2016.02.17

公用事业股投资价值渐浮现

	王威（分析师）	车玺（分析师）	王锐（研究助理）
	021-38676694	010-59312829	010-59312759
	wangw@gtjas.com	chexi@gtjas.com	wangrui013946@gtjas.com
证书编号	S0880511010024	S0880515020003	S0880114110036

评级： 增持

上次评级： 增持

细分行业评级

电力	增持
其他公用事业	增持

本报告导读：

电力及燃气股估值跌进历史低点；龙头电企股息率超 5%，长电有承诺确定性更强；天然气定价机制改革可关注，燃气分销环节盈利弹性增强；维持行业“增持”评级。

摘要：

- **结论：**多家电力公司估值近历史低点，龙头电企股息率超 5%，火电行业 2016 年盈利能力面临考验，水电正面因素集聚，分红更有保障；燃气公司股价接近 2014 年中行情起点，重点公司 2015 年动态 PE 降至 20 倍以下。天然气定价机制改革 2016 年可关注，燃气公司盈利弹性将增强。维持行业“增持”评级，主推低估值、高股息率、受益改革个股，华能国际、国电电力、国投电力、宝新能源等，相关受益标的还包括：长江电力、内蒙华电、华电国际、国新能源、陕天然气等。
- **多家电力公司估值近历史低点，燃气公司股价接近 2014 年中行情起点。**截至 2 月 16 日收盘，华能国际、华电国际 2015 动态 PE 降至 6 倍，国电电力、国投电力、川投能源、皖能电力等公司也已在 10 倍之下。燃气公司除 2014 年上市的重庆燃气，其余公司股价已接近 2014 年中行情起点，陕天然气、国新能源 2015 动态 PE 降至 20 倍以下。
- **龙头电企股息率超 5%，长电有承诺确定性更强。**参考 2014 年度实际分红及 2 月 16 日收盘价，4 家电企股息率超 5%：华能国际 5.51%、内蒙华电 5.39%、华电国际 5.24%、国电电力 5.02%，此外，长江电力 2016-2020 年承诺每年现金分红 0.65 元/股，依此计算股息率已达 5.31%。因火电行业 2015 年盈利已至历史高点，往后盈利存下滑隐患，现金分红难免下滑，相对来看水电企业分红更有保障。
- **火电行业 2016 年盈利能力面临考验，水电正面因素集聚。**2016 年初火电上网电价下调 3 分/千瓦时，尽管部分压力可向上游传导，但度电盈利空间难免缩窄；2015 年新增装机容量维持高位且电源投资同比增加，面对微弱的需求增长，利用小时继续下滑；电改逐步推行火电也将面临竞争的阵痛。水电行业 2016 年有望来水同比增加，此前降息的滞后影响也将在 2016 年财务费用中体现，电改也有望在中长期促使水电价格提升，水电行业竞争优势逐步显现。
- **天然气定价机制改革可关注，燃气公司盈利弹性将增强。**放开天然气竞争环节价格在 2015 年中共中央关于制定十三五规划的建议中被提及，我们认为气价改革有望继电改之后推出。2015 年在政府定价框架内实现了存量气和增量气价格并轨，为定价机制改革创造良好基础。伴随可比能源价格持续下跌，国内气价尚有下降空间，气价下降刺激需求增加燃气公司供气量，但我们更看好气价改革后燃气公司盈利弹性增强，未来燃气公司的管网业务将享有相对固定的收益，而轻资产的分销业务盈利弹性将显著增强，因成本端价格敏感度强于销售端，特别是在气价下行的趋势中，燃气公司将受益于气价改革。

相关报告

公用事业：《生态大数据事业开启，山西电改试点获批》 2016.02.15

环保：《投资更有后劲的环保细分领域》 2016.02.14

公用事业：《危废市场监管趋严 多家电力公司股息率已超 5%》 2016.02.01

公用事业：《电力环保、碳排放权交易有条不紊进行中》 2016.01.24

公用事业：《全国环境大会召开 2015 年全社会用电量增长 0.5%》 2016.01.17

表 1：多家电力公司估值近历史低点，龙头电企股息率超 5%

公司	股价（元）	EPS（元）			每股净资产（元）	区间涨跌幅（2014.07.01-2016.02.16）	PE			PB	2014 现金分红（元/股）	2014 股息率
		2015E	2016E	2017E			2015E	2016E	2017E			
天富能源	7.32	0.41	0.48	0.60	5.07	-4.70%	18	15	12	1.44	0.12	1.58%
西昌电力	8.08				2.66	-2.36%				3.04	0.03	0.37%
银星能源	6.31				3.08	-2.32%				2.05	0.00	0.00%
*ST 乐电	7.74				1.77	6.17%				4.38	0.00	0.00%
金山股份	4.88				2.47	8.24%				1.98	0.10	2.05%
闽东电力	7.97	0.19	0.22	0.26	4.13	16.94%	41	37	31	1.93	0.00	0.00%
大唐发电	4.10	0.35	0.40	0.41	3.44	21.17%	12	10	10	1.19	0.13	3.17%
郴电国际	14.73	0.63	0.74	0.85	10.13	22.23%	23	20	17	1.45	0.12	0.84%
国投电力	6.27	0.86	0.88	0.99	3.78	25.34%	7	7	6	1.66	0.29	4.60%
红阳能源	9.02				1.64	25.39%				5.51	0.02	0.22%
浙能电力	5.54	0.58	0.65	0.49	3.97	25.50%	10	9	11	1.40	0.25	4.51%
通宝能源	5.25	0.36	0.48	0.53	3.90	26.92%	15	11	10	1.35	0.15	2.86%
明星电力	10.09				5.84	29.77%				1.73	0.05	0.50%
广安爱众	6.00	0.25	0.31	0.37	2.14	31.29%	24	19	16	2.81	0.00	0.00%
华能国际	6.90	1.07	1.07	1.17	5.17	34.12%	6	6	6	1.33	0.38	5.51%
川投能源	8.01	0.87	0.92	0.90	3.98	38.61%	9	9	9	2.01	0.30	3.75%
哈投股份	11.78				5.98	42.03%				1.97	0.25	2.12%
国电电力	2.99	0.34	0.36	0.41	2.60	42.10%	9	8	7	1.15	0.15	5.02%
穗恒运 A	8.86				5.02	43.04%				1.76	0.22	2.48%
联美控股	15.06				5.34	43.67%				2.82	0.00	0.00%
申能股份	5.84	0.61	0.63	0.56	5.15	44.85%	10	9	10	1.13	0.20	3.42%
宁波热电	7.54				3.16	47.06%				2.39	0.06	0.82%
中国核电	7.19	0.27	0.30	0.36	2.40	47.34%	27	24	20	3.00	0.00	0.00%
内蒙华电	3.34				1.82	47.89%				1.84	0.18	5.39%
豫能控股	9.76				4.40	48.10%				2.22	0.00	0.00%
惠天热电	5.24				2.34	48.44%				2.24	0.00	0.00%
甘肃电投	10.16	0.25	0.28	0.31	5.14	48.79%	41	37	33	1.98	0.06	0.54%
建投能源	8.25				5.74	49.91%				1.44	0.25	3.03%
粤电力 A	5.64	0.64	0.68	0.69	4.40	51.51%	9	8	8	1.28	0.20	3.55%
东方市场	4.57				2.63	58.79%				1.74	0.05	1.09%
漳泽电力	4.54				2.65	65.69%				1.71	0.00	0.00%
皖能电力	6.13	0.75	0.82	0.95	8.00	67.62%	8	7	6	0.77	0.18	2.94%
长源电力	10.76	1.36	1.46	1.51	5.52	68.65%	8	7	7	1.95	0.00	0.00%
华电国际	5.15	0.79	0.80	0.75	4.14	72.24%	6	6	7	1.24	0.27	5.24%
华电能源	4.72				1.70	73.53%				2.77	0.00	0.00%
湖北能源	4.53	0.31	0.38	0.54	2.98	76.47%	15	12	8	1.52	0.05	1.19%
赣能股份	8.49	0.56	0.59	0.63	3.84	78.65%	15	15	13	2.21	0.10	1.18%
岷江水电	6.92				1.79	80.80%				3.87	0.05	0.72%
广州发展	8.41	0.47	0.53	0.60	5.29	80.82%	18	16	14	1.59	0.18	2.14%
大连热电	6.06				3.47	83.02%				1.74	0.03	0.54%

宝新能源	7.26	0.46	0.43	0.48	2.77	83.84%	16	17	15	2.63	0.30	4.13%
文山电力	8.66	0.26	0.29	0.30	3.10	84.65%	33	30	29	2.79	0.07	0.76%
深圳能源	7.00	0.52	0.57	0.60	5.26	88.36%	13	12	12	1.33	0.20	2.86%
福能股份	12.26	0.67	0.77	0.90	4.94	94.11%	18	16	14	2.48	0.20	1.63%
黔源电力	16.42	1.04	1.10	1.17	6.73	97.44%	16	15	14	2.44	0.40	2.44%
京能电力	6.07				3.31	100.67%				1.83	0.20	3.29%
滨海能源	16.92				1.38	101.67%				12.25	0.00	0.00%
韶能股份	8.27	0.28	0.31	0.39	3.62	105.04%	30	27	21	2.29	0.10	1.21%
湖南发展	13.46	0.34	0.38	0.43	5.52	105.50%	40	36	32	2.44	0.00	0.00%
华银电力	6.23				2.16	105.61%				2.89	0.00	0.00%
桂冠电力	5.70	0.32	0.39	0.47	1.95	110.18%	18	15	12	2.92	0.13	2.28%
长江电力	12.24	0.72	0.82	0.84	5.37	111.42%	17	15	15	2.28	0.38	3.10%
桂东电力	6.55	0.44	0.09	0.55	2.70	114.00%	15	71	12	2.43	0.28	4.27%
吉电股份	6.38				2.60	126.24%				2.46	0.00	0.00%
东方能源	15.10	0.77	1.18	1.65	2.20	136.68%	20	13	9	6.85	0.00	0.00%
深南电 A	9.90				1.99	140.29%				4.98	0.00	0.00%
上海电力	10.31	0.77	0.89	0.89	4.52	149.17%	13	12	12	2.28	0.25	2.42%
三峡水利	23.71	0.73	0.82	1.00	6.55	155.37%	33	29	24	3.62	0.15	0.63%
梅雁吉祥	5.79				1.12	157.33%				5.17	0.00	0.00%
新能泰山	6.77				1.08	191.81%				6.25	0.00	0.00%
节能风电	10.64				1.83	241.59%				5.81	0.05	0.43%
涪陵电力	32.89				4.17	249.42%				7.89	0.20	0.61%

数据来源：Wind，国泰君安证券研究（注：股价对应 2016.02.16 收盘价，盈利预测来自 Wind 一致预期，每股净资产取自 2015 年三季报数据）

表 2：燃气公司股价接近 2014 年中行情起点（重庆燃气 2014 年上市除外）

公司	股价（元）	EPS（元）			每股净资产（元）	区间涨跌幅（2014.07.01-2016.02.16）	PE			PB	2014 现金分红（元/股）	2014 股息率
		2015E	2016E	2017E			2015E	2016E	2017E			
金鸿能源	15.29	0.72	0.92	1.20	8.52	-10.53%	21	17	13	1.79	0.20	1.31%
长春燃气	6.68				3.61	-2.95%				1.85	0.00	0.00%
陕天然气	9.34				4.31	3.62%				2.17	0.15	1.61%
新疆浩源	12.66				1.93	7.76%				6.55	0.08	0.63%
国新能源	12.00	0.60	0.84	1.19	2.43	15.93%	20	14	10	4.94	0.00	0.00%
深圳燃气	8.10	0.33	0.38	0.48	3.21	22.62%	25	21	17	2.52	0.14	1.77%
重庆燃气	9.62	0.27	0.32	0.38	2.18	107.10%	36	30	25	4.42	0.13	1.35%

数据来源：Wind，国泰君安证券研究（注：股价对应 2016.02.16 收盘价，盈利预测来自 Wind 一致预期，每股净资产取自 2015 年三季报数据）

表 3：主要推荐及受益公司盈利预测与估值评级

公司	股价（元）	EPS（元）			PE			评级
		2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	
华能国际	6.90	1.07	1.17	1.17	6	6	6	增持
国电电力	2.99	0.34	0.41	0.41	9	7	7	增持
国投电力	6.27	0.86	0.99	0.99	7	6	6	增持

宝新能源	7.26	0.46	0.48	0.48	16	15	15	增持
长江电力	12.24	0.72	0.84	0.84	17	15	15	
内蒙华电	3.34							
华电国际	5.15	0.79	0.75	0.75	6	7	7	
国新能源	12.00	0.60	1.19	1.19	20	10	10	
陕天然气	9.34							

数据来源：Wind，国泰君安证券研究（注：股价对应 2016.02.16 收盘价，盈利预测来自 Wind 一致预期）

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	（021）38676666	（0755）23976888	（010）59312799

E-mail：gtjaresearch@gtjas.com