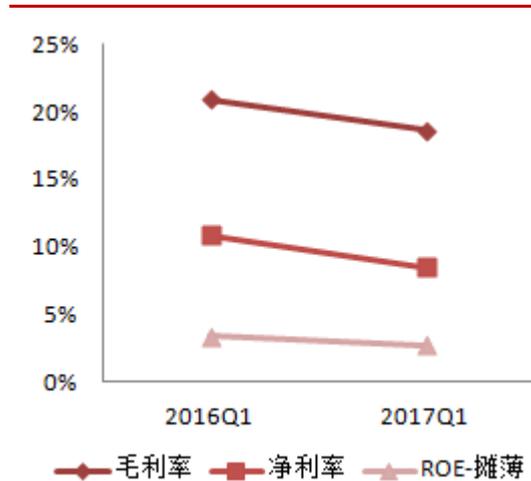
2017 年 1 季度，燃气行业的毛利率为 18.67%，同比下降 2.25 个百分点；净利率为 8.51%，同比下降 2.33 个百分点；ROE 为 2.72%，同比下降 0.66 个百分点。2016 年底中石油及中石化上调非居民用气采购价格，采购成本增加造成燃气公司的毛利率普遍下降。

图 29：燃气行业16年盈利能力指标



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 30：燃气行业17Q1盈利能力指标



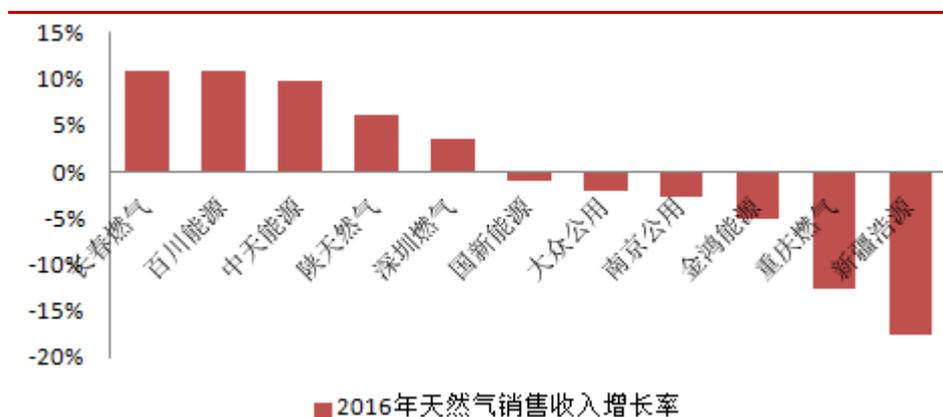
数据来源：Wind，东莞证券研究所

2.3 燃气公司天然气销售业务分化

2016 年燃气公司的天然气销售业务增长出现分化。基于雾霾治理的迫切需求，华北地区的燃气公司（长春燃气、百川能源、中天能源）受益于煤改气加快进展，燃气业务的收入增长好于其他区域的燃气公司。

燃气公司目前面临的一些困境主要有：经济增速放缓，房地产市场逐步萎缩，天然气报装受到较大影响；工业用户产能减少，商业用户消费能力下降，导致存量工商业用户用气需求下降；新能源汽车的推广对燃气车市场造成一定冲击。

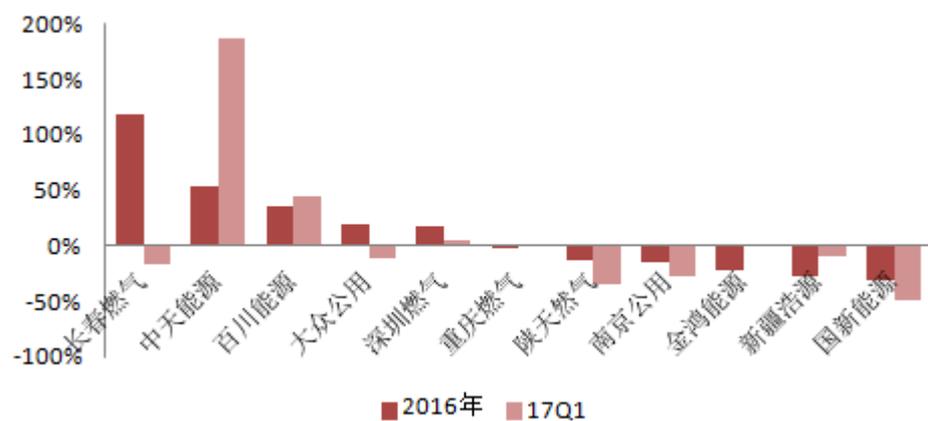
图 31：燃气公司2016年天然气销售收入增长情况



数据来源：Wind，东莞证券研究所

中天能源、百川能源 16 年及 17Q1 的业绩保持快速增长，除此之外，其余燃气公司的业绩普遍处于下滑的不良局面。中天能源的业绩增长得益于天然气业务收入增加，以及并购海外油气田公司。百川能源在京津冀地区市场覆盖率较高，受益于京津冀地区加快清洁能源替代，业绩保持快速增长。而长春燃气 16 年业绩大幅增长，原因在于持续亏损的焦化业务停产。燃气业务收入增长乏力和毛利率下降是燃气公司业绩下滑的主要原因。此外今年初国家加强对天然气管输定价的规范，管输费下降对长输管道燃气业务造成负面影响。

图 32：燃气公司16年和17Q1净利润增幅

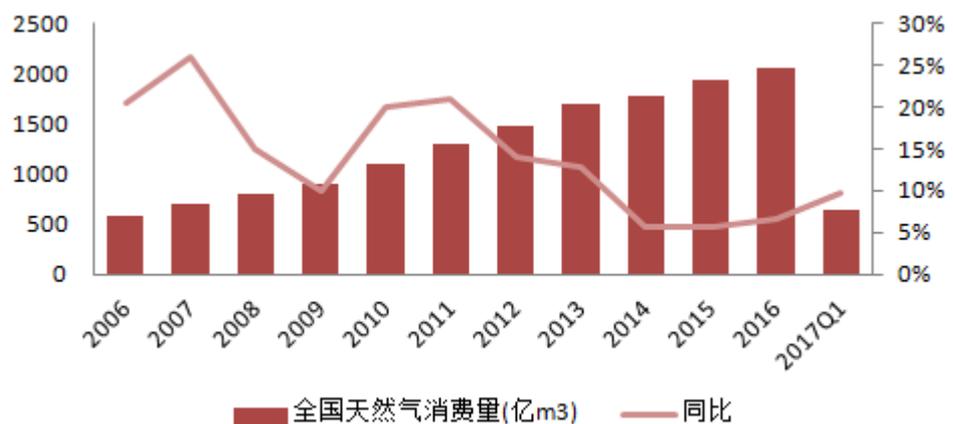


数据来源：Wind，东莞证券研究所

2.4 天然气消费增速企稳

从全国的情况来看，自 2015 年底非居民用气价格下调后经济性有所好转，下游需求增速企稳。2016 年，天然气消费量 2058 亿立方米，同比增长 6.6%，增速较去年同期上升 0.9 个百分点。2017 年一季度天然气消费量 636 亿立方米，增长 9.6%，增速较去年同期下降 5.8 个百分点。

图 33：全国天然气消费量及年增长率情况



数据来源：发改委，东莞证券研究所

2.5 行业展望：关注天然气市场化改革

天然气在我国能源消费结构中的比重严重偏低，在全球的能源消费结构中，天然气占比高达 23.8%，而我国 2015 年天然气占比仅有 5.9%。根据《天然气发展十三五规划》，到 2020 年天然气在一次能源消费中的比重将提高至 10% 左右，这意味着天然气消费增速必然要提高，因此必将通过改革促增长。

天然气作为开展混改试点领域，市场化改革值得期待。2016 年天然气行业市场化改革逐步推进，行业的市场准入条件在逐步放宽，重庆、江苏、上海、河北等省市开展天然气体制改革试点。未来将按照“管住中间、放开两头”的思路，放开上游勘探开发、进出口及下游环节竞争性业务，政府只监管具有自然垄断性质的管网输配环节，实施省内管道天然气管输和销售业务分离，放开非居民用气价格实施市场化交易。改革将为民营企业提供一定的市场空间，因此综合实力较强的民营企业将获得快速发展。对于燃气分销商而言，气价市场化改革后可以获得更多的低价气源，有利于拓展工商业用户市场，从而增加气销量。

3. 水务行业：传统水务平稳，向环保转型发展

3.1 行业 16 年业绩平稳，17Q1 显著增长

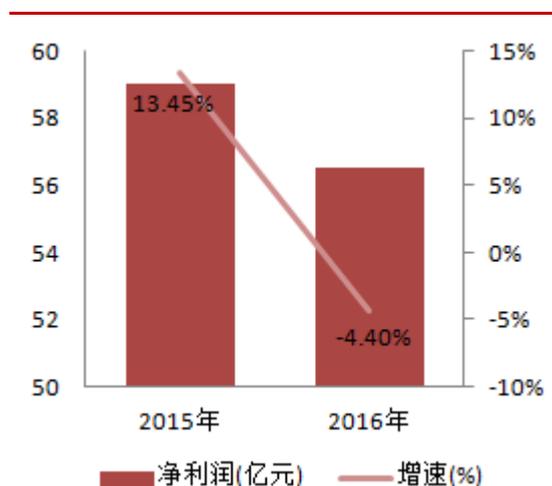
水务行业 2016 年实现营业收入 298.08 亿元，同比增长 6.37%；实现净利润 56.53 亿元，同比下降 4.4%。

图 34：水务行业2016年收入增长



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 35：水务行业2016年净利润增长

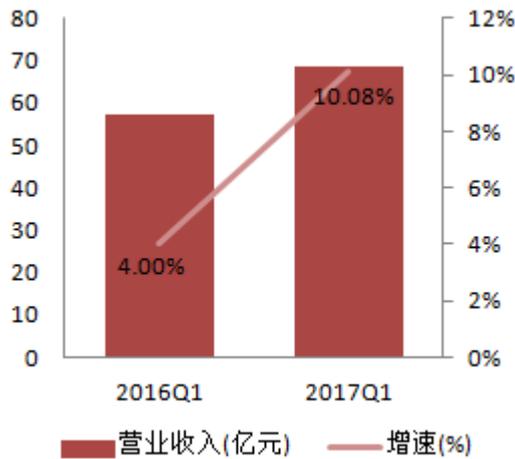


数据来源：Wind，东莞证券研究所

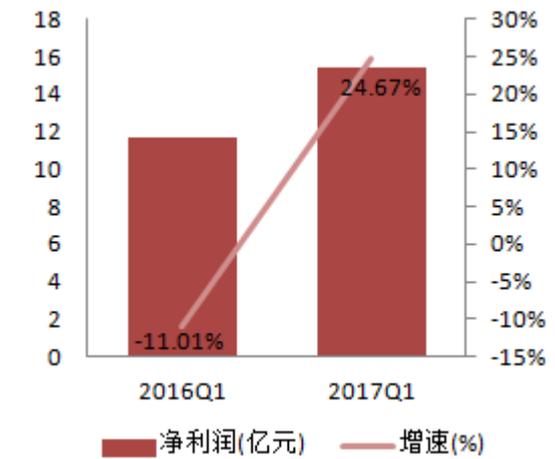
水务行业 2017 年 1 季度实现营业收入 68.54 亿元，同比增长 10.08%；实现净利润 15.46 亿元，同比增长 24.67%。

图 36：水务行业17Q1收入增长

图 37：水务行业17Q1净利润增长



数据来源: Wind, 东莞证券研究所



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

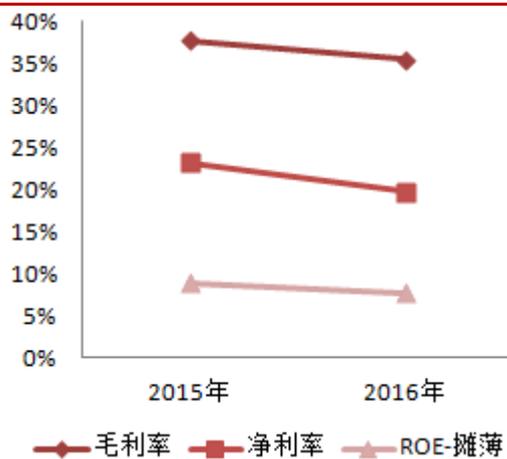
3.2 行业毛利率呈下降趋势

2016 年, 水务行业的毛利率为 35.53%, 同比下降 2.19 个百分点; 净利率为 19.72%, 同比下降 3.52 个百分点; ROE 为 7.72%, 同比下降 1.11 个百分点。

2017 年 1 季度, 水务行业的毛利率为 35.5%, 同比下降 3.66 个百分点; 净利率为 26.04%, 同比上升 5.39 个百分点; ROE 为 2.02%, 同比上升 0.21 个百分点。

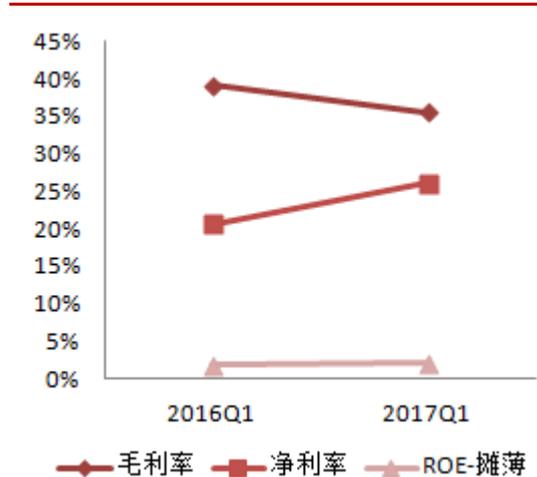
水务行业的毛利率处于持续下降趋势, 主要原因在于收入增长乏力, 但各项刚性成本日益上升, 以及污水处理行业增值税政策变化减少毛利。

图 38: 水务行业16年盈利能力指标



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

图 39: 水务行业17Q1盈利能力指标

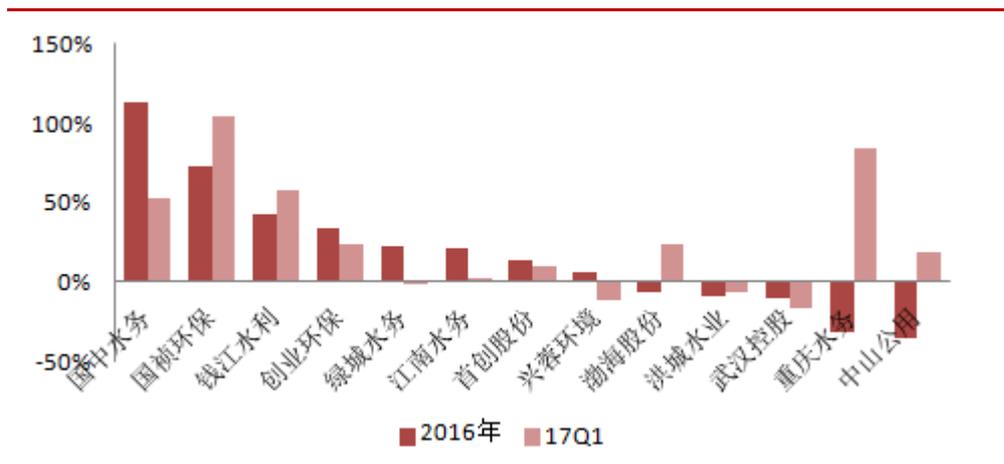


数据来源: Wind, 东莞证券研究所

3.3 多元因素影响公司业绩

自来水和污水处理市场稳中有升, 大多数水务公司的营业收入增速平稳。国祯环保业绩保持快速增长, 是主营业务增长最好的水务公司, 2016 年公司外延扩张步伐加快, 涉足 PPP 模式, 围绕城市水环境综合治理、工业废水治理和小城镇环境治理三大领域拓展较多项目, 同时并购公司并表增厚净利润。

图 40：水务公司16年和17Q1净利润增幅



数据来源：Wind，东莞证券研究所

我们对公司业绩的主要影响因素进行了分析：

表 3：水务公司业绩影响主要因素分析

业绩影响主要因素	公司
受益 PPP 项目	国祯环保、首创股份、创业环保
拓展村镇污水处理市场	国祯环保、首创股份
并购增厚利润	国祯环保、渤海股份
处置不良资产	中原环保、国中水务、钱江水利
创新融资方式降低财务费用	创业环保、绿城水务、首创股份
参股投资收益	钱江水利、中山公用
增值税政策变化	重庆水务

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

3.4 行业展望：“水务+环保”转型发展

自来水方面，居民用水伴随着城市化进程的加快呈现逐步稳定增长的趋势，非居民用水则出现不同程度的下降或增速放缓。长期而言，我国水价将在保持阶段性稳定的同时呈现逐步上涨的趋势。

污水处理方面，我国水务行业在城市污水处理市场已经逐渐饱和，而 2016 年全国农村生活污水处理率仅 22%。污水处理的市场方向将开始逐渐转向中小城镇和农村市场，以及现有城镇污水处理厂的提标改造（自 2018 年 1 月起执行一级 A 标准）。《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》提出，到 2020 年底实现城镇污水处理设施全覆盖，城市污水处理率达到 95%，县城污水处理率不低于 85%，建制镇污水处理率达到 70%。《全国农村环境综合整治“十三五”规划》提出，到 2020 年新增完成环境综合整治的建制村 13 万个，累计达到全国建制村总数的 1/3 以上的规划目标，重点整治领域包括农村饮用水水源地保护、生活垃圾和污水处理等领域。污水处理费方面，2015 年

10 月国务院发布的《关于推进价格机制改革的若干意见》，要求合理提高污水处理收费标准，对污水处理资源化利用试行鼓励性价格政策。2016 年各地开始对污水处理费价格进行调整，有利于污水处理业务的盈利增强。

水务市场竞争持续加剧，公司的竞争模式趋势从单一的水务项目争夺向强化产业链整合、开拓水务环保产业多元化领域发展。

4. 总结与投资建议

环保：行业基本面保持持续快速增长的良好态势，在雄安新区建设、环保监管趋严及 PPP 订单落地的带动下，行业景气度提升，尤其是污水处理、生态修复、环境监测领域的市场加速释放。PPP 项目资产证券化后续有望加速推进，对推进 PPP 项目实施起到积极作用。随着庞大的存量 PPP 项目加速落地及新增 PPP 项目持续释放，对于环保公司的业绩贡献将会更为明显。目前板块的动态 PE 约 40 倍，处于历史中枢下方，各细分领域龙头个股的 PE 约在 20-30 倍之间，估值具备提升空间。建议重点关注受益雄安新区建设、PPP 及低估绩优细分领域龙头的个股：碧水源、清新环境、启迪桑德、东江环保、聚光科技、博世科、高能环境。

燃气：经济增速放缓，工商业用气增长乏力，燃气公司的业绩普遍遇增长困境。根据《天然气发展十三五规划》，到 2020 年天然气在一次能源消费中的比重将提高至 10% 左右，意味着天然气消费增速必然要提高，因此必将通过改革促增长。天然气作为开展混改试点领域，关注市场化改革进程，民营企业在油气领域的市场空间将得到扩大。建议关注中天能源、百川能源。

水务：传统水务运营平稳，行业毛利率处于持续下降趋势，向水务环保产业多元化领域转型发展的公司能够获得生机。雄安新区的建设和污水处理领域推广 PPP 模式的力度加大，为综合实力较强的水务公司提供更大的市场机会。建议关注国祯环保。

表 4：重点公司盈利预测及投资评级（2017/5/11）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E		
000826	启迪桑德	31.96	1.27	1.59	2.18	25.17	20.10	14.66	推荐	维持
300070	碧水源	19.04	0.59	0.83	1.19	32.27	22.94	16.00	推荐	维持
002573	清新环境	19.48	0.70	0.94	1.20	27.83	20.72	16.23	推荐	维持
002672	东江环保	17.00	0.60	0.61	0.81	28.33	27.87	20.99	谨慎推荐	维持
300187	永清环保	11.08	0.17	0.22	0.30	65.18	50.36	36.93	谨慎推荐	维持
603588	高能环境	16.73	0.24	0.43	0.61	69.71	38.91	27.43	谨慎推荐	维持
300422	博世科	40.10	0.44	0.87	1.42	91.14	46.09	28.24	谨慎推荐	维持
300203	聚光科技	27.66	0.89	1.21	1.63	31.08	22.86	16.97	谨慎推荐	维持
600323	瀚蓝环境	13.62	0.66	0.82	0.98	20.64	16.61	13.90	谨慎推荐	维持
601139	深圳燃气	8.62	0.35	0.42	0.48	24.63	20.52	17.96	谨慎推荐	维持

资料来源：东莞证券研究所，Wind

5.风险提示

政策落实低于预期。

PPP 项目落地低于预期。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn