

2019年11月18日

环保及公用事业

公用事业三季度报总结：2020年看好火电龙头和高股息标的

■**板块持仓总市值及占比均有所回升，关注度提高。**公募基金：2019Q3，安信公用事业板块公募基金持仓总市值55.75亿元，持仓市值及占比均较2019Q2小幅回升，倾向于防御性较强的水电板块，盈利大幅改善个股亦受到青睐。**QFII**：公用持仓占股票总市值比及公用持仓总市值均处于近三年高位，倾向于防御性较强的水电板块和预期盈利改善的燃气板块。**社保基金**：2019Q3，安信公用事业板块社保基金持仓总市值47.68亿元，在全部社保基金持仓总市值中占比2.36%，持仓市值及占比均较2019Q2小幅提升，但仍处于近五年低位；社保基金对防御性强的水电青睐度较高，同时对火电加仓力度相对较大。公募基金、社保基金、QFII公用持仓占股票总市值比及公用持仓总市值均有回升，反映出国内外机构投资者对公用板块关注度提升。从细分板块来看，国内外机构投资者均比较倾向于防御性较强的水电板块和受益于煤价下行的火电板块，对核电、风电等新能源及燃气板块也有一定的关注度。

■**电力市场改革持续推进，公用事业各子板块前三季度营收均稳步增长，符合市场预期。**2019年前三季度，公用事业板块总营业收入8886.60亿元，同比增长12.83%。其中，发电及电网板块2019年前三季度实现营业收入8164.65亿元，同比增长13.13%；燃气及供热板块2019年前三季度实现营业收入721.94亿元，同比增长9.53%。2019年第三季度，公用事业板块总营业收入3192.91亿元，同比增长11.22%。其中，发电及电网板块2019年第三季度实现营业收入2983.80亿元，同比增长11.56%；燃气及供热板块2019年第三季度实现营业收入209.11亿元，同比增长6.65%。2019年前三季度，公用事业板块扣非后归母净利润681.17亿元，同比增长22.95%，在板块排名11位，跑赢大盘。其中，发电及电网板块扣非后归母净利润635.96亿元，同比增长23.39%；燃气和供热板块扣非后归母净利润45.21亿元，同比增加17.13%。2019年第三季度，公用事业板块扣非后归母净利润271.18亿元，同比增长20.05%。

■**燃气与供热板块。****燃气板块**：三季度由于燃气公司存在购销毛差，多地天然气居民门站价上调，但企业并未及时顺价，影响燃气公司短期利润。长期看受益于大气污染治理和“煤改气”工程持续推进，工业部门和居民部门天然气消费量保持增长态势。供给端相对充沛。**供热板块**：营收下降，但扣非归母净利润大幅提升，盈利能力持续改善。

■**发电及电网板块。****火电板块**：2019年前三季度，火电业绩三要素趋势向好。煤价步入下行通道，同比大幅下降，火电企业燃料成本得到明显改观。电价方面，市场化折扣缩窄，部分抵消市场化规模扩大的影响。同时，增值税调整间接上调火电上网电价，火电企业直接受益。

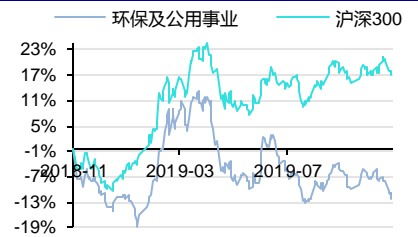
行业深度分析

证券研究报告

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-5.83	-4.89	-31.51
绝对收益	-5.63	-0.40	-12.50

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080002
shaoll@essence.com.cn
021-35082107

马丁

报告联系人

mading@essence.com.cn
010-83321051

相关报告

深圳首个“5G+AI”城市智联环卫项目落地，关注固废与工业资源综合利用相关机会 2019-11-10

2019年秋冬大气污染治理力度有望加大，关注环境监测、大气治理领域投资机会 2019-11-03

三季度公用持仓环比小幅提升，关注垃圾发电补贴或发生重大调整 2019-10-27

京津冀地区2019年秋冬大气污染治理行动方案发布，关注大气治理及监测领域需求释放 2019-10-20

危废填埋污染控制标准发布，城镇污水处理补短板需求持续释放 2019-10-13

水电板块：2019年三季度受多地来水偏枯，发电量增速出现下滑，致三季度营业收入增速小幅回落，水电发电企业毛利率和扣非归母净利润出现同比下降，预计下半年仍维持。**其他发电板块：**受益于宏观经济稳中向好，电力消费增速提升，及国家政策推动弃风、弃光率下降，其他发电板块2019年前三季度营收实现平稳增长，部分公司利润增速可观。**电网板块：**业绩大幅好转。同时泛在电力物联网助推电网投资加速，按照政策进度，预计下半年产业化进程有望加快步伐。

■**投资建议：**2020年看好火电龙头和高股息标的。近期安全、环保因素及进口限制对煤价或有短期支撑，但需求将对价格走势起决定性作用，预计四季度煤价中枢将进一步下移。宏观经济总体偏弱，如果不考虑电能替代的贡献，近两年全社会用电量增速在3%左右。随着煤炭产能的陆续释放，未来两年煤价有望持续稳定在绿色合理区间，不排除阶段性跌破500元的可能。同时，明年浮动电价的下跌空间或有限，一方面原因是部分新增用户对电价不敏感，发电企业理性报价的可能性大；一方面是因为部分地区电力供需格局好，折价逐年缩窄趋势明显。目前市场对浮动电价偏悲观，存在超预期的可能。建议重点关注火电龙头【华能国际】【华电国际】和二线龙头【皖能电力】【京能电力】【长源电力】。全球量化宽松或开启，大型水电资产现金流及分红均可观，股息率超过3%，在利率下行周期有望提升配置价值，建议重点关注【长江电力】【湖北能源】【川投能源】。中国核电的三门二号机组重启在即，有望在明年贡献业绩增量。同时，折旧政策调整和新机组投产，也将在明年业绩中有所体现。建议重点关注受益于核电重启的【中国核电】。此外，国改和电改稳步推进，建议重点关注三峡集团旗下的【三峡水利】和国家电网旗下的【涪陵电力】。

■**风险提示：**用电量增速不及预期，煤炭价格持续高位运行，来水情况不乐观，煤改气进度不及预期，项目推进不及预期。

内容目录

1. 三季度公用事业板块持仓分析	6
1.1. 公募基金持仓环比小幅上升，火电板块加仓较大.....	6
1.2. QFII 公用持仓创近三年新高，燃气板块持仓大幅增加.....	7
1.3. 2019Q3 社保基金持仓环比小幅提升，但仍处于近五年低位.....	8
2. 2019 年前三季度业绩综述	9
2.1. 营业收入稳步增长，业绩符合市场预期.....	9
3. 发电及电网：火电板块复苏，政策助力供热板块业绩稳增长	12
3.1. 火电板块：火电业绩三要素向好，企业利润大幅提升.....	12
3.2. 水电板块：受多地来水偏枯影响，单三季度业绩增速下滑.....	15
3.3. 其他发电：中国核电表现优异，协鑫能科三季度高增长.....	17
3.4. 电网板块：2019 年前三季度业绩大幅好转.....	18
4. 燃气及供热板块：看好燃气长期投资，供热板块盈利提升明显	20
4.1. 燃气板块：短期购销毛差影响利润，长期供需有望持续宽松.....	20
4.2. 供热及其他板块：扣非归母净利润大幅上升.....	22
5. 投资策略：公用事业业绩改善可期，关注高弹性及历史高分红标的	24
6. 风险提示	25
7. 附表	26

图表目录

图 1：2015Q1-2019Q3 安信公用板块公募基金持仓情况.....	6
图 2：2019Q3 公用板块基金持仓市值前十（亿元）.....	6
图 3：2019Q3 公用板块持有基金数量前十（笔）.....	6
图 4：2019Q3 公用板块基金加仓市值前十（亿元）.....	7
图 5：2019Q3 公用板块基金减仓市值前十（亿元）.....	7
图 6：2015Q1-2019Q3 安信公用板块 QFII 持仓情况.....	7
图 7：2019Q3 公用板块 QFII 持仓市值前十（亿元）.....	8
图 8：2019Q3 公用板块 QFII 加仓市值情况（亿元）.....	8
图 9：2019Q3 公用板块 QFII 减仓市值情况（亿元）.....	8
图 10：2015Q1-2019Q3 安信公用板块社保基金持仓情况.....	8
图 11：2019Q3 公用板块社保基金持仓市值前十（亿元）.....	9
图 12：2019Q3 公用板块社保基金加仓市值前十（亿元）.....	9
图 13：2019Q3 公用板块社保基金减仓市值情况（亿元）.....	9
图 14：2019 前三季度营业收入及增速情况（亿元，%）.....	10
图 15：2019 第三季度营业收入及增速情况（亿元，%）.....	10
图 16：2019 前三季度扣非归母及增速情况（亿元，%）.....	10
图 17：2019 第三季度扣非归母及增速情况（亿元，%）.....	10
图 18：2019 前三季度电力及公用事业板块扣非后归母净利润表现强于大盘，位列第 11 位.....	11
图 19：2019 前三季度分板块营业收入增速情况（%）.....	11
图 20：2019 前三季度分板块扣非归母增速情况（%）.....	11
图 21：2019 前三季度公用板块销售费用率（%）.....	11
图 22：2019 前三季度公用板块管理费用率（%）.....	11
图 23：2019 前三季度财务费用率（%）.....	12
图 24：2019 前三季度公用板块期间费用率（%）.....	12

图 25: 2019 前三季度公用板块毛利率 (%)	12
图 26: 2019 前三季度公用板块净利率 (%)	12
图 27: 2013-2019Q1-3 火电板块营业收入 (亿元, %)	13
图 28: 2013-2019Q1-3 火电板块扣非归母净利润 (亿元, %)	13
图 29: 2013-2019Q1-3 火电板块营业成本 (亿元, %)	13
图 30: 2013-2019Q1-3 火电板块资产负债率 (%)	13
图 31: 2013-2019Q1-3 火电板块 ROE (%)	13
图 32: 2013-2019Q1-3 火电板块 ROA (%)	13
图 33: 2014-2019H1 华能国际营业收入 (亿元, %)	14
图 34: 2014-2019H1 华能国际扣非后归母净利润 (亿元, %)	14
图 35: 2014-2019H1 华能国际 ROE (%)	14
图 36: 2014-2019H1 华能国际 ROA (%)	14
图 37: 2013-2019Q1-3 深圳能源营业收入 (亿元, %)	14
图 38: 2013-2019Q1-3 深圳能源扣非后归母净利润 (亿元, %)	14
图 39: 2013-2019Q1-3 深圳能源营业成本 (亿元, %)	15
图 40: 2013-2019Q1-3 深圳能源资产负债率 (%)	15
图 41: 2013-2019Q1-3 水电发电量及增速 (亿千瓦时, %)	15
图 42: 2013-2019Q1-3 水电利用小时及增速 (小时, %)	15
图 43: 2013-2019Q1-3 水电板块营业收入 (亿元, %)	15
图 44: 2013-2019Q1-3 水电板块营业成本 (亿元, %)	15
图 45: 2013-2019Q1-3 水电板块扣非净利润 (亿元, %)	16
图 46: 2013-2019Q1-3 水电板块资产负债率 (% , %)	16
图 47: 2013-2019Q1-3 水电板块 ROE (% , %)	16
图 48: 2013-2019Q1-3 水电板块 ROA (% , %)	16
图 49: 2013-2019Q1-3 长江电力营业收入 (亿元, %)	16
图 50: 2013-2019Q1-3 长江电力扣非归母净利润 (亿元, %)	16
图 51: 2013-2019Q1-3 长江电力 ROE (%)	17
图 52: 2013-2019Q1-3 长江电力 ROA (%)	17
图 53: 2013-2019Q1-3 其他发电板块营收 (亿元, %)	17
图 54: 2013-2019Q1-3 其他发电板块营业成本 (亿元, %)	17
图 55: 2013-2019Q1-3H1 其他发电扣非净利润(亿元, %)	17
图 56: 2013-2019Q1-3 其他发电资产负债率 (% , %)	17
图 57: 2013-2019Q1-3 其他发电 ROE (% , %)	18
图 58: 2013-2019Q1-3 其他发电 ROA (% , %)	18
图 59: 2013-2019Q1-3 电网板块营业收入 (亿元, %)	18
图 60: 2013-2019Q1-3 电网板块营业成本 (亿元, %)	18
图 61: 2013-2019Q1-3 电网板块扣非净利润 (亿元, %)	18
图 62: 2013-2019Q1-3 电网板块资产负债率 (% , %)	18
图 63: 2013-2019Q1-3 电网板块 ROE (% , %)	19
图 64: 2013-2019Q1-3 电网板块 ROA (% , %)	19
图 65: 2013-2019Q1-3 桂东电力营业收入 (亿元, %)	19
图 66: 2013-2019Q1-3 桂东电力扣非后归母净利润 (亿元, %)	19
图 67: 2013-2019Q1-3 桂东电力 ROE (%)	19
图 68: 2013-2019Q1-3 桂东电力 ROA (%)	19
图 69: 2013-2019Q1-3 燃气板块营业收入及增速 (亿元, %)	20

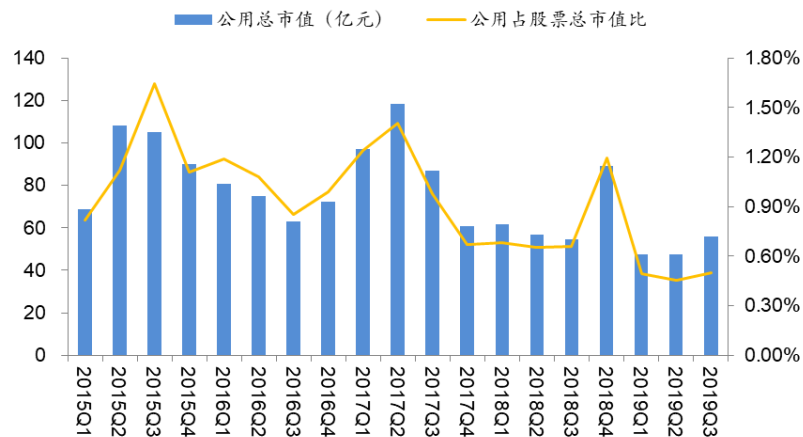
图 70: 2013-2019Q1-3 燃气板块扣非归母净利润 (亿元, %)	20
图 71: 2013-2019Q1-3 燃气板块营业成本及增速 (亿元, %)	20
图 72: 2013-2019Q1-3 燃气板块资产负债率及增速 (%)	20
图 73: 2013-2019Q1-3 燃气板块 ROE (%)	21
图 74: 2013-2019Q1-3 燃气板块 ROA (%)	21
图 75: 2013-2019Q1-3 深圳燃气营业收入 (亿元, %)	21
图 76: 2013-2019Q1-3 深圳燃气扣非归母净利润 (亿元, %)	21
图 77: 2013-2019Q1-3 深圳燃气 ROE (%)	22
图 78: 2013-2019Q1-3 深圳燃气 ROA (%)	22
图 79: 2013-2019 年 Q1-3 供热板块营业总收入 (亿元, %)	22
图 80: 2013-2019 年 Q1-3 供热板块营业总成本 (亿元, %)	22
图 81: 2013-2019 年 Q1-3 年供热板块扣非净利润 (亿元, %)	22
图 82: 2013-2019 年 Q1-3 供热公司资产负债率水平 (%)	22
图 83: 2013-2019 年 Q1-3 年供热板块 ROE (% , %)	23
图 84: 2013-2019 年 Q1-3 供热板块 ROA (% , %)	23
图 85: 2013-2019 前三季度历年前十公司营收份额总计占比 (%)	26
表 1: 安信公用覆盖公司标的.....	10
表 2: 主要燃气公司分类.....	20
表 3: 2019 年前三季度公用板块公司业绩情况 (亿元)	23
表 4: 公用行业 2019 年前三季度营收前十公司和单三季度营收增速前十公司.....	26
表 5: 公用行业 2019 年前三季度净利润前十公司和单三季度净利润增速前十公司.....	26
表 6: 公用行业 2019 年单三季度净利润增速前十公司及原因	26
表 7: 公用行业 2019 年前三季度总市值前十以及 PE (TTM)、PE (LYR) 最低的十家公司.....	27
表 8: 公用行业 2019 年前三季度净资产收益率、负债率及期间费用前十的公司	27
表 9: 公用行业股息率前十的公司 (截至 2019 年 11 月 11 日)	27

1. 三季度公用事业板块持仓分析

1.1. 公募基金持仓环比小幅上升，火电板块加仓较大

公募基金公用持仓占股票总市值比及公用持仓总市值均小幅上升：根据 WIND 数据，2019Q3，安信公用事业板块公募基金持仓总市值 55.75 亿元，在全部基金持仓总市值中占 0.50%，持仓市值及占比均较 2019Q2 小幅回升。2016Q1 至 2019Q3 公用持仓总市值分别为 80.46 亿、74.95 亿、62.92 亿、72.33 亿、97.26 亿、118.26 亿、86.87 亿、60.93 亿、61.72 亿、56.62 亿、54.70 亿、89.03 亿、47.52 亿、47.57 亿、55.75 亿，分别占总持仓的 1.19%、1.08%、0.85%、0.99%、1.24%、1.40%、0.98%、0.67%、0.68%、0.65%、0.66%、1.20%、0.49%、0.46%、0.50%。

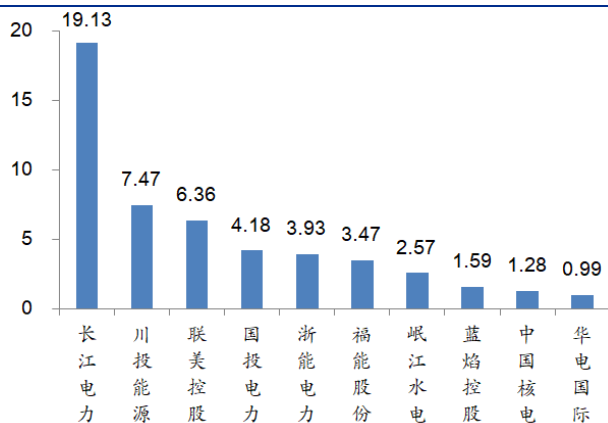
图 1：2015Q1-2019Q3 安信公用板块公募基金持仓情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

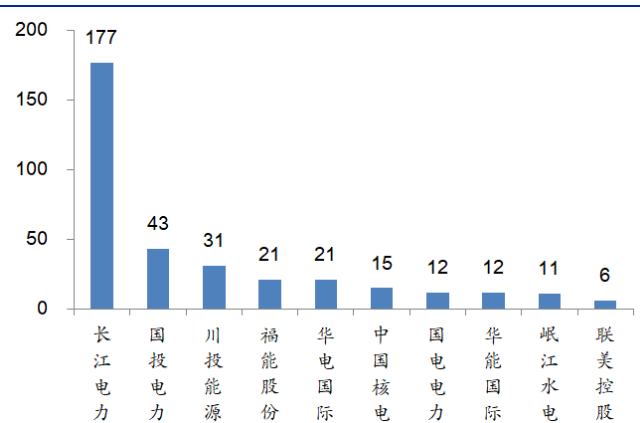
公募基金倾向于防御性较强的水电板块，盈利大幅改善个股亦受到青睐。公用事业板块持仓市值前五的公司分别为长江电力（16.13 亿）、川投能源（7.47 亿）、联美控股（6.36 亿）、国投电力（4.18 亿）、浙能电力（3.93 亿）；持有基金数量前五的公司为长江电力（177 笔）、国投电力（43 笔）、川投能源（31 笔）、福能股份（21 笔）、华电国际（21 笔）。与 2019 年 Q2 持仓相比，基金加仓市值前五的公司为浙能电力（+3.86 亿）、长江电力（+2.37 亿）、福能股份（+1.98 亿）、国投电力（+1.92 亿）、岷江水电（+1.35 亿）；减仓市值前五的公司为蓝焰控股（-2.01 亿）、ST 中天（-0.89 亿）、哈投股份（-0.78 亿）、新天然气（-0.77 亿）、大唐发电（-0.68 亿）、深圳能源（-0.68 亿）。

图 2：2019Q3 公用板块基金持仓市值前十（亿元）



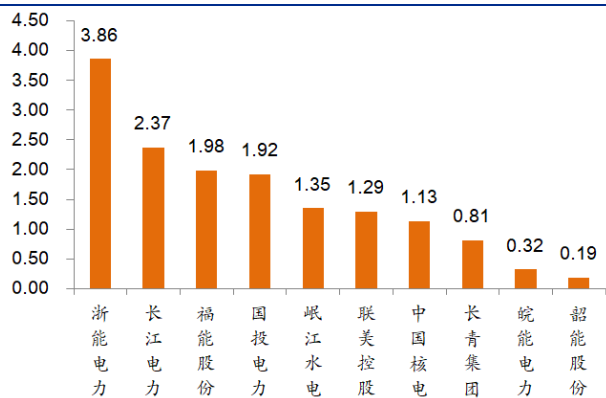
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 3：2019Q3 公用板块持有基金数量前十（笔）



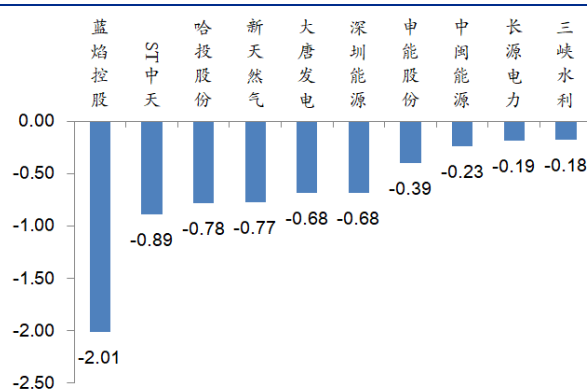
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4: 2019Q3 公用板块基金加仓市值前十 (亿元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 5: 2019Q3 公用板块基金减仓市值前十 (亿元)

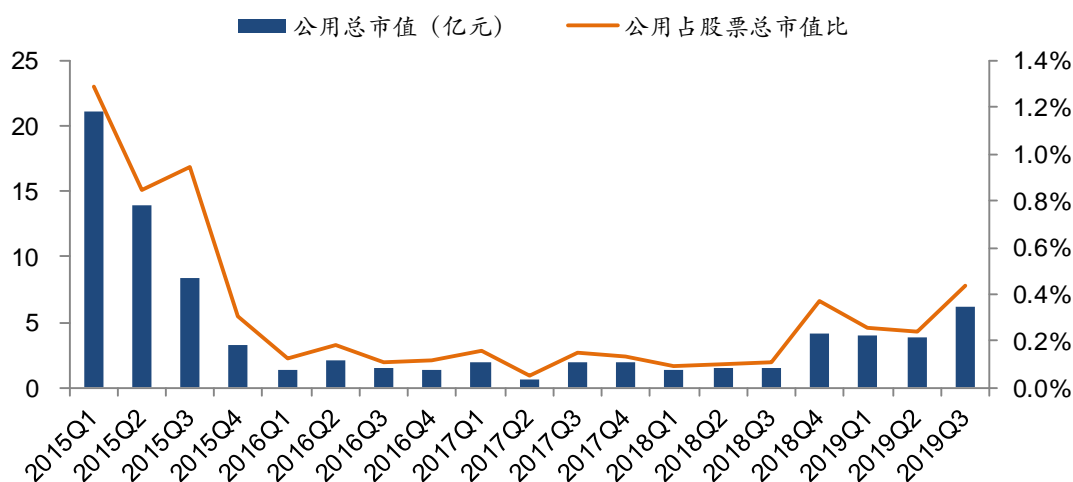


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

1.2. QFII 公用持仓创近三年新高, 燃气板块持仓大幅增加

QFII 公用持仓占股票总市值比及公用持仓总市值均处于近三年高位: 根据 WIND 数据, 2019 年 Q3, 安信公用事业板块 QFII 持仓总市值 6.25 亿元, 在 QFII 持仓总市值中占比 0.44%, 持仓市值及占比均处近三年高位。2016Q1 至 2019Q3 QFII 持仓总市值分别为 1.34 亿、2.03 亿、1.43 亿、1.37 亿、1.95 亿、0.67 亿、2.00 亿、1.92 亿、1.39 亿、1.45 亿、1.50 亿、4.09 亿、3.94 亿、3.88 亿、6.25 亿, 分别占总持仓的 0.13%、0.18%、0.11%、0.12%、0.16%、0.05%、0.15%、0.13%、0.10%、0.10%、0.11%、0.37%、0.25%、0.24%、0.44%。

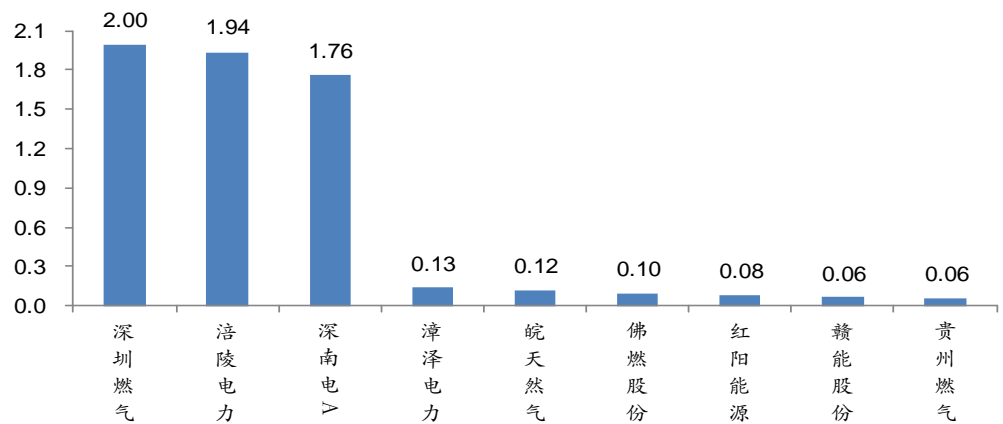
图 6: 2015Q1-2019Q3 安信公用板块 QFII 持仓情况



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

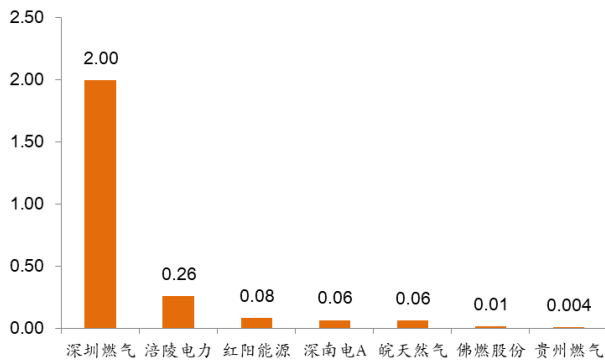
QFII 倾向于防御性较强的水电板块和预期盈利改善的燃气板块。公用事业板块 QFII 持仓市值前五的公司分别为深圳燃气 (2.00 亿)、涪陵电力 (1.94 亿)、深南电 A (1.76 亿)、漳泽电力 (0.13 亿)、皖天然气 (0.12 亿); 与 2019 年 Q2 持仓相比, QFII 加仓市值前五的公司为深圳燃气 (+2.00 亿)、涪陵电力 (+0.26 亿)、红阳能源 (+0.08 亿)、深南电 A (+0.06 亿)、皖天然气 (+0.06 亿); 减仓的公司为长春燃气 (-0.06 亿)、*ST 金山 (-0.03 亿)、漳泽电力 (-0.02 亿)、赣能股份 (-0.01 亿)。

图 7：2019Q3 公用板块 QFII 持仓市值前十（亿元）



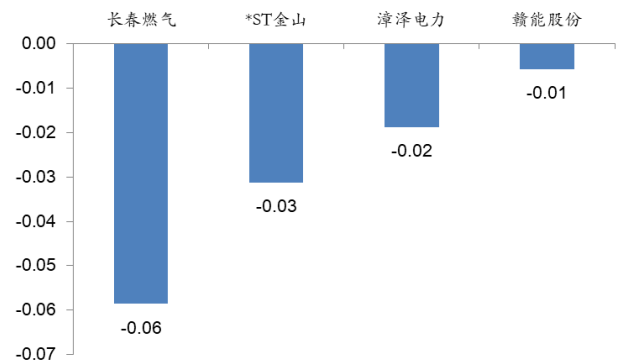
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 8：2019Q3 公用板块 QFII 加仓市值情况（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 9：2019Q3 公用板块 QFII 减仓市值情况（亿元）

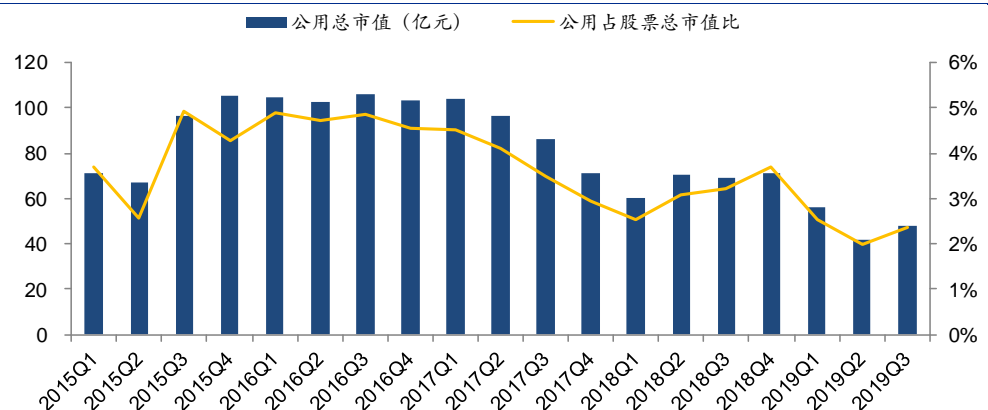


资料来源：Wind，安信证券研究中心

1.3. 2019Q3 社保基金持仓环比小幅提升，但仍处于近五年低位

社保基金公用持仓占股票总市值比及公用持仓总市值均小幅上升，处于近五年低位：根据 WIND 数据，2019 年 Q3，安信公用事业板块社保基金持仓总市值 47.68 亿元，在全部社保基金持仓总市值中占比 2.36%，持仓市值及占比均较 2019Q2 小幅提升，但仍处于近五年低位。2016Q1 至 2019Q3QFII 持仓总市值分别为 104.59 亿、102.38 亿、105.76 亿、103.16 亿、103.84 亿、96.28 亿、85.97 亿、70.93 亿、60.37 亿、70.46 亿、69.15 亿、71.40 亿、55.86 亿、41.52 亿、47.68 亿，占总持仓比分别为 4.89%、4.73%、4.85%、4.56%、4.51%、4.10%、3.48%、2.93%、2.54%、3.08%、3.21%、3.69%、2.55%、1.99%、2.36%。

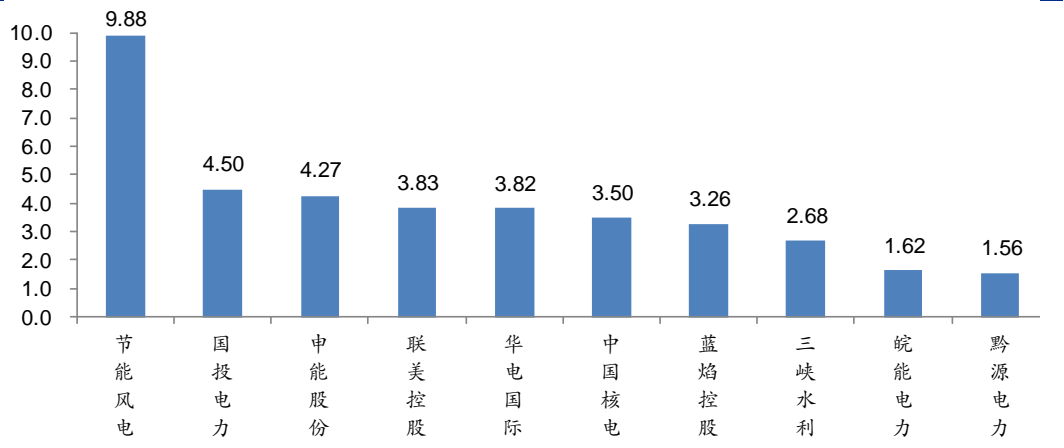
图 10：2015Q1-2019Q3 安信公用板块社保基金持仓情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

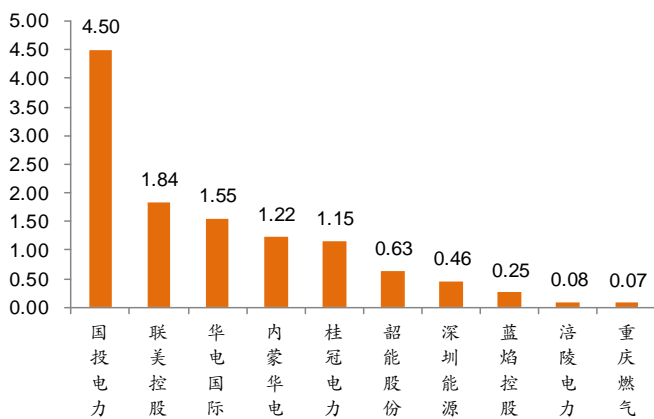
社保基金对防御性强的水电青睐度较高，同时对火电加仓力度相对较大。公用事业板块社保基金持仓市值前五的公司分别为节能风电（9.88 亿）、国投电力（4.50 亿）、中能股份（4.27 亿）、联美控股（3.83 亿）、华电国际（3.82 亿）。与 2019 年 Q2 持仓相比，社保基金加仓市值前五的公司为国投电力（+4.50 亿）、联美控股（+1.84 亿）、华电国际（+1.55 亿）、内蒙华电（+1.22 亿）、桂冠电力（+1.15 亿）；减仓市值前五的公司为节能风电（-1.52 亿）、深圳燃气（-1.05 亿）、粤电力 A（-0.82 亿）、皖能电力（-0.66 亿）、大唐发电（-0.56 亿）。2019Q3。

图 11：2019Q3 公用板块社保基金持仓市值前十（亿元）



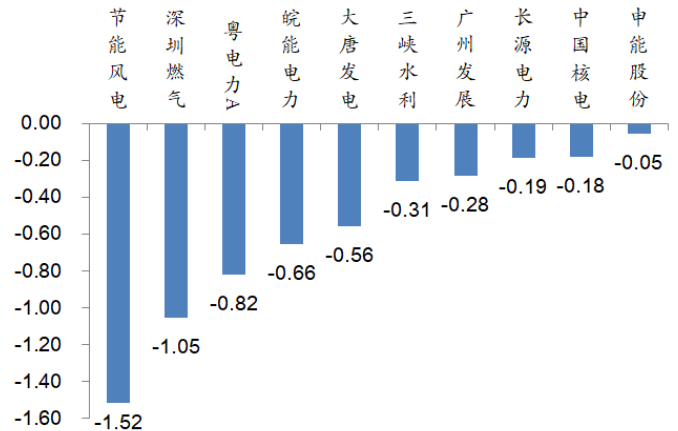
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 12：2019Q3 公用板块社保基金加仓市值前十（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 13：2019Q3 公用板块社保基金减仓市值情况（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

总体而言，2019Q3，公募基金、社保基金、QFII 公用持仓占股票总市值比及公用持仓总市值均有回升，QFII 公用持仓创近三年新高，反映出国内外机构投资者对公用板块关注度提升。从细分板块来看，国内外机构投资者均比较倾向于防御性较强的水电板块和受益于煤价下行的火电板块。国内外机构投资者对核电、风电等新能源及燃气板块也有一定的关注度。

2. 2019 年前三季度业绩综述

2.1. 营业收入稳步增长，业绩符合市场预期

公用事业各子板块前三季度营收均稳步增长，符合市场预期。根据 WIND 数据，2019 年前三季度，公用事业板块总营业收入 8886.60 亿元，同比增长 12.83%。其中，发电及电网板块实现营业收入 8164.65 亿元，同比增长 13.13%；燃气及供热板块实现营业收入 721.94 亿元，同比增长 9.53%。2019 年第三季度，公用事业板块总营业收入 3192.91 亿元，同比

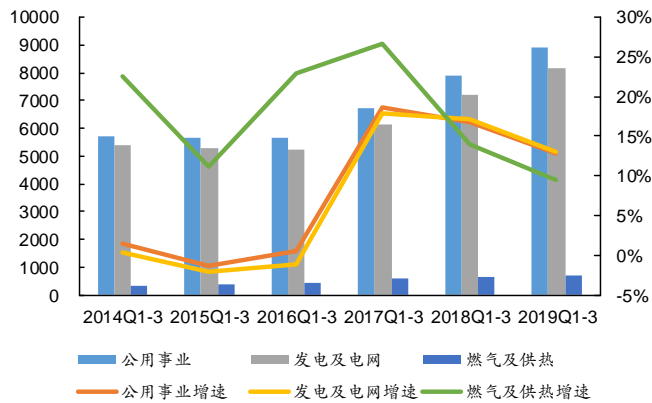
增长 11.22%。其中，发电及电网板块实现营业收入 2983.80 亿元，同比增长 11.56%；燃气及供热板块实现营业收入 209.11 亿元，同比增长 6.65%。

表 1：安信公用覆盖公司标的

类别	板块细分	数量	公司明细
发电及电网板块	火电	32	深圳能源、深南电 A、穗恒运 A、粤电力 A、皖能电力、建投能源、宝新能源、新能泰山、吉电股份、赣能股份、东方能源、长源电力、豫能控股、华能国际、上海电力、浙能电力、华电国际、广州发展、*ST 金山、福能股份、天富能源、京能电力、申能股份、东方盛虹、*ST 华源、华银电力、红阳能源、通宝能源、国电电力、内蒙华电、大唐发电
	水电	12	韶能股份、湖北能源、湖南发展、甘肃电投、闽东电力、黔源电力、桂冠电力、西昌电力、川投能源、梅雁吉祥、长江电力
	电网	9	明星电力、三峡水利、岷江水电、涪陵电力、乐山电力、郴电国际、广安爱众、文山电力
	其他发电	6	太阳能、协鑫能科、中闽能源、节能风电、银星能源、中国核电
燃气及供热板块	燃气	17	胜利股份、皖天然气、新天然气、大通燃气、金鸿控股、陕天然气、新疆浩源、长春燃气、国新能源、大众公用、百川能源、ST 中天、重庆燃气、蓝焰控股、深圳燃气、佛燃股份、贵州燃气
	供热	8	长青集团、迪森股份、惠天热电、滨海能源、联美控股、大连热电、哈投股份、宁波热电

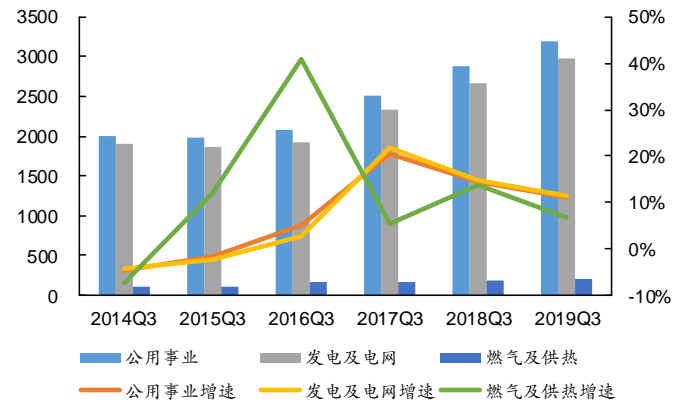
资料来源：安信证券研究中心整理

图 14：2019 前三季度营业收入及增速情况（亿元，%）



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

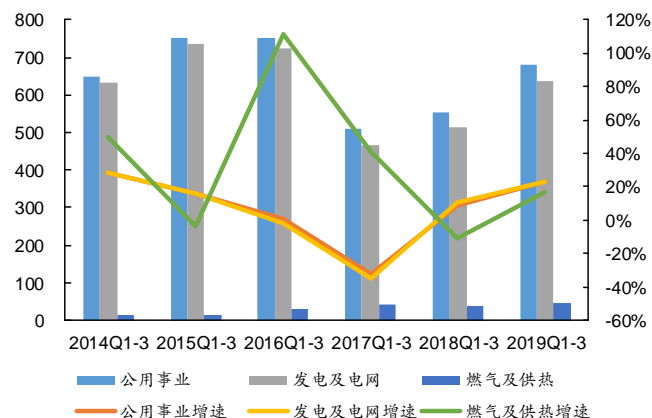
图 15：2019 第三季度营业收入及增速情况（亿元，%）



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

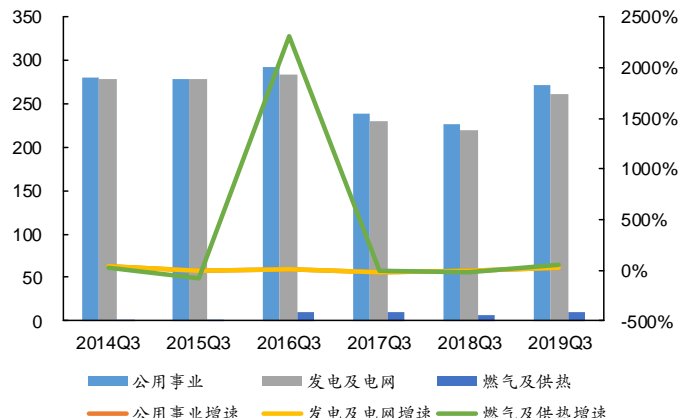
公用事业板块受益于煤价下行、电力市场改革及泛在电力物联网盈利状况持续改善。根据 WIND 数据，2019 年前三季度，公用事业板块扣非后归母净利润 681.17 亿元，同比增长 22.95%，在板块排名 11 位，跑赢大盘。其中，发电及电网板块扣非后归母净利润 635.96 亿元，同比增长 23.39%；燃气和供热板块扣非后归母净利润 45.21 亿元，同比增加 17.13%。2019 年第三季度，公用事业板块扣非后归母净利润 271.18 亿元，同比增长 20.05%。

图 16：2019 前三季度扣非归母及增速情况（亿元，%）



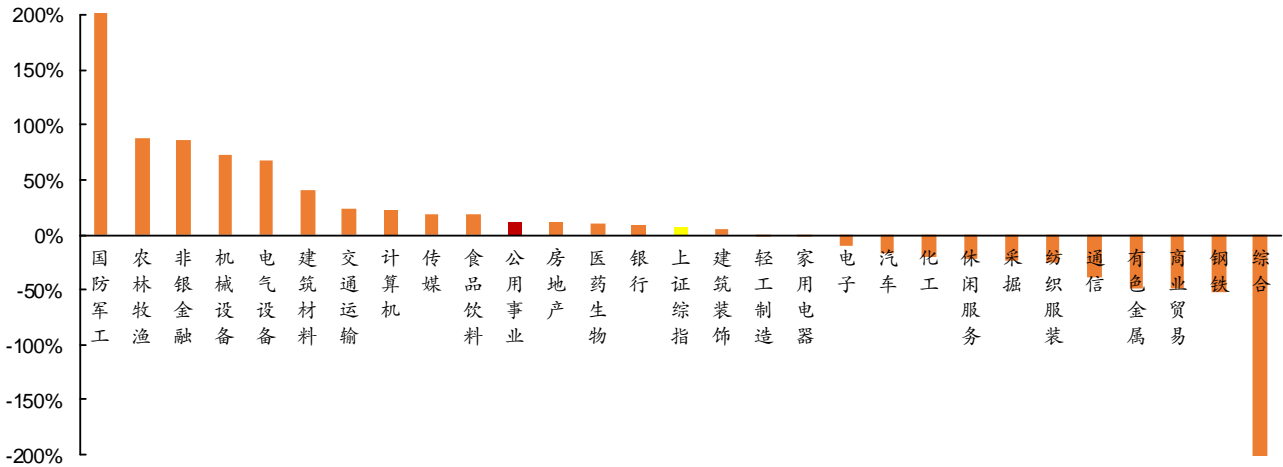
资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图 17：2019 第三季度扣非归母及增速情况（亿元，%）



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

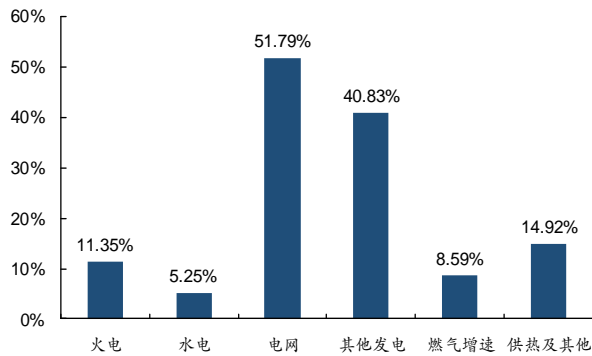
图 18: 2019 前三季度电力及公用事业板块扣非后归母净利润表现强于大盘, 位列第 11 位



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

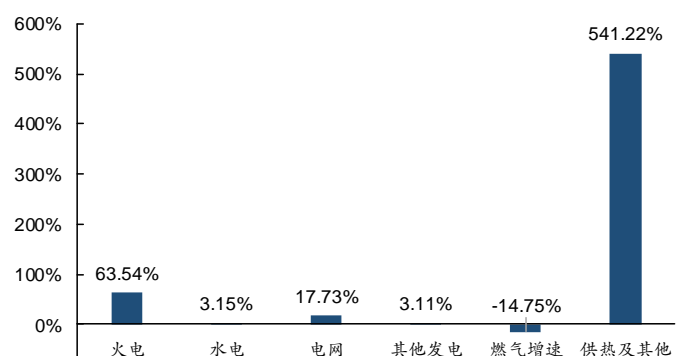
细分板块方面, 2019 年前三季度, 电网板块 (51.79%)、其他发电 (40.83%) 表现突出, 火电板块 (11.35%)、供热板块 (14.92%) 以及水电 (5.25%)、燃气板块 (8.59%) 的营收均稳定增长。在扣非归母净利润方面, 受来水偏枯和煤价下行影响, 火电同比增加 63.54%, 水电公司仅小幅增加 3.15%; 受购销毛差影响, 燃气公司润同比下降 14.75%。

图 19: 2019 前三季度分板块营业收入增速情况 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

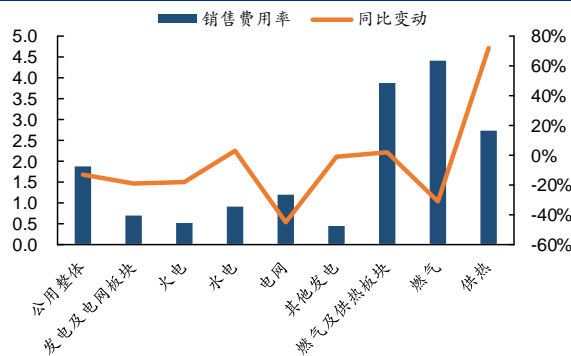
图 20: 2019 前三季度分板块扣非归母增速情况 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

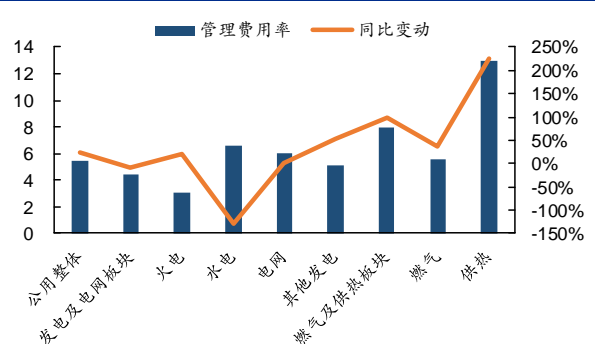
公用板块 2019 年前三季度期间费用率 14.46%, 同比增加 24.64 个百分点, 其中销售费用率同比减少 12.77%, 管理费用增加 23.07%, 财务费用率增加 14.34%。其中发电及电网板块 12.61%, 同比下降 46.98%。细分板块中, 除去其他发电, 均同比有所下降; 燃气及供热板块 15.77%, 同比增加 247.01 个百分点, 主要供热板块增加较大。

图 21: 2019 前三季度公用板块销售费用率 (%)



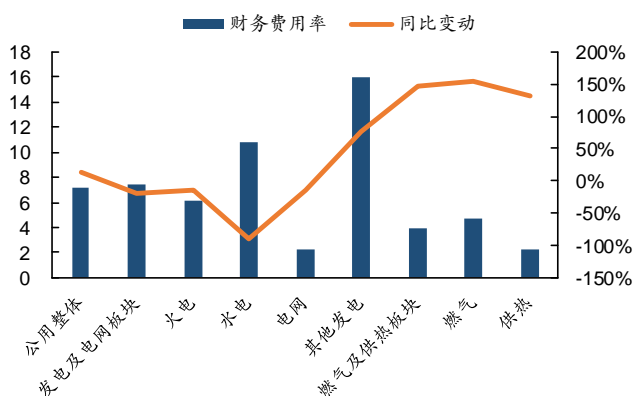
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 22: 2019 前三季度公用板块管理费用率 (%)



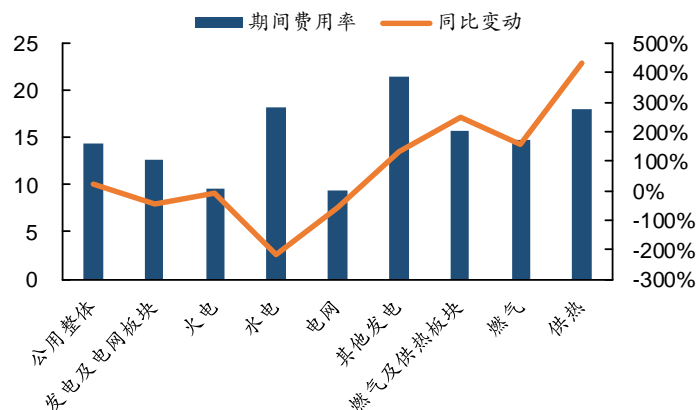
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 23：2019 前三季度财务费用率 (%)



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

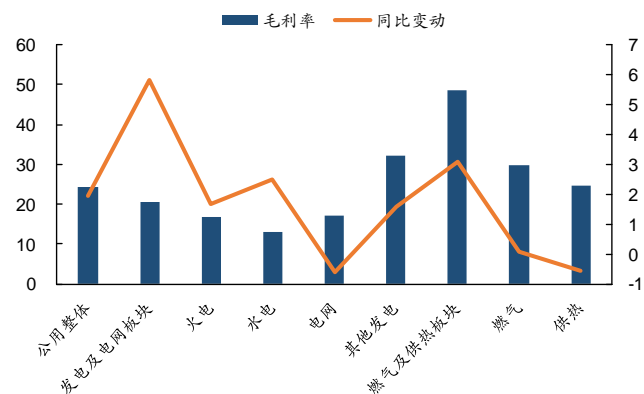
图 24：2019 前三季度公用板块期间费用率 (%)



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

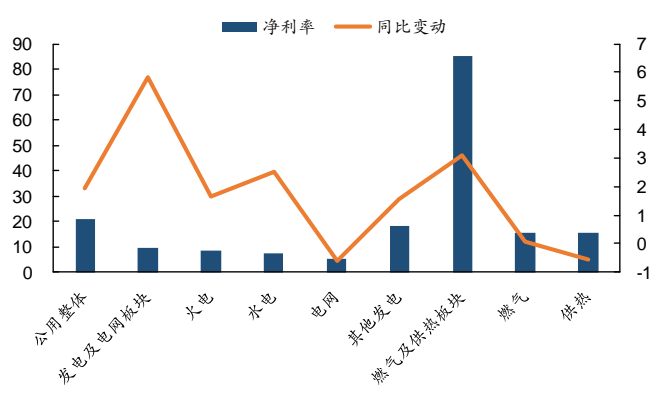
公用板块 2019 前三季度毛利率 24.41%，同比增加 1.94 个百分点，净利率 20.80%，同比增加 1.90 个百分点。其中，发电及电网毛利率为 20.66，同比增加 5.81 个百分点，净利率为 9.47%，同比减少 0.59 个百分点，燃气及供热板块毛利率为 48.65%，同比增加 3.10 个百分点，净利率 85.37%，同比减少 1.82 个百分点。

图 25：2019 前三季度公用板块毛利率 (%)



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图 26：2019 前三季度公用板块净利率 (%)



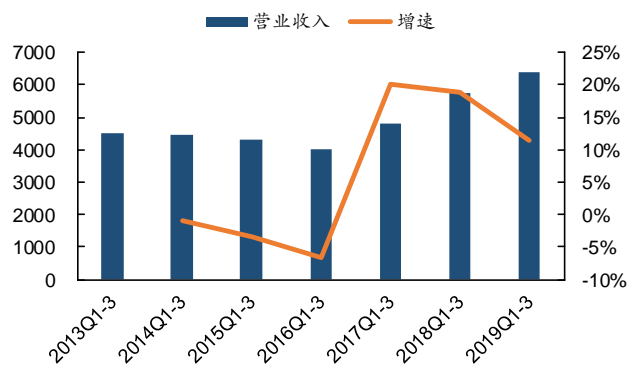
资料来源：Wind, 安信证券研究中心

3. 发电及电网：火电板块复苏，政策助力供热板块业绩稳增长

3.1. 火电板块：火电业绩三要素向好，企业利润大幅提升

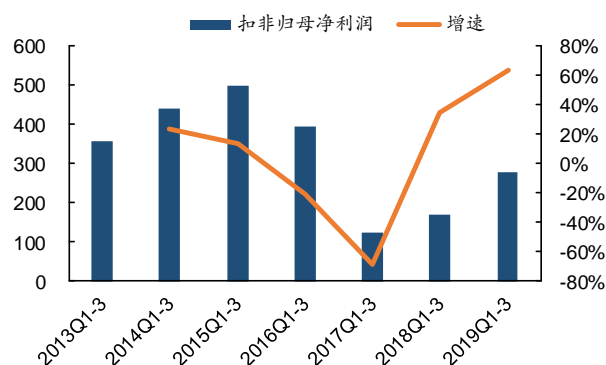
2019 年前三季度，火电业绩三要素趋势向好。煤价步入下行通道，火电企业燃料成本明显改观。电价方面，市场化折扣缩窄，部分抵消市场化规模扩大的影响。同时，增值税调整间接上调火电上网电价，火电企业直接受益。根据 WIND 数据，2019 年前三季度火电板块实现营业收入 6377.8 亿元，同比增长 11.35%，增速下降 7.54%；实现扣非归母净利润 277.70 亿元，同比增长 63.54%，增速提升 28.43%；营业成本合计 5344.75 亿元，同比增长 7.83%，增速下降 10.09%。

图 27: 2013-2019Q1-3 火电板块营业收入 (亿元, %)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

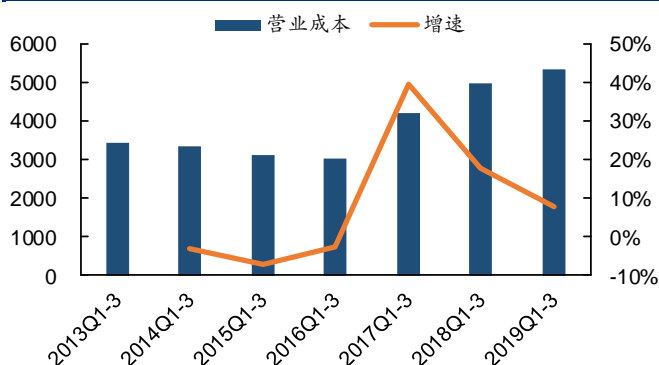
图 28: 2013-2019Q1-3 火电板块扣非归母净利润 (亿元, %)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

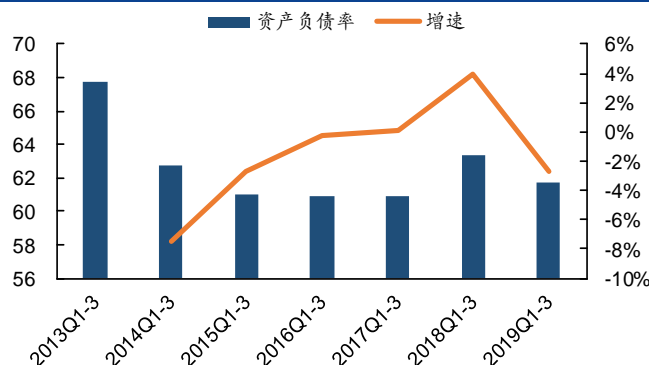
偿债能力方面, 火电板块 2019 年前三季度资产负债率水平同比减少 2.69%, 同比减少 6.70 个百分点, 相比去年同期负债水平降低。盈利能力方面, ROE 扭转去年同期大幅下降趋势, 同比增加 47.15%, ROA 也保持稳定增长, 盈利能力持续改善。

图 29: 2013-2019Q1-3 火电板块营业成本 (亿元, %)



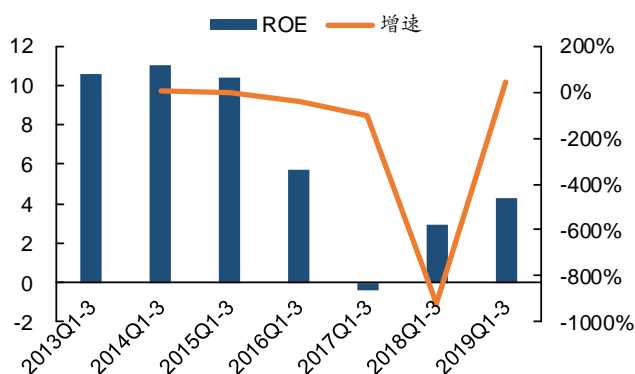
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 30: 2013-2019Q1-3 火电板块资产负债率 (%)



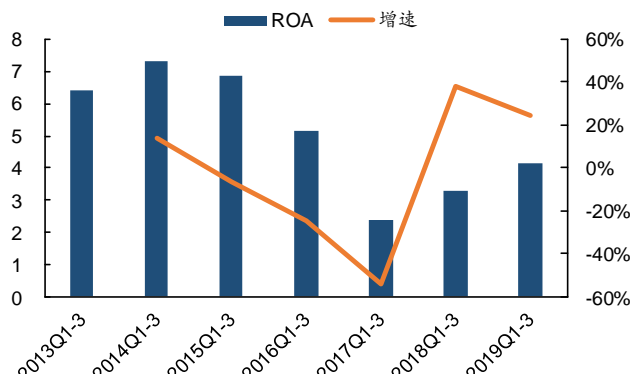
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 31: 2013-2019Q1-3 火电板块 ROE (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 32: 2013-2019Q1-3 火电板块 ROA (%)

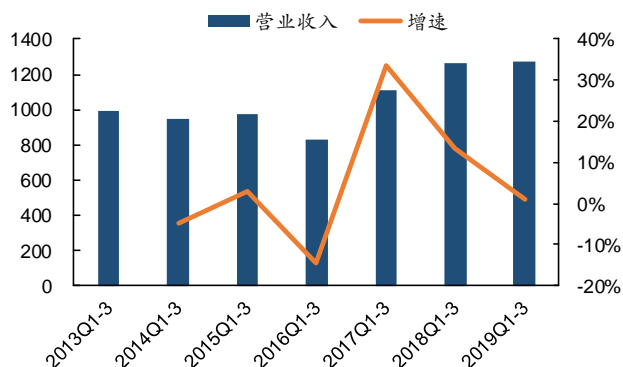


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

个股方面, 2019 年前三季度, 营收排名前五的分别是华能国际、国电电力、大唐发电、华电国际、浙能电力, 营业收入为 1272.3 亿元 (0.99%)、856.99 亿元 (78.32%)、690.44 亿元 (-0.08%)、674.57 亿元 (4.89%) 和 396.56 亿元 (-7.86%)。扣非归母净利润排名前五的分别是华能国际、浙能电力、国电电力、华电国际, 扣非归母净利润分别是 48.16 亿元 (173.11%)、35.91 亿元 (3.58%)、25.82 元 (4.72%)、24.35 亿元 (62.88%)、16.91 亿元 (-1.11%)。2019 年前三季度, 华能国际实现营业收入 1272.32 亿元, 同比增长 0.99%;

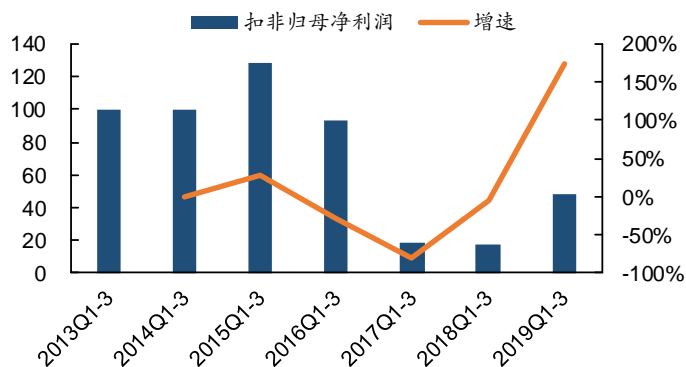
实现扣非归母净利润 48.16 亿元，同比增长 173.11%。ROE 和 ROA 均有大幅回升。

图 33: 2014-2019H1 华能国际营业收入 (亿元, %)



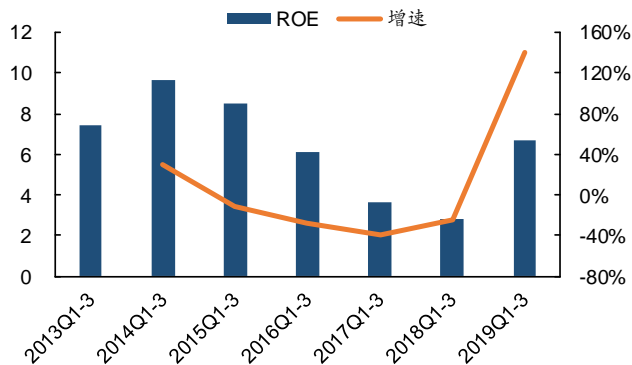
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 34: 2014-2019H1 华能国际扣非后归母净利润 (亿元, %)



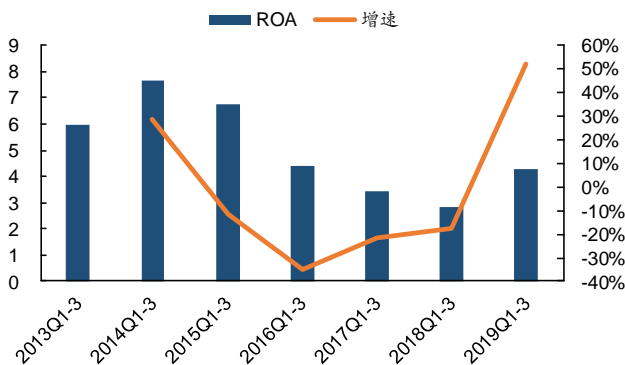
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 35: 2014-2019H1 华能国际 ROE (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

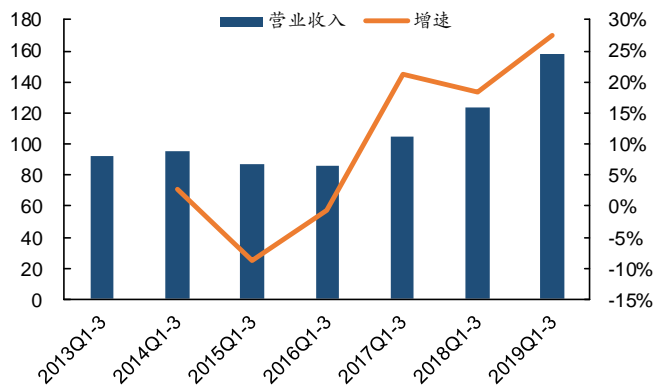
图 36: 2014-2019H1 华能国际 ROA (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

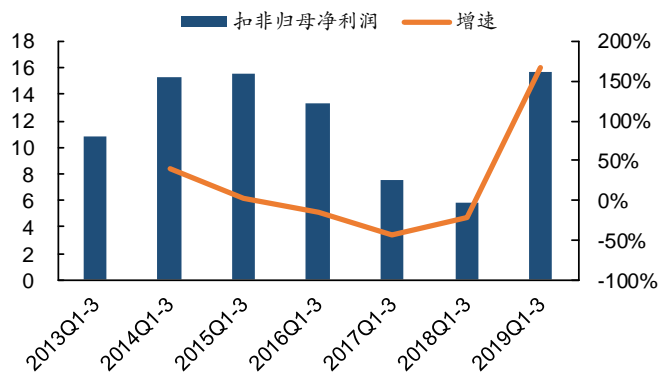
2019 年前三季度，深圳能源实现营业收入和扣非后归母净利润分别为 157.8 和 15.6 亿元，分别较去年同期增长了 27.5% 和 166.6%。ROE 为 6.7%，较去年同期同期上涨 3.9 个百分点，ROA 为 4.3%，较去年同期同期上涨 1.5 个百分点。

图 37: 2013-2019Q1-3 深圳能源营业收入 (亿元, %)



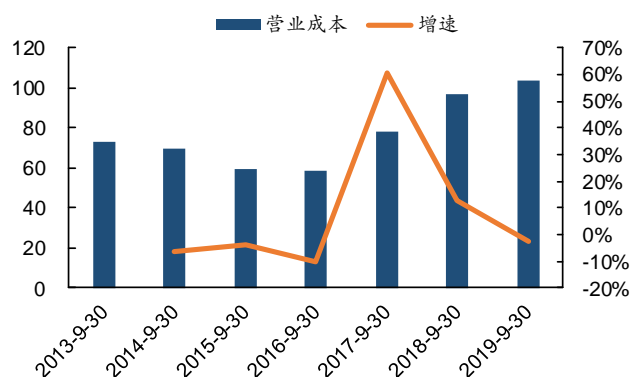
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 38: 2013-2019Q1-3 深圳能源扣非后归母净利润 (亿元, %)



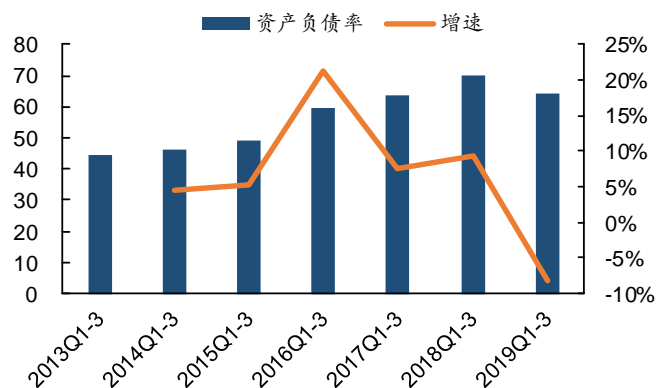
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 39: 2013-2019Q1-3 深圳能源营业成本 (亿元, %)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 40: 2013-2019Q1-3 深圳能源资产负债率 (%)

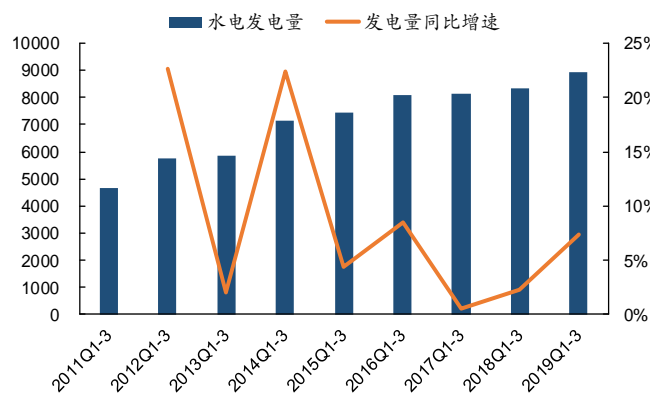


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

3.2. 水电板块: 受多地来水偏枯影响, 单三季度业绩增速下滑

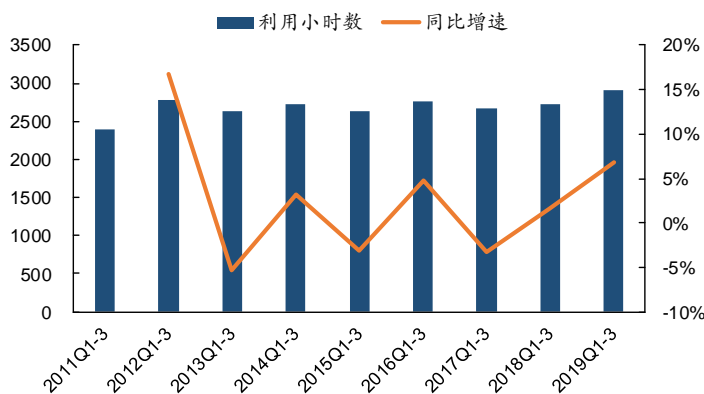
近年来, 水电板块呈现发电量逐年攀升, 弃水情况日渐改善, 且受国家政策扶持力度较大的特点。2019 年三季度受来水偏枯, 发电增速出现下滑, 致三季度营业收入增速小幅回落, 水电发电企业毛利率和扣非归母净利润出现同比下降, 预计下半年仍维持。水电板块实现扣非后归母净利润 290.93 亿元, 同比增长 3.15%, 增速同比去年提高 2.7 个百分点; 2019 年前三季度, 营业总收入 986.04 亿元, 同比增长 5.25%, 增速较 2018 年同期下降 4.6 个百分点; 营业成本 495.72 亿元, 同比增长 6.14%, 增速较 2018 年前三季度降低 5.24 个百分点。2019 年前三季度水电发电量为 8937.90 亿千瓦时, 同比增长 7.35%, 而第三季度水电发电同比增加 2.49%。前三季度水电平均利用小时数 2903 小时, 同比增加 187 小时。

图 41: 2013-2019Q1-3 水电发电量及增速 (亿千瓦时, %)



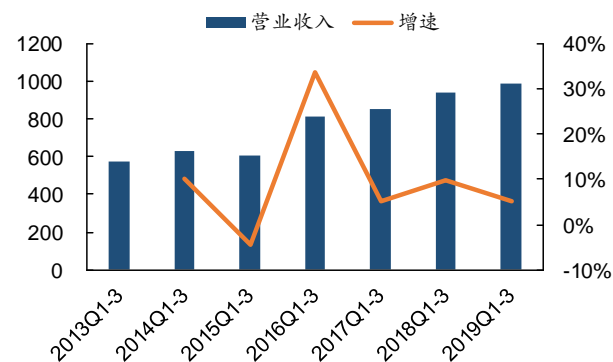
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 42: 2013-2019Q1-3 水电利用小时及增速 (小时, %)



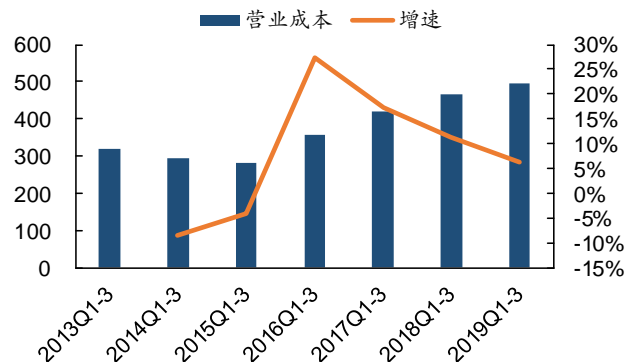
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 43: 2013-2019Q1-3 水电板块营业收入 (亿元, %)



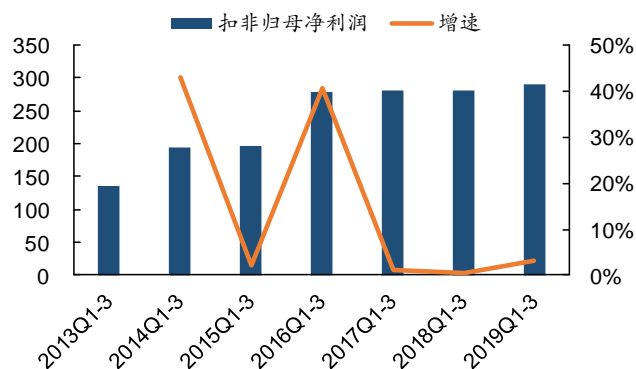
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 44: 2013-2019Q1-3 水电板块营业成本 (亿元, %)



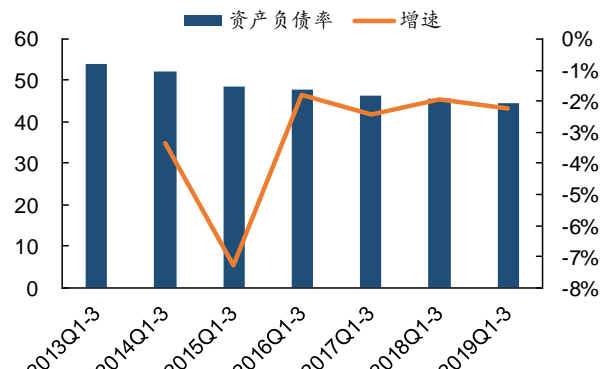
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 45: 2013-2019Q1-3 水电板块扣非净利润 (亿元, %)



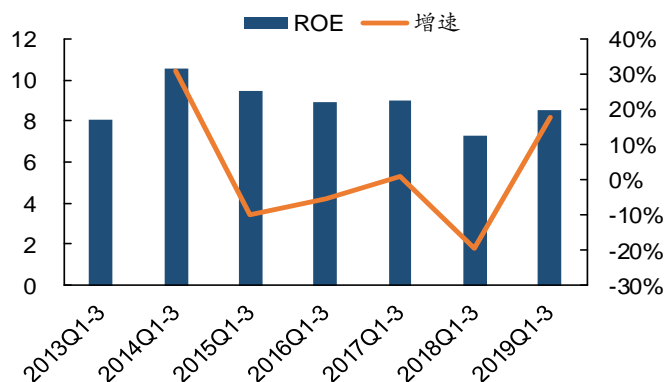
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 46: 2013-2019Q1-3 水电板块资产负债率 (% , %)



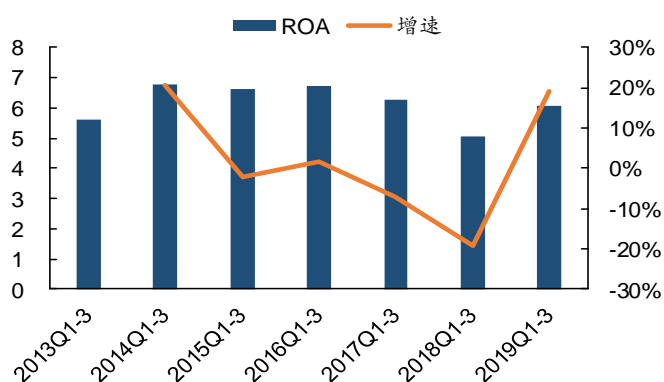
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 47: 2013-2019Q1-3 水电板块 ROE (% , %)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 48: 2013-2019Q1-3 水电板块 ROA (% , %)

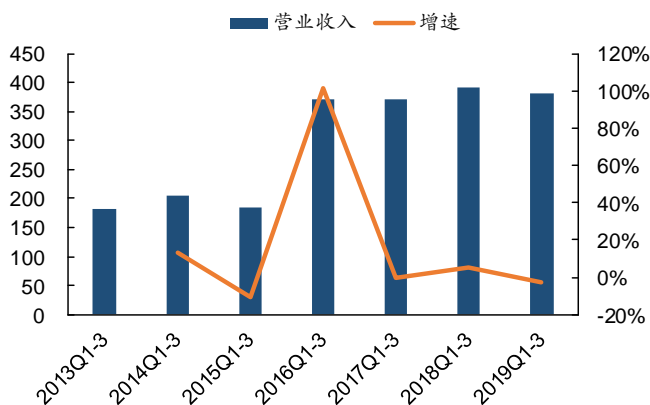


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

个股方面, 2019 年前三季度营业收入排名前三的企业分别是长江电力、国投电力、湖北能源, 营业收入为 380.84 亿元(-2.51%)、322.46 亿元(6.47%)和 120.68 亿元(33.21%)。扣非归母净利润排名前三的企业分别是长江电力、国投电力、川投能源, 扣非归母净利润及同比增速分别是 171.89 亿元 (-0.29%)、42.49 亿元 (19.15%)、26.27 亿元 (-4.87%)。

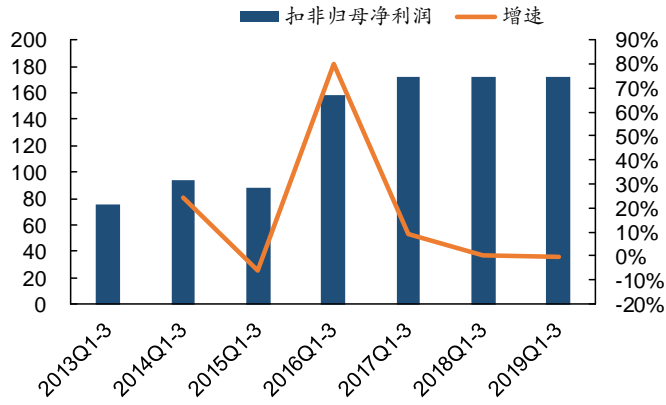
2019 年前三季度, 长江电力的营业收入为 380.84 亿元, 同比减少 2.51%, 扣非归母净利润为 171.89 亿元, 同比下降 0.29%。ROE 为 12.20%, 较去年同期降低了 0.71 个百分点; ROA 为 8.69%, 与去年同期基本持平, 增加 0.07 个百分点。

图 49: 2013-2019Q1-3 长江电力营业收入 (亿元, %)



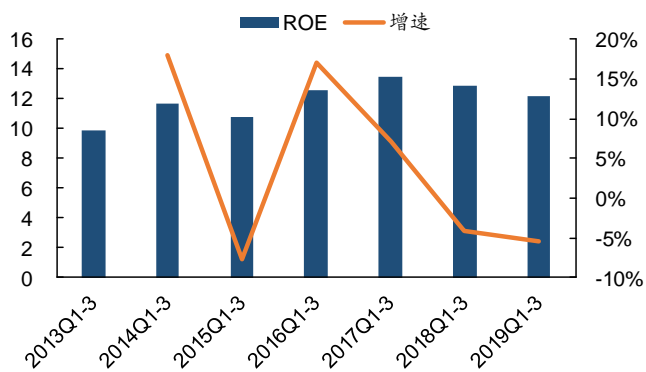
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 50: 2013-2019Q1-3 长江电力扣非归母净利润 (亿元, %)



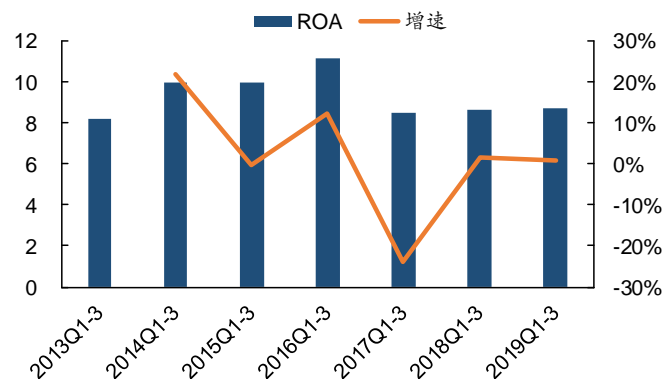
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 51: 2013-2019Q1-3 长江电力 ROE (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 52: 2013-2019Q1-3 长江电力 ROA (%)

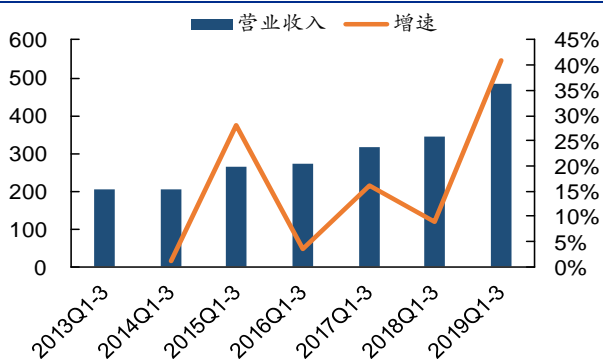


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

3.3. 其他发电: 中国核电表现优异, 协鑫能科三季度高增长

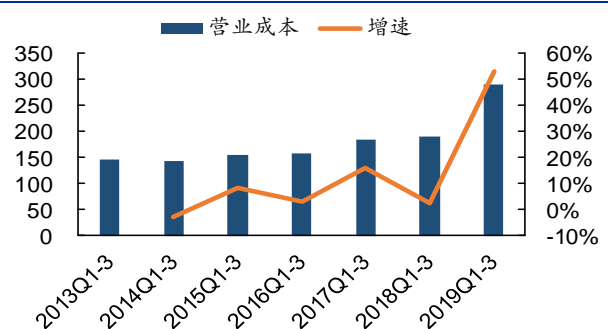
受益于宏观经济稳中向好, 电力消费增速提升, 及国家政策推动弃风、弃光率下降, 其他发电板块 2019 年前三季度营收实现平稳增长, 部分公司利润增速可观。根据 WIND 数据, 2019 年前三季度, 其他发电板块实现营业收入 485.29 亿元, 同比增长 40.83%; 实现扣非归母净利润 52.96 亿元, 同比增长 3.11%。

图 53: 2013-2019Q1-3 其他发电板块营收 (亿元, %)



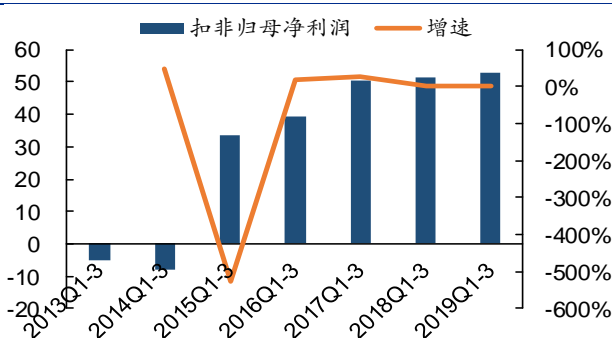
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 54: 2013-2019Q1-3 其他发电板块营业成本 (亿元, %)



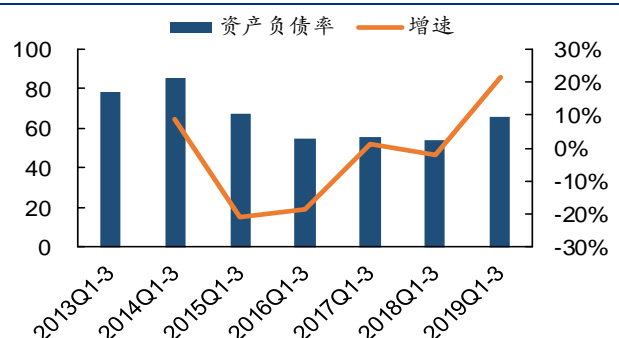
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 55: 2013-2019Q1-3H1 其他发电扣非净利润(亿元, %)



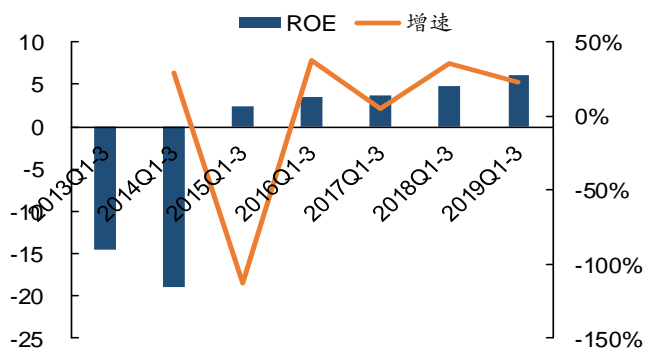
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 56: 2013-2019Q1-3 其他发电资产负债率 (% , %)



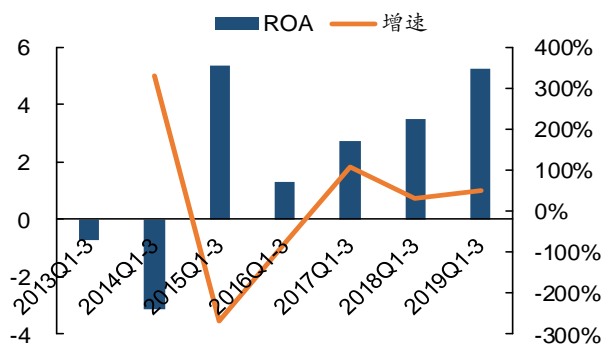
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 57: 2013-2019Q1-3 其他发电 ROE (% , %)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 58: 2013-2019Q1-3 其他发电 ROA (% , %)



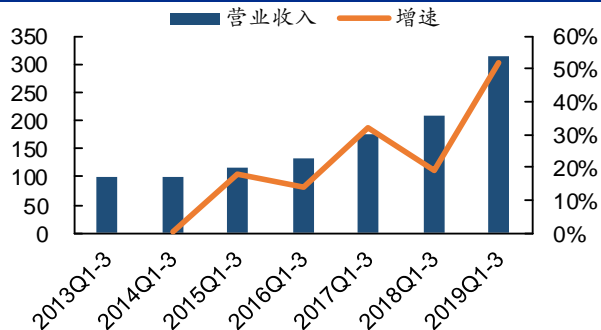
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

个股方面, 2019 年前三季度营业收入最高的是中国核电, 营业收入 338.86 亿元 (20.35%); 扣非归母净利润 36.92 亿元 (-3.54%), 主要原因是在建机组的稳步投产。公司作为核电运营龙头, 随着我国三代核电技术不断成熟, 以及今年能源局工作指导意见对核电发展的态度转变 (由“安全发展”调整为“稳妥推进”), 核电迎来重要发展机遇。同时, 新中核成立, 全产业链优势将更加显著, 后续成长值得期待。

3.4. 电网板块: 2019 年前三季度业绩大幅好转

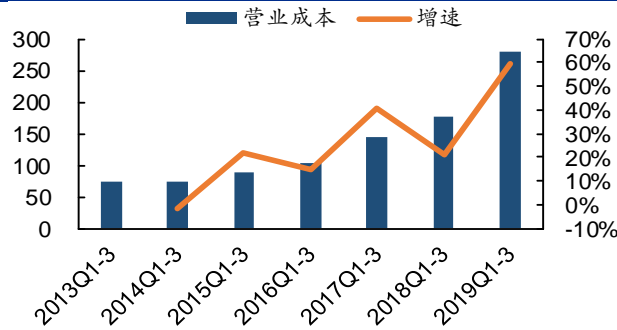
根据 WIND 数据, 2019 年前三季度电网板块实现营业收入 315.50 亿元, 同比增长 51.79%, 较去年同期增加 32.75 个百分点; 实现扣非后归母净利润合计 14.36 亿元, 同比增长 17.73%。业绩大幅好转。同时泛在电力物联网助推电网投资加速, 按照政策进度, 预计下半年产业化进程有望加快步伐。

图 59: 2013-2019Q1-3 电网板块营业收入 (亿元, %)



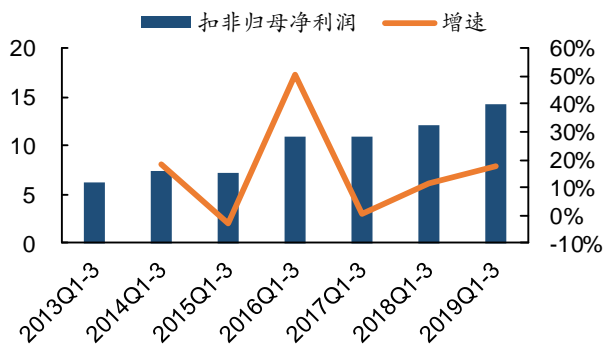
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 60: 2013-2019Q1-3 电网板块营业成本 (亿元, %)



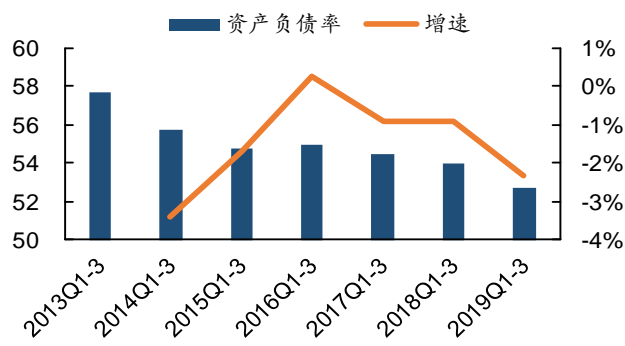
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 61: 2013-2019Q1-3 电网板块扣非净利润 (亿元, %)



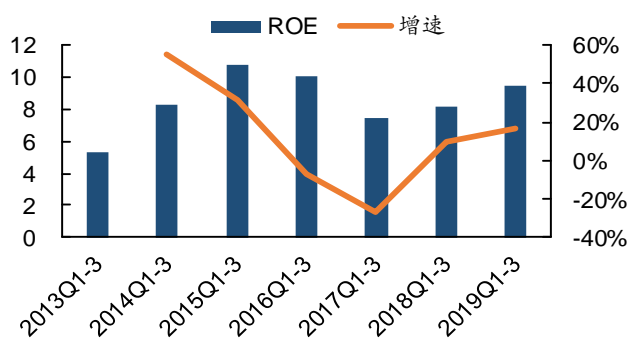
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 62: 2013-2019Q1-3 电网板块资产负债率 (% , %)



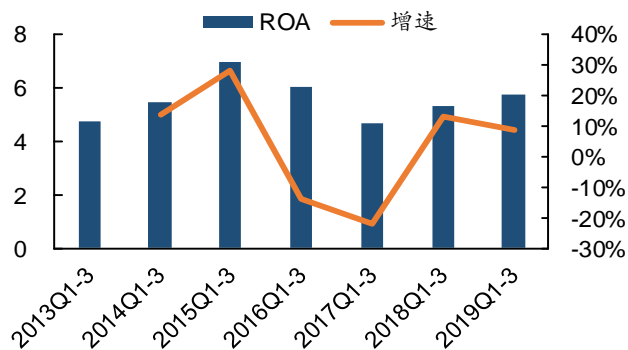
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 63: 2013-2019Q1-3 电网板块 ROE (% , %)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

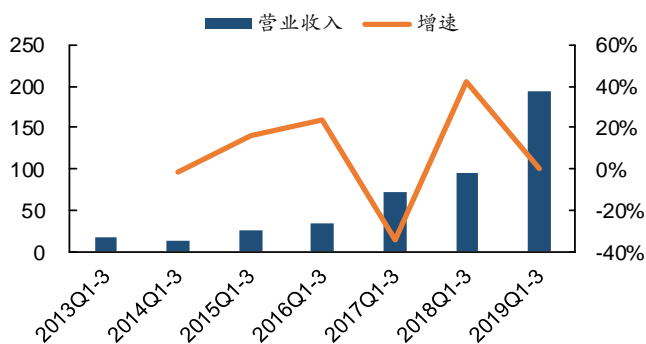
图 64: 2013-2019Q1-3 电网板块 ROA (% , %)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

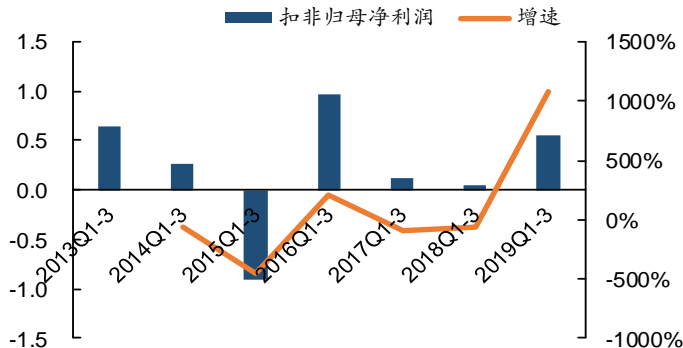
个股方面, 2019 前三季度营业收入分列前三位的企业分别是桂东电力、郴电国际和涪陵电力, 营业收入为 194.73 亿元(106.63%)、23.16 亿元(12.07%)和 19.62 亿元(8.33%)。扣非归母净利润排名前三的企业分别是文山电力、涪陵电力和广安爱众, 扣非归母净利润分别是 3.76 亿元(15.18%)、3.12 亿元(50.01%)和 1.99 亿元(-4.68%)。桂东电力从事水力发电、供电和配电业务一体化经营的地方电力企业, 同时拥有电厂和电网 实现“厂网合一”, 拥有完整的发、供电网络。公司前三季度主要得益于 2019 年上半年, 公司各水电厂流域来水同比偏多, 发电量与营业收入大幅提升, 加之外购电量减少。2019 年前三季度, 桂东电力实现营业收入 194.73 亿元, 同比增长 106.63%; 实现扣非后归母净利润合计 0.55 亿元, 同比增加 1080.47%, 较去年同期上涨 1140.07 个百分点。ROE 为 8.29%, 较去年同期提升 8.29 个百分点, ROA 为 3.65%, 较去年同期上升了 1.13 个百分点。

图 65: 2013-2019Q1-3 桂东电力营业收入 (亿元, %)



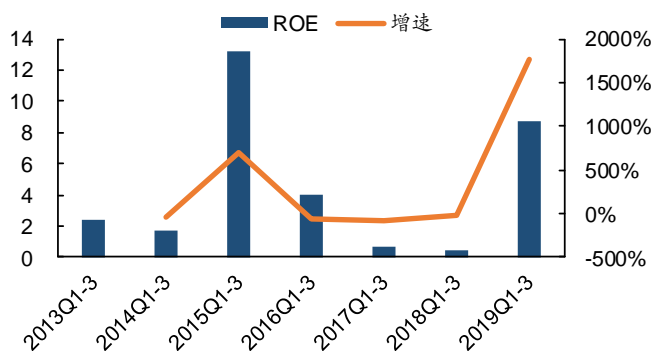
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 66: 2013-2019Q1-3 桂东电力扣非后归母净利润(亿元, %)



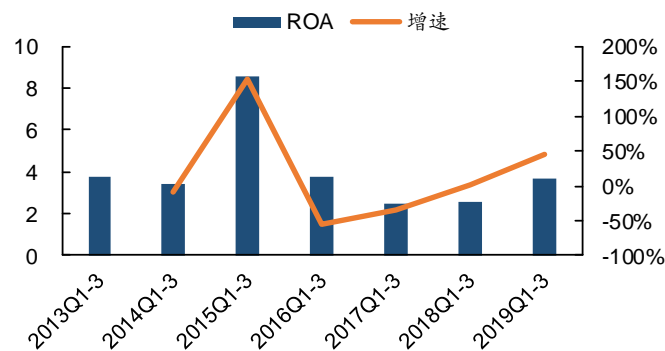
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 67: 2013-2019Q1-3 桂东电力 ROE (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 68: 2013-2019Q1-3 桂东电力 ROA (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

4. 燃气及供热板块：看好燃气长期投资，供热板块盈利提升明显

4.1. 燃气板块：短期购销毛差影响利润，长期供需有望持续宽松

三季度由于燃气公司存在购销毛差，多地天然气居民门站价上调，但企业并未及时顺价，影响燃气公司短期利润。长期看受益于大气污染治理和“煤改气”工程持续推进，工业部门和居民部门天然气消费量保持增长态势。供给端相对充沛，根据国家发改委数据，2019年前三季度，我国天然气表观消费量2224.6亿方，同比增长10.3%，继续保持两位数的高速增长。天然气产量1276.1亿方，同比增长10.4%；天然气进口量974.1亿方，同比增长9.9%，长期供需有望持续宽松，但值得关注区域需求韧性和煤改气通气增量。

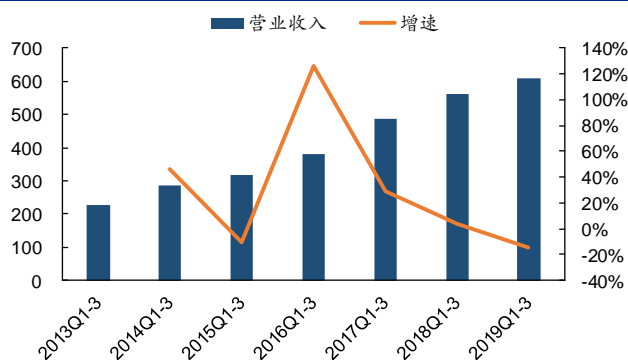
表 2：主要燃气公司分类

类型	数量	上市公司
省级管网企业	4	陕天然气、国新能源、皖天然气、金鸿控股
城市燃气公司	11	大众公用、贵州燃气、百川能源、胜利股份、深圳燃气、新天然气、佛燃股份、重庆燃气、长春燃气、新疆浩源、大通燃气
燃气设备和开采企业	2	中天能源、蓝焰控股

资料来源：安信证券研究中心整理

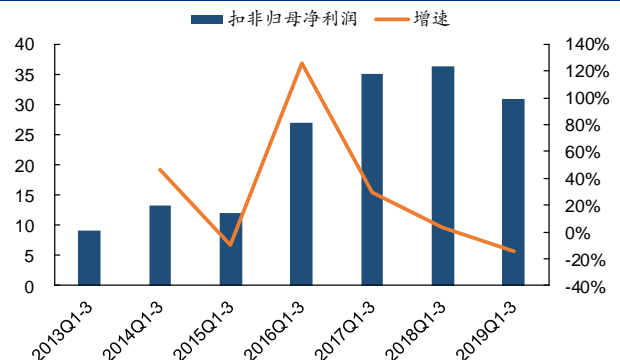
根据WIND数据，2019年前三季度，燃气板块营业收入为609.34亿元，同比增长8.59%。在扣非归母净利润方面，燃气板块为31.02亿元，同比下降14.75%。燃气板块盈利水平的下降，一方面是由于上游涨价，提升城燃公司的购气成本；另一方面是因为部分个股（中天能源和金鸿控股）出现大幅亏损，拉低行业整体盈利水平。

图 69：2013-2019Q1-3 燃气板块营业收入及增速(亿元, %)



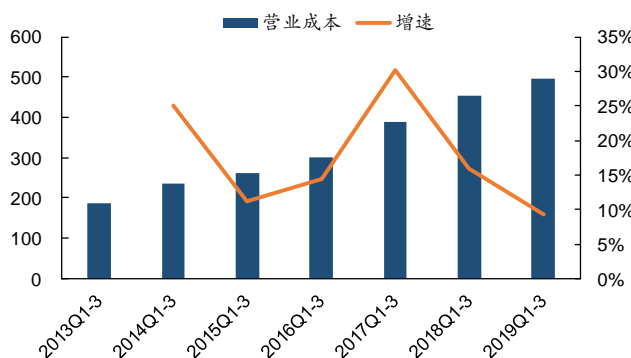
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 70：2013-2019Q1-3 燃气板块扣非归母净利润(亿元, %)



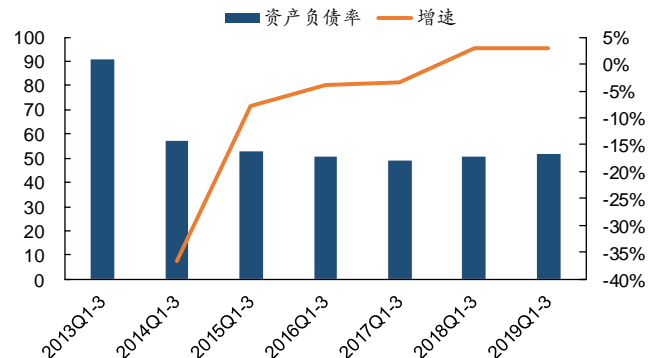
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 71：2013-2019Q1-3 燃气板块营业成本及增速(亿元, %)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 72：2013-2019Q1-3 燃气板块资产负债率及增速 (%)

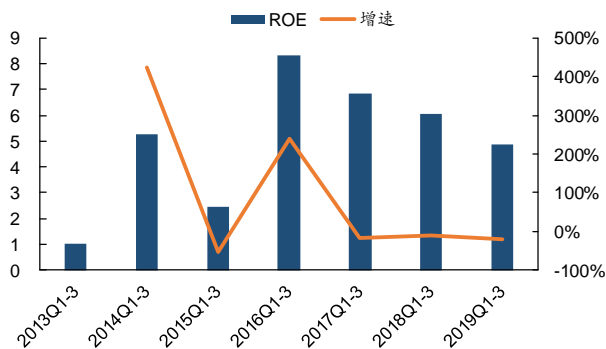


资料来源：Wind，安信证券研究中心

偿债能力方面，燃气板块2019年前三季度资产负债水平同比增速2.89%，同比增加2个百分点，整体偿债能力保持稳定。盈利能力方面，ROE小幅的下降趋势，ROA下降趋势

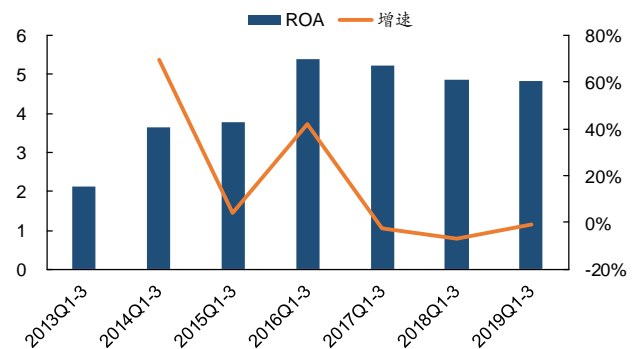
减缓，ROA 和 ROE 的趋势存在一定的背离，近年来融资难是 ROE 下降的主要原因，但燃气公司整体盈利的改善是驱动 ROA 的主要因素。

图 73：2013-2019Q1-3 燃气板块 ROE (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 74：2013-2019Q1-3 燃气板块 ROA (%)

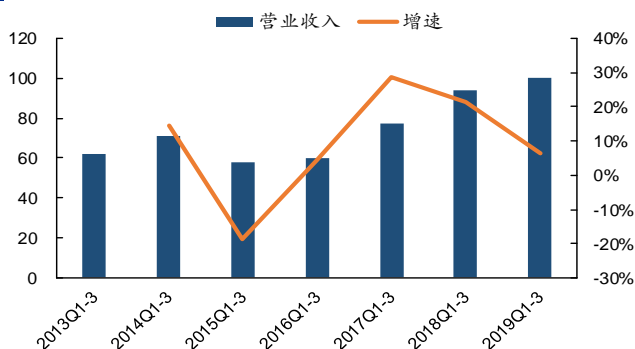


资料来源：Wind，安信证券研究中心

个股方面，2019 年前三季度营收前五的企业是深圳燃气、国新能源、陕天然气、重庆燃气和佛燃股份，营收及同比增速为 100.1 亿元 (6.25%)、77.85 亿元 (11.10%)、65.20 亿元 (12.41%)、51.22 亿元 (16.33%) 和 45.93 亿元 (26.77%)。扣非归母净利润前五的企业是深圳燃气、百川能源、蓝焰控股、佛燃股份和大众公用，扣非归母净利润及同比增速分别是 8.89 亿元 (7.94%)、5.98 亿元 (-10.80%)、4.98 亿元 (5.10%)、3.42 亿元 (3.67%) 和 3.08 亿元 (12.31%)。

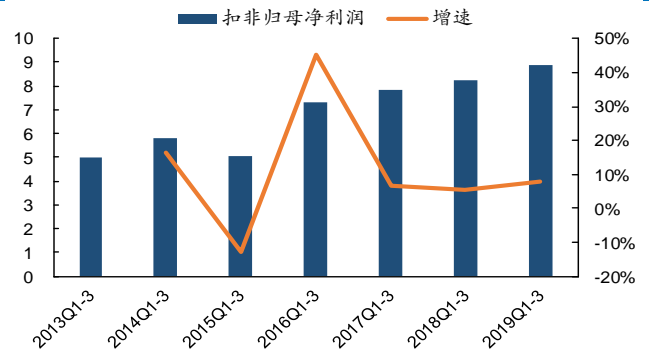
深圳燃气：立足深圳布局全国，调峰站投产助边际改善。公司作为 A 股燃气龙头，目前在广东、广西、江西、安徽、湖南、江苏、浙江、云南等 8 省（区）拥有 40 个城市（区）管道燃气特许经营权。公司气源保障充足，分别与大鹏公司和中石油签订天然气供销长协，拥有宣城深燃、求雨岭天然气液化工厂。近期，公司储备调峰库开始试投产，气源优势得到巩固。同时，公司的储备调峰库工程及相连的天然气高压管道支线项目为公司公开发行 10 亿可转债的募投项目，包括一座 8 万方储罐和一座 5 万吨级接卸码头，并与深圳市天然气高压输配系统工程实现互联互通，具备 24 万方/小时的气化外输能力。项目投产后，公司储备调峰和供应能力大幅提升。预计 2019-2021 年周转量依次为 1、8、10 亿方。此外，深圳市大力推进城中村和工商业部门天然气改造，计划在“十三五”期间改造 100 万户，有望推动居民及工商业用气量增长；中共中央、国务院发文支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区，城市人口、工商业等不断发展将增加天然气消费需求。根据公告，2019 年前三季度销售量天然气 22.58 亿方，同比增长 6.67%。2019 年前三季度，公司的营业收入为 100.01 亿元，同比增长 6.25%，扣非归母净利润为 8.89 亿元，同比增加 7.94%。加权平均净资产收益 8.36 同比下降 1.16 百分点。

图 75：2013-2019Q1-3 深圳燃气营业收入 (亿元，%)



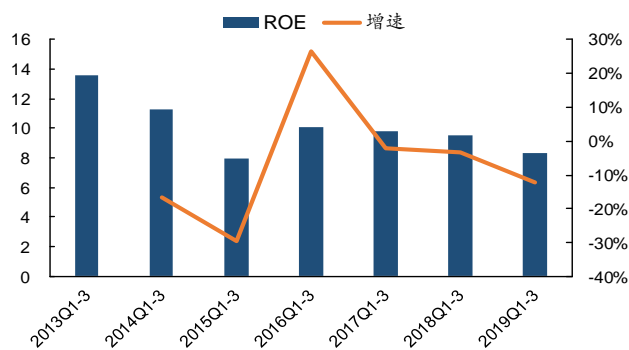
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 76：2013-2019Q1-3 深圳燃气扣非归母净利润 (亿元，%)



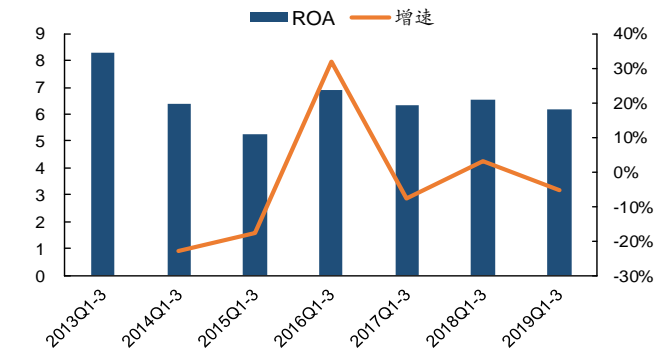
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 77: 2013-2019Q1-3 深圳燃气 ROE (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 78: 2013-2019Q1-3 深圳燃气 ROA (%)

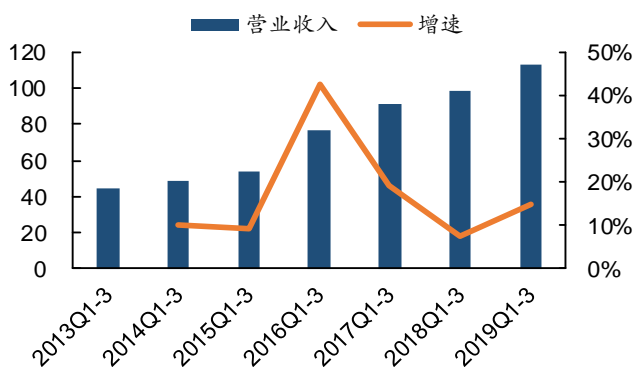


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

4.2. 供热及其他板块: 扣非归母净利润大幅上升

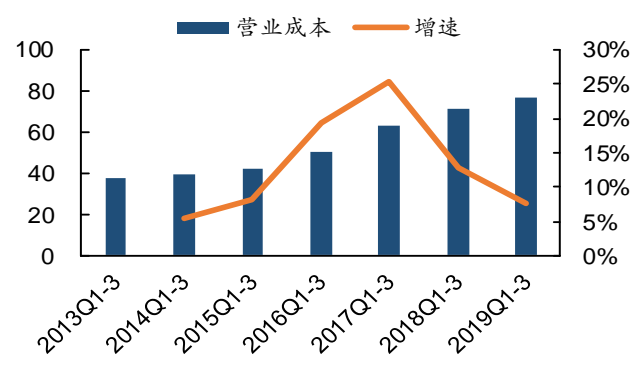
2019 年前三季度, 供热板块实现营业收入 112.60 亿元, 同比增长 14.92%; 实现扣非后归母净利润 14.19 亿元, 同比上升 541.22%。其中, 宁波热电 2019 年前三季度实现总营收 25.77 亿元, 同比增长 106.38%; 扣非后归母净利润为 0.46 亿元, 同比增加 32.65%; 哈投股份 2019 年前三季度实现营业收入 21.21 亿元, 同比增加 12.93%, 扣非后归母净利润为 5.49 亿元, 同比增加 312.05%。

图 79: 2013-2019 年 Q1-3 供热板块营业总收入(亿元, %)



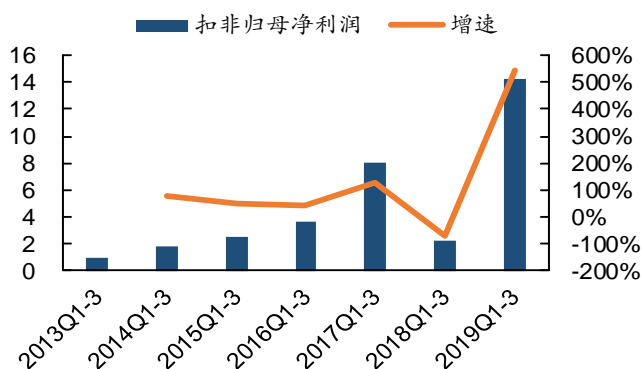
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 80: 2013-2019 年 Q1-3 供热板块营业总成本 (亿元, %)



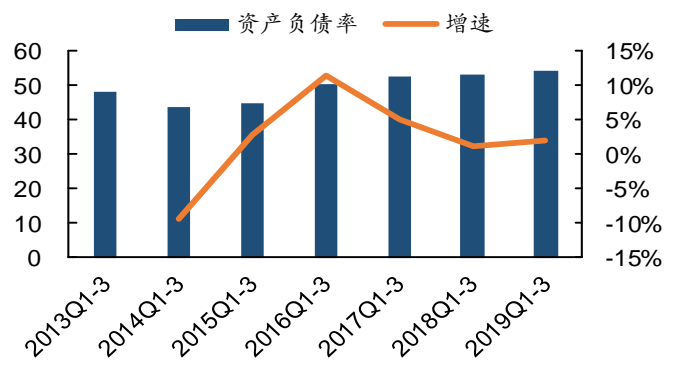
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 81: 2013-2019 年 Q1-3 年供热板块扣非净利润(亿元, %)



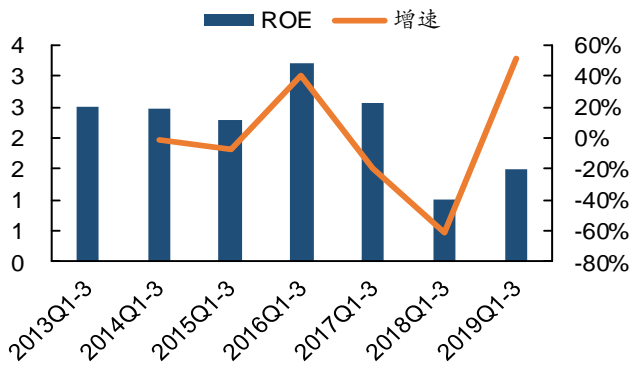
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 82: 2013-2019 年 Q1-3 供热公司资产负债率水平 (%)



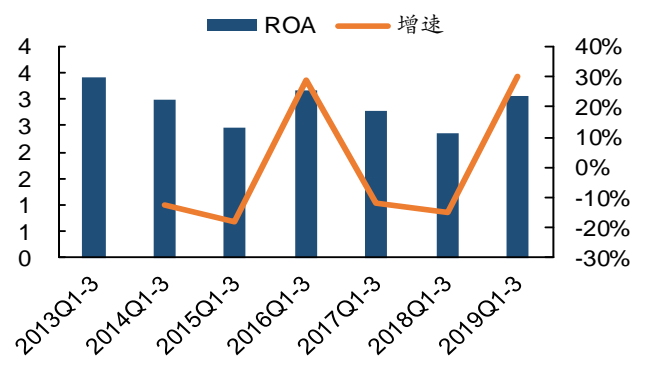
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 83: 2013-2019 年 Q1-3 年供热板块 ROE (% , %)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 84: 2013-2019 年 Q1-3 供热板块 ROA (% , %)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

表 3: 2019 年前三季度公用板块公司业绩情况 (亿元)

板块细分	代码	公司简称	营业收入	同比增长	扣非归母净利润	同比增长
火电	000027.SZ	深圳能源	157.80	27.50%	15.70	166.59%
	000037.SZ	深南电 A	8.17	-49.56%	0.04	-88.28%
	000531.SZ	穗恒运 A	22.66	-4.55%	3.03	346.14%
	000539.SZ	粤电力 A	215.21	2.69%	13.08	47.89%
	000543.SZ	皖能电力	116.45	22.16%	6.79	134.14%
	000600.SZ	建投能源	101.79	-0.68%	4.40	63.56%
	000690.SZ	宝新能源	37.97	36.81%	3.34	-24.88%
	000720.SZ	新能泰山	24.11	117.36%	3.70	3170.07%
	000875.SZ	吉电股份	60.87	21.79%	1.56	989.62%
	000899.SZ	赣能股份	19.67	6.74%	2.72	65.41%
	000958.SZ	东方能源	21.84	1.96%	1.89	90.38%
	000966.SZ	长源电力	55.06	16.52%	4.75	206.61%
	001896.SZ	豫能控股	64.22	1.01%	1.74	154.78%
	600011.SH	华能国际	1272.32	0.99%	48.16	173.11%
	600021.SH	上海电力	176.84	3.75%	6.71	3.37%
	600023.SH	浙能电力	396.56	-7.86%	35.91	3.58%
	600027.SH	华电国际	674.57	3.68%	24.35	62.88%
	600098.SH	广州发展	214.35	14.50%	7.07	11.88%
	600396.SH	*ST 金山	53.14	-1.70%	(0.63)	86.37%
	600483.SH	福能股份	74.07	13.66%	8.64	18.35%
	600509.SH	天富能源	33.96	-2.91%	(2.71)	-657.69%
	600578.SH	京能电力	133.39	31.89%	10.86	103.83%
	600642.SH	中能股份	284.23	5.17%	16.12	36.70%
	000301.SZ	东方盛虹	187.38	10.16%	9.44	48.95%
	600726.SH	*ST 华源	73.64	8.01%	(2.44)	53.37%
	600744.SH	华银电力	59.69	-12.45%	(0.98)	3.57%
	600758.SH	红阳能源	47.84	-10.37%	(0.64)	-41.06%
600780.SH	通宝能源	49.33	15.69%	2.31	39.45%	
600795.SH	国电电力	856.99	7.56%	25.82	4.72%	
600863.SH	内蒙华电	104.72	5.67%	10.01	89.51%	
601991.SH	大唐发电	690.44	-0.08%	16.91	-1.11%	
000601.SZ	韶能股份	32.68	29.99%	4.47	142.78%	
水电	000883.SZ	湖北能源	120.68	33.50%	14.63	-4.64%
	000722.SZ	湖南发展	2.17	12.31%	1.04	35.70%
	000791.SZ	甘肃电投	17.91	-0.43%	4.87	-0.42%

	000993.SZ	闽东电力	5.10	29.09%	1.57	294.96%
	002039.SZ	黔源电力	17.31	-4.53%	2.79	-2.71%
	600236.SH	桂冠电力	71.69	0.09%	19.90	-4.79%
	600505.SH	西昌电力	6.92	-0.89%	0.47	-6.56%
	600674.SH	川投能源	5.78	-3.77%	26.27	-4.87%
	600868.SH	梅雁吉祥	2.50	46.64%	0.53	234.79%
	600900.SH	长江电力	380.84	-2.51%	171.89	-0.29%
	600101.SH	明星电力	12.10	-0.32%	0.90	-5.90%
	600116.SH	三峡水利	8.40	1.81%	1.06	-16.95%
	600131.SH	岷江水电	7.98	-0.05%	1.08	1.51%
地方电网	600452.SH	涪陵电力	19.62	8.33%	3.12	50.01%
	600644.SH	乐山电力	15.97	-0.54%	1.18	33.22%
	600969.SH	郴电国际	23.16	12.07%	0.73	33.72%
	600979.SH	广安爱众	17.29	14.90%	1.99	-4.68%
	600995.SH	文山电力	16.25	5.78%	3.76	15.18%
	000591.SZ	太阳能	36.69	22.29%	8.86	26.22%
	002015.SZ	协鑫能科	78.14	33.46%	2.02	114410.61%
清洁能源发电	600163.SH	中闽能源	3.80	5.50%	0.87	-10.17%
	601016.SH	节能风电	17.95	-0.11%	4.03	-8.76%
	000862.SZ	银星能源	9.86	9.97%	0.27	-67.67%
	601985.SH	中国核电	338.86	20.35%	36.92	-4.78%
	000407.SZ	胜利股份	39.87	26.58%	1.07	35.15%
	603689.SH	皖天然气	28.48	26.56%	1.61	35.08%
	603393.SH	新天然气	17.74	105.18%	2.69	130.61%
	000593.SZ	大通燃气	6.40	37.89%	0.22	74.82%
	000669.SZ	金鸿控股	28.28	-7.29%	(2.63)	-416.82%
	002267.SZ	陕天然气	65.20	12.41%	2.30	-31.63%
	002700.SZ	新疆浩源	3.62	41.25%	0.57	26.52%
燃气	600333.SH	长春燃气	10.86	4.20%	(0.92)	33.22%
	600617.SH	国新能源	77.85	11.10%	(1.85)	-68.53%
	600635.SH	大众公用	43.71	12.88%	3.08	12.31%
	600681.SH	百川能源	36.37	17.67%	5.98	-10.80%
	600856.SH	ST 中天	10.78	-73.23%	(2.65)	-246.02%
	600917.SH	重庆燃气	51.22	16.33%	2.90	21.42%
	000968.SZ	蓝焰控股	14.65	3.34%	4.98	5.10%
	601139.SH	深圳燃气	100.01	6.25%	8.89	7.94%
	002911.SZ	佛燃股份	45.93	26.77%	3.42	3.67%
	600903.SH	贵州燃气	28.36	18.90%	1.36	33.08%
	002616.SZ	长青集团	17.89	21.05%	1.87	120.99%
	300335.SZ	迪森股份	9.76	-24.62%	0.57	-59.94%
	000692.SZ	惠天热电	10.28	-0.81%	(3.02)	1.15%
供热	000695.SZ	滨海能源	3.39	-61.26%	0.06	116.24%
	600167.SH	联美控股	19.31	10.56%	8.97	52.37%
	600719.SH	大连热电	5.00	1.27%	(0.21)	32.47%
	600864.SH	哈投股份	21.21	2.15%	5.49	312.05%
	600982.SH	宁波热电	25.77	35.63%	0.46	32.65%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

5. 投资策略: 公用事业业绩改善可期, 关注高弹性及历史高分红标的

发电量增速维持低位, 看好火电龙头和核电龙头。根据国家统计局数据, 2019年10月份, 全国发电5714亿千瓦时, 同比增长4%, 继续维持较低增速。2019年前10月, 全国

发电 5.9 万亿千瓦时，同比增长 3.1%。分电源看，火电同比增长 5.9%，增速与上月基本持平；水电下降 4.1%，降幅扩大 3 个百分点。装机量方面，截至 2019 年 9 月底，火电、水电和风电的装机量分别同比增长 4.4%、1.2%、12.5%。据初步测算，10 月水电利用小时数显著下降，与西南地区水电来水同比偏枯基本一致。水电对火电挤压效应下降，虽然总体发电量增速维持低位，但火电利用小时数有所回升。动力煤的传统淡季来临，四季度煤价稳步下行。根据煤炭市场网数据，截至 11 月 15 日，秦港 5500 大卡动力煤现货价跌至 545 元/吨，去年同期为 626 元/吨，同比下降约 80 元/吨，降幅超过 10%。煤价的持续下跌，跟电厂和港口的高库存紧密相关。近期安全、环保因素及进口限制对煤价或有短期支撑，但需求将对价格走势起决定性作用，预计四季度煤价中枢将进一步下移。宏观经济总体偏弱，如果不考虑电能替代的贡献，近两年全社会用电量增速在 3% 左右。随着煤炭产能的陆续释放，未来两年煤价有望持续稳定在绿色合理区间，不排除阶段性跌破 500 元的可能。同时，明年浮动电价的下跌幅度或有限，一方面原因是部分新增用户对电价不敏感，发电企业理性报价的可能性大；一方面是因为部分地区电力供需格局好，折价逐年缩窄趋势明显。目前市场对浮动电价悲观，存在超预期的可能。建议重点关注火电龙头【华能国际】【华电国际】和二线龙头【皖能电力】【京能电力】【长源电力】。全球量化宽松或开启，大型水电资产现金流及分红可观，股息率超过 3%，在利率下行周期有望提升配置价值，建议重点关注【长江电力】【湖北能源】【川投能源】。中国核电的三门二号机组重启在即，有望在明年贡献业绩增量。同时，折旧政策调整和新机组投产，也将在明年业绩中有所体现。建议重点关注受益于核电重启的【中国核电】。此外，国改和电改稳步推进，建议重点关注三峡集团旗下的【三峡水利】和国家电网旗下的【涪陵电力】。

门站价取消中央定价 天然气将迎来市场定价新时代。2019 年 11 月，国家发改委发布关于《中央定价目录》（修订征求意见稿）公开征求意见的公告，在这次的修订稿中，最值得关注的便是将天然气门站价格彻底从中央定价目录中移出。油气体制改革最关键的一点就是市场化，不论是即将组建的国家管网公司，还是本次门站价取消中央定价，都是在往市场化方向发展，天然气即将迎来市场定价新时代。此次门站价从中央定价目录中移除可谓政策先行，为国家管网公司的挂牌做好铺垫。国家管网公司的成立，将直接影响天然气产业链上下游的议价能力和竞争格局。对于气源端，可以直接跳过管网与下游议价，提高下游市场开拓能力和扩大经营区域。由于少了中间商，气源端通过管网公司销气的单位毛利有望提升。对于用户端，可获取的气源增加，气源定价模式将由卖方定价逐步转为买方定价，有助于压缩采购成本。同时，中俄管线有望于今年 12 月初投运，有效保障冬季供应。中俄东线作为中国四大油气战略通道的重要组成部分。2014 年 5 月，中国石油和俄罗斯天然气工业股份公司签署《中俄东线供气购销合同》，合同约定总供气量超过 1 万亿方、年供气量 380 亿方，期限 30 年。近期 LNG 价格有明显反弹，考虑到今年保供工作较为充裕，国内资源充足，叠加国际市场宽松、气价相对稳定，预计后期价格会有所上浮但预计不超过 6000 元/吨，年内整体呈现“紧平衡”状态。近日，深圳燃气发布公告，该公司投建的周转量为 10 亿方/年的 LNG 储备与调峰库工程正式投产。该项目有望拓展公司的气源，通过采购海外低价气，直接替换存量高价气或拓展下游分销渠道，均有望改善公司业绩。建议重点关注【深圳燃气】，同时关注收购亚美能源的【新天然气】和低估值高股息【百川能源】。

6. 风险提示

全社会用电量增长不及预期：若用电量增速大幅低于预期，直接影响上网电量和营收。

煤炭持续高位运行：若政府出台强有力的稳煤价措施或煤炭产能释放低于预期，煤价有望维持高位，直接影响公司的营业成本和利润。

上网电价下行风险：在政府降低一般工商业电价的大背景下，火电企业标杆电价若被下调，将直接影响公司的营业收入和利润。

天然气消费增速不及预期：若天然气消费量增速大幅低于预期，直接影响公司的营业收入和利润。

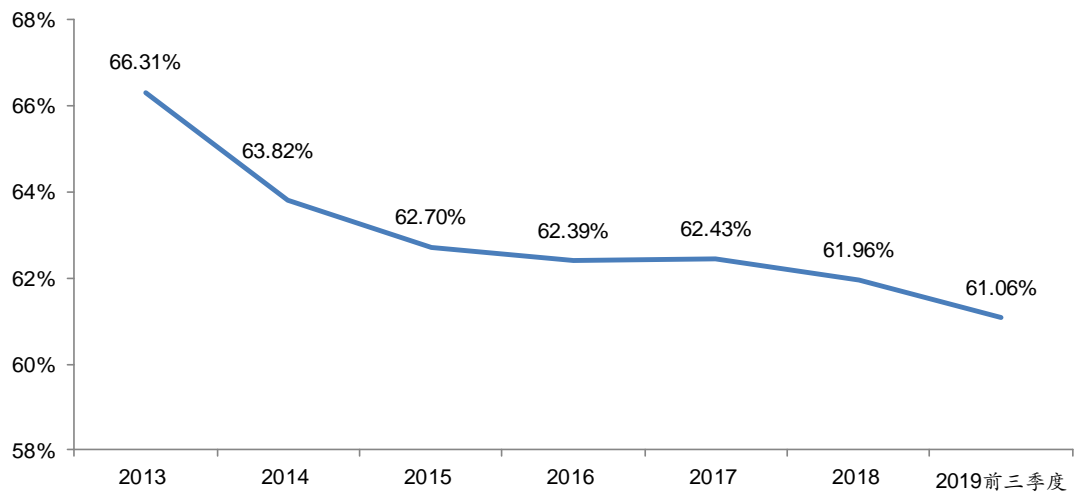
7. 附表

表 4: 公用行业 2019 年前三季度营收前十公司和单三季度营收增速前十公司

排名	营收前十公司	营业收入 (亿元)	同比增速	排名	营收增速前十公司	同比增速
1	华能国际	1272.32	1.18%	1	桂东电力	309.98%
2	国电电力	856.99	7.40%	2	宝新能源	101.64%
3	大唐发电	690.44	1.90%	3	大连热电	94.80%
4	华电国际	674.57	0.79%	4	新天然气	67.52%
5	浙能电力	396.56	-9.88%	5	大通燃气	62.13%
6	长江电力	380.84	-10.75%	6	太阳能	60.96%
7	中国核电	338.86	16.31%	7	新疆浩源	46.74%
8	国投电力	322.46	1.09%	8	湖北能源	43.33%
9	申能股份	284.23	-2.11%	9	宁波热电	42.13%
10	粤电力 A	215.21	22.45%	10	京能电力	40.72%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 85: 2013-2019 前三季度历年前十公司营收份额总计占比 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

表 5: 公用行业 2019 年前三季度净利润前十公司和单三季度净利润增速前十公司

排名	净利润前十公司	净利润 (亿元)	同比增速	排名	净利润增速前十公司	同比增速
1	长江电力	178.43	-1.43%	1	华能国际	6530.46%
2	国投电力	79.54	-1.31%	2	豫能控股	1608.28%
3	华能国际	67.69	6530.46%	3	贵州燃气	763.75%
4	中国核电	67.31	-12.80%	4	深圳能源	732.96%
5	国电电力	61.42	16.02%	5	深南电 A	685.79%
6	浙能电力	40.92	-13.45%	6	闽东电力	619.43%
7	华电国际	33.94	48.00%	7	东方盛虹	529.08%
8	大唐发电	29.36	52.17%	8	新天然气	424.35%
9	川投能源	26.64	-8.02%	9	华银电力	412.75%
10	桂冠电力	22.58	-3.72%	10	吉电股份	227.83%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

表 6: 公用行业 2019 年单三季度净利润增速前十公司及原因

序号	公司	净利润大幅增长原因
1	华能国际	受益于煤价下行和电价改善, 业绩大幅增长。煤价方面, 公司进口煤占比约 20%, 进

		口煤价大幅下降, 国内现货煤价同比小幅下降, 助推燃料成本改善。电价方面, 受益于增值税从 16% 降至 13%, 公司燃煤机组上网电价间接提升。
2	豫能控股	上网电量及结算电价同比上升、燃煤采购单价同比下降, 公司火电业务盈利同比增加。
3	贵州燃气	燃气销售好于同期, 销售额大幅增加
4	深圳能源	水电、风电、光伏及固废处理项目售电量较去年同期显著增加。同时, 部分燃机电厂及燃煤电厂售电量增加、燃煤成本降低的影响, 燃机及燃煤电厂盈利大幅增加。
5	深南电 A	发电量大幅增加。
6	闽东电力	宁德市区域内降水量较上年同期增加, 水力发电量较上年同期大幅增加。同时, 风电行业投产机组较上年同期增加, 风力发电量较上年同期大幅增加。此外, 投资收益实现大幅增长。
7	东方盛虹	上年同期公司计提商誉减值准备导致盈利大幅下降, 本期无该项费用。
8	新天然气	报表合并范围差异, 导致净利大幅增加。
9	华银电力	煤价下行是的亏损有所下降, 同时积极调整能源结构保证未来盈利增长。
10	吉电股份	新能源板块经营好于预期, 增厚公司盈利。煤价下行, 叠加公司内部通过加强生产经营管理, 提质增效, 增收节支, 降低燃料成本。

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

表 7: 公用行业 2019 年前三季度总市值前十以及 PE (TTM)、PE (LYR) 最低的十家公司

	股票简称	总市值 (亿元)	股票简称	PE(TTM)	股票简称	PE (LYR)
1	长江电力	4,010.60	上海电力	6.47	上海电力	6.93
2	华能国际	910.49	新能泰山	8.66	新能泰山	7.16
3	中国核电	823.41	文山电力	10.28	百川能源	10.34
4	国投电力	611.42	长源电力	10.28	甘肃电投	10.37
5	浙能电力	530.43	甘肃电投	10.48	太阳能	12.10
6	大唐发电	495.98	太阳能	10.85	文山电力	12.13
7	国电电力	469.64	皖能电力	10.95	黔源电力	12.17
8	川投能源	439.33	福能股份	10.96	川投能源	12.23
9	桂冠电力	359.44	百川能源	11.02	浙能电力	13.14
10	华电国际	353.09	国投电力	11.59	福能股份	13.52

资料来源: Wind, 安信证券研究中心注: 此处未包括 PE 为负的公司, 采用 2019 年 11 月 6 日收盘价。

表 8: 公用行业 2019 年前三季度净资产收益率、负债率及期间费用前十的公司

	股票简称	净资产收益率 (%)	股票简称	负债率 (%)	股票简称	期间费用 (亿元)
1	涪陵电力	19.63	*ST 华源	93.26	华能国际	115.23
2	文山电力	18.26	*ST 金山	87.88	国电电力	96.55
3	新能泰山	15.89	国新能源	85.36	大唐发电	71.21
4	百川能源	14.91	华银电力	84.97	中国核电	68.29
5	联美控股	14.29	桂东电力	84.56	华电国际	50.28
6	佛燃股份	13.54	漳泽电力	83.40	长江电力	44.42
7	桂冠电力	13.52	惠天热电	78.97	国投电力	44.36
8	长源电力	13.11	华西能源	76.73	上海电力	28.60
9	蓝焰控股	12.37	金鸿控股	76.69	深圳能源	23.73
10	长江电力	12.20	上海电力	74.59	浙能电力	18.19

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

表 9: 公用行业股息率前十的公司 (截至 2019 年 11 月 11 日)

	股票代码	公司名称	收盘价 (元)	股利支付率			股息率
				2017A	2018A	2019E	2018A
1	600681.SH	百川能源	7.05	54.10	51.08	52.59	7.09
2	600236.SH	桂冠电力	4.59	79.69	63.56	71.63	5.45

3	000791.SZ	甘肃电投	3.58	30.38	30.02	30.20	4.19
4	601991.SH	大唐发电	2.42	97.30	149.89	123.59	4.13
5	300335.SZ	迪森股份	5.47	20.43	44.91	32.67	3.66
6	600863.SH	内蒙华电	2.66	33.89	71.25	52.57	3.61
7	603393.SH	新天然气	28.00	60.68	47.82	54.25	3.57
8	600642.SH	申能股份	5.72	52.39	49.86	51.13	3.50
9	000531.SZ	穗恒运 A	6.54	37.18	175.58	106.38	3.21
10	600674.SH	川投能源	9.54	37.08	36.99	37.04	3.14

资料来源: Wind, 安信证券研究中心 (来自 WIND 一致预测)

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

邵琳琳声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034