

如果这都不算“暗”

——公用事业及环保行业 2018 年半年报综述

行业动态

◆公用事业：走出“至暗时刻”

公用事业各板块二级市场表现和业绩有所分化。逆周期的火电行业逐步走出“至暗时刻”，弹性逐步显现，2018H1 归母净利润 145 亿元，同比增长 73.9%，下半年重点关注煤价回落带来的火电盈利持续修复。水电行业防御属性明显，业绩表现稳健，2018H1 归母净利润 144 亿元，同比增长 8.0%，关注丰水期表现，警惕增值税优惠政策到期对大型水电公司的影响。燃气行业受益于需求增长及改革推进，2018H1 归母净利润 23.9 亿元，同比增长 5.8%，重点关注冬季保供形势、和各地省内短输及配气费的调整情况。

◆环保行业：都是“杠杆”惹的祸

环保板块上半年表现不尽人意，其中既有宏观基本面偏弱及贸易摩擦逐步升级等负面因素的贯穿，又有金融“去杠杆”强化对环保股“戴维斯双杀”的不利影响。2018H1 总收入为 963 亿元，同比增速 21.5%；归母净利润 119 亿元，同比增速 6.9%。从细分领域分析来看：运营、设备类稳健，大固废、监测、水务运营稳中求进；工程类受“去杠杆”业绩影响较大。

◆投资建议：

公用事业：维持“增持”评级。电力股的替代效应和逆周期性仍为行业的核心驱动力，现阶段经济向下概率越高，对于电力行业越为有利。建议继续增加电力行业配置。首推火电：华能国际、华电国际、浙能电力；水电：国投电力、川投能源、黔源电力。关注华能国际（H）、华电国际（H）。燃气行业需重点关注冬季保供形势、以及天然气改革进度，精选具备气源稳定性和业绩增长确定性的公司，推荐深圳燃气。

环保行业：维持“增持”评级，后续融资环境的变化将是下一阶段重点考量的因素，短期看：运营资产依然是不错的避险选择，关注：瀚蓝环境、盈峰环境、东江环保、光大绿色环保（H）、海螺创业（H）；中、长期看：环保板块需等待财政及信用边际放松兑现，而后可关注前期下跌较多工程类弹性品种：碧水源、国祯环保、博世科、启迪桑德。

◆风险分析：

公用事业：来水低于预期，煤价大幅超预期上涨，上网电价超预期下调，下游用电需求低于预期，电力行业改革进展低于预期的风险；天然气需求增速低于预期，管输、配气费进一步下行的风险，购气成本超预期上涨，天然气改革进展慢于预期的风险等。

环保行业：政策执行力度低于预期，技术经济性风险，项目进度低于预期，金融政策风险，财务状况恶化的风险等。

公用事业：增持（维持）

环保：增持（维持）

分析师

王威 (执业证书编号：S0930517030001)

021-22169047

wangwei2016@ebsec.com

殷中枢 (执业证书编号：S0930518040004)

021-22169040

yinzs@ebsec.com

联系人

于鸿光

021-22169163

yuhongguang@ebsec.com

郝骞

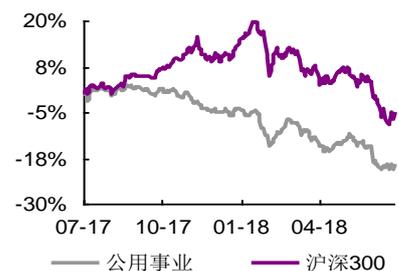
22169317

haoqian@ebsec.com

黄帅斌

huangshuaibin@ebsec.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

目 录

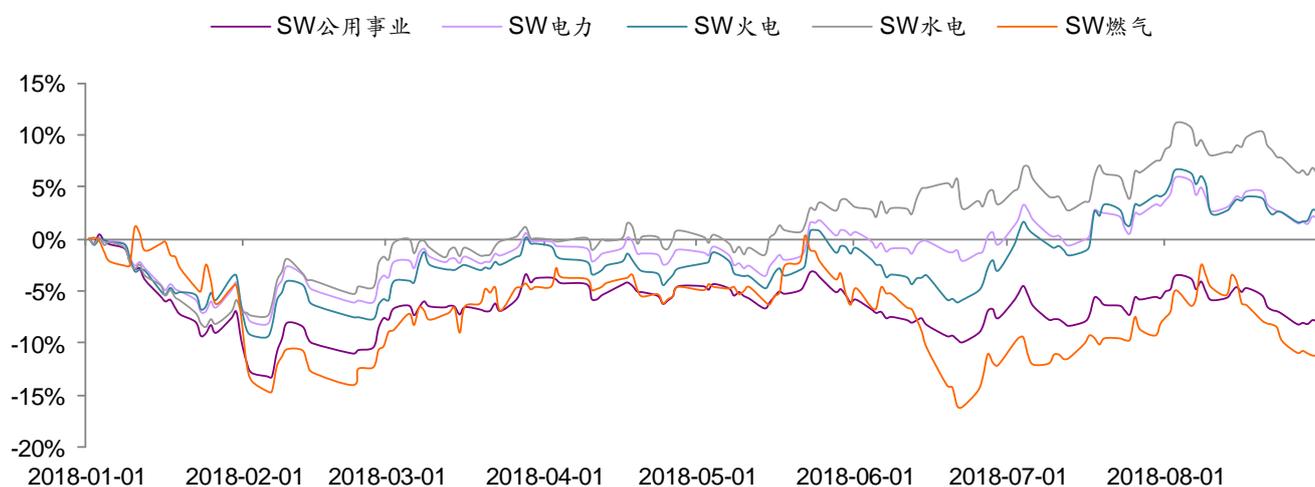
1、 公用事业：走出“至暗时刻”	3
1.1、 2018H1 板块整体行情及业绩综述	3
1.2、 电力行业：火电弹性已现，水电依旧稳健	4
1.3、 燃气行业：需求高速增长，关注供给及改革	9
2、 环保板块：都是“杠杆”惹的祸	11
2.1、 2018H1 板块整体行情及业绩综述	11
2.2、 运营、设备类稳健，工程类待融资好转	14
3、 投资建议	17
3.1、 公用事业：维持“增持”评级	17
3.2、 环保行业：维持“增持”评级	18
4、 风险分析	19

1、公用事业：走出“至暗时刻”

1.1、2018H1 板块整体行情及业绩综述

2018H1 公用事业板块二级市场表现总体弱于沪深 300 指数，但各子板块差异明显。截至 2018-06-30，公用事业、电力、火电、水电、燃气相对沪深 300 指数的超额收益分别为-7.6%、-0.6%、-3.1%、3.4%、-12.2%；截至 2018-08-31（公司半年报披露完毕），公用事业、电力、火电、水电、燃气相对沪深 300 指数的超额收益分别为-8.0%、1.8%、2.5%、6.1%、-11.2%。总体而言，电力行业防御性突出，其中逆周期的火电行业逐步走出“至暗时刻”，传统防御型水电行业超额收益较明显；受配气费下调预期、“煤改气”进度放缓担忧、上游供应偏紧等因素影响，燃气行业跑输沪深 300 指数。

图 1：公用事业及子板块超额收益



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：相对收益以 2018-01-01 收盘价为基准计算，超额收益=各板块相对收益-沪深 300 相对收益）

我们选取了 82 家公用事业公司作为样本公司，包括 65 家电力公司及 17 家燃气公司。2018H1 公用事业各子板块业绩增速有所分化：火电、水电、其他发电及电网、燃气板块归母净利润同比增速分别为 73.9%、8.0%、-13.5%、5.8%。各板块业绩变化的原因不尽相同，我们将在下文中重点分析。

表 1：电力行业样本公司

子行业	公司数量	公司名称
火电	26	深圳能源、粤电力 A、皖能电力、建投能源、ST 新能、漳泽电力、吉电股份、赣能股份、长源电力、豫能控股、江苏国信、华能国际、上海电力、浙能电力、华电国际、广州发展、金山股份、福能股份、京能电力、中能股份、华电能源、华银电力、通宝能源、国电电力、内蒙华电、大唐发电
水电	11	韶能股份、湖南发展、甘肃电投、湖北能源、闽东电力、黔源电力、桂冠电力、川投能源、梅雁吉祥、国投电力、长江电力
其他发电及电网	28	深南电 A、东方市场、穗恒运 A、宝新能源、惠天热电、滨海能源、银星能源、ST 凯迪、东方能源、华通热力、明星电力、三峡水利、岷江水电、中闽能源、联美控股、桂东电力、涪陵电力、西昌电力、天富能源、乐山电力、大连热电、郴电国际、广安爱众、宁波热电、文山电力、节能风电、嘉泽新能、中国核电

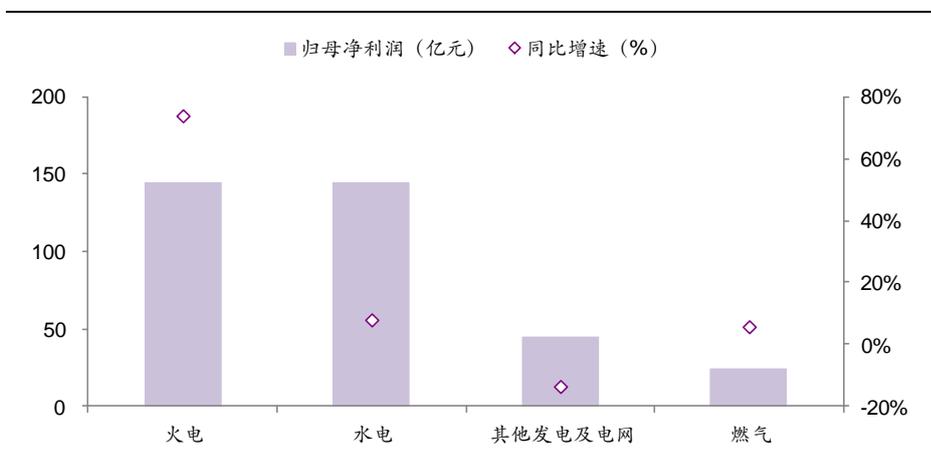
资料来源：Wind，光大证券研究所

表 2：燃气行业样本公司

子行业	公司数量	公司名称
燃气	17	胜利股份、南京公用、大通燃气、金鸿控股、升达林业、陕天然气、光正集团、新疆浩源、长春燃气、国新能源、大众公用、百川能源、中天能源、重庆燃气、深圳燃气、新天然气、皖天然气

资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：公用事业 2018H1 业绩

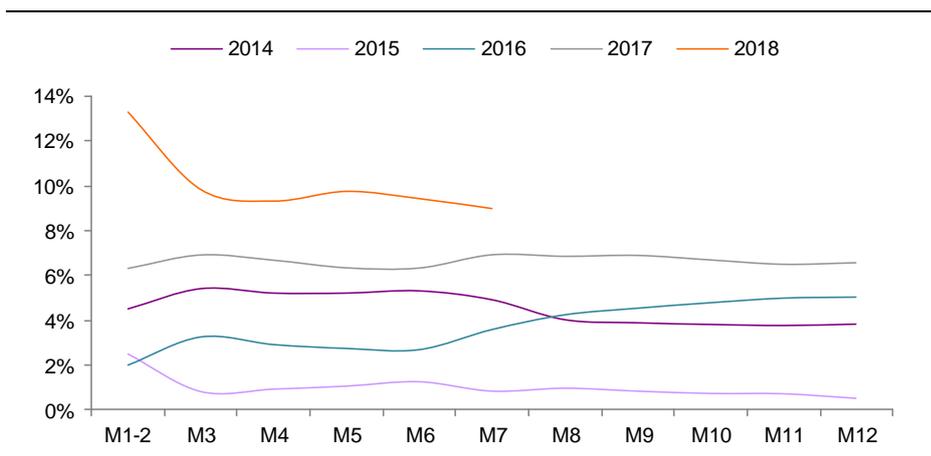


资料来源：Wind，光大证券研究所

1.2、电力行业：火电弹性已现，水电依旧稳健

受益于温度、电能替代、经济增长等因素，2018H1 全社会用电量同比增长 9.4%。从电力公司 2018 年半年报业绩来看，在下游需求旺盛的形势下，火电明显回暖，水电总体平稳，其他发电及电网同比下滑。下文将针对火电和水电行业进行重点分析。

图 3：全社会用电量累计增速 (%)



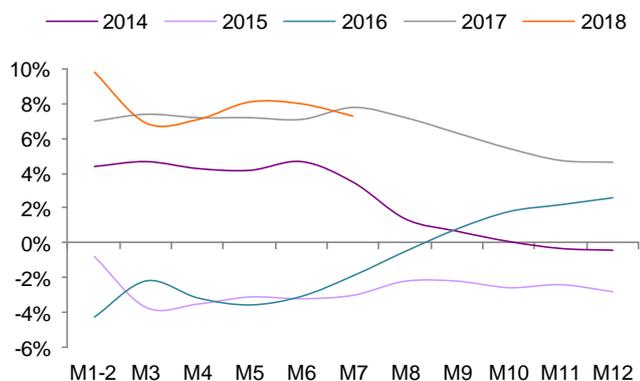
资料来源：Wind，光大证券研究所

1.2.1、火电：走出至暗时刻，期待煤价回落

受益于下游旺盛的用电需求及水电出力相对较弱，2018H1 全国规模以上火电机组发电量同比增长 8.0%，火电机组利用率同比增长 116 小时。

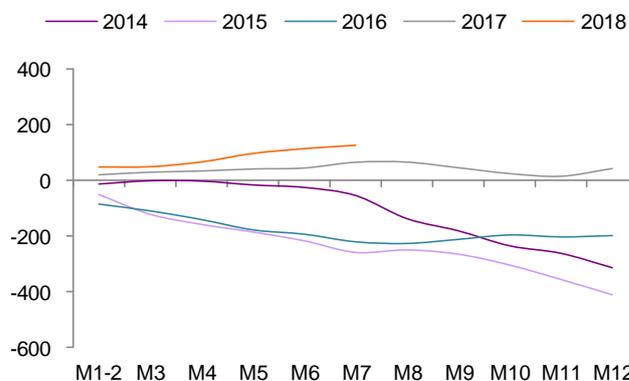
此外，2018-07-01起全国大部分地区上调燃煤机组标杆上网电价。受标杆上网电价同比增长，叠加市场交易电价折扣幅度同比收窄的影响，2018H1大部分火电公司综合上网电价呈现不同程度涨幅。

图 4：火电累计发电量同比增速 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 5：火电利用小时数同比增长 (小时)



资料来源：Wind，光大证券研究所

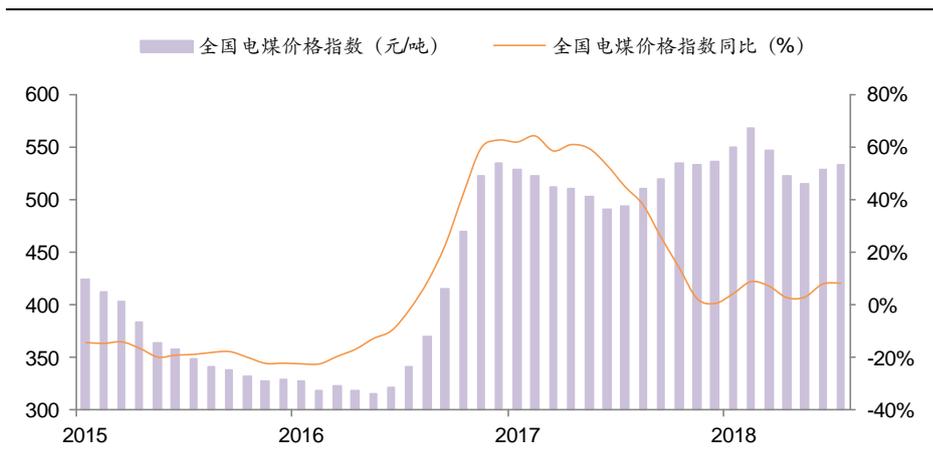
燃料成本（尤其是燃煤成本）仍是决定火电公司营业成本的重要因素。受煤炭供需环境影响，尽管煤价涨跌互现，总体而言 2018H1 煤价仍同比上涨，但 2018Q2 煤价涨幅较 2018Q1 有所收窄。2018H1 秦皇岛港 5500 大卡动力煤价均价 663 元/吨，同比上涨 8.5%；全国电煤价格指数 537 元/吨，同比上涨 5.2%。

图 6：秦皇岛港 5500 大卡动力煤价



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：全国电煤价格指数

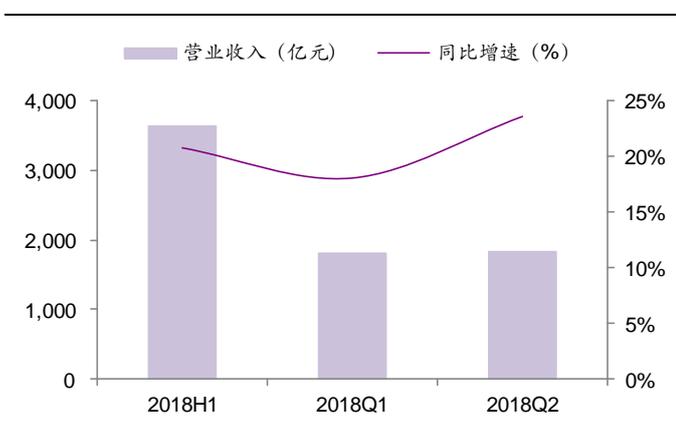


资料来源：Wind，光大证券研究所

受上述因素综合影响，2018H1 火电公司营业收入和营业成本分别增长 20.8%、18.7%，且二季度营业收入和营业成本的同比增速较一季度均有所提升。2018H1 火电公司归母净利润 145 亿元，同比增长 73.9%；其中二季度归母净利润增速 95.0%，我们推测二季度盈利持续改善的主要原因为发电量持续增长及煤价环比回落。

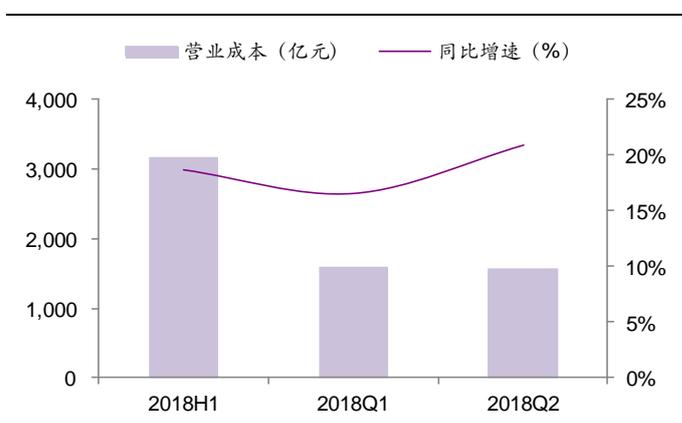
展望下半年，考虑到下游用电需求增速收窄及上网电价电价上调的拖尾效应消失，重点关注煤价回落带来的火电盈利持续修复。从煤价下行对业绩提升的弹性角度分析，归母净利润提升显著的公司包括华能国际、华电国际等。

图 8：火电营业收入情况



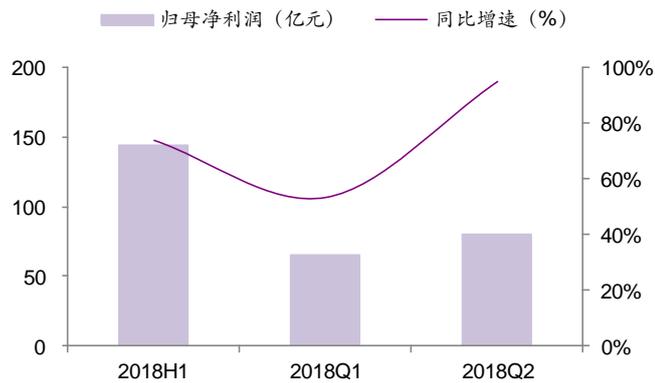
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 9：火电营业成本情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10：火电归母净利润情况

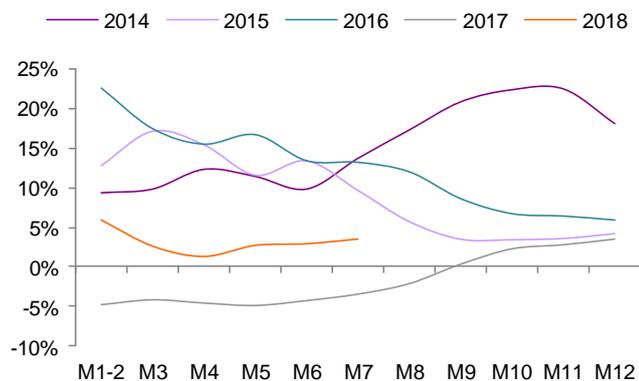


资料来源：Wind，光大证券研究所

1.2.2、水电：总体表现稳健，期待丰水期出力增加

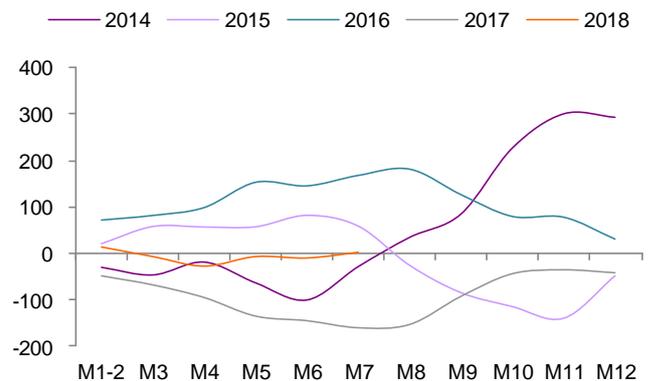
1~5 月和 6~9 月分别为水电传统的平枯期和丰水期，总体而言 2018 年以来水电平枯期表现相对较弱，2018H1 水电发电量同比增长 2.9%，水电机组利用率同比减少 9 小时。

图 11：水电累计发电量同比增长 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

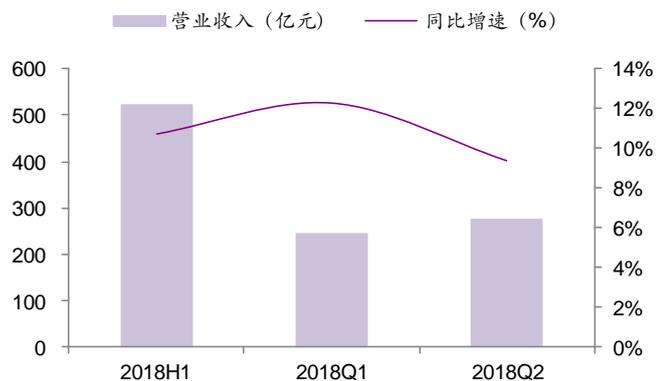
图 12：水电利用小时数同比增长 (小时)



资料来源：Wind，光大证券研究所

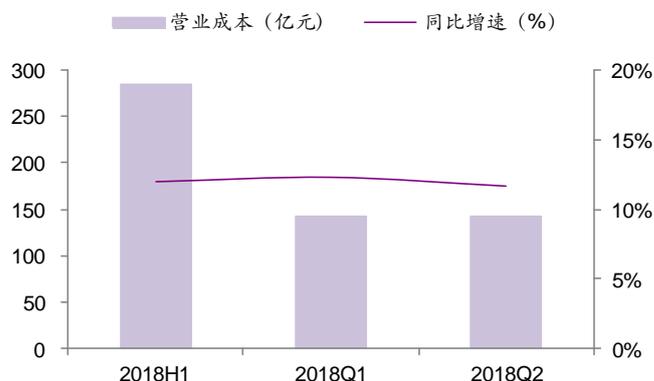
受水电发电量等因素影响，2018H1 水电公司营业收入同比增长 10.7%，且二季度增速较一季度收窄 2.9 个百分点。由于水电公司的营业成本主要为折旧等固定成本，营业成本的同比增速总体保持稳定。2018H1 水电公司归母净利润 144 亿元，同比增长 8.0%，其中二季度同比增速较一季度收窄 10.9 个百分点。

图 13: 水电营业收入情况



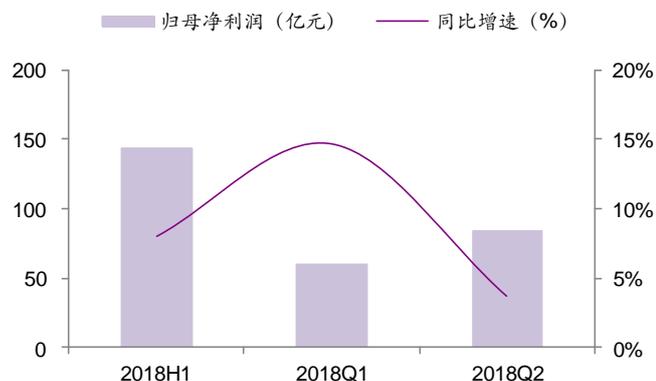
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 14: 水电营业成本情况



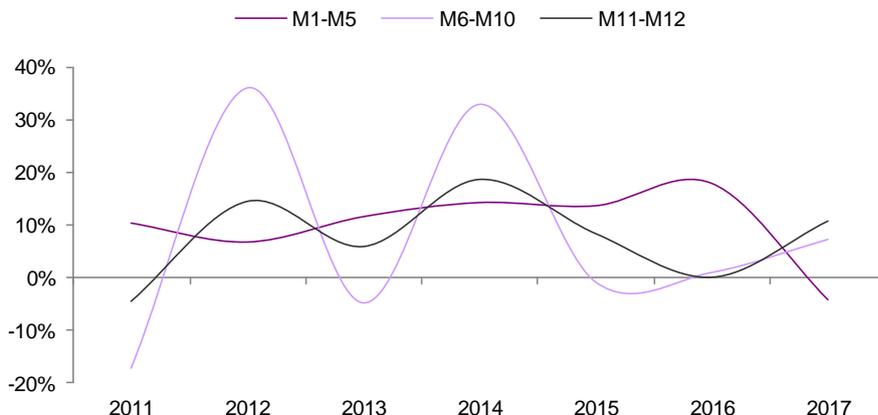
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 15: 水电归母净利润情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 16: 丰枯期水力发电量增速



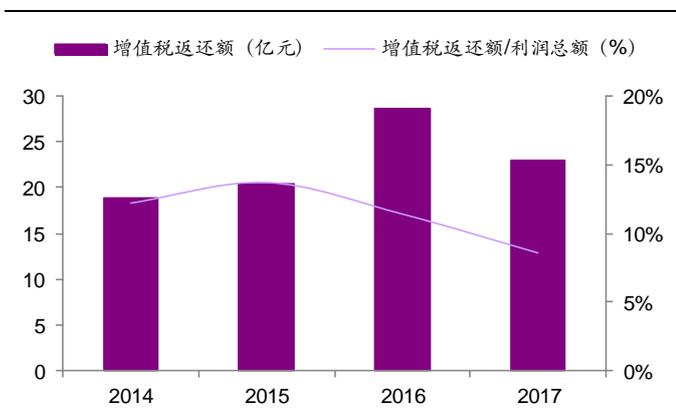
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

我们根据近年来丰枯期数据分析, 平枯期与丰水期的水电出力呈现互补特性, 即年内平枯期水力发电量增速较弱时, 丰水期水电表现通常较好。根据

2018 年上半年平枯期的水电表现判断，2018 年丰水期水电出力有望大幅增长（详见 2018-06-04 发布的中期报告《“至暗时刻”已过 改革再添亮点——公用事业 2018 年下半年投资策略》）。7 月水电数据已呈现改善迹象，期待丰水期水电出力提升拉动业绩增长。

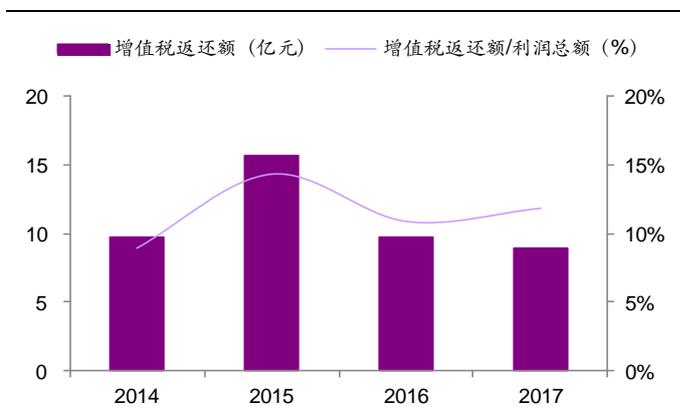
此外，大水电（100 万千瓦及以上）机组增值税优惠政策已于 2017 年底到期，截至目前为止并无政策延续迹象。我们统计了水电行业代表性公司——长江电力和国投电力中增值税返还情况，2017 年两家公司的增值税返还额分别占公司利润总额的 8.6%、11.8%。考虑到 2018 年起可能仅有前期增值税优惠的拖欠款返还，增值税返还项目将拖累大型水电公司的利润增长。

图 17：长江电力增值税返还情况



资料来源：长江电力公司公告，光大证券研究所整理

图 18：国投电力增值税返还情况

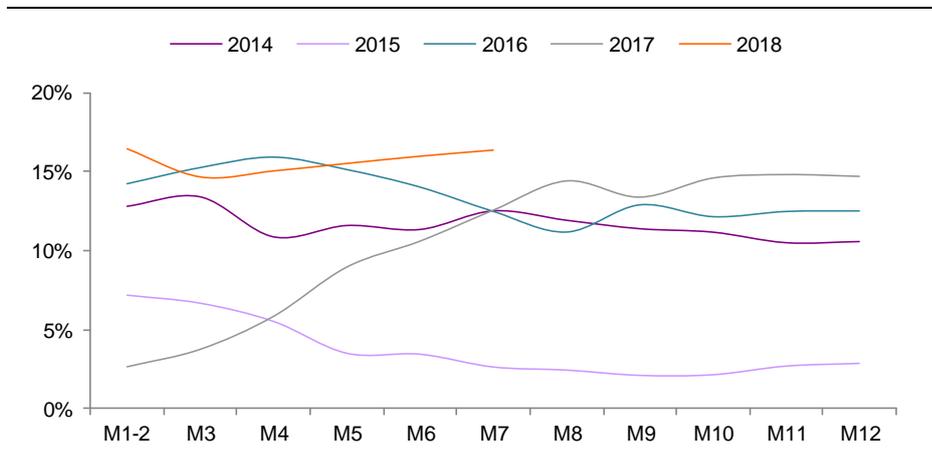


资料来源：国投电力公司公告，光大证券研究所整理

1.3、燃气行业：需求高速增长，关注供给及改革

受环境约束、政策支持等因素影响，2018 年以来天然气消费量持续维持高速增长，2018H1 天然气表观消费量同比增长 16.0%。旺盛的下游需求有效拉动燃气公司天然气销售量增长。此外，国家发改委等部委推动天然气价格改革加速推进、及天然气产供储销体系的建立。

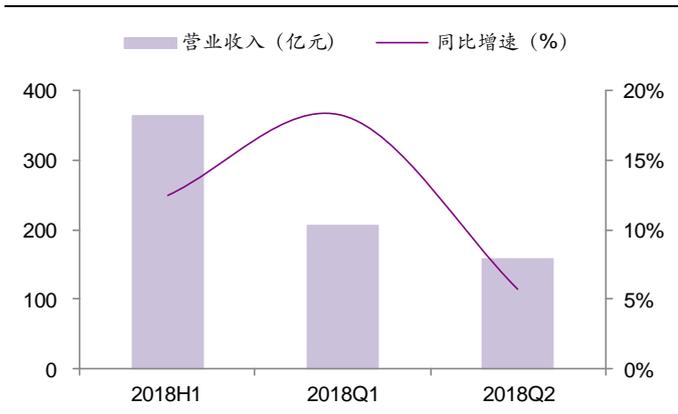
图 19：天然气累计表观消费量同比增速 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

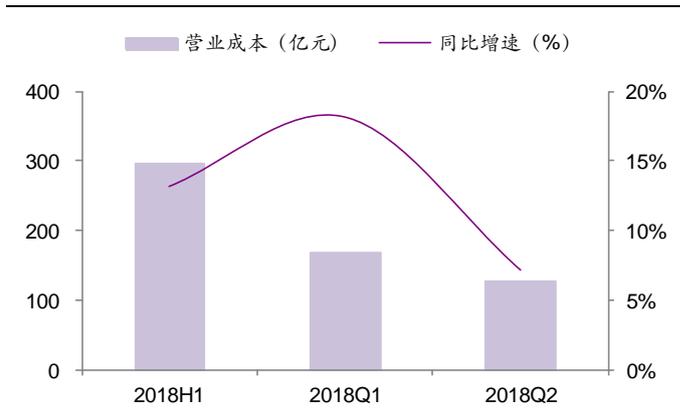
受天然气下游需求增长、冬季“气荒”致气源价格上涨、居民用气门站价格理顺等方案影响，2018H1 燃气公司营业收入和营业成本分别增长 12.5%、13.2%，其中二季度营业收入和营业成本的增长较一季度均有所收窄。由于北方采暖用气需求较大，总体而言全国范围内天然气用气高峰集中在北方采暖季期间（即四季度至次年一季度）。2018H1 燃气公司归母净利润 23.9 亿元，同比增长 5.8%，其中二季度归母净利润同比下滑 3.9%，我们认为燃气公司二季度业绩增速回落可能受高利润的接驳业务利润同比下滑、LNG 市场价格淡季不淡等因素影响。

图 20：燃气营业收入情况



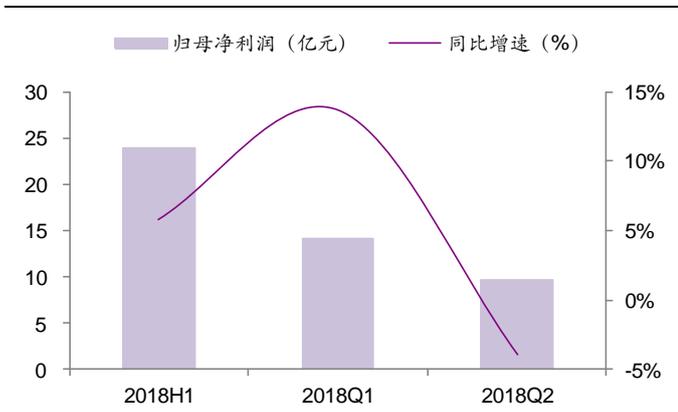
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 21：燃气营业成本情况



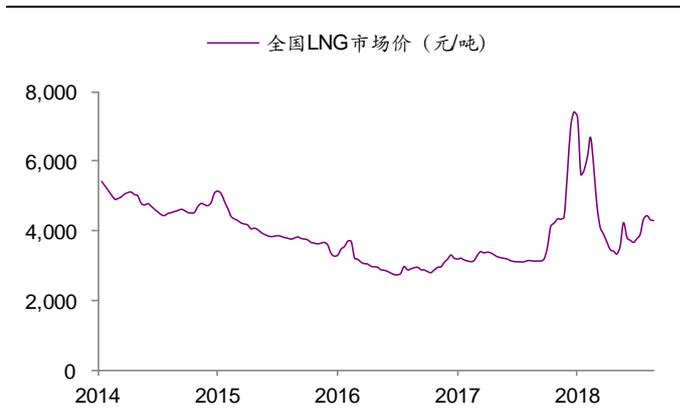
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 22：燃气归母净利润情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 23：全国 LNG 市场价



资料来源：Wind，光大证券研究所

展望下半年，我们预计天然气供应紧平衡的状态仍然持续，关注冬季保供形势；同时天然气价格改革加速推进，期待各地省内短输及配气费的调整落地。

2、环保板块：都是“杠杆”惹的祸

2.1、2018H1 板块整体行情及业绩综述

回顾环保板块上半年走势，表现不尽人意：其中既有宏观基本面偏弱及贸易摩擦逐步升级等负面因素的贯穿，又有金融“去杠杆”强化对环保股“戴维斯双杀”的不利影响，两者共同作用，而后者是环保板块跑输大盘指数的核心原因。

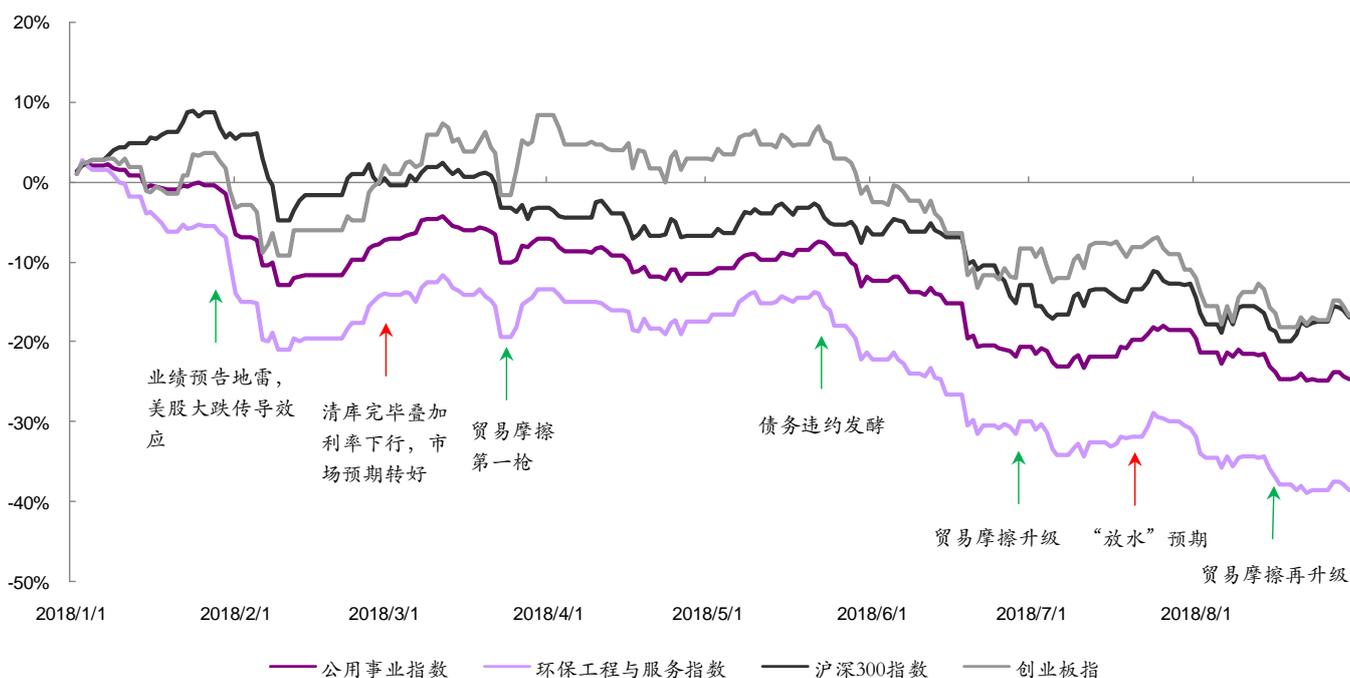
2018年1月，年报预告披露窗口期，业绩地雷情况普遍发生，叠加美国股市崩盘传导至国内的影响，导致A股整体及环保板块跌势较为显著；

3月，经历年初大跌后，利率下行，央行降准以及环保大会等利好因素使市场预期转好，环保板块迎来一定的反弹。虽然3月23日，美国打响了对华贸易战的第一枪，市场对此也有所反映，但很快又恢复，因为当时市场依然对贸易摩擦升级并不是很悲观，当然回过头看，那时市场确实存在一定的误判；

5月，债务问题发酵，环保板块积累的反弹涨幅“化为乌有”，其实质在于金融“去杠杆”进一步强化，而金融机构更多处于观望状态：慎贷、惜贷；环保领域也是债务问题高发行业，其原因在于政策扶植下行业存在着资本运作过于猛烈、与地方政府关系过于紧密，进而存在高风险或不规范的融资方式，易导致债务归属或责任不清等问题，一旦金融监管强化，问题随之暴露。

7月底，“去杠杆”逐步向“稳杠杆”过度，紧信用边际放松，市场对“放水”存在一定预期，市场也迎来一定的反弹。但是，部分宏观经济指标逐步变弱、贸易摩擦的负面因素依然为市场所忧虑，投资缺乏主线，环保板块同样受此大环境影响。

图 24：环保板块上半年走势复盘



资料来源：Wind，光大证券研究所

环保板块是典型的投资驱动性行业。在金融周期下半场，融资受限、投资变缓，整体行业项目开展进度不及预期，进而影响公司业绩。

1. 具有一定“造血”能力的资产，如运营类的公司受此影响较小，业绩和现金流稳定，不至于出现业绩失速的问题；当然这类公司如果想要进一步进行“量”的扩张也需要考虑资金因素，也会受融资环境的影响。
2. 需要前期重投资如从事 PPP 类项目的工程公司，融资难、融资贵等问题会使其业务开展受到很大影响，“订单-融资-业绩”链条因为资本金融资及银行贷款收紧而变的不顺畅，且公司体量越大则需要的资金越多受影响越大，在此情况下，业绩出现一定的低于预期也是意料之中；如果资金紧俏回款不利，甚至会出现债务违约等重大风险。

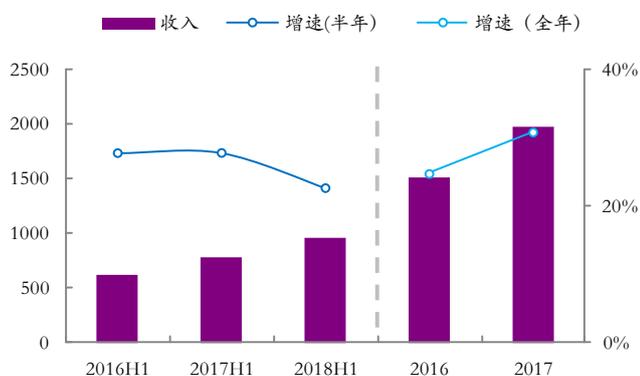
表 3：环保行业样本公司

子行业	公司数量	公司名称
水务运营	12	国祯环保、国中水务、钱江水利、中原环保、重庆水务、兴蓉环境、绿城水务、洪城水业、江南水务、武汉控股、巴安水务、海峡环保
水务工程	24	中金环境、碧水源、首创股份、华控赛格、中山公用、渤海股份、联泰环保、南方汇通、创业环保、中持股份、天翔环境、云投生态、东方园林、京蓝科技、天壕环境、维尔利、博天环境、清水源、津膜科技、上海洗霸、博世科、鹏鹞环保、东旭蓝天
大固废	19	伟明环保、中国天楹、盛运环保、富春环保、高能环境、迪森股份、东江环保、盈峰环境、瀚蓝环境、上海环境、鸿达兴业、长青集团、三维丝、中再资环、启迪桑德、格林美、旺能环境、永清环保、金圆股份
大气治理	9	中环装备、龙净环保、雪浪环境、菲达环保、中电环保、清新环境、远达环保、德创环保、科融环境、科林环保
监测	5	先河环保、雪迪龙、天瑞仪器、理工环科、聚光科技

资料来源：Wind，光大证券研究所

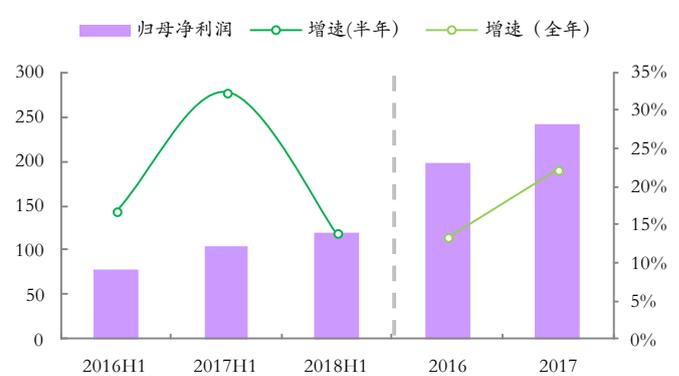
我们选取了 74 家环保上市公司作为样本进行统计、分类以及分析、解读。2018 年中报总收入为 963 亿元，同比增长 21.5%，归母净利润 119 亿元，同比增速 6.9%，扣非归母净利润同比增速-5.4%，较去年同期各项增速均是大大降低。

图 25：环保板块 2016-2018 年报、中报收入及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind

图 26：环保板块 2016-2018 年报、中报归母净利及增速（单位：亿元）

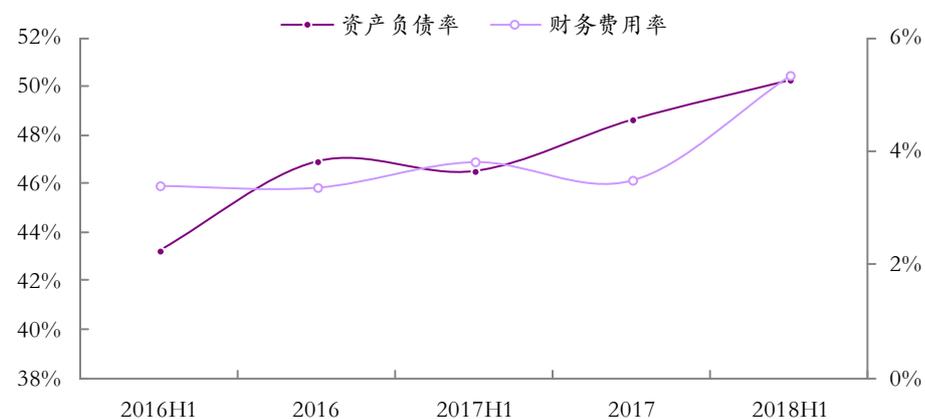


资料来源：Wind

我们对数据进行了更详细的分析，在归母净利润超过 50% 的公司中，从数额上看，除了瀚蓝环境和伟明环保归母净利润超过 3 亿之外，其余归母净利润基本小于 1.5 亿；从类型上来看，这些公司中，瀚蓝环境与伟明环保均为运营资产；其余大部分是以工程为主小市值公司，而大市值的工程类公司，如东方园林、碧水源等，业绩与去年同期增速项目均有所下降。所以，从微观数据上也可印证融资环境趋紧对业绩不利影响这一核心结论。

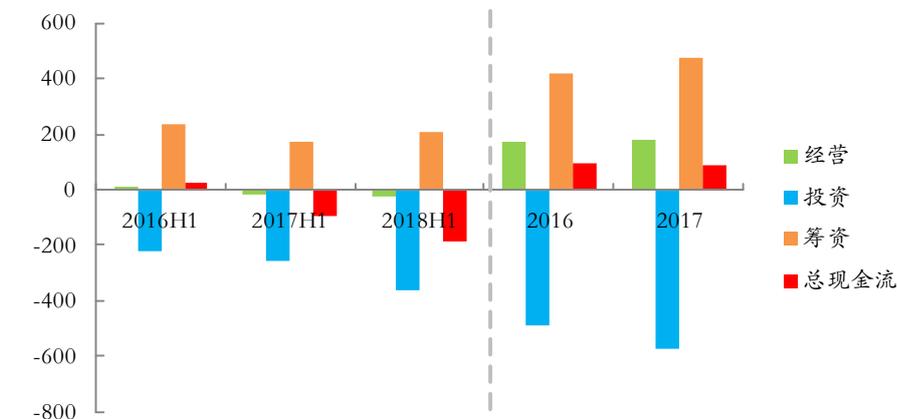
资产负债率及财务费用率持续攀升，在这里我们选取的是算术平均数进行说明。2018H1，环保板块的资产负债率已经达到 50.3%，较 2017H1 提升了 3.8 个百分点，依然处于上升状态。而最能体现融资成本上升的因素，是财务费用率 2018H1 达到了 5.3%，较去年同期上升了 1.5 个百分点。

图 27：环保板块 2016-2018 资产负债率和财务费用率



资料来源：Wind

图 28：环保板块 2016-2018 经营、投资、筹资现金流净额（单位：亿元）



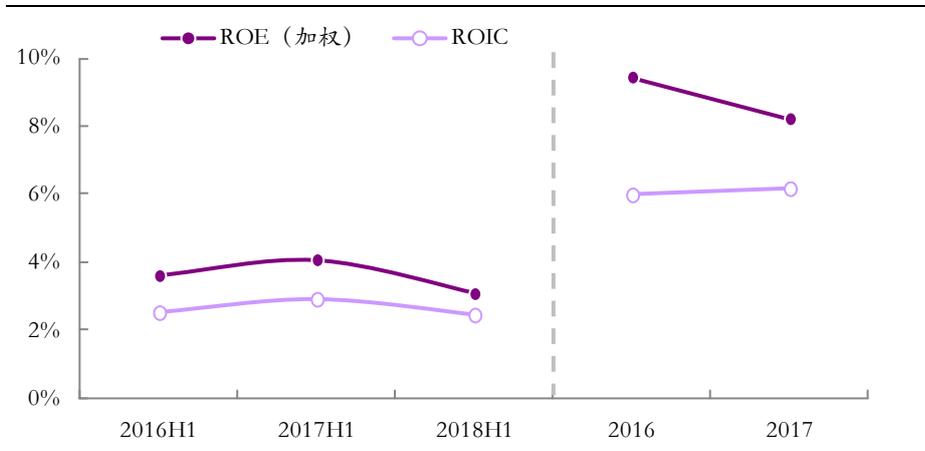
资料来源：Wind

经营性现金流恶化，投资性现金流与融资性现金流存在缺口。2018H1 与去年同期相比，投资性需求依旧存在，净流出 147 亿元，而经营性现金流与筹

资性现金流并未很好的补充，经营性现金流依然为负，-34.1 亿元较去年恶化，而筹资性现金流增加不明显，仅为 42.5 亿元，因此导致整体板块现金流流入不甚理想。如果融资环境改善，筹资性现金流有较好的补充，则将对环保板块边际上的利好。

去“杠杆”背景下，加“杠杆”难度加大。ROE 和 ROIC 两个指标，ROE 可能存在一次性损益以及杠杆的影响，而 ROIC 则直接显示价值创造能力的。这两个指标需要综合并结合行业属性来看。环保板块除个别公司非经常性损益具有较明显的作用外，这一因素对行业整体影响较小。ROE 下降较 ROIC 过快体现的是行业“加杠杆”难度加大。当然 ROIC 未发生显著下降，其实客观说明行业内生的价值创造其实并未受到显著的影响。

图 29：环保板块 2016-2018 ROE 和 ROIC 情况



资料来源：Wind

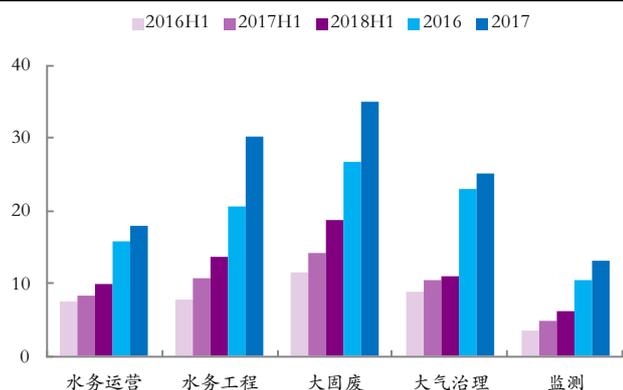
2.2、运营、设备类稳健，工程类待融资好转

我们将环保板块分为：大气治理、水务工程、水务运营、大固废、监测，五个子领域。

从细分行业分析来看，我们得出的结论为：运营、设备类稳健，工程类受“去杠杆”影响，需待融资好转。大固废、监测、水务运营稳中求进，水务工程后续依旧具有弹性。

在收入端，大气治理以及水务工程收入增速下降较为明显，两者原因却不尽相同。去年，大气治理增速较快是受益于 2017 是“大气十条”终考年，而 2018 年电力大气治理剩余空间逐渐减少，而非电大气行业仅部分空间释放，且行业较为分散，致行业整体难以维持较高增速；水务工程是业绩弹性较大的细分板块，因其商业模式特点，2018 年整体受制于 PPP 政策以及融资环境收紧；而水务运营、大固废、监测领域相对比较稳定，体现了运营资产较多的优势。

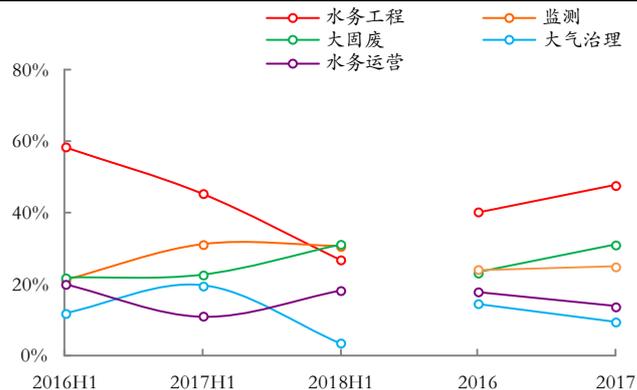
图 30：各细分板块 2016-2018 收入 (单位：亿元)



资料来源：Wind

注：采用平均值进行分析

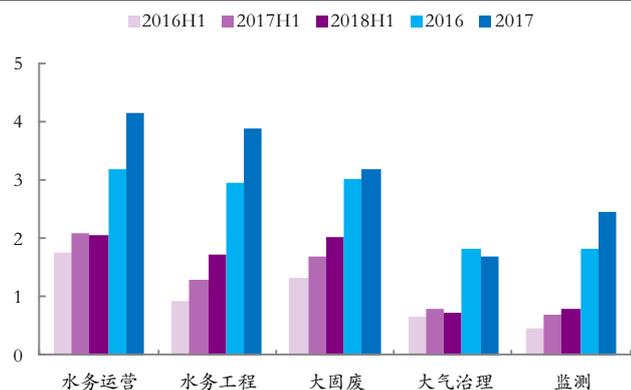
图 31：各细分板块 2016-2018 收入增速



资料来源：Wind

在利润端，大气治理利润不理想是因为行业空间及以及杠杆率较高；水务工程领域，投、融资驱动型的商业模式受到外界融资环境收紧影响，大部分公司均采取降速经营战略，因而整体利润增速也随之下降，行业空间变化不大，更多是宏观环境及商业模式的困境；水务运营，因为重庆水务（8.0 亿元，同比下降 22.1%）净利润体量较大且下降较多，进而影响整体板块，而市场较为关注的国祯环保、兴蓉环境、洪城水业业绩均较好。大固废板块表现相对较好，伟明环保、瀚蓝环境、启迪桑德、东江环保、高能环境、中再资环、格林美、金圆股份均维持较好的盈利水平。监测板块，先河环保、雪迪龙、聚光科技也维持稳健的净利润增速。

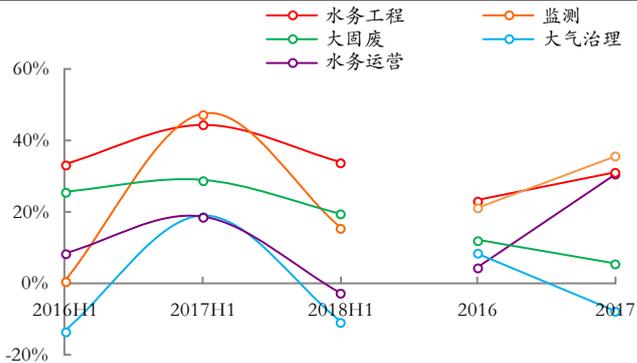
图 32：各细分板块 2016-2018 归母净利润 (单位：亿元)



资料来源：Wind

注：采用平均值进行分析

图 33：各细分板块 2016-2018 归母净利润增速

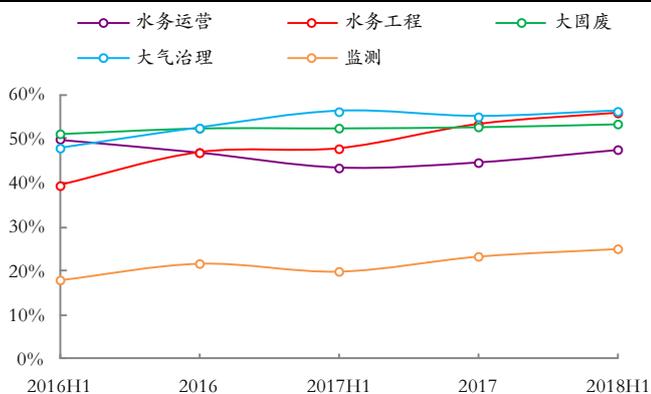


资料来源：Wind

其实都是轮回：加杠杆——业绩弹性——财务费用。资产负债率和财务费用率这两个指标是在当前特定条件下需要重点分析的指标，一方面可以指引未来银行对相关公司信用能力的考量，另外也可以准确的分析加杠杆的商业模式的可持续性。从数据上可以明显的看到，2016-2018 年，水务工程领域杠杆率持续攀升，致其财务费用率也大大攀升。而这个领域资产造血能力较差，

同时做的是政府生意，在加杠杆困难或政府财力紧张的时候会对业绩产生负面影响。

图 34：各细分板块 2016-2018 年资产负债率



资料来源：Wind

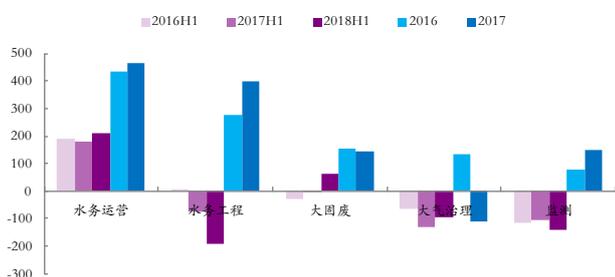
图 35：各细分板块 2016-2018 年财务费用率



资料来源：Wind

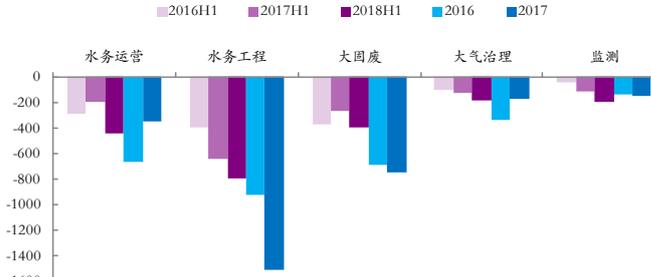
相比较而言，固废、水务运营领域杠杆虽略微提升，但维持稳定状态，监测领域属于设备领域，整体杠杆率较低。

图 36：各细分板块 2016-2018 经营现金流（单位：亿元）



资料来源：Wind

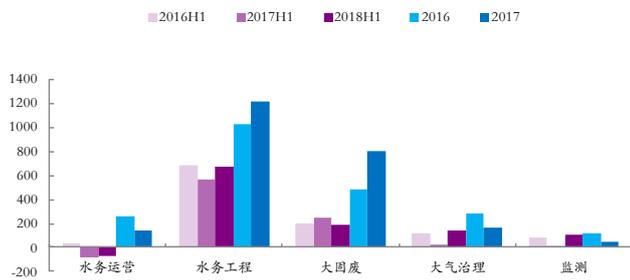
图 37：各细分板块 2016-2018 投资现金流（单位：亿元）



资料来源：Wind

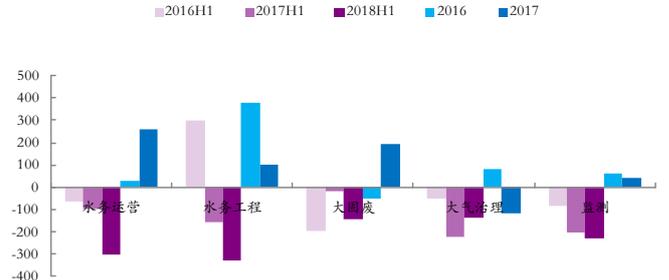
从经营性性现金流我们可以总结出三点结论：1. 水务运营无论从年报看还是从中报看，均较为稳定，这个和供、污水业务的本身资产性质有关，采用使用者付费模式，同时收入、支出进入政府性基金专款专用。2. 固废领域逐渐转为运营属性，经历了上项目阶段，资本开支较大以及项目处于建设期，前期经营性现金流一般，而当前固废资产进入运营状态越来越多，现金流也开始越来越好。3. 工程、设备类年度中期回款较差，一般都是三、四季度回款更多。

图 38: 各细分板块 2016-2018 筹资现金流 (单位: 亿元)



资料来源: Wind

图 39: 各细分板块 2016-2018 总现金流净额 (单位: 亿元)

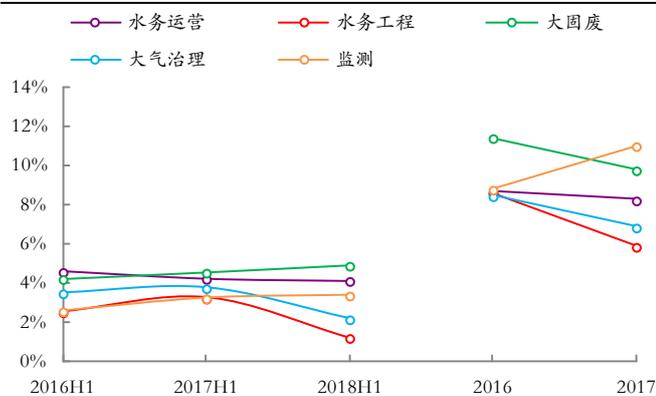


资料来源: Wind

从投资性及筹资性现金流, 我们可以得出的结论是: 2018 年, 上半年钱确实“紧”了, 筹资不易, 同时投资需求有, 但处于降速状态, 业绩受影响也是情理之中。

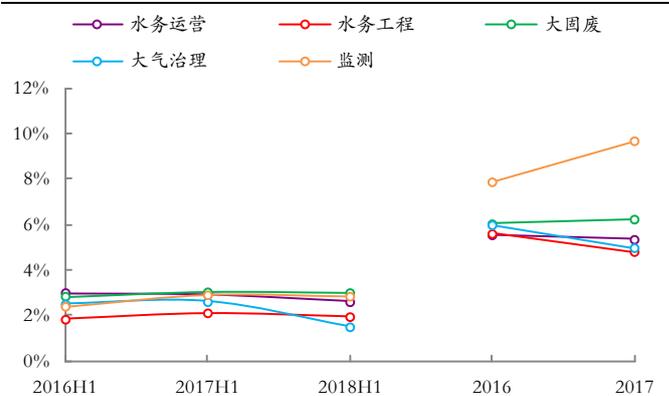
从分领域的 ROE 和 ROIC 的统计来看: 大气治理 ROIC 下降, 最终导致 ROE 下降, 水务工程领域则是主要因为去杠杆因素至 ROE 下降, 而 ROIC 并未有明显变化, 其他细分领域变化不是很显著。

图 40: 各细分板块 2016-2018ROE (加权)



资料来源: Wind

图 41: 各细分板块 2016-2018ROIC



资料来源: Wind

3、投资建议

3.1、公用事业: 维持“增持”评级

维持公用事业“增持”评级。

电力行业:

电力股的替代效应(相对配置价值提升)和逆周期性(成本敏感性高于电量敏感性)仍为行业的核心驱动力, 现阶段经济向下概率越高, 对于电力行业

越为有利。建议忽略短期市场煤价格、电量波动及电价下调等噪音扰动，继续增加电力行业配置。首推火电：华能国际、华电国际、浙能电力；水电：国投电力、川投能源、黔源电力。建议关注华能国际（H）、华电国际（H）。

燃气行业：

天然气下游需求仍将维持高速增长，供应形势不容乐观，需重点关注冬季保供形势。天然气行业改革及价格改革加速，期待各地省内短输及配气费的调整落地，进而缓解或消除对燃气公司省内短输及配气费未来变化的担忧。燃气行业公司多为地方管道运输/城市燃气公司，具备气源稳定性和业绩增长确定性的公司竞争优势明显。推荐需求增长确定、LNG 储气调峰站投产将至的区域龙头公司深圳燃气。

3.2、环保行业：维持“增持”评级

维持环保行业而“增持”评级，融资环境的变化将是下一阶段需要重点考量的因素。

1. 政府方面：清理地方隐性债务，如何处理城投债务到期；
2. 信贷方面：从紧信贷到边际或定向放松，绿色金融如何推进；
3. 宽财政：中央层面如何推动大基建或减小中小微企业税费压力。

短期看：运营资产依然是不错的避险选择，强调内生造血能力。

固废产业链具有现金流优势、运营为主优势，以低风险偏好指标选股是当前避险情绪的体现，亦可叠加固、危废需求释放、环卫市场化进度提升。建议关注：瀚蓝环境、盈峰环境、东江环保，以及光大绿色环保（H）、海螺创业（H）；

中、长期看：整体环保板块需等待财政及信用边际放松兑现。基建、财政结构性对环保扶持的方向已定，环保产业处在上升周期，后续在融资、降成本等方面对环保的定向支持显得尤为重要，只有这样才能按时完成污染防治任务。积极的财政政策以及信用的边际放松有助于提升市场的风险偏好以及对政府信用能力提升。下一步的关键是通过政策保障、政府增信推动金融机构对环保公司信用能力的提升，推动资金向中小微企业流入。目前，地方引导的基建投资需平衡“去杠杆、防风险、稳经济”多重因素；而中央引导的基建及补短板望成为先期重要推动力，乡村振兴中的环保投资有望加速。

融资环境好转后，关注前期下跌较多的健康的“订单-融资-业绩”滚动弹性品种：碧水源、国祯环保、博世科、启迪桑德。

表 4：重点上市公司盈利预测与投资评级

行业	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资 评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
电力	华能国际	7.02	0.12	0.34	0.45	59	21	16	买入
电力	华电国际	3.73	0.04	0.17	0.25	93	22	15	买入
电力	浙能电力	4.88	0.32	0.41	0.58	15	12	8	买入
电力	国投电力	7.37	0.48	0.56	0.61	15	13	12	增持
电力	川投能源	8.11	0.74	0.71	0.73	11	11	11	增持
电力	黔源电力	13.90	1.05	1.21	1.29	13	11	11	增持
燃气	深圳燃气	6.00	0.31	0.35	0.40	19	17	15	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 08 月 31 日

4、风险分析

公用事业：来水低于预期，煤价大幅超预期上涨，上网电价超预期下调，下游用电需求低于预期，电力行业改革进展低于预期的风险；天然气需求增速低于预期，管输、配气费进一步下行的风险，购气成本超预期上涨，天然气改革进展慢于预期的风险等。

环保：政策执行力度低于预期的风险，技术难度导致经济性低于预期的风险，整合速度较慢的风险，金融政策对 PPP 的负面影响风险，环保公司 PPP 订单签订速度放缓的风险，环保公司过度依赖 PPP 项目导致财务状况恶化的风险。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大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。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com	
	余鹏	021-22167110	17702167366	yupeng88@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com	
李潇		0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
深圳	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com	
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
		梁超	021-22167068	15158266108	liangc@ebscn.com
金英光		021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
王佳		021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com	
郑锐		021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com	
凌贺鹏		021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com	
周梦颖		021-22169087	15618752262	zhoumengying@ebscn.com	
金融同业与战略客户		黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com	
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	马明周	021-22167343	18516159056	mamingzhou@ebscn.com	
	私募业务部	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
		安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com
张浩东		021-22167052	18516161380	zhanghd@ebscn.com	
吴冕		0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com	
吴琦		021-22169259	13761057445	wuqi@ebscn.com	
王舒		021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
傅裕		021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	
王婧		021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com	
陈潞		021-22169369	18701777950	chenlu@ebscn.com	
王涵洲			18601076781	wanghanzhou@ebscn.com	