

行业月度报告

公用事业

火电龙头业绩超预期，燃气及环保板块跌幅较大

2019年05月05日

评级 同步大市

评级变动： 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
公用事业	-6.77	15.41	-10.37
沪深300	-3.67	20.50	3.67

黄红卫

分析师

执业证书编号：S0530519010001
huanghw@cfzq.com

0731-84403422

相关报告

- 《公用事业：公用事业行业点评：家电汽车回收利好政策出台，再生资源龙头受益》 2019-04-18
- 《公用事业：公用事业行业3月报：核电审批重启落地，天然气管输体制破冰》 2019-04-01
- 《公用事业：公用事业行业点评：环保税收优惠措施将至，期待融资利好政策出台》 2019-03-21

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
聚光科技	1.33	19.14	1.69	15.07	2.12	12.01	推荐
国祯环保	0.51	20.59	0.65	16.15	0.80	13.13	推荐
瀚蓝环境	1.14	14.06	1.34	11.96	1.61	9.96	推荐
蓝焰控股	0.70	17.56	0.76	16.17	0.83	14.81	推荐
博世科	0.66	17.11	0.85	13.28	1.04	10.86	推荐
华电国际	0.17	24.41	0.28	14.82	0.37	11.22	推荐
碧水源	0.40	22.15	0.43	20.60	0.51	17.37	推荐

资料来源：财富证券

投资要点：

- **投资策略：**5月份建议从以下两条主线布局公用事业：1) **火电：**电能替代因素拉动全社会用电量增长，火电业绩对煤炭价格敏感性超过对用电量增速的敏感性，关注业绩受益煤价下行的火电龙头企业：华电国际；2) **PPP板块：**2019年流动性边际宽松，A股风险偏好提升，关注受益“民企融资改善及悲观预期修复”的PPP标的：碧水源、国祯环保、博世科。公用事业板块维持【同步大市】评级。
- **5月份核心推荐组合：**聚光科技、碧水源、国祯环保、瀚蓝环境、蓝焰控股、博世科、华电国际。
- **市场行情回顾：**2019年4月，公用事业指数下跌3.3%，跑输万得全A指数1.86个百分点。子板块而言，电力、水务、燃气、环保分别变动-1.22%，-4.78%，-8.19%，-6.34%。电力板块表现较佳：1) 受益于电煤价格下跌，华能国际、长源电力等火电标的2019年Q1业绩大幅超预期；2) 长江电力等业绩稳定、高股息率大盘蓝筹股获得投资者青睐。
- **行业高频数据跟踪：**1) 2019年3月，中国全社会用电量累计值为16795亿千瓦时（同比+5.48%）；2) 2019年4月29日，秦皇岛港山西优混(Q5500K)煤炭平仓价为614.25元/吨。
- **重点行业新闻及政策：**1) 家电汽车回收利好政策出台，再生资源龙头受益（国家发改委）；2) 《江苏省化工行业整治提升方案（征求意见稿）》发布，监测及危废行业受益（北极星环保网）。
- **重点公司公告：**1) 长源电力：业绩大幅增长，超出市场预期；2) 上海洗霸：2019年Q1业绩快速增长，超出市场预期；3) 华能国际：2019年Q1业绩强力反弹，超出市场预期；4) 聚光科技：业绩快速增长，符合市场预期。
- **风险提示：**全社会用电量增速不及预期；电煤价格下行不及预期；民企融资条件改善不及预期；减税降负力度不及预期。

内容目录

1、月度投资策略	3
2、市场行情回顾	3
3、公用事业高频数据跟踪	6
4、行业重点新闻及政策	8
5、重点公司公告及简评	9
6、风险提示	19

图表目录

图 1: 近三年, 公用事业板块市场行情走势	4
图 2: 公用事业涨跌幅情况	5
图 3: 公用事业子板块涨跌幅比较	5
图 4: 公用事业行业与全部 A 股历年估值水平	5
图 5: 公用事业对全部 A 股的溢价率	5
图 6: 公用事业子板块的估值水平	6
图 7: 公用事业行业涨幅前十标的	6
图 8: 公用事业行业跌幅前十标的	6
图 9: 中国全社会用电量月度累计值 (亿千瓦时)	7
图 10: 中国全社会用电量当月值 (亿千瓦时)	7
图 11: 全国发电设备的平均利用小时 (累计值, 小时)	7
图 12: 全国火电设备的平均利用小时 (累计值, 小时)	7
图 13: 秦皇岛港煤炭平仓价走势	8
图 14: 国际三大港动力煤现货价走势 (美元/吨)	8
图 15: 6 大电企煤炭库存 (万吨) 及可用天数	8
图 16: 全国国有重点煤矿库存合计 (万吨)	8
表 1: 公用事业行业指数涨跌情况	4

1、月度投资策略

2018年上半年,经济整体形势向好,金融去杠杆使得流动性紧张。2018年下半年起,经济下滑压力加大,流动性显示宽松迹象。2019年,经济下滑及流动性宽松趋势将继续延续。2019年5月份,公用事业各子板块的主要投资观点有:

(1) 环保板块: 经济下滑压力加大,流动性充裕。1) 经济下滑压力加大,工业环保的政策执行力度及工业企业的设施投入力度都将减弱,工业环保企业面临业绩下滑风险,预计子板块景气度分别为危废>固废>监测>水>土壤>大气;2) 流动性充裕,民营企业融资条件将改善,对资金需求较高的民营龙头企业(尤其是PPP标的)形成边际利好(受益于“开工进度增快及利息费用降低”),关注碧水源(300070.SZ)、国祯环保(300388.SZ)、博世科(300422.SZ)等PPP标的。

(2) 电力板块: 电能替代因素促使全社会用电量快速增长,且可持续性较强。1) 经济压力下加大,用电需求减弱,同时煤炭需求亦减弱,由于火电业绩对煤炭价格敏感性超过对用电量增速的敏感性,预计火电业绩将改善,迎来估值与业绩的戴维斯双击机会,关注火电龙头:华能国际(600011.SH)、华电国际(600027.SH);2) 随着核电审批重启,把握核电重启主题机会,关注中国核电(601985.SH);3) 水电面临增值税优惠到期,风电及光伏面临可再生资源基金巨大缺口及补贴下滑的风险,预计机会较小。

(3) 燃气板块: 国内天然气消费占一次能源占比较低(2017年仅5.9%),参照国家规划及国内外对比,预计2030年大概率天然气消费占比提升至15%。随着天然气居民非居民价格并轨、定价机制理顺,长期看好天然气板块(尤其是上游气源企业),关注A股煤层气唯一标的蓝焰控股(000968.SZ)。

(4) 水务板块: 中国用水价格偏低,自来水绿色价格机制推行,长期而言,自来水价格及污水处理价格将步入上行渠道,关注提价预期的洪城水业(600461.SH)、兴蓉环境(000598.SZ)。

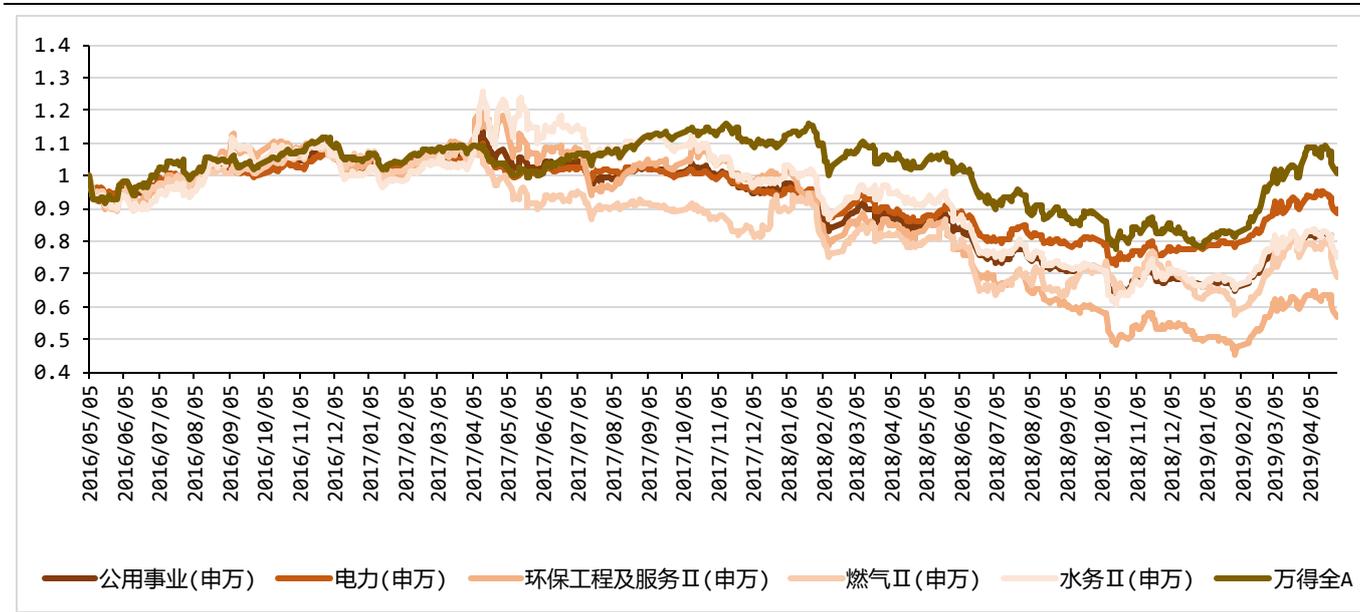
2019年5月份,建议从以下两条主线布局公用事业板块:1) 业绩受益煤价下行的火电龙头企业:华电国际;2) 受益“民企融资条件改善、及悲观预期修复”的PPP标的:碧水源、国祯环保、博世科。公用事业板块,维持【同步大市】评级。

2、市场行情回顾

2019年4月电力板块表现较佳: 2019年4月,公用事业(申万)指数下跌3.3%,万得全A指数下跌1.44%,公用事业(申万)指数跑输万得全A指数1.86个百分点。其中,电力(申万)指数下跌1.22%,水务II(申万)指数下跌4.78%,燃气II(申万)指数下跌8.19%,环保工程及服务II(申万)指数下跌6.34%。**2019年4月,电力板块表现较佳:1) 受益于2019年Q1电煤价格下跌,华能国际、长源电力等火电标的2019年Q1业绩大幅超预期,**

催化整个火电板块行情；2) 2019 年 4 月份，A 股出现短暂快速回调，长江电力等业绩稳定、高股息率的大盘蓝筹股获得投资者青睐。由于环保板块、燃气板块的贝塔值较高，加之碧水源等行业龙头业绩表现不佳，环保及燃气板块整体表现逊色于万得全 A 指数。

图 1：近三年，公用事业板块市场行情走势



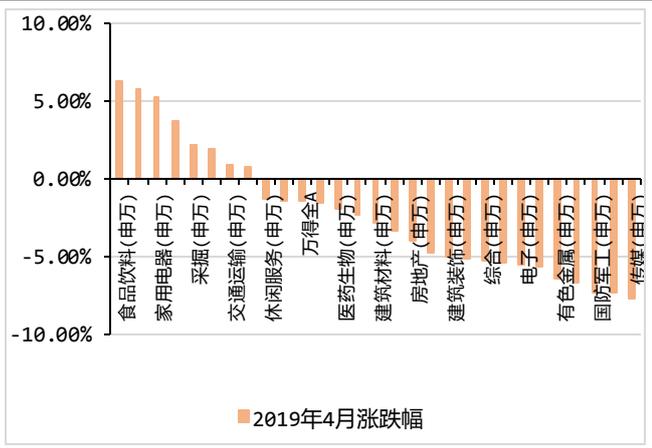
资料来源：Wind 资讯，财富证券

表 1：公用事业行业指数涨跌情况

证券代码	证券简称	近三年涨跌幅 (%)	近半年涨跌幅 (%)	近三月涨跌幅 (%)	4 月份涨跌幅 (%)
801160.SI	公用事业(申万)	-23.49%	12.89%	15.41%	-3.30%
000001.SH	上证综指	2.91%	15.01%	17.57%	-0.40%
399006.SZ	创业板指	-26.56%	20.43%	27.73%	-4.12%
399001.SZ	深证成指	-7.18%	22.97%	25.90%	-2.35%
881001.WI	万得全 A	2.11%	20.54%	22.93%	-1.44%

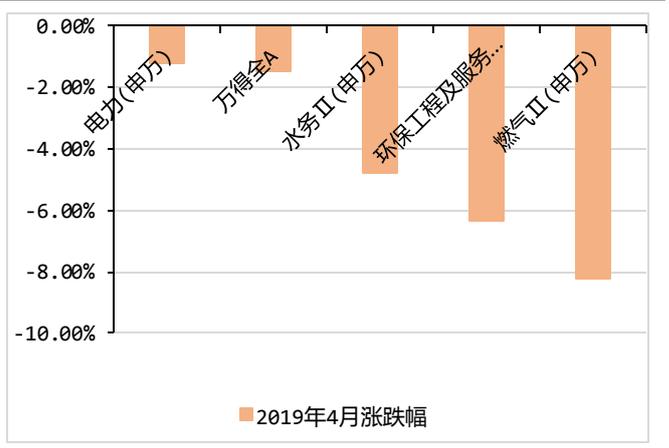
资料来源：Wind 资讯，财富证券

图 2：公用事业涨跌幅情况



资料来源：Wind 资讯，财富证券

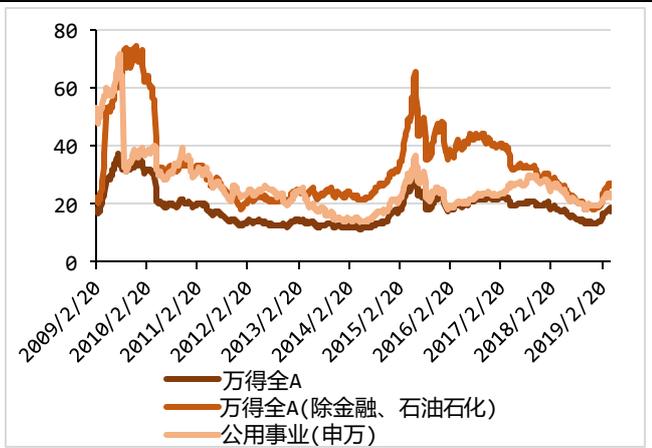
图 3：公用事业子板块涨跌幅比较



资料来源：Wind 资讯，财富证券

估值方面，截至 2019 年 4 月 30 日，公用事业(申万)指数市盈率为 22.12 倍，万得全 A 指数的市盈率为 17.78 倍，公用事业(申万)指数相较万得全 A 指数的市盈率溢价为 24.43%。万得全 A(除金融、石油石化)指数的市盈率为 27.44 倍，公用事业(申万)指数相较万得全 A(除金融、石油石化)指数的市盈率溢价为-19.39%。2016 年以来，由于煤炭价格高企拖累火电业绩表现，使得公用事业板块相比大盘指数跌幅更深情形下，公用事业板块相较大盘的估值溢价率却一度提升，但近期公用事业估值溢价率有回调的趋势。

图 4：公用事业行业与全部 A 股历年估值水平



资料来源：Wind 资讯，财富证券

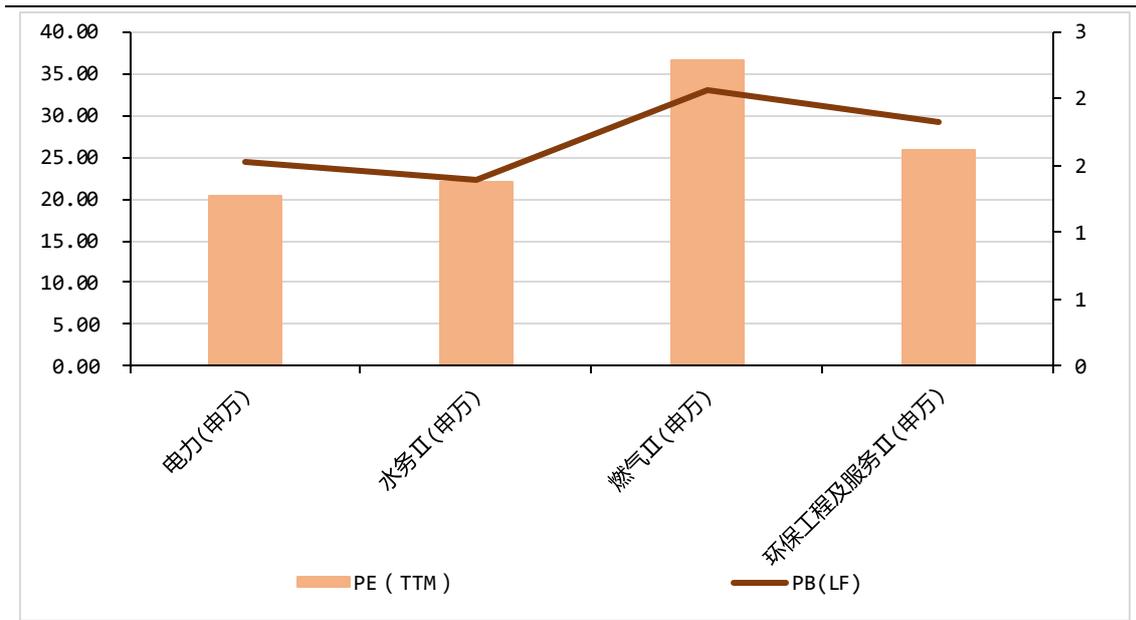
图 5：公用事业对全部 A 股的溢价率



资料来源：Wind 资讯，财富证券

公用事业子版块方面，截至 2019 年 4 月 30 日，电力(申万)、水务 II(申万)、燃气 II(申万)、环保工程及服务 II(申万)市盈率 (TTM) 分别为 20.27 倍、22.07 倍、36.66 倍、25.9 倍，市净率 (LF) 分别为 1.52 倍、1.4 倍、2.06 倍、1.82 倍，公用事业中，水电、水务板块的业绩稳定性最佳，可同时采用市盈率及市净率估值。火电板块估值及业绩受煤炭价格明显影响，宜采用市净率估值。燃气、环保板块成长性更佳，更宜采用市盈率估值。当前，公用事业子板块中：1) 稳定性而言，水务板块与电力板块估值差别已经较小；2) 成长性而言，环保板块较燃气板块估值便宜。

图 6：公用事业子板块的估值水平

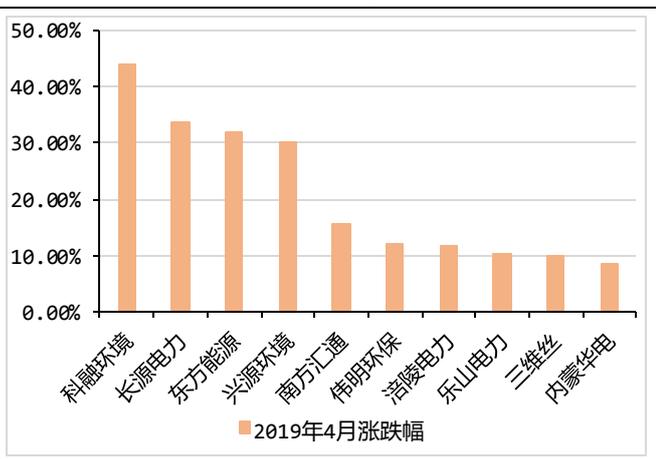


资料来源：Wind 资讯，财富证券

2019 年 4 月，公用事业板块涨幅居前标的分别为：科融环境（43.89%）、长源电力（33.66%）、东方能源（31.73%）、兴源环境（30.05%）、南方汇通（15.47%）。涨幅居前标的以业绩超预期的公用事业标的、股权转让概念股为主。

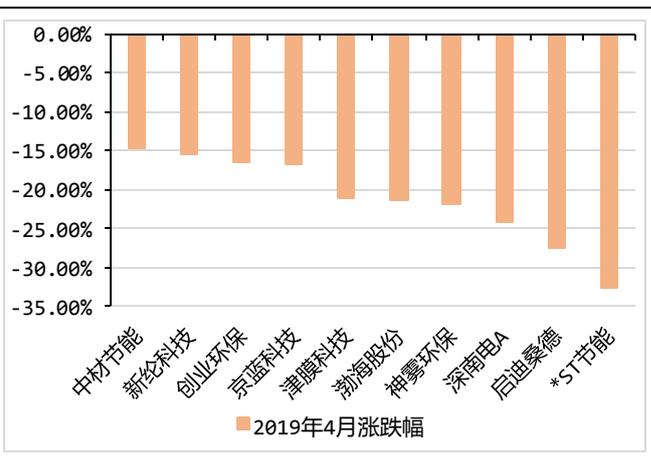
2019 年 4 月，公用事业板块跌幅居前标的分别为：ST 节能（-32.68%）、启迪桑德（-27.44%）、深南电 A（-24.13%）、神雾环保（-21.77%）、渤海股份（-21.34%）。跌幅居前标的以京津冀地区的雄安概念标的为主。

图 7：公用事业行业涨幅前十标的



资料来源：Wind 资讯，财富证券

图 8：公用事业行业跌幅前十标的



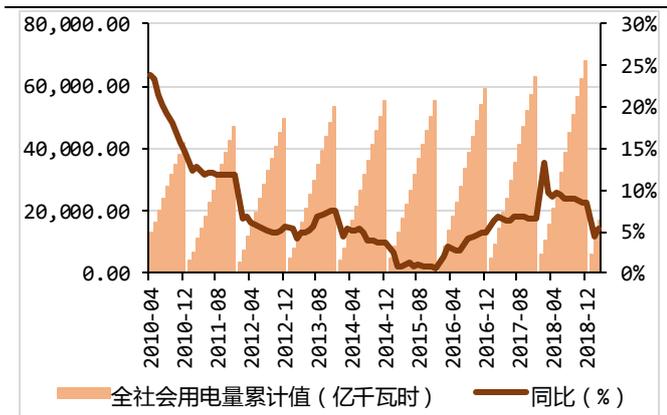
资料来源：Wind 资讯，财富证券

3、公用事业高频数据跟踪

电力板块，截至 2019 年 3 月，中国全社会用电量累计值为 16795 亿千瓦时（同比增加 5.48%）。截至 2019 年 3 月，中国全社会用电量当月值为 5731.86 亿千瓦时（同比增加 7.5%），增速高于最近三年月度用电量平均值(6.88%)达 0.62 个百分点，增速高于最近五

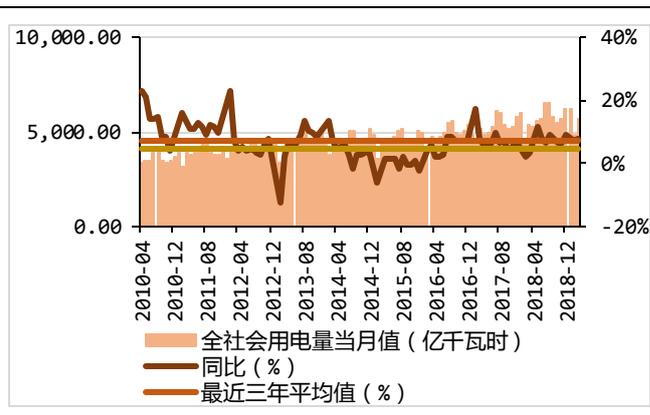
年月度用电量平均值(4.76%)达 2.74 个百分点。

图 9：中国全社会用电量月度累计值（亿千瓦时）



资料来源：Wind 资讯，财富证券

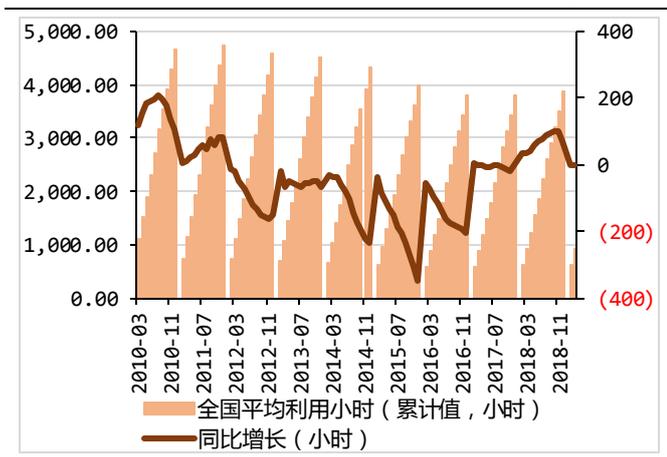
图 10：中国全社会用电量当月值（亿千瓦时）



资料来源：Wind 资讯，财富证券

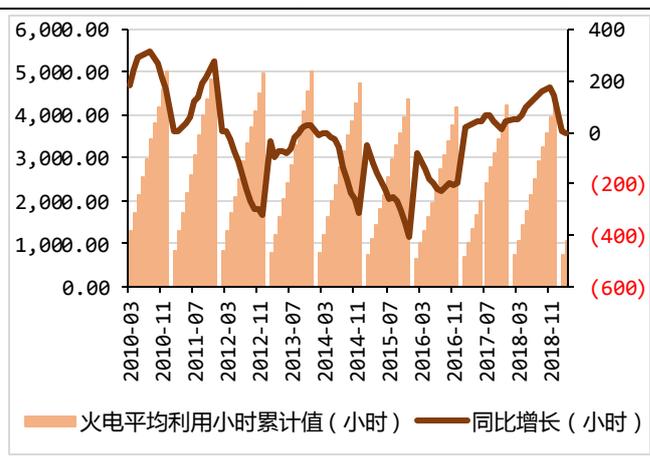
截至 2019 年 3 月，全国发电设备利用小时数累计值为 919 小时（同比降低 4 小时），其中火电发电设备的利用小时数累计值为 1083 小时（同比降低 6 小时）。

图 11：全国发电设备的平均利用小时（累计值，小时）



资料来源：Wind 资讯，财富证券

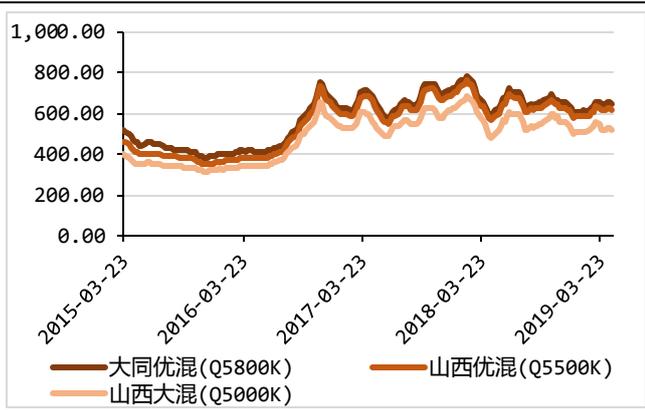
图 12：全国火电设备的平均利用小时（累计值，小时）



资料来源：Wind 资讯，财富证券

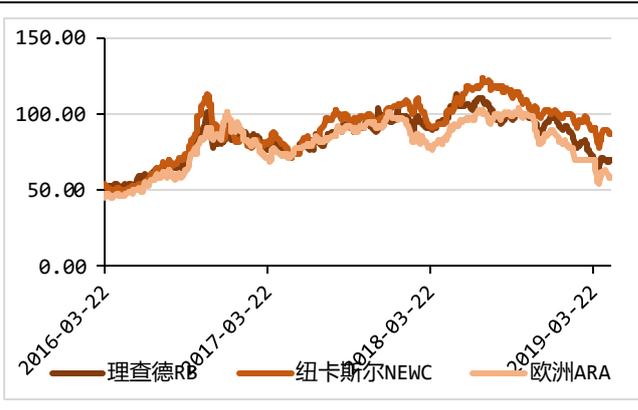
2019 年 4 月 29 日，秦皇岛港大同优混(Q5800K)煤炭平仓价为 645.25 元/吨，较上周下跌 7.95 元/吨，秦皇岛港山西优混(Q5500K)煤炭平仓价为 614.25 元/吨，较上周下跌 7.95 元/吨，秦皇岛港山西大混(Q5000K)煤炭平仓价为 516.25 元/吨，较上周下跌 11.95 元/吨。

图 13: 秦皇岛港煤炭平仓价走势



资料来源: Wind 资讯, 财富证券

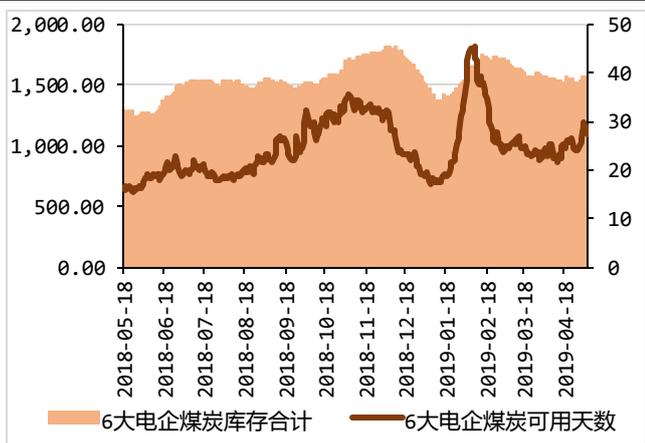
图 14: 国际三大港动力煤现货价走势 (美元/吨)



资料来源: Wind 资讯, 财富证券

2019年5月5日,6大电企煤炭库存合计为1543.04万吨(较上月降低14.3万吨),6大电企煤炭库存可用天数为27.46天(较上月增长4天)。2019年3月,全国国有重点煤矿库存合计1849.35万吨,较上月增加265.77万吨,较上年同期增加50.83万吨。

图 15: 6大电企煤炭库存(万吨)及可用天数



资料来源: Wind 资讯, 财富证券

图 16: 全国国有重点煤矿库存合计(万吨)



资料来源: Wind 资讯, 财富证券

4、行业重点新闻及政策

2019年4月,公用事业行业重点新闻及政策有:

(1) 家电汽车回收利好政策出台,再生资源龙头受益

事件: 根据人民日报,国家发改委下发关于征求对《推动汽车、家电、消费电子产品更新消费及促进循环经济发展实施方案(2019—2020年)(征求意见稿)》意见的函:拟开展家电“以旧换新”活动。

事件简评: 1) 家电回收市场扩容,市场加速向正规拆解企业集中:《征求意见稿》提出:1) 实施“以旧换新”政策时,明确对旧家电、消费电子产品回收与补贴标准;2) 鼓励消费者提前更新淘汰能耗高、安全性差的电冰箱(含冰柜)、洗衣机、空调、电视机、燃气热水器、电热水器、抽油烟机等家电产品;3) 原则上不鼓励回收后的废旧家电产品二次使用;4) 通过“以旧换新”政策收集到的废旧电器电子产品,应统一交付规范拆解

企业处理处置，不得进行倒卖；5) 支持废旧电器电子产品运输，对交售给正规拆解企业的回收企业，根据回收产品的类型、规格、运输距离等给予运费补贴。本次《征求意见稿》鼓励提前更新淘汰能耗高、安全性差的家电产品，促进家电再生资源回收行业扩容。此前国家仅对四机一脑家电产品给予拆解基金补贴，本次增加消费电子，预计拆解基金补贴产品目录产品将扩容。同时，明确“以旧换新”废旧电器电子产品统一交付规范拆解企业，促进市场由非规范拆解企业向规范拆解企业集中。回收流环节运费补贴也将利好正规拆解企业。

2) 政策利好动力电池回收龙头：《征求意见稿》提出：1) 对使用年限不超过 10 年的乘用车报废更新为节能环保或新能源汽车给予奖补，鼓励淘汰排放标准落后车辆；2) 加快汽车回收拆解企业资质认定，建立回收拆解资质动态调整和退出机制；3) 落实生产者延伸责任，推动车用动力电池梯级利用，确保废旧动力电池安全处置。《征求意见稿》以奖补方式支持地方开展老旧柴油货车淘汰试点，并支持新能源汽车发展及相应动力电池回收，预计动力电池回收市场将扩容。同时强化资质认定，将利好拆解技术先进、环保优势突出的动力电池回收龙头。

3) 投资意见：建议关注再生资源行业的标杆企业：中再资环（渠道优势明显，股东再生资源资产丰富）、格林美（电子废弃物及报废汽车回收行业的领军者）、启迪桑德（环卫设备/环卫/固废/再生资源一体化优势突出，独创好嘞社区模式解决资源回收痛点）。

资料来源：人民日报及国家发改委

(2) 《江苏省化工行业整治提升方案（征求意见稿）》发布，监测及危废行业受益

事件：《江苏省化工行业整治提升方案（征求意见稿）》发布，主要要点有：1) 大幅压减化工企业，全省到 2020 年化工企业减少到 2000 家，2022 年不超过 1000 家；2) 所有安全、环保不达标的化工企业立即停产、限期整改、关闭，关闭退出 D 类企业；3) 严格化工行业准入，新建项目投资额不低于 10 亿元，禁止新（扩）建农药、医药、染料的中间体化工项目。

事件简评：《征求意见稿》提出对环保不达标的化工企业立即停产、限期整改、关闭。环保治理，监测先行，监测行业受益于存量老旧设备的改造及增量监测设备扩容。监测标准提高，亦可加速市场进一步向行业龙头集中，关注监测行业龙头：聚光科技。固废危废领域安全风险尤为突出，泄露将引发严重的安全问题，预计治理力度将持续加大，关注危废龙头：东江环保。

资料来源：北极星环保网

5、重点公司公告及简评

2019 年 4 月，公用事业行业的重点公司公告有：

(1) 高能环境 (603588)：业绩符合市场预期，现金流改善明显

公司公告：高能环境发布《2018 年年度报告》及《2019 年第一季度报》：2018 年实现营收 37.62 亿元（同比+63.20%），归母净利润 3.25 亿元（同比+69.12%），2019 年 Q1 实

现营收 6.84 亿元（同比+36.83%），归母净利润 0.55 亿元（同比+76.71%）。

公告简评：1) 业绩符合市场预期，现金流改善明显：2018 年公司归母净利润同比增长 69.12%，增速位于此前 2018 年业绩预告归母净利润增速（60%-80%）中部，业绩快速增长，符合市场预期，且 2019 年 Q1 业绩延续良好走势。2018 年，公司实现经营活动现金净流量 3.22 亿元（同比+217.15%），现金流改善明显。2018 年公司加权 ROE、毛利率、净利率分别为 13.45%、26.35%、10.55%，同比分别变动 4.18pct、-1.30pct、0.13pct。**2) 土壤修复、危废及固废业务贡献主要业绩增量：**2018 年分业务而言：a) 环境修复业务营收 12.95 亿元（同比+68.55%），毛利率 30.19%（同比+2.65pct），主要系土壤修复订单执行所致；b) 危废处理处置业务营收 11.62 亿元（同比+89.12%），主要系危废运营收入增加所致。2018 年底危废处置已运营产能超过 50 万吨/年；c) 生活垃圾处理业务营收 9.48 亿元（同比+154.53%），主要系垃圾焚烧发电项目及填埋场工程收入增加所致，2018 年底在手垃圾焚烧发电项目产能已达 8800 吨/日。**3) 在手订单充足，保障业绩增长：**2018 年、2019 年 Q1，公司分别新签订单 78.45 亿元、5.53 亿元。2019 年 Q1 底，公司在手订单金额共计 124.18 亿元，其中已履行 25.13 亿元，尚可履行 99.05 亿元，尚可履行订单金额为 2018 年营收的 2.63 倍，充裕在手订单保障业绩增长。

资料来源：公司公告

（2）长源电力（000966）：业绩大幅增长，超出市场预期

公司公告：长源电力公告《2018 年年度报告》及《2019 年第一季度预告》：2018 年实现营收 65.63 亿元（同比+20.10%），实现归母净利润 2.09 亿元（同比+271.67%），并预计 2019 年 Q1 实现归母净利润 2.17 亿元至 2.33 亿元（同比+313.55%至 343.09%）。

公告简评：1) 业绩大幅增长，超出市场预期：2018 年湖北全社会用电量 2071.43 亿千瓦时（同比+10.83%），增速快于全国 2.3pct，驱动公司业绩增长。2018 年及 2019 年 Q1 长源电力归母净利润大幅上涨，超出市场预期，主要系发电量及售热量增长所致。2018 年分项目而言，发电量增加、售电均价上升、售热量增加、供电煤耗下降、标煤单价上升、固定成本增加、财务费用增加，分别影响利润约 3.48/2.11/0.26/0.07/-1.45/-0.52/-0.26 亿元。2018 年公司加权 ROE、毛利率、净利率分别为 6.23/9.96/3.29%，同比分别变动 9.84/7.31/5.52pct，盈利能力明显改善。**2) 量价齐升，电力、热力产品毛利率改善明显：**2018 年分业务而言：a) 电力产品：完成发电量 170.93 亿千瓦时（同比+20.17%），毛利率 9.88%（同比+8.06pct）；b) 热力产品：完成售热量 952.87 万吉焦（同比+33.49%），毛利率为-17.56%（同比+2.66pct）。电、热产品毛利率上升主要系电、热产品售价上升幅度高于煤价上升幅度所致。2019 年 Q1，公司发电量 54.57 亿千瓦时（同比+23.1%），延续较好走势。**3) 蒙华铁路投运将较大提振公司业绩：**2018 年，公司累计完成年度入炉综合标煤单价 775.26 元/吨（同比+20.91 元/吨）。蒙华铁路预计在 2019 年底投运，届时将降低煤炭运输成本并提振业绩。2019 年公司计划发电量 157 亿千瓦时（同比-8.15%），售热量 1049 万吉焦（同比+10.09%）。

资料来源：公司公告

(3) 碧水源 (300070): 收缩 PPP 业务拳头, 以更好出击膜设备主业

公司公告: 碧水源发布《2018 年年度报告》: 2018 年实现营收 115.18 亿元 (同比-16.34%), 实现归母净利润 12.45 亿元 (同比-50.41%)。

公告简评: 1) **金融去杠杆叠加战略主动收缩, 整体业绩不佳:** 2018 年公司实现归母净利润 12.45 亿元 (同比-50.41%), 略低于公司此前业绩快报归母净利润 13.64 亿元 (同比-45.66%), 低于市场预期。2019 年 Q1, 公司预计实现归母净利润 0.62-1.08 亿元 (同比-60%至-30%)。整体业绩表现不佳, 主要系: a) 2018 年国家实施金融降杠杆及严控 PPP 项目风险; b) 公司主动控制经营风险, 收缩风险较高的 PPP 业务。2018 年, 公司加权 ROE、毛利率、净利率分别为 6.62/29.81/11.73%, 同比变动-7.26/0.85/-7.09pct, 净利率下滑主要系: a) 销售费用/管理费用/财务费用同比增加 0.82/0.41/3.17pct; b) 资产减值损失同比增加 2.06 亿元。2) **城市光环境业务表现较为亮眼:** 2018 年分业务而言, 污水处理整体解决方案/城市光环境解决方案/市政工程/净水器等业务分别实现营收 78.29/22.39/12.23/2.27 亿元, 同比变动 -11.07/103.19/-66.10/-10.32%, 毛利率为 27.56/44.80/14.11/44.20%, 同比变动-6.70/-5.18/5.83/-4.00pct。3) **在手订单充足, 但股票激励业绩目标放缓明显:** 2018 年底, 公司在手 EPC 未确认收入订单为 160 亿元, 未完成投资并处于施工期的特许经营权订单 416.57 亿元, 在手订单充足。公司限制性股票激励计划拟授予 2000 万股 (占总股本 0.63%), 解锁条件设定为: 以 2018 年净利润值为基数, 2019 年/2020 年净利润增长率不低于 5%、8%。

资料来源: 公司公告

(4) 洪城水业 (600461): 业绩较快增长, 现金流表现优异

公司公告: 洪城水业公告《2018 年年度报告》: 2018 年实现营业收入 43.78 亿元 (同比+23.52%), 实现归母净利润 3.36 亿元 (同比+22.64%)。

公告简评: 1) **业绩较快增长, 现金流表现优异:** 2018 年, 公司实现归母净利润 3.36 亿元 (同比+22.64%), 实现扣非后归母净利润 3.25 亿元 (同比+34.11%), 其中 Q4 实现归母净利润 0.98 亿元 (同比+49.53%), 业绩较快增长, 超出市场预期, 业绩增长主要系“售水量、污水处理量、燃气销售量和工程收入增加所致”。2018 年公司实现经营活动现金净流量 11.22 亿元 (同比+44.80%), 现金流充裕, 造血能力较强。2018 年公司加权 ROE、毛利率、净利率分别为 9.96%、24.75%、9.55%, 同比分别变动 1.22pct、1.65pct、-0.30pct, 盈利能力基本稳定。2) **水务营收增速较快, 燃气业务毛利率提升明显:** 2018 年分业务而言, 1) 供排水业务及涉水工程业务: 实现营收 25.72 亿元 (同比+46.80%), 毛利率为 26.28% (同比-2.61pct)。2018 年自来水售水量 3.47 亿立方米 (同比+8.17%), 计费污水处理量 7.29 亿立方米 (同比+14.45%)。2) 燃气销售及安装工程业务: 实现营收 17.65 亿元 (同比+0.34%), 毛利率为 21.74% (同比+4.91pct)。2018 年新增居民用户 9.96 万户 (同比+11%), 天然气供气量 3.73 亿立方米 (同比+17.79%)。3) **2019 年水务板块量价齐升推动业绩增长:** 2018 年底, 供水产能达 169.5 万立方米/日 (含托管), 污水处理产能达 268.4 万立方米/日 (含托管), 2019 年公司计划 18 万吨水务在建产能将投入运营。2018

年 11 月起，南昌市一级居民生活用水价格每吨上调 0.45 元，2019 年全年受益自来水提价。2018 年公司承接 47 家污水扩容提标改造工程，其中 14 家进入收费阶段，随着提标改造完成，相应污水处理单价将上涨。

资料来源：公司公告

(5) 蓝焰控股 (000968)：业绩较快增长，盈利能力提升

公司公告：蓝焰控股发布《2018 年年度报告》及《2019 年第一季度报告》：2018 年公司实现营收 23.33 亿元（同比+22.57%），实现归母净利润 6.79 亿元（同比+38.66%）；2019 年 Q1 实现营收 4.07 亿元（同比+17.55%），实现归母净利润 1.26 亿元（同比+14.87%）。

公告简评：1) 业绩较快增长，盈利能力提升：2018 年公司实现归母净利润 6.79 亿元（同比+38.66%），增速接近此前业绩预告 6.2 至 6.9 亿元（27%-41%）的上限，业绩较快增长，略超市场预期，其中 Q4 实现归母净利润 2.00 亿元（同比+16.30%），业绩增长主要系：1) 调整产品售价增加煤层气业务盈利；2) 气井施工业务量同比增加；3) 内部管控提升整体盈利水平。2018 年公司加权 ROE、毛利率、净利率分别为 19.39%、38.31%、28.60%，同比分别变动 0.50pct、4.27pct、3.63pct，盈利能力明显提升。**2) 气井建设工程贡献主要业绩增量，煤层气销售收入小幅增长：**2018 年，煤层气销售、气井建设工程、瓦斯治理服务分别实现营收 11.82 亿元（同比+5.41%）、8.44 亿元（同比+79.64%）、2.82 亿元（同比-0.18%），毛利率分别为 42.86%、40.17%、16.77%，同比分别变动 6.60pct、4.49pct、-10.82pct，气井建设工程贡献主要业绩增量。**3) 煤层气未来增长可期：**2018 年，公司煤层气产量 14.64 亿立方米、利用量 11.50 亿立方米，分别占全国 27.05%、23.47%。2017 年 12 月新中标的四个区块中有三个已在 2018 年成功点火出气，保证煤层气业务增长。2019 年公司预计完成固定资产投资 30 亿元，实现营收 23 亿元。

资料来源：公司公告

(6) 瀚蓝环境 (600323)：2019 年 Q1 扣非后归母净利润仍稳健增长，业绩符合预期

公司公告：瀚蓝环境发布《2019 年第一季度报告》：2019 年 Q1，公司实现营业收入 12.54 亿元（同比+10.50%），实现归母净利润 1.91 亿元（同比-38.08%）。

公告简评：1) 扣非后归母净利润仍稳健增长，业绩符合预期：2019 年 Q1，公司实现归母净利润 1.91 亿元（同比-38.08%），主要系 2018 年 Q1 处置官窑市场公司 100% 股权收益，官窑市场公司处置税前收益约 1.6 亿元。2019 年 Q1，实现扣非后归母净利润 1.83 亿元（同比+9.72%），扣非后归母净利润仍稳健增长，符合市场预期。2019 年 Q1，公司加权 ROE、毛利率、净利率分别为 3.22%、27.35%、14.61%，同比分别变动-2.52pct、-8.79pct、-12.95pct，盈利能力有所下滑。2019 年公司经营活动现金净流量为 0.22 亿元（同比-55.26%），现金流有所下滑。**2) 污水处理提标改造贡献业绩增长：**2019 年 Q1，公司固体废物处理发电业务实现发电量 4.24 亿度，售电量 3.59 亿度。2019 年 Q1，公司累计自来水供应量 9376.75 万吨，累计污水处理量 5217.14 万吨，污水处理单价为 1.08 元/吨

(同比+11.34%)，主要系 2018 年有四间污水厂根据提标改造相关协议执行了新单价。**3)** **2019-2020 年固废项目密集投产，业绩弹性较大：**公司 2019 年财务目标为：营业收入 60 亿元（同比+23.76%）、总资产规模 180 亿元（同比+9.14%）。公司预计 2019 年重大资本性支出约 36.84 亿元，其中固废业务重大资本性支出约 23.27 亿元。2019-2020 年为公司固废项目密集投产期，江西赣州危废项目已于 2019 年 1 月投入试运营，增厚业绩。

资料来源：公司公告

(7) 华电国际 (600027)：2019 年 Q1 业绩较快增长，符合市场预期

公司公告：华电国际发布《2019 年第一季度报告》：2019 年 Q1，公司实现营业收入 233.80 亿元（同比+4.04%），实现归母净利润 7.74 亿元（同比+12.60%）。

公告简评：1) 2019 年 Q1 业绩较快增长，符合市场预期：2019 年 Q1，公司实现营业收入 233.80 亿元（同比+4.04%），主要系“发电业务收入增加”所致。2019 年 Q1，公司实现归母净利润 7.74 亿元（同比+12.60%），剔除永续债等权益工具持有人享有收益 1.09 亿元后，归母净利润实际为 6.65 亿元（同比-3.20%），实现扣非后归母净利润 7.22 亿元（同比+9.78%），业绩仍较快增长，基本符合市场预期。**2) 盈利能力提升，现金流表现优异：**2019 年 Q1，公司加权 ROE、毛利率、净利率分别为 1.48%、13.36%、4.71%，同比分别变动-0.15pct、1.36pct、1.17pct，盈利能力有所修复。2019 年 Q1，公司营业成本为 202.58 亿元（同比+2.44%），低于同期营收增速，主要系“发电量增加及燃料费增加”所致。2019 年 Q1，公司经营活动产生的现金流量净额为 62.58 亿元（同比+16.61%），现金流状况表现优异。**3) 机组新投产叠加利用小时数提升，上网电量较快增长：**2019 年 Q1，华电国际累计发电量为 519.92 亿千瓦时（同比+8.11%），完成上网电量 484.79 亿千瓦时（同比+8.30%），发电量及上网电量同比增长主要系：1) 新投产机组的电量贡献；2) 服务区域电力需求旺盛和发电机组利用小时数增长。2019 年 Q1，华电国际市场化交易电量为 211 亿千瓦时，交易电量比例为 43.61%（同比提升 13.09pct）。2019 年 Q1，公司平均上网电价为 415.79 元/兆瓦时。

资料来源：公司公告

(8) 上海洗霸 (603200)：2019 年 Q1 业绩快速增长，超出市场预期

公司公告：上海洗霸发布《2019 年第一季度报告》：2019 年 Q1 实现营业收入 1.46 亿元（同比+86.46%），实现归母净利润 0.19 亿元（同比+47.53%）。

公告简评：1) EPC 工程业务推进，驱动 2019 年 Q1 业绩增长：2019 年 Q1，公司实现归母净利润 0.19 亿元（同比+47.53%），业绩持续快速增长，超出市场预期，主要系“河钢乐亭 EPC 项目、石油化工业务及民用业务增长”所致。2018 年 9 月签订 3.72 亿元钢铁产能转移 EPC 大单，项目设施将于 2019 年 4 月底完工，拉动 2019 年 Q1 业绩增长。2019 年 Q1，公司实现扣非后归母净利润 0.18 亿元（同比+70.86%），主要系“业务增长导致收入增长及去年同期有园区补贴收入导致”。**2) 工程项目导致盈利指标下滑及工程垫资增加：**2019 年 Q1，公司加权 ROE、毛利率、净利率分别为 2.51%、31.14%、

12.36%，同比分别变动 0.72pct、-5.73pct、-4.06pct。由于 EPC 项目毛利率相较运营项目毛利率低，工程项目增多使得公司盈利能力下降，但提升了股东回报。2019 年 Q1，公司经营产生的现金流量净额为-0.37 亿元（2018 年 Q1 为-0.07 亿元），主要系“业务增长导致前期垫付资金增长超过收款金额”。**3) 优惠税率落地，部分基金产品有减值风险：**公司收到《高新技术企业证书》，2018-2020 年企业所得税适用 15% 优惠税率。公司披露，购买的 1400 万元“良卓资产银通 2 号票据投资私募基金”存在重大兑付风险，因相关事项未最终确定，2019 年 Q1 该事项暂不计提减值准备。

资料来源：公司公告

(9) 华能国际 (600011)：2019 年 Q1 业绩强力反弹，超出市场预期

公司公告：华能国际发布《2019 年第一季度报告》：2019 年 Q1，公司实现营业收入 456.52 亿元（同比+5.15%），实现归母净利润 26.56 亿元（同比+114.27%）。

公告简评：**1) 2019 年 Q1 业绩强力反弹，超出市场预期：**2019 年 Q1，公司实现归母净利润 26.56 亿元(同比+114.27%)，实现扣非后归母净利润 24.82 亿元(同比+114.49%)，业绩强力反弹，超出市场预期，主要系“本期燃料价格下降”所致。2019 年 Q1，公司经营现金净流量 107.75 亿元（同比+ 12.88%），现金流状况亦明显改善。2019 年 Q1，公司加权 ROE、毛利率、净利率分别为 3.14%、18.31%、7.83%，同比分别变动 1.54pct、4.82pct、3.84pct，受益电煤价格下行，公司盈利能力明显提升。**2) 2019 年 Q1 公司火电发电增速、上网电价均轻微降低：**2019 年 Q1，公司中国境内各运行电厂按合并报表口径完成发电量 1038.39 亿千瓦时(同比-0.45%)，完成售电量 982.55 亿千瓦时(同比-0.06%)。公司电量下降主要系：1) 全社会用电量增速放缓；2) 公司火电比重较大，2019 年 Q1 全国水电、风电、核电电量高速增长，挤占火电发电空间；3) 华东地区受控煤政策影响，火电发电量受到影响。2019 年 Q1，公司中国境内各运行电厂平均上网结算电价为 421.87 元/兆瓦时（同比-0.40%），上网电价轻微下滑。**3) 电价下调影响业绩有限：**政府工作报告提及的“2019 年一般工商业电价再降 10% 任务”预计仍将主要由电网承担，火电增值税下调也为电价下调腾出部分空间，2019 年电价下调预计对公司业绩影响有限。

资料来源：公司公告

(10) 中国核电 (601985)：新机组商运助力发电量提升，费用增长拖累业绩

公司公告：中国核电公告《2018 年年度报告》及《2019 年第一季度报告》：2018 年公司实现营收 393.05 亿元（同比+16.19%），实现归母净利润 47.37 亿元（同比+4.49%），2019 年 Q1 公司实现营收 107.39 亿元（同比+30.09%），实现归母净利润 13.88 亿元（同比+13.86%）。

公告简评：**1) 新核电机组投入商运，发电量驱动业绩增长：**2018 年公司实现归母

净利润 47.37 亿元(同比+4.49%)，主要系：1) 三门核电 1 号、2 号机组、田湾核电 3 号、4 号机组投入商业运行；2) 2017 年投入商业运行的福清核电 4 号机组在 2018 年全年运行，机组发电量及上网电量增加。2018 年公司实际完成全口径发电量 1178.47 亿千瓦时(同比+16.97%)。2018 年，公司加权 ROE、毛利率、净利率分别为 10.57%、41.76%、21.72%，同比分别变动-0.12pct、2.15pct、-2.20pct，盈利能力较强。**2) 财务费用及管理费用拖累业绩：**2018 年公司管理费用为 13.88 亿元(同比+34.26%)，主要系“新建核电机组投入商运，管理费用由资本化转为费用化”。2018 年财务费用为 52.67 亿元(同比+26.81%)，主要系：1) 新建核电机组投入商运，对应借款利息费用化支出增加；2) 2018 年汇率波动，汇兑损失增多；3) 新机组投运导致弃置费计提增加。管理费用及财务费用增加导致归母净利润增速落后于营收增速。**3) 新商运机组在 2019 年全年贡献业绩：**2019 年 Q1，实现归母净利润 13.88 亿元(同比+13.86%)，业绩较快增长。2019 年 Q1 公司累计商运发电量 312.08 亿千瓦时(同比+25.12%)，主要系：1) 三门核电 1 号机组、2 号机组分别于 2018 年 9 月和 11 月投运后，在 Q1 新增发电量；2) 田湾 3、4 号机组分别于 2018 年 2 月和 12 月投产，在 Q1 新增发电量。2019 年，公司计划发电量 1400 亿千瓦时(同比+18.80%)。

资料来源：公司公告

(11) 聚光科技(300203)：业绩快速增长，符合市场预期

公司公告：聚光科技公告《2018 年年度报告》：2018 年公司实现营业收入 38.25 亿元(同比+36.63%)，实现归母净利润 6.01 亿元(同比+33.93%)。

公告简评：1) **业绩快速增长，符合市场预期：**2018 年，公司实现归母净利润 6.01 亿元(同比+33.93%)，实现扣非后归母净利润 5.46 亿元(同比+76.62%)，其中 Q4 实现归母净利润 1.81 亿元(同比+43.03%)，业绩快速增长，符合市场预期，主要系“客户需求旺盛，公司在环境、实验室、工业过程分析”等领域增长所致。2018 年公司经营活动现金流量为 4.82 亿元(同比+635.64%)，现金流状况明显改善。2018 年，公司加权 ROE、毛利率、净利率分别为 17.68%、48.13%、17.47%，同比分别变动 2.43pct、-1.22pct、-0.46pct，整体盈利能力仍维持较高水平。公司预告 2019 年 Q1 实现归母净利润 0.45 至 0.48 亿元(同比+25%至+35%)。2) **环境监测系统业务驱动业绩快速增长：**2018 年分业务而言，公司环境监测系统、实验室分析仪器、工业过程分析系统、水利水务智能化系统分别实现营收 18.98 亿、9.08 亿、2.85 亿、1.93 亿，同比分别变动 45.58%、18.20%、2.21%、5.06%，毛利率分别为 49.05%、50.84%、56.81%、25.72%，同比分别变动-0.35pct、-1.22pct、-5.69pct、-3.24pct。3) **2018-2020 年监测行业快速增长，龙头市占率持续提升：**环境治理，监测先行。随着环保税开征、排污许可证推行、及国控点省控点的监测事权上收，环境监测迎来新一轮景气周期。预计 2018-2020 年环境监测年均市场空间约 400 亿元(CAGR 为 16%)。监测行业技术壁垒高，龙头市占率及议价能力持续提升，高盈利能力将持续。

资料来源：公司公告

(12) 国祯环保 (300388): 业绩持续较快增长, 符合市场预期

公司公告: 国祯环保公告《2018 年年度报告》及《2019 年第一季度报告》: 2018 年公司实现营收 40.06 亿元 (同比+52.44%), 实现归母净利润 2.81 亿元 (同比+44.61%), 2019 年 Q1 实现营收 6.89 亿元 (同比+12.48%), 实现归母净利润 0.59 亿元 (同比+31.01%)。

公告简评: 1) 业绩较快增长, 符合市场预期: 2018 年, 公司实现归母净利润 2.81 亿元 (同比+44.61%), 实现扣非后归母净利润 2.77 亿元 (同比+75.31%), 业绩较快增长, 符合市场预期, 业绩增长主要系: 1) 水环境运营规模增长。2018 年末, 公司污水处理规模 510 万吨/日, 其中在建规模 138 万吨/日, 已投入运营的污水厂处理规模 372 万吨/日; 2) 运营服务收入与工程建设服务收入增长明显。2018 年, 公司加权 ROE、毛利率、净利率分别为 13.6%、22.03%、7.76%, 同比分别变动 3.00pct、-10.86pct、-2.29pct, 主要系低毛利率的工程项目增速较快所致。2018 年经营活动现金净流量为-0.61 亿元, 现金流状况不佳, 但扣除特许经营权项目投资支付的现金后经营活动产生的现金流量净额为 7.50 亿元。2) **水环境及小城镇环境治理贡献主要业绩增长:** 2018 年分业务而言, 水环境治理综合服务、小城镇环境治理综合服务、工业废水处理综合服务分别实现营收 23.76 亿元、12.47 亿元、3.79 亿元, 同比分别变动 41.14%、171.50%、-21.70%, 毛利率分别为 24.66%、15.94%、24.60%, 同比分别变动-2.75pct、-4.51pct、4.56pct。3) **在手订单充足, 保障未来业绩:** 2019 年 Q1, 公司归母净利润 0.59 亿元 (同比+31.01%), 受益于“公司特许经营权项目进入运营期, 实现商业运营并收费”。2019 年 Q1 底, 公司在手未确认收入的工程订单 52.73 亿元, 处于施工期且未完成投资的特许经营类订单 55.81 亿元。

资料来源: 公司公告

(13) 兴蓉环境 (000598): 2019 年 Q1 业绩符合预期, 现金流状况优异

公司公告: 兴蓉环境发布《2019 年第一季度报告》: 2019 年 Q1, 公司实现营业收入 9.59 亿元 (同比+7.13%), 实现归母净利润 2.61 亿元 (同比+13.00%)。

公告简评: 1) 业绩符合预期, 现金流状况优异: 2019 年 Q1, 兴蓉环境实现归母净利润 2.61 亿元 (同比+13.00%), 实现扣非后归母净利润 2.58 亿元 (同比+12.74%), 业绩仍较快增长, 符合市场预期, 主要系“自来水、污水、环保板块业绩增长”所致。2019 年 Q1, 公司加权 ROE、毛利率、净利率分别为 2.49%、44.25%、27.42%, 同比分别变动 0.13pct、0.48pct、1.16pct, 盈利能力有所改善。2019 年 Q1, 公司经营活动现金净流量为 2.94 亿元 (同比+28.26%), 增速远快于营收及净利润增速, 现金流状况表现优异。2) **污水处理业务有望贡献业绩新增量:** 污水处理在建产能中, 30 万吨/日规模的成都市中和污水处理厂二期项目, 已取得环评批复, 目前厂内已基本完成土方、挡土墙、地基处理施工, 正在同步开展生化池、膜池部份区域基础施工, 预计 2019 年 12 月建设完成。另外, 成都市第九净水厂提标改造项目已通过专家评审, 正在开展初步方案设计工作, 预计总

投资为 11.55 亿元，提标改造规模为 100 万 m³/d。污水处理项目的在建产能投产及提标改造将贡献新增量。**3) 环保在手项目充足：**公司隆丰发电项目于 2018 年年底点火试运，设计日处理垃圾 1500 吨，2019 年全年有望贡献业绩。另外，预计 2400 吨/日产能大林项目及 3000 吨/日万兴项目（二期）将在 2020 年投入运营。

资料来源：公司公告

(14) 博世科 (300422)：业绩增速有所放缓，略低于市场预期

公司公告：博世科发布《2018 年年度报告》及《2019 年第一季度报告》：2018 年实现营收 27.24 亿元（同比+85.49%），实现归母净利润 2.35 亿元（同比+60.37%），2019 年 Q1 实现营收 6.41 亿元（同比+23.37%），实现归母净利润 0.71 亿元（同比+16.91%）。

公告简评：**1) 业绩增速有所放缓，略低于市场预期：**2018 年，公司实现归母净利润 2.35 亿元（同比+60.37%），主要系工业废水治理、市政污水治理、水体修复、土壤修复等传统优势领域持续推进，并在城乡环卫、油泥处置及地下水修复领域重大突破所致。2018 年 Q4 实现归母净利润 0.60 亿元（同比-5.90%），单季度而言，业绩增速有所放缓，略低于市场预期。2018 年，公司加权 ROE、毛利率、净利率分别为 18.55%、28.52%、8.50%，同比分别变动 4.77pct、-0.36pct、-1.37pct，ROE 表现优异。**2) 水污染处理、土壤修复、固废业务贡献主要业绩：**2018 年分业务而言，水污染治理、土壤修复、供水工程、固废处置、专业技术服务分别实现营收 19.01/2.99/1.33/0.70/1.13 亿元，同比分别变动 99.03/42.65 /-24.07/91.95/46.69%，毛利率分别为 28.51/29.15/31.28/26.64/37.34%，同比分别变动-1.71/6.61/4.46/-4.65/-2.53pct，水污染处理业务表现靓丽。**3) 在手未执行订单仍较为充裕：**2019 年 Q1，公司实现归母净利润 0.71 亿元（同比+16.91%），实现扣非后归母净利润 0.69 亿元（同比+11.40%）。2019 年 Q1 底，公司在手未确认收入的工程类订单 23.47 亿元，处于施工期且未确认收入的特许经营类订单 30.82 亿元，二者合计为 2018 年营收的 1.99 倍，在手未执行订单仍相对充裕。

资料来源：公司公告

(15) 洪城水业 (600461)：业绩持续快速增长，超出市场预期

公司公告：洪城水业公告《2019 年第一季度报告》：2019 年 Q1，公司实现营业收入 13.34 亿元（同比+23.80%），实现归母净利润 1.31 亿元（同比+41.95%）。

公告简评：**1) 业绩持续快速增长，超出市场预期：**2019 年 Q1，公司实现归母净利润 1.31 亿元（同比+41.95%），增速远快于 2018 年归母净利润增速（22.64%），与 2018 年 Q4 归母净利润增速（49.53%）接近，业绩持续快速增长，超出市场预期。2019 年 Q1 业绩增长主要系：a) 南昌市自来水水价上调；b) 2019 年 Q1 收回应收款项所致，冲销资产减值损失所致。2019 年 Q1，公司经营活动现金净流量为 0.25 亿元（同比-49.87%）。

2019 年 Q1, 公司加权 ROE、毛利率、净利率分别为 3.65%、22.59%、11.12%, 同比分别变动 0.81pct、-1.81pct、-0.52pct。2) **2019 年 Q2、Q3 业绩将持续快速增长**: 南昌市新水价调整方案自 2018 年 11 月 1 日起执行, 南昌市一级居民生活用水价格每吨上调 0.45 元后, 一级居民用水价将达到 2.03 元/吨。2018 年调整水价后, 公司测算 2018 年 11-12 月自来水营收增加 2300 万元, 2019 年自来水营收增加约 1.4 亿元。受益于水价上调, 预计在 2019 年 Q2、Q3, 洪城水业的业绩将持续较快增长。3) **2019 年水务板块量价齐升推动业绩增长**: 2018 年底, 供水产能达 169.5 万立方米/日(含托管), 污水处理产能达 268.4 万立方米/日(含托管), 2019 年公司计划 18 万吨水务在建产能将投入运营。2018 年公司承接 47 家污水扩容提标改造工程, 其中 14 家进入收费阶段, 随着提标改造完成, 相应污水处理单价将上涨。

资料来源: 公司公告

(16) 长江电力 (600900): 业绩平稳增长, 高比例分红回馈股东

公司公告: 长江电力公告《2018 年年度报告》及《2019 年第一季度报告》: 2018 年公司实现营收 512.14 亿元 (同比+2.13%), 实现归母净利润 226.11 亿元 (同比+1.57%), 2019 年 Q1 实现营收 86.08 亿元(同比+5.62%), 实现归母净利润 29.16 亿元(同比+2.96%)。

公告简评: 1) **业绩平稳增长, 增值税优惠到期制约业绩**: 2018 年公司实现归母净利润 226.11 亿元 (同比+1.57%), 业绩增长主要系售电收入增加所致, 实现扣非后归母净利润 220.55 亿元(同比-0.80%), 扣非净利润下降主要系增值税返还优惠政策取消所致。2018 年公司经营活动现金净流量为 397.37 亿元 (同比+0.11%), 现金流状况优秀。2018 年公司加权 ROE、毛利润、净利率分别为 16.31%、62.89%、44.21%, 同比分别变动-0.60pct、1.68pct、-0.21pct, 毛利率与净利率背离主要系增值税返还优惠政策取消所致。2018 年拟现金分红 149.60 亿元 (分红率 66.16%)。2) **投资收益增加及财务费用降低, 对冲增值税到期影响**。2018 年完成发电量 2154.82 亿千瓦时 (同比+2.18%), 通过挖掘流域梯级调度潜力, 梯级电站全年累计节水增发电量 99.3 亿千瓦时。2018 年, 公司新增对外投资 79 亿元 (增资国投电力、川投能源、桂冠电力等水电企业), 实现投资收益 27 亿元。2018 年财务费用为 58.54 亿元, 同比减少 0.43 亿元, 变动主要系: 1) 带息债务规模下降; 2) 汇兑收益同比减少。2019 年公司梯级电站年度发电计划为 2100 亿千瓦时 (同比-2.5%)。

资料来源: 公司公告

6、风险提示

全社会用电量增速不及预期；电煤价格下行不及预期；民企融资条件改善不及预期；减税降负力度不及预期。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438