

行业研究/年度策略

2018年11月25日

行业评级:

公用事业 增持 (维持)

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

**张雪蓉** 执业证书编号: S0570517120003  
研究员 021-38476737  
zhangxuerong@htsc.com

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

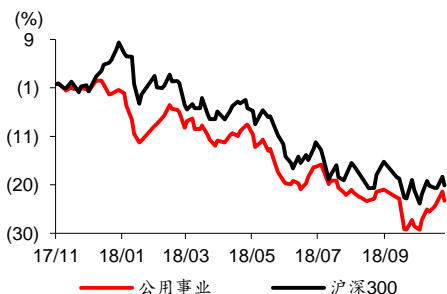
相关研究

1《**瀚蓝环境(600323,买入): 高质成长, 逆势扩张**》2018.11

2《**公用事业: 行业周报 (第四十六周)**》2018.11

3《**公用事业: 煤价或旺季不旺, 继续推荐火电板块**》2018.11

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 经济寻底, 运营重估, 穿越牛熊

## 2019年环保公用行业投资策略

### 经济寻底, 外围扰动, 看运营资产重估机会

19年我国经济增速或继续放缓, 贸易战等外围不确定性因素增强, 华泰宏观认为我国19年上半年可能呈现轻微“类滞胀”。在此背景下, 我国优质运营类资产的重估机会或正在来临, 源于: 1) 全社会资产回报率下行, 市场风格倾向于可预测性强的稳健增长; 2) 运营资产收入端定价市场化改革步入深水区, ROE稳定性提升; 3) 公司治理结构优化, 高投资期后分红与回购意愿增强。我们认为1H19运营类资产或有估值重塑机会。

### 公用事业复盘: 美国滞涨期超额收益, 中国看业绩弹性+分红提升

美国公用事业股在滞涨时期超额收益明显, 尤其在2004.2月-2007.2月, 标普公用事业指数对标普500超额收益接近40%, 此期间美股(S&P500指数)的P/E(TTM, 全文同)从21x降到16x, 主要电力公司的ROE均值由9%提升到13%, P/B(MRQ, 全文同)由1.7x升至1.9x, PE由14x升至20x。我国偏重P/E估值体系, 过去15年来运营资产投资机会集中出现在: 1) 产能预期快速增长; 2) 收入上调/成本下行盈利空间扩大; 3) 分红比例大幅提升。PB与ROE呈现较强正相关性。2011年来我国水电公司平均P/B为2.2x, ROE为14%, 火电公司P/B为1.4x, ROE为9%。

### 火电: “定价权”提升ROE稳定性

我国火电商业模式2015年前盈利模式类似“计划的收入+市场的成本”。自2015电改以来, 电价作为生产要素市场化进程不断加快, 结合今年7月发改委提出“基准电价+浮动机制”定价机制, 预计伴随着市场电比例持续提升(2018E约40%), 火电ROE稳定性有望增强(美国发电公司ROE1990-2017年稳定均值为11%)。2020年煤价有望稳定在530-570元/吨(供给侧改革结束后); 利用小时有望受益于小机组淘汰+自备电厂整治+新增装机受限而提升; 电价随电改推进有望合理疏导PPI和CPI的波动, 2020年我们预测华能国际/华电国际有望实现10% ROE。

### 水电: 买成长、买分红、买资产

水电选股思路我们基于: 1) 买成长: 优选未来有在建拟建装机投运/资产注入预期的标的; 2) 买分红: 优选稳定高分红收益率标的, 建议关注桂冠电力(18E分红收益率为7%, Wind一致预期); 3) 买资产: 优选重置资产净值低于目前市值的标的, 建议关注川投能源(重置PB 0.4倍), 桂冠电力(重置PB 0.4倍)、华能水电(重置PB 0.6倍)。1H19我们看好具备类债券属性水电股展现的防御价值, 中长期看好资产维度被低估(重置资产净值低于当前市值)的水电迎来价值重估。

### 水务: 或迎估值提升, 关注稳健增长标的

美国水务板块在2000-01、2004-07、2015-16三次滞胀期间P/E、P/B估值提升, 我国水务历史上投资机会主要出现在产能扩张/水价上调的成长期, 未来有望出现分红比例提升带来的投资机会。我们认为1H19可能的类滞胀环境下水务板块有望重估, 建议关注瀚蓝环境/兴蓉环境/洪城水业。

**风险提示:** 电价行风险、煤价大幅上涨风险、分红比例提升不及预期。

## 正文目录

投资机会复盘：美股滞涨期获超额收益，A 股不显著 .....	5
海外复盘：美林时钟在海外有效验证 .....	5
美国滞胀期公用事业具备超额收益 .....	5
电力：滞涨期盈利/估值双升 .....	6
水务：3 次滞胀期估值提升明显（P/E P/B） .....	9
中国复盘：运营资产投资机会来自买成长/买弹性/买分红 .....	12
买成长：项目投产 or 产能快速爬坡，预期大幅释放利润期 .....	13
买弹性：收入端上行/成本端下行增厚净利润，带来超额收益 .....	14
买分红：企业 Capex 降低，分红比例提升 .....	16
中国 2019：经济寻底，外围扰动，看运营资产重估机会 .....	18
外围贸易战：有望倒逼生产要素定价市场化加速推进 .....	18
经济寻底：类滞涨经济环境建议配置公用事业板块 .....	18
利率有望下行：运营资产或迎重估机会 .....	20
资产回报率预期趋于理性，稳健运营资产或更受重视 .....	21
火电 2019：定价权有望提升，业绩正处拐点 .....	22
商业模式有望转变，火电或将回归“公用事业”属性 .....	22
电价形成机制改革，火电有望逐步摆脱“市场煤计划电”盈利模式 .....	22
回归公用事业，电力适用 P/B-ROE 估值 .....	23
供需结构改善，有望助推利用小时进一步提升 .....	25
煤价旺季不旺，长期价格中枢有望走低 .....	26
水电 2019：防御性价值凸显，看相对收益配置价值 .....	29
维度一：类债券 .....	29
长江电力：高分红锁定，类债券 .....	29
桂冠电力：17 年分红比例 80%，高股息率带来投资价值 .....	30
维度二：成长性 .....	31
雅砻江水电 2021 有望步入黄金开发期 .....	31
长江电力：三峡集团资产白鹤滩/乌东德可能注入上市公司 .....	32
华能水电：18-19 年澜沧江上游电站预计新增投产 .....	33
维度三：优资产 .....	34
水务 2019：运营和资金实力突出的公司有望迎来重估 .....	35
水务内生增长逻辑：产能扩张+水价上调 .....	35
CAPEX 高峰期过后的企业股息收益率更为可观 .....	37
风险提示 .....	40

## 图表目录

图表 1: 美国公用事业板块复盘 .....	5
图表 2: 美国电力公司 PE 变化 .....	6
图表 3: 美国电力公司平均归母净利变化 .....	6
图表 4: 美国平均销售电价变化 .....	6
图表 5: 美国电力公司 ROE 变化 (1990-2017 年) .....	7
图表 6: 美国电力公司 P/B 变化 .....	7
图表 7: 美国标普 500 指数 P/B 估值 .....	8
图表 8: 南方电力历史 P/B 与 ROE 走势 .....	8
图表 9: 美国电力公司分红比例变化 .....	8
图表 10: 美国南方电力每股分红稳步增长, 分红比例通常在 70% 以上 .....	9
图表 11: 1990 年以来美国南方电力股价与股息收益率走势 .....	9
图表 12: 美国水务公司 PE 与净利润增速变化 .....	10
图表 13: 美国水务公司分红比例变化 .....	10
图表 14: 美国水务公司 ROE 变化 .....	10
图表 15: 美国水务公司 P/B 变化 .....	11
图表 16: 中国公用事业板块历史上超额收益机会 .....	12
图表 17: 中国水务板块历史上超额收益机会 .....	12
图表 18: 长江电力超额收益与装机 (右轴) 增长对比 .....	13
图表 19: 川投能源超收益与雅砻江水电装机增长对比 .....	14
图表 20: 洪城水业水价 (元/吨) 上调显著增厚净利润 .....	14
图表 21: 洪城水业水价上调 (元/吨) 带来显著超额收益 .....	14
图表 22: 兴蓉环境水价上调带来显著超额收益 .....	15
图表 23: 江南水务 (水价未调整) 与大盘整体走势趋同 .....	15
图表 24: 华能/华电走势与上证指数/煤价 (201107-201207, 标准化) .....	15
图表 25: 华能/华电走势与上证指数/利用小时 (201107-201207, 标准化) .....	15
图表 26: 华能/华电走势与上证指数/煤价 (201401-201506, 标准化) .....	16
图表 27: 华能/华电走势与上证指数/利用小时 (201401-201506, 标准化) .....	16
图表 28: 长江电力股价与股息率情况 .....	16
图表 29: 2007 年至今股息率 (右轴) 上行带动长江电力获取超额收益 .....	16
图表 30: 长江电力每股股利 (元, 右轴) 与分红比例 .....	16
图表 31: 中/美主要电力公司分红比例对比 .....	17
图表 32: 2010 年利率下行后杜克能源股价大幅上扬 .....	17
图表 33: 2010 年利率下行后美国电力股价大幅上扬 .....	17
图表 34: 我国投资率显著高于全球平均高位水平 .....	18
图表 35: 美国判断中国“非市场经济地位”的六个所谓依据 .....	18
图表 36: 15 年来 GDP 当季增速 (%) .....	19
图表 37: 15 年来 CPI/PPI 当月增速 (%) (左轴 CPI, 右轴 PPI) .....	19
图表 38: 15 年来房地产开发投资完成额当季增速 (%) .....	19
图表 39: 15 年来固定资产投资完成额当季增速 (%) .....	19
图表 40: 轻微类滞胀环境更适合配置公用事业 .....	19
图表 41: 08 年来大型存款类金融机构存款准备金率 (%) .....	20
图表 42: 08 年来国债收益率与银行间拆借利率走势 (%) .....	20
图表 43: 1 年期公司债信用利差开始走低, 紧密观察长久期债券信用利差 .....	20
图表 44: 现行火电行业商业模式 .....	22

图表 45: 近年来我国市场化电量交易占比持续提升 .....	23
图表 46: 2010 年至今四大高耗能行业用电量占比逾 25% .....	23
图表 47: 中美火电龙头 ROE 对比 .....	23
图表 48: 中美火电龙头 ROA 对比 .....	23
图表 49: 杜克能源 PB-ROE 回归情况 .....	24
图表 50: OGE 能源 PB-ROE 回归情况 .....	24
图表 51: 埃立特公司 PB-ROE 回归情况 .....	24
图表 52: 美国南方电力 PB-ROE 回归情况 .....	24
图表 53: 近年来煤电去产能政策频出 .....	25
图表 54: 各级政府部门持续加码自备电厂整治 .....	26
图表 55: 火电板块与煤炭板块利润总额对比 (亿元) .....	26
图表 56: 火电板块与煤炭板块 ROE 对比 (%) .....	26
图表 57: 六大发电集团日均耗煤量处于低位 (万吨/日) .....	27
图表 58: 六大发电集团煤炭库存居高不下 (万吨/日) .....	27
图表 59: 港口煤炭库存持续高位 (万吨) .....	27
图表 60: 十三五煤炭去产能目标完成进度 (亿吨) .....	28
图表 61: 主要煤炭运输铁路情况 .....	28
图表 62: 电源基本建设投资完成额:水电 (亿元) .....	29
图表 63: 水电板块平均分红比例 .....	29
图表 64: 长江电力锁定高分红比例 .....	29
图表 65: 长江电力股息率与超额收益表现 .....	29
图表 66: 长江电力股息收益率 vs 10 年国债收益率 .....	30
图表 67: 2017 年桂冠电力 ROA 居可比公司第二 .....	30
图表 68: 2017 年桂冠电力 ROE 居可比公司第一 .....	30
图表 69: 近年来桂冠电力经营现金流 vs 归母净利润 .....	31
图表 70: 2017 年桂冠电力大幅提升分红比例 .....	31
图表 71: 雅砻江水电中下游下属电站装机量、投资额及投产时间 .....	31
图表 72: 主要参数假设 .....	32
图表 73: 雅砻江水电自由现金流预测 (百万元) .....	32
图表 74: 长江电力将拥有世界十二大水电站中五座 .....	33
图表 75: 已投运水电机组 .....	33
图表 76: 在建水电机组 .....	34
图表 77: 部分水电企业资产重估 (2018/11/09) .....	34
图表 78: 部分水电单位市值 (2018/11/09) .....	34
图表 79: 水务行业逻辑框架 .....	35
图表 80: 主要供水行业上市公司供水产能及利用率情况 .....	36
图表 81: 2016 年全球各国平均水价 (元/方) .....	36
图表 82: 水务行业存在戴维斯双击机会逻辑 .....	37
图表 83: 兴蓉环境水务产能 .....	37
图表 84: 洪城水业水务产能 .....	37
图表 85: 资本开支在营收中占比: 兴蓉环境显著大于洪城水业 .....	38
图表 86: 兴蓉环境分红比率 .....	38
图表 87: 洪城水业分红比率 .....	38
图表 88: 兴蓉环境与洪城水业分红收益率对比 .....	39

## 投资机会复盘：美股滞涨期获超额收益，A股不显著

### 海外复盘：美林时钟在海外有效验证

#### 美国滞胀期公用事业具备超额收益

美林时钟通过将资产轮动及行业策略与经济周期联系起来，指导经济周期不同阶段的资产配置。模型将经济周期分为四个阶段：复苏、过热、滞胀、衰退，并使用产出缺口和CPI来识别经济。历史经验表明，在滞胀阶段，能源，必需消费、公用事业的表现更好。我们以2000.1月-2018.10月美国标普公用事业指数对标普500的表现作比较：

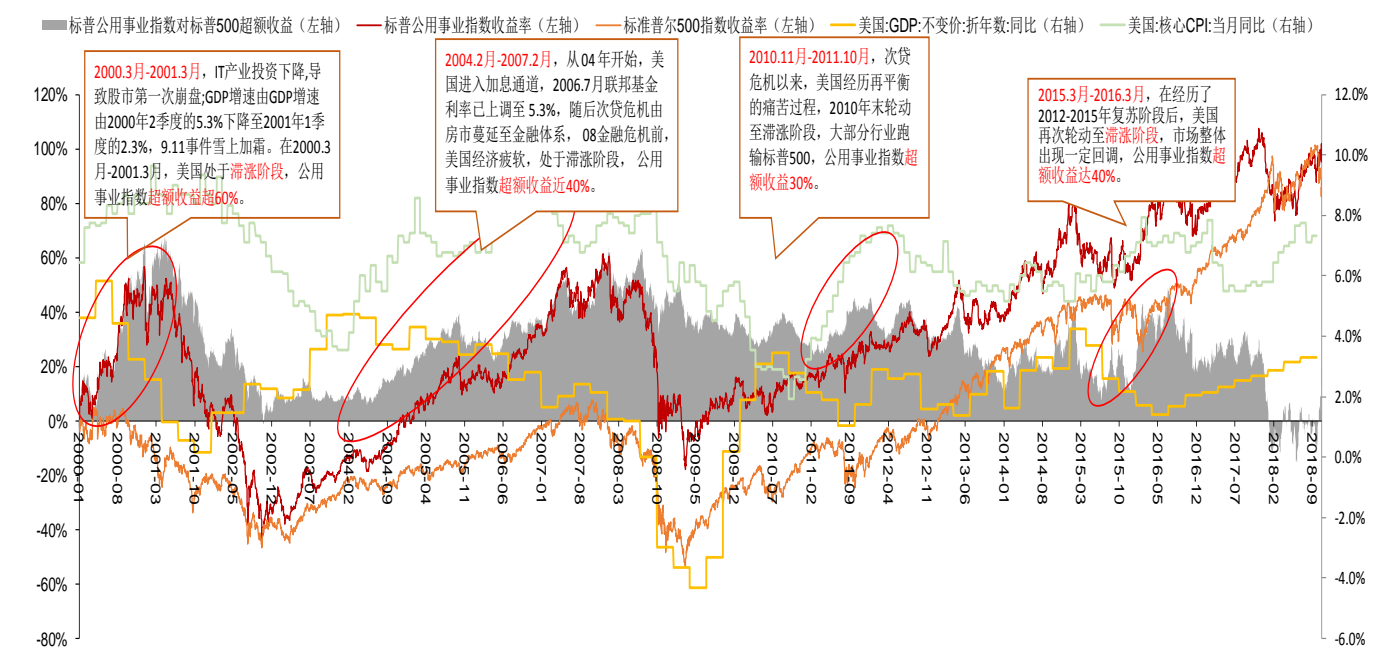
**超额收益阶段一：2000.3月-2001.3月**，互联网泡沫破裂，GDP增速由2000年2季度的5.3%下降至2001年1季度的2.3%，9.11事件雪上加霜。在2000.3月-2001.3月，美国处于滞胀阶段，公用事业指数超额收益超60%。

**超额收益阶段二：2004.2月-2007.2月**，从2004年开始，美国进入加息通道，2006.7月联邦基金利率已上调至5.3%，随后次贷危机由房市蔓延至金融体系，2008金融危机前，美国经济疲软，处于滞胀阶段，公用事业指数超额收益近40%。

**超额收益阶段三：2010.11月-2011.10月**，次贷危机后美国经历再平衡的痛苦过程，2010年末轮动至滞胀阶段，大部分行业跑输标普500，公用事业指数超额收益30%。

**超额收益阶段四：2015.3月-2016.3月**，在经历了2012年-2015年2月的复苏阶段后，美国再次轮动至滞胀阶段，市场整体出现一定回调，公用事业指数超额收益达40%。

图表1：美国公用事业板块复盘



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

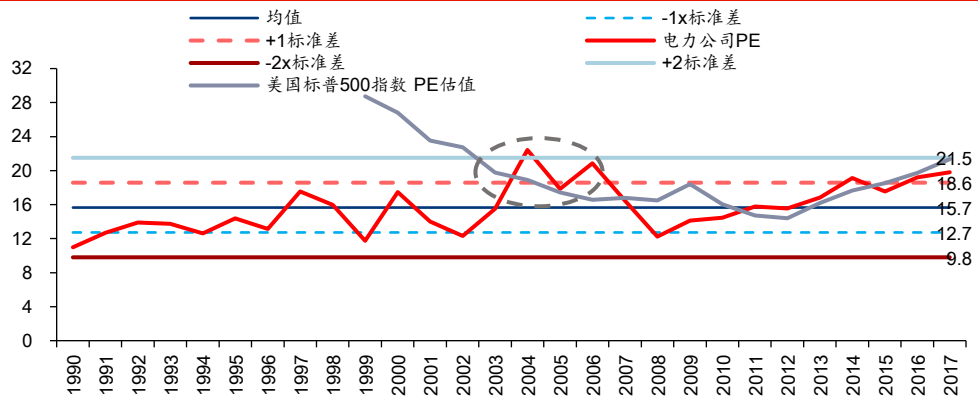
**电力：滞涨期盈利/估值双升**

**美国电力市场特征：区域性电力市场，发电侧市场化，输电环节政府管制，配电领域区域垄断。**美国电力改革要求推行“厂网分离”，发电侧放开后形成市场化竞争；售电侧逐步放开各类用户进入电力零售市场自由选择电力供应商。

以美国四大电力市场之一的 PJM 电力市场（北美电力中心调度控制区）为例，1997 年初开始采用非节点电价的电力市场，1998 年初开始采用节点电价的电力市场，1999 年初开始金融输电权(FTR)拍卖，2000 年开始日前和实时两个市场交易。PJM 市场定价模式中的节点电价 LMP 模式，即为特定节点上增加单位负荷所增加的购电成本，反应了特定节点的电力供需关系，实现了电力现货市场上网电价有效反映了市场供需和发电成本。

**滞涨阶段 2004.2 月-2007.2 月 P/E (TTM, 全文同) 估值抬升明显**（由于其他滞涨阶段持续时间在 1 年左右，我们选取时间段更长的 2004.2 月-2007.2 月滞涨周期去判别估值侧的变化），美国电力公司 2004 年-2007 年平均 P/E 估值在 20x，高于估值中枢 15.7x。同期美股（S&P500 指数）的 P/E 从 2004 年 2 月的 21x 降到 2007 年 2 月的 16x。长期来看（1990 年-2017 年）美国电力市场中电力公司 PE 估值中枢在 15.7x，波动率在 1x 标准差左右，滞涨阶段估值抬升，2004-2007 年 PE 估值高于估值中枢 1x 标准差上限。

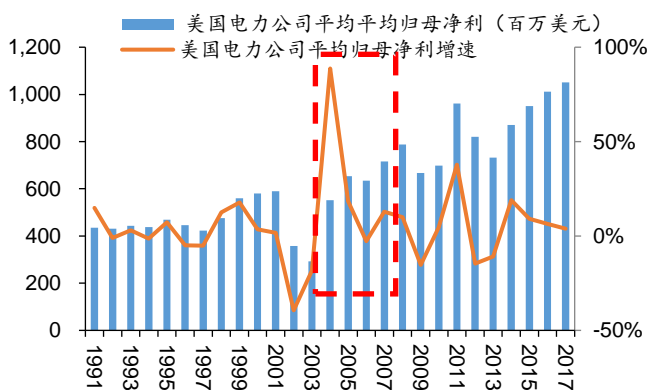
图表2：美国电力公司 PE 变化



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

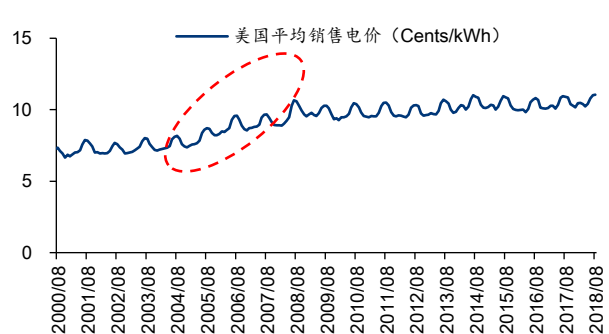
**滞涨阶段盈利也有明显提升。**2004-2007 年，美国电力公司平均归母净利增速分别为 89%/18%/-3%/13%，2007 年平均归母净利较 2004 年增长 30%，这可能因为销售电价也出现了明显上涨，比如在 2004.2 月-2007.2 月，销售电价由 2004.3 月的 7.3 美分/千瓦时提升至 2007.2 月的 8.74 美分/千瓦时（增幅在 20% vs 同期 CPI 增幅 9%）。

图表3：美国电力公司平均归母净利变化



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

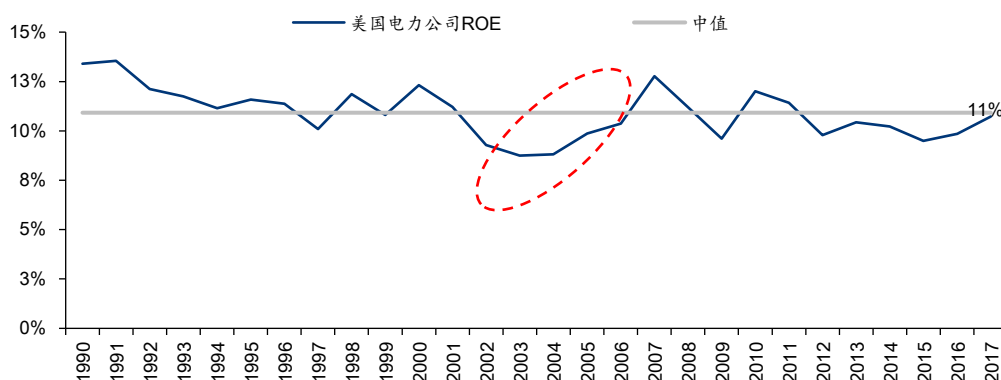
图表4：美国平均销售电价变化



资料来源: 美国能源署, 华泰证券研究所

滞涨阶段 ROE 抬升明显，由 2004 年的 9% 提升至 2007 年的 13%。长期来看电力市场化带来“公用事业属性”增强有助于提高盈利稳定性，美国电力公司 ROE 中枢（1990 年-2017 年）在 11% 左右。

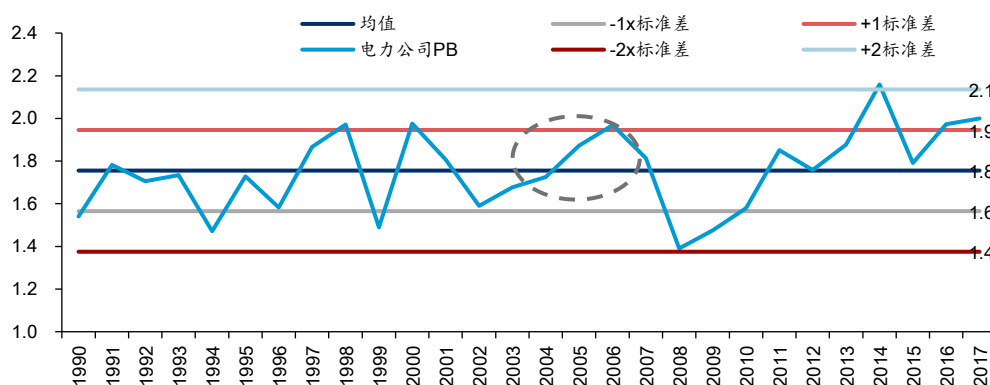
图表5：美国电力公司 ROE 变化（1990-2017 年）



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

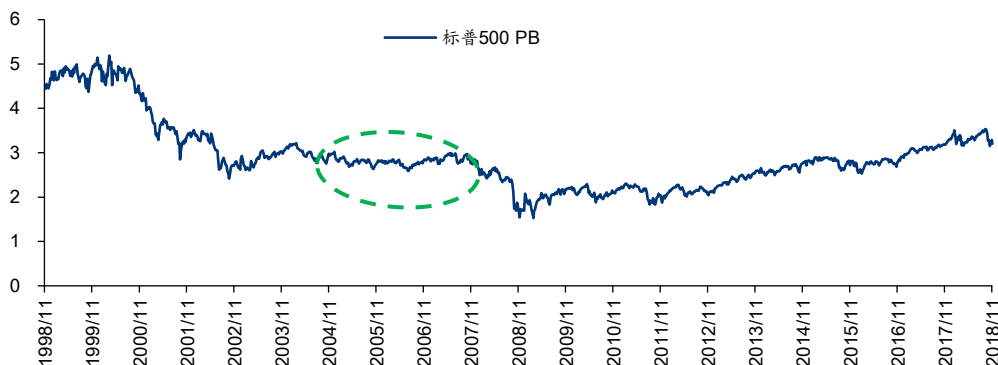
滞涨阶段 2004.2 月-2007.2 月 P/B (MRQ, 全文同) 估值抬升明显 (由于其他滞涨阶段持续时间在 1 年左右, 我们选取时间段更长的 2004.2 月-2007.2 月滞涨周期去判别估值侧的变化), 美国电力公司 ROE 抬升同样也推动了 P/B 估值小幅抬升, 美国电力公司 2004 年-2007 年平均 P/B 估值在 1.9x, 高于估值中枢 1.8x。同期美股 (S&P50 指数) 的 P/B 从 2004 年 1 月的 3.2x 降到 2007 年 2 月的 2.8x。长期来看 (1990 年-2017 年) 美国电力市场中电力公司 PB 估值中枢在 PB 估值中枢在 1.8x, 波动率在 1x 标准差左右。

图表6：美国电力公司 P/B 变化



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

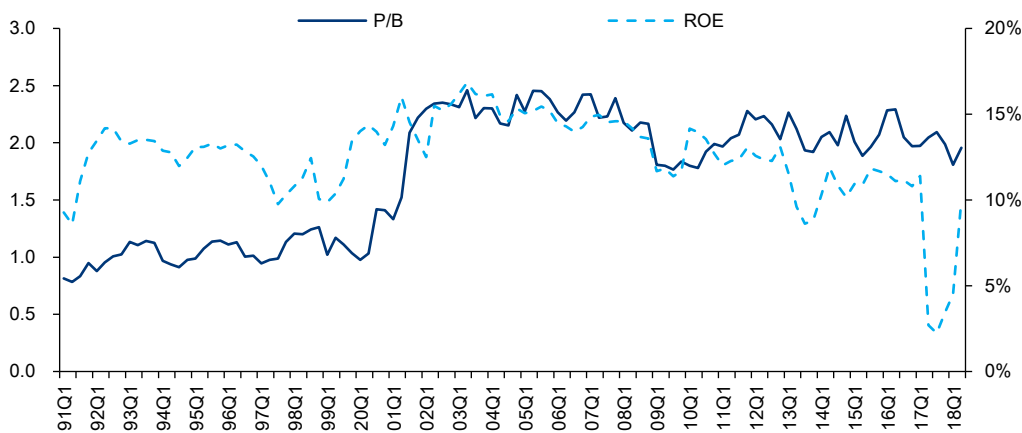
**图表7： 美国标普 500 指数 P/B 估值**



资料来源:Bloomberg, 华泰证券研究所

以美国电力市场中电力公司南方电力公司为例，其 PB 与 ROE 相关性较强。我们认为，2000-2001 年 P/B 的走高得益于 ROE 的提升。

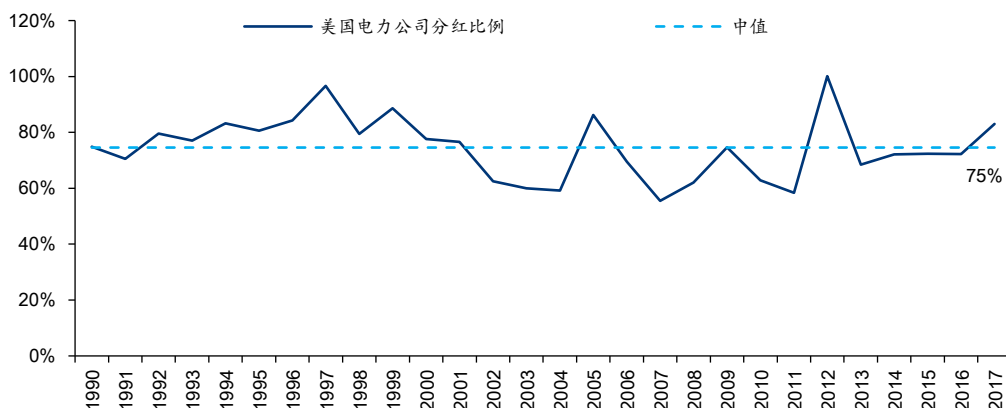
**图表8： 南方电力历史 P/B 与 ROE 走势**



资料来源:Bloomberg, 华泰证券研究所

美国电力市场中电力公司更愿意分红，1990-2017 年分红比例达 75%。电力市场化带来“公用事业属性”提升了 ROE 和现金流的稳定性，成熟电力企业更愿意分红，美国电力企业在 1990-2017 年维持高分红，平均比例在 75%。

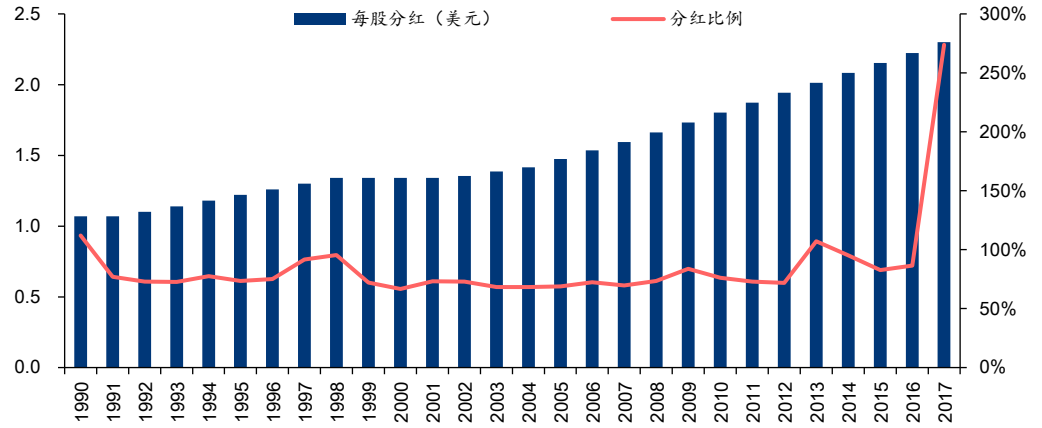
**图表9： 美国电力公司分红比例变化**



资料来源:Bloomberg, 华泰证券研究所

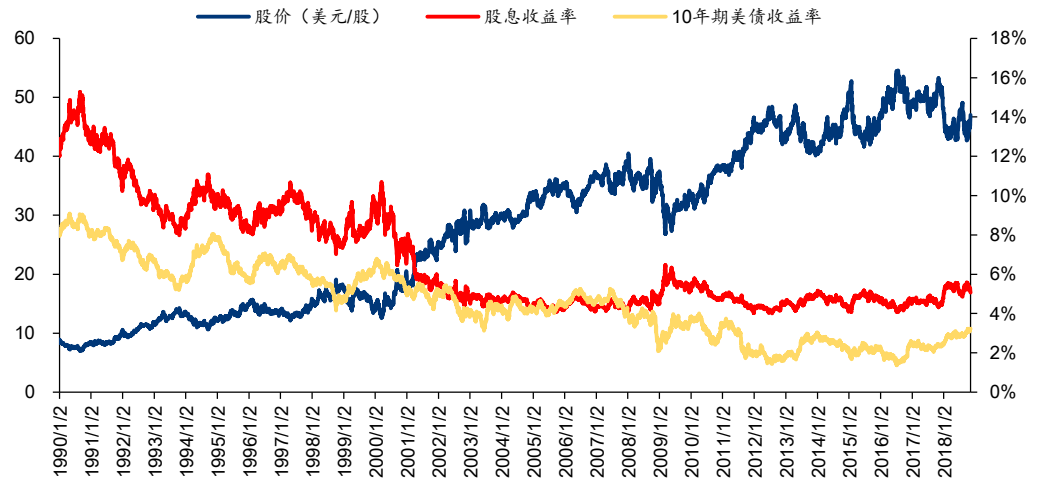
以美国南方电力公司为例，业绩稳健增长+高分红比例带来较高水平股息率。自 1990 年以来，美国南方电力每股分红保持稳健增长，分红比例通常在 70% 以上。1990 年至 2018 年 11 月，美国南方电力震荡上涨，累计涨幅高达 430%。2008 年金融危机至 2014 年末，美国展开数轮量化宽松政策，国债收益率不断走低。由于公司股息率较高，无风险利率下降推升公司股价持续走高，之后公司股息收益率稳定在 5% 左右。

图表10： 美国南方电力每股分红稳步增长，分红比例通常在 70% 以上



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表11： 1990 年以来美国南方电力股价与股息收益率走势



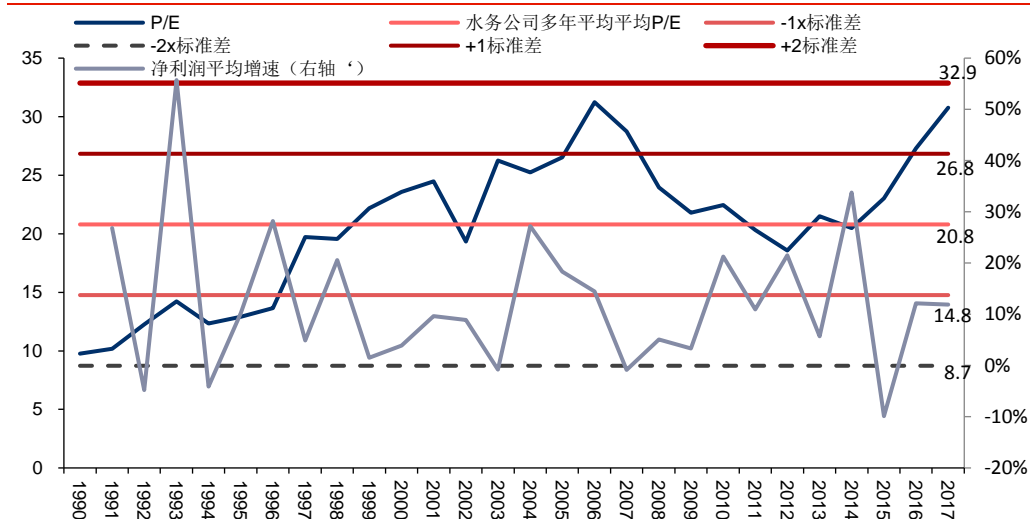
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

**水务：3 次滞胀期估值提升明显 (P/E P/B)**

美国水务公司在 3 次滞胀中估值提升。在美国近年来 4 次滞胀中，公用事业板块均跑赢标普指数，其中 2000-2001、2004-2007、2015-2016 年的三次滞胀中水务板块均有估值提升。2000 年互联网泡沫破灭后至 2001 年，水务板块 P/E 和 P/B 估值均有提升，同期净利润并无显著提升。2004-07 年水务板块主要公司利润提升，净利润和 P/E 与 P/B 估值同步提升。2011 年后水务板块主要公司逐渐进入成熟期，分红比例稳定。我们认为，2015-16 年 P/E 和 P/B 估值提升主要由于无风险利率下跌，市场对于运营资产偏好增强。

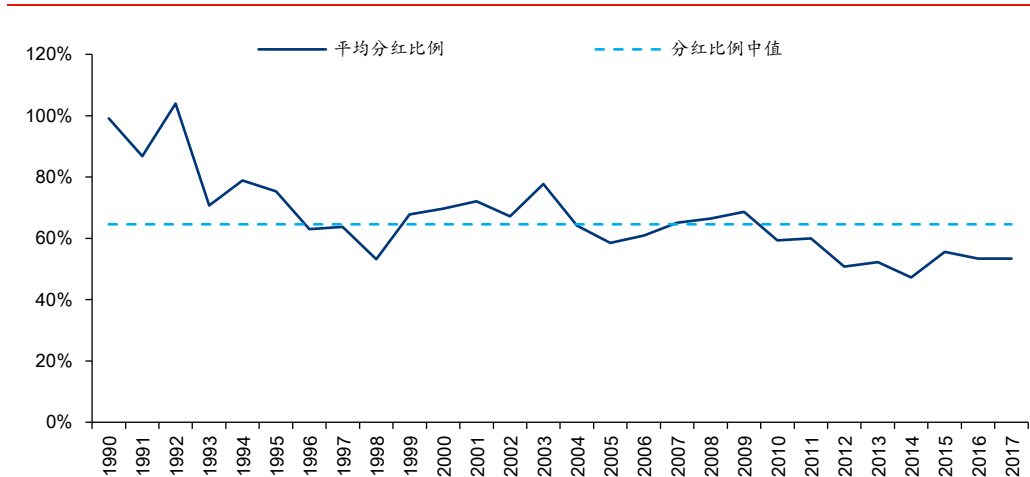
1990-2017 年平均 P/E 为 20.8x。1990 年至 2017 年，美国水务公司平均 P/E 为 20.8x，在 2000-2001、2004-2007、2015-2016 年三次滞胀中，P/E 分别由 23/27/23x 提升到 25/31/31x。2015 年主要公司均进入成熟期。分红比例稳定在 55% 左右，ROE 稳定在 11% 左右，运营属性明显。

**图表12： 美国水务公司 PE 与净利润增速变化**



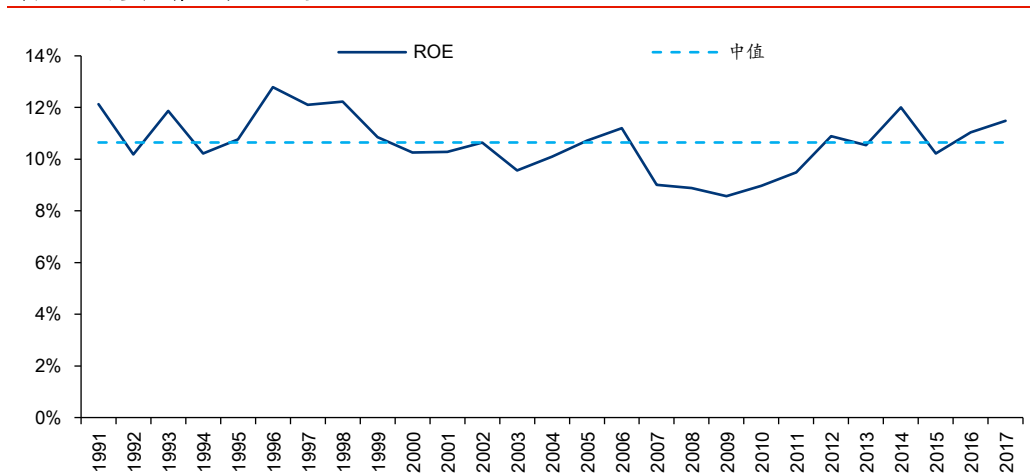
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

**图表13： 美国水务公司分红比例变化**



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

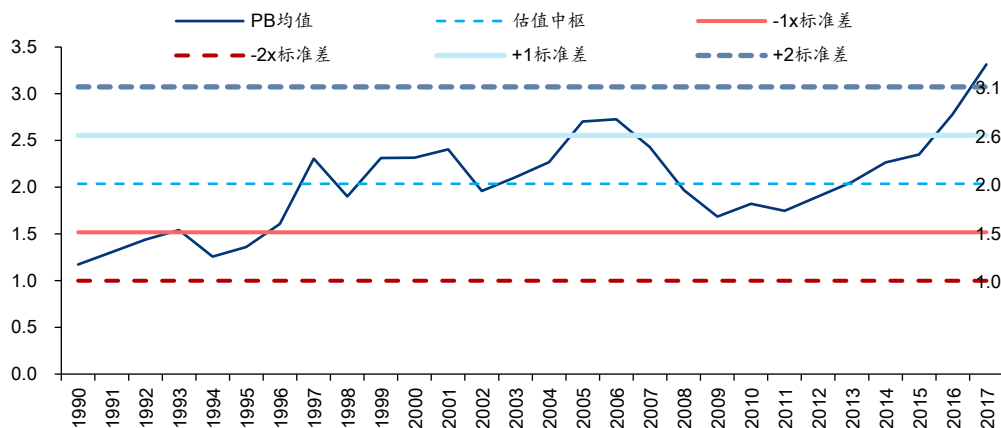
**图表14： 美国水务公司 ROE 变化**



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

水务板块 1990-2017 年平均 P/B 为 2.0x，2011 后 P/B 不断提升。1990 年至 2017 年，美国水务板块平均 P/B 为 2.0x，正负 1x 标准差区间为[1.5x,2.6x]。2011 年后，水务板块分红比例维持在 55%左右，2008 年后，随着 ROE 提升，板块 P/B 不断提升，从 2011 年的 1.7x 逐渐提升到 2017 年的 3.3x。

图表15： 美国水务公司 P/B 变化



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

**中国复盘：运营资产投资机会来自买成长/买弹性/买分红**

**2015 年轻微类滞涨经济环境公用事业配置价值提升。**2003-2018 年，我国共发生 3 次轻微类滞涨（2007.6-2008.3 月，2010.3-2011.7 月，2015.1-2015.8 月），在 2007.6-2008.3 月存在 15% 的小幅超额收益（相对上证指数），在 2015.1-2015.8 有较好的超额收益，达到 60%。而在 2010.3-2011.7 月，煤价大幅上行（秦皇岛 Q5500 动力末煤由 2010.3 月初的 705 元/吨上升至 2011 年 7 月底的 835 元/吨）对火电成本造成冲击，收入端电价上调在 2011.6 月才启动，导致火电板块业绩承压，最终使得此滞涨阶段公用事业超额收益并不显著。

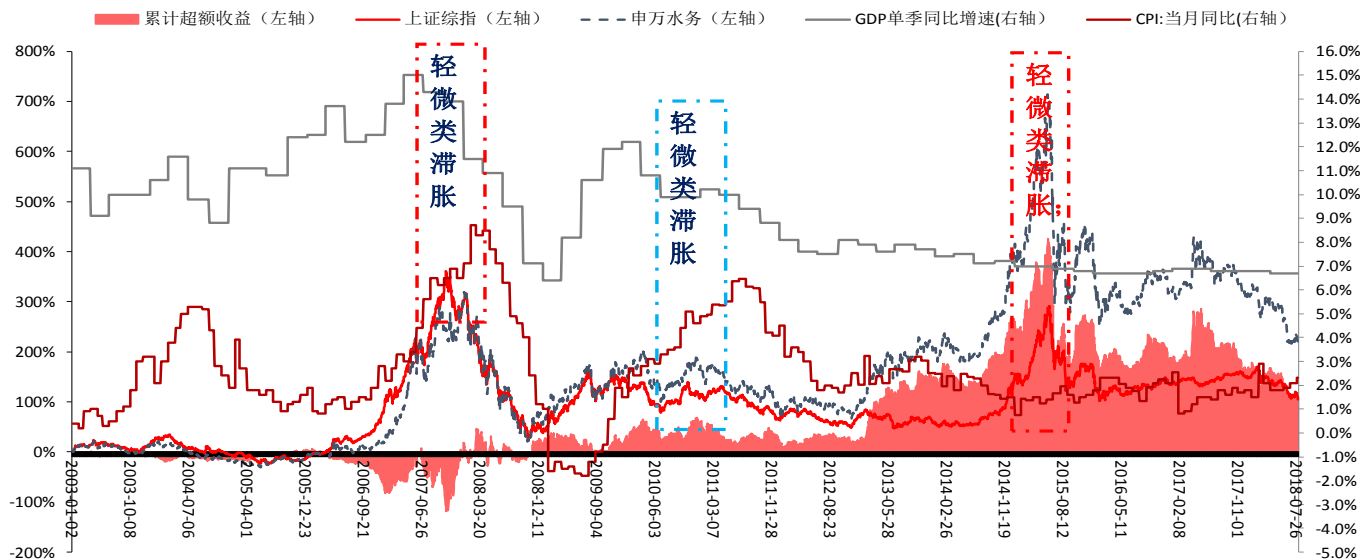
**图表 16：中国公用事业板块历史上超额收益机会**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**轻微类滞涨环境——运营类资产配置价值更加突出（以水务行业为例）。**历史上来看，水务在滞涨时期，由于其更强的运营属性，相对超额收益更为明显。在 2007.6 月-2008.3 月，水务指数相对上证综指超额收益达 52%；2015.1-2015.8 月阶段，水务指数相对上证综指超额收益达 30%，投资价值凸显。

**图表 17：中国水务板块历史上超额收益机会**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

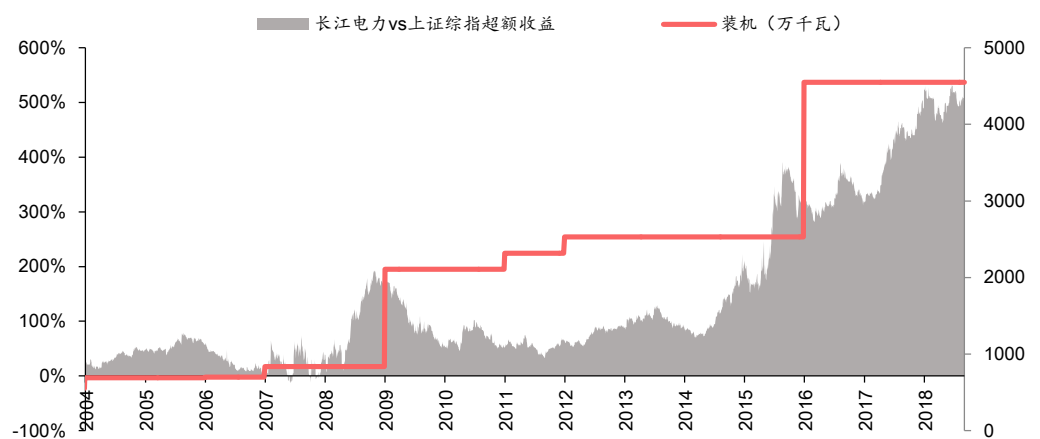
### 买成长：项目投产 or 产能快速爬坡，预期大幅释放利润期

我国偏重 P/E 估值体系和追求稳健收益，使得国内运营资产的投资机会集中出现在净利润预期步入快速增长长期时期。我们以典型运营类资产水电企业为例，在其预期装机显著增加阶段，获得超额收益明显：

**长江电力 2009 年新增装机 1270 万千瓦，2008 年全年由于资产注入预期，相对上证综指实现最高超额收益 174%。**2008 年 5 月公告筹划重大资产重组停牌，在 2008 年 1 月-12 月期间（资产注入预期）期间长江电力（对上证综指）最高超额收益为 174%。2009 年 9 月新增装机 1270 万千瓦（18 台 70 万千瓦发电机组资产及 2 台 5 万千瓦电源电站机组），增厚装机 152%，使得 2010 年（资产注入后）净利润较 2008 年（资产注入前）增厚 109%。

**长江电力 16 年收购川云公司新增装机 2026 万千瓦，实现最高超额收益 202%。**2015 年 6 月公司公告宣布重大资产重组停牌，在 2014 年 10 月-2015 年 12 月资产注入预期阶段，长江电力（对上证综指）最高超额收益为 202%。2016 年购入溪洛渡电站（18 台发电机组，单机容量 77 万千瓦）+向家坝电站（8 台单机容量 80 万千瓦机组）资产，使得 2017 年（资产注入后）净利润较 2015 年（资产注入前）增厚 93%。

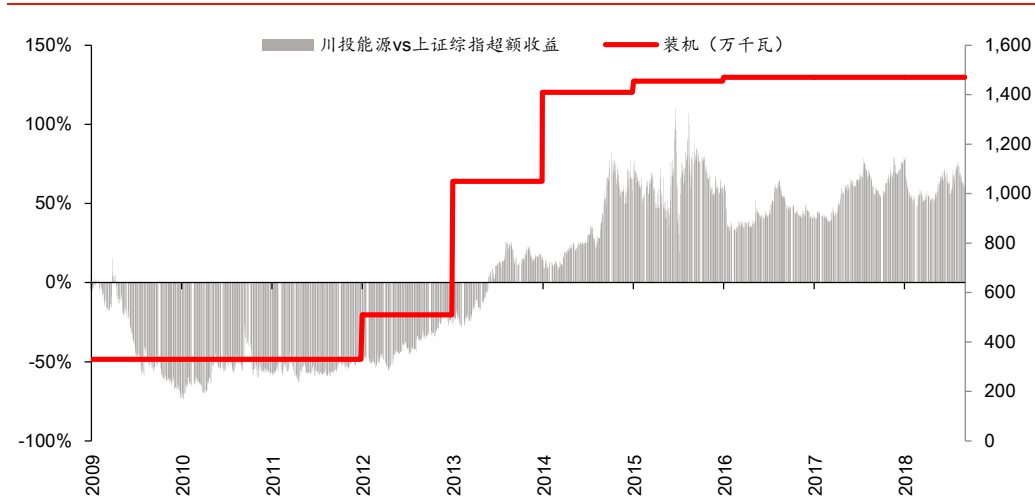
图表18：长江电力超额收益与装机（右轴）增长对比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**雅砻江水电 2012-2015 年装机快速增长，新增装机 1125 万千瓦，实现最高超额收益 126%：**官地 180 万千瓦 2012 投产、锦屏一级 360 万千瓦 2014 投产、锦屏二级 480 万千瓦 2014 投产、桐子林 45 万千瓦于 2015 年投产，带来川投能源利润持续增厚，川投能源 2016 年归母净利润较 2012 年增厚 757%，2012 年 1 月-2015 年 11 月，川投能源（对上证综指）最高超额收益为 126%。

**图表19：川投能源超额收益与雅砻江水电装机增长对比**



资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

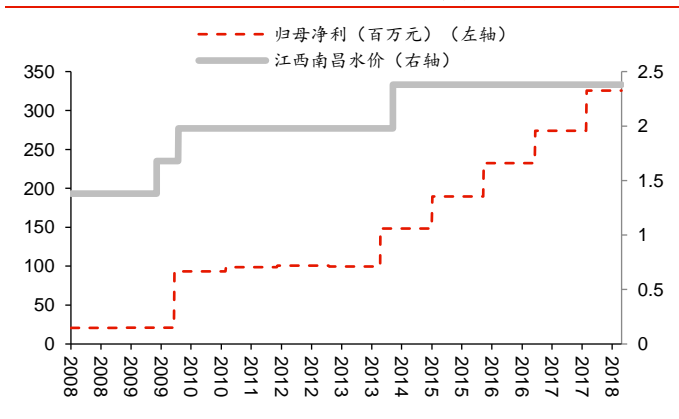
**买弹性：收入端上行/成本端下行增厚净利润，带来超额收益**

**以水务行业为例，收入端的水价上调显著增厚公司利润，超额收益明显**

**1) 洪城水业 2009 年&2014 年提水价，相对上证综指最高超额收益分别达到 62%**

**(2009.1-2010.12), 72%(2014.1-2015.12)**；洪城水业在南昌市拥有垄断的供水业务，南昌市在 2009.9 月上调自来水单价（自来水单价（不含污水处理）由 0.88 元/吨上调至 1.18 元/吨），2010.2 月上调自来水污水处理价（由 0.5 元/吨上调至 0.8 元/吨），使得**洪城水业 2010 归母净利较 2009 年增厚 345%**，2009 年 1 月-2010 年 12 月，洪城水业（对上证综指）超额收益为 62%。2014.4 月上调自来水单价（自来水单价（不含污水处理）由 1.18 元/吨上调至 1.58 元/吨），使得**洪城水业 2014 归母净利较 2013 年增厚 49%**，2014 年 1 月-2015 年 12 月，洪城水业（对上证综指）最高超额收益为 72%。

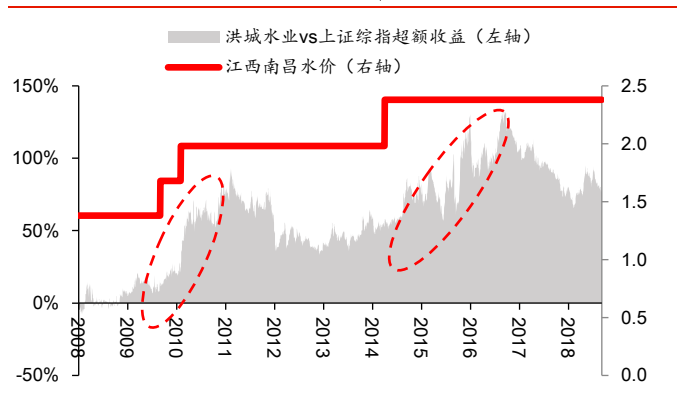
**图表20：洪城水业水价（元/吨）上调显著增厚净利润**



资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

注: 2018 归母净利为 Wind 一致预期

**图表21：洪城水业水价上调（元/吨）带来显著超额收益**



资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

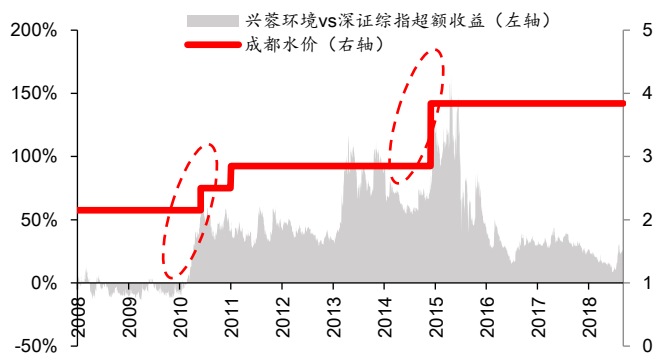
**2) 兴蓉环境 2010-2011 年&2014 年提水价，最高相对收益分别达到 59%(2009.1-2010.12),**

**65%(2014.12-2015.6)**。兴蓉环境供水业务集中在四川成都地区，1) 成都市在 2010.5 月上调自来水单价（自来水单价（不含污水处理）由 1.35 元/吨上调至 1.7 元/吨）；2011 年上调自来水污水处理价（由 0.8 元/吨上调至 0.9 元/吨），并同时上调自来水单价（不含污水处理），由 1.7 元/吨上调至 1.95 元/吨，2009 年 1 月-2010 年 12 月，兴蓉环境对深证综指最高超额收益为 59%。2) 2014.12 月上调自来水单价（自来水单价（不含污水处理）由 1.95 元/吨上调至 2.94 元/吨），2014 年 12 月-2015 年 6 月，兴蓉环境对深证综指超额

收益为 65%。<sup>1</sup>

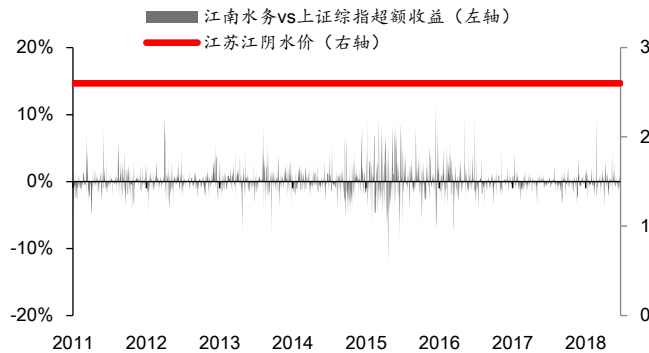
3) 江南水务在 2011 年至今未出现调价, 对上证综指未出现明显的超额收益。根据公司年报, 公司供水量由 2011 年的 2.44 亿立方米提升到 2017 年 2.74 亿立方米, 同期供水业务收入由 4.50 亿元提升到 2017 年 5.11 亿元, 收入端无显著提升。

图表22: 兴蓉环境水价上调带来显著超额收益



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表23: 江南水务(水价未调整)与大盘整体走势趋同

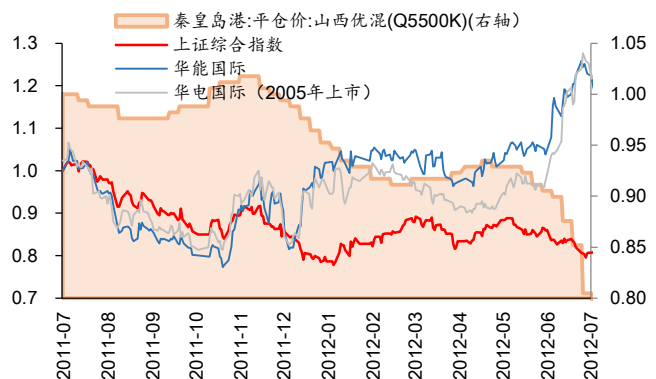


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**以火电行业为例, 历史上成本端煤价大幅下行使得板块获超额收益, 防御性凸显**

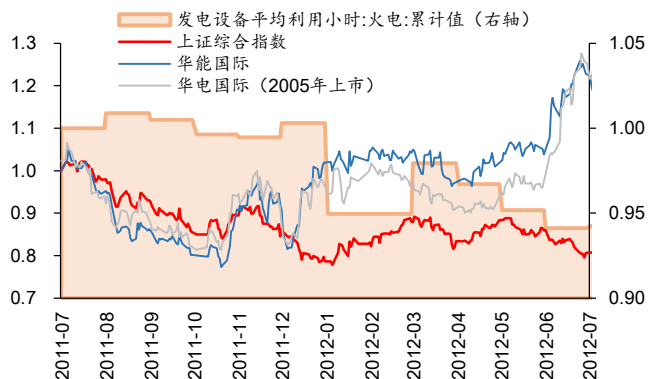
我们选取两只火电代表股华能华电来分析火电股超额收益与煤价、火电利用小时数的关系, 可以发现煤价下跌是板块录得超额收益的主要因素。根据主要火电公司年报, 由于燃料成本在总成本中比重通常在 50% 以上, 成本端弹性较大。剔除 2003-2007 (装机增速 10% 以上, 成长属性强) 我们选取的两个时间段为: 1) 2011 年 7 月-2012 年 7 月, 华电上涨 35%, 华能上涨 36% (同期上证指数下跌 21%), 当时煤价下跌 27%, 利用小时数缓跌 6%; 2) 2014 年 1 月-2015 年 6 月, 华电上涨 251%, 华能上涨 159% (同期上证指数上涨 136%), 当时煤价累计下跌 34%, 利用小时数缓跌 9%。

图表24: 华能/华电走势与上证指数/煤价(201107-201207, 标准化)



注: 华电/华能股价、上证指数、煤价按 2011 年 7 月 1 日煤价起始化为 1.0  
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

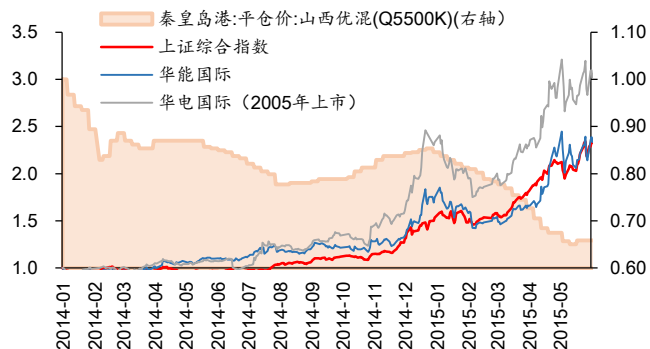
图表25: 华能/华电走势与上证指数/利用小时(201107-201207, 标准化)



注: 华电/华能股价、上证指数、利用小时按 2011 年 7 月 1 日数字起始化为 1.0  
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

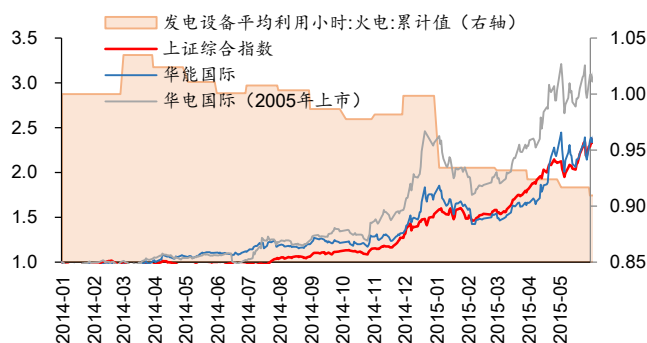
<sup>1</sup> 时间阶段选取上剔除了 11 年加息阶段和 15 年 6 月至 8 月底的系统性风险阶段

图表26: 华能/华电走势与上证指数/煤价 (201401-201506, 标准化)



注: 华电/华能股价、上证指数、煤价按2014年1月1日煤价起始化为1.0  
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表27: 华能/华电走势与上证指数/利用小时 (201401-201506, 标准化)

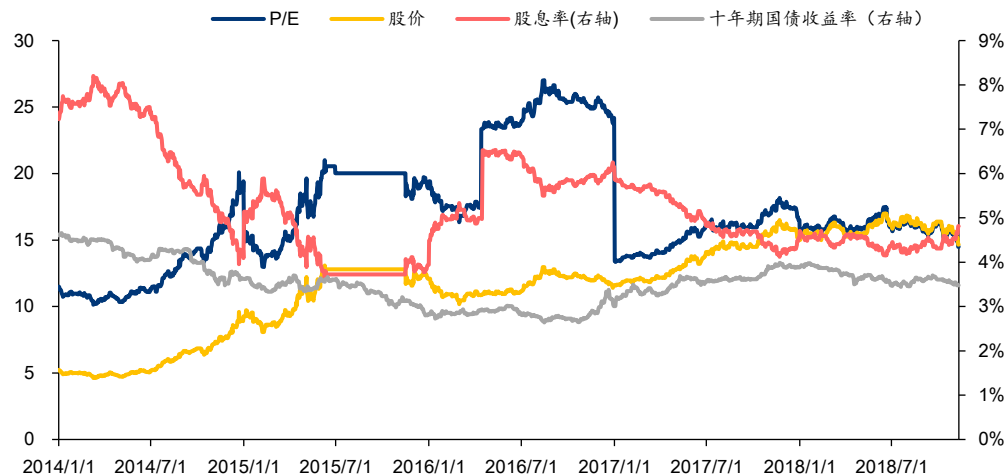


注: 华电/华能股价、上证指数、利用小时按2014年1月1日煤价起始化为1.0  
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**买分红: 企业 Capex 降低, 分红比例提升**

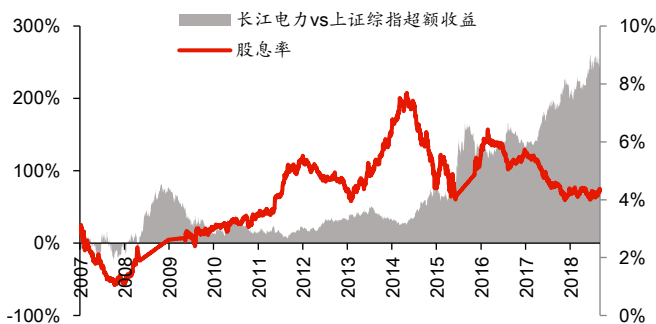
长江电力披露2015年年报时修改公司章程, 大幅提升分红比例, 股价持续走高。长江电力2016年4月15日披露公告, 征求投资者意见以提升分红比例, 在2016-2020年分红比例不低于50%, 每股分红不低于0.65元, 2021-2025年分红比例不低于70%。大幅提高分红比例导致股息率提升, 随后长江电力股价持续上涨。从2016年4月15日至2018年11月16日, 长江电力累计跑赢上证指数47%。

图表28: 长江电力股价与股息率情况



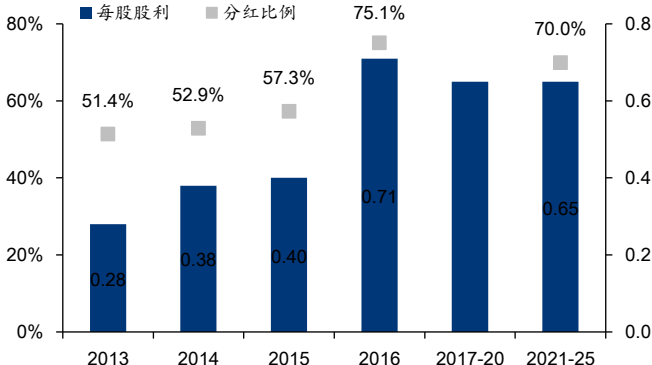
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表29: 2007年至今股息率 (右轴) 上行带动长江电力获取超额收益



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表30: 长江电力每股股利 (元, 右轴) 与分红比例



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

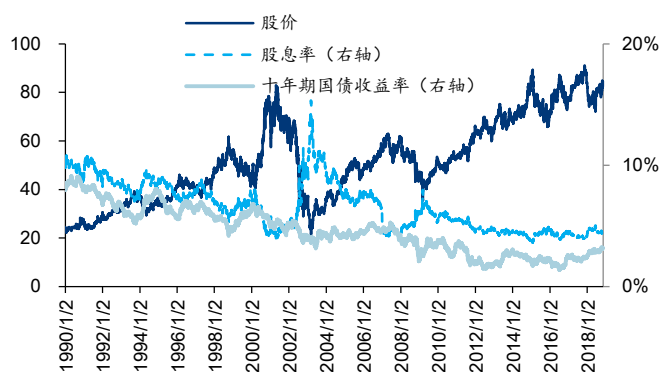
美国主要电力公司分红比例常年在 60%以上，降息周期中股价大幅上涨。美国电力企业龙头杜克能源、南方电力常年分红比例保持在 70%以上，美国电力通常在 60%以上。我国分红比例较高的电力企业主要有长江电力和华能国际，均对 2018-2020 年分红比例进行了承诺。

图表31： 中/美主要电力公司分红比例对比

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
长江电力	52%	52%	88%	51%	55%	53%	51%	53%	43%	75%	67%
华能国际	60%	-33%	50%	79%	55%	50%	51%	52%	52%	50%	85%
杜克能源	72%	83%	113%	97%	77%	99%	82%	118%	80%	108%	80%
美国电力	58%	48%	55%	68%	46%	72%	64%	61%	52%	183%	61%
南方电力	70%	74%	84%	76%	73%	72%	107%	95%	83%	86%	274%

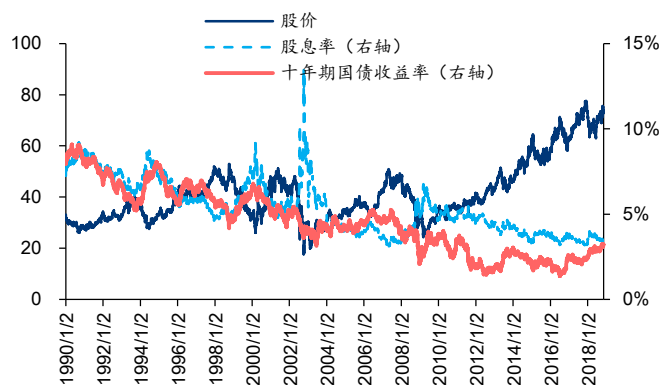
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

图表32： 2010 年利率下行后杜克能源股价大幅上扬



资料来源：Bloomberg, 华泰证券研究所

图表33： 2010 年利率下行后美国电力股价大幅上扬



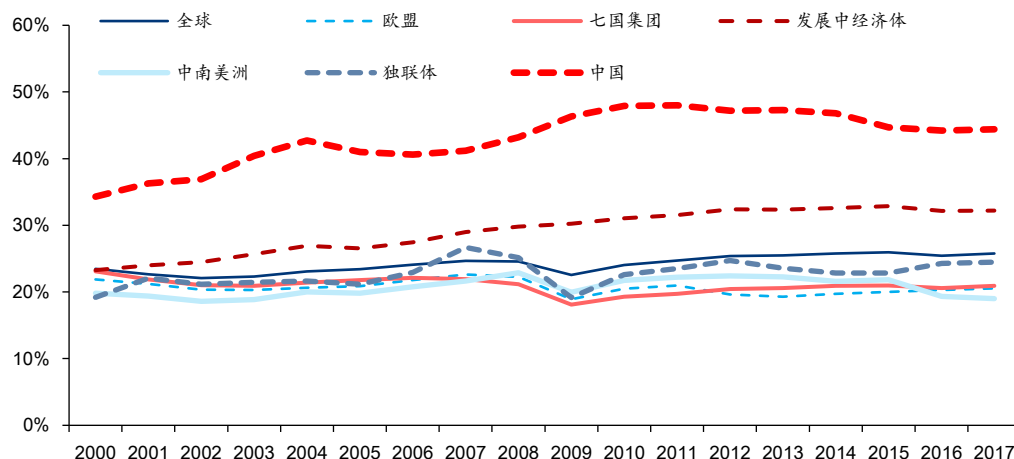
资料来源：Bloomberg, 华泰证券研究所

## 中国 2019：经济寻底，外围扰动，看运营资产重估机会

### 外围贸易战：有望倒逼生产要素定价市场化加速推进

**生产要素市场化改革：驱动中国经济发展方式转型的核心一环。**长期以来，投资是驱动我国经济高速增长的核心组成之一，十八届三中全会公报中指出，我国经济体制改革是全面深化改革的重点，核心问题是处理好政府和市场的关系，要使市场在资源配置中起决定性作用和更好地发挥政府作用，目前我国正在大力推动相关改革进程以促进上述目标的早日实现。

图表34：我国投资率显著高于全球平均高位水平



注：1) 投资率= (固定资本投资+存货增加额) ÷ 当年国内生产总值；2) 七国集团指由美国、英国、德国、法国、日本、意大利和加拿大等七个国家组成的发达国家俱乐部；

资料来源：国际货币基金组织、国家统计局、华泰证券研究所

**贸易战或加速我国生产要素市场化改革进程。**我国加入 WTO 之后，市场经济地位尚未得到美欧两大经济体承认。当前在贸易战背景下，经济增速承压。我们认为，较为严峻的外部环境或倒逼国内加速生产要素市场化改革进程，以吸引更多外来投资拉动经济。

图表35：美国判断中国“非市场经济地位”的六个所谓依据

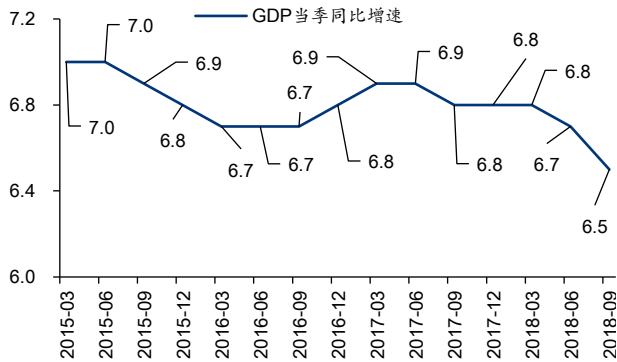
序号	相关议题	六大所谓依据
一	汇率	无端指责我国通过中间价设定流程和外汇市场干预措施维持对人民币估值的控制；
二	劳动力	无端指责我国劳资双方通过自由谈判确定工资率的过程仍然存在着显著的制度约束；
三	外资投资	无端指责外商投资规则仍保护中着国企业免受外国的竞争；
四	政府干预市场能力	无端指责我国政府对生产工具拥有重大的所有权和控制权，国企在整个企业部门的角色和普遍性，以及土地所有权和土地使用权制度证明了这一点，
五	国有资产	无端指责国家和地方的价格控制法规形成了广泛的网络，监管层设定和影响要素投入价格的能力导致整个经济的成本 and 价格扭曲，资源严重错配。
六	其他因素	无端指责企业在政府决定的结果之外作出投资和业务决定的能力很有限。

资料来源：美国商务部《中国非市场经济地位报告》、华泰证券研究所

### 经济寻底：类滞涨经济环境建议配置公用事业板块

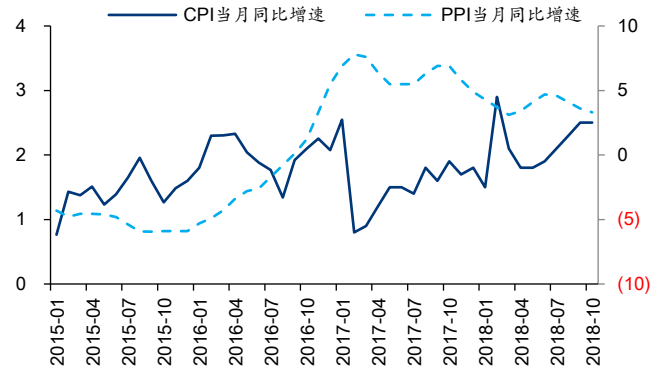
根据华泰宏观组观点，2019 年上半年我国经济环境或进入类滞胀状态。18 年 10 月 CPI 同比+2.5%，CPI 继续小幅反弹。当前通胀预期再度升温，如果猪价、菜价、油价三项价格因素当中有一项或多项超预期上涨，引发通胀快速上升风险。此外 18 年 3 季度我国 GDP 增速为 6.5%，环比下降 0.2pct，在贸易战环境下经济或进一步承压。华泰宏观组认为，19 年上半年我国经济环境或将进入类滞胀状态。

图表36: 15年来GDP当季增速(%)



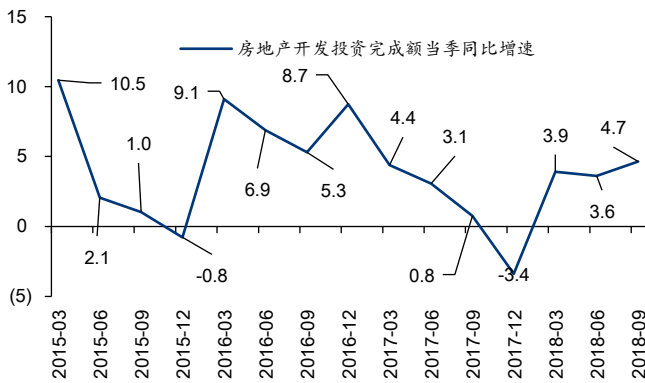
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表37: 15年来CPI/PPI当月增速(%) (左轴CPI, 右轴PPI)



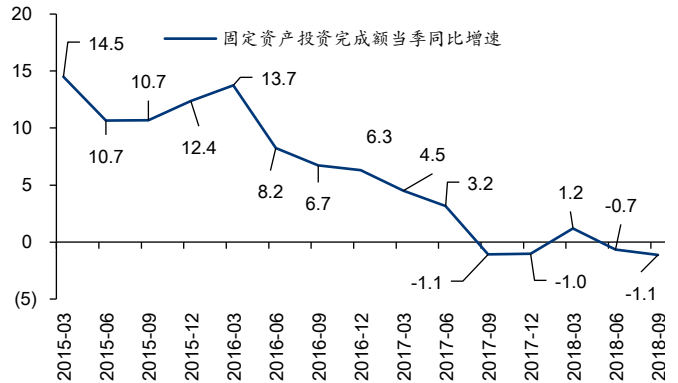
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表38: 15年来房地产开发投资完成额当季增速(%)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

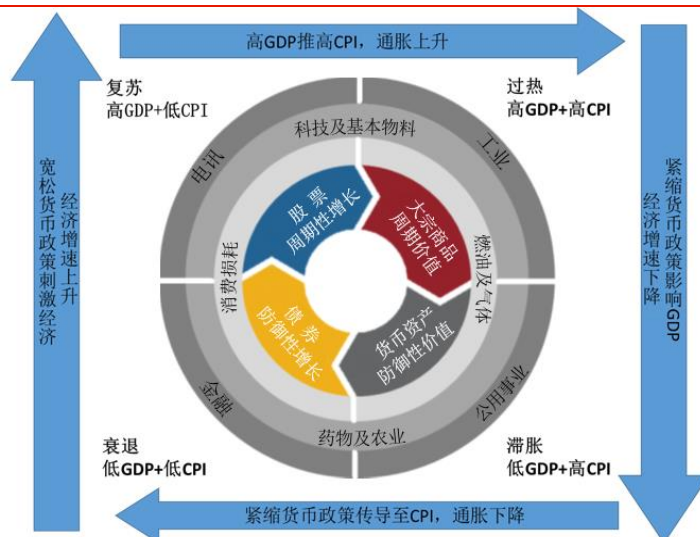
图表39: 15年来固定资产投资完成额当季增速(%)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**轻微类滞胀经济环境公用事业配置价值提升。**根据美林“投资时钟”理论,在经济增速走低和通胀上升的类滞胀状态下,由于公用事业具有盈利能力稳健(与经济周期关联度低)、分红稳定的优质属性,我们判断在类滞胀经济环境下公用事业的配置价值将得到明显提升,一些运营业务占比高的稳定盈利标的将更受投资者青睐。

图表40: 轻微类滞胀环境更适合配置公用事业



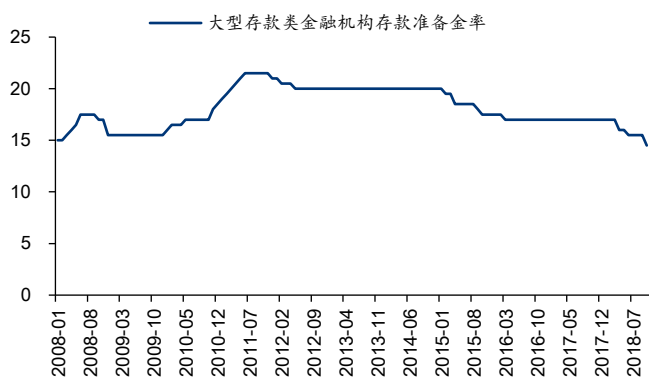
资料来源: 华泰证券研究所

## 利率有望下行：运营资产或迎重估机会

根据华泰宏观观点，十年期国债收益率仍有下行空间。当前货币政策已从稳健中性转向稳健灵活适度，如果经济状况从轻微类滞胀进一步演变为类滞胀，即经济增速继续下行并跌破+6.5%、通胀持续上行突破+3%，在这种情形下，华泰宏观预判国家有可能提高对通货膨胀的容忍度，比如把通胀+3%的目标值提高至+3.5%，政策优先为经济托底。货币政策或适度宽松，十年期国债收益率仍有下行空间。

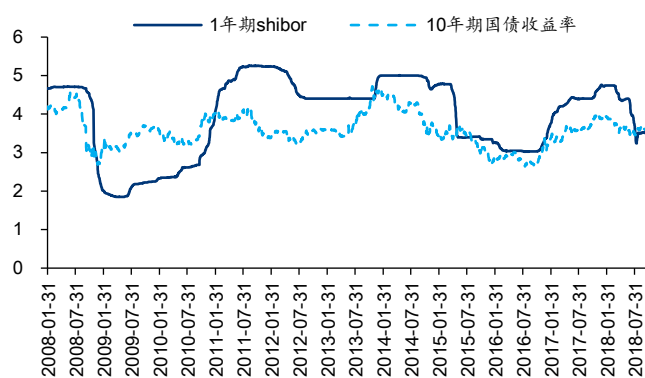
我们认为，19 年企业融资情况有望改善。18 年 10 月大型存款类金融机构准备金率已经下调到 14.5%，为 08 年 1 月以来最低值。11 月 9 日 1 年期 shibor 为 3.55%，较年内高点回落 120bp，11 月 9 日 10 年期国债收益率为 3.48%，呈现出下行迹象。我们认为，目前 1 年期公司债信用利差已经出现收窄迹象，长久期公司债信用利差从 10 月底也出现下行迹象，预计未来随着企业融资情况改善，市场无风险利率有望下行。

图表41： 08 年来大型存款类金融机构存款准备金率 (%)



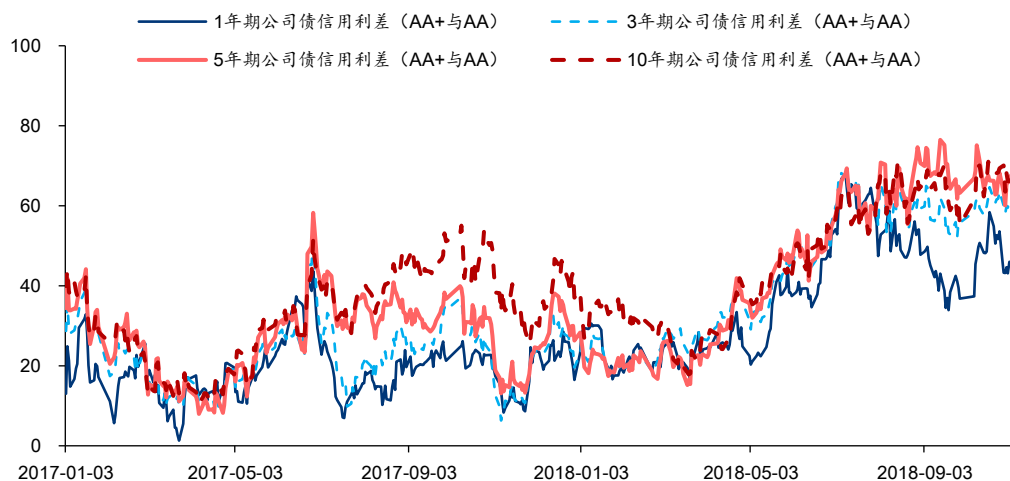
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表42： 08 年来国债收益率与银行间拆借利率走势 (%)



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表43： 1 年期公司债信用利差开始走低，紧密观察长久期债券信用利差



资料来源:Wind，华泰证券研究所

若利率下行，公用事业公司有望迎估值重塑。公用事业公司由于其运营业务通常与经济周期关联性较低，持续盈利能力强，在利率下行阶段，绝对估值法下公司 NPV 和 DCF 估值都将有望提升。我们看好电力、水务等重资产行业的估值重塑机会。

## 资产回报率预期趋于理性，稳健运营资产或更受重视

市场对于资产回报率预期趋于理性，机构投资者更青睐稳健成长标的。2015 年市场大幅调整之后机构投资者占比提升和外资流入提升，目前中国市场成熟程度在不断提升。机构投资者对于稳健成长的标的倾向性日益增强。我们预计，未来运营类资产由于其盈利稳健属性会日益受到机构投资者重视。

随着民企治理结构的优化，国企混改的逐步推进和效率提升，步入成熟期的公司分红意愿增强。承诺稳定分红的公司普遍享有较高溢价水平。如水电龙头长江电力承诺 2016 年至 2020 年每年度的利润分配按每股不低于 0.65 元进行现金分红；对 2021 年至 2025 年每年度的利润分配按不低于当年实现净利润的 70%进行现金分红。

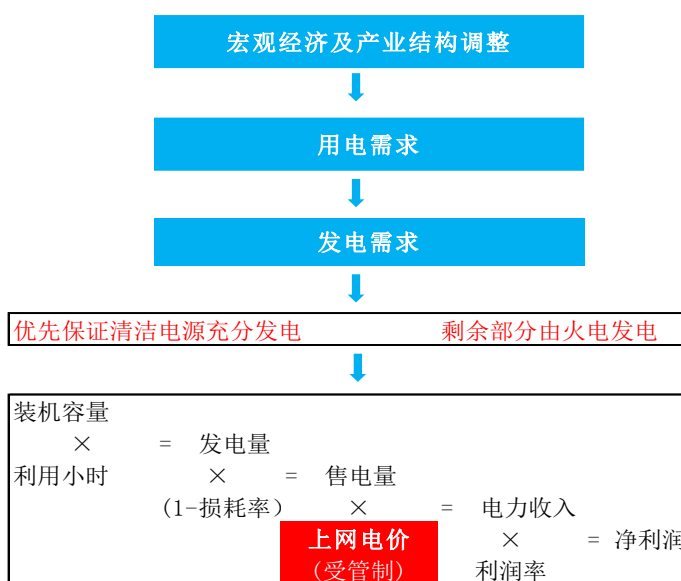
## 火电 2019：定价权有望提升，业绩正处拐点

### 商业模式有望转变，火电或将回归“公用事业”属性

#### 电价形成机制改革，火电有望逐步摆脱“市场煤计划电”盈利模式

**当前火电商业模式：管制的收入端+市场化的成本端。**目前我国火电行业商业模式为：1) 收入端：发电量由当地政府编制下达计划决定，并由电网调度中心进行公开调度；外售电量中，直接交易电量以市场价结算，此外的上网电量执行燃煤标杆电价，总体而言，电价波动较小。2) 成本端：对外采购的煤炭等原材料主要是市场化定价，致使火电企业成本端随市场供需格局而变化。总体而言，收入端波动相对较小，成本端受市场化环境影响波动较大，致使从业企业盈利能力波动较大。

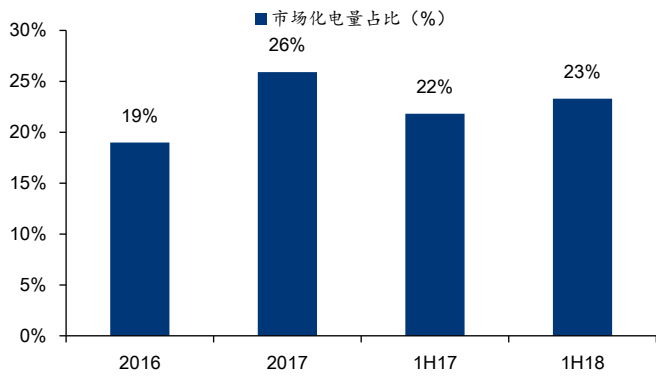
图表44： 现行火电行业商业模式



资料来源：华泰证券研究所

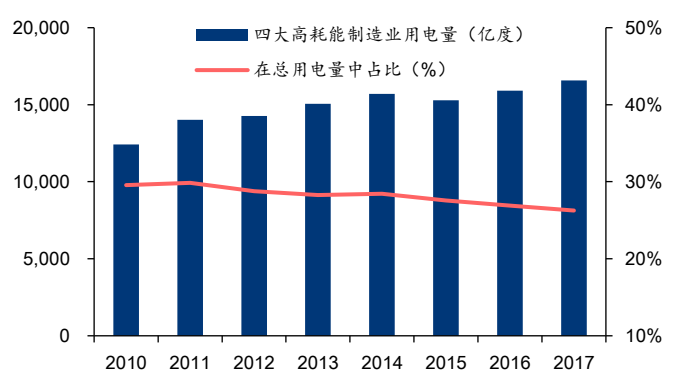
**电力市场化交易改革加速推进。**根据国家发改委官网披露，7月18日国家发改委和能源局联合发布《关于积极推进电力市场化交易进一步完善交易机制的通知》，文件提出加快放开煤电机组参与电力直接交易。根据文件要求，在2015年3月《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》颁布实施之后，新核准的煤电机组原则上不再安排发电计划，投产后一律纳入市场化交易。此外，2018年8月后放开煤炭、钢铁、有色、建材等4个行业电力用户发用电计划，全电量参与交易，并承担清洁能源配额。

**图表45：近年来我国市场化电量交易占比持续提升**



资料来源：中电联，华泰证券研究所

**图表46：2010 年至今四大高耗能行业用电量占比逾 25%**



资料来源：中电联，华泰证券研究所

注：四大高耗能行业指钢铁、有色、建材、化工四个行业

政府推动建立“基准电价+浮动电价”，火电商业模式有望获得根本改观。2018 年 7 月，发改委、国家能源局联合发布《关于积极推进电力市场化交易进一步完善交易机制的通知》，提出鼓励协商建立“基准电价+浮动机制”的市场化定价机制。我们判断，此次通知再次明确了电价市场化的决心，取消跨省交易限制，内忧外患倒逼生产要素市场化提速，拥有成本优势的优质火电龙头市占率将进一步得到提升，未来电力行业或将回归“公用事业”的属性，制约火电行业最根本的盈利模式有望改善。

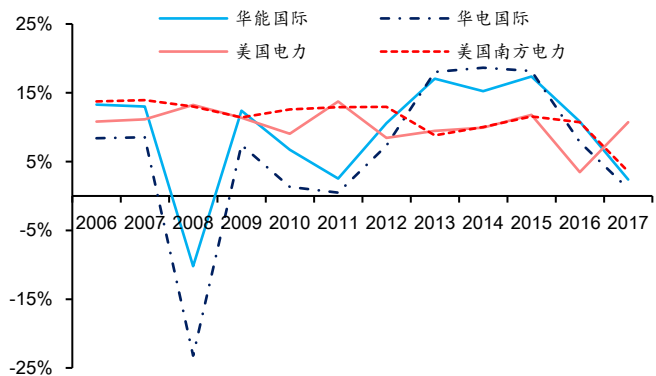
**回归公用事业，电力适用 P/B-ROE 估值**

从垄断走向自由开放，美国电力行业市场化程度在全球首屈一指。美国电力市场是世界上规模最大的电力市场之一，也是最早进行电力市场改革的（1992）。根据国家发改委、国家能源局、国网等多方机构的公开表态，我国电力工业改革大范围的借鉴了美国电力市场化改革的经验（参见《美国电力市场发展分析及对我国电力市场建设的启示》）。

美国火电龙头企业盈利稳定性显著优于我国火电龙头。我们选取中美火电龙头华能国际、华电国际、美国电力、美国南方电力四家企业进行比对，2006 年至 2017 年期间，美国电力、美国南方电力 ROE 在 3%—14% 区间波动，ROA 在 2%—8% 区间波动，华能国际、华电国际 ROE 在 -25%—18% 区间波动，ROA 则在 -1%—12% 区间波动。

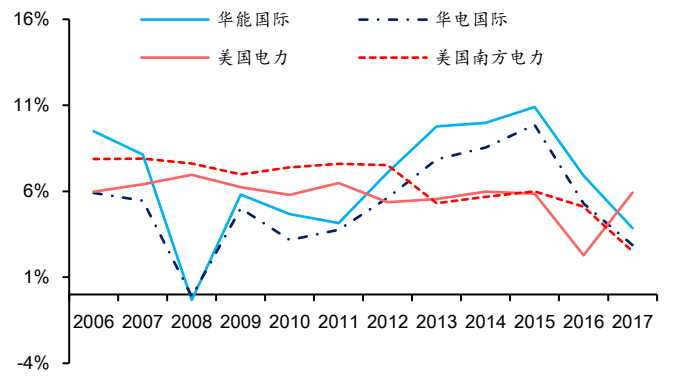
从资产盈利能力来看，我国火电龙头业绩表现明显相对较大。

**图表47：中美火电龙头 ROE 对比**



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

**图表48：中美火电龙头 ROA 对比**



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

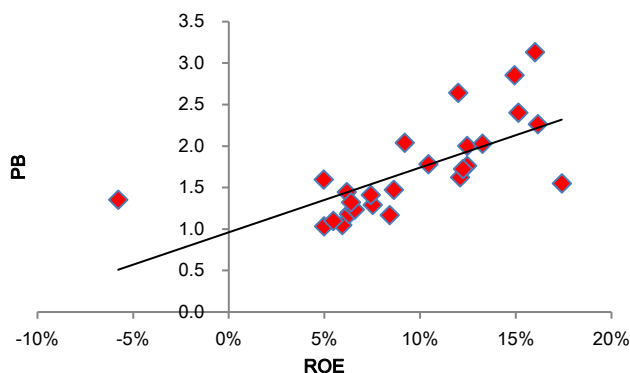
**PB-ROE 定价机制可有效解释美国火电龙头估值水平。**我们遴选出杜克能源、南方电力等四家美国龙头企业，基于 1990-2017 年相关公司的 PB、ROE 数据进行回归，不难发现 PB、ROE 呈现明显的正相关，且 ROE 可在相当大的程度上解释 PB 估值水平。

相关回归结果如下：

- 1) 杜克能源： $PB = 7.8 * ROE + 0.96$ ， $R^2=46\%$ ；
- 2) OGE 能源： $PB = 6.0 * ROE + 1.11$ ， $R^2=28\%$ ；
- 3) 埃立特公司： $PB = 6.85 * ROE + 1.0$ ， $R^2=38\%$ ；
- 4) 美国南方电力： $PB = 4.96 * ROE + 1.54$ ， $R^2=42\%$ ；

以上述回归结果为基准公式，如果 ROE 达到 8%，则 PB 取值区间为 1.6-1.9 倍；如果 ROE 达到 10%，则 PB 取值区间为 1.7-2.0 倍；

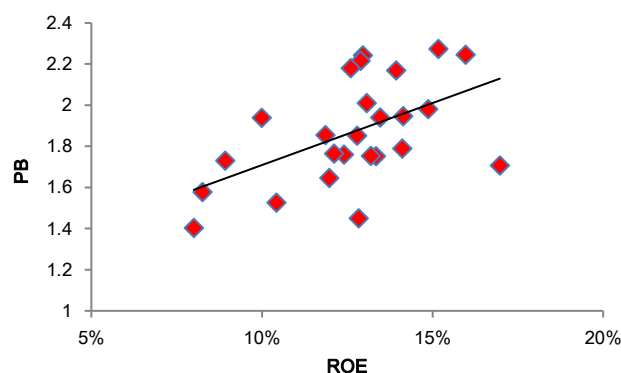
**图表49： 杜克能源 PB-ROE 回归情况**



注：1) 杜克能源是美国最大的火力发电公司，截至 2013 年底，Duke 装机容量 6258.1 万千瓦中，以天然气发电、煤电和核电装机占比最多，三者分别占 Duke 发电装机容量的 35.7%、35.2% 和 13.2%；2) 回归数据采用杜克能源 1990 年-2017 年 ROE 及 PB 数据，其中剔除掉 2008 年数据，当年为金融危机；

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所；

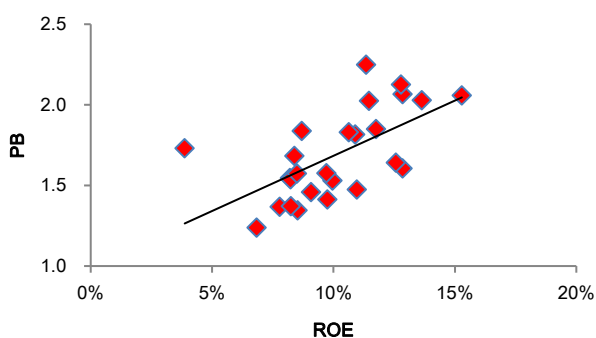
**图表50： OGE 能源 PB-ROE 回归情况**



注：1) OGE 能源是美国区域性火力龙头企业之一，全职雇员 2,453 人，是一家能源和能源服务供应商，在美国中南部提供电力和天然气配送及相关服务，电力业务以火电为主，总装机容量约 700 万千瓦；2) 回归数据采用 OGE 能源 1991 年-2017 年 ROE 及 PB 数据，其中剔除掉 2008 年数据，当年为金融危机；

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

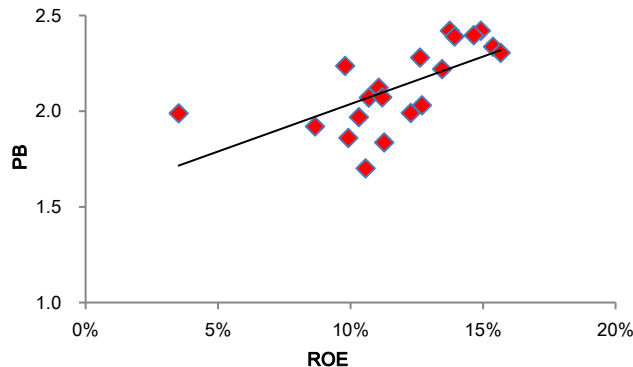
**图表51： 埃立特公司 PB-ROE 回归情况**



注：1) 埃立特公司是美国最老牌的区域性火力龙头企业之一，全职雇员 2,017 人，是一家以电力和水务业务为主的供应商，拥有火电装机 140 万千瓦；2) 回归数据采用埃立特公司 1990 年-2017 年 ROE 及 PB 数据，其中剔除掉 2008 年数据，当年为金融危机；

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所；

**图表52： 美国南方电力 PB-ROE 回归情况**



注：1) 南方电力是美国最大的电力厂商，总装机容量达到 4400 万千瓦，以火电和水电为主，服务范围包括乔治亚、阿拉巴马、密西西比州东南和佛罗里达州等。；2) 回归数据采用美国南方电力 1996 年-2017 年 ROE 及 PB 数据，其中剔除掉 2008 年数据，当年为金融危机；

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

## 供需结构改善，有望助推利用小时进一步提升

近年来煤电去产能进度持续超预期。2017 年初政府工作报告提出要求淘汰、停建、缓建煤电产能 5000 万千瓦以上，根据国家能源局电力司披露信息，2017 年前三季度已淘汰关停落后煤电机组约 240 万千瓦，年初政府工作报告提出的“淘汰、停建、缓建煤电产能 5000 万千瓦以上”的目标任务已经提前完成。

根据国家能源局发布的能源工作指导意见，2018 年我国规划淘汰高污染、高能耗的煤电机组约 400 万千瓦。根据《国家发展改革委国家能源局关于加快做好淘汰关停不达标的 30 万千瓦以下煤电机组工作暨下达 2018 年煤电行业淘汰落后产能目标任务(第一批)的通知》披露的相关信息，最终退役和关停的产能较年初规划数据高出 198%，伴随 2018 年煤电去产能政策的持续落地，我们预计电力十三五规划淘汰 2000 万千瓦的目标有望提前完成。

图表53：近年来煤电去产能政策频出

主要政策	出台时间	政策要点
关于进一步做好火电项目核准建设工作的通知	2017.1	指出风险预警等级为红色省份，2016 年开工建设的自用煤电项目（不含民生热电）停止建设，待风险预警等级转绿之后，方可在国家指导下恢复建设。
关于衔接“十三五”煤电投产规模的函	2017.1	取消燃煤电厂规划 346 万千瓦，缓核规划中机组 3888 万千瓦，缓建已核准机组 8863 万千瓦至“十四五”期间，跨区域送电项目约 1722 万千瓦需推迟至“十四五”期间投产。
政府工作报告	2017.3	淘汰、停建、缓建煤电产能 5000 万千瓦以上，以防范化解煤电产能过剩风险，提高煤电行业效率，为清洁能源发展腾空间。
关于推进供给侧结构性改革防范化解煤电产能过剩风险的意见	2017.8	积极推动煤电行业供给侧结构性改革，正确处理需求与供应、存量与增量、上游与下游的关系，有力有序防范化解煤电产能过剩风险，实现煤电高效清洁有序发展。“十三五”期间，全国停建和缓建煤电产能 1.5 亿千瓦，淘汰落后产能 0.2 亿千瓦以上
能源工作指导意见	2018.3	从严控制新增规模，清理整顿违规项目，继续加快淘汰落后产能，促进煤电转型升级和结构优化。全年煤电投产规模较 2017 年更进一步减少，淘汰高污染、高能耗的煤电机组约 400 万千瓦。
关于加快做好淘汰关停不达标的 30 万千瓦以下煤电机组工作暨下达 2018 年煤电行业淘汰落后产能目标任务(第一批)的通知	2018.10	2018 年煤电行业淘汰落后产能目标任务(第一批)确定了北京、河北、山西、山东、内蒙古、吉林、黑龙江、陕西、宁夏、新疆、江苏、浙江、安徽、河南、四川、广东、广西 17 个省(市、区)的淘汰计划容量，共 1190.64 万千瓦

资料来源：南方能源观察《保供将至，中石油推出天然气价格新策略》、华泰证券研究所

**自备电厂整治步入深水区，煤电供给侧改革加速推进。**近年来国家持续加码自备电厂整治，2018 年 3 月，国家发改委通知未经批准或未列入规划的燃煤自备电厂，一律停建停运；2018 年 8-9 月，吉林、山东已相继发布政策对当地自备电厂征收交叉性补贴。

**自备电厂经济性将大为弱化。**按照山东省出台的自备电厂整治措施，根据山东物价局数据，山东省 35KV 工业电价 0.6473 元/度，我们测算得自备电厂度电成本约 0.4236 元/度(含税)(根据国家发改委数据，结合目前动力煤现货价，假设自备电厂供电煤耗 390 克/度、Q5500 煤价 640 元/吨，此外燃料占自备电厂总成本 70%-80%，中性假设为 75%)，若考虑新增加交叉性补贴 0.1016 元/度、政府性基金 2.91 分/度，系统备用费 2 分/度，自备电厂用电成本为 0.5743 元/度，此外，根据相关公司 2017 年报，华能/华电度电折旧约 5 分，自备电厂剔除折旧度电成本约 0.5218 元/度，较目前山东工业用电价低 19%，经济性大为弱化。

我们认为，目前自备电厂整治政策取向为足额缴纳政府性基金，承担交叉补贴，并承担起环保调峰责任，伴随相关整改措施落地，自备电厂经济性持续弱化，驱动部分自备电厂产能出清，进一步推动煤电供给侧改革加速进行。

**图表54： 各级政府部门持续加码自备电厂整治**

主要政策	出台机构	出台时间	政策要点
关于开展燃煤自备电厂规范建设及运行专项监督的通知	国家发改委、能源局	2017.5	对新疆、山东、内蒙古、江苏、广西、甘肃等地开展了燃煤自备电厂规范建设及运行专项督查；明确随着自备电厂装机规模持续扩大和火电行业能效、环保标准不断提高，要进一步加强和规范自备电厂监督管理；
关于取消临时接电费和明确自备电厂有关收费等管理政策的通知	国家发改委	2017.11	对不合规、未按期开展升级改造等工作的自备电厂要依法依规予以严肃处理；
燃煤自备电厂规范建设和运行专项治理方案	国家发改委	2018.3	未经批准或未列入规划的燃煤自备电厂，一律停建停运；燃煤自备电厂的运行应执行国家、地方对公用燃煤电厂最新大气污染物排放标准和总量控制要求；
关于第三批降低我省一般工商业电价有关事项的通知	吉林省物价局	2018.8	自7月1日起，企业燃煤自备电厂每月要按自发自用电量缴纳政策性交叉补贴，征收标准为0.15元/千瓦时；
关于完善自备电厂价格政策的通知	山东省物价局、山东省经信委	2018.9	自备电厂企业应按自发自用电量缴纳政策性交叉补贴，标准为每千瓦时0.1016元（含税，下同）。2018年7月1日-2019年12月31日作为过渡期，过渡期标准暂按每千瓦时0.05元执行。期满后，根据国家规定和工商业用户承担政策性交叉补贴情况，重新予以核定公布。

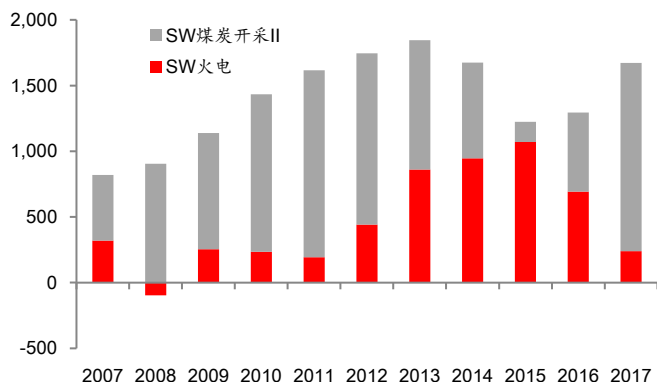
资料来源：国务院、发改委、国家能源局、华泰证券研究所

### 煤价旺季不旺，长期价格中枢有望走低

火电与煤炭板块存在明显的此消彼长态势。火电收入端核心指标——电量及电价波动较小，火电盈利空间主要随成本端变化而波动，根据华能国际、华电国际等主要火电上市公司年报数据，煤炭燃料成本在火电成本端中占比高达60%-70%，故而火电盈利情况主要受制于煤价走势。历史来看，火电板块与煤炭板块利润总额呈现明显此消彼长态势，ROE亦是有明显的负相关特征。

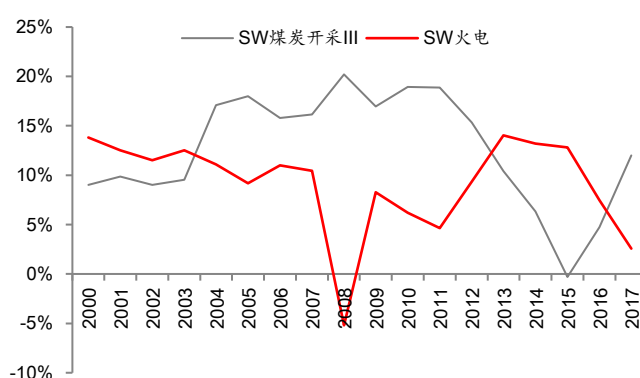
2017年火电板块微利，19年后有望进入利润再分配周期。2015年以来煤炭行业开始供给侧改革，根据煤炭工业十三五规划相关数据，十三五期间我国要去除8亿吨煤炭产能，16-17年火电企业利润持续下降。2017年火电企业加权平均ROE为2.6%，同期煤炭企业加权平均ROE为12%，我们预计2019年后煤炭行业去产能进入尾声，叠加新增煤炭产能逐步释放，煤价有望下行，火电企业盈利有望改善。

**图表55： 火电板块与煤炭板块利润总额对比（亿元）**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

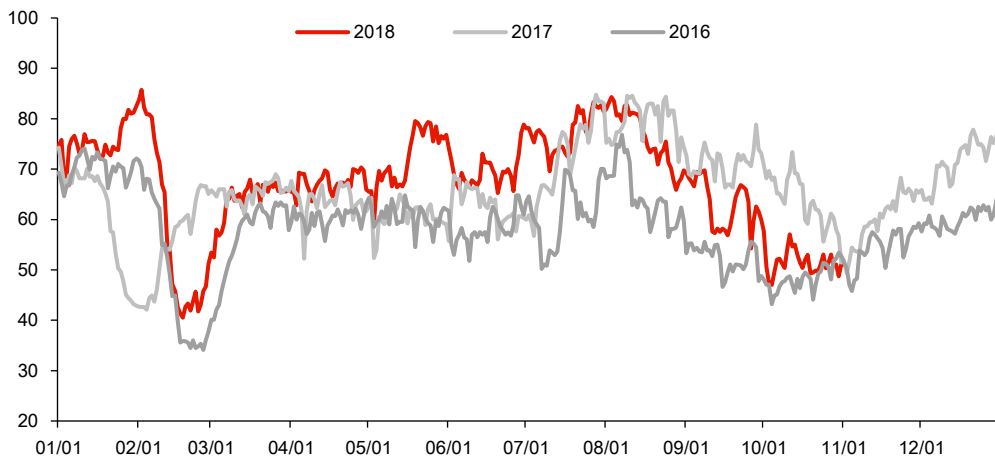
**图表56： 火电板块与煤炭板块 ROE 对比（%）**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

**短期看需求端，六大发电集团日均耗煤量偏弱。**目前受制于气温走低，叠加第二产业用电需求弱化等因素影响，目前六大发电集团日均耗煤量处于低位，11月9日六大发电集团日均耗煤量仅52.8万吨，同比-9.8%。

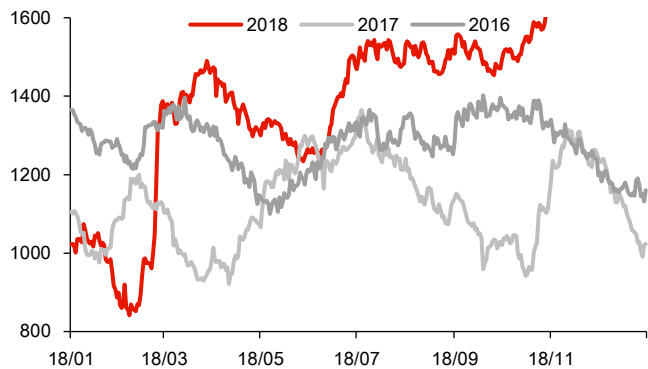
**图表57： 六大发电集团日均耗煤量处于低位（万吨/日）**



资料来源：秦皇岛煤炭网、华泰证券研究所

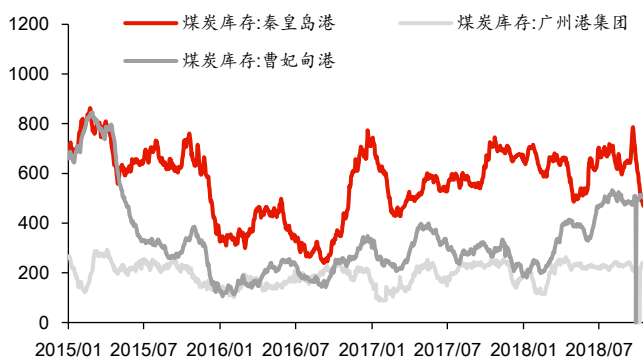
**电厂&港口库存持续保持相对高位。**2018年火电企业在经历17年高煤价导致行业亏损后采取高库存策略，11月9日六大电厂煤炭库存高达1706万吨，同比+34.4%，秦皇岛港、广州港、曹妃甸港三大港口库存总额1284万吨，同比+2.4%。

**图表58： 六大发电集团煤炭库存居高不下（万吨/日）**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

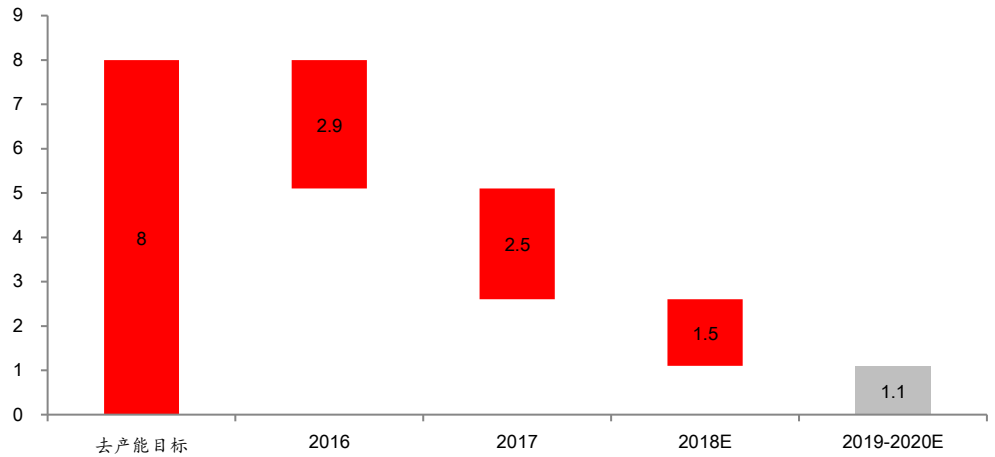
**图表59： 港口煤炭库存持续高位（万吨）**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

**长期看，煤炭去产能边际效应弱化，新增产能逐步放量。**2017年11月21日，国家发展改革委副主任连维良表示，我国煤炭去产能任务有望在2018年基本完成，或有可能提前完成。我们预计2019-2020年煤炭去产能压力有望大幅减轻，叠加发改委采取多项举措推动新增产量放量，驱动煤价回落到绿色区间，我们认为，未来两年煤价中枢有望下降。

**图表60： 十三五煤炭去产能目标完成进度（亿吨）**



资料来源：发改委、华泰证券研究所

**未来煤炭运力供给有望持续宽松。**历史上，由于“西煤东调”等运输量增长较快，运力发展相对滞后。十二五期间，在煤炭运输需求和国家加大基础设施建设支持下，煤炭运输通道建设加快，一批改扩建和新建运煤通道陆续建成，但煤炭运力瓶颈问题仍不时出现。根据神华科学技术研究院的测算数据，十三五期间煤炭铁路运力总体宽松，预计 2020 年，全国煤炭铁路运输总需求约 26-28 亿吨。考虑铁路、港口及生产、消费等环节不均衡性，需要铁路运力 30-33 亿吨。根据煤炭十三五规划相关数据，2020 年铁路规划煤炭运力 36 亿吨，完全能够满足“北煤南运”、“西煤东调”的煤炭运输需求，部分线路运力过剩或将难以避免。

**图表61： 主要煤炭运输铁路情况**

运输铁路线	下水港口	设计运力 (亿吨)	2017 运量 (亿吨)	2018 新增运力	投运状态
大秦线	秦皇岛港	4.5	4.32	约 1800 万吨	已投运
朔黄线	黄骅港	3.5	2.93	约 500-700 万吨	已投运
瓦日线	日照港	2	0.28	预计逾 1200 万吨	已投运
蒙冀线	曹妃甸港	2	0.2	预计 2700 万吨	已投运
蒙华线	不下水	2	/	/	在建

资料来源：煤炭资源网，我的煤炭网、中国煤炭新闻网、华泰证券研究所

## 水电 2019：防御性价值凸显，看相对收益配置价值

**三维度探索水电股的配置价值：类债券、成长性和资产重估。**水电作为我国典型的公用事业股票，我们看好部分已经步入成熟期的高分红收益率水电企业，凭借其类债券属性在 19 年上半年有望展现防御价值。中长期来看，我们坚守运营资产重估逻辑，看好资产维度被低估（重置资产净值低于当前市值）的水电迎来价值重估。且长期看，水电进入成熟期后可从 EV/EBITDA 角度重辨水电估值。

### 维度一：类债券

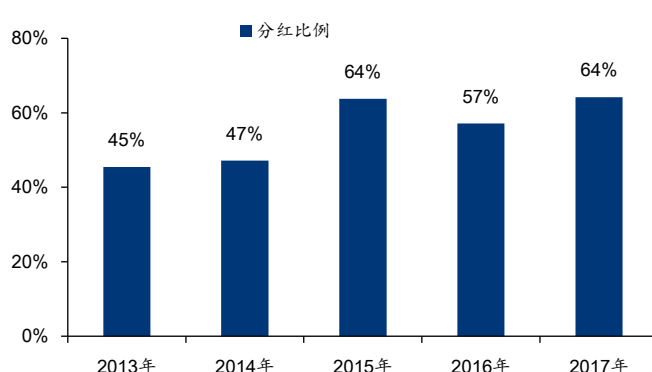
**水电高 capax 期已过，成熟期水电企业更愿意分红。**目前我国水电上市公司大部分完成了所在划分流域的水电站开发，大规模支出呈现下降态势，我国水电电源基本建设投资完成额自 2013 年的 1246 亿元下降至 2017 年的 618 亿，高资本开支时期之后步入成熟期，企业更愿意分享公司经营成果，提高分红比例，水电整体分红比例由 2013 年的 45% 提升至 2017 年的 64%。（注：水电平均分红比例以长江电力/华能水电/国投电力/桂冠电力/黔源电力/闽东电力的合计分红除以合计归母净利）。

图表62： 电源基本建设投资完成额:水电（亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表63： 水电板块平均分红比例

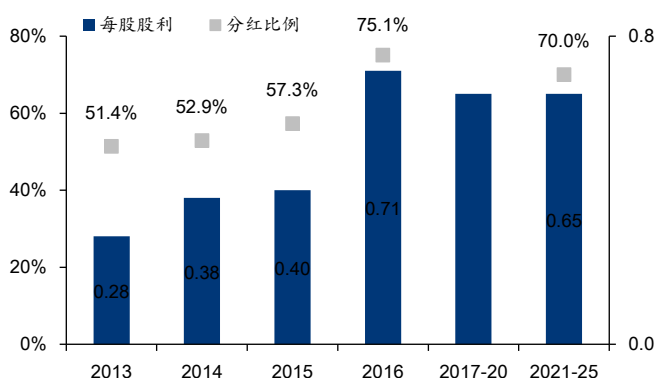


资料来源：Wind，华泰证券研究所。

### 长江电力：高分红锁定，类债券

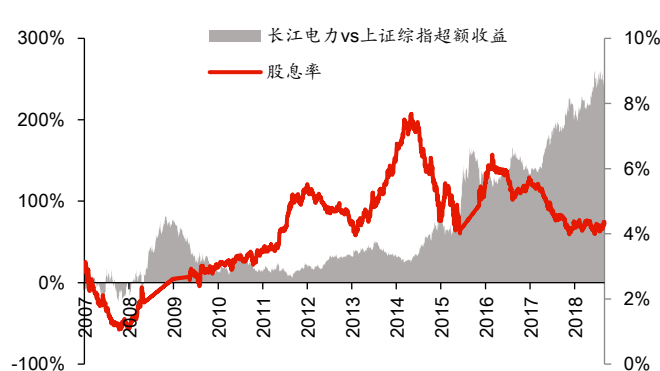
**高分红凸显公司投资价值。**根据最新公司章程，公司明确未来高分红政策，对 2016 年至 2020 年每年度的利润分配按每股不低于 0.65 元进行现金分红；对 2021-2025 年每年度按每股不低于当年实现净利润的 70% 进行现金分红。

图表64： 长江电力锁定高分红比例



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表65： 长江电力股息率与超额收益表现



资料来源：Wind，华泰证券研究所

“类债券”投资属性，且超过 10 年国债收益。对比长江电力股息率与 10 年国债收益率，自 2012 年开始，公司每年股息分红大幅增加，分红收益跑赢 10 年国债收益；2016 年公司新的分红方案出台，股利进一步增加，股息收益率继续超越 10 年国债收益。

图表66： 长江电力股息收益率 vs 10 年国债收益率

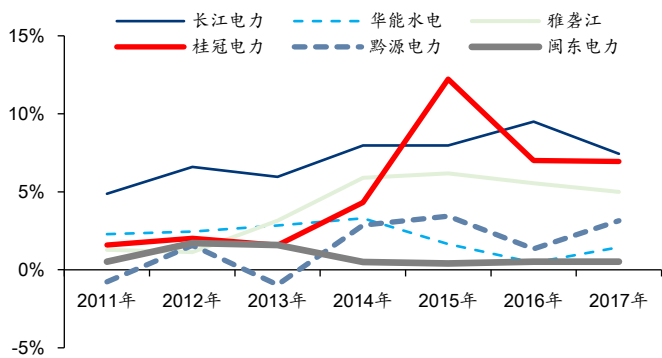


资料来源：Wind, 华泰证券研究所

**桂冠电力：17 年分红比例 80%，高股息率带来投资价值**

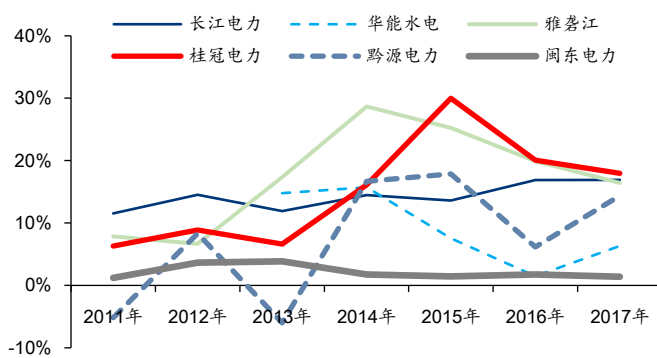
横向对比，盈利能力优。桂冠电力盈利能力在 11-15 年稳步提升，近 2 年依旧维持在较高水平，对比长江电力、华能水电、雅砻江水电、黔源电力、闽东电力等大型水电企业，桂冠电力 17 年 ROE 达 18%，所有可比水电企业第一，17 年 ROA 为 7%，仅次于长江电力。

图表67： 2017 年桂冠电力 ROA 居可比公司第二



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

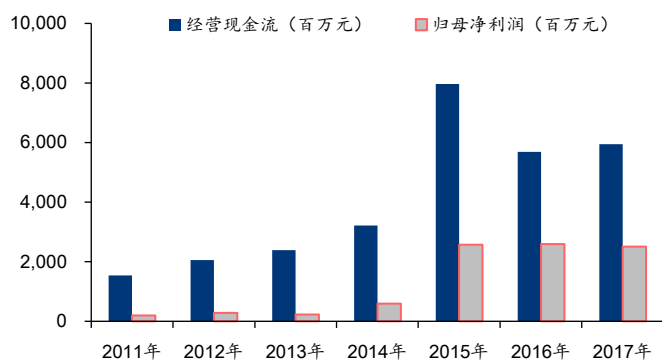
图表68： 2017 年桂冠电力 ROE 居可比公司第一



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

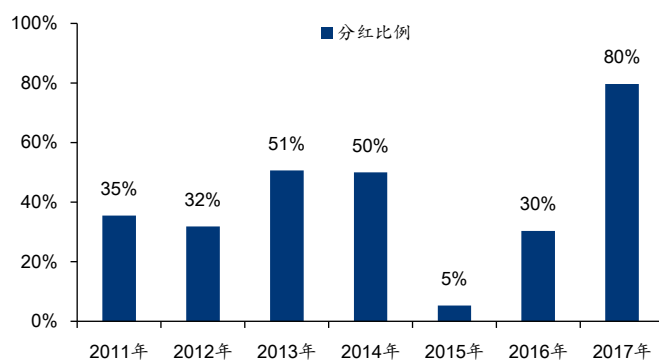
17 年提高分红比例至 80%，未来资本开支压力较小，现金流充沛，高分红比例有望持续。桂冠电力经营性现金流充沛，2015-2017 年占营收比例维持在 65% 以上，水电现金流长期来看将趋于稳定，为后续提供持续高分红带来资金保障。2017 年公司分红创 3 年来新高，每 10 股派息 3.3 元，分红比例 80%，股息率超过 6%。考虑到公司近两年无重大资本开支，现金流表现较好，为未来高分红比例维持提供支撑。假设 18 年分红比例为 80%，每股分红 0.37 元，则以当前股价 5.4 元/股（2018.11.8 收盘价）计算，2018 年分红收益率达 7.0%。

图表69：近年来桂冠电力经营现金流 vs 归母净利润



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表70：2017 年桂冠电力大幅提升分红比例



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 维度二：成长性

关注有新增装机预期的优质水电资产：国投电力/长江电力/华能水电

### 雅砻江水电 2021 有望步入黄金开发期

雅砻江水电站规划总装机容量约 3000 万千瓦，在全国规划的十三大水电基地中排名第三。目前下游 5 级电站 1470 万千瓦已经全部投产完毕；中游水电站规划 1187 万千瓦装机容量，目前两河口及杨房沟合计 450 万千瓦的装机正在开发进行，根据规划 2021-2027 年雅砻江水电中游电站集中投产，实现新增装机 1187 万千瓦左右。

图表71：雅砻江水电中下游下属电站装机量、投资额及投产时间

	总装机 (万千瓦)	单位造价 (元/千瓦)	总投资 (百万元)	首台机组投产时间
锦屏一级	360	11,160	40,177	2013 年
锦屏二级	480	7,928	38,056	2012 年
官地	240	6,664	15,993	2012 年
桐子林	60	10,428	6,257	2015 年
两河口	300	22,152	66,457	2021 年
牙根一级	27	18,111	4,890	2026 年
牙根二级	108	17,175	18,549	2026 年
楞古	260	17,404	45,163	2025 年
孟底沟	240	12,733	30,560	2024 年
杨房沟	150	13,335	20,002	2021 年
卡拉	102	16,277	16,603	2021 年
<b>合计</b>	<b>2657</b>	<b>11,395</b>	<b>302,707</b>	

注：牙根一级、牙根二级、楞古、孟底沟等项目总投资为预可审定总投资，卡拉项目总投资为可研审定总投资。

资料来源：雅砻江流域水电开发有限公司 2018 年第一期超短期融资券募集说明书，华泰证券研究所

### 情景假设：中游机组能够按计划时间投产

**WACC 假设：**参考公司历史财务报表中反映的公司资本结构和财务状况情况，我们假定有效税率与远期税率保持一致为 15%，目标权益资本比为 40%，贝塔系数为 0.85（近 2 年国投电力与川投能源日收益率分别和上证综指回归得到 beta 值的平均值），无风险利率采用 10 年期国债到期收益率为 3.7%，风险溢价为 6%，借款利率为 4%，则税后债务资本成本为 3.4%。计算得出 WACC 值为 6.4%。

图表72: 主要参数假设

税率	目标权益		无风险收		权益资本	债务资本	税后债务		WACC	永续增长率
	资本比	贝塔系数	益率	风险溢价	成本	成本	资本成本			
15%	45%	0.85	3.7%	6.0%	8.8%	4.0%	3.4%	6.4%	0%	

资料来源: 华泰证券研究所

**DCF 结果:** 结合上面的 FCFF、WACC 及永续增长率 (0%) 假设, 计算出来雅砻江的股权价值为 925 亿元, 国投电力和川投能源分别持有雅砻江水电 52% 和 48%, 则对应贡献国投电力和川投能源股权价值分别为 481 亿、444 亿, 国投电力和川投能源当前 (2018.11.16) 市值分别为 510 亿、365 亿。

图表73: 雅砻江水电自由现金流预测 (百万元)

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入	16,949	16,997	16,997	19,106	21,215	22,062	23,787	24,440	27,349	28,392	28,392	28,392	28,242
YOY	4.1%	0.3%	0.0%	12.4%	11.0%	4.0%	7.8%	2.7%	11.9%	3.8%	0.0%	0.0%	-0.5%
EBIT	10,874	10,866	10,777	12,237	13,383	13,445	14,406	14,472	16,609	17,074	16,815	16,728	16,497
YOY	5.8%	-0.1%	-0.8%	13.5%	9.4%	0.5%	7.2%	0.5%	14.8%	2.8%	-1.5%	-0.5%	-1.4%
息税前利润率	64.2%	63.9%	63.4%	64.0%	63.1%	60.9%	60.6%	59.2%	60.7%	60.1%	59.2%	58.9%	58.4%
EBIT*(1-T)	9,758	9,583	9,498	10,785	11,376	11,428	12,245	12,302	14,118	14,513	14,293	14,219	14,022
+折旧及摊销	3,559	3,626	3,727	4,178	4,951	5,657	6,258	6,776	7,278	7,750	7,987	8,047	8,115
-营运资金变化	92	161	115	693	1,243	841	861	433	878	618	322	162	152
-资本支出	-7,213	-8,686	-8,541	-26,361	-26,361	-11,664	-20,995	-7,873	-32,543	-12,597	-3,466	-3,466	-3,466
自由现金流终值	6,196	4,685	4,801	-10,705	-8,792	6,261	-1,631	11,637	-10,268	10,284	19,137	18,962	18,824
YOY	26%	-24%	2%	-323%	-18%	-171%	-126%	-814%	-188%	-200%	86%	-1%	-1%

资料来源: 雅砻江流域水电开发有限公司 2018 年第一期超短期融资券募集说明书, 华泰证券研究所

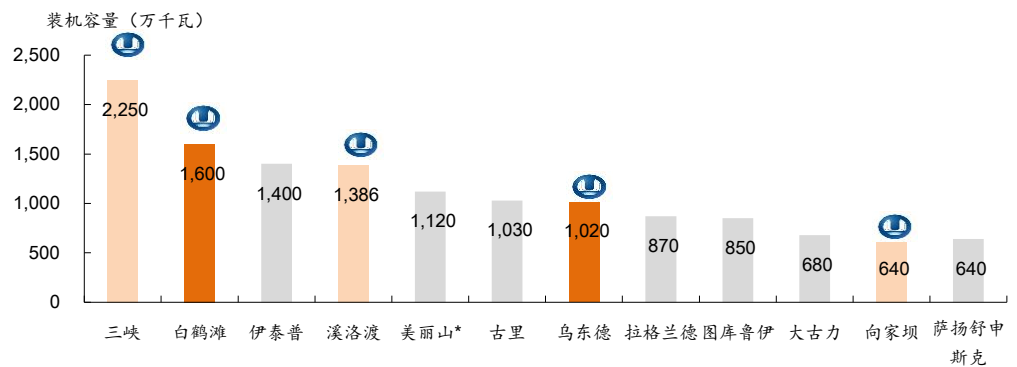
注: 各机组投产时间见前文, 假设雅砻江中游机组均能按计划投产

### 长江电力: 三峡集团资产白鹤滩/乌东德可能注入上市公司

**1) 乌东德水电站:** 是我国继三峡、溪洛渡之后拟建的又一座千万千瓦级水电工程。乌东德水电站以发电为主, 兼顾防洪、航运和促进地方经济社会发展。最大坝高 270 米, 水库正常蓄水位 975 米, 设计总装机容量 1,020 万千瓦, 规划多年平均发电量 389.1 亿千瓦时。2010 年, 发改委下发《国家发展改革委办公厅关于同意金沙江乌东德和白鹤滩水电站开展前期工作的复函》(发改办能源[2010]2621 号), 正式批复乌东德水电站全面开展前期工作。2010 年 12 月底, 四川、云南两省同时下达了封库令。2015 年 12 月, 乌东德水电站通过国家核准, 并正式开工建设。乌东德计划总投资约 1000 亿元, 截至 2017 年 9 月 30 日, 乌东德水电站累计完成投资 362.3 亿元, 项目建设有序推进。

**2) 白鹤滩水电站:** 设计装机总量达 1600 万千瓦, 建成后将成为仅次于三峡电站 (装机总量 2250 万千瓦) 的世界和中国第二大水电站, 也是中国继三峡、溪洛渡、乌东德之后的第四座千万千瓦级水电站。水库正常蓄水位 825 米, 防洪限制水位 785 米, 水库控制流域面积 43 万平方公里, 占金沙江流域面积的 91%, 多年平均发电量 602.4 亿千瓦时。2010 年, 发改委下发《国家发展改革委办公厅关于同意金沙江乌东德和白鹤滩水电站开展前期工作的复函》(发改办能源[2010]2621 号), 正式批复白鹤滩水电站全面开展前期工作。2010 年 12 月底, 四川、云南两省同时下达了封库令。2017 年 7 月, 白鹤滩水电站通过国家核准, 并正式开工建设。白鹤滩计划总投资约 1778 亿元, 截至 2017 年 9 月 30 日, 白鹤滩水电站累计完成投资 338.99 亿元, 项目建设有序推进。

**图表74： 长江电力将拥有世界十二大水电站中五座**



资料来源：北极星电力网，华泰证券研究所

**华能水电：18-19 年澜沧江上游电站预计新增投产**

公司为全国第二大水电企业。根据公司公告，截至 2018 年 9 月 30 日，公司已投产电站装机容量达 2102 万千瓦（水电企业中仅低于长江电力），且近期柬埔寨桑河二级水电站 8 号机组（5 万千瓦）于 2018 年 10 月 21 日投运。公司目前控股的水电站数量达到 12 家，其中糯扎渡水电站装机容量分别达到 585 万千瓦，是云南省第二大水电站（第一大水电站为溪洛渡水电站，位于金沙江上），是澜沧江下游水电核心工程，也是实施云电外送的主要电源点。

储备项目丰富，18-19 年新增装机大概率投产。公司拥有澜沧江上游 5 级水电站项目总装机 563 万千瓦：乌弄龙水电站（99 万千瓦）、里底水电站（42 万千瓦）、黄登水电站（190 万千瓦）、大华桥水电站（92 万千瓦）、苗尾水电站（140 万千瓦）。其中大部分已经在 18 年陆续投产，截至 18 年 10 月底，已投运 434 万千瓦，根据公司 17 年招股书，预期剩余机组 19 年将全部投产完毕。且根据公司公告，桑河二期 40 万千瓦机组预计也将于 2019 年投运。

**图表75： 已投运水电机组**

水电站	持股比例	投产时间	装机容量 (万千瓦)	权益装机 (万千瓦)	流域
漫湾水电站	100%	2008	167	167	澜沧江中游
景洪水电站	100%	2009	175	175	澜沧江中下游
瑞丽江一级水电站	40%	2009	60	24	瑞丽江干流
小湾水电站	100%	2010	420	420	澜沧江中下游
功果桥水电站	100%	2012	90	90	澜沧江中下游
糯扎渡电站	100%	2014	585	585	澜沧江下游
龙开口水电站	95%	2014	180	171	金沙江中游
苗尾水电站	100%	2018	140	140	澜沧江上游
黄登水电站	100%	2018	143	190	澜沧江上游
大华桥水电站	100%	2018	69	69	澜沧江上游
里底水电站	100%	2018	42	42	澜沧江上游
桑河二级水电站	51%	2018	40	18	湄公河支流
<b>总计</b>			<b>2111</b>	<b>2091</b>	

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表76: 在建水电机组

水电站	持股比例	预计投产时间	装机容量 (万千瓦)	权益装机 (万千瓦)	流域
乌弄龙水电站	100%	2019	99	99	澜沧江上游
里底水电站	100%	2018	42	42	澜沧江上游
黄登水电站	100%	2019	48	48	澜沧江上游
大华桥水电站	100%	2018 年底	23	23	澜沧江上游
<b>在建小计</b>	-	-	<b>212</b>	<b>211</b>	-

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

澜沧江上游 5 级电站外送落点广东深圳, 外送地需求旺盛, 且我们预计采用落地端倒推方式定价, 预计将高于当前电价水平 (根据公司年报, 17 年华能水电平均上网电价 0.177 元/千瓦时)。澜沧江上游机组的电量外送至广东, 输配电网为滇西北至广东±800 千伏直流输电, 落地端消纳能力有保障, 弃水率有望大幅减弱。

### 维度三: 优资产

#### 中长期看好重置资产净值低于市值的水电企业价值重估

重置资产净值低于当前市值 (除长电外)。我们对主流水电上市公司进行资产重估, 根据我们调研, 保守按照投产机组 10000 元/kw 以及在建拟建项目 1000 元/kw 的开发权价值计算, 同时扣除目前净负债, 多数水电公司的重估资产净值低于目前市值, 其中华能水电/川投能源/桂冠电力/黔源电力/闽东电力重估 PB 分别为 0.6x/0.4x/0.4x/0.6x/0.9x。

图表77: 部分水电企业资产重估 (2018/11/09)

	总市值 (亿元)	已投产权益装机 (万千瓦)	已投产水电价值 (亿元)	在建装机 (万千瓦)	拟建装机 (万千瓦)	开发权价值 (亿元)	水电价值 (亿元)	18Q3 负债 (亿元)	水电资产重估净值 (亿元)	重估 PB
长江电力	3,340	4,797	4,797			-	4,797	1,625	3,172	1.1
华能水电	547	2,091	2,091	211		21	2,112	1,260	852	0.6
川投能源	354	906	906	216	354	57	963	68	895	0.4
桂冠电力	320	974	974		536	54	1,027	308	719	0.4
黔源电力	39	183	183			-	183	120	62	0.6
闽东电力	26	47	47			-	47	19	28	0.9

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

单位装机市值 (2018/11/9) 看水电企业资产估值, 均低于 10 元/瓦。我们对主流水电上市公司水电资产进行横向比较, 从权益装机市值看, 最高的为长江电力在 9.1 元/瓦, 最低的为桂冠电力在 5.2 元/瓦; 从控股装机市值看, 最高的川投能源 (其持有雅砻江水电 48% 股权, 控股装机较少, 雅砻江水电资产贡献投资收益), 其次为长江电力在 9.3 元/瓦, 最低的为桂冠电力在 5.0 元/瓦; 从 EV/可控装机来看, 最高的为长江电力在 9.7 元/瓦 (剔除川投能源), 最低的为黔源电力在 4.7 元/瓦; 从 MV/权益装机角度看, 最高的为长江电力在 7.0 元/瓦, 最低的为黔源电力在 2.1 元/瓦。考虑到当前水电装机单位造价大都在 10 元/瓦以上, 故主流水电企业从单位装机市值角度看, 均存在一定的低估。

图表78: 部分水电单位市值 (2018/11/09)

	市值 (亿元)	企业价值 (剔除货币资金) (亿元)	权益装机市值 (元/瓦)	控股装机市值 (元/瓦)	EV/可控装机 (元/瓦)	MV/权益装机 (元/瓦)
长江电力	3,340	4,404	9.1	9.3	9.7	7.0
华能水电	547	1,703	8.2	8.6	9.4	2.9
川投能源	350	413	6.8	46.7	47.9	3.9
桂冠电力	320	590	5.2	5.0	5.4	3.3
黔源电力	39	153	5.3	5.2	4.7	2.1
闽东电力	26	39	8.2	7.4	8.2	5.5

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

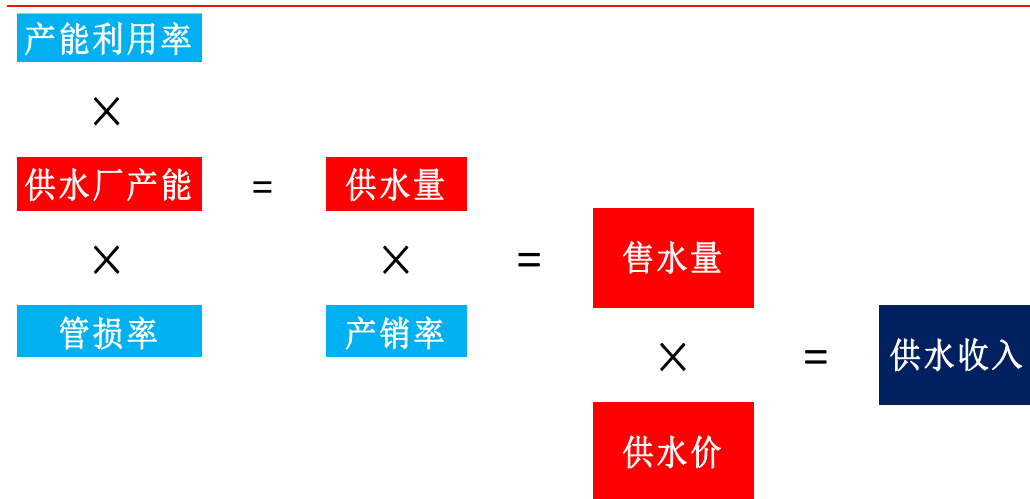
## 水务 2019：运营和资金实力突出的公司有望迎来重估

水务板块建议关注瀚蓝环境、兴蓉环境、洪城水业。我们认为水务板块思路选股主要从两方面出发：1) 关注标的成长性，侧重于产能扩张或水价上调的潜力；2) 关注标的的分红收益率，我国水务资产平均 P/E 27 倍低于美国(平均 P/E31 倍)，伴随水务产业趋于成熟，资本开支趋于稳定，业绩有望进一步释放，分红收益率存在进一步上行的空间。建议关注瀚蓝环境、兴蓉环境、洪城水业等。

### 水务内生增长逻辑：产能扩张+水价上调

水务属于典型的运营类资产，收入端取决于量与价：1) 量：售水量取决于供水产能及产能利用率，此外也受到管损率、产销率等因素的影响；2) 价：供水价主要由政府部门主导。

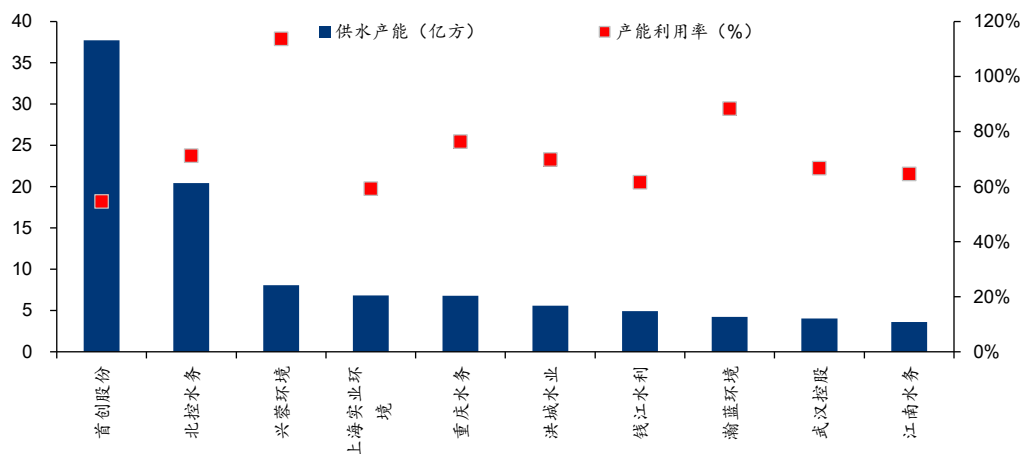
图表79： 水务行业逻辑框架



资料来源：华泰证券研究所

供水行业市场格局分散，但产能利用率普遍较高。我们选取首创股份、北控水务、兴蓉环境、上海实业环境、重庆水务、洪城水业、钱江水利、瀚蓝环境、武汉控股、江南水务等十家主要供水上市公司为测算样本，2017 年该样本总体的供水市占率仅 7.6%，可见市场格局较为分散，多数水务公司业务布局集中在特定区域，全国性的水务公司数量有限。从产能利用率来看，主要的供水公司产能利用情况较好，产能利用率中枢约为 75%，少数企业产能利用率会超过 100%（超负荷运行）。

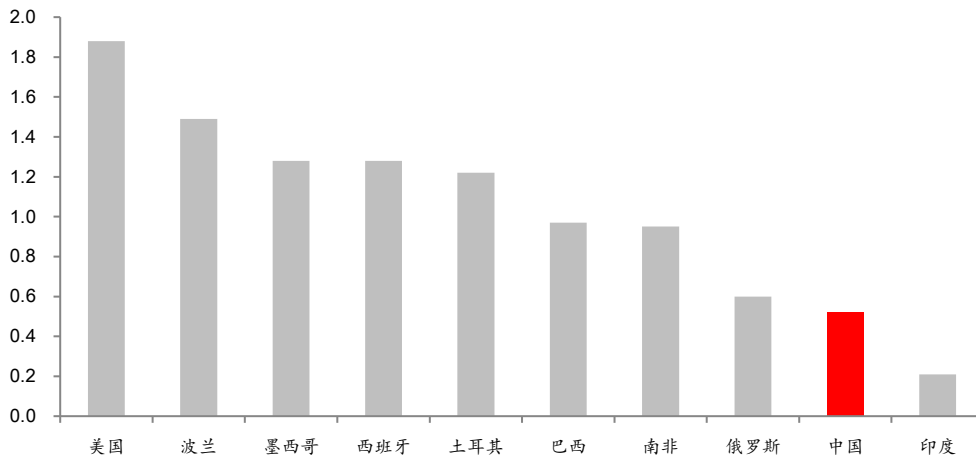
**图表80： 主要供水行业上市公司供水产能及利用率情况**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

水价主要由政府核定，我国水价处于国际中低水平。我国水价目前采用政府定价模式，根据《城市供水价格管理办法》，我国供水企业合理盈利的平均水平被锁定在 ROE 8%-10% 区间。从历史来看，水价上调的前提是供水价格不足以补偿简单再生产，或政府给予补贴后仍有亏损的，或要求合理补偿扩大再生产投资。水价调整是保证供水企业 ROE 稳定在 8%-10% 的前提下，随着供水成本的提高，周期性推进的过程。

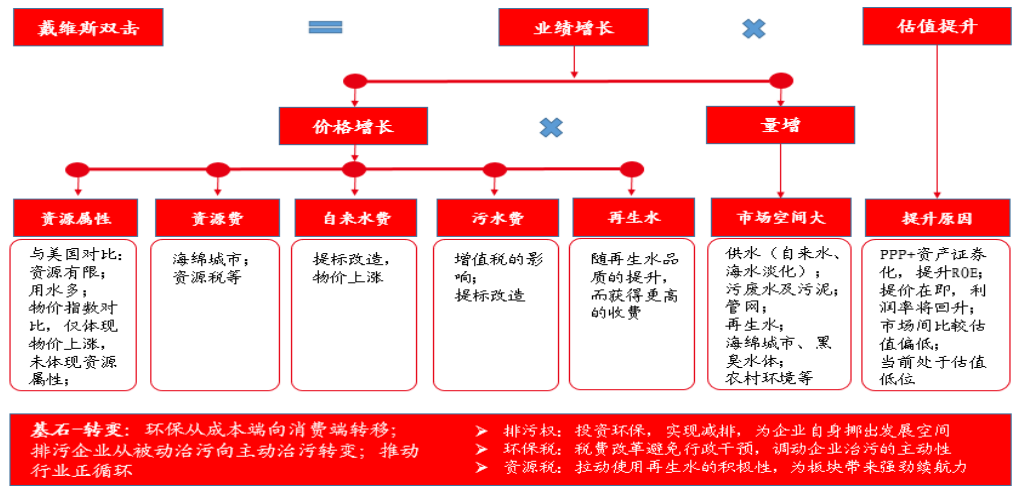
**图表81： 2016 年全球各国平均水价 (元/方)**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**水务行业存在戴维斯双击的可能：**1) 长期逻辑：当前水价增长仅反映了 CPI 的增速，水的资源属性没有得到体现，而水价正朝着市场化的方向发展，故长期提价逻辑成立；2) 中期逻辑：全国普遍正在推进污水提标改造，其增加了污水处理的成本，而根据价格改革机制指导意见，需要价格覆盖成本并给予合理的收益，故中期提价逻辑成立。**促进估值提升的因素多：**1) 在“水十条”、“河长制”、PPP、黑臭水体治理等热点的推动下，水环境综合治理将快速发展，政府通过政策布局，让环保融入到经济体系中，改变以往环保站在经济的对立面情况，特别是排污权、环保税、资源税等，这些政策的出台，提升了各排污企业治污的主动性，利于环保市场空间释放；2) 水务的环保属性逐步增强，一方面是污水处理自身的环保属性得到提升，另一方面是水务公司开展危废处置等其他环保业务的实例越来越多，从而利于水务公司获得更高的估值。

图表82： 水务行业存在戴维斯双击机会逻辑

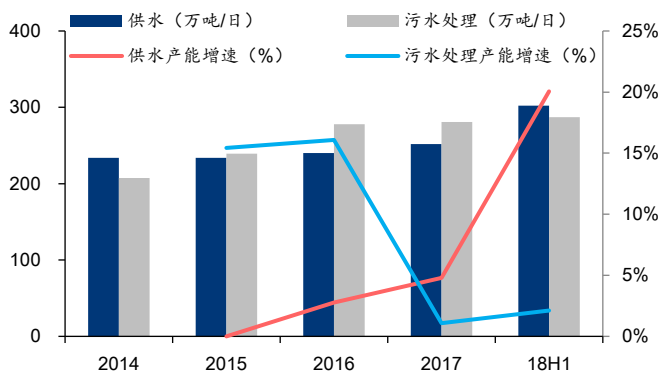


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**CAPEX 高峰期过后的企业股息收益率更为可观**

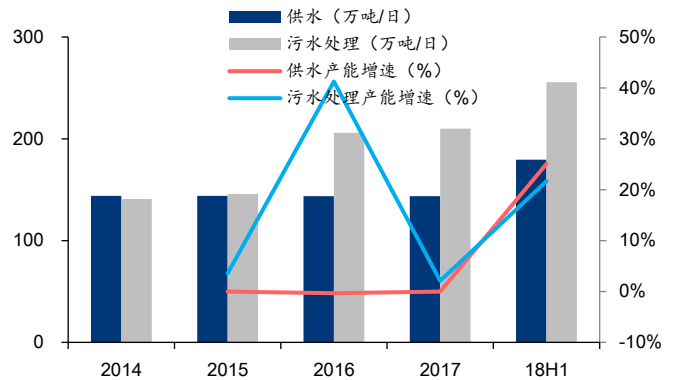
扩大存量产能+新建增量产能推动水务产能持续扩张。近年来，受益于自来水消费和污水处理需求稳步放量，水务公司通过扩产存量水务产能、外延并购等手段持续扩大水务产能。2014 年至 2018 年中，根据公司公告，兴蓉环境供水产能从 233.8 万吨/日增至 302.3 万吨/日 (CAGR 7.6%)，污水处理产能从 207.5 万吨/日增至 286.9 万吨/日 (CAGR 9.7%)；洪城水业供水产能从 144 万吨/日增至 179.5 万吨/日 (CAGR 6.5%)，污水处理产能从 140.7 万吨/日增至 255.7 万吨/日 (CAGR 18.6%)

图表83： 兴蓉环境水务产能



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表84： 洪城水业水务产能

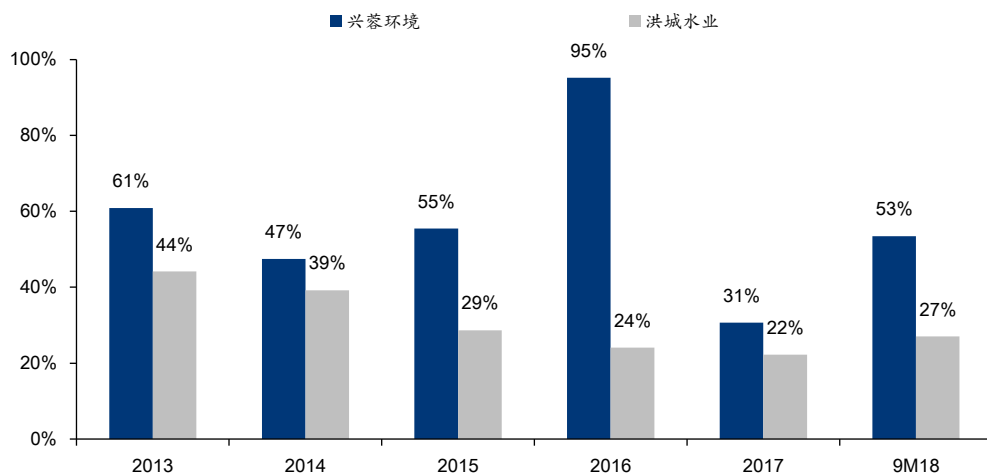


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

产能扩张驱动资本开支加大，兴蓉环境资本开支在营收中占比显著大于洪城水业。我们以购建固定无形长期资产支付的现金与投资支付的现金之和表征上市公司资本开支情况，根据公司公告，2013-2017 年期间兴蓉环境资本开支在营收中比例均值为 58%，洪城水业则为 32%，2018 年前三季度兴蓉环境资本开支在营收中比例均值为 53%，洪城水业则为 27%。

值得注意的是，2013-2017 年洪城水业资本开支在营收中比例一路走低，从 44% 降至 22%，由此可见洪城水业已步入成熟期。

**图表85： 资本开支在营收中占比：兴蓉环境显著大于洪城水业**

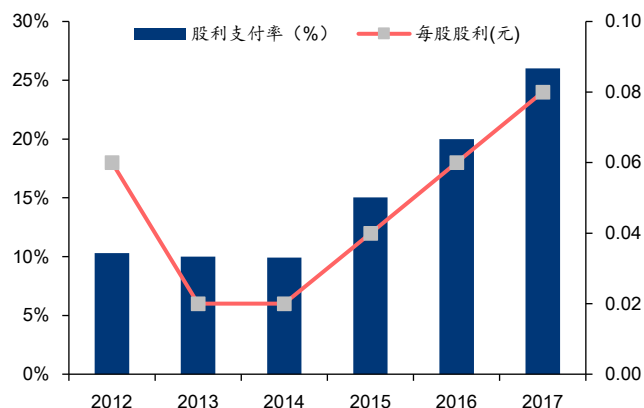


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

注：资本开支=购建固定无形长期资产支付的现金+投资支付的现金；

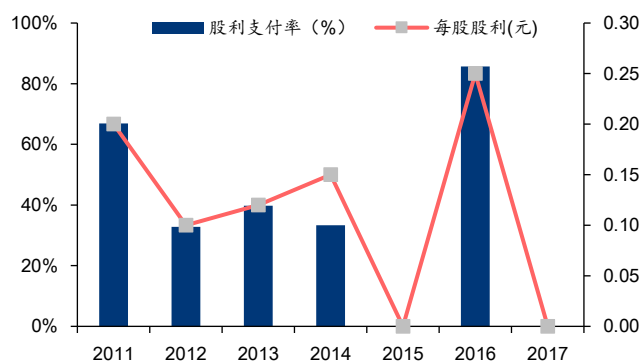
**持续走低的资本开支比例推动洪城水业年均分红比率较高。**根据公司公告，2011-2017 年期间，洪城水业年均分红比例达到 37%，而兴蓉环境年均分红比例仅为 17%，洪城水业分红比例显著高于兴蓉环境。

**图表86： 兴蓉环境分红比率**



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

**图表87： 洪城水业分红比率**

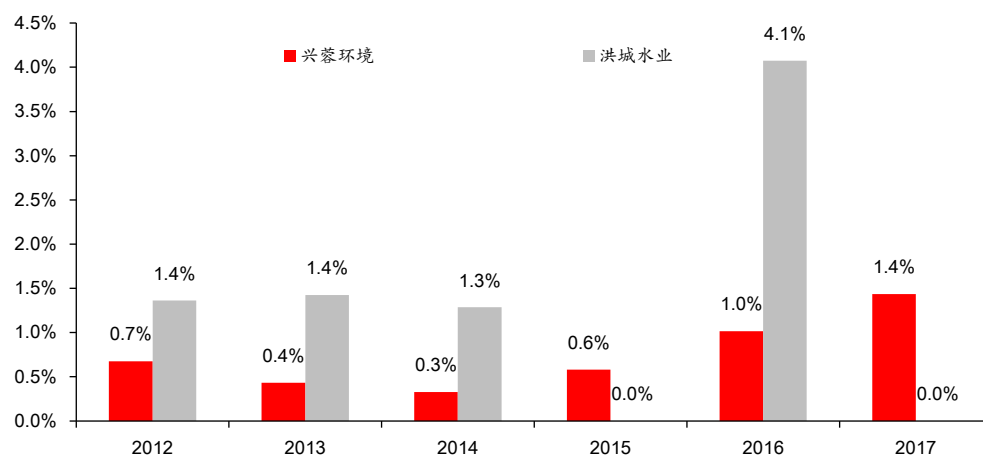


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

注：洪城水业 2015 年、2017 年没有现金分红，系公司的利润分配政策为连续三年以现金方式累计分配利润不少于近三年实现的年均可分配利润 30%，公司分别于 2016 半年度、2016 年度期间以现金方式累计分配的利润占最近三年公司年均可分配利润的 55.8%，已超过规定的现金分配比例要求。

**洪城水业年均分红收益率显著高于兴蓉环境。**我们以相关上市公司税前现金股利除以当年资产负债表日的收盘价，衡量该公司当年分红收益率。根据公司公告，可测算得，2012-2017 年期间，洪城水业年均分红收益率达到 1.4%，而兴蓉环境年均分红收益率仅为 0.7%，洪城水业年均分红收益率显著高于兴蓉环境。

图表88： 兴蓉环境与洪城水业分红收益率对比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 风险提示

- 1、电价下行风险：1) 19-20 年如经济下行压力加大，国家或出台多项政策继续下调一般工商业电价。降价压力或向发电端传导，标杆电价有下调可能。2) 若用电量需求大幅下降，市场化交易电价折价幅度预计提升，将降低火电/水电企业盈利能力。
- 2、煤价大幅上涨风险：若煤炭新核准产能不及预期或大幅降低进口煤数量，可能导致供不应求大幅推升煤价上涨，加重火电企业成本端压力。
- 3、分红比例提升不及预期：若电力、水务等公司项目投产进度不及预期导致资本开支持续居高不下，分红比例提升进度不及预期或压低公司估值水平。

## 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 2018 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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

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