

# 环保业绩降幅逐步企稳，火电盈利持续修复

## ——环保公用年报及一季报情况综述

动态研究报告/环保及公用事业

2019年5月6日

### 报告摘要：

#### ● 环保企业业绩降幅逐步企稳，电力板块盈利持续修复

**环保方面**，2018年总营收/归母净利润同比+9%/-65%，除环境监测及固废外，多数环保子板块2018年业绩负增长。与略微下滑的毛利率相比，此前快速扩张导致费用率提升和资产减值的增多为板块盈利下滑的主要原因，随着业绩承诺的集中到期，未来商誉减值问题仍值得关注。2019Q1归母净利润下滑26%，业绩加速下滑趋势已有所缓和，后续民企融资支持政策落地的成效值得期待。

**电力方面**，2018年总营收/归母净利润同比+11%/+27%，火电成本端仍承受较高的电煤价格压力，发电量提升及标杆电价翘尾影响下个个股业绩有较大分化。受同期煤价高基数影响，2019Q1火电盈利有较大改善。

**燃气方面**，2018年总营收/归母净利润同比+17%/-39%，2018Q4盈利大幅下滑主要系金鸿能源、中天能源等因融资收紧而计提部分项目资产减值损失，同时部分城燃商盈利受上游调价侵蚀，2019Q1板块盈利同比下滑4%，盈利改善仍有待后续用气价格的理顺。

#### ● 环保企业扩张将更依赖过往项目回款，公用事业投资有所收缩

现金流情况来看，2018年环保板块经营+投资活动净流出501亿元，流出同比减少10%，筹资活动现金流净流入389亿元，同比下滑54%，规模收缩下环保企业未来扩张将更为依赖经营活动回款。燃气、电力板块经营活动净流入与利润增速较为匹配，而投资活动现金流净流出同比减少24%和11%。一季度各板块现金流则是基本延续了2018年的趋势。

#### ● 机构持仓再创历史新低，建议关注环保盈利拐点以及电力国企改革

普涨行情下环保及公用均跑输大盘，市场青睐电力企业资产注入等概念。2019Q1公募基金环保公用行业持股总市值及比例再创历史新低，此前四季度增持的水电、火电、环境监测板块在Q1遭大幅减持，持股进一步集中于绩优细分行业领军企业。未来两个季度来看，环保板块落地数据改善、融资成本下降，二三季度盈利拐点值得期待；火电方面Q1盈利大幅修复的情况短期或难持续，需关注国企改革等潜在机会；燃气方面，LNG到岸价虽低位震荡，冬供结束后的气价仍不明确，城燃商盈利仍有隐忧。

#### ● 投资建议

环保方面，二三季度工程类环保板块盈利拐点可期，目前领军企业PB位于历史5%分位数以下，低估值和机构持仓已充分反应市场悲观预期，推荐3月PPP项目落地较好、股权转让迎来进展的【碧水源】和低杠杆稳健经营的【东珠生态】。燃气方面，具备气源优势的企业仍然具备较强的抗风险能力，推荐煤层气领军企业【蓝焰控股】和LNG调峰站投产在即的【深圳燃气】。电力方面，火电盈利改善短期难以持续，但煤价长期回落逻辑不变，推荐业绩对煤价弹性较大的【华电国际】和【华能电力】。

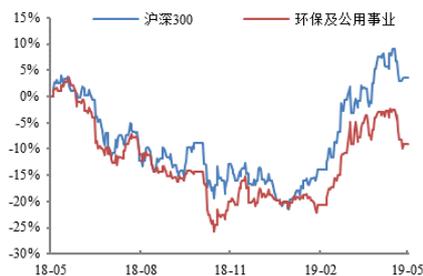
#### ● 风险提示

1、财政政策未能有效传导；2、推荐公司订单执行速度不及预期；3、能源价格超预期波动。

推荐

维持评级

### 行业与沪深300走势比较



资料来源：WIND，民生证券研究院

### 分析师：黄彤

执业证号：S0100513080003

电话：021-60876721

邮箱：huangtong@mszq.com

### 研究助理：杨任重

执业证号：S0100118070006

电话：0755-22662085

邮箱：yangrenzhong@mszq.com

### 相关研究

1、《2018 三季报综述：环保仍需等待宽信用落地，燃气及电力配置价值凸显》

20181221

2、《2018 中报综述：环保静待融资改善，电力及燃气稳健增长》20180906

**盈利预测与财务指标**

代码	重点公司	现价 4月30日	EPS			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
300070	碧水源	8.86	0.4	0.52	0.62	22	17	14	推荐
603359	东珠生态	17.79	1.02	1.46	1.92	17	12	9	推荐
600027	华电国际	4.15	0.16	0.31	0.45	26	13	9	推荐
000966	长源电力	5.52	0.19	0.3	0.57	29	18	10	推荐
000968	蓝焰控股	12.29	0.7	0.86	1.05	18	14	12	推荐
601139	深圳燃气	5.88	0.36	0.37	0.45	16	16	13	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 目录

一、板块盈利概况：环保企业业绩降幅逐步企稳，电力板块盈利持续修复.....	4
二、盈利能力分析：费用率的提升和资产减值的增多为环保板块净利率下滑的主要原因.....	7
三、现金流情况：各板块债务扩张速度均有放缓，未来环保企业扩张将更依赖过往项目回款.....	10
四、投资策略：机构持仓再创历史新低，建议关注环保盈利拐点以及电力国企改革.....	12
（一）一季度行情回顾：普涨行情下多数子板块大幅跑输指数，公募持仓再创历史新低.....	12
（二）二三季度投资展望：环保盈利拐点值得期待，关注电力国企改革等潜在机会.....	14
五、风险提示.....	16
插图目录.....	17
表格目录.....	17

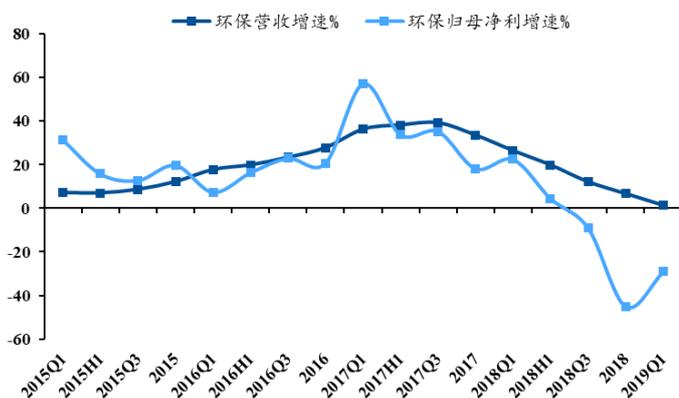
## 一、板块盈利概况：环保企业业绩降幅逐步企稳，电力板块盈利持续修复

**2018年环保板块业绩大幅下滑，2019Q1降幅有所企稳。**环保板块2018年总营收/归母净利润同比+9.24%/-64.53%，2019年一季度+17.06%/-26.31%。2018年行业融资受限导致营收增速持续下滑，商誉计提增加、财务费用提升更是加剧了利润的下降。而随着2019年融资环境的改善，Q1板块盈利得到一定修复，遏制大幅下滑的趋势，预计今年中报业绩仍有继续提升的可能。

**电力板块盈利持续修复，煤价回归逻辑仍未改变。**电力板块2018年总营收/归母净利润同比+11.35%/+27.34%，2019年一季度+6.99%/+38.1%。2018年盈利改善主要系华能水电等确认大额投资收益影响，火电成本端仍承受较高的电煤价格压力，发电量提升及标杆电价翘尾影响下个股业绩有较大分化。2019Q1受到燃煤价格同比降低影响，火电板块业绩迎来较大修复。长期来看煤价回归绿色区间的逻辑仍未改变，加上增值税下调的影响，我们看好电力板块的盈利持续性。

**燃气板块增收不增利的情况有所加剧。**燃气板块2018年总营收/归母净利润同比+17.28%/-39.19%，2018Q4盈利大幅下滑主要系金鸿能源、中天能源等因融资收紧而计提部分项目资产减值损失，同时部分城燃商盈利遭受上游调价侵蚀。2019Q1总营收/归母净利润同比+23.08%/-3.63%，盈利改善仍有待后续用气价格的理顺。

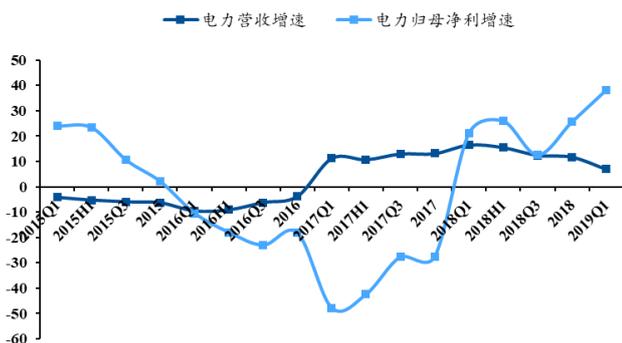
图1：环保板块业绩负增长的势头有所缓解



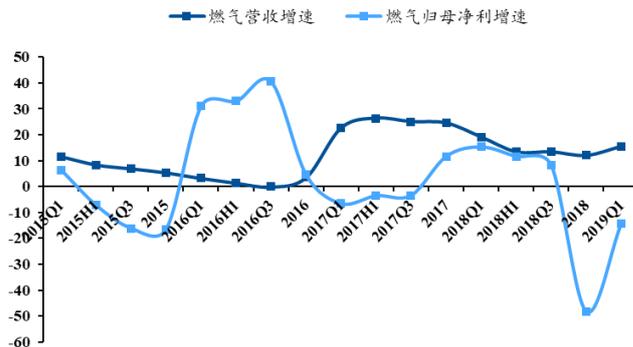
资料来源：WIND、民生证券研究院

图2：电力板块盈利增速持续提升

图3：燃气板块盈利增速有所回落



资料来源：WIND，民生证券研究院

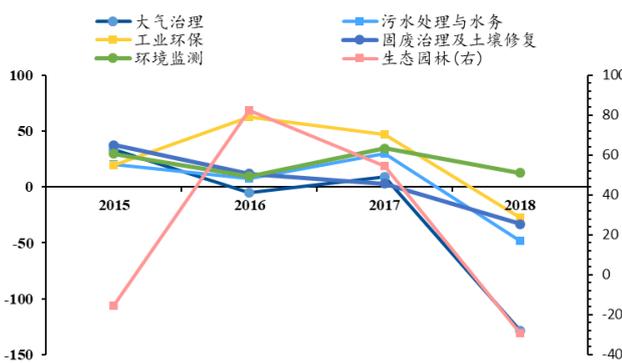


资料来源：WIND，民生证券研究院

多数环保子板块 2018 年业绩负增长，环境监测及固废仍维持正增长。环保子板块看，大气治理/污水治理及水务/生态园林/工业环保/固废及土壤修复/环境监测 2018 营收增速分别为 -1.22%/12.54%/1.99%/-10%/19.75%/25.47%，盈利增速分别为 -128.56%/-48.07%/-29.24%/-27.61%/-33.37%/12.53%，子板块中仅环境监测迎来业绩正增长，其余各板块均在 2018 年有所下滑，其中大气治理和污水处理板块 2018 年业绩下滑幅度最大，主要系资产减值损失计提较多，同时项目进度放缓。

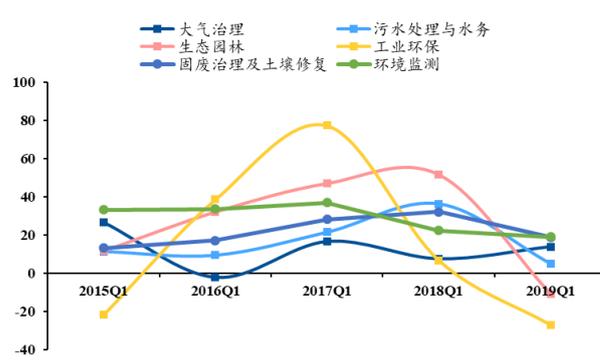
2019Q1 情况来看，大气治理/污水治理及水务/生态园林/工业环保/固废及土壤修复/环境监测营收增速分别为 13.79%/5.01%/-10.7%/-26.97%/18.83%/19.07%，盈利增速分别为 58.27%/-3.01%/-107.9%/-8.63%/-21.58%/111.51%，工程企业一季度盈利波动较大，营收数据参考性相对更强，除去龙净环保因京唐钢铁大项目完成验收致大气治理板块营收增速回升的影响，各子板块仍处于收缩规模的状态。

图 4：环保子板块 2018 年归母净利润增速 (%)



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 5：环保子板块 2019Q1 营收增速 (%)



资料来源：WIND，民生证券研究院

融资环境收紧大背景下，部分环保个股仍迎来快速增长。个股情况来看，我们此前推荐的标的【博世科】、【国祯环保】、【先河环保】业绩表现仍相对较好，基本符合我们此前报告的预期。另外固废板块的【伟明环保】、【高能环境】、固废+环卫板块的【盈峰环境】，2018 年及 2019 年一季度继续延续高增长态势。

污水处理和生态园林板块个股普遍受融资收紧影响较大，而资产负债率较低、经营较

为稳健的【东珠生态】仍能保持快速增长，值得关注。

电力板块 2018 年业绩迎来修复，受 2018Q1 煤价高基数影响，火电板块 2019Q1 业绩表现较好，受益于湖北地区用电需求向好及来水偏枯，【长源电力】2019Q1 归母净利同比增长 322.8%，【华能国际】、【建投能源】、【浙能电力】等也获得 50~120% 的业绩增长。

表 1：环保公用板块核心池个股 2018 及 2019Q1 盈利情况

所属板块	公司名称	2018 年营业总收入 (亿元)	2018 年归母净利润 (亿元)	2018 年营收同比	2018 年归母净利润同比	2019Q1 营收同比	2019Q1 归母净利润同比
大气治理	清新环境	40.88	5.25	-0.2%	-19.4%	-24.6%	-15.4%
	龙净环保	94.02	8.01	15.9%	10.6%	34.7%	11.9%
污水处理	碧水源	115.18	12.45	-16.3%	-50.4%	-21.3%	-46.1%
	博世科	27.24	2.35	85.5%	60.4%	23.4%	16.9%
	国祯环保	40.06	2.81	52.4%	44.6%	12.5%	31.0%
生态园林	铁汉生态	77.49	3.04	-5.4%	-59.8%	-25.4%	-29.1%
	东珠生态	15.94	3.26	30.2%	34.2%	18.5%	11.8%
环境监测	聚光科技	38.25	6.01	36.6%	33.9%	20.0%	27.0%
	先河环保	13.74	2.59	31.8%	37.9%	10.8%	22.3%
	启迪桑德	109.94	6.44	17.5%	-48.5%	5.5%	-39.2%
固废处理	东江环保	32.84	4.08	5.9%	-13.8%	6.4%	-11.0%
	高能环境	37.62	3.25	63.2%	69.1%	36.8%	76.7%
	瀚蓝环境	48.48	8.76	15.4%	34.2%	10.5%	-38.1%
	伟明环保	15.47	7.40	50.3%	46.0%	48.8%	30.6%
	上海环境	25.83	5.78	0.7%	14.2%	8.6%	-5.3%
燃气	盈峰环境	130.45	9.29	46.8%	64.0%	6.2%	65.0%
	龙马环卫	34.44	2.36	11.6%	-9.1%	12.6%	-32.1%
	蓝焰控股	23.33	6.79	22.6%	38.7%	17.6%	14.9%
水电	深圳燃气	127.41	10.31	15.2%	16.2%	1.0%	-3.4%
	新天然气	16.32	3.35	60.6%	26.9%	111.0%	4.8%
	湖北能源	123.08	18.11	6.2%	-16.7%	24.4%	-43.8%
	华能水电	155.16	58.03	20.8%	165.1%	49.6%	137.3%
	桂冠电力	95.14	23.85	-1.3%	-3.4%	-0.7%	-2.3%
	川投能源	8.64	35.70	8.2%	9.4%	1.6%	-10.9%
	国投电力	410.11	43.64	29.6%	35.0%	7.6%	6.1%
火电	长江电力	512.14	226.11	2.1%	1.6%	5.6%	3.0%
	国电电力	654.90	13.69	9.5%	-38.4%	7.8%	5.9%
	长源电力	65.63	2.09	20.1%	271.7%	23.3%	322.8%
	华能国际	1,698.61	14.39	11.0%	-17.4%	5.2%	114.3%
	华电国际	883.65	16.95	11.8%	294.2%	4.0%	12.6%
	粤电力 A	274.09	4.74	2.9%	-36.2%	-3.8%	1806.0%
	皖能电力	134.16	5.56	9.9%	321.2%	36.5%	71.8%
	建投能源	139.76	4.32	32.2%	156.3%	4.0%	56.1%
新能源发电	浙能电力	566.34	40.36	10.6%	-6.9%	2.2%	86.2%
	福能股份	93.54	10.50	37.6%	24.5%	5.2%	0.3%
	内蒙华电	137.43	7.83	16.6%	52.2%	13.6%	3586.1%
中国核电	393.05	47.37	16.2%	4.5%	30.1%	13.9%	

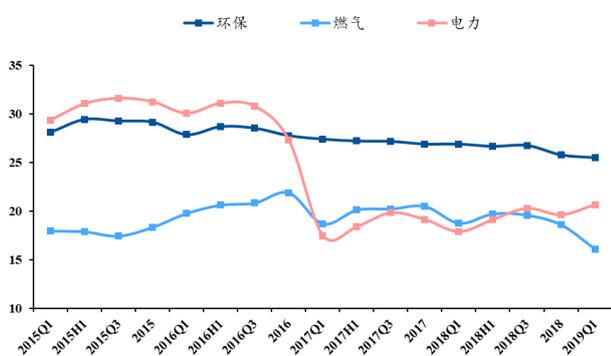
资料来源：WIND，民生证券研究院

## 二、盈利能力分析：费用率的提升和资产减值的增多为环保板块净利率下滑的主要原因

环保与燃气毛利率略有下滑，电力板块毛利率基本稳定。环保/燃气/电力 2018 年整体毛利率分别为 25.79%、18.59%、19.61%，分别较去年同期-1.12%、-1.90%、+0.50%，环保盈利能力有所下滑，系项目推进放缓，同时市政类低毛利项目收入占比提升；燃气方面，气源价格上涨致大部分城燃商单方毛利有所下滑；电力方面，煤价略涨的背景下利用小时的提升带动毛利率略有回升。环保子板块来看，大气治理/污水治理及水务/生态园林/工业环保/固废及土壤修复/环境监测毛利率分别同比-1.77%、-1.24%、-1.26%、+2.51%、-1.59%、-1.67%，除工业环保外各子板块毛利率均有下滑。

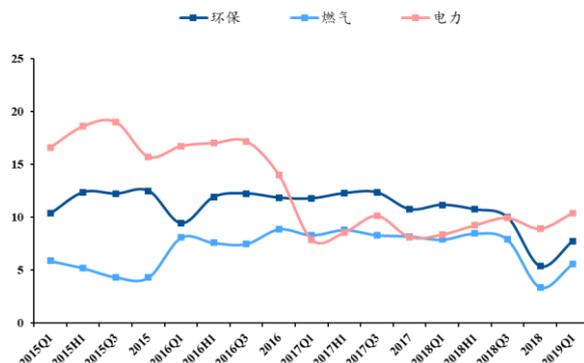
资产减值增多和费用率提升致环保净利率加速下滑。净利率方面，环保/燃气/电力 2018 年整体净利率分别为 5.36%、3.38%、8.92%，分别较去年同期-5.39%、-4.82%、+0.80%。受制于费用率的提升和资产减值的增加，环保各子板块净利率下滑幅度高于毛利率下滑幅度。

图 6：环保公用各板块历年毛利率情况（%）



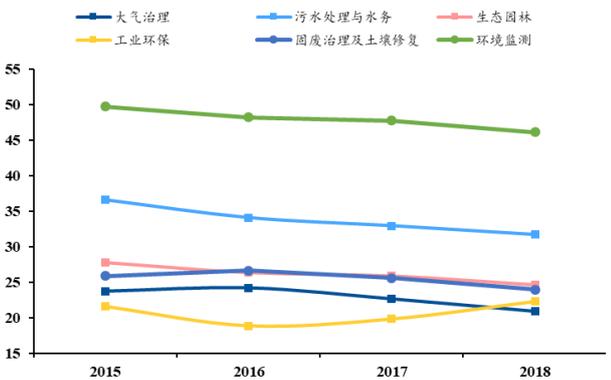
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 7：环保公用各板块历年净利率情况（%）



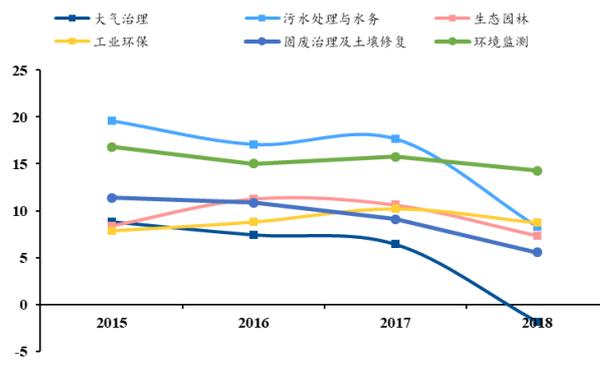
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 8：环保子板块 2018 毛利率有所下滑（%）



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 9：环保子板块 2018 净利率下滑幅度更大（%）

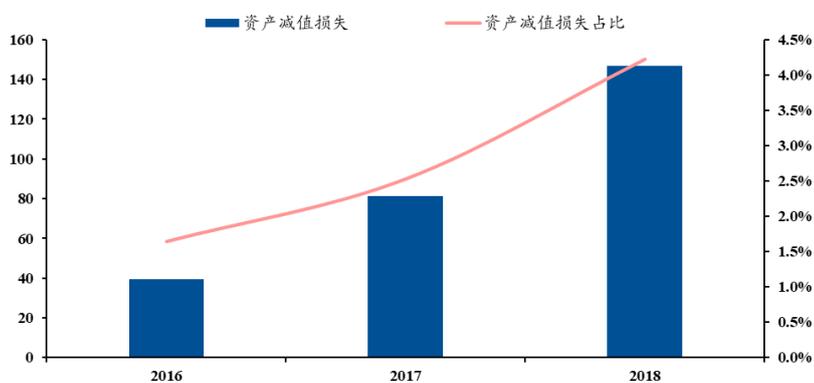


资料来源：WIND，民生证券研究院

2018年环保板块资产减值损失同比提升80%，管理及财务费用率加速上升。环保/燃气/电力2018年整体三项费用率分别为16.77%、12.51%、10.70%，分别较去年同期+3.22%、+0.76%、-0.04%，公用事业整体变化不大，环保板块管理及研发费用率和财务费用率分别提升1.39%和1.27%，主要系前期人员和债务扩张较快，而营收增速显著放缓。2018年环保板块共产生资产减值损失147亿元，同比增长81%，占到营收的4.2%，占比提升1.7%，成为净利率加速下滑的另一重要推手，随着业绩承诺的集中到期，未来商誉减值问题仍值得关注。

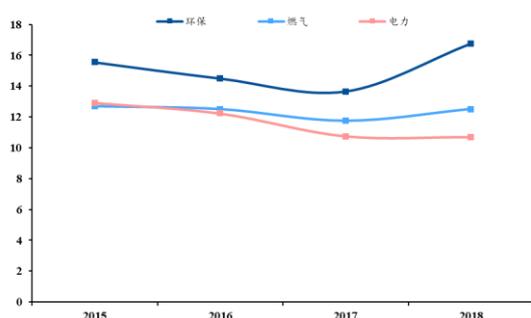
环保细分板块来看，2018年工业环保销售费用率提升1个百分点至2.97%，反映出工业环保开拓市场难度加大。工程类环保板块污水处理、生态园林2018年财务费用率分别为5.67%和4.50%，同比增长1.92%和2.07%，受融资收紧影响最大。

图 10：2018 年环保板块资产减值损失营收占比快速提升



资料来源：WIND，民生证券研究院

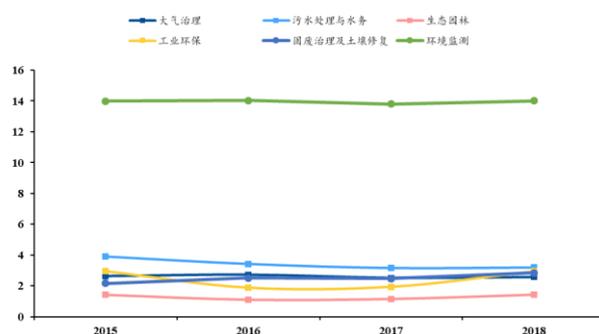
图 11：环保及公用事业近年三项费用率状况 (%)



资料来源：WIND，民生证券研究院

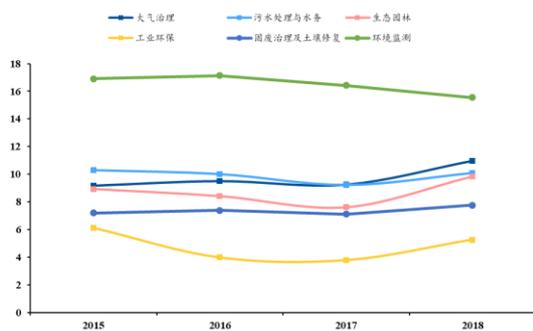
图 13：环保子板块管理及研发费用率 (%)

图 12：环保子板块销售费用率 (%)

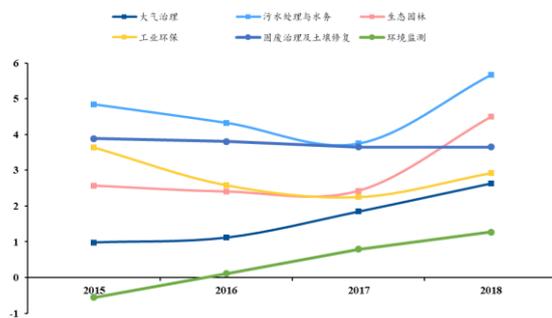


资料来源：WIND，民生证券研究院

图 14：环保子板块财务费用率 (%)



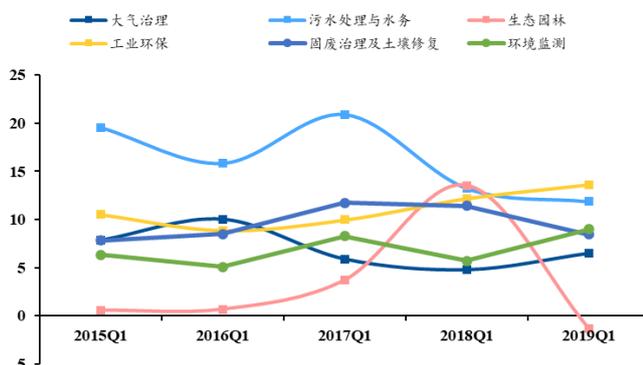
资料来源：WIND，民生证券研究院



资料来源：WIND，民生证券研究院

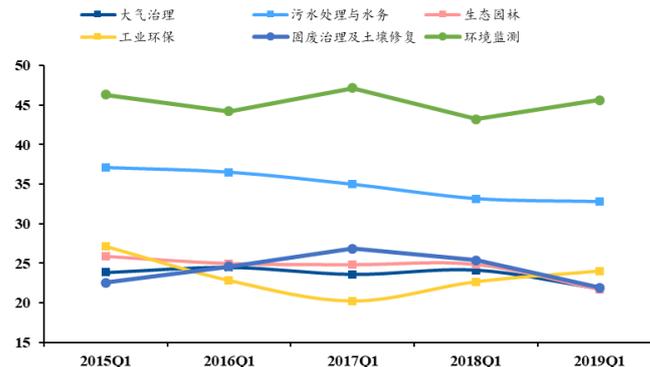
Q1 工程环保财务费用率仍在上升，监测市场开拓难度有所提升。2019Q1 情况来看，污水处理、生态园林板块财务费用率继续攀升至 7.27%和 9.64%，同比+1.85%和 3.92%，2018 年末集中发布的民企融资支持政策的成效有望于下半年逐步显现。2019Q1 环境监测销售费用率由较大提升，由 14.18%提升至 16.72%，反映出市场开拓难度的提升，不过由于 Q1 确认收入较少，持续性仍需进一步观察。

图 15：环保子板块 Q1 毛利率 (%)



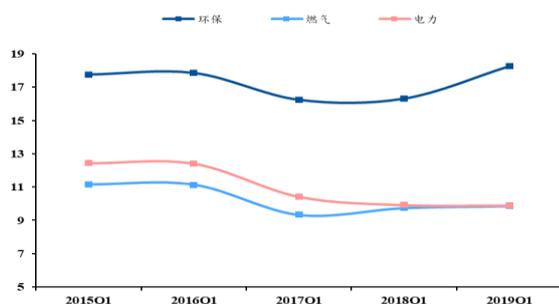
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 16：环保子板块 Q1 净利率 (%)



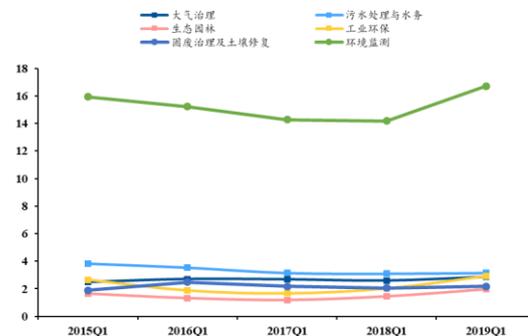
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 17：环保及公用事业近年 Q1 三项费用率状况 (%)



资料来源：WIND，民生证券研究院

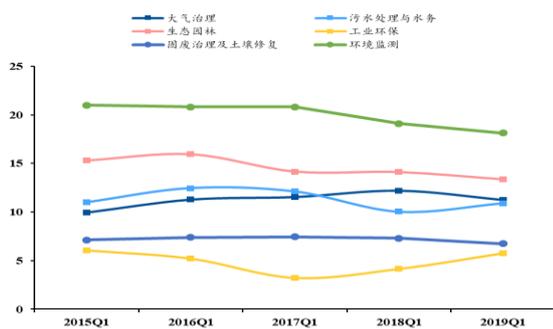
图 18：环保子板块 Q1 销售费用率 (%)



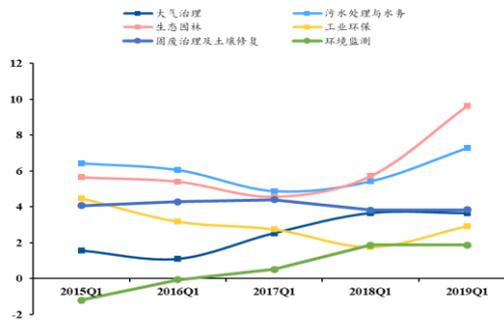
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 19：环保子板块 Q1 管理及研发费用率 (%)

图 20：环保子板块 Q1 财务费用率 (%)



资料来源: WIND, 民生证券研究院

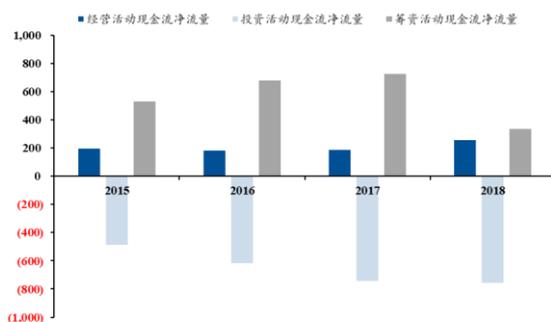


资料来源: WIND, 民生证券研究院

### 三、现金流情况: 环保企业扩张将更依赖过往项目回款, 公用事业投资有所收缩

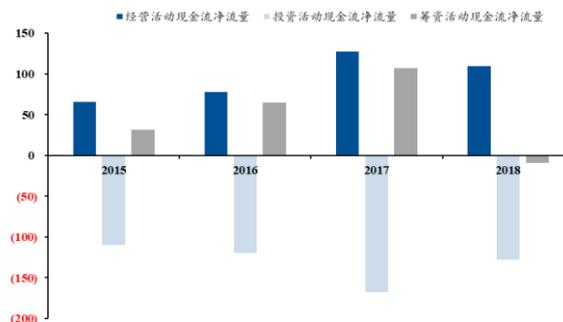
2018 年环保筹资减少、经营回款提升, 公用事业投资有所收缩。环保/燃气/电力 2018 年经营活动现金流净额分别为 254/109/2667 亿元, 分别较去年同期+37%、-14%、+13%; 投资活动现金流净额分别为-12/40/227 亿元, 分别较去年同期+2%、-24%、-11%; 筹资活动现金流净额分别为-389/-116/-391 亿元, 分别较去年同期-54%、-109%、216%, 反映出环保企业筹资能力的下滑和规模的主动收缩。2018 年环保板块经营+投资活动净流出 501 亿元, 流出同比减少 10%, 有一定改善, 规模收缩下环保企业未来扩张将更为依赖经营活动回款。燃气、电力板块经营活动净流入与利润增速较为匹配, 投资活动现金流净流出 127、1913 亿元, 流出同比减少 24%和 11%。

图 21: 环保板块 2018 年现金流情况



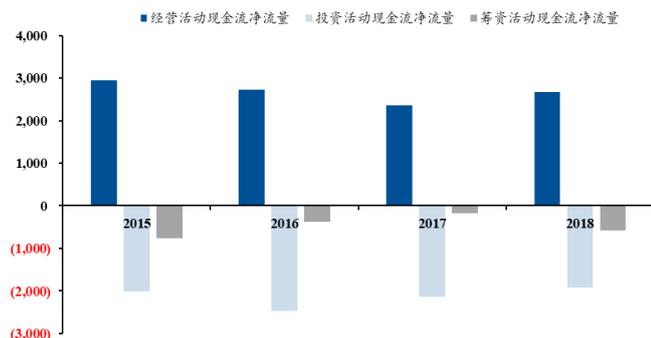
资料来源: WIND, 民生证券研究院

图 22: 燃气板块 2018 年现金流情况



资料来源: WIND, 民生证券研究院

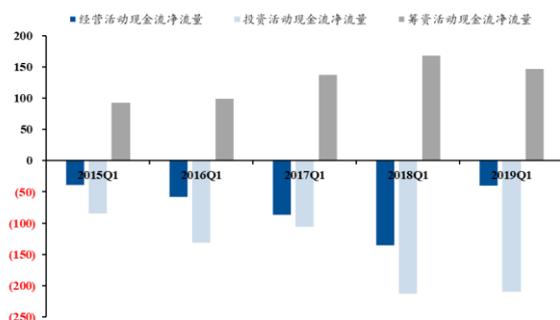
图 23: 电力板块 2018 年现金流情况



资料来源: WIND, 民生证券研究院

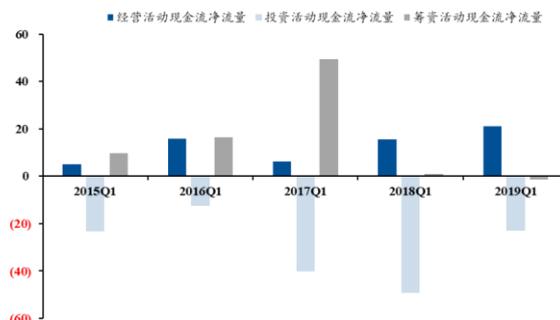
一季度各板块现金流基本延续 2018 年的趋势。2019Q1 情况来看, 环保板块经营活动现金流净流出 40 亿, 流出同比减少 71%, 在 2018 年的基础上迎来进一步改善。燃气、电力板块投资活动现金流净流出 23、399 亿, 同比减少 53%和 5%, 从领军企业资本开支计划来看, 2019 年公用事业投资减少的势头将延续。

图 24: 环保板块 2019Q1 现金流情况



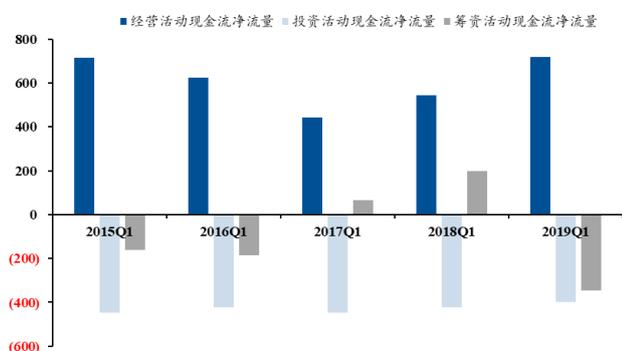
资料来源: WIND, 民生证券研究院

图 25: 燃气板块 2019Q1 现金流情况



资料来源: WIND, 民生证券研究院

图 26: 电力板块 2019Q1 现金流情况

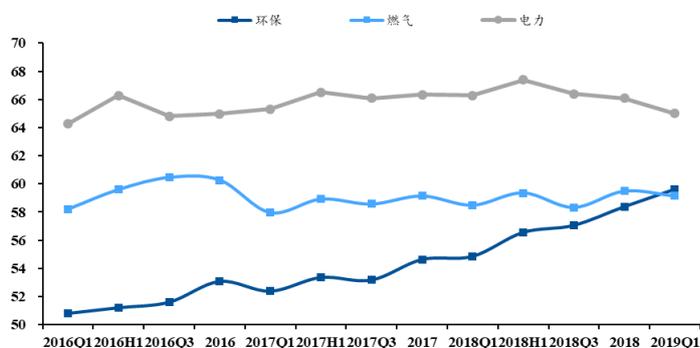


资料来源: WIND, 民生证券研究院

资产负债率: 公用事业保持平稳, 环保升至历史新高。资产负债率方面, 2018 年燃气及电力同比变化+0.34%和-0.25%, 保持稳定, 环保板块资产负债率 2017 年依赖仍在逐

季攀升，2018 年同比上升 3.73%至 58.37%，2019 年一季度继续上升至 59.6%。

图 27：环保公用板块资产负债率情况(%)



资料来源：WIND，民生证券研究院

## 四、投资策略：机构持仓再创历史新低，建议关注环保盈利拐点以及电力国企改革

### (一) 一季度行情回顾：普涨行情下多数子板块大幅跑输指数，公募持仓再创历史新低

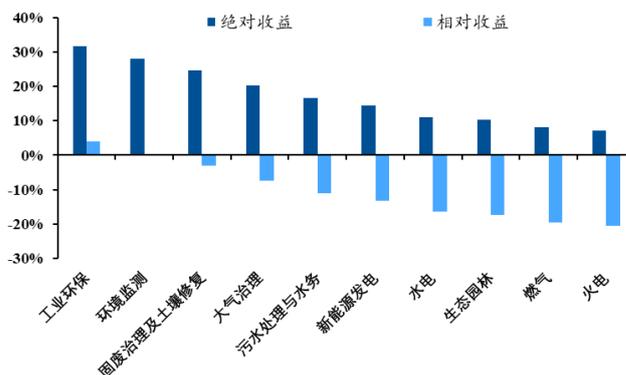
普涨行情下环保及公用均跑输大盘，市场青睐电力企业资产注入等概念。截至 4 月 30 日收盘，沪深 300 指数较年初上涨 27.69%，中信电力指数上涨 12.96%、中信环保及公用事业指数上涨 13.79%，环保及公用板块均跑输沪深 300。子行业来看，年初至今新能源发电、水电、燃气、火电分别相对沪深 300 指数-13%、-17%、-20%、-20%，工业环保、环境监测、固废治理及土壤修复、大气治理、污水处理与水务、生态园林分别相对沪深 300 指数+4%、+0%、-3%、-7%、-11%、-13%、-17%、-20%，工业环保、环境监测及固废板块表现相对较好，工程类环保板块及公用子板块均大幅跑输指数。个股来看，岷江水电、东方能源、深南电 A 等资产重组类电力企业表现亮眼，环保方面除题材炒作外，华测检测、理工环科等监测个股更受市场青睐。

图 28：2019 年以来环保公用跑输沪深 300



资料来源：WIND，民生证券研究院

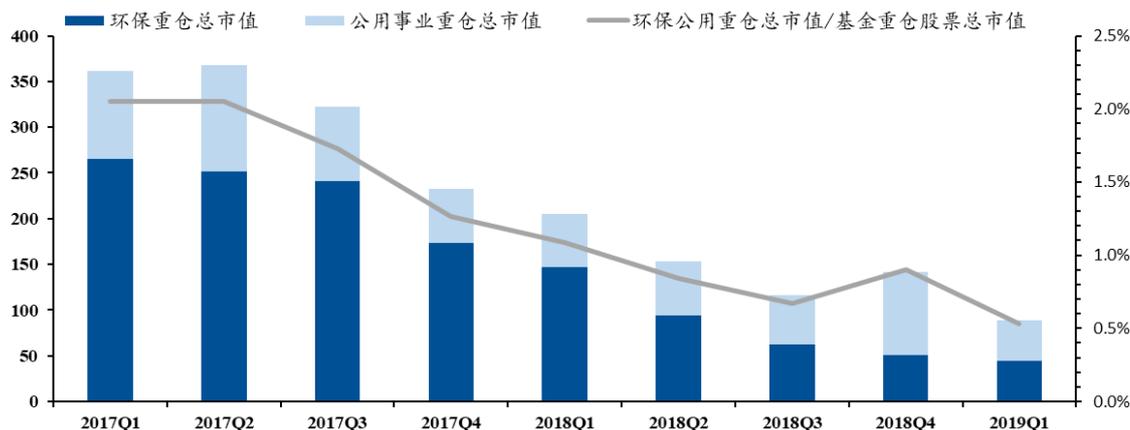
图 29：2019 年以来环保公用子板块相对收益情况(%)



资料来源：WIND，民生证券研究院

公募基金环保公用行业持股总市值及比例再创历史新低。从我们覆盖的 193 个环保公用股票情况来看，一季度公募基金前十大持仓股中，环保公用行业持仓总市值仅为 89 亿元，较四季度减少 53 亿，2018 年以来仅四季度公用事业板块持仓市值有所提升。环保公用行业持仓总市值占基金重仓股票总市值比例为 0.53%，较四季度减少 0.37 个百分点，创近两年的历史新低。

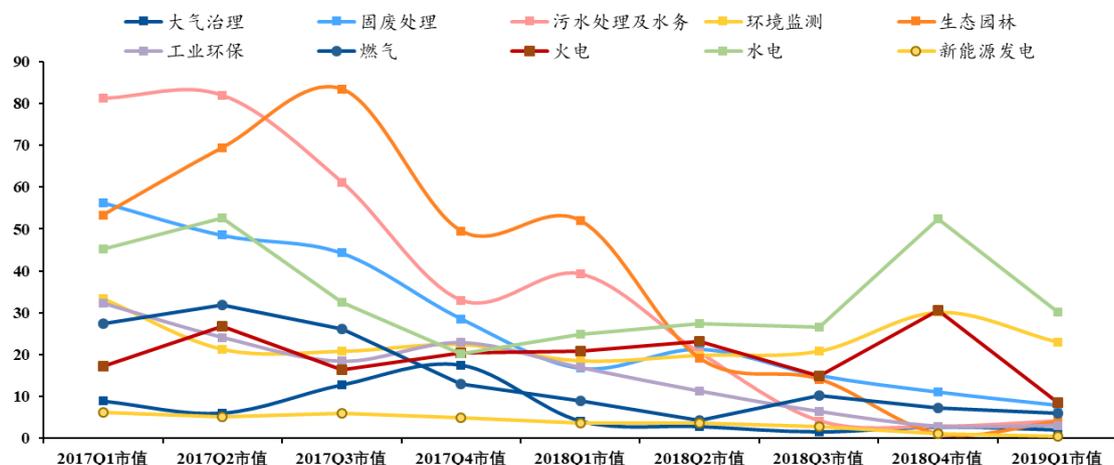
图 30：公募基金环保公用行业持股总市值及比例持续下滑



资料来源：WIND、民生证券研究院

此前机构四季度增持的水电、火电、环境监测板块在 Q1 遭大幅减持。水电板块持股市值下降 22 亿至 30 亿，主要重仓股长江电力(13.6 亿)、川投能源(5.9 亿)、国投电力(2.6 亿)均遭减持。火电板块持股市值下降 22 亿至 9 亿，主要重仓股华能国际(2.2 亿)、华电国际(2.7 亿)均遭减持。监测板块持股市值下降 7 亿至 23 亿，主要重仓股华测监测(22 亿)、聚光科技(0.5 亿)均遭减持。污水处理和生态园林板块因上海洗霸和东珠生态获少量增持，其余板块持股市值下降 1~7 亿元不等。

图 31：各子板块持仓总市值情况



资料来源：WIND、民生证券研究院

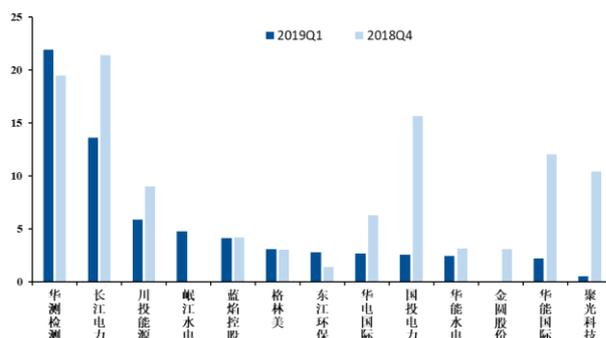
持股集中度进一步提升，聚焦绩优细分行业领军企业。按流通股占比来看，岷江水电(注入国家电网资产)、东珠生态(湿地修复)获得增持比例较高，上海洗霸(工业水处理领军企业)、东江环保(危废处置领军企业)、汉威科技(监测物联网)等工业环保相关企业获得一定增持。按持股市值算，前十大股票市值占环保公用持仓总市值的72%，较四季度略微下降2个百分点，仍位于历史高位，抱团于长江电力、华测检测等绩优股。

图 32：前十大重仓股集中度仍在高位



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 33：前十大重仓股变化情况

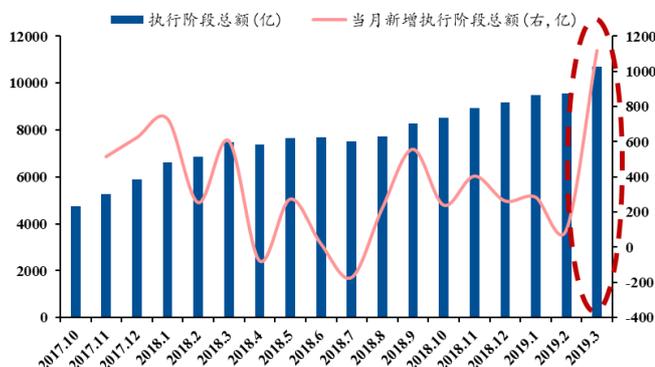


资料来源：WIND，民生证券研究院

## （二）二三季度投资展望：环保盈利拐点值得期待，关注电力国企改革等潜在机会

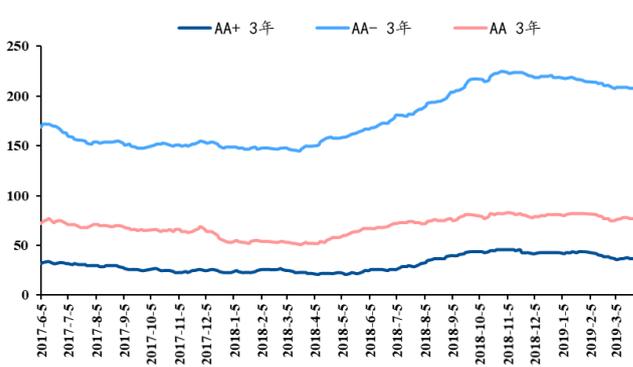
环保：落地数据改善、融资成本下降，静待二三季度盈利拐点。截止3月末，财政部PPP项目库中心的广义环保在库项目总额2.11万亿，Q1广义环保合计新落地项目1501亿元，其中3月落地总额同比大幅增长85%，而此前月度新增落地额一直呈现环比下滑趋势。融资端来看，2018年中低等级信用债与AAA利差持续走阔的情况在上半年迎来改善，落地增量项目在未来的1~2个季度内获得贷款、施工、转换为营收的确定性较强，板块盈利拐点或在未来的2、3季度出现。

图 34：3月财政部PPP中心广义环保项目落地情况



资料来源：财政部PPP中心，民生证券研究院

图 35：2019年以来信用利差有所收窄

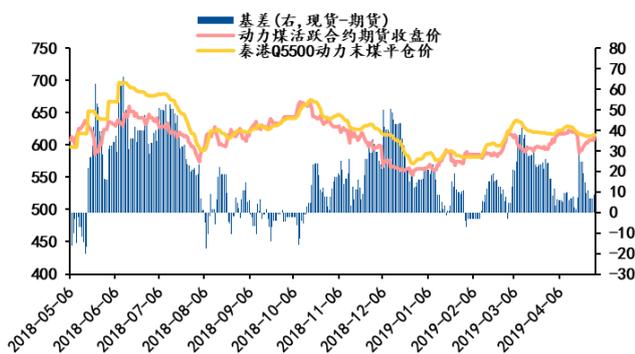


资料来源：WIND，民生证券研究院

火电：Q1盈利大幅修复的情况短期或难持续，关注国企改革等潜在机会。2019Q1泰

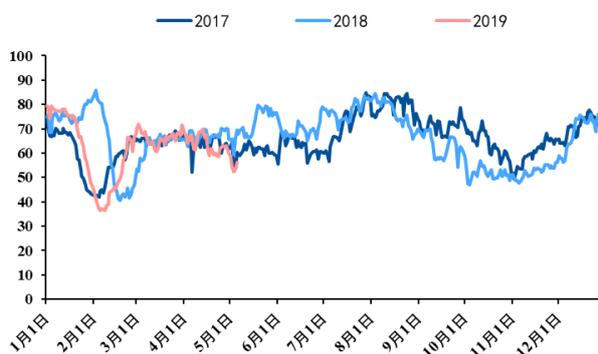
皇島港山西产 5500 大卡动力末煤均价 602 元/吨，环比四季度平均 629 元/吨的价格回落了 27 元/吨，同比下降接近 100 元/吨，全国平均电煤价格指数同比下降 46 元/吨，成为火电板块一季度盈利向好的主要原因。但目前期现货价格均接近 620 元/吨的高位，高于我们年初 580 元/吨的煤价预期，主要系地产、基建超预期拉动煤炭需求，同时安全检查等扰乱短期供给。短期看，由于 2018Q2 煤价基数相对较低，Q1 盈利大幅改善的情况或难持续，降电价压力下，需关注电力企业通过资本运作、资产重组等方式盘活存量资产带来的投资机会。

图 36：动力煤现货及主力合约价格



资料来源：WIND，民生证券研究院

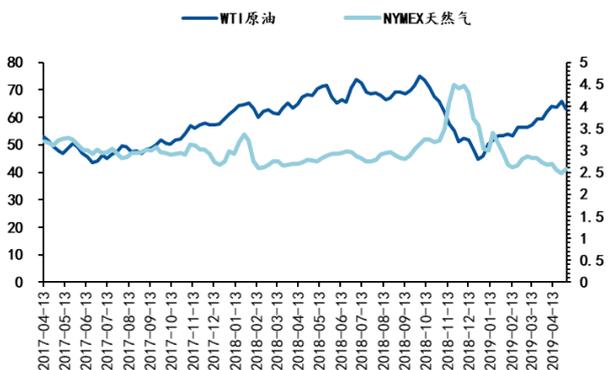
图 37：近 3 年 6 大发电集团日耗情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

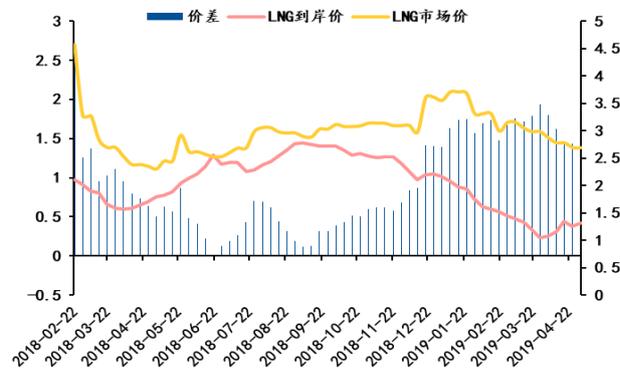
**燃气：LNG 到岸价虽低位震荡，城燃商盈利仍有隐忧。**2018 年冬季 LNG 价格虽有一定上涨，但气荒的情形并未重演，随着气温的回升，2019 年初以来 LNG 市场价格逐步回落，到岸价更是一度跌至 1 元/方的历史低位，同时国际油价虽有反弹，但整体运行仍然平稳。但截至目前，中石油与各城燃商 2019 年天然气供应合同的签订情况未见报道，冬供结束后的气价仍不明确。长期来看，随着美国廉价页岩气供应的提升，城燃商用气成本有望下行，从而改善过去增收不增利的状况，但短期来看，具备气源优势的企业仍然具备较强的抗风险能力。

图 38：国际原油及天然气价格震荡上行



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 39：国内 LNG 购销价差有所收窄



资料来源：WIND，民生证券研究院

**投资建议：**环保方面，二三季度工程类环保板块盈利拐点可期，目前领军企业 PB 位

于历史 5%分位数以下，较低估值和机构持仓已充分反应市场悲观预期，推荐 3 月 PPP 项目落地较好、股权转让迎来进展的【碧水源】和低杠杆稳健经营的【东珠生态】。燃气方面，短期来看，具备气源优势的企业仍然具备较强的抗风险能力，推荐煤层气行业领军企业【蓝焰控股】和 LNG 调峰站投产在即的【深圳燃气】。电力方面，火电盈利改善短期难以持续，但煤价长期回落逻辑不变，推荐业绩对煤价弹性较大的【华电国际】和【长源电力】。

## 五、风险提示

1、财政政策未能有效传导；2、推荐公司订单执行速度不及预期；3、能源价格超预期上涨。

## 插图目录

图 1: 环保板块业绩负增长的势头有所缓解.....	4
图 2: 电力板块盈利增速持续提升.....	4
图 3: 燃气板块盈利增速有所回落.....	4
图 4: 环保子板块 2018 年归母净利润增速 (%).....	5
图 5: 环保子板块 2019Q1 营收增速 (%).....	5
图 6: 环保公用各板块历年毛利率情况 (%).....	7
图 7: 环保公用各板块历年净利率情况 (%).....	7
图 8: 环保子板块 2018 毛利率有所下滑 (%).....	7
图 9: 环保子板块 2018 净利率下滑幅度更大 (%).....	7
图 10: 2018 年环保板块资产减值损失营收占比快速提升.....	8
图 11: 环保及公用事业近年三项费用率状况 (%).....	8
图 12: 环保子板块销售费用率 (%).....	8
图 13: 环保子板块管理及研发费用率 (%).....	8
图 14: 环保子板块财务费用率 (%).....	8
图 15: 环保子板块 Q1 毛利率 (%).....	9
图 16: 环保子板块 Q1 净利率 (%).....	9
图 17: 环保及公用事业近年 Q1 三项费用率状况 (%).....	9
图 18: 环保子板块 Q1 销售费用率 (%).....	9
图 19: 环保子板块 Q1 管理及研发费用率 (%).....	9
图 20: 环保子板块 Q1 财务费用率 (%).....	9
图 21: 环保板块 2018 年现金流情况.....	10
图 22: 燃气板块 2018 年现金流情况.....	10
图 23: 电力板块 2018 年现金流情况.....	10
图 24: 环保板块 2019Q1 现金流情况.....	11
图 25: 燃气板块 2019Q1 现金流情况.....	11
图 26: 电力板块 2019Q1 现金流情况.....	11
图 27: 环保公用板块资产负债率情况(%).....	12
图 28: 2019 年以来环保公用跑输沪深 300.....	12
图 29: 2019 年以来环保公用子板块相对收益情况(%).....	12
图 30: 公募基金环保公用行业持股总市值及比例持续下滑.....	13
图 31: 各子板块持仓总市值情况.....	13
图 32: 前十大重仓股集中度仍在高位.....	14
图 33: 前十大重仓股变化情况.....	14
图 34: 3 月财政部 PPP 中心广义环保项目落地情况.....	14
图 35: 2019 年以来信用利差有所收窄.....	14
图 36: 动力煤现货及主力合约价格.....	15
图 37: 近 3 年 6 大发电集团日耗情况.....	15
图 38: 国际原油及天然气价格震荡上行.....	15
图 39: 国内 LNG 购销价差有所收窄.....	15

## 表格目录

表 1: 环保公用板块核心池个股 2018 及 2019Q1 盈利情况.....	6
------------------------------------------	---

## 分析师与研究助理简介

**黄彤**，复旦大学金融学硕士。2011年进入证券行业，一直从事电力设备、新能源、环保等大能源方向的行业研究，现于民生证券研究院负责公用事业、环保方向研究。

**杨任重**：香港理工大学精算与投资科学硕士，2018年加入民生证券，从事环保及公用事业方向研究。

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。