

公用事业

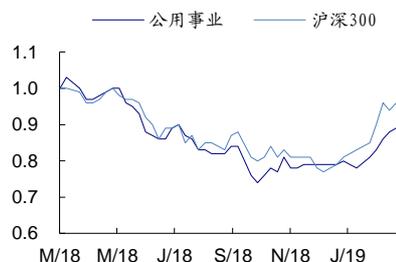
公用事业 2019 年 3 月投资策略

超配

(维持评级)

2019 年 03 月 18 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究报告:

- 《政府工作报告快评: 降电价对发电侧影响有限, 增值税率下调火电弹性显著》——2019-03-06
- 《环保行业 2019 年 3 月投资策略: 两会召开, 环保关注度提升, 继续看好工程类公司的估值和业绩修复》——2019-03-04
- 《公用事业周报: 1 月天然气需求超预期, 供给仍受限动力煤价格或走高》——2019-03-04
- 《环保行业 2019 年 2 月投资策略: 金融数据开门红, 资金面改善可期》——2019-02-20
- 《环保行业 2019 年 2 月投资策略: 金融数据开门红, 资金面改善可期》——2019-02-18

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: 吴行健

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

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

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

煤价短期见顶, 建议超配火电

- **基数效应及天气原因导致 1-2 月发电增速放缓, 全年无需太过悲观**  
根据国家统计局数据, 1-2 月我国发电量 10981.9 亿千瓦时, 累计同比增长 2.9%, 较去年 12 月份回落 3.4 个百分点。我们认为发电量增速放缓主要是由于天气因素和去年同期的基数较高导致的。1 月和 2 月全国平均气温为 -4.1℃ 和 -1.4℃, 同比提升 1.2℃ 和 0.6℃ 使得取暖需求弱于去年。另外去年 1-2 月, 全国发电量增速为 11%, 远高于全年 8.5% 的增速, 为 18 年全年增速的高点, 较高的基数也使得今年 1-2 月的用电量增速承压。预计 1-2 月累计增速情况对全年的指导意义有限, 维持 5.5% 的用电增速预期。
- **降电价对发电侧影响有限, 增值税率下调火电弹性显著**  
2019 年政府工作报告提出: ①深化电力市场化改革, 清理电价附加收费, 降低制造业用电成本, 一般工商业平均电价再降低 10%。②制造业等行业包括电力行业的增值税率由 16% 降至 13%。我们认为降低一般工商业电价, 主要空间将由 ①清理附加费②电网增值税节约③输配电降价三种方式腾出, 需要火电企业承担的降价任务很少。而增值税率下调 3 个 pct, 将使业绩基数较低的火电企业实现 25%-50% 的业绩弹性, 充分受益。
- **投资逻辑: 煤价短期见顶, 建议超配火电**  
当前煤炭复产稳步推进, 供暖季结束需求回落, 电厂库存高企压制采购需求, 预计未来煤炭现货价格有望下滑。同时, 由于去年的高基数, 19 年一季度煤价整体中枢明显低于 18 年一季度, 去年一季度秦皇岛 5500 大卡煤价大约在 630-750 元/吨, 今年大约为 580-638 元/吨; 同比煤价的下滑有望驱动火电企业一季度出现业绩反转。另外, 两会出台降低增值税政策, 火电企业弹性显著; 而降低一般工商业电价则预计对于煤电上网标杆价不会有太多负面影响。今年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。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, 蓝焰控股
- **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	6.66	104,549	0.15	0.28	44.4	23.8
02688	新奥能源	买入	80.75	77,662.54	3.59	4.62	22.5	17.5
600900	长江电力	增持	16.28	358,160	1.02	1.03	16.0	15.8
000968	蓝焰控股	买入	12.67	12,258	0.66	0.83	19.2	15.3

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

## 电力需求压力或略大于燃气，增值税下调火电弹性显著

目前全年煤、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：基数效应及天气原因导致 1-2 月发电增速放缓，全年无需太过悲观**  
**电力生产增速回落，全年无需悲观。** 根据国家统计局发布数据，1-2 月我国发电量 10981.9 亿千瓦时，累计同比增长 2.9%，较去年 12 月份回落 3.4 个百分点。我们认为发电量增速放缓主要是由于天气因素和去年同期的基数较高导致的。1 月和 2 月全国平均气温为 -4.1℃ 和 -1.4℃，同比提升 1.2℃ 和 0.6℃ 使得取暖需求弱于去年。而去年 1-2 月，全国发电量增速为 11%，远高于全年 8.5% 的增速，为 18 年全年增速的高点，较高的基数也使得今年 1-2 月的用电增速承压。预计前两个月发电量累计增速情况对全年指导意义有限，无需太过悲观。  
 分电源类别来看，1-2 月份火电发电量同比增长 1.7%，增速较去年 12 月回落 3.4 个百分点，增速为近 3 年同期最低值；水电发电量同比增长 6.6%，增速分化明显。

### 工商业电价再降 10%，对发电侧影响有限

2019 年政府工作报告提出：深化电力市场化改革，清理电价附加收费，降低制造业用电成本，一般工商业平均电价再降低 10%。降低一般工商业电价，主要空间将由①清理附加费②电网增值税节约③输配电降价三种方式腾出，需要火电企业承担的降价任务很少，因此火电企业能充分享受增值税优惠。

**2019 年降低工商业电价的途径分析：**19 年政府工作报告更强调的方式是通过：“深化电改”和“清理电价附加费”的方式；而没有像 18 年明确提到电网环节降价。我们认为电改包括了：电网与发电侧的双重让利的内涵和可能——①市场电比例提升（市场电更便宜）；②压缩中间环节（电网输配电环节）利润。

#### 原文表述：

**18 年政府工作报告：**降低电网环节收费和输配电价格，一般工商业电价平均降低 10%。

**19 年政府工作报告：**深化电力市场化改革，清理电价附加收费，降低制造业用电成本，一般工商业平均电价再降低 10%。

下文我们对各种可能进行测算。

#### ◇ 测算 1：总的节约量：工商业用户电价降低 10%，相当于降价 735 亿元

根据发改委口径，2018 年涉及降价任务的一般工商业电量按 1 万亿千瓦时测算，2018 年降价前平均销售电价 0.80 元/千瓦时，降价任务约 800 亿元，最后超额完成任务，约降价 1000 亿元。我们假设 2019 年一般工商业电量增长至 1.05 万亿千瓦时，2018 年降价后售价为 0.7 元/千瓦时，则 2019 年降价总任务约 735 亿元（=1.05 万亿\*0.7 元/千瓦\*10%）。

#### ◇ 测算 2：政府工作报告明确指出的“清理附加费”的方式，约能节约 100 亿元-300 亿

我们测算当前重大水利工程基金和大中型水库移民后期扶持基金的整体负担大

约为 378 亿元。假设 2019 年延续 2017 年和 2018 年的降幅，再度减负 25%，则预计再度减负约 100 亿元；实际降低多少有待下一步政策的进一步细化；由于今年报告强调附加费调整，不排除实际调整比例超过往年。

**表 1：2017 年和 2018 年附加费调整情况**

调整时间	调降科目	幅度	调降前 亿元	调降后 亿元	政策
2017.07.01	重大水利工程建设基金和大中型水库移民后期扶持基金	25%	640	480	财税〔2017〕51号
2018.07.01	重大水利工程建设基金	25%	未披露	未披露	财税〔2018〕39号

资料来源:财政部, 国信证券经济研究所整理

◇ **测算 3：增值税调整带来的空间：电网约 525 亿（往年全部转嫁到电价），发电企业亦约百亿量级（往年不转嫁，今年是否转嫁尚不明确）**

对电网，增值税下调 3 个点，降价空间或达 525 亿元，测算如下：2018 年发改委曾公布，电力行业增值税率由 17% 下降至 16%，对电网企业实施留抵退税政策，可降低一般工商业电价 2.16 分/千瓦时。今年增值税率由 16% 下降至 13%，我们测算可再次降价约 5 分/千瓦时，折合 525 亿元。

**表 2：增值税率下调对输配电价的降价空间测算**

指标	单位	2018 年初	备注	2019 年初	备注
平均销售价格	元/千瓦时	0.65	发改委通稿		
平均上网电价	元/千瓦时	0.38	能源局		
输配电价	元/千瓦时	0.22	能源局	0.21	去年核降之后数值
增值税率-老	-	17%		16%	
增值税率-新	-	16%		13%	
价内输配电价	元/千瓦时	0.185		0.185	
降价输配电价	元/千瓦时	0.002		0.006	
全社会用电量	万亿千瓦时	63077	中电联	66231	假设增长 5%
工商业用电量	万亿千瓦时	10000	发改委通稿	10500	假设增长 5%
输配电价降价-持续性节省	分/千瓦时	1.16	测算值	3.49	测算值
附加费清理等	分/千瓦时	0.20	政策推算	0.00	
增值税留抵税额-一次性节省	分/千瓦时	0.80	按通稿倒推	1.59	18 年增值税调整了 8 个月，留抵税额=17 年数额*8/12*3%/1%
实际降价（以上三项合计）	分/千瓦时	2.16	发改委通稿	5.08	一次性+持续性节省

资料来源:国务院, 发改委, 能源局, 国信证券经济研究所测算

我们分析：往年电网企业的增值税节约（去年电网增值税率下降了 1%）的量全部转移到电价下调上，而火电企业增值税节约不转嫁。今年是两者都转嫁，还是如往常一样只转嫁电网呢？从政府工作包括来看，由于去年政策重点是压缩中游电网环节的利润，而今年没有强调这一点，强调的是电改和降费；因此都有可能。但由于火电企业仍处于微利状态（一半企业亏损），而电网盈利较好，若电网增值税优惠都转移到用电价下降上，对电网盈利实际没有影响，因此，我们认为电网仍是承担增值税优惠转移的主体，发电企业仍能较大程度享受到增值税优惠。

◇ **测算 4：输配电价第二轮监审年内有望启动，预计降价约 50 亿元**

2015 年电改 9 号文发布以后，各地各类输配电价陆续启动成本监审，以 3 年为

一周期。全国 32 个省级电网合计降价 480 亿元。2019 年，预计将有部分省区输配电价到期开始第二轮监审，此外部分跨省跨区、地方电网、增量配电网输配电价也可能仍有调降空间。综合来看我们预计减负金额在 50 亿元。

**总结：发电侧承担降价任务有限。**综上所述，见下表：由清理附加费+电网增值税节约+输配电降价三种方式可以提供的降价空间已经足够弥补工商业电价下降 10%需要的成本节约量；需要火电企业承担的成本很少，同时需要通过扩大市场电比例或扩大市场电折价幅度来进行发电侧让利的必要性也有限。

**表 3：降低一般工商业电价的任务与手段测算**

科目	测算量
总任务：工商业用电价降低 10%	735 亿空间
转嫁 1：清理附加费	100-300 亿空间
转嫁 2：电网增值税节约 525 亿 火电增值税节约几百亿	预计主要由电网承担，估算 300-500 亿
转嫁 3：输配电降价	约 50 亿元
转嫁 4：提高市场电的比例	需要承担的力度有限

资料来源：发改委，国信证券经济研究所测算

### 增值税率下调，火电企业受益显著

3 月 5 日，两会政府工作报告中提出制造业等行业包括电力行业的增值税率从 16% 降至 13%，此次增值税率的下调对发电企业影响几何做了详细测算。

测算时我们假设：①假设含税电价及含税煤价不变；②由于数据的原因，这里基于调整后的 2017 年年报测算，2018 年火电企业相对盈利有所改善，2018 年弹性应弱于 2017 年；③水电企业弹性剔除了退税项的影响。④综合所得税率为 25%。

**表 4：增值税下调对发电企业影响的弹性测算**

公司简称	收入变动 (亿元)	成本变动 (亿元)	归母净利润变动 (亿元)	2017 年归母净利润 (亿元)	业绩变动幅度 (%)
<b>火 电</b>					
华电国际	20.98	10.52	5.58	4.30	129.74%
皖能电力	3.24	2.12	0.70	1.32	52.99%
华能国际	40.48	24.61	9.15	17.93	51.04%
建投能源	2.80	1.71	0.50	1.68	29.51%
国电电力	15.88	6.62	5.30	22.23	23.84%
大唐发电	17.15	8.69	4.00	17.12	23.37%
内蒙华电	3.13	1.22	0.92	5.14	17.88%
上海电力	5.00	2.26	1.15	9.28	12.39%
浙能电力	13.59	7.77	3.99	43.34	9.21%
长源电力	1.45	0.82	0.46	-1.22	-
<b>水 电</b>					
黔源电力	0.64	0.00	0.33	3.20	10.80%
国投电力	8.40	0.00	3.61	32.32	8.35%
华能水电	3.41	0.00	2.57	21.89	8.21%
桂冠电力	2.33	0.00	1.75	25.11	7.69%
长江电力	13.31	0.00	11.31	222.61	5.66%
川投能源	0.21	0.00	0.18	32.65	0.61%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所测算

经测算可得，火电公司弹性显著。对于火电企业由于当前处于盈利低点，增值税下调 3% 时，业绩弹性普遍较大可以达到 25%-50%。其中，自身盈利能力越差的火电公司，对于增值税下调的业绩弹性越大。而增值税率下调对水电行业

带来的业绩弹性适中，水电公司盈利增厚 5-10%。

## 火电：煤矿复产稳步推进，关注一季报行情

矿难及矿企交通事故导致全国范围的安全大检查，煤炭供需短期收紧。2 月份内蒙古锡林郭勒盟西乌旗银漫矿业交通事故目前共造成 20 人死亡 30 人受伤。此次事故类似 1 月份陕西榆林矿难事故加大了内蒙古乃至全国矿业公司包括煤矿企业的安全监管检查力度；叠加 3 月初全国“两会”召开，矿企对开工率相对谨慎，供给承压。2019 年 1 月份，陕西省生产原煤 3822.78 万吨，同比减少 1522.19 万吨，下降 28.48%；2019 年 2 月份，陕西省生产原煤 1556.08 万吨，同比减少 1048.25 万吨，下降 40.25%；2019 年 1-2 月，陕西省累计生产原煤 5378.86 万吨，同比减少 2570.44 万吨，下降 32.34%。受供给趋紧影响，动力煤价格开始上涨。秦皇岛 Q5500 从 1 月份最低的 577 元/吨，上涨到 3 月 8 日最高 638 元/吨，涨幅明显。

产地煤矿的复产节奏在稳步推进，近几日煤价有所回落趋势。陕煤三大矿中的柠条塔煤矿（1800 万吨/年，第二批名单）、张家峁煤矿（1000 万吨/年，第一批名单）已经在 3 月 7 日复产，后续预计红柳林煤矿（1500 万吨/年，第一批名单）、神华郭家湾（800 万吨/年，第二批名单）也将陆续复产。秦皇岛的煤价 3 月 14 日回落到 627 元/吨；预计到 4 月份，煤矿陆续复产之后，供给会趋松。

日耗回落，库存高企。从煤炭库存上来看，截至 3 月 14 日，六大电厂煤炭库存为 1626 万吨，可用天数达到 26.87 天，较去年同期库存量增加 234 万吨，库存处于相对高位。日耗亦回落明显，从 3 月 1 日的 70.24 万吨/天下降至 3 月 14 日的 60.52 万吨/天，与去年同期相比下降 7.63%。

总结：当前煤炭产能逐步恢复，需求回落，电厂库存高企压制采购需求，预计未来煤炭现货价格有望下滑。同时，两会出台降低增值税政策，火电企业弹性显著；而降低一般工商业电价则预计对于煤电上网标杆价不会有太多负面影响。

由于去年的高基数，19 年一季度煤价整体中枢明显低于 18 年一季度，去年一季度秦皇岛 5500 大卡煤价大约在 630-750 左右，今年一季度目前是 580-610 左右；同比煤价的下滑有望驱动火电企业一季度出现业绩反转。关注火电龙头华电国际，华能国际及业绩反转潜力大的二线火电皖能电力等。

### 行业高频数据一览：日耗下滑，库存高企

2019 年 3 月 13 日，环渤海 5500 大卡煤价 578 元/吨，与上周持平，环比上月 +6 元/吨。

图 1: 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

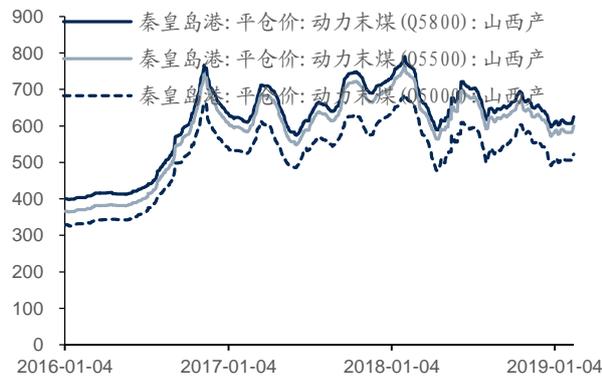
图 2: 环渤海 5500 大卡煤价指数 (2018-2019)



资料来源: 国家发改委, 国信证券经济研究所整理

2019年3月14日, 秦皇岛 5500 大卡动力煤价格 625 元/吨, 同比去年-14 元/吨, 环比上周-13 元/吨。

图 3 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

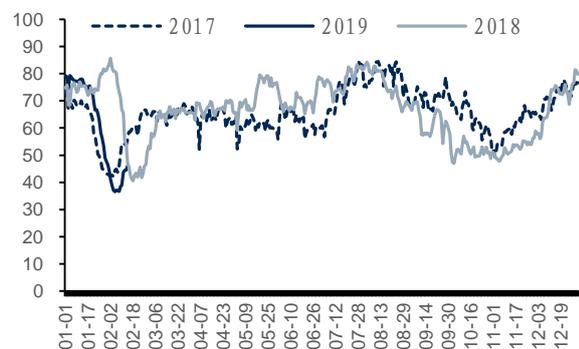
图 4: 秦皇岛动力煤价 2018 年走势



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

2019年3月15日, 沿海 6 大电厂日耗 62.67 万吨, 同比去年-5.22%, 环比上月+37.49% (春节因素影响)。

图 5: 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 6: 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3月15日, 沿海 6 大电厂煤炭库存 1614.87 万吨, 同比+15.07%, 环比上月-6.75%; 可用天数 25.77 天, 同比+21.44%, 环比上月-32.18%。北方三大港口(秦皇岛、曹妃甸、京唐)煤炭库存合计 1207.90 万吨, 同比+11.00%。

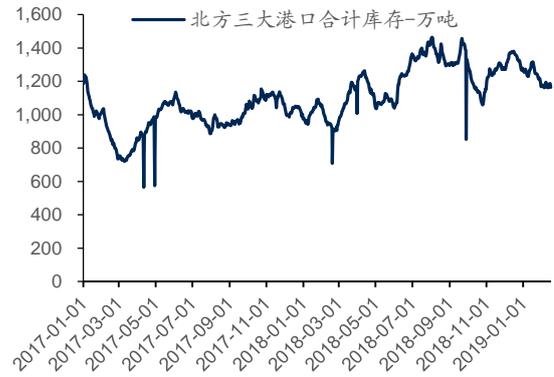
环比上月+3.74%。

图 7: 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 8: 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

1 月天然气用量在春节和暖冬影响下仍增长 18.1%，我们认为需求强劲超出预期，利好上下游优质企业持续成长。需求高增下，年内上游料仍有一定涨价动力，但价格预期差收窄，重点关注气量增长逻辑。看好**蓝焰控股**，**新奥能源**。

### 1 月天然气消费量增速 18.1%，维持高增

据发改委运行快报统计，1 月份天然气产量 153 亿立方米，同比增长 9.7%；天然气进口量 137 亿立方米，同比增长 29.3%；天然气表观消费量 287 亿立方米，同比增长 18.1%。

**消费量维持较高增长，体现节后较强需求。**1 月，我国天然气消费量 287 亿方，同比+18.1%，增速同比提升 11.1 pct，环比提升 5.0 pct。我们认为工商业与居民端均有不利于消费量增长的因素，在此背景下 1 月消费量更显强劲。其中，工商业端，今年春节在 2 月上旬，较 18 年早约 10 天，停工对 1 月影响天数同比扩大；居民端，2019 年 1 月全国平均气温-4.1℃，较常年同期偏高 0.9℃，对采暖需求有一定抑制，但预计燃气采暖用户基数仍有明显扩大。

国产气增速提升，料继续激励上游资本开支。1 月，我国天然气国产量 153 亿方，同比增长 9.7%，增速同比提升 5.9 pct，环比下滑 0.3 pct。自 2018 年 7 月以来，我国天然气国产量单月同比增速已连续 7 个月保持在 8.9% 以上的高位，证明前期上游资本开支取得成效，有望继续激励后续资本开支。

**进口气增速同比下行，接收站饱和为主因。**1 月，我国天然气进口量 137 亿方，同比增长 29.3%，增速同比下滑 6.8 pct，环比提升 16.2 pct。进口气量同比增速同比下滑的原因是，2017/2018/2019 年的 1 月全国 LNG 接收站平均负荷率分别为 75%/109%/116%，可见 2018 年起的 1 月接收站已近饱和，2019 年 1 月提升空间收窄。进口气量环比增速大幅回升的原因主要是 2018 年 1 月及 2018 年 12 月进口管道气均偏低，导致前后月份的月度同比增速出现较大波动。2018 年 12 月，土库曼和哈萨克相比 11 月出现小幅减供，2019 年 1 月自两国进口量均有所回升。

**对外依存度继续冲高，进口多元化是能源安全主要路径。**1 月，我国天然气对外依存度 47.7%，同比提升 2.7 pct。在消费量持续跑赢国产量的情况下，我们

认为天然气对外依存度将持续冲高。通过提升国产量短期无法扭转能源安全指标，进口气源多元化分散风险将是主要路径。

### 1月我国天然气进口量再创新高

2019年1月，我国进口LNG达658万吨，进口管道气达323万吨。LNG接收站负荷率创历史新高，进口均价环比回落。2019年1月，我国进口LNG达658万吨或90.80亿方，同比+27.03%，增速同比-23.55pct，增速环比+1.98pct；全国LNG接收站平均负荷率116%，同比+7pct，环比+5pct，创历史新高；进口均价3878元/吨或2.81元/方，同比2018年1月上漲34%，环比2018年12月下跌2%，较沿海地区冬季临时门站价高约0.3-0.35元/方，较1月全国LNG价格指数低1101元/吨。

**我们预计19年2月进口LNG增速仍将维持在较高水平。**首先是从年后复工及电厂日耗数据初步分析，工商业用气需求仍保持在正常水平；其次中美趋于和解，有利于增加美国天然气进口；第三，18年2月全国接收站负荷率仅为78%，大幅低于18年1月的109%，因此19年2月LNG接收站负荷率具有提升空间。

**进口管道气增速回升，进口均价环比持平。**2019年1月，我国进口管道气达323万吨或44.57亿方，同比+24.71%，增速同比+16.34pct，环比+21.91pct；进口均价2476元/吨或1.79元/方，同比+22.92%，环比-0.19%。在12月单月进口管道气增速仅3%的情况下，1月增速大幅回升，意味着1月初的土库曼短供传闻没有造成明显影响。

**合并进口量同比增速26%，对外依存度料续增。**2019年1月，我国合并进口气达981万吨或135.37亿方，同比+26.25%，环比+6.28%。由于我国1月需求量增速几乎肯定低于26.25%，预计2019年1月对外依存度仍将继续上升。  
投资逻辑：我们持续看好天然气行业需求维持在较高水平，认为19年有望形成供需两旺的格局，利好气量或资源有明显增长的下游H股新奥能源、天伦燃气，以及上游A股蓝焰控股，新天然气。

## 水电：枯水期水电经营料提振有限，增值税到期仍将影响一季报

水电：1-2月水电发电量增长6.6%，超过全国发电量2.9%的整体增长水平。但由于当前处于枯水期，预计对水电公司全年业绩提振有限。目前尚难以准确预测全年来水情况。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

水电：1-2月水电发电量增长6.6%，超过全国发电量2.9%的整体增长水平。但由于每年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

在增值税率下调前，我国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 5: 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 6: 主要水电公司 2018Q1 其他收益占利润总额比例

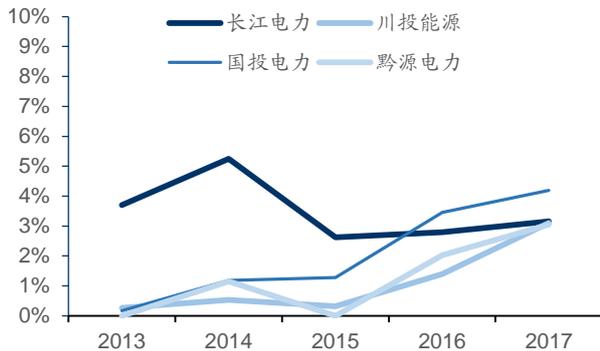
代码	公司	18Q1 其他收益-百万元	18Q1 利润总额-百万元	占比
600025.SH	华能水电	189.70	481.67	39.38%
600900.SH	长江电力	716.60	3,383.84	21.18%
002039.SZ	黔源电力	12.41	59.47	20.87%
600886.SH	国投电力	109.16	2,294.41	4.76%
非上市	雅砻江水电	69.35	1,927.64	3.60%
600236.SH	桂冠电力	1.70	910.12	0.19%

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

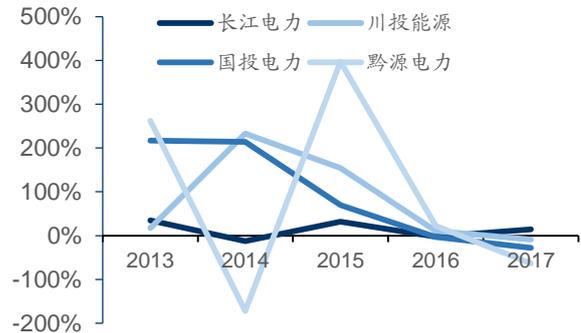
我们比较主要水电公司的股息率与历年业绩，发现以长江电力、国投电力、川投能源为首的大型水电公司，除非出现重大资产注入或非经常性损益，否则业绩增速普遍相对稳定，近年来股息率也普遍维持在 3.0-4.2% 的区间。在当前市场风格下，我们认为水电凭借其业绩和股息率的相对确定性，有望持续受到市场青睐。

图 9: 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 10: 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: 煤价短期见顶建议超配火电; 需求有支撑看好城燃

我们看好火电投资机会, 预计煤价阶段性见顶, 且由于 19Q1 煤价整体中枢明显低于 18Q1, 有望继续驱动 19Q1 业绩反转。今年以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。

表 7: 煤价下跌情景下, 火电公司弹性测算

煤价变动-元/吨	华能 17 年业绩变化幅度	华电 17 年业绩变化幅度	大唐发电 17 年业绩变化幅度	国电电力 17 年业绩变化幅度
-10	31%	74%	23%	11%
-20	62%	148%	45%	21%
-30	92%	221%	68%	32%
-40	123%	295%	90%	42%
-50	154%	369%	113%	53%
-80	246%	590%	180%	84%
-100	308%	738%	225%	105%
-150	462%	1106%	338%	158%
-200	616%	1475%	450%	210%

资料来源: 国信证券经济研究所测算

### 月度投资组合

上月投资组合: 华电国际, 华能国际, 新奥能源, 天伦燃气, 长江电力。

2 月投资组合收益率为 6.62%; 2 月 SW 公用 (总市值加权平均) 月度涨幅为 12.40%。月度投资组合不及板块涨幅的主要原因是火电公司涨幅不及预期。2 月份突发内蒙古锡林郭勒盟西乌旗银漫矿业交通事故目前共造成 20 人死亡 30 人受伤; 致使主要产煤地安全大检查力度加强, 煤炭供给明显收缩, 对煤价形成了阶段性托举, 秦皇岛 Q500 从 580 元/吨上涨至 618 元/吨。而火电价格与煤价高度负相关, 导致市场当前对火电标的的盈利预测预期发生下调。

本月投资组合：华电国际，华能国际，新奥能源，蓝焰控股

#### **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 44.4x/23.8x，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 22.5x/17.5x，给予“增持”评级。

#### **蓝焰控股：煤层气勘探开采龙头，储量提升预期强烈**

燃气上游是我国各主体能源中唯一一个强成长的供给侧板块。蓝焰控股作为其中煤层气勘探开采龙头，储量提升预期强烈。近期山西省政府拟将主要省属燃气区块注入组建山西省燃气集团，公司有望主导燃气集团的后续勘探开采工作，我们测算新增权益产量潜力或达公司当前产量的 5-7 倍。年内在手新区块勘探开采工作亦有望获得推进，开启内生业绩爬坡进程。预计 2018-20 年归母净利润 6.43/8.06/10.24 亿元，对应 2019/20 年每股收益 0.83/1.06 元，动态 PE 为 15.3x/12.0x，维持“买入”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

1月陕西发生煤矿事故带动煤炭安监工作，2月份内蒙古银漫矿业交通事故及3月份的两会都使得煤炭企业开工率不及预期，对煤价形成了阶段性托举。如果若煤矿复产进度不及预计会导致煤价持续超预期上行，将有可能导致市场当前对火电标的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
000968	蓝焰控股	买入	12.67	0.51	0.66	0.83	24.8	19.2	15.3	3.5

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