

公用事业及环保：电力企业走出低谷；固废公司再展蓝图

——“不一样的财报解读”系列之2019年中报

2019年09月11日

看好/维持

公用事业及环保 | 行业报告

分析师	洪一 电话：0755-82832082 邮箱：hongyi@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480516110001
研究助理	沈一凡 电话：010-66554026 邮箱：shenyf@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480118080040

投资摘要：

从中报数据来看，公用事业及环保板块整体业绩表现较为稳定；但其子版块则无法一概而论，公用事业板块中水电、火电公司业绩整体增长，燃气公司业绩整体下滑；环保板块中监测、固废公司业绩整体增长，大气治理、水务公司业绩整体下滑。

总体来水丰沛，水电板块整体盈利能力提升 但不同区域业绩分化。水电行业成本比较固定，成本中仅财政规费为可变成本，会随发电量增长而增加，当来水偏丰时，发电量增加，发电成本小幅增加，毛利上升，企业盈利能力增加。今年来水总体偏丰，但不同区域分化较大。其中福建、云南、广东、湖南来水偏丰，四川、长江中上游来水与去年持平，贵州来水偏枯。A股水电上市公司的业绩也反映了这一特点。

火电燃料成本下降，整体盈利改善，但不同区域业绩增长不一。动力煤成本是决定火电站盈利水平的关键因素，上半年动力煤价格下降约4%，火电企业毛利上升，企业盈利水平增加。A股35家火电上市公司业绩也印证了这一情况。但不同区域火电企业业绩增长不一，全国型电力企业发电量稳定，营收稳步增长，业绩回升；地方型火电企业中华中区域电力企业发电量高增，营收高增，业绩耀眼。

水务板块水环境业绩大幅下滑，水务运营稳健增长。2018年以来国家实施金融降杠杆以及PPP项目风险严格控制措施，加上部分区域地方政府财政开支缩减，导致了上半年水环境治理公司现金流紧张，业绩几乎全军覆没。而水务运营板块新建污水处理厂空间仍存，存量水厂提标改造后提价，业绩稳健增长。

固废行业市场广阔，但整体利润增速回落。固废板块业绩增速较差，其中危废板块表现最差，主要是由于行业产能增长快速，已运营项目产能利用率提升不及预期；再生资源 and 环卫行业表现平平，主要由于企业以电子家电拆解为主，对补贴依赖程度较高；环卫服务行业营收和订单增长迅猛，但竞争激烈且部分新项目处于磨合期，利润率尚不如意；仅土壤修复和垃圾焚烧表现优异，订单快速释放。

投资策略：公用事业方面，随着我国经济进入新的发展阶段，第三产业已成为经济增长的主要引擎，经济增长对能源的依赖降低，电力整体装机容量高速增长的时代已经过去。建议关注**业绩稳定，高金额分红的电力企业和区域电力需求增长较快的电力企业**。环保方面，国企入主，相关公司的融资能力将会得到改善，建议关注**融资能力改善的水务运营企业**。固废处理行业大幕刚刚打开，相关公司的业绩将会不断增长。

风险提示：宏观经济下行用电量不及预期；天然气供应不到位，价格上涨；环保新建项目收益率不及预期。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E		
长江电力	1.03	1.11	1.14	1.32	18.03	16.77	16.28	14.00	2.87	推荐
高能环境	0.50	0.63	0.82	1.07	19.14	15.21	11.67	8.93	2.35	强烈推荐
瀚蓝环境	1.14	1.23	1.44	1.64	14.74	13.62	11.64	10.22	2.21	强烈推荐

资料来源：公司财报、Wind，东兴证券研究所

目录

1. 2019 年中报财务数据分析	4
1.1 公用事业：中报财务数据分析	4
1.1.1 水电板块：总体来水丰沛带动水电企业盈利提升但不同区域业绩分化	5
1.1.2 火电板块燃料成本下降整体盈利改善	6
1.1.3 燃气板块顺价不畅毛利下滑	8
1.2 环保行业：中报财务数据分析	10
1.2.1 水务板块净利润下滑系现金流危机	12
1.2.2 大气板块：业绩增长持续性瓶颈待破	13
1.2.3 监测板块：短期增速或有所放缓，长期待污染源、网格化监测市场爆发	13
1.2.4 固废板块：行业市场广阔整体利润增速回落系危废板块表现较差	14
2. 投资建议	15
2.1 公用事业：关注业绩稳健的水电公司发电量高增同时盈利能力增强的火电公司	15
2.2 环保行业：关注融资能力增强的水务运营企业景气度高的垃圾焚烧及土壤修复行业	15
3. 风险提示	16
相关报告汇总	17

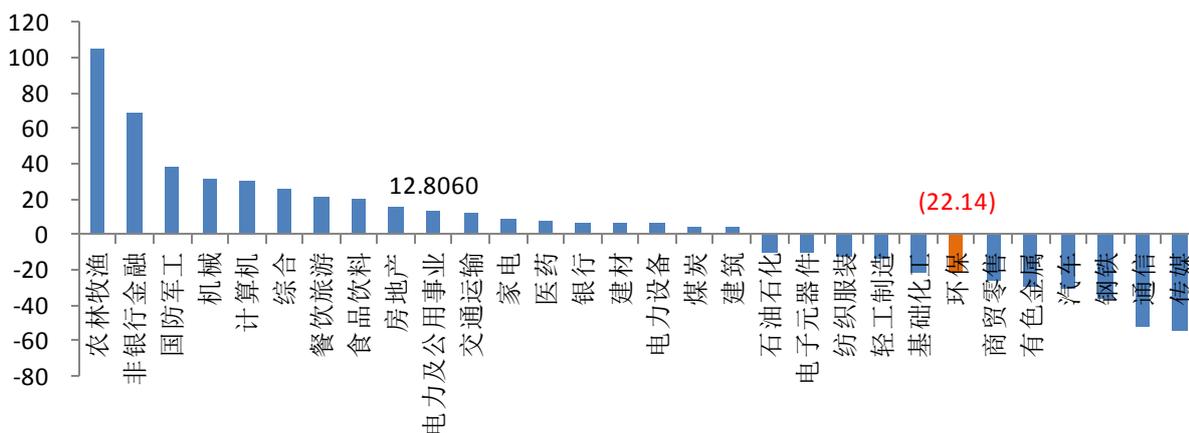
插图目录

图 1:中信行业 2019 年中报归母净利润增速	4
图 2:2019H1 公用事业各子板块 ROE 变化	4
图 3:水电板块 2018H1 与 2019 年 H1 业绩对比	5
图 4:水电板块 2018H1 与 2019 年 H1 毛利率对比	5
图 5:中小型水电 2018H1 与 2019 年 H1 营业收入	5
图 6:大型水电 2018H1 与 2019 年 H1 营业收入	5
图 7:中小型水电 2018H1 与 2019 年 H1 归母扣非净利润	6
图 8:大型水电 2018H1 与 2019 年 H1 归母扣非净利润	6
图 9:水电板块典型公司 2018H1 与 2019 年 H1 毛利率	6
图 10:火电板块 2018H1 与 2019 年 H1 业绩对比	7
图 11:火电板块电煤价格与毛利率对比	7
图 12:全国型火电企业 2018H1 与 2019 年 H1 营业收入	7
图 13:地方型火电企业 2018H1 与 2019 年 H1 营业收入	7
图 14:全国型火电 2018H1 与 2019 年 H1 归母扣非净利润	8
图 15:地方型火电企业 2018H1 与 2019 年 H1 归母扣非净利润	8
图 16:火电企业 2018H1 与 2019 年 H1 毛利率	8
图 17:燃气板块 2018H1 与 2019 年 H1 业绩对比	9
图 18:燃气板块 2018H1 与 2019 年 H1 毛利率对比	9
图 19:典型燃气企业 2018H1 与 2019 年 H1 营业收入	9
图 20:典型燃气企业 2018H1 与 2019 年 H1 扣非归母净利润	9
图 21:典型燃气企业 2018H1 与 2019 年 H1 毛利率	10
图 22:2010-2019H1 环保行业总营收及增速	10
图 23:2010-2019H1 环保行业总归母利润及增速	10
图 24:2010-2019H1 环保行业毛利率 (%)	11
图 25:20105-2019H1 环保行业 ROE	11
图 26:2018H1-2019H1 环保行业各细分领域总营收增速	11
图 27:2018H1-2019H1 环保各细分领域归母净利润增速	11
图 28:2010-2019H1 环保行业资产负债率	12
图 29:2010-2019H1 经营活动现金流	12
图 30:水务板块细分领域营收增速	12
图 31:水务板块细分领域净利润增速	12
图 32:大气板块 2018H1 与 2019H1 营收增速对比	13
图 33:大气板块 2018H1 与 2019H1 净利润增速对比	13
图 34:监测板块 2018H1 与 2019H1 营收增速对比	14
图 35:监测板块 2018H1 与 2019H1 净利润增速对比	14
图 36:固废板块各细分领域营收增速	14
图 37:固废板块各细分领域净利润增速	14

1. 2019 年中报财务数据分析

截至 2019 年 8 月 31 日 A 股上市公司年中报发布完毕，从盈利情况来看，整个公用事业及环保行业 ROE 稳中有升，2019 年上半年行业整体 ROE 为 3.97%，比去年同期 3.77% 上升了 0.2 个百分点。从归母净利润增长来看，电力及公用事业板块上升 12.81%，环保板块下降 22.41%。

图 1: 中信行业 2019 年中报归母净利润增速

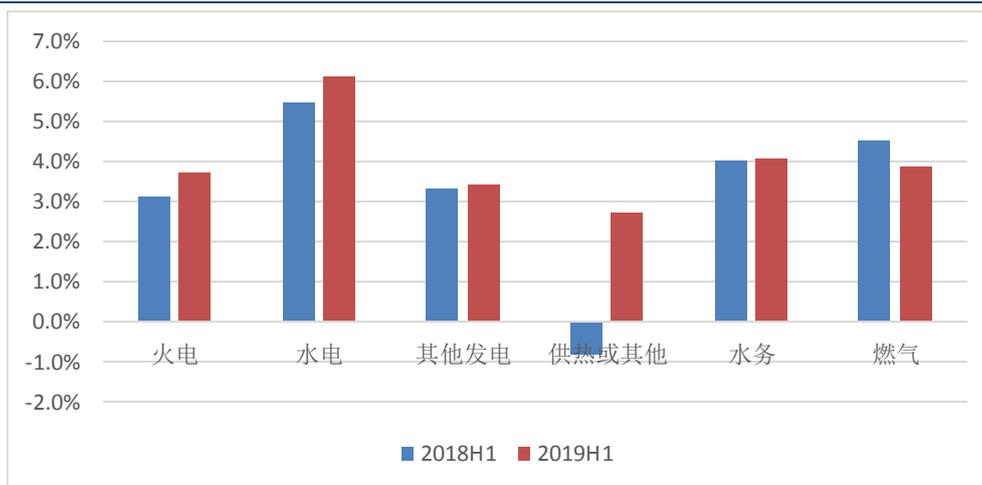


资料来源: wind, 东兴证券研究所

1.1 公用事业：中报财务数据分析

公用事业行业 2019 年中报有喜有忧，子板块盈利变化不一，其中供热板块扭亏为盈 ROE 转正，水电、火电板块 ROE 增长，其他发电、水务板块 ROE 与去年持平，燃气板块 ROE 下滑。由于供热板块仅由 5 家市值较小的公司组成，其他发电和水务板块盈利能力基本不变，后文我们主要对水电、火电和燃气这三个市值占比较大，盈利变化较大的板块进行分析。

图 2: 2019H1 公用事业各子板块 ROE 变化

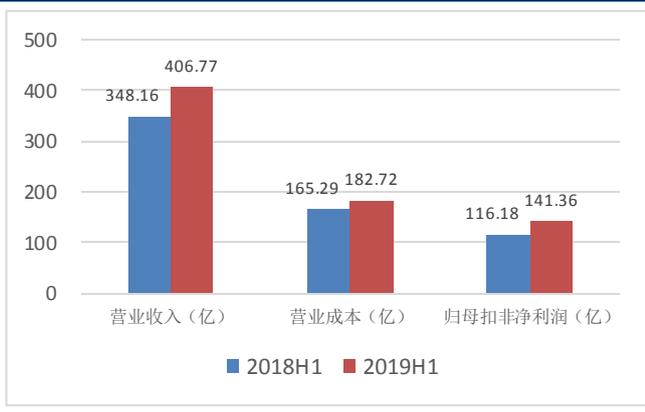


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

1.1.1 水电板块：总体来水丰沛带动水电企业盈利提升但不同区域业绩分化

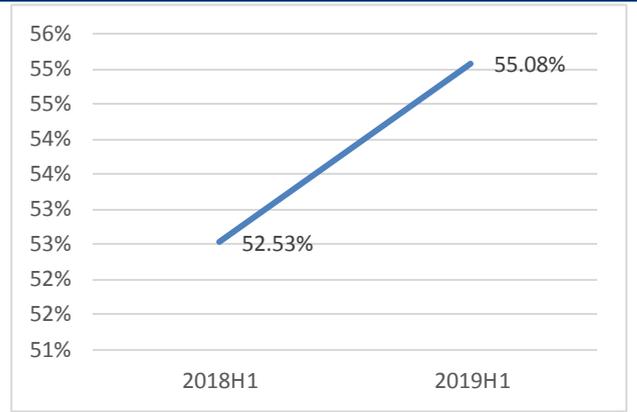
2019 年上半年水电板块 ROE 为 6.11%，比去年同期 5.51% 上升了 0.6 个百分点。水电板块 ROE 上升主要由于整体来水偏丰，发电量增加，营收增加，毛利率增加。根据中电联的统计，1-6 月份，全国规模以上水电发电量 5138 亿千瓦时，同比增长 11.8%，增速比上年同期提高 8.9 个百分点。水电行业成本比较固定，成本中仅财政规费(约占整个税前成本的 25%)一项为可变成本，会随发电量增长而增加，所以当来水偏丰，发电量增加，营业收入增加，毛利上升，企业盈利能力增加。A 股 10 家水电上市公司业绩也印证了这一情况，10 家水电企业营业收入增长 16.83%，归母扣非净利润增长 21.68%，毛利由去年的 52.53% 增长到今年的 55.08%。

图 3:水电板块 2018H1 与 2019 年 H1 业绩对比



资料来源：Wind、东兴证券研究所

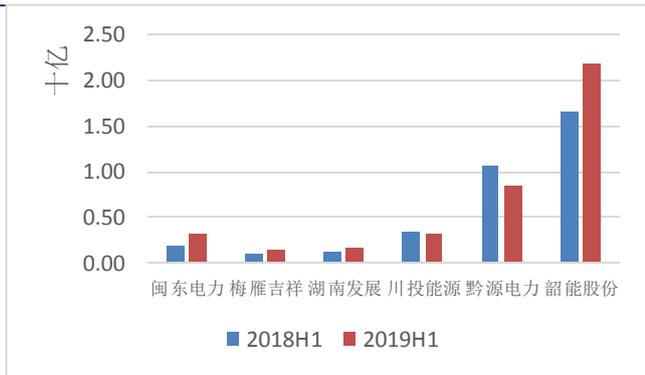
图 4:水电板块 2018H1 与 2019 年 H1 毛利率对比



资料来源：Wind、东兴证券研究所

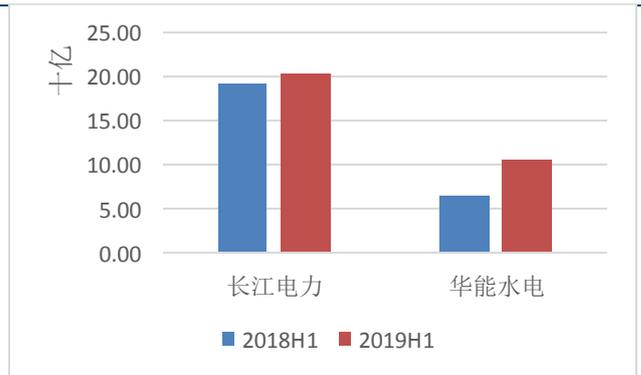
虽然水电板块整体来水偏丰业绩向好，但不同区域分化较大。根据中电联的报道，全国水电发电量前三位的省份为四川（1221 亿千瓦时）、云南（1132 亿千瓦时）和湖北（592 亿千瓦时），其合计水电发电量占全国水电发电量的 57.3%，同比分别增长 2.8%、25.9% 和 -5.1%。由此可见，今年水电经营情况各地区有差异，其中福建、云南、广东、湖南来水偏丰，四川，长江中上游来水与去年持平，贵州来水偏枯。A 股相关水电上市公司业绩也反映了这一特点，位于福建的闽东电力、位于云南的华能水电、位于广东的梅雁吉祥和韶能股份和位于湖南的湖南发展业绩大增，位于四川的川投能源业绩比去年小幅下滑，而位于贵州的黔源电力业绩大幅下滑 34.85%。长江电力由于其拥有的电站库容很大，受到来水波动较小，业绩比较稳定。

图 5:中小型水电 2018H1 与 2019 年 H1 营业收入



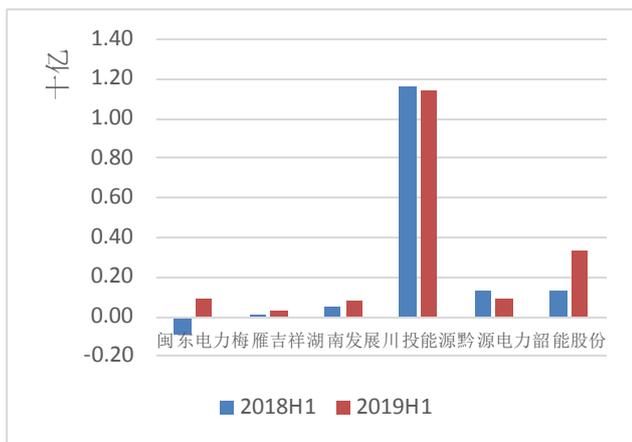
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 6:大型水电 2018H1 与 2019 年 H1 营业收入



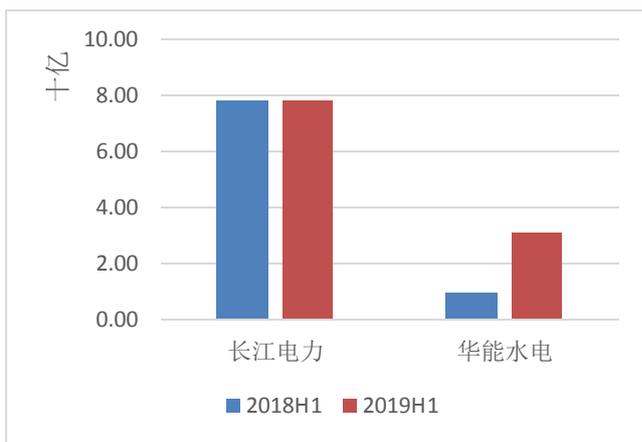
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 7:中小型水电 2018H1 与 2019 年 H1 归母扣非净利润



资料来源：Wind，东兴证券研究所

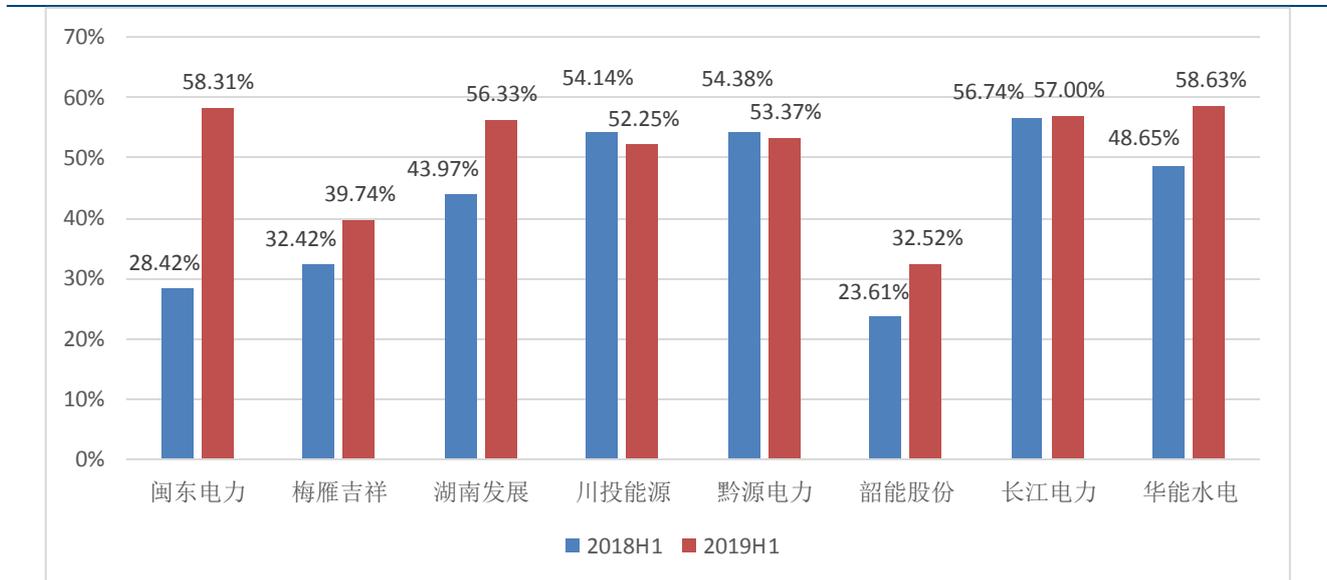
图 8:大型水电 2018H1 与 2019 年 H1 归母扣非净利润



资料来源：Wind，东兴证券研究所

注：川投能源归母扣非净利润很高且高于营业收入，主要由于公司投资收益较高，常年保持在 11 亿左右。

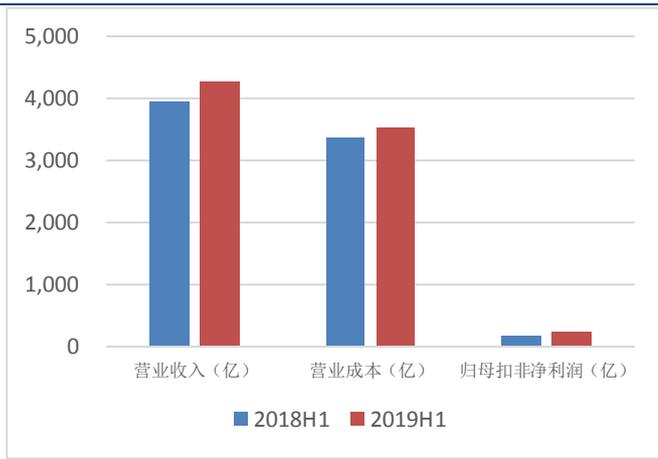
图 9:水电板块典型公司 2018H1 与 2019 年 H1 毛利率



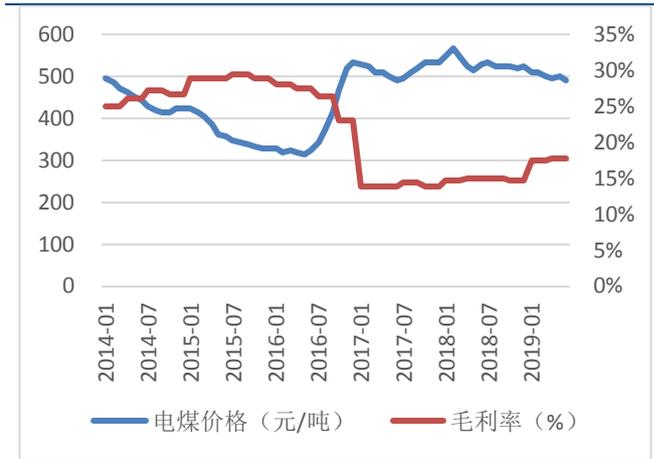
资料来源：Wind，东兴证券研究所

1.1.2 火电板块燃料成本下降整体盈利改善

2019 年上半年火电板块 ROE 为 3.72%，比去年同期 3.14% 上升了 0.58 个百分点。火电板块 ROE 上升主要由于发电量稳定，燃料成本下降，毛利率提升。今年上半年，全国规模以上电厂火电发电量 24487 亿千瓦时，同比增长 0.2%，发电量稳定。动力煤成本占总发电成本的 70%，是决定火电站盈利水平的关键因素，今年上半年，动力煤价格下降约 4%，使火电企业毛利上升，企业盈利水平增加。A 股 35 家火电上市公司业绩也印证了这一情况，35 家水电企业营业收入增长 8.4%，归母扣非净利润增长 37.86%，毛利由去年的 14.92% 增长到今年的 17.80%。

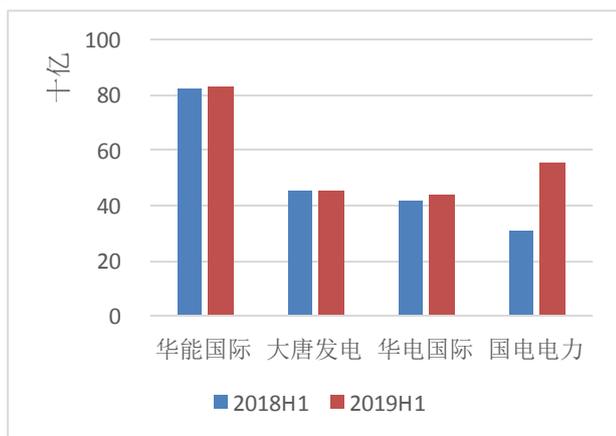
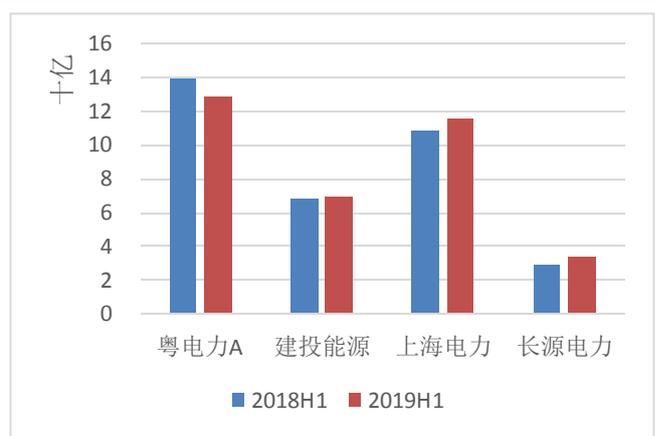
图 10:火电板块 2018H1 与 2019 年 H1 业绩对比


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 11:火电板块电煤价格与毛利率对比


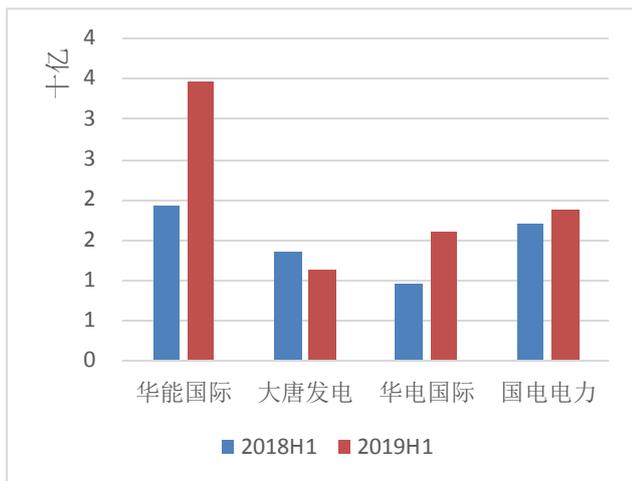
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

燃料成本下降火电板块整体业绩向好，但不同火电企业业绩增长不一；全国型电力企业发电量稳定，营收稳步增长，业绩回升；地方型火电企业华中区域电力企业发电量高增，营收高增，业绩耀眼。根据中电联的报道，今年上半年，全国火电发电量多数地区平稳，其中西藏（129.1%）和湖北（22.5%）增速超过 20%，四川（18.0%）和广西（14.1%）增速超过 10%；广东、云南、湖南、青海、福建和上海发电量降低超过 10%，分别为-16.4%、-15.3%、-15.0%、-13.5%、-10.7%和-10.1%。由此可见，今年火电发电量情况各地区有差异，其中西藏地区由于基数较低，电源点处于快速建设期发电量高增，湖北、四川和广西由于相关耗能产业迁入，发电量增长；广东、福建、湖南和云南由于当地水电来水偏丰，挤占了火电发电份额，青海和上海由于相关耗能产业关闭，发电量下滑。A 相关火电上市公司业绩也反映了这一特点，大型电力企业营收稳步增长（其中中国电力大幅增长是由于收购神华机组），典型地方电力企业中，位于广东粤电力 A 由于发电量下滑营收小幅下滑、位于河北的建投能源营收小幅上涨，位于上海的上海电力火电营收下滑，新能源营收上涨，营收总量上涨，位于湖北的长源电力由于区域用电量高增，营收快速增长；全国型电力企业和地方型电力企业均受益于燃料成本下降，毛利率改善，扣非归母净利润均上涨，其中长源电力受到发电量上升和燃料成本下降双重利好扣非归母净利润上涨 1455.66%。

图 12:全国型火电企业 2018H1 与 2019 年 H1 营业收入

图 13:地方型火电企业 2018H1 与 2019 年 H1 营业收入


资料来源：Wind，东兴证券研究所

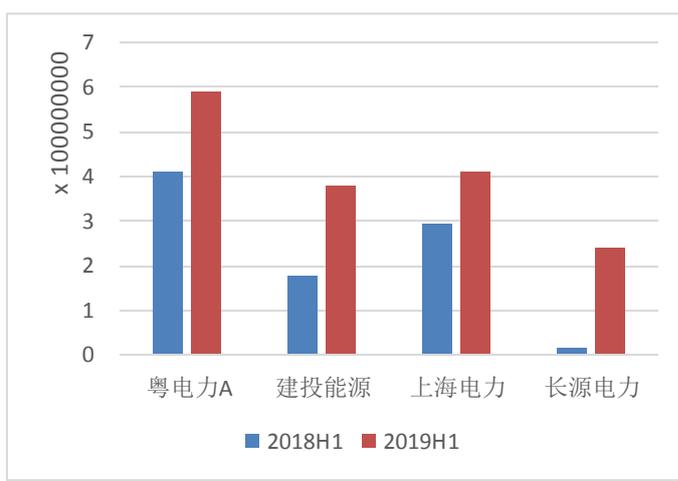
图 14:全国型火电 2018H1 与 2019 年 H1 归母扣非净利润



资料来源：Wind，东兴证券研究所

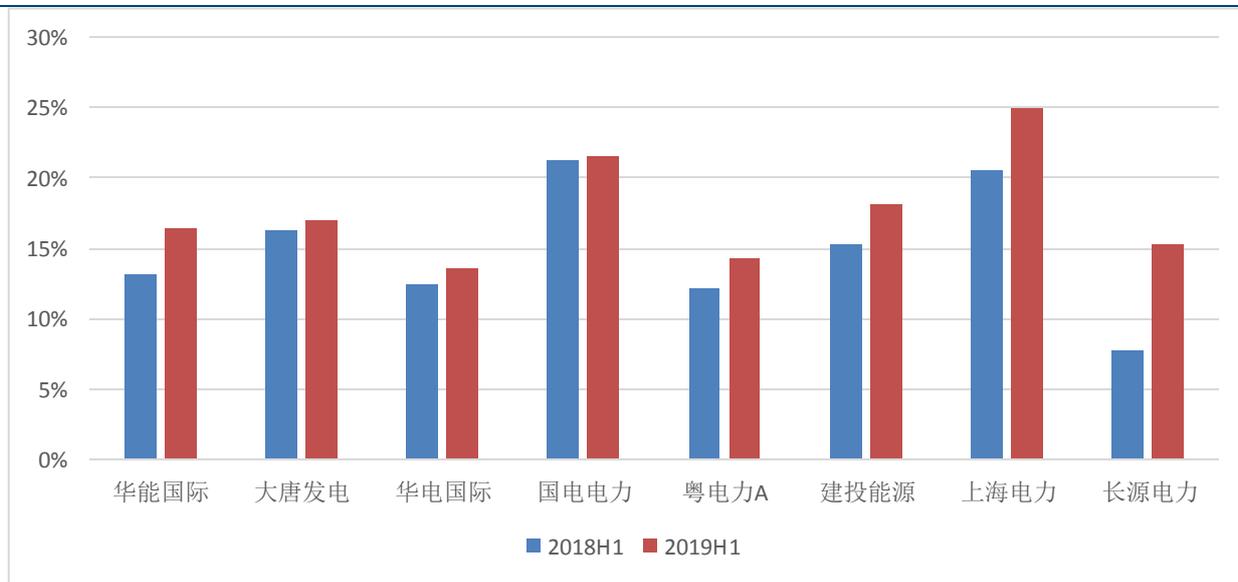
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 15:地方型火电企业 2018H1 与 2019 年 H1 归母扣非净利润



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 16:火电企业 2018H1 与 2019 年 H1 毛利率



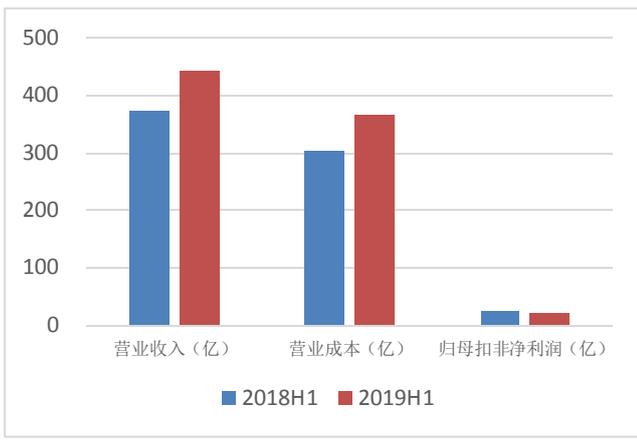
资料来源：Wind，东兴证券研究所

1.1.3 燃气板块顺价不畅毛利下滑

2019 年上半年燃气板块 ROE 为 3.88%，比去年同期 4.52%下降了 0.64 个百分点。燃气板块 ROE 下降的主要原因是顺价不畅，毛利率下滑。一直以来非居民上游气价执行的是基准门站价格，居民用气上游气价则执行的是最高门站价格，其中基准门站价格可以在基准价格的基础上上浮 20%，下浮不限，最高门站价格则一直不变。去年 5 月 25 日，为理顺燃气价格，国家发改委规定居民和非居民上游气价都执行基准门站价格，使

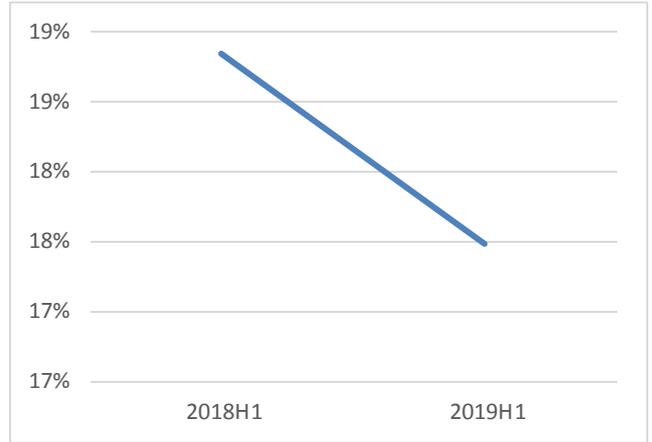
得非居民和居民的上游气价都可以在基准门站价格基础上浮 20%，下浮不限。燃气公司的利润来源于上游进气价和下游销售气价的差额，其中非居民的销售气价随市场波动，居民销售气价要开听证会后才能调价。今年供暖季，中石油中石化上调了上游供气价，而下游居民销售气价则没有调整，使得燃气公司利润被挤压，毛利下降。A 股 18 家燃气上市公司业绩也印证了这一情况，18 家燃气企业营业收入增长 18.4%，归母扣非后净利润下降 10.77%，毛利由去年的 18.85% 下降到今年的 17.49%。典型公司的情况与行业十分相似，毛利率大部分下降，其中重庆燃气财务费率管控较好，归母扣非后净利润小幅上升，贵州燃气由于上游气价上涨不明显，毛利率基本稳定，归母扣非后净利润小幅上升。

图 17:燃气板块 2018H1 与 2019 年 H1 业绩对比



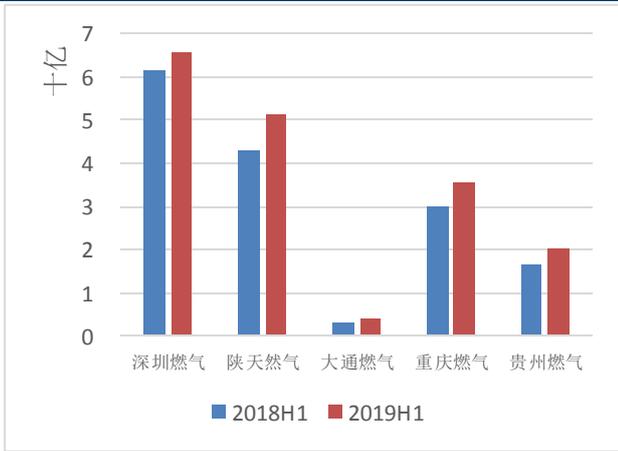
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 18:燃气板块 2018H1 与 2019 年 H1 毛利率对比



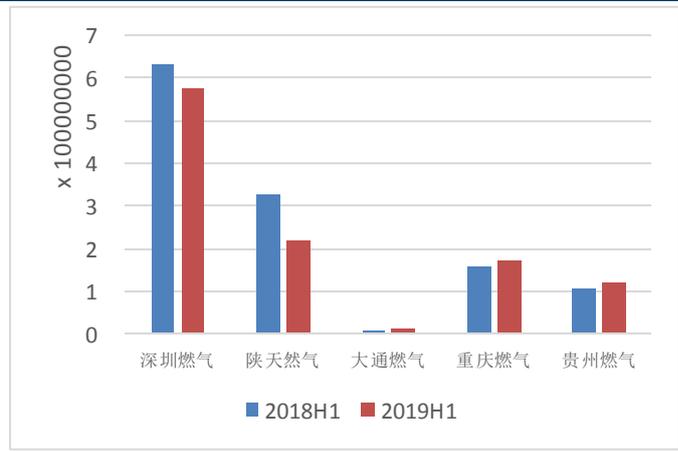
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 19:典型燃气企业 2018H1 与 2019 年 H1 营业收入



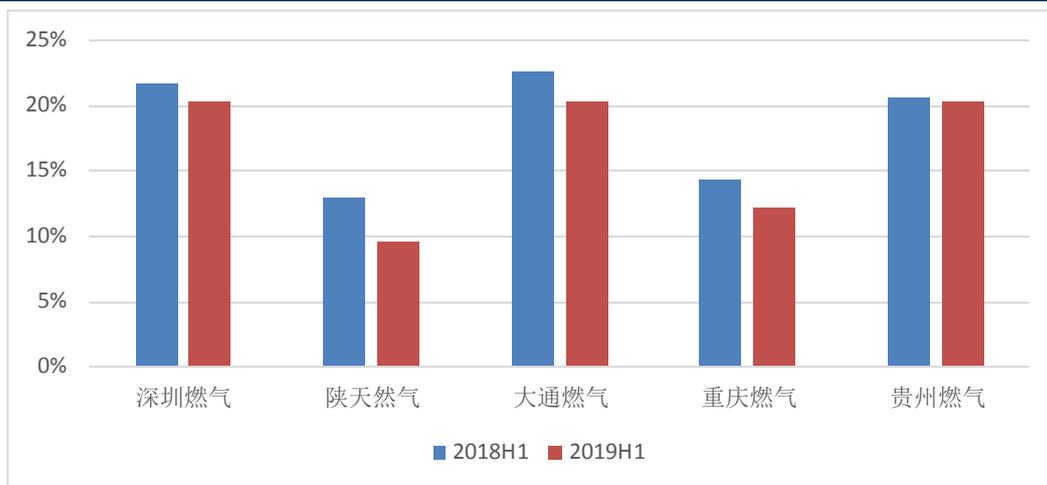
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 20:典型燃气企业 2018H1 与 2019 年 H1 扣非归母净利润



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 21:典型燃气企业 2018H1 与 2019 年 H1 毛利率

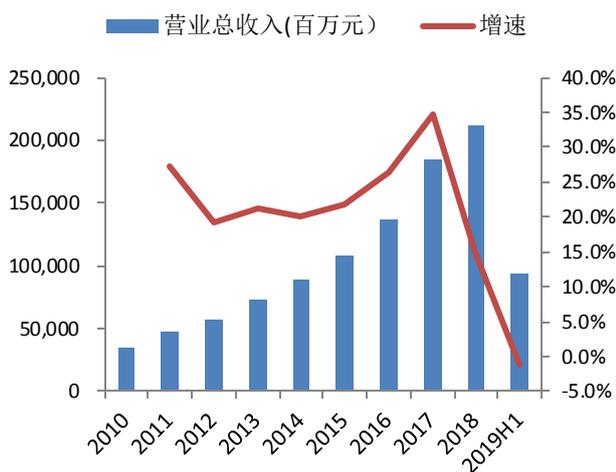


资料来源：Wind，东兴证券研究所

1.2 环保行业：中报财务数据分析

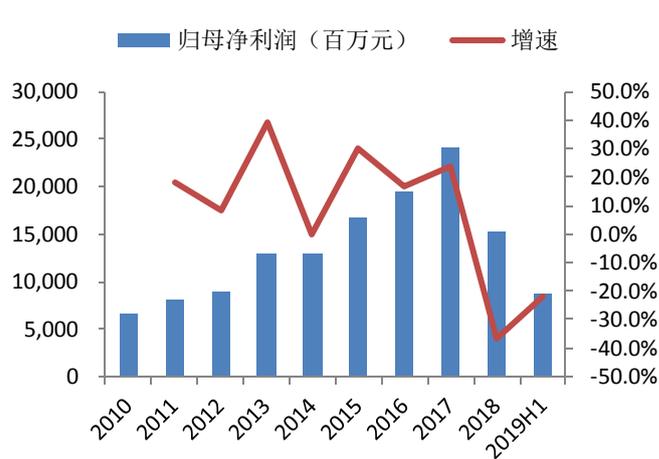
据我们对 64 家环保上市公司的统计，2019 年上半年，环保行业上市公司实现营业总收入 933.10 万亿元，同比减少 1.2%，实现归母净利润 87.80 万亿元，同比下降 22.1%。行业 ROE 为 4.1%，较去年同期降低 0.82%。毛利率 31.64%，较去年同期降低 1.79%。上半年环保行业营收、净利润、ROE、毛利率等各项财务指标表现都较差，当前处于十年中最差的时点，行业归母净利润增速在中信一级行业中处于靠后水平，业绩表现仅好于基础化工、零售、有色、汽车、钢铁、通信、传媒等 7 个行业。

图 22:2010-2019H1 环保行业总营收及增速

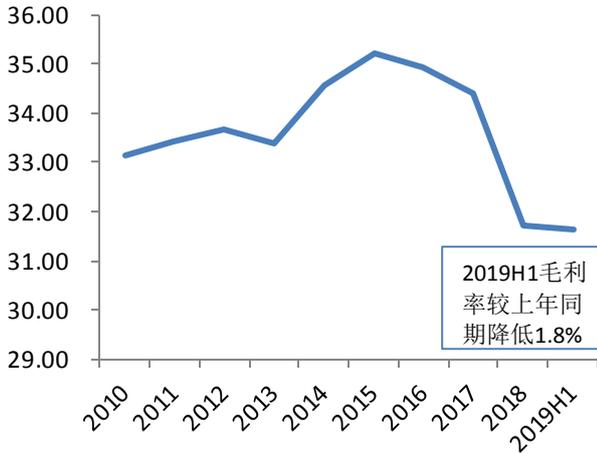


资料来源：wind，东兴证券研究所

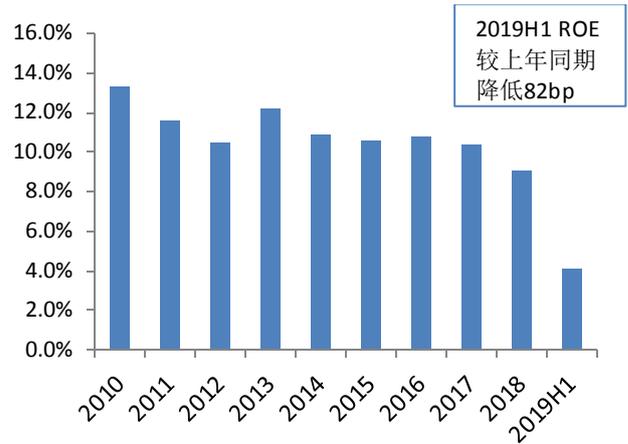
图 23:2010-2019H1 环保行业总归母净利润及增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

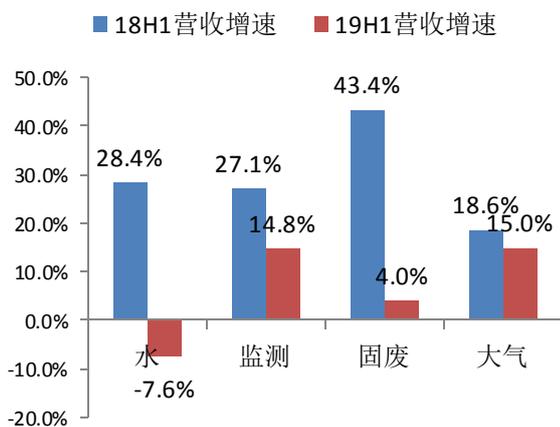
图 24:2010-2019H1 环保行业毛利率 (%)


资料来源：wind, 东兴证券研究所

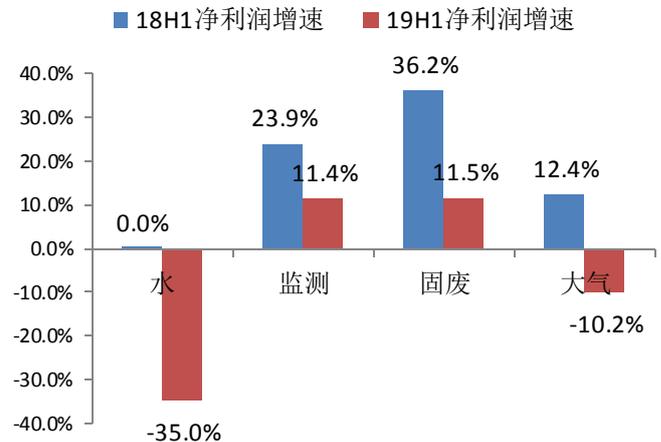
图 25:2010-2019H1 环保行业 ROE


资料来源：wind, 东兴证券研究所

从细分领域来看，在去年以来国家实施金融降杠杆、严控地方政府债务增量的背景下，水、气、固废、监测无一不下滑。下滑最剧烈的是水处理板块，19 年上半年业绩增速下滑 35%，而去年同期为零增长。其次是大气板块，19 年上半年业绩下滑 10.2%，去年同期是正 12.4% 增长。固废、监测 19 年上半年业绩分别增长 11.5%、11.4%，但较去年同期 24.4%、23.9% 的增速也是下滑的。

图 26:2018H1-2019H1 环保行业各细分领域总营收增速


资料来源：wind, 东兴证券研究所

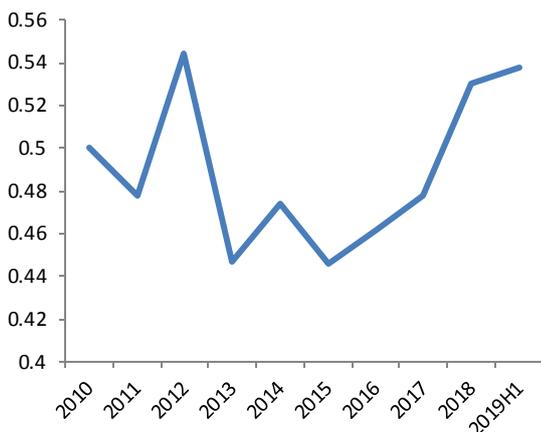
图 27:2018H1-2019H1 环保各细分领域归母净利润增速


资料来源：wind, 东兴证券研究所

我们认为，环保行业基本面已触底，随着国企入主重塑行业竞争格局，行业内积极变化可期。目前环保板块的基金持仓仍处于历史低位，具备较好的配置价值。经过多年的发展，环保企业的综合性、平台化已是大势所趋，在去年金融行业去杠杆的背景下，民营企业在融资方面的弱势暴露无遗。随着碧水源、清新环境、东方园林、启迪环境、锦江环境等多数环保企业都已有国企的入主，行业的竞争格局已发生变化，“国企+民企”的股东背景或带来优势的协同互补，民企发挥自身的项目运营、工程经验、激励机制方面的优势，而国企背书可以给企业带来充沛的低成本融资，对企业拿单能力的提升也有积极影响，对于投资属性较强的环保行业

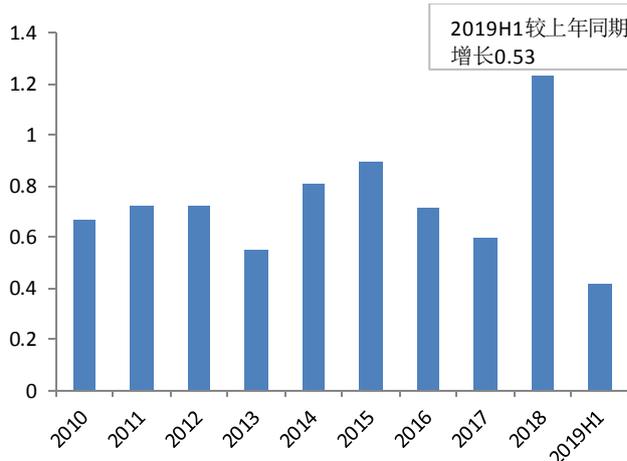
至关重要。从财务数据看，资产负债率从 15 年的 44.6% 开始攀升到 18 年 53%，但今年以来行业资产负债率增幅已大幅放缓，上半年只增加了 0.72%，由于部分企业的股权融资款于下半年到账，行业三四季度资产负债率大概率呈下行趋势。从现金流表现看，18 年底到今年上半年，都呈持续改善的趋势。我们认为，行业现金流正逐步改善，国企入主将解决过去制约环保民企发展的订单和资金瓶颈，目前是行业较好的配置时点。

图 28:2010-2019H1 环保行业资产负债率



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 29:2010-2019H1 经营活动现金流

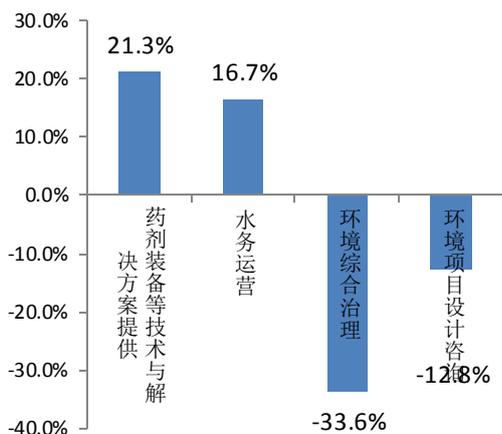


资料来源：wind，东兴证券研究所

1.2.1 水务板块:水环境业绩大幅下滑，水务运营稳健增长

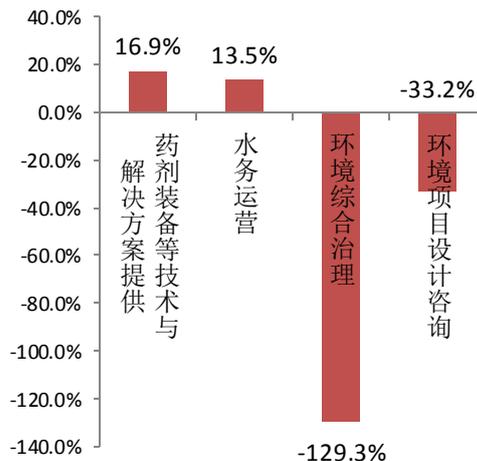
2019 上半年，水务板块营收下滑-7.6%，归母净利润下滑-35.0%（上年同期为 0.0%），在环保行业水、气、固废、监测四大板块中业绩下滑最多。水务板块的下滑，主要是 2018 年以来国家实施金融降杠杆以及 PPP 项目风险严格控制的措施，不少龙头环保企业出现了现金流危机，加上部分区域地方政府财政开支缩减，使得环境综合治理类 PPP 项目出现延期或取消，导致了上半年从事水环境治理的民营环保上市公司几乎全军覆没，上半年主营环境综合治理的上市公司营收下滑 33.6%，归母净利润下滑 129.3%。

图 30:水务板块细分领域营收增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 31:水务板块细分领域净利润增速



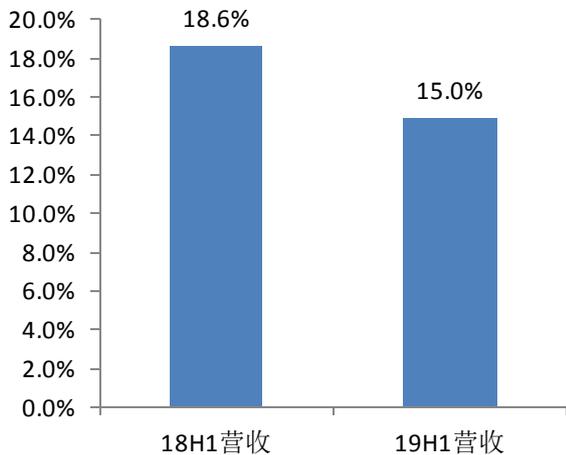
资料来源：wind，东兴证券研究所

1.2.2 大气板块：业绩增长持续性瓶颈待破

2019 上半年，大气板块营收增长 15%，归母净利润下滑-10.2%（上年同期为 12.4%）。由于火电的超低排放已基本完成，因此以火电烟气治理为主业的清新环境、远达环保、龙源技术等业绩都大幅下滑，而雪浪环境受益于下游垃圾焚烧行业进入投产高峰期，业绩增长 84.6%，从事非电烟气治理工程的龙净环保和非电烟气治理装备的国林环保受益于京津冀、长三角、汾渭平原地区的钢铁行业超低排放快速推介，业绩分别增长 10.5%、23%。营收与净利润增长不匹配的主要原因是非电行业竞争愈发激烈，且钢铁企业对价格敏感程度要高于火电企业，因此行业毛利率呈下滑趋势。

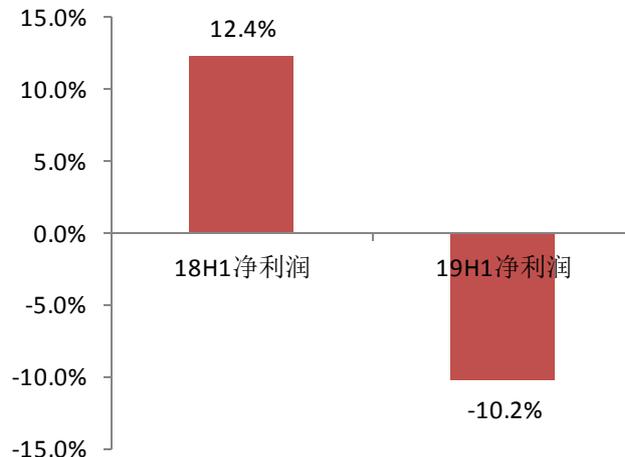
我们认为，大气板块业绩的长期持续性堪忧，预计全国空气敏感区域的钢铁超低排放将在 2022 年基本完成，届时大气治理行业的市场空间将大幅减少，除了水泥、焦化等其他非电行业的仍存增量烟气治理需求外，行业将开始进入存量环保装备的更新期。因此，大气治理的环保公司必须向固废或脱硫废水领域转型，才能打开业绩增长的持续性瓶颈。目前，大气治理龙头龙净环保正在积极布局垃圾焚烧、土壤修复、脱硫废水等领域，后续成果仍待进一步跟踪验证。

图 32:大气板块 2018H1 与 2019H1 营收增速对比



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 33:大气板块 2018H1 与 2019H1 净利润增速对比

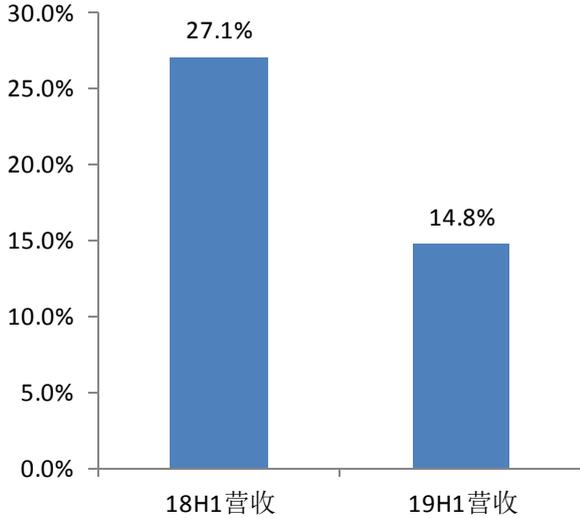


资料来源：wind，东兴证券研究所

1.2.3 监测板块：短期增速或有所放缓，长期待污染源、网格化监测市场爆发

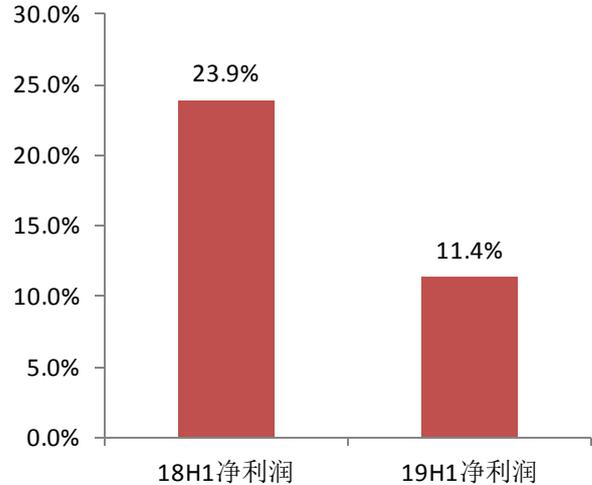
2019 上半年，监测板块营收增长 14.8%，归母净利润增长 17.9%（上年同期为 23.9%），监测板块增长也有所放缓。监测板块中，除电力污染源监测占比较高的雪迪龙业绩下滑外，理工环科、先河环保、聚光科技都实现了业绩正增长，增速分别为 31.1%、26%、2.9%。聚光科技增速较慢，主要是由于根据《惠财罚[2018]11 号政府采购行政处罚决定书》，公司被列入不良行为记录名单及二年内禁止参加政府采购活动的处罚，使得公司的市政订单受到较大影响。我们认为，污染源监测长期市场空间较大，但企业的监测投资需政策推动，从行业整体来看，今年污染源监测市场不及预期、市政水气仍有增长，监测行业短期增速或有所放缓，加上行业竞争激烈，龙头企业短期订单能否持续增长有一定不确定性。

图 34:监测板块 2018H1 与 2019H1 营收增速对比



资料来源：wind, 东兴证券研究所

图 35:监测板块 2018H1 与 2019H1 净利润增速对比

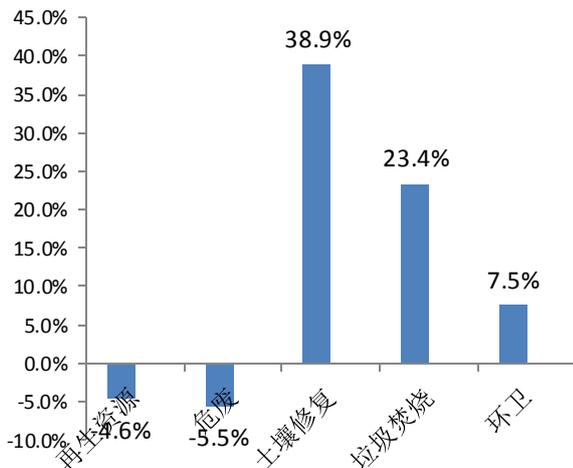


资料来源：wind, 东兴证券研究所

1.2.4 固废板块：行业市场广阔整体利润增速回落系危废板块表现较差

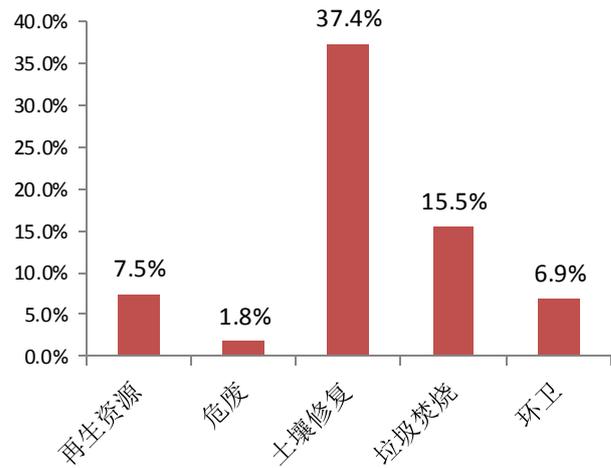
2019 上半年，固废板块营收增长 4.0%，归母净利润增长 11.5%（上年同期为 24.4%）。其中，危废板块表现最差，上半年归母净利增速仅为 1.8%，主要是由于行业产能增长快速，已运营项目产能利用率提升不及预期。再生资源 and 环卫行业表现平平，其归母净利润增速分别为 7.5%、6.9%，目前上市的再生资源企业以电废四机一脑拆解为主，对补贴依赖程度较高，环卫服务行业营收和订单增长迅猛，但竞争激烈且部分新项目处于磨合期，利润率尚不如意。土壤修复和垃圾焚烧表现优异，其归母净利润增速分别为 37.4%、15.5%。

图 36:固废板块各细分领域营收增速



资料来源：wind, 东兴证券研究所

图 37:固废板块各细分领域净利润增速



资料来源：wind, 东兴证券研究所

2. 投资建议

2.1 公用事业：关注业绩稳健的水电公司发电量高增同时盈利能力增强的火电公司

我们建议投资者关注大型流域调节水电站的水电公司，流域调节水电公司机组可以优先并网，不受电力供需影响，水库库容大，受到来水波动小，业绩稳定，现金流充沛，具有非常好的防御属性。水电是受到国家政策保护的行业，水电机组可以优先并网，使得电力供需对水电发电量影响较小，唯一的不确定因素是来水的丰枯。水电企业中我们推荐拥有大型水电机组的水电企业，这主要是因为虽然上半年来水偏丰，水电企业发电量增长，业绩向好，但来水偏丰不是公司内生型增长，未来来水也比较难预测，公司很可能遇到来水偏枯年份，使得发电量下降，业绩下滑。大型水电站调节能力强，能够更好的平滑枯水年份和丰水年份，盈利更加稳定。**水电板块建议重点关注：长江电力。**

我们同时建议投资者关注电力需求增长旺盛地区的火电公司。电力需求旺盛地区的火电站的发电量会快速增长，营收也会快速增长，在煤炭价格中枢下跌的背景下，两项利好叠加，火电公司会释放更加可观的业绩。我国目前高耗能产业在向湖北、四川和广西转移，这些地区用电量将会高增，其中四川与广西地处西南地区，水电资源丰富，不利于火电发展，湖北地区水电主要外送，对当地供应有限，更利于火电企业发展。**火电板块建议重点关注：长源电力。**

2.2 环保行业：关注融资能力增强的水务运营企业景气度高的垃圾焚烧及土壤修复行业

水务板块：建议关注融资能力增强的水务企业投资机会

根据 E20 研究院数据中心从 E 标通获悉，2019 年上半年，社会资本共中标 187 个水务 PPP 项目，投资额总计超过 1140 亿元，尽管较 2018 年上半年 1233 亿下滑了 7.5%，但总体来说今年上半年水务市场势头较为强劲，且 7 月 270 亿、8 月 250 亿的投资额继续延续了上半年强劲的势头。我们认为市场对综合环境治理 PPP 项目的前景过于悲观，一方面环保企业在资产负债率、融资成本可控的情形下，适度扩张发展 PPP 项目，利于企业做大做强。另一方面，随着国企入主，竞争格局重塑，水环境最差的时点已过，未来大型的 PPP 项目或更多呈现双平台的模式，投资平台由大型央企国企为主导，而上市环保企业更多轻资产参与，在设计、运营环节占据主导，发挥各自资源优势。我们对综合环境治理的未来保持乐观，行业存预期差，**可适当关注具有融资成本优势的国企龙头如北控水务集团、葛洲坝等。**

水务板块中，水务运营板块仍然实现了稳定的业绩增长，上半年营收增长 16.7%，归母净利润增长 13.5%。建议关注水务运营类公司的投资机会。投资逻辑如下：一、目前即使是一二线城市真实的污水处理率也尚未饱和，新建污水处理厂空间仍存，加上存量水厂的提标改造和管网技术升级等投资需求，未来行业仍将保持稳健的增速；二、参照海外龙头美国水业的成长经验，行业龙头可通过不断并购扩张运营产能，巩固自身龙头定位，而我国目前的龙头也已经形成，市占率第一的北控水务占据 7% 市场份额，首创股份、上实环境等公司紧随其后，未来随着达标压力加大，龙头企业凭借运营经验和运营成本优势，可通过并购、委托运营等方式提升市占率；三、水务行业具有防御性，步入成熟期后，可预期公司的分红率提高，如香港供水巨无霸粤海投资，正是通过其防御性与高股息率穿越股市牛熊。**水务运营板块建议重点关注：北控水务集团、滇池水务、国祯环保、重庆水务。**

固废板块：建议关注土壤修复、垃圾焚烧行业的投资机会。

土壤修复行业尚处于发展初级，19-20 年全国的退城入园进程将提速，同时响水事件的爆发也将使江苏、山

东等地加速化工园区的整治和优化，污染企业的搬迁将带来相应地块土壤修复需求的增长，预期今明两年行业将维持 30%左右的增速，市场空间较大。2018 年前五大企业集中度为 28%，技术储备、工程项目经验构成一定程度的竞争壁垒，**推荐土壤修复龙头高能环境**。随着填埋场逐步进入饱和封场阶段，垃圾焚烧厂进入建设和投产高峰期，行业景气度较高，且我们认为十三五后垃圾焚烧厂的新建空间仍存。目前行业 TOP5 企业市占率 26.6，TOP10 市占率 40.63%，集中度仍偏低。未来随着环保监管趋严，前期投资成本较低或采用流化床技术的垃圾焚烧项目将面临越来越大的环保成本和达标压力，行业集中度有望提升。同时在补贴下调、环保监管压力加大的背景下，未来高参数技术或成制胜法宝，看好具有运营+技术优势、较强政府资源和融资能力的企业，未来逐渐整合市场，**建议关注中国光大国际、瀚蓝环境、上海环境**。

3. 风险提示

宏观经济下行用电量不及预期；

天然气供应不到位，价格不断上涨；

环保新建项目收益率不及预期。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	公用事业及环保行业报告：各地深化电力市场化交易	2019-09-10
公司	长江电力：分红“常青树”，价值再提升	2019-09-06

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，2 年投资研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

研究助理：沈一凡

康奈尔大学硕士，纽约大学本科，曾供职于中国能建华东电力设计院，5 年基础设施建设经验，参与过包括火电、核电、水电、光伏、风电、垃圾发电等多种类型电站设计，2018 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。