

【广发海外】公用事业行业

2020 年投资策略：风电估值见底，燃气稳健发展

行业评级

买入

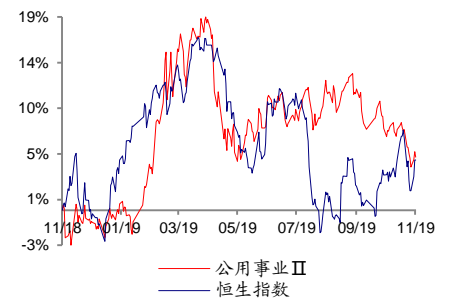
前次评级

买入

报告日期

2019-11-20

相对市场表现



分析师：

韩玲



SAC 执证号：S0260511030002



SFC CE No. ARI073



021-60750603



hanling@gf.com.cn

相关研究：

【广发海外】公用事业 II 行业 2019-10-14

业：港股燃气月度跟踪：8 月天然气消费量同比增长 8.0%

【广发海外】公用事业 II 行业 2019-09-16

业：港股燃气月度跟踪：7 月天然气消费量同比增长

11.9%

【广发海外】公用事业 II 行业 2019-09-09

业：销量持续增长，毛差预计趋稳

核心观点：

- 风电：弃风改善边际缩小，风机供需偏紧价格高企。**2019 年前三季度由于来风情况较差，港股风电运营商整体业绩表现较差，另一方面看出随着未来弃风率改善边际逐步缩小，区域性、季节性的风资源波动的影响力更加显著。受平价上网政策影响，风电运营商为锁定电价，前三季度全国掀起抢装潮，根据国家能源局和金风科技公布的数据，全国前三季度新增风电装机 1308MW；公开招标容量为 49GW，同比大幅增长 108.5%。订单激增导致风机供需整体偏紧，9 月份平均风机价格较年初增长 10%以上，截至第三季度，国内已经核准未开工的项目约有 58GW，我们预计 2019-2020 年全国风机新增量为 25/30GW，2020 年风机供需偏紧将有所缓解，风机价格难以持续增长，大概率会维持高位。而由于来风波动、电价下调、装机价格上涨和补贴欠款拖欠等问题，风电运营商板块将面临持续阵痛，而目前平均估值水平偏低，价值回归仍需行业稳定化和补贴政策支持。我们推荐华能新能源（00958.HK）、新天绿色能源（00956.HK）、大唐新能源（01798.HK）和龙源电力（00916.HK）。
- 燃气：今年冬季供需进展有所缓和，城燃企业表现尚佳。**由于经济下行和工业生产放缓的影响，国家发改委数据显示 2019 年前三季度国内天然气消费量增速减弱，同比增速为 10.3%。我们预计 2019 年全年天然气消费量将维持前三季度的增速，约在 10%左右；未来两年消费量仍可保持增长趋势。港股城燃公司上半年销量同比增速在 13%-24%之间，好于行业增速。2019 年前三季度我国天然气在增储上产上有所突破，累计产量同比增长 10.4%，实现产销同速。我们预计今年冬季供需有所缓和，冬季门站提价幅度等同去年，毛差同比有望改善。2019 年 6 月接驳费政策靴子落地，整治方向主要针对城镇燃气工程不规范收费现象。主要城燃企业的全成本接驳利润大都处于合理区间，政策施加的压力不大。我们推荐中国燃气（00384.HK）、新奥能源（02688.HK）、天伦燃气（01600.HK）。
- 环保：看好危废和垃圾处理板块。**危废板块 2019 年和 2020 年将持续向好（1）随着经济发展和工业化的不断推进，危险废物的产量逐渐增加；（2）生态环境部“清废 2019 行动”以及环保督查趋严，危废处理价格居高不下；（3）目前危废综合处置率较低，行业成长空间巨大。垃圾发电板块住建部发布垃圾焚烧厂评价标准，运营管理水平权重提高，行业走向标准化，有利于行业长期健康发展。上海生活垃圾新规实施，首月报告显示垃圾分类效果显著，将逐渐走向差异化收费。且垃圾发电项目补贴新项目或将逐步退坡，已有项目补贴将延续，未来将逐渐取消垃圾发电上网补贴，走向市场化。我们推荐海螺创业（00586.HK）。
- 风险提示。**风资源波动风险，新能源政策不确定性风险。“煤改气”实施不及预期、政策管控风险，天然气供应不足风险。危废处置项目运营风险，邻避效应。PPP 项目推进进程中的风险。

重点公司估值和财务分析表（2019年11月20日收盘价）

股票简称	股票代码	EPS 货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
龙源电力	00916.HK	人民币	4.2	2019/10/29	买入	5.81	0.45	0.52	8.34	7.22	6.30	5.97	6.82	7.45
新天绿色能源	00956.HK	人民币	2.14	2019/10/31	买入	2.86	0.37	0.41	5.17	4.67	7.58	7.01	12.65	13.07
华能新能源	00958.HK	人民币	2.99	2019/09/02	买入	2.72	0.36	0.41	7.40	6.50	8.45	8.17	13.69	15.7
大唐新能源	01798.HK	人民币	0.78	2019/09/02	买入	0.97	0.15	0.17	4.65	4.10	9.13	8.96	8.61	9.59
中国燃气	00384.HK	港币	33.45	2019/09/29	买入	34.73	1.93	2.32	16.82	13.99	16.09	13.74	26.66	30.7
新奥能源	02688.HK	人民币	86	2019/09/02	买入	91.20	4.10	4.96	18.77	15.50	13.45	11.68	22.66	24.79
天伦燃气	01600.HK	人民币	7.16	2019/08/23	买入	12.60	0.94	1.13	6.84	5.70	8.39	7.39	27.02	30.52
海螺创业	00586.HK	人民币	30.45	2019-08-27	买入	32.56	3.54	3.65	7.75	7.51	44.37	28.04	21.08	21.75

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算，汇率为港币/人民币=0.894

目录索引

一、风电：风电抢装明显，设备价格高企	5
(一) 行情回顾	5
(二) 2019 年风电发电量温和增长	6
1. 2019 年前三季度风电发电量温和增长，来风情况低于预期	6
2. 弃风限电持续改善，未来改善边际逐渐缩小	7
(三) 新增装机抢装明显，风机设备价格高企	8
1. 全国三季度风电新增并网容量增加 1308 万千瓦	8
2. 供给偏紧导致风机设备价格高企	9
(四) 应收账款持续攀升，毛利率下降	10
1. 风电运营商应收账款持续攀升	10
2. 费用上升+来风不好，净利率下降	11
(五) 平价前风电板块持续阵痛，静待价值回归	12
(六) 重点公司推荐：新天绿色能源(00956.HK)、大唐新能源(01798.HK)、龙源电力(00916.HK)、华能新能源(00958.HK)	14
(七) 风险提示	15
二、天然气：供需紧张有所缓和，毛差相对稳定	16
(一) 行情回顾	16
(二) 天然气消费增速有所放缓，城燃公司表现尚佳	16
(三) 俄气通气带动进口管道气增长	18
(四) 国家油气管网公司的成立将有利于行业整合	19
(五) 预计今年冬季供需有所缓和，毛差同比有望改善	20
(六) 接驳费政策靴子落地	21
(七) 推荐标的：中国燃气(00384.HK)、新奥能源(02688.HK)、天伦燃气(01600.HK)	22
(八) 风险提示	24
三、环保：持续关注危废和垃圾处置板块投资机会	25
(一) 行情回顾	25
(二) 持续关注固废危废行业投资机会	25
(三) 垃圾发电：存量补贴力度不变，新项目或将逐步退坡	28
1. 住建部发布垃圾焚烧厂评价标准，运营管理水平权重提高	28
2. 上海垃圾分类稳步推进	29
3. 垃圾发电项目补贴新项目或将逐步退坡	29
(四) 推荐标的：海螺创业(00586.HK)	30
(五) 风险提示	30

图表索引

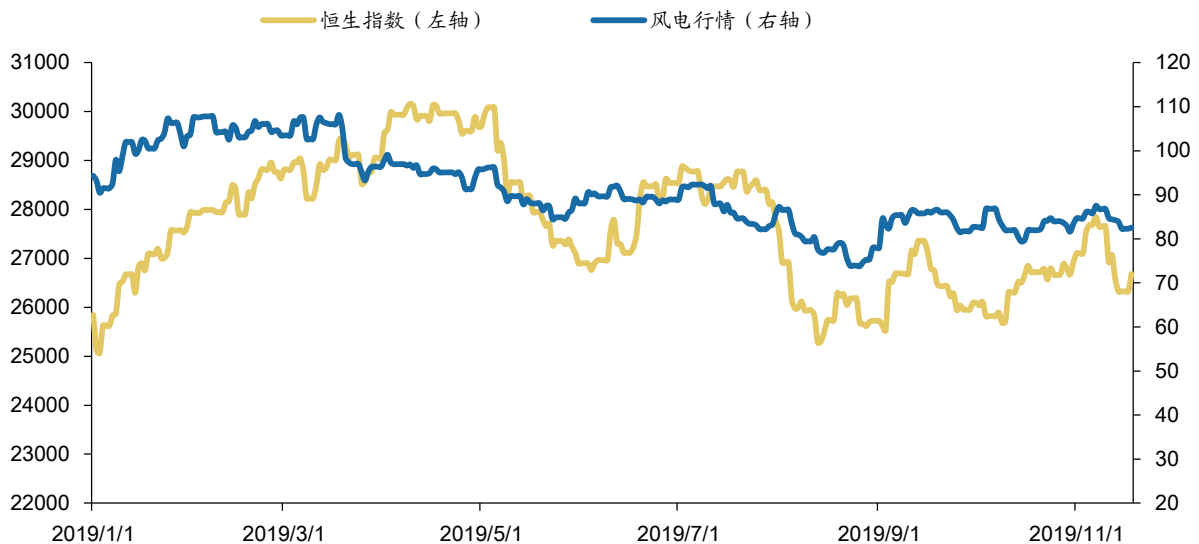
图 1: 风电运营商行情回顾 (2019 年 1 月 1 日至 2019 年 11 月 20 日)	5
图 2: 2008-2019Q3 全国风电发电量和增速	6
图 3: 2011-2019Q3 全国弃风电量和弃风率	7
图 4: 2014-2019Q3 全国平均利用小时数	7
图 5: 2011-2020E 全国新增装机容量	9
图 6: 2017-2019Q3 全国风机季度公开招标容量	9
图 7: 2017-2019 金风科技风机月度公开投标价	10
图 8: 2015/1-2019/10 港股风电运营商 PE (TTM)	13
图 9: 2015/1-2019/10 港股风电运营商 PB (LF)	13
图 10: 燃气公司行情回顾 (2019 年 1 月 1 日至 2019 年 11 月 20 日涨跌幅%)	16
图 11: 中国天然气累计消费量情况 (单位: 亿立方米)	17
图 12: 2017-2021E 中国管道气进口量 (单位: 亿立方米) 及其增速	19
图 13: 2017-2021E 港股城燃公司居民用户平均接驳费 (单位: 人民币元/户)	21
图 14: 2017-2021E 港股城燃公司接驳收入占比	22
图 15: 2017-2021E 港股城燃公司接驳利润占比	22
图 16: 环保公司行情回顾 (2019 年 1 月 1 日至 2019 年 11 月 20 日)	25
图 17: 2003-2017 年全国危废报告产生与处置情况 (单位: 万吨)	26
图 18: 2008-2017 年全国测算危废量与处置情况	26
图 19: 我国危废核准处置产能 (万吨)	27
图 20: 我国持证单位核准利用与实际经营规模 (万吨)	27
图 21: 2017 年危废无害化处置格局: 填埋燃烧为主 (万吨)	28
图 22: 上海市垃圾日均清运量月度环比变动情况	29
表 1: 港股风电运营商 2017-2019Q1-3 年风力发电量 (单位: Gwh)	7
表 2: 部分弃风省份 2018-2019Q1-3 弃风率 (%)	8
表 3: 港股风电运营商应收账款和票据 (百万元人民币)	11
表 4: 港股风电运营商利息支出 (百万元人民币)	11
表 5: 港股风电运营商营业收入和营业成本 (百万元人民币)	12
表 6: 港股风电运营商净利润率	12
表 7: 燃气公司行情回顾 (2019 年 1 月 1 日至 2019 年 11 月 20 日)	16
表 8: 2016H1-2019H1 城燃企业销气增速对比	18
表 9: 2016-2019E 全国天然气消费量数据 (单位: 亿立方米)	18
表 10: 2016-2021E 港股主要城燃运营商销气毛差 (单位: 人民币元/立方米)	20
表 11: 环保公司行情回顾 (2019 年 1 月 1 日至 2019 年 11 月 20 日)	25

一、风电：风电抢装明显，设备价格高企

（一）行情回顾

2019年初至11月20日，风电运营商板块行情（龙源电力、华能新能源、大唐新能源、新天绿色能源和协和心能源的市值加权指数）下跌了12.46%，恒生指数上涨了4.04%。风电行业公司中，华能新能源在风电运营商中涨幅最高为45.1%，协和新能源和新天绿色能源次之分别为27.6%和13.3%；风机制造商金风科技涨幅为40.0%；中国高速传动跌幅最大为39.6%。

图1：风电运营商行情回顾（2019年1月1日至2019年11月20日）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：图中风电行情和上文风电板块，为龙源电力、华能新能源、大唐新能源、新天绿色能源和协和心能源的市值加权指数

表 1：风电公司行情回顾（收盘日期：2019 年 11 月 20 日）

公司名称	公司代码	PE (TTM)	2019 年至今收益率
金风科技	02208.HK	21.2	40.0%
协合新能源	00182.HK	4.5	27.6%
新天绿色能源	00956.HK	5.1	13.3%
华能新能源	00958.HK	7.2	45.1%
中广核新能源	01811.HK	6.7	8.6%
龙源电力	00916.HK	8.9	-19.4%
大唐新能源	01798.HK	4.8	-14.7%
华电福新	00816.HK	4.5	-20.1%
中国高速传动	00658.HK	33.3	-39.6%

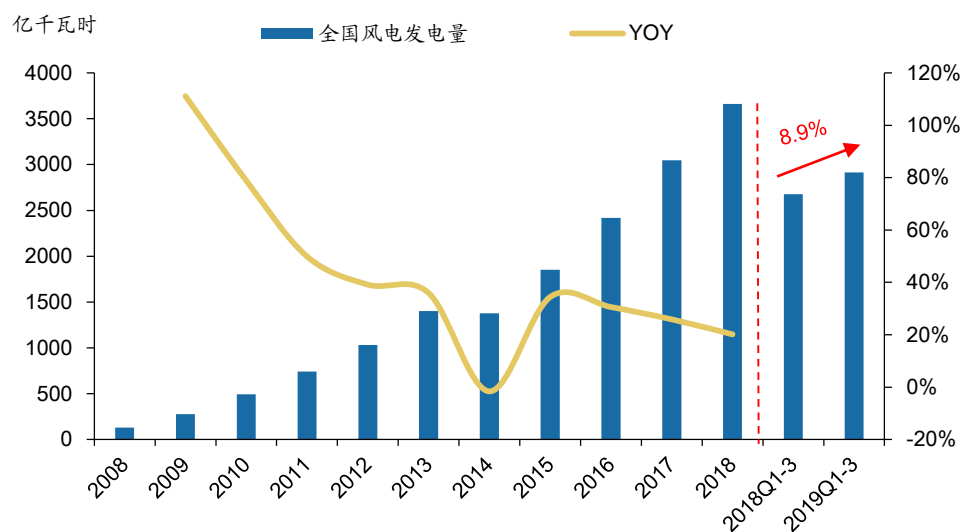
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(二) 2019 年风电发电量温和增长

1. 2019 年前三季度风电发电量温和增长，来风情况低于预期

根据国家能源局最新数据，2019年前三季度全国风电发电量2914亿千瓦时，同比增长8.9%；全国平均风电利用小时数1519小时，同比下降45小时。第三季度来风情况较差，风电发电量为769亿千瓦时，同比增长1.3%，平均利用小时数为386小时。同比降低36小时。全国分地区来看，西南地区来风较好，全国平均利用小时数较高的省份是云南（2148小时）、四川（1936小时），东部沿海地区普遍来风较差。我们关注的5家港股风电运营商2019年合计风电发电总量同比增长2.68%，由于差异化的装机区位分布各个运营商发电量增速出现分化，其中新天绿色能源增速最高为14.35%，华能新能源受益于其西南地区装机发电量同比增长7.29%，其他运营商主要受来风波动影响发电量平缓增长或略有下降，

图2：2008-2019Q3全国风电发电量和增速



数据来源：国家能源局，广发证券发展研究中心

表 1: 港股风电运营商2017-2019Q1-3年风力发电量 (单位: Gwh)

公司名称	2017A	2018A	增幅	2018Q1-3	2019Q1-3	前三季度增幅
大唐新能源	15,038	17,689	17.6%	4,892	12,703	0.06%
华电福新	14,757	16,869	14.3%	4,560	12,207	-1.79%
新天绿色能源	6,737	7,677	14.0%	2,481	6,152	14.35%
龙源电力	34,448	39,541	14.8%	10,977	29,162	0.88%
华能新能源	21,191	23,563	11.2%	6,837	18,194	7.29%
合计	92,171	105,339	14.29%	76,371	78,418	2.68%

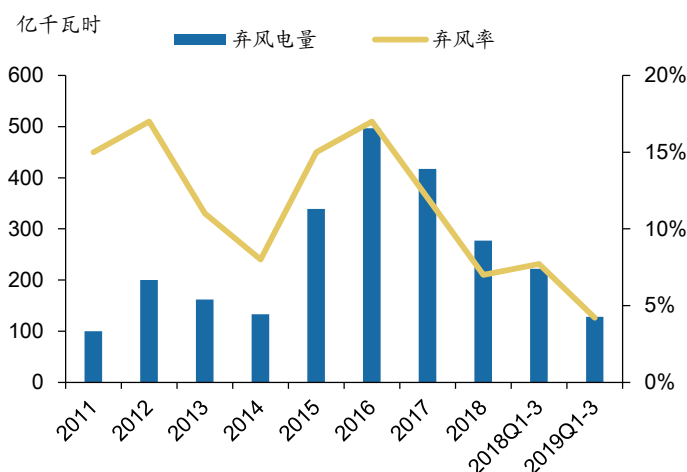
数据来源: 公司经营业绩公告, 广发证券发展研究中心

2. 弃风限电持续改善, 未来改善边际逐渐缩小

根据国家能源局最新统计数据, 全国平均风电利用小时数1519小时, 同比下降45小时。第三季度来风情况较差, 风电发电量为769亿千瓦时, 同比增长1.3%, 平均利用小时数为386小时。同比降低36小时。全国分地区来看, 西南地区来风较好, 全国各省份中平均利用小时数较高的省份是云南(2148小时)、四川(1936小时), 东部沿海地区普遍来风较差。

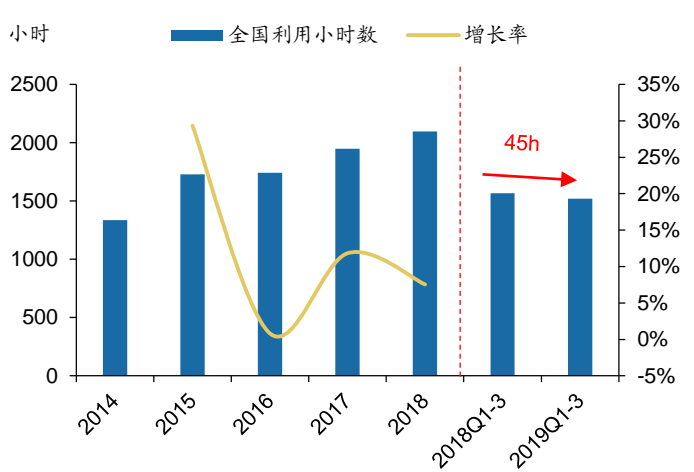
2019年前三季度全国弃风电量128亿千瓦时, 同比减少74亿千瓦时; 全国平均弃风率4.2%, 弃风率同比下降3.5个百分点。全国弃风电量和弃风率持续“双降”。弃风仍较为严重的地区是新疆(弃风率15.4%、弃风电量57.9亿千瓦时)、甘肃(弃风率8.9%、弃风电量16.9亿千瓦时)、内蒙古(弃风率6.6%、弃风电量32.0亿千瓦时)。

图3: 2011-2019Q3全国弃风电量和弃风率



数据来源: 国家能源局, 广发证券发展研究中心

图4: 2014-2019Q3全国平均利用小时数



数据来源: 国家能源局, 广发证券发展研究中心

弃风问题集中到个别省份, 未来改善边际逐步缩小: 截止到2019年第三季度, 全国弃风率超过5%的省份只剩下三个, 超过10%的省份地区只剩下新疆一个。新疆、

内蒙古、和甘肃皆因为风电开发规模超过当地消纳能力导致弃风严重，风电消纳高度依赖于跨省输送，短期内难以解决，而其他省份地区弃风问题已经得到显著缓解，我们预计未来弃风率虽仍继续维持改善趋势，但改善边际逐步缩小，降低弃风带来的小时数增加也逐渐降低。

表 2: 部分弃风省份2018-2019Q1-3弃风率 (%)

公司名称	2018Q1-3	2019Q1-3	增(减)百分点
河北	3.7	4.0	0.3
内蒙古	12.8	6.6	-6.2
吉林	5.2	2.7	-2.5
黑龙江	3.9	1.8	-2.1
湖南	0	2.4	2.4
甘肃	19.7	8.9	-10.8
青海	1.3	1.6	0.3
宁夏	1.6	1.8	0.2
新疆	24.6	15.4	-9.2

数据来源：国家能源局，广发证券发展研究中心

(三) 新增装机抢装明显，风机设备价格高企

1. 全国三季度风电新增并网容量增加 1308 万千瓦

根据国际能源局最新公布行业数据，2019年前三季度，全国新增风电装机容量 1308 万千瓦，相较于去年同期 1261 万千瓦有所增长，在平价上网到来之际，全国迎来抢装热潮。累计装机容量达到 1.98 亿千瓦，同比增长 11%。另一方面国内风电公开招标容量大幅提升，根据金风科技披露数据，2019 前三季度，国内风机公开招标容量达 49.6GW，同比增长近 108.5%，前三季度招标量超过 2018 年招标总容量。根据目前实际的风电投产节奏来看，大量风机仍处于在建或者待开工阶段，大规模投产将会发生在 2019 年底和 2020 年。

图5: 2011-2020E全国新增装机容量

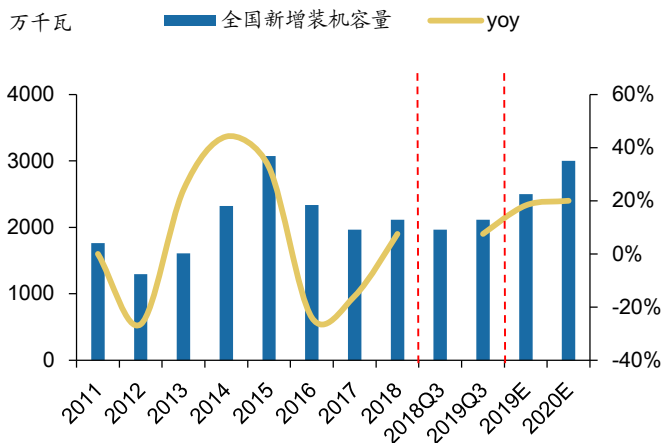
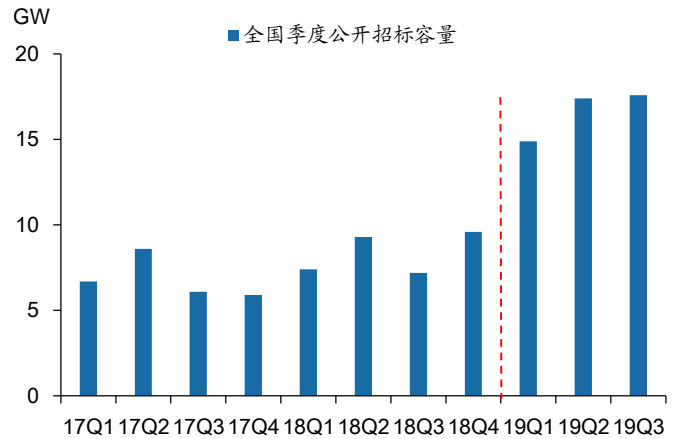


图6: 2017-2019Q3全国风机季度公开招标容量



数据来源: 国家能源局, 广发证券发展研究中心

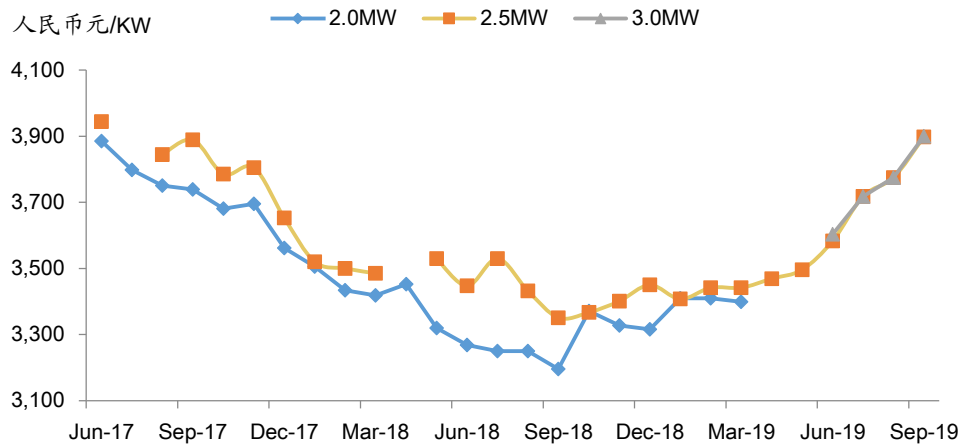
数据来源: 国家能源局, 广发证券发展研究中心

预计2019年新增风电装机25GW, 2020年新增超30GW: 考虑到新增装机一般集中到四季度集中投产, 而存量项目的最后并网期在2020年底, 所以2019年四季度到2020年底这段时间将会是风机投产的最后加速期, 根据金风科技披露的数据, 截至近期, 国内已经核准未开工的项目约有58GW, 我们预计2019年-2020年总共新增风电装机约为55GW。

2. 供给偏紧导致风机设备价格高企

海量订单增长的态势下, 风机制造供不应求, 继2019年初风机价格初步回暖后, 在二季度和三季度风机价格挥头向上, 持续高企。以金风科技2.0MW机型为例, 2019年9月平均投标价格3898元/千瓦, 较全年最低价3437元/千瓦增长13.4%。而3.0MW机型在第三季度投标均价达到3700元/千瓦以上, 9月份投标均价大奥3900元/千瓦。我们认为目前风机价格高企主要是抢装引发的供需偏紧所致, 而下游风力发电标杆电价确立的情况下, 风电投资运营商的要求投资收益率将会是风机价格的最后天花板。我们认为短期内风机价格高企会对相应投产项目收益率有所影响, 而在逐渐接近平价之后随着抢装潮减弱, 风机价格将逐步维稳。

图7: 2017-2019金风科技风机月度公开投标价



数据来源: 公司业绩展示资料, 广发证券发展研究中心

(四) 应收账款持续攀升, 毛利率下降

1. 风电运营商应收账款持续攀升

继第七批可再生能源补贴目录发布后, 有关第七批以后的可再生能源仍没有相关政策落地, 有关第八批或者是补贴大目录的具体实施成为行业内最关注的问题之一。根据能源局的最新风电政策, 2020年底为风电非竞价、平价项目的最后并网期, 2021年底为竞价项目的最后并网期, 同时光伏也将在2021年迎来全面平价时代。在此之前风电和光伏补贴几乎占据了可再生能源补贴资金需求的80-90% (我们测算2018年风电+光伏占总补贴需求的86%), 风电和光伏平价上网将显著收紧未来补贴资金需求。而解决补贴缺口目前来看只有财政拨款和提高可再生能源附加费两种方式可行性较高。

以上述背景为前提, 我们认为目前阶段由于处于平价前的窗口期, 抢装潮下新增装机规模难以准确估量, 从监管层面来看, 整体补贴规模仍面临较大不确定性, 故相应财政政策的实施面临困难。而在平价上网之后, 统一大补贴目录的出台将更有可能。

表 3: 港股风电运营商应收账款和票据 (百万元人民币)

公司代码	公司简称	2017A	2018A	2019/9A	较年初增长
00956.HK	新天绿色能源	2,564	3,296	3,923	19.0%
00958.HK	华能新能源	7,214	9,968	13,377	34.2%
00916.HK	龙源电力	7,155	10,542	17,333	64.4%
00816.HK	华电福新	6,992	5,970	8,592	43.9%
01798.HK	大唐新能源	5,042	7,473	9,536	27.6%
	合计	28,966	37,248	52,760	41.6%

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

应收账款持续攀升, 部分公司加大了应收账款保理和ABS规模, 导致财务支出增加。对公司净利润有一定的影响。

表 4: 港股风电运营商利息支出 (百万元人民币)

公司代码	公司简称	2017A	2018A	2018/9A	2018/9A	同比增减百分点
00956.HK	新天绿色能源	764	803	575	639	11%
00958.HK	华能新能源	2,175	2,194	1,666	1,540	-8%
00916.HK	龙源电力	3,033	3,378	2,353	2,633	12%
00816.HK	华电福新	2,891	3,031	2,215	2,043	-8%
01798.HK	大唐新能源	1,895	2,139	1,604	1,661	4%
	合计	10,758	11,545	8,414	8,515	1%

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

2. 费用上升+来风不好, 净利率下降

前三季度由于来风情况低于预期, 港股风电运营商的经营费用上升幅度大于收入增幅, 部分公司净利润率出现下降。其中大唐新能源和龙源电力主要是利用小时数下降所致; 而华能新能源受益于其西南地区装机贡献较多发电量增长, 净利润率上升较多; 新天绿色能源和华电福新则受不同板块收入构成变化和风电小时数下降两个因素共同影响。

表 5: 港股风电运营商营业收入和营业成本 (百万元人民币)

公司代码	公司简称	营业收入			营业成本		
		18Q1-3	19Q1-3	YOY	18Q1-3	19Q1-3	YOY
00956.HK	新天绿色能源	6,364	8,038	26%	4,373	5,737	31%
00958.HK	华能新能源	8,393	9,103	8%	3,787	3,981	5%
00916.HK	龙源电力	19,174	19,955	4%	11,574	12,439	7%
00816.HK	华电福新	13,198	14,609	11%	8,850	9,102	3%
01798.HK	大唐新能源	5,964	5,867	-2%	3,223	3,479	8%
	合计	53,092	57,572	8%	31,807	34,737	9%

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

表 6: 港股风电运营商净利润率

公司代码	公司简称	2017	2018	18Q1-3	19Q1-3	增减百分点
00956.HK	新天绿色能源	13.3%	12.4%	14.8%	13.1%	-1.7
00958.HK	华能新能源	28.5%	26.5%	27.7%	37.7%	10.0
00916.HK	龙源电力	15.0%	14.9%	20.6%	17.6%	-3.0
00816.HK	华电福新	11.8%	10.9%	15.8%	17.3%	1.6
01798.HK	大唐新能源	8.6%	13.1%	15.2%	8.8%	-6.4
	合计	15.5%	15.2%	19.3%	18.9%	-0.4

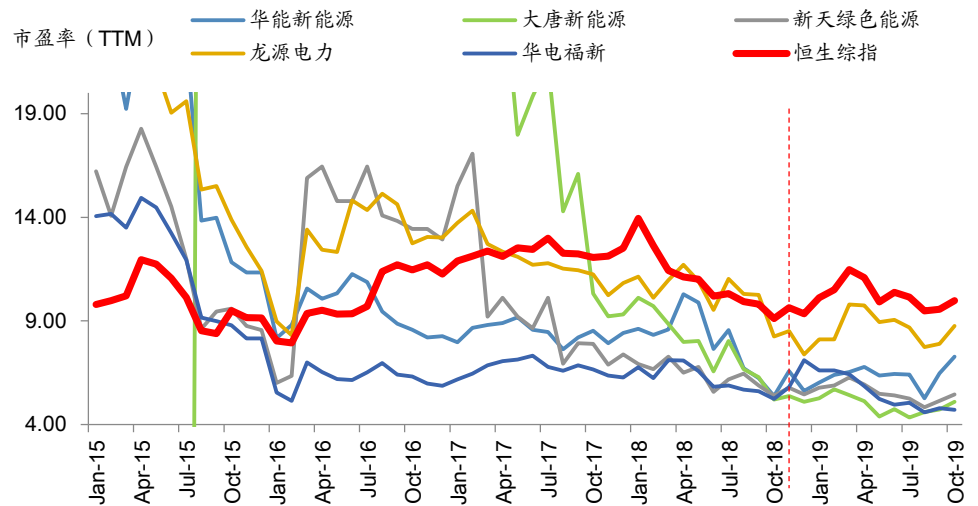
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

(五) 平价前风电板块持续阵痛, 静待价值回归

由于可再生能源电价补贴拖欠和电价下调等负面因素, 风电运营商板块估值水平持续低迷, 再加上2019年相对较差的来风情况, 加剧了平价来临之前的板块持续阵痛。我们预计2019年风电运营公司经营业绩将在短期内继续承压, 价值回归需要仍需要时间沉淀, 并且依赖行业、补贴政策支持。

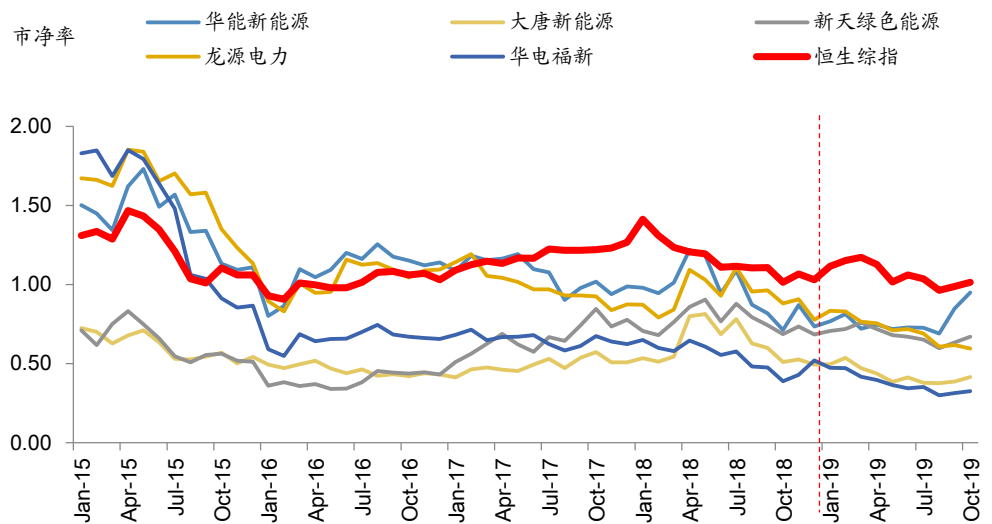
目前运营商板块收益率和板块估值水平较低, 除了华能新能源目前PB (MRQ) 较高为0.93倍 (截至2019/11/6日收盘), 龙源电力为0.62倍, 新天绿色能源0.62倍, 大唐新能源0.39倍, 华电福新0.32倍。

图8：2015/1-2019/10港股风电运营商PE (TTM)



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图9：2015/1-2019/10港股风电运营商PB (LF)



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

公司私有化给出估值目标线，价值回归仍需等待：2019年9月2日，华能新能源发布公告称，其控股股东中国华能集团拟就公司所有H股股份提出有条件自愿现金全面收购要约，如要约执行，公司将从香港交易所私有化退市。当天公司股价大幅上涨，当天收盘价为2.64港元/股，涨幅为21.66%。同时，龙源电力、大唐新能源、华电福新、新天绿色能源等港股风电运营商，也受到华能新能源公告的带动影响，9月2日当日涨幅分别为5.57%/5.41%/3.82%/2.48%。参考市场对于华能新能源可能私有化要约的反应，可以得到接近于1倍PB的潜在估值目标线。

2019年前三季度风电运营商业绩表现不佳主要受来风情况拖累，从另一方面来看，风电运营方面的主要风险随着弃风率的逐步改善，自然风资源的波动已经成为业绩主要影响因素之一，同时随着电价下调和补贴欠款风险逐步释放，影响未来板块业绩的因素更加单纯，运营逻辑更加清晰，但由于补贴问题目前仍难以解决，

价值回归仍需等待。

(六)重点公司推荐: 新天绿色能源(00956.HK)、大唐新能源(01798.HK)、龙源电力(00916.HK)、华能新能源(00958.HK)

(1) 新天绿色能源(00956.HK): 风电、燃气双板块保持稳定增长

2019年前三季度公司主营业务收入同比大幅增长25.8%至人民币80.85亿元, 毛利率下降2.5个百分点, 归母净利润同比增长11.9%。归母净利增速放缓主要是由: 第三季度风电发电量较低, 毛利较低的燃气板块占比增高, 以及所得税费用的大幅上升所致。

公司是河北省最大的风电运营商和燃气分销商, 截至2019年6月, 公司累计并网控股风电装机容量为3,978MW, 拥有拥有以工商业为主各类用户298,504户。公司风电项目储量足够支持未来两到三年风机稳定投产, 预计2019-2020年风电新增装机容量480/350MW, 风电发电量同比增长14%和10%。燃气板块: 公司于2019年加大燃气发展力度, 随着北方能源结构进一步改革, 以及国内气源不断扩大, 公司通过把握住区位优势有望在实现未来风电、燃气双板块的持续稳定增长, 我们预计2019-2020年公司总销气量将同比增长20%/15%。

2019年11月20日, 新天绿色能源收盘价2.14港币, 我们预测公司2019-2021年EPS为人民币0.368/0.407/0.448元。虽然暂时受风资源差影响导致业绩低于预期, 但未来燃气、风电板块业绩增长性确定高。基于2019年7倍市盈率给予合理价值2.86港元/每股, 维持“买入”评级。

风险提示: 燃气供应紧张, 风电装机新增不及预期, 来风情况低于预期风险。

(2) 大唐新能源(01798.HK): 第三季度出现亏损, 业绩弹性较大

2019年前三季度公司主营业务收入人民币58.67亿元, 同比减少2%, 净利润5.17亿人民币元, 同比减少43%。2019年前三季度公司风电发电量12,703GWh, 同比增加0.06%。前三季度较差的风资源是业绩低于预期主要原因。

在风电运营商中大唐新能源弃风率相对较高, 风电利用小时数低于行业平均, 主要以为公司装机分布较为集中在弃风较高的三北地区, 由于装机集中和利润率较低, 公司业绩对区域性风资源波动和运维、财务费用变化较为敏感, 但另一方面限电改善弹性较大。我们认为在平价上网前, 电价下调预期叠加装机价格上升会对公司业绩形成持续压力, 不过由于2019年前三季度风资源偏差, 在较低基数下2020年经过弃风持续改善, 公司业绩仍有较大反弹潜力。

2019年11月20日, 大唐新能源收盘价0.78港元。我们预测2019-2021年EPS分别为人民币0.147/0.168/0.193元, 并基于2019年6倍市盈率给予合理价值港币0.97元/股, 维持“买入”评级。

风险提示: 来风情况不达预期; 新增装机不达预期; 补贴、绿证等政策不确定性风险。

(3) 龙源电力(00916.HK): 龙头运营商, 2019-2020年大规模投产

公司实现总营业收入人民币199.6亿元, 同比增长4%; 经营利润75.6亿元, 同比下降1.2%; 经营支出率同比增加2个百分点; 归母净利润35.1亿元, 同比减少12.5%。主要是由于前三季度来风情况较大幅低于去年同期、保理额度增加促进财务费用升高、以及联营公司出现较大亏损所致。

公司为风电运营升龙头公司, 公司经营管理能力稳健, 装机分布全国。为在平价前锁定电价, 公司预计于2019-2020年扩大投产规模, 我们预计2019-20年公司新增装机容量为1.2/1.5GW, 为近5年以来最大规模。短期内装机价格上涨给公司成本带来了一定压力, 但是中长期来看, 随着行业成熟大型风电运营商将逐渐成为众多投资标的中稳定获现、平稳增长的代表之一。我们认为目前公司估值水平偏低, 截至报告最新交易日仅有0.62倍PB, 目前处于估值底部, 2019-2020年的海量新增装机容量将成为业绩增长的主要看点之一。

2019年11月20日, 龙源电力(00916.HK)收盘价4.20港元。由于前三季度风资源较差, 财务费用增加, 联营公司出现较大亏损, 预计全年业绩低于我们年初和年中的预期。我们预测2019-2021年EPS分别为人民币0.45/0.52/0.63元, 并基于2019年0.8倍市净率和给予合理价值港币5.81元/股, 维持“买入”评级。

风险提示: 来风情况不达预期风险, 新增装机不达预期; 补贴政策不确定等风险。

(4) 华能新能源(00958.HK): 运营稳健, 私有化要约提振估值水平

2019年前三季度公司共实现营业收入人民币91.03亿元, 同比增长8%, 实现归母公司净利润31.64亿元, 较去年同期增长26%, 与同行业公司比较下, 公司业绩较为亮眼, 主要原因是公司前三季度季度风电发电量同比增幅相对较大。

2019年前三季度公司风电发电量为18,194GWh, 同比增长7.29%, 在全国一季度平均来风情况低于2018年同期的情况下, 由于公司在来风相对较好的我国西南地区较高风电装机容量分布, 实现了高于同业的发电量增速。另外公司整体弃风率较低, 运营管理能力较为稳健, 业绩表现相比同业运营商更加稳定。公司将于2019-2020年大量投建新风机, 预计2019-2020每年新增装机在1.2-1.5GW之间。短期内公司估值主要催化因素为可能的公司私有化要约, 截至2019, 11月12日年公司PB为0.93倍, 我们预计若私有化要约执行, 实际收购价格约为1倍PB。

2019年11月20日, 华能新能源(00958.HK)最新收盘价2.98港元。我们预测2019-21年EPS为人民币0.355/0.407/0.442元, 我们基于2019年7倍市盈率给予合理价值2.72港元/股, 维持“买入”评级。

风险提示: 经营成本上升超预期; 来风情况不达预期; 新增装机不达预期风险。

(七) 风险提示

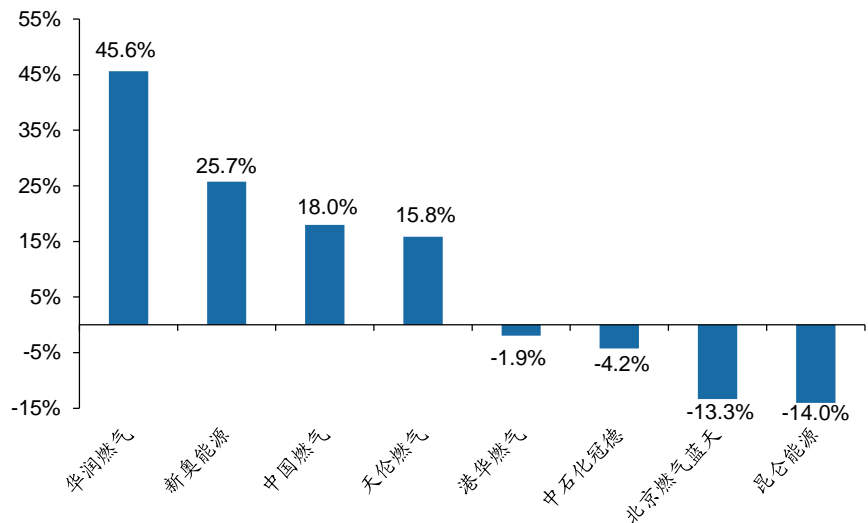
风资源不确定性风险, 限电率回升风险, 政策不确定性风险, 新增装机并网容量低于预期, 电价下降风险, 融资成本上升风险。

二、天然气：供需紧张有所缓和，毛差相对稳定

(一) 行情回顾

2019年1月1日至2019年11月20日，从涨跌幅来看，华润燃气表现抢眼，涨幅达45.6%，新奥能源、中国燃气和天伦燃气涨幅分别为25.7%、18.0%和15.8%。

图10：燃气公司行情回顾 (2019年1月1日至2019年11月20日涨跌幅%)



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 7：燃气公司行情回顾 (2019年1月1日至2019年11月20日)

公司名称	公司代码	PE(LYR)	2019年至今收益率
华润燃气	01193.HK	22.09	45.6%
新奥能源	02688.HK	30.06	25.7%
中国燃气	00384.HK	20.59	18.0%
天伦燃气	01600.HK	11.10	15.8%
港华燃气	01083.HK	13.01	-1.9%
中石化冠德	00934.HK	6.19	-4.2%
北京燃气蓝天	06828.HK	9.72	-13.3%
昆仑能源	00135.HK	11.25	-14.0%

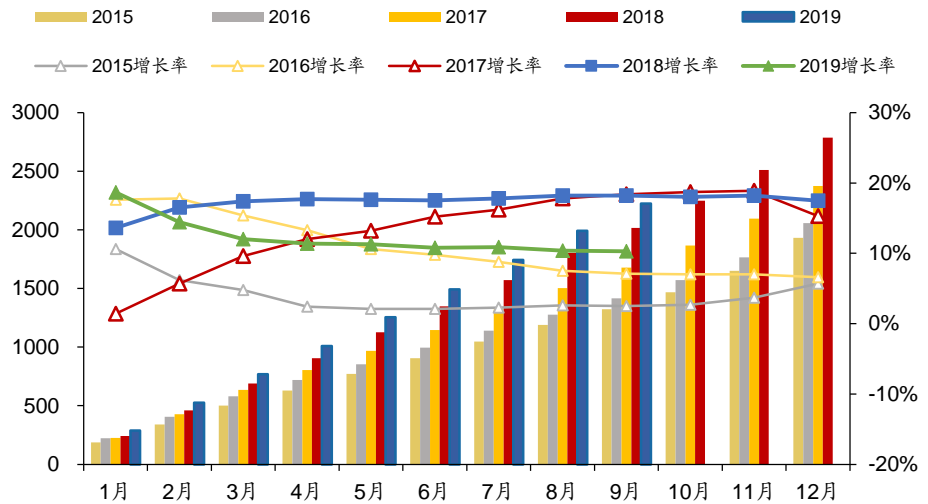
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(二) 天然气消费增速有所放缓，城燃公司表现尚佳

2019年前三季度全国天然气消费量增速有所放缓。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为2224.6亿立方米，同比增速为10.3%，增速较去年同期下滑了7.9pp，主要受到经济下行和工业生产放缓的影响。我们预计2019年全年天然气消费量将维持前三季度的增速，约在10%左右；未来两年增速或随着经济继续下行以及市场基数较大的原因呈现个位数增长。

图11：中国天然气累计消费量情况（单位：亿立方米）



数据来源：国家发改委、广发证券发展研究中心

尽管今年天然气用气发展受限，城燃企业表现尚佳。2019年上半年，城燃企业的城燃销气量增长都较为稳定，优于天然气消费量增速。今年上半年，天伦燃气由于煤改气的大力推进且基数较小，城燃销气量（不含直供）的增速维持23.3%的高增速，其中工商业用户（不含直供）和居民用户的销气增速均超20%。新奥能源和华润燃气城燃销气量增速均有放缓，但仍处于稳健发展，分别为15.1%/13.1%。新奥能源工商业和居民用户销气量增速有较大幅度下滑，分别降至16.4%/16.9%。华润燃气的居民用户销气增速则维持去年同期水平，下调1.0pp至12.8%；工商业销气增速下调12.0pp至16.8%。我们预计2019年城燃销气仍可较快发展，城镇燃气与工业燃料仍是用气主力。

表 8: 2016H1-2019H1城燃企业销气增速对比

	16H1	2016	17H1	2017	18H1	2018	19H1
华润燃气	9.5%	15.2%	21.7%	20.9%	22.9%	23.5%	13.1%
居民	12.4%	11.7%	11.8%	10.5%	13.8%	15.8%	12.8%
工商业	19.5%	19.8%	29.1%	27.9%	28.8%	28.7%	16.8%
新奥能源	9.0%	12.3%	26.8%	28.2%	22.7%	20.0%	15.1%
居民	23.0%	21.9%	24.5%	18.3%	35.8%	34.3%	16.9%
工商业	7.4%	19.8%	34.5%	27.9%	24.3%	28.7%	16.4%
天伦燃气	62.1%	34.0%	22.5%	33.2%	20.1%	23.8%	18.1%
居民	-	49.6%	19.8%	19.7%	48.2%	42.2%	24.2%
工商业	-	42.9%	16.8%	48.3%	27.8%	27.8%	16.9%
中国燃气	8.5%	16.2%	19.6%	39.1%	38.5%	25.1%	23.1%
居民	7.1%	24.9%	19.5%	60.1%	39.4%	29.0%	23.5%
工商业	18.2%	16.2%	28.3%	39.9%	57.4%	28.0%	33.6%

注：中国燃气财年截止 3 月 31 日，此表 19H1 对应 2018 年 10 月至 2019 年 3 月，2018 对应 2018 年 4 月至 2019 年 3 月；天伦燃气工商业销气量包括工业用户直供销气量

数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

表 9: 2016-2019E全国天然气消费量数据（单位：亿立方米）

	2016	2017	2018	2019E
城镇燃气	729	937	950	1,064
yoy	16.1%	28.5%	1.4%	12.0%
天然气发电	366	427	485	548
yoy	28.9%	16.7%	13.6%	13.0%
工业燃料	712	760	1,082	1,190
yoy	-3.5%	6.7%	42.4%	10.0%
化工用气	251	262	286	292
yoy	-11.0%	4.4%	9.1%	2.0%
天然气消费量	2,058	2,386	2,803	3,094
yoy	6.5%	15.9%	17.5%	10.4%

数据来源：《中国天然气发展报告（2017、2018、2019）》，国家能源局，广发证券发展研究中心

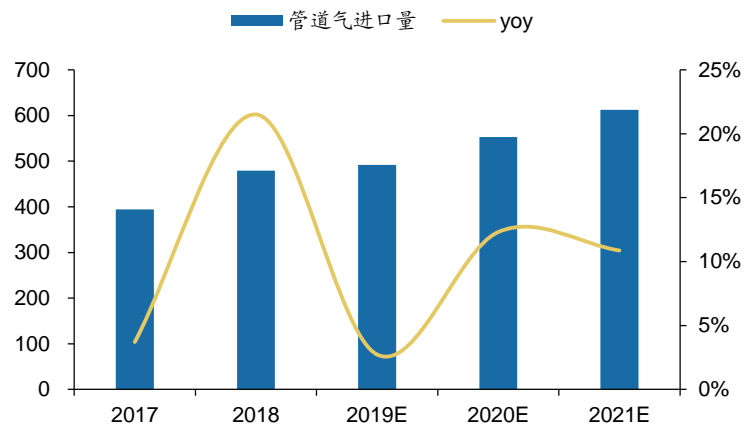
（三）俄气通气带动进口管道气增长

目前我国的进口管道规划主要分为中亚线、中缅线及中俄线。中缅线于2013年底投产，设计输气能力为120亿立方米/年。中亚A、B、C三条管线也已投产，设计输气能力合计550亿立方米/年。其中中亚A线气源地土库曼斯坦是我国管道气主要进口国，2018年的进口气占总进口管道气的69%。中亚D线正在建设中，建成后中亚线的总设计输气能力将达到850亿立方米/年。

正在建设的中俄线分为中俄东线、中俄西线及远东线。其中中俄东线从黑龙江入境，经9个省区市直至上海，北段工程将于2019年12月1日通气。据中新网消息北段通气后将按照1000万方/日的接气能力组织进气；首年输气量为50亿立方米/年，随后输气量逐年增长；全线预计2024年投产，设计输气量达380亿立方米/年。我国目前已投产进口管道的设计输气能力合计670亿立方米/年，2024年中俄东线全线通气后将增至1050亿立方米/年。

管道气进口受制于管道铺设，2018年我国进口管道负荷率已达71.5%，逐步接近饱和。据海关总署数据显示，2019年前三季度我国PNG累计管道气进口量同比增速仅为0.06%。我们认为中俄东线的投产将成为我国管道气进口提升的拐点，2020年后俄气将开始作用于我国天然气消费的气源补充，刺激下游天然气消费量的增长，供需一直紧张的东北三省将成为首要受益地区。

图12: 2017-2021E中国管道气进口量(单位: 亿立方米)及其增速



数据来源: BP 世界能源统计年鉴、广发证券发展研究中心

(四) 国家油气管网公司的成立将有利于行业整合

国家油气管网公司成立在即，是油气体制改革必要之举。国家油气管网公司通过对管网资源的整合，“管住中间，放开两头”，有助于打破现有的垄断形势，推动天然气市场化改革。公司预计将参照中国铁塔的模式，由国家控股，中石油、中石化、中海油参股，并吸纳其他社会资本加入，成立后将由国资委直接管理，与三桶油平级。

国家油气管网公司对于天然气行业的影响主要体现在三个方面：

(1) 上游专注提产，投资主体多元化。国家油气管网公司成立后，因“三桶油”旗下管道资产和员工被剥离整合，“三桶油”在业务布局方面的侧重将有所改变，驱动其将更多资金和精力投入天然气勘探和产量提升上，有助于国产气提产上量。管网独立之后，受益于管道网络的开放，预计将会有更多市场主体受吸引进入上游市场，届时管道投资主体将会形成多元竞争格局，进一步促进天然气供给量的提升。

(2) 整合现有管网资源，加快管网建设。促进互通互联、协调整合管网资源是

中国油气管网公司设立的主要任务。按照规划，公司对现有的干线进行高度整合，有助于进一步提升管道利用率，避免管网资源的浪费。公司借助科学调度优化天然气运行路线，协调用气高峰期供给分配，将有效解决部分地区因管道原因造成的供气不足问题。同时，筹资方式多样化也将在资金方面保障管网建设的顺利推进，我们预计未来管网建设速度将迎来提升，缓解我国管网增速落后消费增速较大的困境。

(3) 下游促进终端市场化。管网运营机制改革之后，油气供应的中间环节减少，运输费用也会相应有所下调。下游企业将拥有更多油气供应商选择，城市门站分销商与大型购买者可以从更多供应商手中获取资源，上游三桶油的定价话语权被削弱，最终推动天然气终端的市场化定价机制形成。

我们认为随着中国油气管网公司对天然气行业的整合，中游管输费得到控制，上下游市场化机制逐步完善，未来天然气供需偏紧局面预计会逐渐打破，门站价格将出现新的下降空间。

(五) 预计今年冬季供需有所缓和，毛差同比有望改善

2019年前三个季度，我国天然气在增储上产上有所突破，累计产量达1276.1亿立方米，同比增长10.4%，实现产销同速。进口气方面，2019年LNG价格由于全球供给宽松持续下行，进口LNG价格优势显现，今年前三季度我国LNG进口量同比增长17.4%；中俄东线今年12月通气，也将为我国管道气进口提供新增量。今年天然气需求增长放缓，随着天然气供给保障能力的提升，我们预计今年冬季供需紧张有所缓和。

目前，终端供暖季非居民天然气价格联动调整已经启动。10月22日常德市调整供暖季非居民用天然气销售价格，非居民用天然气上调0.36元/立方米。长沙、株洲、湘潭等地的非居民价格联动调整也已开始，价格最高上调0.36元/立方米。居民煤改气方面政府加大了对价格的政策支持力度，在《京津冀及周边地区2019-2020年秋季大气污染防治综合治理攻坚行动方案》中提出京津冀及周边地区居民“煤改气”采暖期天然气门站价格不上浮，以保障煤改气用户采暖用气。从目前政策方向和顺价情况推测，我们预计今年冬季门站提价幅度等同去年。

2019年上半年各城燃公司毛差有所下调。其中天伦燃气下调幅度最大，2019年上半年毛差为0.54元/立方米，同比减少了0.06元/立方米。新奥能源和华润燃气销气毛差从同期的0.62元/立方米降至0.58元/立方米。基于今冬供需缓和的预期，我们认为今年城燃企业销气毛差同比有望改善。

表 10: 2016-2021E 港股主要城燃运营商销气毛差 (单位: 人民币元/立方米)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
中国燃气 (00384.HK)	0.68	0.62	0.61	0.61	0.61	0.61
华润燃气 (01193.HK)	0.71	0.58	0.60	0.59	0.59	0.59
新奥能源 (02688.HK)	0.73	0.63	0.61	0.61	0.60	0.60
天伦燃气 (01600.HK)	0.42	0.60	0.56	0.60	0.59	0.59

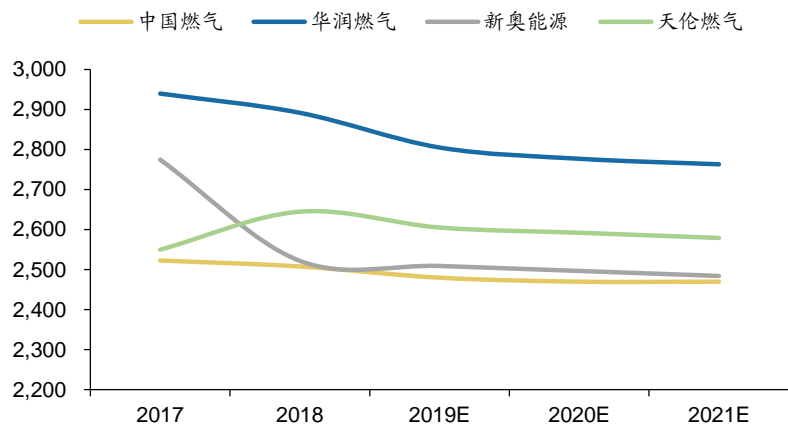
数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

（六）接驳费政策靴子落地

2019年6月国家发改委发布关于规范城镇燃气工程安装收费的指导意见，指出要合理确定城镇燃气工程安装收费标准，原则上成本利润率不得超过10%。此次指导意见的整治方向主要针对城镇燃气工程不规范收费现象，政策的落地在一定程度上消除了政策风险。指导意见中，成本利润不能简单等同于企业披露的利润。城燃公司一般在计算平均接驳费时没有考虑后续维护等成本，披露的利润率均在40%-60%左右，较规定的成本利润上限而言偏高。如果考虑全成本，城燃企业的接驳利润大都处于合理区间，指导文件对其的施加的压力不大。

2019年上半年，城燃公司的居民用户平均接驳费均在2500-2800元/户。其中，华润燃气的平均接驳费降幅最大，从去年同期的3230元/户降至2730元/户，同比下降15.5%；接驳费一直处于低位的天伦燃气和中国燃气则相对稳定。我们认为目前主要城燃公司的接驳费水平均处于合理范围之内，未来将温和下调。

图13：2017-2021E港股城燃公司居民用户平均接驳费（单位：人民币元/户）



数据来源：公司业绩公告、广发证券发展研究中心

2019年上半年港股城燃公司接驳业务稳健发展，主要受益于新增接驳用户数的快速增长。华润燃气、新奥能源及天伦燃气上半年接驳收入分别为港币44.40亿元/人民币36.26亿元/人民币10.99亿元，同比增长32.9%/29.3%/175.9%，增速显著提升；中国燃气2018年10月至2019年3月实现接驳收入港币58.67亿元。

除天伦燃气外，港股城燃公司的接驳业务收入占主营业务收入的比例均低于25%。其中新奥能源的接驳业务占比一直处于低位，2018年的接驳收入占比为9.7%。天伦燃气在2017年大力开展河南省农村煤改气后，接驳业务收入占比一度超过30%。由于接驳业务属于一次性收入，新接驳用户通气后带来天然气销气业务的扩张，我们预计未来城燃公司的接驳收入占比会进一步下降。

接驳利润方面，由于接驳业务利润率较高，各港股城燃公司的接驳利润占比均在40%-60%之间。其中2018年天伦燃气和中国燃气接驳利润占比攀升至

60.8%/55.9%，主要由于公司大力推进接驳利润高的乡镇煤改气业务。新奥能源及华润燃气的接驳利润占比则随接驳费下行而持续下降。我们预计未来随着接驳费的温和下调，城燃公司的接驳利润占比会进一步减少。

图14: 2017-2021E港股城燃公司接驳收入占比

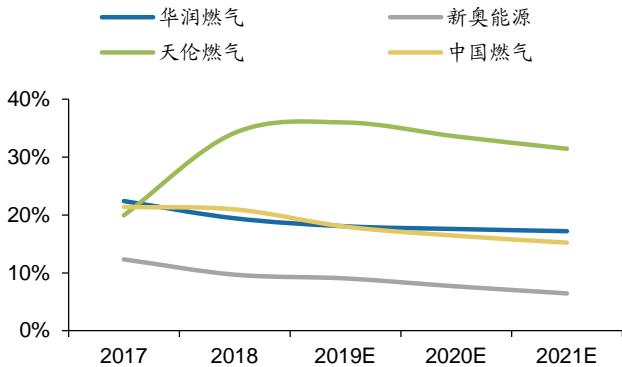
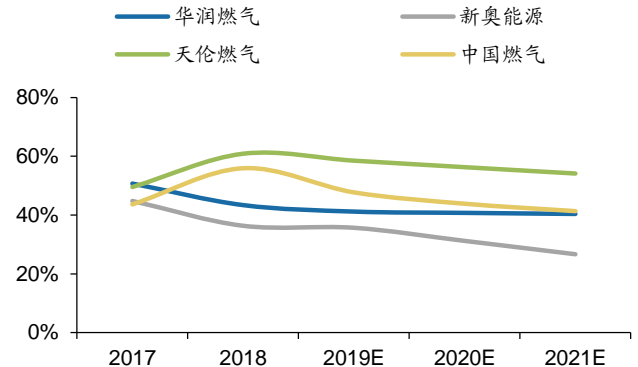


图15: 2017-2021E港股城燃公司接驳利润占比



数据来源: 公司业绩公告、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司业绩公告、广发证券发展研究中心

(七) 推荐标的: 中国燃气 (00384.HK)、新奥能源 (02688.HK)、天伦燃气 (01600.HK)

1. 中国燃气 (00384.HK): 天然气销售稳健发展, 俄气入东北后首位受益

2018/19财年公司实现营业收入593.9亿港元, 同比增长12%, 归母净利润82.2亿港元, 同比增长34.9%, 超出预期。业绩增长超预期主要由于管道天然气销量大幅增长和农村煤改气接驳数量超预期。公司受益于天然气行业的发展, 2018/19财年内城燃销气量达147.4亿立方米, 同比增长25.1%, 天然气批发量达99.12亿立方米, 同比大幅增长44.2%。

目前东北三省煤改气提上日程, 东北天然气市场前景广阔, 此前主要受制于气源不足, 俄气通入后将快速发展。公司在东北三省占据龙头地位, 已布局燃气管网投资建设项目共计120个, 在东北城市燃气市场的份额占比超过50%。2018年公司在东北三省销气量为20.4亿立方米。我们预计公司未来城镇燃气销气量增速将受益于东北三省天然气市场扩张, 至2030年在东北三省的销气量复合增速将超20%。公司现有的东北项目ROA由于管网利用率不足而远低于7%, 预计未来随着管网利用率提高后ROA仍有提升空间。

接驳方面, 公司燃气接驳业务保持稳定, 乡镇气代煤贡献主要增量。2018/19财年内公司新接驳510.7万民用户, 较上一年大幅增长30.1%, 其中239.2万户为乡镇燃气用户。我们预计未来东北煤改气的推进也将助力于公司的接驳业务发展。

2019年11月20日, 中国燃气 (00384.HK) 收盘价为32.45港元。我们认为公司将持续受益于销气量的增长, 尤其会大幅受益于中俄管线通气和东北天然气市场的发展, 我们预测FY2020-2022 EPS分别为1.93/2.32/2.78港元。由于公司业绩增长预期较好, 我们按最新收盘价计算对应市盈率分别为15.6X/13.0X/10.8X, 我们基于

2019/20财年18倍PE给予公司合理价值为34.73元/股，维持“买入”评级。

风险提示：煤改气实施不及预期，中俄管道通气不及预期，上游天然气价格快速上涨的风险。

2. 新奥能源 (02688.HK)：销气量稳步增长，接驳业务超预期

2019年上半年，公司实现营业收入人民币353.44亿元，同比增长33.2%；实现毛利人民币55.98亿元，同比增长20.1%；实现归母净利润33.62亿元，同比大幅增长88.7%；实现核心净利润27.34亿元，同比增长14.40%，基本符合我们的预期。

公司销气业务稳步增长。撇除能源贸易售气量，公司零售天然气销售量为97.69亿立方米，同比增长15.1%，取得收入203.32亿元。同比增长24.7%。其中住宅用户销气量同比增长16.9%，工商业用户销气量同比增长16.4%，销气量稳健。2019年上半年，公司平均售气价为人民币3.24元/立方米（含税），同比上升6.2%，整体销气毛差下降至人民币0.58元/立方米，同比减少0.04元/立方米，主要由于部分农村用户燃气费补贴未到位、毛差较高的汽车天然气销售和商业用户天然气销售量占比下降以及公司向燃气消耗量大的工业用户提供折扣。

2019年上半年公司接驳业务优于预期，实现燃气接驳收入人民币36.26亿元，同比增加29.3%，新增住宅用户128.7万户，同比增长19.4%。公司2019年上半年用户接驳单价为人民币2510元，同比下降7.2%。我们预测公司2019-2021年新增住宅用户为253.2/273.5/289.9万户同比增长10%/8%/6%，预计未来三年公司住宅用户接驳单价将温和下调，分别为人民币2509/2497/2484元/户。

2019年11月20日，新奥能源 (02688.HK) 收盘价为85.90港元，我们预测公司2019-2021年核心EPS分别为人民币4.56/5.35/6.43元。我们认为公司为港股燃气龙头企业，上游气源具有优势，下游城燃销气量有望保持增长，综合能源业务预计为未来业绩增长点。由于公司业绩增长点较多，以及稳定增长的运营现金流较为亮眼，我们基于2019年18倍PE，给予合理价值为91.20港元/股，维持“买入”评级。

风险提示：“煤改气”政策实施不及预期，销气毛差降幅超过预期，综合能源项目不及预期，人民币兑港币汇率贬值超预期。

3. 天伦燃气 (01600.HK)：煤改气业务持续发力

2019年上半年公司实现营业收入人民币31.5亿元，同比增长65.9%；实现毛利人民币8.29亿元，同比增长66.6%；实现归母净利润人民币4.05亿元，同比增长88.1%，核心归母净利润人民币4.43亿元，同比增长67.8%，基本符合预期。

2019年上半年公司城燃销气总量达到4.75亿立方米，同比增长23.3%，第三季度受国庆节工厂停工影响，增速约为24%，预计四季度增速将超25%。我们预计公司2019年全年销气量增速维持在25%左右。

2019年上半年公司乡镇煤改气接驳高速发展，新增乡镇煤改气用户为25.0万户。目前公司城市燃气项目总体渗透率为43%，区域内煤改气用户仍有巨大发展潜力，我们预计2019-2021年公司乡镇煤改气新增接驳数约为60/70/80万户。公司目前仍坚持优质城燃项目的并购策略，并不断加大河南终端市场的并购力度，积极扩大用户规模。

截至2019年6月30日，公司已完成河南省驻马店市西平县城市燃气项目收购，项目已开始为公司业绩作出贡献。公司未来计划通过复制煤改气基金合作模式积极寻求省外乡镇煤改气合作机会，预计未来乡镇煤改气业务会给公司持续注入新的业绩活力。

2019年11月20日，天伦燃气（01600.HK）收盘价为港币7.21元。我们预测公司2019-2021年EPS分别为人民币0.94/1.13/1.31元。我们认为公司未来在煤改气上具有较大发展空间，同时城镇燃气销售量增长可以保证。由于公司市值较小，且接驳利润占比较高，我们用2019年低于行业平均的12倍PE给予公司合理价值港币12.60元/股，维持“买入”评级。

风险提示：“煤改气”政策实施不及预期，煤改气项目进度不及预期，供给能力限制销气量较快增长。

（八）风险提示

1. “煤改气”实施不及预期

“煤改气”政策力度强，但由于天然气相对煤价的成本较高，经济性不强，须关注“煤改气”在实行过程中实施不及预期的风险。该风险主要包含两种情况：1) 农村居民采暖“煤改气”实施后，居民私下重新用煤的逆向替代。2) 工业用户由于天然气使用成本较高，“煤改气”实施积极性较低。

2. 政策管控风险

城市燃气作为公用事业，市场在不断成熟后，将会面临政府在收益率管控上的政策风险。目前，在国家出台明确的下游收益率的相关政策后，相关风险大幅缓解。但需关注未来可能的进一步政策风险。

3. 油价下跌

由于美国页岩油革命，致使全球石油供应从整体上来看偏向宽松。另外，OPEC组织减产计划与减产力度若不及市场预期，油价将相应下跌。油价下跌将使得天然气相对替换能源的经济性进一步降低，不利于天然气的市场需求。

4. 天然气供应不足：

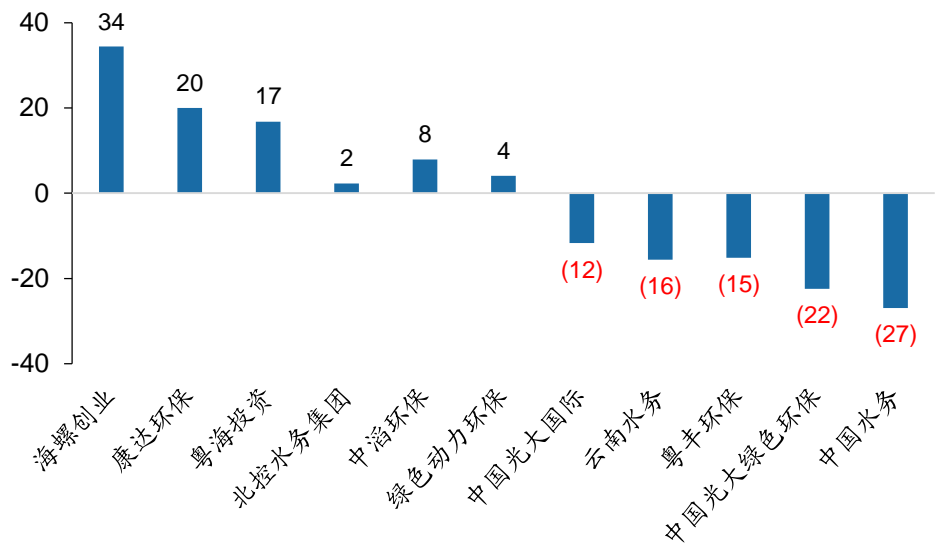
天然气需求上升后，国内的管道运输能力、码头LNG进口等供应能力是保障天然气正常使用的基础。关注局部供应能力不足带来的能源安全风险。

三、环保：持续关注危废和垃圾处置板块投资机会

(一) 行情回顾

2019年1月1日至2019年11月20日，从涨跌幅来看，海螺创业、康达环保和粤海投资，涨幅位居行业前三，分别为34%、20%和17%。跌幅较大的有中国水务（-27%），中国光大绿色环保（-22%），粤丰环保（-15%）。

图 16: 环保公司行情回顾 (2019年1月1日至2019年11月20日)



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 11: 环保公司行情回顾 (2019年1月1日至2019年11月20日)

公司名称	公司代码	PE(LYR)	2019年至今收益率
海螺创业	00586.HK	8.16	34.38
康达环保	06136.HK	4.58	20.00
粤海投资	00270.HK	22.27	16.80
北控水务集团	00371.HK	8.74	2.26
中滔环保	01363.HK	3.15	7.94
绿色动力环保	01330.HK	12.01	4.05
中国光大国际	00257.HK	8.49	-11.71
云南水务	06839.HK	4.49	-15.60
粤丰环保	01381.HK	11.13	-15.13
中国光大绿色环保	01257.HK	6.55	-22.40
中国水务	00855.HK	6.99	-26.89

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(二) 持续关注固废危废行业投资机会

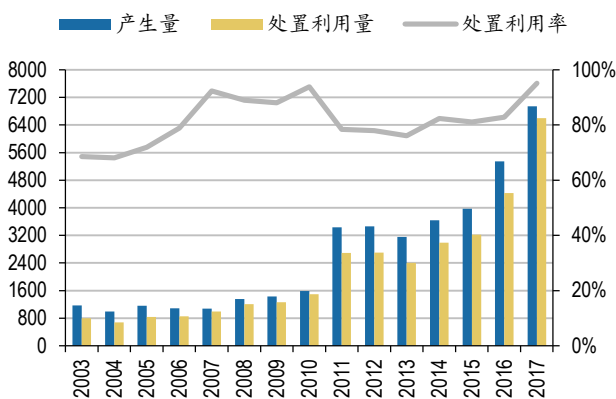
危废板块2019年和2020年持续向好（1）随着经济发展和工业化的不断推进，

危险废物的产量逐渐增加 (2) 生态环境部“清废2019行动”以及环保督查趋严, 危废处理价格居高不下 (3) 目前危废综合处置率较低, 行业成长空间巨大, 预计业绩增长可在未来2-3年中维持。且与其他环保行业不同, 危废处置的支付方是产废企业而不是地方政府, 危废处置整体应收账款较少、经营性现金流较好。

随着城镇化和工业化的不断深入, 我国的危险废物产生量也日益增加。2017年全国危险废物产生量达6396.9万吨, 同比增长29.73%。2012-2017年, 危险废物产生量年复合增长率15%, 产量增长迅速。

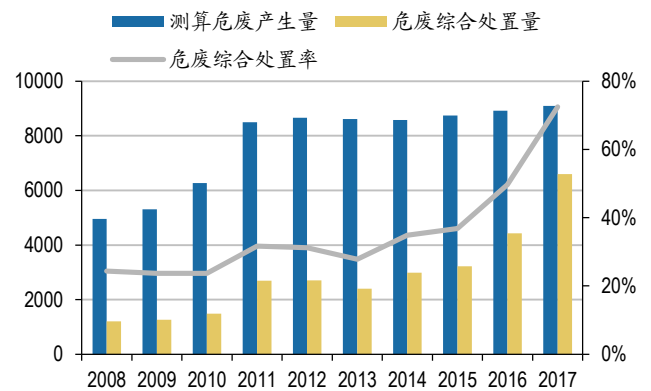
危废真实产量被低估, 环保督查促进需求释放。环保部发布的危废数据严重失真, 2007年环保部披露的危废产量仅为当年污染源普查结果的1/4。按照发达国家经验, 危废产量占固废产量基本为4%以上。2007年全国工业固废产量为38.52亿吨, 工业危废产量为4573.69万吨, 工业危废在固废中的占比约为2.6%, 沿用这一比例, 我们测算出2018年危废产量在9280万吨以上。

图17: 2003-2017年全国危废报告产生与处置情况 (单位: 万吨)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图18: 2008-2017年全国测算危废量与处置情况 (单位: 万吨)

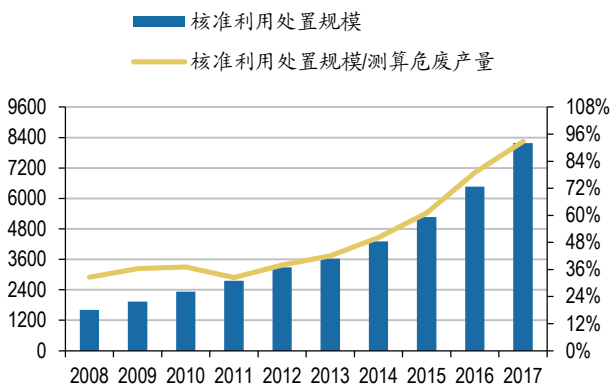


数据来源: 环保部, 国家统计局, 广发证券发展研究中心

说明: 2011年之前申报口径是一年产生危废10千克以上的纳入统计, 2011年开始则是一年产生危废1千克就要纳入统计。

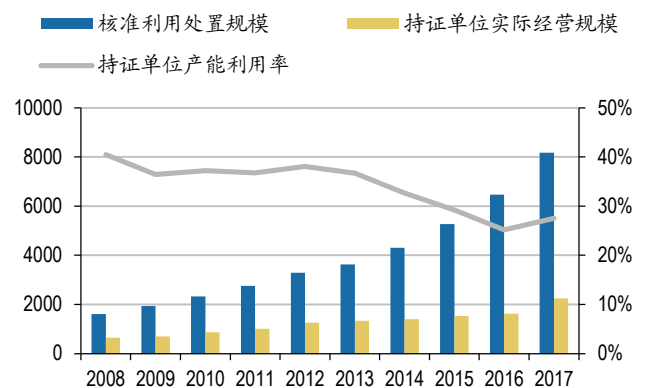
核准危废经营规模提升, 但危废持证单位产能利用率较低导致产能释放慢。我国已核准的危废利用处置规模大幅提升。2017年, 我国已核准的危废利用处置规模为8178万吨/年, 占测算出的危废产量的93%, 较2016年的79%上升了14个百分点。但是, 我国危废持证单位产能利用率不足。2017年, 我国持证单位实际经营规模仅为2252万吨, 产能利用率只有28%, 仅较2016年的25%上升3个百分点。其次, 我国对危废企业采取经营许可证制度, 从事危废的收集、处置活动需持证进行。而危废经营审批流程严谨, 用地审批周期长, 产能短期内不会大规模增长。

图19: 我国危废核准处置产能 (万吨)



数据来源:《2018年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》, 广发证券发展研究中心

图20: 我国持证单位核准利用与实际经营规模(万吨)



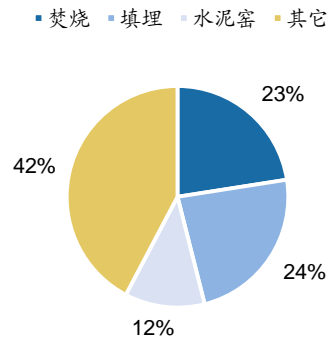
数据来源:《2018年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》, 广发证券发展研究中心

目前供需矛盾仍较为突出, 预计在2021年达到供需平衡。2016年针对危废处置的政策频频出台, 环保督察日益趋严, 国家司法将非法处置危废的行为归为“刑事责任”, 并采取“按日计罚”措施, 加上2019年生态环境部启动的“清废行动2019”, 对危废正规化处置的需求会急剧上升。然而我国核准危废经营规模不足及危废持证单位产能利用率较低, 行业供给会短期内持续偏紧。供需矛盾导致危废处理价格在全国多地区出现不同程度涨价, 2019年10月15日, 生态环境部发布了《关于提升危险废物环境监管能力、利用处置能力和环境风险防范能力的指导意见》对危险废物污染防治作出重要部署。我们预测危废处理价格将在政策支持下呈现上扬趋势。随着许可证审批权限下放, 持证企业利用率提升, 加上其他行业资本的进入, 我们预计这一现象会在2021年左右达到供需平衡。

危废无害化市场空间广阔, 相对产能不足, 为行业未来发展方向。首先, 无害化处置供需格局更好: 无害化处置尚存较大缺口, 而资源化利用则存在较多的无效过剩产能。从各省危废建设十三五规划也可看出, 未来3年对无害化处置能力建设的需求与力度明显高于资源化利用。其次, 无害化处置领域边际改善更大。由于资源化处置能够资源价值回收, 危废资源化利用市场过去发展比较成熟, 而无害化市场2013年后才逐步加速启动, 随着一系列政策推进, 危废无害化处置需求将加快释放。最后, 无害化处置利润更高、现金流更好, 因为资源化业务从危废购买到资源化产品出售这段时间需占用较多现金, 而无害化处置前不占用现金, 现金流更好。

据2018年大中城市危废年报, 2017年608万吨处置量中, 焚烧137万吨、填埋143万吨、水泥窑71万吨、其它257万吨, 焚烧占比23%、填埋占比24%, 仍是主流的无害化处置方式。值得关注的是水泥窑在无害化处置中占比12%, 随着水泥窑协同处置危废的发展, 未来占比有望提升。

图21：2017年危废无害化处置格局：填埋燃烧为主（万吨）



数据来源：《2018年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，广发证券发展研究中心

鼓励危废处理处置向龙头集中。生态环境部于2019年10月16日印发《关于提升危险废物环境监管能力、利用处置能力和环境风险防范能力的指导意见》，提出建立健全危险废物环境监管体系、全国危险废物利用处置能力与实际需要总体平衡、布局趋于合理等要求。危险废物日常环境监管将纳入生态环境执法“双随机一公开”内容，涉危险废物环境违法行为将加大查处力度。针对部分地区和部分难处置危险废物类别处置能力紧张、高价值危险废物利用能力相对过剩的“不平衡 不充分”问题，指导意见中提出重点区域应当开展危险废物集中处置区域合作，鼓励危险废物利用处置龙头企业做大做强、形成区域布局。针对化工园区，指导意见特别提到督促落实化工园区环境保护主体责任和“一园一策”危险废物利用处置要求，有条件的化工园区建立危险废物智能溯源管控平台。我们认为，指导意见聚焦当前危险废物监管、处置与风险防范等三方面短板，尤其提到做大做强龙头企业，将对危废处理处置行业及其头部企业形成直接利好。

水泥窑协同危废处置更环保、更高效、成本更低。水泥窑协同处置危废是危废无害化的一种，优势显著，是危废无害化处置的重要手段。相对于焚烧来说具有投资少（无需新建窑炉）、处置成本低（无需添加燃气、柴油汽油等助燃剂）、减量化更彻底（灰渣进入熟料，无需进行填埋，同时节省了填埋费用）、更加环保（燃烧室温度高，避免二噁英等产生）等优势。2016年环保部发布《水泥窑协同处置固体废物污染防治技术政策》，支持水泥窑协同处置。2017年5月31日，《水泥窑协同处置危险废物经营许可证审查指南(试行)》也正式发布。在这一技术的本身优势和政策支持协同作用下，我们预计未来水泥窑协同危废处置将逐渐成为我国消纳危废的主要形式。

（三）垃圾发电：存量补贴力度不变，新项目或将逐步退坡

1. 住建部发布垃圾焚烧厂评价标准，运营管理水平权重提高

住建部发布《生活垃圾焚烧厂评价标准》，自2019年10月1日起实施，原行业标准CJJ/T137-2010废止，新标准的参编单位包括伟明环保、光大环保、绿色动力、高

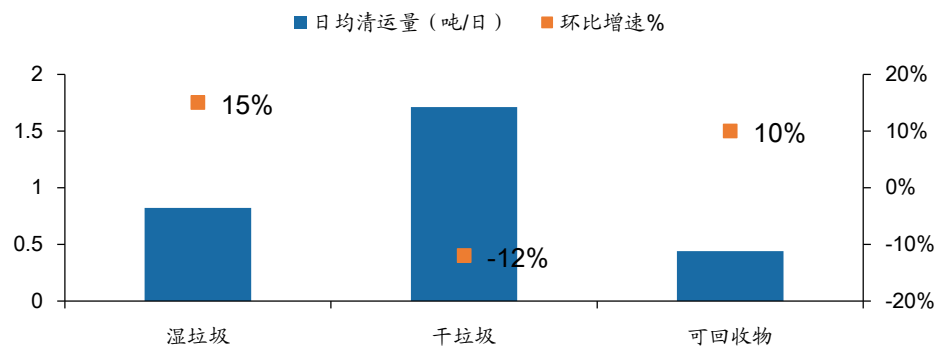
能环境等环保类上市公司。此次新版标准提高运营管理水平评价，将运营管理水平分值由原来60%上调至70%，将建设水平分值权重从40%下调至30%。新标准去除了焚烧厂总体设计等主观性较强的评价项目，评价过程更加客观标准。

对比旧标准，新标准还从以下几个方面进行了改进：1) 将卸料大厅、垃圾池容量、臭气控制设施、预处理系统等垃圾接收系统和安全设施建设纳入评价体系；2) 对炉排炉和流化床炉两种焚烧工艺分别规定了入炉垃圾管理，完善了入炉前垃圾管理环节的评价；3) 完善了烟气净化系统的建设标准，加入去除氮氧化物、重金属和二噁英、颗粒物的分值，细化了飞灰处理、渗滤液处理过程的评价，新增在线监测系统维护的评价项目。

2. 上海垃圾分类稳步推进

上海生活垃圾新规实施首月报告出炉，生活垃圾分类成效显著。根据上海文明网新闻，7月全市湿垃圾清运量达0.82万吨/日，较上月相比增长15%，较2018年底增长82%，可回收物清运量可回收物日均清运量0.44万吨/日，较上月相比增长10%，干垃圾清运量1.71万吨/日，较上月相比下降11.7%。进一步地，城管执法系统将在8月启动第二轮全覆盖执法检查工作，针对问题较为突出的大型商场、商务楼宇等将加大查处力度，并重点加强末端处置环节的执法检查。伴随在沪垃圾生产单位必须缴纳垃圾处理费制度明确，并可根据分类考核下调和上浮单位生活垃圾处理费收费标准，我们预计下一步监管收紧叠加差异化收费模式，上海市垃圾分类将加速稳健推进。

图22: 上海市垃圾日均清运量月度环比变动情况



数据来源：上海文明网，广发证券发展研究中心

3. 垃圾发电项目补贴新项目或将逐步退坡

近日，财政部对垃圾发电补贴问题的人大提案进行回复，明确提出拟对已有项目延续现有补贴政策，并逐步减少新增项目纳入补贴范围的比例，通过垃圾处理费等市场化方式对垃圾发电产业予以支持。根据财政部的数据，2016-2019年中央财政

拨付可再生能源电价附加补助资金超过3000亿元，其中用于生物质及垃圾发电项目合计占比12%。可见，垃圾焚烧发电新项目的电价补贴将逐步退坡，“电价+垃圾处理费”的双补贴模式或将调整为“垃圾处理费”的单补贴模式，实力较强、与地方政府谈判能力较强的企业更具优势。同时去补贴下仍要维持较高的盈利水平更加考验项目运营能力，已有项目仍延续现有补贴政策则利好现有垃圾发电规模较大的企业。但未来将逐步减少对新增垃圾焚烧发电项目的补贴范围，或将取消垃圾焚烧发电上网电价补贴，转向市场化的方式予以支持。

（四）推荐标的：海螺创业（00586.HK）

1. 海螺创业（00586.HK）：新签项目加快

公司年初至今已经签约了22个新项目，包括6个年处理能力合计80万吨的工业固废和危废项目，以及16个年处理能力合计386万吨的垃圾发电项目。

固废危废处理量快速增长：截止目前，公司新签约6个固废危废处置项目，新增产能80万吨/年。其中，四川达州20万吨/年、广西隆安10万吨/年、安徽池州10万吨/年、湖南益阳10万吨/年、广东阳春10万吨/年和安徽繁昌20万吨/年。公司固废危废处理量快速增长。我们预计公司固废危废产能2019-2021年末分别能达到225/395/515万吨/年，收入为7.5/18.6/30亿元，同比增速为170%/150%/61%。

垃圾发电也快速增长：公司垃圾处置签约项目超出预期，新签约16个炉排炉项目，超过2018年全年签约数，新增处置生活垃圾产能386万吨/年，项目覆盖15个省市自治区。公司垃圾处置产能也快速增长，我们预计公司2019-2021年末垃圾处置产能分别为322/443/879万吨/年，收入为31.8/42.5/51.9亿元，同比增速为36%/48%/39%。

2019年11月20日，海螺创业（00586.HK）收盘价为30.70港元，我们预测公司2019-2021年EPS分别为人民币3.543/3.654/3.748元。我们对公司的主营环保板块和联营的水泥板块分开估值，由于（1）未来3-5年固废危废及垃圾处置业务的快速增长；（2）联营的海螺水泥为水泥行业龙头公司，经营稳健，分别基于2019年环保板块11倍PE和水泥板块广发建材团队给予的1.8倍PB，公司环保板块和水泥板块合理价值分别为6.33和26.23港元/股，合计32.56港元/股，维持“买入”评级。

风险提示：危废、固废处置产能建设进度低于预期；危废处置涨价幅度低于预期，项目利用率不及预期，炉排炉项目进度低于预期，水泥价格下行等风险。

（五）风险提示

危废处置项目运营风险：邻避效应：当地公众不欢迎危废项目，导致某些项目被迫停产；危废处理费下降，审批资质下放速度超预期，导致竞争激烈。

垃圾发电项目风险：项目落地率不及预期；需求增长不及产能扩张；垃圾处置费用下降；利率上升带来融资成本的提高。

广发海外研究小组简介

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名,第二名,第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。
- 廖凌：海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。6年策略及中小市值研究经验。
- 张静静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。
- 蒲得宇：海外电子行业首席分析师，2015-2017年Asiamoney最佳台湾硬件分析师，CFA。
- 胡翔宇：海外大消费行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。
- 韩玲：海外公用事业和新能源行业首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012~2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名（团队）、第4名（团队）、第2名（团队）。
- 刘芷君：海外机械行业资深分析师，七年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2017年新财富最佳机械分析团队第三名、2016年新财富机械分析团队第二名。
- 邓崇静：海外汽车行业高级分析师，2017年《亚洲货币》(Asiamoney)香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》(Asiamoney)中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 刘峤：海外大消费行业高级分析师，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈蒋辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士，2017年加入广发证券。
- 周绮恩：海外电子行业分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张晓飞：海外电子行业分析师，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：海外医药行业高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外大消费行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外大消费行业研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：海外策略研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡俊韬：海外宏观分析研究助理，新加坡国立大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构可能存在潜在的利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。