

环保及公用事业

行业研究/策略报告

估值已体现业绩悲观预期，精选固废及火电个股

—环保及公用事业 2019 年中期策略

投资策略报告/环保及公用事业

2019 年 7 月 2 日

报告摘要：

● 市场回顾：多数子板块滞涨明显，估值已体现中期业绩悲观预期

上半年环保和公用事业市场表现均弱于指数，仅环保 6 月在垃圾分类事件的驱动下走出独立行情。子板块横向比较来看，固废处理板块表现较好，园林及燃气滞涨最为明显，半数涨幅居前的个股标的为电力重组题材。中期业绩来看，环保、燃气仍存负增长压力，电力盈利增速或小幅下滑，但历史底部的估值已体现对于中期业绩的悲观预期，建议遵循固废、火电、环保工程三条主线，精选个股。

● 大固废板块：增长确定性强，垃圾分类提升关注度

6 月垃圾分类迎来政策大力支持，分类体系完善后，上游环卫装备有望迎来量价齐升，200 亿餐厨垃圾市场有望如期释放，同时餐厨项目盈利能力有望提升。而远期来看，垃圾焚烧仍是目前增长确定性最强的板块，2019 年行业增长正劲，河南固废项目释放规模领先全国，同时落地开工进展迅速，建议关注河南固废运营商。

● 火电板块：翘盼煤价下跌，关注高利用小时中部地区业绩韧性

煤价方面，安全生产致上半年煤价高开低走，东南沿海火电需求下滑加剧，随着优质产能的逐步释放，煤价中长期下行趋势不变。用电增速下滑叠加水电大发影响，上半年火电设备平均利用小时同比下滑，随着用电计划全面放开，市场电占比将进一步提升，利用小时对电企盈利贡献度加大，推荐利用小时韧性较强的中部火电。

● 工程板块：超半数接盘国资股价倒挂，静待下半年业绩拐点

2018 年以来国资持续接手环保民企，目前超半数接盘价格处在倒挂状态。3 月 PPP 项目快速落地，上半年环保 PPP 项目落地总额同比增长 17%。预计下半年随着财政政策的发力和资本金的放开，整体基建投资有望回暖，环保板块盈利拐点有望于三季度或四季度出现，看好板块结构性行情。

● 投资建议

环保方面，固废板块推荐【城发环境】、【盈峰环境】，工程板块推荐【东珠生态】以及【国祯环保】；电力方面，推荐【长源电力】，关注【皖能电力】。

● 风险提示

1、相关政策落地不及预期；2、动力煤价超预期上涨；3、融资环境持续收紧。

盈利预测与财务指标

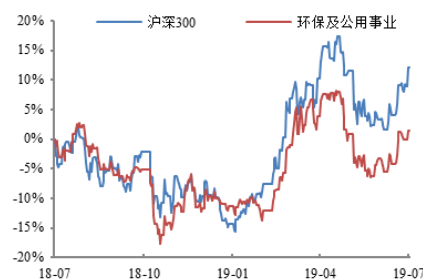
代码	重点公司	现价 7月1日	EPS			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
000885	城发环境	12.29	0.89	1.31	1.16	6	9	11	推荐
000967	盈峰环境	7.61	0.29	0.49	0.58	26	16	13	推荐
603359	东珠生态	17.35	1.02	1.46	1.92	16	12	9	推荐
300388	国祯环保	9.80	0.64	0.72	0.93	37	14	11	推荐
000966	长源电力	5.82	0.19	0.30	0.57	31	19	10	推荐
000543	皖能电力*	4.80	0.31	0.45	0.59	15	11	8	暂未评级

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)

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：0755-22662085

邮箱：yangrenzong@mszq.com

相关研究

1. 《年度策略：燃煤需求回落确定，看好火电业绩修复》20181224

目录

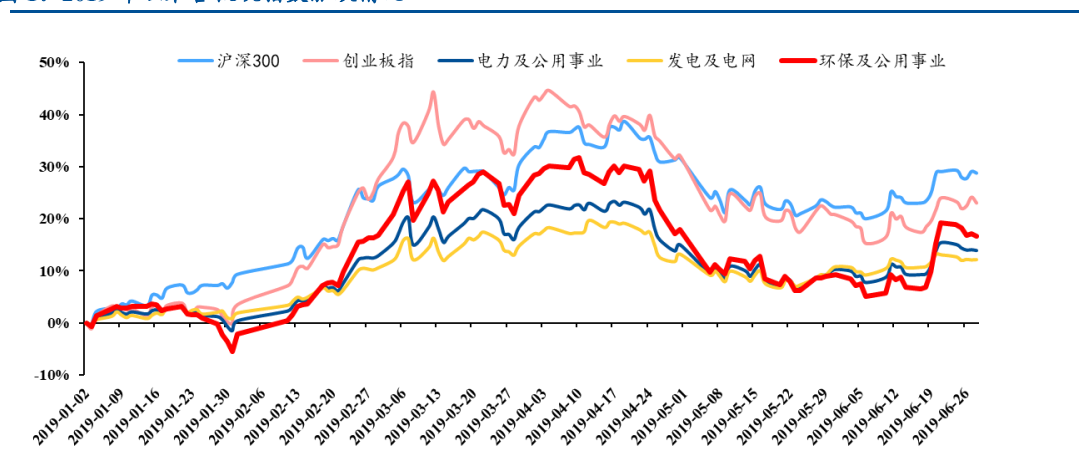
一、市场回顾：多数子板块滞涨明显，估值已体现中期业绩悲观预期	3
(一) 垃圾分类带来6月独立行情，园林及燃气等滞涨明显.....	3
(二) 中期业绩展望：整体仍需谨慎，挖掘个股机会.....	4
(三) 投资策略：估值已体现悲观预期，建议重点关注固废、火电、环保工程三条主线.....	6
二、大固废板块：增长确定性强，垃圾分类提升关注度	7
(一) 垃圾分类政策密集出台，关注餐厨垃圾投资机会.....	7
(二) 垃圾焚烧市场增长正劲，关注河南固废运营商.....	9
三、火电板块：翘盼煤价下跌，关注高利用小时中部地区业绩韧性	11
(一) 用电增速下滑及水电大发不利影响下，中西部火电利用小时仍有较强韧性.....	11
(二) 安全生产致上半年煤价高开低走，东南沿海火电需求下滑加剧.....	12
(三) 投资建议：用电计划全面放开进一步提升利用小时重要性，推荐中部火电运营商.....	13
四、工程板块：超半数接盘国资股价倒挂，静待下半年业绩拐点	14
五、风险提示	15
插图目录	16
表格目录	16

一、市场回顾：多数子板块滞涨明显，估值已提现中期业绩悲观预期

(一) 垃圾分类带来 6 月独立行情，园林及燃气等滞涨明显

上半年板块市场表现弱于指数，垃圾分类带来环保 6 月独立行情。截至 2019 年 6 月 28 日收盘，中信电力及公用事业指数上半年上涨 14%，分别跑输沪深 300 及创业板指 15%、9%。细分来看，由于前期的超跌和更高的 β ，环保板块在 2~4 月有较好表现，此外垃圾分类等政策利好驱动下在 6 月中旬出现一波独立行情，电力方面则表现弱于指数。以沪深 300 为基准，我们股票池中的 193 家上市企业，今年获得绝对收益的有 150 家，占比 78%，超额收益的有 51 家，占比 26%，分别略低于 A 股平均水平 5% 和 3%。

图 1：2019 年以来各板块指数涨跌情况



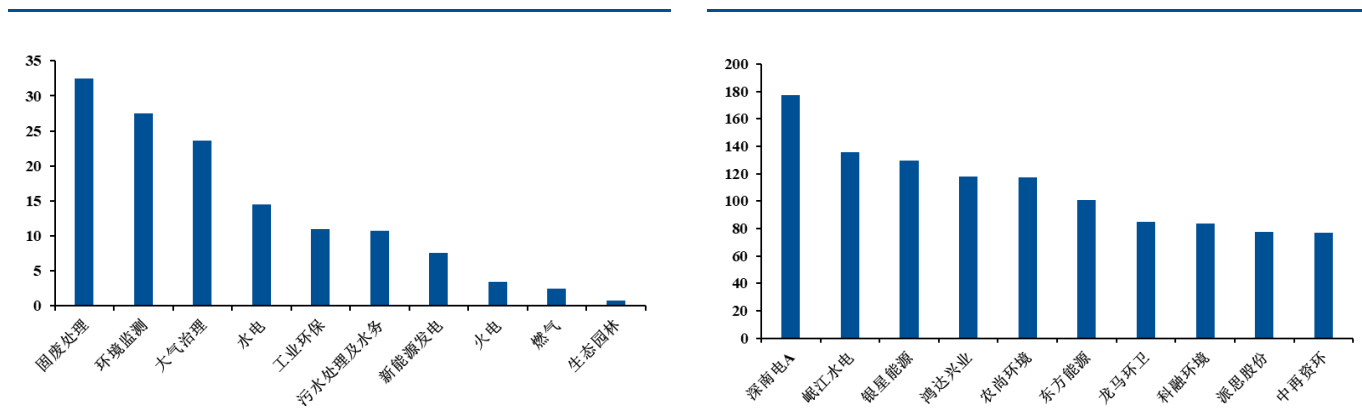
资料来源：WIND，民生证券研究院

固废处理板块表现较好，园林及燃气滞涨最为明显。从我们股票池中 193 个标的的情况来看，上半年个股涨跌幅中位数为 13.47%，所有子板块均呈现上涨态势。固废处理板块上涨 32.5%，涨幅居前，主要系行业景气度较高，同时 6 月迎来垃圾分类事件催化。生态园林板块仅上涨 0.7%，主要系个股业绩表现相对较差，燃气板块仅上涨 2.5%，主要系 2019 年用气增速不及 2018 年，同时进气价格上涨带来盈利增长不确定性。

个股情况来看，半数涨幅居前的环保公用标的为电力重组题材，此外龙马环卫、维尔利等固废个股能够取得不错的相对收益。上半年环保板块平均换手率为 273%，同比略有提升但仍低于 A 股 356% 的平均水平，交投较为清淡。火电、水电作为防御品种，上半年换手率分别为 143% 和 162%，大幅低于 A 股平均水平。

图 2：子板块上半年涨跌幅情况(%)

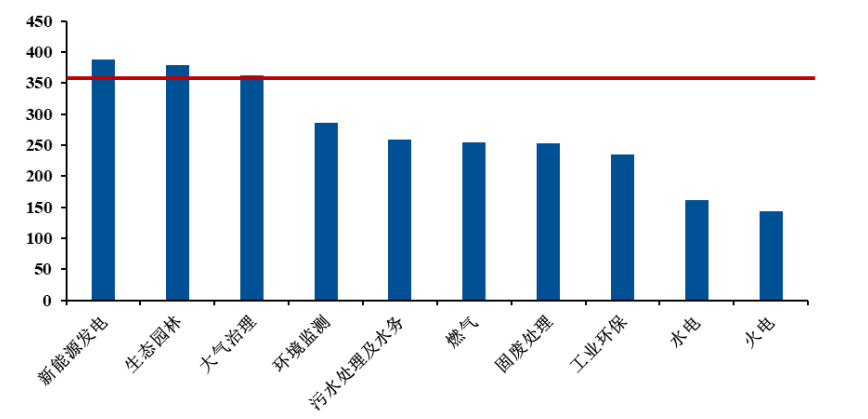
图 3：环保公用个股上半年涨幅前 10 名(%)



资料来源: WIND, 民生证券研究院

资料来源: WIND, 民生证券研究院

图 4: 环保公用各子板块上半年换手率大多低于 A 股平均(%)

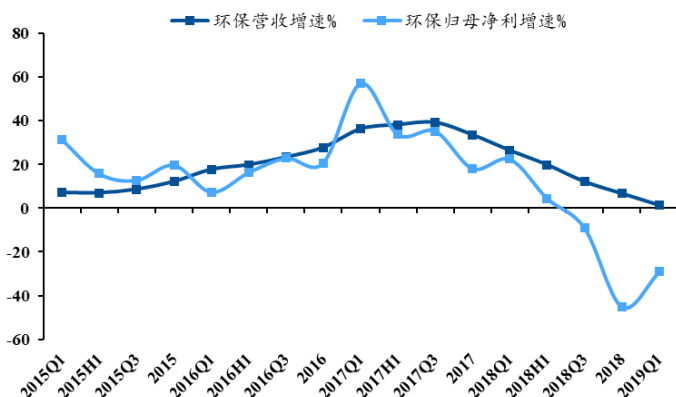


资料来源: WIND, 民生证券研究院

(二) 中期业绩展望: 整体仍需谨慎, 挖掘个股机会

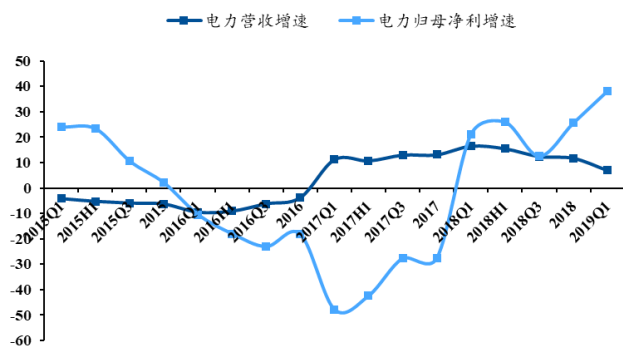
环保、燃气中期业绩仍需谨慎, 电力盈利增速或小幅下滑。目前板块内共 16 家上市公司披露中报业绩预告, 除长青集团等少数公司外大多为续亏或预减公告。此前环保板块一季度营收增速创下 2015 年以来新低, 预计二季度整体仍维持负增长, 随着宽信用政策的逐步落地, 行业有望于三季度迎来业绩拐点。燃气方面, 受中石油气价调整政策影响, 部分城燃商业绩出现下滑或亏损, 叠加全年销气量增速下滑影响, 燃气板块中期业绩有一定压力。火电方面, 由于 2018Q1 煤价的高基数影响, 板块一季度盈利增速喜人, 二季度煤价同比下滑幅度大幅收窄, 板块盈利增速或趋于平稳。

图 5: 2019Q1 环保板块业绩负增长的势头有所缓解



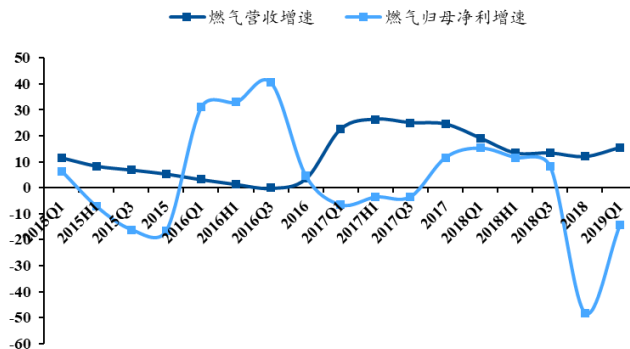
资料来源：WIND、民生证券研究院

图 6：电力板块盈利增速持续提升



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 7：燃气板块盈利增速有所回落



资料来源：WIND，民生证券研究院

表 1：目前已披露中报盈利预测的个股情况

证券名称	披露日期	预测增速	原因
长青集团	20190426	增长 200%~250%	增加了集中供热板块业绩，生物质补贴电费应收款坏账计提相对减少。
江苏国信	20190420	增长 36%~60%	主要为公司子公司江苏信托对利安人寿会计核算方法变更为权益法增加利润所致。
华通热力	20190427	增长 30%~50%	运营成本下降，陆续收到低氮改造政府补助款
长春燃气	20190424	预计半年报可能出现亏损	第二季度居民气价调整政策不确定以及多数工程项目处于开工阶段
新疆浩源	20190425	下降 10%~40%	天然气价格不断上涨
天翔环境	20190430	可能为亏损	正常经营受到严重影响，融资极度困难
中天能源	20190420	下降 258.79%	由于 2018 年公司受流动性风波影响，现金流紧张
乾景园林	20190425	业绩首亏	对账龄较长的存货补提了存货跌价准备对工程施工收入进行调减，对工程施工收入进行调减
派思股份	20190420	业绩预减	商誉减值加大
三聚环保	20190419	净利润与上年同期相比将出现较大幅度下降	公司正在进行战略调整，缩减垫资建设的对外工程业务，同时公司部分存量对外工程项目已进入实施的中后期，主要以土建和安装工作为主，工程毛利率相对较低；公司自建的生物质项目尚处于建设期，可贡献利润较少。

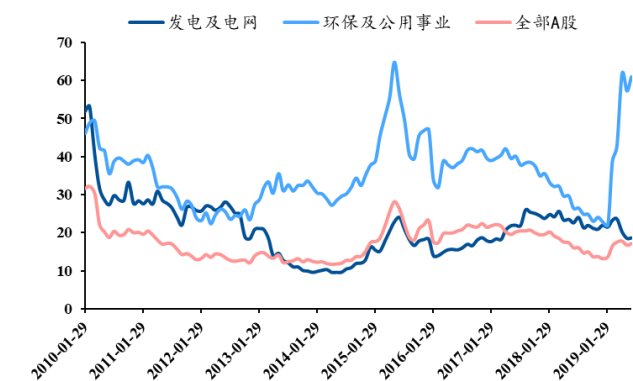
资料来源：WIND、民生证券研究院

(三) 投资策略：估值已体现悲观预期，建议重点关注固废、火电、环保工程三条主线

环保估值已体现盈利悲观预期：2018 年融资收紧导致环保板块业绩大幅下滑，PE 骤升，从中信环保及公用事业指数来看板块 PE 处于历史高位，但板块 PB 目前仅 1.92x，处于 10 年内的历史底部，仅高出全部 A 股平均值 15%，历史平均高出 A 股均值 61%，2018 年以来 PB 的持续下滑已充分反应了市场对于盈利的悲观预期。

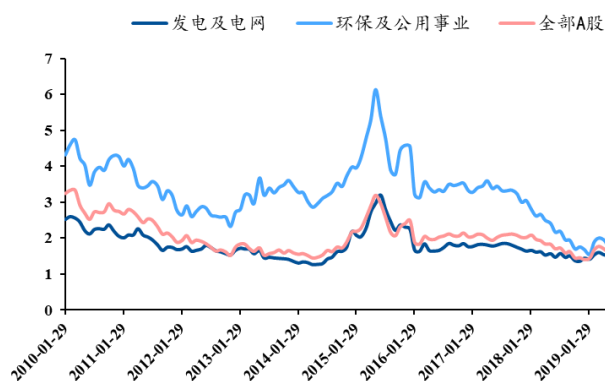
关注低估值电力股的防御价值：目前电力板块整体 PB 1.51x，低于 A 股平均 9%，处在 10 年历史平均水平，优质水电股长江电力此前股价创历史新高，PE 位于历史 75%分位数，火电个股估值相对较低。经济下行压力仍存，国际风险事件频出，电力股防御价值仍值得关注。

图 8：中信电力及环保板块 PE 情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 9：中信电力及环保板块 PB 情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

遵循固废、工程环保、火电三条投资主线，精选业绩确定性强的标的。从我们重点关注的个股情况来看，优质环保工程个股 2019 年 WIND 一直预测 PE 在 7~15x 之间，对应 40~50%的业绩增速，优质个股仍值得关注；固废板块虽然估值已提升至 20x 左右，但板块增速仍有 30%左右；多数火电个股 PB 在 1x 左右，且业绩存在较大修复预期，这三个子板块均具备较强配置价值。

表 2：各子板块重点关注个股 WIND 一致盈利预测及估值情况

板块分类	证券代码	公司名称	归母净利润（百万元）						18 同比	19 同比	20 同比	总市值(亿元)	19 PB	20 PE
			17	18	19E	20E								
大气治理	002573.SZ	清新环境	652	525	593	708	-19%	13%	19%	84	1.8	17	16	
	600388.SH	龙净环保	724	801	909	1037	11%	13%	14%	128	2.5	15	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	15	13	
	300422.SZ	博世科	147	235	322	428	60%	37%	33%	36	2.4	12	9	
	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	8	
	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	19	16
	002672.SZ	东江环保	473	408	542	672	-14%	33%	24%	97	2.3	19	16
	603588.SH	高能环境	192	325	445	579	69%	37%	30%	65	2.5	16	12
	600323.SH	瀚蓝环境	652	876	925	1107	34%	6%	20%	119	2.0	14	12
	000546.SZ	金圆股份	351	375	693	831	7%	85%	20%	70	1.9	11	9
	603568.SH	伟明环保	507	740	929	1119	46%	25%	20%	181	5.8	22	18
	601200.SH	上海环境	506	578	610	740	14%	6%	21%	93	1.5	20	17
	000967.SZ	盈峰环境	353	929	1340	1628	163%	44%	21%	207	1.4	17	14
	000885.SZ	城发环境	603	582	651	709	-3%	12%	9%	53	2.0	9	10
	603686.SH	龙马环卫	260	236	274	316	-9%	16%	15%	34	1.5	22	19
	合计		5148	5692	7449	8889	11%	31%	19%				
燃气	000968.SZ	蓝焰控股	489	679	781	924	39%	15%	18%	111	2.8	14	12
	601139.SH	深圳燃气	887	1031	1147	1335	16%	11%	16%	159	1.7	14	12
	603393.SH	新天然气	264	335	482	616	27%	44%	28%	61	2.6	11	9
		合计		1640	2044	2411	2874	25%	18%	19%			
水电	000883.SZ	湖北能源	2173	1811	2219	2823	-17%	23%	27%	263	1.0	13	10
	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	11	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	13	9
	600011.SH	华能国际	1793	1439	5395	7500	-20%	275%	39%	995	1.3	18	13
	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	21	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	14	10
	600023.SH	浙能电力	4334	4036	5518	6551	-7%	37%	19%	631	1.0	11	9
	600483.SH	福能股份	844	1050	1374	1673	25%	31%	22%	124	1.1	10	8
	600863.SH	内蒙华电	514	783	1273	1497	52%	63%	18%	167	1.5	14	12
		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	15	13
	600163.SH	中闽能源	153	130	192	278	-15%	47%	45%	45	2.4	22	15
	600483.SH	福能股份	844	1050	1374	1673	24%	31%	22%	126	1.1	9	8
		合计		4651	4867	6262	7132	5%	29%	14%			

资料来源：WIND，民生证券研究院

二、大固废板块：增长确定性强，垃圾分类提升关注度

（一）垃圾分类政策密集出台，关注餐厨垃圾投资机会

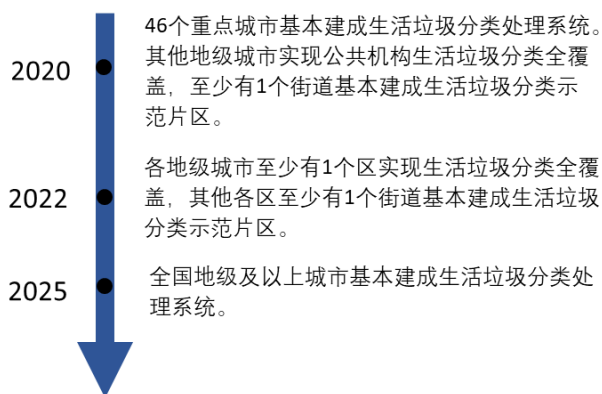
主席指示、固废法修订、时间表明确，6月垃圾分类迎来政策大力支持：

- 6月3日，习近平近日对垃圾分类工作作出重要指示：他强调，实行垃圾分类，关系广大

人民群众生活环境，关系节约使用资源，也是社会文明水平的一个重要体现，关键要加强科学管理、形成长效机制、推动习惯养成。

- **6月5日，国常会通过《固体废物污染环境防治法》修订案，垃圾分类将首次入法：**新草案要求强化工业固体废物产生者的责任，完善排污许可制度，要求加快建立生活垃圾分类投放、收集、运输、处理系统。草案提出设立生活垃圾分类制度，要求地方政府做好分类投放、分类收集、分类运输、分类处理体系建设。该草案将提请全国人大常委会审议，为推动实施《生活垃圾分类制度实施方案》提供法律支撑。
- **6月6日，住建部明确垃圾分类工作时间表：**住建部发布《关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》，明确了到2020年46个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统的目标，要求分类运输环节防止“先分后混”，加快提高与前端分类相匹配的处理能力。
- **6月25日，《固体废物污染环境防治法》修订案正式提交人大常委会审议：**草案提及根据本地实际，制定差别化的生活垃圾处理收费标准。

图 10：垃圾分类工作时间表



资料来源：住建部，民生证券研究院

固废处置产业链包括上游环卫装备制造，中游环卫服务、收运及下游垃圾处理。垃圾分类体系完善后，全产业链都将受益，而环卫装备、垃圾焚烧和餐厨垃圾处理三个子行业受益程度最大。

上游环卫装备有望迎来量价齐升。分类运输有望提升相关环卫装备需求，根据我们草根调研的情况，湿垃圾转运车价格大多高出普通转运车 20% 以上，叠加新能源车加速推广影响，环卫装备行业有望迎来量价齐升，过去 5 年行业销量复合增速接近 20%，看好这一增速的持续，推荐市占率 20% 的行业领军企业【盈峰环境】。

垃圾分类有望推动近 200 亿餐厨垃圾市场如期释放。根据《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，“十三五”末力争新增餐厨垃圾处理能力 3.44 万吨/日，对应总投资 183.5 亿元，年化投资额近 40 亿元，由于此前垃圾分类推进较慢，项目盈利能力较差，行业增长较为缓慢，预计垃圾分类快速推进下餐厨垃圾处理产能扩张有望如期

达成。在此建议关注深耕餐厨垃圾处理的【维尔利】。

厌氧发酵为当前最主要的餐厨垃圾技术处理方式，项目盈利能力有待提升。根据宋立杰等人《我国餐厨垃圾处理现状及对策》的统计，现有餐厨垃圾处置产能中运营厌氧发酵技术占比 76%，采用好氧堆肥的 17%，饲料化及其他技术占据了剩余的 7%。此前投运的成熟项目情况来看，政府补贴为主要收入来源，由于体量较小，项目盈利性往往较差，随着垃圾分类执行带来餐厨垃圾量的提升，规模效益提升后项目盈利性有望迎来改善。

表 3：不同餐厨垃圾处理技术对比

类别	厌氧发酵	好氧堆肥	饲料化技术	微生物处理技术
无害化程度	较高	一般	高	高
减量化程度	高	一般	较高	高
资源化程度	较高	较高	高	高
技术安全性	好	一般	好	好
技术先进性	较先进	一般	一般	好
技术可靠性	较好	较好	好	好
工程占地(万平米,以 500 吨/日计)	2.5~3	5~12	1.2~2	2~3
运营成本(元/吨)	45~150	80~120	200~500	300~800
产品收入(万元/天)	4~8	0~3	10~15	30~40
产品安全性	安全	安全	同源性风险	较安全
产品质量	一般	差	一般	高

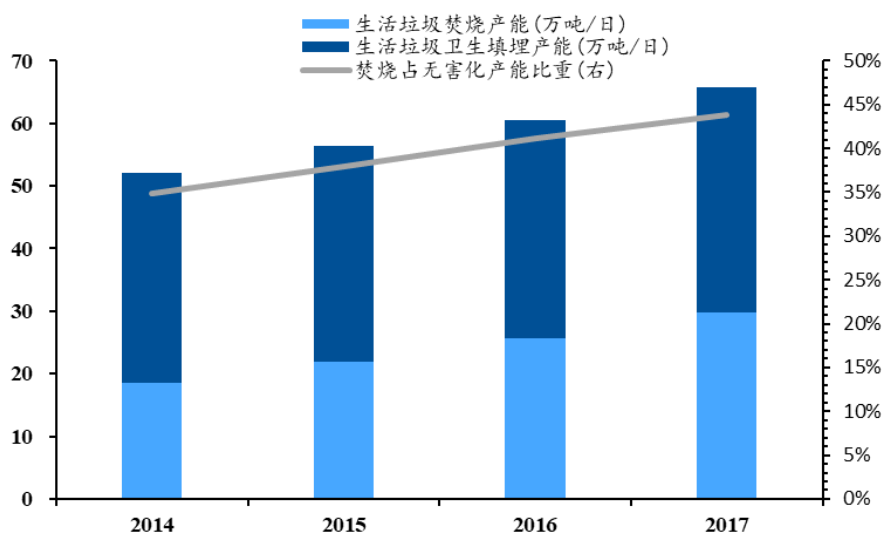
资料来源：民生证券研究院整理

远期垃圾焚烧运营商运营成本有望下降，盈利有望提升。对垃圾焚烧运营商而言，将湿垃圾、有害垃圾和可回收物从干垃圾中分类后，一方面入炉垃圾热值有望迎来小幅提升，当前产能利用率饱和的情况下有望提升吨垃圾发电量，从而提升盈利；另一方面，更严格的垃圾分类标准有望使得入炉垃圾的热值波动范围更加稳定，从而减少项目运营成本。

（二）垃圾焚烧市场增长正劲，关注河南固废运营商

1~4 月垃圾焚烧新启动 450 亿市场，高增长势头正劲。根据发改委与住建部联合发布的《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，2020 年垃圾焚烧日处理能力目标达到 59.1 万吨/日，相比 2017 年底的 34.3 万吨/日，预计未来近三年行业复合增长率在 20%。据中国固废网不完全统计，2019 年 1-4 月我国进入招标（启动资格预审）、发布资格预审结果、预中标、中标和签约的垃圾焚烧项目达 76 个，总投资近 450 亿，垃圾焚烧处理规模逾 8 万吨/日，与 2018 年全国新中标(签约)的垃圾焚烧项目 600 亿元的总投资相比，增长势头强劲。

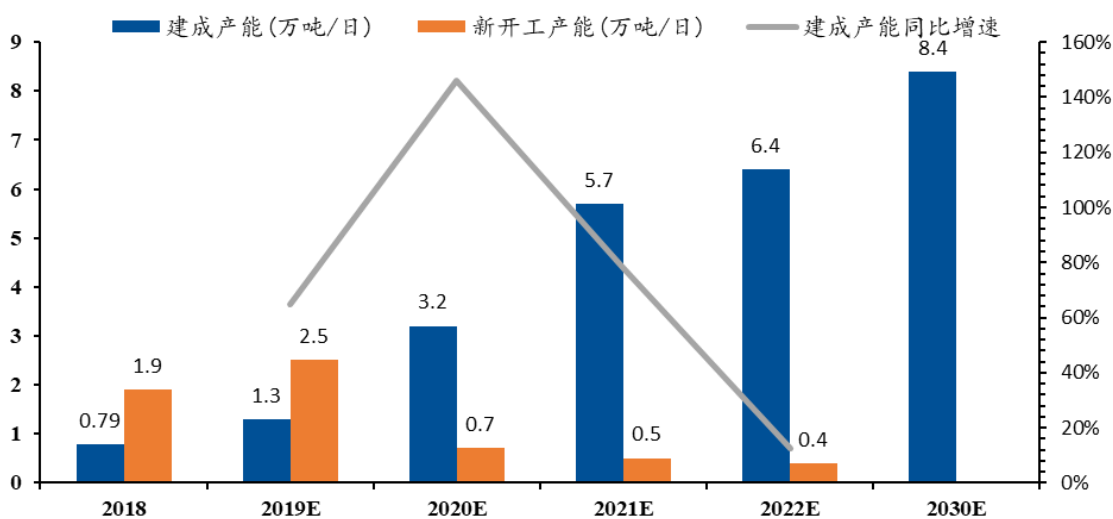
图 11：近年来垃圾焚烧产能占比逐步提升



资料来源：统计局、民生证券研究院

河南固废项目释放规模领先全国，同时落地开工进展迅速。1~4月全国垃圾焚烧发电项目情况来看，河南共释放13个垃圾焚烧项目(含招标、预中标及中标)，暂时成为项目释放最多的省。2018年11月，河南省静脉产业园建设现场会在兰考召开，河南省发改委主任强调项目建设要坚持**高标准、高质量和高速**度，河南2018年启动的19个生活垃圾焚烧发电项目已开工建设，其中郑州、洛阳、兰考等地3个生活垃圾焚烧发电项目已建成投产，**2019年**将力争再开工建设**25个**生活垃圾焚烧发电项目。

图 12: 河南投运垃圾焚烧项目规模情况预测



资料来源：民生证券研究院整理（假设省发改委规划能够按期完成，项目建设期2年）

关注河南固废运营商，推荐城发环境。目前河南市场已逐步形成“省市投资公司+行业龙头企业”联合体建设运营的竞争格局，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，我们认为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。当前股价尚未反映

公司在垃圾焚烧发电业务方面的潜力，维持“推荐”评级。

三、火电板块：翘盼煤价下跌，关注高利用小时中部地区业绩韧性

（一）用电增速下滑及水电大发不利影响下，中西部火电利用小时仍有较强韧性

工业用电需求不振，中西部地区韧性相对较强。据国家能源局数据，2019年1~5月我国全社会用电量达到27993亿千瓦时，同比增长4.9%，增速较2018年同期的9.8%的增速下降4.9pp，低于此前中电联给予的全年5.5%的用电增速预期。其中第一、二、三产业及城乡居民生活用电分别同比增长5.2%、2.7%、9.6%和10.3%，增速较去年同期均有所下滑，系贸易摩擦导致的工业用电不振与居民用电负荷不高导致。

逐月来看，第一产业用电量同比增速基本呈现逐月下降趋势；第二产业1月份用电量增速为负，此后一直呈逐月下降趋势；第三产业和城乡居民生活用电增速均呈波动趋势。分省份看，1-5月份，除青海与青海外，全国各省份全社会用电量均实现正增长。其中，全社会用电量增速高于全国平均水平（4.9%）的省份有16个，依次为：西藏（16.3%）、内蒙古（12.0%）、广西（11.2%）、湖北（10.0%）、新疆（9.6%）、安徽（9.2%）等，大部分集中在中西部地区。

表4：2019年1~5月全社会用电情况

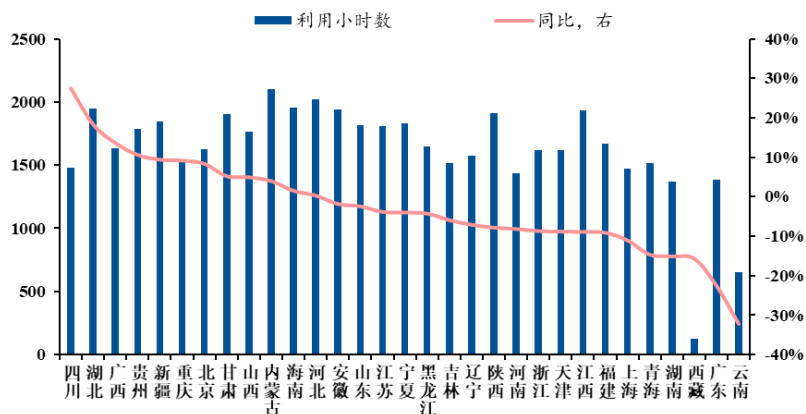
	2019.1	2019.2	2019.3	2019.4	2019.5	前五个月累计
第一产业（亿千瓦时）	58	52	50	57	60	277
同比增速	9.00%	6.70%	3.90%	4.20%	2.20%	5.20%
第二产业（亿千瓦时）	4117	2942	3884	3852	4064	18855
同比增速	-2.28%	6.50%	6.30%	4.00%	0.70%	2.70%
第三产业（亿千瓦时）	1062	932	869	864	858	4586
同比增速	12.60%	8.20%	9.90%	10.50%	6.80%	9.60%
城乡居民生活用电量（亿千瓦时）	934	965	930	761	683	4276
同比增速	14.15%	8.30%	10.60%	10.50%	6.80%	10.30%
全社会用电量（亿千瓦时）	6172	4891	5732	5534	5665	27993
同比增速	2.46%	7.20%	7.50%	5.80%	2.30%	4.90%

资料来源：国家能源局、民生证券研究院

水电大发进一步挤压火电利用小时数，中部地区影响较小。1-5月份，全国水电设备平均利用小时提升145小时，火电设备平均利用小时累计为1728小时，同比-48小时。分省份看，全国共有14个省份火电设备利用小时超过全国平均水平，其中内蒙古和河北超过2000小时，海南、湖北、安徽、江西、陕西和甘肃也超过1900小时，均为点火价差相对较好的省份。同比来看，共有12个省份火电利用小时同比增加，其中四川增加318小时，湖北、广西、贵州、新疆、重庆和北京增加超过100小时，而广东和云南下下降超过300小时，青海、湖南、江西、

上海、福建、陕西、天津、浙江、河南和辽宁下降也超过 100 小时。

图 13: 2019 年 1-5 月全国各省市火电利用小时数情况 (累计)

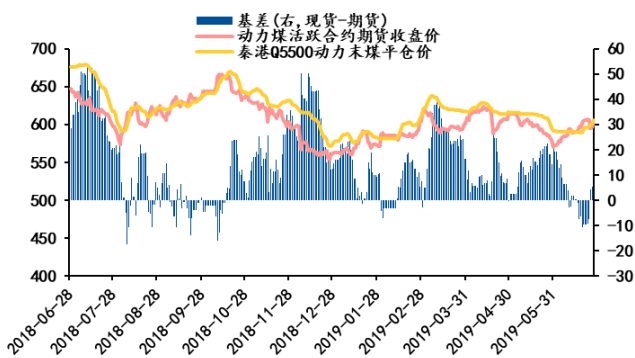


资料来源: WIND, 民生证券研究院

(二) 安全生产致上半年煤价高开低走, 东南沿海火电需求下滑加剧

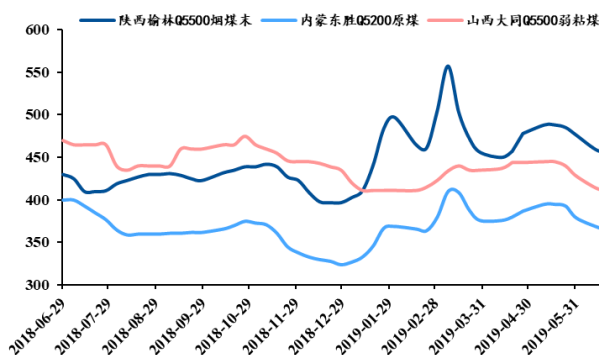
安全生产致上半年煤价高开低走, 港口煤价时常出现倒挂。安全生产事故带来的供给扰动导致坑口煤价一季度高企, 二季度震荡回落, 港口煤与期煤在 550~630 元/吨的区间窄幅震荡。1-5 月以榆林为首的地区煤炭产能释放不及预期, 严控煤管票, 再加上煤矿安全生产复查和环保督察等一系列因素的影响, 坑口煤价高企, 港口煤价时常出现倒挂。6 月 18 号榆林市公布第七批同意申请复产复工煤矿名单, 实际复工复产产能达到 3.34 亿吨/年, 随着煤矿复工进度加快, 产能将持续释放, 且前期安全检查及煤管票的影响预期基本已被市场消化, 煤价中长期下行趋势仍然较为明朗, 预计 2019 年火电企业同比盈利将持续改善。

图 14: 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 15: 主要产地坑口煤价(元/吨)

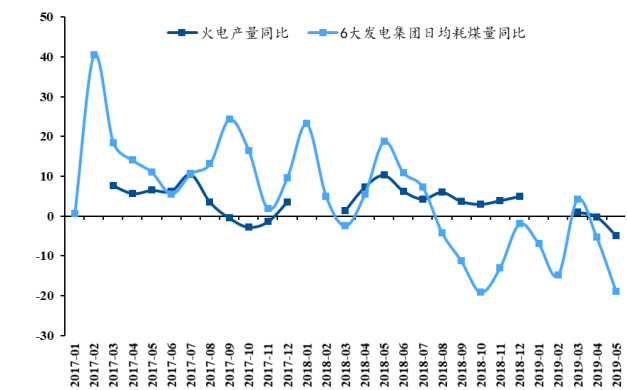


资料来源: WIND, 民生证券研究院

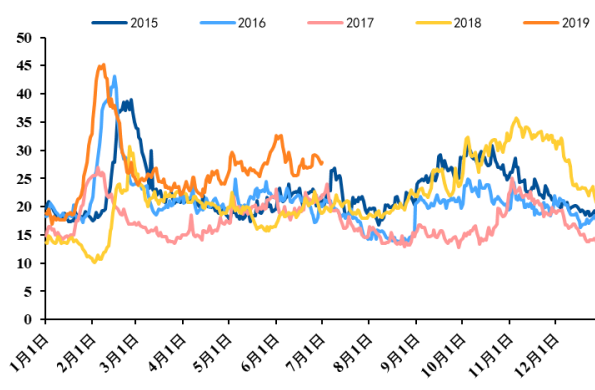
东南沿海火电需求下滑加剧, 预计下半年或维持低位。6 大发电集团 Q1 日耗同比略有下滑, Q2 下滑幅度加剧, 供暖季结束后日耗加速下行的情况符合我们此前年度策略中的判断, 除环保限产影响外, 沿海核电及其他新能源机组的持续投产进一步挤压了东南沿海的火电需

求，日耗数据较火电产量更弱。库存方面，虽然需求有所下降，但 6 大发电集团库存维持在 2018 年三季度以来的高位，除了发改委考核提升外，发电集团对下半年煤价的悲观预期也对目前的高库存起到支持。

图 16：火电产量同比增速及 6 大发电集团日耗同比增速(%) 图 17：6 大发电集团库存可用天数情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

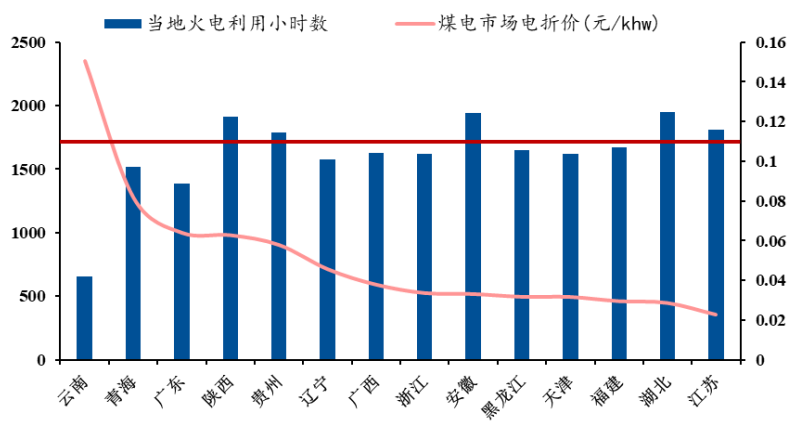


资料来源：WIND，民生证券研究院

（三）投资建议：用电计划全面放开进一步提升利用小时重要性，推荐中部火电运营商

市场电占比将进一步提升，利用小时对电企盈利贡献度加大。6月28日，发改委印发《关于全面放开经营性电力用户发用电计划的通知》，要求经营性电力用户的发用电计划原则上全部放开，支持中小用户参与市场化交易。继2018年放开煤炭、钢铁、有色、建材等4个行业电力用户发用电计划之后，本次经营性电力用户全部进入市场电领域后，理论上市场电交易占比可提升至50%以上。市场电占比提升将进一步提升市场电价对电企盈利的重要性，而市场电价与利用小时密切相关，低利用小时区域火电盈利或面临更大压力。

图 18：2019Q1 煤电市场化交易高折价区域利用小时大多较低



资料来源：WIND，民生证券研究院

投资建议：关注长源电力、皖能电力等中部火电。利用小时对电企盈利贡献度加大，而中部地区火电平均利用小时数表现较好。用电需求下滑幅度略超预期，产能有望平稳释放，10月

蒙华铁路投产有望进一步改善中部区域高运价，煤价中长期下行带来火电板块盈利修复的逻辑仍然不变。6月长江电力股价创历史新高，有望提升优质电力股的市场关注度，火电板块个股4~5月回调较多，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，建议关注其业绩修复。

四、工程板块：超半数接盘国资股价倒挂，静待下半年业绩拐点

国资持续接手环保民企，超半数接盘价格倒挂。2018年7月至今，共9家国企/大型民企接手环保公司大股东部分股权转让，其中5家个股目前均存在价格倒挂的情况。根据我们的草根调研，国资入股后环保民企银行贷款等融资情况迎来一定改善，同时未来在项目获取上将取得一定的优势。

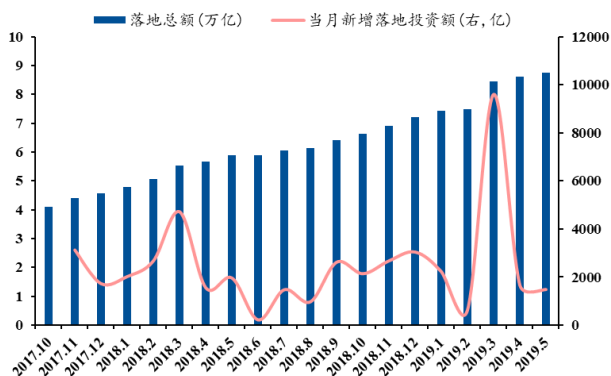
表 5：2018.7~2019.6 国企/大型民企接受环保民企股权情况

公司名称	大股东	转让方	转让比例	转让价格	进展	6.30日收盘价	溢价/折价
铁汉生态	刘水	深圳市投资控股有限公司	10%	3.76	2019.4.30 完成过户	3.59	-5%
兴源环境	兴源控股	新希望投资集团	24%	3.92	2019.4.17 完成过户	4.54	16%
棕榈股份	吴桂昌、 林从孝	河南省豫资保障房管理运营有限公司	13%	3.94	2019.3.26 完成过户	3.95	0%
美晨生态	张磊	潍坊市城市建设发展投资集团	10%	5.1	2019.6.20 签订协议	3.93	-23%
蒙草生态	王召明	内蒙古金融资产管理	6%	3.65	2019.2.26 完成过户	4.10	12%
东方园林	何巧女、 唐凯	北京市盈润汇民基金管理 中心	5%	7.57	2018.12.27 完成过户	6.00	-21%
中金环境	沈金浩	无锡市市政公用产业集团	7%	4.42	2018.12.29 完成过户	4.34	-2%
碧水源	文剑平	中国城乡控股集团	11%	9.46	2019.6.5 协议生效	7.79	-18%
环能科技	倪明亮	北京中建启明企业管理有 限公司	27%	5.32	2019.1.7 完成过户	5.49	3%

资料来源：WIND、民生证券研究院

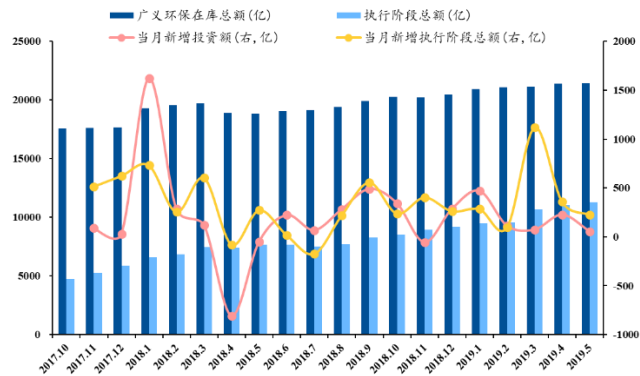
3月PPP项目快速落地，上半年环保PPP项目落地总额同比增长17%。2019年1~5月，PPP项目库中新增落地投资额合计1.56万亿，同比增长21%，但主要系3月有近万亿项目集中落地，其余月份新增落地额大多同比持平甚至略有下滑。其中广义环保项目新增落地额2083亿，同比增长17%，略低于总库平均水平，项目落地类型更加集中于污水处理及垃圾焚烧等运营类，此前落地较快的综合治理类落地节奏明显放缓。上半年基建投资表现不佳，成为经济增长的拖累项，预计下半年随着财政政策的发力，整体基建投资有望逐步回暖，作为基建中的补短板项，环保项目落地有望加速。

图 19: PPP 项目库落地额在 3 月出现爆发



资料来源：财政部 PPP 项目中心，民生证券研究院

图 20: 环保项目落地情况基本与总库一致



资料来源：财政部 PPP 项目中心，民生证券研究院

资本金放开有望撬动 3000 亿生态环保项目落地。6 月 10 日，中办印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，允许将地方政府专项债用作重大项目的资本金。截止 6 月 10 日，全国合计新增地方专项债 8890 亿，其中用于环保相关项目的预计在 270 亿左右，占比 3%。按照这一比例，如果 2019 年专项债发行总额达到 2.15 万亿的上限，环保相关专项债发行总额可达 645 亿，按照项目资本金 20% 比例计算，能够撬动 3200 亿项目投资。

投资建议：看好结构性行情，推荐东珠生态、国祯环保。与 2018 年相比，年内新落地环保项目存在三个特征：一是类型上以污水、垃圾处理等运营类项目为主，二是京津冀、长三角及华南地区为主要落地区域，西北、西南地区落地较少，项目回款保障性强，同时后续大湾区及雄安新区建设的持续发力值得关注；三是碧水源、北控水务等环保领军企业表现优异。目前行业 PB 已位于历史底部区间，我们预计盈利拐点有望于三季度或四季度出现，个股目前仍具备较强配置价值。

五、风险提示

- 1、相关政策落地不及预期；
- 2、动力煤价超预期上涨；
- 3、融资环境持续收紧。

插图目录

图 1: 2019 年以来各板块指数涨跌情况	3
图 2: 子板块上半年涨跌幅情况 (%)	3
图 3: 环保公用个股上半年涨幅前 10 名 (%)	3
图 4: 环保公用各子板块上半年换手率大多低于 A 股平均 (%)	4
图 5: 2019Q1 环保板块业绩负增长的势头有所缓解	4
图 6: 电力板块盈利增速持续提升	5
图 7: 燃气板块盈利增速有所回落	5
图 8: 中信电力及环保板块 PE 情况	6
图 9: 中信电力及环保板块 PB 情况	6
图 10: 垃圾分类工作时间表	8
图 11: 近年来垃圾焚烧产能占比逐步提升	9
图 12: 河南投运垃圾焚烧项目规模情况预测	10
图 13: 2019 年 1-5 月全国各省市火电利用小时数情况 (累计)	12
图 14: 动力煤期现价格与基差 (元/吨)	12
图 15: 主要产地坑口煤价 (元/吨)	12
图 16: 火电产量同比增速及 6 大发电集团日耗同比增速 (%)	13
图 17: 6 大发电集团库存可用天数情况	13
图 18: 2019Q1 煤电市场化交易高折价区域利用小时大多较低	13
图 19: PPP 项目库落地额在 3 月出现爆发	15
图 20: 环保项目落地情况基本与总库一致	15

表格目录

表 1: 目前已披露中报盈利预测的个股情况	5
表 2: 各子板块重点关注个股 WIND 一致盈利预测及估值情况	6
表 3: 不同餐厨垃圾处理技术对比	9

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，从事环保与公用事业相关研究。

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其他方式发送、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。