

用电增速略有回落，关注天然气投资机会

重点推荐天然气板块投资机会，长期看好火电业绩反转及新能源公司装机成长

燃气方面，我们认为今年我国天然气消费量仍将维持较高增速，全年消费量有望达到 2760 亿方左右，对应全年增速 16-17%。从上游供给端来看，由于常规气以及进口管道气短期内增量较为有限，因此上游煤层气等非常规气行业以及进口 LNG 未来有望逐步放量。另外，今年采暖季我国天然气整体供需仍然偏紧，保供压力较大，且中石油目前已经出台新的定价策略，届时非管制气气价或将有所上涨，重点推荐拥有优质煤层气布局、未来增产潜力巨大的**蓝焰控股**以及 LNG 接收站即将投产、售气量有望持续高增长的**深圳燃气**。火电方面，我们判断下半年煤价有所承压，火电企业盈利底部改善的趋势已经确立，重点推荐**华电国际**，建议重点关注**华能国际**。水电和新能源方面，我们重点推荐受益于红水河来水较好的**桂冠电力**及在建风电机组稳健增长、未来拓展空间广阔的**福能股份**。

18 年 8 月电力及公用事业跑输大盘

18 年 8 月份电力及公用事业指数下跌 8.19%，而沪深 300 指数下跌 5.21%，电力及公用事业行业跑输大盘 2.98 个百分点。年初至今电力及公用事业板块下跌了 23.49%，沪深 300 指数同期下跌了 17.28%，电力及公用事业板块年初至今累计跑输大盘 6.22 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下跌 5.14%，5.75% 和 7.99%。

煤炭期、现货价差缩小，进口天然气价格上涨

8 月秦皇岛港山西产 5500 大卡动力煤报价 622 元/吨，较 7 月底上涨 17 元/吨，涨幅 2.8%。18 年 9 月交割的动力煤合约 8 月 31 日报价 629.2 元/吨，较 7 月底上涨了 42.4 元/吨，涨幅 7.2%，较现货价升水 7.2 元/吨。华南地区进口 LNG 码头价格报 5064 元/吨，较 7 月末上涨 8.5%，美国亨利港天然气现货价报 2.98 美元/百万英热单位，较 7 月底上涨 5.7%。

分省火电点火价差测算

从最新一期 7 月份的电煤价格指数来看，全国各地电煤价格整体环比有所上涨，全国平均电煤价格为 532.5 元/吨，环比增长 0.75%。从分省情况来看，广西、江西和湖南三省电煤价格排名前三，新疆、蒙东和蒙西排名后三且绝对值与其他省份相比显著较低。排名前三的省份分别为蒙东、广东和海南，均属于拥有煤炭资源优势或标杆上网电价较高的区域。从环比数据来看，浙江、广西等地点火价差改善较为明显。

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 09 月 03 日

市场表现



相关研究报告

- | | |
|----------|------------------------------|
| 18.08.20 | 用电增速回落，看好电力板块防御性 |
| 18.08.08 | 电力行业简评：陕西榆林电网下调煤电上网电价，应作特例看待 |
| 18.08.01 | 火电中报有望预喜，关注煤价下行推动业绩改善 |

重点公司报告汇总

百川能源：公司燃气销售与接驳双增，推动业绩高增长；今年 7 月公司宣布拟收购国祯燃气 100% 股权，本次收购成功后，公司业务版图将进一步扩张，业绩增长空间极大，维持买入评级。

桂冠电力：18 年流域来水较好，且外购资产业绩逐步兑现、新增资产陆续投产增厚公司业绩，稳定的现金流有望助力公司维持高比例分红，维持买入评级。

福能股份：晋江气电不确定性已经消除，考虑 2018 年上半年煤价处于高位，后续有望逐步回落，而风电机组陆续投产将提升公司盈利空间，维持买入评级。

华电国际：受全国用电需求较好影响，公司火电利用小时改善明显，发电量快速增长。同时，电价上调对冲煤价上涨，公司毛利率有所回升。目前火电边际改善趋势已经确立，维持买入评级。

蓝焰控股：公司煤层气销售稳中有升，气井建造收入大幅增长，新区块逐步投产提升未来业绩空间。伴随居民用气门站价与非居价格并轨，作为非管制气的煤层气售价有望提升，利好公司业绩，维持买入评级。

深圳燃气：公司新增两家下游电厂客户，深圳地区气量增长有保障；而公司异地扩张卓有成效，初具全国性城燃公司规模，未来燃气销量有望增长。另外，将于今年下半年投入运营的 LNG 接收站也将成为公司新的利润增长点，业绩弹性较大，维持增持评级。

长江电力：公司水电资产优异，供电业务运营稳定，投资收益的实现可以平滑业绩波动。同时，公司增持三峡水利，积极开拓配售电市场，有望在未来为公司提供新的业绩增长点，维持买入评级。

行业要闻点评

陕西榆林电网下调煤电上网电价，应作特例看待

近日陕西省物价局发布《陕西省物价局关于调整陕西电网电力价格的通知》，将国家重大水利工程建设基金标准降为 0.23 分/千瓦时、取消地方水库移民后期扶持资金 0.05 分/千瓦时，调整陕西电网榆林地区燃煤机组标杆电价。通过以上相关措施，将陕西电网一般工商业目录销售电价每千瓦时降低 3.4 分（榆林电网为 3.33 分）。

陕西省火电总装机为 3170 万千瓦，此次电价调整主要涉及陕西电网榆林地区 10 座燃煤电厂约 440 万千瓦装机，度电降幅为 2 分钱左右。此前按照国家统一安排，第三批电价调整将主要通过扩大跨省区电力交易规模、降低重大水利工程建设基金 25%、督促自备电厂承担政策性交叉补贴等手段降低一般工商业电价。而榆林电网属于陕西地方电力公司，不在国家电网体系内。作为独立地方电网，其通过跨省清洁能源交易或督促自备电厂承担交叉补贴等方式进一步落实降电价的目标存在困难。同时榆林作为我国煤炭主要产区，火电机组盈利能力相对较好。所以我们判断此次榆林降低燃煤机组上网电价属于特例，对于全国火电而言并不具备普适性和代表性。

为了实现两会期间政府工作报告提出的降低一般工商业用电成本 10% 的目标，国家发改委及相关部门主要通过三步走来实施：第一批在今年 4 月，通过降低电网环节收费和输配电价来降低电费 430 亿元；第二批在今年 5 月，通过增值税税率调整、政府性基金及附加标准降低、期末留抵税额一次性退返等手段降低电费 210 亿元，前两批总计已完成降低一般工商业用电价格约 7%，距离目标尚有 3% 的差距。

第一批、第二批政策分别降低陕西榆林电网和陕西电网一般工商业用电价格 1.58 分、2.14 分和 1.58 分、1.76 分。在第三批降电价政策落地后，陕西榆林电网和陕西电网一般工商业用电价格累计已达 7.05 分和 6.74 分，降电价工作已见成效。

此次陕西降电价政策涉及 440 万千瓦煤电机组，主要是神华集团、陕能集团及华电集团等发电集团所属，均不涉及华能国际、华电国际等上市公司。目前推出第三批降低一般工商业用电价格政策的省份主要包括吉林

省和陕西省，目前吉林省采取的措施是通过自备电厂征收 0.15 元/千瓦时的交叉补贴来降低终端电价。从国家发改委发布的《利用扩大跨省区电力交易规模等措施降低一般工商业电价有关事项的通知》文件精神来看，吉林省政策符合国家督促自备电厂承担政策性交叉补贴的导向。而陕西榆林电网有其特殊性，其降低燃煤标杆上网电价的政策不具备推广的可操作性，全国范围内火电标杆电价应可保持稳定。

我们认为目前旺季煤价有所承压，火电企业盈利底部改善的趋势已经确立。作为逆周期行业，在市场不确定较大的情况下，火电板块防御性凸显，向下空间较小，向上弹性较大。后续如果不出现因政策放松而导致煤炭价格大幅上涨的情况下，火电仍然有较大配置价值，推荐估值相对较低的华电国际和火电盈利好转叠加在建风电机组稳健增长的福能股份。

天然气产业链寻踪系列（二）：国内需求爆发，进口气历史机遇已至

全球天然气资源极为丰富，国际贸易发展空间较大，去年全球天然气贸易总量 1.13 万亿立方米。但是，天然气贸易存在地理位置受限等缺点，导致不同区域间的天然气市场存在较大割裂性。目前全球主要有三种不同的定价机制，分别是气对气竞争、替代能源挂钩、双边协定，同时对应几个相互独立的天然气市场。在国内“煤改气”以及能源消费升级的带动下，我国天然气消费量近几年迎来爆发式增长，但是由于国产气增产较为缓慢，因此进口气在我国天然气供给中的占比近几年明显提升。2017 年，我国天然气进口量达到 920 亿方，对外依存度 38%。另外，从进口气的结构来看，我国进口气分为进口管道气和进口 LNG，管道气近几年由于没有新建管道投产，因此增量不大，而 LNG 进口量则取得了明显的增长。尤其是去年，我国 LNG 进口量超过韩国，成为全球第二大 LNG 进口国。

我国目前已建成中亚 A、B、C 线以及中缅线四条天然气进口管道，设计供气能力合计 670 亿方/年。另外还有中俄东、西线、中亚 D 线在建，三者年设计供气量分别为 380 亿方、300 亿方、300 亿方，其中中俄西线 2019 年有望通气，2020 年底中俄东线也将投入运营，新增管道短期内难以投产。另外，天然气管道投产后，输气量的提升往往需要 10-12 个月的时间，因此我们认为新建管道投产后，短期内进口管道气的供给增量仍然有限。

我国 LNG 进口包括长协和短协现货两种形式，其中长协定价方式主要是与 JCC 原油价格挂钩，短协和现货则更为看重市场供需。从 LNG 进口结构来看，我国 LNG 进口主要以长协为主，2017 年占比 79%，其余则均为短协及现货。2017 年全年，我国共进口 LNG 3813 万吨，同比增长 46%，尤其是进入冬季保供期之后，LNG 进口量大幅增长，月平均进口达到 430 万吨，同比增速 51%。

根据我们的测算，2018 年我国天然气仍存在 92 亿方左右的供给缺口，冬季保供形势依然严峻，因此我们认为今年冬季国内 LNG 价格还将有所上涨。此外，2020 年我国天然气消费量规划达到 3600 亿方，在当前国产气及进口管道气增量都较为有限的情况下，我们判断未来两年 LNG 进口将成我国天然气保供主力，2018-2020 年我国 LNG 进口需求分别为 733 亿方、871 亿方、931 亿方。而 LNG 接收站作为进口 LNG 的重要设施，其盈利能力也将大幅提高，拥有 LNG 接收站布局的标的有望充分受益。

目录

投资要点及重点公司盈利预测	6
投资要点及重点公司推荐	6
重点公司盈利预测	7
电力及公用事业 2018 年 8 月回顾与预测	8
18 年 8 月电力公用板块跑输大盘，估值仍保持较低水平	8
个股表现	10
四大高载能行业累计用电增长 2.6%	13
发电量稳健增长，各类发电设备利用小时数均有所提升	15
电源投资与电网投资均下滑，新增发电能力 6663 万千瓦	18
新增发电能力 6663 万千瓦	18
电源投资与电网投资均下滑	21
天然气消费量持续高增长，LNG 进口占比扩大	23
天然气消费量维持高增长	23
LNG 进口占比同比提升 4.9 个百分点	23
公司动态点评汇总	26
百川能源：业绩维持高增长，全国性布局再添硕果	26
福能股份：火电业务回暖，风电装机增长空间巨大	27
桂冠电力：来水偏丰凸显弹性，弃水改善有望增厚业绩	28
华电国际：上半年发电量增速较高，业绩反转趋势已现	28
蓝焰控股：上半年业绩稳步增长，新区块有望逐步放量	29
深圳燃气：售气量维持高增速，接收站投产值得期待	30
长江电力：水电运营稳健，投资收益推动业绩微升	31
行业要闻点评	33
陕西榆林电网下调煤电上网电价，应作特例看待	33
天然气产业链寻踪系列（二）：国内需求爆发，进口气历史机遇已至	34

图表目录

图表 1: 重点公司推荐表	7
图表 2: 8 月份电力及公用事业板下跌 8.19%，跑输沪深 300 指数 2.98 个百分点	8
图表 3: 2018 年年初至今电力及公用事业板块下跌了 23.49%，跑输沪深 300 指数 6.22 个百分点	8
图表 4: 8 月火电板块，水电板块和燃气板块分别下跌 5.14%，5.75 % 和 7.99%。	9
图表 5: 电力及公用事业行业 2018 年预期市盈率 19.48 倍	9
图表 6: 电力及公用事业行业最新 PB1.6 倍	10
图表 7: 本月电力及公用事业表现最好及最差公司	10
图表 8: 电力及燃气板块公司增发汇总	11
图表 9: 电力及燃气板块公司配股汇总	11
图表 10: 电力及燃气板块公司股权质押汇总	11
图表 7: 分地区用电量同比增速（单位：%）	13
图表 7: 有色金属行业用电量（单位：亿千瓦时，%）	14
图表 8: 黑色金属行业用电量（单位：亿千瓦时，%）	14
图表 9: 化工行业用电量（单位：亿千瓦时 %）	14
图表 10: 非金属矿物行业用电量（单位：亿千瓦时，%）	14
图表 15: 分省份火电发电量及增速（单位：亿千瓦时，%）	15
图表 16: 分省份水电发电量及增速（单位：亿千瓦时，%）	15
图表 15: 分省份风电发电量及增速（单位：亿千瓦时，%）	15
图表 16: 分省份核电发电量及增速（单位：亿千瓦时，%）	15
图表 20: 全国发电设备利用小时数及同比增速（单位：小时）	16
图表 22: 火电设备利用小时数（单位：小时）	16
图表 23: 分省份火电设备利用小时数（单位：小时）	16
图表 24: 水电设备利用小时数（单位：小时）	17
图表 25: 分省份水电设备利用小时数（单位：小时）	17
图表 26: 风电设备利用小时数（单位：小时）	17
图表 27: 分省份风电设备利用小时数（单位：小时）	17
图表 28: 核电设备利用小时数（单位：小时）	18
图表 25: 全国基建新增发电能力（单位：万千瓦）	18
图表 26: 火电新增发电能力（单位：万千瓦）	19
图表 27: 水电新增发电能力（单位：万千瓦）	19
图表 28: 风电新增发电能力（单位：万千瓦）	19
图表 29: 核电新增发电能力（单位：万千瓦）	19
图表 30: 全国电厂装机容量（单位：亿千瓦）	20
图表 31: 全国火电装机容量（单位：亿千瓦）	20
图表 32: 全国水电装机容量（单位：亿千瓦）	20
图表 33: 全国风电装机容量（单位：亿千瓦）	21
图表 34: 全国核电装机容量（单位：万千瓦）	21
图表 35: 全国电源工程投资（单位：亿元）	21
图表 36: 全国电网工程投资（单位：亿元）	21

图表 37: 火电完成投资 (单位: 亿元)	22
图表 38: 水电完成投资 (单位: 亿元)	22
图表 39: 风电完成投资 (单位: 亿元)	22
图表 40: 核电完成投资 (单位: 亿元)	22
图表 44: 天然气月度消费量及增速 (单位: 亿立方米, %)	23
图表 45: 天然气累计消费量及增速 (单位: 亿立方米, %)	23
图表 46: LNG 月度进口量及增速 (单位: 万吨)	23
图表 47: LNG 累计进口量及增速 (单位: 万吨)	23
图表 48: 管道气月度进口量及增速 (单位: 万吨, %)	24
图表 49: 管道气累计消费量及增速 (单位: 万吨, %)	24
图表 50: 我国进口天然气结构 (单位: 万吨)	24
图表 51: 电煤价格指数前十省份价格变化 (单位: 元/吨)	25
图表 52: 电煤价格指数后十省份价格变化 (单位: 元/吨)	25
图表 53: 7 月份分省点火价差测算 (单位: 分/千瓦时)	25

投资要点及重点公司盈利预测

投资要点及重点公司推荐

天然气方面，在全国能源消费结构转型升级以及去年“煤改气”的带动下，今年前 7 个月我国天然气消费量为 1572 亿方，同比增速达到 17.8%。我们认为伴随着下游消费的持续高增长，我国天然气上游供给环节也将迎来快速发展。从供给端结构来看，由于常规天然气以及进口管道气短期内增量较为有限，因此我们判断非常规天然气以及进口 LNG 未来将成为我国天然气行业的保供主力。从今年的情况来看，进入采暖季后我国居民采暖需求集中爆发，天然气月均消费量将由此前的 220 亿方提升至 270 亿方左右，因此今年冬季我国天然气保供形势仍将较为严峻，我们预计全年供给缺口将达到 100 亿方左右。目前，中石油已经出台了新的保供期定价策略，根据这一策略，我国煤层气、页岩气以及进口 LNG 等非管制气价格届时有望大幅上涨 40% 左右，重点推荐在山西省拥有优质煤层气资源布局同时具有较大产能增长潜力的**蓝焰控股**和 LNG 接收站即将投产、售气量有望持续高增长的**深圳燃气**。

7 月份全社会用电量同比增长 6.8%，增速较 6 月份环比回落 1.2 个百分点。根据国网能源研究院相关数据显示，今年上半年经济因素、电能替代因素和气候气温因素对分别拉动用电增长 4.4%、2.8% 和 2.2%。考虑到去年同期高基数叠加气温等因素影响减弱，我们判断下半年用电增速可能有所回落，全年维持 7%~8% 的用电增长预测。我们判断下半年煤价有所承压，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。如从股息率角度考虑，港股火电公司普遍估值较低，长期股息率投资逻辑凸显。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。新能源方面，随着市场化程度提高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，我们认为风电行业将持续迎来政策利好。我们重点推荐在建风电机组稳健增长、未来拓展空间广阔的**福能股份**。

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	7.02	0.11	0.30	0.40	0.48	63.8	23.4	17.6	14.6	
浙能电力	4.88	0.32	0.39	0.49	0.52	15.3	12.5	10.0	9.4	增持
国电电力	2.59	0.11	0.17	0.25	0.33	23.5	15.2	10.4	7.8	增持
大唐发电	3.11	0.13	0.22	0.26	0.26	23.9	14.1	12.0	12.0	
华电国际	3.73	0.04	0.21	0.30	0.29	93.3	17.8	12.4	12.9	买入
湖北能源	4.06	0.33	0.40	0.46	0.50	12.3	10.2	8.8	8.1	买入
京能电力	3.10	0.08	0.13	0.19	0.22	38.8	23.8	16.3	14.1	
上海电力	7.43	0.39	0.37	0.43	0.49	19.1	20.1	17.3	15.2	增持
粤电力 A	4.33	0.14	0.24	0.31	0.34	30.9	18.0	14.0	12.7	增持
申能股份	5.06	0.38	0.51	0.56	-	13.3	9.9	9.0	-	
深圳能源	5.21	0.19	0.25	0.34	0.49	27.4	20.8	15.3	10.6	增持
建投能源	5.36	0.09	0.22	0.37	0.45	59.6	24.4	14.5	11.9	
广州发展	6.07	0.25	0.27	0.30	0.34	24.3	22.5	20.2		买入
联美控股	8.85	1.16	1.32	1.56	1.86	7.6	6.7	5.7	4.8	买入
福能股份	8.09	0.54	0.82	0.90	1.02	15.0	9.9	9.0	7.9	
水电及其他电力										
长江电力	15.82	1.01	0.98	0.97	0.99	15.7	16.1	16.3	16.0	买入
国投电力	7.37	0.48	0.53	0.59	0.63	15.4	13.9	12.5	11.7	买入
川投能源	8.11	0.74	0.69	0.71	0.72	11.0	11.8	11.4	11.3	增持
桂冠电力	5.73	0.41	0.49	0.52	0.54	14.0	11.7	11.0	10.6	买入
黔源电力	13.90	1.05	1.19	1.29	1.30	13.2	11.7	10.8	10.7	买入
三峡水利	6.88	0.35	0.26	0.32	0.35	19.7	26.5	21.5	19.7	买入
涪陵电力	16.29	1.42	1.91	2.40	2.75	11.5	8.5	6.8	5.9	
中国核电	5.85	0.29	0.36	0.44	0.49	20.2	16.3	13.3	11.9	
太阳能	3.36	0.27	0.39	0.50	0.62	12.4	8.6	6.7	5.4	
节能风电	2.70	0.10	0.10	0.12	-	27.0	27.0	22.5	-	
燃气										
深圳燃气	6.00	0.40	0.47	0.56	0.62	15.0	12.8	10.7	9.7	增持
百川能源	12.90	0.88	1.03	1.22	1.39	14.7	12.5	10.6	9.3	买入
中天能源	4.19	0.43	1.19	0.98	1.57	9.7	3.5	4.3	2.7	
国新能源	5.58	0.02	0.19	0.33	0.00	279.0	29.4	16.9		增持
金鸿能源	5.19	0.49	0.70	0.85	0.00	10.6	7.4	6.1	-	
平均						31.9	15.6	12.5	10.7	

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

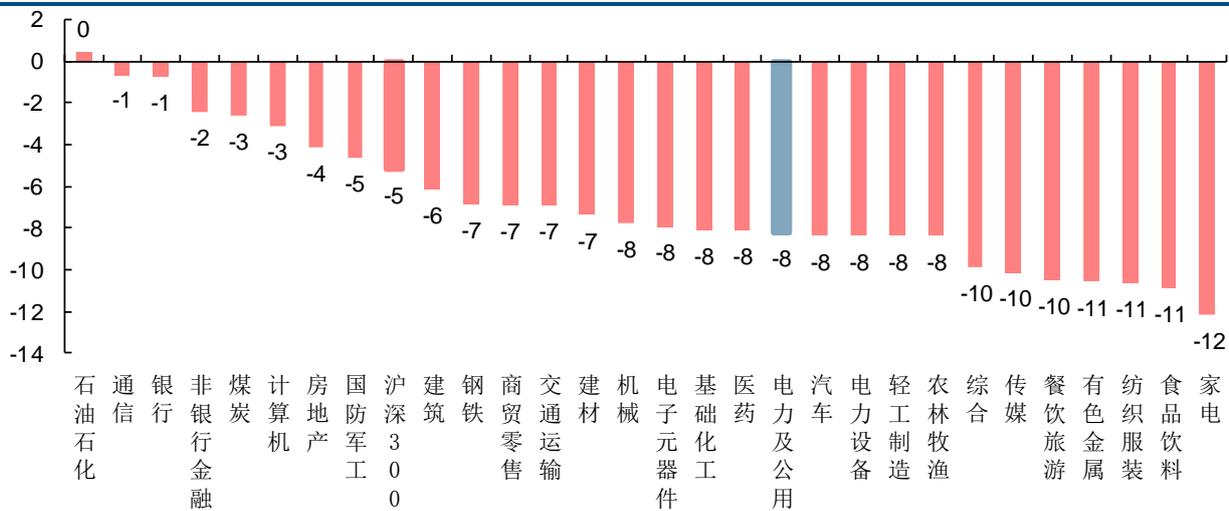
电力及公用事业 2018 年 8 月回顾与预测

18 年 8 月电力公用板块跑输大盘，估值仍保持较低水平

18 年 8 月份，电力及公用事业板块表现弱于大盘，中信电力及公用事业指数本月下跌 8.19%，沪深 300 指数下跌 5.21%，电力及公用事业行业跑输大盘 2.98 个百分点。2018 年初至今电力及公用事业板块下跌 23.49%，沪深 300 指数同期下跌 17.28%，电力及公用事业板块年初至今累计跑输大盘 6.22 个百分点。

分子板块看，8 月份火电板块，水电板块和燃气板块分别下跌 5.14%，5.75 % 和 7.99%。

图表 2：8 月份电力及公用事业板下跌 8.19%，跑输沪深 300 指数 2.98 个百分点



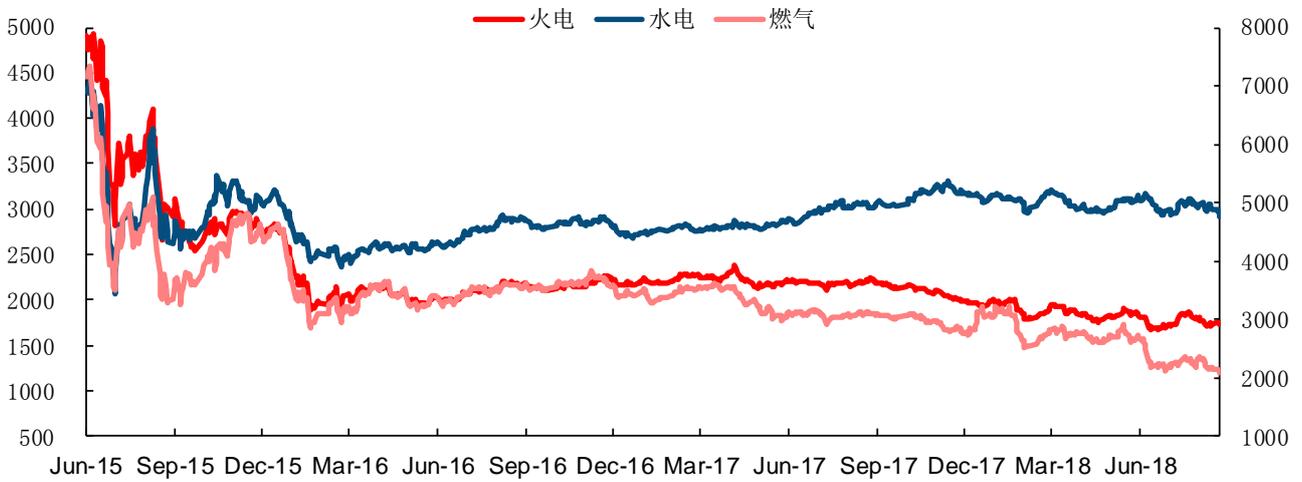
资料来源：Wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图表 3：2018 年年初至今电力及公用事业板块下跌了 23.49%，跑输沪深 300 指数 6.22 个百分点



资料来源：Wind 资讯，中信建投证券研究发展部

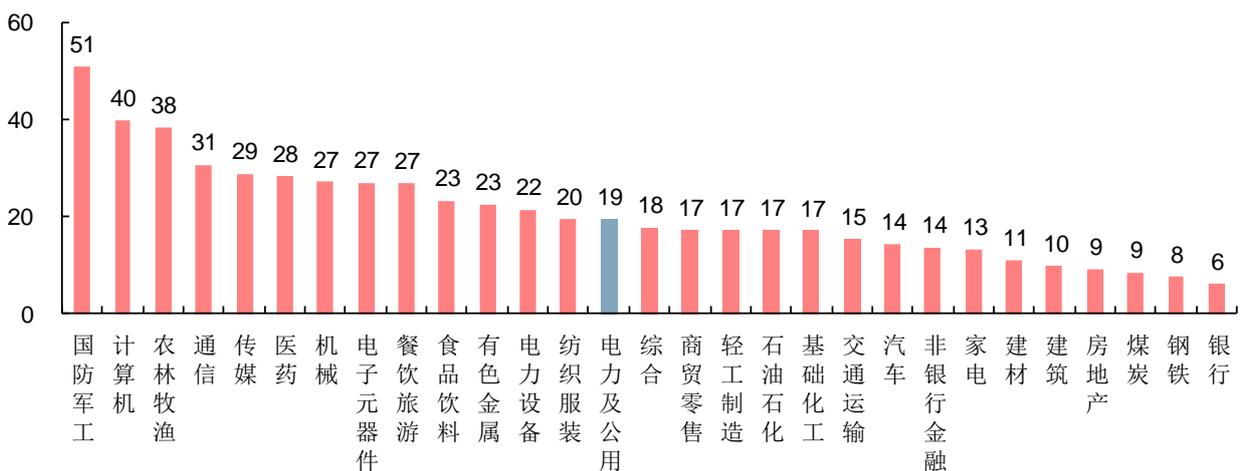
图表 4：8 月火电板块，水电板块和燃气板块分别下跌 5.14%，5.75 %和 7.99%。



资料来源: Wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

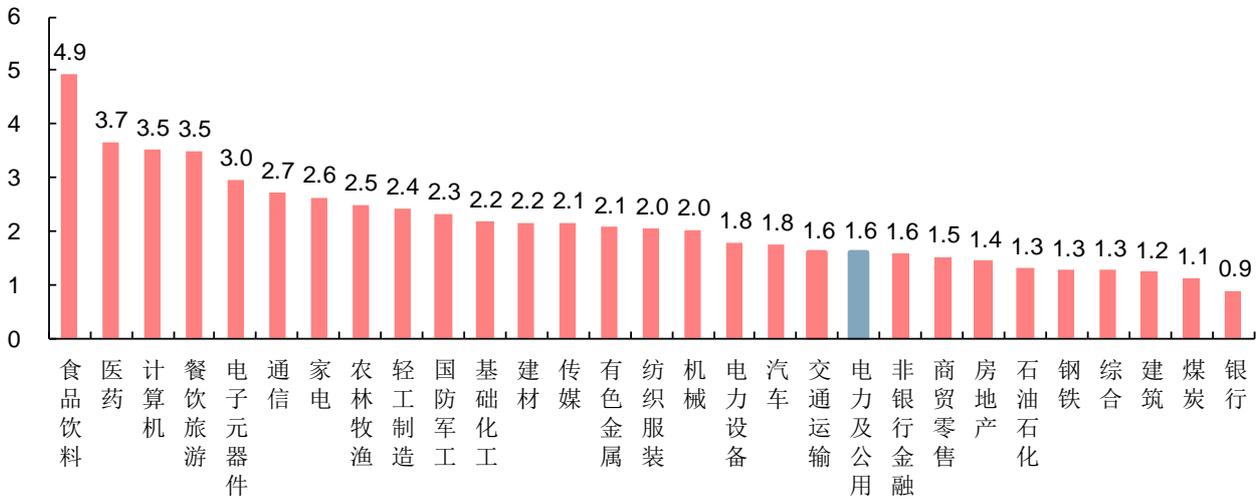
目前电力及公用事业行业整体板块估值位居中游，预期 2018 年电力及公用事业板块平均市盈率为 19.48 倍左右，处于平均水平。而根据最新净资产计算的市净率，电力及公用事业行业只有 1.6 倍，在所有行业中处于靠后的位置。

图表 5：电力及公用事业行业 2018 年预期市盈率 19.48 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 PB1.6 倍

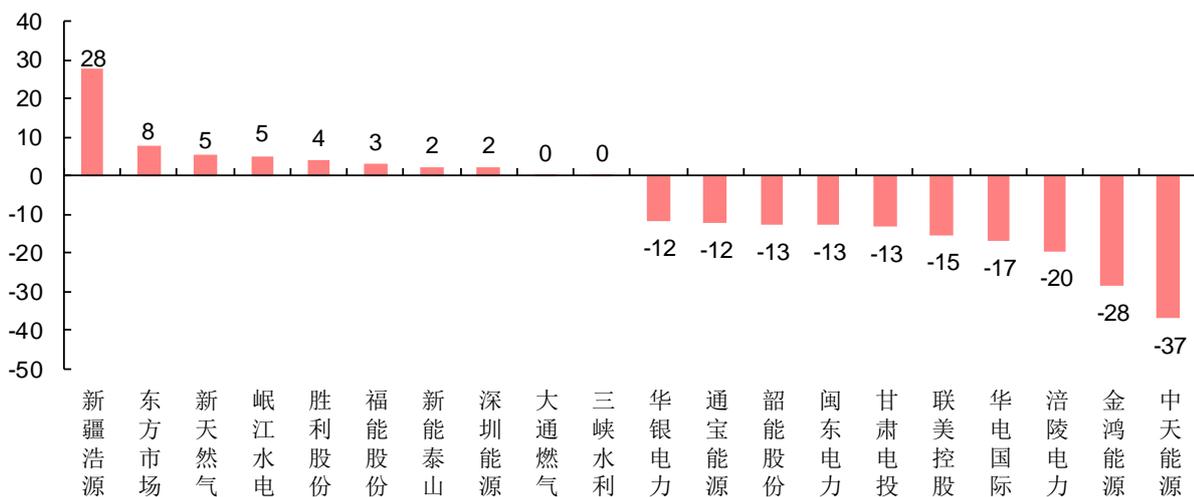


资料来源：Wind 资讯，中信建投证券研究发展部

个股表现

8 月份，电力及公用事业股票整体表现弱于上月，整个板块共有 10 家上涨，其中涨幅最大的三家分别是新疆浩源上涨 27.72%，东方市场上涨 7.55% 和新天然气上涨 5.40%；而跌幅最大的 3 家公司分别是涪陵电力下跌 19.56%，金鸿能源下跌 28.41% 和中天能源下跌 36.90%。

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							
皖能电力	20180830	增发预案公告	融资收购资产	47,254.86	4.87	23.01	中信证券
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	20180828	实施方案公告	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	20180821	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					
联美控股	20180817	5344	28694	34.92%	46.95%
穗恒运 A	20180809	-3900	2300	3.36%	7.98%
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%

请参阅最后一页的重要声明

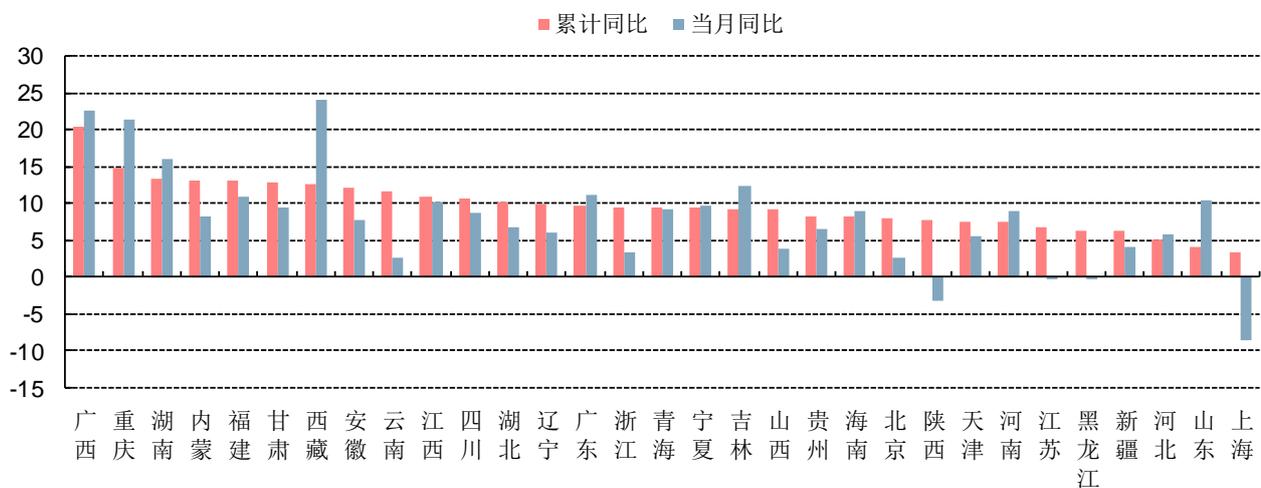
漳泽电力	20180622	-16175	8900	3.06%	5.39%
天富能源	20180613	2000	24738.04	27.31%	43.49%
哈投股份	20180426	-5000	5000	3.17%	5.99%
西昌电力	20180421	-2979	2702	7.41%	16.79%
红阳能源	20180330	4200	62,451	92.34%	143.83%
宝新能源	20180210	-2000	45,202	22.17%	28.47%
浙能电力	20180123	163,200	163,200	12.00%	45.49%
华通热力	20171121	500	1,000	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	20180816	-180	15586.78	55.71%	90.88%
大通燃气	20180816	180	15586.78	55.71%	90.88%
新疆浩源	20180720	9504	26260.68	83.87%	158.41%
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

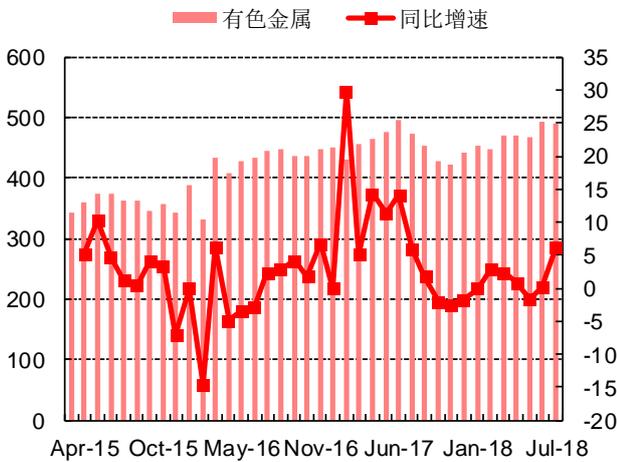
四大高载能行业累计用电增长 2.6%

1-7 月份，全国各省份全社会用电量均实现正增长。其中，全社会用电量增速高于全国平均水平（8.99%）的省份有 19 个，依次为：广西（20.4%）、重庆（14.8%）、湖南（13.4%）、内蒙（13.2%）、福建（13.2%）、甘肃（12.9%）、西藏（12.6%）、安徽（12.0%）、云南（11.6%）、江西（10.8%）、四川（10.7%）、湖北（10.3%）、辽宁（10.0%）、广东（9.6%）、浙江（9.5%）、青海（9.5%）、宁夏（9.3%）、吉林（9.2%）和山西（9.2%）。

图表 11：分地区用电量同比增速（单位：%）

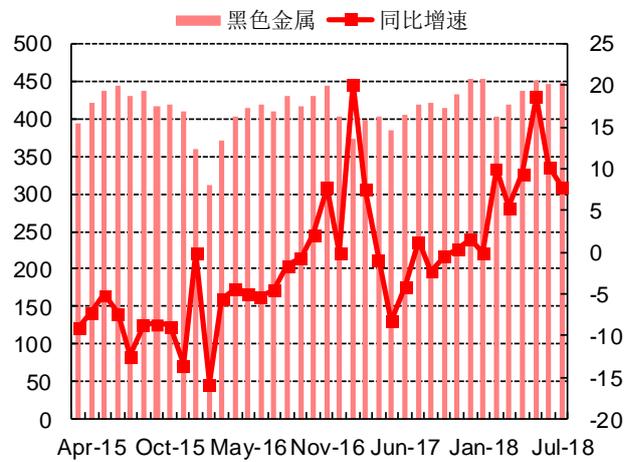


图表 12: 有色金属行业用电量 (单位: 亿千瓦时, %)



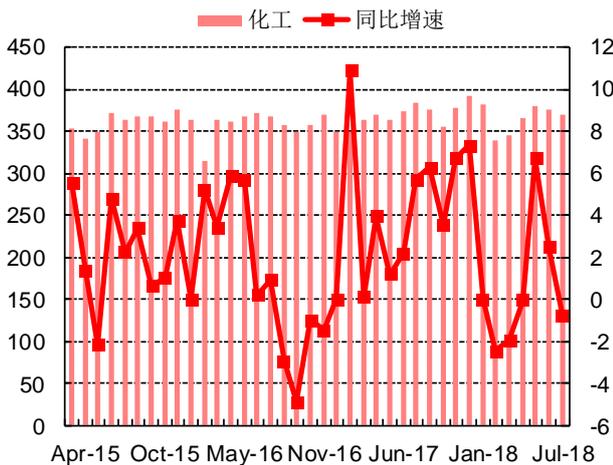
资料来源: 中国电力企业联合会, 中信建投证券研究发展部

图表 13: 黑色金属行业用电量 (单位: 亿千瓦时, %)



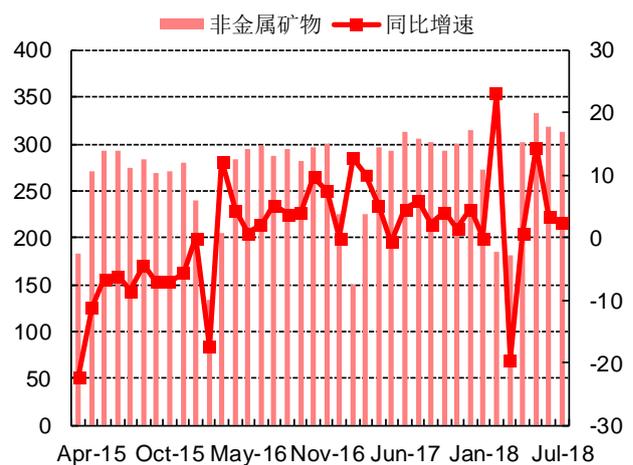
资料来源: 中国电力企业联合会, 中信建投证券研究发展部

图表 14: 化工行业用电量 (单位: 亿千瓦时, %)



资料来源: 中国电力企业联合会, 中信建投证券研究发展部

图表 15: 非金属矿物行业用电量 (单位: 亿千瓦时, %)



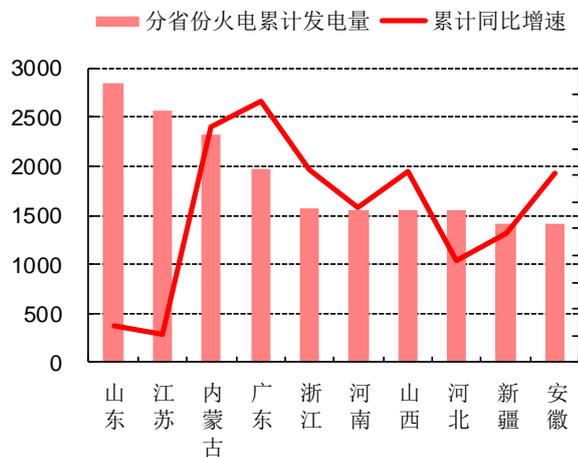
资料来源: 中国电力企业联合会, 中信建投证券研究发展部

发电量稳健增长，各类发电设备利用小时数均有所提升

1-7 月份，全国规模以上电厂火电发电量 28456 亿千瓦时，同比增长 7.3%，增速比上年同期下降 0.5 个百分点。分省份看，全国除青海（-19.4%）、西藏（-8.7%）、江苏（-3.9%）和山东（-3.3%）外，其他省份火电发电量均实现正增长。其中，增速超过 40% 的省份有福建（48.5%）和云南（44.5%），增速超过 20% 的省份有湖南（29.8%）、广西（29.2%）和重庆（22.8%）；增速超过 10% 的省份有甘肃（15.8%）、四川（14.7%）、吉林（13.7%）、广东（13.5%）、海南（12.9%）、宁夏（12.0%）、江西（12.0%）、湖北（11.8%）、内蒙古（11.6%）和黑龙江（11.5%）。

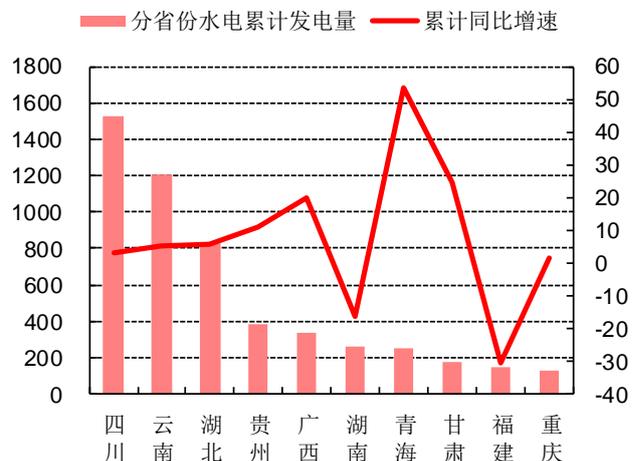
1-7 月份，全国规模以上电厂水电发电量 5901 亿千瓦时，同比增长 3.5%，增速比上年同期提高 6.9 个百分点。全国水电发电量前三位的省份为四川（1530 亿千瓦时）、云南（1204 亿千瓦时）和湖北（829 亿千瓦时），其合计水电发电量占全国水电发电量的 60.4%，同比分别增长 3.3%、5.1% 和 5.5%。

图表 16：分省份火电发电量及增速（单位：亿千瓦时，%）



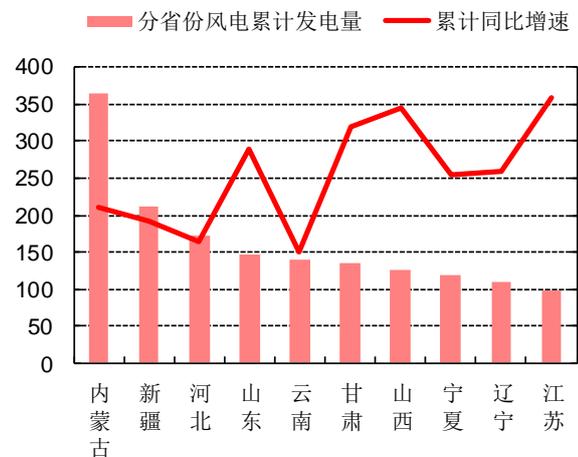
资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

图表 17：分省份水电发电量及增速（单位：亿千瓦时，%）



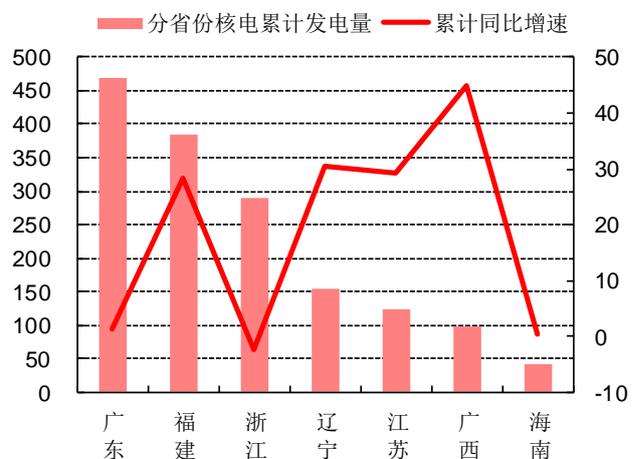
资料来源：中国电力企业联合会，中信建投证券研究发展部

图表 18：分省份风电发电量及增速（单位：亿千瓦时，%）



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

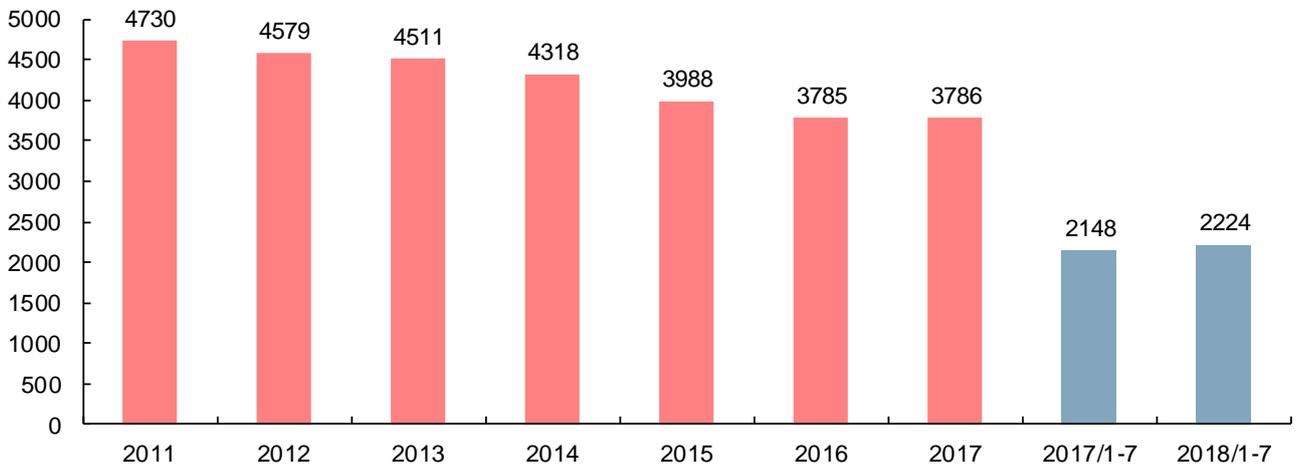
图表 19：分省份核电发电量及增速（单位：亿千瓦时，%）



资料来源：中国电力企业联合会，中信建投证券研究发展部

1-7 月份，全国发电设备累计平均利用小时 2224 小时，比上年同期增加 76 小时。

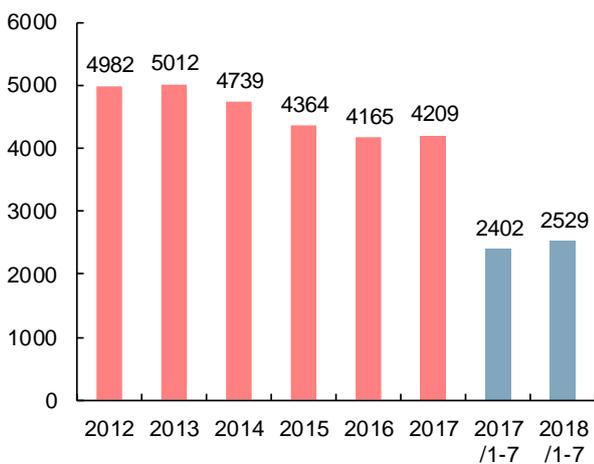
图表 20：全国发电设备利用小时数及同比增速（单位：小时）



资料来源：Wind 资讯，中信建投证券研究发展部

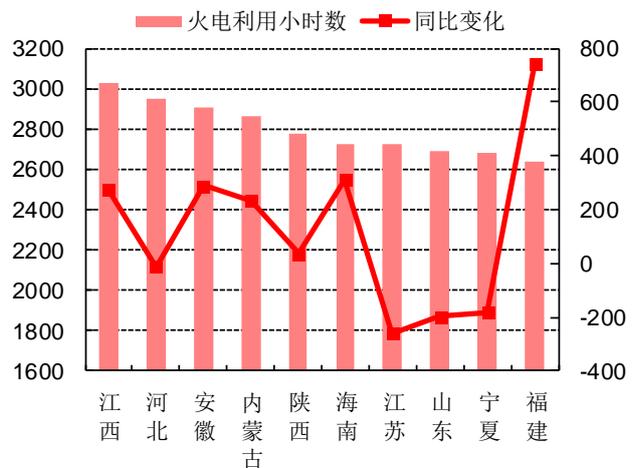
分类型看，全国火电设备平均利用小时为 2529 小时（其中，燃煤发电设备平均利用小时 2184 小时），比上年同期增加 127 小时。分省份看，全国共有 13 个省份火电设备利用小时超过全国平均水平，其中江西、河北、安徽和内蒙古超过 2800 小时，陕西、海南、江苏、山东、宁夏和福建超过 2600 小时，云南和西藏分别仅为 1199 和 195 小时。与上年同期相比，全国共有 24 个省份火电利用小时数同比增加，其中，福建同比增加超过 500 小时，增加 739 小时，湖南、广东、云南、广西同比增加超过 400 小时，分别增加 491、463、456 和 403 小时，而河北、北京、新疆、宁夏、山东、江苏和青海同比降低，其中青海、江苏、山东、宁夏和新疆同比分别降低 365、259、198、181 和 145 小时。

图表 21：火电设备利用小时数（单位：小时）



资料来源：Wind 资讯，中信建投证券研究发展部

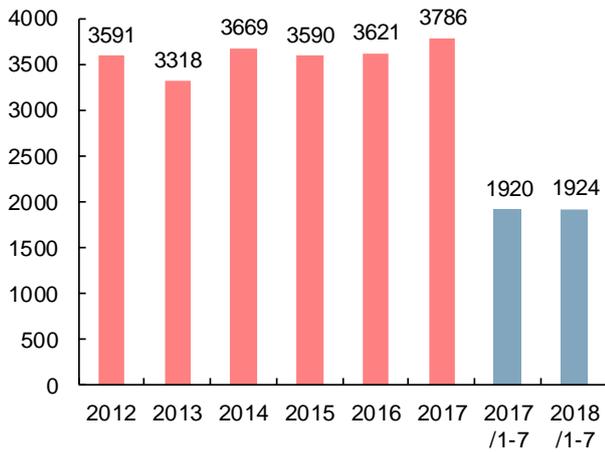
图表 22：分省份火电设备利用小时数（单位：小时）



资料来源：Wind 资讯，中信建投证券研究发展部

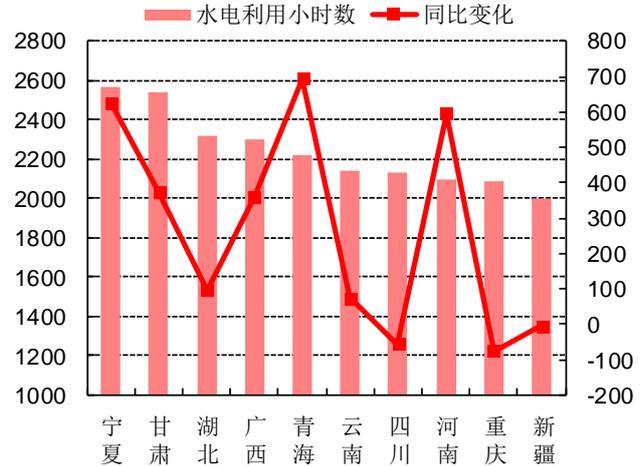
1-7 月份，全国水电设备平均利用小时为 1924 小时，比上年同期提高 4 小时。在水电装机容量超过 1000 万千瓦的 8 个省份中，湖南、广东和四川同比分别降低 526、148 和 56 小时，青海、广西、贵州、湖北和云南同比分别增加 695、360、253、97 和 74 小时。

图表 23：水电设备利用小时数（单位：小时）



资料来源：Wind 资讯，中信建投证券研究发展部

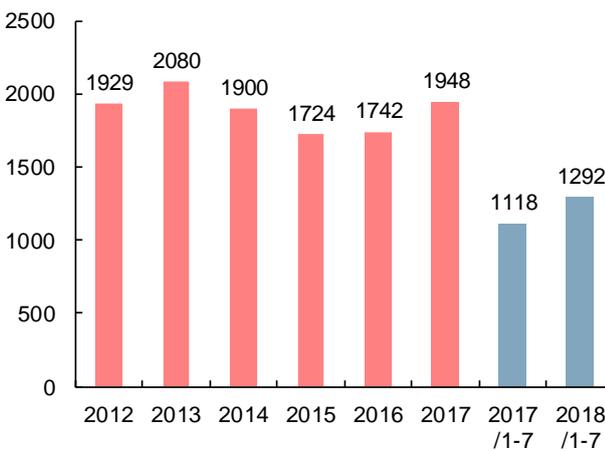
图表 24：分省份水电设备利用小时数（单位：小时）



资料来源：Wind 资讯，中信建投证券研究发展部

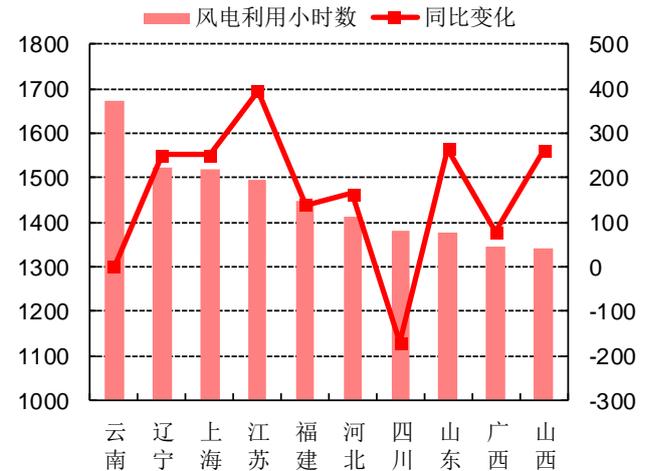
1-7 月份，全国并网风电设备平均利用小时 1292 小时，比上年同期增加 174 小时；全国核电设备平均利用小时 4135 小时，比上年同期增加 50 小时。

图表 25：风电设备利用小时数（单位：小时）



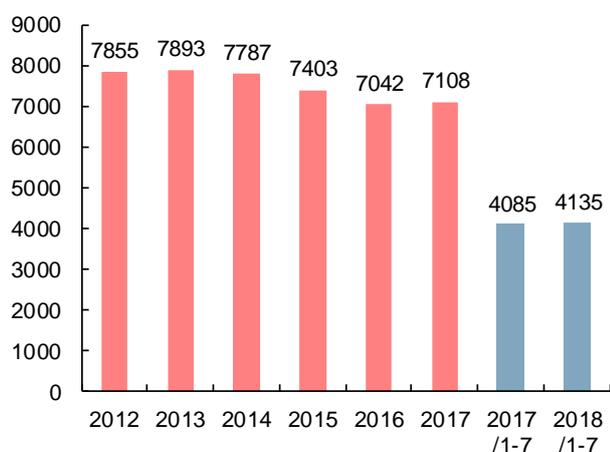
资料来源：Wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图表 26：分省份风电设备利用小时数（单位：小时）



资料来源：Wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图表 27: 核电设备利用小时数 (单位: 小时)



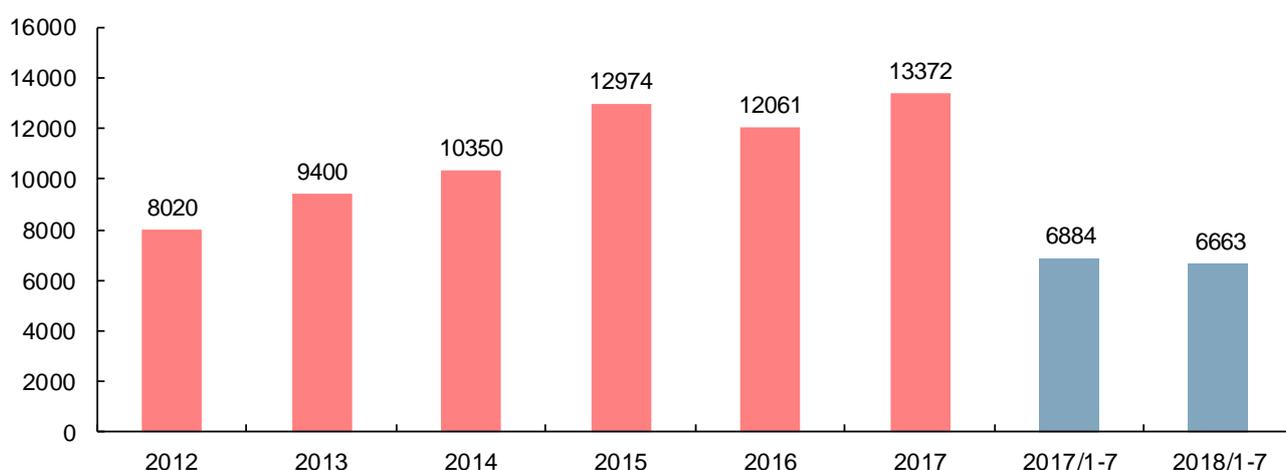
资料来源: Wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

电源投资与电网投资均下滑, 新增发电能力 6663 万千瓦

新增发电能力 6663 万千瓦

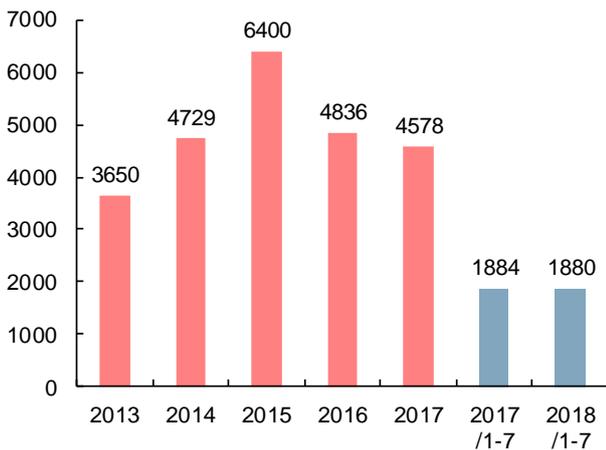
1-7 月份, 全国基建新增发电生产能力 6663 万千瓦, 比上年同期少投产 221 万千瓦。

图表 28: 全国基建新增发电能力 (单位: 万千瓦)

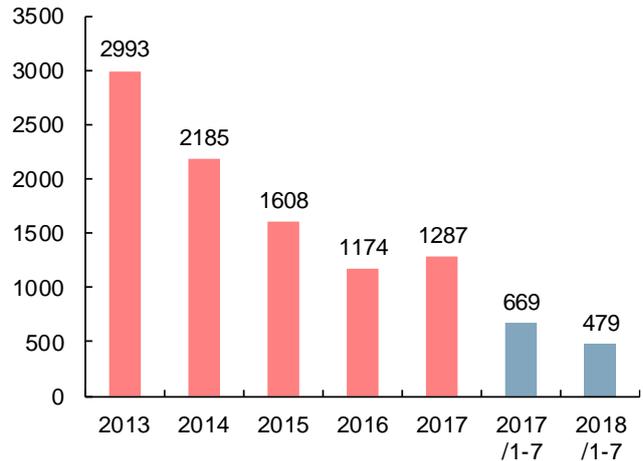


资料来源: 中国电力企业联合会, 中信建投证券研究发展部

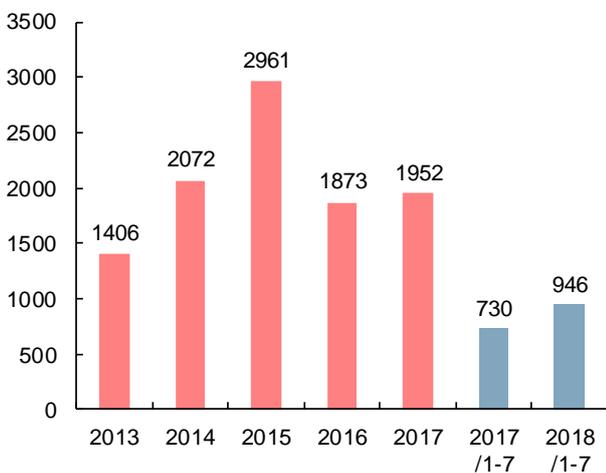
其中，火电 1880 万千瓦、水电 479 万千瓦、核电 221 万千瓦、风电 946 万千瓦、太阳能发电 3127 万千瓦。水电、火电和太阳能分别比上年同期少投产 190、4 和 365 万千瓦，核电和风电分别比上年同期多投产 112 和 216 万千瓦。

图表 29：火电新增发电能力（单位：万千瓦）


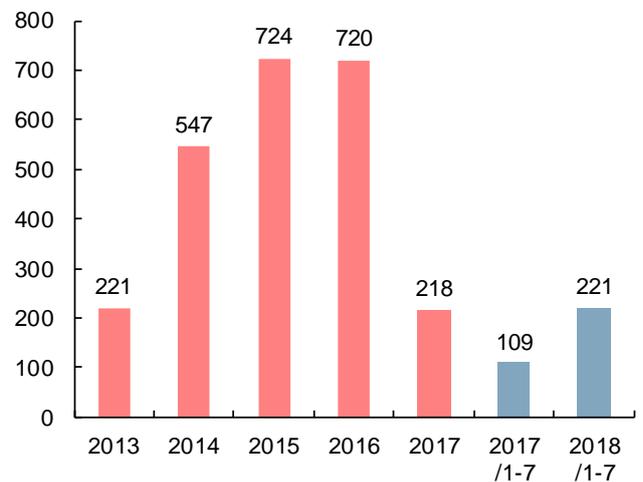
资料来源：中国电力企业联合会，中信建投证券研究发展部

图表 30：水电新增发电能力（单位：万千瓦）


资料来源：中国电力企业联合会，中信建投证券研究发展部

图表 31：风电新增发电能力（单位：万千瓦）


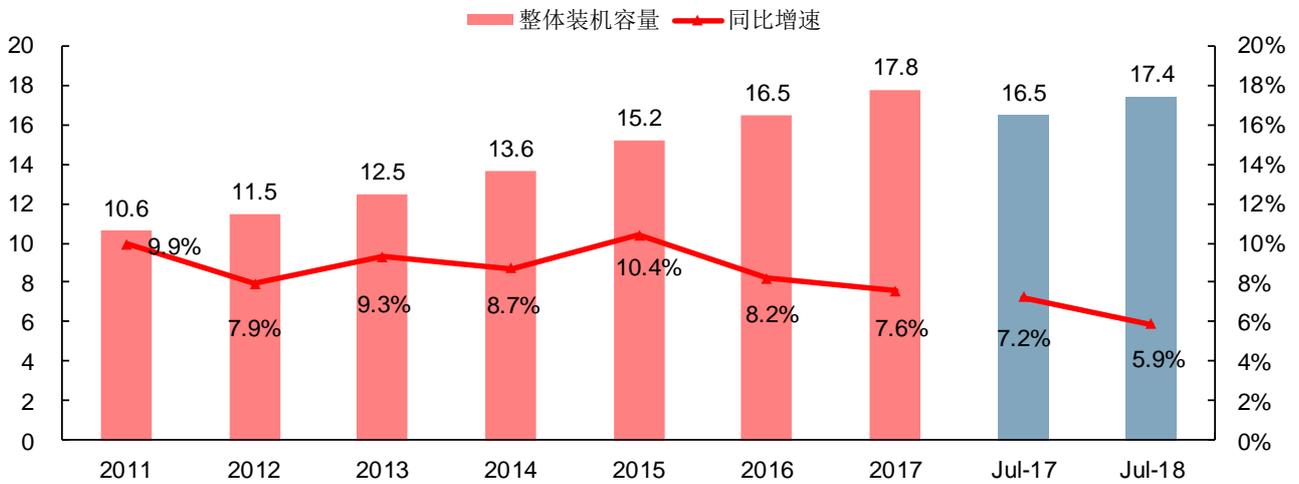
资料来源：中国电力企业联合会，中信建投证券研究发展部

图表 32：核电新增发电能力（单位：万千瓦）


资料来源：中国电力企业联合会，中信建投证券研究发展部

截至 7 月底，全国 6000 千瓦及以上电厂装机容量 17.4 亿千瓦，同比增长 5.9%，增速比上年同期回落 1.4 个百分点。

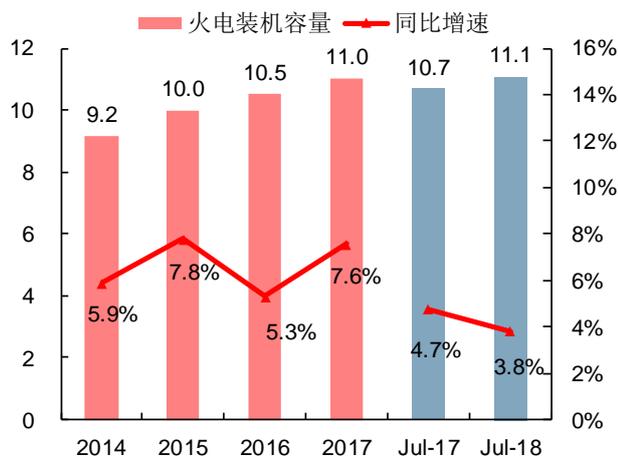
图表 33: 全国电厂装机容量 (单位: 亿千瓦)



资料来源: 中国电力企业联合会, 中信建投证券研究发展部

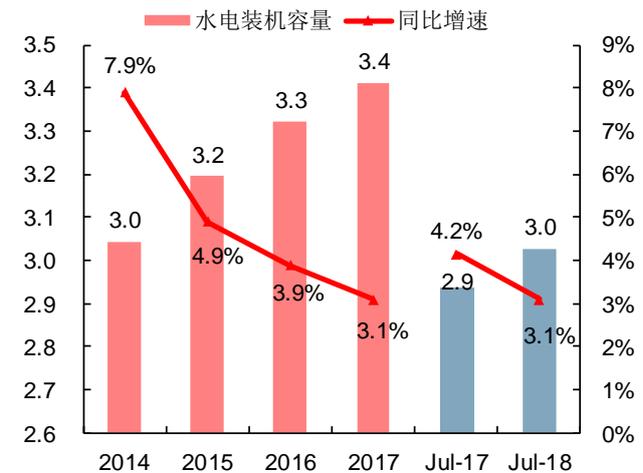
其中, 火电 11.1 亿千瓦、水电 3.0 亿千瓦、核电 3803 万千瓦、并网风电 1.7 亿千瓦。

图表 34: 全国火电装机容量 (单位: 亿千瓦)



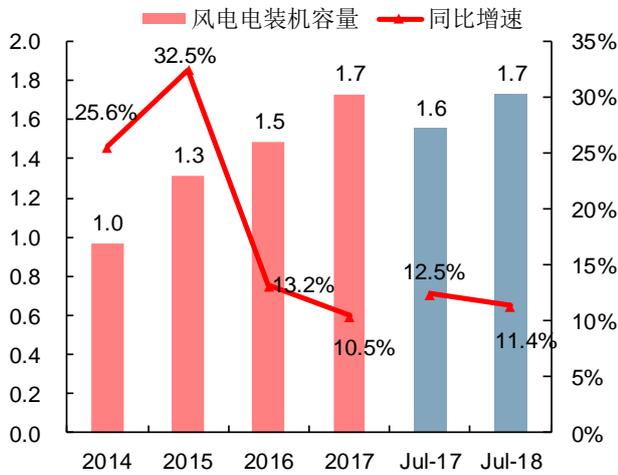
资料来源: 中国电力企业联合会, 中信建投证券研究发展部

图表 35: 全国水电装机容量 (单位: 亿千瓦)



资料来源: 中国电力企业联合会, 中信建投证券研究发展部

图表 36: 全国风电装机容量 (单位: 亿千瓦)



资料来源: 中国电力企业联合会, 中信建投证券研究发展部

图表 37: 全国核电装机容量 (单位: 万千瓦)

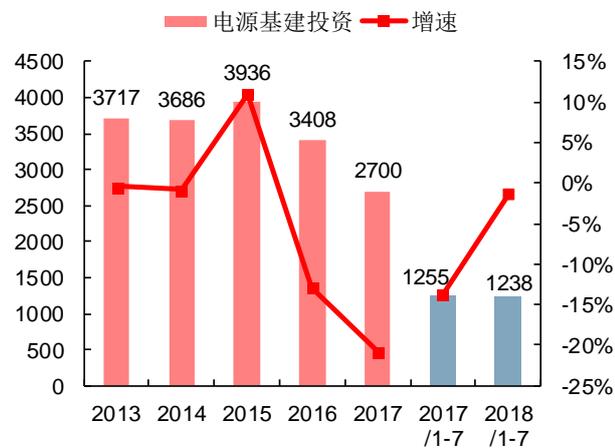


资料来源: 中国电力企业联合会, 中信建投证券研究发展部

电源投资与电网投资均下滑

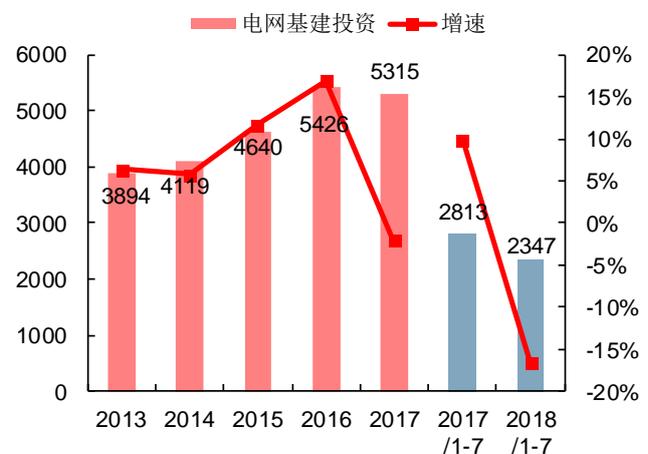
1-7 月份, 全国主要发电企业电源工程完成投资 1238 亿元, 同比下降 1.3%。全国电网工程完成投资 2347 亿元, 同比下降 16.6%。

图表 38: 全国电源工程投资 (单位: 亿元)



资料来源: 中国电力企业联合会, 中信建投证券研究发展部

图表 39: 全国电网工程投资 (单位: 亿元)



资料来源: 中国电力企业联合会, 中信建投证券研究发展部

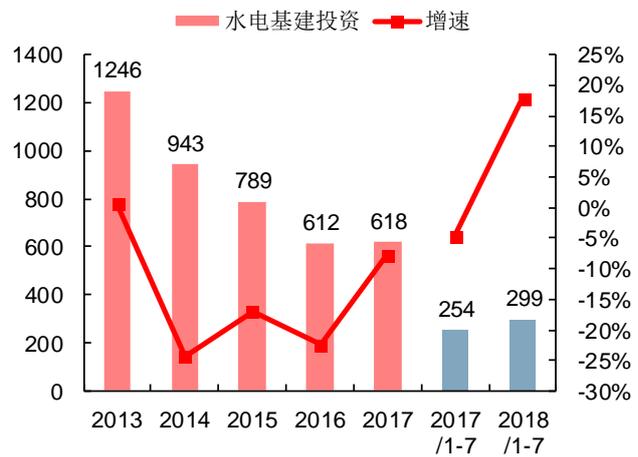
在电源完成投资中：火电 381 亿元，同比提高 1.8%；水电 299 亿元，同比增长 17.9%；核电 239 亿元，同比增长 11.3%；风电 242 亿元，同比下降 5.1%。水电、核电、风电等清洁能源完成投资占电源完成投资的 63.0%，比上年同期提高 5.3 个百分点。

图表 40：火电完成投资（单位：亿元）



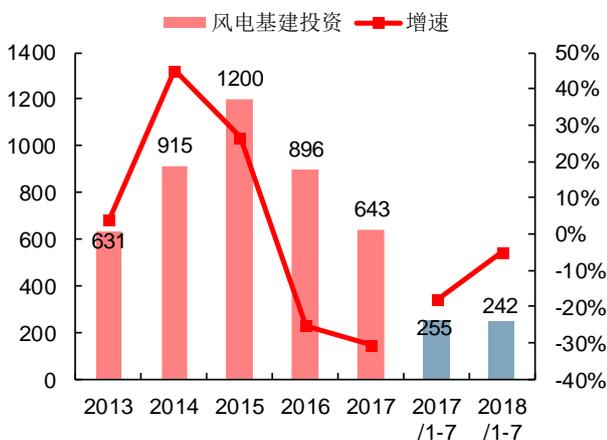
资料来源：中国电力企业联合会，中信建投证券研究发展部

图表 41：水电完成投资（单位：亿元）



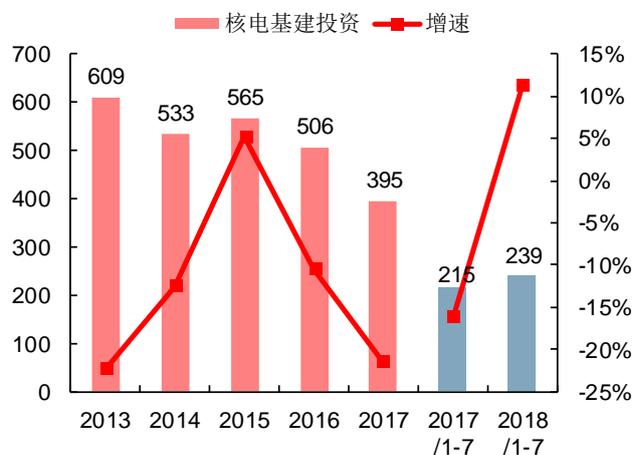
资料来源：中国电力企业联合会，中信建投证券研究发展部

图表 42：风电完成投资（单位：亿元）



资料来源：中国电力企业联合会，中信建投证券研究发展部

图表 43：核电完成投资（单位：亿元）



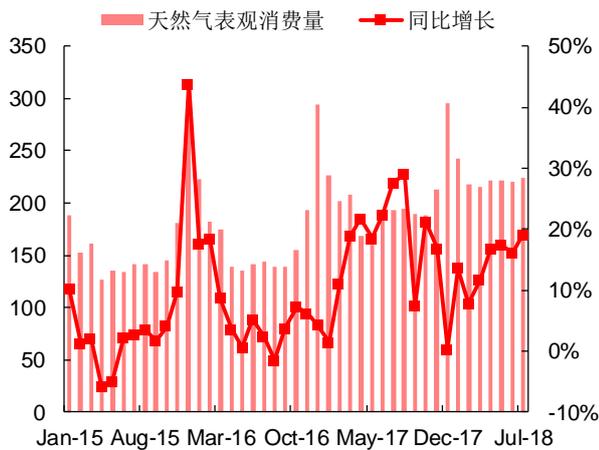
资料来源：中国电力企业联合会，中信建投证券研究发展部

天然气消费量持续高增长，LNG 进口占比扩大

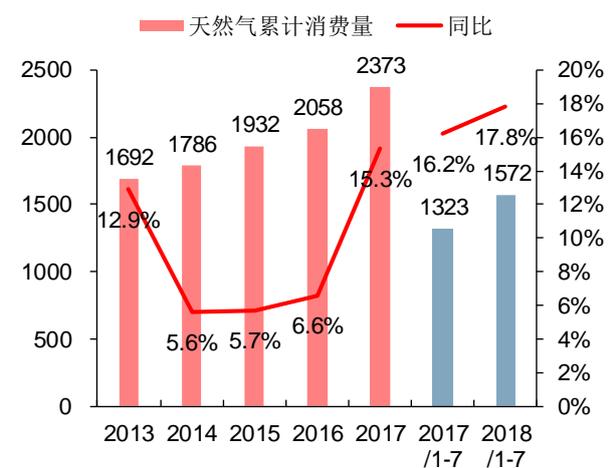
天然气消费量维持高增长

根据国家发改委数据，2018 年 7 月，我国完成天然气表观消费量 224 亿立方米，比去年同期增长 19.1%；1-7 月，全国累计天然气表观消费量达 1572 亿立方米，同比增长 17.8%。

图表 44：天然气月度消费量及增速（单位：亿立方米，%） 图表 45：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

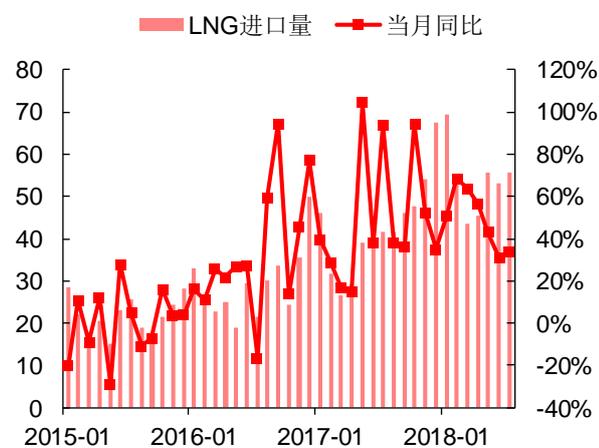


资料来源：国家发改委，中信建投证券研究发展部

LNG 进口占比同比提升 4.9 个百分点

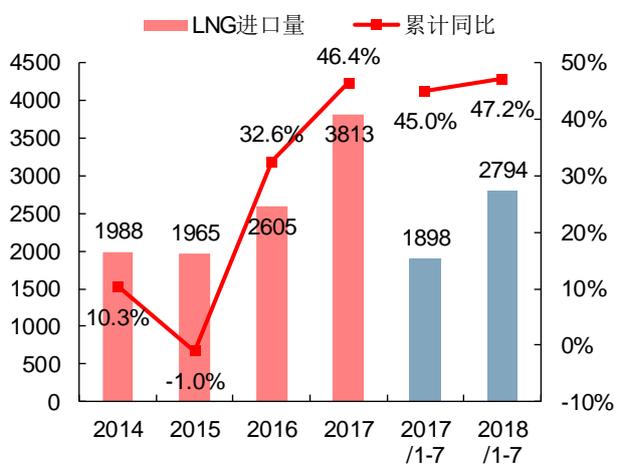
根据海关总署的数据，2018 年 7 月，我国进口 LNG 415 万吨，同比增长 33.7%。1-7 月，我国累计进口 LNG 2794 万吨，同比增长 47.2%。

图表 46：LNG 月度进口量及增速（单位：万吨）



资料来源：海关总署，中信建投证券研究发展部

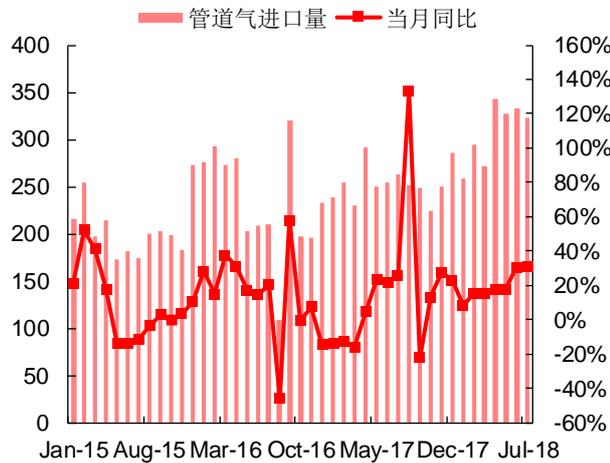
图表 47：LNG 累计进口量及增速（单位：万吨）



资料来源：海关总署，中信建投证券研究发展部

2018年7月，我国进口管道气323万吨，同比增长31.1%。1-7月，我国累计进口管道气2794万吨，同比增长47.2%。

图表 48：管道气月度进口量及增速（单位：万吨，%）



资料来源：海关总署，中信建投证券研究发展部

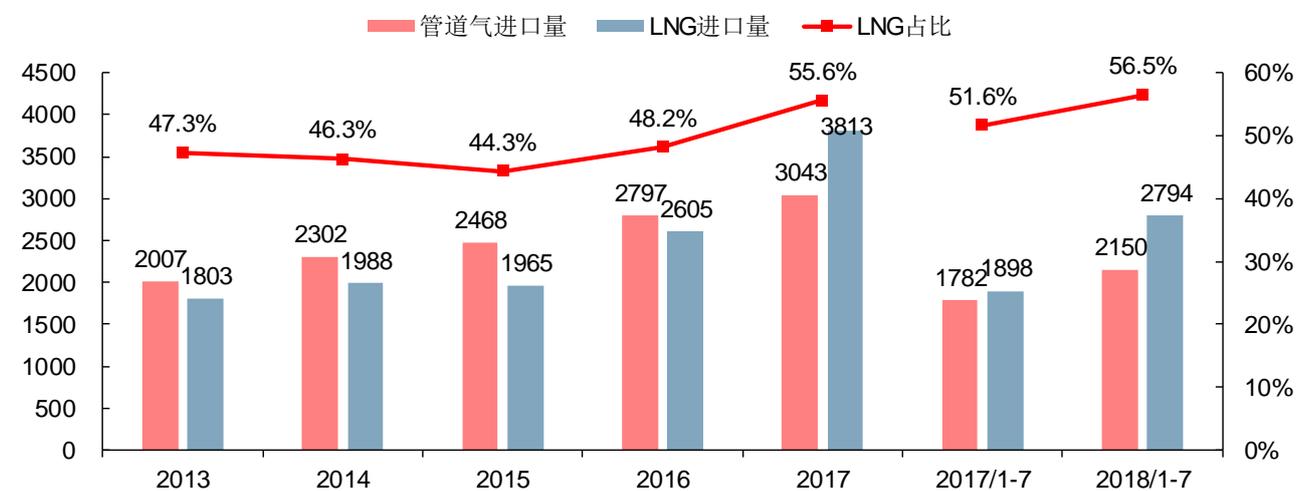
图表 49：管道气累计消费量及增速（单位：万吨，%）



资料来源：海关总署，中信建投证券研究发展部

从进口天然气的结构来看，我国进口 LNG 在全部进口天然气中的占比同比进一步提升，今年 1-7 月 LNG 占比达到 56.5%，与去年同期相比提升了 4.9 个百分点。

图表 50：我国进口天然气结构（单位：万吨）

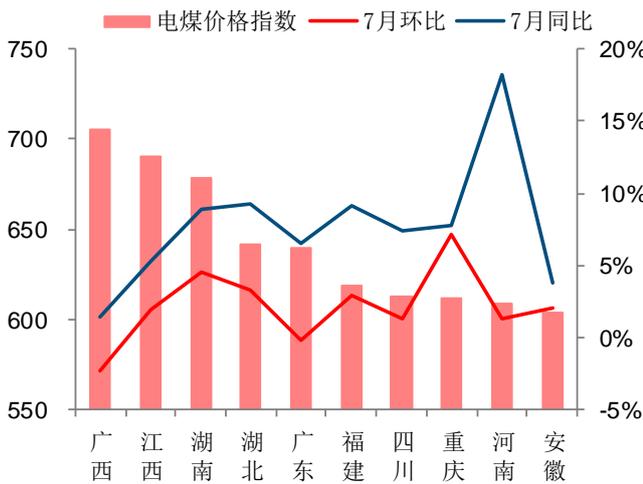


资料来源：海关总署，中信建投证券研究发展部

分省点火价差测算

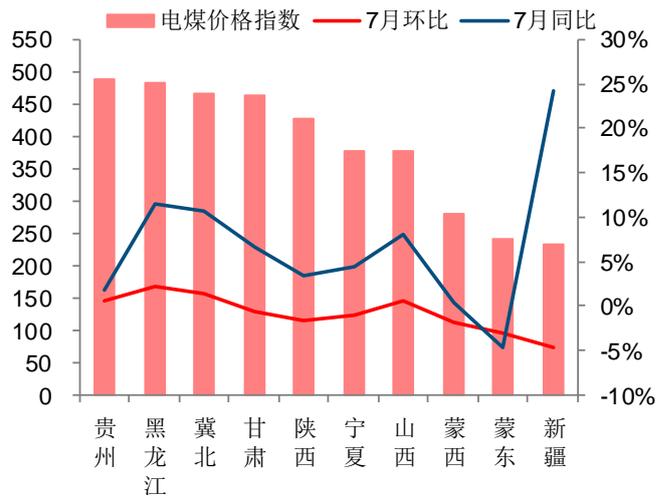
从最新一期7月份的电煤价格指数来看，全国各地电煤价格整体环比有所上涨，全国平均电煤价格为532.5元/吨，环比增长0.75%。从分省情况来看，广西、江西和湖南三省电煤价格排名前三，新疆、蒙东和蒙西排名后三且绝对值与其他省份相比显著较低。

图表 51：电煤价格指数前十省份价格变化（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯，中信建投证券研究发展部

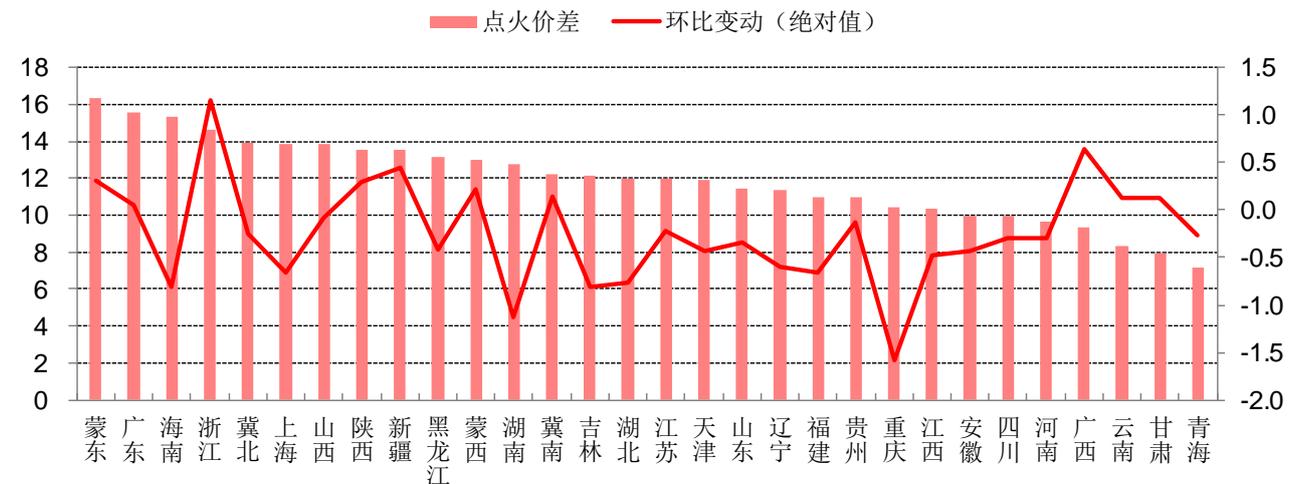
图表 52：电煤价格指数后十省份价格变化（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯，中信建投证券研究发展部

我们以7月份的电煤价格指数测算各省点火价差，所得结果如下所示。排名前三的省份分别为蒙东、广东和海南，均属于拥有煤炭资源优势或标杆上网电价较高的区域。从环比数据来看，浙江、广西等地点火价差改善较为明显。

图表 53：7月份分省点火价差测算（单位：分/千瓦时）



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

百川能源：业绩维持高增长，全国性布局再添硕果

百川能源发布 2018 年半年度报告，公司上半年实现营业收入 22.82 亿元，比上年同期增加 14.34 亿元，同比增长 169.20%；实现归属于上市公司股东的净利润 5.02 亿元，同比增长 175.91%。2018 年上半年，公司实现每股收益 0.49 元，加权平均 ROE 为 12.28%，同比增加 4.14 个百分点。

燃气销售与接驳双增，助推上半年业绩爆发

2018 年上半年，公司整体收入同比大幅增长 169.20%，主要原因在于受到京津冀“煤改气”以及全国能源结构转型的双重带动，公司的天然气销量及接驳户数均实现了较大的增长。在天然气销售业务上，今年上半年公司共实现燃气销量 4.9 亿方，对应收入 14-15 亿元左右；在燃气接驳业务上，公司上半年共接驳燃气户数 15 万户，其中城市燃气 5 万户，农村用户 10 万户，此外还完成了工商业改造 300 多户。从全年规划来看，今年公司预计将完成 26-30 万户的接驳目标，全年业绩有望维持高增速。

公司拟收购国祯燃气，业务版图进一步扩张

目前，公司的燃气经营区域主要分布在河北廊坊、张家口以及天津、湖北部分地区。今年 7 月公司宣布拟收购国祯燃气 100% 股权，这是继去年收购荆州天然气后，公司向全国性燃气分销商进军的又一大举措。从去年的经营数据来看，国祯燃气 2017 年实现收入 8.3 亿元，归母净利润 1.1 亿元，其中燃气销售收入 5 亿元，对应销量不到 2 亿方。国祯燃气的主要经营范围为安徽省阜阳市及其周边地区，本次收购成功后，公司的业务版图将得到进一步扩张。

阜阳气化率较低，未来市场空间广阔

阜阳市位于安徽省西北部，该地区全市户籍人口 1070.1 万人，常住人口 809.3 万人。当地天然气居民用户数量大约为 30 万户，相当于 100 万人，对应的气化率仅有 10%，我们判断在全国气化率逐步提升的大背景下，该地区未来的天然气增长空间较大。而国祯燃气作为当地最大的燃气供应商，我们认为其业绩也将持续受益于该地区气化率的提升。

全产业链布局有望提升公司盈利能力

除了通过横向并购扩大业务规模外，公司还积极向产业链上下游进行延伸。一方面，百川能源设立了东北亚天然气有限公司，用以建设绥中县 LNG 接收站，一期项目年周转能力为 260 万吨/年，投产后可以进一步保障公司气源的供应，同时也能够在一定程度上避免冬季 LNG 价格上涨带来公司购气成本的增加。该项目目前已经进入省级调峰项目储备库，预计将于今年年底完成相关审批。另一方面，公司还积极发展气电以及分布式能源，使得其整体盈利能力未来有望明显改善。

全国性城燃龙头呼之欲出，维持买入评级

如果本次收购国祯燃气能够成功，那么公司的经营区域将得到进一步扩张，而这一举措也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，从而能够充分受益于我国天然气消费量的提高，业绩增长空间极大。另一方面，公司还积极对产业链上下游进行布局，这不仅能够保证冬季供气

量，还能够有效提高自身的盈利能力。

如果假设国祯燃气于 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。

福能股份：火电业务回暖，风电装机增长空间巨大

福能股份发布 2018 年半年报，公司 2018 年上半年实现营业收入 38.36 亿元，同比增长 55.80%；实现归属于上市公司股东的净利润 4.07 亿元，同比上升 37.85%；加权平均 ROE 为 3.80%，同比增加 0.89 个百分点。

华润六枝并表叠加福建省内用电需求向好，营收大幅增长

今年上半年福建省经济稳中向好，用电量增速达 13.62%，位居全国第三。受益于省内电力需求提升及华润六枝电厂并表，公司上半年上网电量大幅增长至 83.2 亿千瓦时，同比提高 99.05%（扣除并表因素，上网电量同口径增长 26.8%）；电力业务实现营收 30.89 亿元，同比增长 90.16%，推动营业总收入大幅增长至 38.36 亿元，同比提高 55.80%。

煤电业务有所回暖，风电装机待增长

2017 年 7 月福建省提高煤电标杆上网电价 1.95 分/千瓦时，电价调整的翘尾因素叠加利用小时提升助力鸿山热电实现净利润 1.48 亿元，同比增长 48.05%。晋江气电则受限于电量替代政策兑现滞后，同比增加亏损 0.32 亿，在一定程度上对冲了煤电回暖的利好。由于风况不及同期，公司子公司新能源公司实现净利润 2.13 亿元，同比微降 4.68%。截止报告期，公司控股装机 484.1 万千瓦，其中风电装机 71.4 万千瓦；当前在建陆上风电装机 17.3 万千瓦，海上风电装机 40 万千瓦，风电将成为公司内生增长的重要方向，有望持续提升公司业绩。

参股华润温州提升投资收益，气电靴子落地不确定性消除

2018 年上半年公司参股企业华润温州电厂（持股比例 20%），本期获得现金分红确认投资收益 1.18 亿元。华润温州电厂地处浙江，区域内火电经营情况较好，预计有望持续提升公司投资收益。2018 年 7 月，福建省经信委及物价局下发相关通知，明确公司子公司晋江气电的气价、电价及电量替代指标情况，公司气电业务不确定性消除。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。在此基础上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。

风电装机稳步增长，提升盈利增长空间

根据国家能源局《风电发展“十三五”规划》，2020 年福建省风电装机将达到 500 万千瓦，其中：陆上装机 300 万千瓦，海上装机 200 万千瓦。截至 2018 年 6 月，福建省 6MW 及以上机组装机容量为 278 万千瓦，装机增长空间巨大，复合增长率预计将达到 26.5% 左右。作为福建省风电龙头企业，福能股份将充分受益省内风电装机需求增长，风电装机增长有较大提升空间。

由于福能股份风电机组集中在莆田、泉州、漳州的沿海一带，狭管效应明显，风电机组利用小时数近三年保持在 2600 小时以上，高出全国平均水平 40% 以上，风力资源优势十分明显。公司远期规划海上风电 200 万千瓦装机，伴随公司在建及规划风电机组陆续建设及投产，预计公司风电业务将有较大提升。

考虑 2018 年上半年煤价处于高位，后续有望逐步回落，且风电机组陆续投产将提升公司盈利空间，我们预测公司 2018 年-2020 年 EPS 分别为 0.71、0.91 和 1.05 元，维持买入评级。

桂冠电力：来水偏丰凸显弹性，弃水改善有望增厚业绩

桂冠电力发布 2018 年半年报，公司 2018 年上半年实现营业收入 47.52 亿元，同比增长 18.27%；实现归属于上市公司股东的净利润 12.67 亿元，同比增长 81.22%。加权平均 ROE 为 8.45%，同比增加 3.2 个百分点。

流域来水较好，水电机组持续发力提升业绩

上半年，公司完成发电量 205.76 亿千瓦时，同比增长 38.06%。上半年红水河流域来水较好，叠加装机容量增长及区域联合调度影响，水电发电量 192.42 亿千瓦时，同比大增 45.02%（如不考虑收购聚源电力及去学水电投产的影响，同口径增长 31.45%）；水电板块盈利 19.01 亿元，同比增加 6.57 亿元。上半年煤价依旧高位运行，但公司通过调整发电计划、合理选择采购时间和渠道等手段，努力降低火电营业成本，推动火电毛利率同比提升 12.5 个百分点，同比减亏 0.78 亿元。上半年水电板块贡献公司毛利润的 99% 以上，多因素助力水电机组发力提升仍是公司业绩增长的最重要因素。

收购聚源电力，水电装机规模更进一步

今年 4 月，公司以 13.33 亿元收购聚源电力 100% 股权，助力公司水电装机达 1022.66 万千瓦，同比增长 10.5%。上半年聚源电力累计完成发电量 15.95 亿千瓦时，占同期公司水电发电量的 8.3%。聚源电力水电资产的注入，一方面提升了公司水电装机规模，使得公司水电业务实力进一步增强；另一方面公司有望发挥自身管理运营方面的优势，挖掘聚源电力盈利能力，助力公司未来业绩增长。

马王风电一期投产二期核准，风电装机稳步提升

今年 4 月，宾阳风电马王一期（10 万千瓦）首台机组顺利通过测试，正式投入商业运营，其余机组有望年内陆续投产。该项目为公司广西省内首个风电发电投产项目，接入广西电网，批复电价 0.61 元/千瓦时（含税）。5 月马王二期获得广西壮族自治区发展和改革委员会核准，装机容量 10 万千瓦。公司新能源装机占比持续提升，风电装机有望为公司带来成长性。

水库低水位运行叠加政策利好，公司弃水有望改善，维持买入评级

18 年上半年公司主动压低水库水位，腾空库容迎接汛期来水。截止 8 月 30 日，龙滩水库水位 355.68 米，仍低于历史三年同期均值 10.2 米。同时随着云南送广西电量同比减少及省内水火发电权置换推进，公司弃水现象有望明显改善。

考虑到 18 年流域来水较好，外购资产业绩兑现以及新增资产陆续投产，公司稳定的现金流有望助力其维持高比例分红。我们预测 2018-2020 年公司归母净利润分别为 29.14 亿元、31.04 亿元和 33.08 亿元，对应 EPS 分别为 0.48 元、0.51 元和 0.55 元，维持买入评级。

华电国际：上半年发电量增速较高，业绩反转趋势已现

华电国际发布 2018 年半年报，公司 2018 年上半年营业收入 415.37 亿元，同比增长 13.34%；实现归属于上市公司股东的净利润 9.86 亿元，同比增长 565.63%。上半年公司 EPS 为 0.10 元，加权平均 ROE 为 2.33%，与

去年同期相比提升了 2.83 个百分点。

全国用电需求较好，带动公司发电量快速增长

报告期内，华电国际营收增长 13.34%，主要原因在于上半年我国用电需求增速较高，累计增速达到 9.43%，为 12 年以来最高水平。受到用电需求增长较快的影响，公司今年上半年平均利用小时达到 1947 小时，同比增长 85 个小时，再加上装机小幅增长 1.6% 至 4928.49 万千瓦，导致公司上半年共完成发电量 958.21 亿千瓦时，上网电量 894.69 亿千瓦时，分别同比 8.18%、8.01%。分种类来看，公司上半年火电发电量 889.71 亿千瓦时，同比 7.46%；水电发电量 28.44 亿千瓦时，同比 6.64%；风电和光伏发电量分别为 37.44 亿千瓦时和 2.61 亿千瓦时，同比分别为 26.79% 和 66.24%。

电价上调对冲煤价上涨，毛利率不降反升

短期来看，我国煤炭行业供需格局仍较为紧张，因此上半年全国煤价依然保持高位运行，全国电煤价格指数平均达到 538 元/吨，较同期的 511 元/吨增长了 5.36%，公司火电的度电燃料成本也由去年同期 0.224 元/千瓦时提升至 0.231 元/千瓦时。但是，由于去年 7 月份全国绝大部分地区都上调了燃煤机组上网电价，因此公司上半年平均电价同比提升 1.16 分至 0.408 元/千瓦时，毛利率达到 12.40%，同比增长 3.59 个百分点。

18 年全社会用电增速预计达到 7%，火电利用小时改善明显

上半年我国用电需求增速 9.4%，其中经济因素拉动用电需求增长约 4.4%，电能替代因素拉动用电增长约 2.8%，气候气温因素拉动用电增长约 2.2%，我们判断在下半年不出现极端气候变化的情况下，全国用电需求增速有可能回落至 6% 左右，全年用电增速介于 7%-8%。但是从全国火电装机的增长情况来看，由于近几年火电新增装机有限，因此今年火电利用小时改善空间较大，我们预计全国火电利用小时今年有望达到 4308 小时，同比提高 99 个小时。

火电企业燃料成本有望持续下行，华电国际业绩弹性较大，维持买入评级

煤价方面，我们认为随着未来煤炭新增产能的有效释放，18 年之后我国煤炭供需格局将逐渐由供不应求转向供略大于求的格局，因此长期来看煤价中枢将会逐渐下移，截至 8 月 28 日，秦皇岛 5500 大卡动力末煤价格为 622 元/吨，与去年同期基本持平。另一方面，发改委明确要求中央和各省市区及其他规模以上煤炭、发电企业集团签订的中长期合同数量，应达到自有资源量或采购量的 75% 以上，全年中长期合同履行率应不低于 90%，随着长协占比以及履约率的进一步提高，公司燃料成本将逐渐下降。

我们判断，目前火电边际改善趋势已经确立，看好华电国际未来的业绩弹性。我们预计 2018-2020 年公司分别实现营业收入 799.58 亿元、816.40 亿元、819.06 亿元，归母净利润分别为 20.64 亿元、30.06 亿元、34.38 亿元，维持买入评级。

蓝焰控股：上半年业绩稳步增长，新区块有望逐步放量

蓝焰控股发布 2018 年半年度报告，公司上半年实现营业收入 10.03 亿元，比上年同期增加 1.99 亿元，同比增长 24.74%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.29 亿元，同比增加 31.83%。2018 年上半年，公司实现每股收益 0.34 元，加权平均 ROE 为 9.90%，同比下降 6.78 个百分点。

煤层气销售稳中有升，气井建造收入同比大幅增长

2018年上半年，公司煤层气销售板块实现收入5.39亿元，同比增长6.75%，一方面是因为公司通过对原有区块进行新井建设和老井改造，进一步提升了其煤层气产能，公司上半年煤层气产量和利用量分别达到7.24亿方和5.55亿方，同比3.13%、3.74%，煤层气销售量达到3.53亿方。另一方面，由于年初我国天然气行业供需格局较为紧张，公司煤层气售价随之上涨，上半年平均售价1.53元/方。同时，公司的煤层气单位抽采成本也由去年同期的0.43元/方降至0.40元/方，板块毛利率达到46.19%，同比提升了5.98个百分点。此外，公司气井建造收入同比大增107%至2.92亿元，也是公司上半年业绩增长的主要原因。

新区块逐步投产，未来业绩增量可期

公司于2017年10月中标山西4区块探矿权，面积为616平方千米，公司的煤层气可开采面积同比提升380.25%至778平方千米。目前，四个新区块均已开始钻井工作，其中柳林石西区块一号勘探井已于今年7月31日成功点火，其管线工程也已开始施工。我们预计随着四个新区块逐步投产，公司未来的产能将迎来较大增长。另外，我们认为今年山西省政府还将下放新的煤层气探矿权，公司煤层气资源量有望进一步增长。

山西燃气集团将助力公司业绩持续高增长

山西燃气集团由公司控股股东晋煤集团投资设立，未来将主导山西省燃气产业整合重组工作。而蓝焰控股作为晋煤集团旗下专门负责煤层气勘探开发的企业，未来可能会通过这一平台加强与中下游的联系，降低中游管网及下游配送对燃气销售的限制，同时也可以为其提供进一步获取上游资源的机会，公司未来的煤层气生产规模也将随之扩大。

居民门站价与非居并轨，公司煤层气售价将提升

18年5月，发改委发布了《关于理顺居民用气门站价格的通知》，要求自今年6月10日起，居民用气门站价与非居民用气并轨，开始实施基准门站价管理。本次调整后，居民用气门站价将有所上调，最大上调幅度不超过0.35元/方。从目前全国的情况来看，居民用气占比约为15%，如果按这一比例进行估算，那么公司的平均售价将提升0.05元/方，对应业绩增量约为0.3亿元。另外，中石油也于今年8月推出了新的保供期天然气价格策略，新的策略主要提高了这段时间非居民用气中非管制气部分的价格。而煤层气作为非管制气的一种，其价格也将在这段时间大幅提升。

维持买入评级

我们认为，煤层气作为非常规气的一种，其未来发展将充分受益于天然气下游需求的快速增长，而蓝焰控股是晋煤集团旗下专门从事煤层气开采的企业，拥有大量优质的煤层气资源，且未来还将受益于山西燃气集团的成立，资源量有望进一步提升。随着公司新增区块的逐步放量，其未来几年的业绩也将稳步提升。

我们预计，2018-2020年公司收入水平将分别达到21.89亿元、24.85亿元、28.56亿元，归属于母公司所有者的净利润分别为6.83亿元、8.70亿元、10.75亿元，对应EPS为0.71元、0.90元、1.11元，维持买入评级。

深圳燃气：售气量维持高增速，接收站投产值得期待

深圳燃气发布2018年半年报，公司上半年实现营业收入61.70亿元，同比增长20.25%；实现归属于上市公司股东的净利润6.38亿元，同比增长11.60%，EPS为0.22元。上半年公司加权平均ROE为7.00%，同比减少0.14个百分点。

售气量大幅提升，公司业绩持续高增长

2018年上半年，公司天然气销售量达13.76亿立方米，同比增长29.52%。分地区来看，公司在深圳地区共完成售气量9.24亿方，同比18.11%，增量主要来自于电厂用气，上半年电厂用气达到3.91亿方，同比30.04%，增量占深圳地区增量的比重为70%。同时，随着公司异地扩张步伐的加快，深圳市以外的燃气销量也呈高速增长态势，18年上半年共实现燃气销售量4.51亿方，同比增长64.47%。

新增两家下游电厂客户，深圳地区气量增长有保障

从公司的主要下游电厂客户来看，公司目前为钰湖、宝昌、南天三家燃气电厂供气，2018年上半年公司电厂燃气销售量实现了较大幅度的增长。下半年，坪山华电分布式能源项目建成后将由公司供气，同时南山热电也将开始从公司采购气源。其中，华电项目已经和公司签订长期购销协议，规定年供气量为3.8亿方，如果同时考虑南山电厂，那么公司未来电厂用气还将增加4-5亿方。同时，伴随着深圳地区老旧小区改造以及“深圳蓝”规划的进一步推进，公司在深圳地区的售气规模有望继续提升。

异地扩张卓有成效，全国性城燃公司雏形已现

公司目前在全国共8个省中拥有38个城市（区）的管道燃气特许经营权，与17年6月底相比增加了8个，其中上半年获取的项目共有6个，包括江西上犹圣安新能源有限公司、高安众城天然气有限公司；云南石林巨鹏、弥勒巨鹏、建水县巨鹏、玉溪市江川区燃气公司，说明公司获取新项目的能力较强。在全国性布局加速推进的背景下，公司深圳以外地区上半年新增管道燃气用户8.77万户，实现销售收入达到15.66亿元，同比增长48.9%。截至报告期末，公司管道燃气用户总数达到304.66万户，其中深圳地区194.99万户，其他地区109.67万户，全国性城燃公司雏形已现。

LNG接收站将于下半年投产，有望为公司贡献较大业绩增量

公司目前拥有的深圳市天然气储备与调峰库项目已基本完工，接收站年周转能力达到10亿方，预计将于下半年正式投入运营。LNG接收站正式投入运营后，将为公司提供更为充足的天然气气源。如果我们假设接收站投产后，LNG年平均售价在4500元/吨（约合3.358元/方，含税）左右，进气成本在3500元/吨（约合2.612元/方，含税）左右，其他固定成本1.3-1.4亿元，那么在100%利用率的情况下，LNG接收站将为公司全年带来净利润增量4.2亿元，业绩弹性较大。

看好公司长期发展前景，维持增持评级

我们认为，随着公司在深圳业务布局的逐渐深入以及异地扩张的加快，公司未来燃气销量有望保持高速增长的态势。另外，将于今年下半年投入运营的LNG接收站也将成为公司新的利润增长点，业绩弹性较大。我们预计，2018-2020年公司分别实现营业收入132.84亿元、165.77亿元和187.70亿元，归母净利润10.60亿元、13.22亿元和14.63亿元，对应EPS分别为0.48元、0.60元和0.66元，维持增持评级。

长江电力：水电运营稳健，投资收益推动业绩微升

长江电力发布2018年半年报，公司2018年上半年实现营业收入192.10亿元，同比下降0.42%；实现归属于上市公司股东的净利润85.22亿元，同比上升5.15%；加权平均ROE为6.24%，同比减少0.01个百分点。

营业成本下降叠加投资收益增长，业绩提高5.15%

2018 年上半年，公司实现发电量 813.18 亿千瓦时，同比小幅下降 0.36%，导致营业收入微降 0.42%。此外公司通过加强管理、提升效率，上半年营业成本较去年同期下降 3.33 亿元，同比下降 3.85%。由于 2018 年公司水电增值税即征即返政策到期，新的税收优惠政策尚未落地，公司上半年其他收益减少 2.49 亿元，同比下降 25.81%。上半年公司实现投资收益 22.94 亿元，同比增长 7.13 亿元，是公司业绩小幅提升的主要原因。

水电资产优异，拟进一步发掘水电发电潜力

公司是全球最大的水电上市公司，在金沙江-长江一带拥有三峡、葛洲坝、溪洛渡、向家坝四座巨型水电站，总装机容量 4549.5 万千瓦，今年上半年发电量占全国水电发电量的 17.61%。公司在大型水电站运营方面积累了丰富的经验，通过提升梯级枢纽联合调度能力、提高水文预报精度等技术手段增厚所属电站发电出力。此外，公司从战略投资角度出发，持续增持国投电力（持股 8.18%）及川投能源（持股 6.92%），均为第二大股东。公司拟同雅砻江水电形成以“股权纽带+技术支撑”为基础的流域统一调度，进一步发掘水电发电潜力。

拓展配售电业务，进一步增持三峡水利

2018 年上半年，公司增持三峡水利 4.08% 的股份，截至 2018 年 6 月 30 日，公司与一致行动人合计持股比例达 24.08%，与实际控制人水利部综合事业局 24.09% 的持股比例仅差 0.01%。公司背靠三峡集团，积极参与电改，加快配售电市场布局，售电业务市场化售电量约达 81.3 亿千瓦时。公司在重庆成立长电联合公司以整合相关地方电网，未来有望与三峡水利产生协同效应，优化公司在配售电业务的布局，为公司提供新的业绩增长点。

未来装机增长尚待时日

公司总装机容量 4549.5 万千瓦，装机增长主要靠收购三峡集团已建成投产的大规模水电站，一方面可以规避在建风险，降低在建工程对公司现金流和财务费用的压力；另一方面可以直接推动业绩的快速增长。目前三峡集团在建的白鹤滩（1600 万千瓦）和乌东德（1020 万千瓦）预期在 2020 年实现首批投产，2022 年有望全部投运，未来新机组注入有望提升公司盈利能力。

考虑公司水电业务运营稳定，投资收益的兑现可以在一定程度上对冲税收优惠政策到期的影响，进一步平滑业绩波动，我们预测公司 2018 年-2020 年 EPS 分别为 1.01、0.97 和 0.98 元，维持买入评级。

行业要闻点评

陕西榆林电网下调煤电上网电价，应作特例看待

近日陕西省物价局发布《陕西省物价局关于调整陕西电网电力价格的通知》，将国家重大水利工程建设基金标准降为 0.23 分/千瓦时、取消地方水库移民后期扶持资金 0.05 分/千瓦时，调整陕西电网榆林地区燃煤机组标杆电价。通过以上相关措施，将陕西电网一般工商业目录销售电价每千瓦时降低 3.4 分（榆林电网为 3.33 分）。

榆林地区燃煤机组上网电价下调不具有代表性

陕西省火电总装机为 3170 万千瓦，此次电价调整主要涉及陕西电网榆林地区 10 座燃煤电厂约 440 万千瓦装机，度电降幅为 2 分钱左右。此前按照国家统一安排，第三批电价调整将主要通过扩大跨省区电力交易规模、降低重大水利工程建设基金 25%、督促自备电厂承担政策性交叉补贴等手段降低一般工商业电价。而榆林电网属于陕西地方电力公司，不在国家电网体系内。作为独立地方电网，其通过跨省清洁能源交易或督促自备电厂承担交叉补贴等方式进一步落实降电价的目标存在困难。同时榆林作为我国煤炭主要产区，火电机组盈利能力相对较好。所以我们判断此次榆林降低燃煤机组上网电价属于特例，对于全国火电而言并不具备普适性和代表性。

国家推进降电价，未涉及火电标杆电价

为了实现两会期间政府工作报告提出的降低一般工商业用电成本 10% 的目标，国家发改委及相关部门主要通过三步走来实施：第一批在今年 4 月，通过降低电网环节收费和输配电价来降低电费 430 亿元；第二批在今年 5 月，通过增值税税率调整、政府性基金及附加标准降低、期末留抵税额一次性退返等手段降低电费 210 亿元，前两批总计已完成降低一般工商业用电价格约 7%，距离目标尚有 3% 的差距。

第三批降价后陕西省降电价工作已见成效

第一批、第二批政策分别降低陕西榆林电网和陕西电网一般工商业用电价格 1.58 分、2.14 分和 1.58 分、1.76 分。在第三批降电价政策落地后，陕西榆林电网和陕西电网一般工商业用电价格累计已达 7.05 分和 6.74 分，降电价工作已见成效。

此次降价机组不涉及上市公司，全国范围内火电标杆电价应可稳定

此次陕西降电价政策涉及 440 万千瓦煤电机组，主要是神华集团、陕能集团及华电集团等发电集团所属，均不涉及华能国际、华电国际等上市公司。目前推出第三批降低一般工商业用电价格政策的省份主要包括吉林省和陕西省，目前吉林省采取的措施是通过对自备电厂征收 0.15 元/千瓦时的交叉补贴来降低终端电价。从国家发改委发布的《利用扩大跨省区电力交易规模等措施降低一般工商业电价有关事项的通知》文件精神来看，吉林省政策符合国家督促自备电厂承担政策性交叉补贴的导向。而陕西榆林电网有其特殊性，其降低燃煤标杆上网电价的政策不具备推广的可操作性，全国范围内火电标杆电价应可保持稳定。

我们认为目前旺季煤价有所承压，火电企业盈利底部改善的趋势已经确立。作为逆周期行业，在市场不确定较大的情况下，火电板块防御性凸显，向下空间较小，向上弹性较大。后续如果不出现因政策放松而导致煤炭价格大幅上涨的情况下，火电仍然有较大配置价值，推荐估值相对较低的华电国际和火电盈利好转叠加在建风电机组稳健增长的福能股份。

天然气产业链寻踪系列（二）：国内需求爆发，进口气历史机遇已至

全球天然气贸易发展空间较大，多个定价中心并存

全球天然气资源极为丰富，国际贸易发展空间较大，去年全球天然气贸易总量 1.13 万亿立方米。但是，天然气贸易存在地理位置受限等缺点，导致不同区域间的天然气市场存在较大割裂性。目前全球主要有三种不同的定价机制，分别是气对气竞争、替代能源挂钩、双边协定，同时对应几个相互独立的天然气市场。

国内“煤改气”如火如荼，天然气进口需求爆发

在国内“煤改气”以及能源消费升级的带动下，我国天然气消费量近几年迎来爆发式增长，但是由于国产气增产较为缓慢，因此进口气在我国天然气供给中的占比近几年明显提升。2017 年，我国天然气进口量达到 920 亿方，对外依存度 38%。另外，从进口气的结构来看，我国进口气分为进口管道气和进口 LNG，管道气近几年由于没有新建管道投产，因此增量不大，而 LNG 进口量则取得了明显的增长。尤其是去年，我国 LNG 进口量超过韩国，成为全球第二大 LNG 进口国。

中俄东、西线未来三年将建成，但短期内增量有限

我国目前已建成中亚 A、B、C 线以及中缅线四条天然气进口管道，设计供气能力合计 670 亿方/年。另外还有中俄东、西线、中亚 D 线在建，三者年设计供气量分别为 380 亿方、300 亿方、300 亿方，其中中俄西线 2019 年有望通气，2020 年底中俄东线也将投入运营，新增管道短期内难以投产。另外，天然气管道投产后，输气量的提升往往需要 10-12 个月的时间，因此我们认为新建管道投产后，短期内进口管道气的供给增量仍然有限。

LNG 进口持续高增长，短协、现货增速较快

我国 LNG 进口包括长协和短协现货两种形式，其中长协定价方式主要是与 JCC 原油价格挂钩，短协和现货则更为看重市场供需。从 LNG 进口结构来看，我国 LNG 进口主要以长协为主，2017 年占比 79%，其余则均为短协及现货。2017 年全年，我国共进口 LNG 3813 万吨，同比增长 46%，尤其是进入冬季保供期之后，LNG 进口量大幅增长，月平均进口达到 430 万吨，同比增速 51%。

2018 保供形势依然严峻，进口 LNG 未来两年将成保供主力

根据我们的测算，2018 年我国天然气仍存在 92 亿方左右的供给缺口，冬季保供形势依然严峻，因此我们认为今年冬季国内 LNG 价格还将有所上涨。此外，2020 年我国天然气消费量规划达到 3600 亿方，在当前国产气及进口管道气增量都较为有限的情况下，我们判断未来两年 LNG 进口将成我国天然气保供主力，2018-2020 年我国 LNG 进口需求分别为 733 亿方、871 亿方、931 亿方。而 LNG 接收站作为进口 LNG 的重要设施，其盈利能力也将大幅提高，拥有 LNG 接收站布局的标的有望充分受益。

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

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

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@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

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

社保销售组

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

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

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

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

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

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