

行业研究/专题研究

2020年05月05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

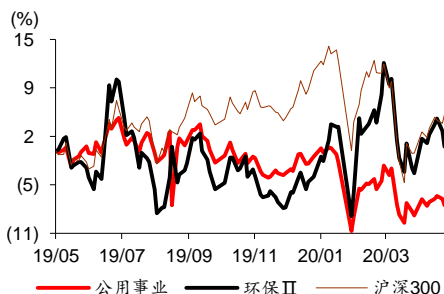
施静 执业证书编号: S0570520040003
研究员 010-56793967
shi_jing@htsc.com

吴祖鹏 0755-82492080
联系人 wuzupeng@htsc.com

相关研究

- 1《玉禾田(300815 SZ,买入): 业绩持续高速增长, 沧海横流显本色》2020.04
- 2《内蒙华电(600863 SH,买入): 业绩低于预期, 股息率具备吸引力》2020.04
- 3《博世科(300422 SZ,买入): 现金流明显好转, 持续迈向运营模式》2020.04

一年内行业走势图



资料来源: Wind

疫情下的 β 和 α

公用环保燃气板块 2019/1Q20 业绩总结与展望

疫情试金石下, 优质龙头业绩表现依旧亮眼

火电受益煤价疲软, 环保受益国资加持/融资宽松, 2019 年业绩表现不俗, 现金流大幅改善; 步入 1Q20, 疫情对公用事业降价的阴影持续压制电力/燃气板块的业绩和估值, 环保订单释放延迟; 然而, 在这些不利因素影响下, 优质企业 1Q20 仍有亮眼表现, 侨银/玉禾田/华电/龙马/旺能归母净利润同比增速 184%/150%/54%/49%/34%, 继续推荐环卫/垃圾焚烧/火电。

环保: 运营业务占比和产能增速决定 1Q20 下滑幅度

19 年收入/归母净利/经营性现金流同比+20%/+7%/+141%; 1Q20 收入/利润同比-3%/-44%。1Q20 工程复工延迟, 我们预期新订单/收入 2Q-3Q20 转正; 运营占比较高的国祯环保收入同比下滑幅度(6%)低于运营少的碧水源(19%), 博世科运营收入同比+131%/总收入同比仅-1%。1Q20 运营类污水/生活垃圾/危废/餐厨受影响程度依次递增, 产能利用率下滑, 收入增速显著低于产能增速(旺能/绿色动力/兴蓉/上海环境)或负增长(伟明/瀚蓝); 又因成本刚性, 净利率同比下滑 1-8pct; 行业资产负债率环比略提升至 61%, 我们期待 LPR/再融资放松/REITS 等新政进一步利好行业发展。

电力: 1Q20 水电/核电负荷下降利润率同比下滑, 火电发电下滑利润提升

19 年用电增速持续放缓, 疫情影响发电产能利用率走低。2019/1Q20 用电同比+4.5%/-6.5%, 火电发电量同比+2%/-8%, 利用小时同比-85/-137; 水电发电量同比+5%/-9%, 利用小时同比+119/-69; 核电发电量同比+18%/+1%, 利用小时同比-149/-56; 电量和增值税减免影响板块收入同比+7%/-11%。1Q20 火电/水电/核电收入同比-11%/-12%/+3%, 整体资产负债率降至 64%; 水电/核电成本刚性, 负荷下降等因素影响净利率同比下滑 6-13pct; 火电受益煤价回落利润率提升, 华电/建投/皖能/粤电收入/利润同比-6%/+54%、-3%/+27%、-15%/-11%、-4%/+1806%, 逆周期属性凸显。

燃气: 关注毛差和上游气源, 外延也是重要看点

2019 年天然气消费量超 3000 亿方, 同比+8.5%, 其中城市用气同比+11%; 1Q20 疫情影响工商业需求, 消费量同比+7%。19 年板块收入/净利同比+6%/-110%, 1Q20 收入/净利同比-18%/-35%——这一方面与 A 股燃气公司样本偏差有关, 另一方面也是因为政策对燃气售价/毛差/接驳等业务监管影响不断落地的结果。全年维度来看, 我们预期 20 年需求同比+6%, 内生盈利的主要变量在毛差和新接驳用户, 外延并购也是龙头企业重要看点。

1Q20 基金持仓连续 6 个季度首次环比增长

1Q20 公用/环保/检测行业配置比例 6 个季度后首次环比增长, 占全行业的 1.38%——环保提升至 0.26%, 公用配置占比 0.76%, 检测 0.36%。公用持仓集中在战略配售基金认购较多的广核股份(2019 年 8 月 A 股首发)和长江电力/国投电力/川投能源等大水电, 火电股自 2019 年中以来减仓显著。环保重仓股包括一直以来关注度较高的碧水源/伟明环保等, 受益于疫情的上海洗霸/清水源 1Q 持仓显著增加, 持仓最重的个股为春节前上市的玉禾田(环卫)。

风险提示: 政策对电价/煤价/融资等影响, 环保板块订单落地进度不及预期, 水电板块来水波动, 国际油价变化影响国内能源要素价格和需求。

正文目录

板块概览：火电逆周期改善，环保见底回升	4
环保：4Q19 净利润增速 6 个季度首次转正，1Q20 收入/净利润同比下滑	4
火电：资产负债率修复至 63.8% 的水平，盈利能力持续复苏	5
水电：成本刚性，1Q20 收入净利均有所下滑	6
燃气：1Q20 盈利能力环比有所回升	8
子行业：电力景气度高，期待环保板块触底反弹	10
大气板块：收入增速明显下滑，期待非电市场放量	10
水处理板块：净利润增速同比持续下滑	11
固废板块：4Q19 归母净利润同比扭亏为盈，推荐优质运营企业	12
监测板块：行业景气度有所弱化，盈利走低	13
生物质与节能板块：造血能力差，板块连续七个季度亏损	14
水务板块：1Q20 收入增速放缓，净利润有所下滑	15
水电板块：1Q20 收入/净利均有所下滑	16
火电板块：煤价下行，关注火电利润弹性	17
燃气板块：盈利有所下降	18
机构持仓：1Q20 基金持仓连续 6 个季度首次环比增长	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（%）	8
图表 18：水电上市公司单季度 ROE 变化（%）	8

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: 1Q20 公用事业环保板块公募基金持仓环比提升 0.14pct	19
图表 35: QFII 公用事业板块持仓情况	19

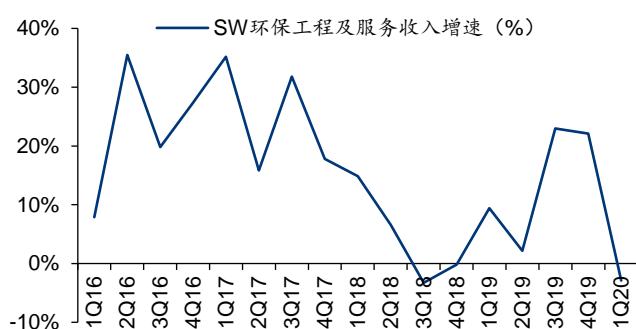
板块概览：火电逆周期改善，环保见底回升

环保：4Q19 净利润增速 6 个季度首次转正，1Q20 收入/净利润同比下滑

4Q19 净利润增速由负转正，1Q20 收入/净利润同比下滑。按照申万环保工程及服务板块的行业分类看，2019 年环保板块实现营业收入 1353 亿（同比+20%），归母净利润 36 亿（同比+7%），实现毛利率 26.7%（同比提升 0.3pct）。单季度看，1Q19-1Q20 环保板块收入同比增速分别为+9.4%/+2.2%/+23.0%/+22.1%/-2.9%，归母净利润同比增速分别为-42.6%/-37.3%/-7.7%/+18.3%/-44.3%，4Q19 归母净利润同比增速由负转正，结束了自 2Q18 以来连续 6 个季度的下滑。

其中，在我们统计的 59 家公司中，1Q20 亏损的有 19 家，利润下滑有 39 家，相比 1Q19 亏损家数有所增加。

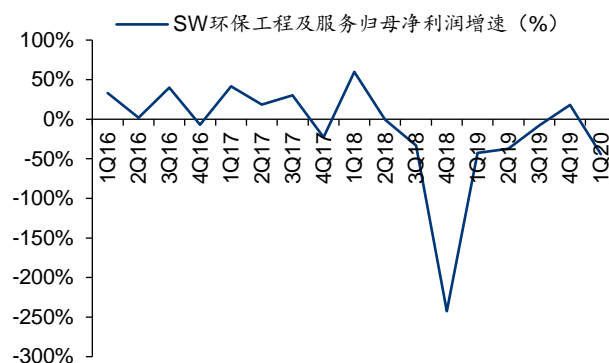
图表1：环保工程与服务上市 A 股单季度营收同比增速



注：SW 环保工程及服务板块共包含 49 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

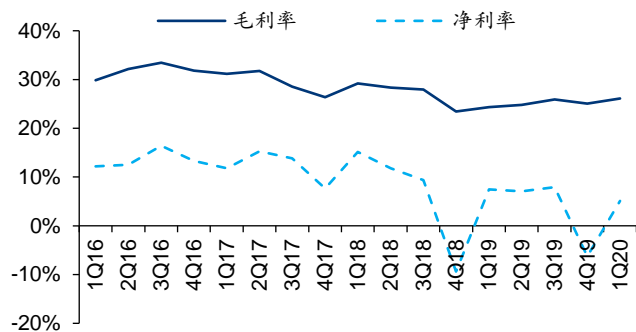
图表2：环保工程与服务上市 A 股单季度归母净利润同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

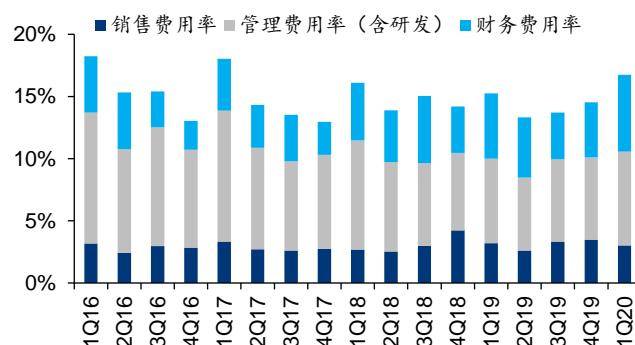
毛利率环比持续提升。1Q19-1Q20 环保板块毛利率分别为 24.3%/24.8%/25.9%/25.1%/26.1%，净利率分别为 7.4%/7.0%/7.9%/-6.3%/5.1%，1Q20 环比均有提升。4Q19/1Q20 板块财务费用率 4.4%/6.2%，较 3Q19（3.8%）明显提升，处于 16 年以来较高水平。资产负债率持续提升，4Q19/1Q20 资产负债率分别为 60.8%/60.9%，年化摊薄 ROE（以期末净资产计算）分别为-6.8%/2.8%。

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



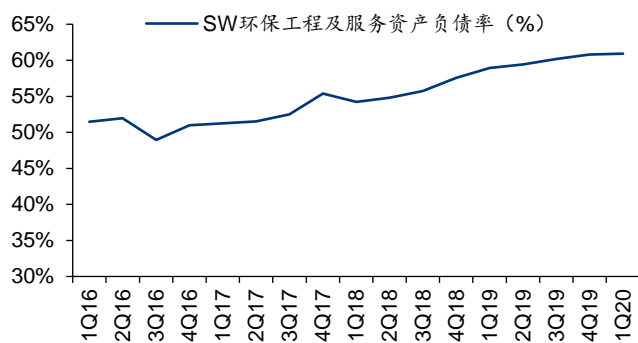
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：环保工程与服务上市公司单季度费用率变化



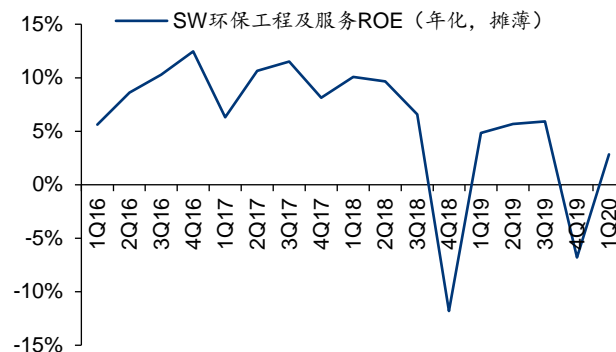
资料来源：Wind，华泰证券研究所

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

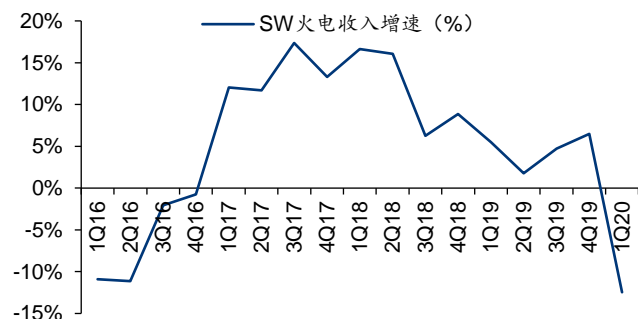


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

火电: 资产负债率修复至 63.8% 的水平, 盈利能力持续复苏

收入放缓, 盈利显著改善。受益于煤价持续下滑, 火电盈利持续好转, 按照申万火电板块的行业分类看, 2019 年火电板块营收/归母净利润同比增速分别为+5%/+29%, ROE 为 5.7%。4Q19 火电板块的 A 股上市公司共实现收入 2368 亿元 (同比+6%), 实现归母净利润-0.6 亿元(4Q18 为盈利 27.0 亿元); 1Q20 火电板块的 A 股上市公司共实现收入 1843 亿元 (同比-12%), 实现归母净利润 77.6 亿元 (同比-34%), ROE (年化) 为 4.9%。此外, 根据我们的统计, 火电板块 4Q19/1Q20 收入同比增速为+17%/-11%, 归母净利润同比-108%/-31%。

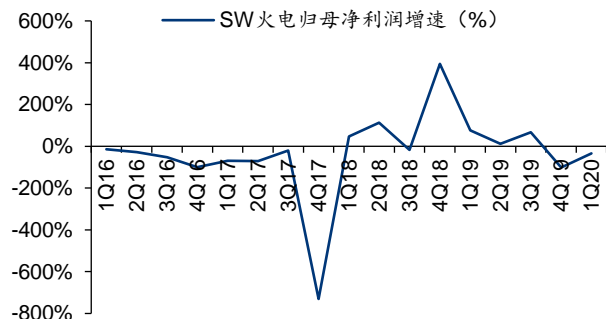
图表7: 火电上市 A 股单季度营收同比增速



注: SW 火电板块共包含 29 个标的, 我们统计的火电标的共计 28 家, 相较于 SW 火电板块, 我们剔除了粤电力 B 等 B 股标的;

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

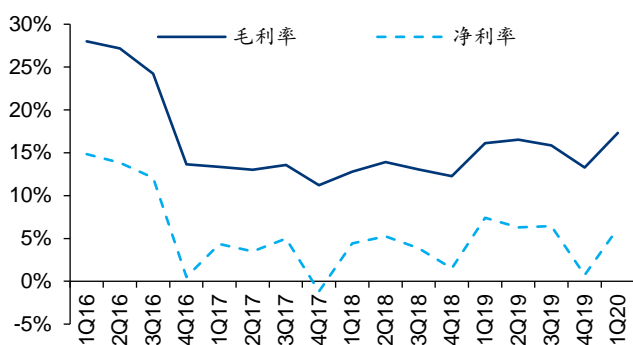
图表8: 火电上市 A 股单季度归母净利润同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

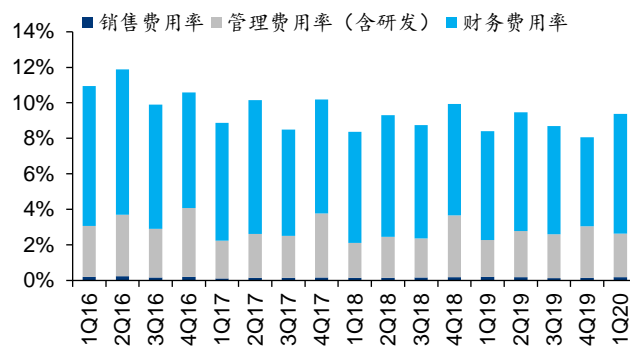
4Q19/1Q20 盈利水平同比上行, 资产负债率同比下降。4Q19/1Q20 火电板块毛利率为 13.3%/17.3%, 同比上行 1.0/1.2pct, 主要系煤价下跌 (秦皇岛 Q5500 动力末煤平仓价 4Q19/1Q20 同比-12%/-7%); 净利率为 0.7%/6.2%。1Q20 板块整体资产负债率为 63.8%, 较去年同期降低 2.5pct, 降幅明显; 摊薄年化 ROE 为 4.9%, 同比下降 3.3pct。

图表9：火电上市公司单季度毛利率和净利率变化



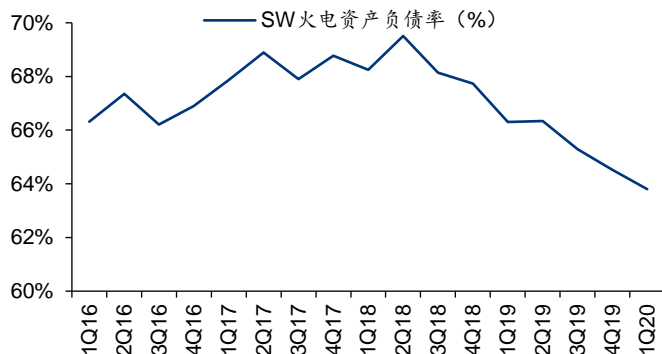
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10：火电上市公司单季度费用率变化



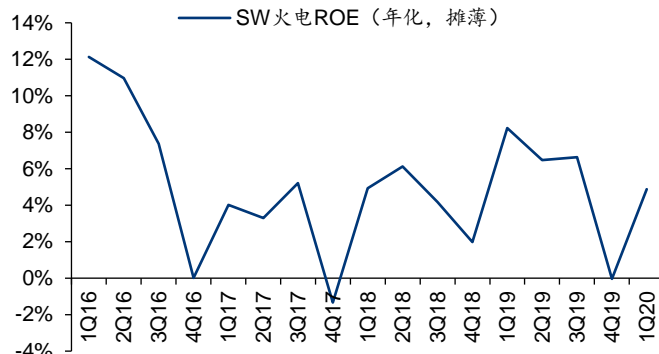
资料来源：Wind，华泰证券研究所

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 (%)



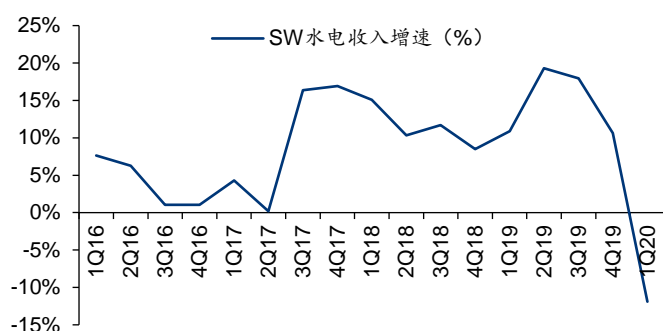
资料来源：Wind，华泰证券研究所

水电：成本刚性，1Q20 收入净利均有所下滑

2019 年来水偏丰，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。2019 年全国水电发电量 11534 亿千瓦时，同比+4.6%；全国水电平均利用小时数为 3726 小时，同比+113 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 2019.7.1 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行业分类看，2019 年水电板块的 A 股上市公司共实现收入 1992 亿元，同比增长 14.8%；分季度看，1Q/2Q/3Q/4Q 收入同比增速分别为 10.9%/19.3%/17.9%/10.6%；1Q20 收入同比-11.9%。2019 年板块实现归母净利润 419 亿元，同比-3.2%，其中，4Q19 归母净利润同比-49.2%；1Q20 归母净利润同比-28.8%。

此外，根据我们的统计，4Q19/1Q20 水电板块实现归母净利润同比-48%/-29%，板块盈利能力有所下降。

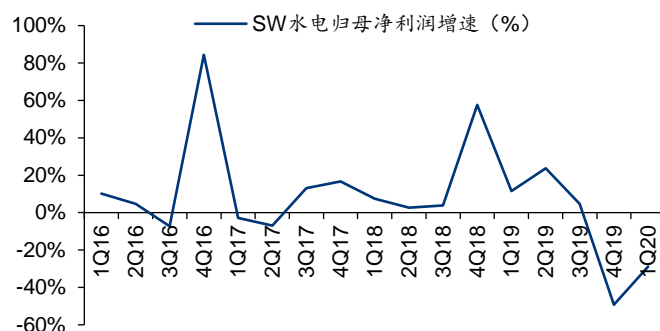
图表13: 水电上市 A 股单季度营收同比增速 (%)



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;

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

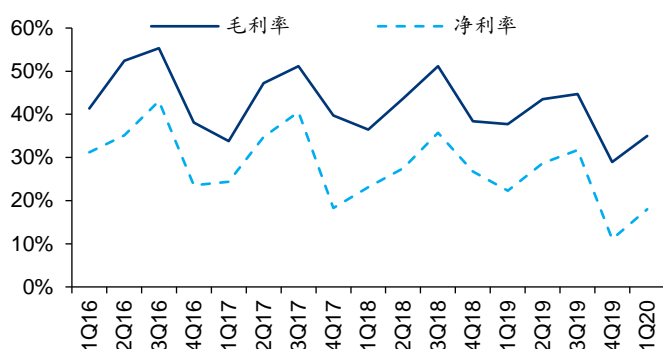
图表14: 水电上市 A 股单季度扣非归母净利润同比增速 (%)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

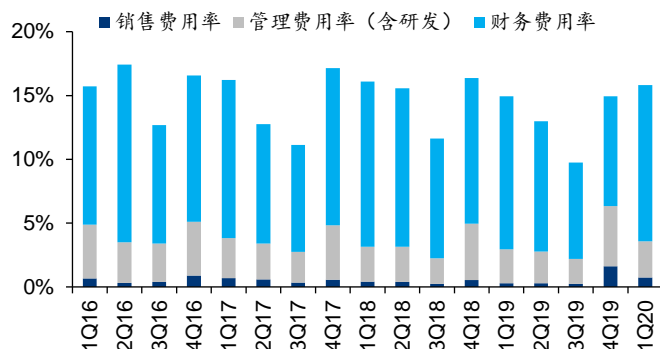
4Q19/1Q20 水电板块毛利率为 29%/35%, 同比-9pct/3pct, 净利率为 11%/18%, 同比-16pct/-4pct; 财务费用率为 8.6%/12.2%, 同比-2.8pct/+0.3pct。1Q20 资产负债率为 56.4%, 较 4Q19 下降 0.7pct。1Q20 水电板块年化摊薄 ROE 为 5.8%, 同比-3.0pct。

图表15: 水电上市公司单季度毛利率和净利率变化 (%)



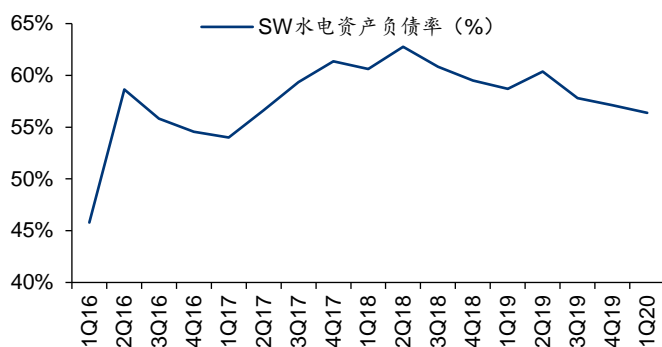
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表16: 水电上市公司单季度费用率变化 (%)



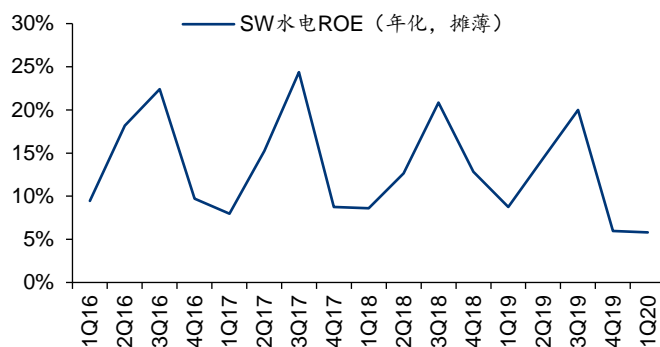
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

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 (%)

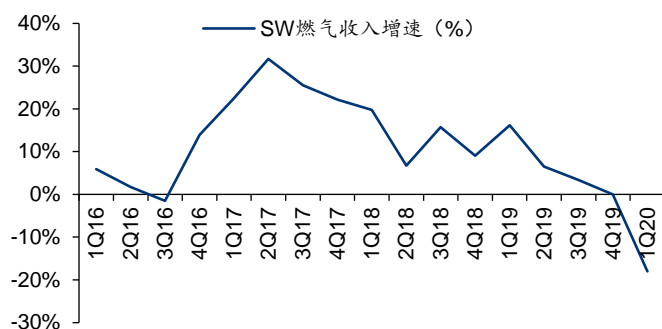


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

燃气: 1Q20 盈利能力环比有所回升

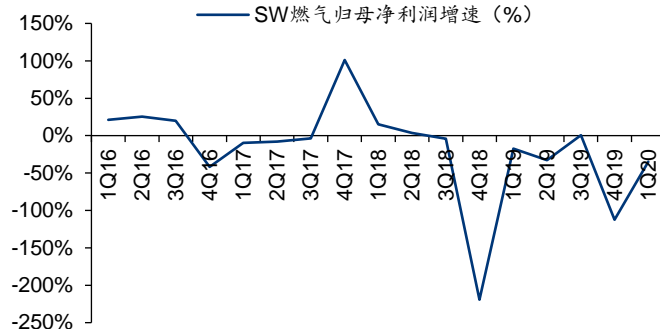
1Q20 收入/净利润同比均下滑。按照申万燃气板块的行业分类看, 4Q19/1Q20 燃气板块的 A 股上市公司共实现收入 259/228 亿元, 同比-0.03%/-18.0%, 实现归母净利润-37.5/9.6 亿元, 同比-112.4%/-34.9%, ROE (年化) 为-23.0%/+5.0%。

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

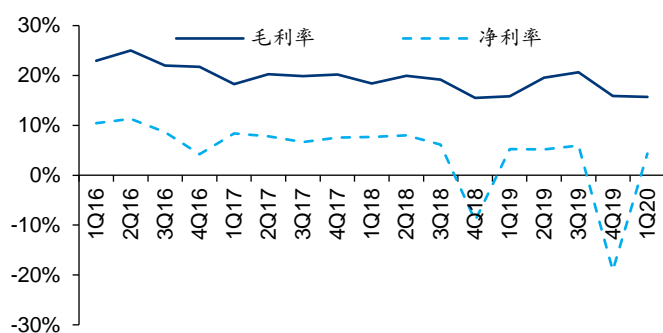
图表20: 燃气上市 A 股单季度归母净利润同比增速 (%)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

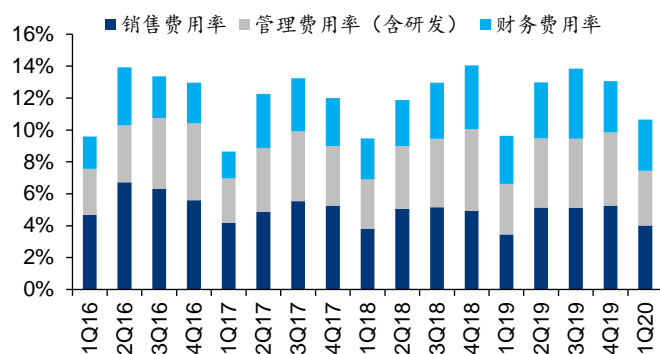
4Q19 净利率水平环比明显下降, 1Q20 有所回升。4Q19/1Q20 燃气板块毛利率为 15.9%/15.7%, 同比+0.4pct/-0.1pct。4Q19 净利率为-19.1%, 同比-10.0pct, 环比-25.0pct; 1Q20 净利率为 4.3%, 同比-0.9pct, 环比+23.4pct。1Q20 板块整体资产负债率为 60.2%, 同比提升 0.9pct, 环比-0.7pct; 摊薄年化 ROE 为 5.6%, 同比下降 2.4pct。

图表21: 燃气上市公司单季度毛利率和净利率变化 (%)



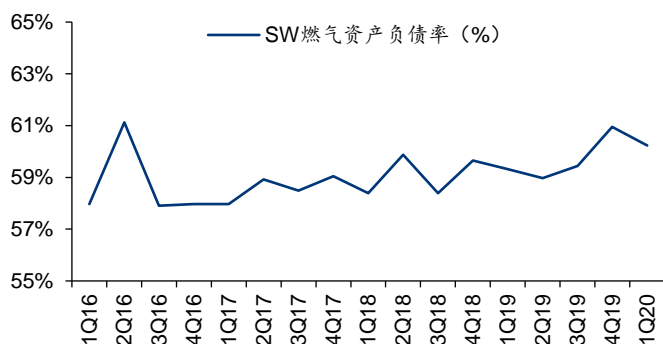
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表22: 燃气上市公司单季度费用率变化 (%)



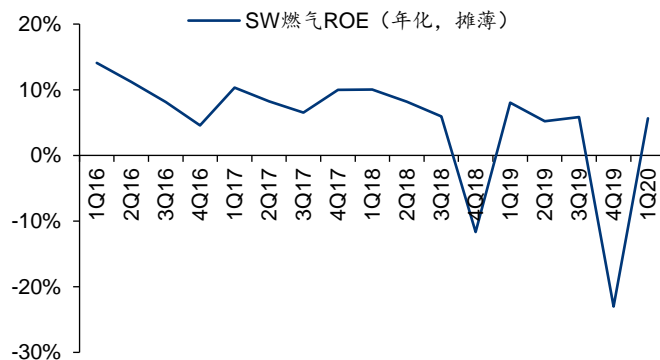
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

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，期待环保板块触底反弹

大气板块：收入增速明显下滑，期待非电市场放量

4Q19 归母净利润同比扭亏为盈，1Q20 收入增速及盈利能力同比下滑。 大气板块 4Q19/1Q20 实现营业收入 77/39 亿，同比+7%/-18%，增速同比+16pct/-28pct。1Q20 应收账款周转天数及存货周转天数同比有所增加；行业毛利率同比下滑 2pct 至 19%。期间费用率有所改善，同比降低 0.3pct 至 16.5%。利润方面，4Q19/1Q20 大气板块实现归母净利润 2.3/1.0 亿元，4Q19 归母净利润同比扭亏为盈。

电力市场接近尾声，非电市场正在起航。 19 年起电力超净排放基本结束，我们预计非电领域超低排放订单将陆续释放，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公司龙净环保。

图表25： 大气板块同比数据总结

(单位: 百万元)	18Q1	19Q1	20Q1	17Q2	18Q2	19Q2	17Q3	18Q3	19Q3	17Q4	18Q4	19Q4
营业总收入	4,362	4,806	3,944	6,022	6,009	6,168	6,279	6,457	7,083	7,816	7,166	7,689
同比增速	7.0%	10.2%	-17.9%	5.1%	-0.2%	2.6%	18.9%	2.8%	9.7%	-3.7%	-8.3%	7.3%
毛利率	24.3%	21.2%	19.1%	22.4%	23.3%	18.6%	26.4%	21.4%	19.1%	19.6%	15.1%	22.2%
期间费用率	17.7%	16.8%	16.5%	12.4%	19.8%	13.5%	14.4%	7.4%	11.2%	12.1%	18.9%	15.9%
销售费用率	2.7%	2.6%	2.4%	2.3%	2.4%	2.2%	2.6%	2.2%	1.8%	2.0%	2.4%	2.5%
管理费用率 (含研发费用)	11.4%	10.6%	10.5%	8.7%	15.1%	9.2%	9.6%	2.8%	7.5%	8.5%	14.0%	11.3%
财务费用率	3.6%	3.6%	3.6%	1.4%	2.3%	2.1%	2.2%	2.4%	1.9%	1.6%	2.5%	2.1%
归母净利润	250	338	99	450	416	346	632	272	534	274	-1,475	228
同比增速	-4.1%	35.3%	-70.6%	-6.0%	-7.5%	-16.9%	15.8%	-56.9%	96.2%	65.8%	-638.8%	/
净利率	5.7%	7.0%	2.5%	7.5%	6.9%	5.6%	10.1%	4.2%	7.5%	3.5%	-20.6%	3.0%
扣非净利润	209	163	55	427	373	303	582	261	451	86	-1,499	77
同比增速	-1.1%	-22.1%	-66.0%	-1.1%	-12.6%	-18.9%	15.3%	-55.2%	72.8%	/	-1833.8%	/
应收账款周转天数	219	213	243	140	162	168	137	153	151	119	143	132
存货周转天数	274	260	306	199	217	208	206	213	184	147	170	157
收现比	91.0%	91.2%	101.5%	93.4%	85.9%	82.8%	85.8%	94.1%	86.9%	68.5%	85.9%	106.4%
付现比	108.1%	102.0%	109.5%	94.1%	83.6%	68.1%	101.6%	82.8%	86.1%	51.5%	53.1%	73.8%
经营现金流量净额	-930	-628	-616	324	-77	506	-840	699	194	659	1,986	2,700
资产负债率	59.2%	61.6%	62.5%	59.9%	60.1%	61.5%	59.5%	60.4%	61.7%	59.8%	62.6%	60.1%
ROE	4.4%	6.3%	1.8%	8.5%	7.4%	6.5%	11.6%	4.8%	9.7%	5.0%	-28.1%	4.1%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

水处理板块：净利润增速同比持续下滑

1Q20 利润持续下滑，收现比进一步提升。水处理板块 4Q19/1Q20 实现营收 134.8/51.1 亿元（同比-1.5%/-20.8%），归母净利润-12.8/1.2 亿元（亏损同比扩大/同比-67.9%）。1Q20 年化摊薄 ROE 为 0.9%，同比-1.8pct；收现比同比提升 7.5pct 至 121.6%。业绩下滑主要由于水处理工程订单在 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 20 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，碧水源、国祯环保等板块龙头引进国资股东利好融资能力持续改善，我们判断水处理板块公司融资环境有望不断改善，2020 年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）	18Q1	19Q1	20Q1	17Q2	18Q2	19Q2	17Q3	18Q3	19Q3	17Q4	18Q4	19Q4
营业总收入	7,160	6,460	5,113	8,328	9,367	8,721	8,159	8,984	9,488	16,097	13,680	13,479
同比增速	57.0%	-9.8%	-20.8%	31.7%	12.5%	-6.9%	64.8%	10.1%	5.6%	39.9%	-15.0%	-1.5%
毛利率	29.8%	30.6%	33.5%	30.8%	32.2%	30.7%	31.6%	30.0%	27.3%	29.2%	26.5%	26.4%
期间费用率	19.0%	24.2%	28.8%	13.1%	20.4%	20.4%	15.0%	13.4%	19.1%	11.5%	18.8%	19.2%
销售费用率	4.2%	4.8%	4.3%	3.1%	3.4%	3.6%	3.7%	4.5%	4.0%	3.1%	4.4%	4.1%
管理费用率（含研发费用）	9.5%	11.7%	13.4%	7.7%	13.2%	10.3%	7.7%	3.9%	9.4%	6.5%	10.4%	9.7%
财务费用率	5.3%	7.7%	11.1%	2.3%	3.8%	6.4%	3.6%	5.0%	5.6%	1.8%	4.0%	5.4%
归母净利润	563	385	124	1,332	1,301	749	1,077	932	513	2,277	-913	-1,283
同比增速	-15.8%	-31.7%	-67.9%	65.1%	-2.3%	-42.4%	42.4%	-13.4%	-44.9%	10.4%	-140.1%	-40.4%
净利率	7.9%	6.0%	2.4%	16.0%	13.9%	8.6%	13.2%	10.4%	5.4%	14.1%	-6.7%	-9.5%
扣非净利润	546	320	76	1,041	1,207	634	1,043	870	496	2,145	-944	-1,457
同比增速	10.4%	-41.4%	-76.3%	34.1%	15.9%	-47.5%	45.9%	-16.6%	-43.0%	8.6%	-144.0%	-54.3%
应收账款周转天数	171	220	312	124	136	177	132	149	168	75	107	127
存货周转天数	146	214	198	88	130	172	107	156	168	57	91	109
收现比	101.2%	114.1%	121.6%	72.4%	66.8%	96.6%	65.3%	86.1%	86.4%	85.5%	67.8%	76.1%
付现比	129.0%	146.5%	156.3%	70.6%	70.8%	99.5%	99.3%	99.2%	84.9%	48.1%	44.5%	27.1%
经营现金流量净额	-2,863	-1,836	-935	633	605	1,124	-2,836	573	921	6,892	2,932	6,403
资产负债率	54.5%	59.0%	63.6%	47.3%	55.5%	61.1%	49.7%	56.3%	61.7%	53.5%	59.3%	62.9%
ROE	4.1%	2.7%	0.9%	10.9%	9.4%	5.2%	8.5%	6.6%	3.5%	16.8%	-6.6%	-8.9%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

固废板块：4Q19 归母净利润同比扭亏为盈，推荐优质运营企业

4Q19 营收增速加快，归母净利润同比扭亏为盈。固废板块 4Q19/1Q20 实现营收 213/147 亿元（同比+55%/+5%），归母净利润 2.9/7.7 亿元，4Q19 归母净利润同比扭亏为盈，1Q20 同比-30%，1Q20 年化摊薄 ROE 为 5.0%，同比-2.7pct。

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，建议关注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）	18Q1	19Q1	20Q1	17Q2	18Q2	19Q2	17Q3	18Q3	19Q3	17Q4	18Q4	19Q4
营业总收入	10,021	14,049	14,744	9,402	13,215	17,161	10,950	12,192	18,000	12,442	13,727	21,290
同比增速	36.4%	40.2%	4.9%	25.8%	40.6%	29.9%	45.0%	11.3%	47.6%	36.0%	10.3%	55.1%
毛利率	31.3%	23.6%	22.6%	31.7%	28.9%	23.9%	29.3%	27.9%	22.9%	28.8%	21.9%	23.0%
期间费用率	15.4%	14.2%	14.9%	14.8%	18.5%	14.4%	13.4%	10.9%	12.6%	15.0%	21.2%	14.1%
销售费用率	2.2%	1.8%	1.5%	2.0%	2.1%	1.7%	1.9%	2.4%	1.6%	2.6%	3.1%	2.0%
管理费用率（含研发费用）	8.4%	7.3%	7.4%	8.2%	12.5%	7.7%	7.5%	4.1%	7.0%	8.5%	11.6%	8.4%
财务费用率	4.8%	5.1%	6.0%	4.5%	3.9%	5.1%	3.9%	4.4%	4.1%	3.8%	6.5%	3.8%
归母净利润	1,322	1,091	765	1,176	1,346	1,176	1,265	1,122	1,110	1,315	-810	286
同比增速	58.6%	-17.5%	-29.8%	28.2%	14.5%	-12.7%	27.6%	-11.4%	-1.1%	17.1%	-161.6%	/
净利率	13.2%	7.8%	5.2%	12.5%	10.2%	6.9%	11.6%	9.2%	6.2%	10.6%	-5.9%	1.3%
扣非净利润	1,143	1,018	767	1,121	1,336	1,064	1,231	1,089	1,165	1,281	-709	701
同比增速	46.9%	-10.9%	-24.7%	27.4%	19.2%	-20.4%	44.2%	-11.5%	7.0%	28.0%	-155.4%	/
应收账款周转天数	115	119	144	103	97	105	103	119	106	84	97	86
存货周转天数	86	72	77	79	67	61	73	77	63	64	66	49
收现比	96.3%	90.5%	99.9%	84.5%	80.7%	96.5%	87.6%	91.7%	100.1%	83.8%	110.8%	102.6%
付现比	100.0%	88.8%	75.8%	88.7%	81.3%	67.1%	98.6%	91.2%	79.5%	57.1%	78.7%	76.1%
经营现金流量净额	-346	-419	782	286	-531	2,268	-28	768	1,880	3,115	4,960	4,130
资产负债率	56.8%	65.0%	65.6%	58.2%	58.3%	64.6%	56.2%	58.3%	64.4%	56.6%	60.1%	65.2%
ROE	10.8%	7.7%	5.0%	11.8%	10.9%	8.0%	11.0%	8.5%	7.4%	10.9%	-6.3%	1.9%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

监测板块：行业景气度有所弱化，盈利走低

4Q19/1Q20 收入/净利润同比下滑。4Q19/1Q20 监测板块实现营收 20.2/7.4 亿元，同比 -20%/-35%，增速同比-47pct/-56pct；实现归母净利润 1.7 亿元（同比-150%）/-0.5 亿元（1Q19 为盈利 0.8 亿元），扣非归母净利润-1.8 亿元（4Q18 为 2.8 亿元）/-0.6 亿（1Q19 为 0.7 亿元）。1Q20 行业资产负债率为 41.7%，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）	18Q1	19Q1	20Q1	17Q2	18Q2	19Q2	17Q3	18Q3	19Q3	17Q4	18Q4	19Q4
营业总收入	927	1,129	740	1,086	1,444	1,613	1,164	1,598	1,748	1,980	2,518	2,023
同比增速	33.1%	21.8%	-34.5%	21.7%	33.0%	11.7%	22.7%	37.4%	9.3%	13.0%	27.2%	-19.7%
毛利率	48.7%	48.4%	49.3%	48.8%	49.5%	46.8%	55.1%	55.4%	45.9%	46.9%	41.3%	33.9%
期间费用率	41.7%	40.3%	55.6%	31.5%	43.8%	29.2%	28.5%	16.4%	31.2%	26.6%	26.1%	28.3%
销售费用率	17.4%	18.8%	25.1%	13.9%	13.5%	13.3%	11.7%	13.6%	16.4%	12.8%	12.9%	11.4%
管理费用率（含研发费用）	21.9%	19.5%	29.0%	16.2%	28.6%	14.3%	15.6%	1.6%	13.4%	13.2%	12.5%	15.6%
财务费用率	2.4%	2.1%	1.5%	1.4%	1.7%	1.6%	1.3%	1.2%	1.4%	0.6%	0.8%	1.3%
归母净利润	62	79	-50	162	240	267	331	404	262	318	333	-166
同比增速	52.8%	27.9%	-162.6%	13.7%	48.1%	11.1%	37.1%	22.2%	-35.1%	11.1%	4.8%	-149.7%
净利率	6.7%	7.0%	-6.7%	14.9%	16.7%	16.6%	28.4%	25.3%	15.0%	16.1%	13.2%	-8.2%
扣非净利润	55	74	-58	141	235	232	311	396	243	215	282	-179
同比增速	102.8%	34.7%	-177.9%	13.9%	66.6%	-1.2%	39.7%	27.6%	-38.7%	0.3%	31.2%	-163.4%
应收账款周转天数	237	216	348	190	164	163	188	158	160	108	94	123
存货周转天数	148	160	262	107	105	118	110	106	121	62	66	98
收现比	100.9%	99.6%	102.0%	92.6%	81.7%	72.8%	94.7%	86.4%	93.9%	99.8%	80.6%	121.1%
付现比	124.7%	115.7%	136.7%	105.3%	103.7%	52.9%	108.0%	91.7%	74.6%	69.4%	60.4%	79.9%
经营现金流量净额	-383	-369	-342	-64	-143	60	49	75	422	936	999	998
资产负债率	35.3%	39.9%	41.7%	31.3%	37.2%	40.3%	31.1%	37.1%	39.8%	34.3%	40.4%	42.0%
ROE	3.6%	4.2%	-2.7%	10.9%	13.9%	13.3%	20.9%	22.1%	12.7%	19.2%	17.9%	-8.8%

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，板块连续七个季度亏损

板块连续七个季度亏损，4Q19 净利润亏损幅度同比收窄。4Q19/1Q20 生物质与节能板块实现营收 100/65 亿元（同比-13.6%/-28.8%），实现归母净利润-9.2 亿元（4Q18 为-55.7 亿元）/-3.3 亿（1Q19 为-1.3 亿元）。1Q20 扣非归母净利润-3.7 亿元，自 3Q18 以来连续七个季度实现亏损。

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）	18Q1	19Q1	20Q1	17Q2	18Q2	19Q2	17Q3	18Q3	19Q3	17Q4	18Q4	19Q4
营业总收入	12,219	9,093	6,473	16,264	15,021	9,375	15,069	10,162	9,367	15,471	11,575	10,003
同比增速	-3.5%	-25.6%	-28.8%	49.6%	-7.6%	-37.6%	28.6%	-32.6%	-7.8%	-8.9%	-25.2%	-13.6%
毛利率	19.7%	17.1%	17.1%	19.9%	17.9%	17.8%	18.3%	18.0%	15.8%	20.5%	8.2%	23.6%
期间费用率	12.0%	19.3%	23.1%	8.9%	16.2%	20.0%	10.1%	13.7%	20.0%	15.7%	32.3%	21.7%
销售费用率	1.9%	3.3%	4.2%	1.4%	1.8%	2.9%	2.0%	2.7%	3.5%	2.1%	5.7%	4.6%
管理费用率（含研发费用）	5.2%	7.3%	9.6%	3.2%	8.0%	8.5%	4.0%	2.4%	7.8%	7.0%	14.2%	9.8%
财务费用率	4.9%	8.6%	9.3%	4.3%	6.4%	8.5%	4.1%	8.6%	8.7%	6.7%	12.5%	7.3%
归母净利润	625	-125	-330	1,429	310	-594	1,297	-461	-278	-1,657	-5,569	-922
同比增速	-34.3%	-120.0%	-165.0%	26.3%	-78.3%	-291.4%	37.4%	-135.6%	39.6%	-331.6%	-236.0%	83.4%
净利率	5.1%	-1.4%	-5.1%	8.8%	2.1%	-6.3%	8.6%	-4.5%	-3.0%	-10.7%	-48.1%	-9.2%
扣非净利润	612	-240	-374	1,368	220	-492	1,113	-506	-293	-2,160	-5,855	-161
同比增速	-31.2%	-139.3%	-55.6%	33.6%	-83.9%	-324.0%	23.5%	-145.4%	42.0%	-614.4%	-171.1%	97.3%
应收账款周转天数	133	203	240	86	122	205	105	191	207	95	149	155
存货周转天数	84	107	126	54	66	102	62	100	103	60	80	84
收现比	82.0%	96.8%	104.7%	73.8%	76.0%	108.5%	83.2%	100.0%	113.6%	97.0%	86.8%	111.4%
付现比	115.0%	77.0%	115.9%	80.7%	76.6%	102.3%	86.2%	92.9%	117.4%	90.2%	54.5%	71.6%
经营现金流量净额	-3,194	977	-761	-14	584	1,641	625	1,592	152	1,239	3,656	4,011
资产负债率	56.7%	63.7%	61.5%	56.0%	57.2%	63.6%	56.8%	57.9%	56.7%	57.4%	63.8%	61.5%
ROE	4.8%	-1.2%	-3.2%	11.2%	2.4%	-5.6%	10.0%	-3.6%	-2.6%	-12.9%	-51.6%	-8.9%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

水务板块：1Q20 收入增速放缓，净利润有所下滑

4Q19 净利润同比大幅增长。水务板块 4Q19/1Q20 实现营收 144/90 亿元(同比+23%/+8%)，归母净利润 14.7/13.1 亿元(同比+63%/-12%)，扣非归母净利 13.2/12.1 亿元(同比+92%/-14%)。1Q20 年化 ROE 为 5.9%，同比-1.5pct。1Q20 经营性现金流净额 10.3 亿，同比-28%。

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)	18Q1	19Q1	20Q1	17Q2	18Q2	19Q2	17Q3	18Q3	19Q3	17Q4	18Q4	19Q4
营业总收入	7,354	8,342	9,025	7,745	8,535	9,972	7,773	9,324	10,218	9,300	11,756	14,422
同比增速	18.3%	13.4%	8.2%	13.4%	10.2%	16.8%	16.6%	20.0%	9.6%	12.7%	26.4%	22.7%
毛利率	35.4%	34.4%	32.7%	38.1%	37.6%	36.4%	37.7%	36.0%	35.5%	30.7%	29.4%	28.2%
期间费用率	17.4%	18.0%	18.4%	17.0%	18.5%	16.8%	16.6%	17.4%	18.1%	18.4%	18.6%	16.5%
销售费用率	2.1%	1.8%	1.7%	2.1%	1.8%	1.7%	2.1%	1.9%	1.9%	3.2%	2.2%	2.0%
管理费用率(含研发费用)	9.9%	9.8%	9.1%	9.7%	9.6%	8.8%	10.4%	8.6%	9.7%	10.6%	11.2%	10.0%
财务费用率	5.5%	6.3%	7.6%	5.2%	7.1%	6.3%	4.1%	6.9%	6.5%	4.6%	5.2%	4.4%
归母净利润	1,250	1,488	1,314	1,712	1,620	1,706	1,799	1,753	1,909	1,548	901	1,471
同比增速	-15.1%	19.1%	-11.7%	6.5%	-5.3%	5.3%	20.5%	-2.5%	8.9%	67.2%	-41.8%	63.2%
净利率	17.0%	17.8%	14.6%	22.1%	19.0%	17.1%	23.1%	18.8%	18.7%	16.6%	7.7%	10.2%
扣非净利润	1,188	1,412	1,214	1,614	1,486	1,571	1,727	1,651	1,766	1,375	691	1,323
同比增速	-16.2%	18.9%	-14.0%	14.5%	-7.9%	5.7%	25.4%	-4.4%	6.9%	88.0%	-49.7%	91.5%
应收账款周转天数	117	116	121	96	105	101	101	99	103	85	78	73
存货周转天数	34	37	30	53	30	33	58	33	38	28	22	25
收现比	109.1%	115.0%	106.7%	96.6%	98.2%	92.0%	106.2%	106.8%	105.5%	92.5%	75.5%	91.6%
付现比	89.3%	95.4%	91.2%	63.5%	69.1%	48.8%	73.4%	70.0%	79.9%	49.2%	33.5%	49.7%
经营现金流量净额	1,068	1,435	1,031	2,466	2,545	3,461	3,142	3,964	3,671	3,086	4,526	4,954
资产负债率	51.1%	54.2%	56.5%	51.1%	53.6%	55.3%	50.4%	53.7%	55.8%	51.3%	53.7%	55.6%
ROE	6.9%	7.4%	5.9%	10.3%	9.0%	8.6%	10.5%	9.5%	9.3%	8.7%	4.6%	6.7%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

水电板块：1Q20 收入/净利均有所下滑

1Q20 收入/净利均下滑，资产负债率进一步下降。4Q19/1Q20 水电板块共实现收入 515/340 亿元，同比+26%/-10%；实现归母净利润 54/52 亿元，同比-48%/-29%；1Q20 资产负债率为 56.5%，同比-2.3pct；年化摊薄 ROE 为 5.8%，同比-2.9pct。

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)	18Q1	19Q1	20Q1	17Q2	18Q2	19Q2	17Q3	18Q3	19Q3	17Q4	18Q4	19Q4
营业总收入	33,948	37,761	34,044	33,286	37,163	44,214	46,019	51,643	61,182	37,595	41,003	51,482
同比增速	15.1%	11.2%	-9.8%	-7.0%	11.6%	19.0%	13.3%	12.2%	18.5%	17.3%	9.1%	25.6%
毛利率	36.6%	38.1%	35.4%	45.0%	43.7%	43.9%	50.6%	51.9%	45.0%	39.9%	38.9%	29.4%
期间费用率	16.1%	15.1%	16.0%	15.9%	15.6%	13.1%	12.5%	11.8%	9.8%	17.2%	16.7%	15.5%
销售费用率	0.4%	0.3%	0.7%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.5%	0.5%	1.6%
管理费用率 (含研发费用)	2.7%	2.6%	2.9%	2.6%	2.7%	2.4%	2.3%	2.0%	1.9%	4.2%	4.6%	5.2%
财务费用率	13.0%	12.2%	12.4%	12.9%	12.5%	10.4%	9.9%	9.5%	7.6%	12.4%	11.6%	8.7%
归母净利润	6,653	7,261	5,183	9,143	9,328	11,473	15,797	16,455	17,117	6,523	10,384	5,359
同比增速	7.7%	9.1%	-28.6%	-2.2%	2.0%	23.0%	11.5%	4.2%	4.0%	17.4%	59.2%	-48.4%
净利率	19.6%	19.2%	15.2%	27.5%	25.1%	25.9%	34.3%	31.9%	28.0%	17.4%	25.3%	10.4%
扣非净利润	6,274	6,501	5,239	9,011	8,840	11,483	15,388	16,487	17,184	7,003	6,468	4,510
同比增速	0.5%	3.6%	-19.4%	-2.3%	-1.9%	29.9%	3.7%	7.1%	4.2%	24.0%	-7.6%	-30.3%
应收账款周转天数	36	39	55	43	39	39	33	33	31	28	31	32
存货周转天数	10	10	12	9	10	9	7	7	7	8	8	8
收现比	111.1%	106.6%	104.7%	105.6%	106.3%	105.4%	110.0%	108.9%	108.7%	127.4%	124.1%	118.1%
付现比	59.7%	60.1%	59.2%	52.5%	59.8%	63.5%	56.0%	62.1%	75.3%	59.4%	62.5%	66.9%
经营现金流量净额	16,379	16,575	14,566	17,868	16,692	20,834	28,790	29,975	30,195	23,404	22,953	22,384
资产负债率	60.7%	58.8%	56.5%	64.3%	62.9%	60.5%	62.9%	60.9%	57.9%	61.5%	59.5%	57.2%
ROE	8.6%	8.7%	5.8%	13.2%	12.6%	14.3%	21.7%	21.0%	20.1%	8.6%	12.8%	6.1%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

火电板块：煤价下行，关注火电利润弹性

煤价下行，继续看好火电业绩修复前景。受益于煤炭价格显著下降，叠加 1Q20 用电需求下滑影响，火电板块 4Q19/1Q20 实现收入 2392/1868 亿元（同比+17%/-11%）；部分火电公司在四季度计提大额减值，致使 4Q19 归母净利润为-2.1 亿元（4Q18 为盈利 27.0 亿元），扣非归母净利润-46.7 亿元（4Q18 为-15.5 亿元）；1Q20 实现归母净利润 80.3 亿元（同比-31%），年化 ROE 为 5.0%（同比-3.2pct）。

“基准电价+浮动机制”，电力逆周期属性减弱，公用事业属性增强。自 2019 年 1 月江西试点“基准电价+浮动机制”的市场化定价机制以来，我们认为政府通过电价改革加快市场化用电比例的决心不言自明。我们判断，价格机制的形成将会打破火电逆周期属性（原电价刚性），回归公用事业属性（稳定 ROE、稳定股息率）。边际成本低的发电龙头优势明显，广西/甘肃/广东/蒙西等市场化比例较高的区域电价下行空间较小。

继续坚定推荐一线华能，二线精选特色标的。龙头火电只要业绩兑现依然是主力品种，推荐华能国际，二线火电股推荐内蒙华电（业绩稳定，预计股息率达 6%）/长源电力（对煤价弹性可观，蒙华铁路最受益品种）和低估值的皖能电力/京能电力/福能股份。

图表32：火电板块同比数据总结

（单位：百万元）	18Q1	19Q1	20Q1	17Q2	18Q2	19Q2	17Q3	18Q3	19Q3	17Q4	18Q4	19Q4
营业总收入	182,915	210,263	186,819	149,158	183,783	192,461	179,167	195,902	218,791	183,121	204,344	239,158
同比增速	17.8%	15.0%	-11.1%	22.2%	23.2%	4.7%	27.7%	9.3%	11.7%	9.5%	11.6%	17.0%
毛利率	12.8%	16.2%	17.8%	12.1%	14.0%	16.7%	13.7%	13.2%	16.0%	11.6%	12.5%	14.6%
期间费用率	8.2%	8.4%	9.4%	9.5%	9.2%	9.5%	8.4%	8.8%	8.8%	10.0%	10.2%	8.6%
销售费用率	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用率（含研发费用）	1.9%	2.1%	2.5%	2.5%	2.3%	2.7%	2.3%	2.3%	2.5%	3.6%	3.7%	3.3%
财务费用率	6.2%	6.1%	6.8%	7.0%	6.8%	6.7%	5.9%	6.4%	6.2%	6.3%	6.3%	5.1%
归母净利润	6,578	11,603	8,027	4,101	8,036	9,230	6,810	5,450	9,937	-902	2,697	-207
同比增速	50.4%	76.4%	-30.8%	-66.1%	95.9%	14.8%	-9.7%	-20.0%	82.3%	-139.1%	/	-107.7%
净利率	3.6%	5.5%	4.3%	2.7%	4.4%	4.8%	3.8%	2.8%	4.5%	-0.5%	1.3%	-0.1%
扣非净利润	5,741	9,566	5,329	3,408	6,752	9,516	6,048	4,907	9,136	-2,632	-1,554	-4,673
同比增速	57.1%	66.6%	-44.3%	-72.4%	98.1%	40.9%	-52.6%	-18.9%	86.2%	-40.6%	41.0%	-200.8%
应收账款周转天数	41	44	56	41	43	51	36	33	38	38	42	42
存货周转天数	16	16	19	17	18	20	15	17	17	16	17	15
收现比	109.6%	110.1%	108.1%	110.6%	107.8%	106.2%	112.8%	115.8%	109.8%	106.4%	108.6%	105.7%
付现比	89.0%	87.2%	83.3%	87.6%	91.6%	90.4%	90.8%	87.8%	83.4%	82.6%	89.0%	83.0%
经营现金流量净额	33,207	49,266	41,259	27,914	26,875	28,217	37,308	51,789	61,203	34,369	35,316	45,413
资产负债率	67.8%	66.3%	64.0%	67.5%	68.9%	66.3%	51.4%	62.1%	42.2%	68.3%	67.7%	64.7%
ROE	5.1%	8.2%	5.0%	3.3%	6.3%	6.5%	5.4%	4.1%	6.6%	-0.7%	2.0%	-0.1%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

燃气板块：盈利有所下降

收入增速明显下滑，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，4Q19/1Q20 燃气板块实现收入 262/225 亿元（同比-11%/-20%）；归母净利润为-38 亿元（4Q18 为-14.2 亿元）/9 亿元（同比-35%）。此外，板块期间费用率同比有所提升，1Q20 期间费用率为 11.2%，同比提升 0.5pct，资产负债率同比增加 1.3pct 至 60.6%，年化摊薄 ROE 为 5.6%，同比-3.4pct。

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）	18Q1	19Q1	20Q1	17Q2	18Q2	19Q2	17Q3	18Q3	19Q3	17Q4	18Q4	19Q4
营业总收入	22,882	28,007	22,461	16,951	20,201	20,230	15,812	16,023	19,842	26,887	29,555	26,201
同比增速	19.5%	22.4%	-19.8%	33.9%	19.2%	0.1%	7.2%	1.3%	23.8%	17.6%	9.9%	-11.4%
毛利率	18.5%	16.2%	15.8%	21.2%	20.6%	20.0%	20.2%	18.4%	21.4%	21.3%	16.4%	16.2%
期间费用率	9.6%	9.7%	11.2%	12.0%	11.6%	13.3%	13.0%	13.6%	14.4%	11.9%	14.3%	13.8%
销售费用率	3.8%	3.5%	4.1%	4.6%	5.1%	5.3%	5.2%	5.0%	5.3%	5.5%	5.1%	5.3%
管理费用率（含研发费用）	3.1%	3.4%	3.8%	4.1%	3.8%	4.7%	4.5%	4.5%	4.9%	3.8%	5.8%	5.3%
财务费用率	2.6%	2.8%	3.3%	3.3%	2.6%	3.3%	3.3%	4.1%	4.1%	2.7%	3.4%	3.2%
归母净利润	1,576	1,449	939	1,279	1,570	989	1,012	661	1,196	2,020	-1,422	-3,802
同比增速	16.7%	-8.1%	-35.2%	3.6%	22.8%	-37.0%	-17.0%	-34.7%	80.9%	46.6%	-170.4%	-167.4%
净利率	6.9%	5.2%	4.2%	7.5%	7.8%	4.9%	6.4%	4.1%	6.0%	7.5%	-4.8%	-14.5%
扣非净利润	1,462	1,251	749	1,264	1,422	1,013	798	430	871	1,645	-1,557	-3,873
同比增速	20.3%	-14.5%	-40.2%	12.3%	12.5%	-28.8%	-30.8%	-46.1%	102.7%	41.0%	-194.6%	-148.8%
应收账款周转天数	27	27	37	29	33	39	31	42	39	21	24	28
存货周转天数	22	20	27	30	29	29	33	37	31	20	20	24
收现比	102.5%	98.6%	95.6%	110.1%	106.6%	109.7%	111.6%	118.8%	110.5%	111.7%	104.9%	115.2%
付现比	96.7%	92.7%	98.5%	96.3%	95.5%	98.4%	104.5%	113.5%	100.1%	97.9%	97.8%	110.2%
经营现金流量净额	1,496	2,090	-179	4,150	3,343	3,467	1,997	1,757	3,828	6,229	4,288	3,167
资产负债率	57.9%	59.3%	60.6%	58.3%	59.2%	58.8%	58.0%	58.4%	59.1%	58.2%	59.6%	60.8%
ROE	9.7%	9.0%	5.6%	9.0%	9.6%	5.8%	6.8%	4.1%	6.9%	12.5%	-8.7%	-23.0%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

机构持仓：1Q20 基金持仓连续 6 个季度首次环比增长

1Q20 环保板块配置比例大幅提升。1Q20 公用/环保行业配置比例占全行业的 1.02%，配置比率环比提升 0.14pct，分板块来看，1Q20 环保板块配置占比为 0.26%，配置比率环比大幅提升 0.18pct，在 6 个季度低配之后终于实现了环比增长；1Q20 公用板块配置占比为 0.76%，配置比率略下降 0.04pct。

图表34： 1Q20 公用事业环保板块公募基金持仓环比提升 0.14pct



资料来源：华泰证券研究所

截至 2020 年 3 月底，公用事业板块 QFII 持股比例占流通股 1% 以上的有 6 家。1Q20 QFII 增持高能环境、侨银环保、迪森股份、国祯环保、联泰环保、惠城环保、桂冠电力、漳泽电力、华测检测、华能水电、钢研纳克，减持瀚蓝环境、聚光科技。截至 1Q20 末，聚光科技为公用事业板块 QFII 持股比例最高个股，持股比例为 3.9%。

图表35： QFII 公用事业板块持仓情况

证券代码	证券简称	QFII 持股比例 (占流通股)								变化	
		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	1Q20vs4Q19
300203.SZ	聚光科技	6.5%	6.5%	6.7%	5.4%	7.2%	6.5%	5.5%	5.4%	3.9%	-1.5%
000037.SZ	深南电 A	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	0.0%
600452.SH	涪陵电力	2.0%	2.7%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	0.0%
603060.SH	国检集团	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	6.1%	1.8%	1.8%	0.0%
603588.SH	高能环境	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	1.2%
300012.SZ	华测检测	2.2%	2.1%	2.1%	0.0%	1.3%	1.3%	0.0%	1.1%	1.2%	0.1%
002973.SZ	侨银环保	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	0.8%
300335.SZ	迪森股份	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	0.8%
600323.SH	瀚蓝环境	2.9%	3.0%	1.4%	1.4%	1.3%	3.0%	2.7%	2.5%	0.8%	-1.7%
600025.SH	华能水电	0.0%	0.2%	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.2%	0.6%	0.8%	0.1%
300388.SZ	国祯环保	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	0.7%
603797.SH	联泰环保	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	0.6%
300797.SZ	钢研纳克	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.5%	0.1%
300779.SZ	惠城环保	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.4%
002573.SZ	清新环境	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.3%	0.4%	0.4%	0.0%
600236.SH	桂冠电力	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.3%
002911.SZ	佛燃能源	0.0%	0.0%	0.4%	0.1%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.0%
000767.SZ	漳泽电力	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.0%	0.2%	0.2%
000899.SZ	赣能股份	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
600917.SH	重庆燃气	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

- 1) 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。
- 2) 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

分析师声明

本人，王玮嘉、施静，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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，需在允许的范围内使用，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利。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师王玮嘉、施静本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

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

法律实体披露

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。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司