

公用事业

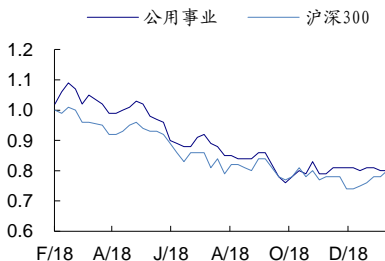
公用事业 2019 年 2 月投资策略

超配

(维持评级)

2019 年 02 月 18 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究报告:

《公用事业周报: 国家能源局口径 2018 年全社会用电量同比增长 8.5%; 电煤库存持续处于高位》——2019-01-21  
《公用事业 1 月投资策略: 宏观承压超配火电, 密切观察政策信号》——2019-01-15  
《环保行业 2019 年 1 月投资策略: 降准利好资金面改善, 优质公司商誉风险总体可控》——2019-01-14  
《公用事业周报: 深圳核定非居民配气价差; 动力煤价持续低迷》——2019-01-07  
《公用事业周报: 动力煤价持续下行; 2019 年火电仍要“去”和“改”》——2019-01-02

证券分析师: 陈青青

电话: 0755-22940855  
E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513050004

证券分析师: 武云泽

电话: 021-60875161  
E-MAIL: wuyunze@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517050002

证券分析师: 吴行健

E-MAIL: wuxingjian@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517050001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明。

行业月报

年报料向好, 观察年后需求与政策

● 公用事业 2018 年报预计整体向好, 火电反转为主要亮点

我们分析公用事业 2018 年报预告情况, 认为板块整体符合预期, 业绩受自上而下的驱动较为明显。其中, 受益于 2018Q4 的煤价显著下行, 火电企业整体业绩同比反弹, 但其中由于成本控制的差异, 业绩弹性存在分化。2018 年来水与 2017 年相差不大, 但增值税退税政策到期影响了水电企业业绩释放。2018 年冬季上游管道气&LNG 的综合涨价中枢略超 2017 年, 利好上游气源分销商, 但造成 A 股中小型城燃公司业绩增速受限。

● 煤、电、气节后需求有待观察, 电力需求压力或略大于燃气

春节结束后尚未全面复工, 全年煤、电、气的需求基调仍有待观察。初步来看, 由于去年的高基数以及当前实体经济承受的压力, 整体能源需求增速承压。全年煤炭需求可能趋向走弱; 电力增速据中电联预测可能回落至 5.5% 左右水平; 燃气需求由于得到工商业煤改气持续支撑, 压力相对略小。

● 电改与气改均进入深水区, 重视年初政策定调

预计近 1-2 月内, 国家能源局 2019 年能源工作指导意见有望出台, 各省年度交易电方案将陆续落地, 关于国家管道公司成立的媒体吹风日渐频繁。电改与气改进入深水区, 对业内上市公司的影响或从前两年的价格改革过渡到下一阶段的商业模式变革, 短期可能体现为政策端不确定性, 长线将带来行业的更稳健发展。

● 投资逻辑: 煤价下行继续超配火电; 需求有支撑看好城燃

2-3 月我们继续看好火电投资机会, 主因为 19Q1 煤价整体中枢明显低于 18Q1, 有望继续驱动 19Q1 业绩反转。1 月来受煤炭安全监管影响火电电价有所调整, 提升继续参与的空间。超配华电国际, 华能国际, 并关注业绩反转潜力大的二线火电。我们其次看好城燃板块, 认为今冬保供运行平稳, 上游 LNG 价格略低于预期, 全国型城燃的成本控制好于地方型城燃。关注新奥能源, 天伦燃气。枯水期预计水电基本面平淡, 关注防御性较强的长江电力。

● 月度投资组合

华电国际, 华能国际, 新奥能源 (H 股), 天伦燃气 (H 股), 长江电力

● 风险提示: 电、气需求低于预期, 煤价超预期上行, 电、气售价降低

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2018E	2019E	2018E	2019E
600027	华电国际	增持	4.44	43,792	0.21	0.30	21.1	14.8
600011	华能国际	增持	6.90	108,317	0.15	0.28	45.7	24.5
02688	新奥能源	买入	76.00	73,613	3.59	4.62	16.8	13.0
01600	天伦燃气	买入	7.84	7,759	0.66	1.30	7.9	4.0
600900	长江电力	增持	16.30	358,600	1.02	1.03	15.0	14.8

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

## 2018 年报预计整体向好，火电反转为主要亮点

我们分析公用事业 2018 年业绩预告情况，认为板块整体符合预期，业绩受自上而下的驱动较为明显。其中，受益于 2018Q4 的煤价显著下行，火电企业整体业绩同比反弹，但其中由于成本控制的差异，业绩弹性存在分化。2018 年来水与 2017 年相差不大，但增值税退税政策到期影响了水电企业业绩释放。2018 年冬季上游管道气&LNG 的综合涨价中枢略超 2017 年，利好上游气源分销商，但造成 A 股中小型城燃公司业绩增速受限。

表 1: 公用事业 2018 年业绩前瞻 (单位: 万元)

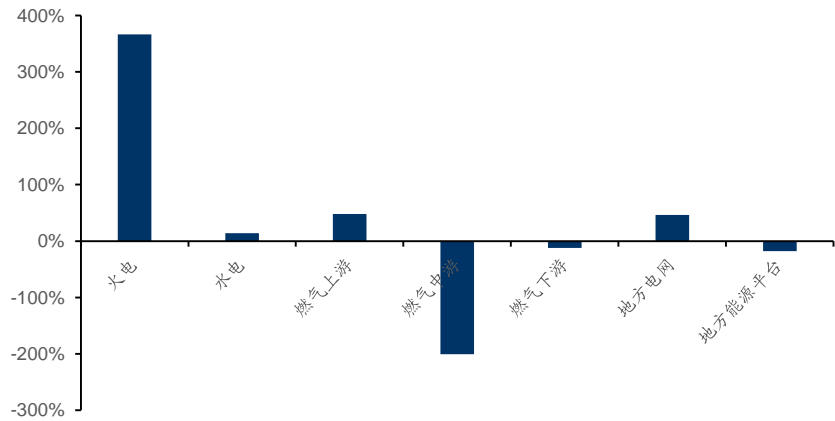
子版块	代码	公司	预告类型	2017 归母净利润	2018 归母净利润中位数	2018 下限	2018 上限	2018 增速中位数	2018 增速下限	2018 增速上限
火电	000899.SZ	赣能股份	业绩预告	1,645	19,050	16,600	21,500	1058%	909%	1207%
	000543.SZ	皖能电力	业绩预告	13,205	53,000	43,000	63,000	301%	226%	377%
	000966.SZ	长源电力	业绩预告	-12,156	20,700	18,900	22,500	270%	255%	285%
	600021.SH	上海电力	业绩预告	92,802	275,000	250,000	300,000	177%	151%	202%
	600780.SH	通宝能源	业绩预告	8,183	20,883	20,883	20,883	155%	155%	155%
	000600.SZ	建投能源	业绩预告	16,839	40,000	40,000	40,000	138%	138%	138%
	000875.SZ	吉电股份	业绩预告	-33,953	11,500	10,000	13,000	134%	129%	138%
	000767.SZ	漳泽电力	业绩预告	-155,635	31,351	27,353	35,348	120%	118%	123%
	000692.SZ	惠天热电	业绩预告	-6,660	625	500	750	109%	108%	111%
	600744.SH	华银电力	业绩预告	-115,714	6,800	5,800	7,800	106%	105%	107%
	600578.SH	京能电力	业绩预告	53,413	88,613	88,613	88,613	65%	65%	65%
	600982.SH	宁波热电	业绩预告	9,599	15,250	14,500	16,000	59%	51%	67%
	600863.SH	内蒙华电	业绩预告	51,414	78,700	77,200	80,200	53%	50%	56%
	000695.SZ	滨海能源	业绩预告	975	3,175	2,550	3,800	50%	21%	80%
	600726.SH	华电能源	业绩预告	-110,389	-90,000	-90,000	-90,000	19%	19%	19%
	600396.SH	金山股份	业绩预告	-89,568	-84,000	-92,000	-76,000	6%	-3%	15%
	000539.SZ	粤电力 A	业绩预告	74,318	44,500	36,000	53,000	-41%	-52%	-29%
	600795.SH	国电电力	业绩预告	222,324	110,000	80,000	140,000	-47%	-61%	-32%
	000531.SZ	穗恒运 A	业绩预告	18,424	8,250	6,400	10,100	-55%	-65%	-45%
	600758.SH	红阳能源	业绩预告	46,466	10,200	10,200	10,200	-78%	-78%	-78%
	600864.SH	哈投股份	业绩预告	35,819	-13,000	-14,000	-12,000	-136%	-139%	-134%
	001896.SZ	豫能控股	业绩预告	5,353	-59,575	-60,900	-58,250	-1213%	-1238%	-1188%
	水电	600025.SH	华能水电	业绩预告	218,892	577,875	555,986	599,764	164%	154%
000791.SZ		甘肃电投	业绩预告	24,615	48,500	47,000	50,000	94%	88%	100%
002039.SZ		黔源电力	业绩预告	32,035	36,360	35,238	37,481	14%	10%	17%
600674.SH		川投能源	业绩快报	326,474	355,103			9%		
600900.SH		长江电力	业绩快报	2,226,091	2,263,000			2%		
600868.SH		梅雁吉祥	业绩预告	11,636	2,100	2,100	2,100	-82%	-82%	-82%
000993.SZ		闽东电力	业绩预告	2,259	-38,250	-43,000	-33,500	-1793%	-2004%	-1583%
燃气上游	600256.SH	广汇能源	业绩预告	65,538	178,900	176,800	181,000	173%	169%	176%
	000968.SZ	蓝焰控股	业绩预告	48,940	65,500	62,000	69,000	34%	27%	41%
	600856.SH	中天能源	业绩预告	52,584	3,250	3,000	3,500	-94%	-94%	-93%
燃气中游	600617.SH	国新能源	业绩预告	1,659	4,500	4,100	4,900	171%	147%	195%
	603689.SH	皖天然气	业绩预告	12,440	17,914	16,670	19,158	44%	34%	54%
	002267.SZ	陕天然气	业绩预告	39,543	44,486	35,589	53,383	13%	-10%	35%
	000669.SZ	金鸿控股	业绩预告	23,963	-145,000	-170,000	-120,000	-705%	-809%	-601%
燃气下游	000407.SZ	胜利股份	业绩预告	6,230	10,903	9,345	12,460	75%	50%	100%
	601139.SH	深圳燃气	业绩快报	88,688	95,189			7%		
	002911.SZ	佛燃股份	业绩预告	34,741	36,500	31,300	41,700	5%	-10%	20%
	002911.SZ	佛燃股份	业绩快报	34,741	35,530			2%		
	002700.SZ	新疆浩源	业绩快报	7,577	7,110			-6%		
	600917.SH	重庆燃气	业绩快报	36,343	34,239			-6%		
	002700.SZ	新疆浩源	业绩预告	7,577	6,820	5,683	7,956	-10%	-25%	5%
	300335.SZ	迪森股份	业绩预告	21,302	18,107	15,977	20,237	-15%	-25%	-5%
	603318.SH	派思股份	业绩预告	5,486	875	700	1,050	-84%	-87%	-81%
	600333.SH	长春燃气	业绩预告	5,641	-7,000	-8,000	-6,000	-224%	-242%	-206%
	000593.SZ	大通燃气	业绩预告	2,411	-17,600	-18,200	-17,000	-830%	-855%	-805%

子版块	代码	公司	预告类型	2017 归母净利润	2018 归母净利润中位数	2018 下限	2018 上限	2018 增速中位数	2018 增速下限	2018 增速上限
地方电网	600644.SH	乐山电力	业绩预告	4,286	7,808	7,808	7,808	82%	82%	82%
	600131.SH	岷江水电	业绩预告	8,002	12,502	12,502	12,502	56%	56%	56%
	600452.SH	涪陵电力	业绩快报	22,642	34,962			54%		
	600505.SH	西昌电力	业绩预告	4,123	6,200	6,200	6,200	50%	50%	50%
	600101.SH	明星电力	业绩快报	9,810	10,081			3%		
地方能源平台	000027.SZ	深圳能源	业绩快报	74,934	73,068			-2%		
	000883.SZ	湖北能源	业绩快报	217,320	175,451			-19%		
	600509.SH	天富能源	业绩预告	17,878	5,600	5,600	5,600	-69%	-69%	-69%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

基于发布了业绩快报或业绩预告的上市公司计算, 2018 年目前为止板块业绩增速最高的依次是火电 (+368%), 燃气上游 (+48%) 与地方电网 (+46%), 增速最低的依次是燃气中游 (-201%), 地方能源平台 (-18%) 与燃气下游 (-12%)。水电板块业绩增速为 14%。

图 1: 公用事业各子版块 2018 年报业绩增速



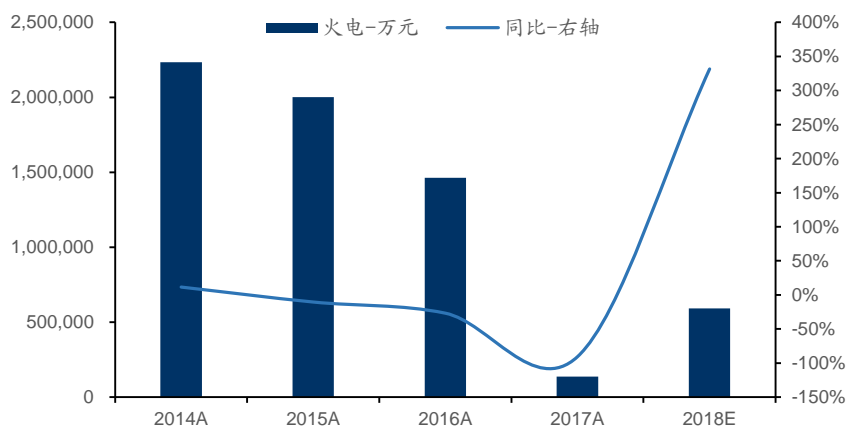
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 火电板块业绩反转迅猛, 煤价下行是主因

根据已发布 2018 年初步业绩数据的公司口径计算, 火电板块在经历了连续 3 年下滑后, 2018 年业绩大幅触底回升。目前 18 年板块业绩水平相当于 2016 年的 40%。目前为止 2018 年板块中业绩增速最快的依次是赣能股份 (+1058%), 皖能电力 (+301%), 长源电力 (+270%)。业绩增速最低是依次是豫能控股 (-1213%), 哈投股份 (-136%), 红阳能源 (-78%)。

除了传统龙头之外, 近几个月市场对有业绩支撑二线火电关注较高。目前观察到的趋势是, 二线火电的业绩反转, 不仅取决于煤价的反转空间, 很大程度上也受到所处区域用电负荷以及公司成本管控能力的影响。

图 2: 火电板块历年业绩增速情况 (2018 年已发布数据的公司口径)



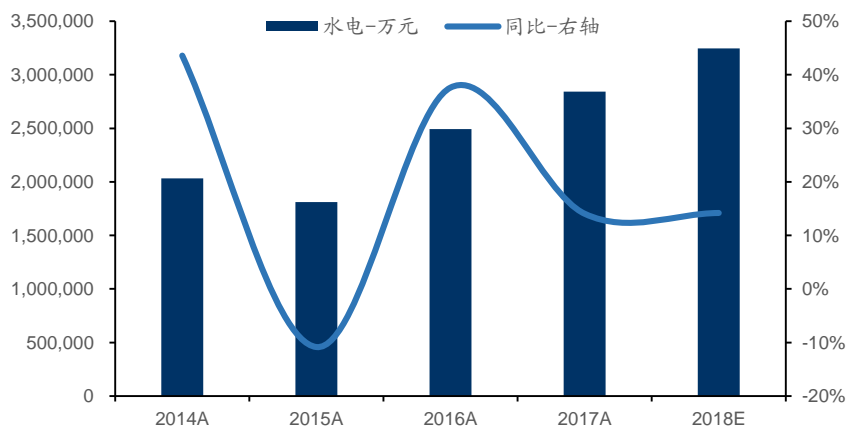
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 水电板块业绩稳健提升, 来水稳定对冲退税下行

根据已发布 2018 年初步业绩数据的公司口径计算, 水电板块 2018 年业绩平稳增长 14%, 增速与 2017 年持平。支撑板块业绩增长的主要是华能水电业绩增长 (中枢+164%), 其主因是装机容量提升 16.89%, 发电量增长 11.62%, 平均结算电价受到电力供给形势好转影响亦有所提升。

其他大型水电业绩增速相对平淡, 主要是受到增值税退税到期的对冲影响, 但整体依然保持稳定正增长, 体现了大水电的防御性价值。

图 3: 水电板块历年业绩增速情况 (2018 年已发布数据的公司口径)

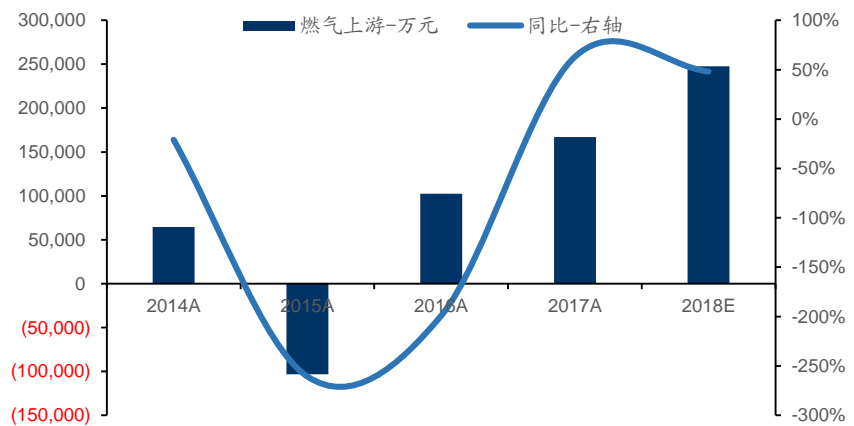


资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 燃气上游业绩大增, 涨价逻辑得到兑现

根据已发布 2018 年初步业绩数据的公司口径计算, 燃气上游板块 2018 年业绩增长 48%, 增速相比 2017 年的 63%有所收窄, 我们判断主因是 18 年底上游 LNG 涨价幅度低于预期, 而 17 年底 LNG 大幅涨价。板块中增速最高的是广汇能源, 业绩增速中位数 173%。

图 4: 燃气上游板块历年业绩增速情况 (2018 年已发布数据的公司口径)



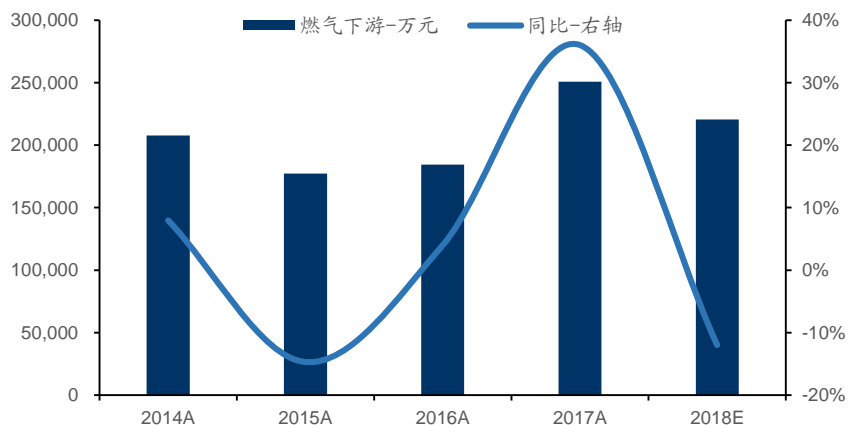
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 燃气下游业绩微降, A/H 股公司分化明显

根据已发布 2018 年初步业绩数据的公司口径计算, 燃气下游板块 2018 年业绩下滑 12%, 增速相比 2017 年的 36% 明显下滑, 我们主要原因是 18 年 9 月起各地管道气及 LNG 采购成本上涨, 尤其是管道气涨幅超过上一年同期。板块内大通燃气、长春燃气等业绩下滑幅度均超过 100%。

相比 H 股全国型布局公司给出的稳定增长业绩指引, 我们发现以地方型公司为主的 A 股城燃板块业绩增速明显偏低。这也体现了在供需紧张时期, 城燃气量供应与成本谈判呈现明显的规模效应, 对 A 股的地方型中小城燃不利。更进一步说, 非上市的小型城燃近年来业绩压力更大, 客观上将增加上市公司的并购标的供给。

图 5: 燃气下游板块历年业绩增速情况 (2018 年已发布数据的公司口径)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 节后需求有待观察, 电力需求压力或略大于燃气

春节结束后尚未全面复工, 全年煤、电、气的需求基调仍有待观察。初步来看, 由于去年的高基数以及当前实体经济承受的压力, 整体能源需求增速承压。全年煤炭需求可能趋向走弱; 电力增速据中电联预测可能回落至 5.5% 左右水平; 燃气需求由于得到工商业煤改气持续支撑, 压力相对略小。

### 电力：中电联发布《2018-2019 年度全国电力供需形势分析预测报告》

根据中电联快报，2018 年用电增速回升，电网峰谷差加大，全国电力供需形势从前几年的总体宽松转为总体平衡。全国全社会用电量 6.84 万亿千瓦时，同比增长 8.5%、同比提高 1.9 个百分点，为 2012 年以来最高增速；各季度同比分别增长 9.8%、9.0%、8.0%和 7.3%，增速逐季回落，但总体处于较高水平。全国人均用电量 4956 千瓦时，人均生活用电量 701 千瓦时。

2018 年华北、华东、华中、南方区域电力供需总体平衡，部分省份局部性、阶段性电力供应偏紧；东北和西北区域电力供应能力富余。

电力消费结构持续优化。第二产业用电量占全社会用电量的比重为 69.0%、比上年降低 0.8 个百分点。其中，四大高载能行业用电量比重比上年降低 0.6 个百分点；高技术及装备制造业用电量比重提高 0.1 个百分点。第三产业、城乡居民生活用电量比重分别提高 0.6 和 0.2 个百分点，第一产业用电量比重为 1.1%，与上年持平。

电力燃料供需总体平衡，地区性时段性偏紧，煤电企业经营仍比较困难。反映电煤采购成本的 CECI 5500 大卡综合价波动区间为 571-635 元/吨，各期价格均超过国家发展改革委等《关于印发平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录的通知》（发改运行〔2016〕2808 号）规定的绿色区间（价格正常）上限，国内煤电企业采购成本居高不下。2018 年全年全国火电企业亏损面仍近 50%。

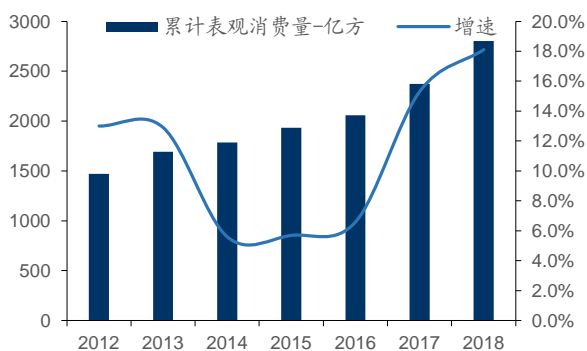
展望 2019 年，综合考虑国际国内形势、产业运行和地方发展等，以及 2018 年高基数影响，预计 2019 年全社会用电量增长 5.5%左右。新增发电装机容量 1.1 亿千瓦左右，其中新增非化石能源发电装机 6200 万千瓦左右。预计 2019 年底全国发电装机容量约 20 亿千瓦，同比增长 5.5%左右，其中，水电 3.6 亿千瓦、并网风电 2.1 亿千瓦、并网太阳能发电 2.0 亿千瓦、核电 5000 万千瓦、生物质发电 2100 万千瓦左右。非化石能源发电装机容量合计 8.4 亿千瓦左右，占总装机容量的比重为 41.8%左右。预计 2019 年全国火电设备利用小时 4400 小时左右。

### 燃气：国家发改委发布 2018 年 12 月天然气情况

2018 年 12 月，我国完成天然气产量 153 亿立方米，比去年同期增长 10.0%；完成天然气进口量 127.4 亿立方米，比去年同期增长 17.0%；完成天然气表观消费量 277.4 亿立方米，比去年同期增长 13.1%。上海石油天然气交易中心 LNG 均价为 3.60 元/立方米，比上月上涨 7.3%；PNG 均价为 2.38 元/立方米，比上月上涨 7.8%。

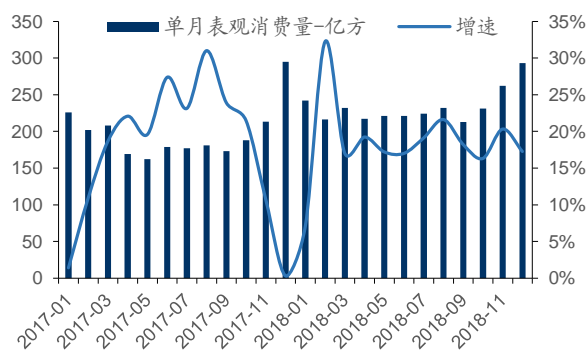
2018 年天然气产供储销体系建设取得良好成效，据运行快报统计，天然气表观消费量 2803 亿立方米，同比增长 18.1%。

图 6：2018 年天然气消费量增速再创新高



资料来源:国家发改委, 国信证券经济研究所整理

图 7：18 年天然气消费量单月增速维持在高位



资料来源:国家发改委, 国信证券经济研究所整理

消费量增速环比下降，有季节性基数因素，也有需求侧调控，暂未受经济影响。12月天然气消费量增速13.1%，增速环比11月的22.8%下滑9.7pct，亦低于18.2%的前11月累计增速。近5年有4年的12月消费量增速低于11月，我们认为今年主因为：①12月是全年用气量最高月，17年12月基数较大，18年继续高增有难度；②出于保供的担忧，今冬放缓了煤改气与燃气电厂通气进度，气电煤平衡手段以削减非刚性燃气需求为导向。目前为止，尚没有关于经济因素影响消费量的反馈，预计19年淡季天然气消费量仍将有可观增长。

## 电改与气改均进入深水区，重视年初政策定调

预计近1-2月内，国家能源局2019年能源工作指导意见有望出台，各省年度交易电方案将陆续落地，关于国家管道公司成立的媒体吹风日渐频繁。电改与气改进入深水区，对业内上市公司的影响或从前两年的价格改革过渡到下一阶段的商业模式变革，短期可能体现为政策端不确定性，长线将带来行业的更稳健发展。

### 政策定调之一：2019年能源工作指导意见

按照往年经验，2019年能源工作指导意见将由国家能源局在春节过后不久发布。我们预计今年的能源工作指导意见仍将对主要能源品种的工作方针进行定调。值得关注的重点指标在于：

#### 电力领域：

水电、风电、光伏的发电量及消纳比例指标，或对年内火电的消纳形势产生“跷跷板”影响；

核电机组的开工及投运台数指标，或对年内火电、水电的消纳形势产生“跷跷板”影响；

火电机组的去产能目标；

全年煤炭产量目标。

#### 天然气领域：

天然气国产量目标：或对天然气上游资本开支、供需形势及进口量测算带来重要影响；

### 政策定调之二：各地2019年电力市场化交易方案及价差形势

目前已经陆续有部分省份的2019年电力市场化交易方案及价差形势落地。后续需要持续关注的地区及交易品种包括：

南方电网西电东送方案及年度框架内长协量价：将影响云南地区水电公司的省内及跨省年度量价形势；

江苏、上海、浙江年度电力消纳形势：将影响华中及西南大水电的跨省消纳量价；

福建、辽宁年度电力消纳形势：将影响核电机组的消纳形势

### 政策定调之三：国家管道公司成立或临近

近日，官媒关于国家管道公司19H1正式挂牌成立的吹风报道不断加码。我们认为国家管道公司如果成立，短期的影响是对港股部分公司的干线管道资产造

成潜在的剥离。长期而言，国家管道公司将作为类似高速公路的公平开放通路，为具备气源的第三方提供无差别的输送服务，从而消解燃气供需的区域间不平衡，促进供需和价格信号更为顺畅的传导。总体而言，对于有能力筹措到上游气源的城燃公司构成优先利好，因其可增加销气量、并平抑购气成本。

然而，我们认为国家管道公司的这一效用在短期内或将难以完全兑现，主因在于市场预期的国家管道公司涉及资产当前在旺季均已基本处于满负荷运行状态，其输气能力基本受到当前央企业主合同锁定，进一步公平开放的空间在短期内或相对有限。进一步的管道输气量提升，仍将一定程度上取决于后续的管道新建或扩容资本开支。

## 基于煤价下行预期，继续看好火电投资机会

2-3月我们继续看好火电投资机会，主要原因在于19Q1煤价整体中枢大幅低于18Q1，有望驱动一季度的业绩反转。1月来股价调整带来参与机会。超配华电国际，华能国际及业绩反转潜力大的二线火电。

### 行业高频数据一览

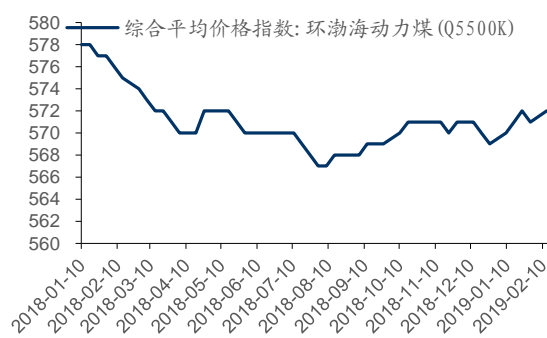
2019年2月13日，环渤海5500大卡煤价572元/吨，同比-3元/吨，环比上月+1元/吨。

图 8: 环渤海 5500 大卡煤价指数 (2013-2019)



资料来源:国家发改委, 国信证券经济研究所整理

图 9: 环渤海 5500 大卡煤价指数 (2018-2019)

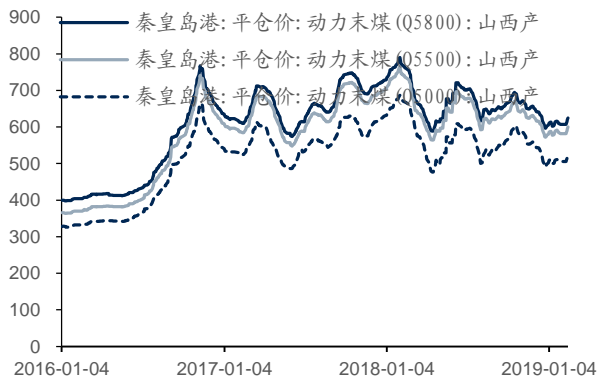


资料来源:国家发改委, 国信证券经济研究所整理

2019年2月15日，秦皇岛5500大卡动力煤价格600元/吨，同比去年-137元/吨，环比上周+20元/吨。

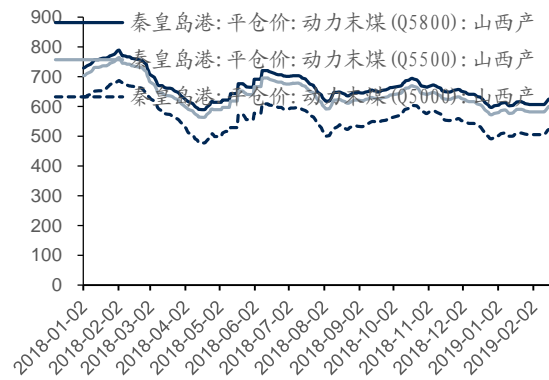


图 10 秦皇岛动力煤价历史走势



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

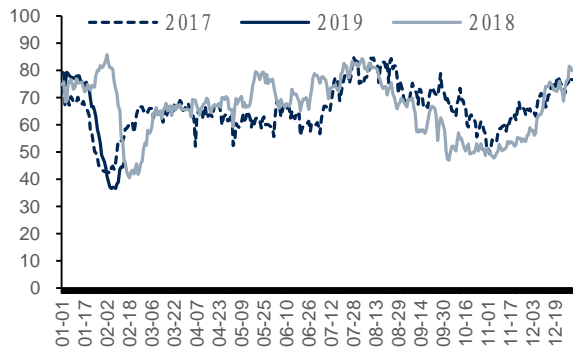
图 11: 秦皇岛动力煤价 2018 年走势



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

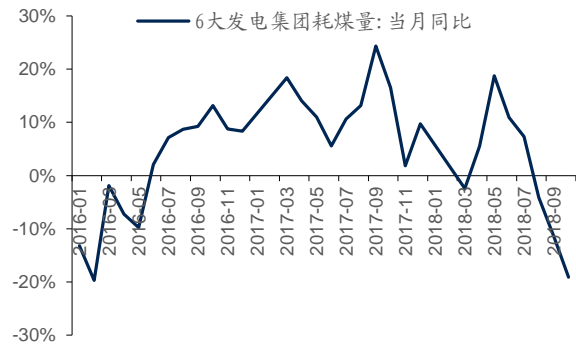
2019 年 2 月 15 日, 沿海 6 大电厂日耗 45.58 万吨, 同比去年-0.42%, 环比上月-39.61%。

图 12: 沿海 6 大电厂日耗走势



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 13: 沿海 6 大电厂当月累计耗煤同比增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

2019 年 1 月 25 日, 沿海 6 大电厂煤炭库存 1731.84 万吨, 同比+83.51%, 环比上月+22.37%; 可用天数 38.00 天, 同比+84.02%, 环比上月+102.67%。北方三大港口(秦皇岛、曹妃甸、京唐)煤炭库存合计 1164.40 万吨, 同比+23.44%, 环比上月-11.09%。

图 14: 沿海 6 大电厂煤炭库存



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 15: 北方三大港口合计煤炭库存



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

## 燃气需求持续向好，关注气量确定性增长的标的

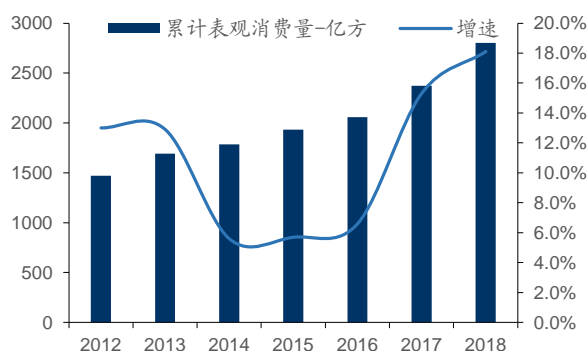
因受清洁能源转型政策支持，燃气是需求相对稳定的能源品种，19年重点关注气量增长。今冬保供运行平稳，上游LNG价格略低于预期，大型城燃的成本控制好于地方型城燃。关注新奥能源，天伦燃气。

### 国家发改委发布2018年12月天然气情况

2018年12月，我国完成天然气产量153亿立方米，比去年同期增长10.0%；完成天然气进口量127.4亿立方米，比去年同期增长17.0%；完成天然气表观消费量277.4亿立方米，比去年同期增长13.1%。上海石油天然气交易中心LNG均价为3.60元/立方米，比上月上涨7.3%；PNG均价为2.38元/立方米，比上月上涨7.8%。

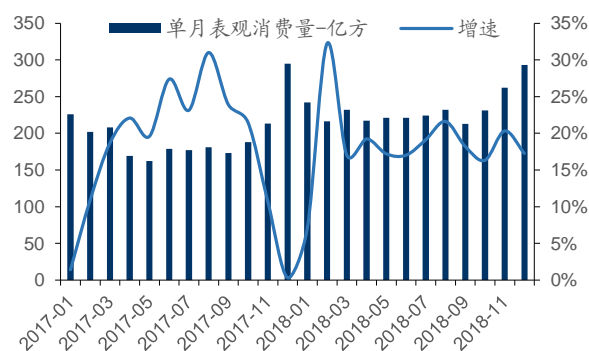
2018年天然气产供储销体系建设取得良好成效，据运行快报统计，天然气表观消费量2803亿立方米，同比增长18.1%。

图 16：2018 年天然气消费量增速再创新高



资料来源:国家发改委, 国信证券经济研究所整理

图 17：18 年天然气消费量单月增速维持在高位



资料来源:国家发改委, 国信证券经济研究所整理

### 点评:

**消费量增速环比下降，有季节性基数因素，也有需求侧调控，暂未受经济影响。**

12月天然气消费量增速13.1%，增速环比11月的22.8%下滑9.7pct，亦低于18.2%的前11月累计增速。近5年有4年的12月消费量增速低于11月，我们认为今年主因为：①12月是全年用气量最高月，17年12月基数较大，18年继续高增有难度；②出于保供的担忧，今冬放缓了煤改气与燃气电厂通气进度，气电煤平衡手段以削减非刚性燃气需求为导向。目前为止，尚没有关于经济因素影响消费量的反馈，预计19年淡季天然气消费量仍将有可观增长。

**进口LNG增速大幅下滑，符合国信10个月前的预期。**12月天然气进口量127.4亿方，创历史新高；增速17.0%，环比11月的39.8%下滑22.8pct。我们自18年3月以来在报告中反复强调，由于进口气增速主要依赖海气LNG，而LNG接收站负荷率在17年淡季偏低，17年底已饱和，因此18年淡季海气有增长空间，可带动进口气增长，但18年年底海气增速将大幅下滑，导致进口气单月增速大降。从进口LNG数据来看，18年11/12月增速为48%/25%，18年前11月/全年增速为44%/41%，符合我们10个月前的预期。

**进口管道气增速超预期下滑。**进口管道气11/12月增速分别为27%/3%，12月平均单日输气量1.35亿方，略低于中石油给出的接近1.6亿方/日的预期。结合1月初土库曼斯坦临时减供的报道，我们认为土库曼国家康采恩方面可能还是没有完全达成今冬的供给目标。

国产气下半年回勇，完成全年指引。12月国产气增速10.0%，全年来看单月增速以半年度为分水岭，呈现逐月上升势头。全年国产气量1610亿方，完成年初能源工作指导意见1600亿方的目标。我们认为1-1.5年前的资本开支起到成效，18H2以来的临时增供手段也有贡献。未来国产气增速仍将持续跑输消费量增速，但上游资本开支值得期待。

### 山西省再提建立煤层气矿业权退出机制，空间巨大道阻且长

官媒报道，从山西省政府获悉，为进一步加快煤层气开发，该省今年将全面实行煤层气矿业权退出机制。

按照山西省政府相关规定，将提高煤层气区块最低勘查投入标准和区块持有成本，企业取得煤层气区块后长期勘查投入不足的将受到处罚，具备开发条件的区块将限期完成产能建设，已进入自然保护区等禁采区的矿业权要责令停止开采并有序退出。此外，山西省将鼓励企业之间采取合作或调整矿业权范围等方式，妥善解决矿业权重叠范围内资源协调开发问题，统筹协调煤层气与煤炭、页岩气、铝土矿等资源的勘查开采布局、时序、规模和结构，鼓励多气共采和综合开发。

#### 国信观点：

矿业权流转不畅是油气行业核心问题之一。由于历史原因，煤层气矿业权面临较为严重的“圈而不采”问题，改革潜在红利巨大。然而，由于央企对煤层气区块重视程度上升，且出让机制不健全，预计央企煤层气矿业权实现大范围退出仍面临相当阻碍。从现有的先例来看，央企与在勘探开采、下游消纳方面具备优势的社会资本达成合作分成，可能是中短期内可行性更高的模式。关注蓝焰控股（山西省属国企），新天然气（控股亚美能源，在山西已与两家央企合作煤层气）。

#### 评论：

##### 矿业权流转不畅是油气行业核心问题之一，改革红利巨大

由于历史原因，油气行业各主要品种的大多数矿业权均集中于以三大油为首的央企手中。对于一些禀赋略差、开采成本偏高的区块，尤其是以煤层气为代表的非常规区块，央企往往在获取矿业权后“圈而不采”，客观上延缓了产业发展和地方油气保供。因此，央地博弈在矿业权上较为激烈。

截止2016年4月，国家共在山西省内向10家企业行政授予48个煤层气、油气矿业权。证载面积54892.73平方公里，省内面积40133.41平方公里。山西省煤层气登记面积90%以上都掌握在少数几家大企业手中，圈而不采现象比较突出，矿业权退出流转的远期最大潜在面积或达当前地方企业面积的5-8倍。

2014年起国家推进油气上游混合所有制改革，引入数轮页岩气探矿权招标，并要求新疆部分央企全资控股的传统油气区块试点出让1%股权至社会资本。山西省亦在该省2017年制定的《“十三五”煤层气规划》及各类文件中多次提及矿业权退出流转机制。2017年山西省推出中国首次煤层气探矿权招标，10个区块中蓝焰控股中标4个。

##### 央地博弈谈何容易，矿业权退出道阻且长

从前期矿业权改革情况来看：针对空白区块的探矿权招标工作较为顺利，但后续勘探开采明显发现社会资本的专业能力良莠不齐；针对央企在手区块的“切蛋糕”进展则非常不畅，厘清央地争议谈何容易。

对于央企而言，

①优质的在手区块已经着手开发，存量圈而不采的区块往往资源禀赋略差、技术难度与开采成本偏高。即使未来地方企业、社会资本获取这些区块，勘探开采的成效和经济性也有待观察。

②伴随工商业和农村煤改气的进程，我国天然气需求量增速持续大幅跑赢国产量增速，对外依存度由2017年的38%跃升至2018年的44%。2018H2以来领导人多次要求加强上游开采、增强油气能源安全，央企对存量非常规气区块挖潜诉求不断增强，出让意愿或降低。

③矿权出让缺乏成熟定价机制，易触及国有资产流失高压线。

我们在山西省本次喊话中并未观察到解决上述问题的突破性政策、方案，故我们判断矿业权退出流转改革的全面落地仍待相当时日。

### 企业间合作值得期待，央地关系与优势互补是重点

本次山西省提到企业间合作解决矿权争议，我们认为其暗指扶持社会企业（尤其是省属国企）与央企合作分成开采。中石油&亚美能源-马必、中海油（中联煤）&亚美能源-潘庄、中石油&格瑞克-沁水成庄、中联煤&中国燃气-柳林均为近年来达成分成合作的先例。合作企业往往与央企在勘探开采技术、消纳等领域形成较好互补。同时央地历史关系对于合作的达成也有较大影响。

### 投资逻辑

我们认为矿业权退出与开放流转是油气行业下一步改革的重点方向，但是受制于央企动力不足，落地过程仍然面临较大阻碍。从现有的先例来看，央企与在勘探开采、下游消纳方面具备优势的社会资本达成合作分成，可能是中短期内可行性更高的模式。关注蓝焰控股（山西省属国企），新天然气（控股亚美能源，在山西已与两家央企合作煤层气）。

## 枯水期水电经营料平稳，增值税到期仍将影响一季报

枯水期预计水电基本面平淡，来水对全年影响不大，但一季度退税退坡仍将继续拉低业绩增速。长期看大水电通过联合调度平抑来水波动，优先消纳与低成本确保收入端稳定，稳定的分红预期提供较强防御性。关注长江电力。

### 枯水期水电经营料平稳

每年10月前后至次年5月前后是传统意义上的枯水期，枯水期来水即使出现同比波动，往往对相关上市公司全年业绩影响有限。在枯水期期间，水电整体供给收窄，市场电交易易于拿到更好的价格。此外，处于防汛考虑，枯水期需要为丰水期预留出库容空间；处于抗旱考虑，枯水期需要适当调控增加下游水量。为此，各大水电公司在枯水期的主要策略均为抢发电，力争将库容降至死水位。在较为平淡的自然来水条件和较为明确的经营策略下，预计一季报水电企业经营形势将保持总体稳定。

### 预计19Q1增值税退税仍将有翘尾影响，或拉低业绩增速

我国当前水电发电收入增值税率为16%，原先存在增值税退税优惠：对于100万千瓦以上的大机组而言，2013年1月1日到2015年12月31日期间，增值税超过8%的部分执行即征即退；2016年1月1日-2017年12月31日，增值税超过12%的部分执行即征即退。2018年起，增值税退税政策到期，但2018年各家公司仍确认了2017年末结算的部分退税尾款。2019年相比2018年，其他收益科目仍将同比减少，减少额度为2018年确认的额度。相关水电公司需要依赖发电主营或投资收益等其他科目平抑消化这一科目的影响。

观察各家水电公司 2018 年“其他收益”科目情况，发现当年增值税退税呈现逐季滑坡。这也意味着 2019 年水电公司受到增值税退税取消的翘尾负面影响，将逐季减小。一二季度或将是压力相对偏大的时期。

表 2: 水电公司 2019 年增值税退税到期受影响情况

公司	2017 年利润总额-亿元	2017 年退税-亿元	占比	2018 年前三季度退税或其他收益-亿元	2018 年退税减少-亿元	2019 年退税减少-亿元
长江电力	266.54	22.91	8.60%	7.17	15.74	7.17
国投电力	75.14	9.68	12.88%	1.51	8.17	1.51
华能水电	27.96	13.01	46.53%	2.40	10.61	2.40
桂冠电力	34.37	2.45	7.13%	0.06	2.39	0.06
黔源电力	6.19	0.15	2.42%	0.00	0.15	0.00

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

2018Q1, 主要水电公司中, 华能水电的其他收益占利润总额比重达 39.38%; 长江电力、黔源电力均占 21%, 国投电力及雅砻江水电占比在 4-5%, 桂冠电力占比较低。对于 2018Q1 其他收益占比较高的水电公司而言, 由于 2019Q1 该科目将进一步降低至较低水平, 其单季业绩增速可能面临一定的压力, 但不影响全年业绩预期。

表 3: 主要水电公司 2018Q1 其他收益占利润总额比例

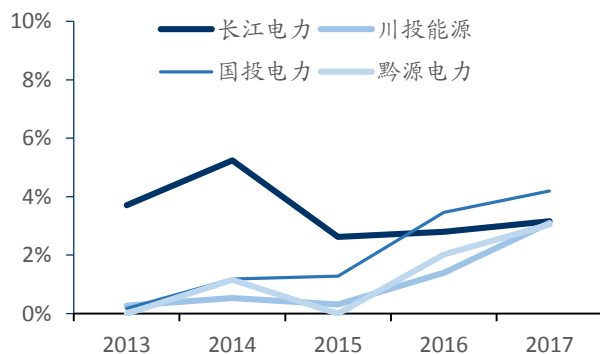
代码	公司	18Q1 其他收益-百万元	18Q1 利润总额-百万元	占比
600025.SH	华能水电	189.70	481.67	39.38%
600900.SH	长江电力	716.60	3,383.84	21.18%
002039.SZ	黔源电力	12.41	59.47	20.87%
600886.SH	国投电力	109.16	2,294.41	4.76%
非上市	雅砻江水电	69.35	1,927.64	3.60%
600236.SH	桂冠电力	1.70	910.12	0.19%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 大型水电业绩兼具稳健与成长性

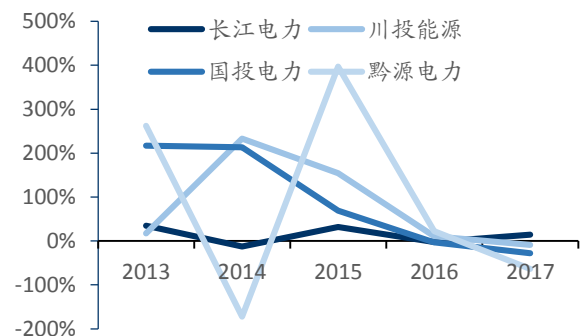
我们比较主要水电公司的股息率与历年业绩, 发现以长江电力、国投电力、川投能源为首的大型水电公司, 除非出现重大资产注入或非经常性损益, 否则业绩增速普遍相对稳定, 近年来股息率也普遍维持在 3.0-4.2% 的区间。在当前市场风格下, 我们认为水电凭借其业绩和股息率的相对确定性, 有望持续受到市场青睐。

图 18: 主要水电标的历年股息率情况



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 19: 主要水电标的归母净利润同比增速情况



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

## 投资建议：煤价下行超配火电；需求有支撑看好城燃

2-3月我们继续看好火电投资机会,主因为19Q1煤价整体中枢明显低于18Q1,有望继续驱动19Q1业绩反转。1月来受煤炭安全监察影响火电股价有所调整,提升继续参与的空间。超配华电国际,华能国际,并关注业绩反转潜力大的二线火电。我们其次看好城燃板块,认为今冬保供运行平稳,上游LNG价格略低于预期,全国型城燃的成本控制好于地方型城燃。关注新奥能源,天伦燃气。枯水期预计水电基本面平淡,关注防御性较强的长江电力。

### 月度投资组合

华电国际,华能国际,新奥能源(H股),天伦燃气(H股),长江电力

#### 华电国际：火电龙头，受益煤价下行与利用小时数修复

公司是火电龙头企业,与同行业类似,在当前煤价整体中枢下行的过程中享受明显业绩弹性。相比同行可比公司,由于公司在山东省业务占比较大,而山东省为我国自备电厂占比较大的省份,故近期的自备电厂清理有望为公司在山东省的公用电厂腾挪出超额的利用小时数修复空间。预计2018/2019年每股收益为0.21/0.30元,对应动态PE为21.1x/14.8x,给予“增持”评级。

#### 华能国际：火电龙头，资产质地优秀，受益煤价下行

公司是火电行业规模最大的公司,与同行业类似,在当前煤价整体中枢下行的过程中享受业绩弹性。相比同行可比公司,本公司机组所处区域经济发达,机组性能高,管理水平强,且由于规模效应,在电量及煤价谈判中具备一定的相对优势。预计2018/2019年每股收益为0.15/0.28元,对应动态PE为45.7x/24.5x,给予“增持”评级。

#### 新奥能源：港股城燃龙头，需求强劲，拓展综合能源业务

公司是港股城市燃气龙头企业之一,与同行业类似,近年来在煤改气的背景下享受较快的售气量增长。相比同行可比公司,本公司区域布局较具优势,在河北、浙江、广东等省销气量占比较大。公司所属集团在2018年10月正式投运浙江舟山LNG接收站,有望为公司城燃项目提供较强的气源保障,并实现LNG业态外销。此外,本公司接驳业务利润占比在所有港股全国型城燃公司中最低,具备一定的防御性。除了传统售气、接驳业务外,公司积极拓展综合能源业务,有望对业绩带来超额提振。预计2018/2019年每股收益为3.59/4.68元,对应动态PE为16.8x/13.0x,给予“增持”评级。

#### 天伦燃气：港股中型全国型城燃，需求强劲，积极拓展河南农村煤改气

公司是港股中型城燃公司,与同行业类似,近年来在煤改气的背景下享受较快的售气量增长。相比同行可比公司,本公司区域布局位于中部及三四线城市的占比较多,近年来伴随一二线城市工业外迁,实现较好的需求增长。公司于2018年起正式与河南省财政合作,开发河南农村煤改气接驳业务,预计将对业绩带来明显提振。预计2018/2019年每股收益为0.66/1.30元,对应动态PE为7.9x/4.0x,给予“增持”评级。

### 长江电力：水电龙头，防御性强

公司是水电行业龙头公司，近年来发电主营依靠联合调度和较强的电价谈判能力，实现稳定的量价表现。此外在手金融资产丰富，有望对冲来水波动，实现业绩持续稳健表现。公司承诺 2018-2020 年每股分红不低于 0.65 元，2021-2025 年分红率不低于 70%，当前股价对应 18 年保底股息率 3.99%。给予“增持”评级。

## 风险提示

### 电、气需求低于预期

纵观 2018 年，电力需求增速在前三季度强势增长，四季度开始明显放缓；燃气需求则持续维持强势；电、气消费量基数均进一步提高。进入 2019 年，实体经济继续面临较为明显的压力，节后复工需求情况尚不明朗。考虑到基数的提升与经济面临的压力，整体上，我们认为电、气需求增速可能边际放缓，但尚未看到大幅度快速下行的迹象。如果后续电力、燃气消费量增速发生超预期下行，将直接影响到相关上市公司的资产周转率以及盈利能力。

### 煤价超预期上行

当前市场对于煤炭需求走弱与煤价边际下行形成了一致预期，导致火电价格与煤价高度负相关。2019 年 1 月以来主要火电标的股价普遍下行 10-15%，重要原因即在于 1 月陕西发生煤矿事故带动煤炭安监工作，对煤价形成了阶段性托举。如果后续证明煤价持续超预期上行，将有可能导致市场当前对火电标的盈利预测预期发生下调。

### 电、气售价降低

对于火电、水电公司来说，市场电竞价带来的综合上网电价边际下行可能将是持续性的风险。2018 年以来有迹象表明火电公司的市场电折价幅度开始收窄，例如 2019 年广东省电力年度长协折价幅度由 2018 年度的 7.5 分/千瓦时收窄到约 4.4 分/千瓦时。但是如果煤价在 2019 年内如预期下行，不能排除年内其他交易品种的折价幅度再度扩大。

此外，2018 年规模以上火电市场电量占比平均由 2017 年的 30% 上升至 40%，2019 年或继续出现市场电量占比扩大的现象。综合考虑市场电量、价两方面的因素，我们认为主要水、火电公司综合上网电价可能在 2019 年继续出现边际小幅下行，从而对业绩产生负面影响。

对于城市燃气公司来说，总体我们判断 2019 年上游涨价相比 2018 年进一步提升的空间有限，因此其成本端可能相对稳定。但在售价端，不能排除毛差受到超预期风险的可能性，主要的情景包括企业盈利下滑导致降价诉求提升、二产不景气导致高毛差的工商业气量占比扩张放缓、央企直供对新增用户构成价格竞争等。

**附表：重点公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017
600027	华电国际	增持	4.44	0.34	0.21	0.30	13.1	21.1	14.8	1.0
600011	华能国际	增持	6.90	0.11	0.15	0.28	62.3	45.7	24.5	1.4
02688	新奥能源	买入	76.00	2.59	3.59	4.62	29.3	16.8	13.0	4.9
01600	天伦燃气	买入	7.84	0.41	0.66	1.30	19.1	7.9	4.0	2.7
600900	长江电力	增持	16.30	1.01	1.02	1.03	16.1	15.0	14.8	2.7

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理



## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032