

行业研究/动态点评

2019年05月05日

行业评级:

公用事业 增持(维持)
环保II 增持(维持)

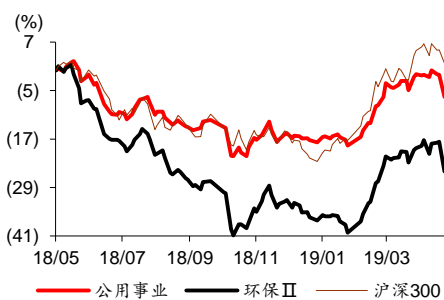
王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002
研究员 021-28972079
wangweijia@htsc.com

赵伟博 010-56793949
联系人 zhaoweibo@htsc.com

相关研究

- 1 《内蒙华电(600863,买入): 19Q1 业绩增长36倍, 高性价比的二线火电龙头》2019.04
- 2 《京能电力(600578,买入): 19Q1 超预期, 盈利有望高增长》2019.04
- 3 《华测检测(300012,买入): 1Q19 高增长, 工业/电子或接棒 2020 后成长点》2019.04

一年内行业走势图



资料来源: Wind

火电盈利显著修复, 环保业绩有望见底

公用事业行业年报及一季报业绩总结

火电景气度提升, 期待环保/水电/燃气后续改善

19Q1 火电板块收入/归母净利润分别增长 18%/87%, 2018ROE 恢复至 4.2%, 1Q19 随着煤价下行继续大幅改善(年化 ROE8.2%), 高景气有望延续。环保板块 1Q19 营收增速同比下降 5.3pct 至 10%, 我们统计的 59 家上市公司中, 26 家盈利同比下滑, 11 家亏损。水电板块电量保持稳健增长(1Q19 收入同比增长 11%), 受增值税退税到期影响, 扣非利润仅增长 4%; 燃气板块由于上游成本上涨 19Q1 呈现增收不增利格局。我们首推火电板块, 推荐华能国际/内蒙华电/京能电力等。环保 18 年多数子行业盈利下降, 业绩有望 19 年逐渐见底, 推荐高景气的监测行业和运营能力强的瀚蓝环境/东江环保/高能环境。

环保: 收入增速与盈利能力大幅下滑, 1Q19 见底回升

PPP 清库及融资难度提升影响持续 18 年环保板块实现营收 1493 亿(+3.5%), 归母净利润 57.6 亿(-61.7%), 实现毛利率 26.7% (同比下降 0.5pct)。其中 18Q4 环保板块收入和归母净利润增速分别为-0.2%/-242%, 19Q1 营收增速环比回升至 10%, 归母净利润同比-42%。18Q4 和 19Q1 环保板块年化摊薄 ROE 分别为-12%和 5%, 有见底回升迹象。18 年子行业中大气治理/水处理/固废/生物质能/水务板块盈利能力均有所下滑, 净利润同比下滑 133%/67%/35%/316%/17%, 其中大气和生物质板块净亏损; 仅监测行业保持较高景气度, 18 年及 19Q1 归母净利润同比+22%/+28%。

公用: 火电盈利超预期, 水电抗压实现正增长, 门站价上调城燃不增利

19Q1 火电表现华丽, 实现收入 2013 亿(+18.2%), 其中增值税下调对收入增长贡献在 0.9pct 以上($\Delta\%$ 含增值税营业收入= $\Delta\%$ (1+增值税)+ $\Delta\%$ 电价+ $\Delta\%$ 电量), 实现归母净利润 116 亿元, 同比提升 87%, 年化 ROE 恢复至 8.2% (18Q1 为 4.8%)。持续推荐华能国际、内蒙华电、京能电力等。19Q1 水电板块收入 386 亿元, 同比增长 11.3% (同期来水偏丰, 全国水电发电量同比+12%), 实现扣非归母净利润 66 亿元, 同比增长 4% (无增值税返还)。19Q1 燃气板块实现收入和归母净利 263/10.4 亿(+3%/-35%), 由于购气成本上升压制毛差, 毛利率下降 2.6pct。

公用事业环保板块公募基金持仓创新低, QFII 持续加仓聚光

由于环保板块 18 年盈利与估值双杀, 公用事业板块 19Q1 显著跑输上证综指, 公用事业环保板块 19Q1 的公募基金持仓比例降至历史新低, 持仓比例仅 0.8%。19Q1QFII 持仓超 1% 的个股为 7 支。截至 2019 年 3 月底, 公用事业板块 QFII 持股比例占流通股 1% 以上的有 7 家。19Q1QFII 增持聚光科技、深南电 A、华测检测、皖天然气, 减持瀚蓝环境。截至 19Q1 末, 聚光科技仍为公用事业板块 QFII 持股比例最高个股, 持股比例高达 7.3%。

风险提示: 项目进度不及预期, 毛利率进一步下滑。

正文目录

| | |
|---|----|
| 板块概览：火电景气度提升，期待环保/燃气/水电好转..... | 4 |
| 环保：18 年营收净利放缓，19Q1 有回升迹象..... | 4 |
| 火电：19Q1 盈利显著修复，收入利润均实现改善..... | 5 |
| 水电板块：来水偏丰发电量高增长，增值税退税到期影响盈利能力..... | 6 |
| 燃气：收入增长放缓，盈利同比出现下滑..... | 8 |
| 子行业：监测和火电行业保持高景气度..... | 10 |
| 大气板块：收入持续放缓，盈利能力下滑，期待非电市场放量..... | 10 |
| 水处理板块：连续两季度收入利润下滑，期待 19 年业绩陆续见底..... | 11 |
| 固废板块：19Q1 营收高增长，推荐优质运营企业..... | 12 |
| 监测板块：行业保持高景气度，龙头持续高增长..... | 13 |
| 生物质与节能板块：造血能力差，板块连续三季度亏损..... | 14 |
| 水务板块：18 盈利能力下降，19Q1 水务板块盈利回升、现金流提升..... | 15 |
| 水电：扣非业绩小幅增长，来水偏丰基本抵消增值税返还取消影响..... | 16 |
| 火电板块：盈利持续反弹，持续推荐..... | 17 |
| 燃气板块：增量不增利，成本走高推动盈利下降..... | 18 |
| 机构持仓：公募仓位跌至 14 年以来最低，QFII 加仓聚光科技..... | 19 |
| 风险提示..... | 20 |

图表目录

| | |
|--------------------------------------|---|
| 图表 1：环保工程与服务上市 A 股单季度营收同比增速..... | 4 |
| 图表 2：环保工程与服务上市 A 股单季度归母净利润同比增速..... | 4 |
| 图表 3：环保工程与服务上市公司单季度毛利率和净利率变化..... | 4 |
| 图表 4：环保工程与服务上市公司单季度费用率变化..... | 4 |
| 图表 5：环保工程与服务上市公司资产负债率变化（%）..... | 5 |
| 图表 6：环保工程与服务上市公司单季度 ROE 变化..... | 5 |
| 图表 7：火电上市 A 股单季度营收同比增速..... | 5 |
| 图表 8：火电上市 A 股单季度归母净利润同比增速..... | 5 |
| 图表 9：火电上市公司单季度毛利率和净利率变化..... | 6 |
| 图表 10：火电上市公司单季度费用率变化..... | 6 |
| 图表 11：火电上市公司单季度资产负债率变化（%）..... | 6 |
| 图表 12：火电上市公司单季度 ROE 变化（%）..... | 6 |
| 图表 13：水电上市 A 股单季度营收同比增速（%）..... | 7 |
| 图表 14：水电上市 A 股单季度扣非归母净利润同比增速（%）..... | 7 |
| 图表 15：水电上市公司单季度毛利率和净利率变化（%）..... | 7 |
| 图表 16：水电上市公司单季度费用率变化（%）..... | 7 |
| 图表 17：水电上市公司单季度资产负债率变化（%）..... | 7 |
| 图表 18：水电上市公司单季度 ROE 变化（%）..... | 7 |

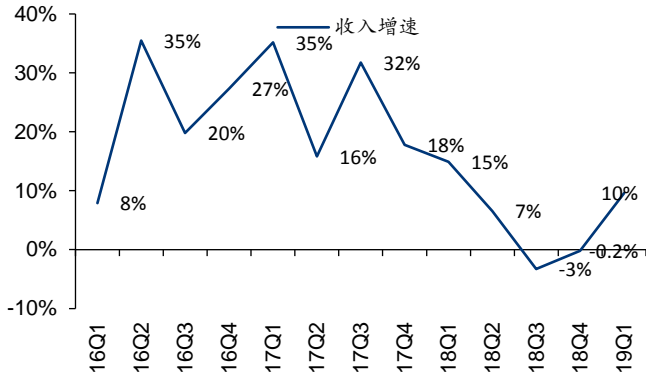
| | |
|--|----|
| 图表 19: 燃气上市 A 股单季度营收同比增速 (%) | 8 |
| 图表 20: 燃气上市 A 股单季度归母净利润同比增速 (%) | 8 |
| 图表 21: 燃气上市公司单季度毛利率和净利率变化 (%) | 8 |
| 图表 22: 燃气上市公司单季度费用率变化 (%) | 8 |
| 图表 23: 燃气上市公司单季度资产负债率变化 (%) | 9 |
| 图表 24: 燃气上市公司单季度 ROE 变化 (%) | 9 |
| 图表 25: 大气板块同比数据总结 | 10 |
| 图表 26: 水处理板块同比数据总结 | 11 |
| 图表 27: 固废板块同比数据总结 | 12 |
| 图表 28: 监测板块同比数据总结 | 13 |
| 图表 29: 生物质与节能板块同比数据总结 | 14 |
| 图表 30: 水务板块同比数据总结 | 15 |
| 图表 31: 水电板块同比数据总结 | 16 |
| 图表 32: 火电板块同比数据总结 | 17 |
| 图表 33: 燃气板块同比数据总结 | 18 |
| 图表 34: 19Q1 公用事业环保板块公募基金持仓跌至历史新低 | 19 |
| 图表 35: QFII 公用事业板块持仓情况 | 19 |

板块概览：火电景气度提升，期待环保/燃气/水电好转

环保：18年营收净利放缓，19Q1有回升迹象

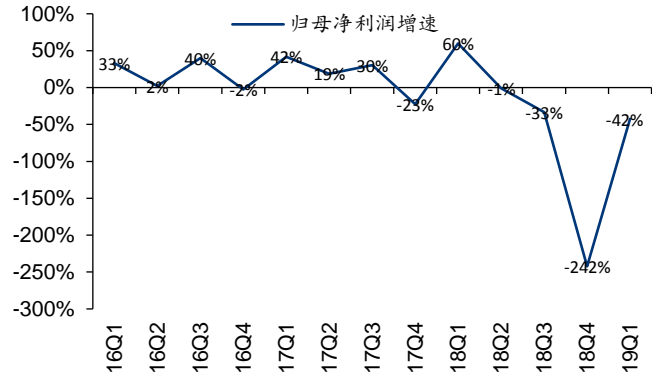
工程业务受影响大，板块整体收入增速放缓，利润同比下滑。按照申万环保工程及服务的统计口径看，2018年环保板块实现营业收入1493亿(+3.5%)，归母净利润57.6亿(-61.7%)，实现毛利率26.7%（同比下降0.5pct）。其中18Q4和19Q1环保板块收入增速分别为-0.2%和10%，归母净利润增速分别为-242%和-42%，盈利下降明显。

图表1：环保工程与服务上市A股单季度营收同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

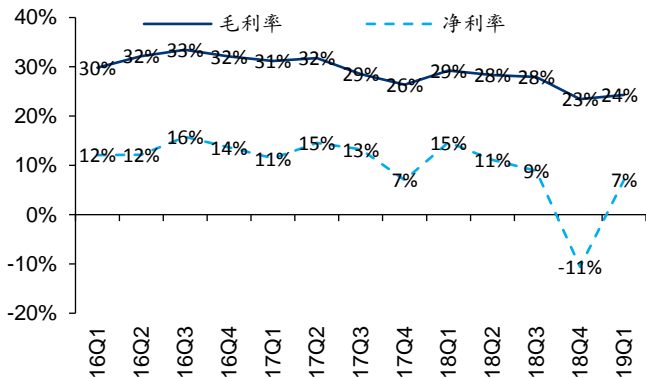
图表2：环保工程与服务上市A股单季度归母净利润同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

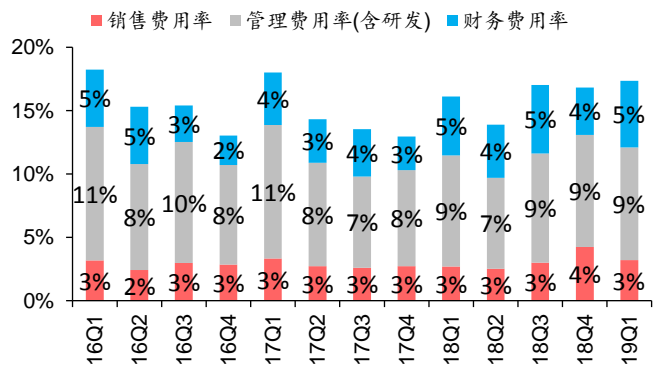
19Q1 盈利能力环比回暖明显。18Q4和19Q1环保板块毛利率分别为23%和24%，净利率分别为-11%和7%，19Q1环比回暖明显。18Q4板块财务费用率达到4%，属于16年以来较高水平，较18Q3上涨明显。资产负债率持续提升，18Q4和19Q1资产负债率分别为58%和59%，年化摊薄ROE分别为-12%和5%，19Q1经营情况整体有所好转。

图表3：环保工程与服务上市公司单季度毛利率和净利率变化



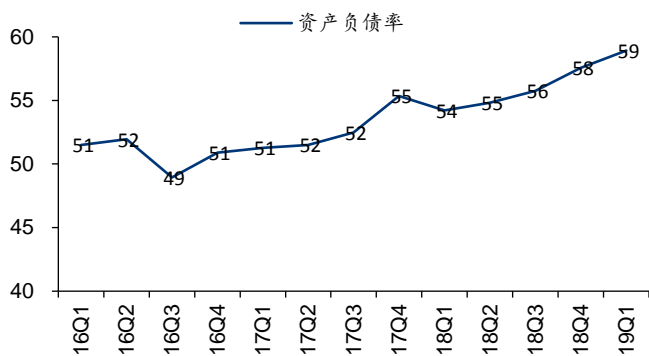
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：环保工程与服务上市公司单季度费用率变化



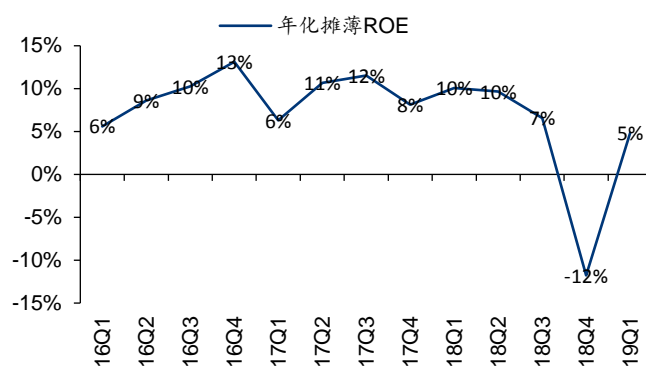
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：环保工程与服务上市公司资产负债率变化（%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：环保工程与服务上市公司单季度ROE变化

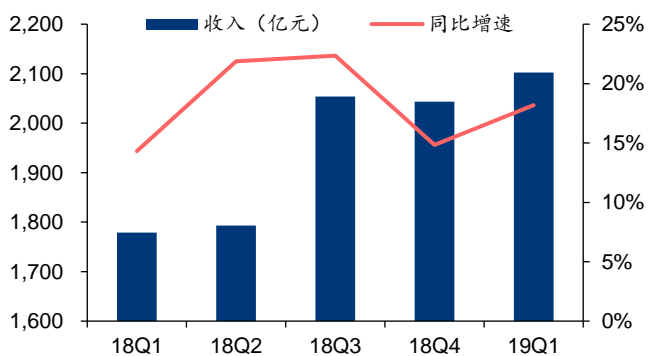


资料来源：Wind，华泰证券研究所

火电：19Q1 盈利显著修复，收入利润均实现改善

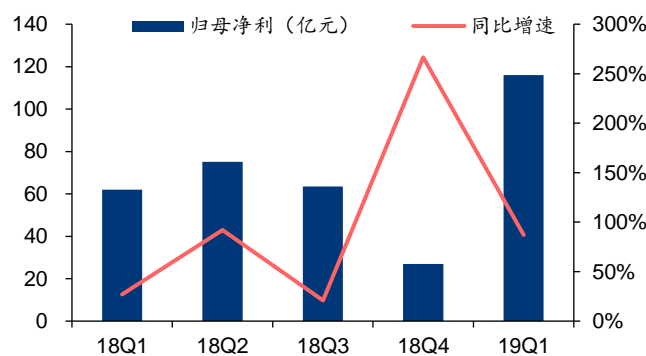
收入盈利持续改善。按照申万统计口径看，2018年火电板块营收/归母净利润增速分别为+12%/+60%，ROE（年化）为4.3%。2019年第一季度火电板块的A股上市公司共实现收入2013亿元，同比上升18.2%，其中，增值税下调对收入增长贡献在0.9pct以上（对于电力业务而言， $\Delta\%$ 含增值税营业收入= $\Delta\%$ （1+增值税）+ $\Delta\%$ 电价+ $\Delta\%$ 电量）实现归母净利润116亿元，同比提升87%，ROE（年化）为8.2%。

图表7：火电上市A股单季度营收同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

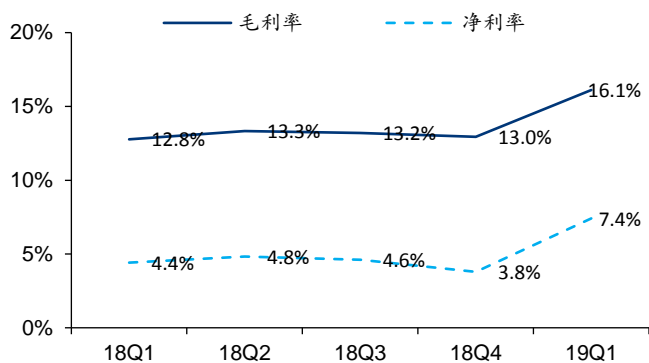
图表8：火电上市A股单季度归母净利润同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

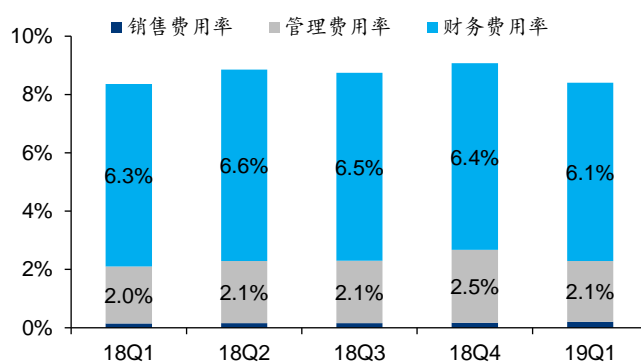
19Q1 盈利水平大幅上行。19Q1火电板块毛利率为16.1%，同比大幅上行3.3pct，环比增加3.1pct。净利率为7.4%，同比提升3.0pct，环比增加3.6pct。板块整体资产负债率为66.3%，较去年同期降低2.0pct，降幅明显。摊薄年化ROE为8.2%，环比大幅提升4.0pct，同比提升3.3pct。

图表9：火电上市公司单季度毛利率和净利率变化



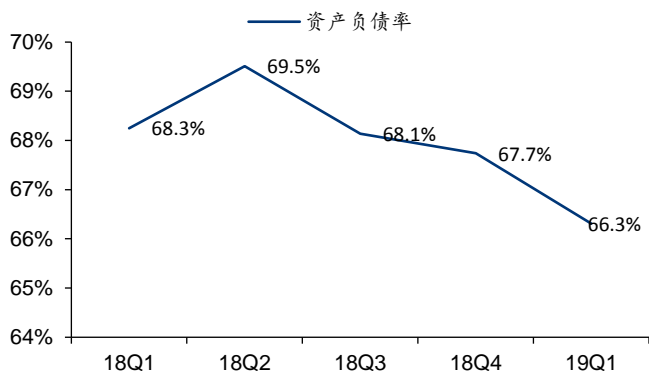
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10：火电上市公司单季度费用率变化



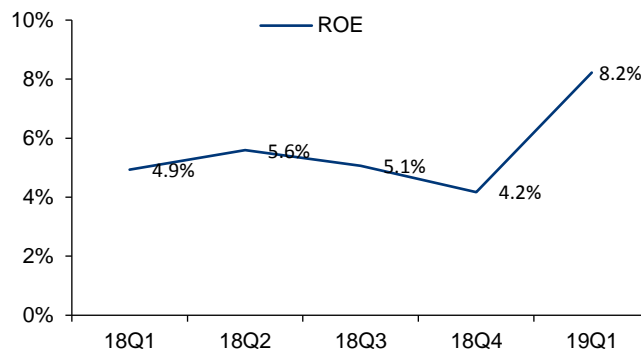
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11：火电上市公司单季度资产负债率变化 (%)



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12：火电上市公司单季度ROE变化 (%)



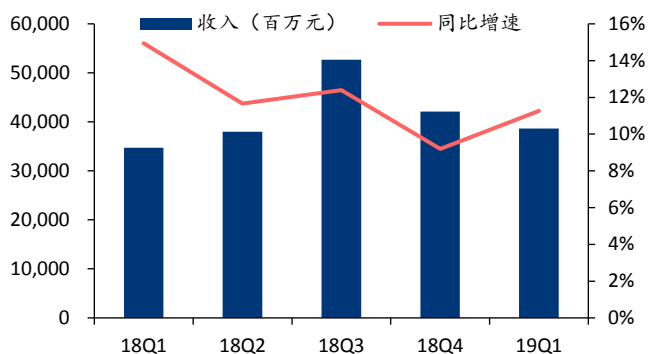
资料来源：Wind，华泰证券研究所

水电板块：来水偏丰发电量高增长，增值税退税到期影响盈利能力

18年来水偏丰，水电发电量同比增长且平均上网电价抬升推动收入端高增长，2018年全国水电发电量12329亿千瓦时，同比+3.3%；全国水电平均利用小时数为3613小时，同比+34小时；平均上网电价抬升主要系17年7月1日上调燃煤标杆电价带来的同比效应，同时18年5月1日起增值税率有17%下调至16%带来积极影响。18年水电板块的A股上市公司共实现收入1675亿元，同比增长11.9%；分季度看，18Q1-4收入增速分别为15%、12%、12%、9%。18年实现扣非归母净利润385亿元，同比增长1.2%，扣非归母净利润增速低于主要系18年起水电企业不再享有增值税退税返还，对板块盈利形成一定冲击。

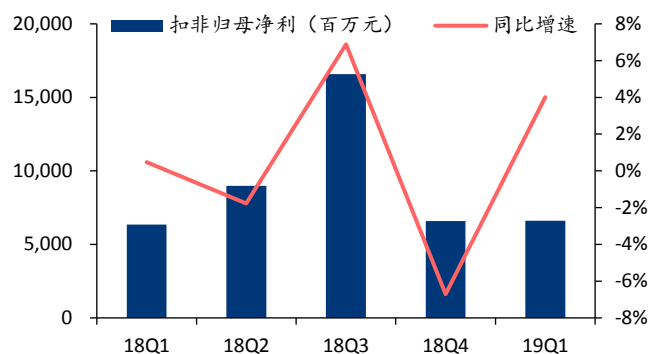
19Q1收入端保持较快增长，扣非归母净利润受增值税返还同比减少影响小幅增长4%。19Q1来水偏丰，全国水电发电量同比+12%，助力水电板块的A股上市公司19Q1共实现收入386亿元，同比增长11.3%；实现扣非归母净利润66亿元，同比增长4%，扣非归母净利润增速低于主要系18年起水电企业不再享有增值税退税返还，18Q1水电企业收到增值税退税陈税，19Q1无退税返还。

图表13: 水电上市A股单季度营收同比增速(%)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

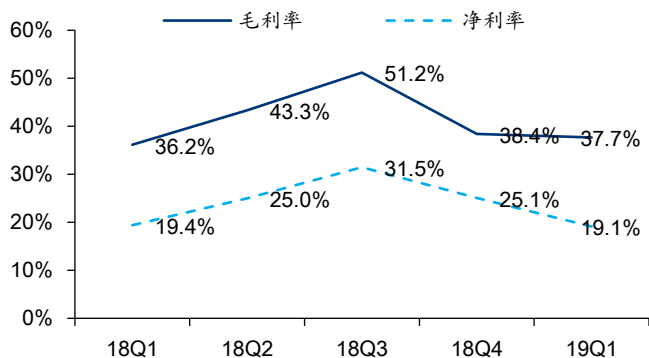
图表14: 水电上市A股单季度扣非归母净利润同比增速(%)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

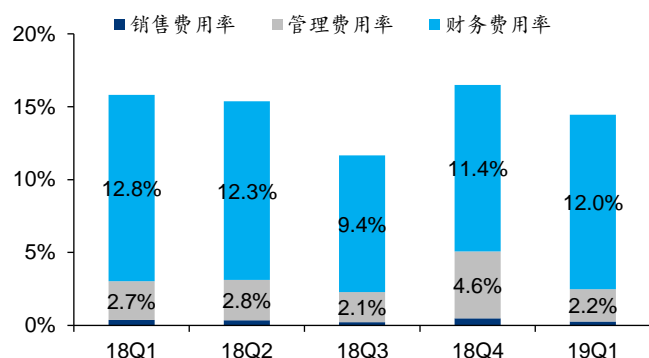
受增值税到期影响,扣非归母净利率同比有所下降。18年水电板块毛利率为43.1%,同比-0.7pct,净利率为25.9%,同比-0.4pct,扣非净利率23.0%,同比-2.4pct;19Q1水电毛利率为37.7%,同比+1.5pct,净利率为19.1%,同比-0.3pct,扣非净利率16.5%,同比-1.8pct;18年及19Q1扣非业绩下滑主要受增值税退税政策到期影响。19Q1板块整体资产负债率为58.7%,较18Q4末环比提升下降0.8ct。18年水电板块ROE为25.1%,同比+0.4pct。

图表15: 水电上市公司单季度毛利率和净利率变化(%)



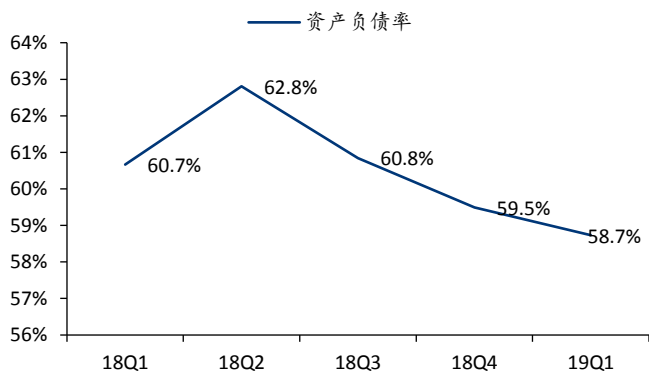
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表16: 水电上市公司单季度费用率变化(%)



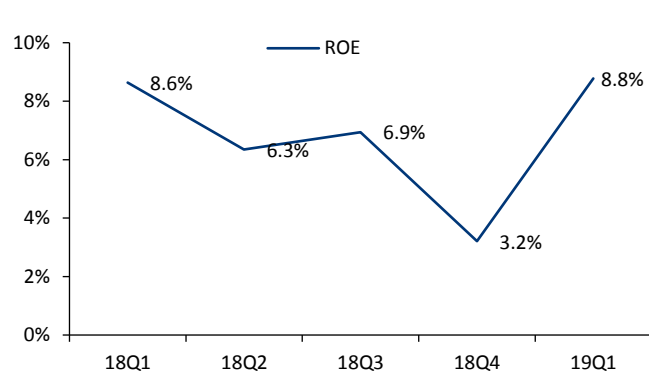
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表17: 水电上市公司单季度资产负债率变化(%)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表18: 水电上市公司单季度ROE变化(%)

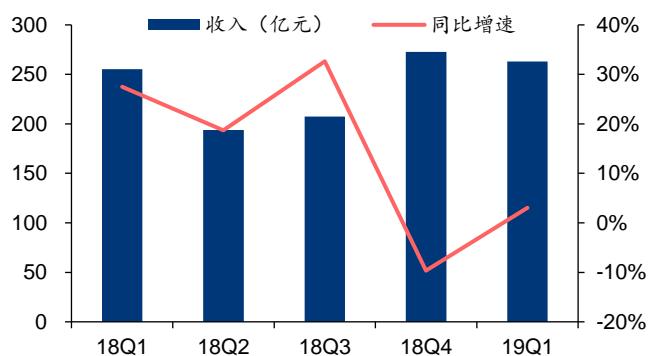


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

燃气：收入增长放缓，盈利同比出现下滑

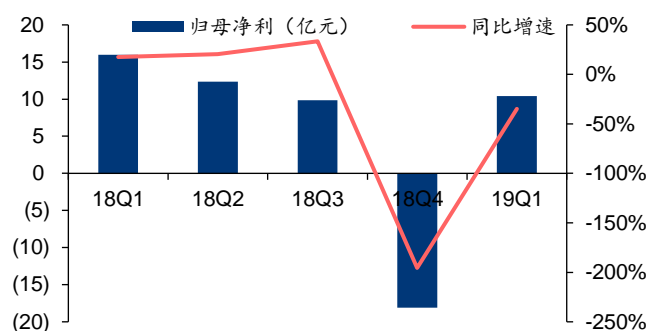
收入持续增长，盈利水平有所下滑。按照申万统计口径看，2018年燃气板块营收/归母净利润增速分别为+12%/-62%，ROE（年化）为3.1%。2019年第一季度燃气板块的A股上市公司共实现收入263亿元，同比增长3%，实现归母净利润10.4亿元，同比下降34.8%，ROE（年化）为8.0%。

图表19：燃气上市A股单季度营收同比增速（%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

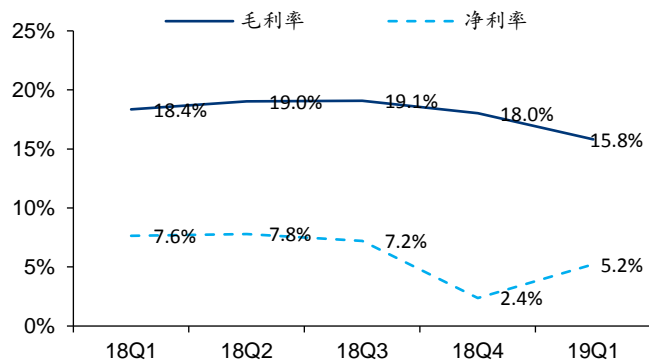
图表20：燃气上市A股单季度归母净利润同比增速（%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

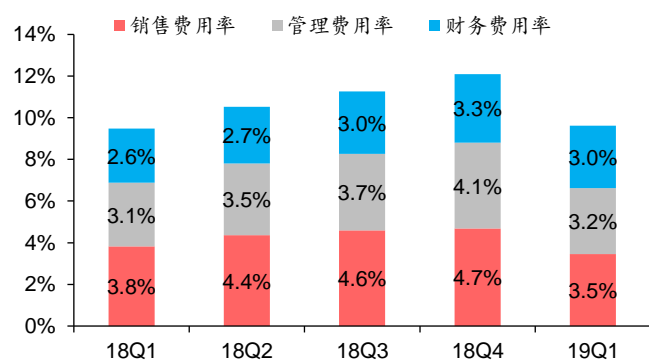
19Q1 盈利水平出现下滑。19Q1 燃气板块毛利率为 15.8%，同比下降 2.6pct，环比下降 2.2pct。净利率为 5.2%，同比下降 2.4pct，环比上行 2.8pct。板块整体资产负债率为 59.3%，同比提升 0.9pct。摊薄年化 ROE 为 8.0%，同比下降 2.0pct。

图表21：燃气上市公司单季度毛利率和净利率变化（%）



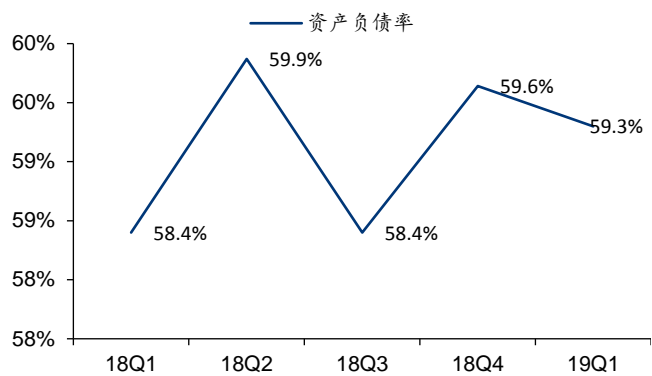
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表22：燃气上市公司单季度费用率变化（%）



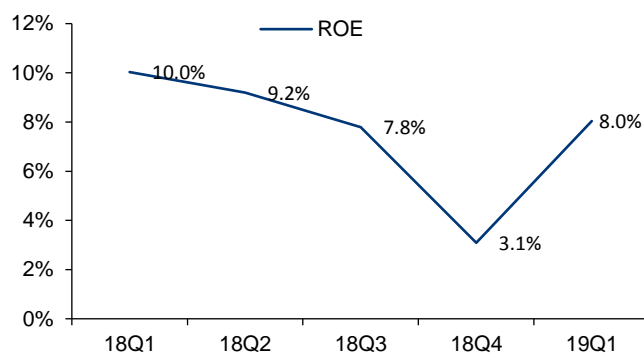
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表23: 燃气上市公司单季度资产负债率变化 (%)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表24: 燃气上市公司单季度 ROE 变化 (%)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

子行业：监测和火电行业保持高景气度

大气板块：收入持续放缓，盈利能力下滑，期待非电市场放量

18Q4 收入增速为负，19Q1 收入恢复正增长。大气板块 18Q4 和 19Q1 分别实现收入 71.7/48.6 亿，分别同比-8.3%/+11.4%。18Q4 收入增速为负主要由于电力领域大气治理订单下滑严重，19Q1 收入增速重新为正主要由于非电领域订单释放有所加速。18Q4 应收账款和存货周转天数同比变长，19Q1 应收账款和存货周转天数同比基本持平。行业毛利率同比有所下滑，18Q4 和 19Q1 毛利率分别为 15.1% 和 21.0%，同比分别下降 4.5/3.3pct。利润方面，18Q4 大气治理板块亏损 14.8 亿，部分公司如科融环境、菲达环保出现大幅亏损，19Q1 大气板块实现归母净利润 3.4 亿，同比+35.3%。

电力市场接近尾声，非电市场正在起航。我们预计 19 年起电力超净排放基本结束，18 年电力行业需求将向中小机组（包含自备电厂）转移。我们预计非电领域超低排放订单将持续释放，以钢铁行业为例：2019 年 4 月 29 日，生态环境部、国家发改委、工信部等部委发布《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》正式稿，主要目标是到 2020 年底前，重点区域钢铁企业超低排放改造取得明显进展，力争 60% 左右产能完成改造，有序推进其他地区钢铁企业超低排放改造工作；到 2025 年底前，重点区域钢铁企业超低排放改造基本完成，全国力争 80% 以上产能完成改造。我们推荐在非电领域有一定优势的大气治理龙头企业龙净环保。

图表25：大气板块同比数据总结

| (单位:百万元) | 17Q1 | 18Q1 | 19Q1 | 16Q2 | 17Q2 | 18Q2 | 16Q3 | 17Q3 | 18Q3 | 16Q4 | 17Q4 | 18Q4 |
|-----------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|----------|
| 营业总收入 | 4,075 | 4,362 | 4,862 | 5,732 | 6,022 | 6,009 | 5,281 | 6,279 | 6,457 | 8,114 | 7,816 | 7,166 |
| 同比增速 | 16.0% | 7.0% | 11.4% | 23.6% | 5.1% | -0.2% | -0.3% | 18.9% | 2.8% | 26.1% | -3.7% | -8.3% |
| 毛利率 | 23.7% | 24.3% | 21.0% | 23.5% | 22.4% | 23.3% | 25.7% | 26.4% | 21.4% | 22.6% | 19.6% | 15.1% |
| 期间费用率 | 13.9% | 14.9% | 15.3% | 11.7% | 12.4% | 14.0% | 13.2% | 14.4% | 12.8% | 12.8% | 12.1% | 18.9% |
| 销售费用率 | 2.8% | 2.7% | 2.6% | 2.1% | 2.3% | 2.4% | 2.6% | 2.6% | 2.2% | 2.5% | 2.0% | 2.4% |
| 管理费用率+研发费 | 8.6% | 8.6% | 9.1% | 8.6% | 8.7% | 9.3% | 9.6% | 9.6% | 8.2% | 8.9% | 8.5% | 14.0% |
| 财务费用率 | 2.5% | 3.6% | 3.6% | 0.9% | 1.4% | 2.3% | 0.9% | 2.2% | 2.4% | 1.4% | 1.6% | 2.5% |
| 归母净利润 | 261 | 250 | 338 | 478 | 450 | 416 | 545 | 632 | 272 | 325 | 274 | -1,475 |
| 同比增速 | 0.2% | -4.1% | 35.3% | -10.3% | -6.0% | -7.5% | 3.5% | 15.8% | -56.9% | -18.5% | -15.8% | -638.8% |
| 净利率 | 6.4% | 5.7% | 7.0% | 8.3% | 7.5% | 6.9% | 10.3% | 10.1% | 4.2% | 4.0% | 3.5% | -20.6% |
| 扣非净利润 | 211 | 209 | 163 | 432 | 427 | 373 | 505 | 582 | 261 | 95 | 86 | -1,208 |
| 同比增速 | -11.3% | -1.1% | -22.1% | 21.8% | -1.1% | -12.6% | 5.7% | 15.3% | -55.2% | -75.1% | -9.3% | -1497.6% |
| 应收账款周转天数 | 199 | 219 | 211 | 121 | 140 | 162 | 140 | 137 | 153 | 98 | 119 | 143 |
| 存货周转天数 | 268 | 274 | 257 | 182 | 199 | 217 | 203 | 206 | 213 | 128 | 148 | 170 |
| 收现比 | 83.7% | 91.0% | 90.2% | 70.9% | 93.4% | 85.9% | 91.0% | 85.8% | 94.1% | 80.7% | 68.5% | 85.9% |
| 付现比 | 74.7% | 81.8% | 79.4% | 55.8% | 73.1% | 64.1% | 55.8% | 74.8% | 65.1% | 50.2% | 41.4% | 45.1% |
| 经营现金流量净额 | -1,267 | -930 | -628 | -223 | 324 | -77 | 1,069 | -840 | 699 | 1,297 | 659 | 1,986 |
| 资产负债率 | 58.7% | 59.2% | 61.6% | 58.3% | 59.9% | 60.1% | 58.8% | 59.5% | 60.4% | 59.8% | 59.8% | 62.6% |
| ROE | 4.9% | 4.4% | 6.3% | 9.7% | 8.5% | 7.4% | 10.9% | 11.6% | 4.8% | 6.3% | 5.0% | -28.1% |

资料来源:Wind, 华泰证券研究所

水处理板块：连续两季度收入利润下滑，期待19年业绩陆续见底

18Q4 收入与利润双双下降。水处理板块 18Q4 实现营收 114.4 亿元 (-16.3%)，归母净利润 -8.8 亿元 (-142.5%)，扣非归母净利润 -9.1 亿元 (-146.7%)，18Q4 年化摊薄 ROE 为 -7.1%，同比 -6.0pct。业绩下滑主要由于水处理板块以 PPP 模式为主，PPP 清库及融资难度提升以后，企业回款能力减弱叠加工程进度放缓，成本端快速上行。

19Q1 营收净利润持续下滑。19Q1 水处理板块营收 55.9 亿元 (-12.8%)，归母净利润 4.3 亿元 (-29.2%)，扣非归母净利润 3.9 亿元 (-34.2%)。龙头公司碧水源、东方园林利润增速依旧为负，我们认为融资情况改善有望使水处理公司陆续走出业绩低点。

水处理板块多数公司 19 年有望逐渐走出业绩底部，建议关注碧水源、国祯环保、博世科、东方园林。由于 PPP 清库之后项目整体质量得到大幅改善，且 18Q3 以来多项利好民企融资的政策陆续出台，我们判断水处理板块公司融资环境有望不断改善，19 年多数公司有望走出业绩底部。

图表26： 水处理板块同比数据总结

| (单位: 百万元) | 17Q1 | 18Q1 | 19Q1 | 16Q2 | 17Q2 | 18Q2 | 16Q3 | 17Q3 | 18Q3 | 16Q4 | 17Q4 | 18Q4 |
|-----------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 营业总收入 | 4,128 | 6,409 | 5,586 | 5,274 | 7,316 | 7,363 | 4,443 | 7,170 | 7,148 | 10,338 | 13,675 | 11,444 |
| 同比增速 | 44.0% | 55.3% | -12.8% | 68.5% | 38.7% | 0.6% | 51.3% | 61.4% | -0.3% | 47.3% | 32.3% | -16.3% |
| 毛利率 | 32.4% | 30.3% | 31.7% | 33.4% | 31.1% | 34.5% | 35.3% | 32.5% | 32.1% | 33.2% | 30.5% | 26.5% |
| 期间费用率 | 14.3% | 14.4% | 20.3% | 14.0% | 13.1% | 16.5% | 16.5% | 14.5% | 19.5% | 10.5% | 11.6% | 17.6% |
| 销售费用率 | 5.0% | 3.9% | 4.7% | 3.4% | 3.1% | 3.7% | 4.1% | 3.5% | 4.7% | 3.0% | 3.1% | 4.5% |
| 管理费用率 | 6.2% | 5.5% | 8.2% | 8.7% | 7.7% | 8.8% | 10.4% | 7.4% | 9.7% | 6.5% | 6.9% | 9.6% |
| 财务费用率 | 3.1% | 5.0% | 7.5% | 1.9% | 2.3% | 4.0% | 2.0% | 3.6% | 5.1% | 1.0% | 1.7% | 3.5% |
| 归母净利润 | 675 | 605 | 428 | 769 | 1,104 | 1,057 | 730 | 1,018 | 823 | 1,966 | 2,068 | -878 |
| 同比增速 | 121.9% | -10.4% | -29.2% | 86.2% | 43.7% | -4.2% | 84.9% | 39.4% | -19.2% | 29.0% | 5.2% | -142.5% |
| 净利率 | 16.3% | 9.4% | 7.7% | 14.6% | 15.1% | 14.4% | 16.4% | 14.2% | 11.5% | 19.0% | 15.1% | -7.7% |
| 扣非净利润 | 501 | 589 | 388 | 741 | 893 | 971 | 693 | 991 | 776 | 1,886 | 1,933 | -903 |
| 同比增速 | 116.0% | 17.7% | -34.2% | 44.3% | 20.4% | 8.8% | 99.9% | 43.0% | -21.7% | 24.4% | 2.5% | -146.7% |
| 应收账款周转天数 | 196 | 162 | 214 | 122 | 123 | 149 | 152 | 137 | 160 | 75 | 74 | 108 |
| 存货周转天数 | 117 | 121 | 174 | 68 | 80 | 123 | 91 | 91 | 141 | 38 | 50 | 76 |
| 收现比 | 69.7% | 100.6% | 118.5% | 61.0% | 79.3% | 75.2% | 81.3% | 65.7% | 97.2% | 73.2% | 92.3% | 72.6% |
| 付现比 | 79.5% | 88.0% | 101.8% | 43.1% | 48.3% | 51.6% | 66.5% | 68.3% | 81.3% | 28.9% | 36.3% | 32.4% |
| 经营现金流量净额 | -2,917 | -2,304 | -1,492 | -371 | 1,322 | 854 | -432 | -2,397 | 466 | 3,384 | 6,503 | 2,757 |
| 资产负债率 | 44.0% | 52.6% | 57.3% | 36.2% | 45.9% | 53.5% | 36.1% | 48.0% | 54.3% | 43.6% | 51.9% | 57.4% |
| ROE | 6.2% | 4.9% | 3.4% | 8.2% | 9.9% | 8.5% | 7.1% | 8.9% | 6.5% | 18.3% | 17.0% | -7.1% |

资料来源:Wind, 华泰证券研究所

固废板块：19Q1 营收高增长，推荐优质运营企业

18Q4 营收增速放缓，板块整体亏损。固废板块 18Q4 实现营收 137.3 亿元 (+10.3%)，归母净利润-8.1 亿元 (-161.6%)，扣非归母净利-7.1 亿元 (-155.4%)，18Q4 年化摊薄 ROE 为-6.3%，同比-4.6pct。业绩下滑主要由于天翔环境和启迪桑德四季度亏损较多。

19Q1 营收恢复快速增长，利润有所下滑。19Q1 固废板块营收 140.5 亿元 (+40.2%)，归母净利润 10.9 亿元 (-17.5%)，扣非归母净利 10.2 亿元 (-10.9%)。板块资产负债率为 65%，较 18Q4 环比提升 4.9pct。

固废板块后续或出现分化，推荐优质运营企业。我们认为，固废板块十分考验公司对于项目的运营能力，推荐现金流创造能力强、管理效率高的运营企业。推荐瀚蓝环境和东江环保和高能环境。

图表27： 固废板块同比数据总结

| (单位: 百万元) | 17Q1 | 18Q1 | 19Q1 | 16Q2 | 17Q2 | 18Q2 | 16Q3 | 17Q3 | 18Q3 | 16Q4 | 17Q4 | 18Q4 |
|-----------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 营业总收入 | 7,345 | 10,021 | 14,049 | 7,473 | 9,402 | 13,215 | 7,554 | 10,950 | 12,192 | 9,148 | 12,442 | 13,727 |
| 同比增速 | 30.9% | 36.4% | 40.2% | 19.5% | 25.8% | 40.6% | 29.0% | 45.0% | 11.3% | 15.5% | 36.0% | 10.3% |
| 毛利率 | 31.0% | 31.3% | 23.6% | 29.9% | 31.7% | 28.9% | 29.2% | 29.3% | 27.9% | 31.6% | 28.8% | 21.9% |
| 期间费用率 | 12.0% | 11.7% | 11.3% | 14.0% | 14.8% | 14.1% | 14.5% | 13.4% | 15.8% | 16.0% | 15.0% | 21.2% |
| 销售费用率 | 2.3% | 2.2% | 1.8% | 2.3% | 2.0% | 2.1% | 2.4% | 1.9% | 2.4% | 2.6% | 2.6% | 3.1% |
| 管理费用率 | 4.5% | 4.6% | 4.4% | 7.4% | 8.2% | 8.0% | 7.9% | 7.5% | 9.0% | 8.4% | 8.5% | 11.6% |
| 财务费用率 | 5.2% | 4.8% | 5.1% | 4.2% | 4.5% | 3.9% | 4.2% | 3.9% | 4.4% | 4.9% | 3.8% | 6.5% |
| 归母净利润 | 833 | 1,322 | 1,091 | 918 | 1,176 | 1,346 | 992 | 1,265 | 1,122 | 1,123 | 1,315 | -810 |
| 同比增速 | 31.9% | 58.6% | -17.5% | 14.3% | 28.2% | 14.5% | 25.3% | 27.6% | -11.4% | 37.0% | 17.1% | -161.6% |
| 净利率 | 11.3% | 13.2% | 7.8% | 12.3% | 12.5% | 10.2% | 13.1% | 11.6% | 9.2% | 12.3% | 10.6% | -5.9% |
| 扣非净利润 | 778 | 1,143 | 1,018 | 880 | 1,121 | 1,336 | 853 | 1,231 | 1,089 | 1,000 | 1,281 | -709 |
| 同比增速 | 32.3% | 46.9% | -10.9% | -17.0% | 27.4% | 19.2% | 24.4% | 44.2% | -11.5% | 26.6% | 28.0% | -155.4% |
| 应收账款周转天数 | 121 | 115 | 119 | 106 | 103 | 97 | 117 | 103 | 119 | 85 | 84 | 97 |
| 存货周转天数 | 96 | 86 | 72 | 81 | 79 | 67 | 89 | 73 | 77 | 72 | 64 | 66 |
| 收现比 | 75.7% | 96.3% | 90.5% | 82.2% | 84.5% | 80.7% | 78.7% | 87.6% | 91.7% | 104.8% | 83.8% | 110.8% |
| 付现比 | 60.0% | 68.7% | 67.8% | 60.8% | 60.6% | 57.8% | 69.2% | 69.6% | 65.8% | 44.4% | 40.7% | 61.5% |
| 经营现金流量净额 | -769 | -346 | -419 | -154 | 286 | -531 | -728 | -28 | 768 | 3,957 | 3,115 | 4,960 |
| 资产负债率 | 57.9% | 56.8% | 65.0% | 56.6% | 58.2% | 58.3% | 57.8% | 56.2% | 58.3% | 58.6% | 56.6% | 60.1% |
| ROE | 8.8% | 10.8% | 7.7% | 11.0% | 11.8% | 10.9% | 11.6% | 11.0% | 8.5% | 12.5% | 10.9% | -6.3% |

资料来源:Wind, 华泰证券研究所

监测板块：行业保持高景气度，龙头持续高增长

18Q4 收入增长提速，利润有所下滑。18Q4 监测板块实现营收 25.2 亿 (+27.2%)，实现归母净利润 3.3 亿 (+4.8%)，扣非归母净利润 2.8 亿 (-0.8%)。四季度行业收入保持较快增长，利润增速较低主要由于雪迪龙 4Q 利润同比出现下滑。

19Q1 营收净利润快速增长。19Q1 监测板块营收 11.3 亿元 (+21.8%)，归母净利润 0.79 亿元 (+27.9%)，扣非归母净利 0.74 亿元 (+34.7%)。龙头公司聚光科技、先河环保均保持较快增速，我们判断全年监测行业将保持较高景气度。行业 19Q1 资产负债率仅 40%，轻资产优现金流，推荐行业龙头聚光科技，建议关注先河环保。

图表28：监测板块同比数据总结

| (单位: 百万元) | 17Q1 | 18Q1 | 19Q1 | 16Q2 | 17Q2 | 18Q2 | 16Q3 | 17Q3 | 18Q3 | 16Q4 | 17Q4 | 18Q4 |
|-----------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 营业总收入 | 697 | 927 | 1,129 | 893 | 1,086 | 1,444 | 948 | 1,164 | 1,598 | 1,752 | 1,980 | 2,518 |
| 同比增速 | 28.1% | 33.1% | 21.8% | 9.1% | 21.7% | 33.0% | 31.3% | 22.7% | 37.4% | 19.8% | 13.0% | 27.2% |
| 毛利率 | 49.0% | 48.7% | 48.4% | 48.5% | 48.8% | 49.5% | 54.1% | 55.1% | 55.4% | 46.1% | 46.9% | 41.3% |
| 期间费用率 | 34.1% | 32.1% | 35.0% | 30.0% | 31.5% | 29.5% | 29.0% | 28.5% | 29.3% | 24.4% | 26.6% | 26.1% |
| 销售费用率 | 20.0% | 17.4% | 18.8% | 12.7% | 13.9% | 13.5% | 12.4% | 11.7% | 13.6% | 12.1% | 12.8% | 12.9% |
| 管理费用率 | 13.0% | 12.3% | 14.1% | 16.7% | 16.2% | 14.4% | 15.6% | 15.6% | 14.5% | 12.3% | 13.2% | 12.5% |
| 财务费用率 | 1.1% | 2.4% | 2.1% | 0.6% | 1.4% | 1.7% | 1.0% | 1.3% | 1.2% | 0.0% | 0.6% | 0.8% |
| 归母净利润 | 41 | 62 | 79 | 143 | 162 | 240 | 241 | 331 | 404 | 286 | 318 | 333 |
| 同比增速 | 30.4% | 52.8% | 27.9% | -13.0% | 13.7% | 48.1% | 33.3% | 37.1% | 22.2% | 39.4% | 11.1% | 4.8% |
| 净利率 | 5.8% | 6.7% | 7.0% | 16.0% | 14.9% | 16.7% | 25.4% | 28.4% | 25.3% | 16.4% | 16.1% | 13.2% |
| 扣非净利润 | 27 | 55 | 74 | 124 | 141 | 235 | 222 | 311 | 396 | 214 | 215 | 282 |
| 同比增速 | 16.9% | 102.8% | 34.7% | -17.2% | 13.9% | 66.6% | 32.6% | 39.7% | 27.6% | -12.6% | 0.3% | 31.2% |
| 应收账款周转天数 | 273 | 237 | 216 | 187 | 190 | 164 | 190 | 188 | 158 | 104 | 108 | 94 |
| 存货周转天数 | 156 | 148 | 160 | 112 | 107 | 105 | 115 | 110 | 106 | 56 | 62 | 66 |
| 收现比 | 108.4% | 100.9% | 99.6% | 80.2% | 92.6% | 81.7% | 87.5% | 94.7% | 86.4% | 105.9% | 99.8% | 80.6% |
| 付现比 | 90.9% | 64.0% | 59.7% | 45.3% | 53.9% | 52.4% | 53.1% | 48.5% | 40.9% | 42.0% | 36.8% | 35.4% |
| 经营现金流量净额 | -420 | -383 | -369 | 4 | -64 | -143 | -53 | 49 | 75 | 808 | 936 | 999 |
| 资产负债率 | 30.6% | 35.3% | 39.9% | 29.8% | 31.3% | 37.2% | 29.9% | 31.1% | 37.1% | 31.9% | 34.3% | 40.4% |
| ROE | 2.7% | 3.6% | 4.2% | 10.7% | 10.9% | 13.9% | 17.2% | 20.9% | 22.1% | 19.4% | 19.2% | 17.9% |

资料来源:Wind, 华泰证券研究所

生物质与节能板块：造血能力差，板块连续三季度亏损

18Q4 营收同比下滑，行业大幅亏损。18Q4 生物质与节能板块实现营收 124.0 亿(-24.3%)，实现归母净利润-56.2 亿（亏损扩大 271.7%）。年化摊薄 ROE 为-47.3%，三项费用率大幅提升。

19Q1 营收净利持续下滑，连续三个季度亏损。19Q1 生物质与节能板块实现营收 92.5 亿(-25.0%)，实现归母净利润-1.9 亿（-135%），扣非归母净利润-3.1 亿（-158.6%），自 18Q3 以来连续三个季度实现亏损。

生物质与节能板块自身造血能力相对较弱，在当前市场环境下业绩表现不佳。三聚环保、神雾环保、神雾节能营收净利均出现大幅下滑。我们认为板块整体自由现金流产生创造能力较弱，业绩增长继续承压，建议保持谨慎。

图表29： 生物质与节能板块同比数据总结

| (单位: 百万元) | 17Q1 | 18Q1 | 19Q1 | 16Q2 | 17Q2 | 18Q2 | 16Q3 | 17Q3 | 18Q3 | 16Q4 | 17Q4 | 18Q4 |
|-----------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|
| 营业总收入 | 12,669 | 12,335 | 9,251 | 10,874 | 16,730 | 16,029 | 11,715 | 15,505 | 10,708 | 17,407 | 16,365 | 12,395 |
| 同比增速 | 79.7% | -2.6% | -25.0% | 54.6% | 53.8% | -4.2% | 69.5% | 32.4% | -30.9% | 105.6% | -6.0% | -24.3% |
| 毛利率 | 18.8% | 19.7% | 17.4% | 24.0% | 20.3% | 18.8% | 20.9% | 18.6% | 18.4% | 17.5% | 21.1% | 9.5% |
| 期间费用率 | 9.4% | 10.8% | 17.7% | 11.6% | 8.9% | 12.8% | 11.7% | 10.3% | 18.6% | 9.8% | 15.6% | 32.2% |
| 销售费用率 | 1.7% | 1.9% | 3.4% | 2.0% | 1.5% | 1.8% | 1.6% | 2.0% | 2.8% | 1.6% | 2.1% | 5.4% |
| 管理费用率 | 3.3% | 3.6% | 5.4% | 4.5% | 3.3% | 4.7% | 4.6% | 4.1% | 7.4% | 4.1% | 7.0% | 14.4% |
| 财务费用率 | 4.5% | 5.3% | 8.8% | 5.2% | 4.2% | 6.3% | 5.6% | 4.1% | 8.5% | 4.2% | 6.6% | 12.4% |
| 归母净利润 | 919 | 544 | -190 | 1,122 | 1,561 | 499 | 927 | 1,340 | -417 | 760 | -1,512 | -5,620 |
| 同比增速 | 56.1% | -40.8% | -135.0% | 315.4% | 39.1% | -68.0% | 24.6% | 44.6% | -131.1% | -36.4% | -299.0% | 271.7% |
| 净利率 | 7.3% | 4.4% | -2.1% | 10.3% | 9.3% | 3.1% | 7.9% | 8.6% | -3.9% | 4.4% | -9.2% | -45.3% |
| 扣非净利润 | 858 | 531 | -311 | 1,012 | 1,499 | 407 | 885 | 1,156 | -468 | 463 | -2,025 | -5,924 |
| 同比增速 | 83.4% | -38.1% | -158.6% | 261.2% | 48.1% | -72.9% | 117.0% | 30.7% | -140.5% | -242.7% | -537.4% | 192.5% |
| 应收账款周转天数 | 98 | 136 | 205 | 97 | 85 | 117 | 101 | 105 | 187 | 65 | 93 | 143 |
| 存货周转天数 | 71 | 97 | 141 | 71 | 56 | 75 | 72 | 70 | 121 | 48 | 66 | 101 |
| 收现比 | 82.9% | 84.0% | 98.5% | 80.1% | 72.0% | 73.3% | 79.7% | 82.9% | 96.7% | 103.8% | 95.7% | 84.6% |
| 付现比 | 81.0% | 95.0% | 67.9% | 61.9% | 69.1% | 61.5% | 61.9% | 76.5% | 74.2% | 82.9% | 69.0% | 50.9% |
| 经营现金流量净额 | 21 | -3,540 | 721 | 804 | -1,167 | 335 | 295 | -461 | 1,567 | 2,714 | 1,585 | 3,433 |
| 资产负债率 | 54.9% | 56.4% | 63.0% | 59.2% | 55.3% | 57.1% | 51.6% | 56.8% | 57.9% | 58.0% | 56.9% | 63.4% |
| ROE | 7.0% | 3.9% | -1.6% | 11.8% | 11.6% | 3.5% | 9.3% | 9.6% | -3.0% | 6.4% | -10.8% | -47.3% |

资料来源:Wind, 华泰证券研究所

水务板块：18 盈利能力下降，19Q1 水务板块盈利回升、现金流提升

收入增速提升，盈利能力下降。水务板块 18 年实现营收 369.7 亿元 (+19.1%)，归母净利润 55.2 亿元 (-15.4%)，扣非归母净利 50.2 亿元 (-18.2%)，18 年 ROE 为 15.7%，同比-4.0pct。业绩下滑主要系：18 年整体毛利率为 34.1%，同比-1.2pct；18 年三费率率为 17.8%，同比+0.5pct。

19Q1 水务板块盈利回升、现金流提升。19Q1 水务板块营收 83.4 亿元 (+13.4%)，归母净利润 14.9 亿元 (+19.1%)，扣非归母净利 11.4 亿元 (+18.9%)；19Q1 经营性现金流净额 14.4 亿，同比+3.5 亿。19Q1 末资产负债率为 54.2%，环比 18Q4 末提升 0.6pct。

工程业务盈利能力下降，长期看运营业务有利可图。18 年盈利能力下滑明显，主要是工程业务由于成本上涨导致毛利率下滑明显，公司本身水务运营业务盈利能力基本保持稳定。我们认为，随着未来水务公司进入成熟运营期，其盈利稳定程度有望提升，我们看好水务板块创造现金流的能力，经营风险整体可控。

图表30： 水务板块同比数据总结

| (单位: 百万元) | 17Q1 | 18Q1 | 19Q1 | 16Q2 | 17Q2 | 18Q2 | 16Q3 | 17Q3 | 18Q3 | 16Q4 | 17Q4 | 18Q4 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|
| 营业总收入 | 6,217 | 7,354 | 8,342 | 6,829 | 7,745 | 8,535 | 6,665 | 7,773 | 9,324 | 8,250 | 9,300 | 11,756 |
| 同比增速 | 17.2% | 18.3% | 13.4% | 26.9% | 13.4% | 10.2% | 22.8% | 16.6% | 20.0% | -8.0% | 12.7% | 26.4% |
| 毛利率 | 35.9% | 35.4% | 34.4% | 43.6% | 38.1% | 37.6% | 38.0% | 37.7% | 36.0% | 28.0% | 30.7% | 29.4% |
| 期间费用率 | 17.2% | 16.3% | 16.7% | 19.7% | 17.0% | 18.2% | 17.9% | 16.6% | 17.7% | 20.7% | 18.4% | 18.6% |
| 销售费用率 | 2.4% | 2.1% | 1.8% | 2.1% | 2.1% | 1.8% | 2.3% | 2.1% | 1.9% | 3.2% | 3.2% | 2.2% |
| 管理费用率 | 8.8% | 8.7% | 8.5% | 10.2% | 9.7% | 9.3% | 9.4% | 10.4% | 8.9% | 13.0% | 10.6% | 11.2% |
| 财务费用率 | 6.1% | 5.5% | 6.3% | 7.4% | 5.2% | 7.1% | 6.2% | 4.1% | 6.9% | 4.5% | 4.6% | 5.2% |
| 归母净利润 | 1,472 | 1,250 | 1,488 | 1,607 | 1,712 | 1,620 | 1,493 | 1,799 | 1,753 | 926 | 1,548 | 901 |
| 同比增速 | 24.3% | -15.1% | 19.1% | -21.6% | 6.5% | -5.3% | -2.4% | 20.5% | -2.5% | -18.7% | 67.2% | -41.8% |
| 净利率 | 23.7% | 17.0% | 17.8% | 23.5% | 22.1% | 19.0% | 22.4% | 23.1% | 18.8% | 11.2% | 16.6% | 7.7% |
| 扣非净利润 | 1,417 | 1,188 | 1,412 | 1,411 | 1,614 | 1,486 | 1,377 | 1,727 | 1,651 | 731 | 1,375 | 691 |
| 同比增速 | 31.4% | -16.2% | 18.9% | -27.1% | 14.5% | -7.9% | -3.8% | 25.4% | -4.4% | -6.5% | 88.0% | -49.7% |
| 应收账款周转天数 | 114 | 117 | 116 | 79 | 96 | 105 | 87 | 101 | 99 | 75 | 85 | 78 |
| 存货周转天数 | 65 | 34 | 37 | 82 | 53 | 30 | 88 | 58 | 33 | 51 | 28 | 22 |
| 收现比 | 108.9% | 109.1% | 115.0% | 97.7% | 96.6% | 98.2% | 103.6% | 106.2% | 106.8% | 114.1% | 92.5% | 75.5% |
| 付现比 | 55.2% | 57.7% | 62.6% | 35.8% | 39.3% | 43.1% | 47.3% | 45.8% | 44.8% | 39.4% | 34.1% | 23.6% |
| 经营现金流量净额 | 983 | 1,068 | 1,435 | 3,061 | 2,466 | 2,545 | 2,260 | 3,142 | 3,964 | 3,135 | 3,086 | 4,526 |
| 资产负债率 | 49.9% | 51.1% | 54.2% | 50.7% | 51.1% | 53.6% | 50.8% | 50.4% | 53.7% | 50.5% | 51.3% | 53.7% |
| ROE | 8.9% | 6.9% | 7.4% | 10.6% | 10.3% | 9.0% | 9.5% | 10.5% | 9.5% | 5.8% | 8.7% | 4.6% |

资料来源:Wind, 华泰证券研究所

水电：扣非业绩小幅增长，来水偏丰基本抵消增值税返还取消影响

18年来水偏丰，水电发电量同比增长且平均上网电价抬升推动收入端高增长。1675亿元，同比增长11.9%；分季度看，18Q1-4收入增速分别为15%、12%、12%、9%。18年实现扣非归母净利润385亿元，同比增长1.2%，扣非归母净利增速低于主要系18年起水电企业不再享有增值税退税返还，对板块盈利形成一定冲击。

19Q1收入端保持较快增长，扣非归母净利润净利受增值税返还同比减少影响仅微弱增长0.5%。19Q1来水偏丰，全国水电发电量同比+12%，助力水电板块的A股上市公司19Q1共实现收入386亿元，同比增长11.3%；实现扣非归母净利润66亿元，同比增长4%，扣非归母净利增速低于主要系18年起水电企业不再享有增值税退税返还，18Q1水电企业收到增值税退税陈税，19Q1无退税返还。

建议从三维度优选水电标的，1)买资产：关注重置资产净值低于目前市值的标的；2)买成长：优选有在建拟装机投运/资产注入预期的标的；3)买分红：优选稳定高分红收益率标的。值得注意的是，投资者结构（包括一级市场与产业资本）变化带来无风险收益率（P/E和股息率的锚）和预期回报率（DCF中wacc的主要决定因素）的变化是水电股估值近年来最大的变量，不同属性资金眼中水电价值不同

图表31：水电板块同比数据总结

| (单位: 百万元) | 17Q1 | 18Q1 | 19Q1 | 16Q2 | 17Q2 | 18Q2 | 16Q3 | 17Q3 | 18Q3 | 16Q4 | 17Q4 | 18Q4 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 30,212 | 34,726 | 38,638 | 36,380 | 34,014 | 37,981 | 41,357 | 46,872 | 52,683 | 33,088 | 38,566 | 42,113 |
| 同比增速 | 21.6% | 14.9% | 11.3% | 28.2% | -6.5% | 11.7% | 32.7% | 13.3% | 12.4% | 17.3% | 16.6% | 9.2% |
| 毛利率 | 38.3% | 36.2% | 37.7% | 55.2% | 44.7% | 43.3% | 54.7% | 50.1% | 51.2% | 36.6% | 39.4% | 38.4% |
| 期间费用率 | 17.5% | 15.8% | 14.5% | 16.0% | 15.7% | 15.4% | 14.6% | 12.4% | 11.7% | 18.6% | 17.0% | 16.5% |
| 销售费用率 | 0.4% | 0.4% | 0.3% | 0.3% | 0.4% | 0.4% | 0.2% | 0.3% | 0.2% | 0.6% | 0.5% | 0.5% |
| 管理费用率 | 2.6% | 2.7% | 2.2% | 2.9% | 2.7% | 2.8% | 2.9% | 2.4% | 2.1% | 3.9% | 4.3% | 4.6% |
| 财务费用率 | 14.5% | 12.8% | 12.0% | 12.8% | 12.6% | 12.3% | 11.5% | 9.7% | 9.4% | 14.1% | 12.2% | 11.4% |
| 归母净利润 | 6,280 | 6,742 | 7,385 | 9,471 | 9,285 | 9,501 | 14,307 | 15,929 | 16,577 | 5,627 | 6,715 | 10,561 |
| 同比增速 | 3.1% | 7.4% | 9.5% | 1.5% | -2.0% | 2.3% | 42.3% | 11.3% | 4.1% | 16.9% | 19.3% | 57.3% |
| 净利率 | 20.8% | 19.4% | 19.1% | 26.0% | 27.3% | 25.0% | 34.6% | 34.0% | 31.5% | 17.0% | 17.4% | 25.1% |
| 扣非净利润 | 6,328 | 6,357 | 6,612 | 9,320 | 9,151 | 8,989 | 14,967 | 15,522 | 16,590 | 5,711 | 7,067 | 6,593 |
| 同比增速 | 13.1% | 0.5% | 4.0% | 4.0% | -1.8% | -1.8% | 57.5% | 3.7% | 6.9% | -0.3% | 23.7% | -6.7% |
| 应收账款周转天数 | 37 | 36 | 39 | 35 | 42 | 39 | 31 | 33 | 33 | 25 | 27 | 31 |
| 存货周转天数 | 9 | 10 | 10 | 8 | 9 | 10 | 7 | 7 | 7 | 8 | 8 | 8 |
| 收现比 | 101.6% | 110.5% | 106.1% | 94.8% | 105.4% | 106.0% | 115.3% | 110.1% | 108.9% | 132.2% | 127.4% | 124.4% |
| 付现比 | 33.8% | 38.4% | 37.8% | 20.7% | 29.5% | 34.0% | 22.7% | 28.2% | 30.5% | 38.0% | 36.3% | 38.5% |
| 经营现金流量净额 | 12,612 | 16,345 | 16,554 | 19,393 | 18,008 | 16,736 | 27,410 | 29,169 | 30,248 | 22,057 | 23,825 | 23,858 |
| 资产负债率 | 62.6% | 60.7% | 58.7% | 65.8% | 64.3% | 62.8% | 63.8% | 62.8% | 60.8% | 63.1% | 61.4% | 59.5% |
| ROE | 8.7% | 8.6% | 8.8% | 14.6% | 13.3% | 12.7% | 20.7% | 21.6% | 20.8% | 7.9% | 8.8% | 12.8% |

资料来源:Wind, 华泰证券研究所

火电板块：盈利持续反弹，持续推荐

收入增速保持增长，19Q1 利润同比大幅提升。受益于用电需求持续较高增长，叠加煤炭现货价显著下滑，火电板块 19Q1 实现收入 2103 亿元 (+15%)。实现归母净利润 116.0 亿元 (+76%)，实现扣非归母净利润 57.4 亿元 (+57.1%)，盈利持续反弹。

继续看好火电业绩修复前景。目前火电产能过剩格局大为改观，根据我们对 2017-2018 年发布的煤电规划建设风险预警通知的梳理，2017 年发布的通知中，装机充裕度红色/橙色预警地区有 23/4 个，2018 年发布的通知中，装机充裕度红色/橙色预警地区有 17/4 个，相比之下，2019 年发布的通知中，装机充裕度红色/橙色预警地区大幅下降至 8/2 个，我们认为煤电产能过剩态势大为改观。

3 月电量需求向好，持续推荐火电。陕西复产迟缓叠加 2 月内蒙矿难引发的安全检查致使煤炭供应收缩，短期支撑煤价，秦港动力煤 (5500K) 从 2 月 11 日至 3 月 8 日上涨 56 元/吨 (+9.6%)，但我们认为煤价中长期下滑趋势未改，火电板块短期若回调将提供较佳买入机会，目前煤价已开始回撤，秦港动力煤 (5500K) 从 3 月 8 日至 4 月 26 日已下降 24 元/吨 (-3.8%)，我们判断未来中西部地区+外送电大省+自备电厂分布集中的省份火电 ROE 改善趋势有望较为显著。我们首推内蒙华电、京能电力，另推荐华能国际、皖能电力、建投能源、长源电力，建议关注浙能电力。

图表32：火电板块同比数据总结

| (单位: 百万元) | 17Q1 | 18Q1 | 19Q1 | 16Q2 | 17Q2 | 18Q2 | 16Q3 | 17Q3 | 18Q3 | 16Q4 | 17Q4 | 18Q4 |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入 | 155,272 | 182,915 | 210,263 | 122,081 | 149,158 | 183,783 | 140,298 | 179,167 | 195,902 | 167,164 | 183,121 | 204,344 |
| 同比增速 | 21.5% | 17.8% | 15.0% | -10.1% | 22.2% | 23.2% | -4.7% | 27.7% | 9.3% | 11.7% | 9.5% | 11.6% |
| 毛利率 | 11.7% | 12.8% | 16.2% | 32.4% | 12.1% | 14.0% | 22.3% | 13.7% | 13.2% | 14.3% | 11.6% | 12.5% |
| 期间费用率 | 8.7% | 8.5% | 7.8% | 10.5% | 9.5% | 9.2% | 9.5% | 8.4% | 8.8% | 9.8% | 10.0% | 10.2% |
| 销售费用率 | 0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% |
| 管理费用率 | 2.4% | 2.2% | 1.6% | 3.2% | 2.5% | 2.3% | 2.8% | 2.3% | 2.3% | 3.8% | 3.6% | 3.7% |
| 财务费用率 | 6.2% | 6.2% | 6.1% | 7.1% | 7.0% | 6.8% | 6.6% | 5.9% | 6.4% | 5.9% | 6.3% | 6.3% |
| 归母净利润 | 4,372 | 6,578 | 11,603 | 12,103 | 4,101 | 8,036 | 7,537 | 6,810 | 5,450 | 2,308 | -902 | 2,697 |
| 同比增速 | -68.7% | 50.4% | 76.4% | -30.4% | -66.1% | 95.9% | -56.9% | -9.7% | -20.0% | 84.0% | -139.1% | -399.2% |
| 净利率 | 2.8% | 3.6% | 5.5% | 9.9% | 2.7% | 4.4% | 5.4% | 3.8% | 2.8% | 1.4% | -0.5% | 1.3% |
| 扣非净利润 | 3,654 | 5,741 | 9,566 | 12,352 | 3,408 | 6,752 | 12,750 | 6,048 | 4,907 | -1,871 | -2,632 | -1,554 |
| 同比增速 | -73.4% | 57.1% | 66.6% | -35.5% | -72.4% | 98.1% | -23.7% | -52.6% | -18.9% | -228.8% | 40.6% | -41.0% |
| 应收账款周转天数 | 39 | 41 | 44 | 46 | 41 | 43 | 39 | 36 | 33 | 36 | 38 | 42 |
| 存货周转天数 | 15 | 16 | 16 | 19 | 17 | 18 | 17 | 15 | 17 | 15 | 16 | 17 |
| 收现比 | 110.6% | 109.6% | 110.1% | 99.1% | 110.6% | 107.8% | 111.4% | 112.8% | 115.8% | 110.6% | 106.4% | 108.6% |
| 付现比 | 78.1% | 77.6% | 73.0% | 48.2% | 77.0% | 78.7% | 59.6% | 78.3% | 76.2% | 74.9% | 73.0% | 77.9% |
| 经营现金流量净额 | 26,691 | 33,207 | 49,266 | 35,880 | 27,914 | 26,875 | 46,626 | 37,308 | 51,789 | 29,818 | 34,369 | 35,316 |
| 资产负债率 | 66.5% | 67.8% | 66.3% | 66.9% | 67.5% | 68.9% | 55.7% | 51.4% | 62.1% | 65.5% | 68.3% | 67.7% |
| ROE | 3.5% | 5.1% | 8.2% | 10.5% | 3.3% | 6.3% | 6.4% | 5.4% | 4.1% | 1.8% | -0.7% | 2.0% |

资料来源：Wind，华泰证券研究所

燃气板块：增量不增利，成本走高推动盈利下降

收入增速持续高增长，盈利能力下降。受益于天然气消费量的持续攀升，燃气板块营业收入持续保持较高增速，根据我们的统计测算，19Q1燃气板块实现收入265.9亿元(+16.2%)。但受制于燃气上游售价走高，板块主营业务成本增加较大，致使毛利率走低，19Q1燃气板块毛利率为15.9%，同比降低2.6pct，环比降低0.3pct，受此影响，板块盈利能力下滑较大，19Q1燃气板块归母净利润为13.0亿元(-17.5%)。此外，板块期间费用率同比小幅提升，19Q1三项费用率为8.7%，同比小幅提升0.1pct，资产负债率同比提升1.4pct至59.3%，涨幅较大，年化摊薄ROE为8.0%，同比下降1.7pct。

天然气销量继续高增长仍为大概率事件，但须关注成本监审落地对下游分销业务的影响。2017年国家发改委对外发布《关于加强配气价格监管的指导意见》，要求按照“准许成本加合理收益”的原则制定城镇燃气配气价格，目前各地的成本监审政策正如火如荼推进落地中，由于新政策要求税后全投资收益率不超过7%，预计将对燃气分销业务产生一定压力。

图表33：燃气板块同比数据总结

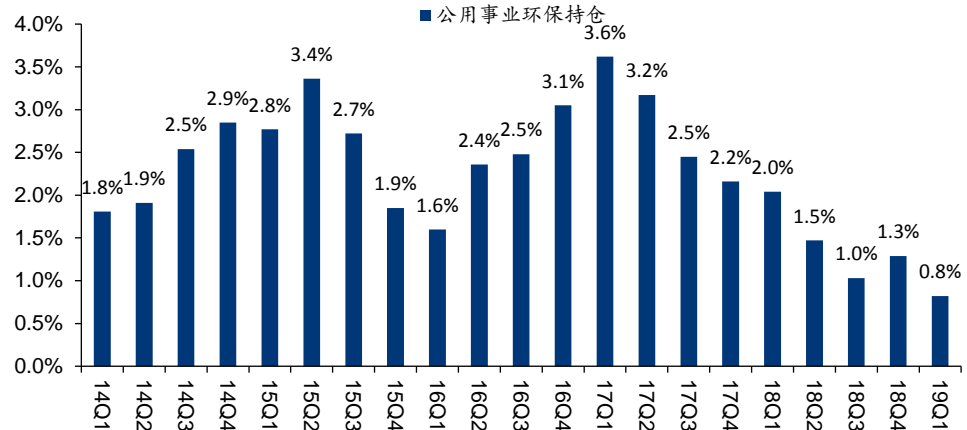
| (单位: 百万元) | 17Q1 | 18Q1 | 19Q1 | 16Q2 | 17Q2 | 18Q2 | 16Q3 | 17Q3 | 18Q3 | 16Q4 | 17Q4 | 18Q4 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 营业总收入 | 19,146 | 22,882 | 26,593 | 12,656 | 16,951 | 17,929 | 14,749 | 15,812 | 18,295 | 19,274 | 23,034 | 25,133 |
| 同比增速 | 33.5% | 19.5% | 16.2% | 21.3% | 33.9% | 5.8% | 36.2% | 7.2% | 15.7% | -17.0% | 19.5% | 9.1% |
| 毛利率 | 18.4% | 18.5% | 15.9% | 23.3% | 21.2% | 20.0% | 21.8% | 20.2% | 19.3% | 21.9% | 20.8% | 15.6% |
| 期间费用率 | 7.9% | 8.6% | 8.7% | 14.0% | 12.0% | 11.8% | 12.3% | 13.0% | 13.0% | 12.6% | 12.2% | 15.1% |
| 销售费用率 | 4.1% | 3.8% | 3.5% | 6.1% | 4.6% | 5.0% | 5.3% | 5.2% | 5.2% | 5.0% | 5.2% | 4.9% |
| 管理费用率 | 2.0% | 2.2% | 2.2% | 4.7% | 4.1% | 3.9% | 4.4% | 4.5% | 4.4% | 4.9% | 3.8% | 6.1% |
| 财务费用率 | 1.8% | 2.6% | 3.0% | 3.2% | 3.3% | 2.9% | 2.6% | 3.3% | 3.5% | 2.8% | 3.2% | 4.0% |
| 归母净利润 | 1,351 | 1,576 | 1,301 | 1,234 | 1,279 | 1,262 | 1,219 | 1,012 | 970 | 959 | 1,559 | -1,845 |
| 同比增速 | -3.0% | 16.7% | -17.5% | 24.3% | 3.6% | -1.4% | 71.5% | -17.0% | -4.1% | -33.3% | 62.6% | -218.3% |
| 净利率 | 7.1% | 6.9% | 4.9% | 9.8% | 7.5% | 7.0% | 8.3% | 6.4% | 5.3% | 5.0% | 6.8% | -7.3% |
| 扣非净利润 | 1,215 | 1,462 | 1,235 | 1,126 | 1,264 | 1,080 | 1,153 | 798 | 717 | 778 | 1,204 | -1,976 |
| 同比增速 | -3.1% | 20.3% | -15.5% | -3.3% | 12.3% | -14.6% | 104.6% | -30.8% | -10.1% | -44.0% | 54.7% | -264.2% |
| 应收账款周转天数 | 23 | 27 | 29 | 31 | 29 | 36 | 26 | 31 | 37 | 21 | 24 | 27 |
| 存货周转天数 | 19 | 22 | 21 | 29 | 30 | 32 | 24 | 33 | 32 | 20 | 23 | 22 |
| 收现比 | 105.0% | 102.5% | 98.2% | 109.3% | 110.1% | 107.0% | 115.9% | 111.6% | 116.9% | 100.0% | 110.9% | 105.1% |
| 付现比 | 82.0% | 78.8% | 77.3% | 78.4% | 75.9% | 76.4% | 87.0% | 83.4% | 89.9% | 74.5% | 77.6% | 83.3% |
| 经营现金流量净额 | 731 | 1,496 | 2,094 | 1,706 | 4,150 | 2,966 | 1,790 | 1,997 | 2,134 | 2,675 | 5,346 | 3,611 |
| 资产负债率 | 57.5% | 57.9% | 59.3% | 58.1% | 58.3% | 59.3% | 57.5% | 58.0% | 58.4% | 57.3% | 58.2% | 59.6% |
| ROE | 10.5% | 9.7% | 8.0% | 10.5% | 9.0% | 7.9% | 10.2% | 6.8% | 6.0% | 7.1% | 9.9% | -11.6% |

资料来源:Wind, 华泰证券研究所

机构持仓：公募仓位跌至14年以来最低，QFII加仓聚光科技

19Q1 公用事业环保板块的公募基金持仓比例降至14年以来新低。由于环保板块18年盈利与估值双杀，公用事业板块19Q1显著跑输指数，公用事业环保板块19Q1的公募基金持仓比例降至历史新低，持仓比例仅0.8%。

图表34：19Q1 公用事业环保板块公募基金持仓跌至历史新低



资料来源:华泰证券研究所

19Q1QFII 持仓超1%的个股为7支。截至2019年3月底，公用事业板块QFII持股比例占流通股1%以上的有7家。19Q1QFII增持聚光科技、深南电A、华测检测、皖天然气，减持瀚蓝环境。截至19Q1末，聚光科技仍为公用事业板块QFII持股比例最高个股，持股比例高达7.23%。

图表35：QFII 公用事业板块持仓情况

| 代码 | 公司名称 | QFII 持股比例 (占流通股) | | | | | | | 变化 19Q1VS18Q4 |
|-----------|------|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------------|
| | | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18 | 3Q17 | |
| 300203.SZ | 聚光科技 | 1.84% | 1.04% | 6.46% | 6.47% | 6.71% | 5.38% | 7.23% | 1.85pct |
| 600452.SH | 涪陵电力 | 1.74% | 1.78% | 1.97% | 2.74% | 3.03% | 3.03% | 3.03% | - |
| 300070.SZ | 碧水源 | 1.53% | 1.44% | 1.43% | 1.26% | 1.74% | 3.03% | 3.03% | - |
| 000037.SZ | 深南电A | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 2.88% | 2.88pct |
| 300012.SZ | 华测检测 | 3.12% | 2.95% | 2.18% | 2.14% | 2.14% | 0.00% | 1.30% | 1.30pct |
| 600323.SH | 瀚蓝环境 | 3.16% | 1.40% | 2.85% | 2.97% | 1.42% | 1.42% | 1.29% | -0.13pct |
| 603689.SH | 皖天然气 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 1.25% | 1.25pct |

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示

项目进度不及预期：从公司层面来看，如果相关业务订单推进低于预期，也将对公司业绩表现产生一定负面影响。

毛利率进一步下滑：当前融资环境不畅且利率偏高，企业融资成本不断上升，公司毛利率有进一步下降可能。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com