

2020 年 05 月 03 日

环保及公用事业

公用事业 2019 年报及 2020Q1 总结：板块分化显著，火电板块表现亮眼

■受益于电力供给侧改革和宏观经济运行总体平稳，公用事业板块营收稳步增加。根据 WIND 数据，2019 年公用事业板块营业收入合计 13033 亿元，同比增长 18%。其中，电力板块（包括火电、水电、其他发电、电网及供热板块）和燃气板块分别为 12164 亿元（+19%）和 869 亿元（+6%）。2020 年一季度，公用事业板块营业收入合计 2788 亿元，同比下降 7%，主要是因为疫情影响终端电力和燃气需求。其中，电力板块和燃气板块营收分别为 2577 亿元（-5%）和 211 亿元（-19%）。

■受益于电力供需格局改善和煤价持续下行，公用事业板块经营状况有所好转。根据 WIND 数据，2019 年公用事业板块归母净利润 867 亿元，同比增长 20%，在 28 个中信 A 股二级行业中位列第 13 位。其中，电力板块和燃气板块净利润分别为 866 亿元（+23%）和 1 亿元（-93%）。电力板块盈利提升显著，一方面是因为煤价大幅下行带来的火电板块盈利高增长，另一方面是因为供热板块表现亮眼。2019 年燃气板块盈利承压，主要是 ST 中天和金鸿控股亏损较大，2019 年分别亏损 29 亿元和 14 亿元，若剔除以上两家公司，燃气板块扣非归母净利润为 44 亿元，同比增长约 10%，盈利改善可观。2020 年一季度，公用事业板块实现归母净利润 181 亿元，同比下降 21%。其中，电力板块和燃气板块分别实现净利润 174 亿元和 7 亿元，同比下降 20%和 47%。一季度公用事业板块盈利承压，主要是因为疫情影响终端需求。

■细分板块分化显著，火电和供热板块表现突出，个股导致燃气板块业绩大幅下滑。

燃气板块。受益于北方地区大气污染防治和煤改气，加之宏观经济稳中向好，终端气价下调刺激消费，天然气消费量稳步提升。2019 年全国天然气表观消费量为 3067 亿方，同比增长 9.4%。根据 WIND 数据，2019 年燃气板块（共 19 家上市公司）营业收入为 869 亿元，同比增长 6%；2019 年一季度燃气板块营业收入为 211 亿元，同比下降 19%。在扣非归母净利润方面，2019 年燃气板块为 1.1 亿元，同比下降 93%；2020 年一季度为 6.7 亿元，同比下降 47%。燃气板块盈利水平的下降，一方面是由于中石油从 2018 年冬季提价，提升城燃公司的购气成本；另一方面是因为个股（主要是中天能源和金鸿控股）出现大幅亏损，拉低行业盈利水平。

火电板块。受益于电力供给侧改革及煤价大幅下降，加之增值税率从 16%降至 13%，带动火电盈利显著回升。根据 WIND 数据，2019 年火电板块实现营业收入 8933 亿元，同比增长 12.4%，增速较 2018 年下降 3.3 个百分点；实现扣非归母净利润 287 亿元，同比增长 40.9%；

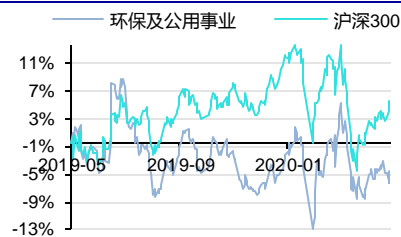
行业深度分析

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	-5.94	-12.29	-22.92
绝对收益	-0.57	-6.21	-22.93

邵琳琳

分析师

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

马丁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520040001
mading@essence.com.cn
010-83321051

汪磊

报告联系人

wanglei4@essence.com.cn

相关报告

环 保 及 公 用 事 业 周 报
(2020.4.20-2020.4.26) 各地垃圾分类持续推进，土壤污染防治下达专项资金 2020-04-26
农村环境整治迎新机，土壤污染治理引起关注 2020-04-19
垃圾焚烧发电行业深度：复盘与展望，垃圾发电的进阶之路 2020-04-17
业绩频出，一季度受疫影响显著，刚需投资逻辑不变 2020-04-12
新增垃圾发电项目补贴事项征求意见稿出台，垃圾发电或迎新阶段 2020-04-06

营业成本合计 7418 亿元，同比增长 9.5%，增速较 2018 年下降 5.1 个百分点。2020 年一季度，火电板块实现扣非归母净利润 71 亿元，同比下降 36%；实现营业收入 1934 亿元，同比下降 11.8%；营业成本合计 1561 亿元，同比下降 13.5%。火电板块一季度盈利大幅下滑，其中一个重要原因是国电电力亏损 31 亿元，大幅拉低了火电板块的盈利水平。若扣除国电电力，其他火电个股一季度扣非归母净利润合计 102 亿元，与上一年基本持平，意味着一季度煤价下行有效抵消了疫情对发电量的影响。

水电板块。近年来，弃水情况日渐改善，且受国家政策扶持力度较大。根据 WIND 数据，2019 年水电板块实现扣非归母净利润 332 亿元，同比增长 6.6%，增速较 2018 年提高 8.3 个百分点；营业收入 904 亿元，同比增长 4.8%，增速较 2018 年降低 0.6 个百分点。2020 年一季度水电板块实现扣非归母净利润 37 亿元，同比降低 23%，增速较上一年减少 30.2 个百分点。一季度水电板块盈利承压，很重要的一个原因是华能水电来水偏枯，导致发电量大幅下降。若扣除华能水电的影响，其他水电个股一季度实现扣非归母净利润 36 亿元，同比下降 6.6%。

新能源发电板块。受益于宏观经济稳中向好，电力消费增速提升，以及国家政策推动的弃风、弃光率下降，其他发电板块 2019 年营收实现平稳增长，部分公司利润增速可观。根据 WIND 数据，2019 年其他发电板块实现营业收入合计 1180 亿元，同比增长 18.0%，板块营收高增长，主要是因为新能源发电及核电装机量的高增长，带来发售电量稳步提升。2019 年新能源发电板块实现扣非归母净利润合计 155 亿元，同比增长 3.0%，增速同比下滑 6.1 个百分点。利润增速下滑，主要是由于体量最大的中国核电增速为负。2019 年，中国核电的三门机组长期处于检修状态，直接影响了公司的发电量及盈利水平。2020 年一季度，其他发电板块营业总收入增长放缓，实现营收 265.8 亿元，同比增长 3.7%，增速同比减少 18.4 个百分点；扣非归母净利润合计 28.8 亿元，同比减少 28.9%，增速较去年同期下滑 28.1 个百分点。板块盈利下降，主要是因为疫情影响终端需求，进而挤压机组的发售电量。

电网板块。2019 年收入实现高增长，盈利小幅改善。根据 WIND 数据，2019 年电网板块（共 9 家上市公司）实现营业收入 427 亿元，同比增长 56.2%，较去年同期增长 45 个百分点；实现扣非后归母净利润合计 12.1 亿元，同比增长 7%。电网板块收入高增长，主要是因为桂东电力大力拓展油品业务。若剔除桂东电力的影响，2019 年电网板块营收和归母净利润分别同比增长 5.5%和降低 9.3%。

供热及其他板块。2019 年，供热板块实现营业收入 87.4 亿元，同比增长 7.4%；实现扣非归母净利润 3 亿元，同比增长 182%。富春环保 2019 年实现总营收 41.2 亿元，同比增长 37%；扣非归母净利润 2.7 亿元，同比增长 164%。2020 年一季度，供热板块营业总收入保持平稳，实现营收 29.2 亿元，同比增长 3.2%；扣非归母净利润合计 1.9 亿元，同比降低 65%。

■投资建议：

火电板块。预计二季度业绩高增长，建议重点关注火电龙头【华电国际】、【华能国际】、【皖能电力】和【内蒙华电】。考虑到我国当前疫情防控取得阶段性成果以及我国经济长期稳中向好的基本面并未改变，加之下一步有望出台更大力度的对冲政策，前期被抑制的经济活动将会得到释放和回补，经济运行大概率稳中向好。用电量方面，预计二季度及下半年全社会用电量增速将明显回升，预计全年增速在2-3%之间。煤炭方面，中长期来看，随着煤炭产能的陆续释放，未来两年煤价中枢有望持续稳定在绿色合理区间，但阶段性低于500元成为可能。一季度火电板块发电量承压，但煤价下行有效抵消了电量下降带来的负面影响，板块（剔除国电电力）盈利与去年同期基本持平。二季度煤价同比大幅下行，考虑到用电量增速由负转正，火电板块二季度盈利有望实现高增长。建议重点关注火电龙头【华电国际】、【华能国际】、【皖能电力】和【内蒙华电】。

水电板块。分红可观，龙头个股【长江电力】、【川投能源】即将迎来投产高峰期，配置价值凸显。受国内外疫情影响，投资者对经济走弱预期浓厚。截至4月底，中国10年期国债收益率降至2.6%，美国10年期国债收益率为0.6%，分别较年初降低0.6%和1.2%。在全球降息周期推动利率不断下行的趋势下，拥有固定收益的类债券资产价值凸显。同时，在国家电网新领导上任、十三五收官之年，特高压成为新基建的重要抓手，预计今年国家电网特高压投资有望超预期，直接利好外送水电。看好高股息和装机有成长的大水电板块，建议重点关注【长江电力】、【川投能源】。

其他电力板块。核电板块增长稳健，估值偏低，电网板块有望受益于电改，建议重点关注【中国核电】、【三峡水利】、【涪陵电力】。两家核电上市公司（中国核电、中国广核）近两年均有机组陆续投产，加之核电上网电价受电力市场化的冲击较小，机组利用小时数稳定，预计盈利稳中有升。中国核电的三门2号机组顺利重启，有望在2020年贡献业绩增量。同时，折旧政策调整和新机组投产，也将在2020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【三峡水利】和国家电网旗下【涪陵电力】。

燃气板块。国际油价下行利好现货价结算的LNG接收站，建议重点关注【深圳燃气】。由于受突发性公共卫生事件影响，中国减少海外进口气。应中方要求，2020年2-3月，哈萨克斯坦对中国天然气供应量将减少20%-25%。全年从哈萨克斯坦进口气量与上年基本持平。今年2月初，中海油便因“不可抗力条款”已暂停与至少三家供应商的LNG采购合同。随着全球防疫形势的日益严峻，继中海油之后，中石油也宣布取消天然气进口。此次中石油将按比例削减各大供应商的天然气供应量，其中部分船货交易或推迟到三季度。中国作为亚太地区重要的天然气进口国，暂停进口或进一步加剧海外天然气供过于求的状况。近日，美国LNG运抵中国，有望进一步扩大进口气源。根据2020年

1 月达成的中美经济贸易协议,未来两年美国对中国出口的 LNG 货物,分别价值 185 亿元、339 亿元。2 月 18 日,国务院宣布,根据相关中国境内企业的申请,对符合条件、按市场化和商业化原则自美采购的进口商品,在一定期限内不再加征中国对美国 301 措施反制关税,其中包括原油和 LNG。虽然目前中国的 LNG 进口量已经得到恢复,而日本、韩国和印度仍因公共卫生事件,进出口受到较大影响,三个国家 LNG 进口量大幅减少,造成目前亚太地区 LNG 现货到岸价持续走低。近来全球 LNG 供大于求的情况,已经导致天然气价格跌至多年来的最低水平,天然气价格或将在未来一段时间继续受到压制,直接利好有 LNG 进口终端的城燃公司,建议重点关注【深圳燃气】。国家管网公司有望于今年取得积极进展,直接影响产业链上下游的议价能力和竞争格局,利好天然气产业链发展。看好拥有气源优势的企业,建议重点关注收购亚美能源的【新天然气】和低估值高分红的【百川能源】。

■**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. 2019 年及 2020 年一季度业绩综述.....	7
2. 燃气：煤改气叠加宏观经济总体平稳，板块业绩持续改善.....	9
3. 电力及供热：火电业绩改善，电网板块表现突出.....	12
3.1. 火电板块：受益于供给侧改革和用电量高增长，营收与利润大幅提升.....	12
3.2. 水电板块：2019 年来水偏丰，营收及盈利均有改善.....	15
3.3. 新能源板块：新能源消纳问题缓解，个股营收及盈利改善显著.....	18
3.4. 电网板块：2019 年盈利小幅正增长.....	20
3.5. 供热板块：2019 年扣非归母净利润增长 182%.....	21
4. 投资策略：公用事业将迎来业绩改善机遇，关注板块龙头.....	22
4.1. 二季度看好高分红高股息率的火电及水电龙头.....	22
4.2. 国际油价下行利好现货价结算的 LNG 接收站，建议关注深圳燃气.....	23
5. 风险提示.....	23

图表目录

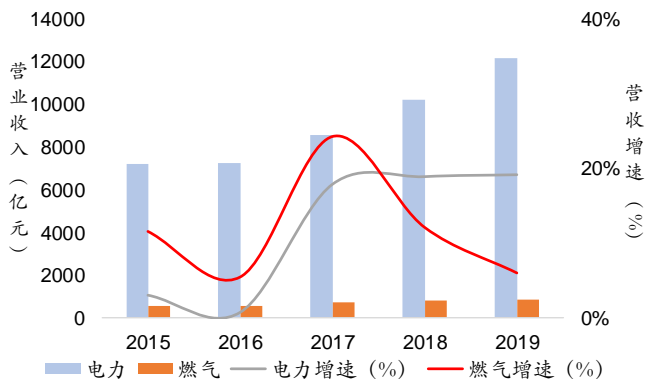
图 1：2019 年公用事业板块营收同比增 18%.....	7
图 2：公用事业板块 2020Q1 营收同比下降 7%.....	7
图 3：2019 年公用事业归母净利润同比增 20%.....	7
图 4：公用事业板块 2020Q1 归母净利润下降 21%.....	7
图 5：2019 年公用事业板块表现弱于大盘，在 SW 二级中位列 25 位.....	8
图 6：2020 年初至今，公用事业板块表现弱于大盘，在 SW 二级中位列 26 位.....	8
图 7：2019 年电网板块营收增速高达 56%.....	9
图 8：2020Q1 燃气板块营收同比下降 19%.....	9
图 9：2019 年供热板块归母净利润增长 182%.....	9
图 10：2020Q1 各个板块盈利均承压.....	9
图 11：2014-2019 年燃气板块营业收入（亿元）.....	10
图 12：2015-2020Q1 燃气板块营业收入（亿元）.....	10
图 13：2014-2019 年燃气板块扣非归母净利润（亿元）.....	10
图 14：2015-2020Q1 燃气板块扣非归母净利润（亿元）.....	10
图 15：2014-2019 年燃气板块营业成本（亿元）.....	10
图 16：2015-2020Q1 燃气板块营业成本（亿元）.....	10
图 17：2014-2019 年燃气板块 ROE（%）.....	11
图 18：2014-2019 年燃气板块 ROA（%）.....	11
图 19：2008-2019 年燃气板块资产负债率（%）.....	11
图 20：2014-2019 年火电板块营业收入（亿元）.....	12
图 21：2015-2020Q1 火电板块营业收入（亿元）.....	12
图 22：2014-2019 年火电板块扣非归母净利润（亿元）.....	13
图 23：2015-2020Q1 火电板块扣非归母净利润（亿元）.....	13
图 24：2014-2019 年火电板块营业成本（亿元）.....	13
图 25：2015-2020Q1 火电板块营业成本（亿元）.....	13
图 26：秦皇岛港 5500 大卡动力煤价格步入下行通道（元/吨）.....	13
图 27：2019 年度火电板块扣非后归母净利润增速分布.....	14
图 28：2020Q1 火电板块扣非归母净利润增速分布.....	14
图 29：截至 2020 年一季度末，火电板块资产负债率达 64%，同比下降 2 个百分点.....	14

图 30: 2014-2019 年火电板块 ROE (%)	14
图 31: 2014-2019 年火电板块 ROA (%)	14
图 32: 历年水电发电量及同比增速 (亿度)	16
图 33: 历年水电利用小时及同比增速 (小时)	16
图 34: 2014-2019 年水电板块营业收入 (亿元)	16
图 35: 2015-2020Q1 水电板块营业收入 (亿元)	16
图 36: 2014-2019 年水电板块营业成本 (亿元)	16
图 37: 2015-2020Q1 水电板块营业成本 (亿元)	16
图 38: 2014-2019 年水电板块扣非归母净利润 (亿元)	17
图 39: 2015-2020Q1 水电板块扣非归母净利润 (亿元)	17
图 40: 2019 年度水电板块扣非后归母净利润增速分布	17
图 41: 2020Q1 水电归母净利润增速分布	17
图 42: 历年水电板块资产负债率 (%)	17
图 43: 2014-2019 年水电板块净资产收益率 (%)	18
图 44: 2014-2019 年水电板块总资产报酬率 (%)	18
图 45: 2014-2019 年新能源板块营业收入 (亿元)	19
图 46: 2015-2020Q1 新能源板块营业收入 (亿元)	19
图 47: 2014-2019 年新能源板块扣非归母净利润 (亿元)	19
图 48: 2015-2020Q1 新能源板块扣非归母净利润 (亿元)	19
图 49: 2014-2019 年新能源板块营业成本 (亿元)	19
图 50: 2015-2020Q1 新能源板块营业成本 (亿元)	19
图 51: 2014-2019 年电网板块营业收入 (亿元)	20
图 52: 2015-2020Q1 电网板块营业收入 (亿元)	20
图 53: 2015-2019 年电网板块扣非归母净利润 (亿元)	20
图 54: 2016-2020Q1 电网板块扣非后归母净利润 (亿元)	20
图 55: 2015-2019 年电网板块营业总成本 (亿元)	21
图 56: 2015-2020Q1 电网板块营业总成本 (亿元)	21
图 57: 2015-2019 年供热板块营业收入 (亿元)	21
图 58: 2016-2020Q1 供热板块营业收入 (亿元)	21
图 59: 2015-2019 年供热板块扣非归母净利润 (亿元)	22
图 60: 2016-2020Q1 供热板块扣非归母净利润 (亿元)	22
图 61: 2015-2019 年供热板块营业总成本 (亿元)	22
图 62: 2016-2020Q1 供热板块营业总成本 (亿元)	22
表 1: 主要燃气公司分类	9
表 2: 主要燃气公司经营业绩	12
表 3: 主要火电公司经营业绩	15
表 4: 主要水电公司经营业绩	18
表 5: 新能源发电板块公司经营业绩	20
表 6: 电网板块公司经营业绩	21
表 7: 供热及其他板块公司经营业绩	22

1. 2019 年及 2020 年一季度业绩综述

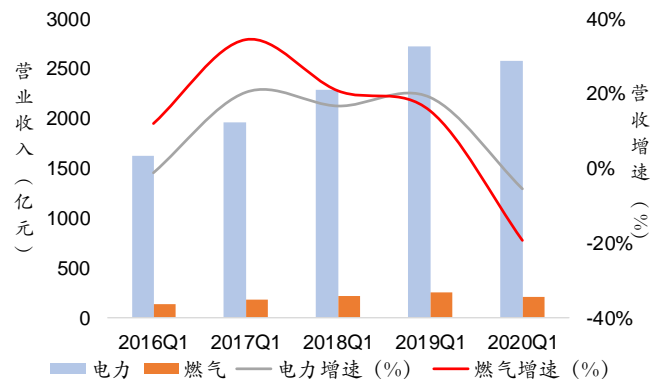
受益于电力供给侧改革和宏观经济运行总体平稳，公用事业板块营收稳步增加。根据 WIND 数据，2019 年公用事业板块营业收入合计 13033 亿元，同比增长 18%。其中，电力板块（包括火电、水电、其他发电、电网及供热板块）和燃气板块分别为 12164 亿元（+19%）和 869 亿元（+6%）。2020 年一季度，公用事业板块营业收入合计 2788 亿元，同比下降 7%，主要是因为疫情影响终端电力和天然气需求。其中，电力板块和燃气板块营收分别为 2577 亿元（-5%）和 211 亿元（-19%）。

图 1：2019 年公用事业板块营收同比增 18%



资料来源：Wind，安信证券研究中心

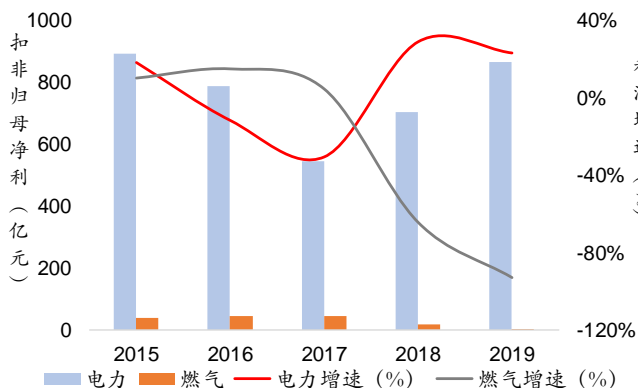
图 2：公用事业板块 2020Q1 营收同比下降 7%



资料来源：Wind，安信证券研究中心

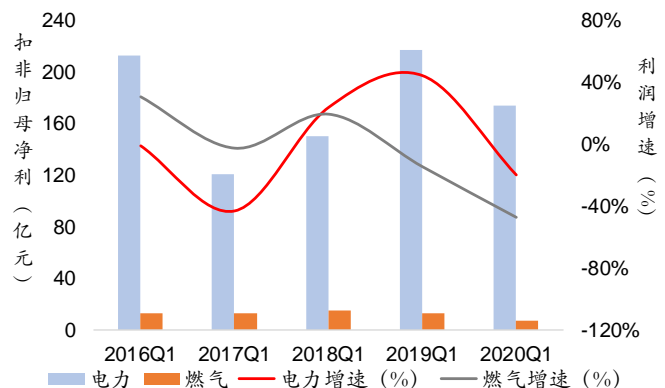
2019 年电力供需格局改善和煤价大幅下行，公用事业板块经营状况有所好转。根据 WIND 数据，2019 年公用事业板块归母净利润 867 亿元，同比增长 20%。其中，电力板块和燃气板块净利润分别为 866 亿元（+23%）和 1 亿元（-93%）。电力板块盈利提升显著，一方面是因为煤价大幅下行带来的火电板块盈利高增长，另一方面是因为供热板块盈利突出。2019 年燃气板块盈利承压，主要是 ST 中天和金鸿控股亏损较大，2019 年分别亏损 29 亿元和 14 亿元，若剔除以上两家公司，燃气板块扣非归母净利润为 44 亿元，同比增长约 10%，盈利改善可观。2020 年一季度，公用事业板块实现归母净利润 181 亿元，同比下降 21%。其中，电力板块和燃气板块分别实现净利润 174 亿元和 7 亿元，同比下降 20%和 47%。一季度公用事业板块盈利承压，主要是因为新冠疫情影响终端需求。

图 3：2019 年公用事业归母净利同比增 20%



资料来源：Wind，安信证券研究中心

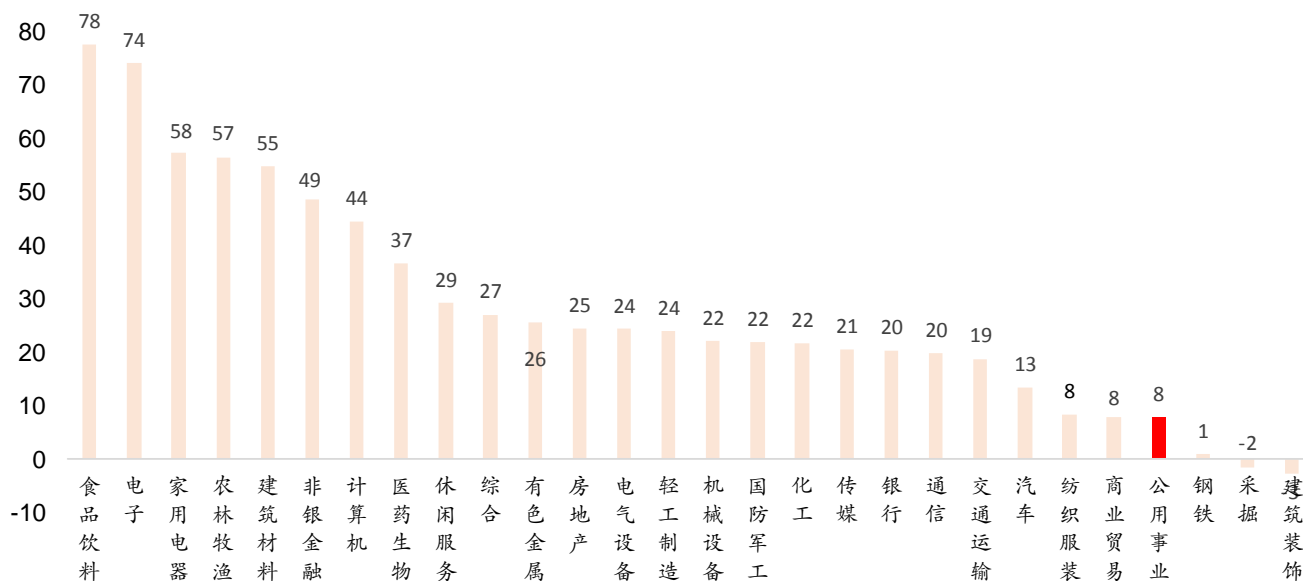
图 4：公用事业板块 2020Q1 归母净利下降 21%



资料来源：Wind，安信证券研究中心

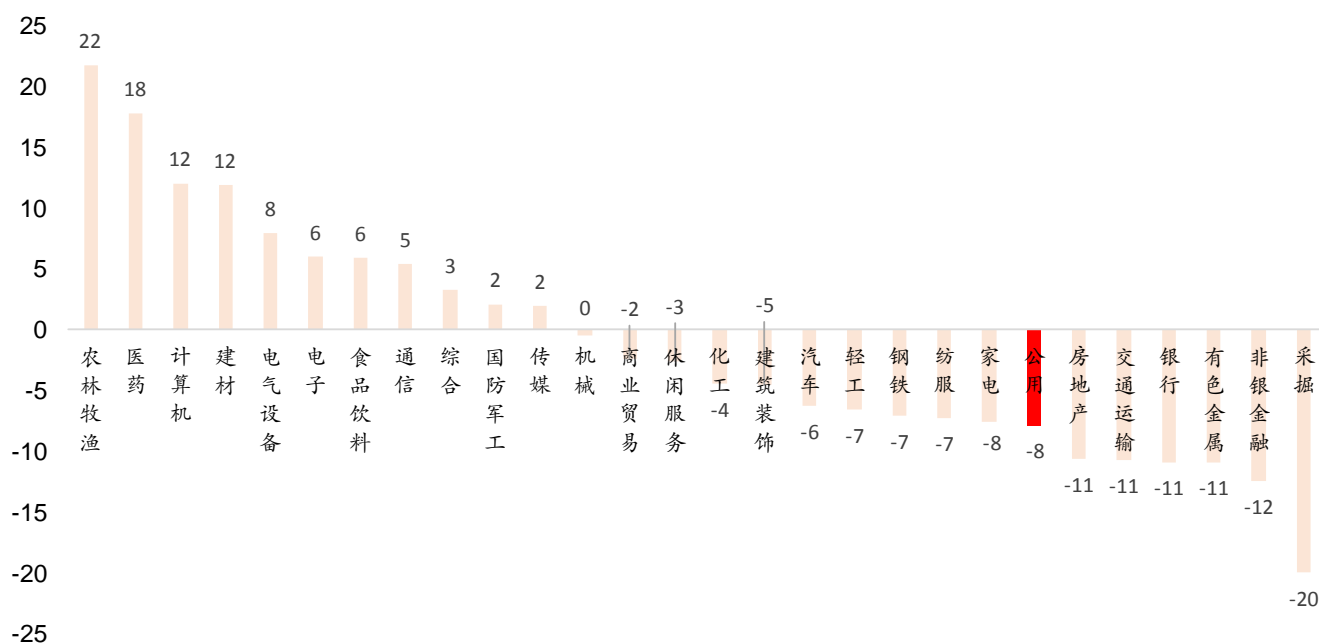
2019 年公用事业板块指数涨幅跑输大盘。根据 WIND 统计数据，2019 年公用事业板块整体涨幅为 8%，在中万二级 28 个行业中位列第 25 位，略好于钢铁、采掘和建筑板块。2020 年年初至今，公用事业板块整体跌幅为 8%，在中万二级 28 个行业中位列第 22 位，整体表现好于房地产、交运、银行、有色金属、非银和采掘板块。

图 5：2019 年公用事业板块表现弱于大盘，在 SW 二级中位列 25 位



资料来源：Wind, 安信证券研究中心（流通市值加权平均）

图 6：2020 年初至今，公用事业板块表现弱于大盘，在 SW 二级中位列 26 位

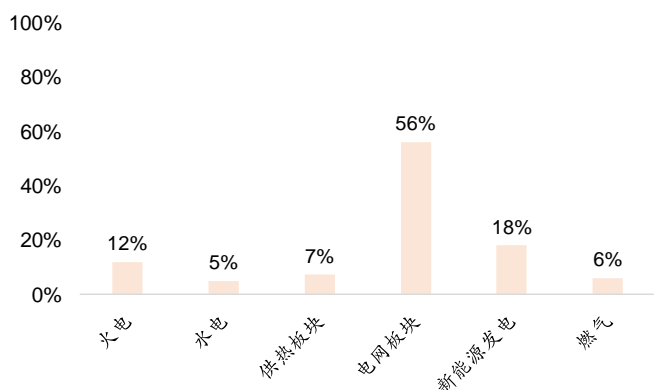


资料来源：Wind, 安信证券研究中心

在细分板块的营收方面，2019 年营业收入同比增速超过 10% 的有电网板块（56%）、新能源发电板块（18%）和火电板块（12%）；水电、供热和燃气板块营收小幅正增长。2020 年一季度，火电、水电和燃气业务营收降幅明显，分别同比下降 12%、13% 和 19%，供热、电网和新能源发电板块营收小幅增长。

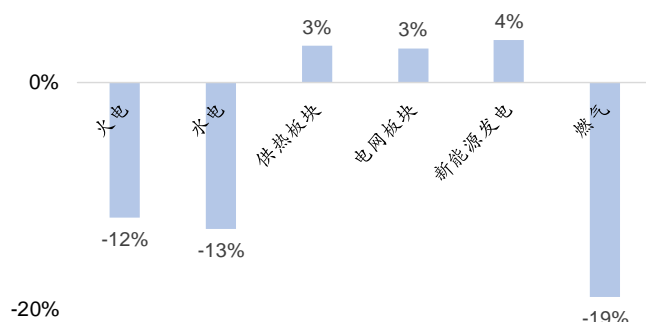
在归母净利润方面，受电力供需格局改善和增值税下调间接上调上网电价影响，2019 年火电板块归母净利润同比增长 41%，供热板块归母净利润同比增长 182%。2020 年一季度，各个板块盈利均有所下降。电网、供热和燃气板块盈利下降最为显著，分别同比下降 48%、65% 和 47%，水电盈利下降最小，同比下降 23%。盈利承压，主要是因为疫情影响终端需求，进而导致以上板块营收和利润受到抑制。

图 7：2019 年电网板块营收增速高达 56%



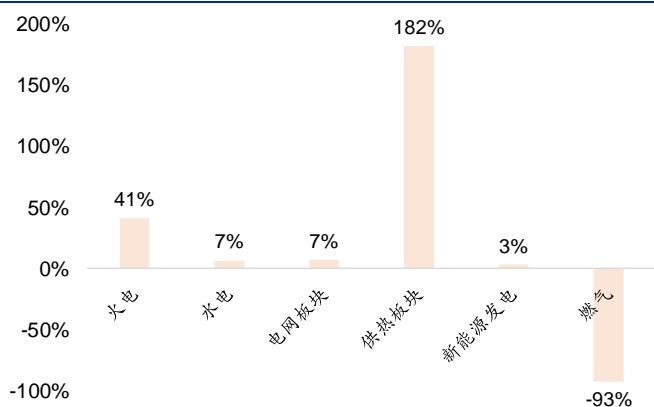
资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图 8：2020Q1 燃气板块营收同比下降 19%



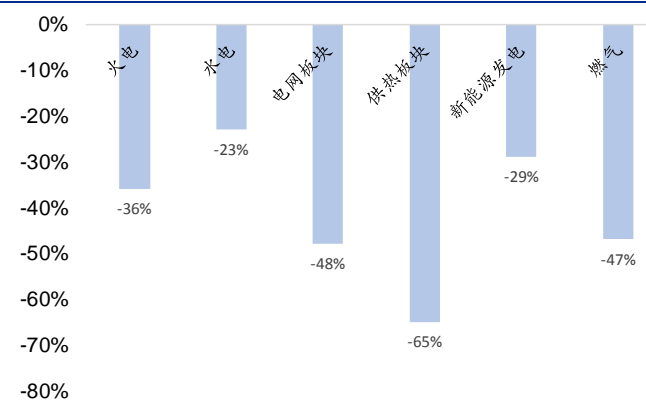
资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图 9：2019 年供热板块归母净利润增长 182%



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图 10：2020Q1 各个板块盈利均承压



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

2. 燃气：煤改气叠加宏观经济总体平稳，板块业绩持续改善

受益于北方地区大气污染防治和煤改气，加之宏观经济运行态势总体平稳，终端气价下调刺激消费，工业部门和居民气消费量大幅提升。根据国家统计局和海关总署公布的数据，2019 年我国天然气产量为 1762 亿方，同比增长 10%；天然气进口量为 9656 万吨（折合 1333 亿方），同比增长 7%。其中，LNG 进口量为 6061 万吨，同比增长 12.7%；管道气进口量为 3595 万吨，同比减少 1.8%；进口 LNG 与管道气分别占天然气进口量的 63%与 37%。天然气表观消费量为 3067 亿方，同比增长 9.4%。

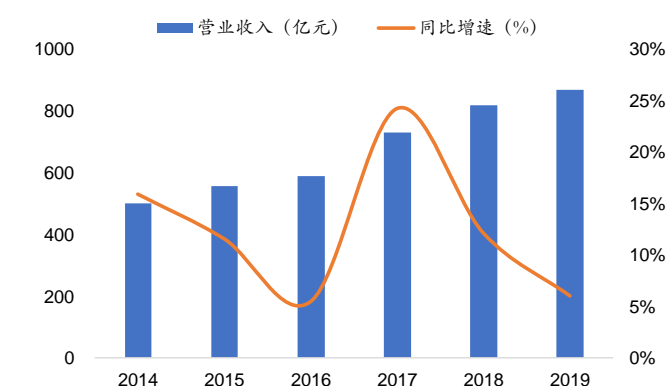
表 1：主要燃气公司分类

类型	上市公司
省级管网企业	陕天然气、国新能源、皖天然气、金鸿控股
城市燃气公司	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、南京公用、新疆火炬、新疆浩源、大通燃气、东方环宇
燃气设备和开采企业	中天能源

资料来源：安信证券研究中心

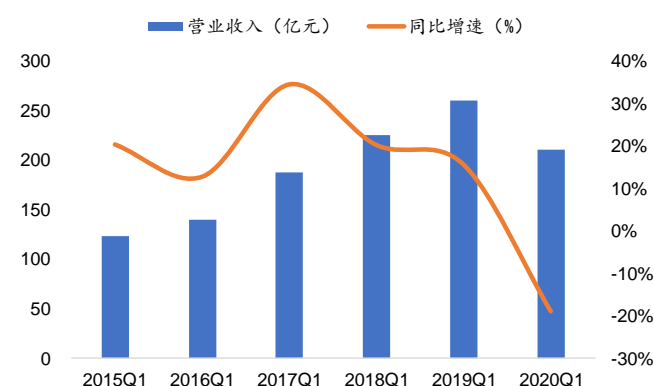
剔除部分燃气个股后，燃气板块营收及利润持续改善。根据 WIND 数据，2019 年燃气板块（共 19 家上市公司）营业收入为 869 亿元，同比增长 6%；2019 年一季度燃气板块营业收入为 211 亿元，同比下降 19%。在扣非归母净利润方面，2019 年燃气板块为 1.1 亿元，同比下降 93%；2020 年一季度为 6.7 亿元，同比下降 47%。燃气板块盈利水平的下降，一方面是由于中石油从 2018 年冬季开始提价，提升城燃公司的购气成本；另一方面是因为个股（主要是 ST 中天和金鸿控股）出现大幅亏损，拉低行业盈利水平。

图 11: 2014-2019 年燃气板块营业收入 (亿元)



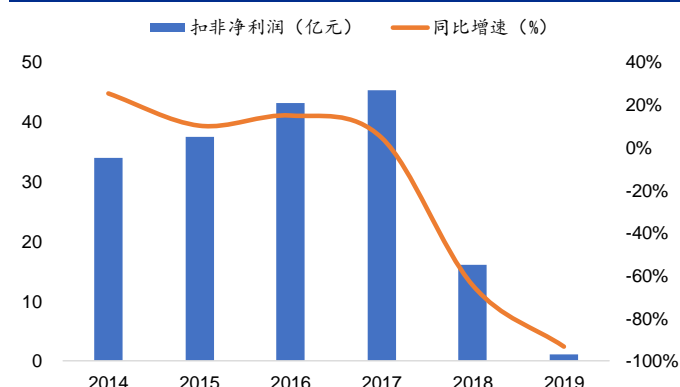
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 12: 2015-2020Q1 燃气板块营业收入 (亿元)



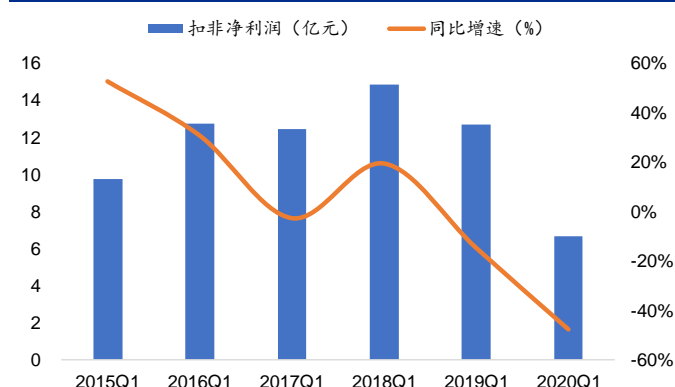
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 13: 2014-2019 年燃气板块扣非归母净利润 (亿元)



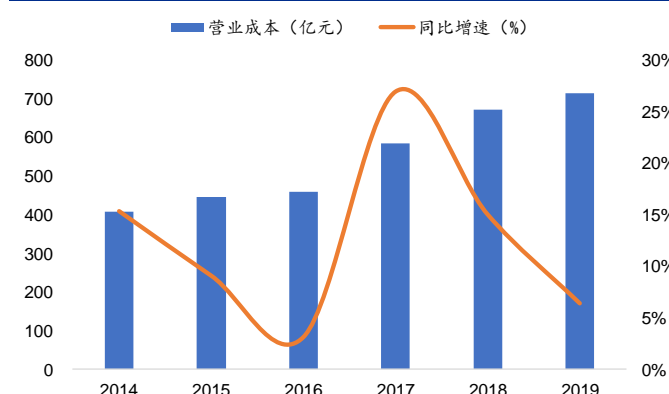
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 14: 2015-2020Q1 燃气板块扣非归母净利润 (亿元)



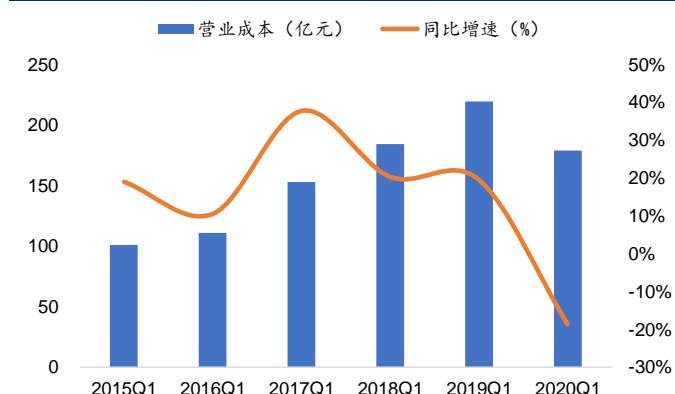
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 15: 2014-2019 年燃气板块营业成本 (亿元)



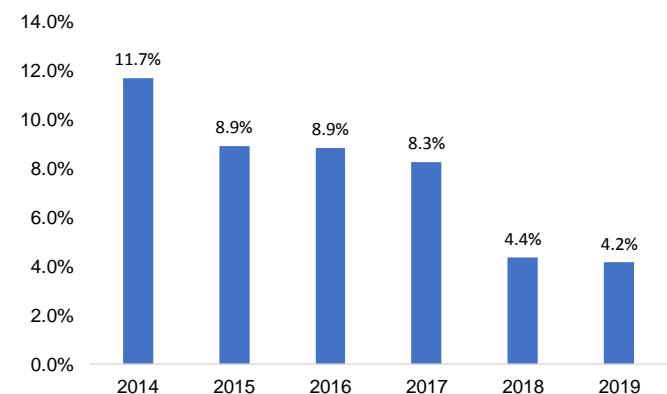
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 16: 2015-2020Q1 燃气板块营业成本 (亿元)

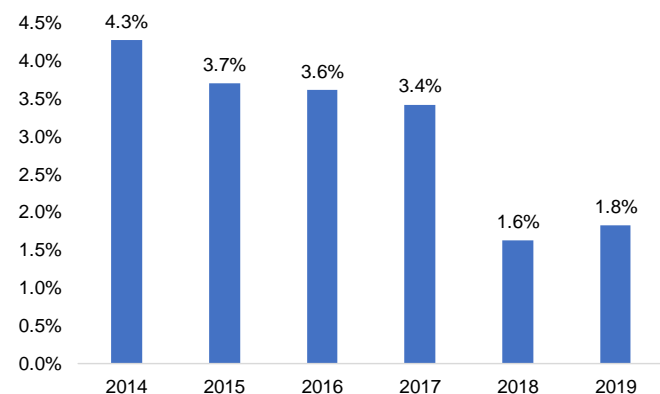


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

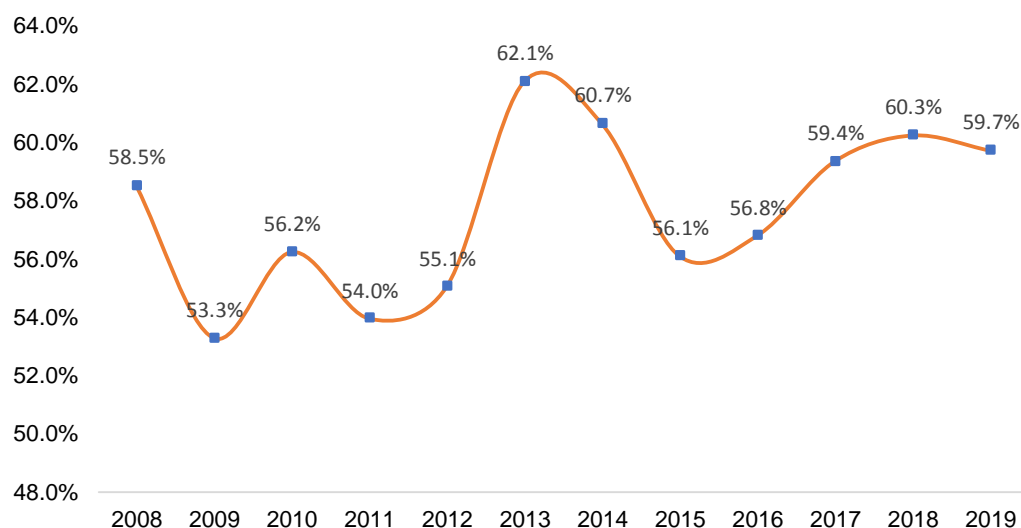
燃气板块的 ROE、ROA 与上一年基本持平。根据 WIND 统计数据, 2019 年燃气板块的 ROE 和 ROA 分别为 4.2% 和 1.8%, 均较上一年下降 0.2 个百分点。燃气板块的资产负债率波动下降。根据 WIND 数据, 截至 2019 年底, 燃气板块的资产负债率为 59.7%, 较上一年下降 0.6 个百分点。

图 17：2014-2019 年燃气板块 ROE (%)


资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 18：2014-2019 年燃气板块 ROA (%)


资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 19：2008-2019 年燃气板块资产负债率 (%)


资料来源：Wind，安信证券研究中心

个股方面，2019 年营业收入排名前五的企业分别是深圳燃气、国新能源、陕天然气、重庆燃气和佛燃股份，营业收入及同比增速为 140.3 亿元 (10.1%)、109.0 亿元 (-2.1%)、95.8 亿元 (6.6%)、70.3 亿元 (10.4%) 和 64.3 亿元 (26.2%)。扣非净利润排名前五的企业分别是深圳燃气、百川能源、陕天然气、新天然气和大众公用，扣非净利润及同比增速分别是 10.3 亿元 (5.2%)、6.7 亿元 (-31.6%)、4.4 亿元 (10.2%)、4.3 亿元 (100.3%) 和 4.2 亿元 (6.5%)。

深圳燃气：根据年报，深圳燃气 2019 年实现营业收入 140.3 亿元，同比增长 10.1%；归母净利润 10.6 亿元，同比增长 2.6%；基本每股收益 0.37 元；拟每 10 股派发现金红利 1.8 元（含税），分红比例从 42%增至 49%，静态股息率 2.5%。根据一季报，公司 2020 年一季度实现营业收入 28.3 亿元，同比减少 8.9%；归母净利润 2.2 亿元，同比减少 8.9%。业绩符合预期。立足深圳布局全国的 A 股燃气龙头，持续稳健成长。公司作为 A 股燃气龙头，目前在广东、安徽、湖南、江苏、浙江、云南等 9 省（区）拥有 45 个城市（区）管道燃气特许经营权。随着国内煤改气的稳步推进，天然气销量保持中高速增长，为公司业绩增长提供坚实基础。根据年报，2019 年公司实现销气收入 90.5 亿元，同比增长 13.6%，销气量 31.5 亿方，同比增长 14.0%。其中，电厂销气量为 9.7 亿方，同比增长 13.6%，非电厂销气量 21.8 亿方，同比增长 14.1%。管道气 29.1 亿方，同比增长 12.0%；天然气批发 2.5 亿方，同比增长 43.4%。

表 2：主要燃气公司经营业绩

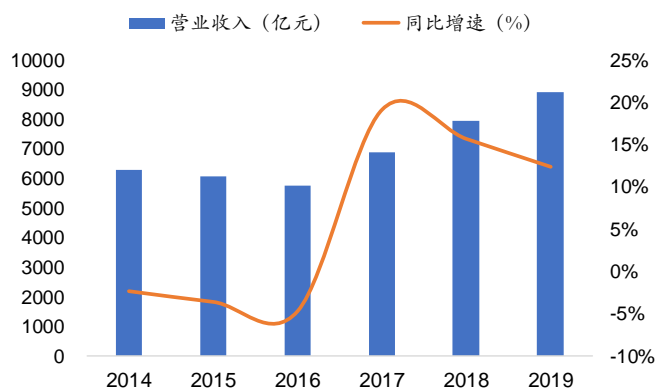
上市公司	代码	2019 年				2020Q1			
		营业收入	同比增长	扣非净利润	同比增长	营业收入	同比增长	扣非净利润	同比增长
深圳燃气	601139.SH	140.3	10.1%	10.3	5.2%	28.3	-8.8%	2.2	-3.1%
国新能源	600617.SH	109.0	-2.1%	-2.0	-127.0%	28.6	-30.7%	-1.3	-408.6%
陕天然气	002267.SZ	95.8	6.6%	4.4	10.2%	34.8	-7.7%	2.8	-5.5%
重庆燃气	600917.SH	70.3	10.4%	3.3	14.0%	14.8	-20.4%	0.4	-47.4%
佛燃股份	002911.SZ	64.3	26.2%	3.9	13.9%	11.6	-11.3%	0.5	-14.1%
大众公用	600635.SH	54.6	10.5%	4.2	6.5%	14.4	-15.9%	1.0	-5.8%
胜利股份	000407.SZ	53.5	14.4%	1.2	23.4%	8.6	-45.4%	0.2	-44.5%
百川能源	600681.SH	48.8	2.7%	6.7	-31.6%	15.1	-23.2%	1.8	-41.0%
皖天然气	603689.SH	41.7	28.7%	2.2	28.5%	11.7	8.0%	0.5	-23.5%
贵州燃气	600903.SH	40.8	13.2%	1.6	6.6%	9.9	-12.7%	0.2	-53.9%
金鸿控股	000669.SZ	37.3	-15.8%	-13.6	17.3%	5.8	-51.5%	-0.7	-6.0%
南京公用	000421.SZ	35.9	2.4%	1.0	-5.8%	8.5	-27.5%	0.0	-51.6%
新天然气	603393.SH	23.0	40.7%	4.2	100.3%	5.3	-23.7%	0.8	9.0%
长春燃气	600333.SH	17.3	10.5%	-0.3	64.1%	4.0	-27.7%	-0.7	
ST 中天	600856.SH	10.8	-68.3%	-29.3	-292.8%	1.7	-43.0%	-1.7	137.8%
大通燃气	000593.SZ	10.4	64.5%	0.4	122.4%	2.3	43.7%	-0.2	-5982.2%
新疆火炬	603080.SH	5.7	47.5%	1.2	33.4%	1.8	59.8%	0.2	-48.7%
新疆浩源	002700.SZ	5.2	25.9%	0.6	-7.1%	1.0	-26.3%	0.1	-28.2%
东方环宇	603706.SH	4.5	7.7%	1.0	27.2%	2.9	169.2%	0.4	183.0%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

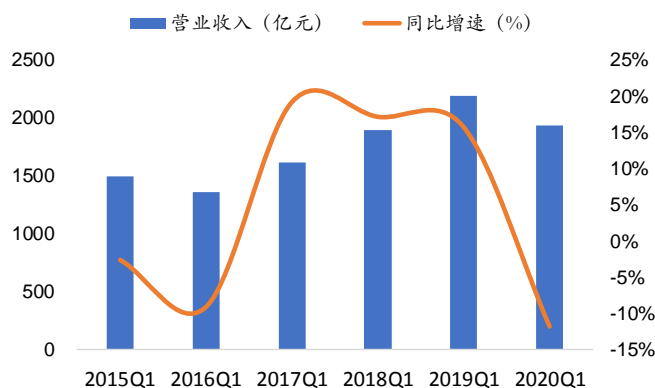
3. 电力及供热：火电业绩改善，电网板块表现突出

3.1. 火电板块：受益于供给侧改革和用电量高增长，营收与利润大幅提升

受益于供给侧改革及煤价大幅下降，加之增值税率从 16% 降至 13%，带动火电盈利显著回升。根据 WIND 数据，2019 年火电板块实现营业收入 8933 亿元，同比增长 12.4%，增速较 2018 年下降 3.3 个百分点；实现扣非归母净利润 287 亿元，同比增长 40.9%；营业成本合计 7418 亿元，同比增长 9.5%，增速较 2018 年下降 5.1 个百分点。2020 年一季度，火电板块实现扣非归母净利润 71 亿元，同比下降 36%；实现营业收入 1934 亿元，同比下降 11.8%。火电板块一季度盈利大幅下滑，其中一个重要原因是国电电力亏损 31 亿元，大幅拉低了板块的盈利水平。若扣除国电电力，其他火电个股一季度扣非归母净利润合计 102 亿元，与上一年基本持平，意味着一季度煤价下行有效抵消了疫情对发电量的影响。

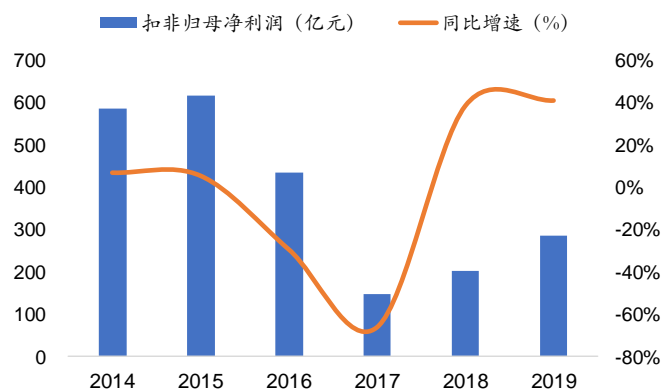
图 20：2014-2019 年火电板块营业收入（亿元）


资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 21：2015-2020Q1 火电板块营业收入（亿元）


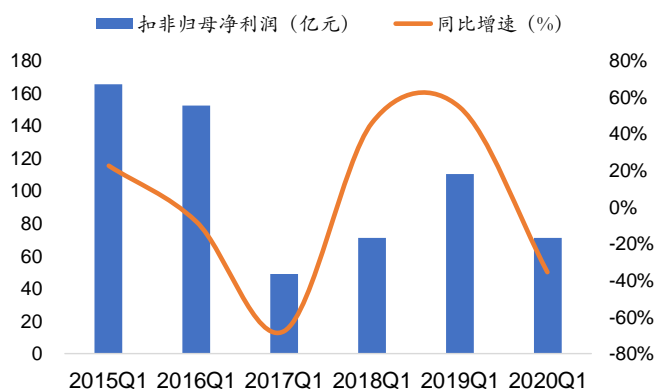
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 22: 2014-2019 年火电板块扣非归母净利润 (亿元)



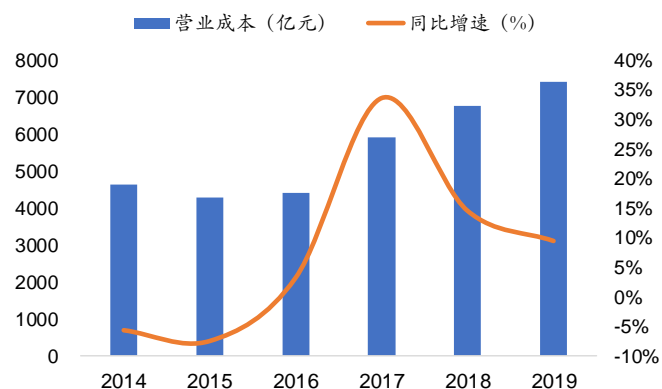
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 23: 2015-2020Q1 火电板块扣非归母净利润 (亿元)



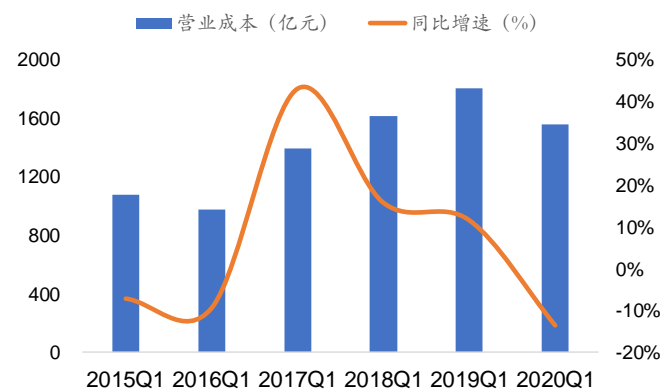
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 24: 2014-2019 年火电板块营业成本 (亿元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 25: 2015-2020Q1 火电板块营业成本 (亿元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

煤价进入 4 时代，2020Q2 火电业绩有望高增长。根据煤炭市场网数据，2019 年秦港 5500 大卡动力煤现货均价在 590 元/吨左右，较上一年下降近 60 元/吨。大多数火电企业的燃料成本占营业成本的 60-70%之间，企业盈利对煤价非常敏感。2019 年火电企业盈利的高增长，主要得益于煤价下行和电价间接上调。截至 2020 年 4 月 30 日，秦港 5500 大卡动力煤现货价为 464 元/吨，同比下降 152 元/吨。预计火电企业 2020Q2 业绩有望高增长。

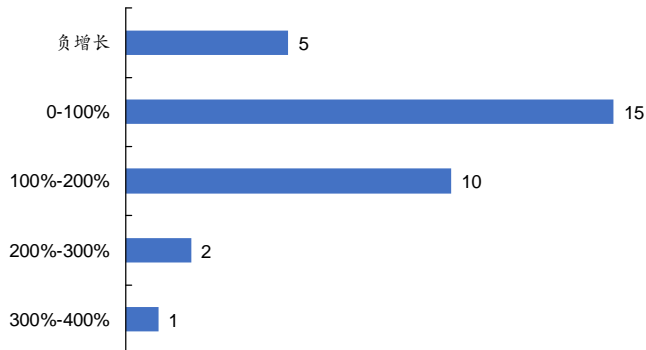
图 26: 秦皇岛港 5500 大卡动力煤价格步入下行通道 (元/吨)



资料来源: 煤炭市场网, 安信证券研究中心

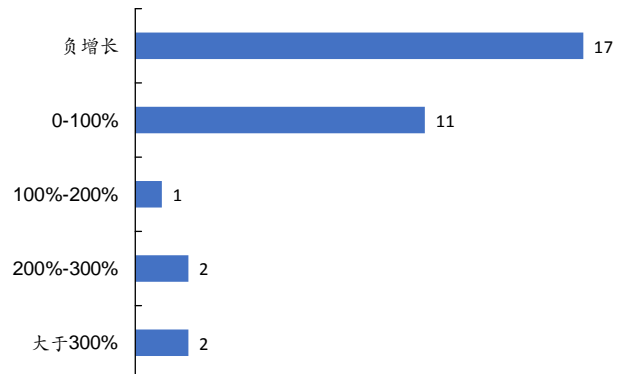
2019 年业绩增速（扣非归母净利润）分布方面，33 家火电企业中，负增长占少数，共有 5 家，其中中国电力 2019 年扣非归母净利润亏损 7.48 亿元。其余企业中，有 1 家增速超 300%，有 2 家增速在 200%-300%，有 10 家增速在 100%-200%。

图 27：2019 年度火电板块扣非后归母净利润增速分布



资料来源：Wind，安信证券研究中心

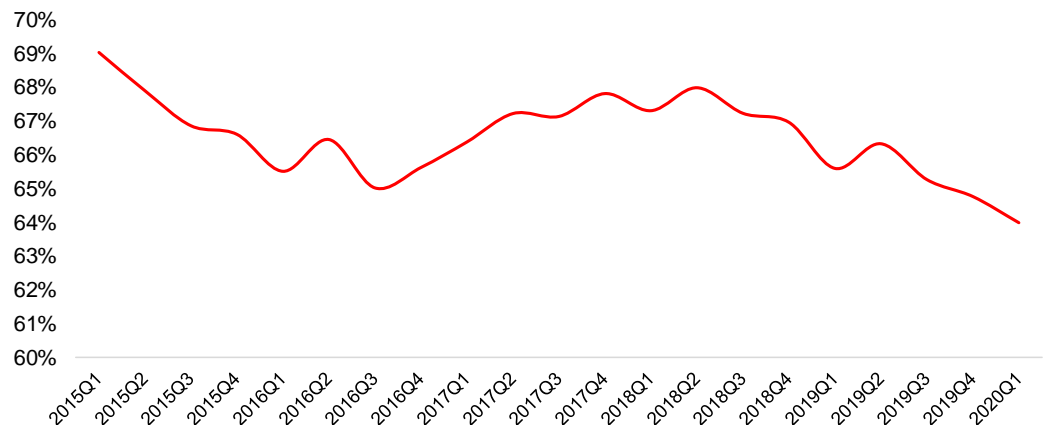
图 28：2020Q1 火电板块扣非归母净利润增速分布



资料来源：Wind，安信证券研究中心

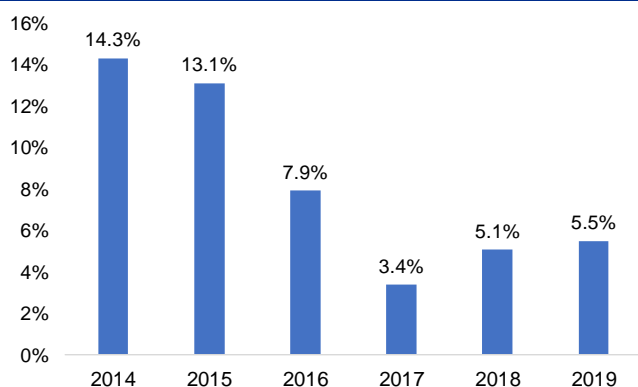
受益于电力供给侧改革，火电企业的资本开支均较前几年有所下降，资产负债率逐步下行。截至 2020 年 3 月底，火电板块资产负债率降至 64%，同比下降 2 个百分点。盈利方面，受益于煤价下行，火电板块的 ROE 和 ROA 均有不同程度的提升。2019 年火电板块的 ROE 和 ROA 分别为 5.5%和 4.9%，均较上一年提升了 0.4 个百分点。

图 29：截至 2020 年一季度末，火电板块资产负债率达 64%，同比下降 2 个百分点



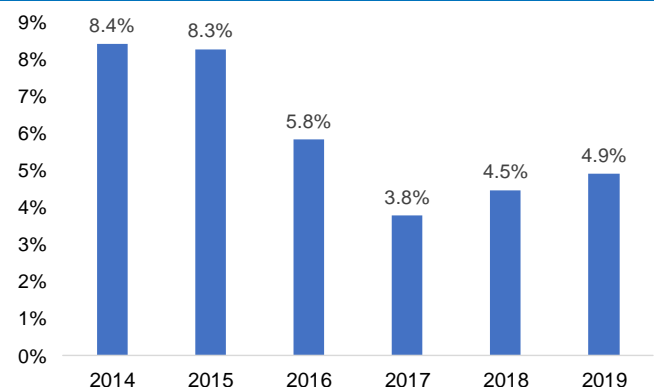
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 30：2014-2019 年火电板块 ROE (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 31：2014-2019 年火电板块 ROA (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

个股方面，2019 年营业收入排名前五的企业分别是华能国际、国电电力、大唐发电、华电国际、浙能电力，营业收入为 1734.9 亿元（2.1%）、1166.0 亿元（78.0%）、954.5 亿元（2.2%）、936.5 亿元（6.0%）和 543.7 亿元（-4.0%）。扣非归母净利润排名前五的企业分别是浙能电力、国投电力、华电国际、大唐发电、申能股份，扣非归母净利润分别是 42.3 亿元（13.9%）、42.3 亿元（0.9%）、34.4 亿元（103.1%）、23.0 亿元（100.8%）、19.2 亿元（29.6%）。

表 3：主要火电公司经营业绩

上市公司	代码	2019				2020Q1				年初至今
		营业收入	同比增长	扣非归母净利润	同比增长	营业收入	同比增长	扣非归母净利润	同比增长	
600011.SH	华能国际	1734.8	2.1%	7.8	-45.1%	403.5	-11.6%	20.6	-17.2%	-24.4%
600795.SH	国电电力	1166.0	78.0%	-7.5	-298.4%	252.4	-11.7%	-31.8	-453.3%	-15.0%
601991.SH	大唐发电	954.5	2.2%	23.0	100.8%	221.4	-2.3%	6.1	60.3%	-12.7%
600027.SH	华电国际	936.5	6.0%	34.4	103.1%	221.2	-5.4%	11.3	56.2%	0.0%
600023.SH	浙能电力	543.7	-4.0%	42.3	13.9%	87.0	-34.1%	6.4	-34.5%	-11.9%
600886.SH	国投电力	424.3	3.5%	42.2	0.9%	75.8	-25.0%	9.0	-13.4%	-16.2%
600642.SH	申能股份	388.4	7.2%	19.2	29.6%	53.2	-54.9%	4.7	15.1%	-8.8%
600098.SH	广州发展	295.3	13.7%	7.4	7.2%	62.5	-1.8%	0.9	-39.0%	-11.0%
000539.SZ	粤电力 A	293.6	7.1%	10.7	159.5%	47.0	-15.8%	0.0	-100.3%	-15.4%
600021.SH	上海电力	236.9	4.9%	5.6	8.3%	55.7	-4.5%	1.2	96.9%	-8.6%
000027.SZ	深圳能源	208.2	12.4%	14.3	116.3%	35.8	-9.8%	2.1	-18.4%	-11.6%
600578.SH	京能电力	184.4	45.2%	13.1	57.1%	50.0	33.8%	4.7	8.7%	-7.4%
000543.SZ	皖能电力	160.9	19.9%	7.5	103.3%	34.8	-15.4%	1.3	-8.0%	-16.4%
000883.SZ	湖北能源	158.1	28.7%	14.4	-9.2%	37.0	0.0%	4.7	34.7%	-10.8%
600863.SH	内蒙华电	144.8	5.3%	10.9	56.1%	33.4	6.2%	1.2	-31.6%	-8.0%
000600.SZ	建投能源	139.6	-0.1%	6.3	49.1%	39.6	-2.8%	3.9	27.8%	-2.5%
000767.SZ	漳泽电力	120.3	7.1%	-0.6	91.5%	27.9	-6.0%	0.7	4894.4%	-6.2%
600744.SH	华银电力	89.9	-6.2%	-0.9	64.2%	17.7	-15.7%	-0.4	-255.0%	-13.7%
000958.SZ	东方能源	84.9	187.0%	2.3	122.7%	19.8	112.8%	3.1	220.4%	-23.1%
000875.SZ	吉电股份	84.5	15.8%	-0.3	67.9%	24.9	8.7%	2.3	39.3%	22.3%
001896.SZ	豫能控股	80.9	0.1%	0.7	109.8%	15.7	-17.2%	0.3	-8.9%	-8.7%
600396.SH	金山股份	74.0	3.7%	-4.4	52.8%	20.2	0.5%	1.8	131.0%	35.5%
000966.SZ	长源电力	73.7	12.2%	6.1	195.8%	12.2	-40.6%	0.3	-86.2%	-11.4%
600780.SH	通宝能源	66.1	9.8%	2.8	24.5%	17.3	1.6%	0.8	-14.7%	-8.2%
000690.SZ	宝新能源	56.3	46.8%	7.3	161.6%	11.5	31.4%	1.8	272.2%	-8.3%
600509.SH	天富能源	48.9	-1.2%	-5.1	-2309.6%	12.5	-7.4%	0.3	-37.3%	-16.6%
000720.SZ	新能泰山	35.8	37.6%	4.9	-2.1%	3.0	-76.7%	-0.1	-103.9%	6.2%
600982.SH	宁波热电	34.1	96.0%	0.5	121.3%	6.2	-6.0%	0.1	2.5%	-13.2%
600167.SH	联美控股	34.0	11.8%	15.4	35.8%	17.6	25.0%	8.9	15.4%	16.0%
000531.SZ	穗恒运 A	32.3	3.5%	3.6	244.9%	5.9	-6.6%	3.8	614.7%	9.6%
000899.SZ	赣能股份	26.7	4.0%	2.5	46.1%	5.4	-16.9%	0.6	-33.2%	-13.6%
000037.SZ	深南电 A	12.2	-35.1%	0.1	208.7%	2.3	49.5%	-0.2	30.9%	-5.5%
600719.SH	大连热电	7.7	4.9%	0.2	323.1%	4.1	-10.5%	0.5	-27.3%	-8.0%

资料来源：WIND，安信证券研究中心

3.2. 水电板块：2019 年来水偏丰，营收及盈利均有改善

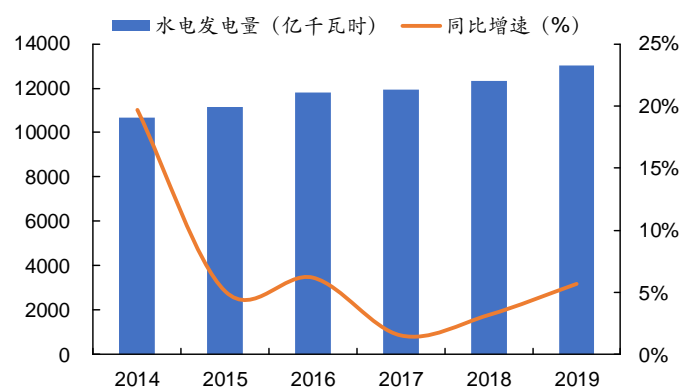
近年来，水电板块呈弃水情况日渐改善，且受国家政策扶持力度较大的特点。根据中电联统计数据，2019 年水电平均利用小时数为 3726 小时。2020 年一季度水电发电量为 1963 亿千瓦时，同比下降 9.5%；水电平均利用小时数为 622 小时，同比减少 69 小时。水电发电

量及利用小时数均较去年一季度有所下降，主要是来水略低于去年。

2019 年，水电板块实现扣非归母净利润 332 亿元，同比增长 6.6%，增速较 2018 年提高 8.3 个百分点；营业收入 904 亿元，同比增长 4.8%，增速较 2018 年降低 0.6 个百分点；营业成本 389.5 亿元，同比增长 4.3%，增速较 2018 年提高 1.2 个百分点。

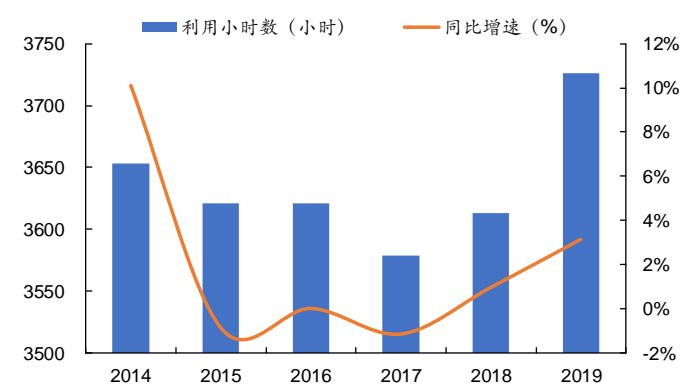
2020 年一季度水电板块实现扣非归母净利润 37 亿元，同比降低 23%，增速较上一年减少 30.2 个百分点；营业收入 152 亿元，同比下降 12.9%，增速较 2019 年减少 28.5 个百分点；营业成本 81.5 亿元，同比下降 5.6%，增速较 2019 年减少 13.1 个百分点。一季度水电板块盈利承压，很重要的一个原因是华能水电来水偏枯，导致发电量大幅下降。若扣除华能水电的影响，其他水电个股一季度实现扣非归母净利润 36 亿元，同比下降 6.6%。

图 32：历年水电发电量及同比增速（亿度）



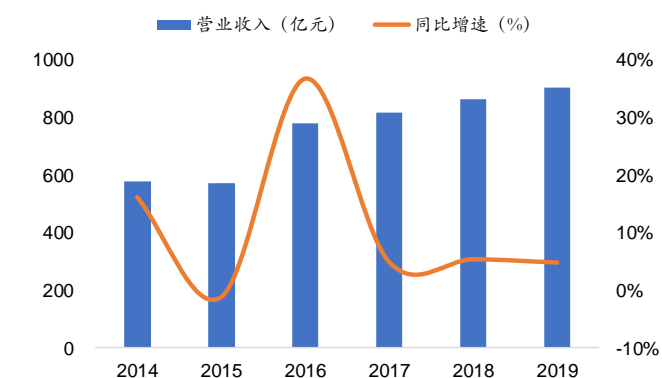
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 33：历年水电利用小时及同比增速（小时）



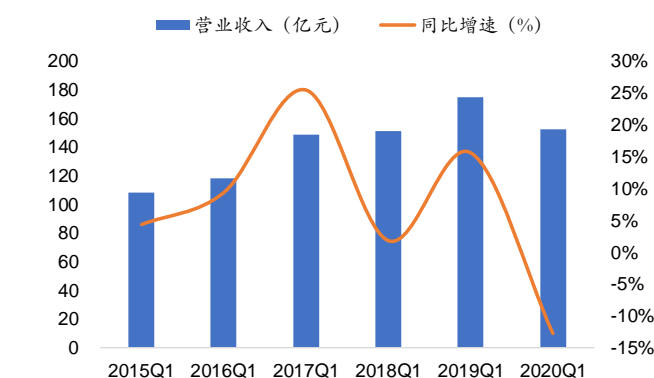
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 34：2014-2019 年水电板块营业收入（亿元）



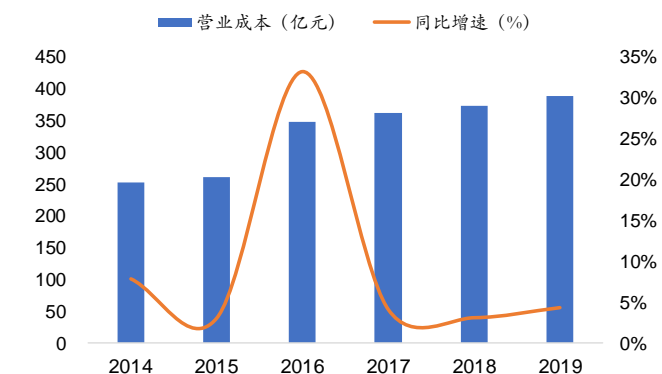
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 35：2015-2020Q1 水电板块营业收入（亿元）



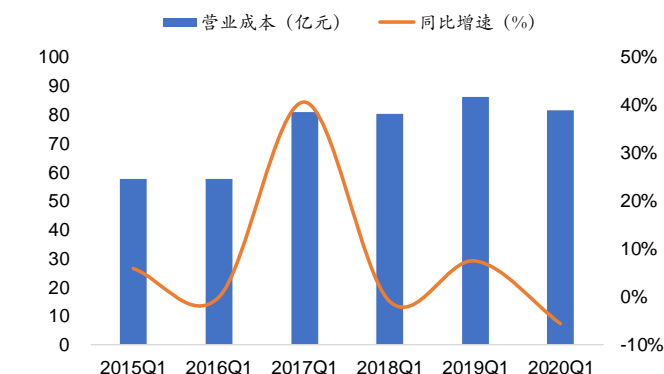
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 36：2014-2019 年水电板块营业成本（亿元）



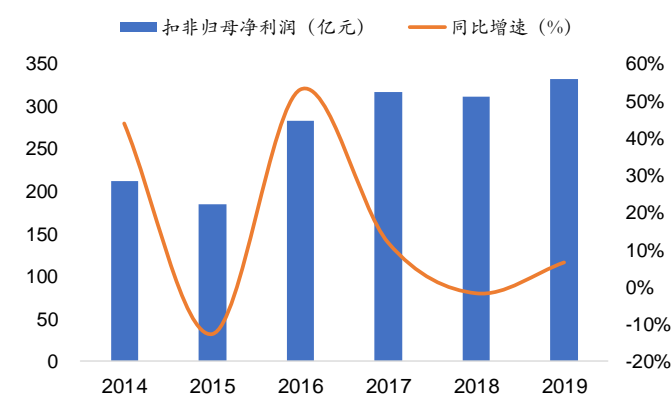
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 37：2015-2020Q1 水电板块营业成本（亿元）



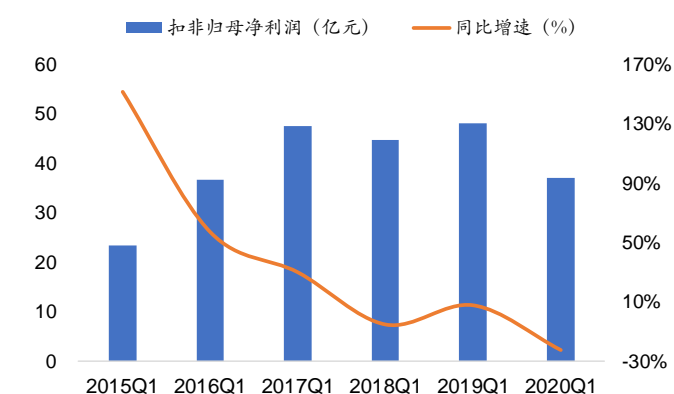
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 38：2014-2019 年水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

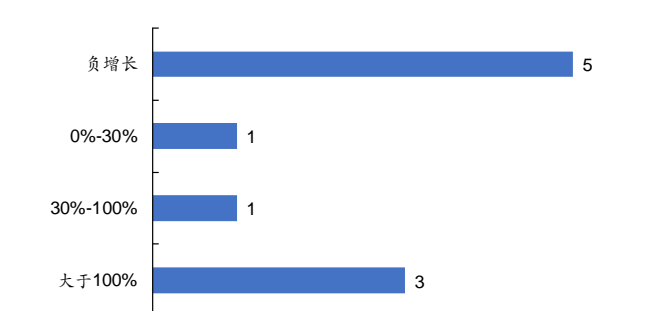
图 39：2015-2020Q1 水电板块扣非归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

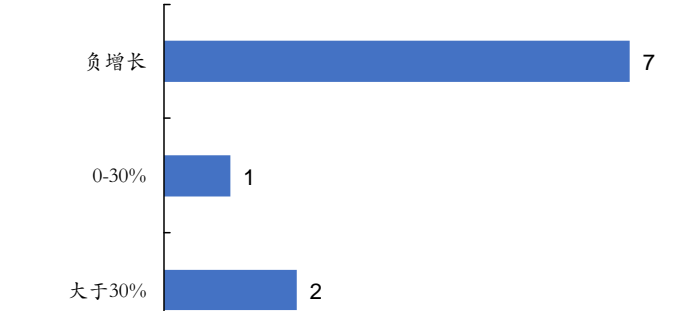
业绩增速（扣非归母净利润）分布方面，2020 年一季度，10 家水电企业中，有 7 家呈负增长态势，其余企业增速分别是：黔源电力（824.0%）、梅雁吉祥（137.4%）、长江电力（13.6%）。黔源电力业绩大幅增长主要由于公司所属水电站所处流域来水情况好于上年、发电量和售电收入同比增加及财务费用下降。作为国内最大水电公司，长江电力 2019 年扣非后归母净利润增速为 13.6%。

图 40：2019 年度水电板块扣非后归母净利润增速分布



资料来源：Wind，安信证券研究中心

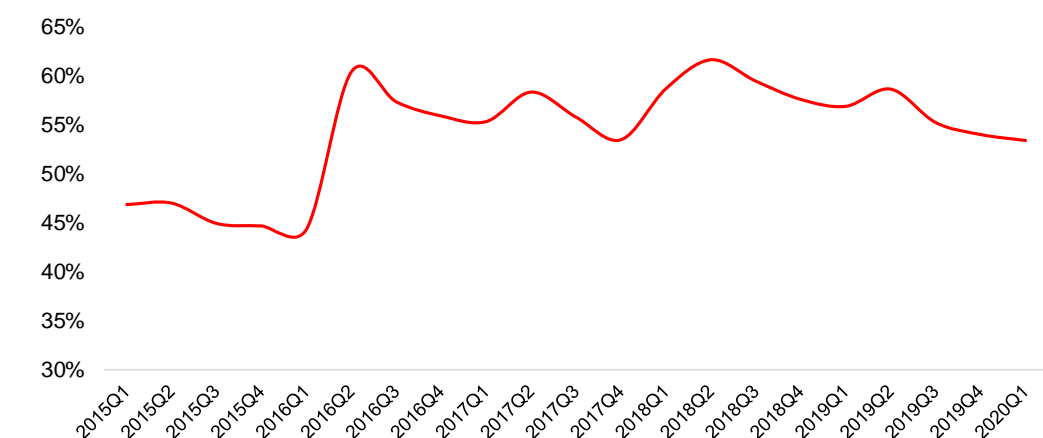
图 41：2020Q1 水电归母净利润增速分布



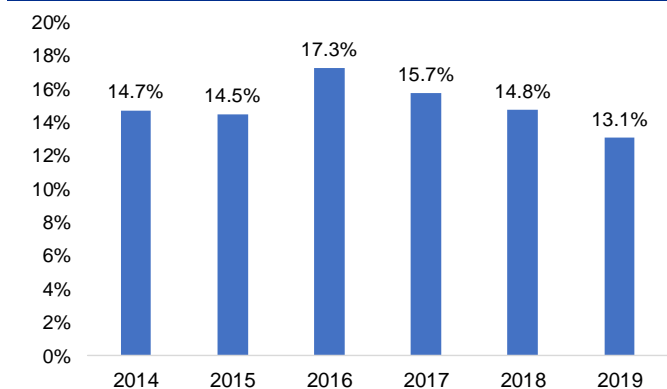
资料来源：Wind，安信证券研究中心

除了国投电力和川投能源有大型在建水电项目之外，其他水电企业的在建项目均较少，资本开支有限，加之水电企业现金流充裕，资产负债率持续下降。截至 2020 年 3 月底，水电板块的资产负债率降至 53%，较上一年降至 4 个百分点。

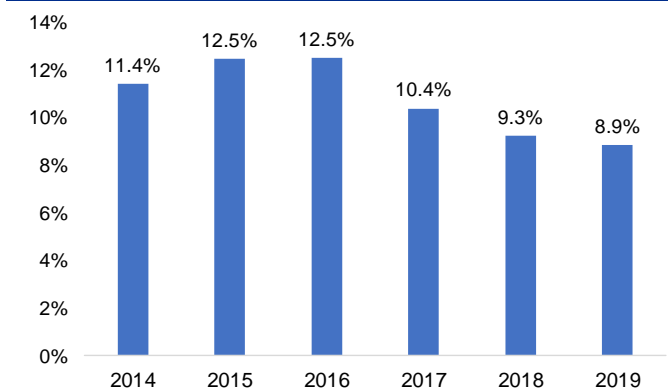
图 42：历年水电板块资产负债率（%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 43：2014-2019 年水电板块净资产收益率 (%)


资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 44：2014-2019 年水电板块总资产报酬率 (%)


资料来源：Wind，安信证券研究中心

个股方面，2019 年营业收入排名前三的企业分别是长江电力、华能水电、桂冠电力，营业收入为 498.7 亿元 (-2.6%)、208.0 亿元 (34.1%) 和 90.4 亿元 (-4.9%)。扣非归母净利润排名前三的企业分别是长江电力、华能水电、川投能源，扣非归母净利润及同比增速分别是 211.3 亿元 (-4.2%)、57.94 亿元 (97.9%)、29.2 亿元 (-8.2%)。

表 4：主要水电公司经营业绩

上市公司	代码	2019				2020Q1				年初至今涨跌幅
		营业收入	同比增长	归母净利润	同比增长	营业收入	同比增长	归母净利润	同比增长	
韶能股份	000601.SZ	43.06	25.6%	3.57	109.2%	9.69	0.7%	0.47	-54.3%	-1.3%
湖南发展	000722.SZ	2.44	-8.6%	1.02	10.9%	0.64	-16.0%	0.29	-3.8%	-13.8%
甘肃电投	000791.SZ	22.68	-1.7%	4.16	-8.3%	3.26	-9.3%	-0.38	-30.2%	-13.9%
闽东电力	000993.SZ	5.97	7.0%	0.39	110.4%	0.76	-44.8%	-0.27	-214.6%	-19.5%
黔源电力	002039.SZ	21.74	-9.0%	2.82	-10.2%	4.13	31.5%	0.51	824.0%	-0.3%
华能水电	600025.SH	208.01	34.1%	57.94	97.9%	31.03	-30.1%	0.65	-92.9%	-15.9%
桂冠电力	600236.SH	90.43	-4.9%	20.87	-9.4%	16.94	-26.9%	3.04	-50.3%	-12.1%
川投能源	600674.SH	8.38	-2.9%	29.18	-8.2%	1.67	-24.4%	5.27	-28.1%	-8.9%
梅雁吉祥	600868.SH	2.88	29.4%	0.55	221.4%	0.36	-18.1%	0.03	137.4%	-8.7%
长江电力	600900.SH	498.74	-2.6%	211.30	-4.2%	83.84	-2.6%	27.40	13.6%	-5.1%

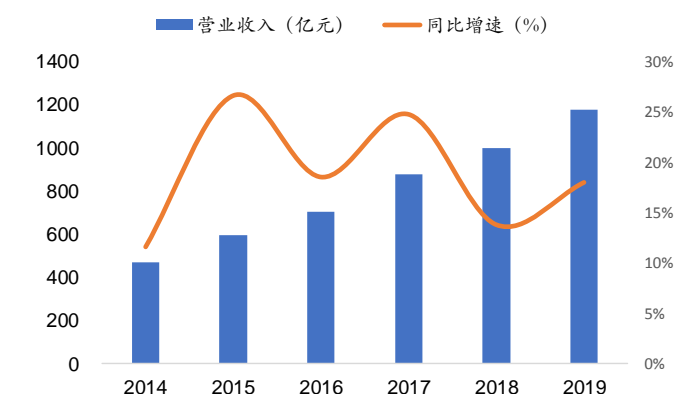
资料来源：Wind，安信证券研究中心

3.3. 新能源板块：新能源消纳问题缓解，个股营收及盈利改善显著

受益于宏观经济稳中向好，电力消费增速提升，以及国家政策推动的弃风、弃光率下降，其他发电板块 2019 年营收实现平稳增长，部分公司利润增速可观。根据 WIND 数据，2019 年其他发电板块（除凯迪生态共 6 家上市公司）实现营业收入合计 1180 亿元，同比增长 18.0%，板块营收高增长，主要是因为新能源发电及核电装机量的高增长，带来发售电量稳步提升。2019 年新能源发电板块实现扣非归母净利润合计 155 亿元，同比增长 3.0%，增速同比下滑 6.1 个百分点。

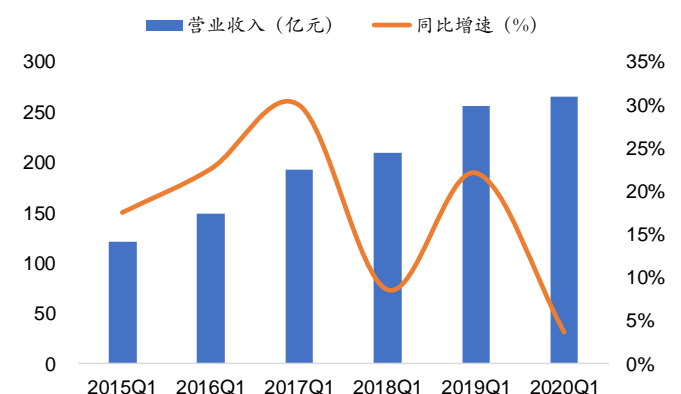
新能源发电板块利润增速下滑，主要是由于体量最大的中国核电增速为负。2019 年，中国核电的三门机组长期处于检修状态，直接影响了公司的发电量及盈利水平。2020 年一季度，其他发电板块营业总收入增长放缓，实现营收 265.8 亿元，同比增长 3.7%，增速同比减少 18.4 个百分点；扣非归母净利润合计 28.8 亿元，同比减少 28.9%，增速较去年同期下滑 28.1 个百分点。板块盈利下降，主要是因为疫情影响了终端电力需求，进而挤压了机组的发售电量。

图 45：2014-2019 年新能源板块营业收入（亿元）



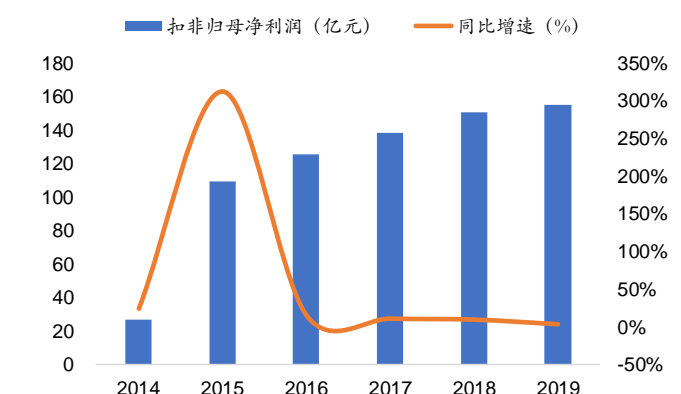
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 46：2015-2020Q1 新能源板块营业收入（亿元）



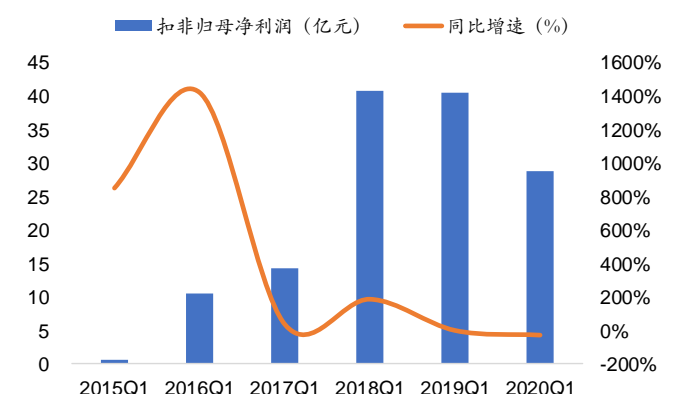
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 47：2014-2019 年新能源板块扣非归母净利润（亿元）



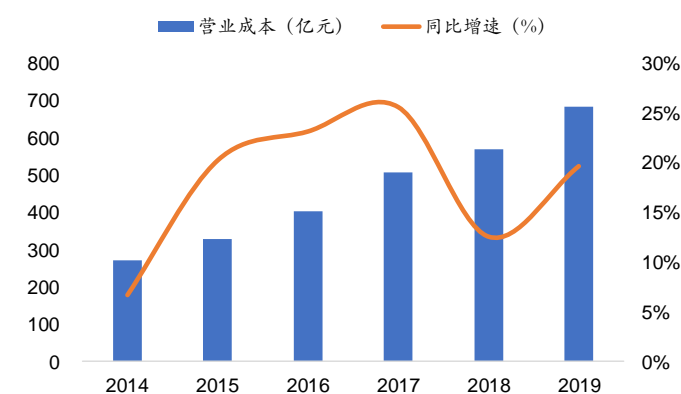
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 48：2015-2020Q1 新能源板块扣非归母净利润（亿元）



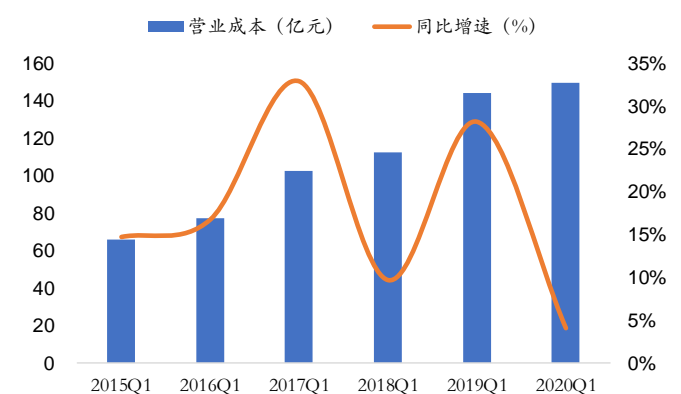
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 49：2014-2019 年新能源板块营业成本（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 50：2015-2020Q1 新能源板块营业成本（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

个股方面，2019 年营业收入最高的企业是中国广核，营业收入为 608.8 亿元（19.8%），扣非归母净利润为 90.9 亿元（5.5%）；其次是中国核电，营业收入为 460.7 亿元（17.2%），扣非归母净利润为 44.0 亿元（-8.5%）。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。太阳能和节能风电的归母净利润均实现了高增长，主要是因为随着装机量提升及弃风弃光率下降，公司的盈利形势大幅好转。

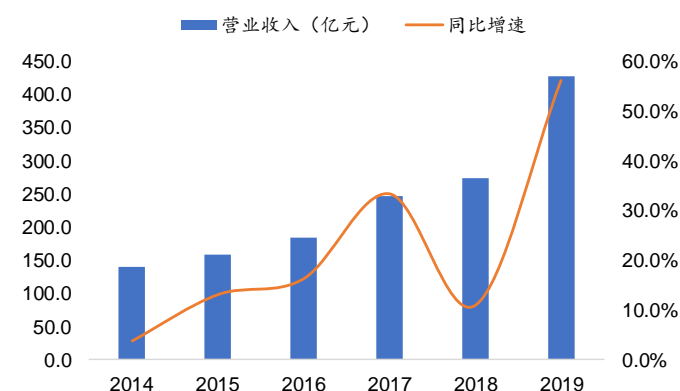
表 5：新能源发电板块公司经营业绩

上市公司	代码	2019				2020Q1				年初至今涨跌幅
		营业收入	同比增长	扣非归母净利润	同比增长	营业收入	同比增长	扣非归母净利润	同比增长	
中国广核	003816.SZ	608.75	19.8%	90.86	5.5%	137.47	6.8%	15.04	-36.0%	-20.8%
中国核电	601985.SH	460.67	17.2%	43.95	-8.5%	106.26	-1.1%	10.17	-27.5%	-13.4%
太阳能	000591.SZ	50.11	-0.5%	9.45	14.7%	10.14	16.7%	1.50	24.5%	-9.0%
节能风电	601016.SH	24.87	4.7%	5.61	14.9%	6.20	12.5%	1.33	21.7%	-7.5%
天能重工	300569.SZ	24.64	76.8%	2.59	179.7%	3.28	-8.9%	0.30	5.0%	-0.5%
嘉泽新能	601619.SH	11.16	4.3%	2.91	7.9%	2.46	2.0%	0.50	9.4%	-19.4%

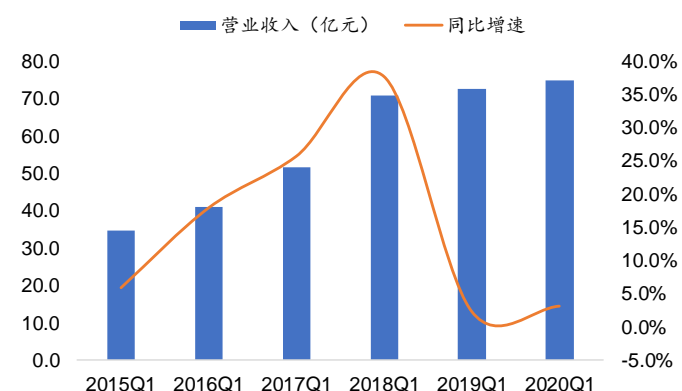
资料来源：Wind，安信证券研究中心

3.4. 电网板块：2019 年盈利小幅正增长

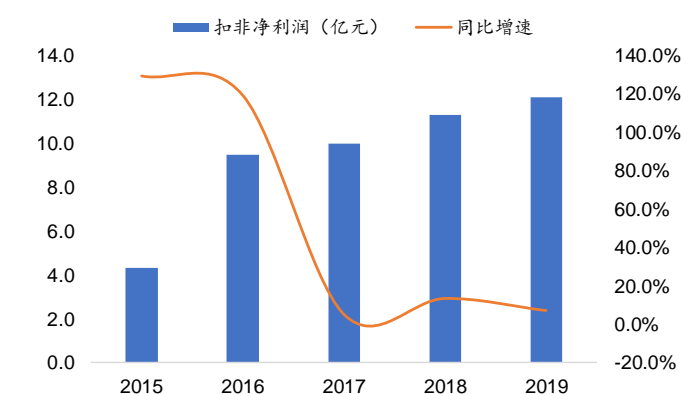
电网板块 2019 年收入实现高增长，盈利小幅改善。根据 WIND 数据，2019 年电网板块（共 9 家上市公司）实现营业收入 427 亿元，同比增长 56.2%，较去年同期增长 45 个百分点；实现扣非后归母净利润合计 12.1 亿元，同比增长 7%。电网板块收入高增长，主要是因为桂东电力大力拓展油品业务。若剔除桂东电力的影响，2019 年电网板块营收和归母净利润分别同比增长 5.5%和降低 9.3%。

图 51：2014-2019 年电网板块营业收入（亿元）


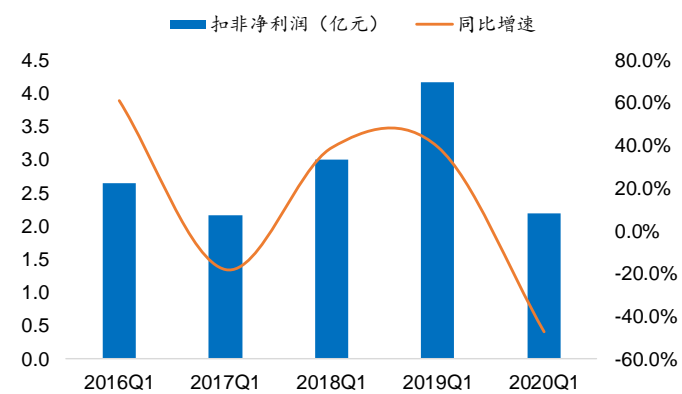
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 52：2015-2020Q1 电网板块营业收入（亿元）


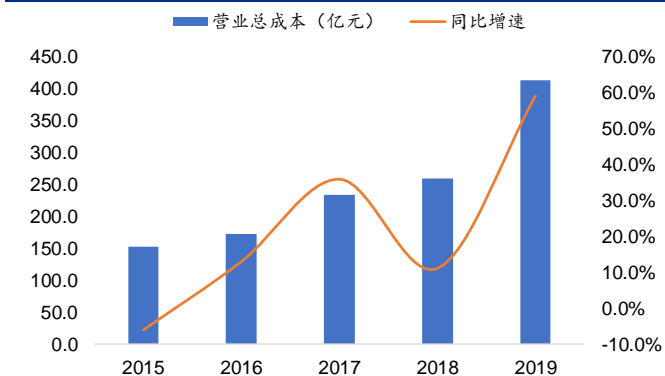
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 53：2015-2019 年电网板块扣非归母净利润（亿元）


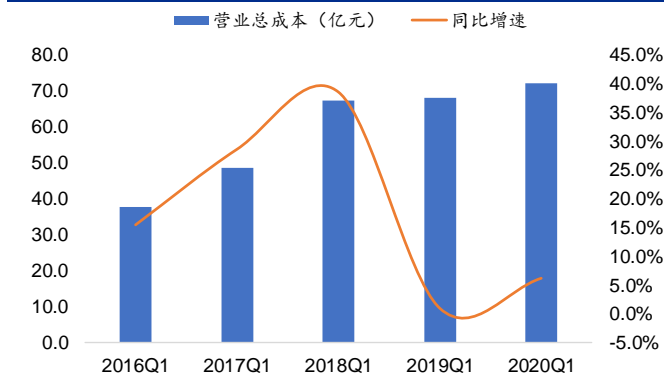
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 54：2016-2020Q1 电网板块扣非后归母净利润（亿元）


资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 55：2015-2019 年电网板块营业总成本（亿元）


资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 56：2015-2020Q1 电网板块营业总成本（亿元）


资料来源：Wind，安信证券研究中心

个股方面，2019 年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 264.6 亿元（121.7%）、30.1 亿元（9.8%）和 26.2 亿元（7.1%）。扣非归母净利润排名前三的企业分别是涪陵电力、文山电力、和广安爱众，扣非归母净利润分别是 3.9 亿元（20%）、3.3 亿元（11%）和 2.1 亿元（-8.2%）。

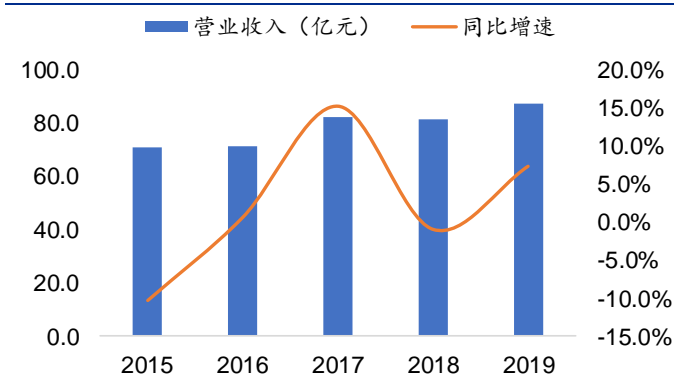
表 6：电网板块公司经营业绩

上市公司	代码	2019				2020Q1				年初至今涨跌幅
		营业收入	同比增长	扣非归母净利润	同比增长	营业收入	同比增长	扣非归母净利润	同比增长	
桂东电力	600310.SH	264.6	121.7%	-0.4	45.0%	39.2	17.9%	-0.5	-383.9%	-13.7%
郴电国际	600969.SH	30.1	9.8%	0.4	9.2%	7.1	-8.3%	0.1	-41.7%	-8.0%
涪陵电力	600452.SH	26.2	7.1%	3.9	19.8%	6.1	-0.3%	1.1	9.7%	3.1%
文山电力	600995.SH	23.2	14.5%	3.3	11.0%	4.5	-19.3%	0.9	-46.7%	-0.9%
乐山电力	600644.SH	22.2	2.4%	0.6	100.4%	5.1	-1.4%	0.2	19.9%	-10.5%
广安爱众	600979.SH	22.2	1.9%	2.1	-8.2%	5.1	-7.7%	0.1	-69.0%	-6.2%
明星电力	600101.SH	16.1	0.5%	1.0	17.0%	3.6	-16.3%	0.2	-25.2%	-15.3%
三峡水利	600116.SH	13.1	0.7%	0.8	-39.6%	2.1	-21.7%	0.1	-34.9%	7.2%
西昌电力	600505.SH	9.5	0.3%	0.4	-33.4%	2.1	-6.4%	-0.1	-472.0%	4.4%

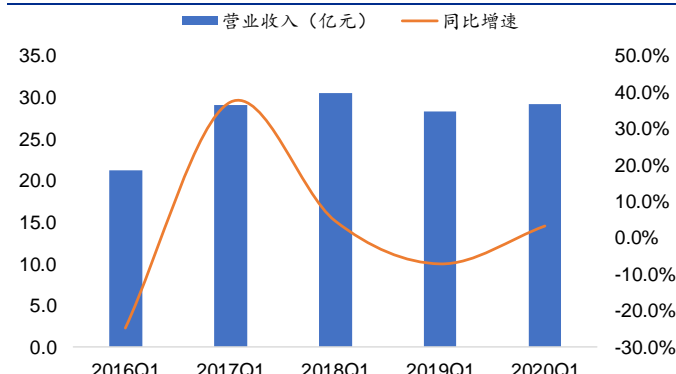
资料来源：Wind，安信证券研究中心

3.5. 供热板块：2019 年扣非归母净利润增长 182%

2019 年，供热板块（5 家公司）实现营业收入 87.4 亿元，同比增长 7.4%；实现扣非归母净利润 3 亿元，同比增长 182%。富春环保 2019 年实现总营收 41.2 亿元，同比增长 37%；扣非归母净利润 2.7 亿元，同比增长 164%。2020 年一季度，供热板块营业总收入保持平稳，实现营收 29.2 亿元，同比增长 3.2%；扣非归母净利润合计 1.9 亿元，同比降低 65%。

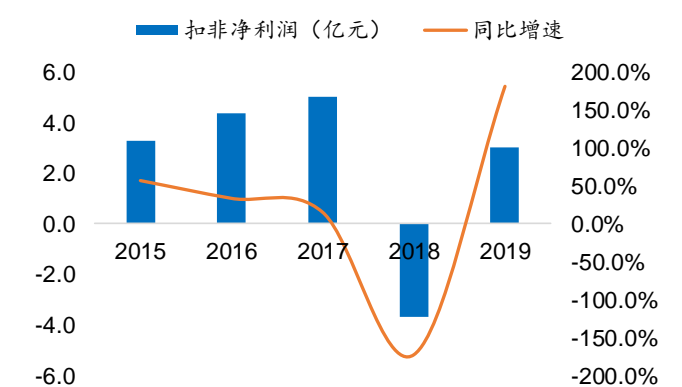
图 57：2015-2019 年供热板块营业收入（亿元）


资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 58：2016-2020Q1 供热板块营业收入（亿元）


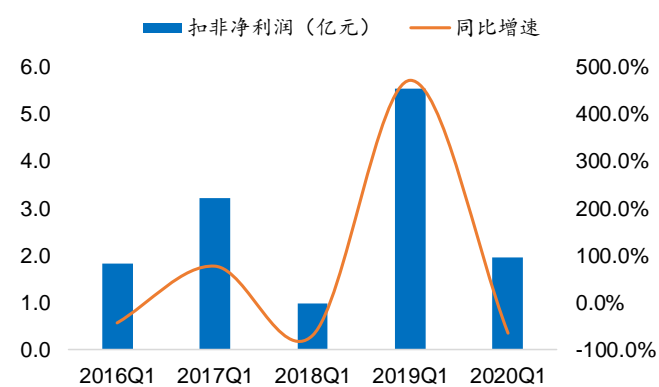
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 59：2015-2019 年供热板块扣非归母净利润（亿元）



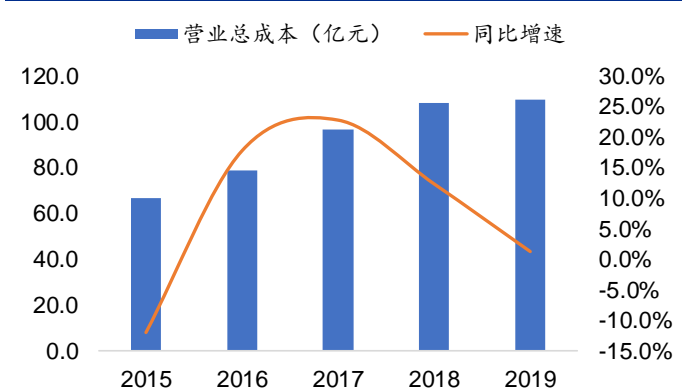
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 60：2016-2020Q1 供热板块扣非归母净利润（亿元）



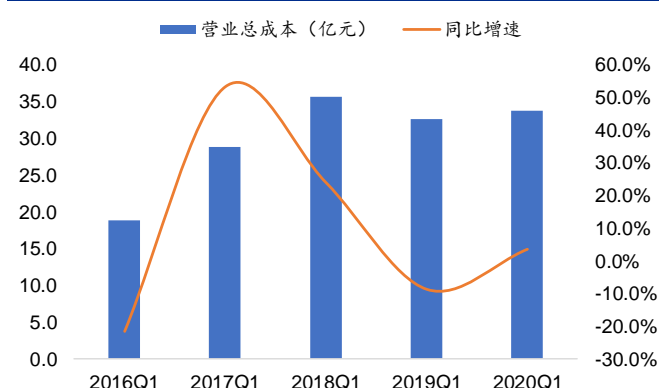
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 61：2015-2019 年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 62：2016-2020Q1 供热板块营业总成本（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

个股方面，2019 年营业收入分列前两位的企业分别是富春环保和惠天热电，营业收入为 41.2 亿元（36.7%）、18.5 亿元（-3.0%）。扣非归母净利润排名前两位的企业分别是富春环保和哈投股份，扣非归母净利润分别是 2.7 亿元（164%）和 1.9 亿元（172%）。

表 7：供热及其他板块公司经营业绩

上市公司	代码	2019				2020Q1				年初至今涨跌幅
		营业收入	同比增长	扣非归母净利润	同比增长	营业收入	同比增长	扣非归母净利润	同比增长	
富春环保	002479.SZ	41.2	36.7%	2.7	164.4%	7.6	6.6%	0.2	-52.3%	-18.3%
惠天热电	000692.SZ	18.5	-3.0%	-2.0	3.0%	10.2	4.7%	-0.8	36.3%	-12.2%
哈投股份	600864.SH	12.7	5.5%	1.9	171.9%	5.2	8.3%	1.4	-69.4%	-24.2%
华通热力	002893.SZ	9.2	-4.8%	0.4	7.2%	5.8	3.4%	1.2	9.3%	-11.9%
滨海能源	000695.SZ	5.8	-44.6%	0.1	130.8%	0.5	-57.2%	-0.1	-1021%	-6.9%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

4. 投资策略：公用事业将迎来业绩改善机遇，关注板块龙头

4.1. 二季度看好高分红高股息率的火电及水电龙头

火电板块。预计二季度业绩高增长，建议重点关注龙头【华电国际】、【华能国际】、【皖能电力】和【内蒙华电】。考虑到我国当前疫情防控取得阶段性成果以及我国经济长期稳中向好的基本面并未改变，加之下一步有望出台更大力度的对冲政策，前期被抑制的经济活动将会得到释放和回补，经济运行大概率稳中向好。用电量方面，预计二季度及下半年全

社会用电量增速将明显回升，预计全年增速在 2-3% 之间。煤炭方面，中长期来看，随着煤炭产能的陆续释放，未来两年煤价中枢有望持续稳定在绿色合理区间，但阶段性低于 500 元成为可能。一季度火电板块发电量承压，但煤价下行有效抵消了电量下降带来的负面影响，板块（剔除国电电力）盈利与去年同期基本持平。二季度煤价同比大幅下行，考虑到用电量增速由负转正，火电板块二季度盈利有望实现高增长。建议重点关注火电龙头【华电国际】、【华能国际】、【皖能电力】和【内蒙华电】。

水电板块。分红可观，龙头个股【长江电力】、【川投能源】即将迎来投产高峰期，配置价值凸显。受国内外疫情影响，投资者对经济走弱预期浓厚。截至 4 月底，中国 10 年期国债收益率降至 2.6%，美国 10 年期国债收益率为 0.6%，分别较年初降低 0.6% 和 1.2%。在全球降息周期推动利率不断下行的趋势下，拥有固定收益的类债券资产价值凸显。同时，在国家电网新领导上任、十三五收官之年，特高压成为新基建的重要抓手，预计今年国家电网特高压投资有望超预期，直接利好外送水电。看好高股息和装机有成长的大水电板块，建议重点关注【长江电力】、【川投能源】。

其他电力板块。核电板块增长稳健，估值偏低，电网板块有望受益于电改，建议重点关注【中国核电】、【三峡水利】、【涪陵电力】。两家核电上市公司（中国核电、中国广核）近两年均有机组陆续投产，加之核电上网电价受电力市场化的冲击较小，机组利用小时数稳定，预计盈利稳中有升。中国核电的三门 2 号机组顺利重启，有望在 2020 年贡献业绩增量。同时，折旧政策调整和新机组投产，也将在 2020 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【三峡水利】和国家电网旗下【涪陵电力】。

4.2. 国际油价下行利好现货价结算的 LNG 接收站，建议关注深圳燃气

燃气板块。国际油价下行利好现货价结算的 LNG 接收站，建议重点关注【深圳燃气】。由于受突发性公共卫生事件影响，中国减少海外进口气。应中方要求，2020 年 2-3 月，哈萨克斯坦对中国天然气供应量将减少 20%-25%。全年从哈萨克斯坦进口气量与上年基本持平。今年 2 月初，中海油便因“不可抗力条款”已暂停与至少三家供应商的 LNG 采购合同。随着全球防疫形势的日益严峻，继中海油之后，中石油也宣布取消天然气进口。此次中石油将按比例削减各大供应商的天然气供应量，其中部分船货交易或推迟到三季度。中国作为亚太地区重要的天然气进口国，暂停进口或进一步加剧海外天然气供过于求的状况。近日，美国 LNG 运抵中国，有望进一步扩大进口气源。根据 2020 年 1 月达成的中美经济贸易协议，未来两年美国对中国出口的 LNG 货物，分别价值 185 亿元、339 亿元。2 月 18 日，国务院宣布，根据相关中国境内企业的申请，对符合条件、按市场化和商业化原则自美采购的进口商品，在一定期限内不再加征中国对美国 301 措施反制关税，其中包括原油和 LNG。虽然目前中国的 LNG 进口量已经得到恢复，而日本、韩国和印度仍因公共卫生事件，进出口受到较大影响，三个国家 LNG 进口量大幅减少，造成目前亚太地区 LNG 现货到岸价持续走低。近来全球 LNG 供大于求的情况，已经导致天然气价格跌至多年来的最低水平，天然气价格或将在未来一段时间继续受到压制，直接利好有 LNG 进口终端的城燃公司，建议重点关注【深圳燃气】。国家管网公司有望于今年取得积极进展，直接影响产业链上下游的议价能力和竞争格局，利好天然气产业链发展。看好拥有气源优势的企业，建议重点关注收购亚美能源的【新天然气】和低估值高分红的【百川能源】。

5. 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。

■ 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、马丁声明, 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
	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
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	张杨	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
深圳联系人	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	杨萍	0755-82544825	yangping1@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