

环保与公用事业

行业研究/专题报告

长江电力股价创历史新高，关注低估值中部火电补涨机会

动态报告/环保与公用事业

2019年6月3日

报告摘要:

● 长江电力股价创历史新高，优质电力股市场关注度有望提升

5月30日，长江电力收盘价创历史新高。作为全球第一大水电企业，充沛的现金流和较高的股息率吸引海外资金不断增持。公司目前PB位于近5年中上区间，说明经济不确定性提升之下，市场将给予优质电力股估值溢价。

电力板块市场关注度逐步提升，当前我们看好电力板块投资机会，从估值、短期催化等来看，目前首推中部火电板块：

1) **煤价**：5月以来动力煤期货价格持续下跌，用电增速持续回落，下游库存高企，6月煤价进一步下降预期强烈。

2) **估值**：受盈利压制，目前火电板块PB不到1.2x，而近5年PB中位数1.5x，行业估值处在历史底部。

3) **利用小时**：受益国家推动“中部地区崛起”，中部地区发电利用小时数及发电量持续上升。**建议重点关注，安徽皖南电力、湖北长源电力、河北建投能源。**

● 环保估值同样处于历史底部，关注优质固废个股

环保板块PB同样位于近5年底部。融资环境收紧致环保企业2018年度业绩表现不佳，2018年多数环保子版块业绩负增长，3月以来环保项目落地有所加速，预计工程环保类公司将迎来业绩回暖。2018年固废及土壤修复板块仍能维持正增长，具备较强韧性。从2019年的情况来看，河南垃圾焚烧项目释放规模领先全国，同时落地开工进展迅速。根据我们的不完全统计，城发环境及关联方占据了河南2019年新上垃圾焚烧发电项目近5成的市场份额，在此给予推荐。

● 投资建议

电力方面，6月煤价有望迎来回落，关注利用小时领先全国的湖北、河北、安徽等中部区域火电运营商，推荐【长源电力】，建议关注【建投能源】、【皖能电力】；此外电网国企改革有望加速，建议关注国网旗下配电网节能优质企业【涪陵电力】。环保方面，推荐被低估的河南垃圾焚烧运营商【城发环境】。

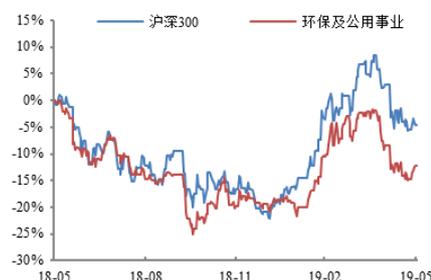
● 风险提示

1、煤价下行不及预期；2、电价超预期下调；3、推荐公司项目推进不及预期。

推荐

维持评级

行业与沪深300走势比较



资料来源：WIND，民生证券研究院

分析师：黄彤

执业证号：S0100513080003

电话：021-60876721

邮箱：huangtong@mszq.com

研究助理：杨任重

执业证号：S0100118070006

电话：021-60876723

邮箱：yangrenzong@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 5月31日	EPS			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
000966	长源电力	5.24	0.19	0.3	0.57	28	17	9	推荐
000543	皖能电力*	4.62	0.31	0.45	0.59	15	10	8	暂未评级
000600	建投能源*	6.64	0.24	0.5	0.69	21	13	10	暂未评级
600452	涪陵电力*	23.39	1.56	1.85	2.23	10	13	10	暂未评级
000885	城发环境	10.77	1.17	1.31	1.43	6	8	8	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院(标*公司盈利预测来自WIND一致预期)

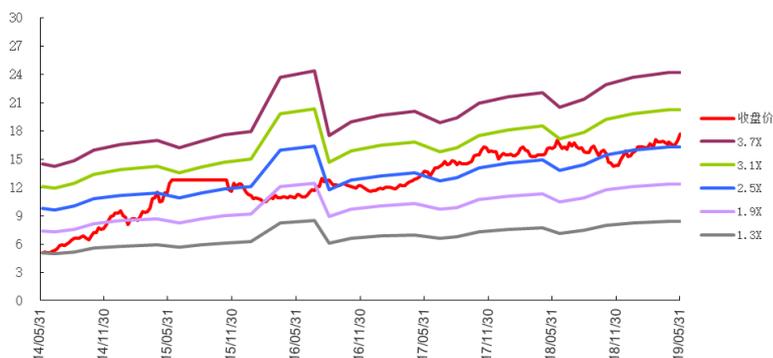
目录

一、长江电力股价创新高，关注优质电力股补涨机会.....	3
二、环保估值同样处于历史底部，关注优质固废个股.....	6
插图目录	8
表格目录	8

一、长江电力股价创新高，关注优质电力股补涨机会

长江电力股价创历史新高，优质电力股市场关注度有望提升。5月30日，长江电力收盘价达到17.72元，创历史新高。受来水向好带动，2019Q1长江电力实现归母净利润29亿元，同比+3%，保持平稳增长。作为全球第一大水电企业，公司目前拥有4座在运水电站，装机容量达到4550万千瓦，乌东德、白鹤滩两座在建电站（2620万千瓦）有望于明后天陆续建成投产后注入公司，带动公司装机实现40%以上增长。作为优质电力股的代表，现金流充沛，股息率较高，2017年以来吸引海外资金不断增持，目前外资持股比例已达10.44%。公司目前PB位于近5年中上区间，说明经济不确定性提升之下，市场将给予优质电力股估值溢价。

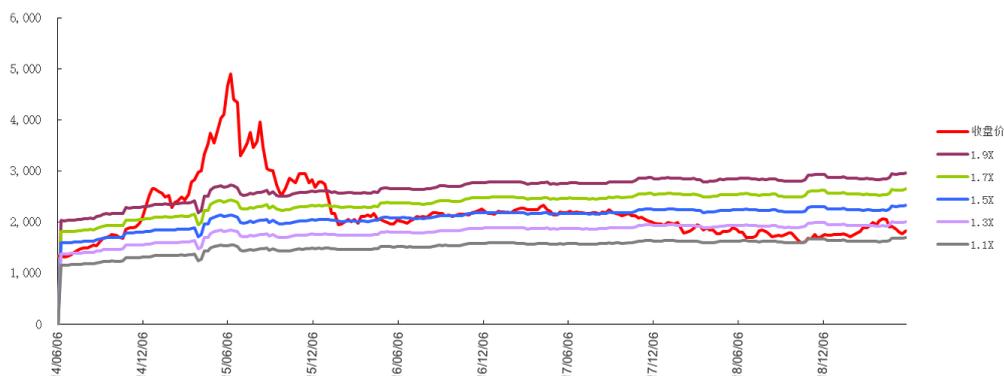
图1：长江电力 2014/5/31-2019/5/31 估值变化



资料来源：WIND、民生证券研究院

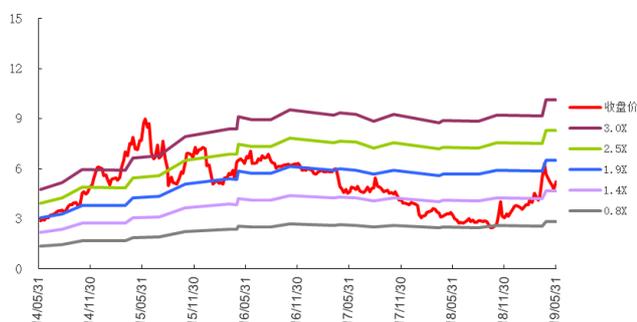
火电股4~5月回调较多，估值处于历史底部。长江电力股价创历史新高有望提升优质电力股市场关注度，火电板块4~5月回调较多，目前板块PB不到1.2x，而近5年PB中位数1.5x，长源电力、皖能电力、华电国际、华能国际等优质火电股PB均位于历史底部。主要系煤价持续高企致火电行业处于历史盈利低谷，部分地区火电经营困难，2018年行业亏损面达到50%。

图2：火电(中信) 板块 2014/6/6-2019/5/31 估值变化



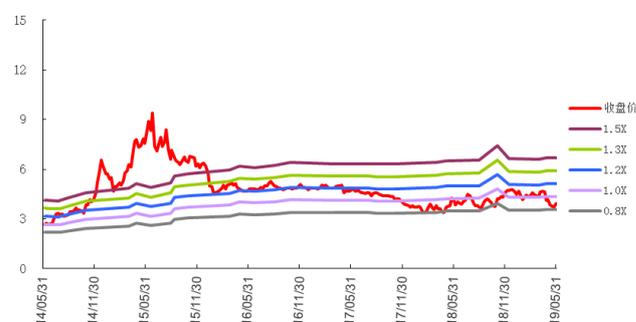
资料来源：WIND、民生证券研究院

图3：长源电力 2014/5/31-2019/5/31 估值变化



资料来源：WIND，民生证券研究院

图4：华电国际 2014/5/31-2019/5/31 估值变化

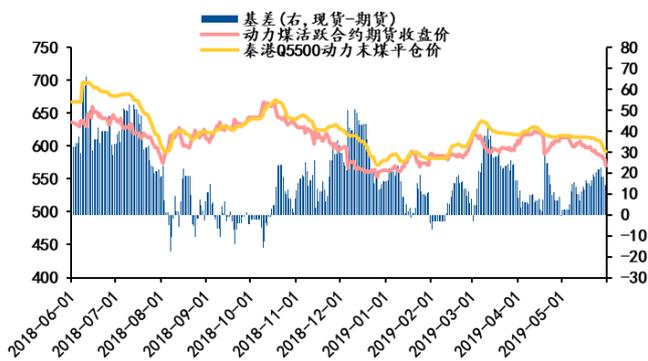


资料来源：WIND，民生证券研究院

降价政策主要针对电网、政府性基金，对发电端影响较小。5月15日，国家发改委发布《关于降低一般工商业电价的通知》，明确第二轮一般工商业电价降价空间 1) 重大水利工程建设基金征收标准降低 50%；2) 电网企业固定资产平均折旧率降低 0.5 个百分点；3) 因增值税下调产生的水电和核电企业部分非市场化交易电量形成的降价空间；4) 扩大一般工商业用户参与电力市场化交易的规模。

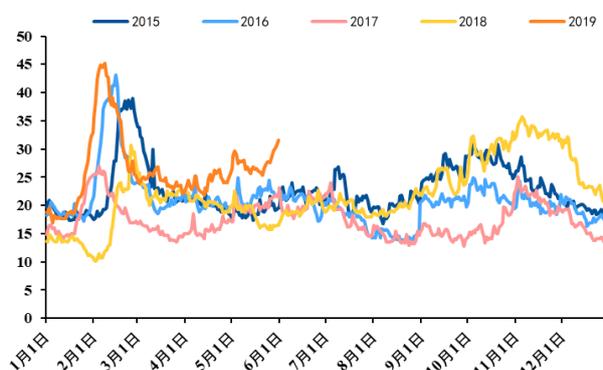
期煤下跌、库存高企，煤价近期有望走弱。2018Q1 的煤价高基数导致火电企业一季度盈利有较大同比增长，从全年一致预期来看，市场对后市煤价回落的逻辑相对悲观。而进入 5 月以来，动力煤期货价格持续下跌，截至 5 月 31 日，动力煤期货主力合约收于 570 元/吨，环比下降 3.3%。港口煤价连续两周下跌，坑口则是供需维持两弱。据榆林煤炭交易中心，发改委建议煤矿降低年度长协价格由 535 降至 520 元/吨，或是将动力煤月度长协价格降到 600 元/吨以下的黄色区间，后期国有大型煤企或将带头降价。库存方面，用电需求回落叠加水电出力提升，目前沿海 6 大发电集团库存可用天数位于近 5 年高位。综合来看 6 月煤价有望迎来回落。

图5：动力煤期现价格与基差(元/吨)



资料来源：WIND，民生证券研究院

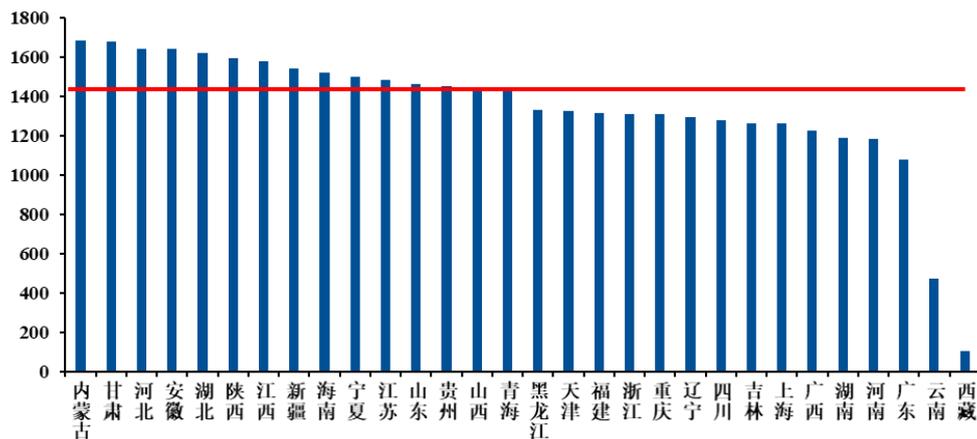
图6：6大发电集团库存可用天数



资料来源：WIND，民生证券研究院

全国用电增速持续回落，湖北、河北、安徽等中部地区利用小时领先全国。据中电联发布的1~4月电力数据，1-4月份，全国全社会用电量22329亿千瓦时，同比增长5.6%，增速比上年同期回落3.8个百分点。全国火电设备平均利用小时为1413小时，比上年同期降低13小时。分省份看，全国共有15个省份火电设备利用小时超过全国平均水平，其中内蒙古、甘肃、河北、安徽和湖北超过1600小时。

图7：全国1~4月火电利用小时情况



资料来源：WIND、民生证券研究院

除火电业绩修复外，电网混改同样值得关注。通知将电网固定资产折旧率下调的空间用于降低电价的措施将减少电网企业的现金流流入，而国网此前对2021年初步建成泛在电力物联网的规划将带来较大资本开支，资产负债率考核压力下国网及南网资产证券化率存在提升需求，混改有望加速。2019年岷江水电、置信电气等国网旗下上市平台先后公告重大资产重组，助力国网优质资产完成上市。2019年以来“国有资本授权经营新政”等一系列国企改革相关的重要文件密集发布，后续电企混改进展值得期待。

表1：电力板块一致盈利预期及预测PE情况

板块分类	证券代码	公司名称	归母净利润 (百万元)						总市值 (亿元)	PB	19PE	20PE	
			17	18	19E	20E	18 同比	19 同比					20 同比
水电	000883.SZ	湖北能源	2173	1811	2219	2823	-17%	23%	27%	263	1.0	12	9
	600025.SH	华能水电	2189	5803	3810	4553	165%	-34%	20%	697	1.6	19	16
	600236.SH	桂冠电力	2511	2385	2581	2710	-5%	8%	5%	360	2.5	14	14
	600674.SH	川投能源	3265	3570	3293	3347	9%	-8%	2%	391	1.5	12	12
	600886.SH	国投电力	3232	4364	4638	4893	35%	6%	5%	514	1.5	12	11
	600900.SH	长江电力	22261	22611	22802	23301	2%	1%	2%	3788	2.6	17	17
		合计		35631	40544	39343	41627	14%	-3%	6%			
火电	600795.SH	国电电力	2223	1369	3814	4525	-38%	179%	19%	493	1.0	13	11
	000966.SZ	长源电力	-122	209	483	734	-272%	132%	52%	56	1.5	12	8
	600011.SH	华能国际	1793	1439	5395	7500	-20%	275%	39%	995	1.3	19	14
	600027.SH	华电国际	430	1695	3155	4103	294%	86%	30%	377	0.9	12	9
	000539.SZ	粤电力A	743	474	1098	1514	-36%	131%	38%	227	0.9	20	15
	000543.SZ	皖能电力	132	556	840	1100	321%	51%	31%	85	0.8	10	8

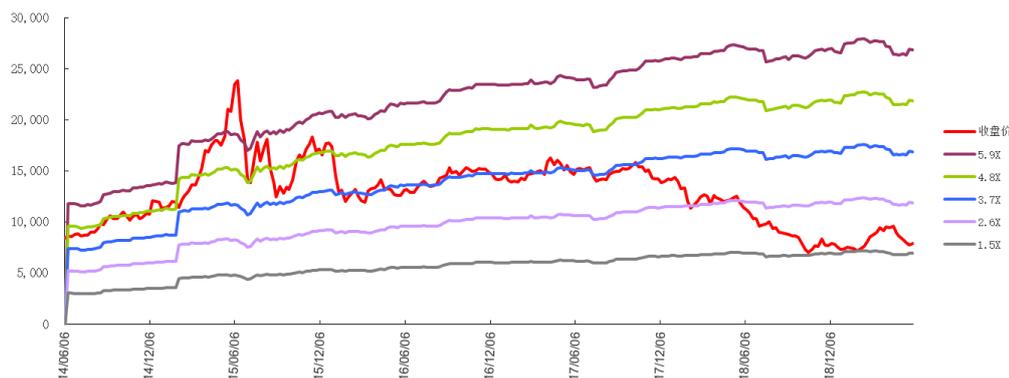
	000600.SZ	建投能源	168	432	890	1228	156%	106%	38%	117	1.0	13	10
	600023.SH	浙能电力	4334	4036	5518	6551	-7%	37%	19%	631	1.0	11	10
	600483.SH	福能股份	844	1050	1374	1673	25%	31%	22%	124	1.1	9	8
	600863.SH	内蒙华电	514	783	1273	1497	52%	63%	18%	167	1.5	13	11
	合计		11061	12044	23839	30425	9%	98%	28%				
新能 源发 电	601985.SH	中国核电	4498	4737	6070	6854	5%	28%	13%	875	1.8	14	13
	600163.SH	中闽能源	153	130	192	278	-15%	47%	45%	45	2.4	24	16
	600483.SH	福能股份	844	1050	1374	1673	24%	31%	22%	126	1.1	9	8
	600163.SH	中闽能源	153	130	192	278	-15%	48%	45%	46	2.4	24	17
	合计		4651	4867	6262	7132	5%	29%	14%				

资料来源：WIND，民生证券研究院

二、环保估值同样处于历史底部，关注优质固废个股

目前环保估值处于历史底部，静待业绩触底反弹。融资环境收紧致环保企业 2018 年度业绩表现不佳，板块 PB 目前位于近 5 年底部。3 月 7 日财金 10 号文发布，对 PPP 规范进行了进一步细化，明确合规 PPP 项目不计入隐性债务，打消银行放款疑虑，合规 PPP 项目融资无需多虞。根据我们对财政部 PPP 项目库项目情况的持续跟踪，3 月总库有 9600 亿项目落地，同比实现翻倍增长，其中广义环保项目落地额同比增长 85%，终结此前月度新增落地额一直环比下滑的趋势，随环保类 PPP 项目落地额上升，预计将迎来工程环保类公司业绩回暖。

图 8：环保(中信) 板块 2014/6/6-2019/5/31 估值变化 (PB)



资料来源：WIND、民生证券研究院

固废板块盈利稳定，新一轮环保督察提振环保关注度。受融资趋紧影响，2018 年多数环保子版块业绩负增长，固废及土壤修复板块仍能维持正增长，相对稳健。大气治理、污水处理及水务、生态园林、固废及土壤修复 2019 年一致盈利预期增速分别为 13%、39%、55%、31%。5 月上旬，生态环境部办公厅加急印发《关于开展 2019 年生态环境保护统筹推进强化监督(第一轮)工作的通知》，涉及全国 25 个省和直辖市，7 个专项内容，主要聚焦于水治理和大固废领域。

表 2: 环保板块一致盈利预期及预测 PE 情况

板块分类	证券代码	公司名称	归母净利润 (百万元)							总市值 (亿元)	PB	19PE	20PE
			17	18	19E	20E	18 同比	19 同比	20 同比				
大气治理	002573.SZ	清新环境	652	525	593	708	-19%	13%	19%	84	1.8	14	12
	600388.SH	龙净环保	724	801	909	1037	11%	13%	14%	128	2.5	14	13
	合计		1376	1326	1501	1745	-4%	13%	16%				
污水处理及水务	300070.SZ	碧水源	2509	1245	1726	2018	-50%	39%	17%	236	1.3	14	12
	300422.SZ	博世科	147	235	322	428	60%	37%	33%	36	2.4	11	8
	300388.SZ	国祯环保	194	281	399	518	45%	42%	30%	51	2.3	13	10
	合计		2850	1761	2447	2964	-38%	39%	21%				
生态园林	300197.SZ	铁汉生态	757	304	683	1072	-60%	125%	57%	80	1.3	12	7
	002717.SZ	岭南股份	509	779	1038	1340	53%	33%	29%	79	1.8	7	6
	603359.SH	东珠生态	243	326	469	634	34%	44%	35%	54	2.0	12	9
	合计		1509	1409	2191	3046	-7%	55%	39%				
固废及土壤修复	000826.SZ	启迪桑德	1251	644	1041	1188	-49%	62%	14%	143	1.1	13	12
	002672.SZ	东江环保	473	408	542	672	-14%	33%	24%	97	2.3	18	15
	603588.SH	高能环境	192	325	445	579	69%	37%	30%	65	2.5	14	11
	600323.SH	瀚蓝环境	652	876	925	1107	34%	6%	20%	119	2.0	13	11
	000546.SZ	金圆股份	351	375	693	831	7%	85%	20%	70	1.9	10	8
	603568.SH	伟明环保	507	740	929	1119	46%	25%	20%	181	5.8	19	16
	601200.SH	上海环境	506	578	610	740	14%	6%	21%	93	1.5	15	13
	000967.SZ	盈峰环境	353	929	1340	1628	163%	44%	21%	207	1.4	15	13
	000885.SZ	城发环境	603	582	651	709	-3%	12%	9%	53	2.0	8	8
	603686.SH	龙马环卫	260	236	274	316	-9%	16%	15%	34	1.5	13	11
	合计		5148	5692	7449	8889	11%	31%	19%				

资料来源: WIND, 民生证券研究院

河南垃圾发电项目迅速释放, 推荐城发环境。城发环境属于河南投资集团旗下环保平台, 旗下许平南高速业绩稳健。从 2019 年的情况来看, 河南垃圾焚烧项目释放规模领先全国, 同时落地开工进展迅速。我们预计新增 5.1 万吨/日规模的垃圾焚烧项目将在近两年内集中落地, 推动 200 亿市场释放, 未来两年河南垃圾焚烧建成产能复合增速将达 100%。根据我们的不完全统计, 公司及关联方占据了河南 2019 年新上垃圾焚烧发电项目近 5 成的市场份额, 年内公司固废产能订单有望开花结果, 同时高速板块良好的现金流将为公司项目落地提供充足的资金支持。预计公司 2019~2021 年 EPS 1.31、1.43、2.04, 对应当前股价 PE 9/8/6x, 股价尚未反映公司在垃圾焚烧发电业务方面的潜力。

插图目录

图 1: 长江电力 2014/5/31-2019/5/31 估值变化	3
图 2: 火电(中信) 板块 2014/6/6-2019/5/31 估值变化	3
图 3: 长源电力 2014/5/31-2019/5/31 估值变化	4
图 4: 华电国际 2014/5/31-2019/5/31 估值变化	4
图 5: 动力煤期现价格与基差(元/吨).....	4
图 6: 6 大发电集团库存可用天数.....	4
图 7: 全国 1~4 月火电利用小时情况.....	5
图 8: 环保(中信) 板块 2014/6/6-2019/5/31 估值变化 (PB)	6

表格目录

表 1: 电力板块一致盈利预期及预测 PE 情况	5
表 2: 环保板块一致盈利预期及预测 PE 情况	7

分析师与研究助理简介

黄彤，复旦大学金融学硕士。2011年进入证券行业，一直从事电力设备、新能源、环保等大能源方向的行业研究，现于民生证券研究院负责公用事业、环保方向研究。

杨任重：香港理工大学精算与投资科学硕士，2018年加入民生证券，从事环保及公用事业方向研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。