

火电有望带来超额收益，环保细分龙头迎来估值修复

——2020年公用环保年度策略报告

行业投资策略

邱懿峰（分析师）

010-69004648

qiuyifeng@xsdzq.cn

证书编号：S0280517080002

● 火电：重点关注益煤价下行，可能带来超额收益的火电

火电燃料成本持续下降是火电企业盈利改善的最主要因素，未来煤炭供需格局有望进一步宽松。中央企业煤电资源区域整合试点已在近期启动，未来将压缩落后煤电产能，提升现有设备平均利用小时数。中国用电需求仍有很大的增长空间，我国发电设备容量稳步上升，结构上以火电为基石，绿色低碳发展趋势不变。随着用电量的增长、结构性装机的放缓以及行业整合，业绩弹性大的火电将有获得超额收益的机会。

● 核电：核电重启，第三代核电安全性显著提高，核电将迎来快速发展期

此前，“三代核电技术不成熟、日本核泄漏事故隐忧、电力过剩格局”导致核电审批暂缓，2019年核电正式重启，核电有望引来高速发展。第三代核电技术安全性显著高于第二代，随着第三代核电逐步投入商运及安全性充分验证，预计中国的核电装机将迎来快速发展时期。核电行业未来市场容量巨大，但竞争格局良好，市场竞争有序，未来红利将由三大核电集团共享。

● 天然气：国家管网公司挂牌成立，中俄东线投产带来供给格局新变化

清洁供暖持续推进，煤改气已成为天然气需求增长的主要动力之一。我们测算2020年天然气消费有望接近3500亿方，未来保持10%左右的年均增长率，天然气需求空间仍然非常巨大。供给方面国产气政策支持但增速有限，管道气中俄东线投产，LNG为主要弹性，煤层气将迎来历史机遇。此外，国家管网挂牌成立，全国油气干线管道形成全国一张网，未来将利用现有管网使国内供应主体更多元化，提升天然气整体生产供应能力，促进终端需求。

● 环保：垃圾分类使固废景气度持续高涨，关注其他细分板块估值修复机会

环保表现为结构型投资机会，固废板块景气度在垃圾分类政策的支撑下高涨，垃圾分类促进整个固废产业链的发展提速，相关子行业的龙头公司受益最深。环卫装备、环卫运营和固废板块市场将加速释放。关注其他细分行业估值修复机会。

● **重点标的：**推荐最为受益火电行业盈利改善的火电行业龙头华能国际、水电龙头长江电力、核电重启后的中国核电；“大固废”布局持续发力的瀚蓝环境；三峡集团拟控股公司，未来将深度参与长江大保护工作的国祯环保

● **风险提示：**经济加速下滑，融资环境恶化，大盘系统性风险

重点推荐标的业绩和评级

| 证券代码 | 股票名称 | 2019-12-20 股价 | EPS | | | PE | | | 投资评级 |
|-----------|------|------------------|------|-------|-------|------|-------|-------|------|
| | | | 2018 | 2019E | 2020E | 2018 | 2019E | 2020E | |
| 600011.SH | 华能国际 | 5.80 | 0.09 | 0.36 | 0.45 | 64.4 | 16.1 | 12.9 | 推荐 |
| 600900.SH | 长江电力 | 18.29 | 1.03 | 1.05 | 1.06 | 17.8 | 17.4 | 17.3 | 推荐 |
| 600323.SH | 瀚蓝环境 | 17.24 | 1.14 | 1.20 | 1.45 | 15.1 | 14.4 | 11.9 | 推荐 |
| 300388.SZ | 国祯环保 | 10.86 | 0.42 | 0.55 | 0.73 | 25.9 | 19.7 | 14.9 | 强烈推荐 |

资料来源：新时代证券研究所

推荐（维持评级）

行业指数走势图



相关报告

《中俄东线天然气管道通气，多元化平衡国内供气结构》2019-12-12

《接驳费政策靴子落地，城市水环境治理获得支持》2019-07-08

《全面放开经营性电力用户发用电计划，生活垃圾分类制度将入法》2019-06-30

《垃圾分类推进迅速，非常规天然气补贴政策调整》2019-06-23

《专项债助力融资环境边际改善，火电增速回落不改逆周期配置价值》2019-06-16

目 录

| | |
|---|----|
| 1、 行情回顾：公用事业大幅跑输大盘，电力、水务上涨，燃气、环保下跌 | 4 |
| 2、 电力：重点关注益煤价下行的火电，关注核电重启的主题性机会 | 7 |
| 2.1、 火电：电力板块持续推荐受益于煤价下行的火电 | 9 |
| 2.2、 水电：盈利能力突出、现金流充沛，未来优质水电项目稀缺 | 13 |
| 2.3、 核电：核电重启，第三代核电安全性显著提高，国内核电将迎来快速发展期 | 15 |
| 3、 燃气：国家管网公司挂牌成立，中俄东线投产带来供给格局新变化 | 18 |
| 3.1、 国家管网公司挂牌成立，天然气产业链迎来重要发展机遇 | 19 |
| 3.2、 需求端：天然气需求稳中有升，清洁取暖空间巨大 | 20 |
| 3.3、 供给：中俄东线管道投产，LNG 为主要弹性 | 22 |
| 3.3.1、 国产气：政策支持增速有限，2020 年国内天然气产量有望达到 2070 亿方 | 23 |
| 3.3.2、 进口管道气：中俄东线投产带来主要增量 | 24 |
| 3.3.3、 LNG 接收站：新增产能即将进入产能释放期 | 24 |
| 4、 环保：垃圾分类使固废板块景气度持续高涨，关注其他细分板块估值修复机会 | 27 |
| 4.1、 固废：垃圾分类获得政策加持，大固废板块未来行业仍有千亿空间 | 28 |
| 5、 风险提示 | 31 |

图表目录

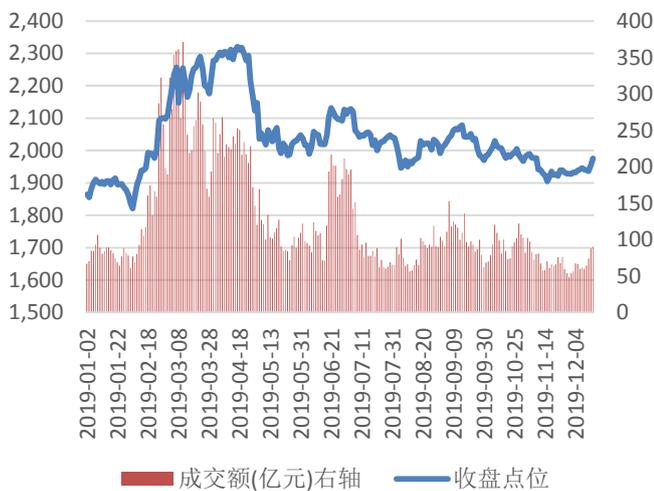
| | |
|--|----|
| 图 1： 公用事业（申万）板块 2019 年行情走势 | 4 |
| 图 2： 公用事业板块大幅跑输沪深 300 | 4 |
| 图 3： A 股各大板块年初至今涨跌幅情况（截至 2019 年 12 月 20 日） | 4 |
| 图 4： 公用事业（申万）板块 2019 年行情走势 | 5 |
| 图 5： 各个细分板块年初至今涨跌幅 | 5 |
| 图 6： 近十年公用事业 PE 和 PB 情况 | 6 |
| 图 7： 公用事业与沪深 300PE 比较 | 6 |
| 图 8： 公用事业细分行业 PE 情况 | 6 |
| 图 9： 公用事业细分行业 PB 情况 | 6 |
| 图 10： 2019 年 1-11 月 PMI 大部分时间于枯荣线以下 | 7 |
| 图 11： 2019 年 1-10 月全社会用电量以及同比增速 | 7 |
| 图 12： 6000 千瓦及以上电厂发电设备容量(单位：万千瓦时)稳步上升 | 8 |
| 图 13： 2019 年 11 月存量装机结构 (万千瓦时) | 8 |
| 图 14： 2019 年 11 月装机容量结构占比 | 8 |
| 图 15： 2019 年 11 月各细分板块累计新增装机容量 | 8 |
| 图 16： 燃料成本占火电成本比例高达 65.54% | 9 |
| 图 17： 近十年煤炭价格走势 | 9 |
| 图 18： 2019 年秦皇岛 Q5500 动力煤市场价走势 | 9 |
| 图 19： 2019 年秦皇岛 Q5500 动力煤平仓价走势 | 9 |
| 图 20： 2019 年 3-11 月原煤产量持续增长 | 10 |
| 图 21： 原煤产量重新回归增长 | 10 |
| 图 22： 2019 年动力煤净进口维持高增长 | 11 |
| 图 23： 2019 年动力煤进口量稳定增长 | 11 |
| 图 24： 火电发电设备利用小时数有望提升 | 12 |
| 图 25： 2019 年 1-10 月全社会用电量以及同比增速 | 12 |
| 图 26： 试点区域各个省份火电产量（单位：万千瓦时） | 12 |
| 图 27： 试点区域各个省份火电产量同比 | 12 |

| | |
|---|----|
| 图 28: 水电盈利稳定, ROE 常年保持稳定..... | 13 |
| 图 29: 水电运行成本远低于火电、核电的运行成本..... | 13 |
| 图 30: 中国及全球水电消费量以及增速..... | 14 |
| 图 31: 中国水电消费量占全球比重..... | 14 |
| 图 32: 核电产能逐年提升(亿千瓦时)..... | 15 |
| 图 33: 中国核电站运转、在建、计划和规划数量(座)..... | 15 |
| 图 34: 中国核电产能并网、在建、计划和规划容量(百万瓦特)..... | 16 |
| 图 35: 中国核电设备利用小时数以及效率..... | 16 |
| 图 36: 中国的核电建造、采购、销售、运营均存在较高的行政准入壁垒..... | 16 |
| 图 37: 核电行业存在较高的行政准入、技术及管理、资金壁垒..... | 16 |
| 图 38: 中国一次能源消费占比(2018年)..... | 18 |
| 图 39: 世界一次能源消费占比(2018年)..... | 18 |
| 图 40: 中国天然气表观消费量持续提升..... | 21 |
| 图 41: 天然气需求稳中有升(单位: 亿立方米)..... | 21 |
| 图 42: 根据我们测算, 2020 年天然气消费量有望接近 3500 亿方..... | 21 |
| 图 43: 中国天然气对外依存度持续提高..... | 22 |
| 图 44: 天然气进口数量逐年递增..... | 22 |
| 图 45: 中国天然气产量增速及同比..... | 23 |
| 图 46: 天然气进口数量逐年递增..... | 23 |
| 图 47: 2020 年国产气产量有望达到 2070 亿方..... | 23 |
| 图 48: SW 环保工程及服务 II 板块历史 PE..... | 27 |
| 图 49: 天然气需求稳中有升(单位: 亿立方米)..... | 27 |
| 图 50: 我国城镇化仍有很大上升空间..... | 29 |
| 图 51: “十三五”全国城镇生活垃圾处理设施规模(万吨/日)..... | 29 |
| 表 1: “十三五”天然气行业发展主要指标..... | 18 |
| 表 2: 天然气行业相关政策梳理..... | 19 |
| 表 3: 主要进口管道气建设投产情况..... | 24 |
| 表 4: 全国已投产 LNG 接收站情况..... | 25 |
| 表 5: 未来预计新增投产的 LNG 接收站项目..... | 25 |
| 表 6: 天然气供需平衡表(亿方)..... | 25 |
| 表 7: 垃圾分类政策集中发布..... | 29 |

1、行情回顾：公用事业大幅跑输大盘，电力、水务上涨，燃气、环保下跌

截至2019年12月20日，公用事业（申万）板块收盘点数为1987.15，年初至今涨跌幅为+5.44%，沪深300指数涨跌幅为+33.43%，公用事业（申万）板块大幅跑输沪深300指数27.99个百分点。受中美贸易摩擦、经济减速换挡、公用板块政策调整、金融去杠杆余波等因素的不良影响下，全社会用电量增速减缓，公用事业板块整体表现不及预期，全年走出了先涨后跌的走势，虽然表现出了极强的防御属性，但是年度收益大幅跑输大盘。

图1：公用事业（申万）板块2019年行情走势



资料来源：Wind，新时代证券研究所

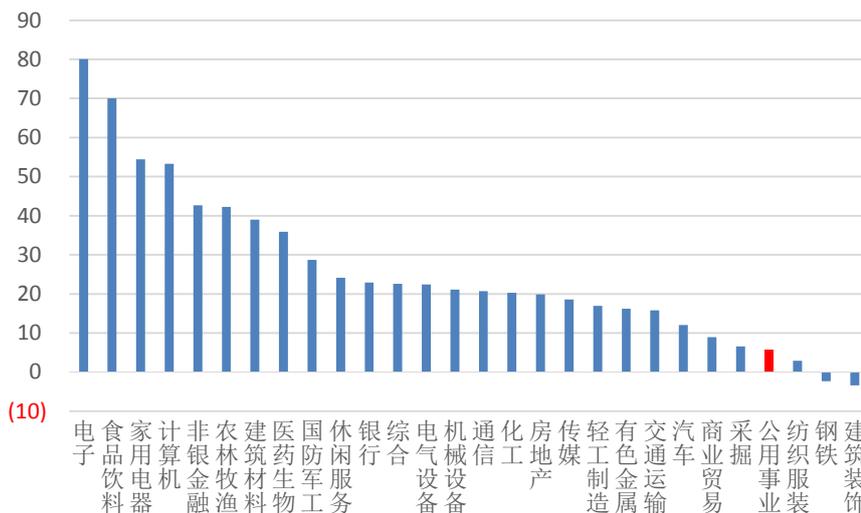
图2：公用事业板块大幅跑输沪深300



资料来源：Wind，新时代证券研究所

从整体市场情况来看，年初至今公用事业板块的涨跌幅在所有28个板块中排名第25位，排名整体靠后。相比来看，2018年公用事业全年涨跌幅为-29.72%，排名第11位，沪深300指数涨跌幅为-25.31%，略微跑输大盘4.41个百分点。根据过往的历史数据归纳发现，公用事业板块的防御属性凸显，在整体市场动荡下行、风险偏好较低的时间段表现相对较好；在市场情绪好转，风险偏好提升的时间段表现相对较差。

图3：A股各大板块年初至今涨跌幅情况（截至2019年12月20日）



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

从细分行业的角度来看,年初至今,公用事业板块内部结构分化严重,电力和水务板块上涨,燃气及环保板块下跌。电力(申万)收盘点数 2482.56,涨幅为 10.87%;燃气 II(申万)收盘点数 2807.70,下跌 4.00%;水务 II(申万)收盘点数 2731.93,涨幅为 5.75%、环保工程及服务 II(申万)收盘点数 1159.19,下跌 5.77%。

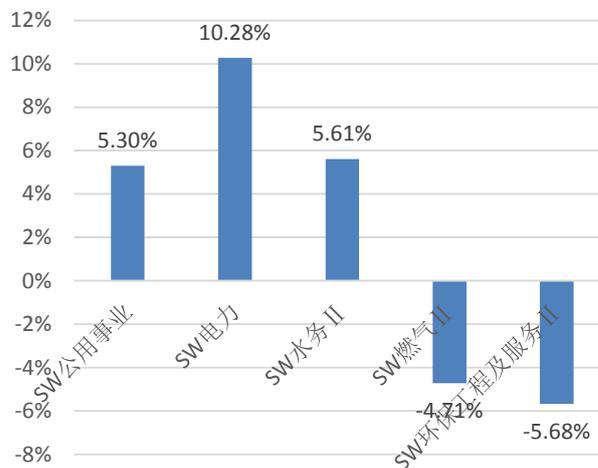
2019 年,电力板块整体上涨,但是受到中美贸易摩擦、宏观经济增速换挡和用电增速下滑的影响,涨幅不大,结构上来看大水电表现良好,火电龙头低于预期。环保板块由于过去几年的高速扩张,在金融去杠杆后融资环境偏紧的影响下受到比较大的影响,虽然融资环境逐渐宽松,央行也在进行货币政策的逆周期调节,并慢慢传导到企业端,但是仍受到一定影响,景气度仍在低谷。燃气板块也受到了经济放缓的影响,2019 年 1-10 月份天然气表观消费量同比上涨 9.46%,但是相比去年同比增长 16.59%来看,增速整体下降。水务板块表现相对稳定,在融资以及项目拿单优势下,国企央企逐渐占据主导地位。

图4: 公用事业(申万)板块 2019 年行情走势



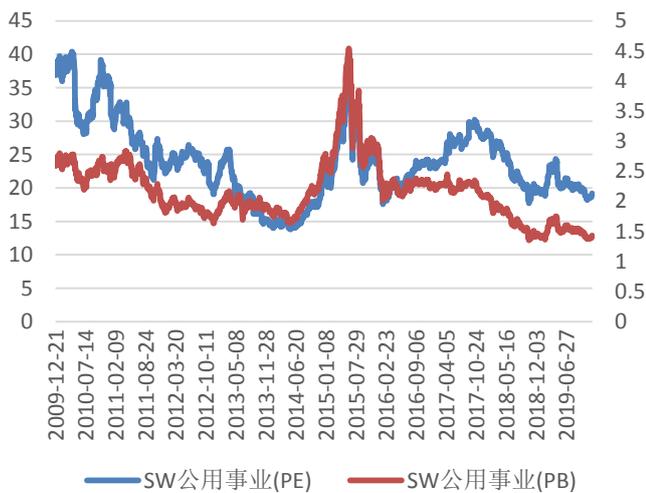
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图5: 各个细分板块年初至今涨跌幅

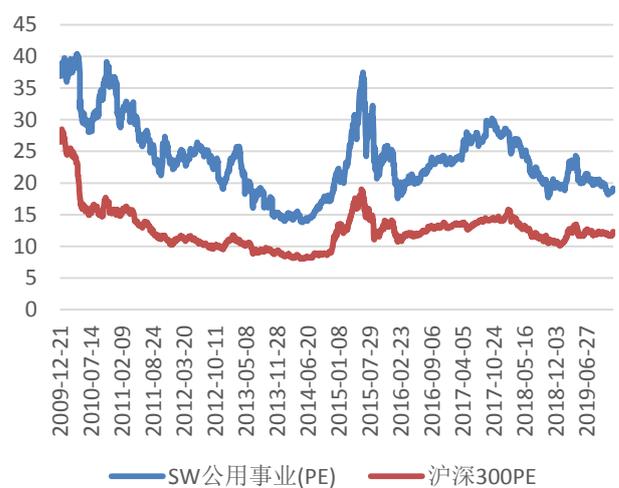


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

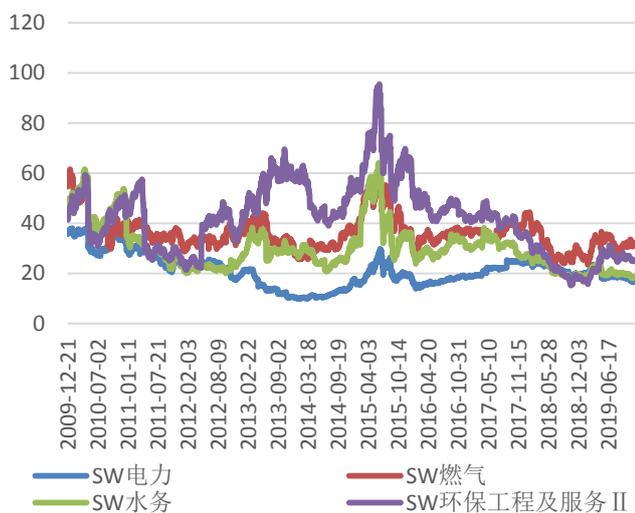
从估值角度来看，公用事业板块估值目前已经下降到了历史最低区域，整体处于低估状态。截至2019年12月20日，公用事业(申万)板块PE估值为19.08倍，处在近几年历史估值中枢偏下位置，但是整体板块PB仅为1.43倍，历史最低也仅为1.35倍，目前已经降到了历史最低区域。分行业来看，电力、燃气、水务和环保板块PE分别为17.29、32.87、19.02、25.96倍；PB分别为1.39、1.66、1.25、1.59倍。相比年初的而言，电力估值全面下降，燃气和环保估值修复明显，水务板块维持稳定。

图6: 近十年公用事业 PE 和 PB 情况


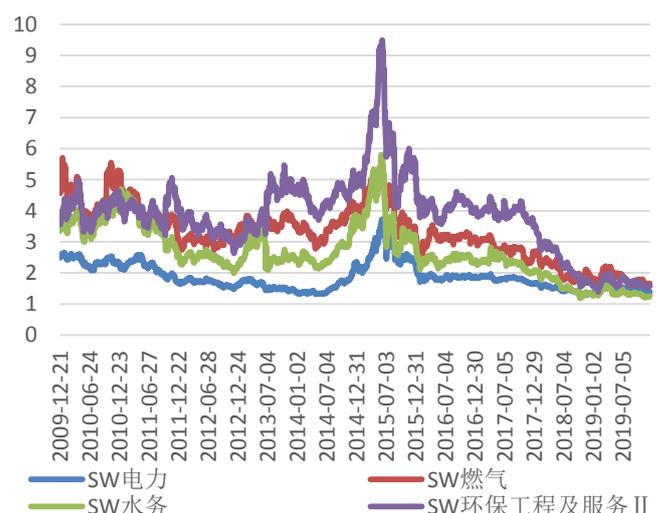
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图7: 公用事业与沪深300PE 比较


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图8: 公用事业细分行业 PE 情况


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图9: 公用事业细分行业 PB 情况


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2、电力：重点关注益煤价下行的火电，关注核电重启的主题性机会

由于中国经济增速换挡，并受到中美贸易摩擦的影响，从2018年开始，制造业PMI持续走弱。2019年1-11月份，制造业PMI指数大部分时间都在荣枯线下方运行。2019年前三季度电力供需总体宽平衡，用电量稳定增长。

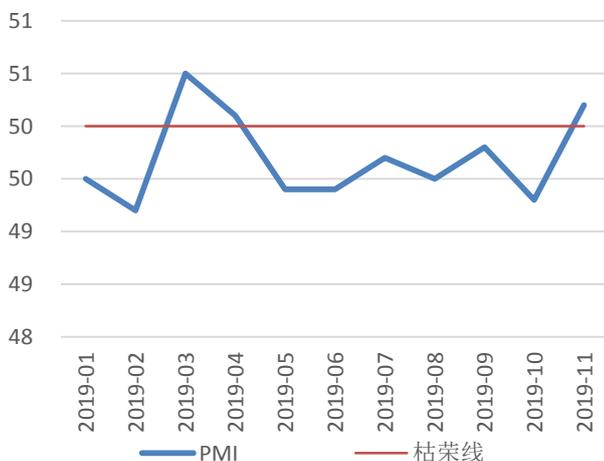
需求端用电量增速稳定，未来有望持续增长。

经济减速换挡时期，用电需求增速也有所下滑，2019年1-10月份全社会用电量59232亿千瓦时，同比增加4.8%。与2018年的用电量增速8.4%相比，需求端增速略有下滑。但是用电量增速仍然保持了一定增量，与近5年平均增速4.87%相比，2019年的用电量增速基本维持稳定增长的态势。从走势结构上来看，第一季度的二三月份用电量同比高增长，随后回落到最低点2.37%；但是到了下半年，经济逐渐企稳，用电量同比增速逐月提升，10月份全社会用电量为5790亿千瓦时，同比增速达到了5.64%。

从2019全年以及未来的用电需求增速来看，此前《电力发展“十三五”规划（2015-2020年）》曾预计2020年全社会用电量6.8-7.2万亿千瓦时（CAGR为3.6%到4.8%）。2019年1-10月，中国全社会用电量累计为59232亿千瓦时（同比+4.8%），增速仍高于“十三五”的预计CAGR（3.6%到4.8%）。按趋势来测算，我们预计2019年全年用电量增速为5.02%。

此外，未来的电力需求仍有较大的增长空间，国网能源研究院预计电力需求在2035年之前都将保持较快增长，2050年将在当前水平上翻一番。国网能源研究院预计：“2025年、2035年、2050年全国全社会用电量，将从2018年的6.9万亿千瓦时，分别增长至约9.4万亿-9.8万亿、11.5万亿-12.5万亿、12.4万亿-13.9万亿千瓦时。建筑部门是电气化水平提升最快的部门，工业部门仍将长期是我国最重要的电力消费部门。2050年，我国人均用电量将达到约8800-10000千瓦时。”

图10：2019年1-11月PMI大部分时间于枯荣线以下



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11：2019年1-10月全社会用电量以及同比增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

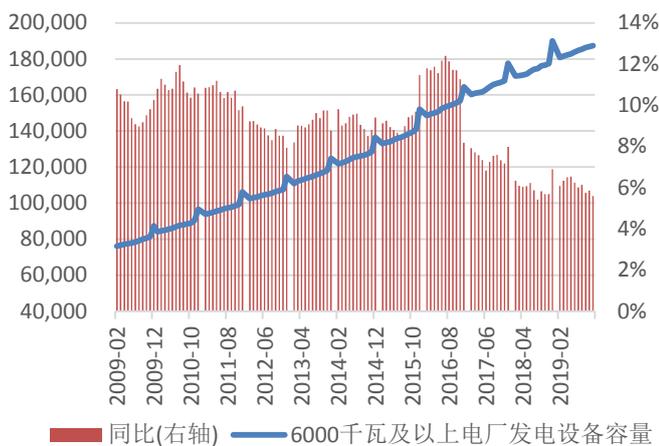
从供给端来看，我国发电设备容量稳步上升，结构上以火电为基石，绿色低碳发展趋势不变。

2018年全国发电设备装机容量已经达到了19万亿千瓦（同比+6.9%），2019年11月6000千瓦及以上电厂发电设备容量为18.7万亿千瓦（同比+5.59%）。同时，近五年（2014-2018年）全口径电厂发电设备容量的平均增速为8.79%，远超过近五年全社会用电量平均增速的4.87%，总体供给端增速高于需求端。

从存量装机的结构上来看，2019年11月装机容量火电占比62.79%，仍然占据大部分装机占比。从增量趋势来看，2018年全国新增装机容量1.2亿千瓦（同比-6.98%），2019年11月累计新增装机7606万千瓦时（同比-22.99%），新增装机呈现增速下降的趋势。其中，水电新增装机断崖式下跌，新增火电同比重回增长，新能源新增装机同比下降。

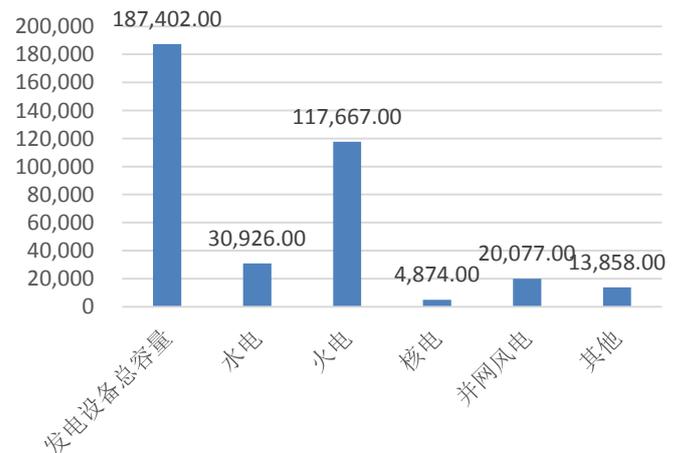
2019年11月累计新增装机非化石能源占比达到55.07%。总体来看，非化石能源发电量占比持续增长，延续绿色低碳发展趋势。我们预计2019年全年全国新增发电装机容量1亿千瓦左右，年底全国发电装机容量将达到20亿千瓦，总体全国电力供需维持宽平衡状态。

图12: 6000千瓦及以上电厂发电设备容量(单位: 万千瓦时)稳步上升



资料来源: Wind, 中电联, 新时代证券研究所

图13: 2019年11月存量装机结构(万千瓦时)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图14: 2019年11月装机容量结构占比

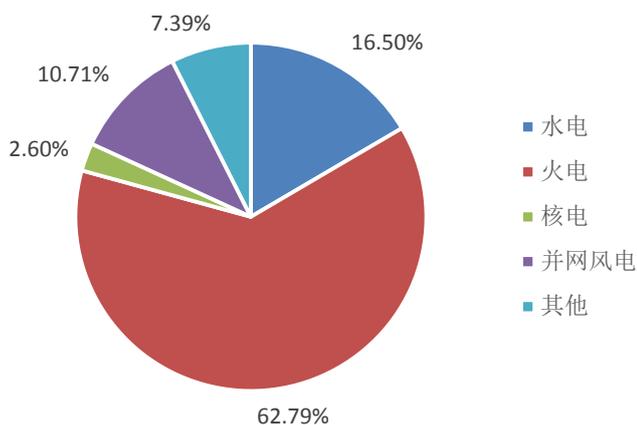
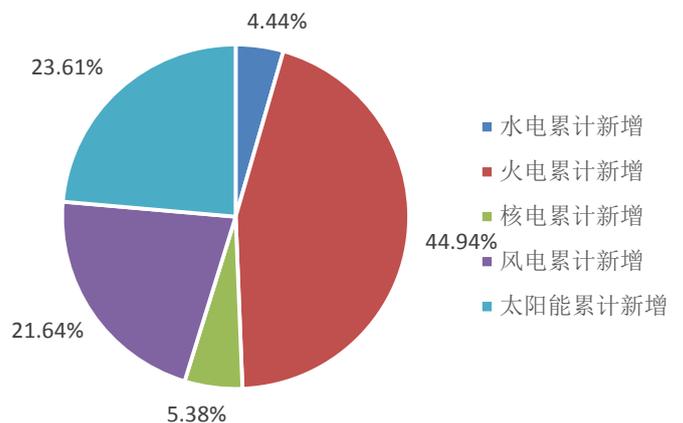


图15: 2019年11月各细分板块累计新增装机容量



资料来源：Wind，新时代证券研究所

资料来源：Wind，新时代证券研究所

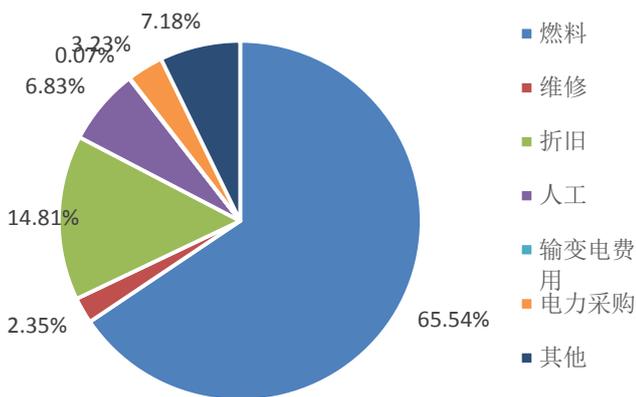
2.1、火电：电力板块持续推荐受益于煤价下行的火电

首先电力需求依然有一定增量。虽然经济增速下行压力仍然存在，但是电力需求未来仍然有很大的增长空间，供给侧结构性改革、经济新动能快速成长叠加电能替代力度加大将使得用电量持续增长。国网能源研究院预计电力需求在 2035 年之前都将保持较快增长，2050 年将在当前水平上翻一番。

其次，2019 年燃料成本持续下降，煤炭价格中枢维持震荡下行的态势。从火电企业的成本拆分来看，燃料成本是最重要的因素，成本占比高达 65.54%，是影响火电企业盈利的最重要的因素。从煤炭价格来看，今年煤炭价格持续震荡下行，

燃料成本的同比下降是今年火电企业业绩同比改善的主要因素，2019 年前三季度秦皇岛 Q5500 动力煤平仓价的平均煤价在 598 元，同比下降 8.42%。而当前 2019 年 12 月底的煤炭价格已经降到了 544 元，同比来看下降 13.9%。目前的数据来看，四季度的平均煤价比前三季度的均价还要更低。截止到 2019 年 12 月 20 日，从年初至今的煤炭均价为 588.21 元/吨，同比下降了 9.33%，而从三季度末至今，煤炭均价为 553.58 元/吨，同比下降了 12.83%。可以看到，四季度的煤炭价格均价比前三季度的煤炭均价更低，我们预计燃料成本将呈现持续下降的趋势，而燃料成本的下降将充分转化为火电企业的净利润。所以我们预计 2019 年火电企业的业绩还会有一个台阶的提升。

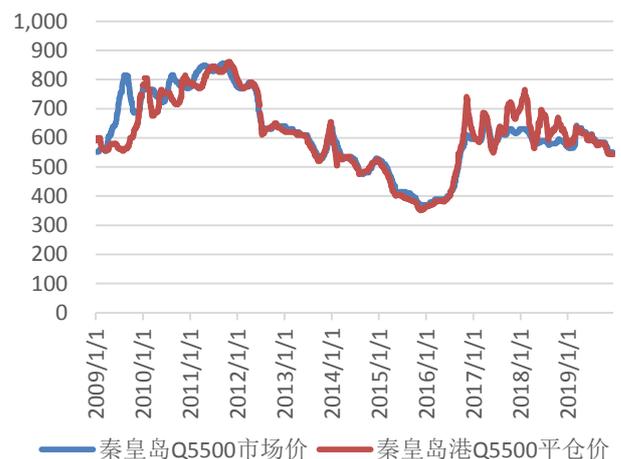
图16： 燃料成本占火电成本比例高达 65.54%



资料来源：Wind，华能国际公告，新时代证券研究所

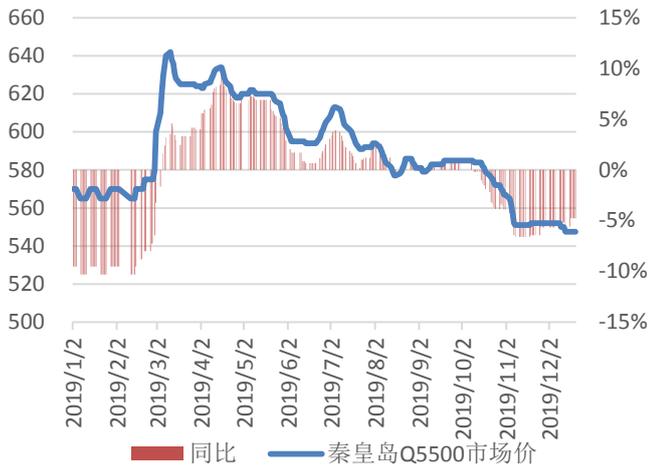
图18： 2019 年秦皇岛 Q5500 动力煤市场价走势

图17： 近十年煤炭价格走势

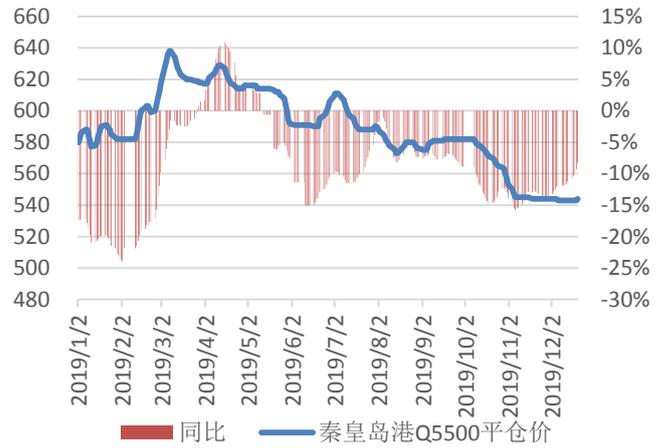


资料来源：Wind，新时代证券研究所

图19： 2019 年秦皇岛 Q5500 动力煤平仓价走势



资料来源: Wind, 新时代证券研究所



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

从未来煤炭的供需来看,我们认为未来煤炭供需格局偏宽松,优质动力煤产能将持续释放,煤炭价格中枢将持续震荡下行。

2016年起,随着煤炭行业供给侧改革推进,动力煤价格快速上扬;2017年-2018年,动力煤价格持续在高位盘整,严重制约火电行业盈利,到2018年年底,煤炭价格才逐渐震荡下行。2019年初,陕西榆林地区发生煤矿事故,区域内民营矿全部停产,国有矿进行安全大检查。根据国家能源局数据统计显示,陕西省榆林市生产产能大约3.1亿吨,占全国产能的8.9%,是国内四大煤炭产地之一。事故停产对煤炭供需格局短期造成影响,阶段性预期偏悲观,煤炭现货价格急速抬升,直到二季度才逐渐复产,煤价随之回落。

从长期来看,煤炭价格长期由供需格局决定,未来煤炭产量预计稳定增长,供需持续宽松。2016年国内煤炭行业化解过剩产能达到顶峰,目前十三五规划的去产能目标基本完成。当前煤炭供给恢复正增速,2018年原煤产量35.4亿吨(同比+5.2%),2019年11月累计原煤产量达到了34.07亿吨,同比增长4.5%,预计2019年全年原煤产量同比增长4.5%。进出口方面,2019年动力煤进口持续高增长,2019年1-10月动力煤净进口量同比增长7.32%,再加上下游电厂全年维持高库存运转,煤炭供给保证了稳定宽松,煤价下行显现供需过剩情况。所以未来煤炭格局偏宽松,煤炭价格中枢预计持续震荡下行。

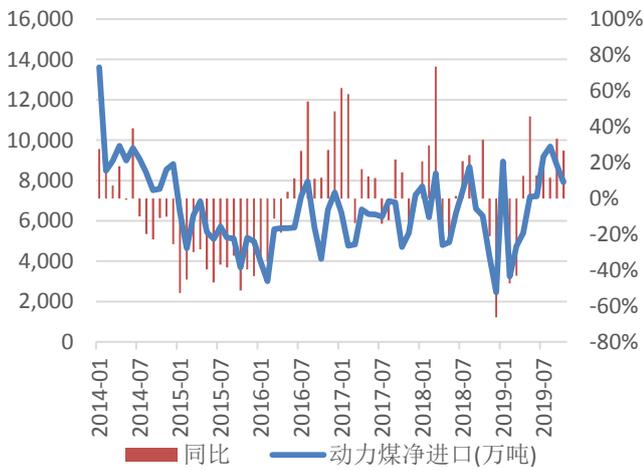
图20: 2019年3-11月原煤产量持续增长

图21: 原煤产量重新回归增长

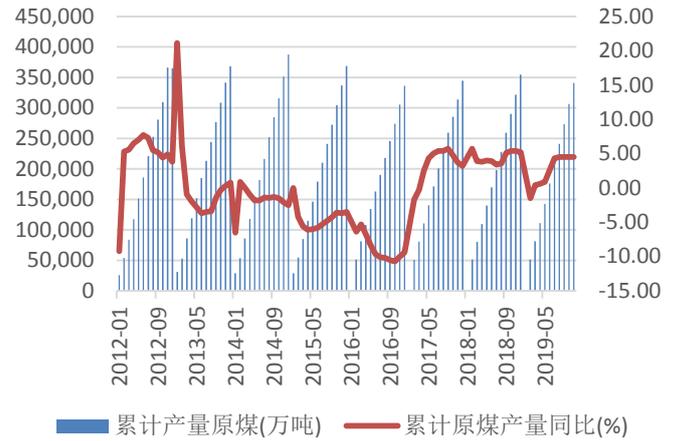


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图22: 2019年动力煤净进口维持高增长

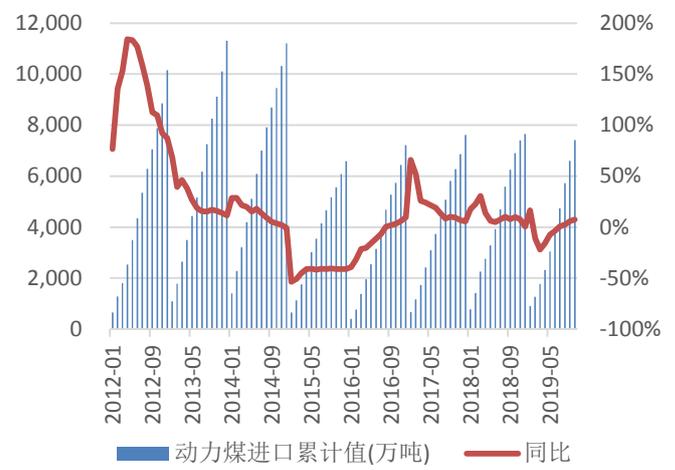


资料来源: Wind, 新时代证券研究所



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图23: 2019年动力煤进口量稳定增长



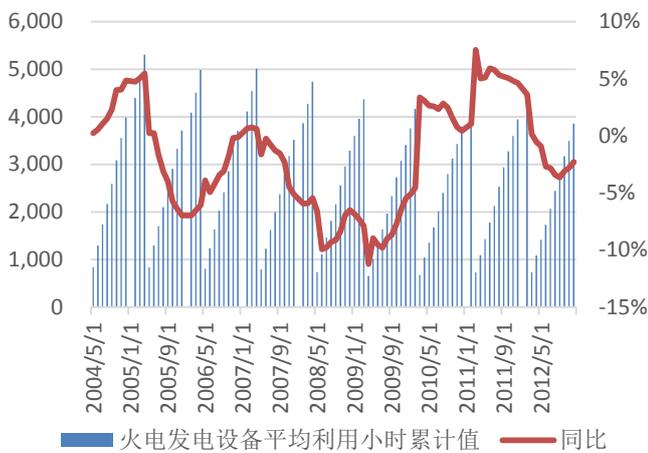
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

最后, 火电利用小时数有望整体提升。中央企业煤电资源区域整合试点已在近期启动, 由中国华能、中国大唐、中国华电、国家电投和国家能源集团 5 家央企牵头, 对首批 5 个试点区域甘肃、陕西、新疆、青海、宁夏进行煤电资源整合。通过区域整合优化资源配置、淘汰落后产能, 促进健康可持续发展。目标是力争到 2021 年末, 煤电产能压降四分之一至三分之一, 平均设备利用小时明显上升, 整体减亏超过 50%, 资产负债率明显下降。我们预计甘肃、陕西、新疆、青海、宁夏五省合计的 2019 年全年火电产量为 4403 亿千瓦时, 如果试点区域的煤电产量压降四分之一至三分之一, 合计煤电产量将降低 1100-1466 亿千瓦时, 要占到全国火电产量的 2.14%-2.85%。

我们认为, 试点方案在压低试点区域的煤电产能的同时, 将带来火电利用小时数的提升, 此前火电发电设备利用小时数曾达到接近每年 6000 小时的水平, 2018 年虽然有所回升, 但也只有 4361 小时, 仍有很大的提升空间。最重要的是, 我们预计此次的西北 5 省份只是第一批试点, 未来可能还有更多规划区域纳入煤电资源整合, 此次整合有望化解煤电行业恶性竞争情况, 给整个煤电产业带来行业整合的机会。预计火电格局经过震荡整合后将步入新的整合稳定期, 对大规模的火电龙头有利, 给了龙头行业整合的机会, 本身优质的火电产能将留存下来, 经过提升利用小时数从而提升效率, 利好龙头。随着用电量的增长、结构性装机的放缓以及行业

整合，火电的业绩弹性是最大的。

图24: 火电发电设备利用小时数有望提升



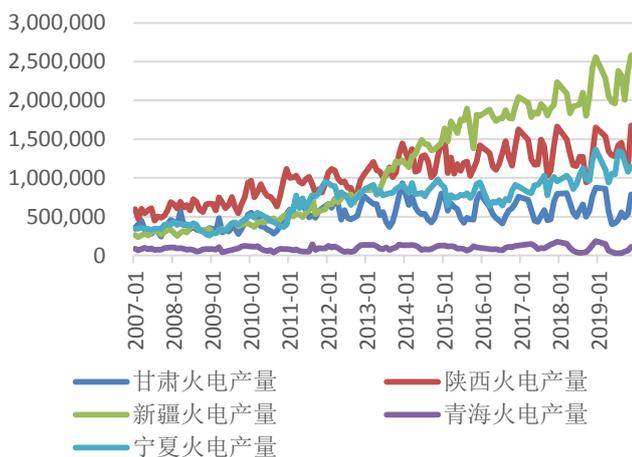
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图25: 2019年1-10月全社会用电量以及同比增速



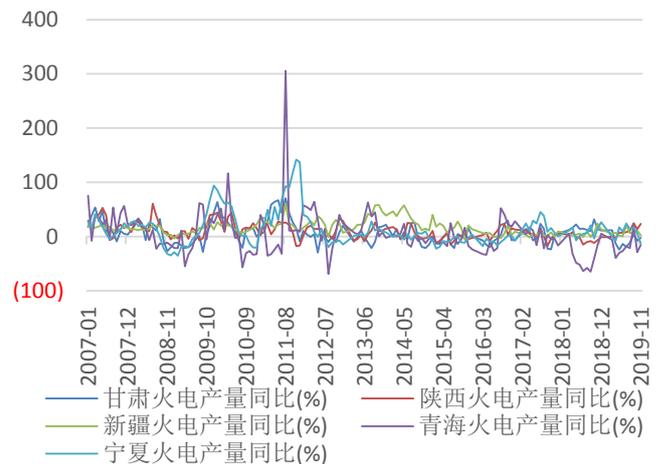
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图26: 试点区域各个省份火电产量(单位: 万千瓦时)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图27: 试点区域各个省份火电产量同比



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

推荐火电行业龙头华能国际(600011.SH)。公司作为A股最纯粹火电标的，亦具备火电龙头的规模、技术优势，最为受益火电行业盈利能力改善。我们预计公司2019-2021年净利润分别为56.08、71.00、83.00亿元，对应EPS分别为0.36、0.45和0.53元。当前股价对应2019-2021年PE分别为16.11、12.89和10.94倍。

- ✓ **规模及装备优势凸显的中国火电龙头:** 华能国际是A股最纯正的火电标的，2018年底华能国际火电发电装机容量为8850万千瓦时，市占率为7.74%，火电龙头地位彰显，具备较强的龙头议价能力及规划效益。公司火电装机大多位于经济发达地区，以大型机组为主，区位及装备优势明显，且供电煤耗、厂用电率等技术指标长期保持行业领先水平，竞争力凸显。
- ✓ **火电投资把握阶段性行情，关注煤价、电价、利用小时数:** 华能国际阶段性行情明显，需关注煤价、电价、利用小时数。电煤价格对股价影响最深

刻，经济平稳时二者反向同步变动，经济剧烈波动时期二者同涨同跌。调整煤机上网电价仅缓解短期趋势，并不改变中长期趋势。公司市盈率、市净率中枢分别为 15-20X、1-3X。当前华能国际 PB 估值仅为 1.18X，接近历史估值底部，投资价值较高。

- ✓ **“煤价、电价、利用小时数”多重基本面利好共振，盈利能力将改善：**煤炭价格长期由供需格局决定，预计未来煤炭产量稳定增长，供需持续宽松。下游电厂全年维持高库存运转，煤炭供给保证了稳定宽松，煤价下行显现供需过剩情况，煤炭价格中枢预计持续震荡下行。随着市场电占比提高、及市场电与计划电差额缩窄，平均电价有望上浮。公司盈利能力及经营业绩有望持续修复。
- ✓ **风险提示：**煤炭价格下行不及预期风险；全社会用电量增速不及预期风险；平均煤电电价下滑风险。

2.2、水电：盈利能力突出、现金流充沛，未来优质水电项目稀缺

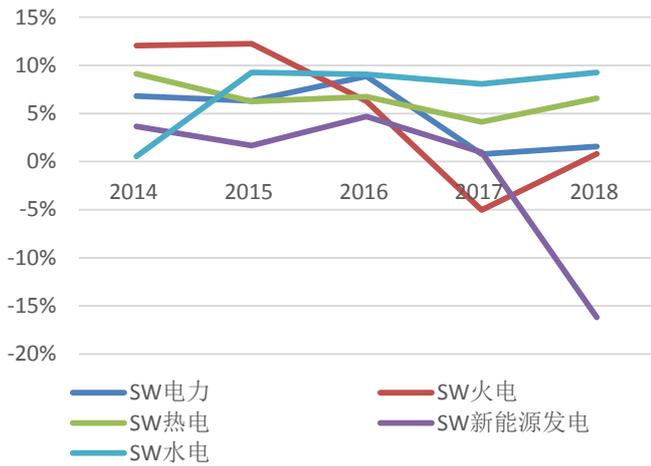
优质水电站资源稀缺，稳定的盈利能力强。水电项目建设期长，工程投入大，投资回报期长，现金流充沛。而且水电项目存在较高的技术、资金、资质等壁垒。中国的水电资源集中在十三大水电基地，各水电的开发集团基本已经确认，行业竞争格局有序。目前十三大水电基地的水电资源中，优质大水电项目较为稀缺。2019 年 11 月份水电装机容量为 3.1 万亿千瓦时，水电新增装机的增速也逐渐下滑，未来可供开发项目已较少，大型水电项目相对稀缺，现有的优质水电项目价值逐渐凸显。

水电为清洁可再生能源，成本低廉，运行成本及上网电价优势明显，有优先上网的调度优势。而且建成后的水电项目盈利稳定，ROE 跟毛利率历年保持稳定，拥有优质的现金流。全球以及中国的水电消费量不断增长，就发电量、消费量、累计装机容量及新增装机容量而言，中国均为全球水电第一大国。根据《BP 世界能源统计年鉴》统计，2000-2018 年，全球水电消费量从 600.69 百万吨油当量增加至 948.79 百万吨油当量（CAGR 为 2.57%），同期中国水电消费量从 50.33 百万吨油当量增加至 272.08 百万吨油当量（CAGR 为 9.83%），中国水电消费量增速远快于全球增速。中国水电消费量占全球比例也从 2000 年的 8.38% 提升到了 2018 年的 28.68%。

相比其他能源形式而言，水电的运行成本及上网电价均有较大优势：1）水电平均单位运行成本为 0.04-0.09 元/千瓦时，远低于火电（约 0.2 元/千瓦时）及核电（约 0.128 元/千瓦时）；2）近几年，中国水电平均上网电价为 0.27-0.30 元/千瓦时，较火电上网电价（0.36-0.43 元/千瓦时）更具竞争优势。

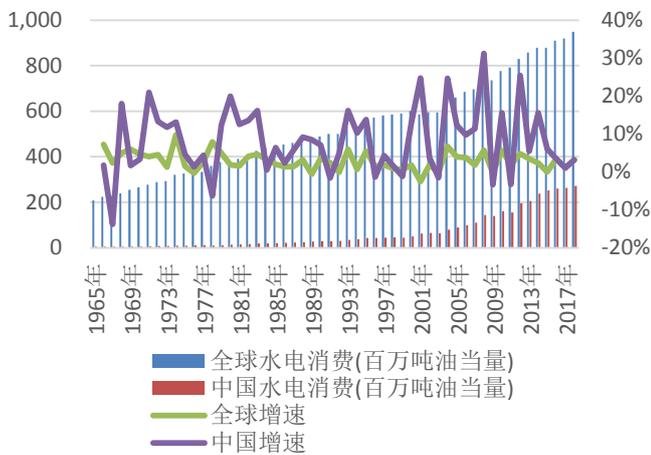
图28：水电盈利稳定，ROE 常年保持稳定

图29：水电运行成本远低于火电、核电的运行成本

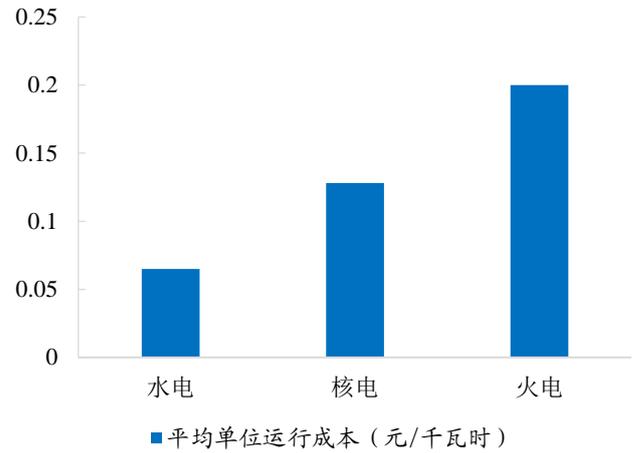


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图30: 中国及全球水电消费量以及增速

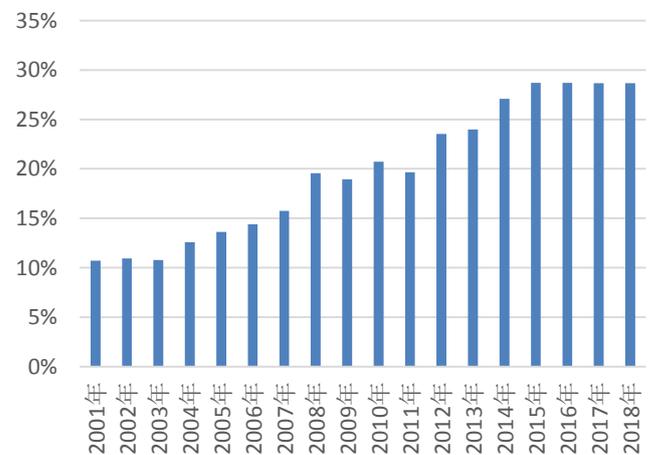


资料来源: Wind, BP, 新时代证券研究所



资料来源: Wind, 长江电力公司公告, 新时代证券研究所

图31: 中国水电消费量占全球比重



资料来源: Wind, BP, 新时代证券研究所

长江电力——水电龙头地位彰显, 相对配置价值上升。预计公司 2019-2021 年净利润分别为 231.77、233.96、238.16 亿元, 对应 EPS 分别为 1.05、1.06 和 1.08 元。当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别为 17.42、17.25 和 16.94 倍。

- ✓ **盈利能力突出的全球水电龙头企业:** 长江电力是国内最大的电力上市公司和全球最大的水电上市公司, 水电总装机容量 4549.5 万千瓦 (全国占比为 13.3%)。三峡集团在建的乌东德和白鹤滩电站预计分别在 2020 年、2021 年投产, 根据避免同业竞争承诺, 后续注入后将新增装机容量 2620 万千瓦, 届时公司将拥有世界 12 大水电站中的 5 座。
- ✓ **房屋及挡水建筑物折旧计提完后将增厚业绩, 流域梯级调度潜力较大:** 公司房屋及建筑物、挡水建筑物预计将在 2047 年、2054 年左右计提完折旧, 届时以后每年将新增税后盈利 18.72 亿元、42.76 亿元, 明显增厚公司业绩。未来还能通过流域梯级联合调度使得六库联调, 减少弃水, 盈利能力持续强化。
- ✓ **长期回报率优秀, 高股息分红稳定, 相对配置价值提升:** 公司从上市日迄今复合回报率为 14.76%, 高于同期主要股指收益率, 公司波动率水平低。公司股息率位居 A 股前列, 而且有 2016-2025 年高比例分红承诺, 2016

年至 2020 年按每股不低于 0.65 元现金分红，并对 2021 年至 2025 年每年度的利润分配按不低于当年实现净利润的 70% 进行现金分红，适宜长期持有。未来的投资者结构中注重现金流并长期持有优质公司的外资将占据更多比例，以长江电力为代表的大盘蓝筹股将迎来更多的关注。

✓ **风险揭示：** 来水情况不及预期风险；水资源税上调风险

2.3、核电：核电重启，第三代核电安全性显著提高，国内核电将迎来快速发展期

因 2015 年日本福岛核电站核泄漏后，核电安全问题引起担忧，加之第三代核电技术待验证以及电力格局过剩问题，国内在 2015 年核准八台核电机组后暂停核电新项目审批。

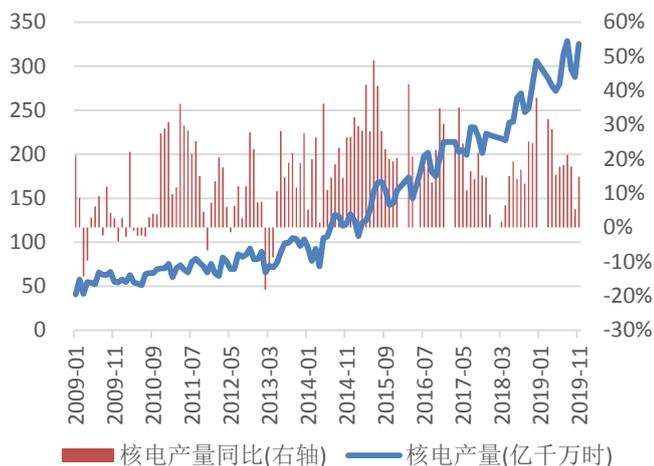
2018 年 6 月，全球首台并网发电的 EPR 三代核电机组（中国广核集团台山核电 1 号机组）宣布并网发电成功，全球首台 AP1000 机组（三门核电 1 号机组）首次并网成功。2018 年 8 月，海阳核电 1 号机组首次并网。上述 3 台核电机组成功首次并网发电，运行 168 小时后将正式投入商运，验证了 AP1000 三代核电技术的安全性、可行性及成熟性。技术上来讲，第三代核电技术安全性显著高于第二代核电技术，以 AP1000 为例，考虑内部事件的堆芯熔化概率和放射性释放概率分别为 5.1×10^{-7} /堆年和 5.9×10^{-8} /堆年，远小于第二代反应堆的 1×10^{-4} /堆年和 1×10^{-5} /堆年的水平。

2019 年 2 月福建漳州核电厂 1、2 号机组环评公示，2019 年 7 月漳州核电项目获得核准，2019 年 10 月份国家核安全局颁发福建漳州核电厂 1、2 号机组建造许可证；从此意味着核电审批跟建设正式重启。此外，山东荣成和广东太平岭核电项目也核准开工。核电重启的落地，将给核电板块带来实质性的利好。

核电十三五规划到 2020 年，核电运行装机容量达到 5800 万千瓦，在建达到 3000 万千瓦以上。截至 2019 年 6 月底，中国大陆在运核电机组 47 台，装机容量仅有 4873 万千瓦，虽然位居全球第三，但仍然低于规划目标 5800 万千瓦。目前中国核电站并网 47 座，在建 12 座，计划新建 42 座，规划新建 170 座数量，在第三代核电安全性得到验证核电重启之后，预计未来核电将迎来高速发展。

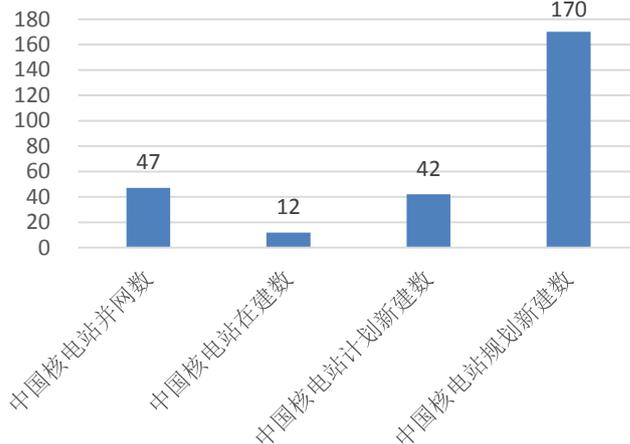
图32: 核电产能逐年提升(亿千瓦时)

图33: 中国核电站运转、在建、计划和规划数量(座)



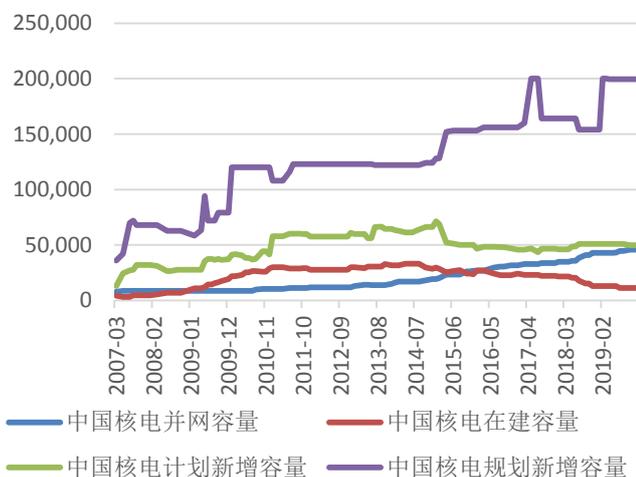
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图34: 中国核电产能并网、在建、计划和规划容量(百万瓦特)



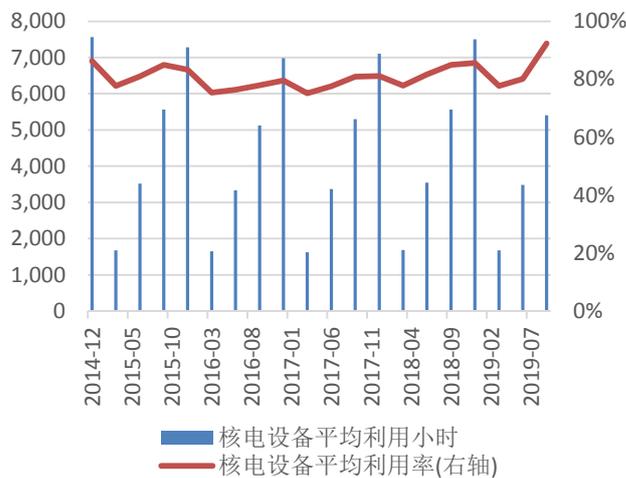
资料来源: 世界核协会, 新时代证券研究所

图35: 中国核电设备利用小时数以及效率



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图36: 中国的核电建造、采购、销售、运营均存在较高的行政准入壁垒

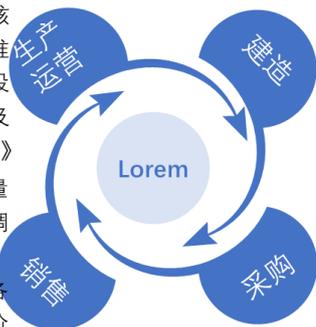


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图37: 核电行业存在较高的行政准入、技术及管理、资金壁垒

核电市场竞争有序，未来红利将由三大核电集团共享。相比其他电力行业，核电监管严格、项目建设周期长且前期需大量资本支持，整个行业准入门槛较高，行业集中度显著。中国仅有中广核电力、中国核电及国家电投等3家企业参与国内核电站的运营和管理。中国现有在运核电项目，除红沿河核电项目由中广核电力与国家电投合作运营外，其他所有项目均由中广核电力或中国核电负责运营。核电产业链主要集中在中广核、中核、国核三大核电集团，未来红利将由三大核电集团共享。核电行业未来市场容量巨大，但竞争格局良好。

中国实行核电运行许可制度，核电企业需获得国务院核安全监管部批准颁发的《民用核设施运行许可证》及《电力业务许可证》。核电企业所发电量按照《节能发电调度办法（试行）》的规定优先并入各地电网，上网电价由国家有关部门批准及调整。



核电站建造需要履行行政审批手续，并取得《民用核设施建造许可证》，方可开工建设。

核电主要原材料为核燃料，需要通过向有核燃料专营资质的供应商采购获得。

资料来源：中国核电公司公告，新时代证券研究所



资料来源：中国核电公司公告，新时代证券研究所

上网电价方面，2013年1月1日后投产的核电机组按照“全国核电标杆上网电价(0.43元/Kwh)”及“核电机组所在地燃煤机组标杆上网电价”孰低价格核定。相对火电而言，核电经济性日益改善。中国风电、光伏、水电等清洁能源集中在西北、西南地区，远离中东部用电区域。核电建设则可接近用能区域，建设意义更大。而且在电力调度上，核电作为清洁能源，调度顺序优先于燃煤、燃气、燃油等火电机组。

中国核电——国内核电市场释放在即。随着第三代核电并网商运及安全性验证，巨大的国内核电装机市场将释放，未来行业红利将由3大核电企业共享，中国核电的业绩将随核电装机而同步改善。

- ✓ **第三代核电并网商运及安全性验证，核电重启带来投资机会：**第三代核电技术安全性显著高于第二代，随着第三代核电逐步投入商运及安全性充分验证，预计中国的核电装机将迎来快速发展时期。此前，“三代核电技术不成熟、日本核泄漏事故隐忧、电力过剩格局”导致核电审批暂缓，2019年核电正式重启，核电有望引来高速发展。
- ✓ **核电市场竞争有序，未来红利将由三大核电集团共享。**核电安全性凸显，技术及经验门槛较高，需要有经验积累、有专业人才的核电运营商负责开发、建设、运营。目前中国经国务院正式核准的核电项目（除示范工程、研究堆外）由中核集团、中广核集团和中电投集团负责控股开发、建设、运营。由于核电运营高壁垒，现有市场竞争格局基本已定，后续中国核电运营市场虽高速增长，但预计市场红利仍将由中核集团、中广核集团和中电投集团等三大集团共享。
- ✓ **核电装机容量空间巨大，市场前景较好：**核电十三五规划到2020年，核电运行装机容量达到5800万千瓦，在建达到3000万千瓦以上。截至2019年6月底，中国大陆在运核电机组47台，装机容量仅有4873万千瓦，虽然位居全球第三，但仍然低于规划目标5800万千瓦。目前中国核电站并网47座，在建12座，计划新建42座，规划新建170座数量，在第三代核电安全性得到验证核电重启之后，预计未来核电将迎来高速发展。由于核电装机的利用小时数远高于其他发电形式，因此核电发电量占比亦大幅高于装机容量占比。

✓ **风险提示：**在建工程进度不及预期；核电安全性风险。

3、燃气：国家管网公司挂牌成立，中俄东线投产带来供给格局新变化

天然气规划占据我国能源发展的重要地位，是政策推动的主要方向。2017年1月，国家能源局发布《天然气发展“十三五”规划》，规划到2020年我国天然气占一次能源消费比例达到8.3-10%。《能源发展“十三五”规划》指出，要逐步降低煤炭消费比重，提高天然气和非化石能源消费比重，非化石能源消费比重重要提高到15%以上，天然气消费比重力争达到10%。而且目前我国天然气在一次能源消费结构中仅为7.43%，远低于全球天然气消费平均占比24%，提升空间较大。

表1：“十三五”天然气行业发展主要指标

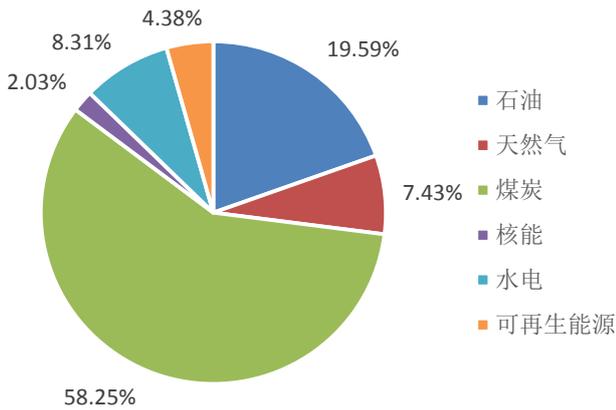
| 指标 | 2015年 | 2020年 | 年均增速 | 属性 |
|-----------------|-------|--------|-------|-----|
| 累计探明储量（常规气，万亿方） | 13 | 16 | 4.3% | 预期性 |
| 产量（亿方/年） | 1350 | 2070 | 8.9% | 预期性 |
| 天然气占一次能源消费比例（%） | 5.9 | 8.3-10 | - | 预期性 |
| 气化人口（亿人） | 3.3 | 4.7 | 10.3% | 预期性 |
| 城镇人口天然气气化率（%） | 42.8 | 57 | - | 预期性 |
| 管道里程（万公里） | 6.4 | 10.4 | 10.2% | 预期性 |
| 管道一次运输能力（亿立方米） | 2800 | 4000 | 7.4% | 预期性 |
| 地下储气库工作气量（亿立方米） | 55 | 148 | 21.9 | 约束性 |

资料来源：《天然气发展“十三五”规划》，新时代证券研究所

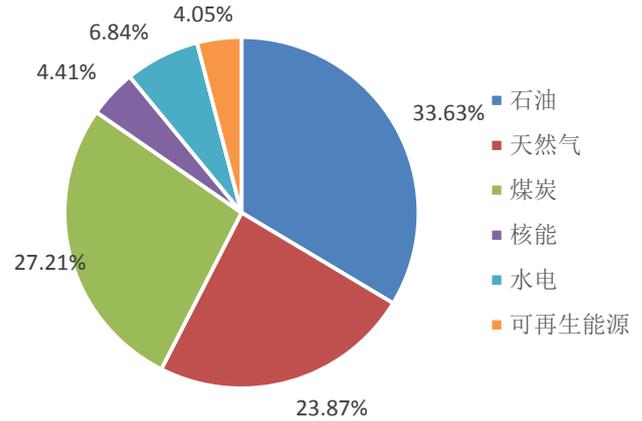
根据BP预测，到2040年，全球能源结构将呈现最为多元化的态势，石油、天然气、煤炭和非化石燃料各占四分之一，从目前的能源结构来看，非化石能源跟天然气的发展空间最大。从中国的能源未来结构发展趋势上来看，天然气的提升空间最大。

图38：中国一次能源消费占比（2018年）

图39：世界一次能源消费占比（2018年）



资料来源:《BP 世界能源统计年鉴》2019 版,新时代证券研究所



资料来源:《BP 世界能源统计年鉴》2019 版,新时代证券研究所

3.1、国家管网公司挂牌成立,天然气产业链迎来重要发展机遇

近年来,天然气政策不断推进,从2017年发改委发布《加快推进天然气利用的意见》、到《中长期油气管网规划》,油气管网运营机制改革的目标和方向基本确立。2019年3月,《石油天然气管网运营机制改革实施意见》通过,推动石油天然气管网运营机制改革,组建国有资本控股、投资主体多元化的石油天然气管网公司(提出组建石油天然气管网公司),国家管网公司组建开始进入筹备阶段。2019年5月24日,国家发展改革委、国家能源局、住房和城乡建设部、市场监管总局联合印发了《油气管网设施公平开放监管办法》,从监管角度为国家管网公司成立做好了准备。

12月9日,国家石油天然气管网集团有限公司挂牌成立,其主要职责是负责全国油气干线管道形成“全国一张网”,负责全国油气干线管网运行调度。国家管网公司成立后,天然气实行运销分离,(1)可以利用现有管网、接收站使得国内供应主体更加多元化,提升天然气整体生产供应能力,由此也能够促进终端需求;(2)促进管网建设,提高管网投资效益。目前来看,我国天然气管网建设滞后于产业发展速度。国家管网的成立可以拓宽管网建设资金的来源,提高管网投资收益;(3)全国一张网,能够提高效率减少资源浪费,以前在油气领域,管网互联互通程度不够、协同难度大、重复建设、运行效率慢等问题突出。国家管网公司将形成全国一张网,能够实现管道资源共享,避免重复建设提高能源运输效率并降低运输成本。所以国家管网公司的成立是近年来天然气体制改革中重大改革措施之一,会对中国天然气市场产生深远影响。

表2: 天然气行业相关政策梳理

| 时间 | 发布机构 | 政策名称 | 内容 |
|---------|-------|---------------|---|
| 2017年1月 | 国家能源局 | 《能源发展“十三五”规划》 | 《能源发展“十到2020年能源消费总量控制在50亿吨标准煤以内。“十三五”时期非化石能源消费比重提高到15%以上,天然气消费比重力争达到10%,煤炭消费比重降低到58%以下。 |

| 时间 | 发布机构 | 政策名称 | 内容 |
|------------|-------------------------------|----------------------|--|
| 2017年1月 | 发改委 | 《天然气发展十三五规划》 | 提升天然气在一次能源消费比例, 增强天然气供应能力, 大力开发非常规气, 引导中游基础设施建设和下游市场开发。提出发展的储量目标、供应能力、基础设施、市场体系建设目标。至2020年, 累计探明储量16万亿立方米, 产量2070亿方每年, 天然气占一次能源消费比例8.3%-10%, 气化人口4.7亿人, 城镇人口天然气气化率57%, 管道里程10.4万公里, 管道一次运输能力4000亿立方米, 地下储气库工作气量148亿立方米。 |
| 2017年2月 | 国家能源局 | 《2017能源工作指导意见》 | 2017年天然气消费比重提高到6.8%左右, 天然气产量1700亿立方米(含页岩气产量100亿立方米左右)。调峰用天然气电站, 在负荷集中和天然气气源有保障的地区, 建设天然气调峰电站, 年内计划新增装机规模100万千瓦; 油气管网, 积极推进已开工项目建设, 年内计划建成中俄原油管道二线、陕京四线; 天然气调峰设施, 积极推进金坛盐穴、双6、相国寺等已投运储气库扩容达容, 推进中原文23等地下储气库建设, 年内计划开工建设中原文23、华北及大港储气库扩容改造, 全年新增工作气量3亿立方米以上。 |
| 2017年5月 | 发改委、国家能源局 | 《中长期油气管网规划》 | 对于天然气, 一要拓展“一带一路”进口通道, 扩大陆上油气管道进口的能力, 稳定海上石油接驳能力, 大力提升LNG接收能力。二要加强天然气管道布局, 完善主干管网和联络线, 强化基础网络。到2020年, 全国油气管网规模达到16.9万公里, 天然气管道10.4万公里。到2025年, 天然气管网16.3万公里, 天然气管道进口能力1500亿立方米, LNG接卸能力1亿吨, 天然气储存能力400亿立方米, 城镇天然气用气人口达5.5亿。 |
| 2017年5月 | 国务院 | 《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》 | 明确了深化石油天然气体制改革的指导思想、基本原则、总体思路和主要任务, 包括完善油气进出口管理体制, 提升国际国内资源利用能力和市场风险防范能力; 改革油气管网运营机制, 提升集约输送和公平服务能力; 深化下游竞争性环节改革, 提升优质油气产品生产供应能力; 改革油气产品定价机制, 有效释放竞争性环节市场活力; 完善油气储备体系, 提升油气战略安全保障供应能力。 |
| 2017年6月 | 发改委 | 《加快推进天然气利用的意见》 | 总体目标在于要逐步将天然气培育成为我国现代清洁能源体系的主体能源之一, 到2020年, 天然气在一次能源消费结构中的占比力争达到10%左右, 地下储气库形成有效工作气量148亿立方米。到2030年, 力争将天然气在一次能源消费中的占比提高到15%左右, 地下储气库形成有效工作气量350亿立方米以上。 |
| 2018年9月 | 国务院 | 《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》 | 明确天然气在能源结构中的重要性, 研究将非常规天然气补贴延续至“十四五”时期。 |
| 2019年3月19日 | 国家发改委 | 《石油天然气管网运营机制改革实施意见》 | 推动石油天然气管网运营机制改革, 要坚持深化市场化改革、扩大高水平开放, 组建国有资本控股、投资主体多元化的石油天然气管网公司, 推动形成上游油气资源多主体多渠道供应、中间统一管网高效集输、下游销售市场充分竞争的油气市场体系, 提高油气资源配置效率, 保障油气安全稳定供应。 |
| 2019年5月24日 | 国家发展改革委、国家能源局、住房和城乡建设部、市场监管总局 | 《油气管网设施公平开放监管办法》 | 国家鼓励和支持油气管网设施互联互通和公平接入, 逐步实现油气资源在不同管网设施间的灵活调配。油气管网设施运营企业不得阻碍符合规划的其他管网设施接入, 并应当为接入提供相关便利。油气管网设施运营企业应当对输送、储存、气化、装卸、转运等运营业务实行独立核算, 并按照国家有关规定推进油气管网设施独立运营, 实现和其他油气业务的分离。 |

资料来源: 国家能源局, 国务院, 发改委, 新时代证券研究所

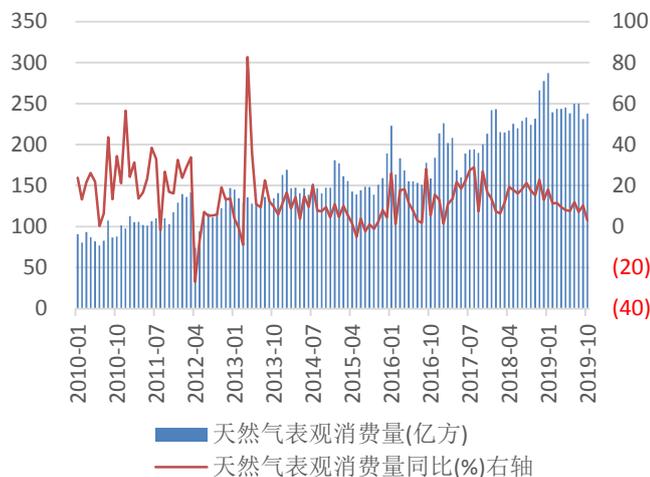
3.2、需求端: 天然气需求稳中有升, 清洁取暖空间巨大

从2017年开始，“煤改气”正式启动，成为天然气需求增长的主要动力之一。2018年，国家出台多项政策持续推进大气污染防治工作，强化重点地区多行业煤改气，全国天然气消费量快速增长，近5年（2014-2018年）天然气消费量复合增速为11.94%。2019年1-10月中国天然气表观消费量达到2473.02亿立方米，同比增长8.98%，天然气需求稳中有升。

政策持续推进清洁供暖，天然气需求空间仍然非常巨大。《中国清洁供热产业发展报告》显示，截至2017年底我国北方地区供热面积232亿平方米，其中41%实现了清洁供热，面积达到95亿平方米。北方地区清洁供热在政策的推动下将实现快速增长，预计2021年将达到约180亿平方米，清洁供热率达到70%。根据《北方地区冬季清洁取暖规划(2017-2021年)》的目标，到2021年，北方地区清洁取暖率达到70%，也与预测相符合。根据《天然气发展“十三五”规划》，2020年国内天然气综合保供能力达到3600亿立方米以上；2020年气化各类车辆约1000万辆，配套建设加气站超过1.2万座，船用加注站超过200座；2020年气化人口达到4.7亿人。

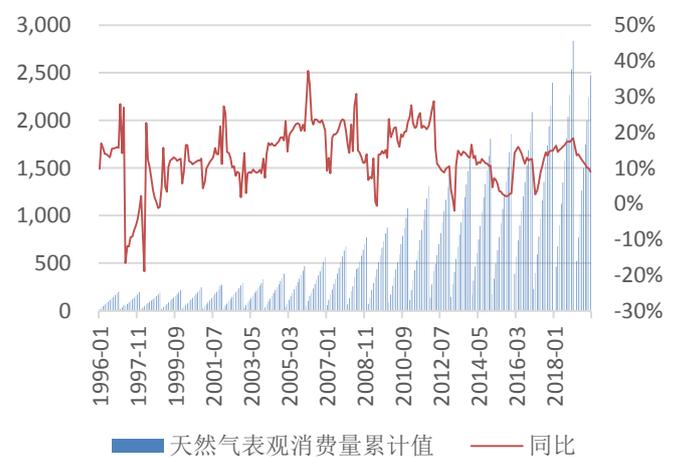
从用能结构来看，北方地区取暖使用能源以燃煤为主，燃煤取暖面积约占总取暖面积的83%，天然气、电、地热能、生物质能、太阳能、工业余热等合计约占17%。取暖用煤年消耗约4亿吨标煤，其中散烧煤（含低效小锅炉用煤）约2亿吨标煤，主要分布在农村地区。如果根据规划，2019年，北方地区清洁取暖率要达到50%，将替代散烧煤7400万吨。到2021年，北方地区清洁取暖率达到70%，将替代散烧煤1.5亿吨，天然气的的需求空间仍然非常大。

图40: 中国天然气表观消费量持续提升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

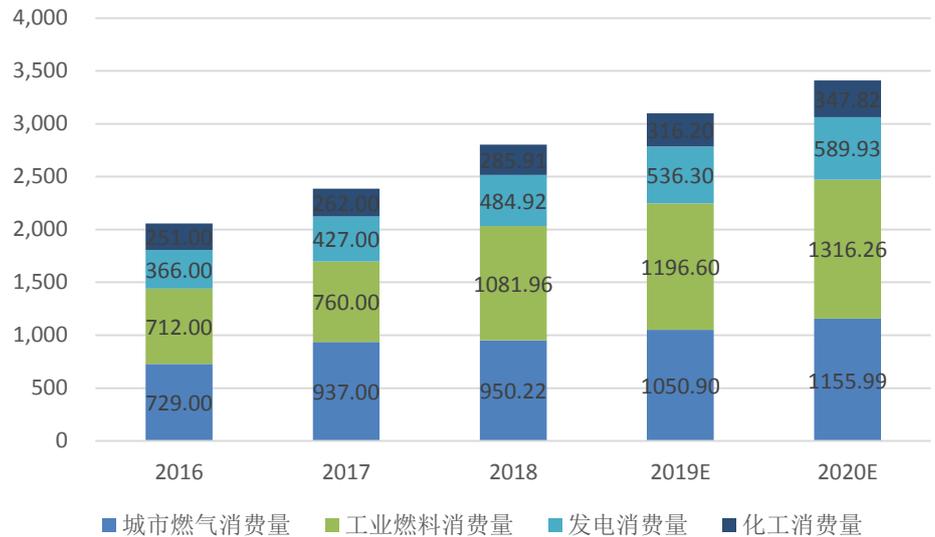
图41: 天然气需求稳中有升(单位: 亿立方米)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

根据我们预计，2020年天然气消费有望接近3500亿方，未来有望保持10%左右的年均增长率。我们预计到2020年，城市燃气消费量将达到1156亿方，工业燃料消费量将达到1316亿方，发电消费量将达到590亿方，化工消费量将维持347亿方平。

图42: 根据我们测算，2020年天然气消费量有望接近3500亿方



资料来源：Wind，《中国天然气发展报告》，新时代证券研究所

3.3、供给：中俄东线管道投产，LNG 为主要弹性

供应方面，中俄东线投产，国内天然气产量稳步增加，LNG 建设加码。受需求拉动，我国天然气进口量持续高速增长，2018 年天然气进口数量达到 1256.81 亿方（同比增长 31.54%），进口增量超过 300 亿方，超越日本成为全球第一大天然气进口国。

与此同时，中国天然气对外依存度大幅攀升。我国国内常规气跟非常规气都在快速发展，但是仍然低于需求增速，导致中国天然气对外依存度从 2008 年的 1%，到目前超过 40%。截至 2019 年 10 月，我国天然气对外依存度持续攀升至 42.47%。与此同时，我国天然气勘探开发程度依旧较低。我们认为，随着技术进度和天然气体制改革不断深入，开发低渗透、深层、深水、火山岩等领域大量的品位低、难动用资源的经济性将逐步显现，非常规天然气资源潜力将不断释放。

图43：中国天然气对外依存度持续提高

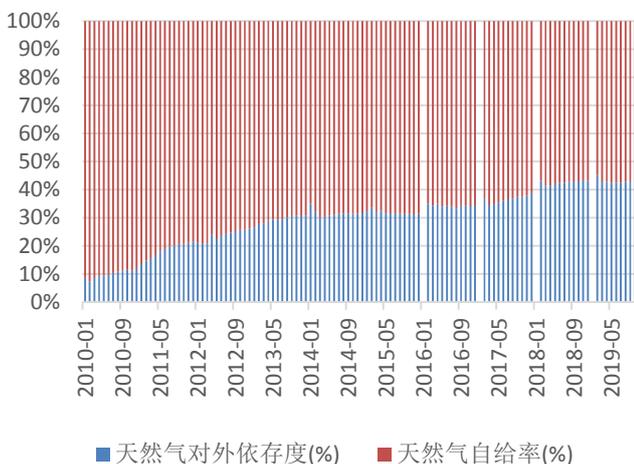
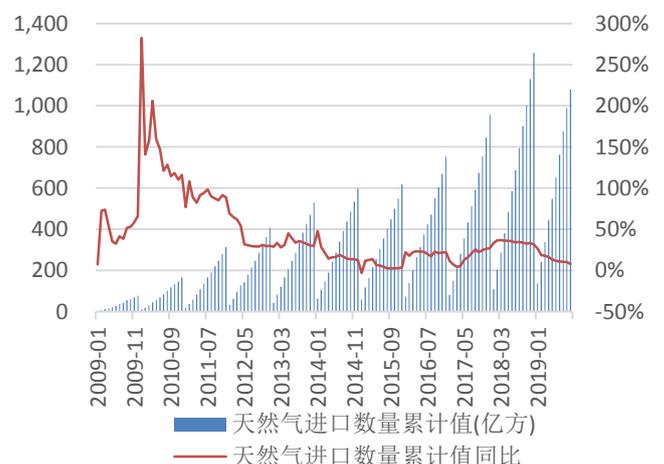
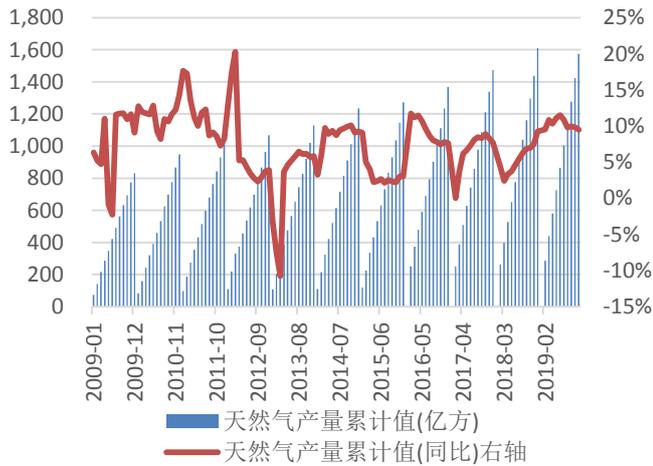


图44：天然气进口数量逐年递增



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

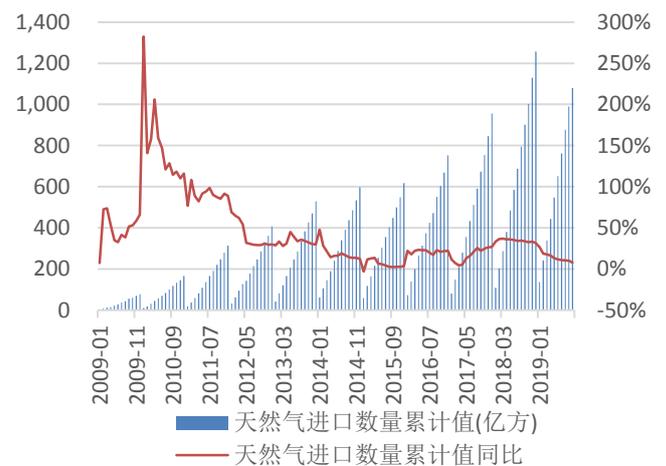
图45: 中国天然气产量增速及同比



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图46: 天然气进口数量逐年递增

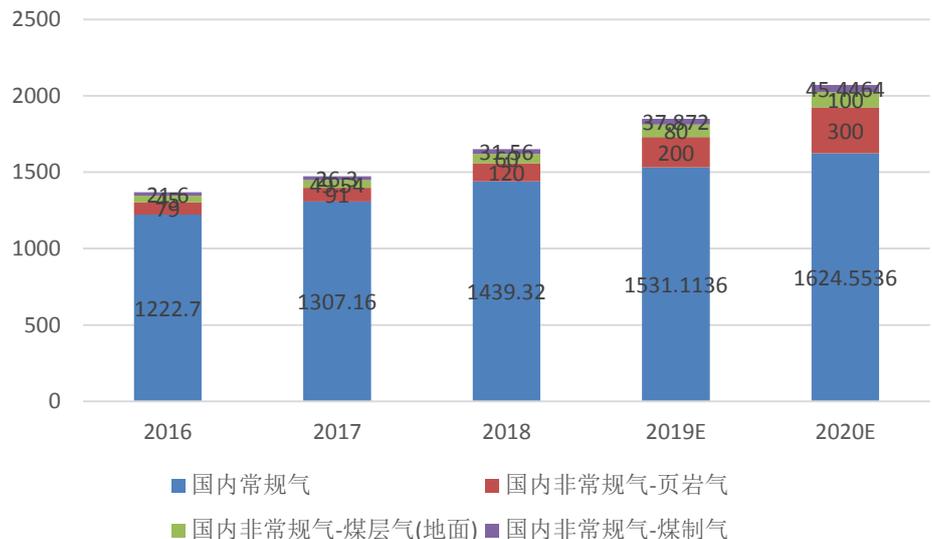


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

3.3.1、国产气: 政策支持增速有限, 2020 年国内天然气产量有望达到 2070 亿方

(1)根据《中国天然气发展报告》，2020 年国内天然气产量约 2070 亿方；2020 年页岩气产量力争达到 300 亿立方米；2020 年煤层气（地面抽采）产量 100 亿立方米。(2) 根据《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》，力争到 2020 年底前国内天然气产量达到 2000 亿立方米以上。(3) 根据《页岩气发展规划（2016-2020 年）》，2020 年力争实现页岩气产量 300 亿立方米，2030 年实现页岩气产量 800-1000 亿立方米。(4) 根据《煤层气（煤矿瓦斯）开发利用“十三五”规划》，2020 年，地面煤层气产量 100 亿立方米，利用率 90% 以上。

图47: 2020 年国产气产量有望达到 2070 亿方



资料来源: Wind, 《天然气发展“十三五”规划》，新时代证券研究所

3.3.2、进口管道气：中俄东线投产带来主要增量

2019年12月2日，中俄东线天然气管道正式投产通气，一年内将引进50亿方天然气，东北、京津冀和长三角等区域将直接受益，以后将逐年增加输量，最终达到380亿立方米/年。

2014年5月，中俄签署《中俄东线天然气合作项目备忘录》以及《中俄东线供气购销合同》，合同总价值4000亿美元，约定俄方将通过中俄天然气管道东线向中国进行天然气供应。中俄东线总长度8000多公里，俄罗斯境内管道起自科维克金气田和恰扬金气田，全长约3000公里；中国境内管道全长5111公里，从黑龙江省黑河市入境，途经9省，惠及沿线9个省区市4亿多人口，将有效改善沿线地区大气质量。这次投产后，一年内供气量预计为50亿方，最终达到每年380亿方，逐年递增。合同期累计30年，俄方未来将向中方累计供应超过1万亿立方米天然气。

从中国目前的天然气进口格局来看，西北有中国中亚管道，已经建成投产3条并行管道，西南有中缅油气管道，海上通道有大量LNG供给。此次中俄东线通气后，我国4大油气战略通道中的东北补齐了天然气管道这一短板，完善了4大油气战略通道原油和天然气的输送渠道。从国家能源安全的角度来看，天然气进口的多元化，有利于保障国家能源安全。此次供气市场主要为东北、京津冀和长三角地区，未来中俄东线满产后，每年供应的380亿方进口天然气将进一步改善我国天然气产业供给，通过多元化供给和管道联网平衡全国供气格局。

目前在建的主要进口管道气线除了中俄东线投产之外，还有中亚D线、中俄西线。中俄东线投产之后，中俄西线也可能提上议程，中俄双方的能源合作有望进一步加强。

表3：主要进口管道气建设投产情况

| 管线 | 运营方 | 设计输气能力（亿方/年） | （预计）投产年份 |
|----------|-----|--------------|---------------|
| 中亚 A/B 线 | 中石油 | 300 | 2009/2010 |
| 中亚 C 线 | 中石油 | 250 | 2014 |
| 中亚 D 线 | 中石油 | 300 | 2020 底 |
| 中缅管线 | 中石油 | 120 | 2013 |
| 中俄东线 | 中石油 | 380 | 2019 年 12 月投产 |
| 中俄西线 | 中石油 | 300 | 2020 底 |

资料来源：商务部、中石油官网、人民网，发改委，中国新闻网，新时代证券研究所

3.3.3、LNG 接收站：新增产能即将进入产能释放期

目前国内已经投运的 LNG 接收站产能为 6880 万吨/年，2019 年，启东 LNG 接收站二期（55 万吨/年）、深圳燃气 LNG 接收站（80 万吨/年）、防城港 LNG 接收站（60 万吨/年）正式投产，预计新增将带来 LNG 的新增量，2020 年将进入产能释放期，国内的天然气供给格局有望得到好转。目前 LNG 接收站是我国目前天然气供给端的主要弹性，假如遇到需求端超预期增长，或国产气增量低预期，LNG 接

收站产能供应仍将面临较大压力。

表4: 全国已投产 LNG 接收站情况

| 接收站名称 | 项目所在地 | 接收能力 (万吨) | 所属公司 | 最新一期投产时间 |
|--------------|----------|-----------|----------|---------------|
| 大鹏湾 LNG 接收站 | 深圳下沙秤头角 | 680 | 中海油 | 2014 |
| 珠海 LNG 接收站 | 广东珠海高栏港 | 350 | 中海油/粤电 | 2014 |
| 莆田 LNG 接收站 | 福建莆田秀屿港 | 630 | 中海油 | 2009 |
| 宁波 LNG 接收站 | 浙江宁波北仑区 | 300 | 中海油 | 2013 |
| 上海 LNG 接收站 | 上海洋山港 | 300 | 中海油/中能 | 2009 |
| 如东 LNG 接收站 | 江苏如东海口港 | 650 | 中石油 | 2016 |
| 天津 LNG 浮式接收站 | 天津港南疆港区 | 220 | 中海油 | 2013 |
| 唐山 LNG 接收站 | 唐山曹妃甸工业区 | 650 | 中石油/北京控股 | 2013 |
| 大连 LNG 接收站 | 辽宁大连大孤山 | 600 | 中石油 | 2016 |
| 海南洋浦 LNG 接收站 | 海南洋浦开发区 | 300 | 中海油 | 2014 |
| 迭福 LNG 接收站 | 广东深圳迭福片区 | 400 | 中海油/深圳能源 | 2018 (8月1日) |
| 粤东 LNG 接收站 | 广东揭阳惠来县 | 200 | 中海油 | 2017 (5月26日) |
| 北海 LNG 接收站 | 广西北海铁山港区 | 300 | 中石化/北部港务 | 2016 |
| 青岛 LNG 接收站 | 青岛董家口港区 | 300 | 中石化 | 2015 |
| 天津 LNG 接收站 | 天津市南港工业区 | 300 | 中石化 | 2018 (2月26日) |
| 广东九丰 LNG 接收站 | 东莞洪梅沙田镇 | 100 | 九丰 | 2012 |
| 五号沟 LNG 接收站 | 上海五号沟 | 50 | 中能 | 2008 |
| 启东 LNG 接收站 | 江苏启东 | 115 | 广汇能源 | 2017 (6月4日) |
| 舟山 LNG 接收站 | 舟山 | 300 | 新奥集团 | 2018 (10月19日) |
| 深圳燃气 LNG 接收站 | 广东葵涌 | 80 | 深圳燃气 | 2019 |
| 防城港 LNG 接收站 | 广西防城港 | 60 | 中海油 | 2019 |

资料来源: 各公司公告、官网, 新时代证券研究所

表5: 未来预计新增投产的 LNG 接收站项目

| 接收站名称 | 项目所在地 | 设计规模 (万吨) | 所属公司 | 拟投产时间 |
|----------------|--------------|-----------|-------|---------|
| 江阴 LNG 储备站 | 江苏江阴临港开发区 | 200 | 中天能源 | 2020年8月 |
| 潮州 LNG 储配项目 | 广东省潮州市 | 200 | 中天能源 | - |
| 阳江 LNG 调峰储备库项目 | 广东省阳江港 | 200 | 太平洋油气 | 2024 |
| 绥中港 LNG | 绥中港区 LNG 功能区 | 260 | 百川能源 | - |

资料来源: 各公司公告、官网, 新时代证券研究所

表6: 天然气供需平衡表 (亿方)

| 项目 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 消费量 | 2058 | 2386 | 2803 | 3100 | 3410 |
| YOY | | 15.94% | 17.48% | 10.60% | 10.00% |
| 供给量 | 2120 | 2428 | 2867 | 3162 | 3478 |
| YOY | | 14.53% | 18.09% | 10.30% | 10.00% |
| 误差及损失 | 3.00% | 1.74% | 2.28% | 2.00% | 2.00% |
| 消费端 | | | | | |
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |

| 项目 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 消费量总量 | 2058 | 2386 | 2803 | 3100 | 3410 |
| YOY | | 15.94% | 17.48% | 10.60% | 10.00% |
| 城市燃气消费量 | 729 | 937 | 950 | 1051 | 1156 |
| 工业燃料消费量 | 712 | 760 | 1082 | 1197 | 1316 |
| 发电消费量 | 366 | 427 | 485 | 536 | 590 |
| 化工消费量 | 251 | 262 | 286 | 316 | 348 |
| 供给端 | | | | | |
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
| 供给量总量 | 2120 | 2428 | 2867 | 3162 | 3478 |
| YOY | | 14.53% | 18.09% | 10.30% | 10.00% |
| 国内产气总量 | 1368 | 1474 | 1610 | 1849 | 2070 |
| YOY | | 7.72% | 9.23% | 14.84% | 11.95% |
| 国内常规气 | 1223 | 1307 | 1439 | 1531 | 1625 |
| 国内非常规气-页岩气 | 79 | 91 | 120 | 200 | 300 |
| 国内非常规气-煤层气(地面) | 45 | 50 | 60 | 80 | 100 |
| 国内非常规气-煤制气 | 22 | 26 | 32 | 38 | 45 |
| 进口天然气总量 | 751 | 954 | 1257 | 1313 | 1408 |
| YOY | | 26.92% | 31.79% | 4.47% | 7.25% |
| 进口管道气 | 389 | 423 | 520 | 558 | 630 |
| YOY | | 8.78% | 22.86% | 7.39% | 12.81% |
| 进口管道气产能 | 670 | 670 | 670 | 765 | 1050 |
| 进口管道气产能利用率 | 58.07% | 63.17% | 77.61% | 73.00% | 60.00% |
| 进口 LNG | 362 | 530 | 737 | 755 | 778 |
| YOY | | 46.40% | 38.92% | 2.41% | 3.13% |
| LNG 接收站年等效产能 | 713 | 773 | 856 | 1013 | 1077 |
| LNG 接收站产能利用率 | 50.78% | 68.59% | 86.05% | 74.47% | 72.24% |

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

蓝焰控股——行业迎来历史机遇，长期看资源量成倍增长。国内天然气对外依存度将持续走高，加大天然气开采力度的迫切性日益凸显。与此同时，煤层气行业的开采技术逐渐成熟，在非常规天然气中受到政策补贴的力度及持续性最强，有望成为山西省能源清洁化的重要抓手，配置价值提升。公司作为煤层气行业龙头，有望迎来高速发展期。

- ✓ **煤层气价值逐渐凸显，行业迎来历史发展机遇：**我国国内常规气跟非常规气都在快速发展，但是仍然低于需求增速，导致中国天然气对外依存度从2008年的1%，到目前超过40%。截至2019年10月，我国天然气对外依存度持续攀升至42.47%。相关政策规划到2020年我国天然气消费占一次能源比重重要达到10%，目前仍有一定差距。与此同时，我国天然气勘探开发程度依旧较低。我们认为，随着技术进度和天然气体制改革的不断深入，开发低渗透、深层、深水、火山岩等领域大量的品位低、难动用资源的经济性将逐步显现，非常规天然气资源潜力将不断释放。对加大国内天然气勘探开发力度的迫切性持续上升。而煤层气作为我国储量丰富、清洁高效的优质能源，价值逐渐凸显。

- ✓ **山西省煤层气龙头，“技术+资源”构筑护城河：**2016 年公司进行重大资产重组，置入优质煤层气资产（蓝焰煤层气），主业变为煤矿瓦斯治理及煤层气勘查、开发与利用。山西是全国煤层气的集中地区，2018 年山西省地面煤层气产量 50.4 亿立方米、利用量 45.4 亿立方米，分别占全国的 93.11%、92.65%。公司是山西省煤层气龙头，2018 年煤层气产量 14.64 亿立方米，分别占全国总量的 27.05%，是 A 股最纯正的煤层气标的。公司深耕煤层气技术多年，有望充分受益煤层气行业的历史发展机遇。另外，公司大股东晋煤集团实力雄厚，公司是晋煤集团旗下唯一上市平台，有望最先受益山西省煤层气改革。
- ✓ **未来看点：山西燃气集团重组全面启动，煤层气是核心战略：**2019 年初，山西燃气集团全面启动，改革的核心战略是煤层气，与央企合作是亮点，公司或受益最深。根据山西燃气集团重组后的发展思路，到 2020 年，山西燃气集团自身煤层气抽采规模将达 43 亿立方米，与央企合作形成 100 亿立方米抽采规模，全省煤矿井下瓦斯 65-70 亿立方米抽采规模，努力实现 200 亿立方米的产量目标。公司是未来山西燃气集团最核心的煤层气资产，有望受益最深。
- ✓ **风险提示：**煤层气需求不及预期，新区快拓展不及预期。

4、环保：垃圾分类使固废板块景气度持续高涨，关注其他细分板块估值修复机会

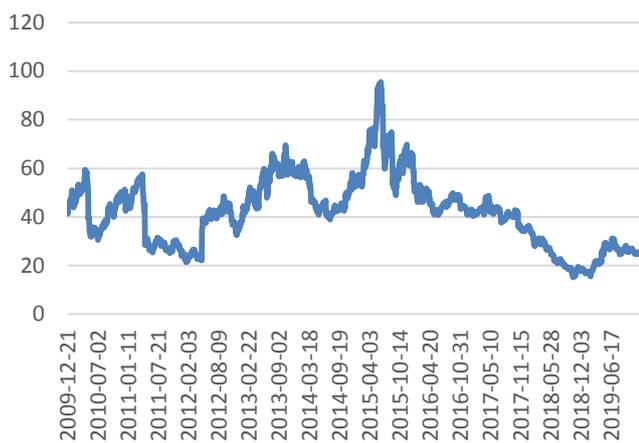
2019 年环保板块表现为结构型投资机会，固废板块景气度在垃圾分类政策的支撑下高涨，垃圾分类加速推进将促进整个固废产业链的发展提速，相关子行业的龙头公司受益最深。

环保板块由于过去几年的高速扩张，在金融去杠杆后融资环境偏紧的影响下受到比较大的影响，虽然融资环境逐渐宽松，央行也在进行货币政策的逆周期调节，并慢慢传导到企业端，但是仍受到一定影响，景气度仍在低谷。

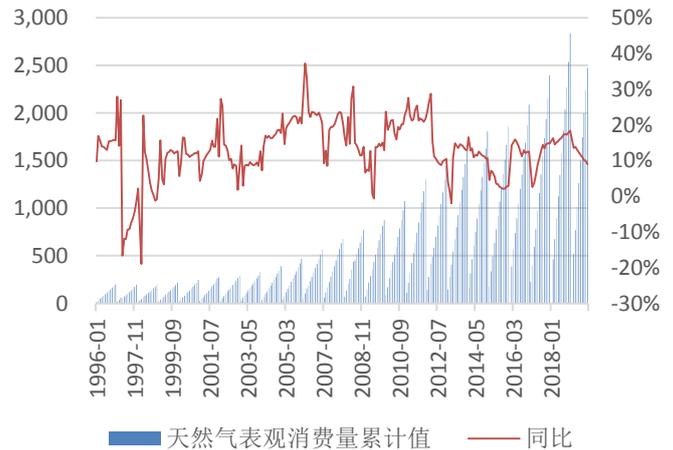
环保是美好中国建设的重要一环，应是未来“补短板”的重要方向。随着粤港澳大湾区、农村环保、雄安新区、长江大环保等建设的落地，有望持续提振环保需求。环保板块的历史估值中枢为 42 倍，2019 年 12 月 20 日环保板块估值为 26 倍，已经回落到历史的低位区间，部分优质个股的估值已经很低。目前融资环境正在边际改善，环保需求持续提振，板块向上的估值修复弹性较大。建议关注两大投资主线：（1）市政环保的超跌标的，如碧水源、博世科、国祯环保；（2）兼具防御性和成长性的优质运营标的，如瀚蓝环境、上海环境、洪城水业。

图48： SW 环保工程及服务Ⅱ板块历史 PE

图49： 天然气需求稳中有升(单位：亿立方米)



资料来源：Wind，新时代证券研究所



资料来源：Wind，新时代证券研究所

国祯环保——三峡集团拟控股公司，未来将深度参与长江大保护。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.55、0.73 和 0.95 元，当前股价对应 PE 分别为 19.7、14.9 和 11.4 倍，维持“强烈推荐”评级。

- ✓ **污水治理行业前景向好，水环境治理需求不断提升：**随着我国经济发展和环保意识的觉醒，国内污水处理领域存在提标改造得需求。公司在水处理行业的技术及运营经验丰富，大股东股权转让给三峡后，公司将在长江大保护工作中发挥更大作用，充足的订单也为公司将来业绩增长提供了保障。
- ✓ **在手订单充足，项目不断推进：**2019 年前三季度公司新增订单 27.36 亿元，其中工程类（EPC+EP）为 21.14 亿元，特许经营类（BOT）为 6.22 亿元。目前工程类未确认收入的手订单总共为 39.75 亿元。公司 2019 年前三季度的运营收入为 9.95 亿元（同比+13.32%），运营收入占比已经从 2018 年年末的 29.57% 提升到目前的 38.55%，公司的运营收入以及占营收比重进一步提升，使得公司现金流更加稳定，具有更高的抗风险能力。
- ✓ **大股东转让股权给三峡集团，提升公司竞争实力：**2019 年 7 月公司定增引入战略投资者三峡集团和中节能。2019 年 9 月大股东转让 15% 股权给三峡集团，完成后三峡集团将实际控制公司 26.63% 的股权。三峡集团成为公司实际上的第一大股东之后，将发挥股东战略优势，推动公司参与长江大保护工作项目的运维服务，未来三年内每年承担不低于长江环保集团主导的新增项目中 30% 的运维服务保障职能。看好公司未来运营收入的稳步增长，三峡集团跟公司的深度合作将带来更多优质项目储备以及业绩增长。
- ✓ **风险提示：**融资环境恶化，政策变动

4.1、固废：垃圾分类获得政策加持，大固废板块未来行业仍有千亿空间

早在 2016 年 12 月，习总书记主持召开中央财经领导小组会议研究普遍推行垃圾分类制度，强调要加快建立分类投放、分类收集、分类运输、分类处理的垃圾处

理系统，形成以法治为基础、政府推动、全民参与、城乡统筹、因地制宜的垃圾分类制度，努力提高垃圾分类制度覆盖范围。我们认为，此次垃圾分类再次获得支持，彰显了垃圾分类建设的迫切性和重要性。

根据《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》，自2019年起在全国地级及以上城市全面启动生活垃圾分类工作。通知要求到2020年，46个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统。其他地级城市实现公共机构生活垃圾分类全覆盖，至少有1个街道基本建成生活垃圾分类示范片区。到2022年，各地级城市至少有1个区实现生活垃圾分类全覆盖，其他各区至少有1个街道基本建成生活垃圾分类示范片区。到2025年，全国地级及以上城市基本建成生活垃圾分类处理系统。

我们认为，垃圾分类的推行，将推动整个固废产业链的发展提速，未来预计主要有以下几点变化：（1）垃圾分类最直接的受益子行业是环卫装备和环卫运营行业，市场将加速释放；（2）垃圾分类产业链下方的子行业将更加精细化，主要体现在湿垃圾市场的扩容，生活垃圾焚烧的热值提高，垃圾回收市场的效率提高等。

表7： 垃圾分类政策集中发布

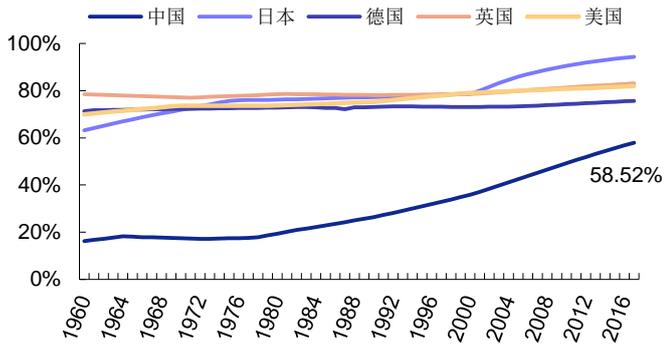
| 时间 | 政策详情 |
|-----------|---|
| 2019年6月3日 | 习近平总书记对垃圾分类公司做出重要指示，明确推行垃圾分类的重要性和必要性。 |
| 2019年6月5日 | 国务院常务会议通过《中华人民共和国固体废物污染环境防治法（修订草案）》。修订案强化工业固体废物产生者的责任，完善排污许可制度，要求加快建立生活垃圾分类投放、收集、运输、处理系统。 |
| 2019年6月6日 | 住建部等9部门联合发布《关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》，明确指出到2020年46个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统，到2025年全国地级及以上城市基本建成生活垃圾分类处理系统。 |
| 2019年7月1日 | 上海市将正式施行《上海市生活垃圾管理条例》，不按规定投放的行为将面临惩处，个人拒不改正的处50元以上200元以下罚款。 |

资料来源：国务院，住建部，新时代证券研究所

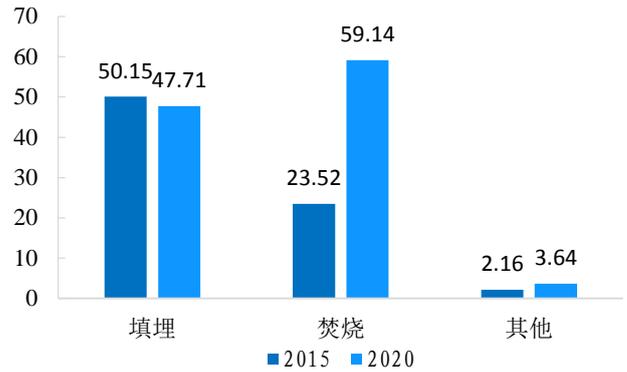
固废行业仍有很大市场空间。2017年，我国城镇化率仅为58.52%（国家统计局口径），与发达国家83.99%的城镇化率均值（世界银行口径）存在较大差距。由此看来，我国城镇化仍有很大发展空间，未来生活垃圾清运增量可期。此外，根据《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》要求，到2020年底，具备条件的直辖市、计划单列市和省会城市（建成区）实现原生垃圾“零填埋”；设市城市生活垃圾焚烧处理能力占无害化处理总能力的50%以上，其中东部地区达到60%以上。“十三五”期间，全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设投资1699.3亿元，规划新增生活垃圾无害化处理能力50.97万吨/日，其中新建规模38.07万吨/日。我们预计有90%以上的投资会进入焚烧处理设施建设，新建焚烧规模达到35.62万吨/日，较“十二五”提升151%。

图50： 我国城镇化仍有很大上升空间

图51： “十三五”全国城镇生活垃圾处理设施规模（万吨/日）



资料来源：世界银行，新时代证券研究所



资料来源：《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，新时代证券研究所

“二期”项目更信赖优质公司，“后垃圾焚烧市场”剩者为王。垃圾焚烧发电项目前期投资大，且项目投运后具有天然排他性，同时环保督查等一系列监察措施使得市场规范性不断增强，因此单一公司通过内生方式大幅提高市占率的可能性较低。垃圾焚烧市场已经从快速跑马圈地的高速成长期进入了重视运营质量的“后垃圾焚烧市场”。在此阶段中，市场已经较为成熟，市场份额主要被规模较大的龙头公司所占据。此外，由于行业已经摒弃粗放型的发展方式并开始转向高质量发展，“后垃圾焚烧市场”的订单更倾向给予运营经验成熟的龙头公司，而改扩建项目也更信赖原有的运营单位。因此我们预计优质公司将在这种更健康的竞争环境下受益，业绩将仍然维持高增速。

瀚蓝环境——“大固废”布局持续发力，优质资产贡献充沛现金流。预计公司2019-2021年EPS分别为1.20、1.45和1.70元，当前股价对应2019-2021年PE分别为14.4、11.9和10.1倍，我们看好公司“瀚蓝模式”异地扩张。

- ✓ **可持续的稳定现金流维持公司健康、稳定发展：**公司四大业务板块持续发展，优质的运营资产能够持续给公司提供稳定的现金流支持。截止到2019年三季报，公司经营活动产生的现金流量净额为7.27亿元。2017年、2018年、2019年三季度公司销售商品提供劳务收到的现金/营业收入分别为107.64%、98.90%、89.79%，远高于环保行业的平均水平，优质的现金流将成为公司不断外延拓展的有力保障。公司现金回收比例高，稳定的现金流也奠定了公司稳定发展的基石。
- ✓ **“大固废”布局持续发力，固废全产业链布局已成规模：**公司坚持的“大固废战略”持续推进，已经成为未来业绩的最大驱动引擎，目前已经基本形成了完善的固废产业链。到目前为止，公司承接了盛运环保6个总计4800吨/日的固废项目，收购嘉兴创新环保科技有限公司94.91%股权，投资了平湖经济技术开发区危险废物无害化处置项目（3.1万吨/年），大固废模式不断推进。目前国内的传统污水处理领域的提标改造需求不断增长，2018年公司完成16个生活污水处理厂提标改造工作，从2018年8月至2019年9月，陆续有八间污水厂根据提标改造相关协议执行了新的单价，2019年第三季度污水处理均价为1.4元/吨，污水处理业务均价比2018年同期均价增长44.33%。2019年前三季度累计自来水销售量3.20亿吨，同比级别维持不变，累计污水处理量1.64亿吨（同比+3.24%）。
- ✓ **危废有望成为业绩新亮点：**公司佛山绿色工业服务中心工程（南海）危废

项目预计在年底建成；江西赣州危废项目作为首个投产的危废项目将于2019年投入运营，公司还投资了平湖经济技术开发区危险废物无害化处置项目（3.1万吨/年），危废项目可能成为公司未来业绩新亮点。

- ✓ **风险提示：**“瀚蓝模式”推进不及预期，融资环境恶化。

高能环境——环境修复龙头地位稳固，固废领域进展迅速。预计公司2019-2021年EPS分别为0.66、0.88和1.12元，对应PE分别为14.4、10.8和8.5倍。我们认为，公司目前在手订单充足，2019年业绩确定性更强。

- ✓ **环境修复龙头不断发力，固废领域进展迅速：**公司龙头地位依然稳固，2019年上半年，环境修复领域新增订单6.15亿元，营收6.78亿元（同比+41.19%）。固废处理处置领域新增订单11.65亿元，其中生活垃圾板块由于垃圾焚烧项目不断进入建设期，建设进度逐步推进，营收7.76亿元（同比+144.66%）。固废领域在项目不断建设投产下业绩有望保持高速增长。
- ✓ **在手订单充足，运营收入占比提升：**目前，土壤修复行业景气度持续回升。2018年8月31日，土壤污染防治法全票通过，完善了行业的顶层设计，将有效促进行业空间加速释放。公司2019年环境修复类订单落地速度加快，截止2019年三季报，公司在手订单金额共计125.82亿元，已履行38.39亿元，尚可履行订单还有87.43亿元。2019年前三季度，公司新增订单金额为24.26亿元，在手项目不断推进，各地垃圾焚烧项目陆续进入建设期高峰期。公司运营收入占比不断增长，前三季度运营收入为7.17亿元（占营收比重22.61%），相比2019年中报，环比上升了2.4个百分点。运营收入毛利率为29.06%，比工程收入的毛利率18.92%高出10.14个百分点，运营收入占比的提升，不仅对公司整体毛利率有带动作用，也使得公司业绩增长更加稳定
- ✓ **项目回款加快，现金流持续改善：**公司部分项目正式进入现金流回收期，并加大了应收账款的回款，2018年经营性现金流量净额3.22亿元（同比+217%），2019年前三季度经营性现金流量净额3.53亿元（同比+142.46%），2019年第三季度经营性现金流量净额2.21亿（同比+160%）。同时，公司12亿元绿色公司债券第二期6亿元于2019年8月27日发现完毕（其中品种一1.9亿元、品种二4.1亿元票面利率分别为5.35%、5.50%），资金成本相对较低，目前在手现金15.73亿元，加上可转债、绿色债第一期等各项融资有效缓解工程资金压力，并为公司未来发展储备了充足发展资金，助推公司业务发展。
- ✓ **风险提示：**土壤修复政策推进不及预期，垃圾焚烧业务推进不及预期。

5、风险提示

（1）经济增速下滑及大盘系统性风险、煤炭价格下行不及预期风险、全社会用电量增速不及预期风险、平均煤电电价下滑风险、核电安全性风险、核电重启不及预期。

（2）天然气（煤层气）需求不及预期、政策推进不及预期。

(3) 融资环境恶化、项目推进不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

邱懿峰，美国德克萨斯大学金融学硕士，南开大学国贸系本科，2015年就职于银河证券研究部，拥有两年以上行业研究经验，2017年加入新时代证券，现任环保行业首席分析师

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

| | |
|----|---|
| 北京 | 郝颖 销售总监 |
| | 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn |
| 上海 | 吕莅琪 销售总监 |
| | 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn |
| 广深 | 吴林蔓 销售总监 |
| | 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn |

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>