

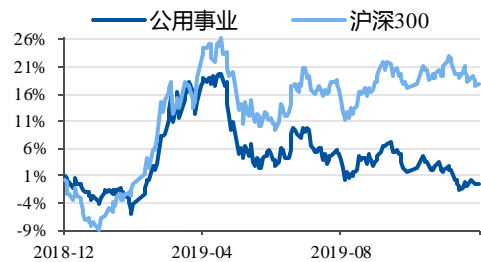
煤电整合及电价改革在即，煤电布局正当时

2019年12月03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	-2.71	-4.44	-0.63
沪深300	-2.94	-0.46	17.64

黄红卫

分析师

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

0731-89955704

相关报告

- 《公用事业：公用事业行业10月报：LNG价格大幅上涨，燃气板块表现亮眼》 2019-11-06
- 《公用事业：公用事业行业点评：短期煤电电价虽承压，长期理顺煤电市场化机制》 2019-10-28
- 《公用事业：公用事业行业9月报：浩吉铁路运价高于预期，“基准+浮动”电价临近》 2019-10-09

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
瀚蓝环境	1.14	14.93	1.34	12.70	1.61	10.57	推荐
华电国际	0.17	22.47	0.33	11.58	0.42	9.10	推荐
洪城水业	0.43	13.60	0.52	11.25	0.59	9.92	推荐
国投电力	0.64	13.52	0.68	12.72	0.71	12.18	推荐
盈峰环境	0.29	20.28	0.45	13.07	0.55	10.69	谨慎推荐
湖北能源	0.28	14.82	0.27	15.37	0.39	10.64	推荐
华能国际	0.09	67.78	0.27	22.59	0.34	17.94	谨慎推荐

资料来源：财富证券

投资要点：

- 投资策略：**12月份建议从以下两条主线布局公用事业：1) **火电板块：**西北五省纳入煤电资源整合第一批试点区域，“基准+浮动”机制推动火电估值提升，关注受益煤价下跌，供给侧改革持续推进的火电企业：华能国际、华电国际；2) **垃圾分类概念股：**2019年7月1日起上海市强制垃圾分类，2020年前46个试点城市将基本建成垃圾分类系统，关注垃圾发电标的：瀚蓝环境。公用事业板块维持【同步大市】评级。
- 11月份投资组合：**瀚蓝环境、华电国际、洪城水业、国投电力、盈峰环境、华能国际、湖北能源。
- 市场行情回顾：**2019年11月，公用事业指数下跌2.44%，跑输万得全A指数0.41个百分点。子板块而言，电力、水务、燃气、环保分别变动-1.02%，-3.95%，-7.59%，-4.86%。2019年11月，燃气、环保板块表现较差，主要系：1)市场整体表现低迷；2)燃气板块在2019年8-11月涨幅过大；3)环保PPP板块表现不佳。2019年11月，电力板块跌幅较小，主要系：1)水电业绩稳定，Beta值低，股价较为抗跌；2)煤炭价格持续下行，火电存在业绩改善空间。
- 行业高频数据跟踪：**1)2019年10月，中国全社会用电量累计值为59232亿千瓦时（同比+4.44%）。2)2019年12月2日，秦皇岛港山西优混(Q5500K)煤炭平仓价为544元/吨。
- 重点行业新闻及政策：**1)开发程度较高的东、中部地区原则上不再开发中小水电；2)1-10月全国规模以上工业发电量同比增长3.1%；3)海南昌江核电二期项目全面启动；4)西北五省煤电整合在即。
- 重点公司公告：**1)桂冠电力：获中国长江电力股份有限公司举牌，持股达5.93%；2)高能环境：玉禾田IPO申请获通过，公司持股19.27%。
- 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 .....	10

## 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12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)上海、北京垃圾分类示范效应明显。2019年起,全国地级及以上城市要全面启动生活垃圾分类工作;到2020年底,46个重点城市要基本建成垃圾分类处理系统;2025年底前,全国地级及以上城市要基本建成垃圾分类处理系统。建议关注瀚蓝环境(600323.SH)、盈峰环境(000967.SZ)。

**(2) 电力板块:**国资委发布《中央企业煤电资源区域整合试点方案》,将西北五省纳入第一批试点区域,力争2021年末,试点区域煤电产能压降四分之一至三分之一,整体减亏超过50%,将改善火电盈利能力。国常会决定,2020.01.01起,取消煤电价格联动机制,将标杆上网电价机制改为“基准价+上下浮动”的市场化机制。由于2020年电价暂不上浮,“基准价+上下浮动”机制短期将降低煤电整体电价,火电业绩短期内承压。但长期理顺市场化机制,火电市净率估值回归公用事业估值,关注低估值的火电企业:华电国际(600027.SH)及湖北能源(000883.SSZ);2)核电审批已经重启,中广核电力将于A股上市,或将催化核电企业行情,关注中国核电(601985.SH);3)2019年受厄尔尼诺现象,水电降雨偏丰,水电企业业绩普遍较好,但水电面临增值税优惠到期,加上水电企业目前估值普遍上浮,如后面两年来水不及预期,可能面临戴维斯双杀,预计继续投资的价值较小;4)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)。

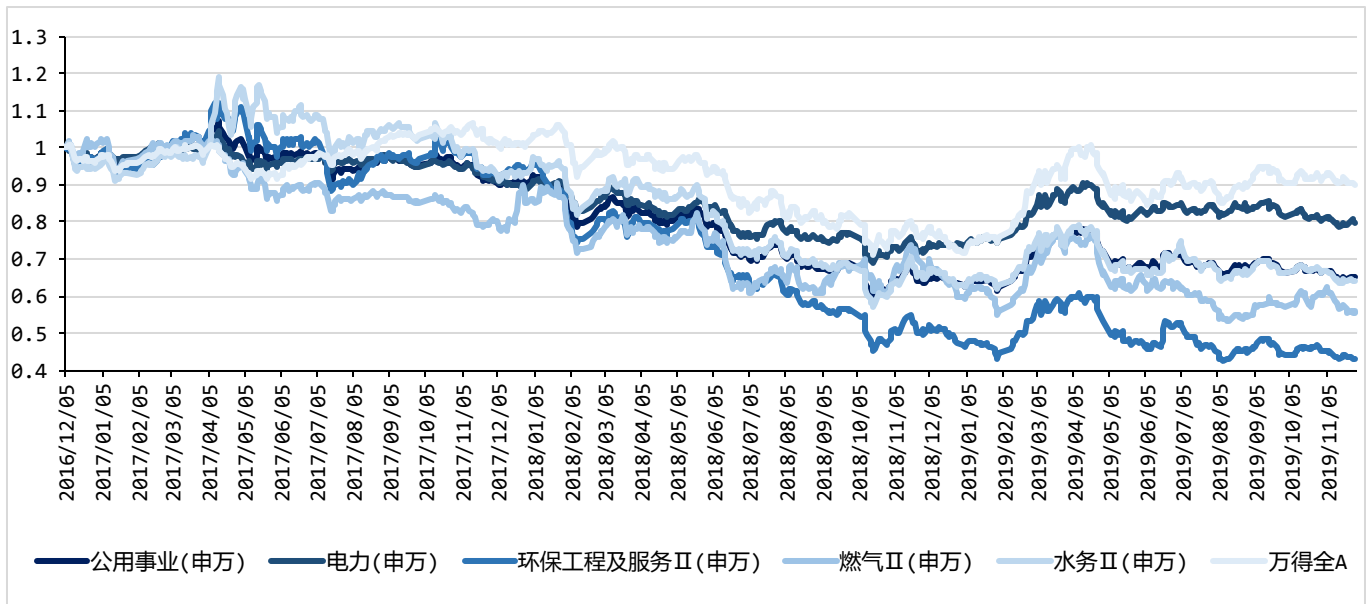
**(4) 水务板块:**中国用水价格偏低,自来水绿色价格机制推行,长期而言,自来水价格及污水处理价格将步入上行渠道,关注水价上调、业绩释放的洪城水业(600461.SH)、兴蓉环境(000598.SZ)。

2019年12月份,建议从以下两条主线布局公用事业板块:1)受益煤价下跌,供给侧改革持续推进的火电企业:华能国际、华电国际;2)受益垃圾分类政策推进的垃圾焚烧发电标的:瀚蓝环境、盈峰环境。公用事业板块,维持【同步大市】评级。

## 2、市场行情回顾

**2019年11月，电力板块跌幅较小：**2019年11月，公用事业(申万)指数下跌2.44%，万得全A指数下跌2.04%，公用事业(申万)指数跑输万得全A指数0.41个百分点。其中，电力(申万)指数下跌1.02%，水务II(申万)指数下跌3.95%，燃气II(申万)指数下跌7.59%，环保工程及服务II(申万)指数下跌4.86%。**2019年11月，燃气、环保板块表现较差，主要系：**1) 市场整体表现低迷；2) 燃气板块在2019年8-11月涨幅过大；3) 环保PPP板块表现不佳。**2019年11月，电力板块跌幅较小，主要系：**1) 水电业绩稳定，Beta值低，股价较为抗跌；2) 煤炭价格持续下行，火电存在业绩改善空间。

图 1：近三年，公用事业板块市场行情走势



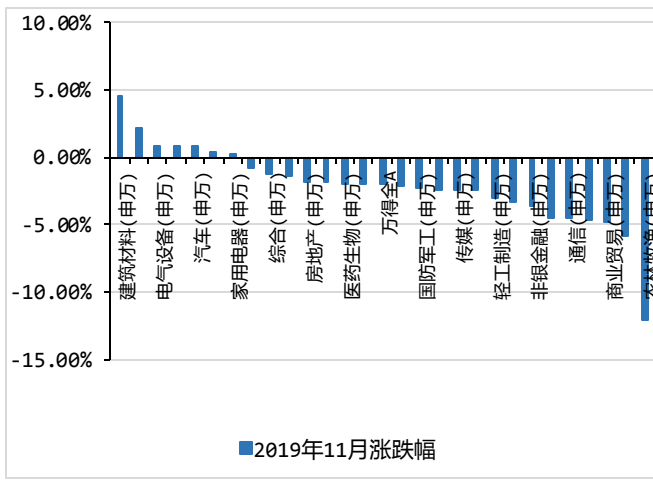
资料来源：Wind 资讯，财富证券

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 (%)	2019年11月涨跌幅 (%)
801160.SI	公用事业(申万)	-36.29%	-5.44%	-3.19%	-2.44%
000001.SH	上证综指	-12.52%	-1.16%	-0.49%	-2.29%
399006.SZ	创业板指	-22.93%	12.10%	3.35%	-1.14%
399001.SZ	深证成指	-13.16%	7.14%	2.31%	-1.03%
881001.WI	万得全A	-12.30%	2.40%	0.06%	-2.04%

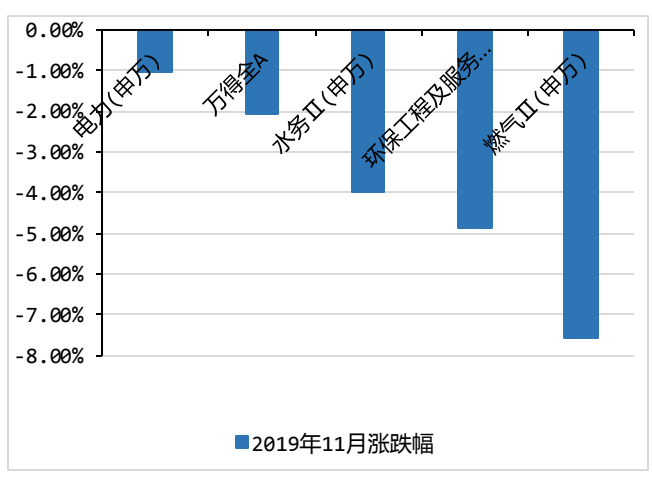
资料来源：Wind 资讯，财富证券

图 2：公用事业涨跌幅情况



资料来源：Wind 资讯，财富证券

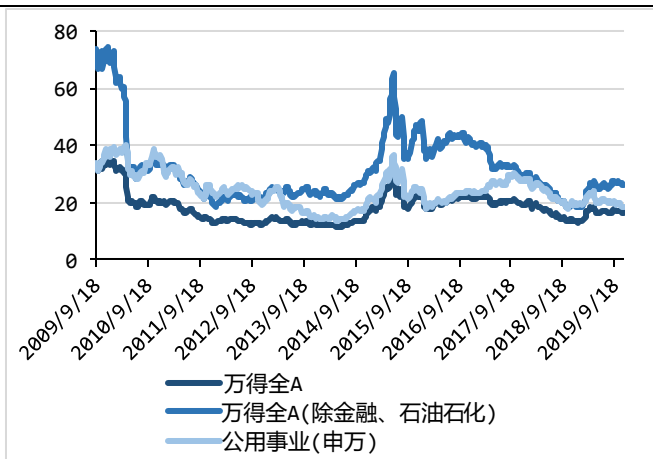
图 3：公用事业子板块涨跌幅比较



资料来源：Wind 资讯，财富证券

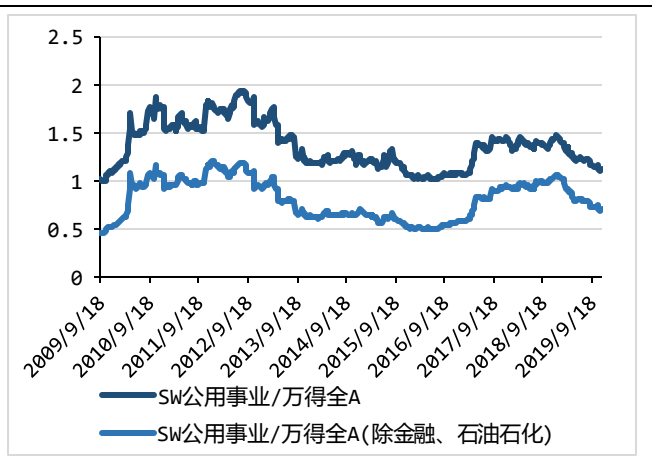
估值方面，截至 2019 年 11 月 29 日，公用事业(申万)指数市盈率为 18.49 倍，万得全 A 指数的市盈率为 16.46 倍，公用事业(申万)指数相较万得全 A 指数的市盈率溢价为 12.33%。万得全 A(除金融、石油石化)指数的市盈率为 26.33 倍，公用事业(申万)指数相较万得全 A(除金融、石油石化)指数的市盈率溢价为-29.76%。2016 年以来，由于煤炭价格高企拖累火电业绩表现，使得公用事业板块相比大盘指数跌幅更深情形下，公用事业板块相较大盘的估值溢价率却一度提升。但近期，由于水电、火电等业绩大幅改善，公用事业估值溢价率呈现回调趋势。

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

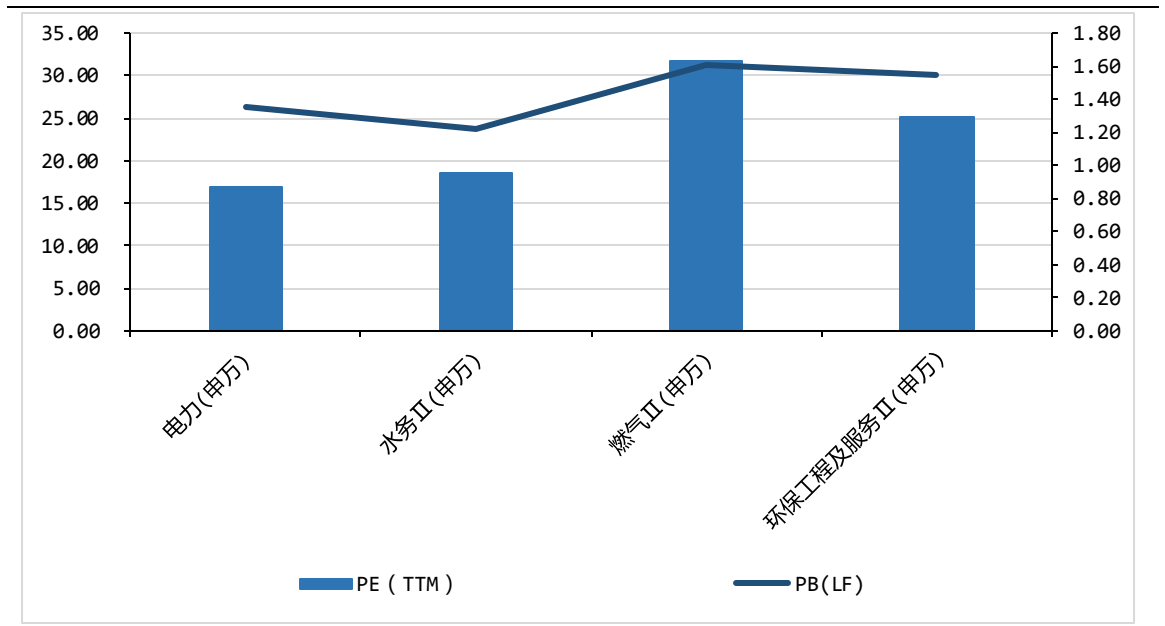
图 5：公用事业对全部 A 股的溢价率



资料来源：Wind 资讯，财富证券

公用事业子板块方面，截至 2019 年 11 月 29 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 16.78 倍、18.55 倍、31.72 倍、25.01 倍，市净率 (LF) 分别为 1.35 倍、1.22 倍、1.61 倍、1.55 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、环保板块成长性较佳，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，燃气板块比环保板块估值更贵。

图 6：公用事业子板块的估值水平

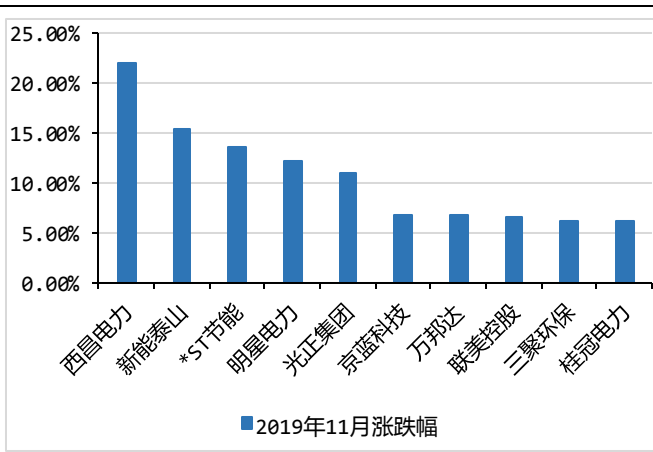


资料来源：Wind 资讯，财富证券

2019 年 11 月，公用事业板块涨幅居前标的分别为：西昌电力（21.95%）、新能泰山（15.4%）、\*ST 节能（13.64%）、明星电力（12.21%）、光正集团（10.92%）。涨幅居前标的以电力板块标的为主。

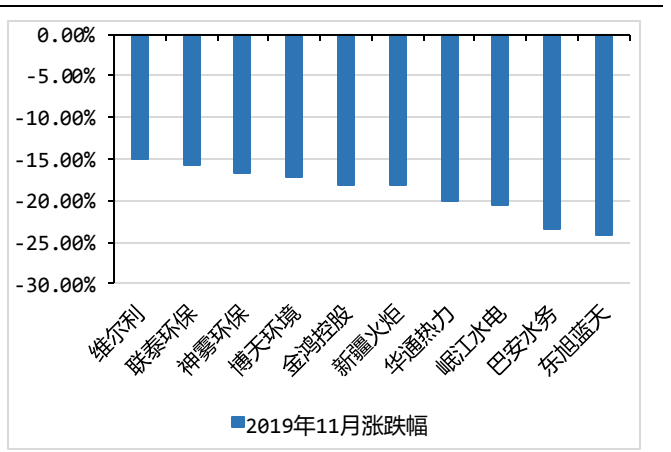
2019 年 11 月，公用事业板块跌幅居前标的分别为：东旭蓝天（-24.24%）、巴安水务（-23.45%）、岷江水电（-20.6%）、华通热力（-20.13%）、新疆火炬（-18.14%）。跌幅居前标的以“业绩差的环保股”为主。

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



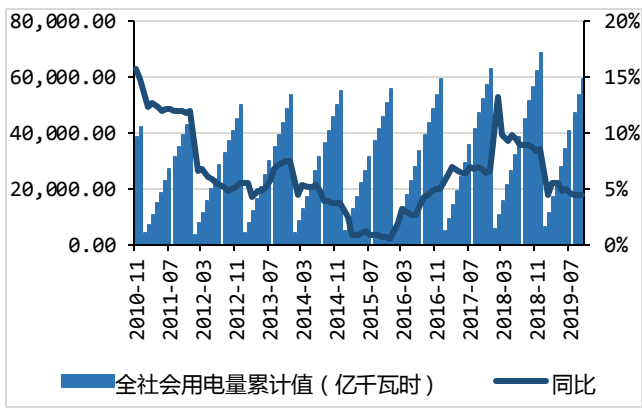
资料来源：Wind 资讯，财富证券

### 3、公用事业高频数据跟踪

电力板块，截至 2019 年 10 月，中国全社会用电量累计值为 59232 亿千瓦时（同比增加 4.44%）。截至 2019 年 10 月，中国全社会用电量当月值为 5790.32 亿千瓦时（同比增加 5.03%），增速低于最近三年月度用电量平均值(6.65%)达 1.62 个百分点，增速高于

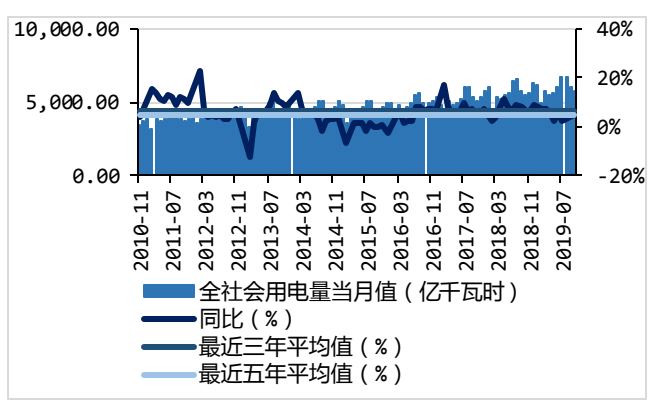
最近五年月度用电量平均值(4.88%)达 0.15 个百分点。

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

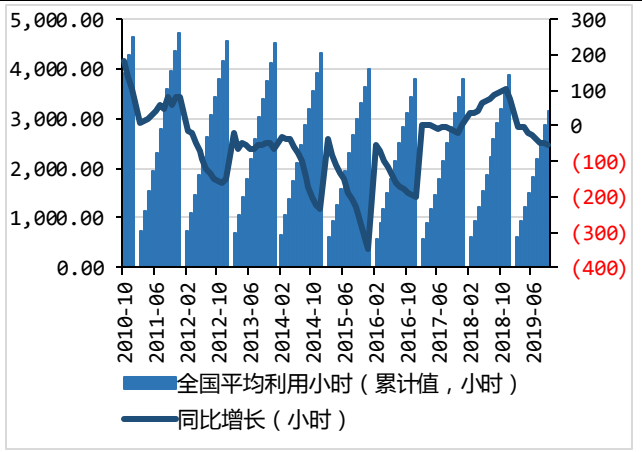
图 10：中国全社会用电量当月值（亿千瓦时）



资料来源：Wind 资讯，财富证券

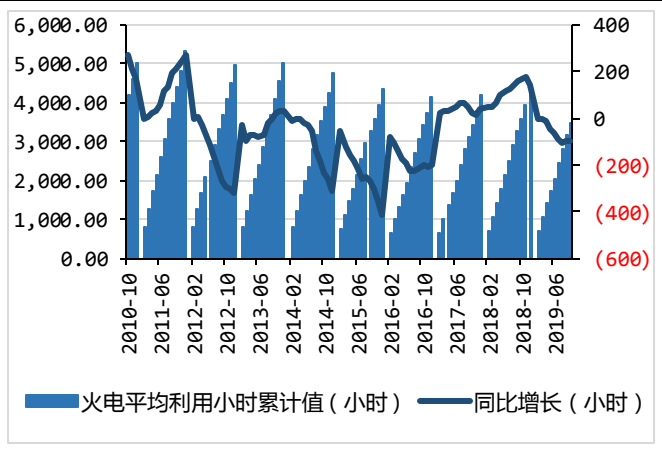
截至 2019 年 10 月，全国发电设备利用小时数累计值为 3157 小时（同比降低 55 小时），其中火电发电设备的利用小时数累计值为 3495 小时（同比降低 100 小时）。

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

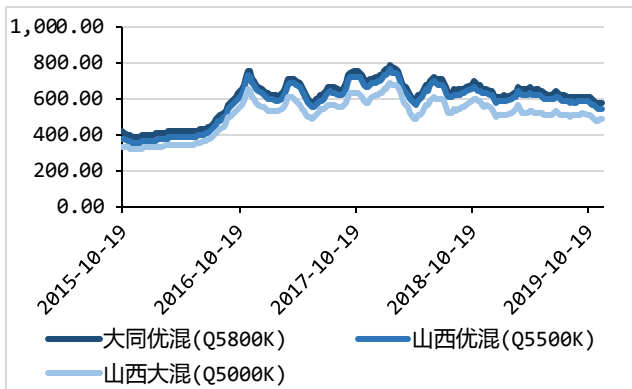
图 12：全国火电设备的平均利用小时（累计值，小时）



资料来源：Wind 资讯，财富证券

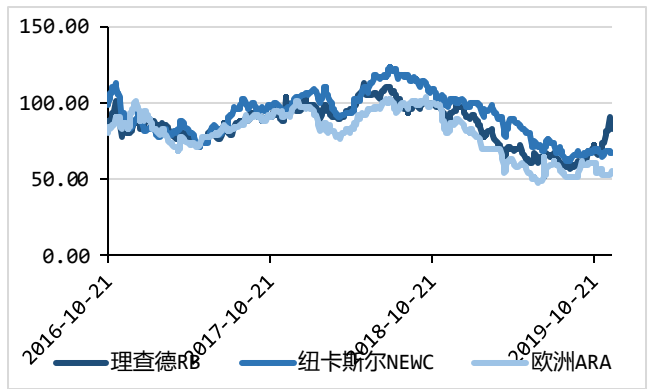
2019 年 12 月 2 日，秦皇岛港大同优混(Q5800K)煤炭平仓价为 571 元/吨，较上周上涨 0 元/吨，秦皇岛港山西优混(Q5500K)煤炭平仓价为 544 元/吨，较上周上涨 0 元/吨，秦皇岛港山西大混(Q5000K)煤炭平仓价为 483.4 元/吨，较上周上涨 3.6 元/吨。

图 13: 秦皇岛港煤炭平仓价走势



资料来源: Wind 资讯, 财富证券

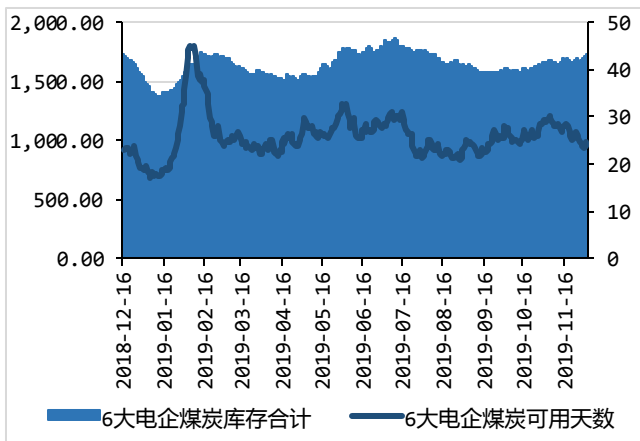
图 14: 国际三大港动力煤现货价走势 (美元/吨)



资料来源: Wind 资讯, 财富证券

2019年12月3日,6大电企煤炭库存合计为1725.94万吨(相较上月增加77.85万吨),6大电企煤炭库存可用天数为24.82天(相较上月减少3.93天)。2019年10月,全国国有重点煤矿库存合计2389.3万吨,相较上月增加89.8万吨,相较上年同期增加318.65万吨。

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11月,公用事业行业重点新闻及政策有:

### (1) 开发程度较高的东、中部地区原则上不再开发中小水电

**事件:**为进一步促进小水电持续健康发展,国家能源局牵头起草了《促进小水电持续健康发展的指导意见(征求意见稿)》,现向社会公开征求意见。明确限制开发区。在国家主体功能区、生态功能区中规定的禁止开发区,禁止开发小水电;在重要生态功能区和生态脆弱区,限制开发小水电。开发程度较高的东、中部地区原则上不再开发中小水电。

资料来源:国家能源局



## (2) 1-10月全国规模以上工业发电量同比增长3.1%

**事件：**国家发改委新闻发言人孟玮表示，1-10月全国规模以上工业发电量同比增长3.1%，增速较1-9月提高0.1个百分点。其中，火电、水电、核电、风电、太阳能发电同比分别增长1.1%、6.5%、19.3%、5.7%和14.4%。10月份，发电量同比增长4.0%，增速比上月放缓0.7个百分点。

资料来源：发改委

## (3) 海南昌江核电二期项目全面启动

**事件：**海南自由贸易试验区建设项目（第七批）集中开工和签约仪式18日在海口举行，集中开工129个项目，其中包括海南昌江核电二期项目。据介绍，该项目的全面启动，标志着中国具有完全自主知识产权的三代核电技术迎来批量化建设的新时期，标志着海南清洁能源岛建设再次迈出新步伐，标志着华能核电产业厚积薄发进入新阶段。

资料来源：中新社

## (4) 西北五省煤电整合在即，关注华能、华电

**事件：**根据上海证券报，国资委发布《中央企业煤电资源区域整合试点方案》。

**事件简评：1)《方案》内容：**将甘肃、陕西（不含国家能源集团）、新疆、青海、宁夏等煤电产能过剩、连续亏损的西北五省纳入第一批试点，由华能牵头甘肃，大唐牵头陕西，华电牵头新疆，国电投牵头青海，国家能源集团牵头宁夏。整合目标为，2021年末，试点区域煤电产能压降四分之一至三分之一，整体减亏超过50%。预计需出清1300-1740万千瓦的煤电装机。预计后续还可能会有第二批、第三批试点，发电企业范围也可能从五大发电集团拓展至国投、华润集团等涉煤电央企。**2)集团层面整合，对上市公司影响有限：**五大发电集团旗下的上市公司先将五个试点区域涉及的煤电装机，转让到母公司集团层面，再由五大发电集团之间相互进行资产置换，使得每个发电集团完成一个省份的煤电装机整合，转让过程尽量不产生现金交易。上市公司而言：1)可剥离五个试点区域的亏损煤电企业，改善净利润；2)转让试点区域煤电企业给集团，产生转让收益。2018年，华能国际、华电国际、大唐发电和国电电力在西北五省的装机（扣除清洁能源），占总装机比重分别为3.5%、8.2%、2%和11.2%，国电电力、华电国际受益较大。**3)试点区域的煤电经济效益有望明显提升：**对比环保安全等行政手段推动煤炭/钢铁/化工等供给侧改革，试点区域的煤电产能出清更侧重考量经济效益。与“煤炭钢铁化工供给侧改革中的产品价格大幅上涨”不同，预计试点区域的煤电电价将维持平稳或轻微上涨，同时存量煤电装机的利用小时数将明显提升，试点区域煤电集团还将强化“对上游煤炭采购、下游电力市场化交易”的议价能力，从而提升盈利能力。试点区域煤电产能出清，也将改善西北地区的弃风率、弃光率。**4)投资建议：**随着《中央企业煤电资源区域整合试点方案》落地，五大发电集团旗下上市公司将受益“试点区域亏损、低效的煤电企业剥离”及“转让收益增加”。预计2020年煤价仍将呈现震荡下行走势，增厚煤电收益。“基准+浮动”煤电机制推行将熨平煤电业绩大幅波动，抬升煤电估值，建议

关注火电龙头：华能国际、华电国际。

资料来源：上海证券报

## 5、重点公司公告及简评

2019年11月，公用事业行业的重点公司公告有：

### **(1) 桂冠电力：获中国长江电力股份有限公司举牌，持股达 5.93%**

**公司公告：**桂冠电力公告，长江电力于11月25日通过大宗交易方式增持公司股份1.27亿股，约占公司总股本的1.61%。本次权益变动后，长江电力共持有公司5.93%股份。长江电力拟继续增持桂冠电力股份不低于100万股。

资料来源：公司公告

### **(2) 高能环境：玉禾田 IPO 申请获通过，公司持股 19.27%**

**公司公告：**高能环境公告，参股公司玉禾田环境发展集团股份有限公司（简称“玉禾田”）A股首次公开发行股票（IPO）申请，于11月21日获证监会通过。目前，公司通过全资子公司间接持有玉禾田2000万股股份，占其发行前总股本的19.27%，该部分股份自玉禾田股票上市之日起12个月内不得转让。

资料来源：公司公告

### **(3) 国投电力：拟发行 GDR 并在伦交所沪伦通板块上市交易**

**公司公告：**国投电力公告，拟发行全球存托凭证并在英国金融行为监管局维护的正式清单中的标准板块上市，并于伦敦证券交易所上市证券主板市场的沪伦通板块交易。本次发行的GDR代表的A股基础股票将不超过本次发行上市前公司普通股股本的10%。

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