

国资助力环保，动力煤上涨承压看好火电获益

环保公用事业

报告摘要：

我们跟踪的161只环保及公用行业股票，本周跑赢上证指数1.17个百分点。年初至今跑输上证指数7.84个百分点。本周兆新股份、京蓝科技、盛运环保分别上涨10.31%、9.64%、9.23%，表现较好；深圳燃气、维尔利、高能环境分别下跌-7.22%、-5.42%、-4.95%，表现较差。

► 环保：股权转让频发，国资助力环保

1) 2019年11月18日，京蓝科技股份有限公司控股股东北京杨树蓝天投资中心及大股东京蓝控股有限公司（与绵阳市投资控股（集团）有限公司共同签署了《战略投资框架协议》，京蓝控股、杨树蓝天拟以协议转让方式向绵阳投资转让其分别持有的上市公司72,000,000股、170,763,781股股份。本次交易完成后，绵阳投资直接及间接合计持有上市公司242,763,781股股份，占公司总股本23.72%。上市公司控股股东变更为绵阳投资，上市公司实际控制人变更为绵阳市国有资产监督管理委员会。

2) 2019年11月19日，东旭集团控股股东东旭光电投资有限公司拟向石家庄市人民政府国有资产监督管理委员会转让其持有的东旭集团51.46%的股权。

► 电力：动力煤上涨承压，看好火电获益

11月15日-11月21日，沿海六大电厂库存、日耗均回升。截止11月21日，沿海六大电厂平均煤炭库存为1684.16万吨，同比回升26.76万吨，涨幅1.61%；平均日耗煤60.85万吨，同比回升1.55万吨，涨幅达3%。沿海六大电厂日均耗煤量上涨至60万吨以上，但在高库存持续的状态下，短期来看需求后劲不足，补库需求放量有限，煤价大涨有难度。

行业重要事件一：国投电力控股股份有限公司拟发行全球存托凭证（以下简称GDR）并在英国金融行为监管局（Financial Conduct Authority）维护的正式清单中的标准板块上市，于伦敦证券交易所上市证券主板市场的沪伦通板块交易。行业重要事件二：京能电力股权激励计划获批复。激励计划拟向激励对象授予股票期权6746.73万份（包括预留期权674.673万份），涉及标的股票为人民币A股普通股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的1%；行权价格为每股3.17元。

► 燃气：国产LNG供应充足，美国天然气出口量上升

本周全国工厂、接收站LNG周均价为4233.88元/吨，较上周价格上涨207.12元/吨，环比上浮5.14%。11月15日开始，北方地区正式进入供暖季，LNG调峰需求有所增加，市场多看涨心态；根据中石油上游气源竞拍结果，西北工厂上调报价以维持成

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：晏溶

邮箱：yanrong@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100004

联系电话：0755-8302 6989

本的意愿较强。

投资策略

自 2018 年以来，环保行业发生多起控制权转让事件，受让方主体大多具有国资背景。我们认为，当前环保行业普遍负债率较高且市场竞争激烈，引入国资或将有助于改善公司资金状况，增强公司的竞争力。与此同时，公司的技术水平、获单能力等也构成长远发展的关键。受益标的包括国资入股后现金流状况显著改善、在手订单较多的公司【碧水源】。

四季度为传统枯水期，10 月份水电板块业绩环比已经出现明显回落；季节性采暖用电需求环比将上升，火电板块发电量环比有望增加以满足电力需求缺口。现北方地区已进入供暖季，随着天气逐渐转冷，居民取暖用电需求提升，下游电厂日耗将呈回升的趋势。高库存常态下，大部分电厂都以消耗自身库存或以采购长协煤为主，对市场煤的拉运积极性并不高，煤价大涨有难度。预计下周将继续稳中小涨。但水电萎缩严重，煤价小幅上涨不影响看好火电信心。建议关注湖北省火电分布较多的【湖北能源】（华西环保公用&煤炭交运联合覆盖），以及【华电国际】。另外建议关注利用小时数高，受益今年有新增机组投产的【京能电力】、【建投能源】。长期来看，以水电为代表的清洁能源在供给端比重将持续增加，电网建设加大跨区输送能力，推荐关注富余水电消纳的直接受益标的云南省上市水电公司，另外正在进行火电弱资产瘦身并加大清洁能源装机投入的【国投电力】也建议关注。

风险提示

- 1) 环保政策发生较大变动；
- 2) 冬季平均气温较历史数据偏高较多；
- 3) 动力煤价格事件性上涨；
- 4) 天然气价格上行；
- 5) 电力上网价格下调。

盈利预测与估值

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	重点公司 EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
000883	湖北能源	4.00	买入	0.28	0.27	0.37	0.40	14.29	14.81	10.81	10.00
600027	华电国际	3.51	买入	0.17	0.33	0.45	0.63	20.65	10.64	7.80	5.57
600578	京能电力	2.97	买入	0.13	0.26	0.31	0.34	22.85	11.42	9.58	8.74
000600	建投能源	4.44	增持	0.24	0.36	0.53	0.55	18.50	12.33	8.38	8.07
600886	国投电力	8.29	买入	0.64	0.75	0.78	0.80	12.95	11.05	10.63	10.36

资料来源：Wind，华西证券研究所

注：湖北能源为华西环保公用&煤炭交运联合覆盖

正文目录

1. 国资助力环保，动力煤大涨受阻看好火电	4
1.1. 环保：股权转让频发，国资助力环保	4
1.2. 电力：动力煤大涨受阻，看好火电	5
1.3. 燃气：国产 LNG 供应充足，美国天然气出口量上升	7
2. 行情回顾	9
3. 风险提示	11

图表目录

图 1 京蓝科技 2016-2019 年营业总收入及同比增速	4
图 2 京蓝科技 2016-2019 年归母净利润同比增速	4
图 3 动力煤期限价差（元/吨）	6
图 4 动力煤（Q5500）价格（元/吨）	6
图 5 六大发电集团沿海电厂库存同比情况（万吨）	7
图 6 六大发电集团沿海电厂可用天数同比情况（天）	7
图 7 LNG 每周均价及变化（元/吨）	8
图 8 主要地区 LNG 每周均价及变化（元/吨）	8
图 9 国际天然气每日价格变化（美元/百万英热）	8
图 10 中国 LNG 到岸价及市场价差每周变化（元/吨）	8
图 11 环保财政月支出（亿元）	9
图 12 电力及公用事业板块本周上涨 0.83%，表现位于各行业中游水平	9
图 13 电力及公用事业板块整体法 PE 18.38 倍，处在各行业中游水平	10
图 14 环保及公用事业板块本周个股涨跌幅 TOP10	10
图 15 SW 水务板块本周个股涨跌幅 TOP5	11
图 16 SW 环保工程及服务板块本周个股涨跌幅 TOP5	11
图 17 SW 燃气板块本周个股涨跌幅 TOP5	11
图 18 SW 电力板块本周个股涨跌幅 TOP5	11
表 1 国投电力十大前十大股东情况	5

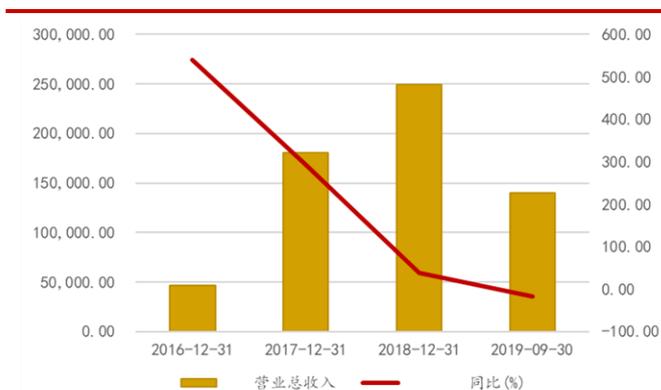
1. 国资助力环保，动力煤大涨受阻看好火电

1.1. 环保：股权转让频发，国资助力环保

股权转让，国资进场。2019年11月18日，京蓝科技股份有限公司（以下简称“公司”、“上市公司”）控股股东北京杨树蓝天投资中心（有限合伙）（以下简称“杨树蓝天”）及大股东京蓝控股有限公司（以下简称“京蓝控股”）与绵阳市投资控股（集团）有限公司（以下简称“绵阳投资”）共同签署了《战略投资框架协议》（以下简称“协议”）。协议规定，京蓝控股、杨树蓝天拟以协议转让方式向绵阳投资转让其分别持有的上市公司72,000,000股、170,763,781股股份。本次交易完成后，绵阳投资直接及间接合计持有上市公司242,763,781股股份（占截至本协议签署日上市公司总股本23.72%），上市公司控股股东变更为绵阳投资，上市公司实际控制人变更为绵阳市国有资产监督管理委员会。

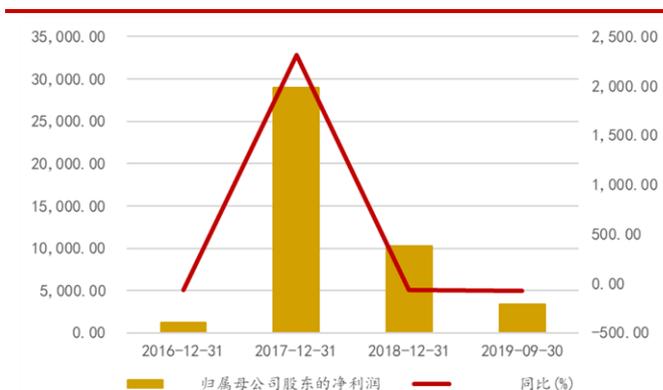
业绩下滑严重，对赌协议压力大。京蓝控股、杨树蓝天向绵阳投资作出业绩承诺：上市公司2019年至2022年四年累计净利润之和不低于人民币9.8亿元。实际上，京蓝科技2018年起业绩增速下降，2018年总营业收入249,085万元，同比增长37.77%，增速下滑254.57个百分点；归属于上市公司股东的净利润为10,254万元，同比减少64.56%，增速下滑2377.56个百分点。2019年前三季度总营业收入139,585万元，同比减少16.46%；归属于上市公司股东的净利润为3346万元，同比减少78.08%。

图1 京蓝科技2016-2019年营业总收入及同比增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

图2 京蓝科技2016-2019年归母净利同比增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

东旭蓝天公司于2017年全面进入生态环保行业，业务涉及生态综合治理、水环境修复及运营、土壤矿山修复、固废危废处理等领域。截至2019年三季度末，东旭集团有限公司持有东旭蓝天约39.04%股权，持有东旭光电约15.97%股权，对上述两家公司均享有控制权，东旭光电与东旭蓝天构成关联方公司。11月18日，由于东旭光电短期流动性困难，未能支付16东旭光电MTN001A、16东旭光电MTN001B到期利息及相关售回款项，造成债务违约。同时东旭集团整体财务状况亦不乐观，根据18东旭02债券8月30日公告，东旭集团2019年6月末合并报表层面资产负债率为62.35%，集团以短期融资为主，2019年上半年末，集团合并报表短期负债占总负债比例高达63.58%，存在短期资金紧张导致公司相关债务违约的风险。11月19日根据东旭蓝天公告，东旭集团控股股东东旭光电投资有限公司拟向石家庄市国资委转让其持有的东旭集团51.46%的股权。若此次股权转让成功，则东旭蓝天、东旭光电公司间接控股股东将变更为石家庄市国资委。我们认为国资进入预计能有效降低东旭集团

融资成本，改善融资环境，同时，控股股东变成国资委后或将更有利于东旭蓝天公司参与环保类项目竞标。

自 2018 年以来，环保行业发生多起控制权转让事件，受让方主体大多具有国资背景。我们认为，当前环保行业普遍负债率较高且市场竞争激烈，引入国资或将有助于改善公司资金状况，增强公司的竞争力。受益标的包括国资入股后现金流状况显著改善、在手订单较多的公司【碧水源】。

1.2. 电力：动力煤大涨受阻，看好火电

国投电力拟发行 GDR 募集海外资金。根据 8 月 10 日公司公告，国投电力控股股份有限公司拟发行 GDR 并在英国金融行为监管局（Financial Conduct Authority）维护的正式清单中的标准板块上市，于伦敦证券交易所上市证券主板市场的沪伦通板块交易。本次公司拟发行不超过总股本 10%、对应 A 股股份数量不超过 67860 万股的 GDR。**拓展境外可再生能源业务，偿还境外投资债务。**2016 年 5 月 20 日，国投电力以 1.85 亿英镑的价格同时购买了西班牙石油公司 Repsol 手中的苏格兰两个风场股权，其中包括 Inch Cape 项目 100% 股权以及 Beatrice 项目 25% 股权。根据 Beatrice offshore Windfarm Ltd. 官网，Beatrice 项目投资约 25 亿英镑，共安装 84 台西门子歌美飒 7MW 海上风机，总装机容量为 588MW，是苏格兰第一、全球第四海上风场。**股权集中央企控股，GDR 折价不高。**国投电力股权较为集中。第一大股东为央企国家开发投资集团，共持股 3337 百万股，占比 49.18%。第二大股东长江电力持股比例增至 10.61%。若 GDR 折价过高会稀释股权比例，考虑到国有资产目前较高定位和对股东利益负责，国投电力本次 GDR 不会折价过高。

表 1 国投电力十大前十大股东情况

排名	股东名称	方向	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	国家开发投资集团有限公司	不变	3,337,136,589	49.1800
2	中国长江电力股份有限公司	不变	719,988,357	10.6100
3	香港中央结算有限公司(陆股通)	增加	224,435,564	3.3100
4	中国证券金融股份有限公司	不变	203,657,917	3.0000
5	上海重阳战略投资有限公司-重阳战略才智基金	不变	90,460,317	1.3300
6	上海重阳战略投资有限公司-重阳战略聚智基金	不变	75,687,364	1.1200
7	上海重阳战略投资有限公司-重阳战略汇智基金	不变	54,988,628	0.8100
8	上海重阳战略投资有限公司-重阳战略英智基金	不变	54,369,047	0.8000
9	龚佑华	减少	52,647,200	0.7800
10	全国社保基金一零三组合	新进	49,999,892	0.7400
	合计		4,863,370,875	71.6800

资料来源：Wind, 华西证券研究所

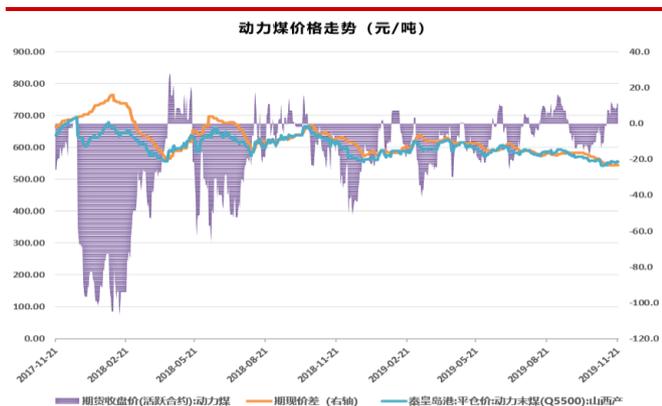
京能电力股权激励计划发布：根据公司 9 月 13 日公告，公司计划拟向激励对象授予股票期权 6746.73 万份（包括预留期权 674.673 万份），涉及的标的股票为人民币 A 股普通股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的 1%；行权价格为每股 3.17 元。根据 11 月 22 日公告，该计划已获国资委批复。**推动国企改革，刺激管理积极竞争。**京能电力自 2002 年上市以来，首次公布股权激励计划，对国企改革推进意义重大。本次推出股权激励方案有助于激发管理团队积极竞争，有效牵制各方利益，提升公司市场竞争力和运营管理能力。本次激励总规模仅占股本 1%，同时规定每位激励对象获授股票期权的预期收益不超过本股票期权授予时其薪酬总水平（含本股票期权

预期收益)的 30%;在行权有效期内,激励对象股权激励收益占本期权益授予时本人薪酬总水平的最高比重不得超过 40%。总体上看激励比较缓和,但对行业和公司的发展有明确指示意味。

细化政策落地,国企改革加快。近日,国资委印发《关于进一步做好中央企业控股上市公司股权激励工作有关事项的通知》,股权激励实际收益上限被打破。这一举措较大程度上优化国企激励机制,为后期推进混改、市场化改革打下基础。主要包括:1)提高授予权益数量比重。2)提升董事、高级管理人员的权益授予价值(40%)。3)支持科创板上市公司实施股权激励。4)国资委不再审核股权激励分期实施方案(不含主营业务整体上市公司)。

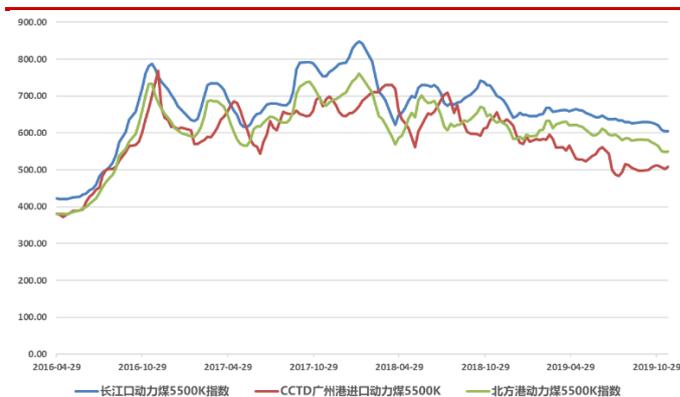
期现价差扩大,动力煤价格环比不变。动力煤期货主力合约周五收于 554.4 元/吨,周环比上升 0.4 元,价格小幅上涨。现货方面,秦皇岛港 5500 大卡动力末煤本周价格维持至 544 元/吨,期现价差扩大至 10.4 元/吨。

图 3 动力煤期限价差(元/吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 4 动力煤 (Q5500) 价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

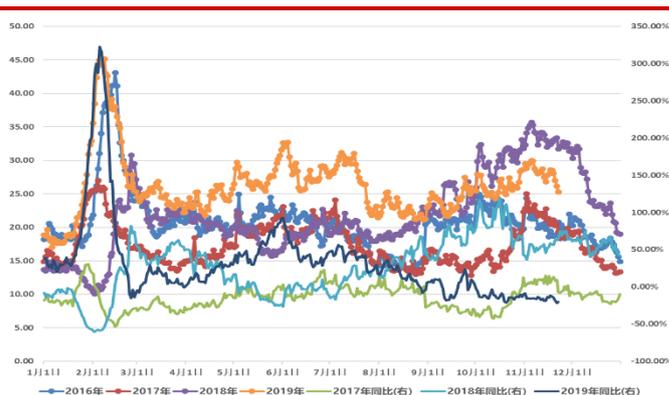
短期需求后劲不足,预计动力煤价格稳中小涨。本周沿海六大电厂库存、日耗均回升。11 月 15 日-11 月 21 日,沿海六大电厂平均煤炭库存为 1684.16 万吨,同比回升 26.76 万吨,涨幅 1.61%;平均日耗煤 60.85 万吨,同比回升 1.55 万吨,涨幅达 3%。沿海六大电厂日均耗煤量上涨至 60 万吨以上,但在高库存持续的状态下,短期来看需求后劲不足,补库需求放量有限,煤价大涨有难度。预计下周将继续稳中小涨。

图5 六大发电集团沿海电厂库存同比情况 (万吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图6 六大发电集团沿海电厂可用天数同比情况 (天)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

动力煤价格大涨无望，持续看好火电。四季度为传统枯水期，10月份水电板块业绩环比已经出现明显回落；季节性采暖用电需求环比将上升，火电板块发电量环比将增加以满足电力需求缺口。现北方地区已进入供暖季，随着天气逐渐转冷，居民取暖用电需求提升，下游电厂日耗将呈回升的趋势。但因高库存常态下，大部分电厂都以消耗自身库存或以采购长协煤为主，对市场煤的拉运积极性并不高，煤价大涨有难度。预计下周将继续稳中上涨。但水电萎缩严重，煤价小幅上涨不影响看好火电信心。建议关注湖北省火电分布较多的【湖北能源】（华西环保公用&煤炭交运联合覆盖），以及【华电国际】。另外建议关注利用小时数高，受益今年有新增机组投产的【京能电力】、【建投能源】。长期来看，以水电为代表的清洁能源在供给端比重将持续增加，电网建设加大跨区输送能力，推荐关注富余水电消纳的直接受益标的云南省上市水电公司，另外正在进行火电弱资产瘦身并加大清洁能源装机投入的【国投电力】也建议关注。

1.3.燃气：国产 LNG 供应充足，美国天然气出口量上升

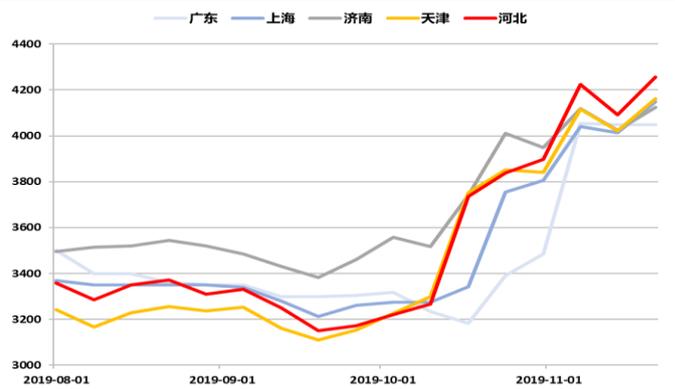
开工率小幅下滑，国内 LNG 供应充足。截至本周四（11月21日），开工厂家107家，LNG 工厂周均开工率为61%，与上周相比减少1%。LNG 工厂周均日产为7253万立方米，与上周相比减少110万立方米。本周全国工厂、接收站 LNG 周均价为4233.88元/吨，较上周价格上涨207.12元/吨，环比上浮5.14%。15日开始，北方地区正式进入供暖季，LNG 调峰需求有所增加，市场多看涨心态；根据中石油上游气源竞拍结果，西北工厂上调报价以维持成本的意愿较强。

图7 LNG每周均价及变化(元/吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图8 主要地区LNG每周均价及变化(元/吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

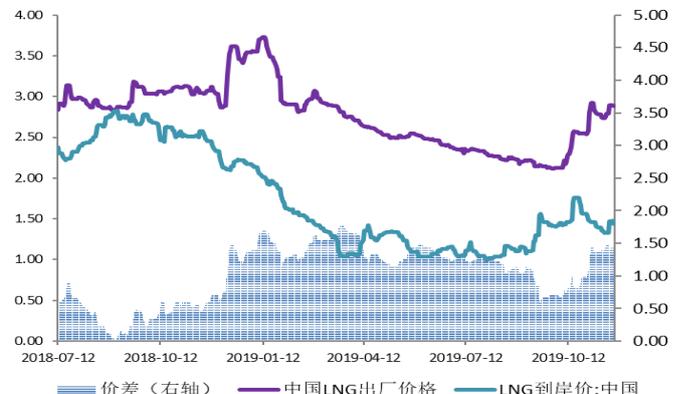
美国天然气出口量上升, 后期气温回暖市场看空。截至本周五, NYMEX 天然气报 2.66 美元/百万英热单位, 环比上周下降 2 美分; 澳大利亚 LNG 离岸价 4.96 美元/百万英热单位, 环比上升 45 美分。11 月 22 日中国 LNG 市场价和 LNG 到岸价价差扩大至 1.45 元/立方米。11 月 15 日至 11 月 21 日, 美国天然气市场整体呈现震荡走势为主。前期由于天然气库存增幅放缓以及部分地区气候寒冷影响, 对于市场起到一定支撑作用, 价格有所上行。后期由于气象预测美国大部分地区气温回暖以及天然气生产能力的持续增强, 使得业者持续看空市场。近日的大幅上涨则归功于市场对于库存下滑的预期。

图9 国际天然气每日价格变化(美元/百万英热)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

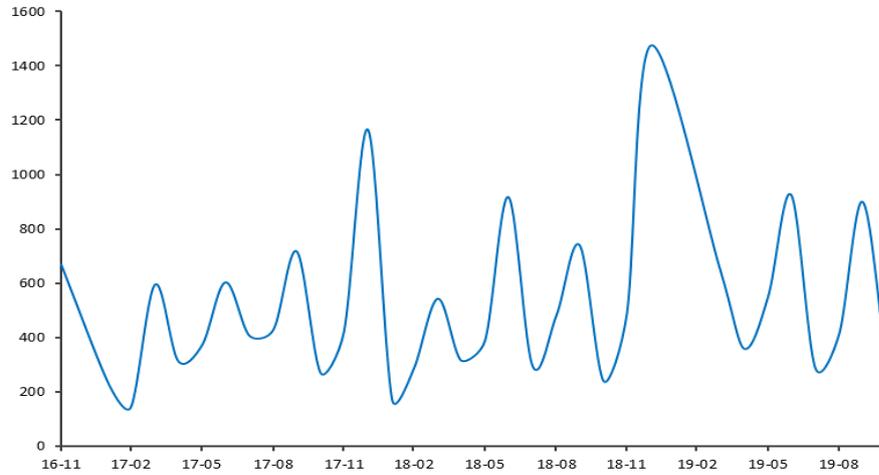
图10 中国LNG到岸价及市场价差每周变化(元/吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

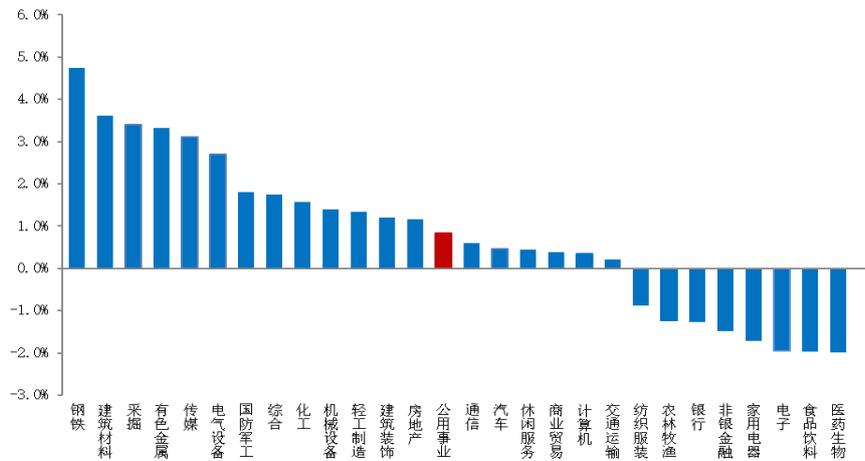
2.行情回顾

图 11 环保财政月支出（亿元）



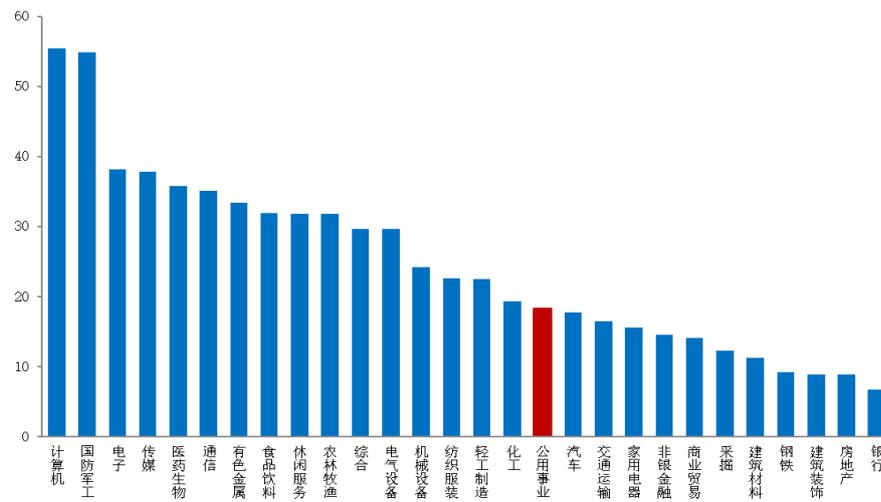
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 12 电力及公用事业板块本周上涨 0.83%，表现位于各行业中游水平



资料来源：Wind，华西证券研究所

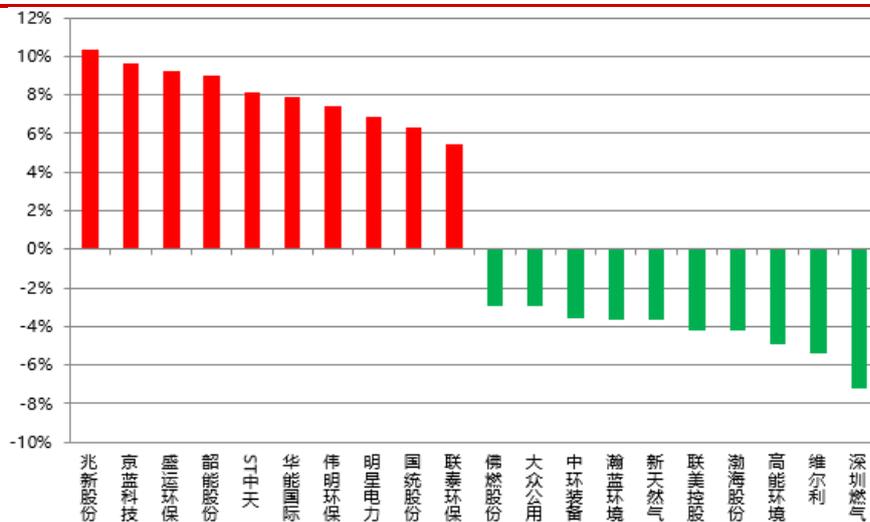
图 13 电力及公用事业板块整体法 PE 18.38 倍，处在各行业中游水平



资料来源：Wind，华西证券研究所

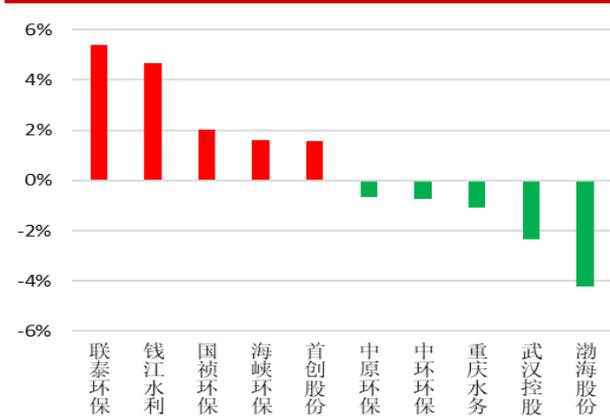
我们跟踪的 161 只环保及公用行业股票，本周跑赢上证指数 1.17 个百分点。年初至今跑输上证指数 7.84 个百分点。本周兆新股份、京蓝科技、盛运环保分别上涨 10.31%、9.64%、9.23%，表现较好；深圳燃气、维尔利、高能环境分别下跌-7.22%、-5.42%、-4.95%，表现较差。

图 14 环保及公用事业板块本周个股涨跌幅 TOP10



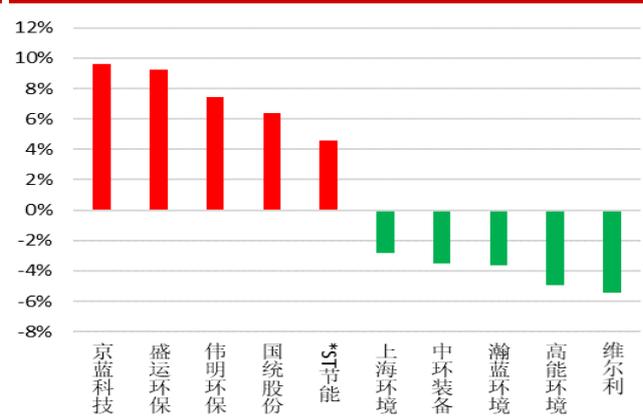
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 15 SW 水务板块本周个股涨跌幅 TOP5



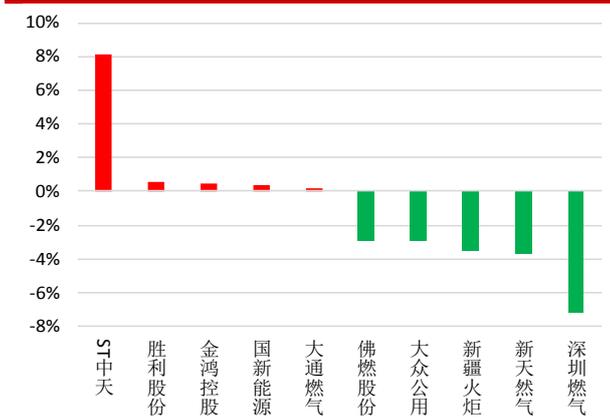
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 16 SW 环保工程及服务板块本周个股涨跌幅 TOP5



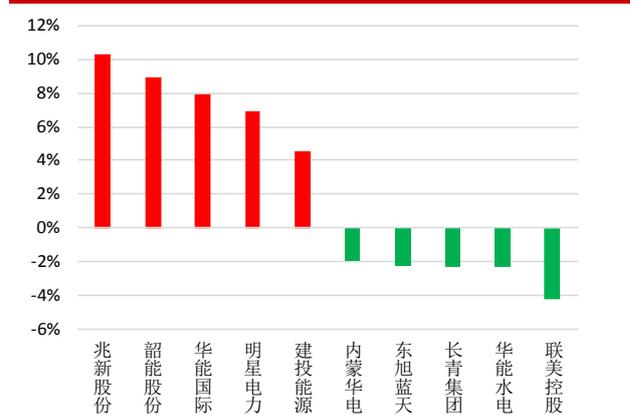
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 17 SW 燃气板块本周个股涨跌幅 TOP5



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 18 SW 电力板块本周个股涨跌幅 TOP5



资料来源: Wind, 华西证券研究所

3.风险提示

- 1) 环保政策发生较大变动;
- 2) 冬季平均气温较历史数据偏高较多;
- 3) 动力煤价格事件性上涨;
- 4) 天然气价格上行;
- 5) 电力上网价格下调。

分析师与研究助理简介

晏溶：2019年加入华西证券，现任环保公用行业首席分析师。华南理工大学环境工程硕士毕业，中级工程师，曾就职于广东省环保厅直属单位，6年行业工作经验+1年买方工作经验+3年卖方经验。

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6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。