

业绩增速整体下滑，关注板块融资环境改善

——环保公用事业行业 2018 年报及 2019 年一季度综述

分析师：刘蕾

SAC NO: S1150518120001

2019 年 05 月 17 日

证券分析师

刘蕾
010-68104662
liulei@bhzq.com

子行业评级

电力	看好
燃气	看好
水务	看好
环保工程及服务	看好

重点品种推荐

瀚蓝环境	增持
国祯环保	增持
聚光科技	增持
先河环保	增持

投资要点：

● 2018 年业绩增速整体下滑

2018 年，环保及公用事业板块 154 家上市公司营业总收入合计 12,999.91 亿元，同比增加 10.84%，整体增速低于 2017 年 15.98% 的增速。实现归母净利润 846.78 亿元，同比增加 2.38%。盈利能力方面，2018 年环保及公用事业行业销售毛利率、销售净利率均有所下降。期间费用率方面，环保及公用事业板块销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 1.09%、3.44% 和 6.89%，销售费用率和财务费用率分别上涨 0.07 和 0.16 个百分点，管理费用率同比下降 0.32 个百分点。个股方面，2018 年实现归母净利润同比增速超过 100% 的有 23 家，大于 50% 小于 100% 的有 15 家，在 0% 至 50% 的共有 52 家，而小于 0% 的有 64 家。

● 2019 年一季度业绩增速继续放缓，盈利能力略有提升

2019 年第一季度，环保及公用事业板块 154 家上市公司营业总收入合计 3,420.55 亿元，同比增加 8.06%，整体增速不及 2018 年一季度 16.56% 的增速。全行业实现归母净利润 269.92 亿元，同比增长 17.93%。板块整体业绩增速继续放缓。行业销售毛利率和净利率均略有提升。期间费用率方面，环保及公用事业板块销售费用率、财务费用率和管理费用率分别为 0.92%、6.72% 和 2.98%，销售费用率保持不变，财务费用率和管理费用率分别同比下降 0.07 和 0.20 个百分点。个股方面，环保及公用事业行业归母净利润同比增速超过 100% 的有 26 家，大于 50% 小于 100% 的有 16 家，在 0% 至 50% 的共有 57 家，而小于 0% 的有 55 家。

● 行业估值逐渐修复，后续仍有向上空间

2018 年 10 月以前，受外部环境不稳定、融资环境偏紧等影响，公用事业板块估值持续走低。去年 10 月以来，国家出台一系列民营企业融资支持政策，企业融资环境预期改善，板块估值逐步展开修复行情。截至 2019 年 3 月底，SW 公用事业板块（TTM 整体法，剔除负值）市盈率为 21.80 倍，相对沪深 300 的估值溢价率则为 74.29%。目前，公用事业板块市盈率已经接近 10 年来历史中值水平（PE 约 22.5X）。我们认为，当前公用事业板块估值调整得较为充分，伴随企业融资环境的预期改善，公用板块估值仍有进一步向上的空间。

● 2019 年一季度环保公用事业行业基金持仓比例降低

基金持仓的比例方面，2014Q1-2017Q2 期间，公用事业的基金持仓比例近 3 年来呈逐步降低走势，从 2017 年二季度的 2.08% 下滑至 2019 年一季度的 0.54%，公用事业的基金持仓比例已经降至历史最低点。从子行业基金持仓

比例来看，2019 年 Q1 环保及公用事业行业各子行业基金持仓比例相较于 2018Q4 均有所下降，其中，环保工程及服务下降 1.58 个百分点，持仓比例降幅最大。从个股的基金持仓情况来看，一季度共有 13 家获得基金增持，其中增持比例较大的为上海洗霸（6.43%）和岷江水电（6.05%）。持仓占比下降较大的为聚光科技（-14.12%）、碧水源（-8.30%）、皖能电力（-5.83%）和华电国际（-5.43%）。截止到 2019 年一季度，基金前五大重仓股为：百川能源、东江环保、兴蓉环境、新天然气和长江电力。

● 投资建议

整体来看，2018 年以及 2019 年一季度环保及公用事业行业业绩增速整体放缓，主要是受经济下行压力大、融资成本提升所致。2018 年，环保及公用事业板块估值持续回调。进入 2019 年以来，板块估值略有回升，目前已接近近 10 年来历史中值水平（PE 约 22.5X）。伴随企业融资环境的预期改善，板块估值仍有进一步向上提升的空间。投资策略方面，今年以来，中央相继表态要加快解决民企融资困难，银保监会等相关部门也已推出系列措施支持，民企融资环境预期改善，板块估值有所提升，但是政策传导至业绩需要一定时间，叠加中美经贸摩擦存在一定的不确定性，我们建议关注现金流稳定、自身造血能力较强的优质运营类资产。同时，建议关注有望受益于融资边际改善的超跌个股的反弹机会。股票池推荐：瀚蓝环境（600323.SH）、国祯环保（300388.SZ）、聚光科技（300203.SZ）和先河环保（300137.SZ）。

● 风险提示

（1）政策推进不及预期；（2）行业竞争加剧致毛利率下滑；（3）项目进度不及预期。

目 录

1.2018 年环保及公用事业行业业绩分析.....	6
1.1 业绩增速整体下滑，子行业分化加剧.....	6
1.2 毛利及净利均有所下滑，期间费用率略有提升.....	7
1.3 营运能力和现金流均略有恶化.....	9
1.4 上市公司业绩分析.....	10
2.2019 年一季度节能环保行业业绩分析.....	11
2.1 业绩增速继续放缓，子行业分化加剧.....	11
2.2 盈利能力略有提升，期间费用率有所下降.....	13
2.3 营运能力小幅下滑，现金流情况有所好转.....	15
2.4 上市公司业绩分析.....	16
3.行业估值逐渐修复，后续仍有向上空间.....	16
4.2019 年一季度环保及公用事业行业机构持仓.....	17
4.1 2019 年 Q1 行业基金持仓比例下降.....	17
4.2 2019 年 Q1 子行业基金持仓比例均有所下滑.....	19
5.投资建议.....	20
6.风险提示.....	20

图 目 录

图 1: 2016 年-2018 年环保及公用事业板块表现	6
图 2: 2016 年-2018 年沪深 300 表现	6
图 3: 2016 年-2018 年中小板表现	6
图 4: 2016 年-2018 年创业板表现	6
图 5: 2016 年-2018 年电力子行业表现	7
图 6: 2016 年-2018 年燃气子行业表现	7
图 7: 2016 年-2018 年水务子行业表现	7
图 8: 2016 年-2018 年环保工程及服务子行业表现	7
图 9: 环保及公用事业行业及其子行业销售毛利率 (%)	8
图 10: 环保及公用事业行业及其子行业销售净利率 (%)	8
图 11: 2016 年-2018 年环保及公用事业板块期间费用率情况	8
图 12: 近三年电力子行业期间费用率情况	9
图 13: 近三年燃气子行业期间费用率情况	9
图 14: 近三年水务子行业期间费用率情况	9
图 15: 近三年环保工程及服务子行业期间费用率情况	9
图 16: 2018 年环保及公用事业行业营收增速区间统计	10
图 17: 2018 年环保及公用事业行业归母净利润增速区间统计	10
图 18: 2017 年 Q1-2019 年 Q1 环保及公用事业板块表现	11
图 19: 2017 年 Q1-2019 年 Q1 沪深 300 表现	11
图 20: 2017 年 Q1-2019 年 Q1 中小板表现	12
图 21: 2017 年 Q1-2019 年 Q1 创业板表现	12
图 22: 2017 年 Q1-2019 年 Q1 电力子行业表现	12
图 23: 2017 年 Q1-2019 年 Q1 燃气子行业表现	12
图 24: 2017 年 Q1-2019 年 Q1 水务子行业表现	13
图 25: 2017 年 Q1-2019 年 Q1 环保工程及服务子行业表现	13
图 26: 环保及公用事业行业及其子行业销售毛利率 (%)	13
图 27: 环保及公用事业行业及其子行业销售净利率 (%)	13
图 28: 2017 年 Q1-2019 年 Q1 环保及公用事业板块期间费用率情况	14
图 29: 2017 年 Q1-2019 年 Q1 电力子行业期间费用率情况	14
图 30: 2017 年 Q1-2019 年 Q1 燃气子行业期间费用率情况	14
图 31: 2017 年 Q1-2019 年 Q1 水务子行业期间费用率情况	15
图 32: 2017 年 Q1-2019 年 Q1 环保工程及服务子行业期间费用率	15
图 33: 2019 年 Q1 环保及公用事业行业营收增速区间统计	16
图 34: 2019 年 Q1 环保及公用事业行业归母净利润增速区间统计	16
图 35: 2018 年及 2019 年 Q1 公用事业板块与沪深 300 市盈率比较 (TTM 整体法, 剔除负值)	17
图 36: 近十年 SW 公用事业板块估值变动情况	17
图 37: 14 年至 19 年 Q1 申万公用事业行业基金持股比例	18
图 38: 2019 年一季度申万一级行业机构持仓市值 (单位: 千亿元) 排名	18
图 39: 2014 年-2019 年一季度环保及公用事业行业各子行业基金持仓比例 (%)	19
图 40: 环保及公用事业行业 2019 年 Q1 持仓比例相较于 2018 年 Q4 变化情况	19

表 目 录

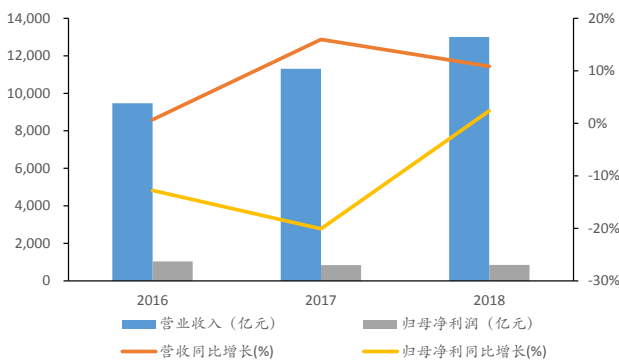
表 1: 2016-2018 年环保及公用事业板块及子行业应收账款周转天数 (天)	9
表 2: 2016-2018 年环保及公用事业板块及子行业经营性现金流量净额与营业收入比率 (%)	10
表 3: 2018 年涨跌幅前五名的个股涨跌情况	11
表 4: 2017 年 Q1-2019 年 Q1 环保及公用事业板块及子行业应收账款周转天数 (天)	15
表 5: 近三年一季度环保及公用事业板块及子行业经营性现金流量净额与营业收入比率 (%)	15
表 6: 2019 年 Q1 涨跌幅前五名的个股涨跌情况	16
表 7: 2019 年 Q1 环保及公用事业行业基金前五大重仓股	20

1.2018 年环保及公用事业行业业绩分析

1.1 业绩增速整体下滑，子行业分化加剧

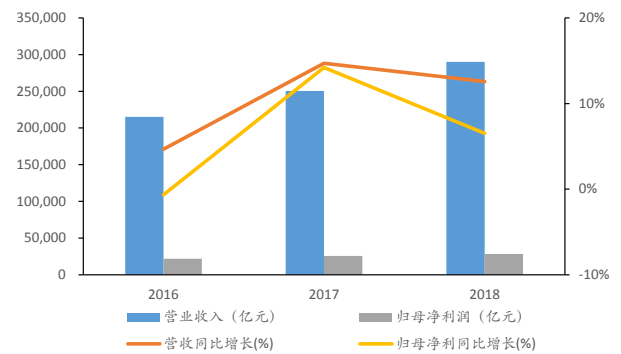
2018 年,环保及公用事业板块 154 家上市公司营业总收入合计 12,999.91 亿元,同比增加 10.84%,整体增速低于 2017 年 15.98%的增速。而同期沪深 300、中小板、创业板的营收增速分别为 12.57%、15.30%和 14.15%。全行业实现归母净利润 846.78 亿元,同比增加 2.38%,对比沪深 300、中小板、创业板的归母净利润增速分别为 6.51%、-32.00%和-69.40%。整体来看,环保及公用事业行业整体营收增速水平不及沪深 300、中小板和创业板;归母净利润增速水平则高于中小板和创业板,不及沪深 300。

图 1: 2016 年-2018 年环保及公用事业板块表现



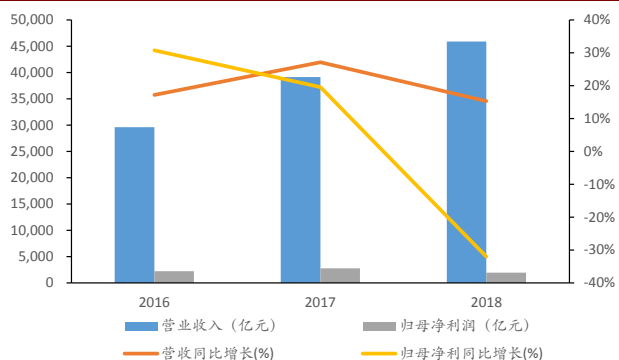
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

图 2: 2016 年-2018 年沪深 300 表现



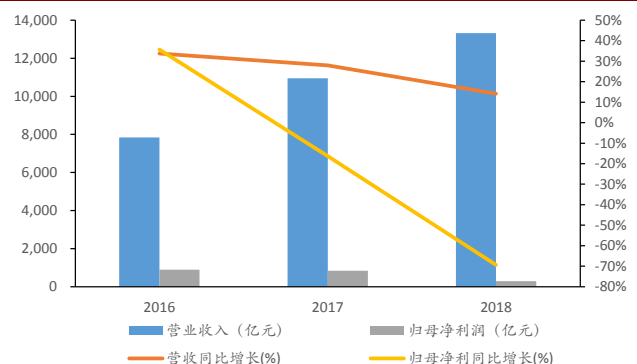
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

图 3: 2016 年-2018 年中小板表现



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

图 4: 2016 年-2018 年创业板表现

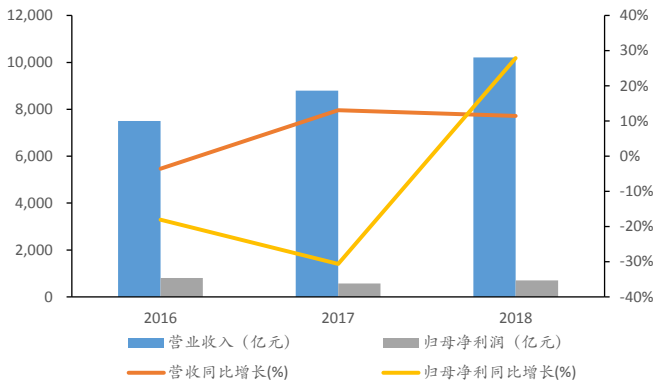


资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

从子行业来看,2018 年电力、燃气、水务、环保工程及服务子行业营业收入分别为 10,216 亿元、842 亿元、449 亿元和 1,493 亿元,同比增速分别为 11.44%、

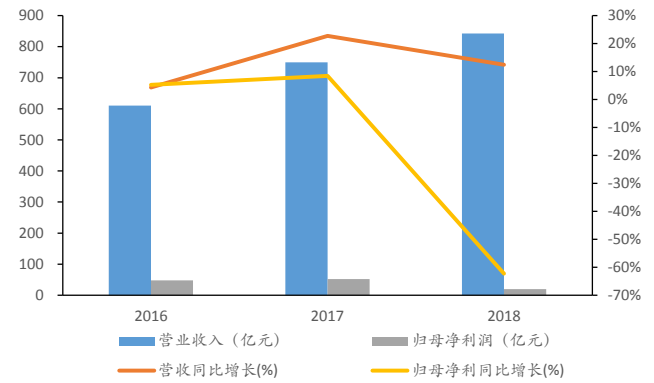
12.40%、21.44%和 3.52%。对比去年同期的增速可以看出，除水务子行业增速略有提升外，电力、燃气、环保工程及服务子行业 2018 年营收增速均呈现不同程度下降趋势，其中环保工程及服务营收增速同比下降近 30 个百分点，下降幅度最大。

图 5：2016 年-2018 年电力子行业表现



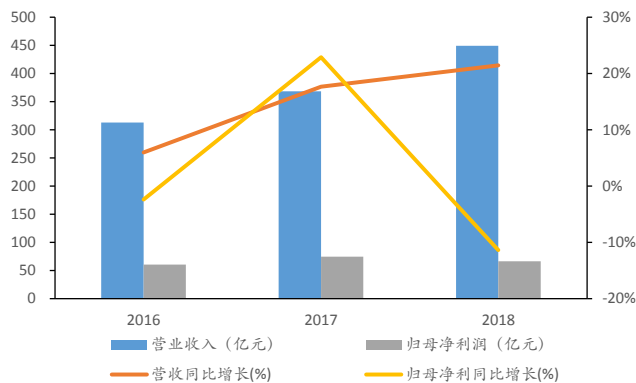
资料来源：Wind 资讯，渤海证券

图 6：2016 年-2018 年燃气子行业表现



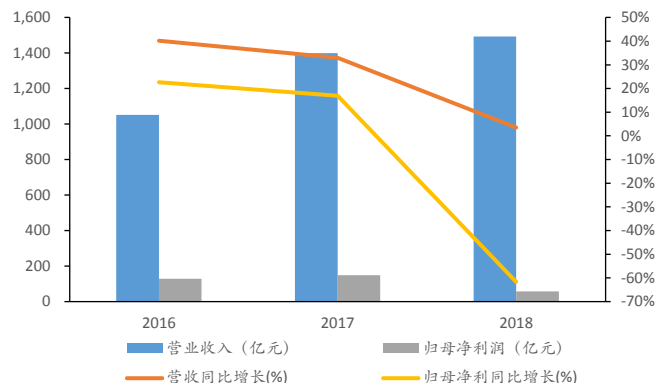
资料来源：Wind 资讯，渤海证券

图 7：2016 年-2018 年水务子行业表现



资料来源：Wind 资讯，渤海证券

图 8：2016 年-2018 年环保工程及服务子行业表现

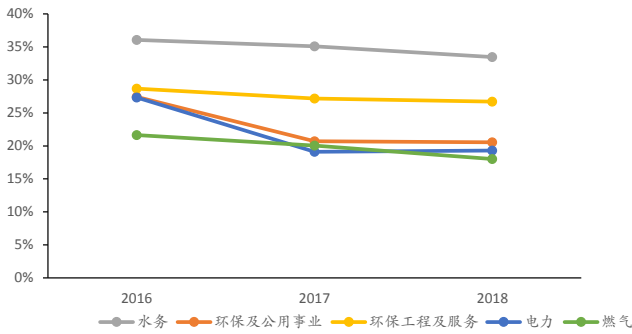


资料来源：Wind 资讯，渤海证券

1.2 毛利及净利均有所下滑，期间费用率略有提升

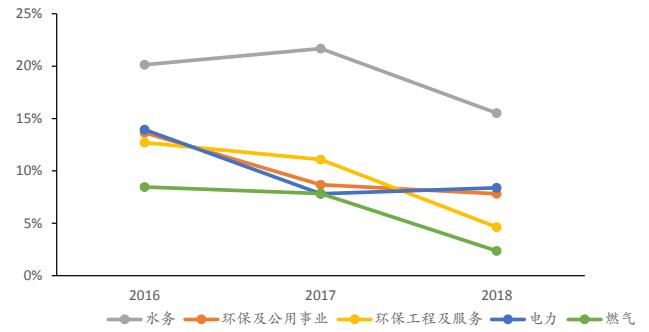
销售毛利与净利均有所下滑。2018 年环保及公用事业行业销售毛利率、销售净利率均有所下降。从子行业的角度来看，燃气、水务、环保工程及服务销售毛利率和净利率均持续下降，电力销售毛利率和净利率整体略有提升。整体来看，受融资成本提升、市场竞争激烈影响，环保及公用事业行业盈利能力整体有所下滑。

图 9: 环保及公用事业行业及其子行业销售毛利率 (%)



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

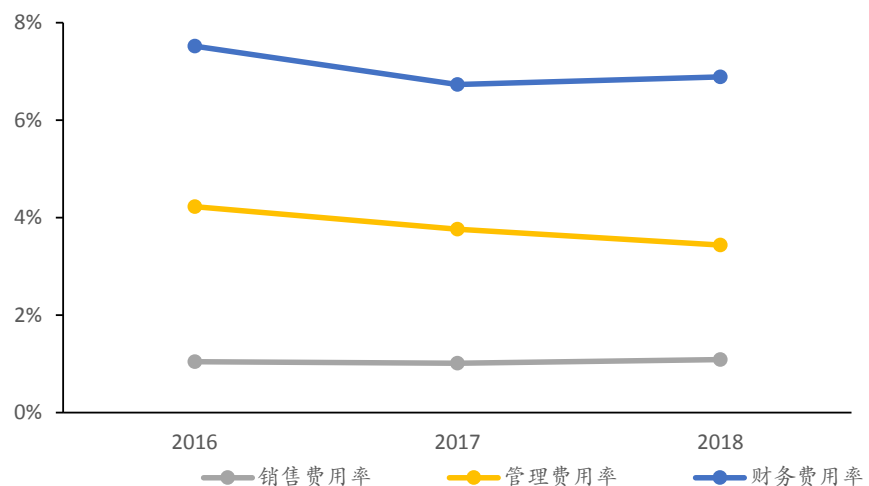
图 10: 环保及公用事业行业及其子行业销售净利率 (%)



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

期间费用率方面, 环保及公用事业板块销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 1.09%、3.44%和 6.89%, 销售费用率和财务费用率分别上涨 0.07 和 0.16 个百分点, 管理费用率同比下降 0.32 个百分点。

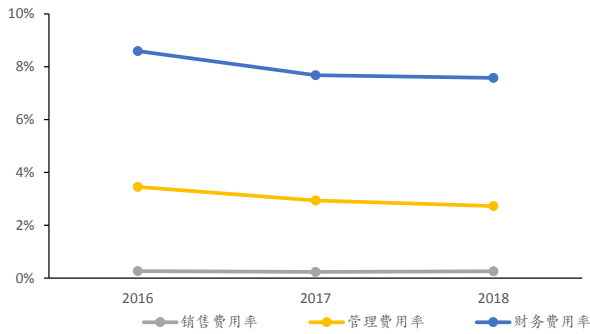
图 11: 2016 年-2018 年环保及公用事业板块期间费用率情况



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

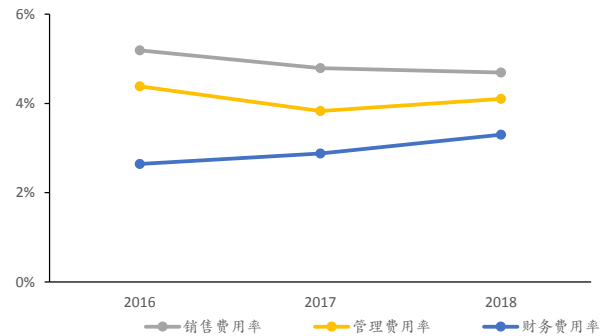
分子行业看, 电力三大费用率均有所下降; 燃气销售费用率略微下降 0.1 个百分点, 管理费用率和财务费用率均略有提升; 水务销售费用率和管理费用率均逐年下降, 财务费用率则提高了 1.1 个百分点至 6.05%; 环保工程及服务销售费用率和财务费用率均逐年提升, 而管理费用率则从 2016 年的 7.58%下降至 2018 年的 6.24%。

图 12: 近三年电力子行业期间费用率情况



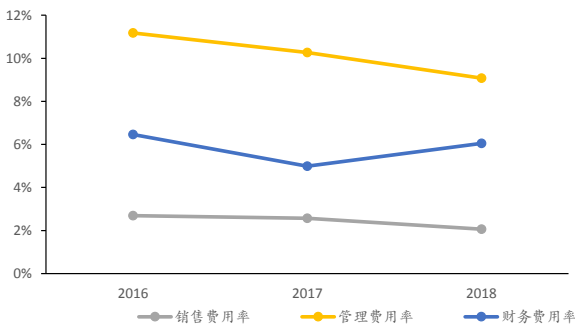
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

图 13: 近三年燃气子行业期间费用率情况



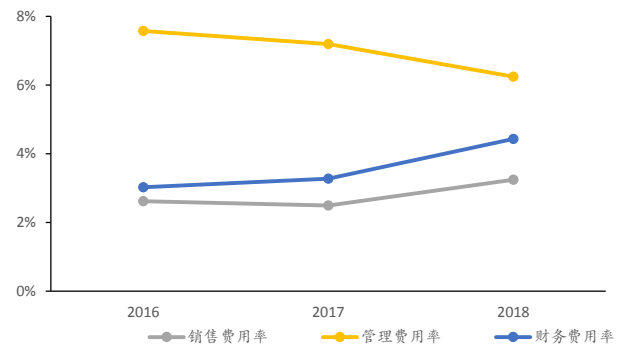
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

图 14: 近三年水务子行业期间费用率情况



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

图 15: 近三年环保工程及服务子行业期间费用率情况



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

1.3 营运能力和现金流均略有恶化

应收账款周转天数小幅增长。2018 年渤海节能环保行业应收账款周转天数为 57 天, 同比增长 4 天, 营运能力略有下降。除水务子板块减少 1 天外, 电力、燃气、环保工程及服务子板块应收账款周转天数均有所增长。其中, 环保工程及服务子板块应收账款周转天数同比增长 19.84%, 涨幅最大。

表 1: 2016-2018 年环保及公用事业板块及子行业应收账款周转天数(天)

	2016	2017	2018
环保及公用事业板块	51	53	57
电力	40	41	43
燃气	27	29	32
水务	95	104	103
环保工程及服务	124	124	149

资料来源: Wind 资讯

现金流状况略有恶化。现金流方面，2018 年环保及公用事业板块经营性现金流量净额/营业收入为 22.62%，同比下降 0.33 个百分点，现金流情况略有恶化。细分子行业方面，燃气销售现金比率下降 4.2 个百分点，降幅最大；水务销售现金比率上升 2.07 个百分点，涨幅最大。

表 2：2016-2018 年环保及公用事业板块及子行业经营性现金流量净额与营业收入比率（%）

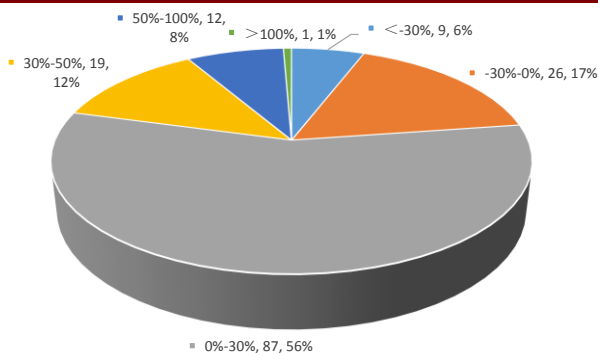
	2016	2017	2018
环保及公用事业板块	31.19	22.96	22.62
电力	36.48	26.95	26.19
燃气	11.95	16.33	12.14
水务	32.69	26.02	28.08
环保工程及服务	4.18	0.70	2.51

资料来源：Wind 资讯

1.4 上市公司业绩分析

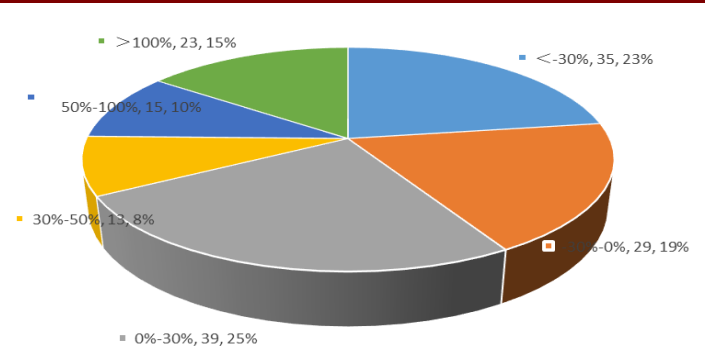
个股营业收入方面，2018 年实现营收同比增速超过 50% 的有 13 家，同比增速在 30%-50% 的有 19 家，同比增速在 0%-30% 的有 87 家，同比增速小于 0% 的有 35 家。而从归母净利润同比增速的角度来看，环保及公用事业行业归母净利润同比增速超过 100% 的有 23 家，大于 50% 小于 100% 的有 15 家，在 0% 至 50% 的共有 39 家，而小于 0% 的有 64 家。

图 16：2018 年环保及公用事业行业营收增速区间统计



资料来源：Wind 资讯，渤海证券

图 17：2018 年环保及公用事业行业归母净利润增速区间统计



资料来源：Wind 资讯，渤海证券

个股涨跌幅方面，绿色动力、东方环宇、华电国际等个股涨幅居前，其中绿色动力以 162.66% 的涨幅位居首位；神雾环保、*ST 节能、兴源环境、盛运环保等则跌幅居前。

表 3: 2018 年涨跌幅前五名的个股涨跌情况

前 5 名	证券代码	证券简称	涨跌幅	后 5 名	证券代码	证券简称	涨跌幅
1	601330.SH	绿色动力	162.66%	1	300156.SZ	神雾环保	-84.98%
2	603706.SH	东方环宇	43.02%	2	000820.SZ	*ST 节能	-80.70%
3	600027.SH	华电国际	28.61%	3	300266.SZ	兴源环境	-80.34%
4	600903.SH	贵州燃气	25.25%	4	300090.SZ	盛运环保	-76.73%
5	600011.SH	华能国际	21.45%	5	000939.SZ	*ST 凯迪	-75.75%

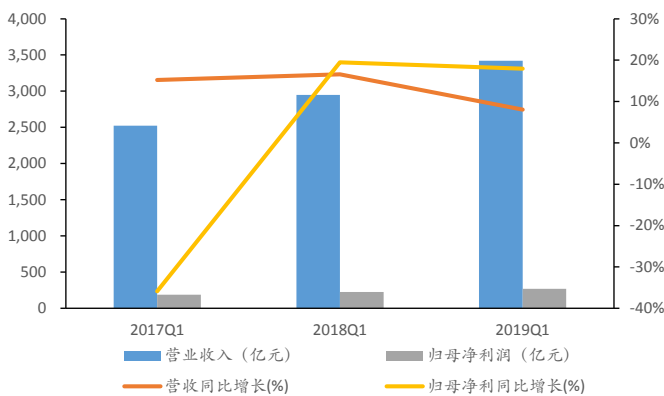
资料来源: Wind 资讯

2.2019 年一季度节能环保行业业绩分析

2.1 业绩增速继续放缓，子行业分化加剧

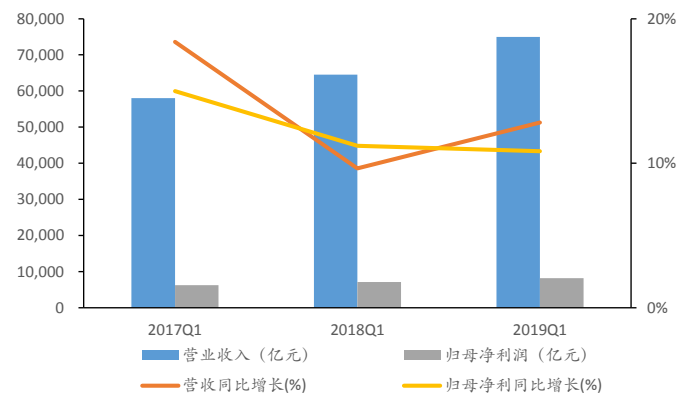
2019 年第一季度，环保及公用事业板块 154 家上市公司营业总收入合计 3,420.55 亿元，同比增加 8.06%，整体增速不及 2018 年一季度 16.56% 的增速，而同期沪深 300、中小板、创业板的营收增速分别为 12.83%、8.71% 和 11.51%。全行业实现归母净利润 269.92 亿元，同比增长 17.93%，，对比沪深 300、中小板、创业板的归母净利润增速分别为 10.83%、-5.17% 和 -14.78%。整体来看，环保及公用事业行业整体营收增速水平不及沪深 300、中小板和创业板，但归母净利润增速水平平均高于沪深 300、中小板和创业板。

图 18: 2017 年 Q1-2019 年 Q1 环保及公用事业板块表现



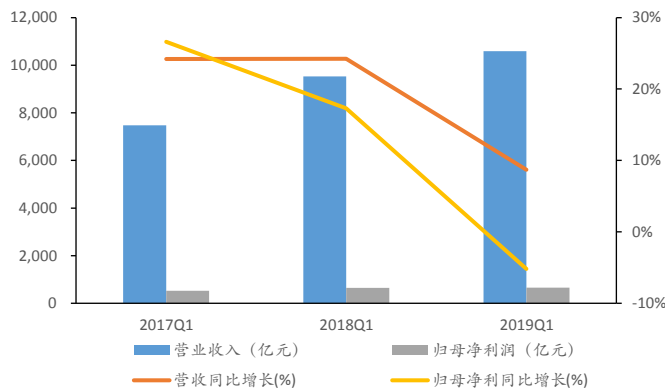
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

图 19: 2017 年 Q1-2019 年 Q1 沪深 300 表现



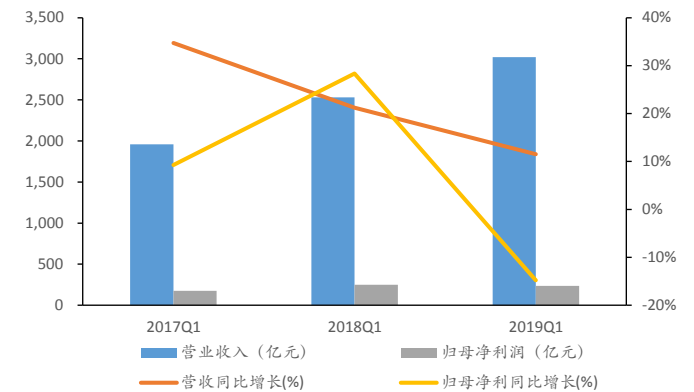
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

图 20: 2017 年 Q1-2019 年 Q1 中小板表现



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

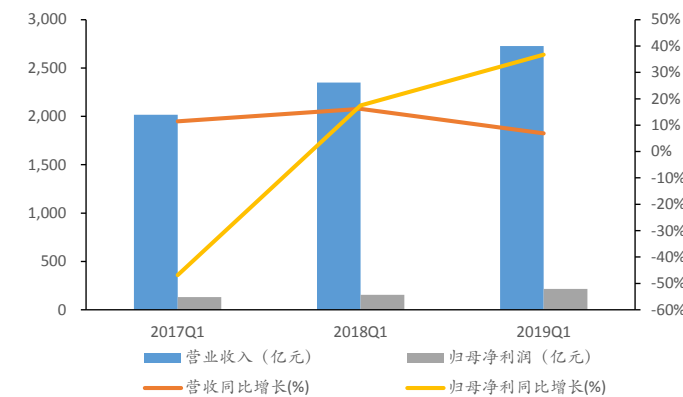
图 21: 2017 年 Q1-2019 年 Q1 创业板表现



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

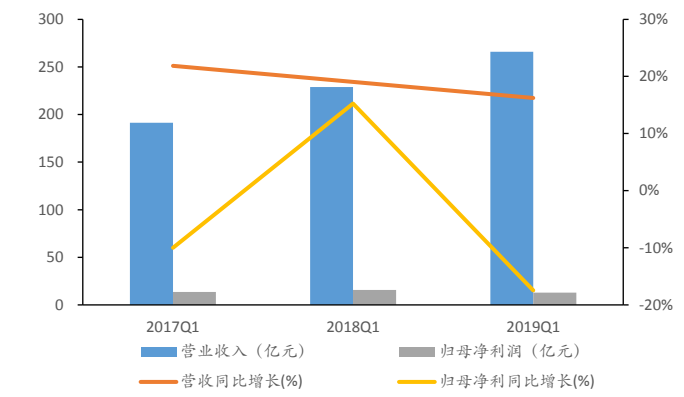
从子行业来看, 2019 年 Q1 电力、燃气、水务、环保工程及服务子行业营业收入分别为 2,726.98 亿元、265.93 亿元、100.77 亿元和 327.13 亿元, 同比增速分别为 6.91%、16.22%、15.50%和 9.41%。对比去年同期的增速可以看出, 电力、燃气、水务、环保工程及服务子行业 2019 年 Q1 营收增速均呈现不同程度下降趋势, 其中电力营收增速同比下降 9.28 个百分点, 下降幅度最大。

图 22: 2017 年 Q1-2019 年 Q1 电力子行业表现



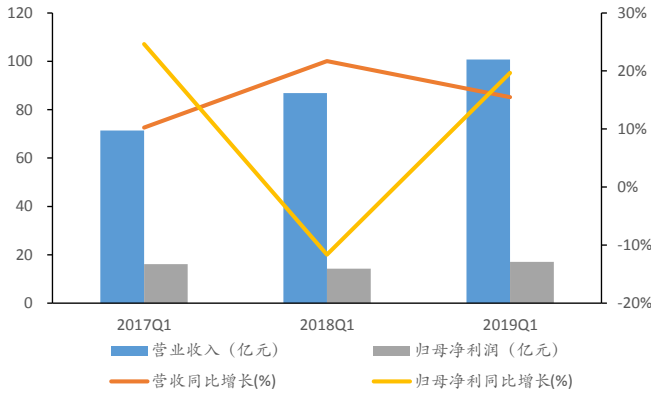
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

图 23: 2017 年 Q1-2019 年 Q1 燃气子行业表现



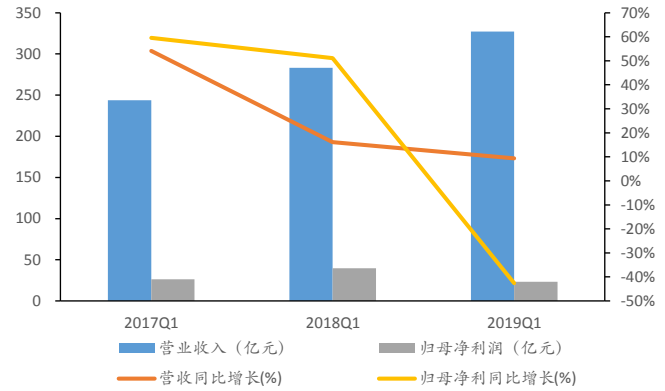
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

图 24: 2017 年 Q1-2019 年 Q1 水务子行业表现



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

图 25: 2017 年 Q1-2019 年 Q1 环保工程及服务子行业表现

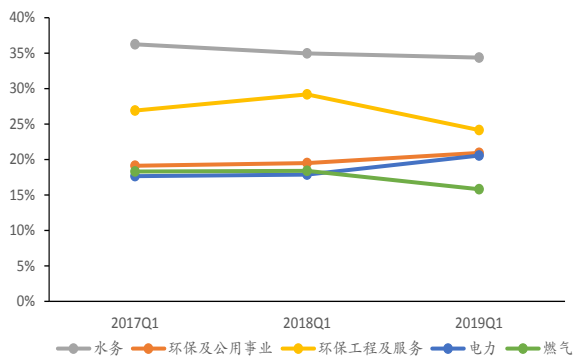


资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

2.2 盈利能力略有提升, 期间费用率有所下降

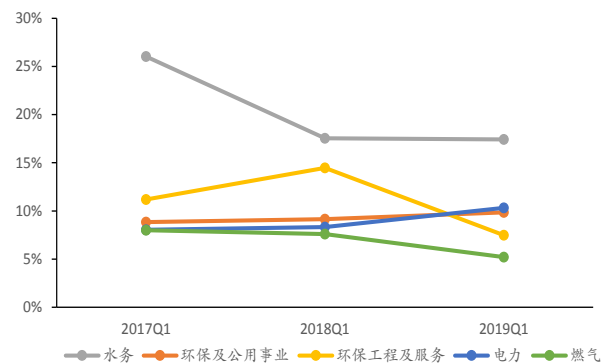
2019 年 Q1 渤海节能环保行业销售毛利率和净利率均略有提升。从子行业的角度来看, 燃气、水务销售毛利率和净利率均持续下降, 电力销售毛利率和净利率均持续上升, 而环保工程及服务销售毛利率和净利率则先抑后扬、整体波动较大。整体来看, 环保及公用事业行业盈利能力略有提升。

图 26: 环保及公用事业行业及其子行业销售毛利率 (%)



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

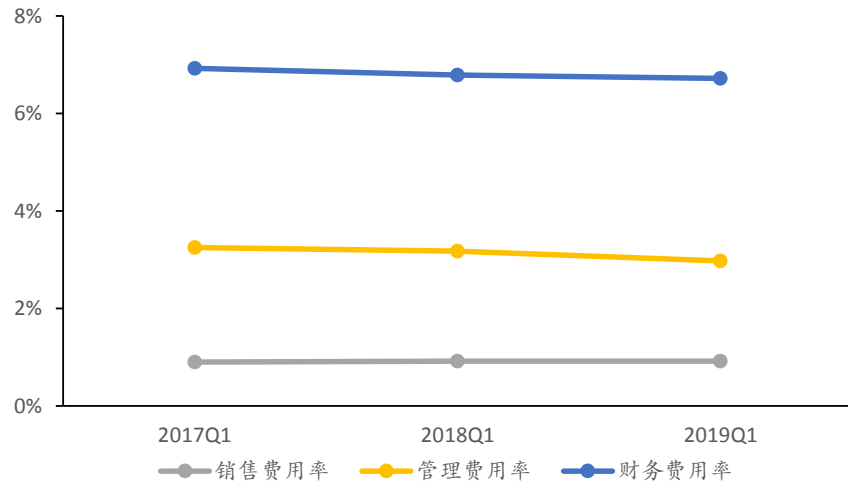
图 27: 环保及公用事业行业及其子行业销售净利率 (%)



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

期间费用率方面, 环保及公用事业板块销售费用率、财务费用率和管理费用率分别为 0.92%、6.72%和 2.98%, 销售费用率保持不变, 财务费用率和管理费用率分别对应同比下降 0.07 和 0.20 个百分点。

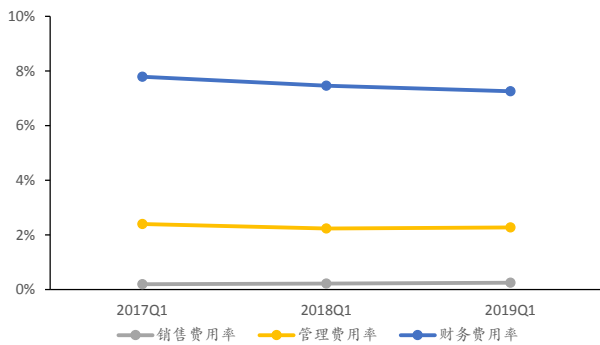
图 28: 2017 年 Q1-2019 年 Q1 环保及公用事业板块期间费用率情况



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

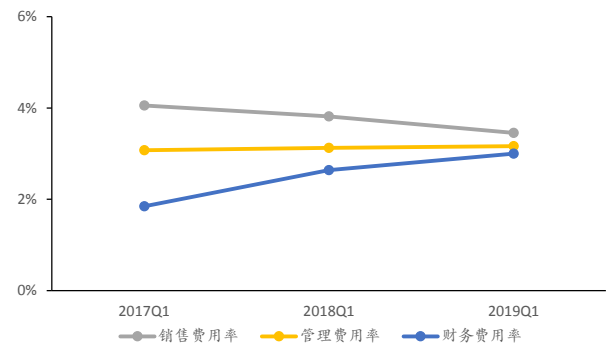
分子行业看, 电力三大费用率整体波动不大; 燃气销售费用率略有下降, 财务费用率和管理费用率均有所提升; 水务销售费用率和管理费用率均有所下降, 而财务费用率则从 2018 年 Q1 的 5.65% 提升至 2019 年 Q1 的 6.58%; 环保工程及服务销售费用率和财务费用率均有所提升, 而管理费用率则从 2018 年 Q1 的 9.01% 下降至 2019 年 Q1 的 6.76%

图 29: 2017 年 Q1-2019 年 Q1 电力子行业期间费用率情况



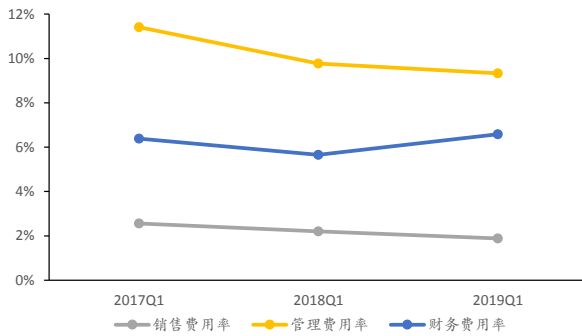
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

图 30: 2017 年 Q1-2019 年 Q1 燃气子行业期间费用率情况



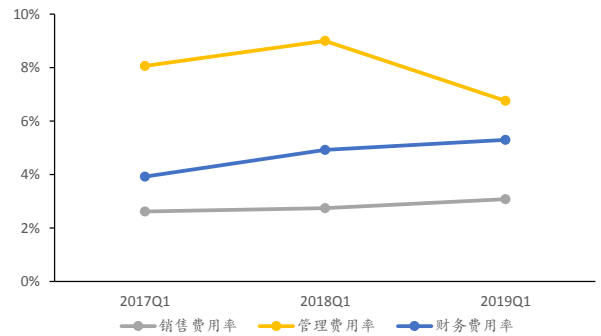
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

图 31: 2017 年 Q1-2019 年 Q1 水务子行业期间费用率情况



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

图 32: 2017 年 Q1-2019 年 Q1 环保工程及服务子行业期间费用率



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

2.3 营运能力小幅下滑, 现金流情况有所好转

应收账款周转天数小幅增长。2019 年 Q1 环保及公用事业行业应收账款周转天数为 62 天, 同比增长 3 天, 营运能力小幅下滑。除燃气子行业减少 2 天外, 环保及公用事业行业其他子行业应收账款周转天数均有所增长。其中, 环保工程及服务子行业应收账款周转天数同比增长 12%, 涨幅最大。

表 4: 2017 年 Q1-2019 年 Q1 环保及公用事业板块及子行业应收账款周转天数 (天)

	2017Q1	2018Q1	2019Q1
环保及公用事业板块	54	59	62
电力	41	45	47
燃气	25	30	28
水务	127	124	126
环保工程及服务	162	178	199

资料来源: Wind 资讯

现金流状况有所好转。现金流方面, 2019 年 Q1 环保及公用事业行业经营性现金流量净额/营业收入为 21.50%, 同比提升 5.2 个百分点, 现金流情况有所好转。细分子行业方面, 环保及公用事业行业子行业现金流情况均有所改善, 其中, 环保工程及服务销售现金比率提升 21 个百分点, 改善程度最大。

表 5: 近三年一季度环保及公用事业板块及子行业经营性现金流量净额与营业收入比率 (%)

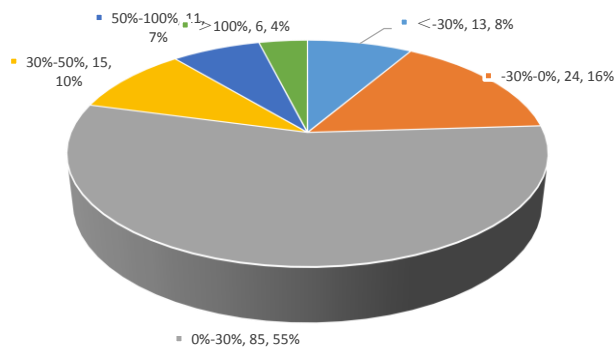
	2017Q1	2018Q1	2019Q1
环保及公用事业板块	16.03	16.29	21.50
电力	21.71	22.70	26.44
燃气	3.82	6.55	7.89
水务	11.37	8.28	11.19
环保工程及服务	-20.08	-26.57	-5.46

资料来源: Wind 资讯

2.4 上市公司业绩分析

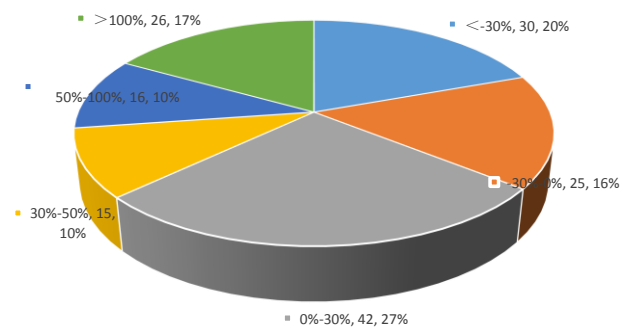
个股营业收入方面，2019年Q1实现营收同比增速超过50%的有17家，同比增速在30%-50%的有15家，同比增速在0%-30%的有85家，同比增速小于0%的有37家。而从归母净利润同比增速的角度来看，环保及公用事业行业归母净利润同比增速超过100%的有26家，大于50%小于100%的有16家，在0%至50%的共有57家，而小于0%的有55家。

图 33: 2019 年 Q1 环保及公用事业行业营收增速区间统计



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

图 34: 2019 年 Q1 环保及公用事业行业归母净利润增速区间统计



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

个股涨跌幅方面，岷江水电、深南电 A、银星能源等个股涨幅居前，其中岷江水电以 205.74% 的涨幅位居首位；华能国际、华电国际、鹏鹞环保等则跌幅居前，其中华能国际下跌 11.11%，跌幅最大。

表 6: 2019 年 Q1 涨跌幅前五名的个股涨跌情况

前 5 名	证券代码	证券简称	涨跌幅	后 5 名	证券代码	证券简称	涨跌幅
1	600131.SH	岷江水电	205.74%	1	600011.SH	华能国际	-11.11%
2	000037.SZ	深南电 A	188.24%	2	600027.SH	华电国际	-8.21%
3	000862.SZ	银星能源	119.93%	3	300664.SZ	鹏鹞环保	-5.83%
4	300125.SZ	易世达	94.35%	4	603706.SH	东方环宇	-4.12%
5	600505.SH	西昌电力	74.73%	5	000939.SZ	*ST 凯迪	0.00%

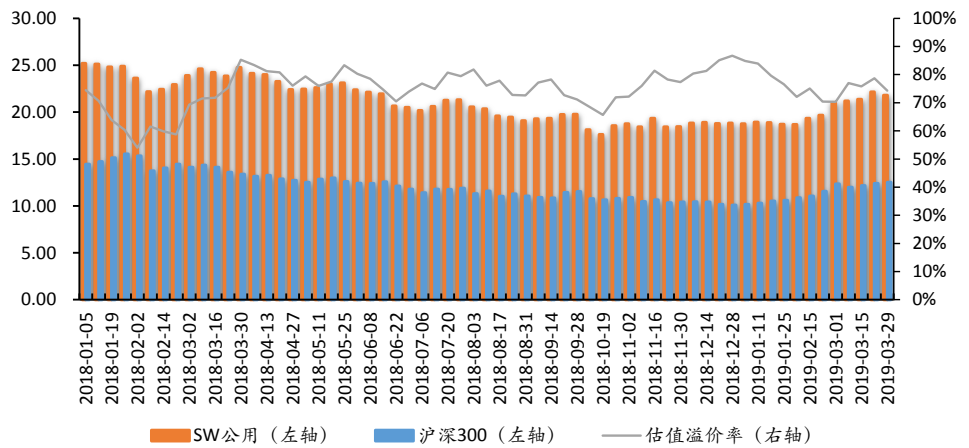
资料来源: Wind 资讯

3. 行业估值逐渐修复，后续仍有向上空间

持续调整后，估值逐渐展开修复行情。2018 年 10 月以前，受外部环境不稳定、融资环境偏紧等影响，公用事业板块估值持续走低。去年 10 月以来，国家出台一系列民营企业融资支持政策，企业融资环境预期改善，板块估值逐步展开修复行情。截至 2019 年 3 月底，SW 公用事业板块（TTM 整体法，剔除负值）市盈

率为 21.80 倍，相对沪深 300 的估值溢价率则为 74.29%。

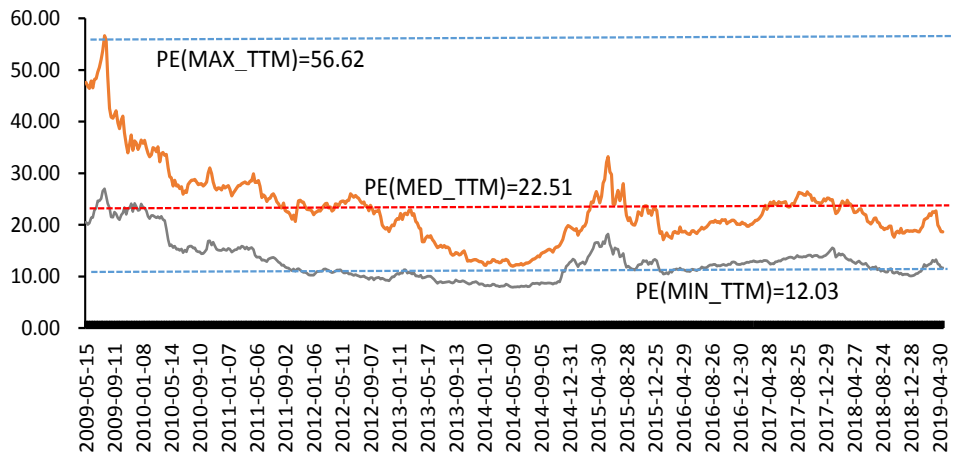
图 35: 2018 年及 2019 年 Q1 公用事业板块与沪深 300 市盈率比较 (TTM 整体法, 剔除负值)



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

目前, SW 公用事业板块市盈率已经接近 10 年来历史中值水平 (PE 约 22.5X)。我们认为, 当前公用事业板块估值调整得较为充分, 伴随企业融资环境的预期改善, 公用板块估值仍有进一步向上的空间。

图 36: 近十年 SW 公用事业板块估值变动情况



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

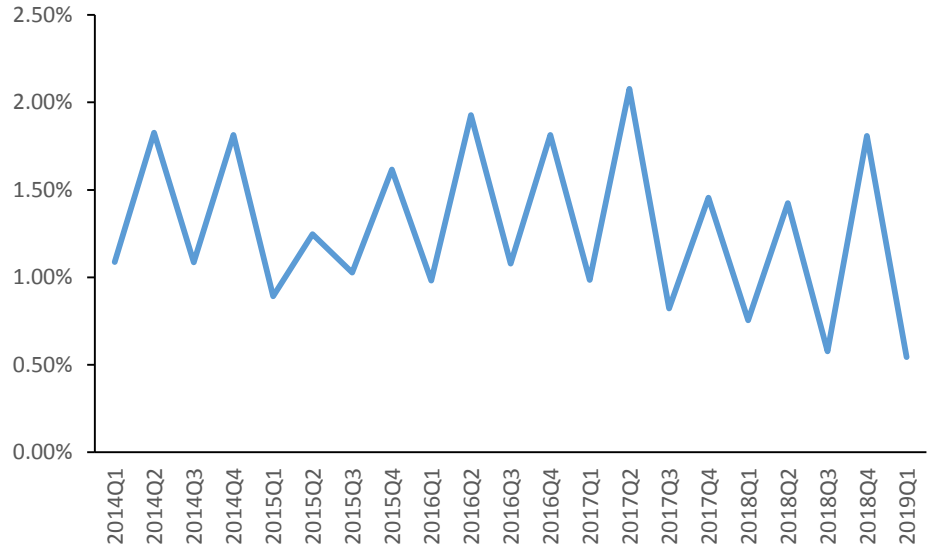
4.2019 年一季度环保及公用事业行业机构持仓

4.1 2019 年 Q1 行业基金持仓比例下降

基金持仓的比例方面, 2014Q1-2017Q2 期间, 公用事业的基金持仓比例近 3 年

来呈逐步降低走势，从2017年二季度的2.08%下滑至2019年一季度的0.54%，公用事业的基金持仓比例已经降至历史最低点。

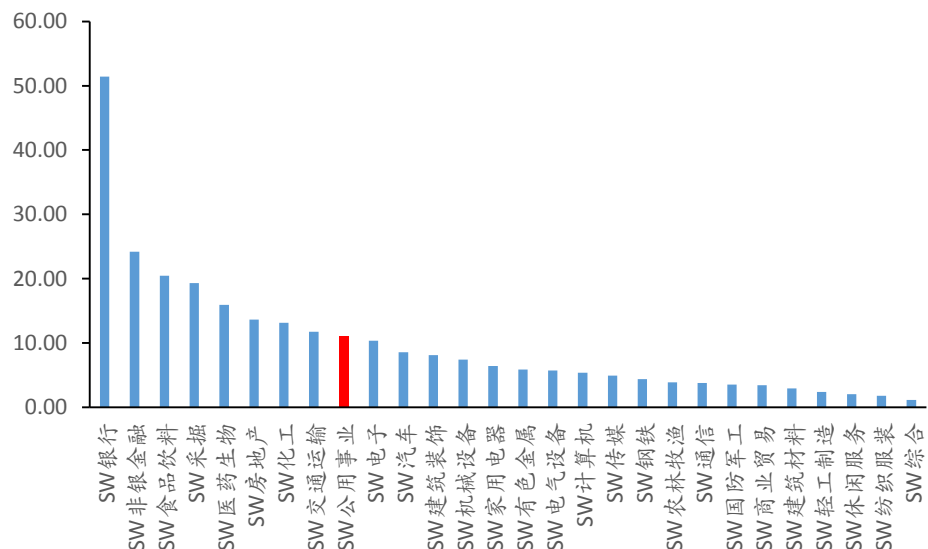
图 37: 14 年至 19 年 Q1 申万公用事业行业基金持股比例



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

截至2019年一季度，机构持有申万公用事业行业市值约1,120.2亿元，在28个申万一级行业中排名第9位。

图 38: 2019 年一季度申万一级行业机构持仓市值 (单位: 千亿元) 排名

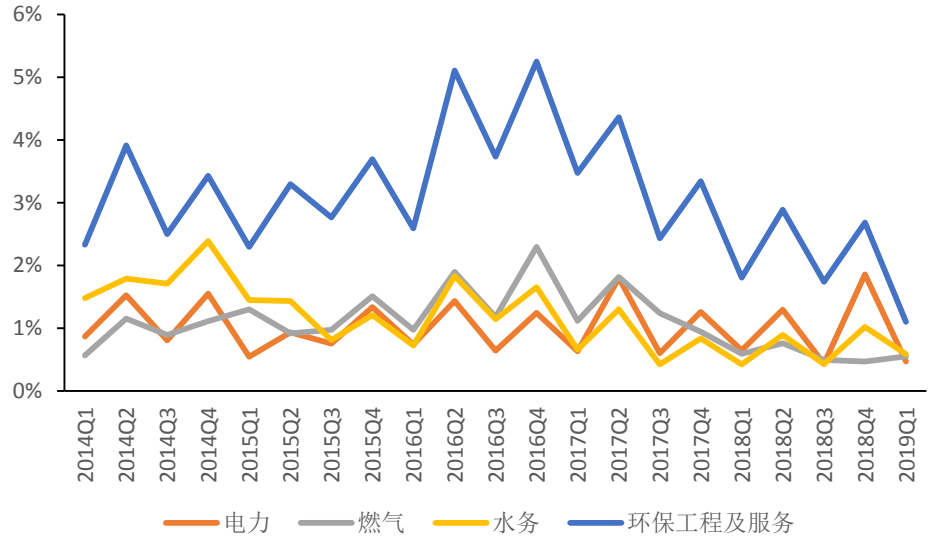


资料来源: Wind 资讯, 渤海证券

4.2 2019 年 Q1 子行业基金持仓比例均有所下滑

从子行业基金持仓比例来看，2019 年 Q1 环保及公用事业行业各子行业基金持仓比例相较于 2018Q4 均有所下降，其中，环保工程及服务下降 1.58 个百分点，持仓比例降幅最大。

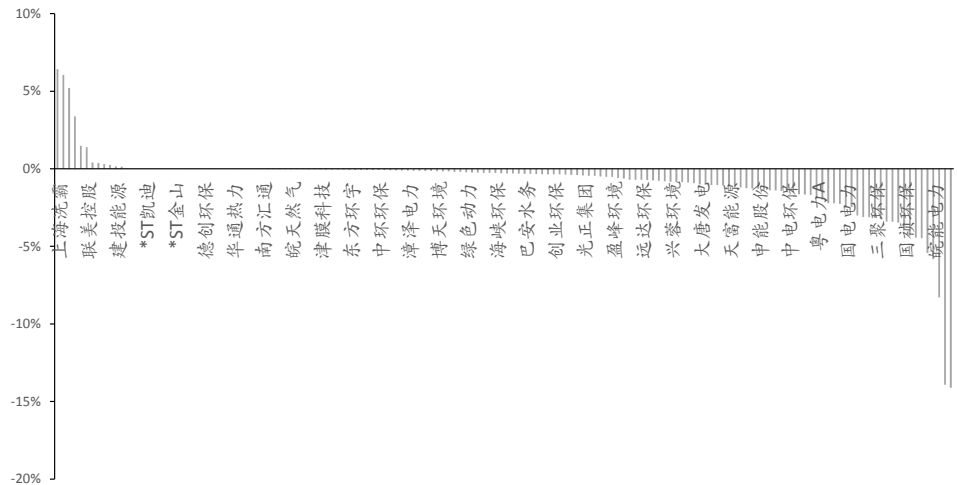
图 39：2014 年-2019 年一季度环保及公用事业行业各子行业基金持仓比例 (%)



资料来源：Wind 资讯，渤海证券

从个股的基金持仓情况来看，一季度共有 13 家获得基金增持，其中增持比例较大的为上海洗霸 (6.43%) 和岷江水电 (6.05%)。持仓占比下降较大的为聚光科技 (-14.12%)、碧水源 (-8.30%)、皖能电力 (-5.83%) 和华电国际 (-5.43%)。

图 40：环保及公用事业行业 2019 年 Q1 持仓比例相较于 2018 年 Q4 变化情况



资料来源：Wind 资讯，渤海证券

截止到 2019 年一季度，基金前五大重仓股为：百川能源、东江环保、兴蓉环境、新天然气和长江电力。

表 7: 2019 年 Q1 环保及公用事业行业基金前五大重仓股

名称	品种配置比重 (%)	持股机构家数	持股数量 (万股)	持股市值 (万元)	占流通 A 股比例 (%)
百川能源	47.37	5	2,321.6966	30,553.53	6.68
东江环保	32.27	7	6,939.1126	86,461.34	10.61
兴蓉环境	31.69	7	4,202.3533	19,540.94	1.41
新天然气	28.87	4	461.4469	18,624.00	4.82
长江电力	20.70	77	8,282.8346	139,731.42	0.72

资料来源: Wind 资讯

5. 投资建议

整体来看，2018 年以及 2019 年一季度环保及公用事业行业业绩增速整体放缓，主要是受经济下行压力大、融资成本提升所致。2018 年，环保及公用事业板块估值持续回调。进入 2019 年以来，板块估值略有回升，目前已接近近 10 年来历史中值水平（PE 约 22.5X）。伴随企业融资环境的预期改善，板块估值仍有进一步向上提升的空间。投资策略方面，今年以来，中央相继表态要加快解决民企融资困难，银保监会等相关部门也已推出系列措施支持，民企融资环境预期改善，板块估值有所提升，但是政策传导至业绩需要一定时间，叠加中美经贸摩擦存在一定不确定性，我们建议关注现金流稳定、自身造血能力较强的优质运营类资产。同时，建议关注有望受益于融资边际改善的超跌个股的反弹机会。股票池推荐：瀚蓝环境（600323.SH）、国祯环保（300388.SZ）、聚光科技（300203.SZ）和先河环保（300137.SZ）。

6. 风险提示

（1）政策推进不及预期；（2）行业竞争加剧致毛利率下滑；（3）项目进度不及预期。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责声明

渤海证券股份有限公司研究所
所长&金融行业研究

 张继袖
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

 崔健
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

 王洪磊 (部门经理)
+86 22 2845 1975
张源
+86 22 2383 9067
王磊
+86 22 2845 1802

汽车行业研究小组

 郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

食品饮料行业研究

 刘瑀
+86 22 2386 1670

电力设备与新能源行业研究

 张冬明
+86 22 2845 1857
刘秀峰
+86 10 6810 4658
滕飞
+86 10 6810 4686

医药行业研究小组

 徐勇
+86 10 6810 4602
甘英健
+86 22 2383 9063
陈晨
+86 22 2383 9062

通信行业研究小组

 徐勇
+86 10 6810 4602

公用事业行业研究

 刘蕾
+86 10 6810 4662

餐饮旅游行业研究

 刘瑀
+86 22 2386 1670
杨旭
+86 22 2845 1879

非银金融行业研究

 洪程程
+86 10 6810 4609

中小盘行业研究

 徐中华
+86 10 6810 4898

机械行业研究

 张冬明
+86 22 2845 1857

传媒行业研究

 姚磊
+86 22 2383 9065

固定收益研究

 崔健
+86 22 2845 1618
夏捷
+86 22 2386 1355
朱林宁
+86 22 2387 3123

金融工程研究

 宋昉
+86 22 2845 1131
张世良
+86 22 2383 9061

金融工程研究

 祝涛
+86 22 2845 1653
郝惊
+86 22 2386 1600

流动性、战略研究&部门经理

 周喜
+86 22 2845 1972

策略研究

 宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩
+86 22 2383 9070

宏观研究

 宋亦威
+86 22 2386 1608
孟凡迪
+86 22 2383 9071

博士后工作站

 张佳佳 资产配置
+86 22 2383 9072
张一帆 公用事业、信用评级
+86 22 2383 9073

综合管理&部门经理

 齐艳莉
+86 22 2845 1625

机构销售·投资顾问

 朱艳君
+86 22 2845 1995
刘璐

合规管理&部门经理

 任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

 张敬华
+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn