

一年该行业与上证综指走势比较



行业投资策略

增值税到期影响水电一季报，火电业绩快速修复

相关研究报告:

《环保行业 18 年年报及 19 年一季报总结暨五月投资策略: 经历阵痛, 业绩承压》——2019-05-08
 《公用事业周报: 一季度天然气消费量增长 12%; 市场电占比持续增长; 关注公用防御价值》——2019-04-29
 《公用事业周报: 用电需求良好, 3 月份用电量增速回升至 7.5%》——2019-04-22
 《公用事业 2019 年 4 月投资策略: 火电一季报料高增, 燃气淡季上游涨价或发酵》——2019-04-15
 《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

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

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

● 火电: 盈利提升显著

考虑到 2019Q1 电煤价格较 2018Q1 出现同比 10% 的下行, 火电一季报出现明显高增长。2019Q1 火电行业营业收入 1900.85 亿元, 同比+15.01%; 归母净利润为 103.01 亿, 同比+82.91%, 增速较去年同期上升 42.83 pct。全年来看, 预计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, 并关注二线火电长源电力。

● 水电: 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, 大型水电企业一季报增速受到一定拉低, 但一季度水电大发利好利润提升。2019Q1 水电行业营业收入 311.53 亿元, 同比+13.67%; 归母净利润 66.24 亿元, 同比+3.58%, 增速同比下行 2.47 pct。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。

● 天然气: 淡季伊始燃气上游涨价或逐渐发酵

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

● 月度组合跑赢板块

上月投资组合: 华电国际、华能国际, 蓝焰控股、新天然气, 以及水电龙头长江电力。4 月投资组合收益率为-1.69%; 4 月 SW 公用 (总市值加权平均) 月度涨幅为-3.30%, 月度投资组合涨幅跑赢板块涨幅。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。本月投资组合不变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。

● 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

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

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
600011	华能国际	增持	6.14	96,386	0.30	0.42	20.5	14.6
600027	华电国际	增持	3.77	37,183	0.29	0.36	13.0	10.5
603393	新天然气	买入	36.36	5,818	2.90	3.60	12.5	10.1
600900	长江电力	增持	16.56	364,320	1.04	1.06	15.9	15.6
000968	蓝焰控股	买入	11.22	10,855	0.83	1.06	13.5	10.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

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
火电行业：盈利能力提升显著	6
营收增长稳健，增速略微放缓	7
毛利率：2019 年一季度提升显著	7
财务费用率：整体平稳	7
归母净利润：一季度板块增长率超 80%	8
净利率：一季度提升显著	8
加权平均 ROE：同比维持上升态势	9
资产负债率管控出现成效，同比下滑	9
经营现金流净额增速跑输归母净利润增速	10
水电行业：来水大发对冲退税下行	10
营业收入：增速同比提升明显	10
毛利率：一季度毛利率上行	11
财务费用率有所下降	11
归母净利润增速一季度略有放缓	12
净利率一季度同比下行显著	12
加权平均 ROE 一季度同比下行	12
资产负债率同比下行	13
经营现金流净额增速跑输归母净利润	13
燃气行业：收入增长放缓，盈利同比出现下滑	14
燃气上游：净利润快速下滑	14
燃气中游：2018 年营业收入增速下行，或为管输费调降影响	15
燃气下游：营业收入增速同比下滑，需求减弱	16
投资组合	17
上月投资组合跑赢板块	18
新天然气：并购优质煤层气开采商亚美能源，	18
长江电力：水电龙头，防御性强劲	18
风险提示	19
电、气需求低于预期	19
煤价超预期上行	19
电、气售价降低	19
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

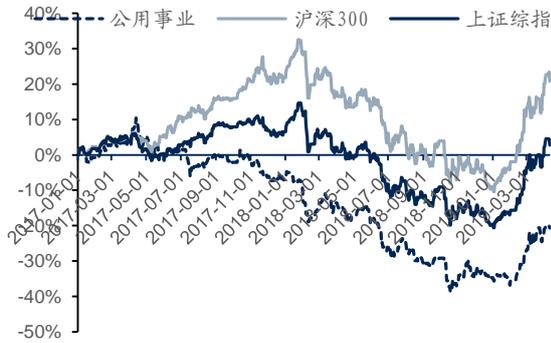
图 1: 公用事业与大盘相对走势	5
图 2: 公用事业与大盘 PE 估值走势	5
图 3: 公用事业细分领域年初以来涨幅	5
图 4: 公用事业股票年初以来涨幅	5
图 5: 火电行业年度营业收入与同比增速	7
图 6: 火电行业一季度营业收入与同比增速	7
图 7: 火电行业年度毛利率	7
图 8: 火电行业一季度毛利率	7
图 9: 火电行业年度财务费用率	8
图 10: 火电行业一季度财务费用率	8
图 11: 火电行业年度归母净利润	8
图 12: 火电行业一季度财务费用率	8
图 13: 火电行业年度净利率	9
图 14: 火电行业一季度净利率	9
图 15: 火电行业年度加权平均 ROE	9
图 16: 火电行业一季度加权平均 ROE	9
图 17: 火电行业年度资产负债率	9
图 18: 火电行业一季度资产负债率	9
图 19: 火电行业年度经营现金流净额	10
图 20: 火电行业一季度经营现金流净额	10
图 21: 水电行业年度营收	11
图 22: 水电行业一季度营收	11
图 23: 水电行业年度毛利率	11
图 24: 水电行业一季度毛利率	11
图 25: 水电行业年度财务费用率	11
图 26: 水电行业一季度财务费用率	11
图 27: 水电行业年度归母净利润	12
图 28: 水电行业一季度归母净利润	12
图 29: 水电行业年度净利率	12
图 30: 水电行业一季度净利率	12
图 31: 水电行业年度加权平均 ROE	13
图 32: 水电行业一季度加权平均 ROE	13
图 33: 水电行业年度资产负债率	13
图 34: 水电行业一季度资产负债率	13
图 35: 水电行业年度经营现金流净额	14
图 36: 水电行业一季度经营现金流净额	14
图 37: 燃气行业上游年度营业收入	14
图 38: 燃气行业上游一季度营业收入	14
图 39: 燃气行业上游年度毛利率	15
图 40: 燃气行业上游一季度毛利率	15
图 41: 燃气行业上游年度营业收入	15
图 42: 燃气行业上游一季度营业收入	15
图 43: 燃气行业中游年度营业收入	15
图 44: 燃气行业中游一季度营业收入	15
图 45: 燃气行业中游年度毛利率	16
图 46: 燃气行业中游一季度毛利率	16
图 47: 燃气行业中游年度归母净利润	16
图 48: 燃气行业中游一季度归母净利润	16
图 49: 燃气行业下游年度营业收入	17
图 50: 燃气行业下游一季度营业收入	17
图 51: 燃气行业下游年度毛利率	17
图 52: 燃气行业下游一季度毛利率	17
图 53: 燃气行业下游年度归母净利润	17
图 54: 燃气行业下游一季度归母净利润	17
表 1: 公用事业分行业业绩情况	6

表 2: 重点公司盈利预测及估值..... 19

公用事业年初以来跑输大盘，一季报业绩内部分化

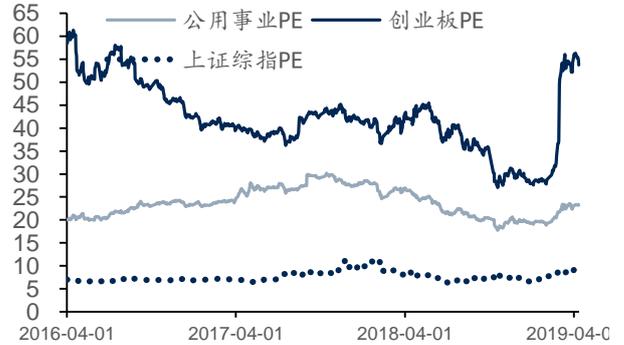
- 年初以来，公用事业板块整体涨幅 6.46% (总市值加权)，同期上证综指上涨 15.57%，沪深 300 上涨 21.19%。受到市场风格的影响，公用事业明显跑输大盘。

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

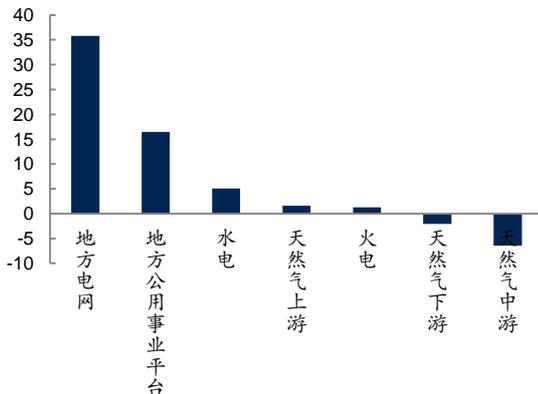
图 2：公用事业与大盘 PE 估值走势



资料来源:WIND, 国信证券经济研究所整理

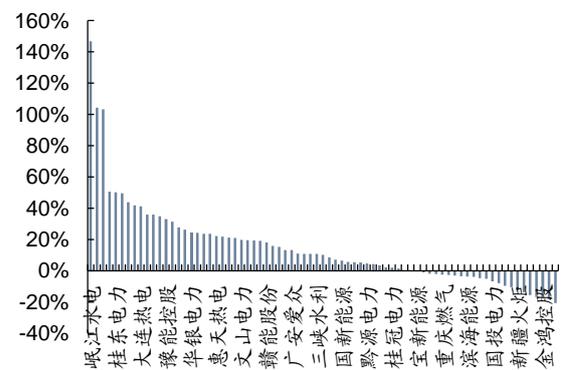
- 分板块来看，年初以来公用事业细分领域涨幅按降序排序依次为：地方电网+35.83%，地方公用平台+16.47%，水电+5.07%，天然气上游+1.60%，火电+1.25%，天然气下游-2.08%，天然气中游-6.42%。我们认为地方电网与地方公用平台主要是受到市场风险偏好提升驱动其中中小市值股票的大幅上涨。天然气上游、天然气下游、天然气中游的涨幅顺位完全符合我们前期国家管道公司系列报告强调的天然气行业推荐顺位。
- 从个股年初以来涨幅判断，涨幅前五的分别是岷江水电+146.72%，东方能源+104.35%，深南电 A+103.36%，穗恒运 A +50.59%，桂东电力+50.28%。跌幅前五的分别是华电国际-20.63%，华电能源 -18.18%，金鸿控股 -17.44%，华能国际 -16.80%，贵州燃气-15.55%。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 年一季报业绩火电板块盈利快速修复，净利润增速超过 100% 的个股集中在火电板块，例如长源电力+323%，华能国际+118%，京能电力+194%。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: 公用事业分行业业绩情况

	代码	公司	营收				归母净利润			
			2018	2019Q1	2018/2017	2019Q1/2018Q1	2018	2019Q1	2018/2017	2019Q1/2018Q1
火电	600023.SH	浙能电力	56,634	13,191	10.63%	2%	4035.71	1066.64	-6.89%	86%
	600795.SH	国电电力	65,490	28,587	9.45%	79%	1369.26	1418.11	-38.41%	18%
	600011.SH	华能国际	169,861	45,652	11.41%	6%	1438.88	2655.79	-19.76%	118%
	601991.SH	大唐发电	93,390	22,666	44.55%	31%	1234.71	429.78	-27.87%	-21%
	600027.SH	华电国际	88,365	23,380	11.84%	4%	1695.40	773.91	294.16%	13%
	000539.SZ	粤电力 A	27,409	5,590	2.87%	-4%	474.46	109.52	-36.16%	1806%
	000027.SZ	深圳能源	18,527	3,965	19.18%	9%	690.68	367.99	-7.83%	506%
	600578.SH	京能电力	12,695	3,738	3.88%	31%	891.65	435.64	66.93%	194%
	600863.SH	内蒙华电	13,743	3,143	16.64%	14%	782.66	176.59	52.23%	3586%
	000543.SZ	皖能电力	13,416	4,109	9.90%	36%	556.27	147.31	321.24%	72%
	000600.SZ	建投能源	13,976	4,070	32.63%	4%	431.84	313.04	156.46%	56%
	000899.SZ	赣能股份	2,568	652	20.76%	16%	188.50	84.89	1045.91%	275%
	000966.SZ	长源电力	6,563	2,050	20.10%	23%	208.69	221.84	-271.67%	323%
	000531.SZ	穗恒运 A	3,119	627	5.18%	-9%	81.94	79.10	-55.52%	933%
水电	600900.SH	长江电力	51,214	8,608	2.13%	6%	22610.94	2916.02	1.57%	3%
	600886.SH	国投电力	41,011	10,115	29.60%	8%	4364.10	1049.96	35.02%	6%
	600025.SH	华能水电	15,516	4,438	20.77%	50%	5802.73	804.44	165.10%	137%
	000883.SZ	湖北能源	12,288	3,696	6.06%	24%	1810.96	400.98	-16.67%	-44%
	600236.SH	桂冠电力	9,514	2,318	8.42%	6%	2384.73	591.78	-5.02%	-8%
	600674.SH	川投能源	864	221	8.00%	2%	3570.05	740.16	9.35%	-11%
	000722.SZ	湖南发展	267	77	9.09%	39%	94.62	31.51	6.30%	62%
	600868.SH	梅雁吉祥	223	44	-8.19%	11%	21.89	1.64	-81.18%	-11%
天然气上游	000968.SZ	蓝焰控股	2,333	407	22.57%	18%	678.59	125.67	38.66%	15%
	600256.SH	广汇能源	12,905	3,259	58.58%	-2%	1743.81	446.62	166.07%	-16%
	600856.SH	中天能源	3,426	296	-47.24%	-82%	(801.22)	(95.85)	-252.37%	-172%
603393.SH	新天然气	1,632	695	60.58%	111%	334.57	77.23	26.88%	5%	
天然气中游	002267.SZ	陕天然气	8,999	3,766	17.75%	30%	404.19	301.84	2.21%	-4%
	000669.SZ	金鸿控股	4,429	1,190	17.65%	20%	(1586.19)	(75.24)	-761.93%	-187%
	603689.SH	皖天然气	3,241	1,085	26.07%	34%	176.39	63.73	41.79%	48%
	600903.SH	贵州燃气	3,606	1,133	29.75%	25%	171.71	49.16	24.96%	37%
600617.SH	国新能源	11,139	4,122	15.42%	34%	45.74	46.46	175.76%	52%	
天然气下游	002700.SZ	新疆浩源	412	139	12.98%	38%	69.76	16.54	-7.94%	-23%
	600681.SH	百川能源	4,753	1,963	59.90%	23%	1006.42	326.45	17.29%	12%
	600917.SH	重庆燃气	6,372	1,860	11.51%	15%	347.67	90.29	-4.34%	-16%
	601139.SH	深圳燃气	12,741	3,108	15.22%	1%	1030.93	238.31	16.24%	-3%
	603393.SH	新天然气	1,632	695	60.58%	111%	334.57	77.23	26.88%	5%
002911.SZ	佛燃股份	5,094	1,312	18.69%	17%	362.06	58.35	4.22%	-29%	

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

火电行业: 盈利能力提升显著

2018 年火电行业累计营业收入 6896.05 亿元, 同比+15.69%; 归母净利润 176.03 亿元, 同比+63.68%。2019 年一季度, 火电行业营业收入 1900.85 亿元, 同比+15.01%; 归母净利润为 103.01 亿, 同比+82.91%, 增速较去年同期上升 42.83 pct。

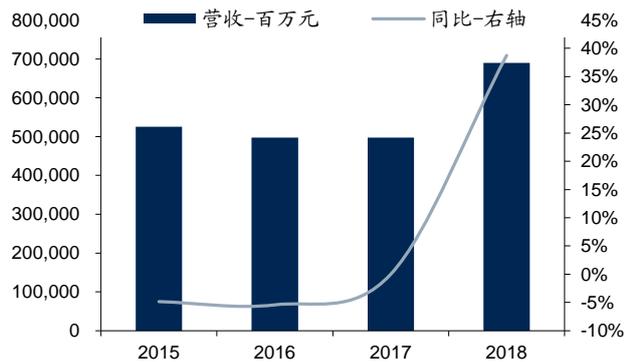
由于去年的高基数, 19 年一季度煤价整体中枢明显低于 18 年一季度, 去年一季度秦皇岛 5500 大卡煤价大约在 630-750 左右, 今年一季度目前是 580-610 左右; 同比煤价的下滑驱动火电企业一季度出现业绩反转。关注火电龙头华电国际, 华能国际及业绩反转潜力大的二线火电长源电力等。

营收增长稳健，增速略微放缓

2018 年火电行业累计营业收入 6896.05 亿元，同比+15.69%，增速同比下行 4.23 个 pct。在规模前 10 的火电公司中，营收增速最快的是大唐发电，累计营收 930.90 亿元，同比+44.55%，增速同比提升 35.27 个 pct。

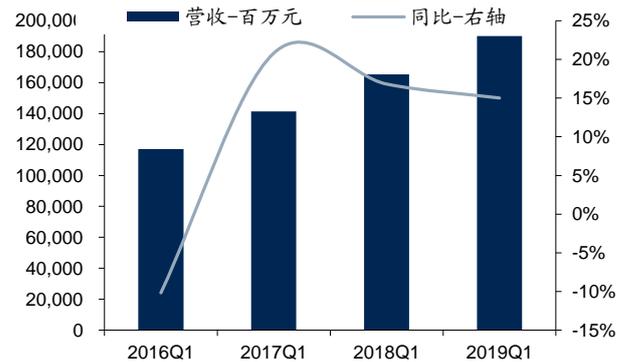
2019 年一季度，火电行业累计营业收入 1900.85 亿元，同比+15.01%，增速较去年同期下行 1.81 个 pct。在规模前 10 的火电公司中，营收增速最快的是国电电力，累计营收 285.87 亿元，同比+79.19%，增速同比提升 70.78 个 pct。

图 5：火电行业年度营业收入与同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6：火电行业一季度营业收入与同比增速

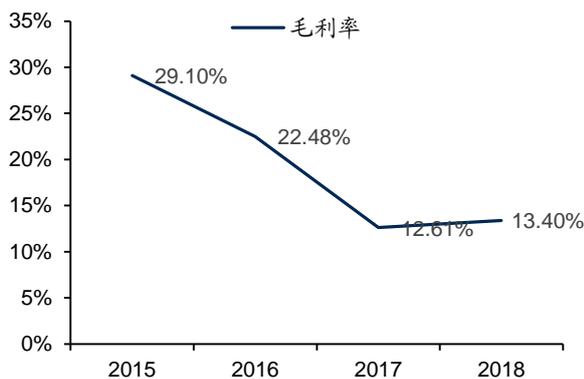


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

毛利率：2019 年一季度提升显著

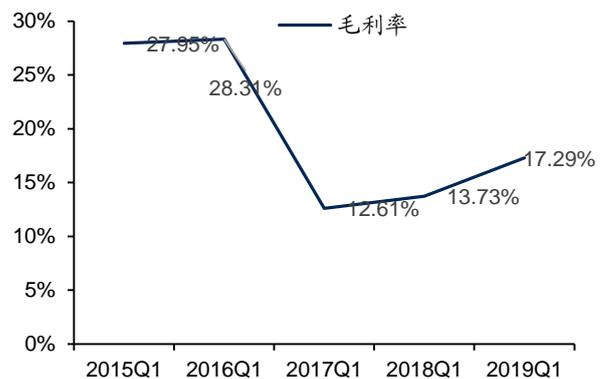
2018 年，火电行业毛利率 13.40%，同比+0.79 pct；2019 年一季度，火电行业毛利率 17.29%，同比+3.56 pct。

图 7：火电行业年度毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8：火电行业一季度毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

财务费用率：整体平稳

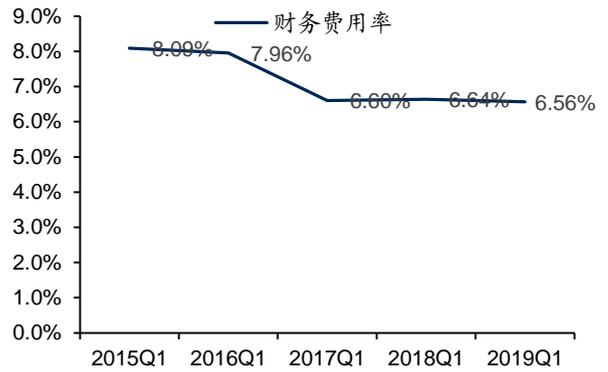
2018 年，火电行业财务费用率 6.93%，同比+0.06 个 pct；2019 年一季度，火电行业财务费用率 6.56%，同比-0.08 个 pct，基本平稳。

图 9: 火电行业年度财务费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 10: 火电行业一季度财务费用率

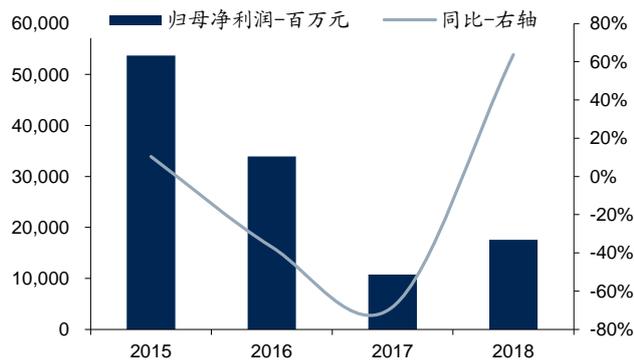


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

归母净利润: 一季度板块增长率超 80%

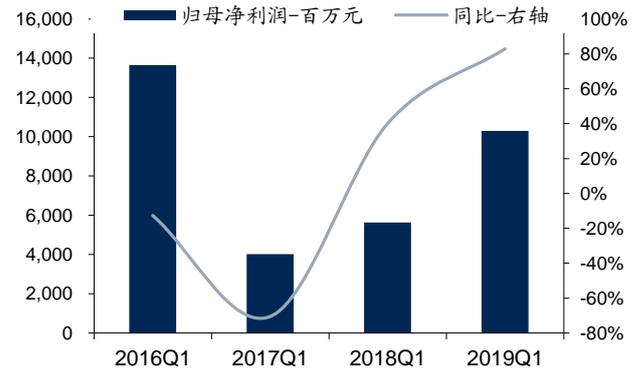
2018 年火电行业累计归母净利润 176.03 亿元, 同比+63.68%; 2019 年一季度火电行业归母净利润为 103.01 亿, 同比+82.91%, 增速较去年同期上升 42.83 pct。

图 11: 火电行业年度归母净利润



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 12: 火电行业一季度归母净利润



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

净利率: 一季度提升显著

2018 年火电行业净利率为 3.27%, 同比+0.99 pct; 2019 年一季度火电行业净利率为 7.29%, 同比+2.95 pct。

图 13: 火电行业年度净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 火电行业一季度净利率

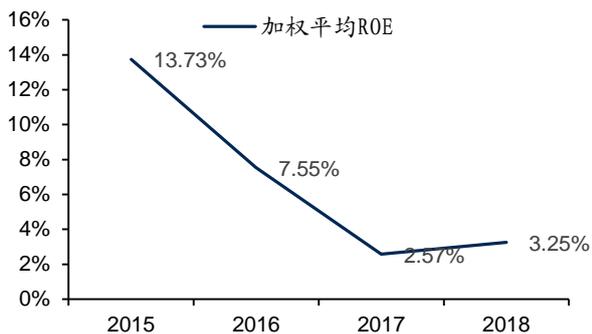


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

加权平均 ROE: 同比维持上升态势

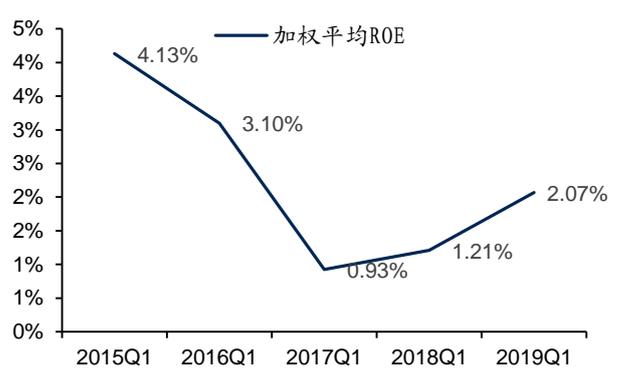
2018 年, 火电行业加权平均 ROE 为 3.25%, 同比+0.68 pct。2019 年一季度火电行业加权平均 ROE 为 2.07%, 同比+0.86 pct。

图 15: 火电行业年度加权平均 ROE



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 16: 火电行业一季度加权平均 ROE



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

资产负债率管控出现成效, 同比下滑

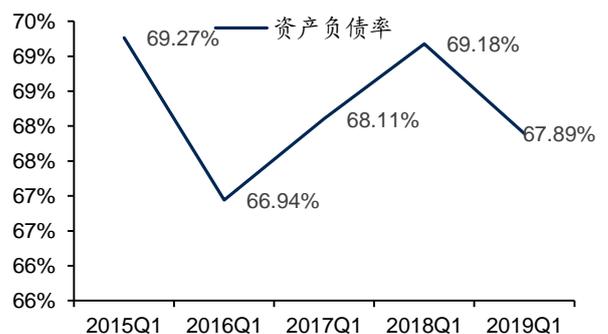
2018 年, 火电行业资产负债率 69.43%, 同比-0.27 pct。2019 年一季度火电行业资产负债率为 67.89%, 同比-1.28 pct。

图 17: 火电行业年度资产负债率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 火电行业一季度资产负债率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

经营现金流净额增速跑输归母净利润增速

2018 年火电行业经营现金流净额合计 1401.67 亿元，同比+17.92%，增速同比+40.18 pct，增速较同期归母净利润增速低 45.77 pct。

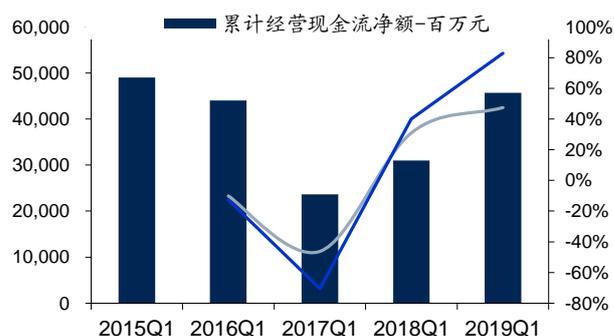
2019Q1 火电行业经营现金流净额合计 456.97 亿元，同比+47.47%，增速同比+16.46 pct，增速较同期归母净利润增速低 35.43pct。

图 19: 火电行业年度经营现金流净额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 20: 火电行业一季度经营现金流净额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

水电行业：来水大发对冲退税下行

2018 年水电行业累计营业收入 1390.20 亿元，同比+11.95%，归母净利润 418.16 亿元，同比+13.48%。2019Q1 水电行业营业收入 311.53 亿元，同比+13.67%；2019Q1 水电行业归母净利润 66.24 亿元，同比+3.58%。

我国水电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 年未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。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，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。

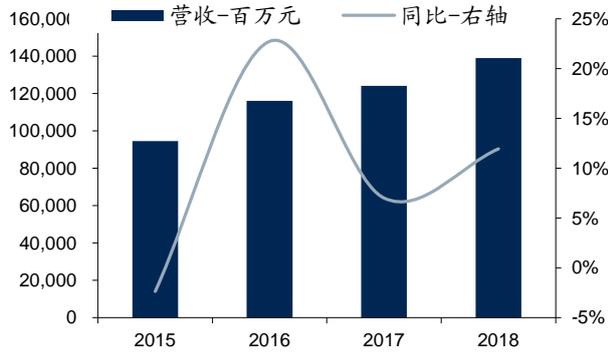
营业收入：增速同比提升明显

2018 年水电行业累计营业收入 1390.20 亿元，同比+11.95%，增速同比上行 4.94 pct。所有水电公司中，2018 年营收增速最快的是国投电力，累计营收 410.11 亿元，同比+29.60%，增速同比提升 21.48 pct。

2019Q1 水电行业累计营业收入 311.53 亿元，同比+13.67%，增速同比上行 3.62 pct。所有水电公司中，前三季度累计营收增速最快的是华能水电，累计营收

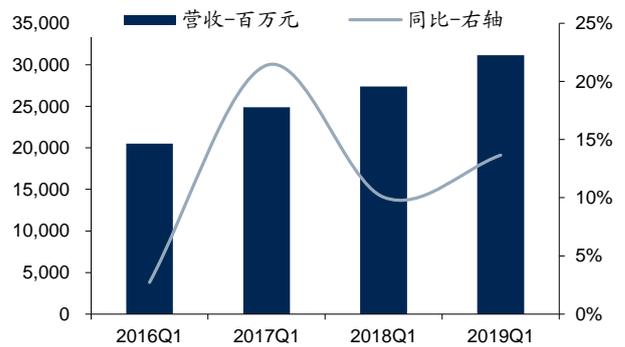
44.38 亿元，同比+49.65%，增速同比提升 15.51 pct。

图 21: 水电行业年度营收



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 22: 水电行业一季度营收

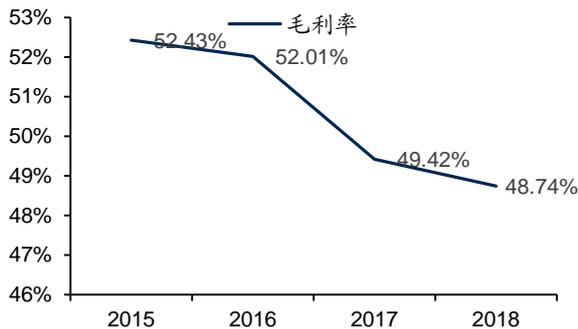


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

毛利率：一季度毛利率上行

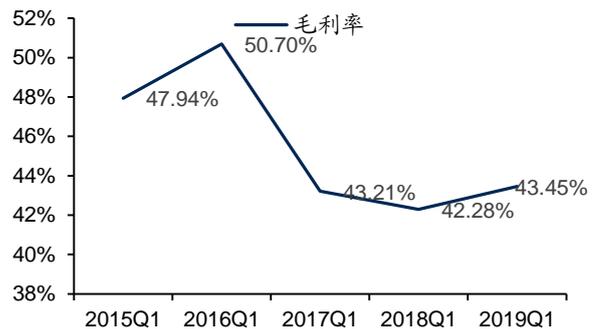
2018 年水电行业毛利率 48.74%，同比-0.68 pct；2019Q1 水电行业毛利率 43.45%，同比+1.17pct。

图 23: 水电行业年度毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 24: 水电行业一季度毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

财务费用率有所下降

2018 年水电行业财务费用率 13.05%，同比-0.86pct；2019Q1 水电行业财务费用率 14.29%，同比-1.22pct。

图 25: 水电行业年度财务费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 26: 水电行业一季度财务费用率



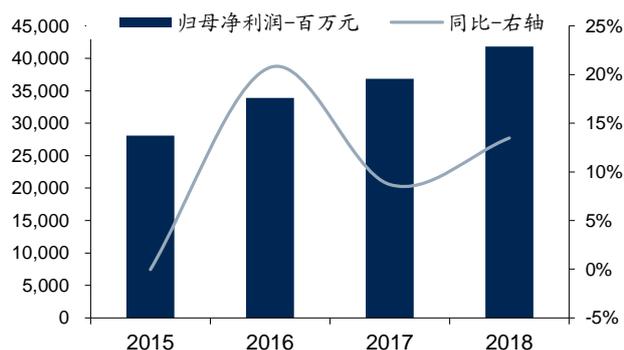
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

归母净利润增速一季度略有放缓

2018 年水电行业累计归母净利润 418.16 亿元，同比+13.48%，增速同比上行 4.78pct。水电公司中，华能水电归母净利润增速最大，归母净利润 58.02 亿元，同比+165.10%。

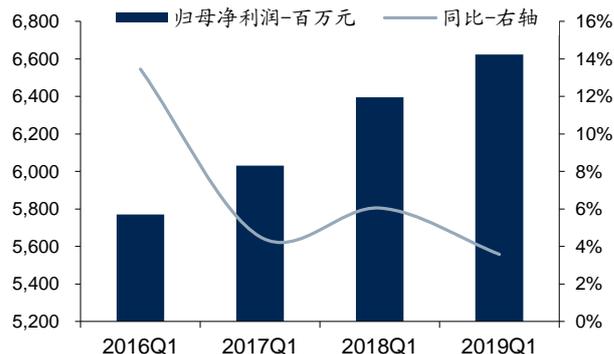
2019Q1 水电行业归母净利润 66.24 亿元，同比+3.58%，增速同比下行 2.47 pct。水电公司中，华能水电的一季度归母净利润增速最大，归母净利润 8.04 亿元，同比+137.34%。

图 27：水电行业年度归母净利润



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 28：水电行业一季度归母净利润



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

净利率一季度同比下行显著

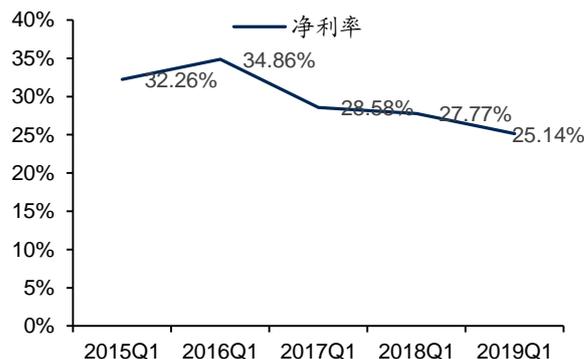
2018 年水电行业净利率 33.64%，同比+0.76pct；2019Q1 水电行业净利率 25.14%，同比-2.63pct。

图 29：水电行业年度净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 30：水电行业一季度净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

加权平均 ROE 一季度同比下行

2018 年，水电行业加权平均 ROE 为 13.87%，同比+1.02 pct。2019Q1 水电行业加权平均 ROE 为 2.15%，同比-0.21pct。

图 31: 水电行业年度加权平均 ROE



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 32: 水电行业一季度加权平均 ROE



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

资产负债率同比下行

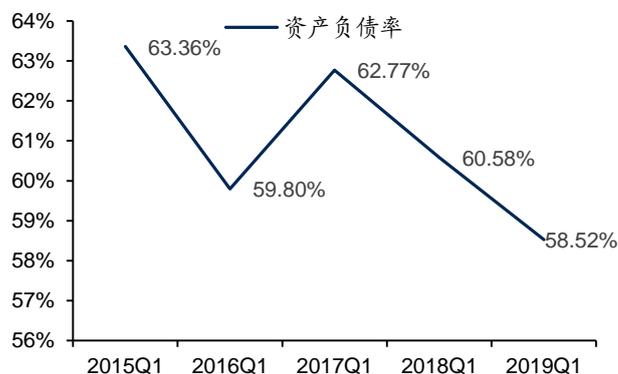
2018 年水电行业资产负债率 59.29%，同比-2.12pct；2019Q1 水电行业资产负债率 59.29%，同比-2.06pct。

图 33: 水电行业年度资产负债率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 34: 水电行业一季度资产负债率



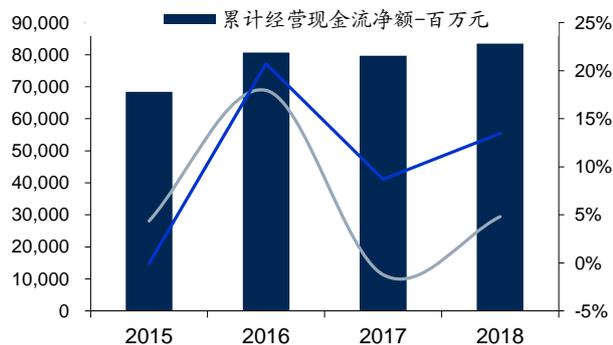
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

经营现金流净额增速跑输归母净利润

2018 年水电行业经营现金流净额合计 834.94 亿元，同比+13.48%，增速同比 +6.04pct，增速较同期累计现金流净额增速低 8.66pct。

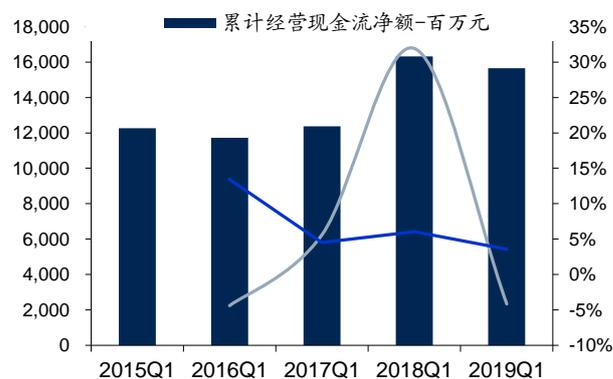
2019Q1 水电行业经营现金流净额合计 156.44 亿元，同比-4.15%，增速同比 -36.07pct，增速较同期累计现金流净额增速低 7.73pct。

图 35: 水电行业年度经营现金流净额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 36: 水电行业一季度经营现金流净额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

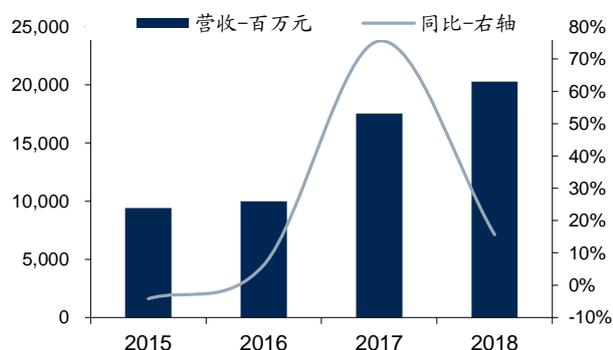
燃气行业：收入增长放缓，盈利同比出现下滑

燃气上游：净利润快速下滑

2018 年，燃气上游行业营业收入 202.96 亿元，同比+15.64%，增速同比下行 59.94pct。上游公司中，营收增速最快的是新天然气，累计营收 16.32 亿元，同比+60.85%。2018 年，燃气上游行业净利润 19.56 亿元，同比+1.11%，增速同比下行 56.38pct。

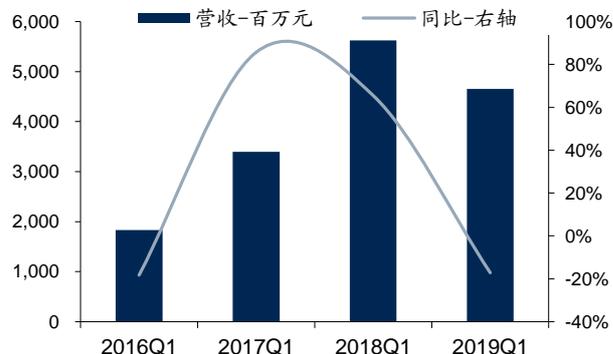
2019Q1，燃气上游行业累计营业收入 46.57 亿元，同比-17.18%，增速同比下行 82.69pct。上游公司中，营收增速最快的是新天然气，一季度营收 6.95 亿元，同比+110.99%。2019Q1 年燃气上游行业归母净利润 5.54 亿元，同比-34.58%，增速同比上行 217.71pct。上游公司中，蓝焰控股净利润增速最快为 14.87%。

图 37: 燃气行业上游年度营业收入



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 38: 燃气行业上游一季度营业收入



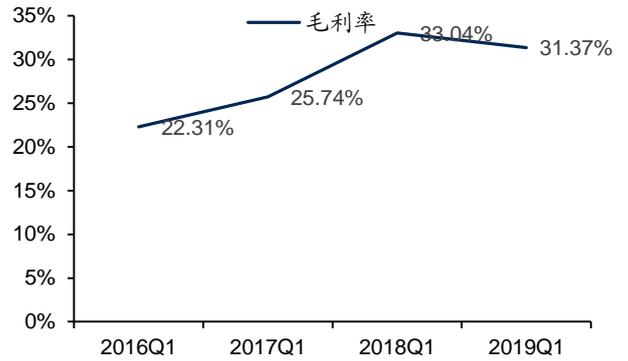
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 39: 燃气行业上游年度毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 40: 燃气行业上游一季度毛利率



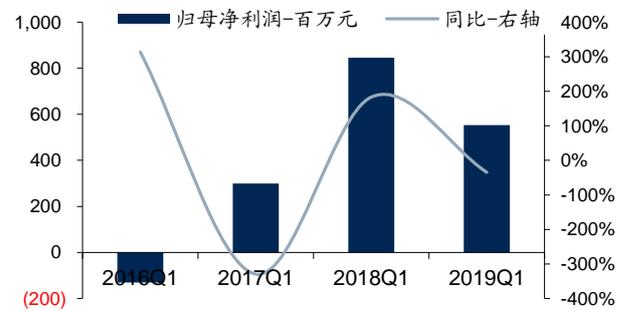
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 41: 燃气行业上游年度营业收入



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 42: 燃气行业上游一季度营业收入

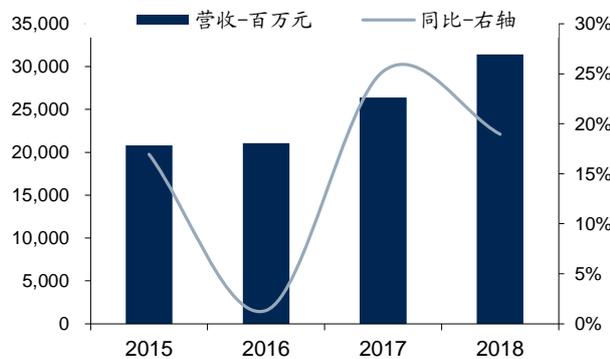


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

燃气中游: 2018 年营业收入增速下行, 或为管输费调降影响

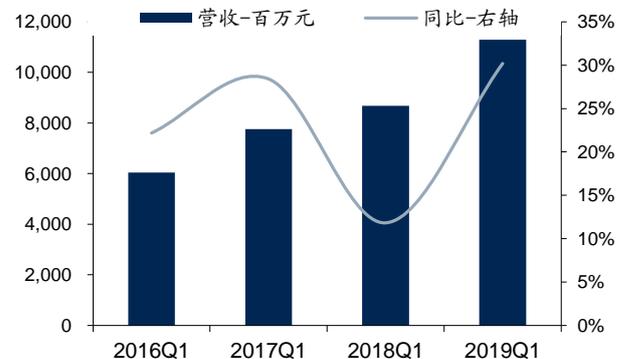
2018 年, 燃气中游行业累计营业收入 314.14 亿元, 同比+18.95%, 增速同比下行 6.29pct。中游公司中, 贵州燃气营收增速最快, 累计营收 36.06 亿元, 同比+29.75%。2018 年燃气中游行业归母净利润为-7.88 亿, 增速下行了 158.66pct, 主要是由于当期金鸿控股亏损 15.86 亿所致。

图 43: 燃气行业中游年度营业收入



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

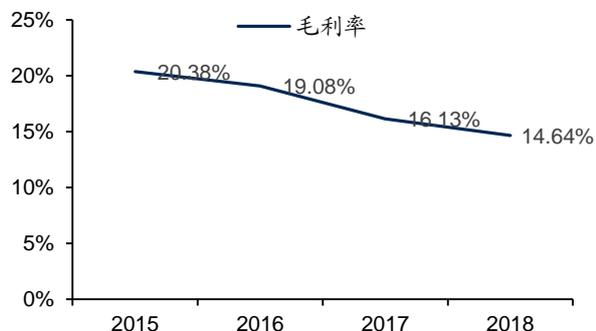
图 44: 燃气行业中游一季度营业收入



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2019Q1，燃气中游行业营业收入 112.95 亿元，同比+30.20%，增速同比上行 18.38pct。中游公司中，皖天然气营收增速最快，营收 10.85 亿元，同比+34.50%。2019Q1，燃气中游行业归母净利润为 3.86 亿，同比-24.30%，增速同比下行 35.59pct。

图 45: 燃气行业中游年度毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 46: 燃气行业中游一季度毛利率



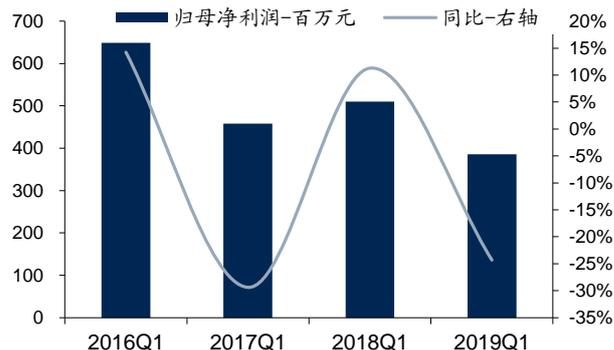
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 47: 燃气行业中游年度归母净利润



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 48: 燃气行业中游一季度归母净利润



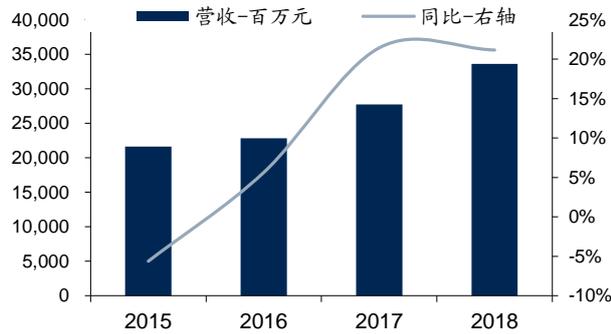
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

燃气下游: 营业收入增速同比下滑, 需求减弱

2018 年燃气下游行业累计营业收入 335.92 亿元，同比+21.15%，增速同比下行 0.27pct。2018 年燃气下游归母净利润为 29.88 亿，同比+0.91%，增速同比下行 20.39pct。

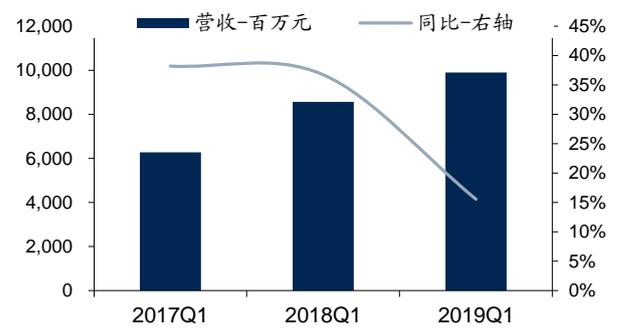
2019Q1 燃气下游行业营业收入 98.97 亿元，同比+15.54%，增速同比下行 21.19pct。2019Q1 燃气下游归母净利润为 8.41 亿，同比+2.88%，增速同比下行 38.26%。

图 49: 燃气行业下游年度营业收入



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 50: 燃气行业下游一季度营业收入



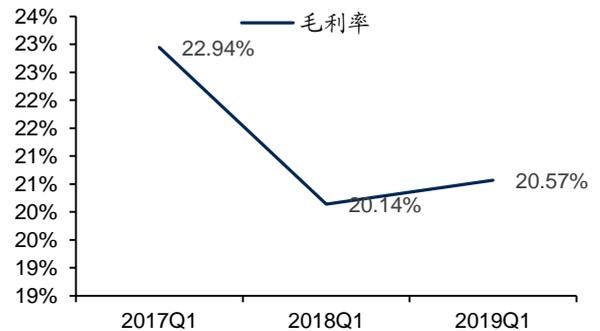
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 51: 燃气行业下游年度毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 52: 燃气行业下游一季度毛利率



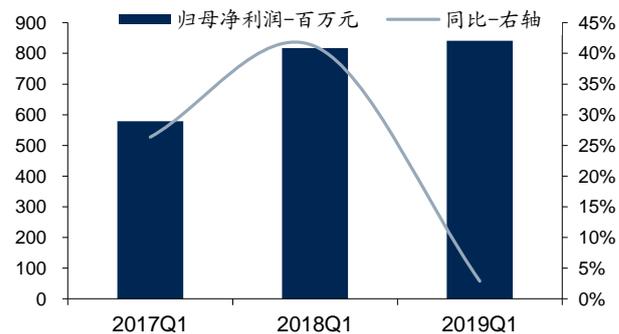
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 53: 燃气行业下游年度归母净利润



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 54: 燃气行业下游一季度归母净利润



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资组合

上月投资组合跑赢板块

上月投资组合：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。

4月投资组合收益率为-1.69%；4月SW公用（总市值加权平均）月度涨幅为-3.30%，月度投资组合涨幅跑赢板块涨幅。

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。本月投资组合不变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13.0x/10.5x，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20.5x/14.6x，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2019-20年eps为0.83/1.06元，动态PE为13.5x/10.6x，维持“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2.90/3.60元，对应动态PE为12.5x/10.1x，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15.9x/15.6x，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

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。

表 2: 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 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE		
					2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
600011	华能国际	增持	6.14	96,386	0.09	0.30	0.42	68.2	20.5	14.6
600027	华电国际	增持	3.77	37,183	0.17	0.29	0.36	22.2	13.0	10.5
000966	长源电力	买入	4.98	5,519	0.19	0.48	0.68	26.2	10.4	7.3
600900	长江电力	增持	16.56	364,320	1.03	1.04	1.06	16.1	15.9	15.6
603393	新天然气	买入	36.36	5,818	2.09	2.90	3.60	17.4	12.5	10.1
000968	蓝焰控股	买入	11.22	10,855	0.66	0.83	1.06	17.0	13.5	10.6

资料来源: 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