

行业研究/专题研究

2019年09月02日

行业评级:

公用事业 增持(维持)
环保 II 增持(维持)

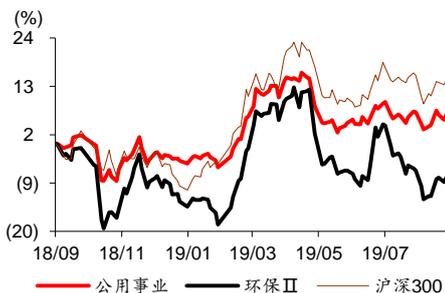
王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002
研究员 021-28972079
wangweijia@htsc.com

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

相关研究

- 1 《公用事业: 行业周报(第三十五周)》
2019.09
- 2 《高能环境(603588 SH,买入): 业务结构暂
调, 资本开支尚未见顶》2019.09
- 3 《聚光科技(300203 SZ,买入): 环境监测增
速放缓, 业绩低于预期》2019.08

一年内行业走势图



资料来源: Wind

火电盈利改善, 水电稳健成长, 环保或见底

电力/环保/燃气 1H19 经营情况总结

火电改善, 水电稳定, 环保或见底, 燃气承压

2Q19 火电逆周期属性凸显, 根据我们的统计, 火电在收入增长仅 5% 的背景下实现了扣非净利 41% 的增幅, 2Q 年化 ROE 超 6%, 主要源于煤价下跌; 我们预期 2H19 高景气有望延续, 推荐龙头华能/华电, 二线首推内蒙华电/皖能电力/长源电力。2Q19 水电电量超预期增长 (+95hrs), 叠加电价同比上升(增值税优惠和政策性让利减少) 带动收入增长 19%, 扣非净利增长 30%, 在降息周期下配置意义凸显。环保板块 1H19 收入+6%, 利润-41%, 我们期待整合完毕的环保公司率先走出低谷, 推荐碧水源/东江环保。2Q 燃气板块实现收入+7%, 净利-33%, 后续主要看点在内生用气量增长+外延扩张+上游拓展。

电力: 煤价下行火电盈利复苏, 量价齐升水电稳定成长

2Q19 火电表现华丽, 诠释逆周期属性, 根据我们测算, 火电在收入+5% 的情况下扣非净利+41%, 毛利率环比+0.5pct 至 16.7% (3Q16 以来新高), 主因系煤价下跌 (同比-3%)。2H19 我们认为用电增速依然疲软, 库存高企驱使煤价进一步下跌, 看好主流上市公司全年 ROE 恢复至 7%-10%。此外, 根据我们测算, 水电板块 2Q19 扣非净利+30%, 主要来源于收入增长 19%, 原因: 1) 来水超预期全国利用小时+10%; 2) 受益于增值税(两个月时滞)、政策性让利减少和新项目落地, 主流公司不含税电价有所增长。

城燃: 1H19 毛差承压, 关注上游气源业务布局和外延

2Q19 SW 燃气板块实现收入增长 7% 但是净利下滑 33%, 主要由于购气成本上升 (居民非居民门站价并轨+上游气源涨价) 叠加各地成本监审逐步落地压制毛差, 年化 ROE 下降 3pct 至 5% 几乎为单季度历史最低点。城燃板块后续主要看点在内生用气量增长+外延扩张+上游拓展 (LNG 接收站和煤层气等气源类资产)。2H19 行业层面关注国家管网公司落地对行业的推动作用, 上市公司层面关注深圳燃气和百川能源。

环保: 经营性现金流大幅转正, 期待 2H19 龙头率先走出低谷

SW 环保板块 2Q19 收入增速下滑至 3.2%, 利润下滑 39.7%, 是自 2Q18 开始连续 5 个季度利润下滑。其中, 在我们统计的 59 家公司中, 2Q19 亏损的有 8 家, 利润下滑有 18 家, 相比 1Q19 亏损家数有所减少。同时, 板块内公司在 2018 去杠杆大背景下被动压缩投资战线成效显著, 1H19 板块经营性现金流 35.5 亿元 (1H18 -90.7 亿元), 资产负债率居高不下 (59%); 2H19 我们期待细分子行业龙头公司在完成了战略调整和股权梳理之后率先走出业绩低谷, 推荐下半年利润拐点有望兑现的碧水源和东江环保。

板块持仓创新低, 重仓依然在水电和环保运营类资产

年初以来, 中信公用指数上涨 4.6% 显著跑输大盘, 2Q19 的公募基金持仓比例环比下滑 0.13pct 降至历史新低 (0.27%); 其中水电持仓环比持平, 环保和火电板块被持续减仓。重仓的环保股主要是伟明环保和高能环境, 持仓前三名的电力股均为水电——华能水电、长江电力、川投能源。

风险提示: 项目进度不及预期, 煤价波动带来火电盈利复苏不及预期。

正文目录

板块概览：火电改善，水电稳定，环保或见底，燃气承压	4
环保：净利润自 2Q18 以来连续 5 个季度下滑	4
火电：逆周期属性凸显，收入平稳煤价下行，盈利能力持续复苏	5
水电：量价齐升，收入净利保持较快增长	6
燃气：毛差承压，盈利同比出现下滑	8
子行业：电力景气度高，期待环保 2H19 见底回升	10
大气板块：收入增速转正，期待非电市场放量	10
水处理板块：连续三季度收入利润下滑，期待 2H19 陆续见底	11
固废板块：2Q19 营收增速略放缓，推荐优质运营企业	12
监测板块：行业景气度下行，龙头增速显著下滑	13
生物质与节能板块：造血能力差，板块连续四个季度亏损	14
水务板块：盈利能力继续回升，现金流大幅提升	15
水电板块：量价齐升，2Q 表现亮眼	16
火电板块：煤价下行，盈利持续复苏	17
燃气板块：毛差承压	18
机构持仓：公募仓位跌至 14 年以来最低	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 (%)	9
图表 22: 燃气上市公司单季度费用率变化 (%)	9
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: 2Q19 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：火电改善，水电稳定，环保或见底，燃气承压

环保：净利润自2Q18以来连续5个季度下滑

工程业务收缩，收入增速放缓，利润连续第5个季度下滑。按照申万环保工程及服务板块的统计口径看，1H19环保板块实现营业收入748亿(+5.9%)，归母净利润50亿(-41.0%)，实现毛利率24.4%(同比下降4.4pct)。其中1Q19和2Q19环保板块收入增速分别为9.6%和3.2%，归母净利润增速分别为-42.6%和-39.7%，自2Q18以来连续5个季度下滑。其中，在我们统计的59家公司中，2Q19亏损的有8家，利润下滑有18家，相比1Q19亏损家数有所减少。

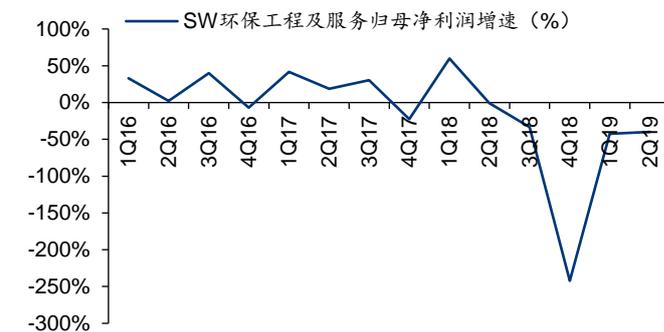
图表1：环保工程与服务上市A股单季度营收同比增速



注：SW 环保工程及服务板块共包含 48 个标的，含有危废处置、垃圾焚烧、大气治理等相关标的；我们统计的环保标的共计 59 家，较 SW 环保工程及服务板块涵盖更全面；

资料来源：Wind，华泰证券研究所

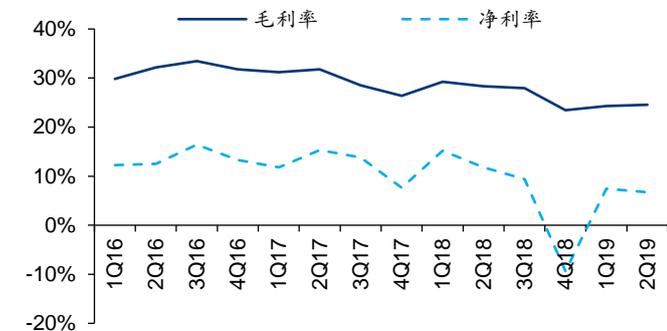
图表2：环保工程与服务上市A股单季度归母净利润同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

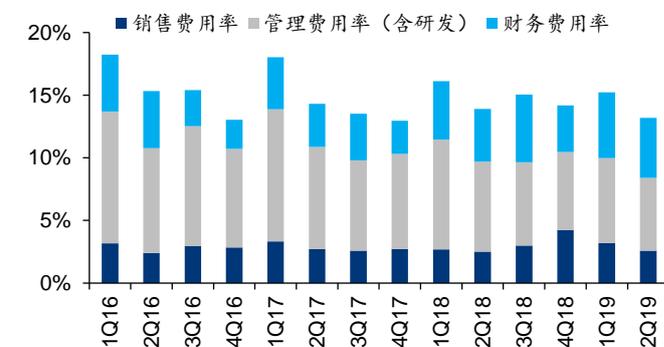
2Q19 盈利能力环比基本持平。1Q19 和 2Q19 环保板块毛利率分别为 24.3%和 24.5%，净利率分别为 7.4%和 6.7%，2Q19 环比基本持平。2Q19 板块财务费用率达 4.8%，较 1Q19 (5.2%) 小幅下降，但仍处于 16 年以来较高水平。资产负债率持续提升，1Q19 和 2Q19 资产负债率分别为 58.9%和 59.4%，年化摊薄 ROE (以期末净资产计算) 分别为 4.9%和 5.5%，2Q19 经营情况整体改善不明显。

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



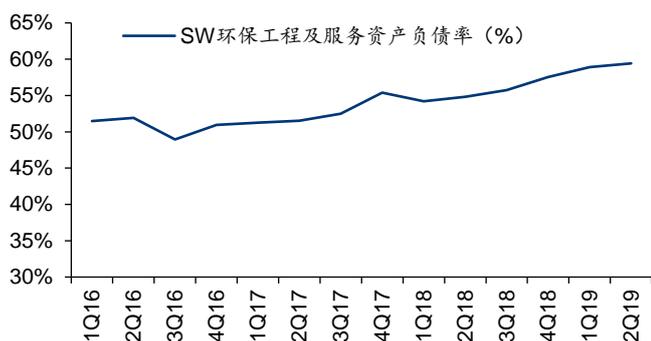
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：环保工程与服务上市公司单季度费用率变化



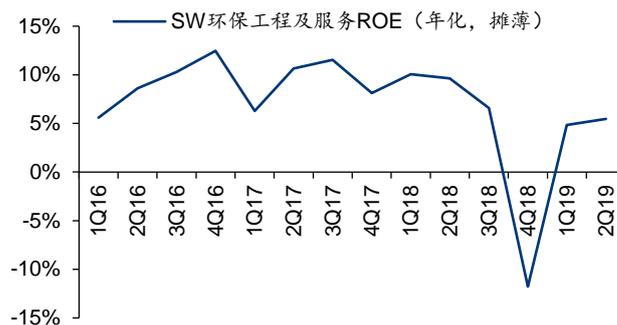
资料来源：Wind，华泰证券研究所

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：逆周期属性凸显，收入平稳煤价下行，盈利能力持续复苏

收入放缓，盈利小幅改善。按照申万火电板块的统计口径看，1H19 火电板块营收/归母净利润增速分别为 4%/+40%，ROE（年化）为 3.6%。2Q19 火电板块的 A 股上市公司共实现收入 1921 亿元，同比上升 2%，实现归母净利润 92 亿元，同比提升 11%，ROE（年化）为 6.5%。

此外，根据我们的统计，火电板块 2Q19 实现收入+5%，扣非归母净利润+41%，盈利持续反弹。

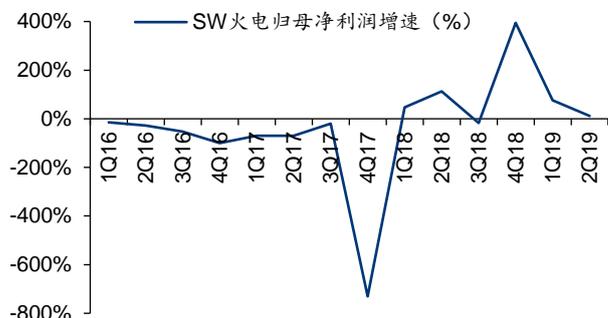
图表7： 火电上市 A 股单季度营收同比增速



注：SW 火电板块共包含 27 个标的，我们统计的火电标的共计 28 家，较 SW 火电板块涵盖更全面；

资料来源：Wind，华泰证券研究所

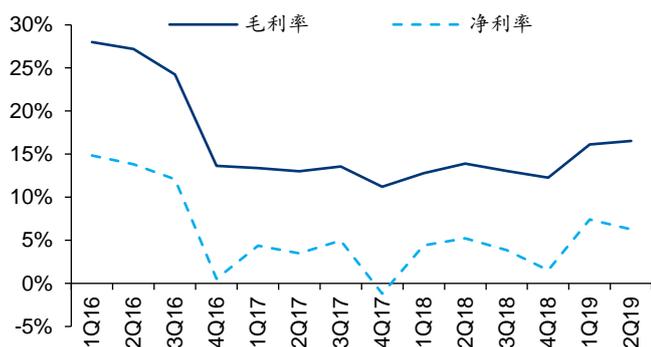
图表8： 火电上市 A 股单季度归母净利润同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

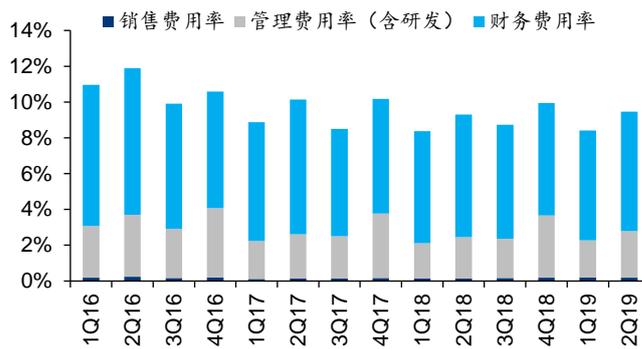
2Q19 盈利水平上行，ROE 环比下滑。2Q19 火电板块毛利率为 16.7%(3Q16 以来新高)，同比大幅上行 2.7pct，环比增加 0.5pct，主因系煤价下跌（同比-3%）；净利率为 4.8%。板块整体资产负债率为 66.3%，较去年同期降低 2.6pct，降幅明显。摊薄年化 ROE 为 6.5%，同比提升 0.2pct。

图表9：火电上市公司单季度毛利率和净利率变化



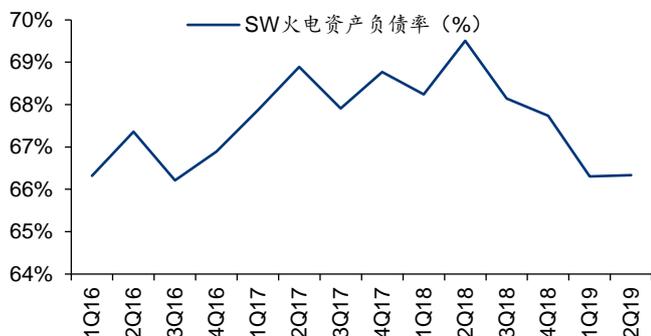
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10：火电上市公司单季度费用率变化



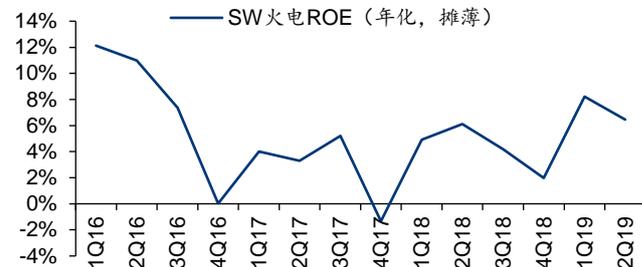
资料来源：Wind，华泰证券研究所

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：量价齐升，收入净利保持较快增长

1H19 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。1H19 年全国水电发电量 5318 亿千瓦时，同比+12%；全国水电平均利用小时数为 1674 小时，同比+169 小时；平均上网电价抬升主要系 1) 增值税下降 (2019.4.1 日增值税率由 16% 调整为 13%，水电增值税红利让至下游从 7.1 日执行)，2) 政策性让利减少和 3) 部分水电高电价的新项目落地。按照申万水电板块的统计口径看，1H19 水电板块的 A 股上市公司共实现收入 820 亿元，同比增长 15.3%；分季度看，1Q/2Q 收入增速分别为 10.9%/19.2%。1H19 实现归母净利润 182 亿元，同比增长 17%。

此外，根据我们的统计，2Q19 水电板块实现扣非净利增长 30%，板块盈利能力提升明显。

2Q19 收入净利均保持较快增长态势。2Q19 来水偏丰，全国水电发电量同比+11%，助力水电板块的 A 股上市公司 2Q19 共实现收入 442 亿元，同比增长 19.0%；实现归母净利润 115 亿元，同比增长 23.7%，增速环比提升 12pct，2Q 摆脱增值税退税到期影响，恢复较快增长态势。

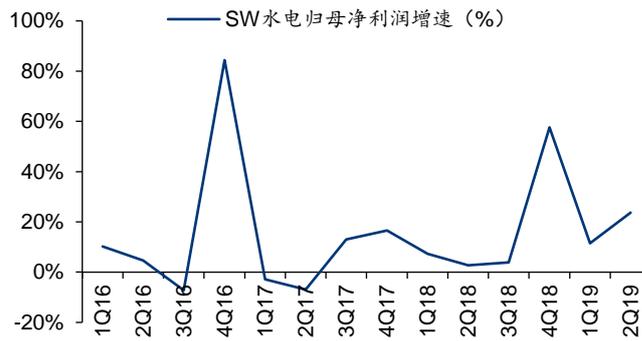
图表13: 水电上市A股单季度营收同比增速(%)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

注: SW 水电板块共包含 22 个标的, 我们统计的火电标的共计 19 家, 相较于 SW 水电板块, 我们统计的水电标的剔除了涪陵电力等标的, 主因系该公司水电业务占比较低;

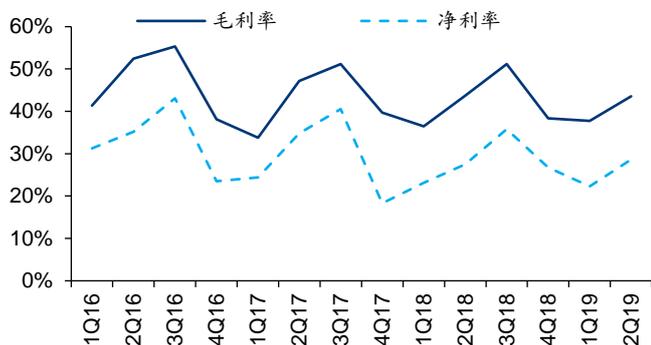
图表14: 水电上市A股单季度扣非归母净利润同比增速(%)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

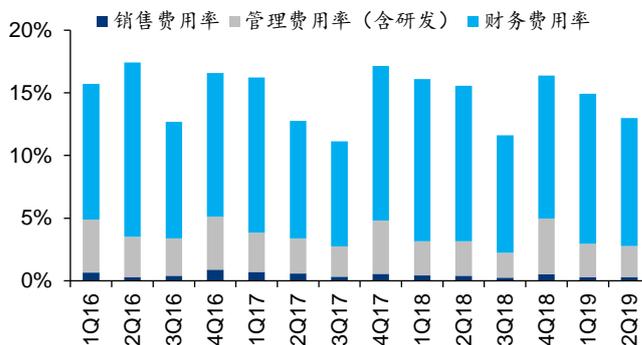
2Q 盈利能力整体持平。1H19 水电板块毛利率为 41%, 同比+1pct, 净利率为 23%, 同比基本持平。分季度来看, 2Q19 水电毛利率为 43.9%, 同比+0.2pct, 净利率为 25.9%, 同比+0.8pct。2Q19 水电板块财务费用率为 10.4%, 同比-2.1pct, 资产负债率为 60.5%, 较 1Q19 环比提升 1.7pct。2Q19 年水电板块年化摊薄 ROE 为 14.4%, 同比+1.7pct。

图表15: 水电上市公司单季度毛利率和净利率变化(%)



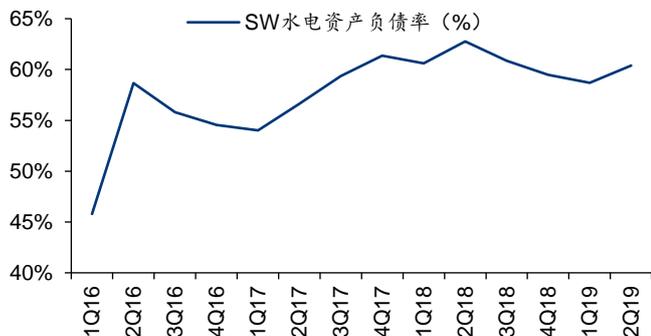
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表16: 水电上市公司单季度费用率变化(%)



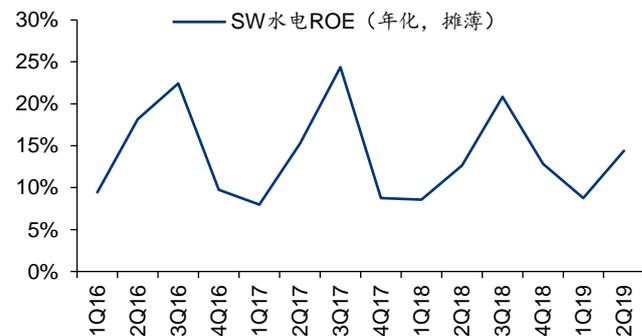
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

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：毛差承压，盈利同比出现下滑

收入持续增长，盈利水平有所下滑。按照申万燃气板块的统计口径看，1H19 燃气板块营收/归母净利润增速分别为+12%/-24%，ROE（年化）为 3.3%。2Q19 燃气板块的 A 股上市公司共实现收入 191 亿元，同比增长 7%，实现归母净利润 8.5 亿元，同比下降 33%，ROE（年化）为 5.2%。

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

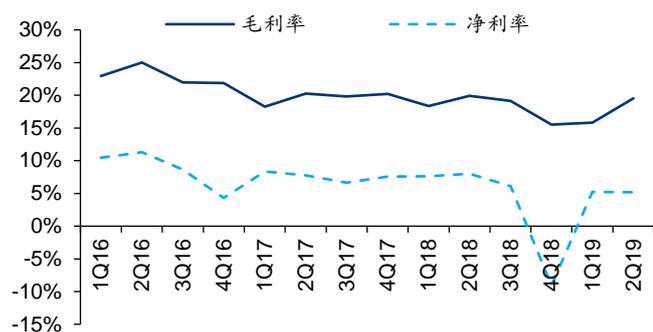
图表20： 燃气上市 A 股单季度归母净利润同比增速 (%)



资料来源：Wind，华泰证券研究所

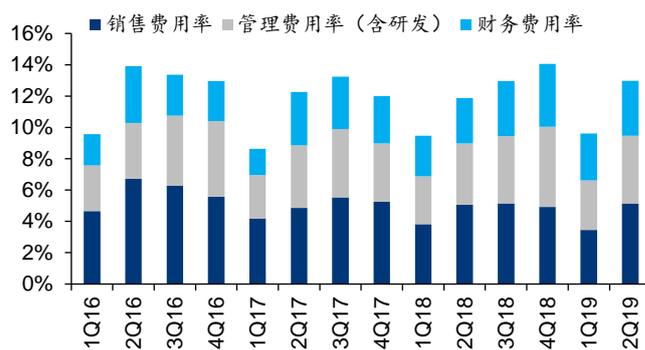
2Q19 盈利水平出现下滑。2Q19 燃气板块毛利率为 19.7%，同比下降 0.3pct，环比提升 3.7pct。净利率为 4.4%，同比下降 2.6pct。板块整体资产负债率为 59.0%，同比下降 0.3pct。摊薄年化 ROE 为 5%，同比下降 3.0pct。

图表21: 燃气上市公司单季度毛利率和净利率变化 (%)



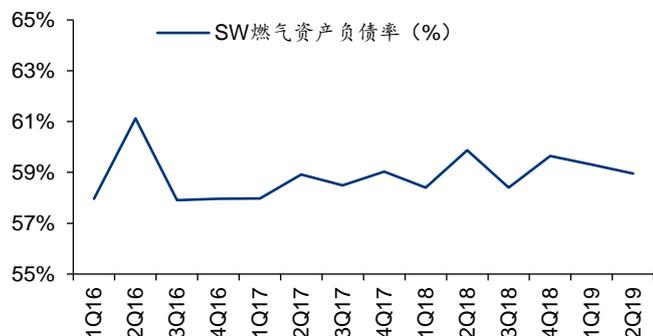
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表22: 燃气上市公司单季度费用率变化 (%)



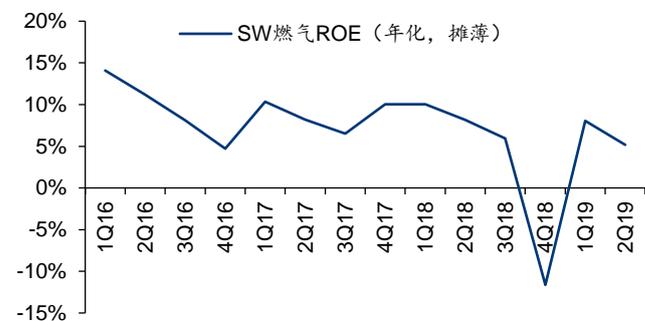
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

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：电力景气度高，期待环保 2H19 见底回升

大气板块：收入增速转正，期待非电市场放量

2Q19 收入增速转正，盈利能力下滑。大气板块 1Q19/2Q19 分别实现收入 41/73 亿，分别同比-6%/+22%；2Q19 应收账款和存货周转天数同比有所增加。行业毛利率同比有所下滑，1Q19 和 2Q19 毛利率分别为 6.3%和 26%，环比改善明显。利润方面，2Q19 大气板块实现归母净利润 2.4 亿元，同比-41.9%。

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	19Q2	16Q3	17Q3	18Q3	16Q4	17Q4	18Q4
营业总收入	4,075	4,362	4,097	5,732	6,022	6,009	7,334	5,281	6,279	6,457	8,114	7,816	7,166
同比增速	16.0%	7.0%	-6.1%	23.6%	5.1%	-0.2%	22.0%	-0.3%	18.9%	2.8%	26.1%	-3.7%	-8.3%
毛利率	23.7%	24.3%	6.3%	23.5%	22.4%	23.3%	26.0%	25.7%	26.4%	21.4%	21.9%	19.6%	15.1%
期间费用率	16.2%	17.7%	19.7%	11.7%	12.4%	19.8%	11.4%	13.2%	14.4%	7.4%	12.8%	12.1%	18.9%
销售费用率	2.8%	2.7%	3.1%	2.1%	2.3%	2.4%	1.9%	2.6%	2.6%	2.2%	2.5%	2.0%	2.4%
管理费用率+研发费用率	10.9%	11.4%	12.4%	8.6%	8.7%	15.1%	7.7%	9.6%	9.6%	2.8%	8.9%	8.5%	14.0%
财务费用率	2.5%	3.6%	4.2%	0.9%	1.4%	2.3%	1.8%	0.9%	2.2%	2.4%	1.4%	1.6%	2.5%
归母净利润	261	250	338	478	450	416	242	545	632	272	165	274	-1,475
同比增速	0.2%	-4.1%	35.3%	-10.3%	-6.0%	-7.5%	-41.9%	3.5%	15.8%	-56.9%	-56.1%	65.8%	-638.8%
净利率	6.4%	5.7%	8.2%	8.3%	7.5%	6.9%	3.3%	10.3%	10.1%	4.2%	2.0%	3.5%	-20.6%
扣非净利润	211	209	163	432	427	373	199	505	582	261	-65	86	-1,499
同比增速	-11.3%	-1.1%	-22.1%	21.8%	-1.1%	-12.6%	-46.8%	5.7%	15.3%	-55.2%	-117.9%	-233.8%	-1833.8%
应收账款周转天数	199	219	250	121	140	162	195	140	137	153	97	119	143
存货周转天数	268	274	305	182	199	217	242	203	206	213	128	147	170
收现比	83.7%	91.0%	107.0%	70.9%	93.4%	85.9%	96.4%	91.0%	85.8%	94.1%	80.7%	68.5%	85.9%
付现比	74.7%	81.8%	94.2%	55.8%	73.1%	64.1%	64.6%	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	506	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%	61.6%	58.8%	59.5%	60.4%	60.1%	59.8%	62.6%
ROE	4.9%	4.4%	6.3%	9.7%	8.5%	7.4%	4.5%	10.9%	11.6%	4.8%	3.2%	5.0%	-28.1%

资料来源:Wind, 华泰证券研究所

水处理板块：连续三季度收入利润下滑，期待2H19陆续见底

2Q19 收入与利润持续下滑。水处理板块2Q19实现营收87.2亿元(-6.9%)，归母净利润7.5亿元(-42%)，扣非归母净利6.3亿元(-47.5%)，2Q19年化摊薄ROE为5.2%，同比-4.2pct。业绩下滑主要由于水处理板工程订单在2019年之前以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。

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。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，2H19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	19Q2	16Q3	17Q3	18Q3	16Q4	17Q4	18Q4
营业总收入	4,559	7,160	6,460	6,322	8,328	9,367	8,721	4,950	8,159	8,984	11,504	16,097	13,680
同比增速	45.9%	57.0%	-9.8%	100.2%	31.7%	12.5%	-6.9%	67.8%	64.8%	10.1%	27.5%	39.9%	-15.0%
毛利率	32.3%	29.8%	30.6%	30.9%	30.8%	32.2%	30.7%	34.9%	31.6%	30.0%	32.6%	29.2%	26.5%
期间费用率	20.2%	19.0%	24.2%	13.5%	13.1%	20.4%	20.4%	17.2%	15.0%	13.4%	10.9%	11.5%	18.8%
销售费用率	5.4%	4.2%	4.8%	3.6%	3.1%	3.4%	3.6%	4.6%	3.7%	4.5%	3.2%	3.1%	4.4%
管理费用率	11.9%	9.5%	11.7%	8.2%	7.7%	13.2%	10.3%	10.6%	7.7%	3.9%	6.6%	6.5%	10.4%
财务费用率	2.9%	5.3%	7.7%	1.7%	2.3%	3.8%	6.4%	2.0%	3.6%	5.0%	1.1%	1.8%	4.0%
归母净利润	669	563	385	807	1,332	1,301	749	756	1,077	932	2,062	2,278	-902
同比增速	123.2%	-15.8%	-31.7%	-883.1%	65.1%	-2.3%	-42.4%	99.3%	42.4%	-13.4%	-7.6%	10.5%	-139.6%
净利率	14.7%	7.9%	6.0%	12.8%	16.0%	13.9%	8.6%	15.3%	13.2%	10.4%	17.9%	14.2%	-6.6%
扣非净利润	494	546	320	777	1,041	1,207	634	715	1,043	870	1,975	2,147	-933
同比增速	118.8%	10.4%	-41.4%	7101.8%	34.1%	15.9%	-47.5%	116.0%	45.9%	-16.6%	25.6%	8.7%	-143.5%
应收账款周转天数	201	171	220	111	124	136	525	139	132	149	77	75	107
存货周转天数	135	146	214	62	88	130	508	90	107	156	44	57	91
收现比	69.1%	101.2%	114.1%	54.7%	72.4%	66.8%	285.7%	74.7%	65.3%	86.1%	71.0%	85.5%	67.8%
付现比	81.4%	90.6%	101.7%	37.0%	48.8%	48.0%	204.0%	62.9%	68.0%	69.5%	29.8%	34.1%	32.7%
经营现金流量净额	-3,039	-2,863	-1,836	-497	633	605	1,124	-557	-2,836	573	3,188	6,892	2,932
资产负债率	45.0%	54.5%	59.0%	37.9%	47.3%	55.5%	61.1%	39.0%	49.7%	56.3%	44.8%	53.5%	59.3%
ROE	5.6%	4.1%	2.7%	8.4%	10.9%	9.4%	5.2%	7.0%	8.5%	6.6%	17.6%	16.8%	-6.5%

资料来源:Wind, 华泰证券研究所

固废板块：2Q19 营收增速略放缓，推荐优质运营企业

2Q19 营收增速略放缓，盈利能力下滑。固废板块 2Q19 实现营收 171.6 亿元 (+29.9%)，归母净利润 11.8 亿元 (-12.7%)，扣非归母净利 10.6 亿元 (-20.4%)，2Q19 年化摊薄 ROE 为 8.0%，同比-2.9pct。

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、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	19Q2	16Q3	17Q3	18Q3	16Q4	17Q4	18Q4
营业总收入	7,345	10,021	14,049	7,473	9,402	13,215	17,161	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%	29.9%	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%	23.9%	29.2%	29.3%	27.9%	31.6%	28.8%	21.9%
期间费用率	15.9%	15.4%	14.2%	14.0%	14.8%	18.5%	14.4%	14.5%	13.4%	10.9%	16.0%	15.0%	21.2%
销售费用率	2.3%	2.2%	1.8%	2.3%	2.0%	2.1%	1.7%	2.4%	1.9%	2.4%	2.6%	2.6%	3.1%
管理费用率	8.4%	8.4%	7.3%	7.4%	8.2%	12.5%	7.7%	7.9%	7.5%	4.1%	8.4%	8.5%	11.6%
财务费用率	5.2%	4.8%	5.1%	4.2%	4.5%	3.9%	5.1%	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	1,176	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%	-12.7%	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%	6.9%	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	1,064	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%	-20.4%	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	309	117	103	119	85	84	97
存货周转天数	96	86	72	81	79	67	180	89	73	77	72	64	66
收现比	75.7%	96.3%	90.5%	82.2%	84.5%	80.7%	282.8%	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%	149.6%	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	2,268	-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%	64.6%	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%	8.0%	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：行业景气度下行，龙头增速显著下滑

2Q19 收入增速放缓，利润同比下滑。2Q19 监测板块实现营收 16.1 亿，同比增长 11.7%，增速同比/环比下滑 21pct/10pct；实现归母净利润 2.7 亿（+11.1%），扣非归母净利润 2.3 亿（-1.2%）。行业 2Q19 资产负债率仅 40%，轻资产优现金流，行业龙头聚光科技、先河环保收入增速均显著下滑。

图表28：监测板块同比数据总结

(单位：百万元)	17Q1	18Q1	19Q1	16Q2	17Q2	18Q2	19Q2	16Q3	17Q3	18Q3	16Q4	17Q4	18Q4
营业总收入	697	927	1,129	893	1,086	1,444	1,613	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%	11.7%	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%	46.8%	54.1%	55.1%	55.4%	46.1%	46.9%	41.3%
期间费用率	44.0%	41.7%	40.3%	30.0%	31.5%	43.8%	29.2%	29.0%	28.5%	16.4%	24.4%	26.6%	26.1%
销售费用率	20.0%	17.4%	18.8%	12.7%	13.9%	13.5%	13.3%	12.4%	11.7%	13.6%	12.1%	12.8%	12.9%
管理费用率	22.8%	21.9%	19.5%	16.7%	16.2%	28.6%	14.3%	15.6%	15.6%	1.6%	12.3%	13.2%	12.5%
财务费用率	1.1%	2.4%	2.1%	0.6%	1.4%	1.7%	1.6%	1.0%	1.3%	1.2%	0.0%	0.6%	0.8%
归母净利润	41	62	79	143	162	240	267	241	331	404	286	318	333
同比增速	30.4%	52.8%	27.9%	-13.0%	13.7%	48.1%	11.1%	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%	16.6%	25.4%	28.4%	25.3%	16.4%	16.1%	13.2%
扣非净利润	27	55	74	124	141	235	232	222	311	396	214	215	282
同比增速	16.9%	102.8%	34.7%	-17.2%	13.9%	66.6%	-1.2%	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	363	190	188	158	104	108	94
存货周转天数	156	148	160	112	107	105	264	115	110	106	56	62	66
收现比	108.4%	100.9%	99.6%	80.2%	92.6%	81.7%	162.6%	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%	62.9%	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	60	-53	49	75	808	936	999
资产负债率	30.6%	35.3%	39.9%	29.8%	31.3%	37.2%	40.3%	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%	13.3%	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，板块连续四个季度亏损

2Q19 营收净利持续下滑，连续四个季度亏损。2Q19 生物质与节能板块实现营收 94 亿 (-37.6%)，实现归母净利润-5.9 亿 (-291%)，扣非归母净利润-4.9 亿 (-324%)，自 3Q18 以来连续四个季度实现亏损。

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	19Q2	16Q3	17Q3	18Q3	16Q4	17Q4	18Q4
营业总收入	12,657	12,219	9,093	10,871	16,264	15,021	9,375	11,715	15,069	10,162	16,976	15,471	11,575
同比增速	80.2%	-3.5%	-25.6%	55.2%	49.6%	-7.6%	-37.6%	69.8%	28.6%	-32.6%	100.8%	-8.9%	-25.2%
毛利率	18.9%	19.7%	17.1%	24.0%	19.9%	17.9%	17.8%	20.9%	18.3%	18.0%	17.2%	20.5%	8.2%
期间费用率	9.8%	12.0%	19.3%	11.5%	8.9%	16.2%	20.0%	11.6%	10.1%	13.7%	9.8%	15.7%	32.3%
销售费用率	1.6%	1.9%	3.3%	2.0%	1.4%	1.8%	2.9%	1.5%	2.0%	2.7%	1.5%	2.1%	5.7%
管理费用率	3.8%	5.2%	7.3%	4.4%	3.2%	8.0%	8.5%	4.5%	4.0%	2.4%	4.0%	7.0%	14.2%
财务费用率	4.5%	4.9%	8.6%	5.2%	4.3%	6.4%	8.5%	5.6%	4.1%	8.6%	4.3%	6.7%	12.5%
归母净利润	950	625	-125	1,131	1,429	310	-594	944	1,297	-461	716	-1,657	-5,569
同比增速	59.8%	-34.3%	-120.0%	43.9%	26.3%	-78.3%	-291.4%	24.3%	37.4%	-135.6%	17.3%	-331.6%	236.0%
净利率	7.5%	5.1%	-1.4%	10.4%	8.8%	2.1%	-6.3%	8.1%	8.6%	-4.5%	4.2%	-10.7%	-48.1%
扣非净利润	889	612	-240	1,024	1,368	220	-492	901	1,113	-506	420	-2,160	-5,855
同比增速	87.7%	-31.2%	-139.3%	30.8%	33.6%	-83.9%	-324.0%	112.9%	23.5%	-145.4%	-259.8%	-614.4%	171.1%
应收账款周转天数	97	133	203	97	86	122	278	100	105	191	66	95	149
存货周转天数	68	84	107	71	54	66	138	69	62	100	46	60	80
收现比	81.7%	82.0%	96.8%	80.1%	73.8%	76.0%	147.4%	79.7%	83.2%	100.0%	105.7%	97.0%	86.8%
付现比	79.4%	92.4%	63.8%	61.8%	69.2%	62.8%	114.3%	61.3%	75.9%	76.2%	84.0%	71.7%	50.1%
经营现金流量净额	97	-3,194	977	826	-754	584	1,641	378	-210	1,592	2,835	1,239	3,656
资产负债率	55.9%	56.7%	63.7%	59.3%	56.0%	57.2%	63.6%	51.6%	56.8%	57.9%	59.1%	57.4%	63.8%
ROE	7.6%	4.8%	-1.2%	12.0%	11.2%	2.4%	-5.6%	9.8%	10.0%	-3.6%	6.4%	-12.9%	-51.6%

资料来源:Wind, 华泰证券研究所

水务板块：盈利能力继续回升，现金流大幅提升

2Q19 收入增速提升、现金流提升。水务板块 2Q19 年实现营收 99.7 亿元 (+16.8%)，归母净利润 17.1 亿元 (+5.3%)，扣非归母净利 15.7 亿元 (+5.7%)，2Q19 ROE 为 8.6%，同比-0.4pct。2Q19 经营性现金流净额 34.6 亿，同比+36%。

工程业务盈利能力下降，长期看运营业务稳定成长。18 年板块盈利能力下滑明显，主要是工程业务由于成本上涨导致毛利率下滑明显，而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	19Q2	16Q3	17Q3	18Q3	16Q4	17Q4	18Q4
营业总收入	6,217	7,354	8,342	6,829	7,745	8,535	9,972	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%	16.8%	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%	36.4%	38.0%	37.7%	36.0%	28.0%	30.7%	29.4%
期间费用率	19.9%	17.4%	18.0%	19.7%	17.0%	18.5%	16.8%	17.9%	16.6%	17.4%	20.7%	18.4%	18.6%
销售费用率	2.4%	2.1%	1.8%	2.1%	2.1%	1.8%	1.7%	2.3%	2.1%	1.9%	3.2%	3.2%	2.2%
管理费用率	11.5%	9.9%	9.8%	10.2%	9.7%	9.6%	8.8%	9.4%	10.4%	8.6%	13.0%	10.6%	11.2%
财务费用率	6.1%	5.5%	6.3%	7.4%	5.2%	7.1%	6.3%	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	1,706	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%	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%	17.1%	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	1,571	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%	5.7%	-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	185	87	101	99	75	85	78
存货周转天数	65	34	37	82	53	30	61	88	58	33	51	28	22
收现比	108.9%	109.1%	115.0%	97.7%	96.6%	98.2%	169.1%	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%	57.0%	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	3,461	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%	55.3%	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%	8.6%	9.5%	10.5%	9.5%	5.8%	8.7%	4.6%

资料来源:Wind, 华泰证券研究所

水电板块：量价齐升，2Q表现亮眼

2Q19 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。2Q19 水电板块共实现收入 442 亿元，同比增长 19%；实现扣非归母净利润 115 亿元，同比增长 30%，增速环比提升 32pct，2Q 摆脱增值税退税到期影响，恢复较快增长态势。

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：优选有在建拟建装机投运/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	19Q2	16Q3	17Q3	18Q3	16Q4	17Q4	18Q4
营业总收入	29,486	33,948	37,761	35,776	33,286	37,163	44,214	40,601	46,019	51,643	32,064	37,595	41,003
同比增速	21.3%	15.1%	11.2%	28.6%	-7.0%	11.6%	19.0%	33.0%	13.3%	12.2%	17.1%	17.3%	9.1%
毛利率	38.7%	36.6%	38.1%	55.7%	45.0%	43.7%	43.9%	55.3%	50.6%	51.9%	37.3%	39.9%	38.9%
期间费用率	18.0%	16.1%	15.1%	16.2%	15.9%	15.6%	13.1%	14.8%	12.5%	11.8%	18.9%	17.2%	16.7%
销售费用率	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.6%	0.5%	0.5%
管理费用率	2.8%	2.7%	2.6%	2.9%	2.6%	2.7%	2.4%	2.8%	2.3%	2.0%	3.8%	4.2%	4.6%
财务费用率	14.8%	13.0%	12.2%	13.0%	12.9%	12.5%	10.4%	11.7%	9.9%	9.5%	14.5%	12.4%	11.6%
归母净利润	6,176	6,653	7,261	9,349	9,143	9,328	11,473	14,172	15,797	16,455	5,555	6,523	10,384
同比增速	2.6%	7.7%	9.1%	0.9%	-2.2%	2.0%	23.0%	42.5%	11.5%	4.2%	16.3%	17.4%	59.2%
净利率	20.9%	19.6%	19.2%	26.1%	27.5%	25.1%	25.9%	34.9%	34.3%	31.9%	17.3%	17.4%	25.3%
扣非净利润	6,242	6,274	6,501	9,223	9,011	8,840	11,483	14,834	15,388	16,487	5,650	7,003	6,468
同比增速	13.0%	0.5%	3.6%	4.3%	-2.3%	-1.9%	29.9%	58.0%	3.7%	7.1%	-1.4%	24.0%	-7.6%
应收账款周转天数	38	36	39	35	43	39	56	31	33	33	26	28	31
存货周转天数	9	10	10	7	9	10	14	6	7	7	8	8	8
收现比	102.0%	111.1%	106.6%	94.5%	105.6%	106.3%	152.6%	115.2%	110.0%	108.9%	133.1%	127.4%	124.1%
付现比	33.3%	37.8%	37.2%	19.8%	28.9%	33.7%	51.6%	21.8%	27.7%	29.9%	37.6%	35.7%	38.2%
经营现金流量净额	12,506	16,379	16,575	19,286	17,868	16,692	20,834	27,161	28,790	29,975	21,785	23,404	22,953
资产负债率	62.6%	60.7%	58.8%	65.9%	64.3%	62.9%	60.5%	63.9%	62.9%	60.9%	63.1%	61.5%	59.5%
ROE	8.6%	8.6%	8.7%	14.6%	13.2%	12.6%	14.3%	20.7%	21.7%	21.0%	7.9%	8.6%	12.8%

资料来源:Wind, 华泰证券研究所

火电板块：煤价下行，盈利持续复苏

煤价下行，继续看好火电业绩修复前景。受益于用电需求持续较高增长，叠加煤炭价格显著下滑，火电板块2Q19实现收入1925亿元(+5%)，实现归母净利润92.3亿元(+14.8%)，实现扣非归母净利润95.2亿元(+41%)，盈利持续反弹，ROE恢复至6.5%。

供需结构改善，火电估值提升在望。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。

图表32：火电板块同比数据总结

(单位: 百万元)	17Q1	18Q1	19Q1	16Q2	17Q2	18Q2	19Q2	16Q3	17Q3	18Q3	16Q4	17Q4	18Q4
营业总收入	155,272	182,915	210,263	122,081	149,158	183,783	192,461	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%	-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%	16.7%	22.3%	13.7%	13.2%	14.3%	11.6%	12.5%
期间费用率	8.4%	8.2%	8.4%	10.5%	9.5%	9.2%	9.5%	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%	0.1%
管理费用率	2.1%	1.9%	2.1%	3.2%	2.5%	2.3%	2.7%	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%	6.7%	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	9,230	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%	14.8%	-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%	4.8%	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	9,516	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%	40.9%	-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	67	39	36	33	36	38	42
存货周转天数	15	16	16	19	17	18	26	17	15	17	15	16	17
收现比	110.6%	109.6%	110.1%	99.1%	110.6%	107.8%	138.9%	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%	98.5%	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	28,217	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%	66.3%	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%	6.5%	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：毛差承压

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，2Q19燃气板块实现收入190.9亿元(+7%)。但受制于燃气上游售价走高，板块主营业务成本增加，致使毛利率小幅走低，2Q19燃气板块毛利率为19.7%，同比降低0.3pct，环比增加3.8pct，受此影响，板块盈利能力下滑较大，2Q19燃气板块归母净利润为8.5亿元(-33%)。此外，板块期间费用率同比有所提升，2Q19三项费用率为13.4%，同比提升1.6pct，资产负债率同比下降0.3pct至59.0%，年化摊薄ROE为5.2%，同比下降2.7pct。

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

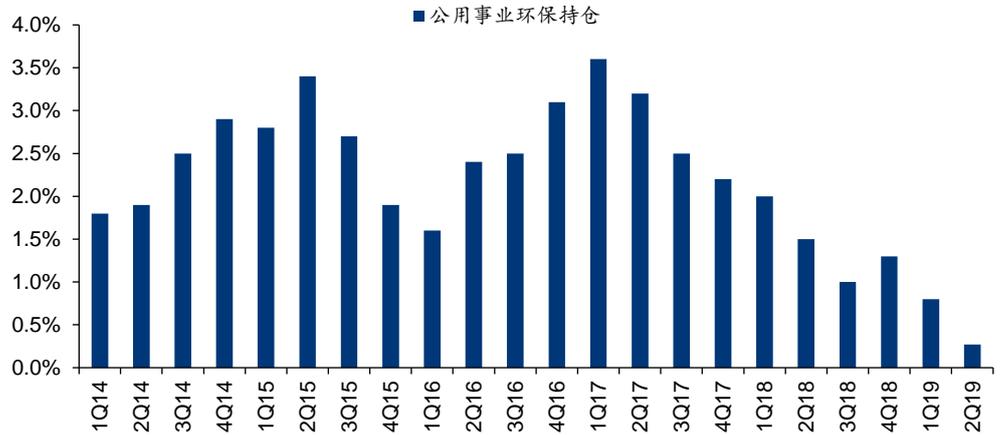
(单位：百万元)	17Q1	18Q1	19Q1	16Q2	17Q2	18Q2	19Q2	16Q3	17Q3	18Q3	16Q4	17Q4	18Q4
营业总收入	19,146	22,882	26,593	12,656	16,951	17,929	19,093	14,749	15,812	18,295	19,274	23,034	25,133
同比增速	33.5%	19.5%	16.2%	21.3%	33.9%	5.8%	6.5%	36.2%	7.2%	15.7%	-17.0%	19.5%	9.1%
毛利率	18.4%	18.5%	15.9%	23.3%	21.2%	20.0%	19.7%	21.8%	20.2%	19.3%	21.9%	20.8%	15.6%
期间费用率	9.0%	9.6%	9.8%	14.0%	12.0%	11.8%	13.4%	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%	5.1%	5.3%	5.2%	5.2%	5.0%	5.2%	4.9%
管理费用率	3.1%	3.1%	3.4%	4.7%	4.1%	3.9%	4.7%	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%	3.5%	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	848	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%	-32.8%	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%	4.4%	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	714	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%	-33.9%	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	70	26	31	37	21	24	27
存货周转天数	19	22	21	29	30	32	52	24	33	32	20	23	22
收现比	105.0%	102.5%	98.2%	109.3%	110.1%	107.0%	192.4%	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%	138.3%	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	3,243	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%	59.0%	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%	5.2%	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

2Q19 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2Q19显著跑输指数，公用事业环保板块2Q19的公募基金持仓比例降至历史新低，持仓比例仅0.27%。

图表34：2Q19 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

截至2019年6月底，公用事业板块QFII持股比例占流通股1%以上的有16家。2Q19 QFII增持瀚蓝环境、上海环境、长春燃气、科融环境、赣能股份，减持聚光科技、碧水源、皖天然气、佛燃股份。截至2Q19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6.50%。

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 2Q19vs1Q19
		3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	
300203.SZ	聚光科技	1.84%	1.04%	6.46%	6.47%	6.71%	5.38%	7.23%	6.50%	-0.73pct
000037.SZ	深南电 A	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.88%	3.79%	0.91pct
600452.SH	涪陵电力	1.74%	1.78%	1.97%	2.74%	3.03%	3.03%	3.03%	3.03%	0.00pct
600323.SH	瀚蓝环境	3.16%	1.40%	2.85%	2.97%	1.42%	1.42%	1.29%	2.98%	1.68pct
300070.SZ	碧水源	1.53%	1.44%	1.44%	1.26%	1.74%	3.03%	3.03%	2.71%	-0.32pct
600025.SH	华能水电	0.00%	0.00%	0.00%	0.25%	0.34%	0.30%	0.55%	0.55%	0.00pct
601200.SH	上海环境	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.34%	0.34pct
603689.SH	皖天然气	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.25%	0.32%	-0.94pct
600333.SH	长春燃气	0.21%	0.21%	0.21%	0.00%	0.21%	0.21%	0.00%	0.21%	0.21pct
002911.SZ	佛燃股份	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.43%	0.09%	0.29%	0.20%	-0.09pct
000767.SZ	漳泽电力	0.24%	0.24%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.18%	0.18%	0.00pct
300152.SZ	科融环境	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.18%	0.18pct
000899.SZ	赣能股份	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.13%	0.13pct
600396.SH	*ST 金山	0.14%	0.14%	0.14%	0.14%	0.14%	0.11%	0.11%	0.11%	0.00pct

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。

煤价波动带来火电盈利复苏不及预期：如果煤价下行趋势改变，将会推高火电成本，对火电盈利水平产生一定的负面影响。

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