

公用事业及环保：平稳中寻找亮点

——“不一样的财报解读”系列之2019年三季度报

2019年11月05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：

三季度数据来看，公用事业及环保板块整体业绩表现较为稳定；但其子版块则表现不一。今年前三季度，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；第三季度，火电公司业绩持续增长，水电公司业绩有所回落，燃气公司业绩有所改善。今年前三季度环保板块业绩整体下滑，第三季度小幅改善。

水电板块整体盈利能力提升，总体来水丰沛，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，企业盈利能力增强。前三季度水电来水总体偏丰，但不同区域分化较大。其中福建、云南、广东、湖南、四川来水偏丰，长江中上游、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，整体盈利持续改善，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，前三季度动力煤价格较去年同期下降约9.63%，火电企业毛利上升，企业盈利能力增强。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持续高增，业绩高增。

燃气板块顺价不畅毛利下滑 第三季度有所好转。今年供暖季，上游供气价上浮，而下游居民销售气价则没有调整，使得燃气公司城市供气业务利润被挤压，毛利下降。今年第三季度多省天然气门站价格下调2分钱，燃气企业上游采购价格下降，燃气公司毛利回升。A股18家燃气上市公司业绩也印证了这一情况。

环保行业基本面已触底，随着国企入主重塑行业竞争格局，行业的积极变化值得期待。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。

投资策略：公用事业方面，建议关注业绩稳定，高金额分红的电力公司和天然气顺价机制较畅的燃气公司。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。

风险提示：宏观经济下行用电量不及预期；天然气供应不到位引起的各省门站价格大规模上浮；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	1.04	1.03	1.15	17.97	17.79	17.85	16.13	2.74	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
深圳燃气	0.36	0.37	0.46	0.53	17.41	17.34	16.39	11.68	2.17	未评级

资料来源：公司财报、Wind，东兴证券研究所

目 录

1. 2019 年三季度财务数据分析	4
1.1 公用事业：三季度财务数据分析	4
1.1.1 水电板块：上半年总体来水偏丰 但三季度来水偏枯	5
1.1.2 火电板块燃料成本下降整体盈利改善	7
1.1.3 燃气板块顺价不畅毛利下滑 第三季度有所好转	9
1.2 环保行业：三季度财务数据分析	10
1.2.1 水务板块：水环境业绩大幅下滑，水务运营稳健增长	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：关注业绩稳定的水电公司和天然气顺价机制较好的燃气公司	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

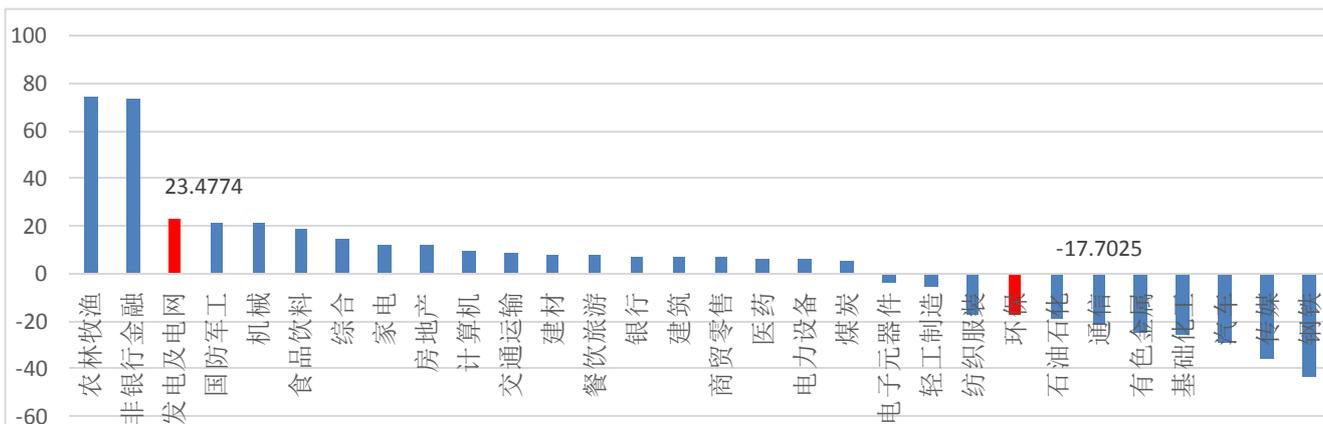
插图目录

图 1:中信行业 2019 年三季度归母净利润增速 (%)	4
图 2:2019Q1~Q3 公用事业各子板块 ROE 变化 (%)	4
图 3:水电板块 2018Q1~Q3 与 2019 年 Q1~Q3 业绩对比 (亿)	5
图 4:水电板块 2018Q1~Q3 与 2019 年 Q1~Q3 毛利率对比	5
图 5:中小型水电 2018Q1~Q3 与 2019 年 Q1~Q3 营收 (亿)	6
图 6:大型水电 2018Q1~Q3 与 2019 年 Q1~Q3 营收 (亿)	6
图 7:中小型水电 2018Q1~Q3 与 2019 年 Q1~Q3 归母扣非净利润 (亿)	6
图 8:大型水电 2018Q1~Q3 与 2019 年 Q1~Q3 归母扣非净利润 (亿)	6
图 9:水电板块典型公司 2018Q1~Q3 与 2019 年 Q1~Q3 毛利率	6
图 10:火电板块 2018Q1~Q3 与 2019 年 Q1~Q3 业绩对比 (亿)	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 2018Q1~Q3 与 2019 年 Q1~Q3 业绩对比 (亿)	8
图 13:地方型火电企业 2018Q1~Q3 与 2019 年 Q1~Q3 业绩对比 (亿)	8
图 14:全国型火电 2018Q1~Q3 与 2019 年 Q1~Q3 归母净利润(亿).....	8
图 15:地方型火电 2018Q1~Q3 与 2019 年 Q1~Q3 归母净利润(亿).....	8
图 16:火电企业 2018Q1~Q3 与 2019Q1~Q3 毛利率	8
图 17:燃气板块 2018Q1~Q3 与 2019Q1~Q3 业绩对比 (亿)	9
图 18:燃气板块 2018Q1~Q3 与 2019Q1~Q3 毛利率对比 (亿)	9
图 19:典型燃气企业 2018Q1~Q3 与 2019Q1~Q3 营业收入(亿).....	9
图 20:典型燃气企业 2018Q1~Q3 与 2019Q1~Q3 归母净利润 (亿)	9
图 21:典型燃气企业 2018Q1~Q3 与 2019Q1~Q3 毛利率 (%)	10
图 22:2010-2019Q3 环保行业总营收及增速.....	10
图 23:2010-2019Q3 环保行业总归母利润及增速.....	10
图 24:2010-2019Q3 环保行业毛利率 (%)	11
图 25:20105-2019Q3 环保行业 ROE.....	11
图 26:2018Q3-2019Q3 环保行业各细分领域总营收增速.....	11
图 27:2018Q3-2019Q3 环保各细分领域归母净利润增速.....	11
图 28:2010-2019Q3 环保行业资产负债率.....	12
图 29:2010-2019Q3 经营活动现金流/净利润	12
图 30:水务板块各细分 2019Q3 营收与净利润增速.....	12
图 31:大气板块 2019Q3 营收与净利润增速.....	13
图 32:监测板块 2019Q3 营收与净利润增速.....	14
图 33:固废板块各细分 2019Q3 营收与净利润增速.....	14

1. 2019 年三季度财务数据分析

截至 2019 年 10 月 31 日 A 股上市公司三季报发布完毕，从盈利情况来看，整个电力及公用事业行业 ROE 稳中有升，2019 年前三季度行业整体 ROE 为 6.39%，比去年同期 5.48% 上升了 0.91 个百分点。从归母净利润的增长来看，发电及电网板块比去年同期上升 23.48%，环保板块则比去年同期下降 17.70%。

图 1: 中信行业 2019 年三季度归母净利润增速 (%)

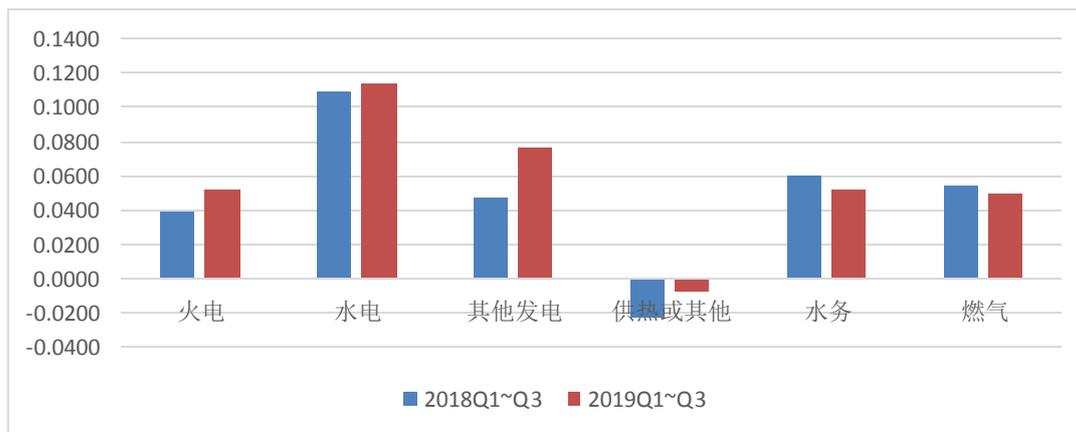


资料来源: wind, 东兴证券研究所

1.1 公用事业：三季度财务数据分析

公用事业行业 2019 年三季报有喜有忧，子板块盈利变化不一，其中供热板块 ROE 再次转亏，水电、火电板块 ROE 继续增长增长，但水电增长幅度较中报相比有所收窄，其他发电 ROE 增长较大、水务板块、燃气板块 ROE 下滑，其中水务板块上半年 ROE 增长，前三季度 ROE 下滑，燃气板块虽然上半年、前三季度 ROE 都下滑，但前三季度 ROE 下滑幅度较上半年收窄。后文我们主要对占比较大，行业基本面有明显变化的火电、水电和燃气三个子板块进行分析。

图 2: 2019Q1~Q3 公用事业各子板块 ROE 变化 (%)

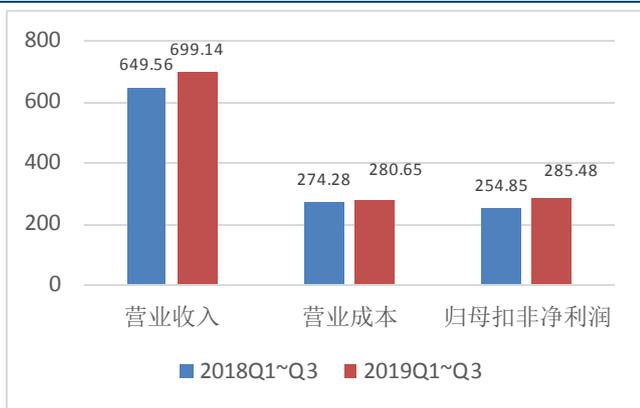


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

1.1.1 水电板块：上半年总体来水偏丰 但三季度来水偏枯

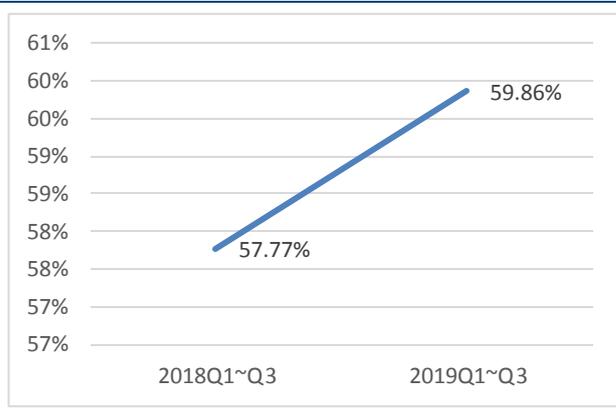
2019 年前三季度水电板块 ROE 为 11.34%，比去年同期 10.89% 上升了 0.45 个百分点；2019 年上半年水电板块 ROE 为 6.11%，比去年同期 5.51% 上升了 0.6 个百分点。水电板块 ROE 上升主要由于整体来水偏丰，发电量增加，营收增加，毛利率增加；前三季度增幅不及上半年增幅的原因是今年上半年来水偏丰但第三季度来水偏枯。金沙江下游溪洛渡水库第三季度来水较上年同期偏枯 29.45%，长江上游三峡水库第三季度来水较上年同期偏枯 16.98%，根据中电联的统计，1-9 月份，全国规模以上电厂水电发电量 8938 亿千瓦时，同比增长 7.9%，增速比上年同期提高 3.5 个百分点。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。今年第三季度来水不及预期，前三季度毛利率比去年同期增长 2.09 个百分点，不及今年上半年毛利率比去年同期增长 2.55 个百分点。

图 3:水电板块 2018Q1~Q3 与 2019 年 Q1~Q3 业绩对比(亿)



资料来源：Wind，东兴证券研究所

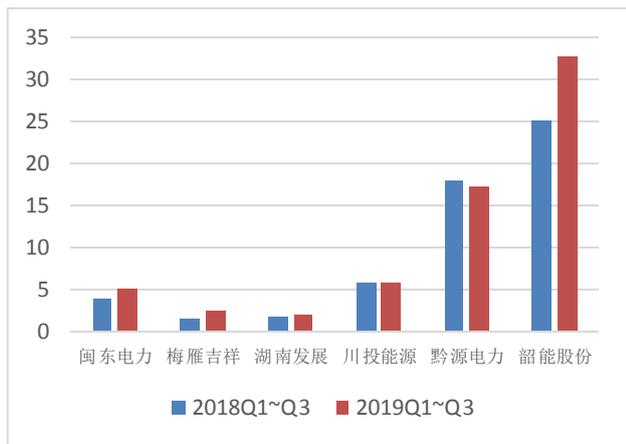
图 4:水电板块 2018Q1~Q3 与 2019 年 Q1~Q3 毛利率对比



资料来源：Wind，东兴证券研究所

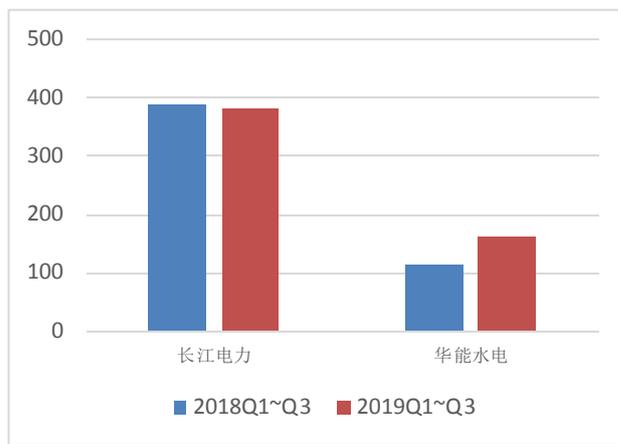
虽然水电板块整体来水偏丰业绩向好，但地区有差异，且第三季度业绩增长收窄。根据中电联的报道，1-9 月份，全国水电发电量前三位的省份为四川（2288 亿千瓦时）、云南（2045 亿千瓦时）和湖北（1038 亿千瓦时），其合计水电发电量占全国水电发电量的 60.1%，同比分别增长 4.7%、12.2%和-8.9%；1-6 月份全国水电发电量前三位的省份为四川（1221 亿千瓦时）、云南（1132 亿千瓦时）和湖北（592 亿千瓦时），其合计水电发电量占全国水电发电量的 57.3%，同比分别增长 2.8%、25.9%和-5.1%。由此可见，今年前三季度水电经营情况各地区有差异，其中福建、云南、广东、湖南、四川来水偏丰，长江中上游、贵州来水偏枯。A 股相关水电上市公司营收也反映了这一特点，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营收大增，位于四川的川投能源、位于贵州的黔源电力和为位于长江中上游的长江电力营收比去年小幅下滑。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，黔源电力主要由于第三季度来水较好营收下滑收窄。

图 5:中小型水电 2018Q1~Q3 与 2019 年 Q1~Q3 营收 (亿)



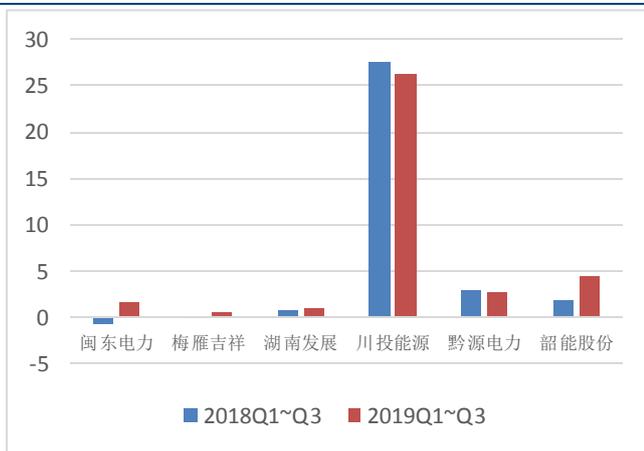
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 6:大型水电 2018Q1~Q3 与 2019 年 Q1~Q3 营收 (亿)



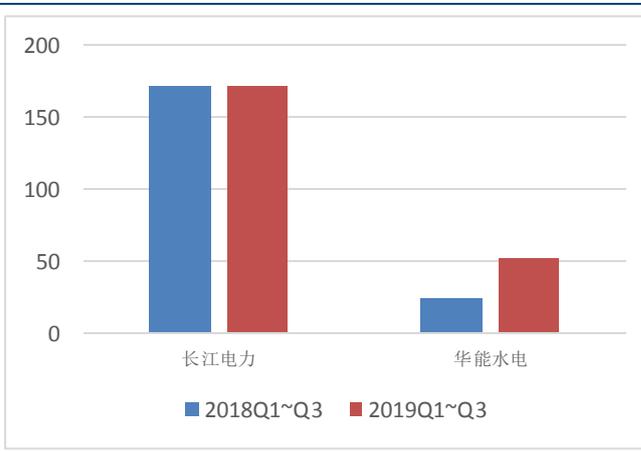
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 7:中小型水电 2018Q1~Q3 与 2019 年 Q1~Q3 归母扣非净利润 (亿)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

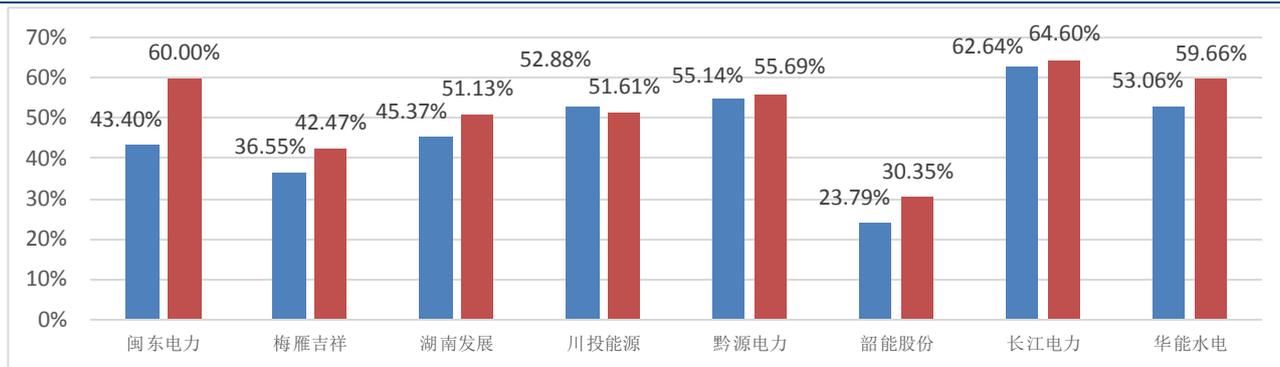
图 8:大型水电 2018Q1~Q3 与 2019 年 Q1~Q3 归母扣非净利润 (亿)



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。

图 9:水电板块典型公司 2018Q1~Q3 与 2019 年 Q1~Q3 毛利率

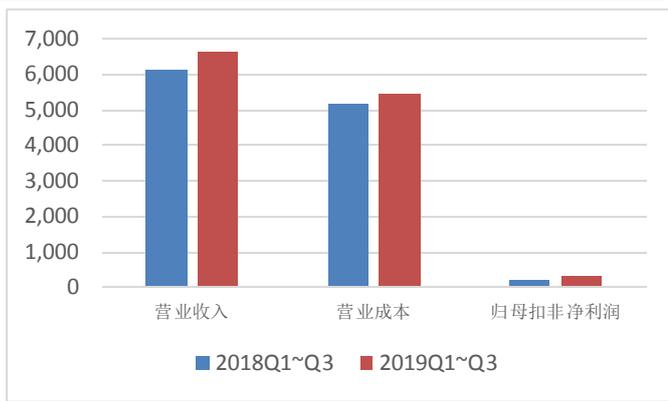


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

1.1.2 火电板块燃料成本下降整体盈利改善

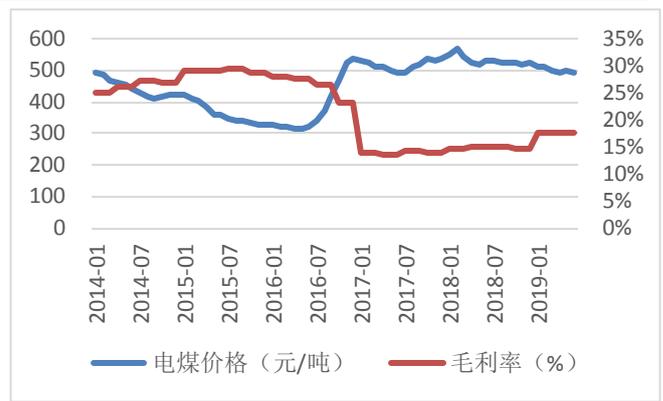
2019 年前三季度火电板块 ROE 为 5.23%，比去年同期 3.92% 上升了 1.31 个百分点。火电板块 ROE 上升主要由于火电发电量稳中有增，燃料成本下降，毛利率提升。1-9 月份，全国规模以上电厂火电发电量 38020 亿千瓦时，同比增长 0.5%，增速比上年同期回落 6.4 个百分点。动力煤成本占总发电成本的 70%，是决定火电站盈利水平的关键因素，今年前三季度，动力煤价格较去年同期下降约 9.63%，使火电企业毛利上升，企业盈利水平增加。A 股 35 家火电上市公司业绩也印证了这一情况，今年前三季度 35 家火电企业营业收入增长 8.38%，归母扣非净利润增长 41.94%，毛利由去年同期的 15.05% 增长到今年的 17.86%。

图 10:火电板块 2018Q1~Q3 与 2019 年 Q1~Q3 业绩对比(亿)



资料来源：Wind，东兴证券研究所

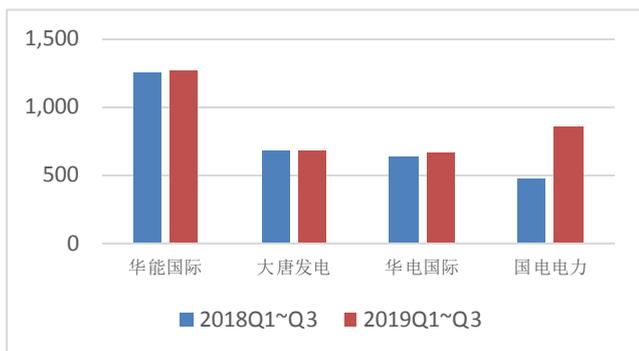
图 11:火电板块电煤价格与毛利率对比



资料来源：Wind，东兴证券研究所

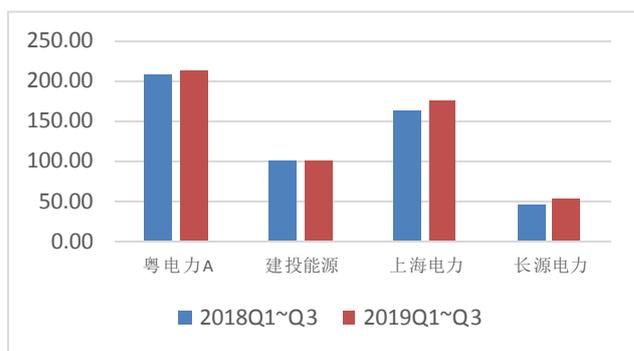
燃料成本下降火电板块整体业绩向好，但不同火电企业业绩增长不一；全国型电力企业发电量稳定，营收稳步增长，业绩回升；地方型火电企业中华中区域电力企业发电量持续高增，营收高增，业绩耀眼。根据中电联的报道，1-9 月份，除青海、上海、甘肃和河南外，全国各省份全社会用电量均实现正增长。其中，全社会用电量同比增长超过全国平均水平(4.4%)的省份依次为：西藏(14.4%)、广西(12.1%)、内蒙古(10.6%)、海南(10.1%)、云南(9.3%)、新疆(8.4%)、湖北(7.9%)、江西(7.4%)、安徽(7.4%)、四川(7.2%)、湖南(7.0%)、山西(5.8%)、河北(5.5%)、广东(5.2%)和贵州(5.0%)。1-9 月份，全国规模以上电厂火电发电量 38020 亿千瓦时，同比增长 0.5%，增速比上年同期回落 6.4 个百分点。用电量增长不同，火电发电量也不同，分省份看，全国共有 14 个省份火电发电量同比增加，其中，增速超过 20% 的省份有西藏(137.4%)和湖北(21.6%)，增速超过 10% 的省份有广西(19.4%)、吉林(12.5%)、四川(10.6%)和宁夏(10.3%)；另外，在 17 个火电发电量同比降低的省份中，青海和云南降低超过 10%，分别为-12.4%和-11.8%。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；云南由于当地水电来水偏丰，挤占了火电发电份额，青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，大型电力企业经营稳步增长（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、位于河北的建投能源营收小幅上涨，位于上海的上电电力火电营收下滑，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。

图 12:全国型火电企业 2018Q1~Q3 与 2019 年 Q1~Q3 业绩对比 (亿)



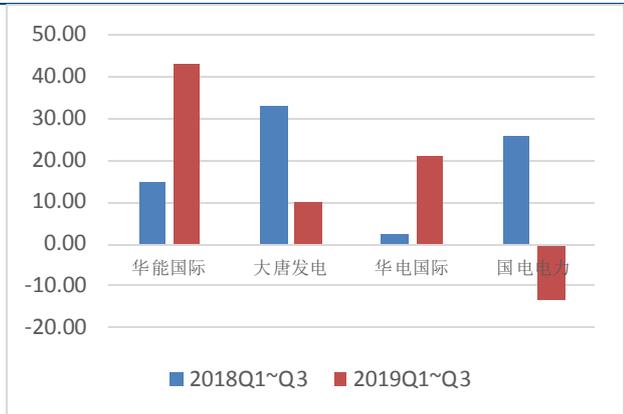
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 13:地方型火电企业 2018Q1~Q3 与 2019 年 Q1~Q3 业绩对比 (亿)



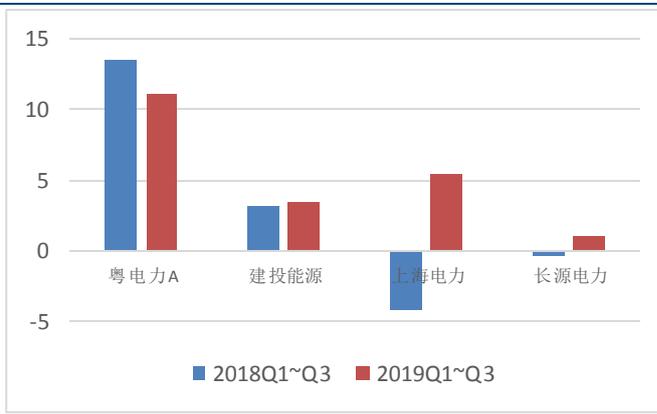
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 14:全国型火电 2018Q1~Q3 与 2019 年 Q1~Q3 归母净利润(亿)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

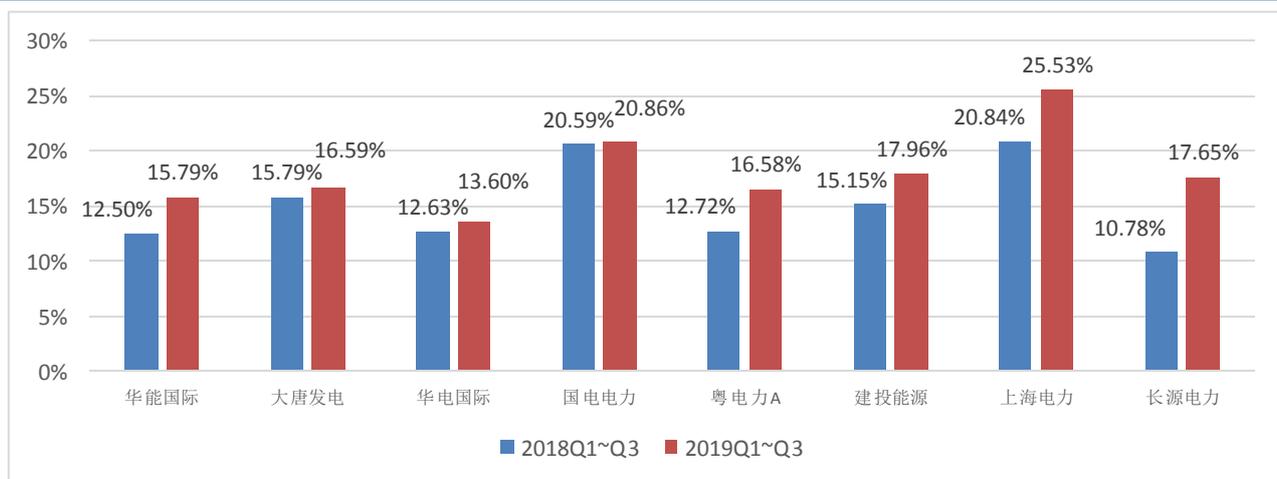
图 15:地方型火电 2018Q1~Q3 与 2019 年 Q1~Q3 归母净利润(亿)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

国电电力归母净利润下滑系计提信用减值损失, 资产减值损失共 30.8 亿元。

图 16:火电企业 2018Q1~Q3 与 2019Q1~Q3 毛利率

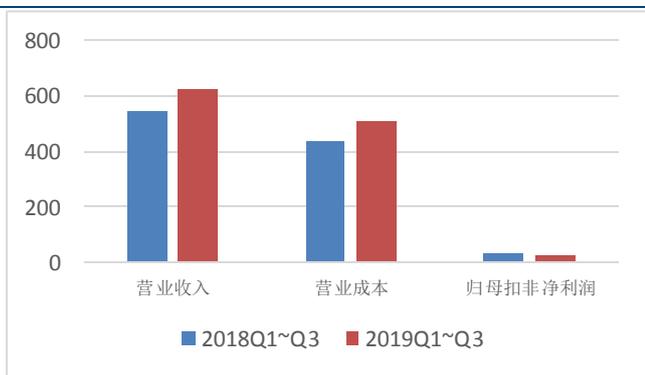


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

1.1.3 燃气板块顺价不畅毛利下滑 第三季度有所好转

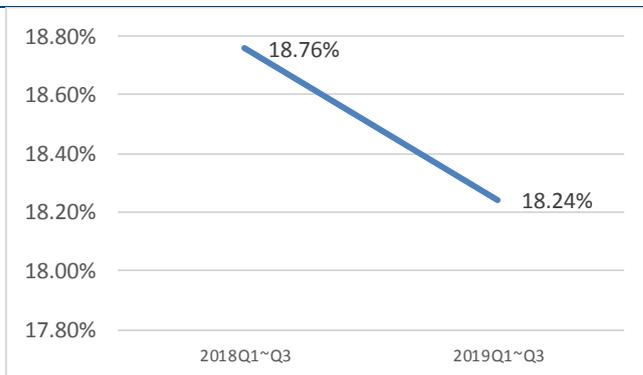
2019 年前三季度燃气板块 ROE 为 4.98%，比去年同期 5.39%下降了 0.41 个百分点，低于上半年 ROE 下降幅度，第三季度行业业绩转好。2019 年上半年燃气板块 ROE 为 4.88%，比去年同期 4.52%下降了 0.64 个百分点。燃气板块 ROE 下降的主要原因是顺价不畅，毛利率下滑。一直以来非居民上游气价执行的是基准门站价格，居民用气上游气价则执行的是最高门站价格，其中基准门站价格可以在基准价格的基础上上浮 20%，下浮不限，最高门站价格则一直不变。去年 5 月 25 日，为理顺燃气价格，居民和非居民上游气价并轨，全部执行基准门站价格，至此非居民和居民的上游气价都可以在基准门站价格基础上上浮 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，上游供气价上浮，而下游居民销售气价则没有调整，使得燃气公司城市供气业务利润被挤压，毛利下降。今年第三季度多省燃气门站价格下调 2 分钱，燃气企业上游采购价格下降，燃气公司毛利回升。A 股 18 家燃气上市公司业绩也印证了这一情况，今年前三季度 18 家燃气企业营业收入增长 14.85%，归母净利润下降 4.45%，毛利由去年同期的 18.76%下降到今年的 18.24%，行业整体业绩下滑较上半年收窄；对比来看，今年上半年 18 家燃气企业营业收入增长 18.4%，归母净利润下降 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整体十分相似，毛利率小幅下降，其中重庆燃气财务费率管控较好，归母净利润小幅上升，贵州燃气由于上游气价上涨不明显，毛利率基本稳定，归母净利润小幅上升。

图 17:燃气板块 2018Q1~Q3 与 2019Q1~Q3 业绩对比(亿)



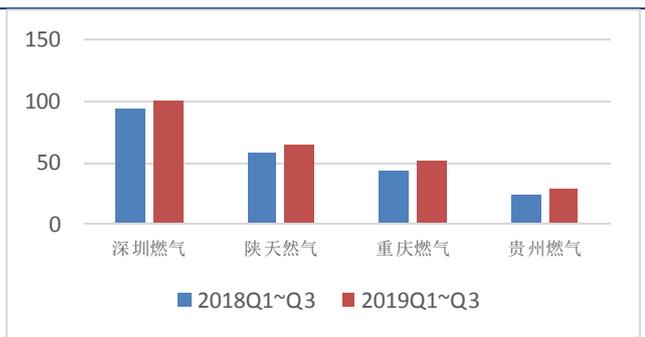
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 18:燃气板块 2018Q1~Q3 与 2019Q1~Q3 毛利率对比(亿)



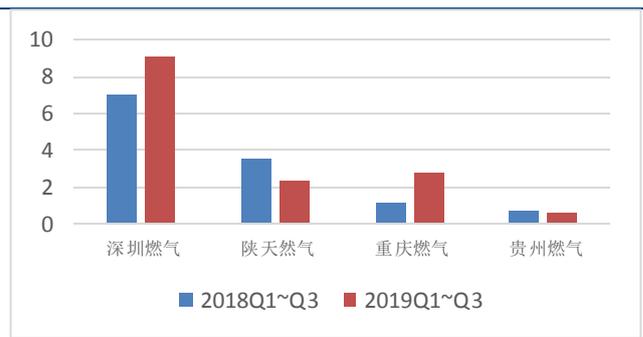
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 19:典型燃气企业 2018Q1~Q3 与 2019Q1~Q3 营业收入(亿)



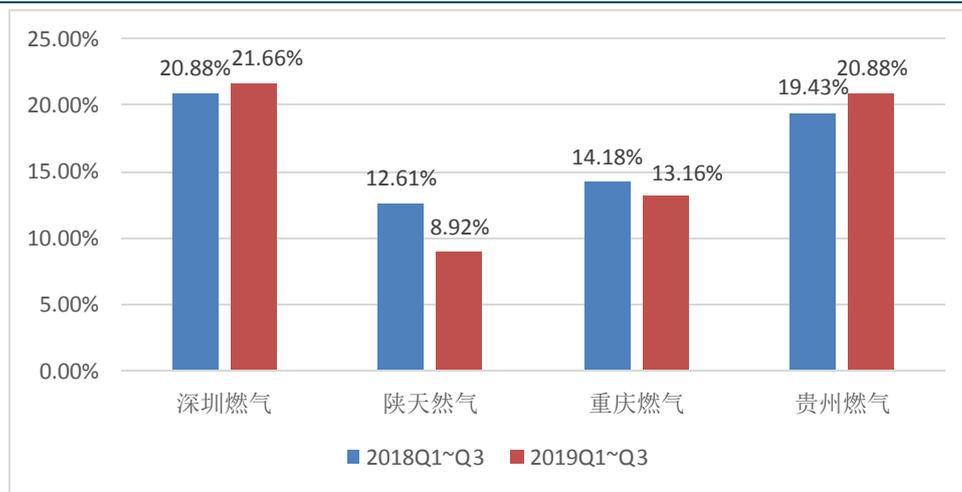
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 20:典型燃气企业 2018Q1~Q3 与 2019Q1~Q3 归母净利润(亿)



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 21:典型燃气企业 2018Q1~Q3 与 2019Q1~Q3 毛利率

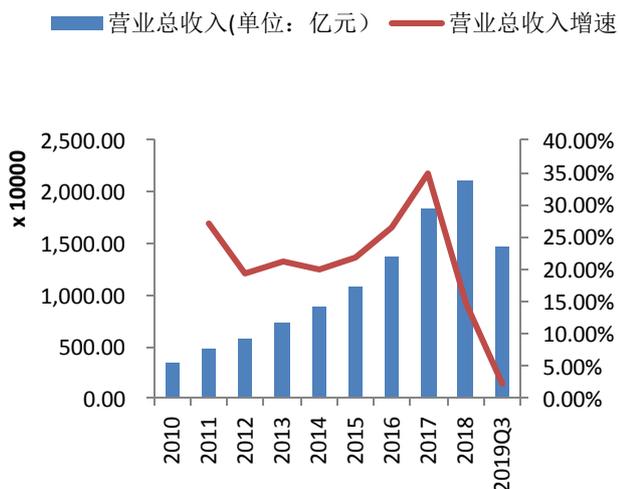


资料来源：Wind，东兴证券研究所

1.2 环保行业：三季度财报数据分析

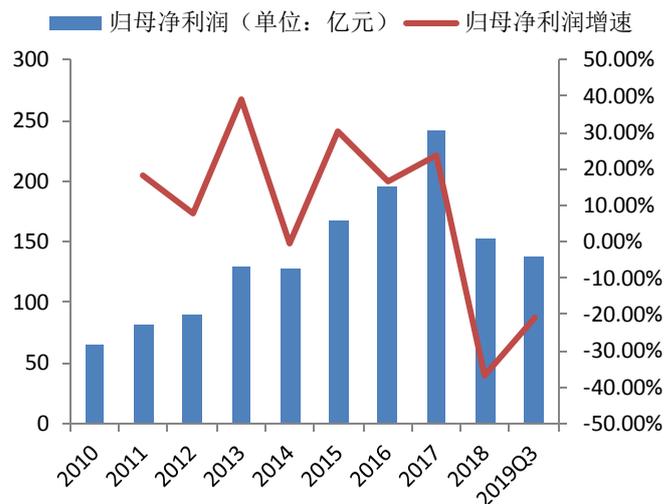
据我们对 64 家环保上市公司的统计，2019 年前三季度，环保行业上市公司实现营业总收入 1466.65 亿元，同比增长 2.2%，实现归母净利润 137.22 亿元，同比下降 20.7%。行业 ROE 为 6.45%，较去年同期增加 0.03%。毛利率 31.75%，较去年同期降低 1.11%。三季度环保行业营收、净利润、ROE、毛利率等各项财务指标表现仍然较差，行业归母净利润增速在中信一级行业中处于靠后水平。但值得关注的积极变化是，行业三季度单季业绩较今年上半年出现明显改善，带动前三季度板块营收增速由负转正，归母净利下滑幅度有所收窄，基本面有所改善。

图 22:2010-2019Q3 环保行业总营收及增速

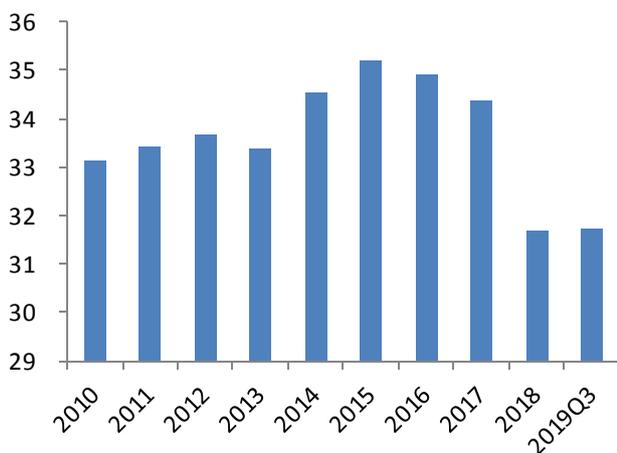


资料来源：wind，东兴证券研究所

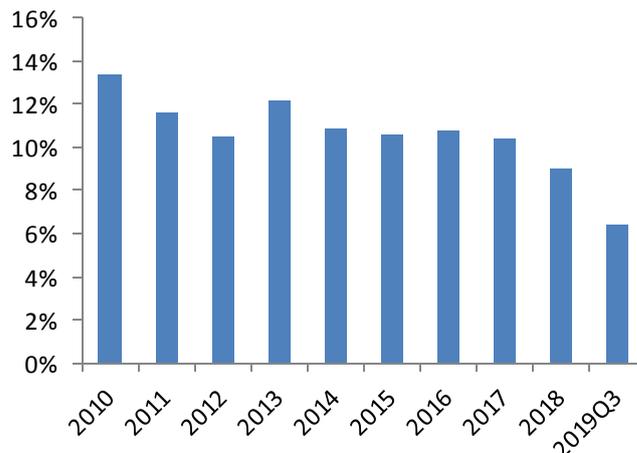
图 23:2010-2019Q3 环保行业总归母净利润及增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

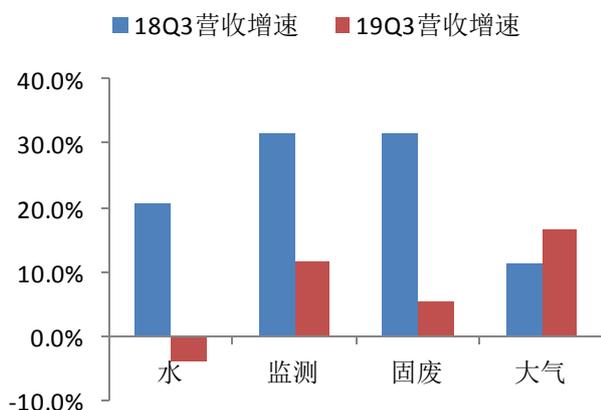
图 24:2010-2019Q3 环保行业毛利率 (%)


资料来源：wind, 东兴证券研究所

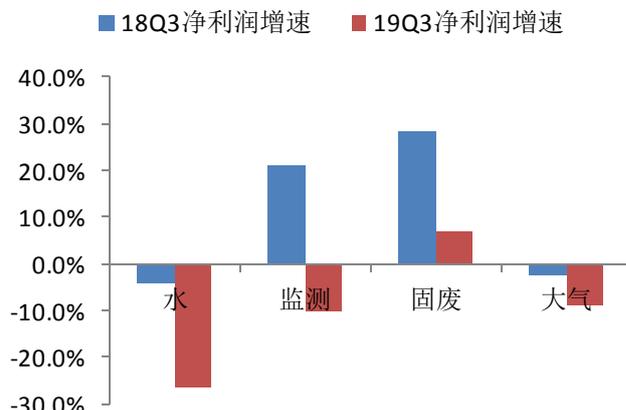
图 25:2010-2019Q3 环保行业 ROE (%)


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、监测都出现了下滑。下滑最剧烈的是水处理板块，19 年前三季度业绩增速下滑 26.7%，而去年同期下滑仅 4.4%。其次是监测板块，19 年前三季度业绩下滑 10.4%，去年同期是正 21.2% 增长，大气也下滑了 8.9%，去年同期下滑 -2.5%。只有固废前三季度业绩增长了 16.4%，但较去年同期 28.2% 的增速也是有所放缓的。

图 26:2018Q3-2019Q3 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

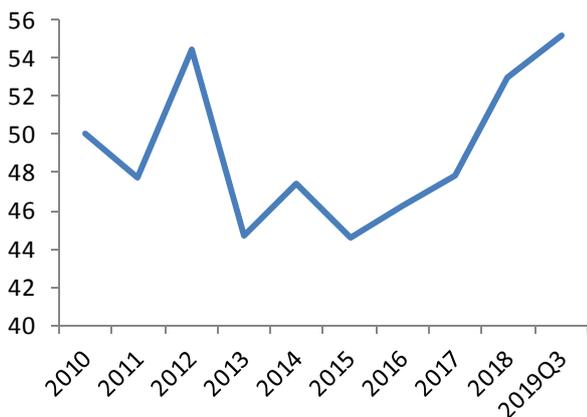
图 27:2018Q3-2019Q3 环保各细分领域归母净利润增速 (%)


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，市场关注度较低。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，而国企助力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

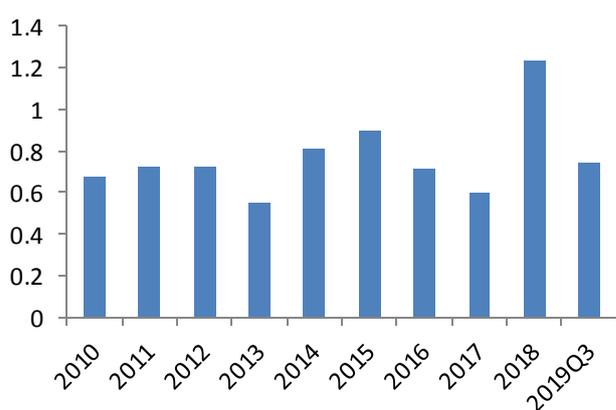
已有所放缓，由于部分企业的股权融资款于下半年到账，行业四季度资产负债率大概率呈下行趋势。从现金流表现看，18 年底到今年三季度，都呈持续改善的趋势。我们认为，行业现金流正逐步改善，国企入主将解决过去制约环保民企发展的订单和资金瓶颈，目前是行业较好的配置时点。

图 28:2010-2019Q3 环保行业资产负债率 (%)



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 29:2010-2019Q3 经营活动现金流/净利润 (%)

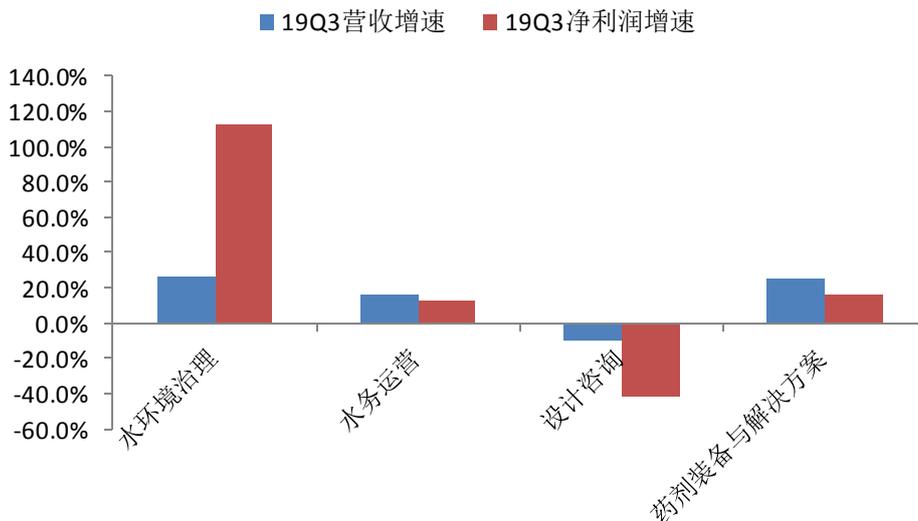


资料来源：wind，东兴证券研究所

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 前三季，水务板块营收下滑-3.9%，归母净利润下滑-26.7%（上年同期为-4.4%），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，导致了今年从事水环境治理的民营环保上市公司几乎全军覆没，前三季主营环境综合治理的上市公司营收下滑 26.4%，归母净利润下滑 112.6%。

图 30:水务板块各细分 2019Q3 营收与净利润增速 (%)



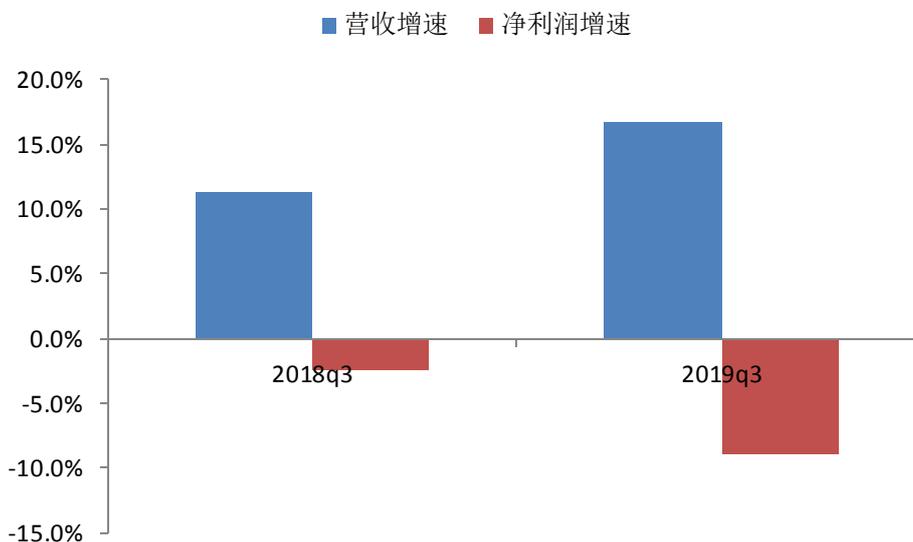
资料来源：Wind，东兴证券研究所

1.2.2 大气板块：业绩增长持续性瓶颈待破

2019 前三季度，大气板块营收增长 16.7%，归母净利润下滑-8.9%（上年同期为-2.5%）。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 67.6%，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推进，业绩分别增长 5.2%、15.1%。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 31:大气板块 2019Q3 营收与净利润增速 (%)

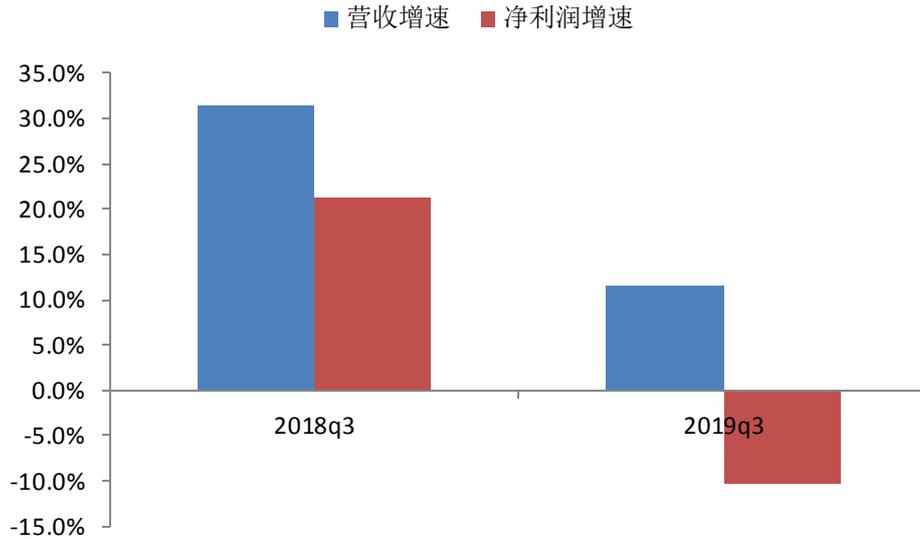


资料来源：Wind，东兴证券研究所

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 前三季度，监测板块营收增长 11.6%，归母净利润增长-10.4%（上年同期为 21.2%），监测板块增长也由正转负。监测板块中，电力污染源监测占比较高的雪迪龙业绩下滑和聚光科技业绩下滑较多，分别下滑-30.2%、-20.2%。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 32:监测板块 2019Q3 营收与净利润增速 (%)

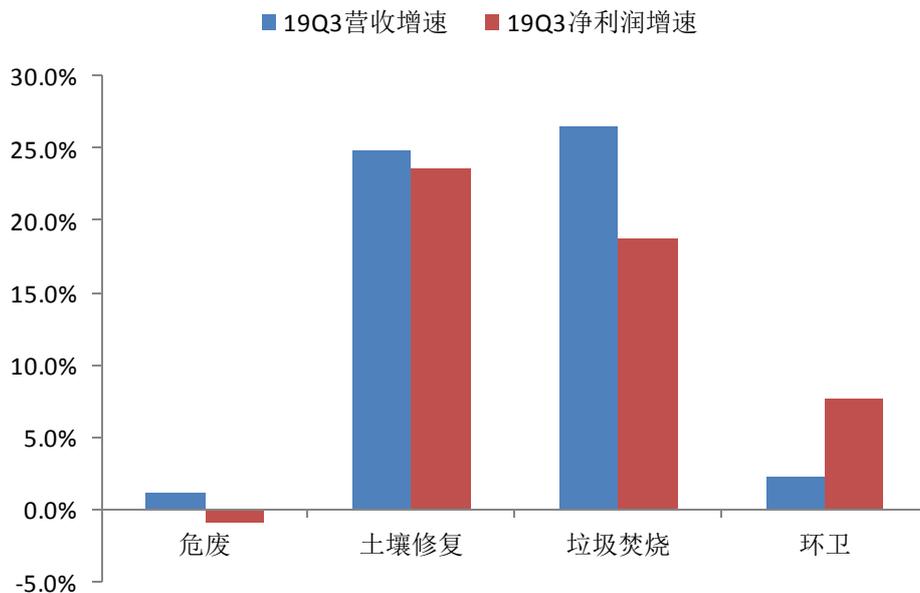


资料来源：Wind，东兴证券研究所

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 前三季，固废板块营收增长 5.3%，归母净利润增长 16.4%（上年同期为 28.2%）。其中，危废板块表现最差，前三季归母净利增速仅为-1.0%，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。环卫行业表现平平，归母净利润增长 7.6%，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 32.6%、18.7%。

图 33:固废板块各细分 2019Q3 营收与净利润增速 (%)



资料来源：Wind，东兴证券研究所

2. 投资建议

2.1 公用事业：关注业绩稳定的水电公司和天然气顺价机制较好的燃气公司

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，这主要是因为虽然今年以来水电来水偏丰，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顺价机制较畅的燃气公司。燃气公司主要盈利来自于上游购气和下游售气的利差，城市燃气公司主要用户为城市居民，燃气售价调整困难，工业燃气公司用户为大型工业企业，供气价格随行就市，价格形成机制较好，易维持稳定的毛利率。**燃气板块建议重点关注：深圳燃气。**

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 年前三季度，社会资本共中标超 300 个水务 PPP 项目，投资额总计达 1930 亿元，总体来说今年前三季水务市场势头较为强劲，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，前三季营收增长 15.6%，归母净利润增长 12.7%。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，各省门站价格大面积上涨；

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：黄河生态环境问题将纳入第二轮中央环保督察	2019-11-04
公司	瀚蓝环境公司报告：行业市场化提升浪潮，大固废版图持续推进	2019-10-30
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法律责任。

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。