

证券研究报告—深度报告

公用事业

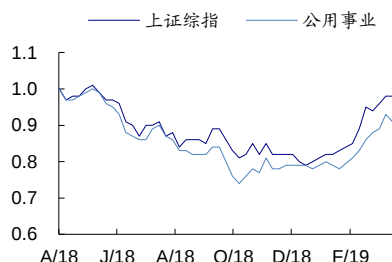
公用事业 2019 年 4 月投资策略

超配

(维持评级)

2019 年 04 月 15 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《公用事业周报: 增值税率下调, 输配电价与门站价双双让利》——2019-04-01
《环保 4 月投资策略与一季度前瞻: 一季度环保总体开工正常, 继续看好估值和业绩修复》——2019-04-01
《公用事业周报: 煤矿复产预期或驱动煤价下行》——2019-03-26
《国家管道公司系列报告之二: 油气管网建设市场空间如何? 一种更细致的拆分方法》——2019-03-26
《天然气行业快评: 国家管道公司渐近, 板块性机遇背后的思考》——2019-03-21

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

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

行业投资策略

火电一季报料高增, 燃气淡季上游涨价或发酵

● 积极布局火电一季报确定性高增机会

考虑到 19Q1 电煤价格较 18Q1 出现同比 10% 的下行, 我们推荐积极布局火电一季报的高增长机会。全年来看, 电量增速略有下行但仍保持在较好水平; 增值税率下调利好电价收入, 有望对冲市场电的持续让利; 煤价面临实体经济需求增速放缓, 全年整体中枢或同比下行, 上述因素均利好火电业绩继续回升。推荐龙头华电国际、华能国际, 并关注二线火电皖能电力、建投能源。

● 淡季伊始燃气上游涨价或逐渐发酵

我们认为 2018 年上游央企在进口气板块的大幅亏损, 以及国家管道公司的成立, 均可能加强上游的涨价诉求。淡季以来全国 LNG 现货价格同比上涨 14%, 淡季不淡现象明显, 淡季上游涨价的现象可能逐渐发酵。推荐上游气源企业蓝焰控股、新天然气, 关注业绩较同行呈现更强防御性的下游新奥能源、天伦燃气。

● 水电一季报喜忧参半, 来水大发对冲退税下行

受到增值税返还到期的翘尾影响, 我们预计大型水电企业一季报增速或将受到一定拉低, 但一季度水电大发利好利润提升。长期看大型水电通过联合调度增强电量相对来水的稳定性, 电价整体企稳利好利润及分红水平稳定, 依然具备基础性配置价值。推荐龙头长江电力, 关注国投电力。

● 年初以来公用事业跑输大盘, 天然气板块涨幅顺位符合前期判断

年初以来, 公用事业板块整体涨幅 21.36% (总市值加权), 同期上证综指上涨 27.91%, 沪深 300 上涨 32.78%。受市场风格影响, 公用事业跑输大盘。细分领域中, 地方电网+57.79%, 地方公用平台+26.53%, 天然气上游+25.19%, 天然气下游+13.65%, 火电+11.15%, 水电+10.31%, 天然气中游+8.18%。其中天然气上游、下游、中游的涨幅顺位完全符合我们前期国家管道公司系列报告判断。

● 重点投资组合: 华电国际, 华能国际, 蓝焰控股, 新天然气, 长江电力

● 风险提示: 电力需求大幅下行, 燃气需求大幅下行, 电价下调, 气价大幅波动

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	
					2019E	2020E	2019E	2020E
600027	华电国际	增持	4.67	46,060	0.29	0.36	16.1	13.0
600011	华能国际	增持	6.66	104,549	0.30	0.42	22.2	15.9
000968	蓝焰控股	买入	13.96	13,506	0.83	1.06	16.8	13.2
603393	新天然气	买入	45.40	7,264	2.99	3.75	15.2	12.1
600900	长江电力	增持	16.88	371,360	1.04	1.06	16.4	16.4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

投资摘要

关键结论与投资建议

19 年 4 月，建议积极布局火电一季报确定性高增机会，关注淡季伊始燃气上游涨价逐渐发酵带来的燃气上游配置机会，并无需担心水电由于上年同期翘尾因素带来的一季报业绩压力。我们认为公用事业作为典型防御性板块，股价表现和板块仓位管理将主要取决于市场风格。

重点投资组合：华电国际，华能国际，蓝焰控股，新天然气，长江电力

核心假设或逻辑

考虑到 19Q1 电煤价格较 18Q1 出现同比 10% 的下行，我们推荐积极布局火电一季报的高增长机会。全年来看，电量增速略有下行但仍保持在较好水平；增值税率下调利好电价收入，有望对冲市场电的持续让利；煤价面临实体经济需求增速放缓，全年整体中枢或同比下行，上述因素均利好火电业绩继续回升。推荐**龙头华电国际、华能国际**，并关注二线火电皖能电力、建投能源。

我们认为 2018 年上游央企在进口气板块的大幅亏损，以及国家管道公司的成立，均可能加强上游的涨价诉求。淡季以来全国 LNG 现货价格同比上涨 14%，淡季不淡现象明显，淡季上游涨价的现象可能逐渐发酵。推荐**上游气源企业蓝焰控股、新天然气**，关注业绩较同行呈现更强防御性的下游新奥能源、天伦燃气。

由于受到增值税返还到期的翘尾影响，且增值税率下调红利在 4 月 1 日起方兑现，我们预计大型水电企业一季报增速或将或将受到一定拉低，但一季度水电大发利好利润提升。长期看大型水电通过联合调度增强电量相对来水的稳定性，电价整体企稳利好利润及分红水平稳定，依然具备基础性配置价值。推荐龙头长江电力，关注国投电力。

与市场预期不同之处

我们认为全年煤价中枢可能整体下行，带来火电业绩提升机会。燃气淡季上游气价可能上行，利好燃气上游标的，并对城燃公司带来负面业绩影响。

股价变化的催化因素

第一，各家公司年报及一季报表现可能驱动股价；

第二，对于火电企业而言，煤价的短期波动可能与股价表现呈现负相关

第三，对于燃气上游企业而言，上游气价的短期上行可能与股价表现正相关。

核心假设或逻辑的主要风险

电力需求大幅下行，燃气需求大幅下行，电价下调，气价大幅波动

内容目录

公用事业年初以来跑输大盘，一季报业绩内部分化	5
积极布局火电一季报确定性高增机会	6
一季度发电量整体稳定，内陆需求好于沿海	6
增值税率下行利好电价，市场电让利预计持续	8
一季度煤价同比大幅下行，料带动火电一季报业绩高增	9
淡季伊始燃气上游涨价或逐渐发酵	11
前2月需求整体维持较高水平，支撑板块整体估值中枢	11
增值税率下调全额让利于终端用户	12
LNG 同比价格大涨，淡季上游涨价预期或逐渐发酵	12
北京城燃毛差下行	15
浙江城燃居民毛差下行	15
水电一季报喜忧参半，来水大发对冲退税下行	16
前2月水电发电量大增	16
增值税退税下行翘尾因素影响一季报	16
增值税率二季度起下调，料利好水电业绩	16
重点投资组合：看好火电、燃气上游、水电龙头	17
重点投资组合：华电国际，华能国际，蓝焰控股，新天然气，长江电力	17
华电国际：火电龙头，受益煤价下行与利用小时数修复	17
华能国际：火电龙头，资产质地优秀，受益煤价下行	17
蓝焰控股：煤层气上游龙头，受益于国企改革储量或提升	17
新天然气：并购优质煤层气开采商亚美能源，	17
长江电力：水电龙头，防御性强劲	18
风险提示	18
电、气需求低于预期	18
煤价超预期上行	18
电、气价格波动	18
国信证券投资评级	20
分析师承诺	20
风险提示	20
证券投资咨询业务的说明	20

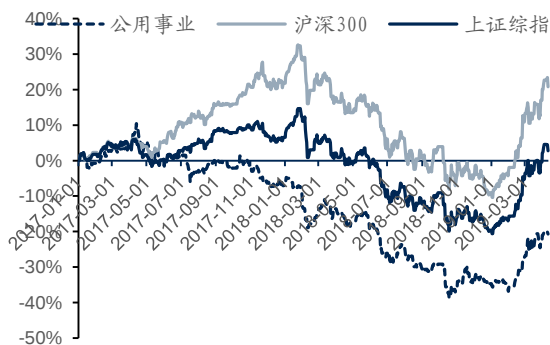
图表目录

图 1: 公用事业与大盘相对走势	5
图 2: 公用事业与大盘 PE 估值走势	5
图 3: 公用事业细分领域年初以来涨幅	5
图 4: 公用事业股票年初以来涨幅	5
图 5: 单月全社会用电量情况	6
图 6: 火电当年累计发电量及同比增速情况	6
图 7: 不同地区 2019 年前 2 月全社会用电量累计同比增速	7
图 8: 不同地区 2019 年前 2 月火电发电量累计同比增速	7
图 9: 沿海 6 大发电集团日耗煤量情况-万吨	7
图 10: 环渤海 5500 大卡动力煤价格	9
图 11: 秦皇岛 5500 大卡动力煤价格	9
图 12: 全国电煤价格指数	9
图 13: 江苏电煤价格指数	9
图 14: 安徽电煤价格指数	10
图 15: 福建电煤价格指数	10
图 16: 湖北电煤价格指数	10
图 17: 湖南电煤价格指数	10
图 18: 广东电煤价格指数	10
图 19: 蒙西电煤价格指数	10
图 20: 蒙东电煤价格指数	11
图 21: 新疆电煤价格指数	11
图 22: 我国天然气累计表观消费量	11
图 23: 我国天然气单月表观消费量	11
图 24: 全国 LNG 出厂价格指数	13
图 25: 京津冀 LNG 出厂价格指数	13
图 26: 内蒙古 LNG 出厂价格指数	13
图 27: 四川 LNG 出厂价格指数	13
图 28: 山西 LNG 出厂价格指数	13
图 29: 陕西 LNG 出厂价格指数	13
图 30: 江苏 LNG 出厂价格指数	14
图 31: 浙江 LNG 出厂价格指数	14
图 32: 广东 LNG 出厂价格指数	14
图 33: 福建 LNG 出厂价格指数	14
图 34: 水电当年累计发电量及同比增速情况	16
表 1: 公用事业 19Q1 已经披露的业绩情况	6
表 2: 增值税率下调对火电业绩回补弹性测算	8
表 3: 2017-2018 年主要电力公司市场电占比	8
表 4: 水电公司 2019 年增值税退税到期受影响情况	16
表 5: 增值税率下调对水电业绩回补弹性测算	17

公用事业年初以来跑输大盘，一季报业绩内部分化

年初以来至本报告发布日，公用事业板块整体涨幅 21.36%（总市值加权），同期上证综指上涨 27.91%，沪深 300 上涨 32.78%。受到市场风格的影响，公用事业明显跑输大盘。

图 1：公用事业与大盘相对走势



资料来源:WIND，国信证券经济研究所整理

图 2：公用事业与大盘 PE 估值走势

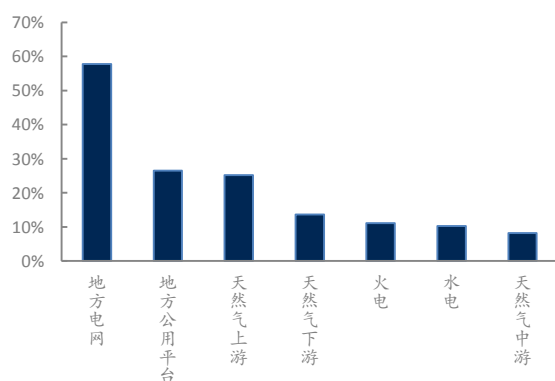


资料来源:WIND，国信证券经济研究所整理

分板块来看，年初以来至本报告发布日，公用事业细分领域涨幅按降序排序依次为：地方电网+57.79%，地方公用平台+26.53%，天然气上游+25.19%，天然气下游+13.65%，火电+11.15%，水电+10.31%，天然气中游+8.18%。我们认为地方电网与地方公用平台主要是受到市场风险偏好提升驱动其中中小市值股票的大幅上涨。天然气上游、天然气下游、天然气中游的涨幅顺位完全符合我们前期国家管道公司系列报告强调的天然气行业推荐顺位。

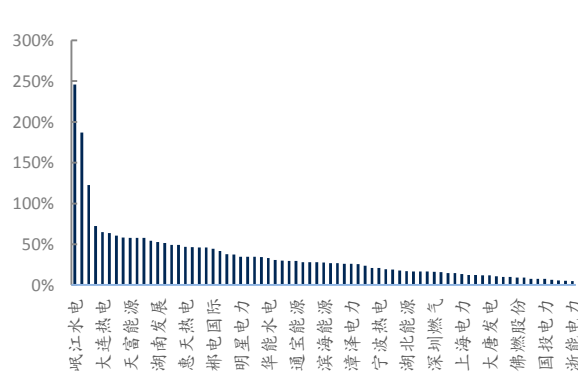
从个股年初以来涨幅判断，涨幅前五的分别是岷江水电+245.90%，深南电 A+186.76%，东方能源+122.67%，大连热电+65.09%，穗恒运 A+63.64%。跌幅前五的分别是华能国际-11.92%，华电国际-4.63%，贵州燃气-2.32%，粤电力 A+4.10%，新疆浩源+4.95%。大盘股表现明显跑输中小盘个股。

图 3：公用事业细分领域年初以来涨幅



资料来源:WIND，国信证券经济研究所整理

图 4：公用事业股票年初以来涨幅



资料来源:WIND，国信证券经济研究所整理

2019 年一季报预计在 4 月中下旬密集发布，从目前已经进行预披露的公司观察，我们发现业绩预增超过 100% 的个股集中在火电板块，其中预告同比增速最快的公司为粤电力 A（1466%-1988%），穗恒运 A（900%-950%），长源电力（314%-343%），赣能股份（226%-333%），宝新能源（212%-290%）。水电公司整体业绩增速与地区来水情况正相关，整体增速中枢低于火电公司。城市燃

气公司受到供暖季后期上游气价继续上涨的影响，净利润增速低于营业收入增速。

表 1: 公用事业 19Q1 已经披露的业绩情况

证券代码	名称	预警类型	预告净利润下限(万元)	预告净利润上限(万元)	预告净利润增速下限(%)	预告净利润增速上限(%)
000037.SZ	深南电 A	续亏	-2,840.00	-2,840.00	-160.00	-160.00
000531.SZ	穗恒运 A	预增	7,650.00	8,030.00	900.00	950.00
000539.SZ	粤电力 A	预增	9,000.00	12,000.00	1,466.00	1,988.00
000600.SZ	建投能源	预增	31,300.00	31,300.00	56.09	56.09
000690.SZ	宝新能源	预增	20,000.00	25,000.00	211.71	289.63
000722.SZ	湖南发展	预增	2,912.00	3,494.00	50.00	80.00
000791.SZ	甘肃电投	续亏	-3,100.00	-2,800.00	67.00	70.00
000899.SZ	赣能股份	预增	7,366.00	9,799.00	225.76	333.35
000966.SZ	长源电力	预增	21,700.00	23,250.00	313.55	343.09
002039.SZ	黔源电力	预减	676.00	1,411.00	-66.00	-29.00
002259.SZ	ST 升达	续亏	-1,617.00	-1,186.00	-50.00	-10.00
002479.SZ	富春环保	略减	2,808.00	4,680.00	-40.00	0.00
002524.SZ	光正集团	续亏	-900.00	-500.00	22.05	56.70
002616.SZ	长青集团	预增	4,033.00	5,042.00	100.00	150.00
300335.SZ	迪森股份	略减	3,207.00	4,489.00	-50.00	-30.00

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

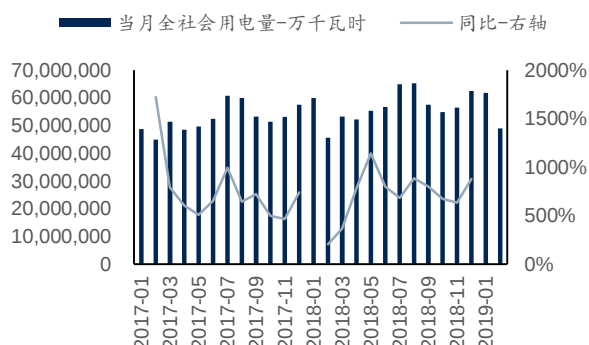
积极布局火电一季报确定性高增机会

考虑到 19Q1 电煤价格较 18Q1 出现同比 10% 的下行，我们推荐积极布局火电一季报的高增长机会。全年来看，电量增速略有下行但仍保持在较好水平；增值税率下调利好电价收入，有望对冲市场电的持续让利；煤价面临实体经济需求增速放缓，全年整体中枢或同比下行，上述因素均利好火电业绩继续回升。推荐龙头华电国际、华能国际，并关注二线火电皖能电力、建投能源。

一季度发电量整体稳定，内陆需求好于沿海

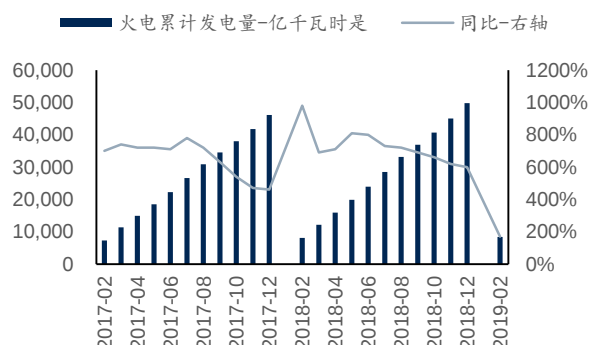
2019 年前 2 月，全社会用电量 1.11 万亿千瓦时，同比+4.86%。2019 年前 2 月，火电累计发电量 8426.7 亿千瓦时，同比+1.70%，但 2 月单月发电量增速有所回升；高层讲话显示，3 月单月火电发电量同比增速进一步提升至接近两位数增长。目前来看，火电发电量情况维持整体较好水平。

图 5: 单月全社会用电量情况



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 6: 火电当年累计发电量及同比增速情况

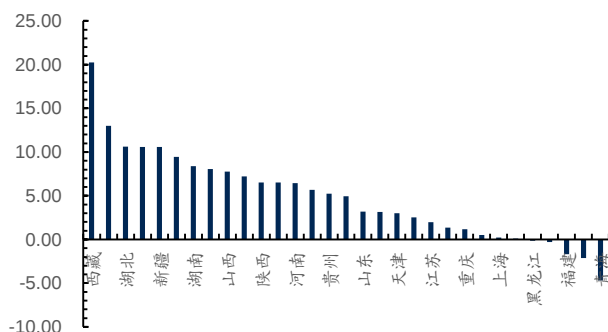


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

分地区来看，前 2 月全社会用电量累计增速排名前五的省份有西藏、内蒙、湖北、安徽、新疆，倒数前五的省份有青海、云南、福建、吉林、黑龙江。前 2 月火电发电量累计增速排名前五的省份有西藏、四川、湖北、北京、宁夏，倒数前五的省份有云南、广东、海南、浙江、福建。整体来看，沿海三大都市区

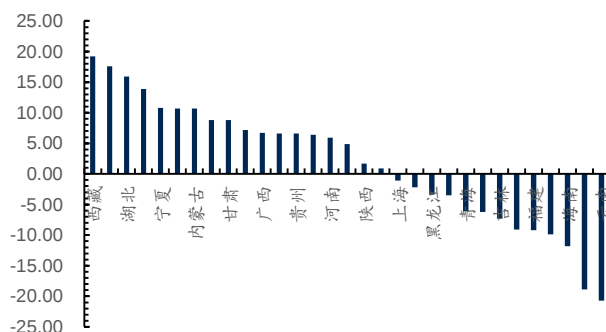
用电量增速普遍在 0-3%，而其火电发电量增速更低，体现了水电大发外送的额外影响。

图 7: 不同地区 2019 年前 2 月全社会用电量累计同比增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

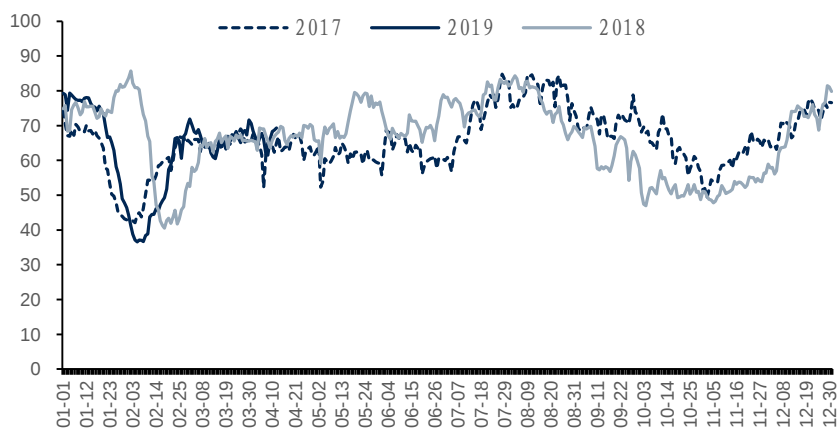
图 8: 不同地区 2019 年前 2 月火电发电量累计同比增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

从火电厂日耗来看，沿海耗煤增速整体高于内陆地区。观察沿海 6 大电厂合计日耗煤量数据，我们发现前 3 月同比下滑 5.41%；2 月 20 日（正月十六）至 4 月 10 日（三月初六）累计值同比提升 0.51%。

图 9: 沿海 6 大发电集团日耗煤量情况-万吨



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

由于重点电厂日耗数据只披露到元宵节后一个月，如果以这一个月为时间尺度衡量日耗，发现期间沿海 6 大发电集团累计日耗同比提升 1.29%，而同期重点电厂累计日耗煤量同比下滑 2.18%。

去年以来市场的普遍预期是沿海地区对煤炭需求将持续跑输内陆，理由是特高压将煤电由内陆煤炭产区外送至沿海，且沿海地区核电机组持续投运挤占当地火电发电需求。今年目前为止反而出现了沿海地区日耗整体跑赢内陆的现象，我们认为这不代表此前市场的判断出现根本错误。今年初增速扭转的原因或包括：

- ①元宵节过后各地复工发生时间差，沿海复工情况可能好于内陆，对日耗判断产生了扰动
- ②全国水电整体大发，但区域性分布并不均衡，结合水电外送沿海地区影响，可能导致了日耗关系的扰动
- ③坑口与港口煤价倒挂之后，沿海地区发电相比内陆地区发电并通过特高压输送，经济性差距可能有所缩小，导致沿海煤电多发。

增值税率下行利好电价，市场电让利预计持续

2019 年政府工作报告指出，电力行业原 16% 增值税率下调为 13%，且一般工商业电机需降价 10%。我们前期即时报告判断，降低终端电价的任务将主要由电网增值税率红利让利、降低输配电价、降低政府性基金及附加等形式来实现，发电企业增值税率下调红利更多将留存获益。

我们假设①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 2：增值税率下调对火电业绩回补弹性测算

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 (%)
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	-

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所测算

经测算可得，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。

尽管增值税率下调有望提振火电公司价内收入，但市场电折让依然将持续对火电公司收入带来负面影响。根据我们的不完全统计，在上市公司层面，2017 年平均市场电占比为 29.40%，2018 年则提升 9.55 pct 至 38.94%。考虑到工商业用户尚未完全纳入市场化交易体系，我们预计 2019 年主要上市公司市场电量占比可能进一步提升到 50% 左右。

至于市场电折价幅度，我们判断 2019 年或与 2018 年整体持平，部分地区部分时段或略有扩大，支持持平的原因是火电装机去产能导致个别时段出现供需平衡，支持略有扩大的原因是电力交易品种多元化后，火电与可再生能源预计更多发生发电权交易，而这部分交易电价可能整体偏低。

表 3：2017-2018 年主要电力公司市场电占比

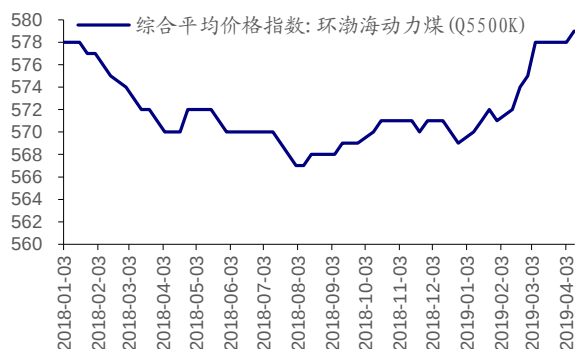
公司	上网电量-亿千瓦时		市场电量-亿千瓦时			市场电占比		
	17Y	18Y	17Y	18Y	YOY	17Y	18Y	YOY
华能国际	3714.03	4059.43	1221.31	1752.33	9.30%	33.47%	43.48%	10.01%
国电电力	1924.56	2029.26	615.03	882.49	5.44%	37.69%	43.49%	5.80%
华电国际	1792.83	1959.92	598.33	861.00	9.32%	37.20%	43.90%	6.70%
浙能电力	1088.98	1170.98	240.24	302.25	7.53%	25.90%	25.81%	-0.09%
上海电力	390.30	459.93	117.28	157.43	17.84%	29.93%	34.23%	4.30%
申能股份	339.28	348.10	73.27	92.80	2.60%	18.76%	26.66%	7.90%
大唐发电	2418.78	2546.12	663.06	966.53	5.26%	27.41%	37.96%	10.55%
国投电力	1255.31	1471.99	289.85	423.54	17.26%	23.09%	28.77%	5.68%
华银电力	181.86	222.34	25.66	112.77	22.26%	14.11%	50.72%	36.61%
通宝能源	43.94	48.68	21.93	24.43	10.79%	49.91%	50.18%	0.28%
合计	13149.86	14316.75	3865.96	5575.57	8.87%	29.40%	38.94%	9.55%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

一季度煤价同比大幅下行，料带动火电一季报业绩高增

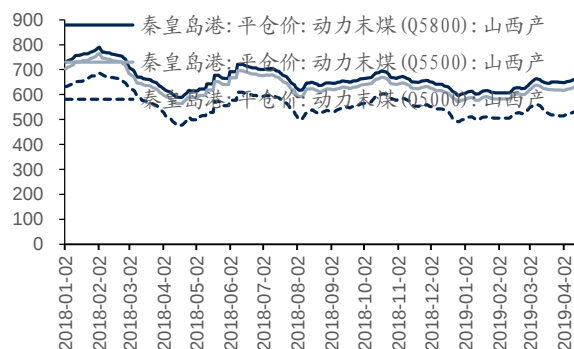
2018Q1，动力煤价格曾大幅上行；2018Q4 以来，动力煤价格整体大幅下行；2019Q1 以来，受到煤矿安全生产事故以及部分国家进口煤限制的影响，动力煤价格有所回升，2019 年 4 月 10 日，环渤海 5500 大卡动力煤 579 元/吨，较年初+9 元/吨，较上年同期+9 元/吨。2019 年 4 月 12 日，秦皇岛 5500 大卡动力煤价格 629 元/吨，较年初+49 元/吨，上年同期+59 元/吨。

图 10：环渤海 5500 大卡动力煤价格



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 11：秦皇岛 5500 大卡动力煤价格



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

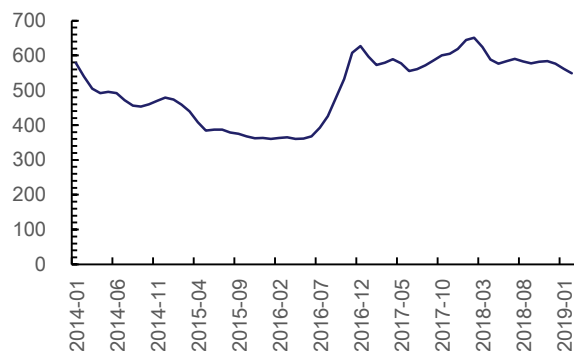
但整体而言，2019Q1 煤价相比 2018Q1 依然出现了同比大幅回落。2019 年 2 月，全国电煤价格指数 511.34 元/吨，同比下滑 56 元/吨或 10%。2019 年前 2 月，全国电煤价格指数平均 511.18 元/吨，同比下滑 47 元/吨或 8%。

图 12：全国电煤价格指数



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

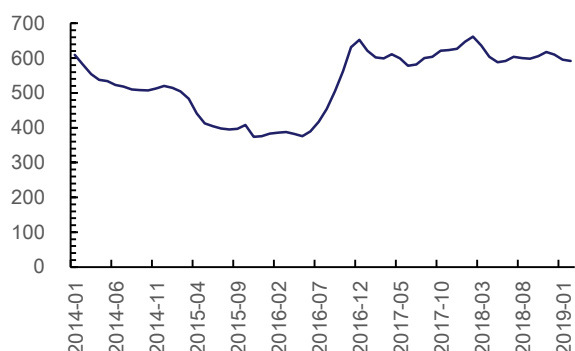
图 13：江苏电煤价格指数



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

相比之下，不同地区的电煤价格指数走势有所分化。其中，江苏地区电煤价格指数前 2 月均值为 555 元/吨，同比下滑 93 元/吨或 14%。安徽地区电煤价格指数前 2 月均值为 594 元/吨，同比下滑 61 元/吨或 9%。福建地区电煤价格指数前 2 月均值为 563 元/吨，同比下滑 91 元/吨或 14%。

图 14: 安徽电煤价格指数



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

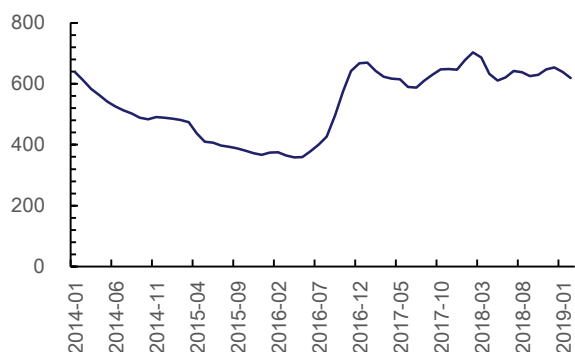
图 15: 福建电煤价格指数



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

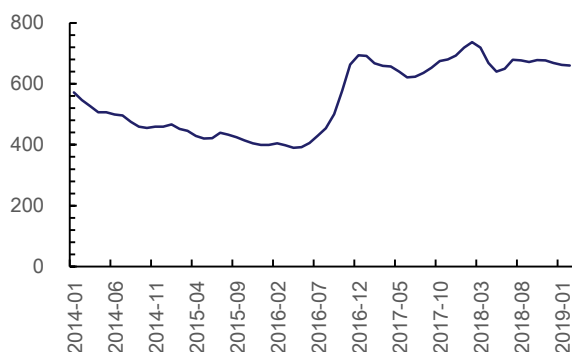
湖北地区电煤价格指数前 2 月均值为 629 元/吨, 同比下滑 62 元/吨 94%。湖南地区电煤价格指数前 2 月均值为 661 元/吨, 同比下滑 67 元/吨或 9%。

图 16: 湖北电煤价格指数



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

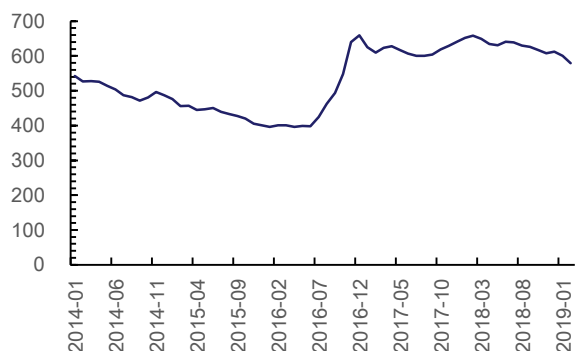
图 17: 湖南电煤价格指数



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

广东地区电煤价格指数前 2 月均值为 590 元/吨, 同比下滑 65 元/吨或 10%。

图 18: 广东电煤价格指数



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

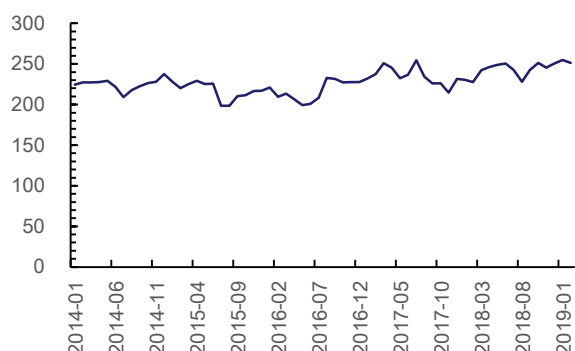
图 19: 蒙西电煤价格指数



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

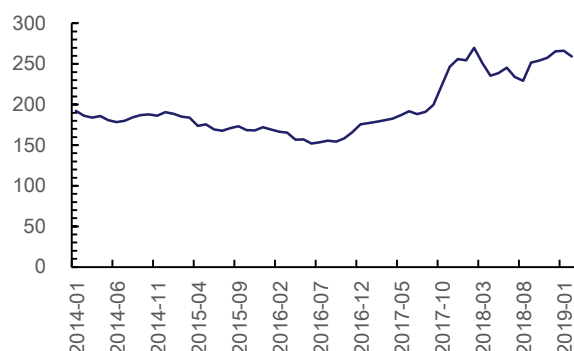
蒙西地区电煤价格指数前 2 月均值为 275 元/吨, 同比下滑 27 元/吨或 9%。蒙东地区电煤价格指数前 2 月均值为 253 元/吨, 同比下滑 24 元/吨或 10%。新疆地区电煤价格指数前 2 月均值为 263 元/吨, 同比下滑 1 元/吨或 0.3%。

图 20: 蒙东电煤价格指数



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 21: 新疆电煤价格指数



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

整体来看, 我们得出规律, 2019 年同比 2018 年, 沿海地区煤价跌幅高于内陆, 沿海地区中江苏、福建煤价跌幅又高于广东、浙江、山东。就一季报而言, 煤价同比跌幅更高的地区可能具备更强的业绩弹性。后续而言, 我们认为沿海地区动力煤价下跌压力可能持续高于内陆地区, 主因是特高压电量输入、本地核电投运、丰水期水电输入对沿海地区煤炭发电需求将带来持续挤压。

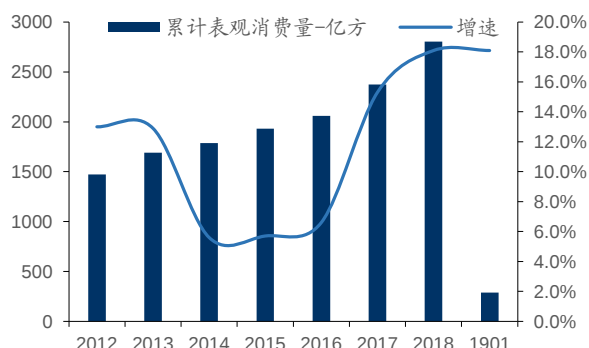
淡季伊始燃气上游涨价或逐渐发酵

我们认为 2018 年上游央企在进口气板块的大幅亏损, 以及国家管道公司的成立, 均可能加强上游的涨价诉求。淡季以来全国 LNG 现货价格同比上涨 14%, 淡季不淡现象明显, 淡季上游涨价的现象可能逐渐发酵。推荐上游气源企业蓝焰控股、新天然气, 关注业绩较同行呈现更强防御性的下游新奥能源、天伦燃气。

前 2 月需求整体维持较高水平, 支撑板块整体估值中枢

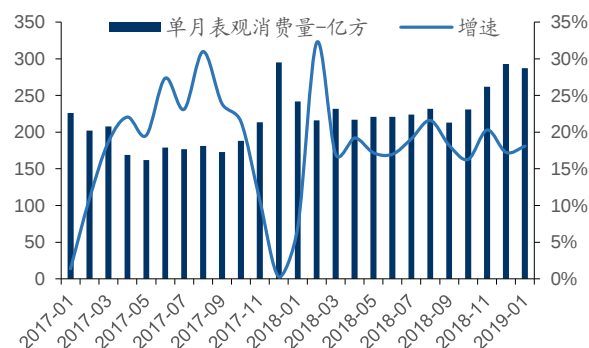
1 月全国表观消费量增速 18.1%, 前 2 月全国天然气表观消费量 523 亿方, 同比+13.4%, 继续维持较高水平。全年来看, 结合中石油以及各家城市燃气公司指引, 我们预计天然气消费量仍将维持在 12-15% 区间, 但预计略低于 2018 年全年 18.1% 的增速。

图 22: 我国天然气累计表观消费量



资料来源: 国家发改委, 国信证券经济研究所整理

图 23: 我国天然气单月表观消费量



资料来源: 国家发改委, 国信证券经济研究所整理

对于城市燃气板块而言, 由于持续的供需紧平衡以及实体经济对终端用能成本的让利诉求, 我们看跌毛差的长期走势, 由此带来的将是业绩增速持续跑输售

气量增速。尽管如此，我们认为售气量增速——抑或燃气需求——仍将是支撑业绩增速的源动力。基于这一点，我们认为城市燃气板块的整体市盈率估值中枢最终将与行业用气量增速挂钩，2019 年预计合理估值中枢有一定支撑，但类似 2017 和 2018 年出现估值中枢大幅提升的机会可能概率变小。

增值税率下调全额让利于终端用户

2019 年 3 月底，发改委发布公告，考虑天然气行业增值税率自 10% 下调至 9%，自 4 月 1 日起相应下调各省门站价和干线跨省管网管输费，将增值税率下调的红利让利给终端用户。

点评：

门站价平均额外让利万分之五到六。门站价方面，原先含 10% 增值税率高于 1.7 元/方的，本次降价 0.02 元/方；低于 1.7 元/方的，本次含税降价 0.01 元/方。我们测算发现，这一降价幅度略微超过增值税率调整的理论降幅，对下游购气成本带来小幅的额外节省。例如上海、广东原本门站价 2.06 元/方为全国最高，理论新门站价为 2.0413 元/方，实际调整至 2.04 元/方，额外降价万分之六。新疆原为 1.04 元/方全国最低，理论新门站价为 1.0305 元/方，实际调整至 1.03 元/方，额外降价万分之五。

干线管输费平均额外让利千分之九。干线管输费方面，我们测算除了增值税率的下降让利为，各家干线管网相比理论值平均还有 0.90% 的额外让利。例如陕京线原运价率 0.2857 元/千公里立方米，理论新运价率应为 0.2831 元/千公里立方米，实际调整至 0.2805 元/千公里立方米，存在 0.92% 的额外让利。管输费的调整符合我们前期国家管道公司报告中提出的“管输费仍有持续降价可能”的观点。

实体经济压力持续，各级政府降低终端用能成本意图明显。我们认为上游和中游的小幅额外让利，较难带来下游城燃公司毛差的提升，而是会通过各种形式（不限于降增值税率）最终将价格红利传导给终端用户。

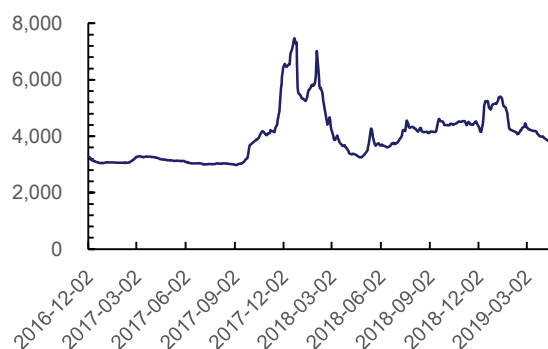
LNG 同比价格大涨，淡季上游涨价预期或逐渐发酵

我们在前期国家管道公司系列报告中指出，在国家管道公司成立前，我国天然气上游与中游定价机制中的隐含假设是，上游央企通过盈利较好的长输管线资产弥补上游进口气板块的亏损。待国家管道公司成立后，长输管线从上游央企体内分拆剥离，将导致原本定价机制的隐含前提被打破，届时为了弥补上游进口气亏损，上游央企将有动力加强上游涨价。

我们从 LNG 出厂价格这一上游价格的边际灵活指标中已经可以看出端倪。截至 2019 年 4 月 12 日，全国 LNG 出厂价格指数为 3820 元/吨，同比去年提升 13%，今年供暖季结束以来环比下跌 4%，小于去年同期环比跌幅的 5%。

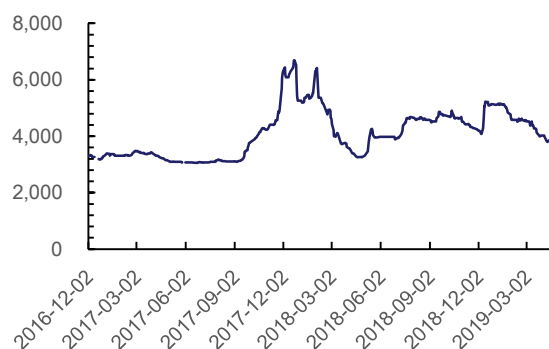
截至 2019 年 4 月 12 日，京津冀 LNG 出厂价格指数为 3848 元/吨，同比去年提升 14%，今年供暖季结束以来环比下跌 4%，小于去年同期环比跌幅的 7%。

图 24: 全国 LNG 出厂价格指数



资料来源:上海石油天然气交易中心, 国信证券经济研究所整理

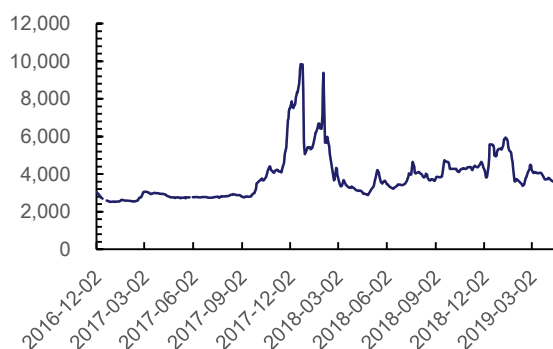
图 25: 京津冀 LNG 出厂价格指数



资料来源:上海石油天然气交易中心, 国信证券经济研究所整理

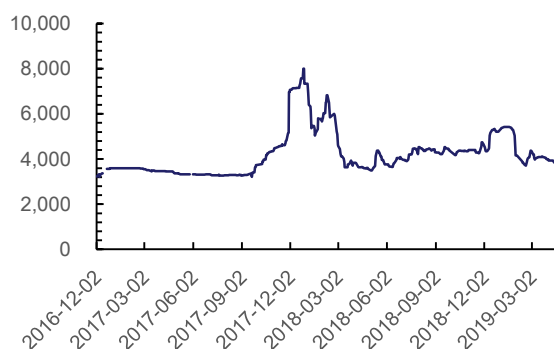
内陆液厂方面, 截至 2019 年 4 月 12 日, 内蒙古 LNG 出厂价格指数为 3575 元/吨, 同比去年提升 15%, 今年供暖季结束以来环比下跌 4%, 小于去年同期环比跌幅的 5%。四川 LNG 出厂价格指数为 3854 元/吨, 同比去年提升 6%, 今年供暖季结束以来环比下跌 3%, 小于去年同期环比跌幅的 5%。

图 26: 内蒙古 LNG 出厂价格指数



资料来源:上海石油天然气交易中心, 国信证券经济研究所整理

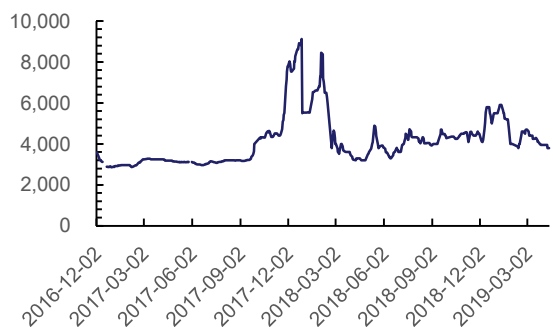
图 27: 四川 LNG 出厂价格指数



资料来源:上海石油天然气交易中心, 国信证券经济研究所整理

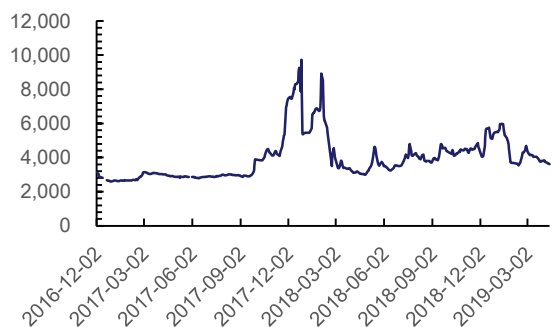
截至 2019 年 4 月 12 日, 山西 LNG 出厂价格指数为 3800 元/吨, 同比去年提升 15%, 今年供暖季结束以来环比下跌 4%, 小于去年同期环比跌幅的 5%。截至 2019 年 4 月 12 日, 陕西 LNG 出厂价格指数为 3619 元/吨, 同比去年提升 14%, 今年供暖季结束以来环比下跌 5%, 高于去年同期环比跌幅的 2%。

图 28: 山西 LNG 出厂价格指数



资料来源:上海石油天然气交易中心, 国信证券经济研究所整理

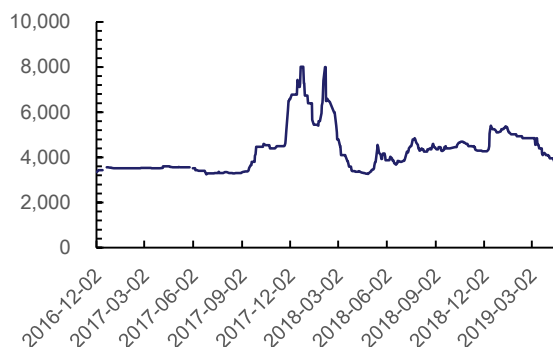
图 29: 陕西 LNG 出厂价格指数



资料来源:上海石油天然气交易中心, 国信证券经济研究所整理

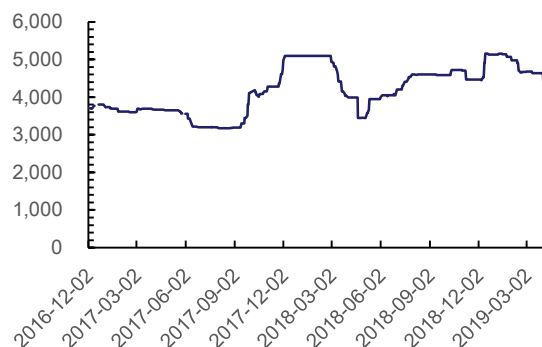
接收站及需求负荷中心方面，截至 2019 年 4 月 12 日，江苏 LNG 出厂价格指数为 3850 元/吨，同比去年提升 15%，今年供暖季结束以来环比下跌 6%，高于去年同期环比跌幅的 1%。截至 2019 年 4 月 12 日，浙江 LNG 出厂价格指数为 4082 元/吨，同比去年提升 2%，今年供暖季结束以来环比下跌 12%，小于去年同期环比跌幅的 1%。

图 30: 江苏 LNG 出厂价格指数



资料来源: 上海石油天然气交易中心, 国信证券经济研究所整理

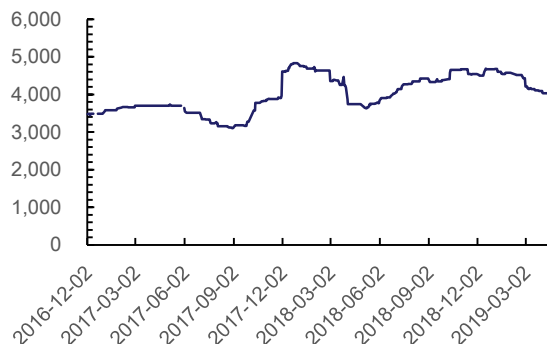
图 31: 浙江 LNG 出厂价格指数



资料来源: 上海石油天然气交易中心, 国信证券经济研究所整理

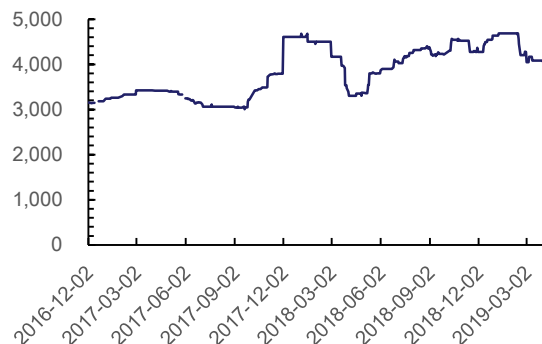
截至 2019 年 4 月 12 日，广东 LNG 出厂价格指数为 4028 元/吨，同比去年提升 8%，今年供暖季结束以来环比下跌 1%，小于去年同期环比跌幅的 10%。截至 2019 年 4 月 12 日，福建 LNG 出厂价格指数为 3933 元/吨，同比去年提升 19%，今年供暖季结束以来环比下跌 4%，小于去年同期环比跌幅的 5%。

图 32: 广东 LNG 出厂价格指数



资料来源: 上海石油天然气交易中心, 国信证券经济研究所整理

图 33: 福建 LNG 出厂价格指数



资料来源: 上海石油天然气交易中心, 国信证券经济研究所整理

从上述各省情况分析，我们得出如下结论：

- ①进入 2019 年淡季，全国 LNG 上游价格普遍同比去年提升 13%，其中提升较多江苏（19%）福建（15%）京津冀（14%）主要是由于需求旺盛，提升较多的山西（15%）内蒙（15%）陕西（14%）主要是由于液厂的管道原料气供给持续受限。
- ②进入 2019 年淡季，全国 LNG 上游价格普遍环比供暖季末期下跌 4%，环比跌幅较去年同期收窄 1 pct，说明今年年初供暖季与淡季的上游价格差异缩小，这进一步验证了我们关于淡季上游涨价的判断。其中今年淡季环比跌幅收窄较明显的主要是广东（今年-1%，去年-10%）和京津冀（今年-4%，去年-7%）。

北京城燃毛差下行

北京市天然气配气与销售环节价格调整解读：采取基准门站价测算，主要为城燃让利

北京发改委宣布，自 19 年 5 月 1 日起，降低发电用终端气价 0.08 元/方，降低工商业终端气价 0.1 元/方。同时首次公布核定各类用户配气价格，发电/供暖制冷/工商业分别为 0.34/0.46/0.79 元/方，未来 3 年不变。

核定配气价格的作用，主要是向直接与上游供气企业购气的大用户或参与市场化交易的非居民分类用户收取管网配送费用。对其他非居民用户仍执行政府制定的非居民销售气价。事实上城燃公司对相当一部分用户（尤其是城六区）赚取的价差仍高于本次核定的配气价格。

本次发电和工商业终端气价（即城燃售价）下调 0.08-0.10 元/方，同时发生的是天然气增值税率由 10% 下调到 9%，北京市门站价（即城燃购气成本）下调 0.02 元/方。由此可见，城燃公司在本次终端气价下行中额外承担了让利。

我们测算发现，对供暖制冷和工商业用气而言，城六区以外区域用户的终端售价，恰好等于北京市基准门站价 1.86 元/方加上本次核定的配气价格。城六区终端售价较其他区域要高出 0.24 元/方，这是 2015 年以来，为缓解北京中心城区承载力而制定维持的区域性差异价格政策。

本次政策对 5 月 1 日起的气价测算时，依据的是北京市基准门站价。从会计上说，如果未来出现争议气价款，可能会影响到报表的成本计提。

浙江城燃居民毛差下行

浙江省发改委发布《关于调整天然气门站价格的通知》，宣布浙江省天然气开发有限公司向各城市燃气企业（或城市管道运输企业）销售天然气的门站价格实现并轨，居民用气门站价格从每立方米 2.42 元调整为 2.58 元，非居民用气门站价格从每立方米 2.85 元调整为 2.58 元，下浮不限。执行时间为 2019 年 4 月 1 日至 2019 年 10 月 31 日。浙江省天然气开发有限公司向天然气发电企业销售天然气的门站价格从每立方米 2.97 元调整为 2.70 元，其中：向华电杭州半山发电有限公司销售天然气的门站价格从每立方米 2.88 元调整为 2.61 元。执行时间为 2019 年 4 月 1 日至 2019 年 10 月 31 日。

《通知》同时表示，各地居民用气终端销售价格此次不作调整。非居民用气终端销售价格由地方政府综合考虑工商业企业负担及燃气企业经营状况等因素合理确定。

我们认为浙江省本次上调居民门站价，下调非居民冬季门站价后，出现几个结果：

- ①继居民和非居民省门站价并轨后，本次居民和非居民城市门站价在浙江也完成实质并轨。
- ②居民端门站价上浮 0.16 元/方，但终端售价不变，这对浙江省城市燃气项目的居民气毛差大约带来 30-35% 的损失。
- ③非居民端门站价较旺季有所回落，但由于非居民终端售价也有进一步顺价调降压力，浙江省城市燃气项目的非居民气毛差预计持平，部分地区出于支援实体经济考虑，工商业毛差可能有额外小幅回落。

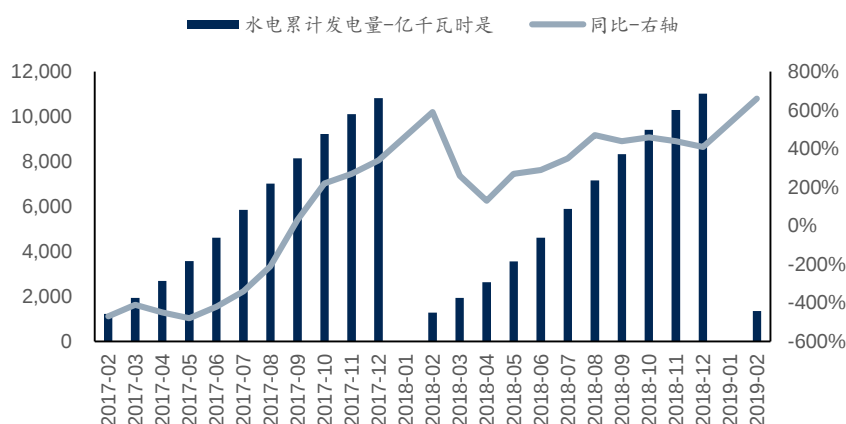
水电一季报喜忧参半，来水大发对冲退税下行

由于受到增值税返还到期的翘尾影响，且增值税率下调红利在 4 月 1 日起方兑现，我们预计大型水电企业一季报增速或将受到一定拉低，但一季度水电大发利好利润提升。长期看大型水电通过联合调度增强电量相对来水的稳定性，电价整体企稳利好利润及分红水平稳定，依然具备基础性配置价值。推荐龙头长江电力，关注国投电力。

前 2 月水电发电量大增

2019 年前 2 月，水电累计发电量 1352.2 亿千瓦时，同比增长 6.6%，受到了年初降水较多的明显驱动。

图 34：水电当年累计发电量及同比增速情况



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

增值税退税下行翘尾因素影响一季报

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。

表 4：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

增值税率二季度起下调，料利好水电业绩

2019 年政府工作报告指出，电力行业原 16% 增值税率下调为 13%，且一般工商业电机需降价 10%。我们前期即时报告判断，降低终端电价的任务将主要由电网增值税率红利让利、降低输配电价、降低政府性基金及附加等形式来实现，发电企业增值税率下调红利更多将留存获益。

我们测算发现，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%。

表 5：增值税率下调对水电业绩回补弹性测算

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（%）
华能水电	3.41	0.00	2.57	21.89	28.91%
国投电力	8.40	0.00	3.61	32.32	15.37%
黔源电力	0.64	0.00	0.33	3.20	10.80%
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：公司公告，国信证券经济研究所测算

重点投资组合：看好火电、燃气上游、水电龙头

重点投资组合：华电国际，华能国际，蓝焰控股，新天然气，长江电力
正如本报告首页摘要及内文详细阐述的，我们整体看好公用事业中火电和天然气上游板块的投资机会，并且看好水电龙头的底仓配置价值。**重点投资组合为火电龙头华电国际、华能国际，燃气上游标的蓝焰控股、新天然气，以及水电龙头长江电力。**

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 2019/2020 年每股收益为 0.29/0.36 元，对应动态 PE 为 16.1x/13.0x，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 2019/2020 年每股收益为 0.30/0.42 元，对应动态 PE 为 22.2x/15.9x，给予“增持”评级。

蓝焰控股：煤层气上游龙头，受益于国企改革储量或提升

公司是仅次于中石油的全国第二大煤层气勘探开采商，大股东为山西燃气集团。山西省正推进将省属燃气上游区块资产统一整合注入公司大股东，而上市公司为大股东旗下唯一具备大规模煤层气开采业绩的上市公司。大股东规划未来产气量 143 亿方，而公司当前实际产量仅 11 亿方。预计 2019/2020 年每股收益为 0.83/1.06 元，对应动态 PE 为 16.8x/13.2x，给予“买入”评级。

新天然气：并购优质煤层气开采商亚美能源，

公司传统主营是乌鲁木齐周边下游城市燃气分销业务，受益于燃气行业整体需求增长。2018年8月起控股并表港股煤层气开采销售龙头亚美能源50.5%股权，进入燃气产业链上游。后续主要看点在于亚美能源开采气量持续提升，以及上游气价在国内供需紧平衡下的持续修复。预计2019/2020年每股收益为2.99/3.75元，对应动态PE为15.2x/12.1x，给予“买入”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%。预计2019/2020年每股收益为1.04/1.06元，对应动态PE为16.4x/16.4x，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

火电价格与煤价高度负相关，如果后续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、气价格波动

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，目前看淡季存在持续的上游涨价风险，不能排除毛差受到超预期风险的可能性。

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	4.67	0.04	0.17	0.29	106.1	27.5	16.1	1.1
600011	华能国际	增持	6.66	0.11	0.09	0.3	60.5	74.0	22.2	1.4
000968	蓝焰控股	买入	13.96	0.52	0.66	0.83	26.8	21.2	16.8	3.7
603393	新天然气	买入	45.40	1.65	2.09	2.99	27.5	21.7	15.2	4.3
600900	长江电力	增持	16.88	1.01	1.03	1.04	16.7	16.4	16.4	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