

# 火电反转在即，关注燃气行业改革

## 2020年公用事业行业年度策略

分析日期 2019年11月01日

**行业评级：中性(40)**

证券分析师：牛畅

执业证书编号：S0630115060032

电话：20333451

邮箱：pengwu@longone.com.cn

联系人：张耀翔

电话：20333272

邮箱：zyx@longone.com.cn

### 行业走势图



### ◎投资要点：

◆2019年前三季度公用事业行情回顾：公用事业板块累计上涨5.55%，沪深300指数上涨30.89%，跑输大盘25.34个百分点。从细分板块来看，火电板块表现不佳，累计下跌2.84%；水电和燃气板块累计上涨分别为17.66%和1.43%，水电板块二级市场表现相对较好。

◆火电发电量显著回落，煤价下行带动企业盈利回升。2019年1-9月，全国规模以上火电厂火电发电量累计38019.60亿千瓦时，同比增长0.50%，增速比去年同期显著降低6.4个百分点。火电发电量的显著回落一方面与2019年整体经济下行压力加大有一定关系，另一方面也体现出火电行业供给侧优化效果凸显。在火电企业的成本中，电煤采购成本占据了五成以上，火电企业利润对煤价的弹性远高于电量，煤炭价格的下行有望改善火电企业的利润情况。供给端，2016-2017年煤炭去产能速度超预期，2018-2020年去产能任务将进一步减少，煤炭去产能政策力度边际递减，煤炭供需偏紧的状况将得到改善。长期来看，在政策面频频释放煤价下调信号以及淘汰落后发电机组的大背景下，煤价步入下行通道，火电企业业绩有望企稳回升。

◆优质水电资源稀缺，水电价值凸显。水电首先作为清洁能源，环保政策的改变和推进对于水电公司的影响较小，这是相较于火电的政策优势。“十三五”计划中国家对于水电基地的开发相较于“十二五”已经有一个非常明显的放缓，这一点从水电发电设备新增设备容量增速就可以看出。目前投运及在建的电站装机容量已占规划总装机容量的63%，各方水电龙头已经逐渐占据最优质的水利资源，稳定的现金流，以及逐渐缩小的大型设备投资有望为水电上市公司未来持续的高分红提供保障，拥有稳定现金流和高分红的优质水电企业价值凸显。

◆天然气供需缺口逐步改善，改革引领新格局。2019年-2020年我国天然气需求将持续强劲，供给侧端压力持续改善，天然气市场价格将步入下行区间。政策方面，国家管网公司的成立短期来看，天然气行业上游的开采力度有望得到提升，加大勘探开发将直接利好上游开采设备企业。而中长期来看，强调强化天然气基础设施建设与互联互通，加快天然气管道、LNG接收站等项目的建设，总体上利好拥有储气库和LNG接收站的下游企业。

●风险提示：动力煤价下调不达预期；用电下滑超预期；LNG价格未达预期；环保政策推动力度不达预期；“煤改气”政策推动不达预期。

## 正文目录

<b>1. 行业市场表现回顾</b> .....	<b>4</b>
1.1. 走势回顾 .....	4
1.2. 估值走势 .....	6
1.3. 电力板块概况 .....	7
<b>2. 火电行业</b> .....	<b>9</b>
2.1. 火电发电量显著回落，煤价下行带动企业盈利回升 .....	9
2.2. 火电行业总结 .....	13
<b>3. 水电行业</b> .....	<b>13</b>
3.1. 优质水电资源稀缺，水电价值凸显 .....	13
3.2. 水电总结 .....	16
<b>4. 燃气行业</b> .....	<b>16</b>
4.1. 天然气供需缺口逐步改善，改革引领新格局 .....	16
4.2. 燃气行业总结 .....	19
<b>5. 投资策略及重点关注公司</b> .....	<b>19</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>20</b>

## 图表目录

图 1 2019 年公用事业行业跑输沪深 300 .....	4
图 2 2019 年公用事业子板块涨跌幅 .....	4
图 3 2019 年至今公用事业及子板块涨跌情况 .....	4
图 4 2019 年公用事业涨幅位居申万各行业分类第 23 位 .....	5
图 5 2019 年公用事业 PE 估值位居申万各行业分类第 16 位 .....	5
图 6 公用事业子板块绝对 PE 估值 .....	6
图 7 公用事业子板块绝对 PB 估值 .....	6
图 8 我国 GDP 增速（季度累计值） .....	7
图 9 各产业 GDP 当季值（不变价） .....	7
图 10 全社会累计用电量 .....	8
图 11 各产业用电量当月值同比 .....	8
图 12 2019 年前三季度电力板块营收同比增速 .....	8
图 13 2019 年前三季度电力板块归母净利润同比增速 .....	8
图 14 火电发电量 .....	9
图 15 火电发电设备容量 .....	9
图 16 火电利用小时数情况 .....	10
图 17 主要火电企业业绩表 .....	11
图 18 火电板块业绩环比增速 .....	11
图 19 电煤价格指数 .....	12
图 20 我国煤炭产量 .....	12
图 21 年度长协价:CCTD 秦皇岛动力煤(Q5500) .....	12
图 22 秦皇岛动力煤(Q5500)市场价和期货价 .....	12
图 23 水电累计发电量 .....	13
图 24 水电发电设备新增容量 .....	13
图 25 水电发电平均利用小时 .....	14
图 26 水电各省发电量占比 .....	14

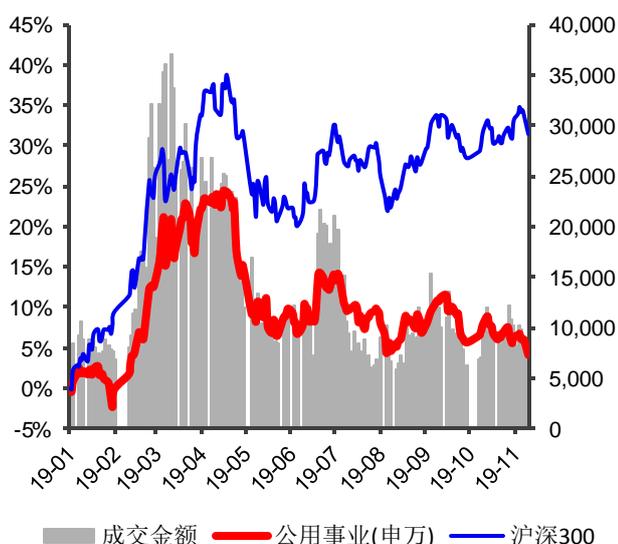
图 27 我国各省水电利用小时.....	15
图 28 长江电力公司分红情况.....	15
图 29 公司历年上网电价.....	16
图 30 上网电价对比.....	16
图 31 国内天然气产量.....	17
图 32 2017 天然气消费结构.....	17
图 33 国内天然气进口依赖度.....	18
图 34 国内天然气进口价格指数.....	18
图 35 国内 LNG 天然气进口累计量.....	18
图 36 LNG 市场价.....	18

## 1. 行业市场表现回顾

### 1.1. 走势回顾

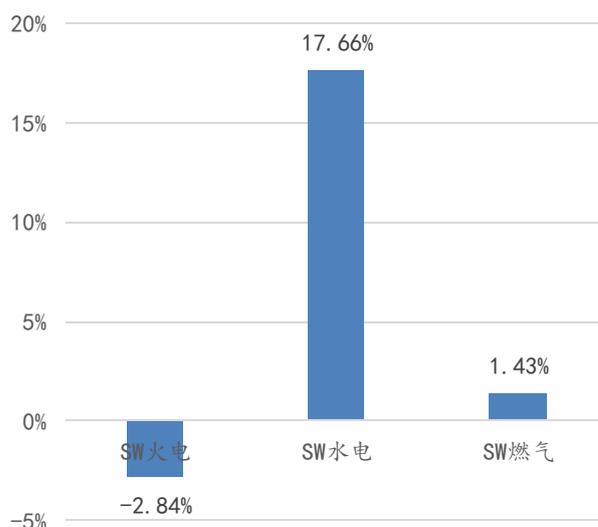
2019年公用事业行业在二级市场表现不佳。截至2019年10月31日，公用事业板块累计上涨5.55%，沪深300指数上涨30.89%，跑输大盘25.34个百分点；从细分板块来看，火电板块表现不佳，累计下跌2.84%；水电和燃气板块累计上涨分别为17.66%和1.43%，水电板块二级市场表现相对较好。

图1 2019年公用事业行业跑输沪深300



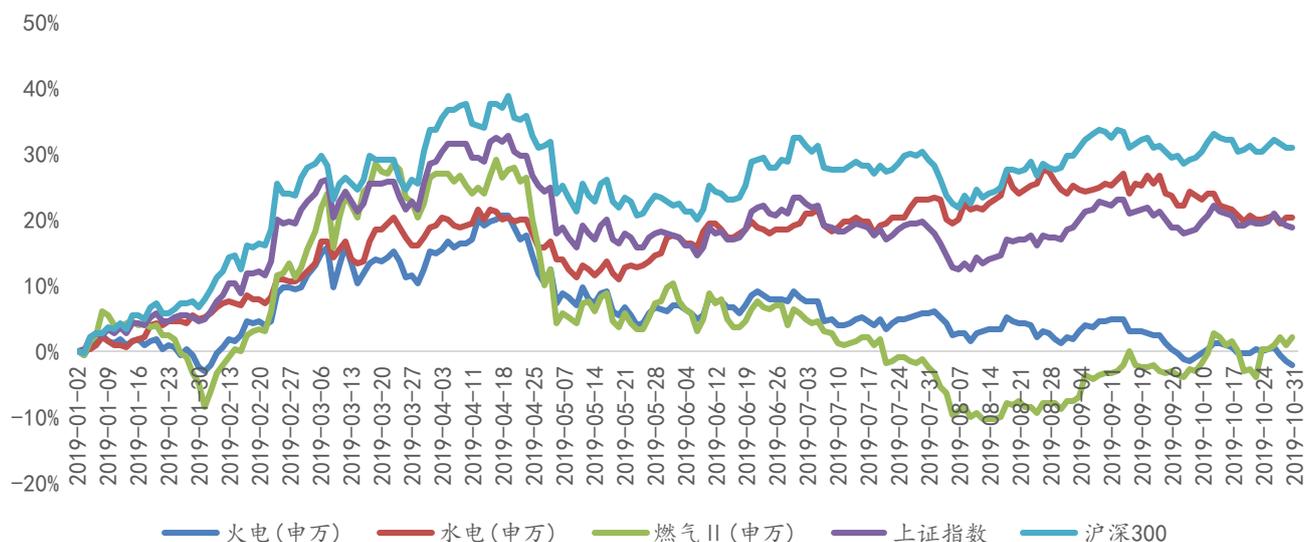
资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

图2 2019年公用事业子板块涨跌幅



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所  
注：涨跌幅截至2019/10/31

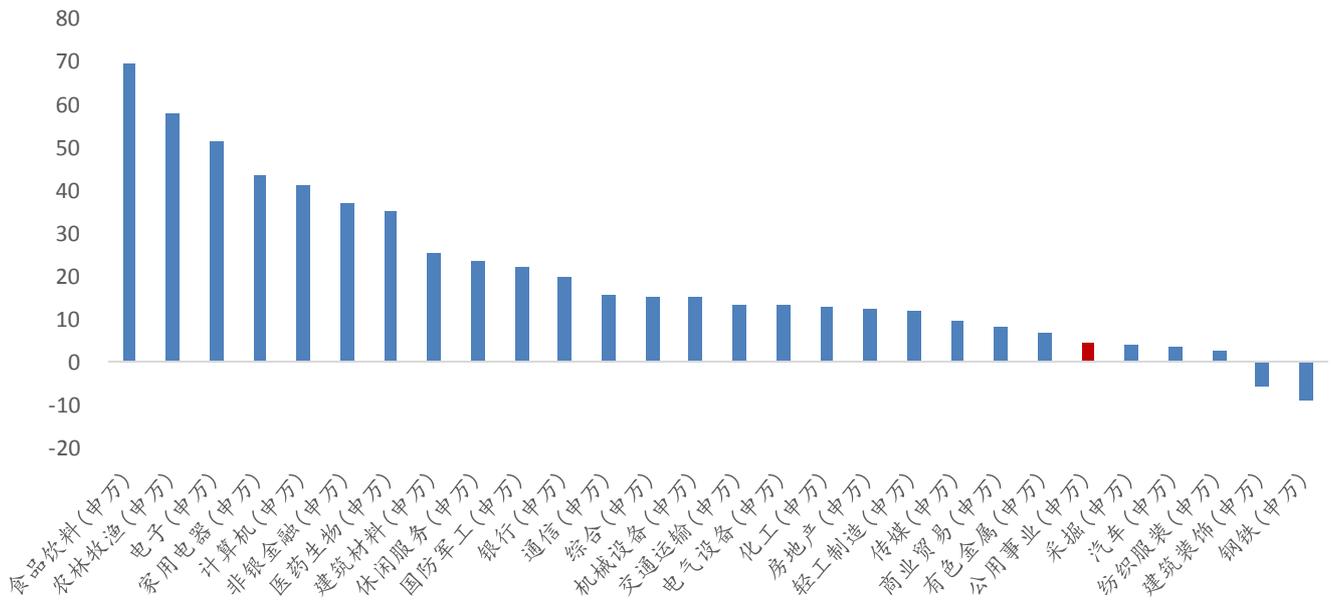
图3 2019年至今公用事业及子板块涨跌情况



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

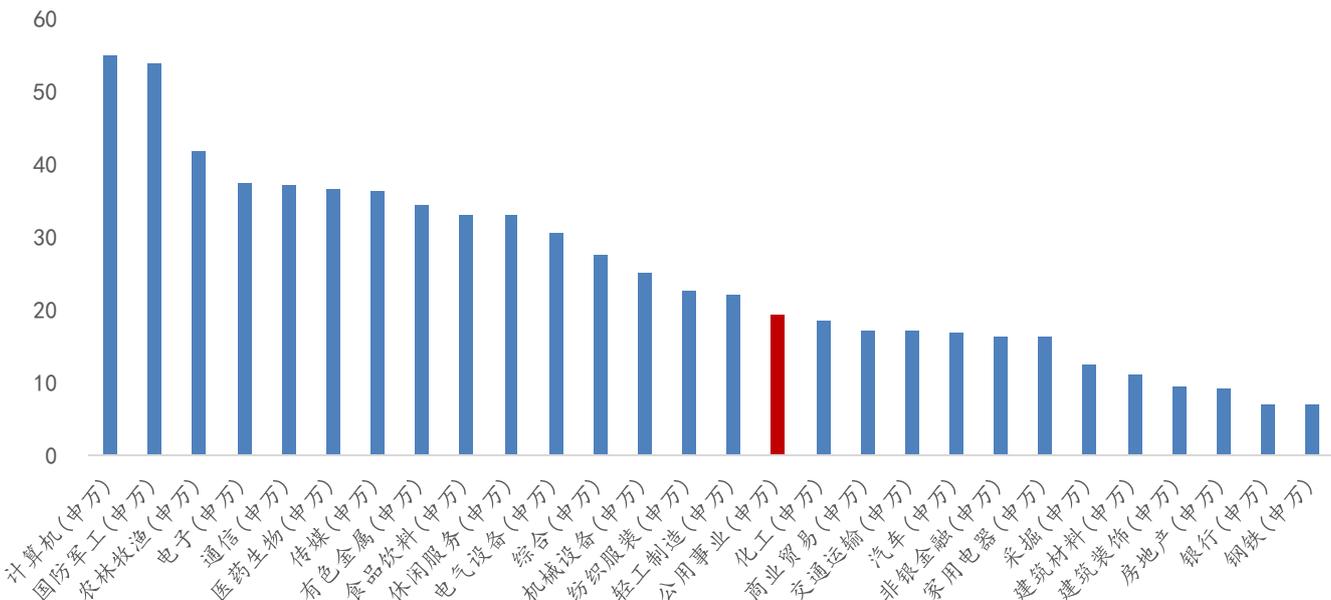
截至 2019 年 10 月 31 日，在万得分类的 28 个行业中，公用事业行业 5.55% 的涨幅排名中下，位居申万行业指数第 23。公用事业行业的估值为 19.45 倍，排名第 16，估值水平在申万各行业中尚属中等水平。2019 年公用事业板块第一、二季度走势和大盘走势呈正相关，第三季度和大盘走势开始出现分化。受外部经济环境影响，公用事业板块目前估值处于历史相对低位。

图 4 2019 公用事业涨幅位居申万各行业分类第 23 位



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

图 5 2019 公用事业 PE 估值位居申万各行业分类第 16 位



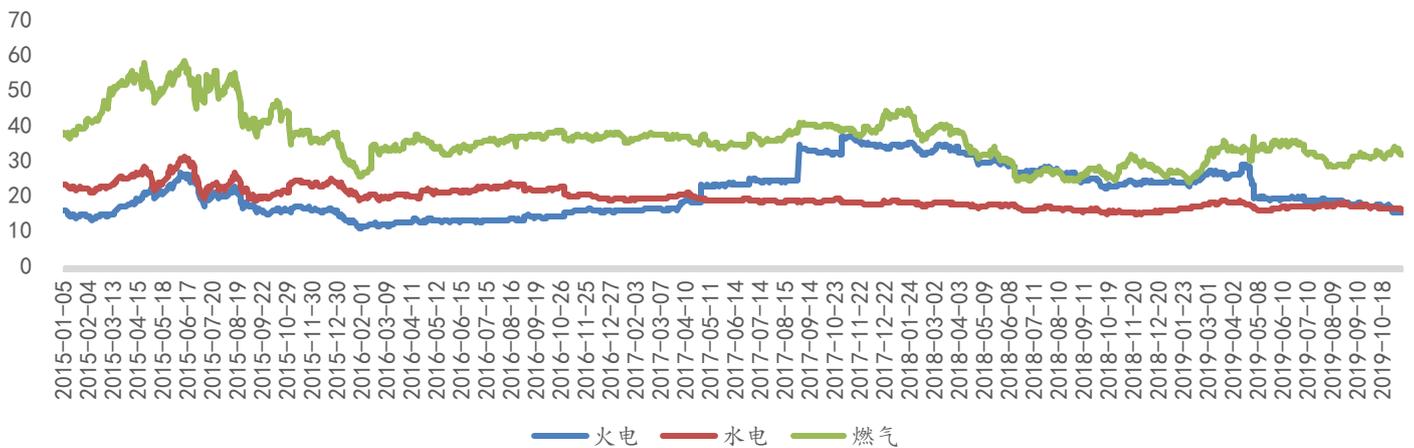
资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

## 1.2. 估值走势

在估值方面,横向比较,以 PE(TTM)剔除负值后计算,公用事业板块估值为 19.45 倍,排名第 16 位,估值水平在申万 A 股各行业中属于中等水平,成长处于相对稳定状态。

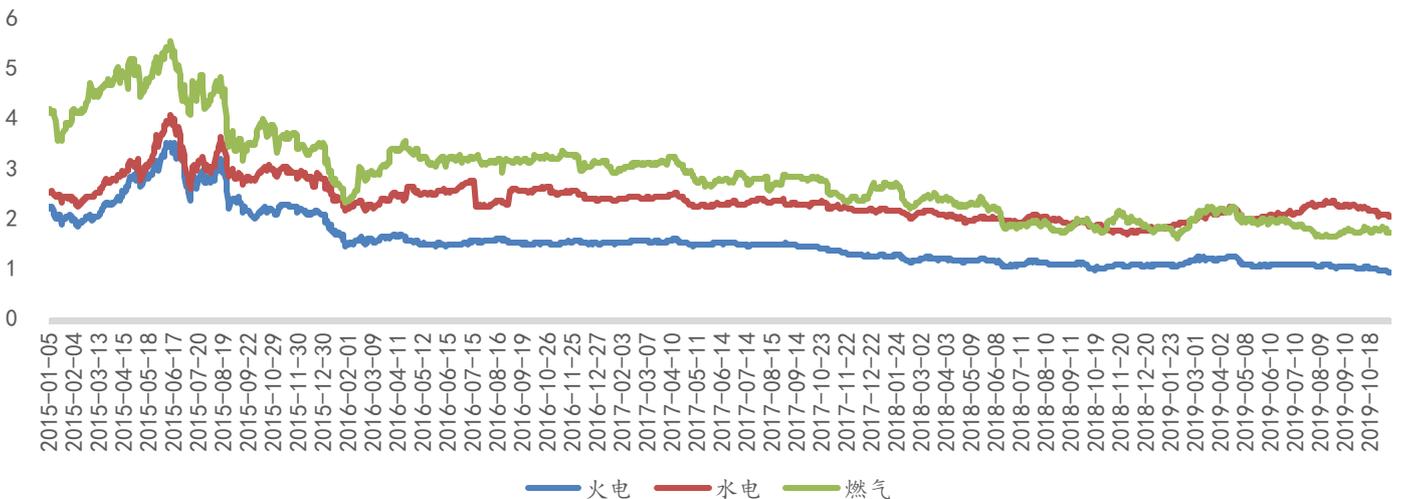
纵向比较,2019 年公用事业三个子板块 PE、PB 整体都是在 1 月至 5 月都有一个明显上升的趋势。5 月后因受到贸易战不确定性对大盘冲击的影响,整体估值中枢都出现了不同程度的下降,火电板块 PE 估值下降的趋势尤为明显。截至 2019 年 10 月 31 日,火电、水电和燃气的 PE 值分别为 16.64 倍、16.22 倍和 31.91 倍,火电板块 PE 估值已经处于历史相对低位。综合来看,我们认为公用事业板块估值处于历史相对低位,待外部环境因素改善,估值有望修复。

图 6 公用事业子板块绝对 PE 估值



资料来源: WIND 资讯, 东海证券研究所

图 7 公用事业子板块绝对 PB 估值

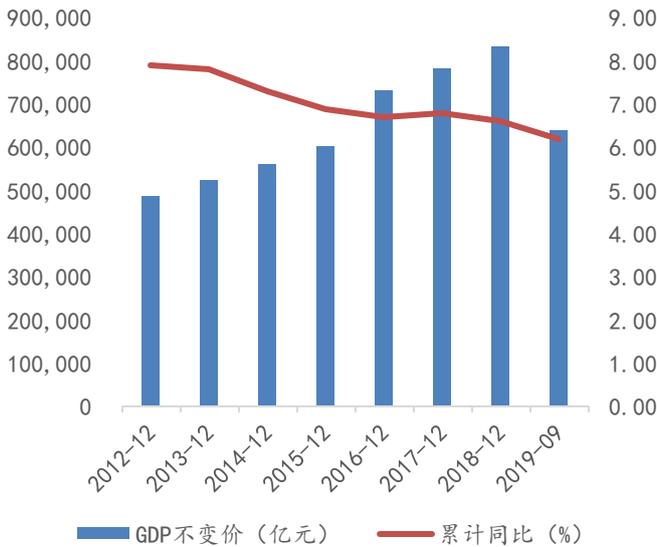


资料来源: WIND 资讯, 东海证券研究所

### 1.3. 电力板块概况

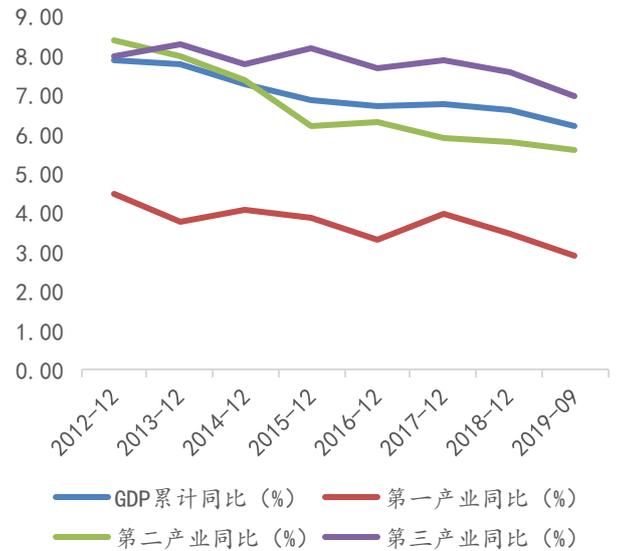
**GDP 小幅回落，经济企稳。**国家统计局数据显示，2019 年 1-9 月我国国民生产总值（GDP-不变价）累计同比增长 6.2%，增速较上年同期的 6.7% 有小幅回落。分行业来看，2019 年 1-9 月，第一、第二和第三产业 GDP 增速分别为 2.90%、5.60% 和 7.00%，第一、第二和第三产业增速同比分别回落 0.5、0.3 和 0.7 个百分点，表明我国经济短期有较小回调，整体发展企稳。

图 8 我国 GDP 增速（季度累计值）



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

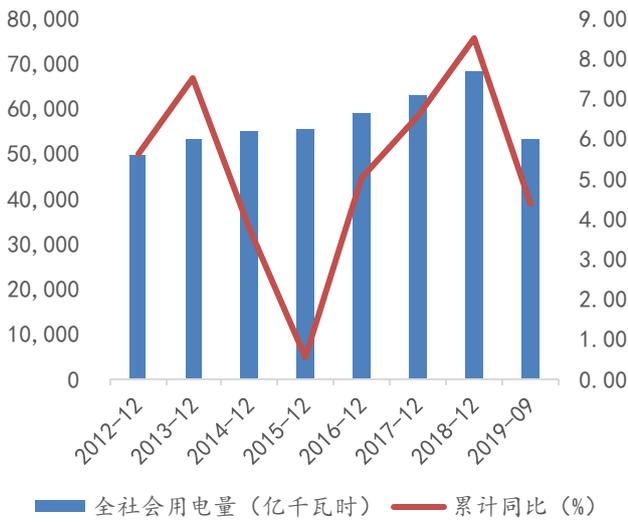
图 9 各产业 GDP 当季值（不变价）



资料来源：中电联，东海证券研究所

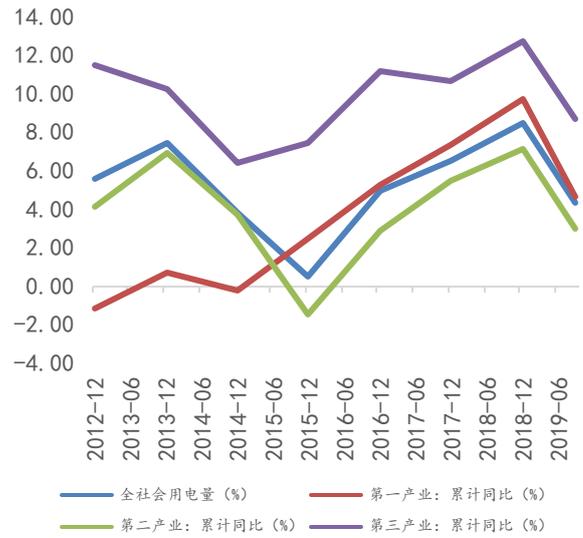
**全国电力供需总体宽松，第三产业用电增速提升明显。**根据 9 月份最新官方数据，我国全社会用电量累计同比增长 4.40%，其中，第一产业、第二产业、第三产业用电量累计值同比增长分别为 4.7%、3.0% 和 8.7%，其中，第一、第二和第三产业用电增速较去年同期回落 5.1%、4.3% 和 4.8%。全社会用电量增速变缓，也从一方面证明了经济整体有下行压力。

图 10 全社会累计用电量



资料来源：中电联，东海证券研究所

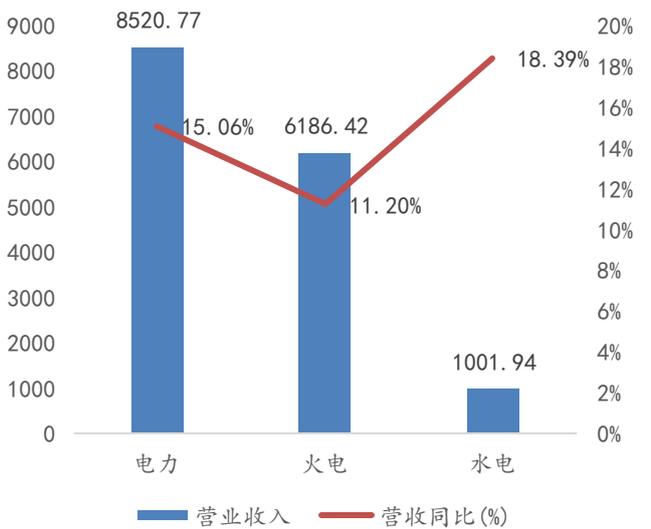
图 11 各产业用电量当月值同比



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

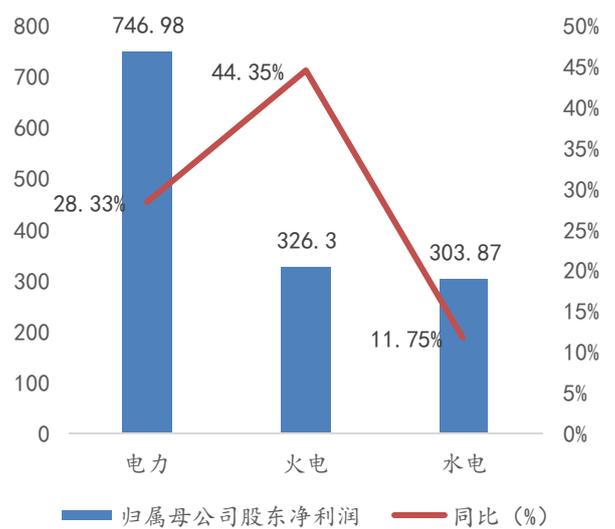
电力板块 2019 年前三季度营业总收入为 8520.77 亿元，同比增长 15.06%，板块归母净利润为 746.98 亿元，同比增长 28.33%。2019 年前三季度煤价下行导致火电利润明显上升，火电板块前三季度实现营收和利润分别为 6186.42 亿元和 326.30 亿元，营收增速比去年前三季度上升 11.20%，利润大幅增厚 44.36%。火电利润情况的改善对公用事业板块的拉升作用明显，抛开外部经济因素的影响，火电利润的改善情况很大程度上取决于煤价的走势。

图 12 2019 年前三季度电力板块营收同比增速



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

图 13 2019 年前三季度电力板块归母净利润同比增速



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

## 2. 火电行业

### 2.1. 火电发电量显著回落，煤价下行带动企业盈利回升

**发电量增速大幅回落。**2019年1-9月，全国规模以上火电厂火电发电量累计38019.60亿千瓦时，同比增长0.50%，增速比去年同期显著降低6.4个百分点。6000千瓦以上火电装机增速放缓，2019年1-9月火电装机容量为117025万千瓦时，同比增长4.4%，增速相比去年增长1.3个百分点。火电发电量的显著回落一方面与2019年整体经济下行压力加大有一定关系，另一方面也体现出火电行业供给侧优化效果凸显。

图 14 火电发电量

亿千瓦时

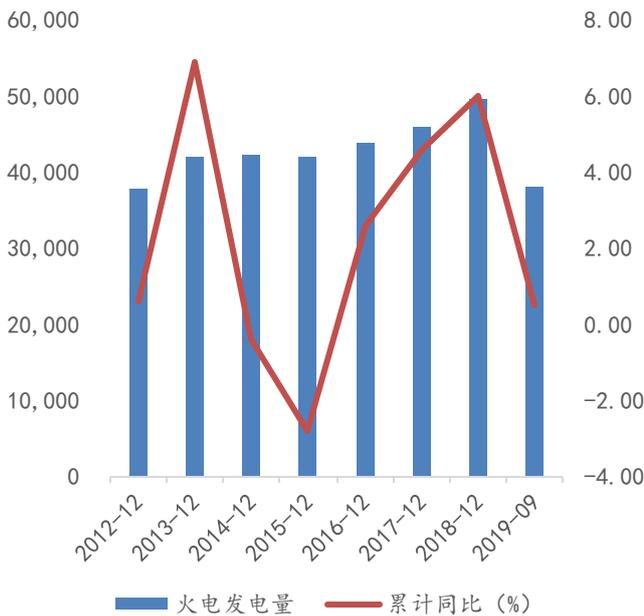
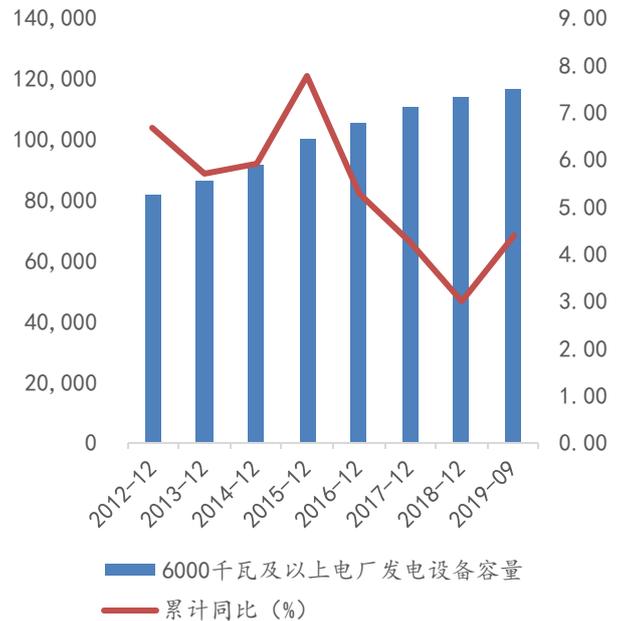


图 15 火电发电设备容量

万千瓦

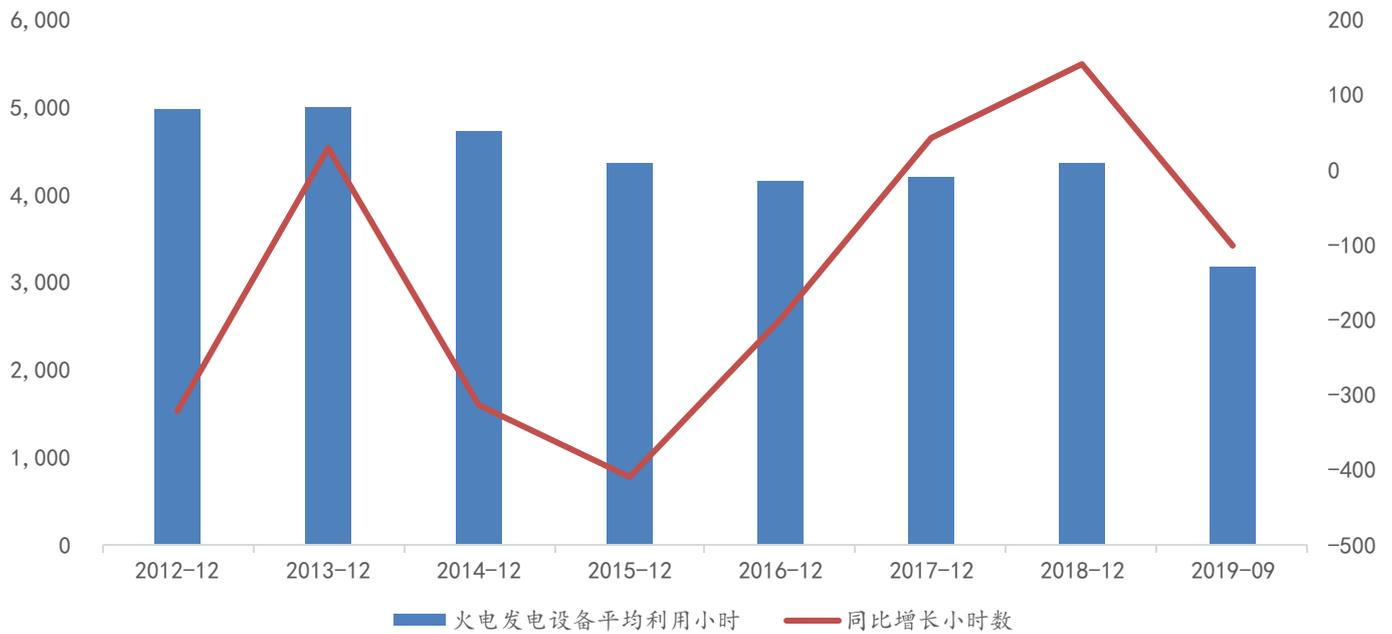


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

**火电利用小时数短期出现下滑。**2000年后，在“经济发展，电力先行”的理念引导下，火电装机数量在2006年一度达到惊人的26%的增速，从2000年到2010年，火电盈利的扩张主要是靠装机容量的增加。2016年起，我国相继推出多项政策促进煤电装机去产能，环保压力与日俱增，装机容量对业绩增量的贡献率降低，利用小时数的贡献对火电企业业绩增长至关重要。2019年受到经济下行压力的影响，2019年1-9月，全国火电设备平均利用小时为3174小时，同比减少101个小时，降幅相较于去年较为明显（2018年1-9月火电设备平均利用小时同比增加158个小时）。

图 16 火电利用小时数情况



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

表 1 煤电去产能政策

时间	政策
2016/03	《关于促进我国煤电有序发展通知》
2016/12	2020 年煤电装机力争控制在 11 亿千瓦以内《电力发展“十三五”规划》
2017/01	《关于衔接各省“十三五”煤电投产规模的函》取消、缓核，缓建煤电机组 1.48 亿千瓦
2017/09	《2017 年分省煤电停建和缓建项目名单的通知》停建煤电项目 3520 万千瓦、缓建 5517 万千瓦
2018/03	《2018 年能源工作指导意见》淘汰高污染、高能耗的煤电机组约 400 万千瓦

资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

**煤价下行，火电板块利润情况改善。**2017 年，火电行业实现营业收入 6532.7 亿元，同比增长 19.3%，但是受到高煤价拖累，实现归母净利润 124.8 亿元，同比减少 65.1%；2018 年，由于电力需求回暖、燃料成本开始下移，火电行业实现营业收入和归母净利润分别为 10133.68 亿元和 677.53 亿元，同比增长分别为 10.56% 和 24.33%。2019 年，虽然全国火电发电量和用电量增速承压，但动力煤价格相较于 2017 年和 2018 年显著下调，前三季度火电行业实现营业收入和归母净利润分别为 6186.42 亿元和 326.30 亿元，营收增速比去年前三季度上升 11.20%，利润大幅增厚 44.36%。

图 17 主要火电企业业绩表

亿元

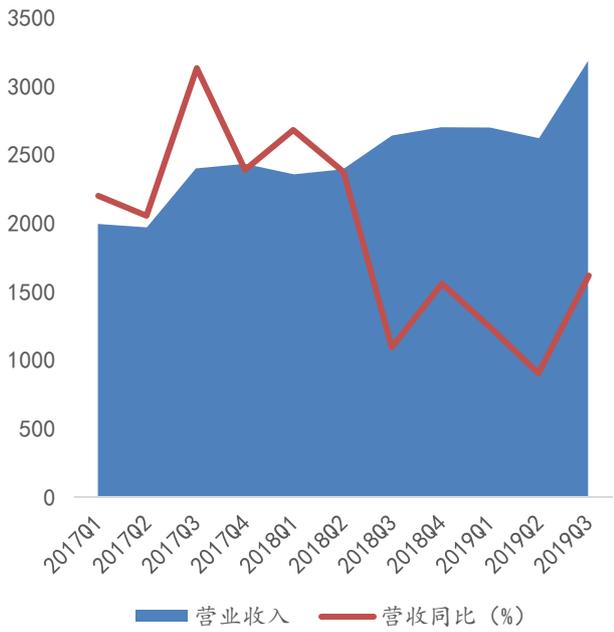
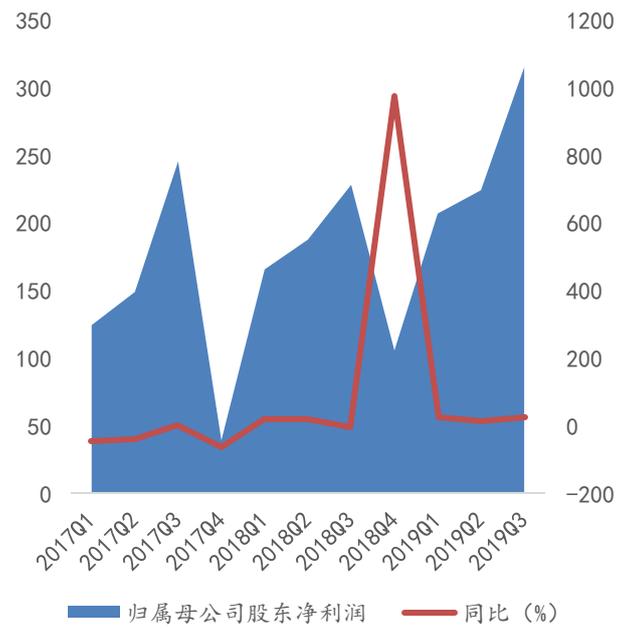


图 18 火电板块业绩环比增速

亿元

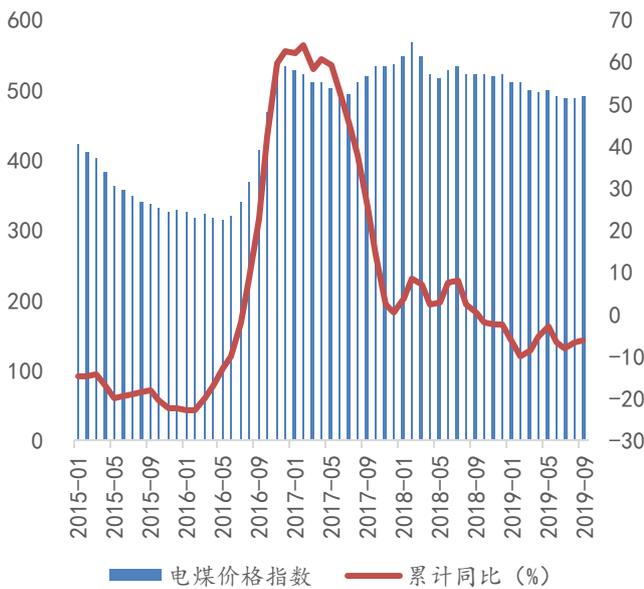


资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

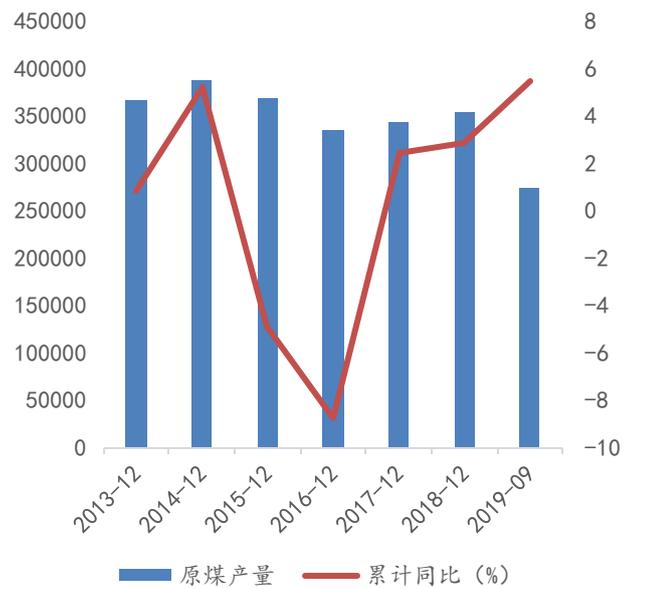
**煤炭供给侧宽松，电煤价格指数稳定。**从供给端来说，根据国家能源局于 2018 年 2 月 26 日印发的《2018 年能源工作指导意见》，2018 年我国煤炭指导产量为 37 亿吨，比 2017 年的实际产量 34.45 亿吨提高了 2.55 亿吨，同时这一数字也是在我国开始实行煤炭供给侧改革后，首次提出煤炭产量上升的规划。那么 2019 年可以达到 38 亿吨的指导产量，外加 2 至 3 亿吨的进口量，总体供给较为宽松。从需求端来看，全年煤炭行业需求增速有望达到 1.3% 左右，需求预计达到大概 38 亿吨的水平。截至 2019 年 10 月 31 日，秦皇岛港动力末煤(Q5500)平仓价为 567 元/吨，环比年内高点下跌 67 元。六大发电集团煤炭库存仍维持在高位，所以即使进入旺季，预计需求也将保持平稳。

图 19 电煤价格指数



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

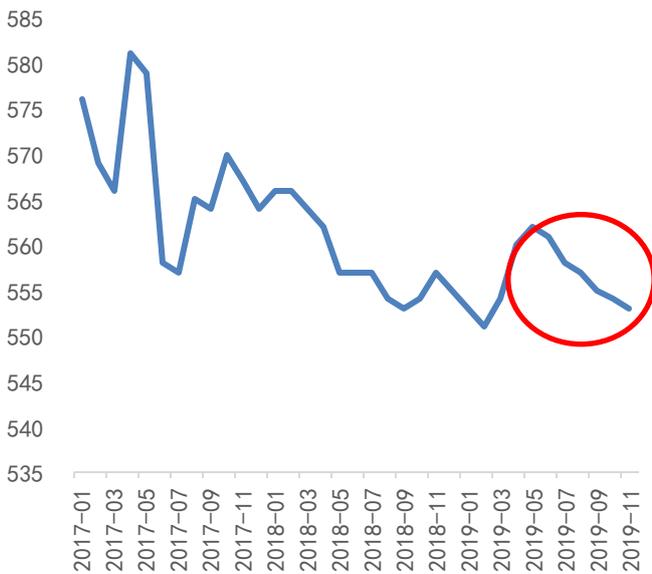
图 20 我国煤炭产量



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

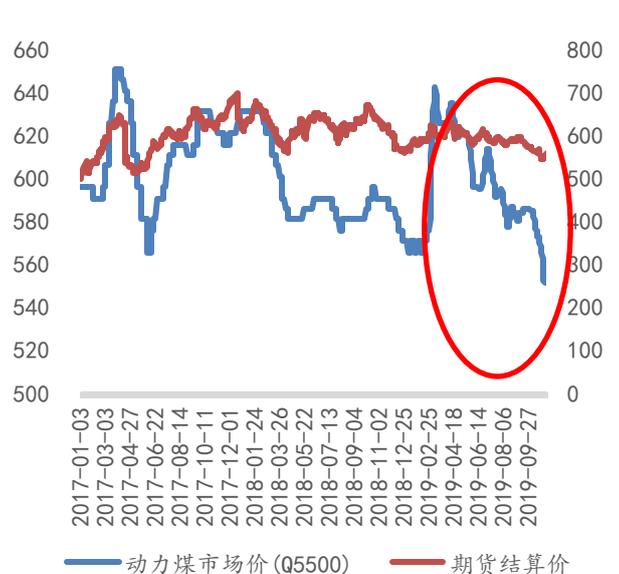
**煤价进入下行区间。**秦皇岛动力煤(Q5500)年度长协价自 2019 年 5 月以来价格开始下滑，截至 2019 年 10 月 31 日，动力煤长协价为 567 元/吨。2019 年 5-11 月，秦皇岛动力煤(Q5500)市从 620 元/吨的区间下调至 560 元/吨的区间。而反观电煤指数，从 5 月至 11 月维持在 480 元/吨-500 元/吨的区间，大概率是长协煤合同履行率提升所带来的价格平稳效益。不过长期来看，煤价或将步入一个稳定的下行区间。

图 21 年度长协价:CCTD 秦皇岛动力煤(Q5500)



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

图 22 秦皇岛动力煤(Q5500)市场价和期货价



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

## 2.2.火电行业总结

**煤价步入下行通道，火电利润改善在即。**在火电企业的成本中，电煤采购成本占据了五成以上，火电企业利润对煤价的弹性远高于电量，煤炭价格的下行有望改善火电企业的利润情况。供给端，2016-2017年煤炭去产能速度超预期，2018-2020年去产能任务将进一步减少，煤炭去产能政策力度边际递减，煤炭供需偏紧的状况将得到改善。长期来看，在政策面频频释放煤价下调信号以及淘汰落后发电机组的大背景下，煤价步入下行通道，火电企业业绩有望企稳回升。

## 3. 水电行业

### 3.1.优质水电资源稀缺，水电价值凸显

**新增装机容量增速显著下滑。**水电是技术成熟、运行灵活的清洁低碳可再生能源，具有防洪、供水、航运、灌溉等综合利用功能，经济、社会、生态效益显著，也是我国发展较早、开发较为充分的可再生能源品种。截至2017年，水电装机容量为34119万千瓦，占比为19.2%，仅次于火电，位居第二位，是装机容量最大的清洁能源。在“十二五”计划的推动下，我国水电装机容量增速在2013年达到了78.58%的峰值，从2015年开始，我国有序推进流域大型水电基地建设，加快建设龙头水电站，控制中小水电开发，2018年我国水电装机容量增速下滑至33.67%，截至2019年9月，我国水电新增装机容量增速显著下滑57.96%。

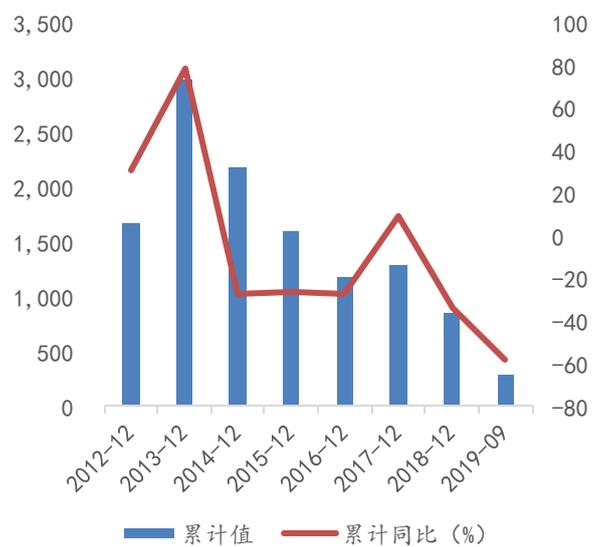
图 23 水电累计发电量

亿千瓦时



图 24 水电发电设备新增容量

万千瓦



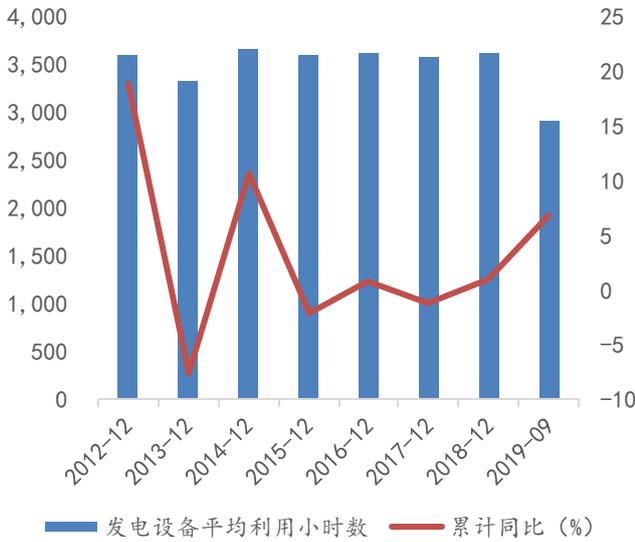
资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

**水电集中西南，水电发电利用小时趋稳。**截至2019年9月数据显示，我国水电发电主要集中于西南片区，四川，云南，湖北分别占26%，18%和13%。全国水电发电平均利用小时趋于稳定，近些年总体稳定在3600小时左右，2016年和2017年发电平均利用小

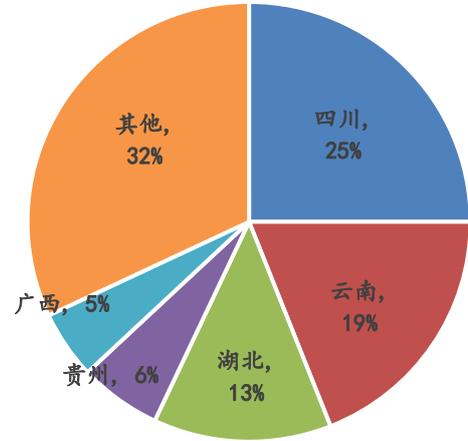
时数同比仅变化了 1.2 和 1.0 个百分点，截至 2018 年 9 月，水电发电设备平均利用小时数达到 2903 小时，同比增加了 6.8%，稳定的利用小时数吻合了水电板块的整体平稳发展。

图 25 水电发电平均利用小时



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

图 26 水电各省发电量占比



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

**优质水电资源稀缺性凸显。**从“十三五”水电基地开发情况来看，目前投运及在建的电站装机容量已占规划总装机容量的 63%，未开发的主要是开发难度较大的中上游流域，如怒江、金沙江等，开发难度加大叠加可开发容量减少，未来水电基地新增装机容量将逐渐减少，优质水电资源稀缺性凸显。

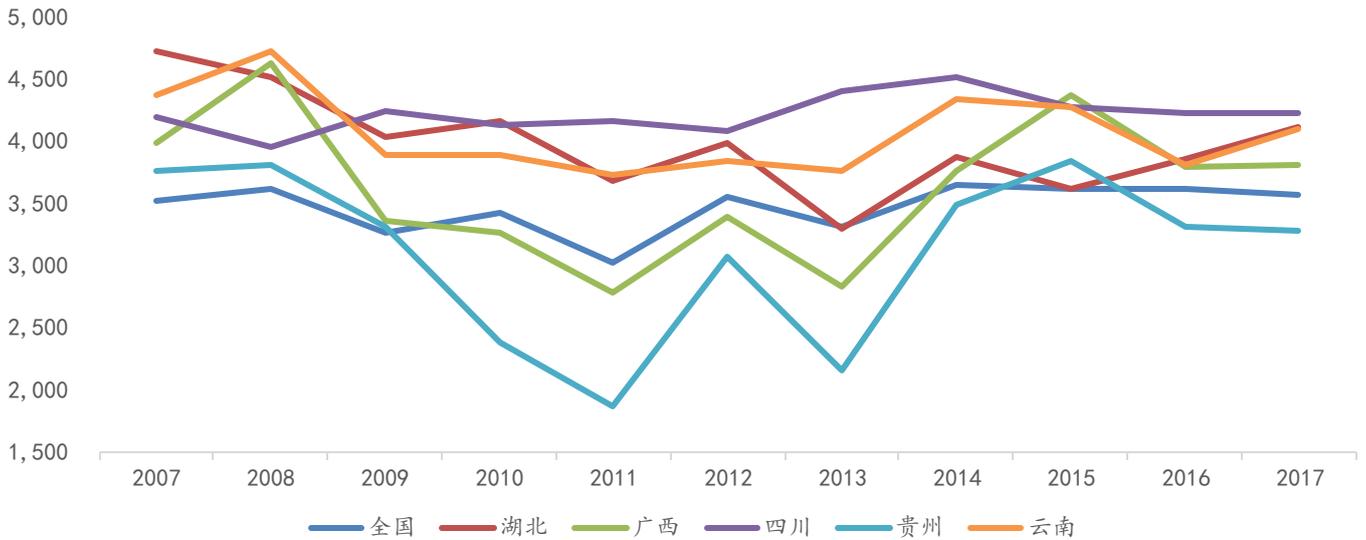
表 3 “十三五”常规水电重点项目

序号	河流	重点开工项目	加快推进项目
1	金沙江	白鹤滩、叶巴滩、拉哇、巴塘、金沙	昌波、波罗、岗托、旭龙、奔子栏、龙盘、银江等
2	雅砻江	牙根一级、孟底沟、卡拉	牙根二级、楞古等
3	大渡河	金川、巴底、硬梁包、枕头坝二级、沙坪一级	安宁、丹巴等
4	黄河	玛尔挡、羊曲	茨哈峡、宁木特等
5	其他	林芝、白马	阿青、忠玉、康工、扎拉等

资料来源：水电发展“十三五”规划，东海证券研究所

我国水电发电利用小时数近几年较为稳定，从整体来看，四川、云南和湖北平均利用小时高于全国平均水平，广西和湖北发电量的走高同时也带动其利用小时数的改善。我国水电站主要分布在长江流域：包括金沙江、雅砻江、大渡河以及红水河等水域，发电小时数的稳定也从侧面反映出我国已经逐渐走出了大规模水电站开发的时代，最有经济开发价值的水电站已经逐渐被行业龙头瓜分。

图 27 我国各省水电利用小时



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

**稳定的现金流一定程度上为高分红提供保障。** 无论从发电量，发电平均利用小时数，还是新增设备容量来看，水电板块逐渐走向成熟已经是不争的事实。相较于火电而言，水电的上网电价和利用小时更为稳定。近几年，优质水电上市公司持续高分红，水电公司成本主要为固定资产折旧，水电龙头长江电力营业成本中折旧占比高达 63%，可变成本波动非常小，因此公司经营的现金流非常充沛，受此影响，公司得以维持较高的分红水平，最新股息率 4.13%，已经超过了当期的 10 年期国债收益率。桂冠电力，川投能源以及国投电力近几年也一直保持着 30%-50%以上的高分红率。水电公司稳定的现金流，同时也在一定程度上也为未来水电企业的持续高分红提供保障。

图 28 长江电力公司分红情况

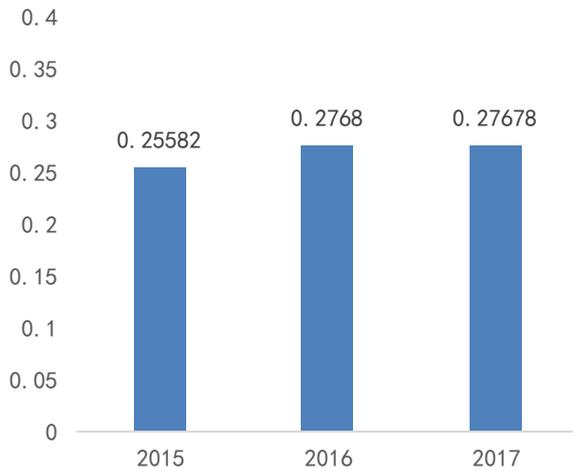


资料来源：公司公告，东海证券研究所

**水电电价下调空间相对较低。** 在电价方面，2018 年初政府工作报告提出降低工商业终端电价 10%，降价措施集中在输配电价、附加费、以及增值税环节，挤出的主要是电网

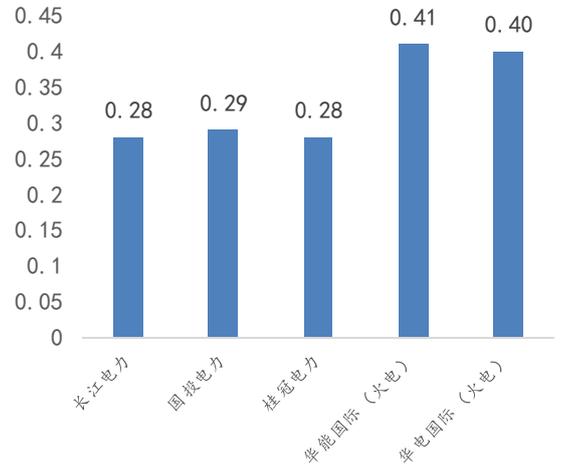
端的利润。按照目前宏观环境和市场舆论风向，2020年给实业松绑的态势依然在，那么有可能就是在发电环节降价，挤出一些发电端的利润。但是，我们认为，水电板块当前电价已经处于相对偏低水平，即使电力行业存在上网电价下调风险，水电板块电价下调空间也处于相对较低水平。截至2018年9月，长江电力上网电价为0.28元，桂冠电力为0.29元，显著低于火电龙头华能国际（0.41元）和华电国际（0.40元）。

图 29 公司历年上网电价



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

图 30 上网电价对比



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

另一方面，我国未来短期内燃煤标杆电价预期下调空间有限。我国燃煤标杆电价当前总体参照发改委煤电联动政策执行。2016年下半年以来，伴随动力煤价格大幅上涨，燃煤标杆电价按照公式测算，理论上应当兑现3-5分钱的涨幅。在火电企业利润大幅受损的背景下，上网电价下调的可能性偏低。

### 3.2. 水电总结

**拥有稳定现金流和高分红的优质水电企业价值凸显。**水电首先作为清洁能源，环保政策的改变和推进对于水电公司的影响较小，这是相较于火电的政策优势。“十三五”计划中国家对于水电基地的开发相较于“十二五”已经有一个非常明显的放缓，这一点从水电发电设备新增设备容量增速就可以看出。目前投运及在建的电站装机容量已占规划总装机容量的63%，中国水电板块的发展已经逐渐走向成熟，拥有稳定现金流和高分红的优质水电企业价值凸显。

## 4. 燃气行业

### 4.1. 天然气供需缺口逐步改善，改革引领新格局

**天然气供需缺口仍在，供给持续改善。**由于社会用电量增速回调、大气污染治理的深入实施以及全国“煤改气”工程的稳步推进等因素，2017年我国天然气消费量相较于16年有大幅增长。2017年，国内天然气产量为1474亿立方米，同比增长8.5%；国内天然气累计消费总量2393亿立方米，同比增长15.3%。2018年，天然气表观消费量同比增长

18.34%，而天然气产量同比增速仅为 8.26%，天然气市场消费量依然远远超过预期，全年消费具有淡季不淡、旺季偏紧的特征。2019 年前三季度，天然气表观消费量同比增长 9.94%，天然气产量同比增速为 9.03%，天然气供需缺口仍在，不过供给持续改善。

图 31 国内天然气产量

亿立方米

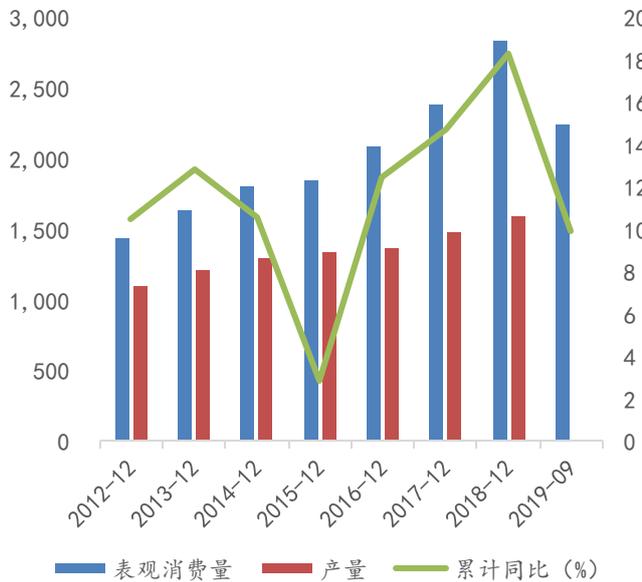
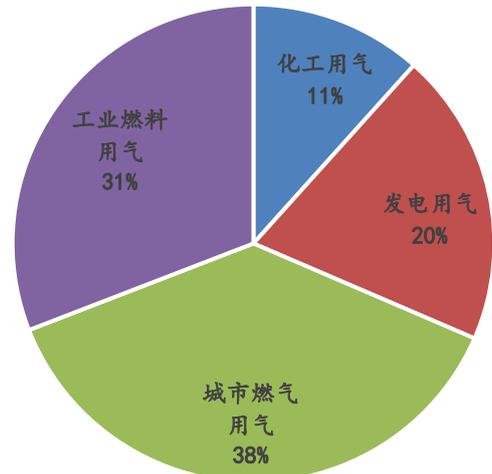


图 32 2017 天然气消费结构

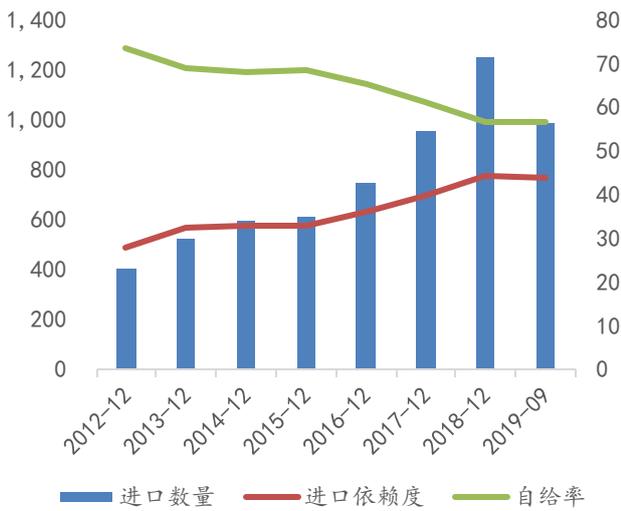


资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

**天然气进口依赖度逐步保持平稳。**2016-2018 年国内天然气开采量远不及国内消费总量，进口依赖度不断增加。2017 年，中国天然气进口依赖度为 37%，天然气表观消费量为 2352 亿立方米，进口天然气规模为 876 亿立方米。2018 年，中国天然气表观消费量 2833.09 亿立方米，而天然气进口量 1256.81 亿立方米，天然气进口依赖度上升为 44.36%。反观 2019 年 1-9 月，中国天然气进口依赖度保持在 44.20%，结束了多年连续上涨的趋势，总体保持平稳。

图 33 国内天然气进口依赖度 亿立方米



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

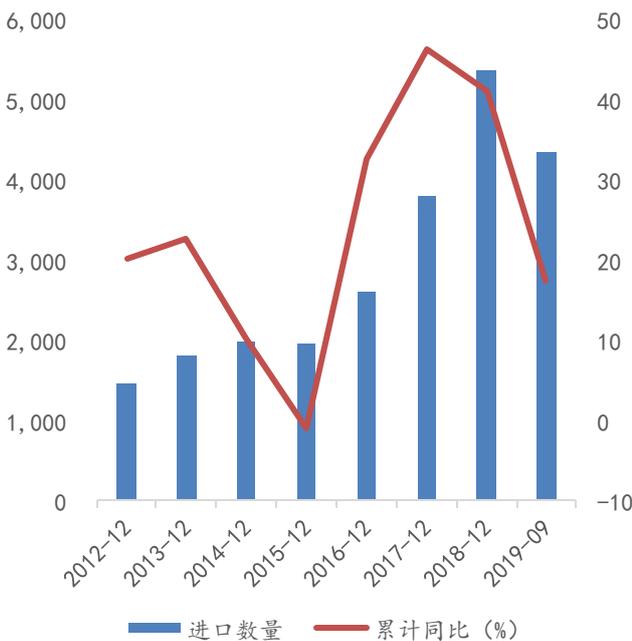
图 34 国内天然气进口价格指数 亿立方米



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

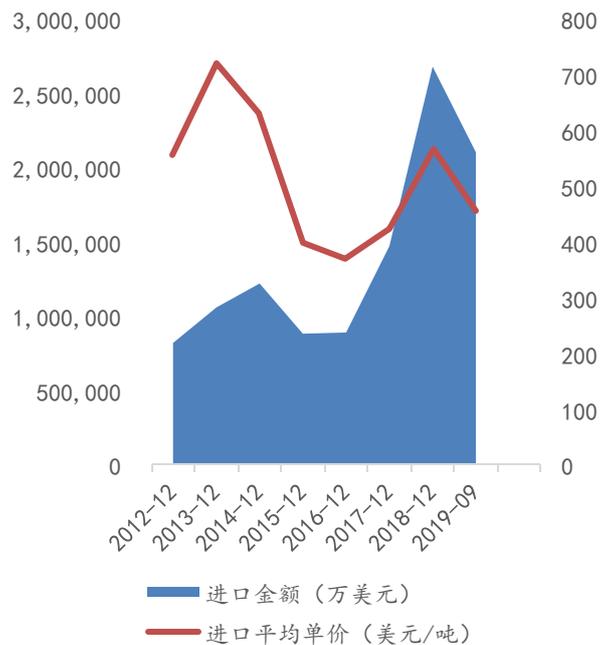
**市场化天然气价格步入下行通道。**2017-2018年，中国对液化天然气需求强劲，叠加北方“煤改气”环保政策的压力，LNG 价格大幅跃升。2019年，在产量和进口量优化的双重作用下，天然气供给端情况持续改善，从2019年年初开始，LNG 的现货价格就开始出现一个比较显著的下行趋势，而在采暖季结束后，LNG 现货价格开始大幅走低。截至2019年9月，进口 LNG 现货价格为458.02美元/吨，同比去年下调11.79%。受前两年天然气供给紧张情况的影响，国内各方今年已经采取了较多的保供措施，我们认为采暖季来临后，LNG 现货价格也较难出现2017年、2018年整体大幅飙升的情况。

图 35 国内 LNG 天然气进口累计量 万吨



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

图 36 LNG 市场价



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

**国家官网公司成立将引领新格局。** 2019年3月5日，国家能源局在官网发布了关于印发《石油天然气规划管理办法》（2019年修订）的通知，其中就管道方面指出，跨境、跨省干线原油、成品油、天然气管道纳入国家石油天然气规划，并提出按照“全国一张网”的理念优化布局，统筹协调沿线经济发展，突出近期、兼顾长远、整体规划、分步实施，提升管网输送能力，扩大管网覆盖范围，加强管网互联互通，及时消除管输瓶颈。国家管网公司成立是改革的重要一步，短期来看，天然气行业上游的开采力度、气源消纳和下游的气源丰富都有望得到提升，而中长期来看，中游的管网建设有望加速推进，同时行业的市场化价格机制也有望进一步理顺，供需到价格的反应链条也有望更加有效。

## 4.2. 燃气行业总结

我们认为，2019年-2020年我国天然气需求将持续强劲，供给侧端压力持续改善，天然气市场价格将步入下行区间。政策方面，国家管网公司的成立短期来看，天然气行业上游的开采力度有望得到提升，加大勘探开发将直接利好上游开采设备企业。而中长期来看，强调强化天然气基础设施建设与互联互通，加快天然气管道、LNG接收站等项目的建设，总体上利好拥有储气库和LNG接收站的下游企业。

## 5. 投资策略及重点关注公司

1.) **火电发电量显著回落，煤价下行带动企业盈利回升。** 2019年1-9月，全国规模以上火电厂火电发电量累计38019.60亿千瓦时，同比增长0.50%，增速比去年同期显著降低6.4个百分点。火电发电量的显著回落一方面与2019年整体经济下行压力加大有一定关系，另一方面也体现出火电行业供给侧优化效果凸显。在火电企业的成本中，电煤采购成本占据了五成以上，火电企业利润对煤价的弹性远高于电量，煤炭价格的下行有望改善火电企业的利润情况。供给端，2016-2017年煤炭去产能速度超预期，2018-2020年去产能任务将进一步减少，煤炭去产能政策力度边际递减，煤炭供需偏紧的状况将得到改善。长期来看，在政策面频频释放煤价下调信号以及淘汰落后发电机组的大背景下，煤价步入下行通道，火电企业业绩有望企稳回升，**建议关注火电龙头华能国际和华电国际。**

2.) **拥优质水电资源稀缺，水电价值凸显。** 水电首先作为清洁能源，环保政策的改变和推进对于水电公司的影响较小，这是相较于火电的政策优势。“十三五”计划中国家对于水电基地的开发相较于“十二五”已经有一个非常明显的放缓，这一点从水电发电设备新增设备容量增速就可以看出。目前投运及在建的电站装机容量已占规划总装机容量的63%，各方水电龙头已经逐渐占据最优质的水利资源，稳定的现金流，以及逐渐缩小的大型设备投资有望为水电上市公司未来持续的高分红提供保障，拥有稳定现金流和高分红的优质水电企业价值凸显，**建议关注水电龙头长江电力和地方区域性龙头桂冠电力。**

3.) **天然气供需缺口逐步改善，改革引领新格局。** 2019年-2020年我国天然气需求将持续强劲，供给侧端压力持续改善，天然气市场价格将步入下行区间。政策方面，国家管网公司的成立短期来看，天然气行业上游的开采力度有望得到提升，加大勘探开发将直接利好上游开采设备企业。而中长期来看，强调强化天然气基础设施建设与互联互通，加快天然气管道、LNG接收站等项目的建设，总体上利好拥有储气库和LNG接收站的下游企业，**建议关注深圳燃气和新天然气。**

## 6.风险提示

动力煤价下调不达预期；用电下滑超预期；LNG 价格未达预期；环保政策推动力度不达预期；“煤改气”政策推动不达预期。

## 分析师简介:

牛畅: 东海证券研究所机械组组长, 汽车行业研究员, 伦敦大学玛丽女王学院金融学硕士, 四年证券从业经历。

## 附注:

### 一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

### 二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

### 四、风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证,建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

### 五、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务,本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

### 六、资格说明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

## 上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (8621) 20333619

传真: (8621) 50585608

邮编: 200215

## 北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (8610) 66216231

传真: (8610) 59707100

邮编: 100089