

火电中报有望预喜，关注煤价下行推动业绩改善

关注火电业绩反转、装机有望增长及区域性来水较好的大水电和区域性改革、弃风改善、估值修复带来的主题性投资机会

上半年港口动力煤市场价虽然同比仍维持高位，但随着进口煤政策有所放开（6月份单月进口量同比增长17.9%）叠加长协煤价下调，我们判断旺季煤价有所承压，火电企业盈利底部改善的趋势已经确立。火电板块作为逆周期行业，防御性凸显，向下空间较小，向上弹性较大。我们重点推荐**华电国际**，建议重点关注**华能国际**。水电方面，我们重点推荐受益于红水河来水较好的**桂冠电力**，继续推荐装机增长与稳定高分红两条主线，**国投电力**和**长江电力**。新能源方面，第七批补贴目录公布及未来可再生能源配额制等政策落地将进一步促进消纳，建议关注最受益于三北地区弃风改善的**大唐新能源**（1798.HK）和在建风电机组稳健增长、未来拓展空间广阔的**福能股份**。此外我们也建议重点关注优质资产显著低估、估值有望伴随回归A股进程而向上修复的**中广核电力**（1816.HK）。

18年7月电力及公用事业跑赢大盘

18年7月份电力及公用事业指数上涨2.29%，而沪深300指数上涨0.19%，电力及公用事业行业跑赢大盘2.1个百分点。年初至今电力及公用事业板块下跌了16.67%，沪深300指数同期下跌了12.73%，电力及公用事业板块年初至今累计跑输大盘3.94个百分点。分子板块看，7月份火电板块，水电板块和燃气板块分别上涨9.51%，4.53%和4.37%。

煤炭期、现货价差缩小，进口天然气价格上涨

7月秦皇岛港山西产5500大卡动力煤报价605元/吨，较6月底下降71元/吨，降幅10.5%。18年9月交割的动力煤合约7月31日报价593.4元/吨，较6月底下降了54元/吨，降幅8.5%，较现货价贴水11.6元/吨。华南地区进口LNG码头价格报4665.6元/吨，较6月末上涨8.9%，美国亨利港天然气现货价报2.79美元/百万英热单位，较6月底下降3.8%。

重点公司调研汇总及行业动态点评

福能股份：晋江气电不确定性消除，助力公司传统火电业务触底回升，我们认为公司风电板块内生增长空间巨大，业绩将得到进一步改善，给予“买入”评级。

百川能源：收购国祯燃气体现管理层进行全国性布局的决心，公司的业务未来将大概率延伸至其他地区。天然气全产业链布局的推进，保障气源的同时助力公司向全国性清洁能源服务商转型，维持“买入”评级。

公用事业

维持

买入

万炜, CFA

wanwei@csc.com.cn

021-68821626

执业证书编号: S1440514080001

研究助理: 高兴

gaoxing@csc.com.cn

021-68821600

发布日期: 2018年08月01日

市场表现



相关研究报告

- | | |
|----------|------------------------------|
| 18.07.23 | 电力板块防御性凸显，长期火电有望回归公用事业 |
| 18.07.19 | 电力行业简评：电力市场化交易持续放开，交易机制进一步完善 |
| 18.07.01 | 区域来水丰枯不均，核电重启再迎发展机遇 |

上海电力：2018 年，公司海上风电迎来机遇期，海外拓展有望成为公司外延增长的驱动力，考虑到 18 年公司用煤成本有望下行，新能源装机增长也会改善公司装机结构、盈利能力提升，因此我们维持“增持”评级。

行业要闻点评

电力市场化交易持续放开，交易机制进一步完善

发改委近日下发通知，要求进一步提高市场化交易电量规模，煤炭、钢铁、有色、建材四行业用电全电量参与市场化交易，有序放开水电核电市场化，取消跨省跨区交易限制，协商建立“基准电价+浮动机制”的市场化定价机制。

通知要求煤炭、钢铁、有色、建材等重点行业用户全面放开发用电计划并承担清洁能源配额。我们计算四大产业 2017 年用电量在 1.3 万亿度左右，当年全国市场化交易电量 1.63 万亿度，其中绝大部分为大用户直购电量。我们判断四大产业用电量已有很大部分参与到市场化交易中，假设按之前四大产业市场化电量占比 70%—75% 估算，此次政策新增市场化电量约为 3250—3900 亿度电，与《中国能源报》给出的 3500 亿度电的数据较为接近。2017 年我国市场化电量占比为 26%，此次四大产业用电完全放开后市场化电量占比将提升至 31% 左右。

之前发改委发布《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》，要求对高能耗行业实施更加严格的差别化电价政策。从政策连贯性角度出发，不太可能针对高耗能产业进一步扩大电价让利。我们判断在完全放开市场化交易后，市场化电量的电价会是一个**用电侧、电网和发电侧三方博弈**的复杂态势。

当前高煤价的经营压力下，叠加市场化定价机制引入“基准电价+浮动机制”，新的市场化交易电量不一定会降价，甚至还有可能涨；即使降，在存量市场化电量让利幅度进一步收窄的可能下，也有望被抵消，最终体现的结果就是平均交易电价上升，整体让利总额不变甚至更少。

火电随着电力交易机制的完善和浮动电价机制的逐步建立，未来有望走出“市场煤计划电”的怪圈，逐步回归合理的资产收益率，真正实现公用事业属性。此外，政策提出有序放开水电核电市场化，取消跨省跨区交易限制。随着市场化放开及跨省跨区交易限制取消，叠加清洁能源配额制的抓紧落实，我们认为水、核、风、光等新能源消纳问题有望得到进一步解决，相关发电企业迎来利好。我们建议重点关注利用小时及电价边际改善、防御性凸显的火电龙头**华能国际**和**华电国际**、区域来水较好且消纳改善明显的**桂冠电力**、风电资产极具成长性的**福能股份**和核电利用小时持续提升的核电龙头**中广核电力**。

目录

投资要点及重点公司盈利预测	4
投资要点及重点公司推荐	4
重点公司盈利预测	5
电力及公用事业 2018 年 7 月回顾与预测	6
18 年 7 月电力公用板块跑赢大盘，估值仍保持较低水平	6
个股表现	8
煤炭价格下行明显，期现价差有所缩小	11
期货现货煤价均下降，期现价差缩小	11
秦皇岛港口库存环比下降，广州港港口库存环比上升	12
下游重点电厂及沿海电厂煤炭可用天数均略有减少	12
电厂日耗整体环比均有提高	14
天然气消费量维持高增长，进口 LNG 价格下降	15
天然气消费量维持高增长	15
全国天然气产量增长 4.9%	15
全国天然气进口大幅增长 39.3%	16
进口 LNG 价格上涨，国际期货、现货价格环比下降	16
公司动态点评汇总	18
福能股份：气电靴子落地，风火共济改善业绩	18
百川能源：收购国祯燃气，业务版图进一步扩张	18
上海电力：江苏海上风电获批开展前期工作，清洁能源发展再加码	19
行业要闻点评	21
电力市场化交易持续放开，交易机制进一步完善	21

图表目录

图表 1: 重点公司推荐表	5
图表 2: 7 月份电力及公用事业板块上涨 2.29%，跑赢沪深 300 指数 2.1 个百分点	6
图表 3: 2018 年年初至今电力及公用事业板块下跌了 16.67%，跑输沪深 300 指数 3.94 个百分点	6
图表 4: 7 月火电板块，水电板块和燃气板块分别上涨 9.51%，4.53 % 和 4.373%。	7
图表 5: 电力及公用事业行业 2018 年预期市盈率 20.61 倍	7
图表 6: 电力及公用事业行业最新 PB1.7 倍	8
图表 7: 本月电力及公用事业表现最好及最差公司	8
图表 8: 电力及燃气板块公司增发汇总	9
图表 9: 电力及燃气板块公司配股汇总	9
图表 10: 电力及燃气板块公司股权质押汇总	9
图表 11: 秦皇岛 5500 大卡动力煤现货价（单位：元/吨）	11
图表 12: 煤炭期货现货价格（单位：元/吨）	11
图表 13: 环渤海动力煤指数 5500 大卡（单位：元/吨）	11
图表 14: CECI 指数 5500 大卡综合价（单位：元/吨）	11
图表 15: 秦皇岛港煤炭库存变动情况（单位：万吨）	12
图表 16: 广州港煤炭库存变动情况（单位：万吨）	12
图表 17: 重点电厂煤炭库存（单位：万吨）	13
图表 18: 重点电厂煤炭库存可用天数（单位：日）	13
图表 19: 六大发电集团煤炭库存（单位：万吨）	13
图表 20: 六大发电集团煤炭库存可用天数（单位：日）	13
图表 21: 重点电厂日煤耗变动情况（单位：万吨）	14
图表 22: 6 大发电集团日均耗煤量变动情况（单位：万吨）	14
图表 23: 天然气月度消费量及增速（单位：亿立方米，%）	15
图表 24: 天然气累计消费量及增速（单位：亿立方米，%）	15
图表 25: 天然气月度产量及增速（单位：亿立方米，%）	15
图表 26: 天然气累计产量及增速（单位：亿立方米，%）	15
图表 27: 天然气月度进口量及增速（单位：亿立方米，%）	16
图表 28: 天然气累计进口及增速（单位：亿立方米，%）	16
图表 29: 华南地区进口 LNG 码头价（单位：元/吨）	16
图表 30: 我国 LNG 市场价（单位：元/吨）	16
图表 31: 美国 Henry Hub 天然气现货价（单位：美元/MBtu）	17
图表 32: NYMEX 天然气期货收盘价（单位：美元/MBtu）	17
图表 33: 分省天然气门站价一览图（元/方）	17

投资要点及重点公司盈利预测

投资要点及重点公司推荐

1-6 月份受天气因素影响叠加工业用电需求回暖，我国用电量同比增长 9.4%。较高的用电增速显著拉动存量机组利用小时企稳回升，火电利用小时同比增长 116 小时，符合我们年初对火电利用小时逐步改善的判断。港口动力煤市场价虽然同比仍维持高位，但随着进口煤政策有所放开（6 月份单月进口量同比增长 17.9%）叠加长协煤价下调，我们判断旺季煤价有所承压，火电企业盈利底部改善的趋势已经确立。火电板块作为逆周期行业，防御性凸显，向下空间较小，向上弹性较大。我们重点推荐**华电国际**，建议重点关注**华能国际**。

此外，发改委近日下发通知，要求进一步提高市场化交易电量规模，煤炭、钢铁、有色、建材四行业用电全电量参与市场化交易，有序放开水电核电市场化，取消跨省跨区交易限制，协商建立“基准电价+浮动机制”的市场化定价机制。我们认为火电随着电力交易机制的完善和浮动电价机制的逐步建立，未来有望走出“市场煤计划电”的怪圈，逐步回归合理的资产收益率，真正实现公用事业属性，有利于其估值水平提升。

水电方面，鉴于前 6 月来水情况一般，我们预测 18 年全国水电利用小时同比持平。但由于我国水系分布广阔，不同水系间来水丰枯偏差很大，广西红水河流域受区域降水及上游北盘江南盘江来水影响，来水较往年偏丰。我们重点推荐受益于来水较好的广西水电龙头**桂冠电力**，并购聚源电力、实现区域联合调度及弃水情况有望进一步缓解也将增厚公司业绩。另外我们继续维持装机增长与稳定高分红两条水电投资主线，推荐**国投电力**和**长江电力**。

新能源方面，随着市场化放开及跨省跨区交易限制取消，叠加清洁能源配额制的抓紧落实，我们认为风电消纳情况有望持续好转，建议重点关注三北地区装机占比较高、弃风改善弹性大的**大唐新能源**（1798.HK）和在建风电机组稳健增长、未来拓展空间广阔的**福能股份**。近期三门核电（AP1000 技术，中国核电）和台山核电（EPR 技术，中广核电力）均顺利并网发电，预示着三代核电技术的成功落地，有望进一步促进核电重启的步伐。我们建议重点关注优质资产显著低估、估值有望伴随回归 A 股进程而向上修复的**中广核电力**（1816.HK）。

重点公司盈利预测

图表 1：重点公司推荐表

公司名称	股价	EPS				PE				评级
		17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E	
火电										
华能国际	7.56	0.11	0.30	0.40	0.48	68.7	25.2	18.9	15.8	
浙能电力	5.04	0.32	0.39	0.49	0.52	15.8	12.9	10.3	9.7	增持
国电电力	2.78	0.11	0.17	0.25	0.33	25.3	16.4	11.1	8.4	增持
大唐发电	3.32	0.13	0.22	0.26	0.26	25.5	15.1	12.8	12.8	
华电国际	4.49	0.04	0.21	0.30	0.29	112.3	21.4	15.0	15.5	买入
湖北能源	4.30	0.33	0.40	0.46	0.50	13.0	10.8	9.3	8.6	买入
京能电力	3.37	0.08	0.13	0.19	0.22	42.1	25.9	17.7	15.3	
上海电力	7.66	0.39	0.37	0.43	0.49	19.6	20.7	17.8	15.6	增持
粤电力 A	4.63	0.14	0.24	0.31	0.34	33.1	19.3	14.9	13.6	增持
申能股份	5.29	0.38	0.51	0.56	-	13.9	10.4	9.4	-	
深圳能源	5.10	0.19	0.25	0.34	0.49	26.8	20.4	15.0	10.4	增持
建投能源	5.85	0.09	0.22	0.37	0.45	65.0	26.6	15.8	13.00	
广州发展	6.50	0.25	0.27	0.3	0.34	26.0	24.1	21.7		买入
联美控股	10.46	1.16	1.32	1.56	1.86	9.0	7.9	6.7	5.6	买入
福能股份	7.86	0.54	0.82	0.9	1.02	14.6	9.6	8.7	7.7	
水电及其他电力										
长江电力	16.84	1.01	0.98	0.97	0.99	16.7	17.2	17.4	17.0	买入
国投电力	7.81	0.48	0.53	0.59	0.63	16.3	14.7	13.2	12.4	买入
川投能源	8.85	0.74	0.69	0.71	0.72	12.0	12.8	12.5	12.3	增持
桂冠电力	5.92	0.41	0.49	0.52	0.54	14.4	12.1	11.4	11.0	买入
黔源电力	14.65	1.05	1.19	1.29	1.30	14.0	12.3	11.4	11.3	买入
三峡水利	6.87	0.35	0.26	0.32	0.35	19.6	26.4	21.5	19.6	买入
涪陵电力	20.25	1.42	1.91	2.4	2.75	14.3	10.6	8.4	7.4	
中国核电	5.74	0.29	0.36	0.44	0.49	19.8	15.9	13.1	11.7	
太阳能	3.8	0.27	0.39	0.50	0.62	14.1	9.7	7.6	6.1	
节能风电	3.05	0.10	0.10	0.12	-	30.5	30.5	25.4	-	
燃气										
深圳燃气	6.10	0.40	0.47	0.56	0.62	15.3	13.0	10.9	9.8	增持
百川能源	13.98	0.88	1.03	1.22	1.39	15.9	13.6	11.5	10.1	买入
中天能源	6.64	0.43	1.19	0.98	1.57	15.4	5.6	6.8	4.2	
国新能源	5.87	0.02	0.19	0.33	0.00	293.5	30.9	17.8		增持
金鸿能源	7.25	0.49	0.07	0.85	0.00	14.8	10.4	8.5	-	
平均						34.6	16.7	13.4	11.4	

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

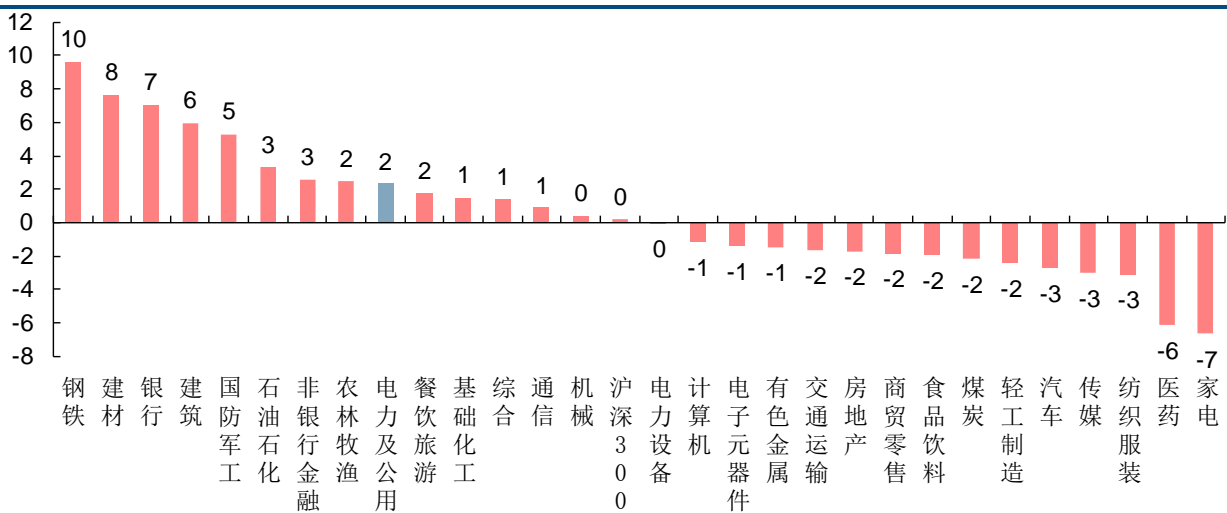
电力及公用事业 2018 年 7 月回顾与预测

18 年 7 月电力公用板块跑赢大盘，估值仍保持较低水平

18 年 7 月份，电力及公用事业板块表现强于大盘，中信电力及公用事业指数本月上漲 2.29%，沪深 300 指数上漲 0.19%，电力及公用事业行业跑赢大盘 2.1 个百分点。2018 年初至今电力及公用事业板块下跌 16.67%，沪深 300 指数同期下跌 12.73%，电力及公用事业板块年初至今累计跑输大盘 3.94 个百分点。

分子板块看，7 月份火电板块，水电板块和燃气板块分别上漲 9.51%，4.53 % 和 4.37%。

图表 2：7 月份电力及公用事业板块上漲 2.29%，跑赢沪深 300 指数 2.1 个百分点



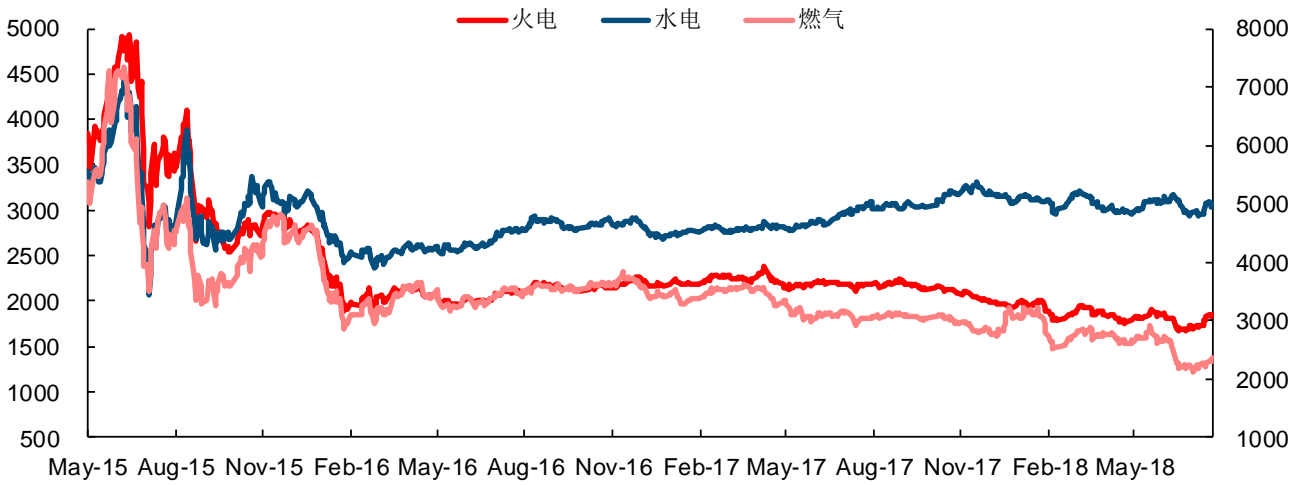
资料来源：Wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图表 3：2018 年年初至今电力及公用事业板块下跌了 16.67%，跑输沪深 300 指数 3.94 个百分点



资料来源：Wind 资讯，中信建投证券研究发展部

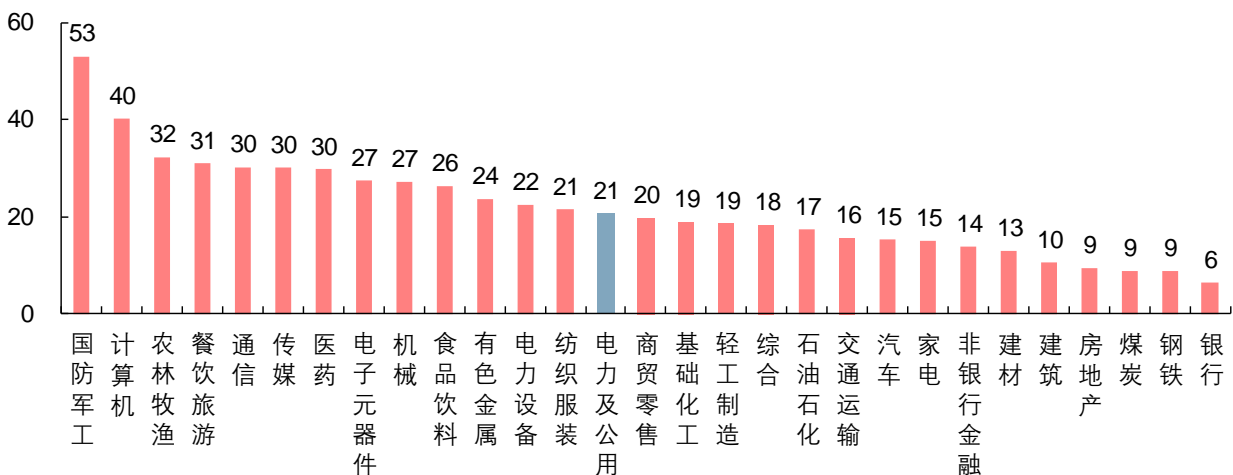
图表 4：7 月火电板块，水电板块和燃气板块分别上涨 9.51%，4.53 %和 4.37%。



资料来源: Wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

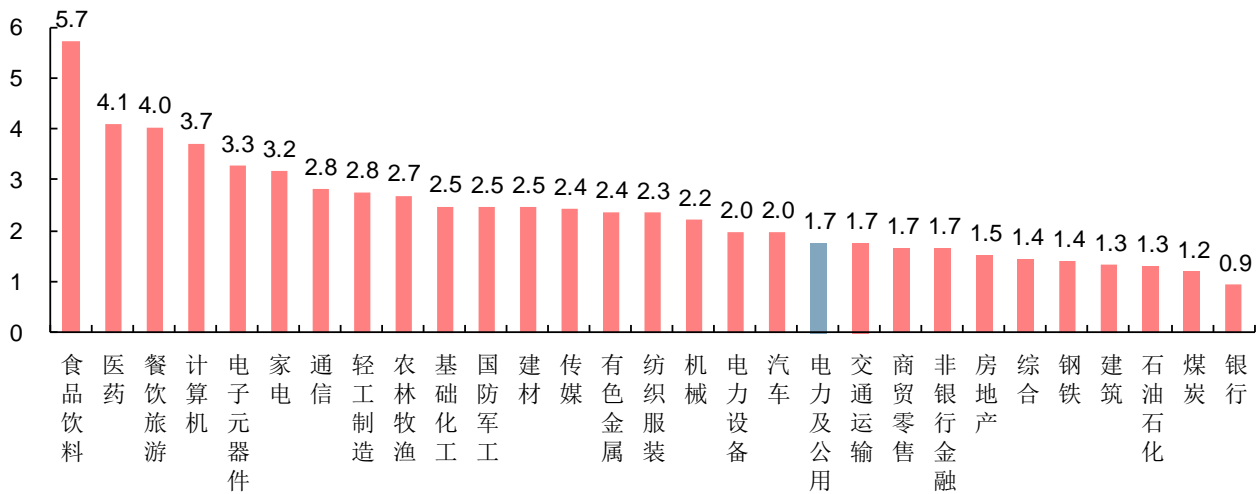
目前电力及公用事业行业整体板块估值位居中游, 预期 2018 年电力及公用事业板块平均市盈率为 20.61 倍左右, 处于平均水平。而根据最新净资产计算的市净率, 电力及公用事业行业只有 1.7 倍, 在所有行业中处于靠后的位置。

图表 5：电力及公用事业行业 2018 年预期市盈率 20.61 倍



资料来源: Wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图表 6：电力及公用事业行业最新 PB1.7 倍

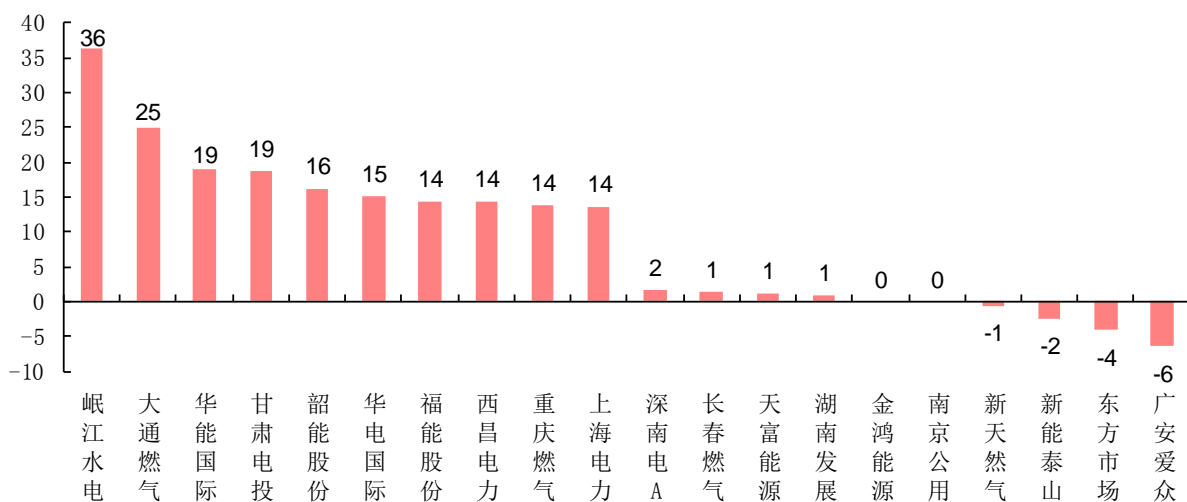


资料来源：Wind 资讯，中信建投证券研究发展部

个股表现

7 月份，电力及公用事业股票整体表现好于上个月，整个板块共有 64 家上涨，其中涨幅最大的三家分别是岷江水电上涨 36.27%，大通燃气上涨 24.90% 和华能国际上涨 18.87%；而跌幅最大的 3 家公司分别是广安爱众下跌 6.39%，东方市场下跌 4.09% 和新能泰山下跌 2.42%。

图表 7：本月电力及公用事业表现最好及最差公司



资料来源：Wind 资讯，中信建投证券研究发展部

电力公用事业行业资产较重，相关公司整体资产负债率较高，对再融资有一定的需求。我们汇总各上市公司增发、配股及股权质押情况如下表所示。

图表 8：电力及燃气板块公司增发汇总

公司名称	最新公告日	方案进度	增发目的	拟发行数量 (万股)	发行价格 (元/股)	拟募集资金(亿 元)	承销商
电力							
申能股份	20180616	股东大会通过	项目融资	36,000		20	
华银电力	20180511	股东大会通过	项目融资	35,622.50		17	中信建投证券
华能国际	20180628	增发证监会核准	项目融资	80,000.00		50	中信证券,
大唐发电	20180328	已实施	项目融资	240,172.90	3.47	83.34	中信建投证券, 招商证券
韶能股份	20171216	增发方案终止	项目融资	31,434.20	9.98	32	招商证券
上海电力	20180628	股东大会通过	配套融资	42,794.80		20.6	国泰君安证券
天富能源	20171011	增发证监会核准	补充流动资金	24,571.80	6.89	16.93	国开证券
桂东电力	20170825	股东大会通过	项目融资	16,555.50		7.6	招商证券
闽东电力	20171128	已实施	项目融资	8,495.20	8.24	7	中信建投证券
新能泰山	20170728	增发证监会核准	配套融资	17,471.80		9.96	南京证券
新能泰山	20171108	已实施	融资收购资产	42,619.10	5.7	24.29	南京证券
燃气							
陕天然气	20180302	证监会核准	项目融资	22,241.50		12.6	中泰证券
百川能源	20171102	已实施	融资收购资产	6,735.60	13.05	8.79	天风证券
中天能源	20170809	已实施	项目融资	23,232.30	9.9	23	东兴证券, 平安 证券

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表 9：电力及燃气板块公司配股汇总

公司名称	最新公告日	方案进度	配股比例	配股对象	拟募集资金(亿元)
国投电力	20180214	股东大会通过	10 配 2.2	普通股股东	

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表 10：电力及燃气板块公司股权质押汇总

公司名称	最新公告日	新增质押股数(万股)	未解押股数(万股)	未解押占流通股比	未解押占自由流通股比
电力					
浙能电力	20180724	25600	213000	15.66%	59.37%
广安爱众	20180724	5000	20500	28.56%	43.98%
宝新能源	20180713	7703.78	21998.27	10.79%	13.85%
漳泽电力	20180622	-16175	8900	3.06%	5.39%
天富能源	20180613	2000	24738.04	27.31%	43.49%
哈投股份	20180426	-5000	5000	3.17%	5.99%

请参阅最后一页的重要声明

西昌电力	20180421	-2979	2702	7.41%	16.79%
红阳能源	20180330	4200	62,451	92.34%	143.83%
宝新能源	20180210	-2000	45,202	22.17%	28.47%
浙能电力	20180123	163,200	163,200	12.00%	45.49%
华通热力	20171121	500	1,000	33.33%	33.33%
韶能股份	20171030	690	7,957	7.37%	11.73%
广安爱众	20170930	-2460	25,500	35.52%	54.66%
燃气					
大通燃气	20180728	917	15586.78	55.71%	90.88%
新疆浩源	20180720	9504	26260.68	83.87%	158.41%
大通燃气	20180629	1122	16,862.05	60.27%	98.31%
国新能源	20180629	3525	17,316.15	19.27%	70.54%
胜利股份	20180526	1171.35	19,301.80	26.17%	32.26%
金鸿控股	20180522	5400	17,868.49	37.34%	62.83%
新疆浩源	20180512	968.52	25,662.79	81.97%	154.80%
大众公用	20180321	2300	47,849	19.78%	27.04%
中天能源	20180301	471	32,231	28.41%	42.88%
百川能源	20180214	3060	48,704	148.73%	226.89%
新天然气	20180208	242	3,344	34.96%	41.25%
贵州燃气	20180124	18,000	18,000	147.60%	147.60%
蓝焰控股	20171228	-2373	0	0.00%	0.00%

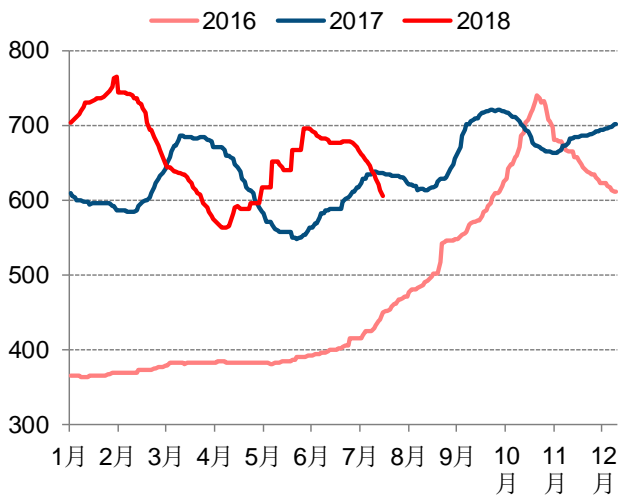
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

煤炭价格下行明显，期现价差有所缩小

期货现货煤价均下降，期现价差缩小

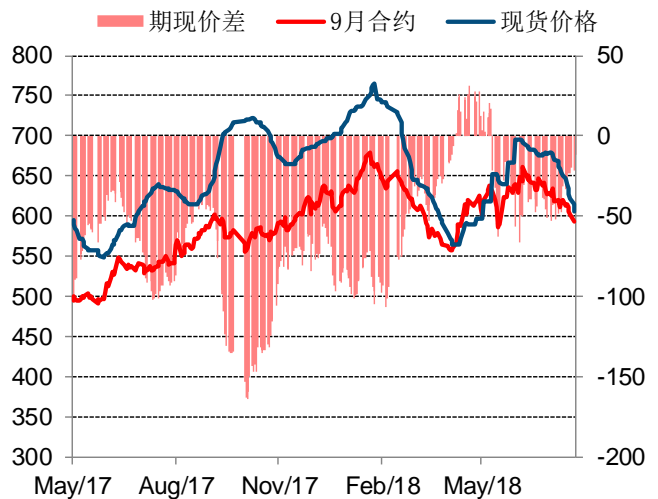
2018年7月，港口动力煤价格上升，7月底环渤海动力煤指数5500大卡综合平均价格为568元/吨，与6月底持平；秦皇岛港山西产5500大卡动力煤报价605元/吨，较6月底下降71元/吨，降幅10.5%，与17年同期相比下降31元/吨，降幅4.9%。中国沿海电煤采购价格指数CECI5500大卡综合价最新一期更新至7月27日，报收599元/吨，呈下降趋势。期货方面，郑州商品交易所2018年9月交割的动力煤合约7月31日报价593.4元/吨，较6月底下降了54元/吨，降幅8.5%，期现价差为-11.6元/吨，有所收窄。

图表 11：秦皇岛 5500 大卡动力煤现货价（单位：元/吨）



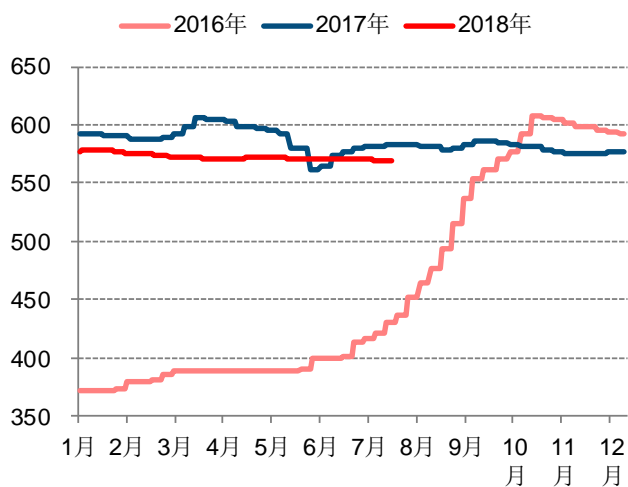
资料来源：Wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图表 12：煤炭期货现货价格（单位：元/吨）



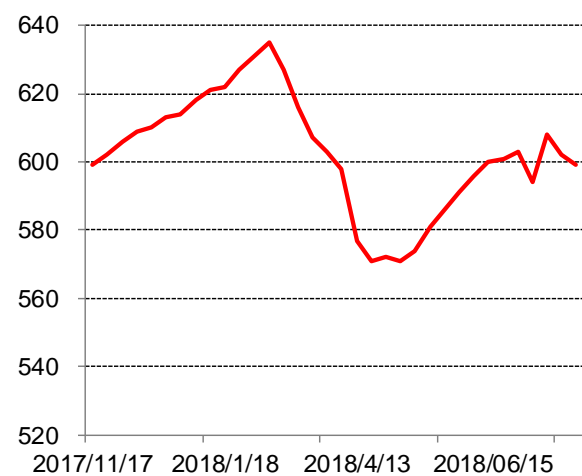
资料来源：Wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图表 13：环渤海动力煤指数 5500 大卡（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图表 14：CECI 指数 5500 大卡综合价（单位：元/吨）

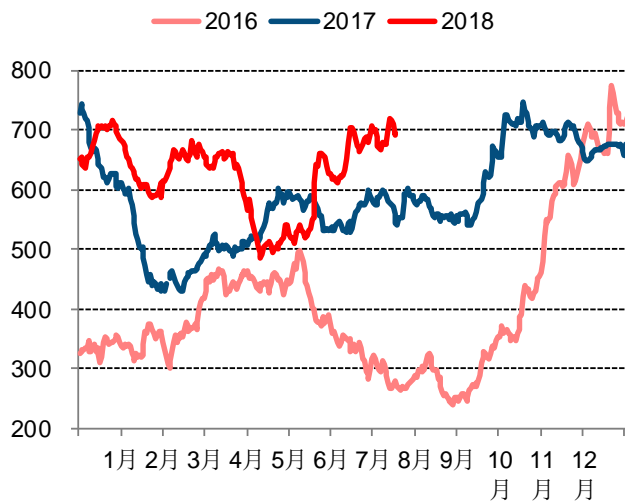


资料来源：Wind 资讯，中信建投证券研究发展部

秦皇岛港口库存环比下降，广州港港口库存环比上升

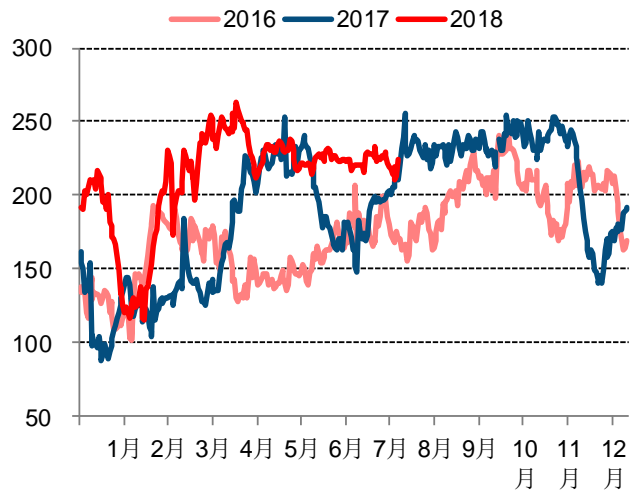
7月份秦皇岛煤炭库存环比有所下降，截至7月31日，秦港库存695万吨，相比6月底减少了9万吨，下降1.3%；同比2017年7月份增加153.3万吨，涨幅28.3%。而广州港7月底库存环比增加5.6万吨，至226.6万吨，上涨2.53%；同比2017年7月份减少12.4万吨，下降5.19%。

图表 15: 秦皇岛港煤炭库存变动情况 (单位: 万吨)



资料来源: Wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图表 16: 广州港煤炭库存变动情况 (单位: 万吨)

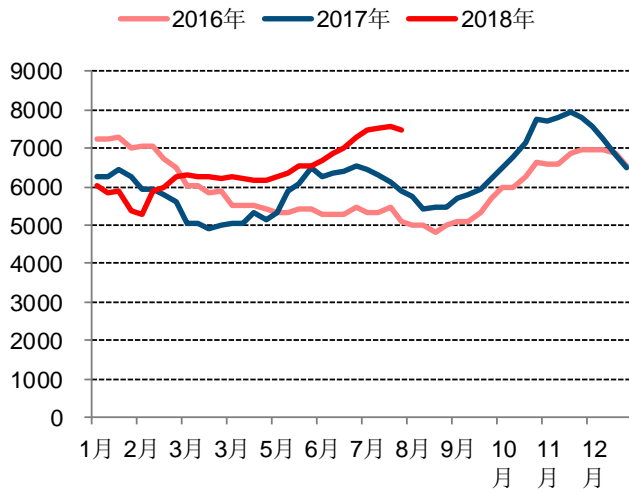


资料来源: Wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

下游重点电厂及沿海电厂煤炭可用天数均略有减少

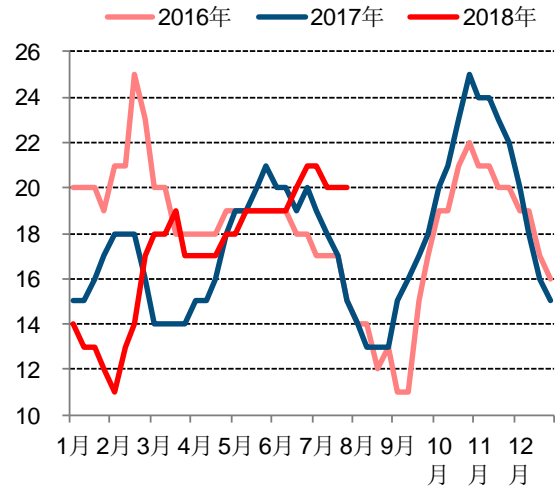
当前电厂煤炭库存处于较高水平，可用天数环比略有减少。2018年7月15日，全国重点电厂煤炭库存量7479.0万吨，相比6月底上涨了181万吨，涨幅2.5%；重点电厂煤炭库存可用天数为20天，环比6月底减少1天。六大发电集团沿海电厂7月31日库存达1483.19万吨，与6月底持平，略减少2万吨；可用天数为18.23天，较6月底减少0.55天。

图表 17: 重点电厂煤炭库存 (单位: 万吨)



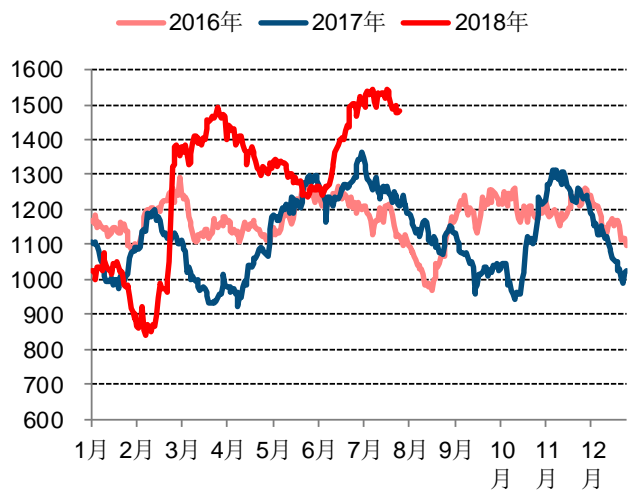
资料来源: 煤炭资源网, 中信建投证券研究发展部

图表 18: 重点电厂煤炭库存可用天数 (单位: 日)



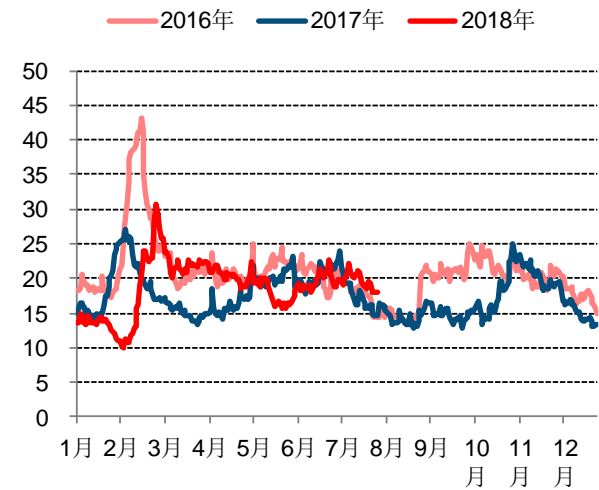
资料来源: 煤炭资源网, 中信建投证券研究发展部

图表 19: 六大发电集团煤炭库存 (单位: 万吨)



资料来源: Wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图表 20: 六大发电集团煤炭库存可用天数 (单位: 日)

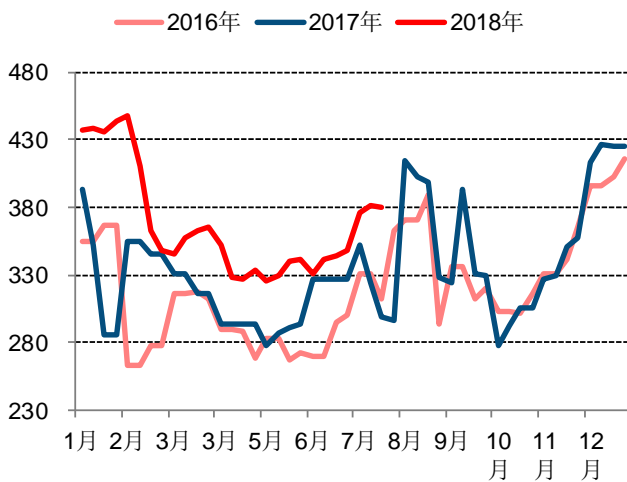


资料来源: Wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

电厂日耗整体环比均有提高

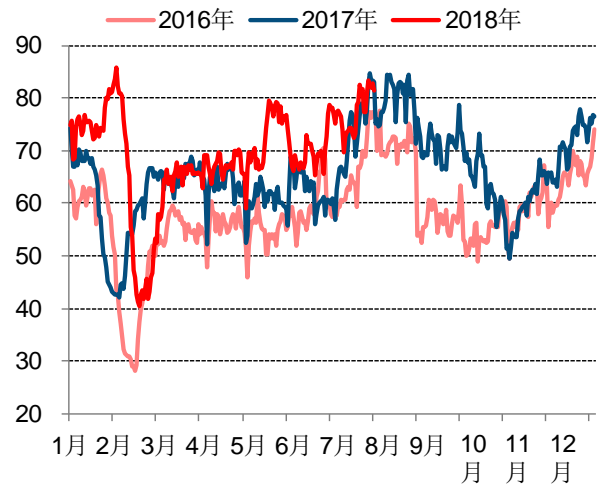
电厂日耗整体环比略有提高，截至 7 月 15 日，重点电厂的日煤耗为 380 万吨，环比 6 月底上涨了 9.2%；而更为高频的 6 大发电集团日均耗煤量到 7 月末为 81.37 万吨，环比 6 月底上升 3.2%，同比 17 年 7 月底下降了 2.0%。

图表 21：重点电厂日煤耗变动情况（单位：万吨）



资料来源：煤炭资源网，中信建投证券研究发展部

图表 22：6 大发电集团日均耗煤量变动情况（单位：万吨）



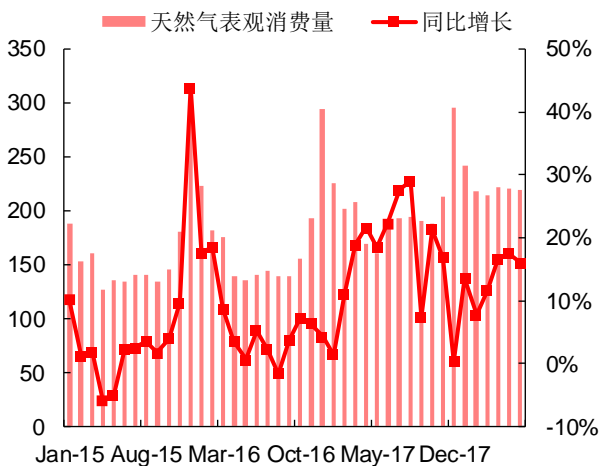
资料来源：Wind 资讯，中信建投证券研究发展部

天然气消费量维持高增长，进口 LNG 价格下降

天然气消费量维持高增长

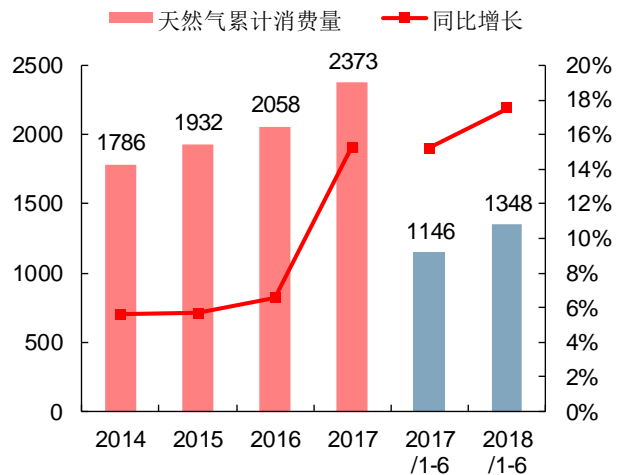
根据国家发改委数据，2018年6月，我国完成天然气表观消费量219.8亿立方米，比去年同期增长16.1%；1-6月，全国累计天然气表观消费量达1348亿立方米，同比增长17.5%。

图表 23：天然气月度消费量及增速（单位：亿立方米，%）



资料来源：国家发改委，中信建投证券研究发展部

图表 24：天然气累计消费量及增速（单位：亿立方米，%）

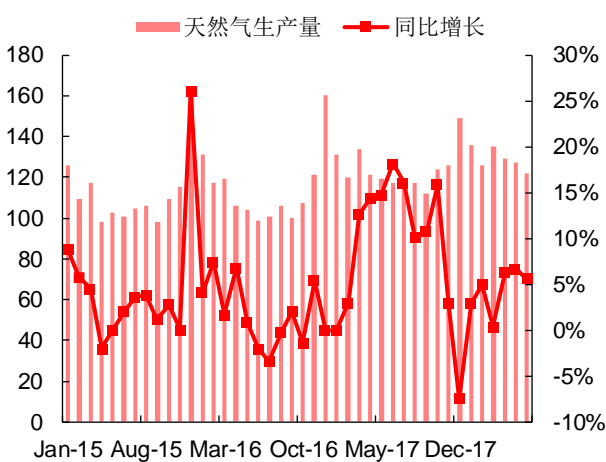


资料来源：国家发改委，中信建投证券研究发展部

全国天然气产量增长 4.9%

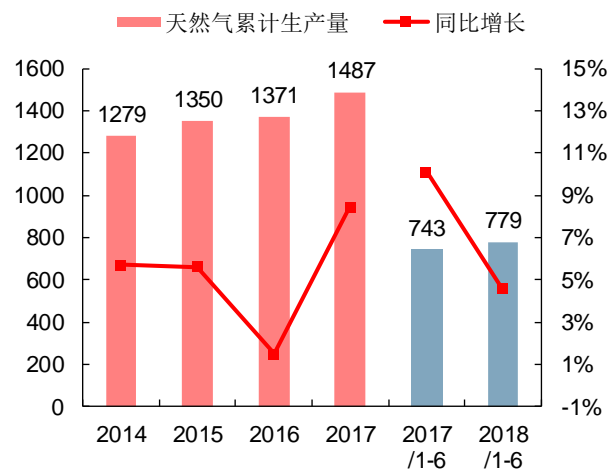
6月份，我国完成天然气产量122亿立方米，同比增长5.6%；1-6月份，我国天然气产量779亿立方米，同比增长4.9%。

图表 25：天然气月度产量及增速（单位：亿立方米，%）



资料来源：国家发改委，中信建投证券研究发展部

图表 26：天然气累计产量及增速（单位：亿立方米，%）

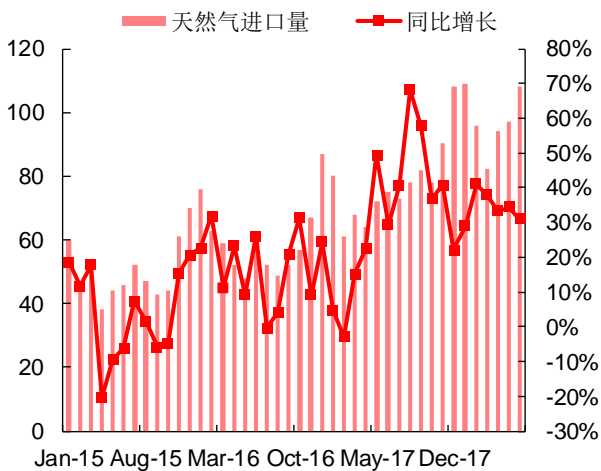


资料来源：国家发改委，中信建投证券研究发展部

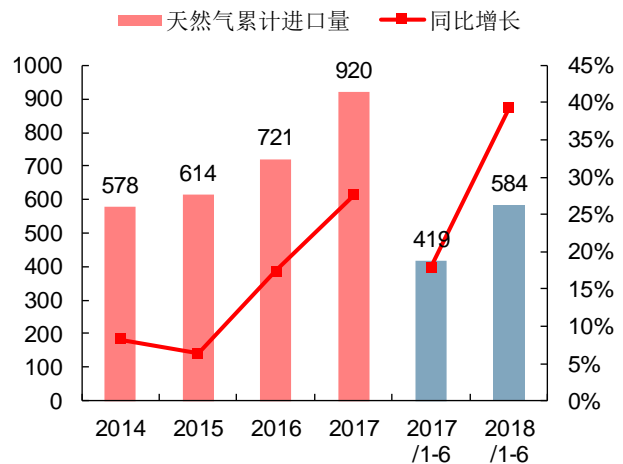
全国天然气进口大幅增长 39.3%

2018年6月，我国完成天然气进口量100.8亿立方米，比去年同期增长30.9%；1-6月我国天然气进口量584亿立方米，增长39.3%。

图表 27: 天然气月度进口量及增速 (单位: 亿立方米, %) 图表 28: 天然气累计进口及增速 (单位: 亿立方米, %)



资料来源: 国家发改委, 中信建投证券研究发展部

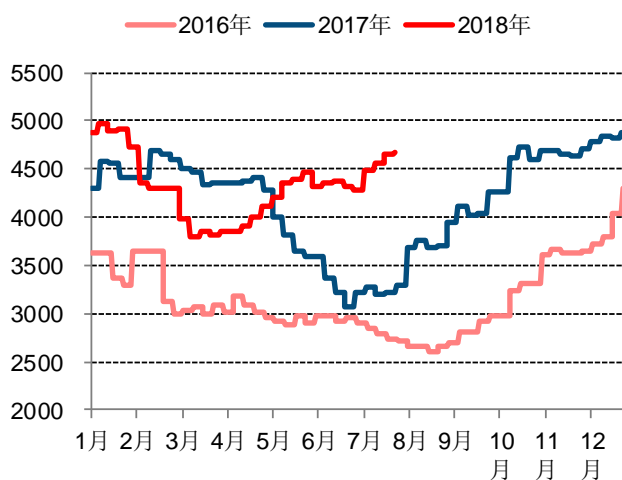


资料来源: 国家发改委, 中信建投证券研究发展部

进口 LNG 价格上涨, 国际期货、现货价格环比下降

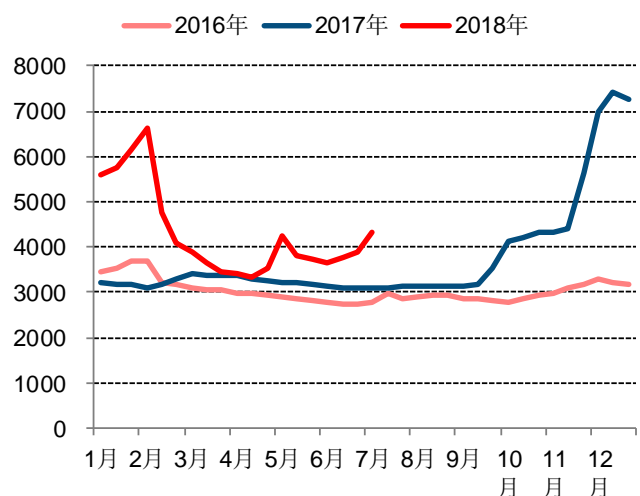
7月份国内进口液化天然气 LNG 价格出现一定程度上涨, 以华南地区进口 LNG 码头价为例, 7月27日报4665.6元/吨, 较6月末上涨8.9%, 折合3.22元/立方米; 我国 LNG 综合市场价7月20日报收4321.7元/吨, 较6月底上涨552.3元, 环比上涨14.7%。美国 NYMEX 天然气期货收盘价为2.81美元/百万英热单位, 较6月底下跌3.8%。美国 Henry-Hub 天然气现货价7月27日为2.79美元/百万英热单位, 较6月底下降3.8%。

图表 29: 华南地区进口 LNG 码头价 (单位: 元/吨)



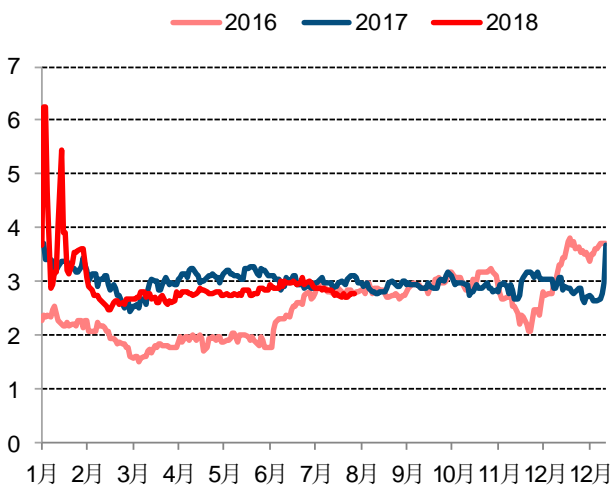
资料来源: Wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图表 30: 我国 LNG 市场价 (单位: 元/吨)

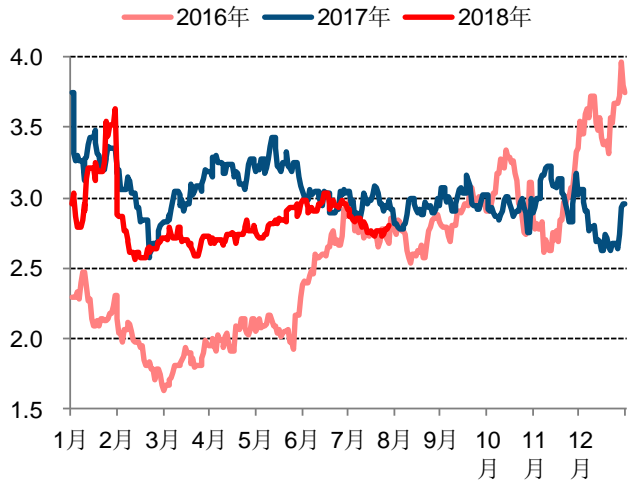


资料来源: Wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图表 31: 美国 Henry Hub 天然气现货价 (单位: 美元/MBtu) 图表 32: NYMEX 天然气期货收盘价 (单位: 美元/MBtu)

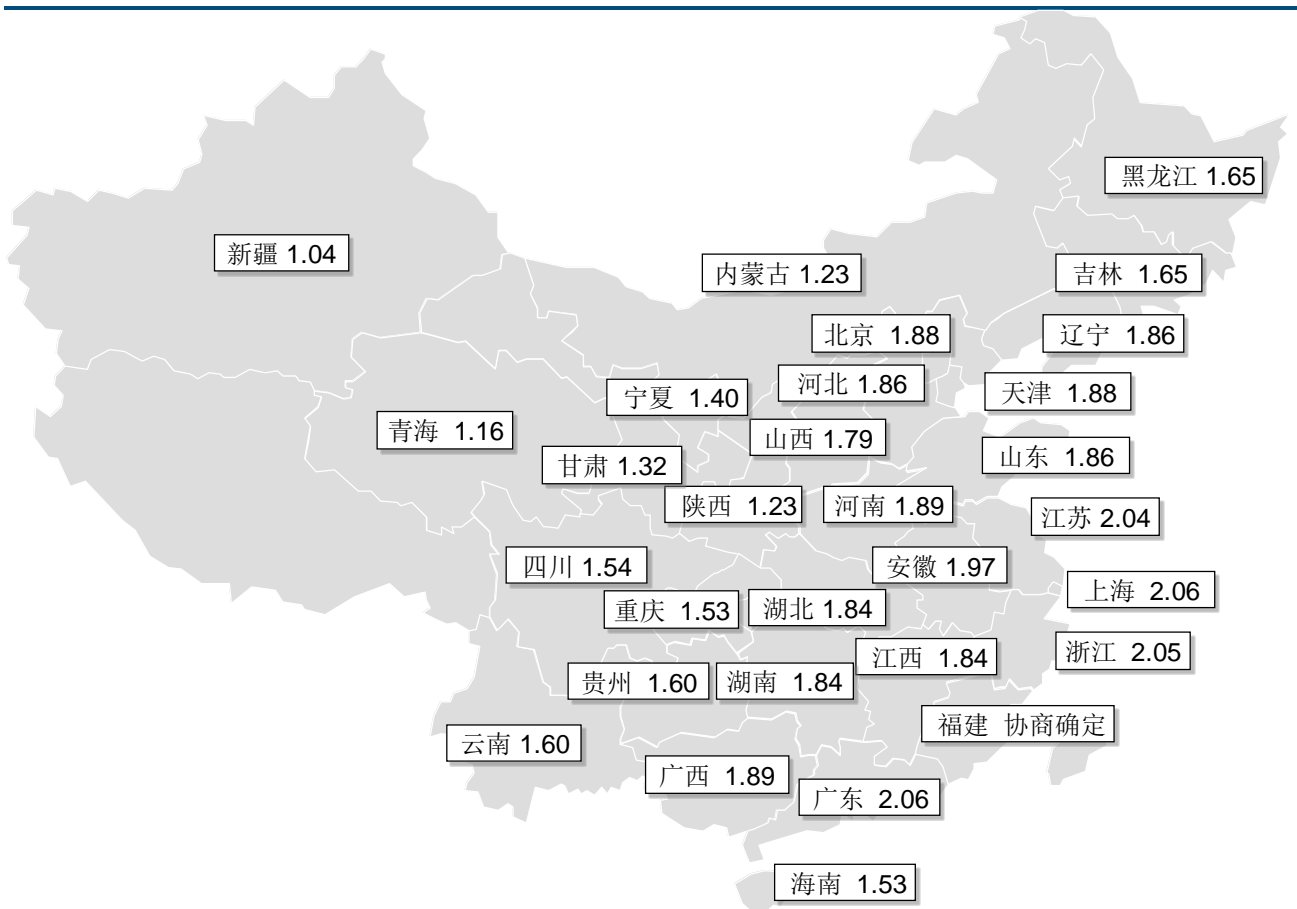


资料来源: Wind 资讯, 中信建投证券研究发展部



资料来源: Wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图表 33: 分省天然气门站价一览表 (元/方)



资料来源: Wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

公司动态点评汇总

福能股份：气电靴子落地，风火共济改善业绩

近日，公司收到福建省经信委及物价局下发的相关通知。通知明确 2018 年公司子公司晋江气电出让上网电量为 24.73 亿千瓦时，转让替代电价为 0.33 元/千瓦时(含税)，出让方结算上网电价为 0.5957 元/千瓦时(含税)。据公司初步测算，如替代电量指标全部转让，预计晋江气电 2018 年度可确认转让替代电量毛利约 5.66 亿元人民币。

气电指标终落地，盈利有望回归合理水平

晋江气电是公司重要业务板块之一，2015 年及 2016 年净利润分别达 2.36 亿元、2.18 亿元。2017 年受政府核定气价大幅上升导致供电成本上升的影响，气电业务毛利率大幅下滑 13 个百分点，仅实现 0.15 亿元净利润，是公司业绩同比下降 1.71 亿元的重要原因之一。此次气电电量替代指标落地，叠加之前气价微降及电价上调，我们测算晋江气电毛利率有望回升至 10% 左右，气电盈利将回归 1 亿元左右的合理水平。

用电需求高增长推动煤电业务边际改善

1-5 月份福建省用电增速为 12.97%，超过全国平均水平 3 个百分点。用电需求高增长叠加区域来水偏枯，推动福建省火电利用小时达到 1836 小时，同比增长 560 小时。受益于此，公司鸿山热电利用小时有望稳定增长。考虑到去年 7 月上调的 1.95 分火电标杆电价将为今年全年贡献业绩，同时用煤成本有望下移，鸿山热电盈利有望提升。新并表的贵州六枝煤电受益于配套煤矿产能逐步恢复，燃煤成本有望明显下降。整体而言，我们认为公司煤电业务板块有望边际改善，为业绩稳定增长做出贡献。

风电盈利稳定，在建机组有序投产拓展成长空间

公司坐拥福建省优质风电资源区，风电资产极为优质。2017 年公司在运风电装机 66.4 万千瓦，实现净利润 4.61 亿元，占公司全年业绩的 54.6%。今年 1-5 月份福建风电利用小时同比增长 30 个小时，公司存量风电机组受益于来风较好等因素，盈利将稳中有升。此外公司在建风电机组进展顺利，我们预计全年将有 24.8 万千瓦的风电投运。未来随着平海湾等海上风电项目的逐步推进，公司风电装机有望迎来进一步的增长，内生成长空间可期。

风火共济改善业绩，给予买入评级

晋江气电不确定性消除助力公司传统火电业务触底回升，公司风电板块内生增长空间巨大。我们预测公司 2018 年-2020 年营业收入分别为 88.16、91.38 和 93.95 亿元，归母净利润分别为 10.03、12.54 和 14.40 亿元，对应 EPS 分别为 0.65、0.81 和 0.93 元，给予买入评级。

百川能源：收购国祯燃气，业务版图进一步扩张

百川能源发布公告称拟现金收购国祯燃气 100% 股权，交易对价为 13.4 亿元。本次收购完成后，国祯燃气将成为百川能源的全资子公司。

阜阳天然气市场空间巨大，国祯燃气有望持续受益

公司本次收购的标的国祯燃气主营天然气销售、安装以及成品油销售业务，其燃气板块主要经营区域包括阜阳市区及阜阳市下辖太和、颍上、阜南、临泉四县，该市位于安徽省，目前全市户籍人口 1070.1 万人，常住人口 809.3 万人，天然气覆盖率较低，市场空间巨大。随着天然气在我国一次能源消费中的占比逐步提高，该地区的天然气消费量未来几年有望迎来快速增长，而国祯燃气作为当地最大的燃气供应商，我们认为也将持续受益于该地区气化率的提升。

全国布局进行时，公司业务版图进一步扩张

截止到目前，公司的特许经营区域主要分布在河北廊坊、张家口以及天津、湖北等地，在“煤改气”政策大力实施以及“村村通”项目相继落地的推动下，公司去年共实现售气量 4.6 亿方，燃气接驳 27 万户（其中农村居民 17 万户，城市居民 10 万户）。同时，公司去年收购的荆州天然气共实现售气量 1.3 亿方，贡献业绩极为可观。本次收购国祯燃气是公司在收购荆州天然气后又一大全国性布局的举措，如果收购能够成功，那么公司将进一步突破原有经营区域的限制，同时也将迎来新的业绩增长点。

收购国祯燃气将为公司带来较大业绩增量

从收购标的以往的经营业绩来看，2017 年国祯燃气共实现营业收入 8.3 亿元，归母净利润 1.1 亿元，占公司 17 年的收入、归母净利润的比重分别为 27.9% 和 12.3%。此前我们预计 18-20 年公司将分别实现营业收入 45.03 亿元、55.71 亿元、68.83 亿元，归母净利润 10.6 亿元、12.6 亿元、14.3 亿元。如果假设本次收购将于今年下半年完成，并且于 19 年并表，公司 19-20 年的归母净利润将分别达到 13.7 亿元、15.4 亿元，业绩增量较大。

维持买入评级

公司本次收购国祯燃气体现出了管理层进行全国性布局的决心，因此公司的业务未来还将大概率延伸至其他地区，再结合当前我国天然气消费量迅速增长的大背景，我们认为公司燃气销售及接驳业务增长空间仍然较大。此外，公司还积极推进天然气全产业链布局，如绥中县 LNG 接收站以及部分气电、分布式能源，一方面可以使得公司的气源有所保障，另一方面也让公司逐渐由区域性城镇燃气运营商向多元化产业组合的全国性清洁能源服务商转变，未来盈利能力有望明显改善。

如果假设国祯燃气 2019 年并表，我们预计 2018-2020 年公司收入水平将分别达到 45.03 亿元、66.69 亿元、81.45 亿元，归属于母公司所有者的净利润分别为 10.61 亿元、14.00 亿元、15.92 亿元，对应 EPS 为 1.03 元、1.36 元、1.54 元，维持买入评级。

上海电力：江苏海上风电获批开展前期工作，清洁能源发展再加码

上海电力今日发布公告，其控股投资的江苏如东 H4、H7 海上风电项目获批开展前期工作，总装机容量为 80 万千瓦。

加码清洁能源，内生增长稳定推进

截至 2017 年底，公司控股装机容量为 1289.78 万千瓦，受江苏公司并表及新能源机组投运影响同比增长 31.5%。当前电力供需形势整体宽松，煤电机组增长相对受限，公司作为老牌火电企业积极加码清洁能源。2018 年至今，公司先后投产 0.8 万千瓦光伏、32 万千瓦燃机（哈密项目）、40 万千瓦海上风电（滨海北 H2），清洁

能源装机占比已达 37.8%。按公司滨海北海上风电项目指标初步测算，其税后全投资收益率有望达 10% 以上，对应未来稳定期收益在 1.2 亿元以上。新能源带来的内生增长已逐步显现，公司未来成长稳定可期。

海上风电迎来机遇期，公司储备项目丰富

我国西北地区风资源较好，但远离负荷中心，消纳外送均受到一定的限制；东南地区风电虽无弃风之忧，但土地及建设成本较高，风资源相对匮乏。海上风电造价虽相较陆上风电更高，但其具有靠近负荷中心、不占用土地资源、利于成片规模开发、标杆电价较高（0.85 元/千瓦时）且利用小时较高等优点。公司积极顺应低碳经济发展趋势，重点开发海上风电项目。截止目前，公司海上风电已投产 50 万千瓦，在建 30 万千瓦，已获批开展前期工作装机 110 万千瓦。公司远期储备了充足的待开发海上风电项目，未来清洁能源有望持续发挥利润支撑作用。

煤价高位震荡，多重手段力争降本增效

上半年我国煤价整体呈现高位震荡，上海电煤价格指数均值为 616.5 元/吨，同比增长 10% 左右。面对煤价高企对煤电经营的不利局面，公司积极应对，通过积极参与长协煤协议签订、开拓海外煤炭采购渠道和推进经济煤种掺烧等手段力争降本增效。当前旺季煤价有所承压，我们判断全年公司用煤成本中枢可能下移，火电板块有望贡献较大的业绩弹性。

海外开拓持续推进，维持增持评级

2017 年底公司海外资产已达 82.05 亿元，占总资产比例为 8.17%，海外拓展有望成为公司外延增长的驱动力。近日公司公告土耳其胡努特鲁煤电项目（2×66 万千瓦）正式实施场平工程，标志着项目进入实质性建设阶段。胡努特鲁项目符合我国“一带一路”倡议，发电效率高、能耗排放低，有望成为公司海外布局的重要支撑点和盈利点。考虑到 2018 年公司用煤成本有望下行，新能源装机增长也会改善公司装机结构、提升盈利能力，我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.43、0.49 和 0.51 元，维持增持评级。

行业要闻点评

电力市场化交易持续放开，交易机制进一步完善

发改委近日下发通知，要求进一步提高市场化交易电量规模，煤炭、钢铁、有色、建材四行业用电全电量参与市场化交易，有序放开水电核电市场化，取消跨省跨区交易限制，协商建立“基准电价+浮动机制”的市场化定价机制。

四大产业全电量参与市场化，增量相对可控

通知要求煤炭、钢铁、有色、建材等重点行业用户全面放开发用电计划并承担清洁能源配额。我们计算四大产业 2017 年用电量在 1.3 万亿度左右，当年全国市场化交易电量 1.63 万亿度，其中绝大部分为大用户直购电量。我们判断四大产业用电量已有很大部分参与到市场化交易中，假设按之前四大产业市场化电量占比 70%—75% 估算，此次政策新增市场化电量约为 3250—3900 亿度电，与《中国能源报》给出的 3500 亿度电的数据较为接近。2017 年我国市场化电量占比为 26%，此次四大产业用电完全放开后市场化电量占比将提升至 31% 左右。

电价迎来复杂博弈，发电侧未必会持续让利

之前发改委发布《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》，要求对高能耗行业实施更加严格的差别化电价政策。从政策连贯性角度出发，不太可能针对高耗能产业进一步扩大电价让利。我们判断在完全放开市场化交易后，市场化电量的电价会是一个用电侧、电网和发电侧三方博弈的复杂态势。

当前高煤价的经营压力下，叠加市场化定价机制引入“基准电价+浮动机制”，新的市场化交易电量不一定会降价，甚至还有可能涨；即使降，在存量市场化电量让利幅度进一步收窄的可能下，也有望被抵消，最终体现的结果就是平均交易电价上升，整体让利总额不变甚至更少。

火电长期回归公用事业属性，清洁能源消纳持续改善

火电随着电力交易机制的完善和浮动电价机制的逐步建立，未来有望走出“市场煤计划电”的怪圈，逐步回归合理的资产收益率，真正实现公用事业属性。此外，政策提出有序放开水电核电市场化，取消跨省跨区交易限制。随着市场化放开及跨省跨区交易限制取消，叠加清洁能源配额制的抓紧落实，我们认为水、核、风、光等新能源消纳问题有望得到进一步解决，相关发电企业迎来利好。我们建议重点关注利用小时及电价边际改善、防御性凸显的火电龙头**华能国际**和**华电国际**、区域来水较好且消纳改善明显的**桂冠电力**、风电资产极具成长性的**福能股份**和核电利用小时持续提升的核电龙头**中广核电力**。

分析师介绍

万炜, CFA: 公用事业与环保研究员, 华中科技大学经济学硕士, 2014 年加入中信建投证券研究所, 2015 年、2016 年新财富煤炭行业最佳分析师第二名团队成员, 2017 年新财富电力公用事业入围。

研究助理 高兴: 华中科技大学工学学士, 清华大学热能工程系硕士, 三年电力设备行业工作经验, 2017 年开始从事卖方研究工作。2018 年加入中信建投证券, 现任电力公用事业研究助理。

研究服务

社保基金销售经理

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

周瑞 010-85130749 zhourui@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859