

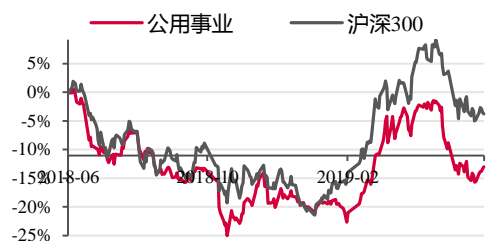
火电板块受益煤价下行，燃气板块迎来政策利好

2019年06月01日

评级 同步大市

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
公用事业	-4.61	-2.92	-12.95
沪深300	-7.24	-3.20	-3.73

黄红卫

分析师

执业证书编号: S0530519010001
huanghw@cfzq.com

0731-84403422

相关报告

- 《公用事业：公用事业行业点评：4月发电量增速回落，预计火电电价下调有限》 2019-05-17
- 《公用事业：公用事业行业4月报：火电龙头业绩超预期，燃气及环保板块跌幅较大》 2019-05-07
- 《公用事业：公用事业行业点评：家电汽车回收利好政策出台，再生资源龙头受益》 2019-04-18

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
聚光科技	1.33	16.65	1.69	13.10	2.12	10.44	推荐
国祯环保	0.51	18.12	0.65	14.22	0.80	11.55	推荐
瀚蓝环境	1.14	13.86	1.34	11.79	1.61	9.81	推荐
蓝焰控股	0.70	18.23	0.76	16.79	0.83	15.37	推荐
博世科	0.66	15.15	0.85	11.76	1.04	9.62	推荐
碧水源	0.40	18.95	0.43	17.63	0.51	14.86	推荐
华能国际	0.09	72.22	0.22	29.55	0.34	19.12	谨慎推荐

资料来源：财富证券

投资要点:

- **投资策略:** 6月份建议从以下两条主线布局公用事业: **1) 火电:** 电能替代因素拉动全社会用电量增长, 火电业绩对煤炭价格敏感性超过对用电量增速的敏感性, 关注业绩受益煤价下行的火电龙头企业: 华能国际; **2) PPP 板块:** 2019年流动性边际宽松, A股风险偏好提升, 关注受益“民企融资改善及悲观预期修复”的PPP标的: 碧水源、国祯环保、博世科。公用事业板块维持【同步大市】评级。
- **6月份核心推荐组合:** 聚光科技、碧水源、国祯环保、瀚蓝环境、蓝焰控股、博世科、华能国际。
- **市场行情回顾:** 2019年5月, 公用事业指数下跌3.52%, 跑赢万得全A指数2.26个百分点。子板块而言, 电力、水务、燃气、环保分别变动-1.12%, -5.36%, 0.12%, -10.35%。电力、燃气板块表现较佳: 1) 电力主要系煤炭价格下行及火电业绩超预期, 而火电电价下调风险较低; 2) 燃气主要系国家近期出台系列促进能源安全及发展、改革政策。
- **行业高频数据跟踪:** 1) 2019年4月, 中国全社会用电量累计值为22329亿千瓦时(同比+5.57%)。2) 2019年5月27日, 秦皇岛港山西优混(Q5500K)煤炭平仓价为611.8元/吨。
- **重点行业新闻及政策:** 1) 2019年4月份全国发电量增长3.8%, 全社会用电量同比增长5.8%, 增速均有回落; 2) 深改委会议审议通过了《关于在山西开展能源革命综合改革试点的意见》。
- **重点公司公告:** 1) 联美控股: 购买山东菏泽福林热力科技有限公司66%的股权; 2) 上海环境: 签订《晋中市市城区生活垃圾焚烧发电PPP项目》; 3) 兴蓉环境: 预中标《沛县水务局沛县供水PPP项目(增加投资部分)》。
- **风险提示:** 全社会用电量增速不及预期; 电煤价格下行不及预期; 民企融资条件改善不及预期; 减税降负力度不及预期。

内容目录

1、月度投资策略.....	3
2、市场行情回顾.....	3
3、公用事业高频数据跟踪.....	6
4、行业重点新闻及政策.....	8
5、重点公司公告及简评.....	10
6、风险提示.....	11

图表目录

图 1: 近三年, 公用事业板块市场行情走势.....	4
图 2: 公用事业涨跌幅情况.....	5
图 3: 公用事业子板块涨跌幅比较.....	5
图 4: 公用事业行业与全部 A 股历年估值水平.....	5
图 5: 公用事业对全部 A 股的溢价率.....	5
图 6: 公用事业子板块的估值水平.....	6
图 7: 公用事业行业涨幅前十标的.....	6
图 8: 公用事业行业跌幅前十标的.....	6
图 9: 中国全社会用电量月度累计值 (亿千瓦时).....	7
图 10: 中国全社会用电量当月值 (亿千瓦时).....	7
图 11: 全国发电设备的平均利用小时 (累计值, 小时).....	7
图 12: 全国火电设备的平均利用小时 (累计值, 小时).....	7
图 13: 秦皇岛港煤炭平仓价走势.....	8
图 14: 国际三大港动力煤现货价走势 (美元/吨).....	8
图 15: 6 大电企煤炭库存 (万吨) 及可用天数.....	8
图 16: 全国国有重点煤矿库存合计 (万吨).....	8
表 1: 公用事业行业指数涨跌情况.....	4

1、月度投资策略

2018年上半年,经济整体形势向好,金融去杠杆使得流动性紧张。2018年下半年起,经济下滑压力加大,流动性显示宽松迹象。2019年,经济下滑及流动性宽松趋势将继续延续。2019年6月份,公用事业各子板块的主要投资观点有:

(1) 环保板块: 经济下滑压力加大,流动性充裕。1) 经济下滑压力加大,工业环保的政策执行力度及工业企业的设施投入力度都将减弱,工业环保企业面临业绩下滑风险,预计子板块景气度分别为危废>固废>监测>水>土壤>大气;2) 流动性充裕,民营企业融资条件将改善,对资金需求较高的民营龙头企业(尤其是PPP标的)形成边际利好(受益于“开工进度增快及利息费用降低”),关注碧水源(300070.SZ)、国祯环保(300388.SZ)、博世科(300422.SZ)等PPP标的。

(2) 电力板块: 电能替代因素促使全社会用电量快速增长,且可持续性较强。1) 经济压力下加大,用电需求减弱,同时煤炭需求亦减弱,由于火电业绩对煤炭价格敏感性超过对用电量增速的敏感性,预计火电业绩将改善,迎来估值与业绩的戴维斯双击机会,关注火电龙头:华能国际(600011.SH)、华电国际(600027.SH);2) 随着核电审批重启,关注中国核电(601985.SH);3) 水电面临增值税优惠到期,风电及光伏面临可再生资源基金巨大缺口及补贴下滑的风险,预计机会较小。

(3) 燃气板块: 国内天然气消费占一次能源占比较低(2017年仅5.9%),参照国家规划及国内外对比,预计2030年大概率天然气消费占比提升至15%。随着天然气居民非居民价格并轨、定价机制理顺,长期看好天然气板块(尤其是上游气源企业),关注A股煤层气唯一标的蓝焰控股(000968.SZ)。

(4) 水务板块: 中国用水价格偏低,自来水绿色价格机制推行,长期而言,自来水价格及污水处理价格将步入上行渠道,关注提价预期的洪城水业(600461.SH)、兴蓉环境(000598.SZ)。

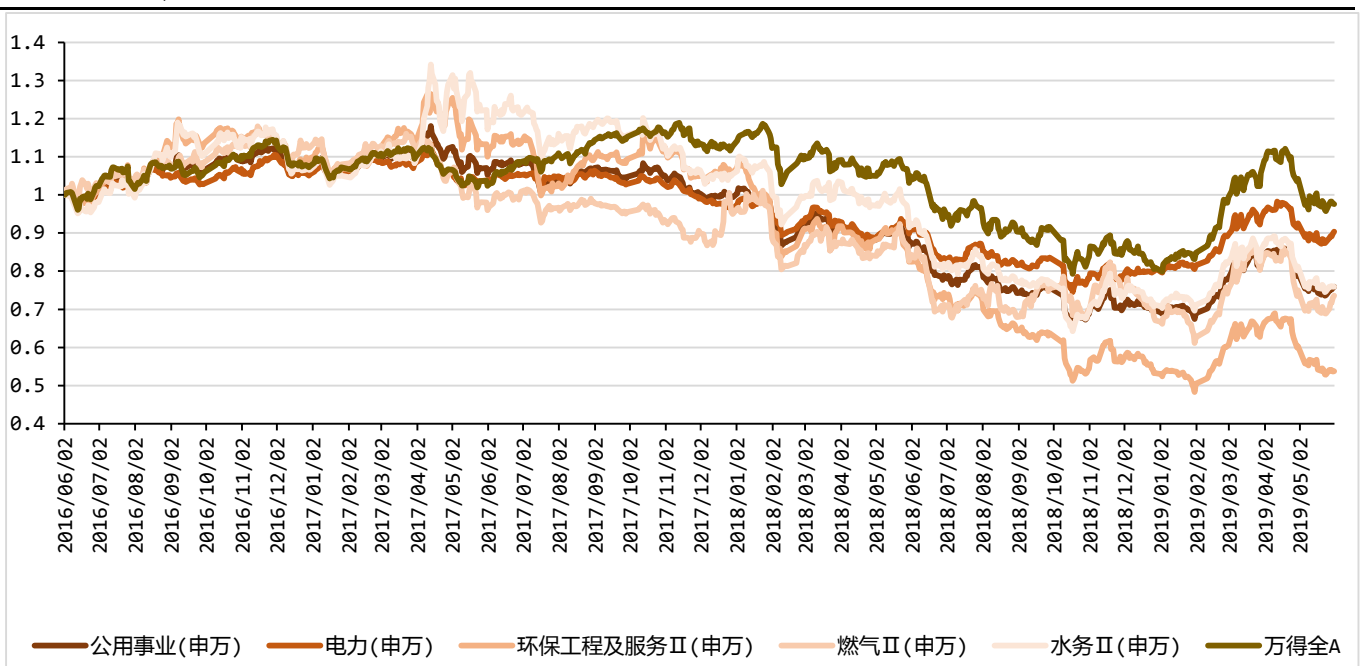
2019年6月份,建议从以下两条主线布局公用事业板块:1) 业绩受益煤价下行的火电龙头企业:华能国际;2) 受益“民企融资条件改善、及悲观预期修复”的PPP标的:碧水源、国祯环保、博世科。公用事业板块,维持【同步大市】评级。

2、市场行情回顾

2019年5月电力、燃气板块表现较佳:2019年5月,公用事业(申万)指数下跌3.52%,万得全A指数下跌5.78%,公用事业(申万)指数跑赢万得全A指数2.26个百分点。其中,电力(申万)指数下跌1.12%,水务II(申万)指数下跌5.36%,燃气II(申万)指数上涨0.12%,环保工程及服务II(申万)指数下跌10.35%。**2019年5月,电力、燃气板块表现较佳:1) 受益于2019年Q1电煤价格下跌,华能国际、长源电力等火电标的2019年Q1业绩大**

幅超预期，再加上《关于降低一般工商业电价的通知》并未将火电上网电价纳入降价范围，催化整个火电板块行情；2) 深改委通过《关于在山西开展能源革命综合改革试点的意见》，燃气板块迎来政策利好；3) 2019年5月份，由于美国将对2000亿美元中国输美商品加征关税从10%上调至25%，并威胁将对3250亿美元中国输美产品加征关税，A股出现快速深度回调，长江电力等业绩稳定、高股息率的大盘蓝筹股获得投资者青睐。同时电力、水务、燃气等公用事业运营业务，受中美贸易冲突影响较小，下跌幅度较低。由于环保板块贝塔值较高，且经济下行压力加大时，环保板块或将边际放松，因此环保板块整体表现逊色于万得全A指数。

图1：近三年，公用事业板块市场行情走势



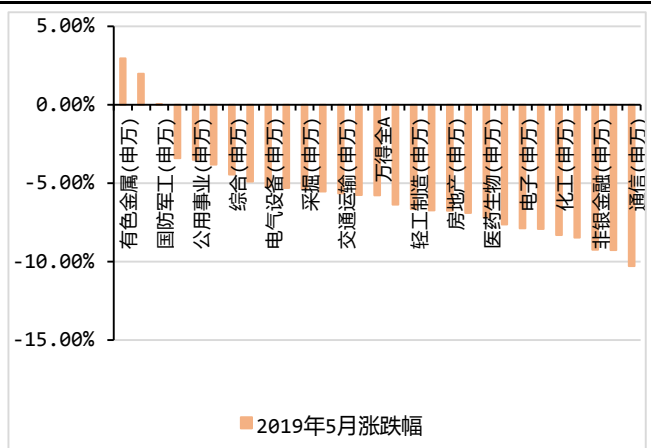
资料来源：Wind 资讯，财富证券

表1：公用事业行业指数涨跌情况

证券代码	证券简称	近三年涨跌幅 (%)	近半年涨跌幅 (%)	近三月涨跌幅 (%)	5月份涨跌幅 (%)
801160.SI	公用事业(申万)	-23.82%	8.83%	-2.92%	-3.52%
000001.SH	上证综指	-0.61%	12.90%	-3.18%	-5.35%
399006.SZ	创业板指	-31.31%	13.02%	-5.37%	-8.17%
399001.SZ	深证成指	-12.18%	17.45%	-2.67%	-7.27%
881001.WI	万得全A	-1.38%	15.81%	-1.88%	-5.78%

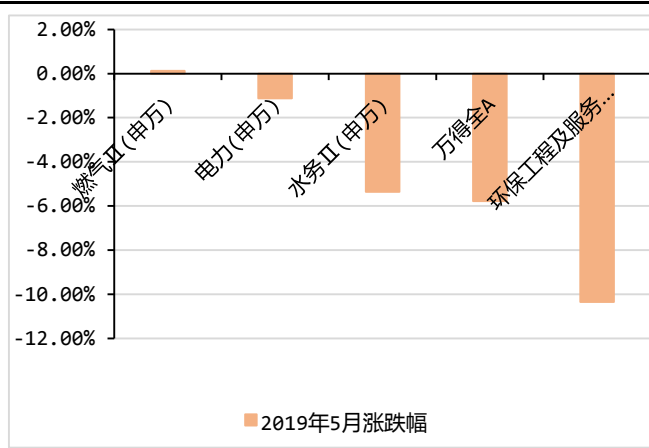
资料来源：Wind 资讯，财富证券

图 2：公用事业涨跌幅情况



资料来源：Wind 资讯，财富证券

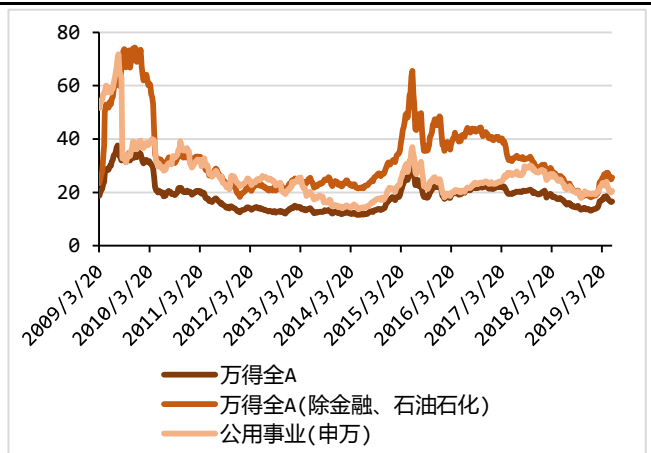
图 3：公用事业子板块涨跌幅比较



资料来源：Wind 资讯，财富证券

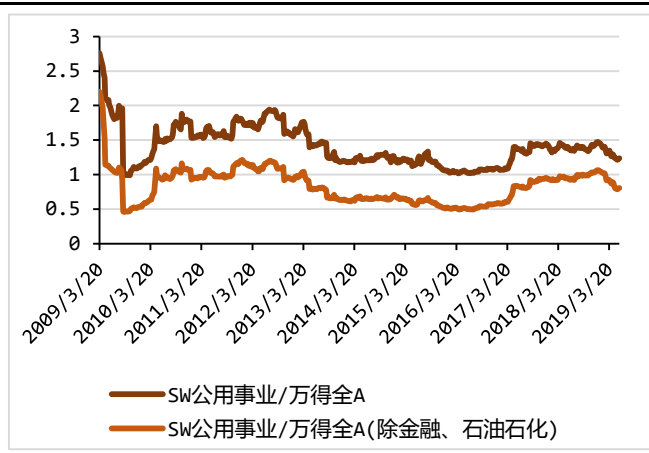
估值方面，截至 2019 年 5 月 31 日，公用事业(申万)指数市盈率为 20.61 倍，万得全 A 指数的市盈率为 16.66 倍，公用事业(申万)指数相较万得全 A 指数的市盈率溢价为 23.69%。万得全 A(除金融、石油石化)指数的市盈率为 25.56 倍，公用事业(申万)指数相较万得全 A(除金融、石油石化)指数的市盈率溢价为-19.37%。2016 年以来，由于煤炭价格高企拖累火电业绩表现，使得公用事业板块相比大盘指数跌幅更深情形下，公用事业板块相对大盘的估值溢价率却一度提升，但近期公用事业估值溢价率有回调的趋势。

图 4：公用事业行业与全部 A 股历年估值水平



资料来源：Wind 资讯，财富证券

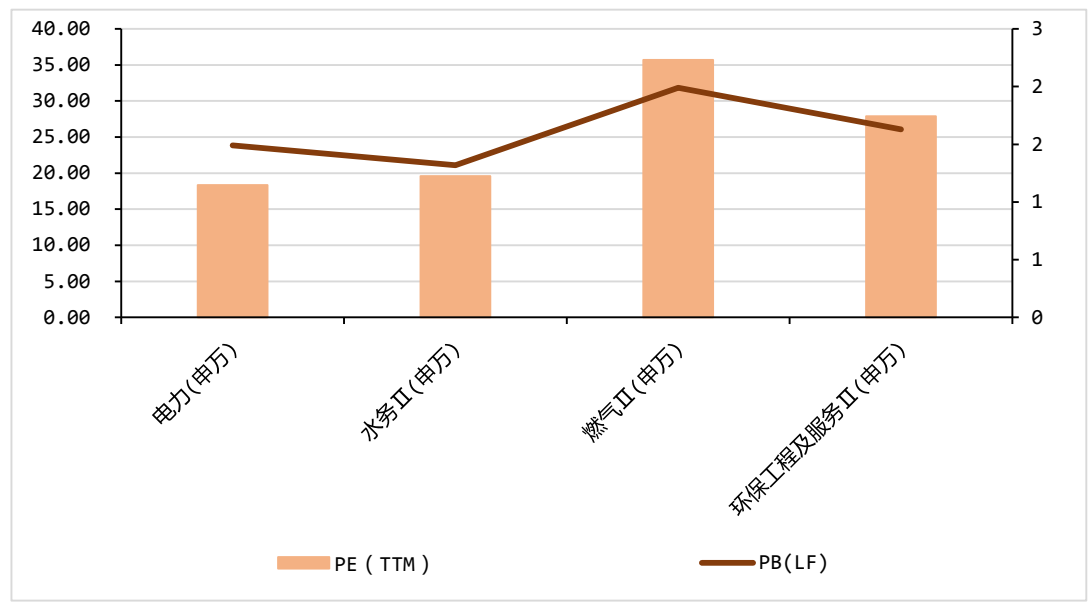
图 5：公用事业对全部 A 股的溢价率



资料来源：Wind 资讯，财富证券

公用事业子版块方面，截至 2019 年 5 月 31 日，电力(申万)、水务 II(申万)、燃气 II(申万)、环保工程及服务 II(申万)市盈率 (TTM) 分别为 18.34 倍、19.61 倍、35.68 倍、27.88 倍，市净率 (LF) 分别为 1.49 倍、1.32 倍、1.99 倍、1.63 倍，公用事业中，水电、水务板块的业绩稳定性最佳，可同时采用市盈率及市净率估值。火电板块估值及业绩受煤炭价格明显影响，宜采用市净率估值。燃气、环保板块成长性更佳，更宜采用市盈率估值。当前，公用事业子板块中：1) 稳定性而言，水务板块与电力板块估值差别已经较小；2) 成长性而言，环保板块较燃气板块估值便宜。

图 6：公用事业子板块的估值水平

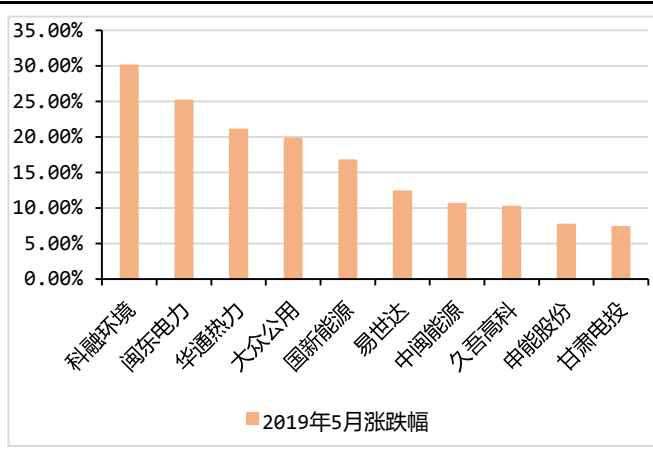


资料来源：Wind 资讯，财富证券

2019 年 5 月，公用事业板块涨幅居前标的分别为：科融环境（30.05%）、闽东电力（25.14%）、华通热力（21.06%）、大众公用（19.77%）、国新能源（16.7%）。涨幅居前标的以燃气股、股权转让概念股为主。

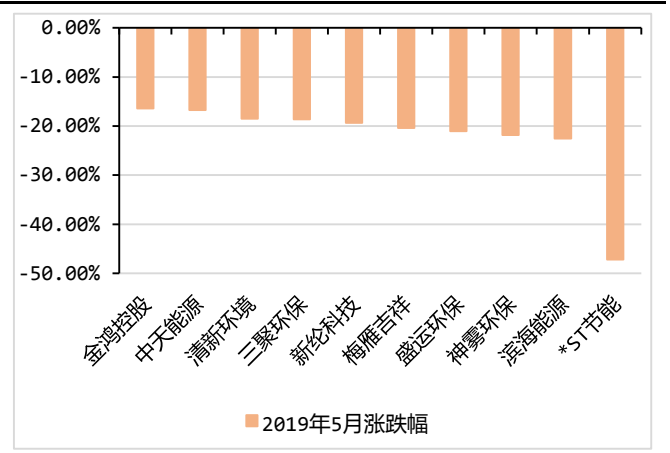
2019 年 5 月，公用事业板块跌幅居前标的分别为：*ST 节能（-47.19%）、滨海能源（-22.52%）、神雾环保（-21.85%）、盛运环保（-21.05%）、梅雁吉祥（-20.4%）。跌幅居前标的以业绩差的环保股为主。

图 7：公用事业行业涨幅前十标的



资料来源：Wind 资讯，财富证券

图 8：公用事业行业跌幅前十标的



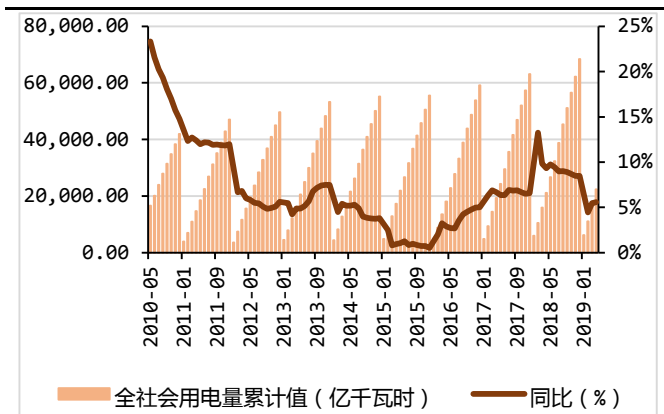
资料来源：Wind 资讯，财富证券

3、公用事业高频数据跟踪

电力板块，截至 2019 年 4 月，中国全社会用电量累计值为 22329 亿千瓦时（同比增加 5.57%）。截至 2019 年 4 月，中国全社会用电量当月值为 5533.66 亿千瓦时（同比增加 5.84%），增速低于最近三年月度用电量平均值(7%)达 1.16 个百分点，增速高于最近五年

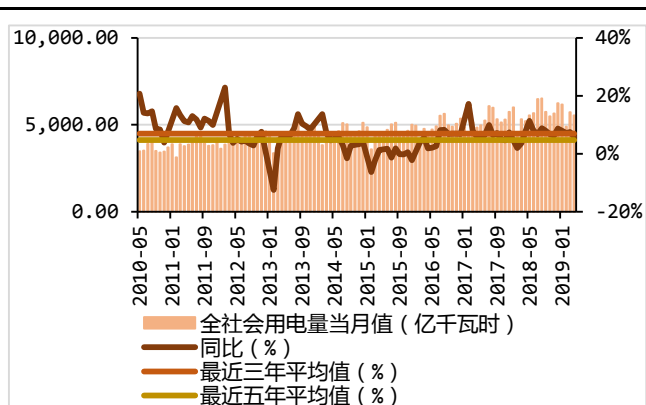
月度用电量平均值(4.78%)达 1.06 个百分点。

图 9: 中国全社会用电量月度累计值 (亿千瓦时)



资料来源: Wind 资讯, 财富证券

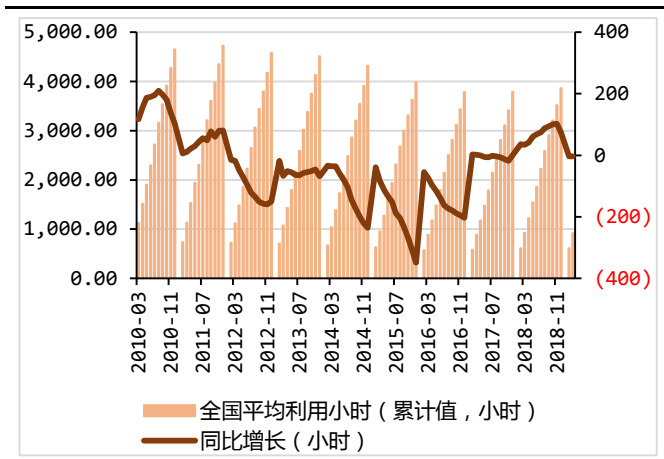
图 10: 中国全社会用电量当月值 (亿千瓦时)



资料来源: Wind 资讯, 财富证券

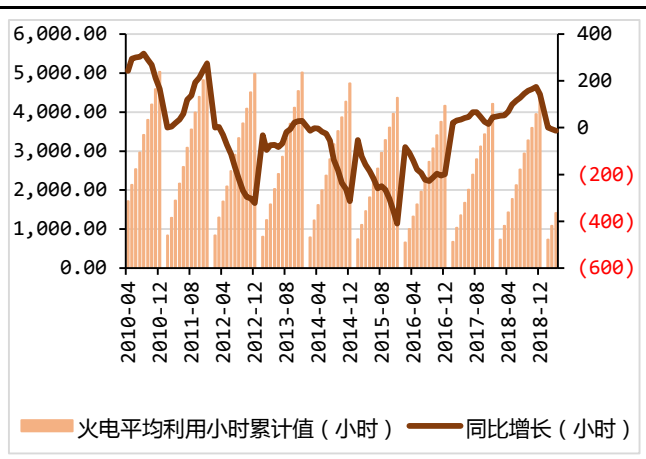
截至 2019 年 4 月, 全国发电设备利用小时数累计值为 1217 小时(同比降低 4 小时), 其中火电发电设备的利用小时数累计值为 1413 小时(同比降低 13 小时)。

图 11: 全国发电设备的平均利用小时 (累计值, 小时)



资料来源: Wind 资讯, 财富证券

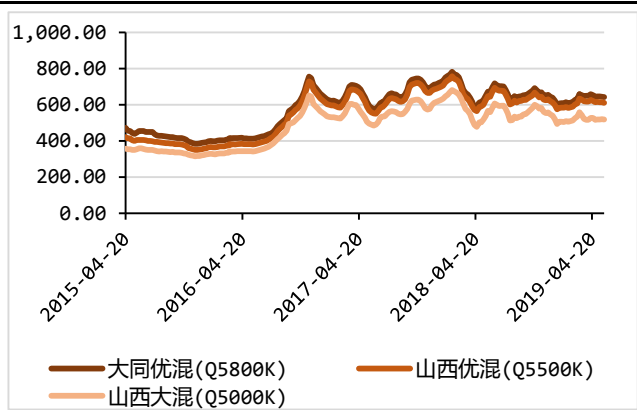
图 12: 全国火电设备的平均利用小时 (累计值, 小时)



资料来源: Wind 资讯, 财富证券

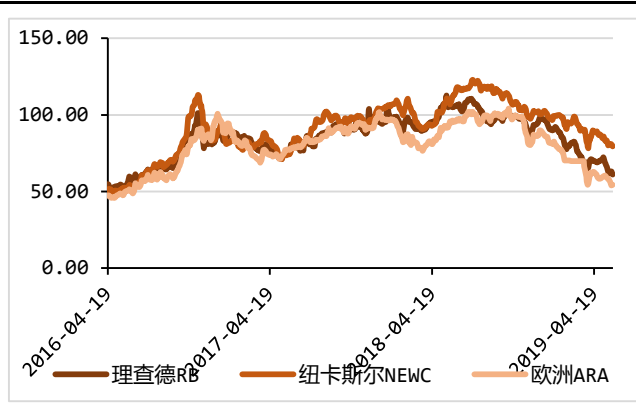
2019 年 5 月 27 日, 秦皇岛港大同优混(Q5800K)煤炭平仓价为 642.8 元/吨, 较上周下跌 2.2 元/吨, 秦皇岛港山西优混(Q5500K)煤炭平仓价为 611.8 元/吨, 较上周下跌 2.2 元/吨, 秦皇岛港山西大混(Q5000K)煤炭平仓价为 519.6 元/吨, 较上周下跌 1.8 元/吨。

图 13: 秦皇岛港煤炭平仓价走势



资料来源: Wind 资讯, 财富证券

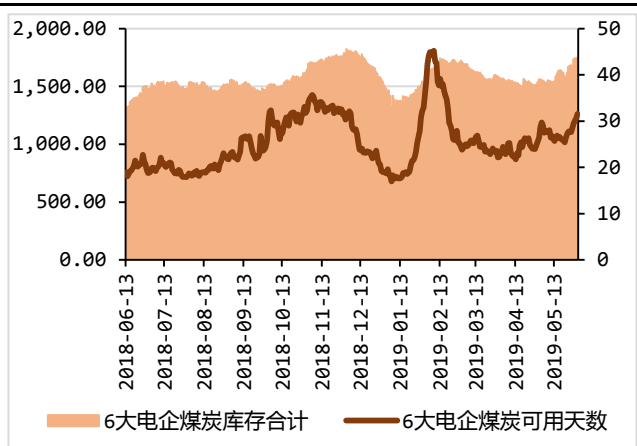
图 14: 国际三大港动力煤现货价走势 (美元/吨)



资料来源: Wind 资讯, 财富证券

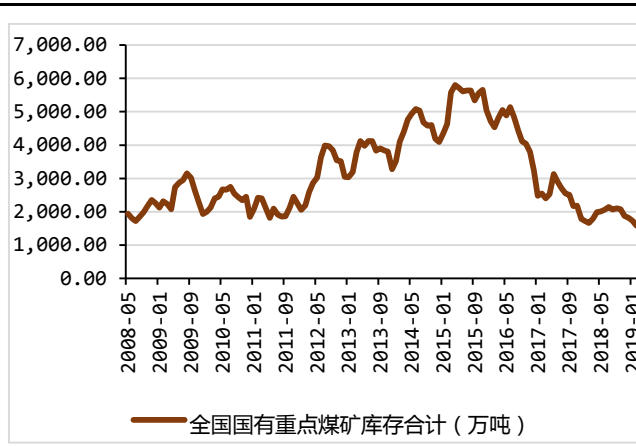
2019年5月31日, 6大电企煤炭库存合计为1748.63万吨(较上月增加208.65万吨), 6大电企煤炭库存可用天数为31.59天(较上月增长5.88天)。2019年4月, 全国国有重点煤矿库存合计2022.46万吨, 较上月增加173.11万吨, 较上年同期增加29.96万吨。

图 15: 6大电企煤炭库存(万吨)及可用天数



资料来源: Wind 资讯, 财富证券

图 16: 全国国有重点煤矿库存合计(万吨)



资料来源: Wind 资讯, 财富证券

4、行业重点新闻及政策

2019年5月, 公用事业行业重点新闻及政策有:

(1) 2019年4月份全国发电量增长3.8%, 增速回落

事件: 2019年4月份, 中国发电量达5440亿千瓦时(同比+3.8%), 增速较上月回落1.6pct。其中, 火力发电量3886亿千瓦时(同比-0.2%), 水力发电量829亿千瓦时(同比+18.2%), 核能发电量278亿千瓦时(同比+28.8%), 风力发电量343亿千瓦时(同比+1.0%), 太阳能发电量104亿千瓦时(同比+13.4%)。

事件简评: 2019年4月份全国发电量增长3.8%, 增速回落。其中, 火电增速由正转负, 水电、核电和太阳能发电快速增长, 风电小幅增长。

资料来源: 国家统计局

(2) 2019年4月全社会用电量同比增长5.8%，增速回落

事件：国家能源局发布4月份全社会用电量等数据：2019年4月份，全社会用电量5534亿千瓦时（同比+5.8%），增速较去年同期降低1.98pct。分产业看，第一产业用电量57亿千瓦时（同比+4.2%），第二产业用电量3852亿千瓦时（同比+4.0%），第三产业用电量864亿千瓦时（同比+10.5%），城乡居民生活用电量761亿千瓦时（同比+10.5%）。

事件简评：2019年4月全社会用电量同比增长5.8%，增速较去年同期降低1.98pct，主要系第二产业用电量增速放缓，第二产业同比增长4.0%（增速同比回落3.16pct），一定程度上反映了4月份工业增加值增速放缓。而2019年4月，第三产量及城乡居民生活用电量增速仍维持较快增长。

资料来源：国家能源局

(3) 发改委发布《关于降低一般工商业电价的通知》，预计火电企业电价下调有限

事件：发改委《关于降低一般工商业电价的通知》提出4条主要降价措施：1) 重大水利工程建设基金征收标准降低50%形成的降价空间；2) 改变电网折旧政策及电网增值税下调所形成的降价空间；3) 增值税下调时，水电和核电企业（三代核电机组除外）非市场化交易电量形成的降价空间；4) 扩大市场交易电量占比。

事件简评：此前政府工作报告提出2019年一般工商业平均电价再降低10%的要求，市场普遍预期将由电网及火电共同承担，《通知》未将火电机组的计划电电价纳入降价范围，即使火电市场电占比提升，其电价下调亦有限。

资料来源：国家发改委

(4) 发改委及国家能源局发布《关于建立健全可再生能源电力消纳保障机制的通知》

事件：《关于建立健全可再生能源电力消纳保障机制的通知》对售电企业和电力用户规定消纳责任，意在解决光伏、风电等新能源消纳问题。

事件简评：由于新能源成本较高，预计在国家减负减税大背景下，为降低企业用电成本，补贴退坡将持续，新能源新装机增速预计边际放缓。但对于光伏、风电等已投产项目，固定成本（沉没成本）较高，而运营成本则较低（常低于火电运营成本），因此“降低弃风率、弃光率并充分利用新能源存量项目”并不会带来社会成本提升，为当前政策主推方向。

资料来源：国家发改委及国家能源局

(5) 深改委会议审议通过了《关于在山西开展能源革命综合改革试点的意见》

事件：《关于在山西开展能源革命综合改革试点的意见》要求：山西要通过综合改革试点，努力在提高能源供给体系质量效益、构建清洁低碳用能模式、推进能源科技创新、深化能源体制改革、扩大能源对外合作等方面取得突破，争当全国能源革命排头兵。

事件简评：此前的5月10日，国家发改委官网发布《2019年国家综合配套改革试验区重点任务》提出在山西省开展能源革命综合改革试点。《重点任务》对山西提出的要求包括：完善煤层气勘查区块公开竞争出让制度，全面建立煤层气矿业权退出机制。建议关注国内煤层气开发龙头企业：蓝焰控股。

资料来源：国家发改委

5、重点公司公告及简评

2019年5月，公用事业行业的重点公司公告有：

(1) 联美控股(600167)：购买山东菏泽福林热力科技有限公司66%的股权

公司公告：联美控股拟以1.03亿元购买天津市凯森集团有限公司持有的山东菏泽福林热力科技有限公司66%的股权。转让方(天津凯森)承诺目标公司2019年7月1日至2020年6月30日期间，销售工业蒸汽不低于100万吨。除不可抗力外，如目标公司未能完成承诺销售业绩指标或未能在2019年7月1日前正式运行的，天津凯森进行现金或股权补偿。

公告简评：公司收购山东菏泽福林热力科技有限公司66%股权，并持续投入项目建设资金，主要是看中该区域内桐木加工企业对于蒸汽的热负荷需求稳定，同时福林热力在该区域内拥有特许经营权，保证了福林热力经营的唯一性和垄断性，项目具备较高的投资回报。此项收购，将实现公司在异地工业蒸汽业务的发展与扩张，增加公司的经济收入和利润，有利于公司长久可持续发展。

资料来源：公司公告

(2) 上海环境(601200)：签订《晋中市市城区生活垃圾焚烧发电PPP项目》

公司公告：上海环境签订《晋中市市城区生活垃圾焚烧发电PPP项目特许经营协议》，项目作为城市生活垃圾焚烧发电项目，采用机械炉排炉工艺，处理规模为1200吨/日，根据市发改审批字[2019]2号可研报告批复，本项目总投资为7.48亿元，特许经营期30年(含建设期)。

公告简评：本次对外投资将为公司推进业务拓展带来积极影响，有助于增加公司主营业务规模，提高公司在环保领域的影响力和竞争力。本项目对公司2019年度经营业绩不会产生重大影响，但项目的实施将对公司未来业务发展及经营业绩提升产生积极影响。

资料来源：公司公告

(3) 兴蓉环境(000598)：预中标《沛县水务局沛县供水PPP项目(增加投资部分)》

公司公告：公司预中标《沛县水务局沛县供水PPP项目(增加投资部分)》，增加投资部分约为9.56亿元，主要包括：1)沛县第二地表水厂项目(总投资约2.49亿元)；2)13个建制镇污水处理厂管工程；3)老城区管网改造(含开发区)工程；4)沛县区域供

水与农村安全饮用水工程搭接工程。

公告简评：《沛县水务局沛县供水 PPP 项目（增加投资部分）》是集城乡供水、污水处理一体的财政部第三批国家级 PPP 示范项目，实施本项目将进一步增加公司在供排水及配套管网领域的规模、业绩和经验，有利于提升公司市场竞争力，增加公司未来的营业收入，符合公司整体发展战略。同时公司可利用已有的资源及经验，有助于降低公司管理成本，提高效率，产生协同效应。

资料来源：公司公告

6、风险提示

全社会用电量增速不及预期；电煤价格下行不及预期；民企融资条件改善不及预期；减税降负力度不及预期。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438