

# 电力行业 2019 年报及 2020 一季报总结

## 三因素向好，关注二季度火电利润弹性下的估值修复

### 核心观点：

- **火电：煤价下行，持续提振火电盈利能力。**2019 年火电板块上市公司整体收入 8522 亿元，同比增长 12%，扣非净利润 207 亿元，同比增长 30%，全国电煤指数同比下降 8%，成本端下降致使盈利提升。2020 年一季度火电板块上市公司整体收入 1588 亿元，同比下降 10.8%，扣非归母净利润 82.89 亿元，同比增长 2.0%，主要是煤价同比下跌带来的盈利提升对冲火电公司发电量下滑所致。
- **水电：增值税优惠到期拖累 2019 年业绩，来水不佳致使 2020 年一季度业绩下滑。**2019 年水电板块上市公司整体收入 1992 亿元，同比增长 19%，主要是华能水电、湖北能源收入增长较快所致。扣非归母净利润 402 亿元，同比仅增长 5%，主要系 19 年起水电企业不再享有增值税退税返还，对水电盈利有一定冲击。2020 年一季度，水电板块上市公司整体收入 349.37 亿元，同比下降 9.9%，扣非归母净利润 53.27 亿元，同比下降 19.7%，主要是受来水波动及疫情影响下全国用电需求下降所致。
- **二季度煤价超跌，火电业绩弹性大。**4 月份，神华 5500 大卡年度长协价格和月度长协价格同比跌幅分别为 17 元/吨和 88 元/吨，5 月份跌幅进一步扩大至 33 元/吨和 150 元/吨。港口价格方面，截至 4 月 30 日，动力煤价格 464 元/吨，比去年下跌 152 元/吨。综合考虑火电公司长协比例下降、市场煤比例提升，我们预计 2020 年火电公司年度平均燃料成本同比下跌 50-100 元/吨（对应 5500 大卡）或将是大概率事件。5500 大卡动力煤年度均价每下跌 10 元/吨（含税），则对应火电公司度电税前利润提升 3.4 厘/千瓦时，50-100 元/吨煤价下跌空间对应度电税前净利润提升 1.7-3.4 分/千瓦时。
- **火电三要素向好，关注二季度火电利润弹性下的估值修复。**观察火电三要素：煤价大幅下跌为火电公司提供较大的利润弹性空间；疫情对利用小时数的冲击也将逐步得到改善；当前港口煤价进入 470 元/吨以下的红色区间，或将对电价下调形成掣肘，若大幅下调电价或将倒逼煤价进一步下跌。展望今年，火电三要素均有较大边际改善，且估值处于 2005 年以来新低位置，我们预计二季度火电盈利弹性将带来估值修复行情。建议关注估值较低的港股火电公司，如华电国际电力股份、华能国际电力股份、华润电力等；和 A 股火电龙头公司华电国际、华能国际、建投能源、皖能电力等。
- **风险提示。**电力供需形势恶化；电价下调风险；煤炭价格大幅上涨风险；来水不及预期；利率上行风险。

### 行业评级

买入

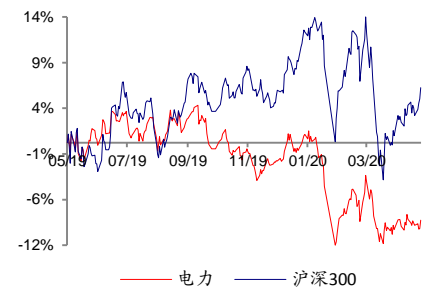
前次评级

买入

报告日期

2020-05-05

### 相对市场表现



分析师：

邱长伟



SAC 执证号：S0260517080016



SFC CE No. BOE192



021-60750631

qiuchangwei@gf.com.cn

分析师：

郭鹏



SAC 执证号：S0260514030003



SFC CE No. BNX688



021-60750631

guopeng@gf.com.cn

### 相关研究：

- 电力行业：煤油比价历史高位，煤价下行压力提升火电盈利空间 2020-03-30
- 电力行业：1-2 月发电量下滑 8.2%，关注高股息水电 2020-03-19
- 电力行业：水电公司投资能力对比分析 2020-03-13

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
华电国际	600027.SH	CNY	3.67	2020/3/26	买入	3.9	0.45	0.52	8.24	7.09	6.34	5.96	6.8%	7.5%
华电国际 电力股份	01071.HK	HKD	2.54	2020/3/26	买入	2.9	0.45	0.52	5.71	4.91	7.49	7.03	6.8%	7.5%
华能国际	600011.SH	CNY	4.22	2020/4/6	买入	5.9	0.37	0.41	11.29	10.33	6.28	5.76	5.7%	6.1%
华能国际 电力股份	00902.HK	HKD	2.75	2020/4/6	买入	3.6	0.37	0.41	7.36	6.73	6.87	6.29	5.7%	6.1%
国投电力	600886.SH	CNY	7.69	2020/4/19	买入	9.85	0.76	0.79	10.15	9.70	7.64	7.07	11.7%	11.3%
华能水电	600025.SH	CNY	3.55	2020/4/26	买入	4.36	0.34	0.40	10.58	8.87	9.58	9.15	10.4%	11.5%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算，港股公司 EPS 单位为人民币/股

## 目录索引

一、火电：煤价下行，持续提振火电盈利能力 .....	6
（一）火电板块：煤价下行，持续提振火电盈利能力 .....	6
（二）上市公司：2019 年火电盈利持续修复，疫情未对 2020 年一季度盈利产生较大冲击 .....	9
二、水电：增值税优惠到期拖累 2019 年业绩，来水不佳致使 2020 年一季度业绩下滑 .....	12
（一）水电板块：2020 年发电量大幅提升，增值税退税款同比减少拖累业绩 .....	12
三、火电三要素向好，关注二季度火电利润弹性下的估值修复 .....	14
（一）电力板块：19 年以来火电板块持续跑输沪深 300 .....	14
（二）火电板块上市公司整体 PB 估值创 2005 年以来新低 .....	17
（三）二季度煤价超跌，火电业绩弹性大 .....	17
（四）建议关注二季度火电利润弹性 .....	18
四、风险提示 .....	18

## 图表索引

图 1: 火电板块上市公司整体 19 年收入增长 12% (亿元)	6
图 2: 火电板块上市公司整体扣非归母净利润增长 30% (亿元)	6
图 3: 火电板块上市公司整体 2020 年一季度收入下降 11.4% (亿元)	7
图 4: 火电板块上市公司整体 2020 年一季度扣非归母净利润提升 2% (亿元)	7
图 5: 火电发电量情况	7
图 6: 2019 年火电利用小时同比减少 85 小时	7
图 7: 秦皇岛动力煤同比价差持续扩大 (元/吨)	7
图 8: 当日进口煤价差约 80 (元/吨)	7
图 9: 复工复产后, 六大电厂煤炭库存维持高位 (万吨)	8
图 10: 复工复产后, 秦港煤炭库存维持高位 (万吨)	8
图 11: 2020 年一季度煤炭产量增速比火电高 7.7%	8
图 12: 2020 年一季度进口煤数量比去年上涨 28.4%	8
图 13: 全国电煤指数 (元/吨)	8
图 14: 重点火电公司收入增速	9
图 15: 重点火电公司扣非归母净利润增速	9
图 16: 重点火电公司发电量 (亿千瓦时)	10
图 17: 2019 年重点火电公司发电量同比增速下滑	10
图 18: 重点火电公司利用小时 (小时)	10
图 19: 2019 年重点火电公司利用小时同比下降 (小时)	10
图 20: 重点火电公司上网结算价格 (元/兆瓦时)	10
图 21: 2019 年重点火电公司上网结算价格同比提升 (元/兆瓦时)	10
图 22: 重点火电公司售电单位燃料成本 (元/兆瓦时)	11
图 23: 2019 年重点火电公司售电单位燃料成本同比小幅下降	11
图 24: 2019 年各地电煤指数同比变化	11
图 25: 水电板块上市公司整体 2019 年收入同比增长 19% (亿元)	12
图 26: 水电板块上市公司整体 2019 年扣非归母净利润增长 5% (亿元)	12
图 27: 水电板块上市公司整体 2020 年一季度收入同比下降 9.9% (亿元)	13
图 28: 水电板块上市公司整体 2020 年一季度扣非归母净利润下降 19.7% (亿元)	13
图 29: 水电发电量情况	13
图 30: 水电利用小时同比情况 (小时)	13
图 31: 重点水电公司发电量 (亿千瓦时)	14
图 32: 重点水电公司发电量同比	14
图 33: 重点水电公司上网电价 (元/兆瓦时)	14
图 34: 重点水电公司上网电价同比 (元/兆瓦时)	14
图 35: 2019 年度电力板块跑输沪深 300	15
图 36: 2019 年度火电板块大幅跑输	15
图 37: 2020 年前 4 月电力板块跑输沪深 300	15
图 38: 2020 年前 4 月火电板块跑输程度收窄	15

图 39: 2019 年度电力板块涨幅落后, 火电跌幅最高.....	15
图 40: 2020 年前 4 月电力板块跌幅居中.....	16
图 41: 2019 年度板块涨幅前十.....	16
图 42: 2019 年板块跌幅前十.....	16
图 43: 2020 年前 4 月涨幅前五.....	17
图 44: 2020 年前 4 月跌幅前五.....	17
图 45: 火电板块上市公司整体 PB 估值创 2005 年以来新低.....	17
图 46: 火电板块上市公司整体 ROE2017 年以来持续改善 (%).....	17
图 47: 神华长协价格及港口煤价 (元/吨).....	18
图 48: 神华长协价格及港口煤价同比跌幅 (元/吨).....	18

表 1: 重点火电公司一季度经营数据.....	11
-------------------------	----

## 一、火电：煤价下行，持续提振火电盈利能力

### （一）火电板块：煤价下行，持续提振火电盈利能力

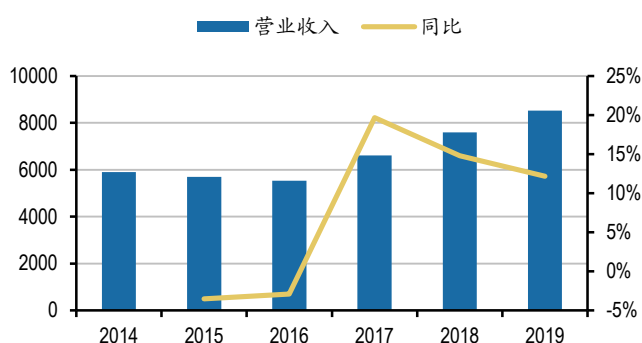
根据国家统计局数据，2019年度，全社会用电量增速4.5%，用电需求稳步提升；但受水电等清洁能源挤占，全国火电发电量同比增长1.90%，火电装机同比增加4.1%，火电利用小时减少85小时。2019年火电板块上市公司整体收入8522亿元，同比增长12%，扣非净利润207亿元，同比增长30%。但全国电煤指数同比下降8%，成本端下降致使盈利提升。

根据国家统计局数据，2020年一季度受疫情影响，火电发电量下滑8.20%。2020年一季度火电板块上市公司整体收入1588亿元，同比下降10.8%，扣非归母净利润82.89亿元，同比增长2.0%，主要是煤价同比下跌带来的盈利提升对冲火电公司发电量下滑所致（因国电电力一季度宜威公司破产清算导致一季度扣非净利润大幅亏损31.76亿元，一季度火电统计范围剔除国电电力）。

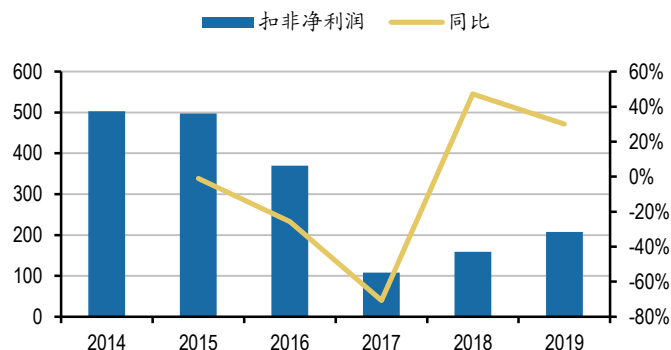
2020年一季度，原煤产量8.3亿吨，同比下降0.5%，进口煤及褐煤9578万吨，比去年上涨28.4%。六大电厂和秦港煤炭库存维持高位，煤价持续承压，秦皇岛动力煤同比价差持续扩大（截至4月30日，动力煤价格464元/吨，比去年下跌152元/吨，降幅达24.68%），进口煤比国内动力煤便宜约80元/吨。动力煤供需维持相对宽松状态。

图1：火电板块上市公司整体19年收入增长12%（亿元）

图2：火电板块上市公司整体扣非归母净利润增长30%（亿元）

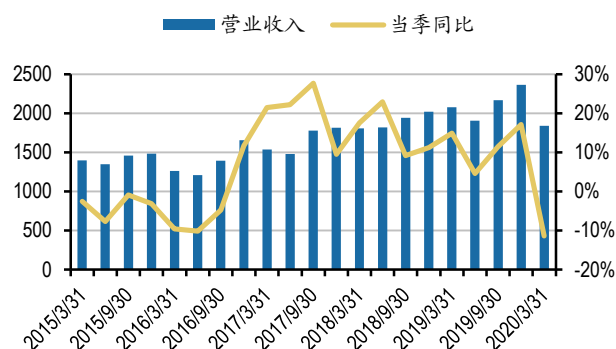


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心



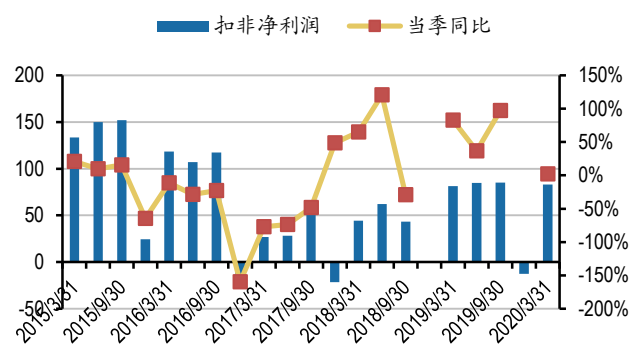
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：火电板块上市公司整体2020年一季度收入下降11.4%（亿元）



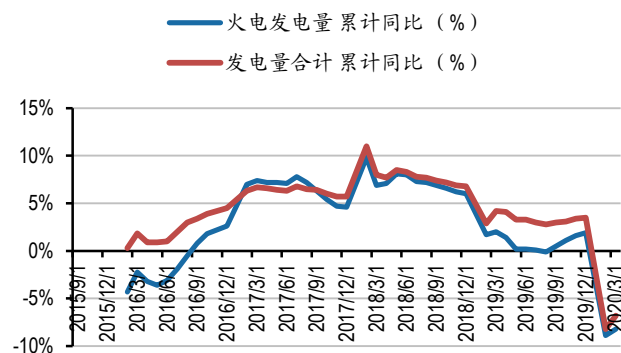
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：火电板块上市公司整体2020年一季度扣非归母净利润提升2%（亿元）



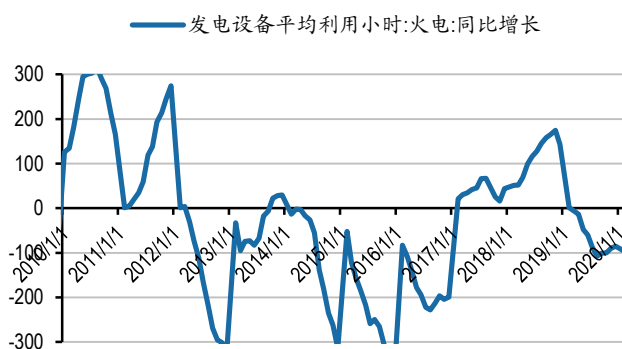
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图5：火电发电量情况



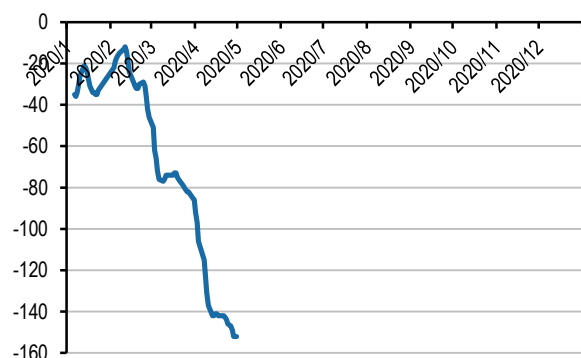
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图6：2019年火电利用小时同比减少85小时



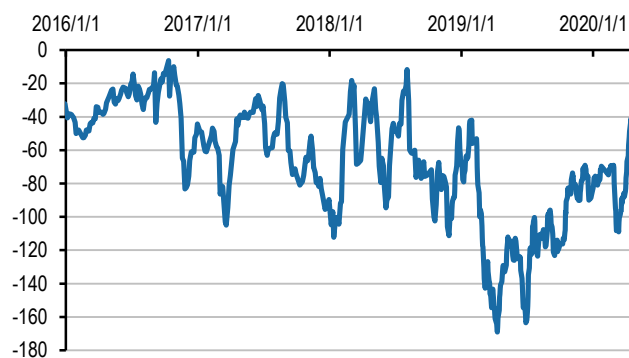
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图7：秦皇岛动力煤同比价差持续扩大（元/吨）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

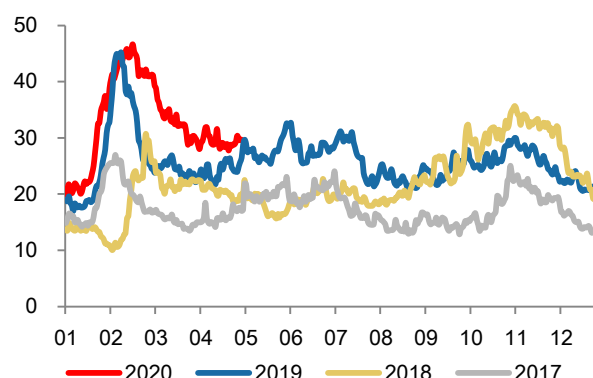
图8：当日进口煤价差约80（元/吨）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

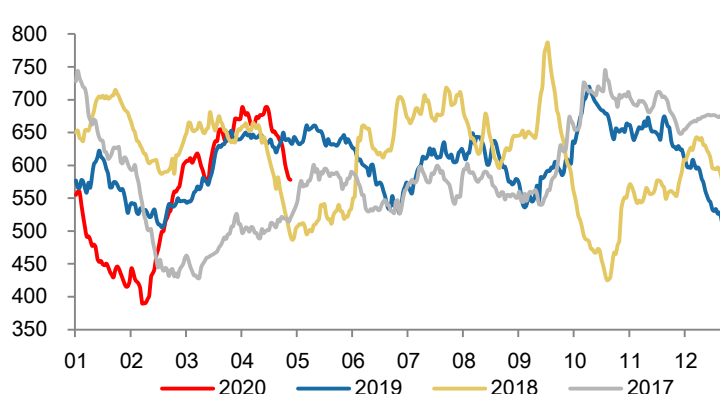


图9: 复工复产后, 六大电厂煤炭库存维持高位(万吨)



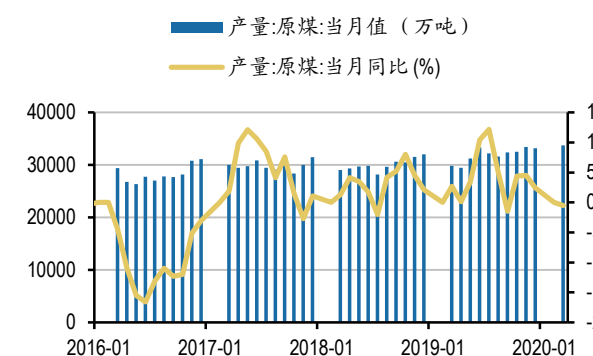
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图10: 复工复产后, 秦港煤炭库存维持高位(万吨)



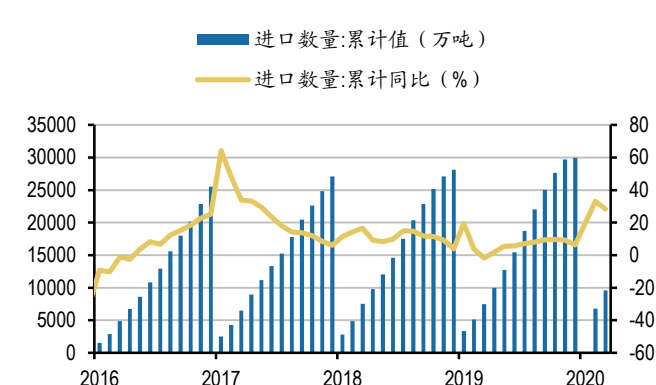
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图11: 2020年一季度煤炭产量增速比火电高7.7%



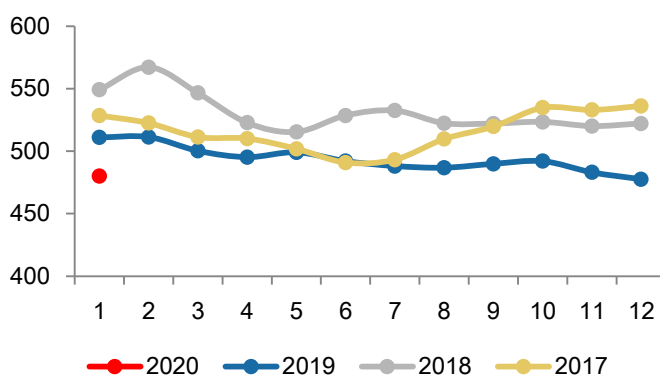
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图12: 2020年一季度进口煤数量比去年上涨28.4%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图13: 全国电煤指数(元/吨)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心



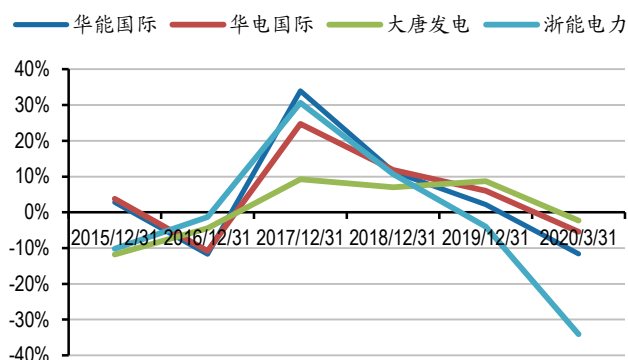
## （二）上市公司：2019 年火电盈利持续修复，疫情未对 2020 年一季度盈利产生较大冲击

**2019年火电公司发电量微降、上网电价略升，收入微增。**2019年受火电整体利用小时下滑影响，2019年华能国际、华电国际、大唐发电、浙能电力利用小时数下降7.0%/6.7%/4.2%/5.9%，导致华能国际、大唐发电、浙能电力发电量分别减少6%/2%/5%，华电国际因2019年新增666万千瓦机组，尽管利用小时数下降，发电量增长3%。国电电力2019年新增3407万千瓦机组，利用小时数同时上升4.6%，重述后发电量增长4%。此外，2019年大唐发电、华电国际平均上网结算价格分别上涨5/7元/兆瓦时。综合考虑量价的变化情况，2019年华能国际、华电国际、大唐发电、国电电力收入分别增长2.13%/4.86%/2.21%/8.04%，而浙能电力受发电量和电价下降影响，收入下降4.00%。

2019年全国大部分地区电煤价格下跌，全国电煤指数同比下滑8%。火电公司单位燃料成本小幅下滑，华能国际、华电国际、大唐发电降幅分别为4.0%/0.6%/2.0%，浙能电力降幅最为显著，约为10.3%。

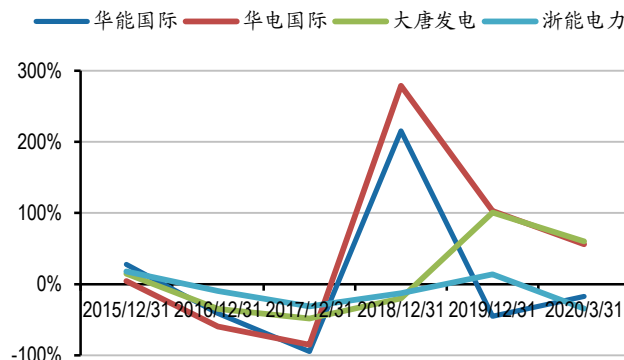
**扣除减值因素，2019年火电上市公司盈利继续提升。**2019年大唐发电、华电国际扣非归母净利润出现持续改善，同比增速在100%以上，浙能电力扣非归母净利润则低速增长，涨幅13.9%，国电电力和华能国际则因较大减值损失导致扣非归母净利润则同比下滑（2019年国电电力和华能国际资产减值损失&信用减值损失合计分别为44.34亿元和58.86亿元），若扣除减值因素，则华能国际、国电电力税前利润分别同比增长131%和77%。

图14：重点火电公司收入增速



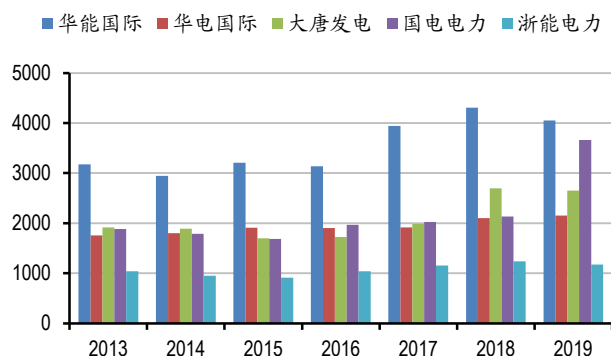
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图15：重点火电公司扣非归母净利润增速



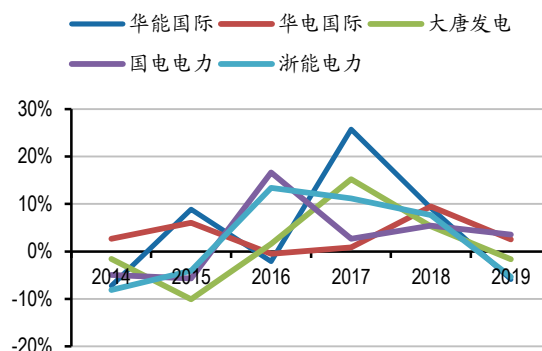
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图16: 重点火电公司发电量 (亿千瓦时)



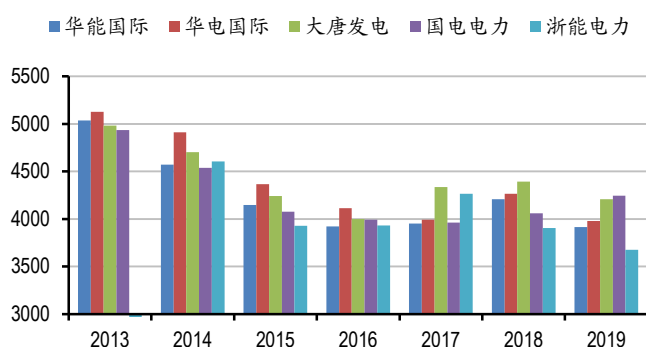
数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图17: 2019年重点火电公司发电量同比增速下滑



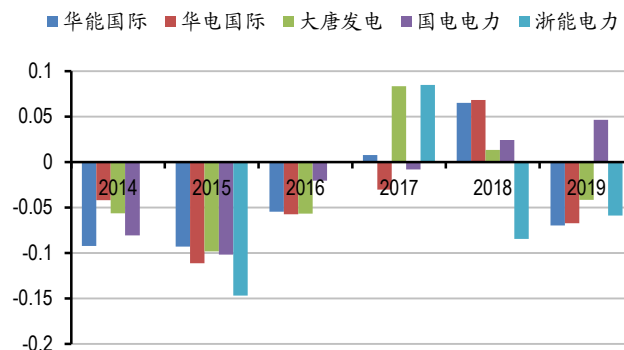
数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图18: 重点火电公司利用小时 (小时)



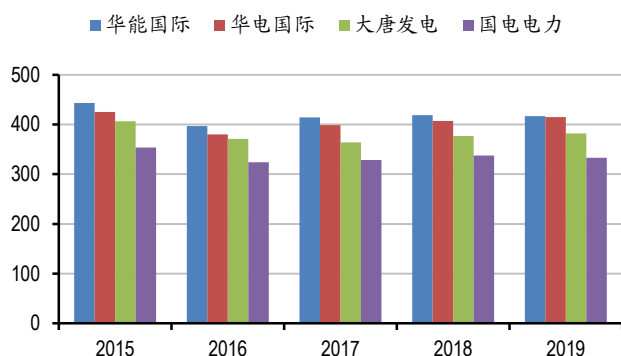
数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图19: 2019年重点火电公司利用小时同比下降 (小时)



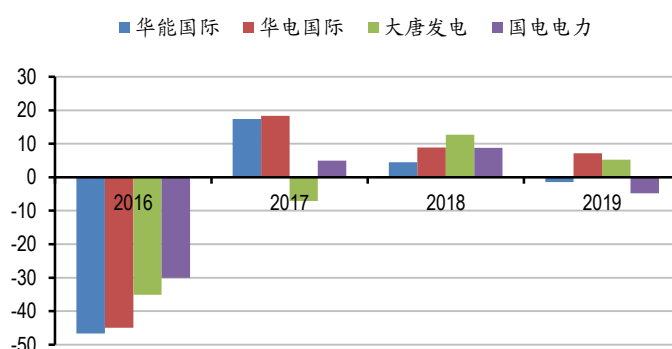
数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图20: 重点火电公司上网结算价格 (元/兆瓦时)



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图21: 2019年重点火电公司上网结算价格同比提升 (元/兆瓦时)



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图22: 重点火电公司售电单位燃料成本(元/兆瓦时)

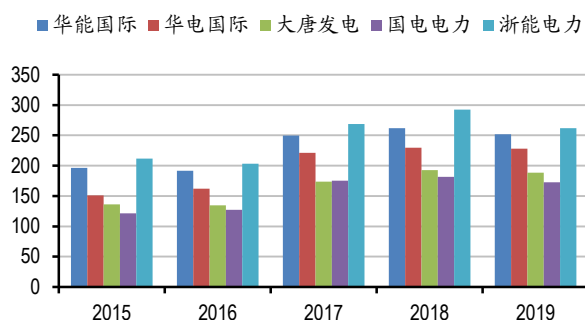
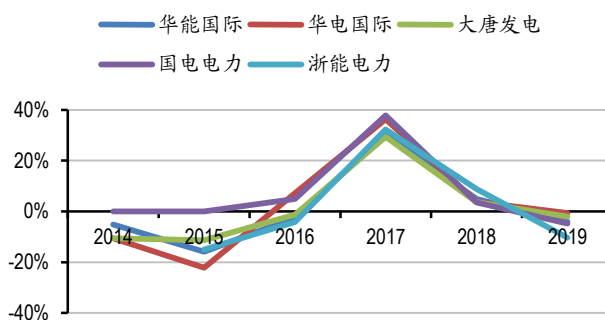


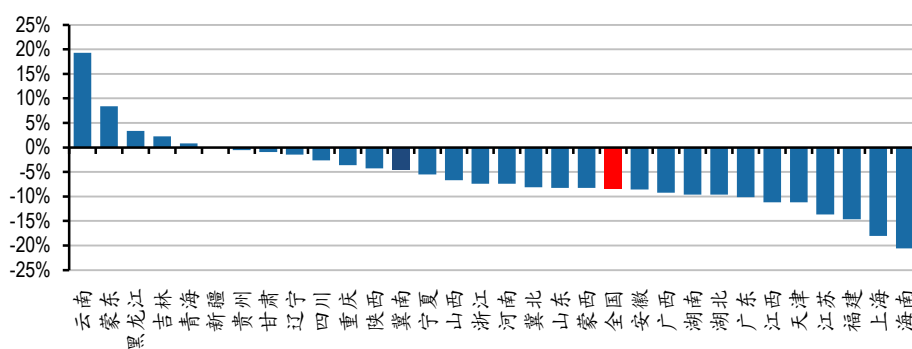
图23: 2019年重点火电公司售电单位燃料成本同比小幅下降



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图24: 2019年各地电煤指数同比变化



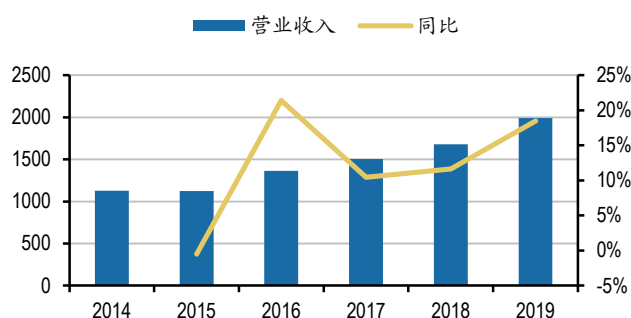
## 二、水电：增值税优惠到期拖累 2019 年业绩，来水不佳致使 2020 年一季度业绩下滑

### （一）水电板块：2020 年发电量大幅提升，增值税退税款同比减少拖累业绩

根据国家统计局数据，2019年水电发电量同比增长4.8%，利用小时数同比增长119小时。2019年水电板块上市公司整体收入1992亿元，同比增长19%，华能水电（新机组投产，收入增长34.1%）、湖北能源（收入增长28.5%）收入增长较快所致。扣非归母净利润402亿元，同比仅增长5%，主要系2019年起水电企业不再享有增值税退税返还，对水电盈利有一定冲击。

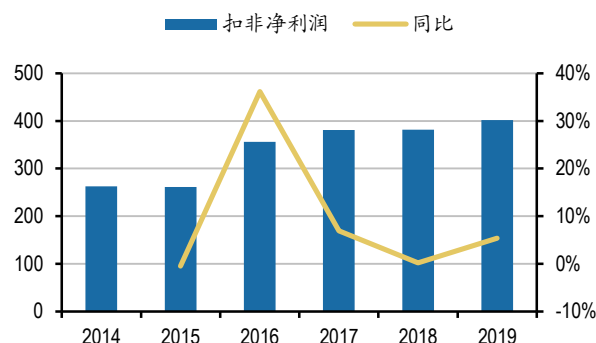
根据国家统计局数据，2020年一季度全国水电发电量同比大幅下降9.5%，利用小时数同比下降69小时，主要是受来水波动及疫情影响下全国用电需求下降所致。2020年一季度，水电板块上市公司整体收入349.37亿元，同比下降9.9%，扣非归母净利润53.27亿元，同比下降19.7%。

图25：水电板块上市公司整体2019年收入同比增长19%（亿元）



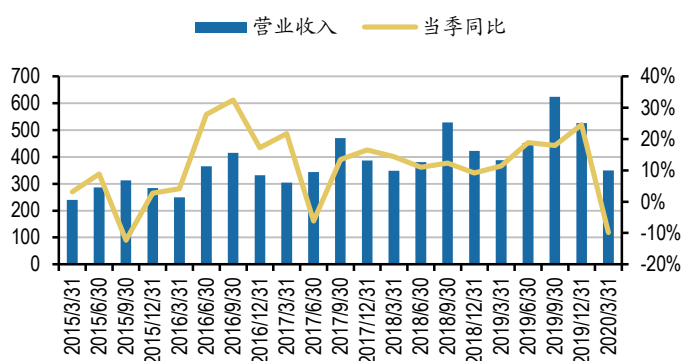
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图26：水电板块上市公司整体2019年扣非归母净利润增长5%（亿元）



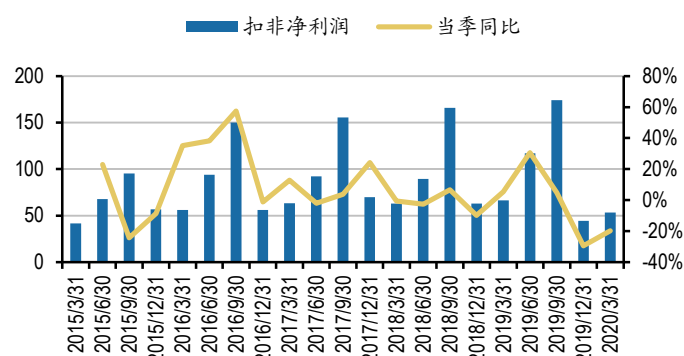
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图27: 水电板块上市公司整体2020年一季度收入同比下降9.9% (亿元)



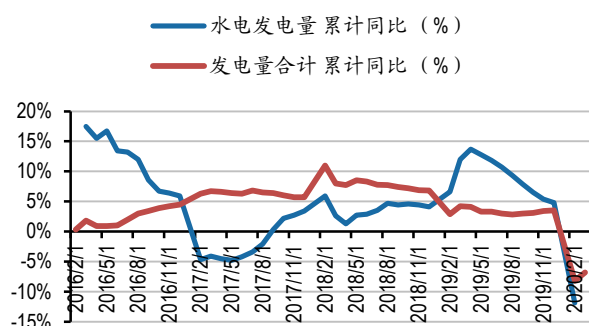
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图28: 水电板块上市公司整体2020年一季度扣非归母净利润下降19.7% (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图29: 水电发电量情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

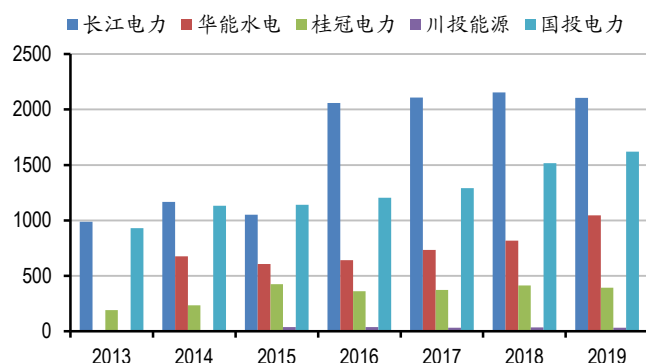
图30: 水电利用小时同比情况 (小时)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

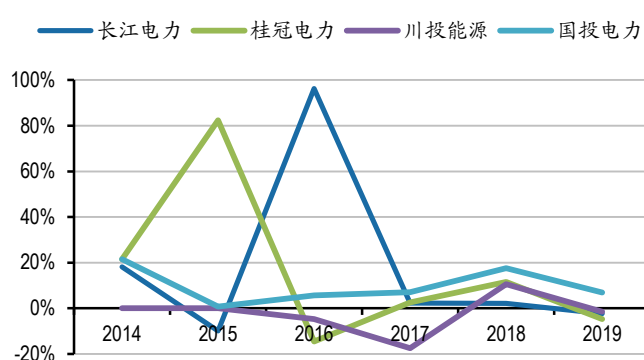
水电龙头公司发电量小幅下滑，电价下行。2019年除了华能水电，因新机组投产，发电量增长28%，以及国投电力因火电机组投产，发电量上浮7%外，其余水电龙头公司发电量均小幅下降，降幅分别为长江电力2%、桂冠电力5%、川投能源1%。长江电力、华能水电、川投能源、国投电力2019年上网电价分别提升-6.81 /3/-10/-15元/兆瓦时。

图31: 重点水电公司发电量(亿千瓦时)



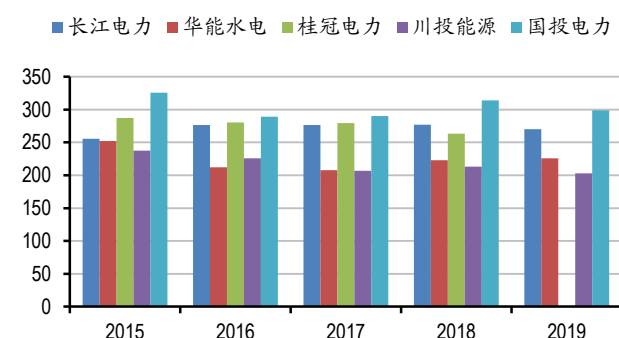
数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图32: 重点水电公司发电量同比



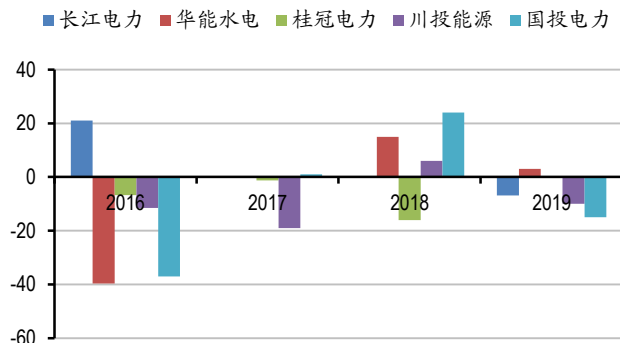
数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图33: 重点水电公司上网电价(元/兆瓦时)



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图34: 重点水电公司上网电价同比(元/兆瓦时)



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

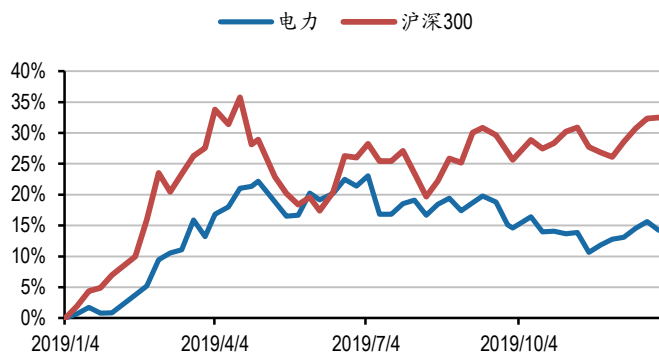
### 三、火电三要素向好, 关注二季度火电利润弹性下的估值修复

#### (一) 电力板块: 19年以来火电板块持续跑输沪深300

2019年度, 沪深300上涨32%, 电力板块上市公司整体上涨14%, 跑输沪深300 18个百分点, 在所有行业板块中涨幅落后。其中, 火电板块跌幅最大, 下跌4.31%, 水电板块上涨22.73%, 火电板块大幅跑输, 主要是市场对火电电价预期较为悲观所致。

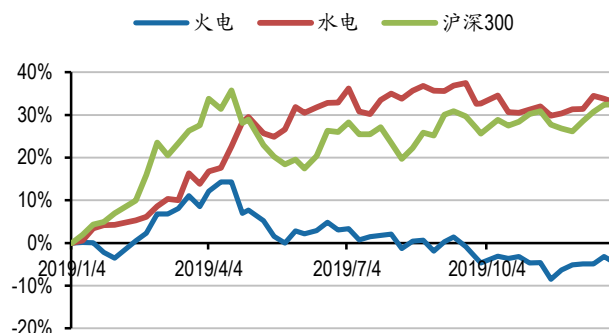
2020年前4月, 受疫情影响, 沪深300下跌6%, 电力板块下跌10%, 跑输沪深300 4个百分点, 在全行业中跌幅居中。其中水电板块下跌7.76%, 火电板块下跌12.05%。火电板块跑输较多, 主要因为受疫情影响, 火电一季度发电量同比下滑所致(一季度全国火电发电量下滑8.20%)。

图35：2019年度电力板块跑输沪深300



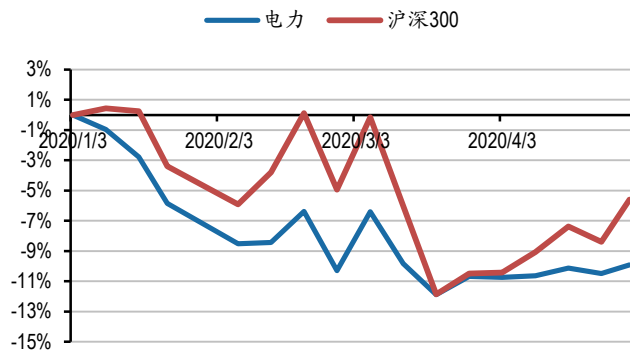
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图36：2019年度火电板块大幅跑输



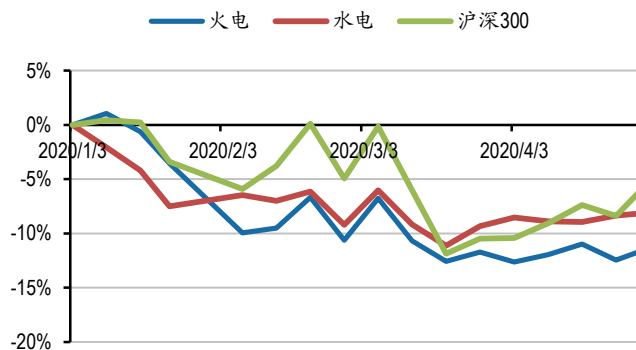
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图37：2020年前4月电力板块跑输沪深300



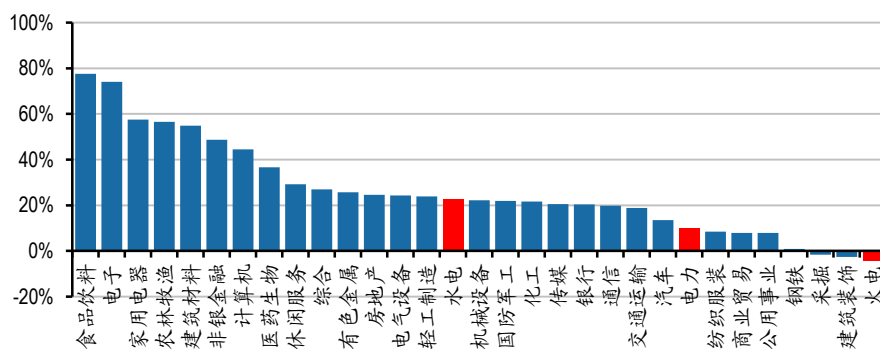
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图38：2020年前4月火电板块跑输程度收窄



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图39：2019年度电力板块涨幅落后，火电跌幅最高

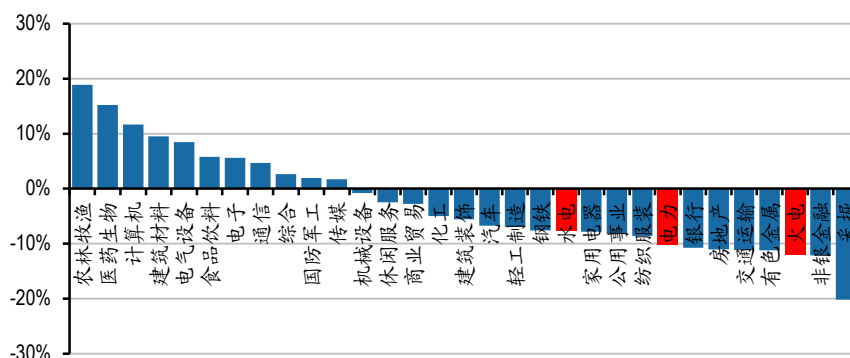


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：区间涨跌幅（流通市值加权平均）



图40：2020年前4月电力板块跌幅居中

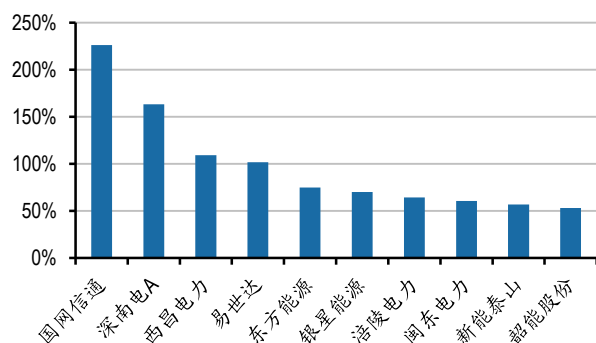


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：区间涨跌幅（流通市值加权平均）

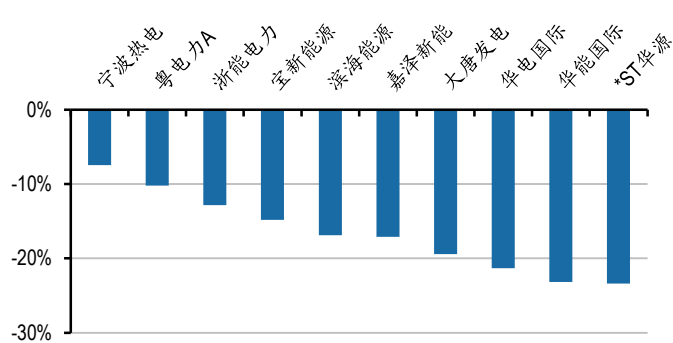
个股方面，在2019年整体市场上涨的情况下，电力板块涨幅靠前的主要是国网信通（原名岷江水电）（涨幅226%）、东方能源（涨幅75%）等资产重组的股票。而火电龙头公司华能国际、华电国际表现较差，分别下跌23%和21%。而2020年前4个月，受疫情影响，整体市场下行的情况下，火电龙头公司华能国际下跌24%，收购新能源资产的吉电股份上涨22%，收购售电公司形成“四网融合”的三峡水利上涨8%。

图41：2019年度板块涨幅前十



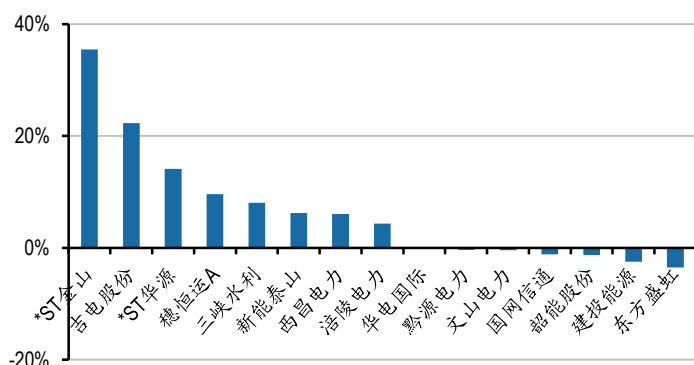
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图42：2019年板块跌幅前十



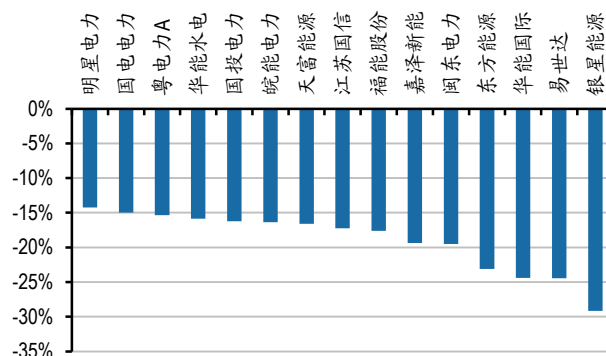
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图43: 2020年前4月涨幅前五



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图44: 2020年前4月跌幅前五

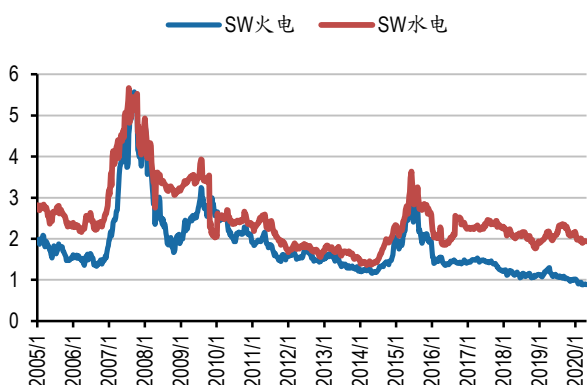


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## (二) 火电板块上市公司整体PB估值创2005年以来新低

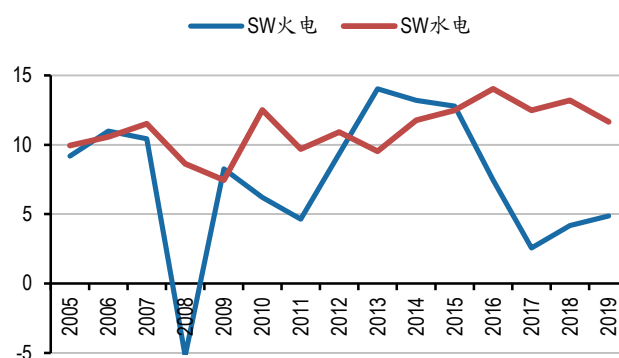
经历2019年以来股价的持续下跌, 且火电公司经历2017年盈利低点后连续2年的盈利修复, 目前火电板块上市公司整体PB估值已经降低至2005年以来的新低水平, 火电板块上市公司整体整体PB仅为0.89倍。火电龙头公司华能国际A股和H股PB估值分别降至0.89/0.38倍, 华电国际A股和H股估值分别降至0.78/0.36倍。

图45: 火电板块上市公司整体PB估值创2005年以来新低



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图46: 火电板块上市公司整体ROE2017年以来持续改善(%)



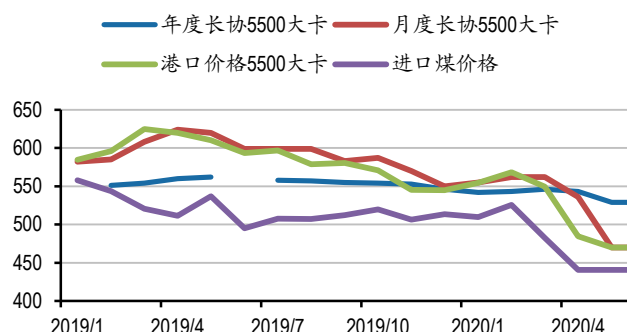
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## (三) 二季度煤价超跌, 火电业绩弹性大

4月份, 神华5500大卡年度长协价格和月度长协价格分别为543元/吨和536元/吨, 同比跌幅分别为17元/吨和88元/吨, 5月份, 神华5500大卡年度长协价格和月度长协价格进一步下降, 分别降至529元/吨和470元/吨, 同比跌幅分别扩大至33元/吨和150元/吨。港口价格方面, 截至4月30日, 动力煤价格464元/吨, 比去年下跌152元/吨。综合考虑火电公司长协比例下降、市场煤比例提升, 我们预计2020年火电公司年度平均燃料成本同比下跌50-100元/吨(对应5500大卡)或将是大概率事件。5500大卡动力煤年度均价每下跌10元/吨(含税), 则对应火电公司度电税前利润提升3.4

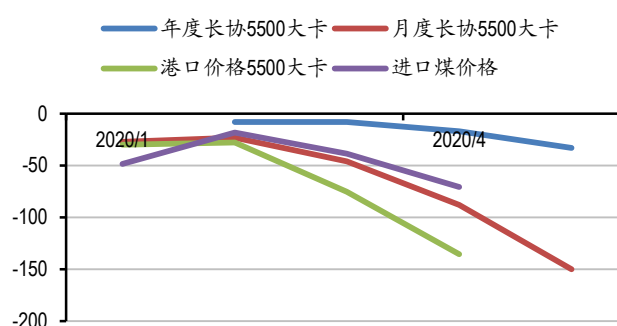
厘/千瓦时，50-100元/吨煤价下跌空间对应度电税前净利润提升1.7-3.4分/千瓦时，对火电公司盈利贡献较大向上弹性。4月份开始，煤价同比下跌幅度变大，且疫情对利用小时数冲击减缓，我们预计二季度火电公司单季度盈利将大幅增长。

图47：神华长协价格及港口煤价（元/吨）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图48：神华长协价格及港口煤价同比跌幅（元/吨）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

#### （四）建议关注二季度火电利润弹性

投资建议方面，建议关注二季度火电盈利弹性带来的估值修复行情。观察火电三要素：煤价大幅下跌为火电公司提供较大的利润弹性空间；疫情对利用小时数的冲击也将逐步得到改善；当前港口煤价进入470元/吨以下的红色区间，或将对电价下调形成掣肘，若大幅下调电价或将倒逼煤价进一步下跌。展望今年，火电三要素均有较大边际改善，且估值处于极低位置，我们预计二季度火电盈利弹性将带来估值修复行情。建议关注估值较低的港股火电公司，如华电国际电力股份、华能国际电力股份、华润电力等；和A股火电龙头公司华电国际、华能国际、建投能源、皖能电力等。

## 四、风险提示

电力供需形势恶化；电价下调风险；煤炭价格大幅上涨风险；来水不及预期；利率上行风险。

## 广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士，2015年、2016年、2017年新财富环保行业第一名，多年环保、燃气、电力等公用事业研究经验。
- 邱长伟：资深分析师，北京大学汇丰商学院金融硕士，厦门大学自动化系学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 许 洁：资深分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 张 淼：研究助理，武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：研究助理，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。