

证券研究报告

2018年5月30日

2018年中期投资策略研讨会

电力攻守道

行业评级：增持

姓名：周妍（分析师）

邮箱：zhouyan016534@gtjas.com

电话：010-59312768

证书编号：S0880518020003

姓名：伍永刚（分析师）

邮箱：wuyonggang@gtjas.com

电话：021-38676525

证书编号：S0880511010004



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

投资要点（行业评级：增持）

推荐电力板块：火电处于大周期的底部，有望受益于盈利、估值双重修复；水电防御性凸显；核电政策转向积极，审批重启可期。推荐H股大火电、A股大火电、大水电以及中国核电。

01

机构持仓比例处于历史低位

- 公用事业板块、电力板块：2018年1季度持仓比例为1.94%、2.03%，均为近一年来的最低点，远低于2005年以来的历史平均值（6.18%、6.39%）

02

火电处于大周期的底部，向上趋势确定性强

- 火电业绩拐点已至，盈利能力有望触底回升：作为关键因素的煤价，短期看以波动为主，中长期看有望回归合理区间
- 部分优质港股火电标的估值处于历史低点
- 火电板块有望受益于盈利能力、估值双重修复，空间看30-50%

03

水电的防御性凸显

- 水电板块及个股防御能力极强，堪比食品饮料和银行。
- 推荐盈利稳定+高分红大水电股

04

核电政策转向积极，审批重启可期

- 核电审批重启可期，核电发展空间广阔
- 推荐中国核电

目录 / CONTENTS

01 机构配置比例仍在低位

02 火电业绩拐点已至

03 水电防御特性凸显

04 核电政策转向积极

05 投资建议

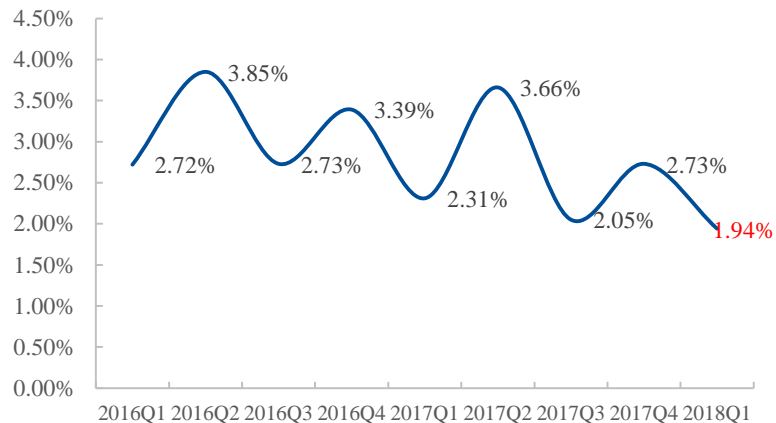
01

行业判断之一：机构持仓比例位于历史低位

机构配置比例仍在低位

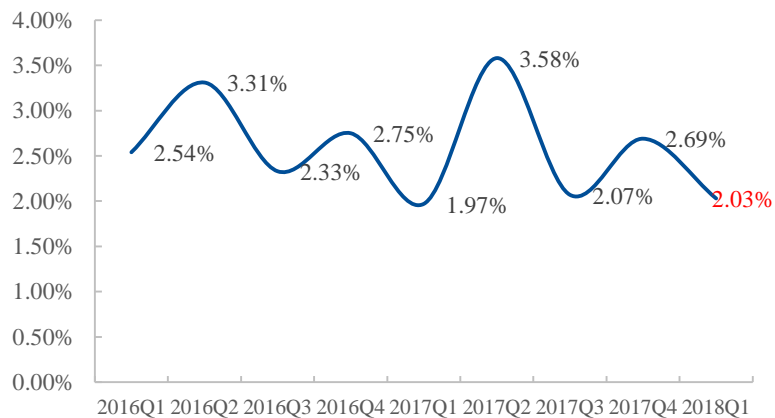
- **目前机构对公用事业明显低配**
 - 对于一级行业-公用事业，2004年以来的历史平均值（6.18%），现配置比例为1.94%，创最近两年来新低。
- **目前机构对电力行业同样低配**
 - 对于二级行业-电力，2004年以来的历史中位数（6.39%），现在配置比例为2.03%，创最近一年来新低。

公用事业板块比重处于历史低位



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

电力板块比重处于历史低位



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

目录 / CONTENTS

01 机构配置比例仍在低位

02 火电业绩拐点已至

03 水电防御特性凸显

04 核电政策转向积极

05 投资建议

02

行业判断之二：火电业绩拐点已至

火电处于大周期起点

- 影响电力的三要素：**电价、煤价、供需**。通过我们的模型测算发现：需求和电价对于电力企业盈利能力的影响弱于煤价。



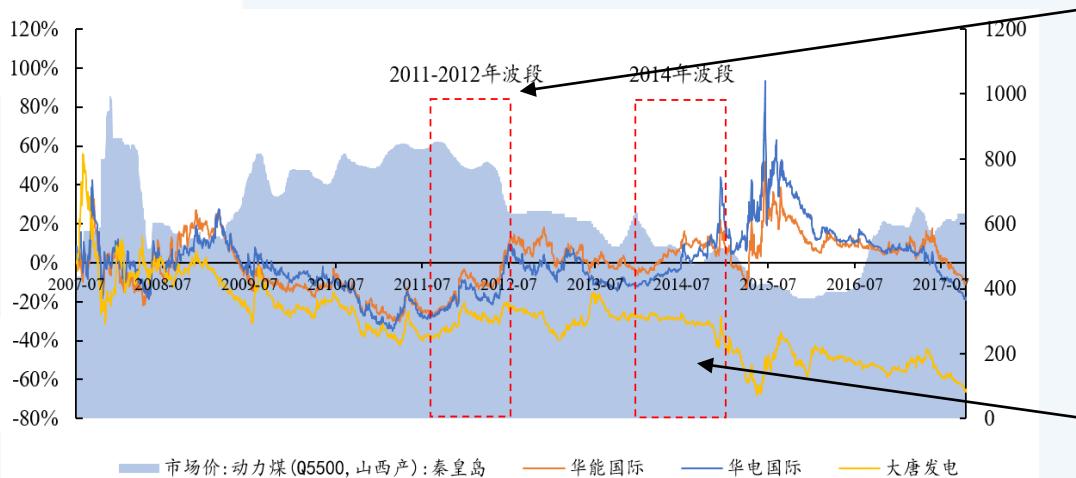
煤价 > 电价 & 供需

2.1 三要素之一-煤价：煤价趋势性下跌时，火电体现攻击性

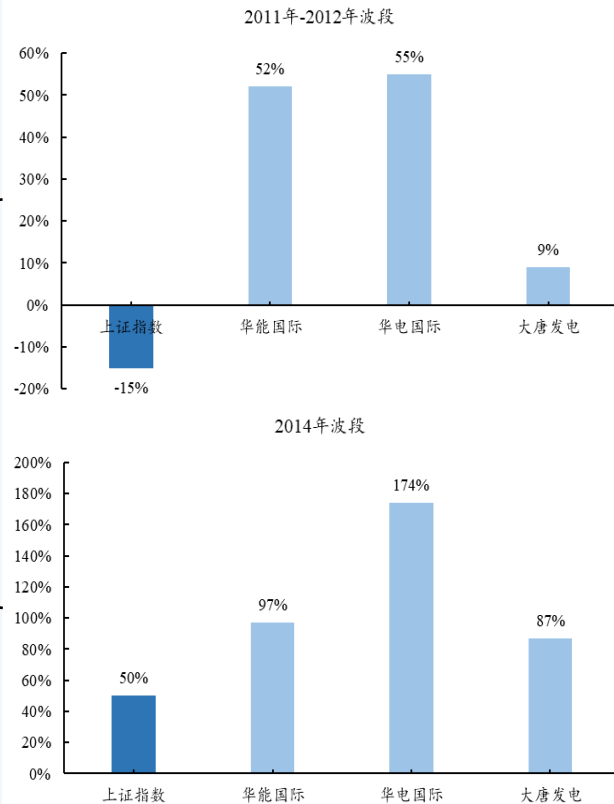
火电处于大周期起点

- 煤价、火电超额收益率呈现显著的反向关系。

代表性A股火电公司在两个波段凸显攻击性



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

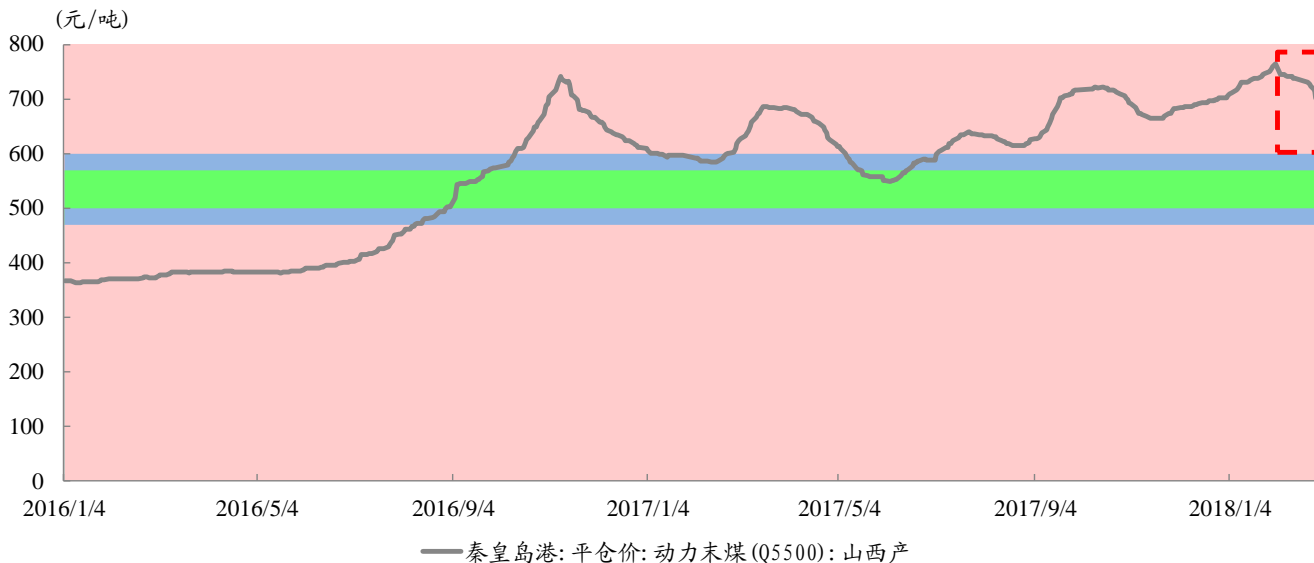


2.1 三要素之一-煤价：煤价有望逐步恢复合理区间

火电处于大周期起点

- **短期看**：2月份以来煤炭跌幅显著，现货煤价（以秦皇岛动力末煤Q5500K为例）已经下跌15%
- **中长期看（1-3年）**：政府调控+产能释放，煤价有望回归合理区间，使得火电具备一定攻击性

2016年1月以来动力煤价格走势及价格区域



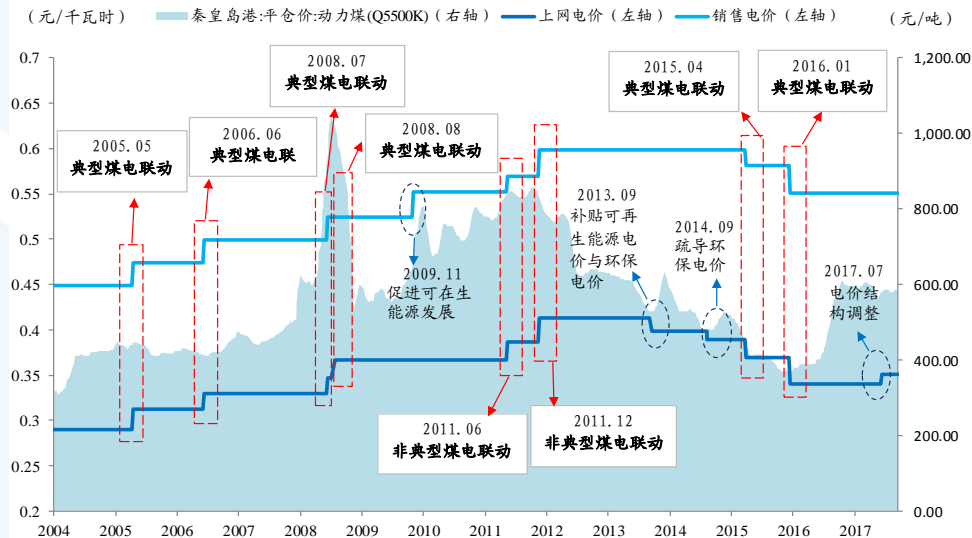
数据来源：发改委，Wind，国泰君安证券研究

2.2

三要素之二-电价：上升空间有限

火电处于大周期起点

- 我国经济正处于“新常态”的大背景，煤电联动大概率不达预期，但仍有上升空间，预计上调0.5-1分。
 - 国家大力推行“三去一降一补”，“降成本”包括通过电力体制改革等，降低企业的电力成本。
 - 2018年1月3日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，其中特别提出了“大力推动降电价”。
 - 2018年政府工作报告提出，“要降低电网环节收费和输配电价格，一般工商业电价平均降低10%。”



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

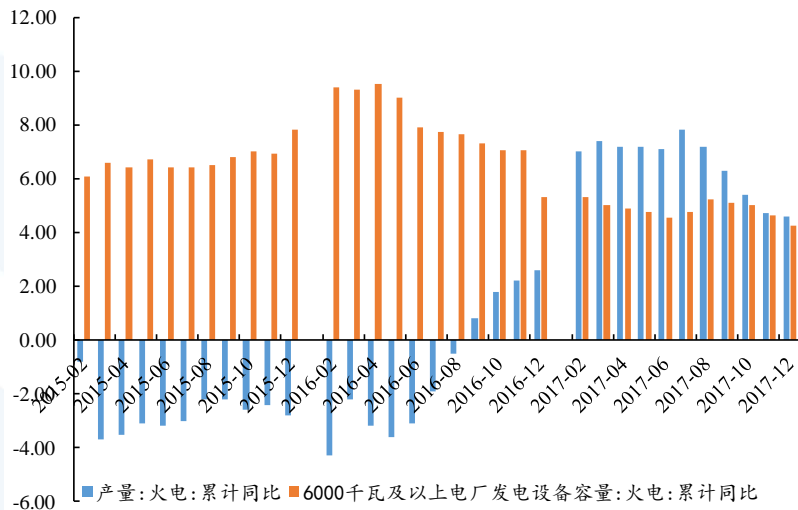
2.3

三要素之三-供需：利用小时数有望缓慢回升

火电处于大周期起点

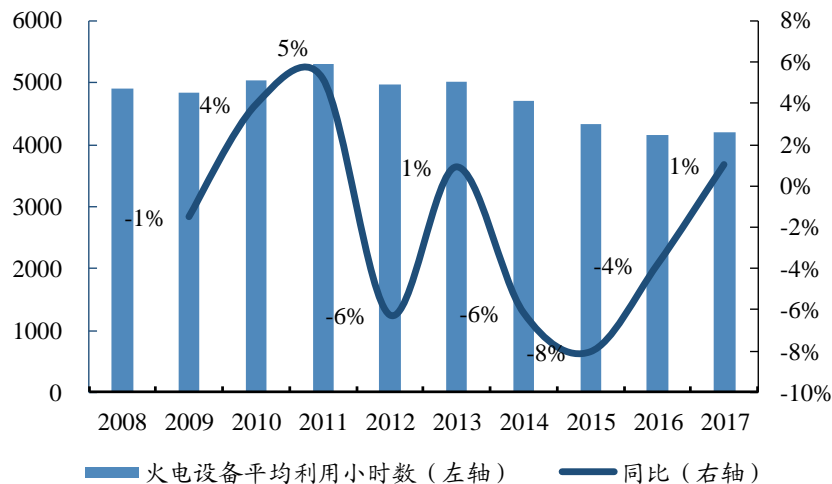
- **需求端**：2017年高增速，2018年有望维持高增速，中电联预期5.5%
- **供给端**：煤电去产能大刀阔斧，2017年火电装机增速下降显著，预计2018年装机增速为4%甚至更低
- **利用小时数**：继2016年创1965年新低以来，2017年开始回升，预计2018年持平或继续回升

火电发电量增速，火电装机容量增速



数据来源：wind，国泰君安证券研究

2017年火电设备利用小时数回升



2.4

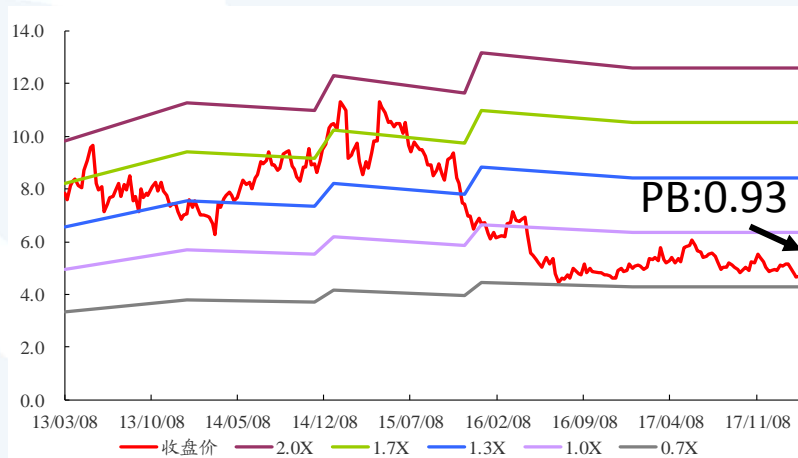
火电攻击性初现：业绩修复+低估值+高分红

火电处于大周期起点

● 低估值、高分红港股火电受益。

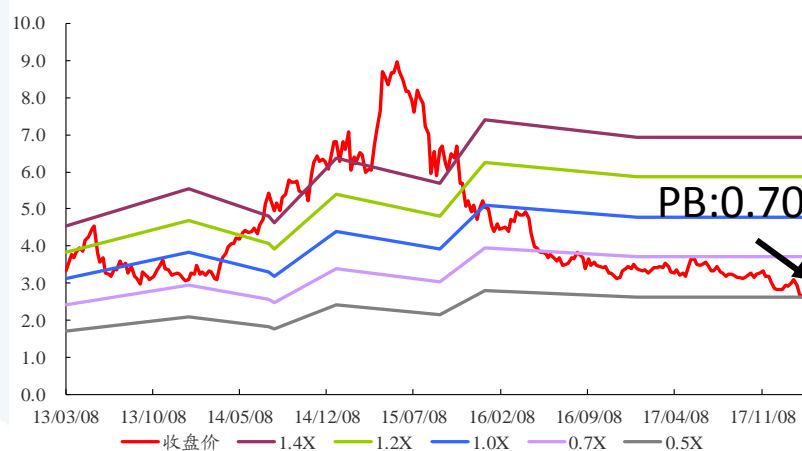
(1) 港股火电估值处于历史低点。港股火电板块中华能国际电力股份(0902.HK)、华电国际电力股份(1071.HK)、大唐发电(0991.HK)均为资产优质的上市公司,且标的估值处于历史低点(PB分别为0.93、0.70、0.71倍)。根据历史经验,ROE10%对应的估值水平应在PB 1倍的水平。

华能国际电力股份



数据来源：wind，国泰君安证券研究

华电国际电力股份



火电处于大周期起点

(2) 分红率高，类债属性凸显

假设	上网电价上调幅度(分/千瓦时)	入炉煤价(5500K)下跌幅度(元/吨)
保守	0	25
乐观	0.5	50
激进	0.5	100

代码	简称	最新股价	保守			乐观			激进		
			EPS	PE	股息率	EPS	PE	股息率	EPS	PE	股息率
0902.HK	华能国际电力股份	4.77	0.43	11.1	6.3%	0.58	8.3	8.5%	0.79	6.0	11.6%
1071.HK	华电国际电力股份	2.96	0.35	8.5	3.2%	0.45	6.6	4.1%	0.59	5.0	5.3%
0991.HK	大唐发电	2.16	0.15	14.4	4.9%	0.20	11.0	6.4%	0.26	8.2	8.6%
600011.SH	华能国际	6.89	0.43	16.0	4.3%	0.58	12.0	5.8%	0.79	8.7	8.0%
600027.SH	华电国际	4.26	0.35	12.2	2.2%	0.45	9.5	2.8%	0.59	7.2	3.7%
601991.SH	大唐发电	3.46	0.15	23.1	3.0%	0.20	17.6	4.0%	0.26	13.2	5.3%

数据来源：Wind，国泰君安证券研究（注：除华能国际股息率按70%分红比例计算，其余公司均采用近三年分红数据进行测算）

目录 / CONTENTS

01 机构配置比例仍在低位

02 火电业绩拐点已至

03 水电防御特性凸显

04 核电政策转向积极

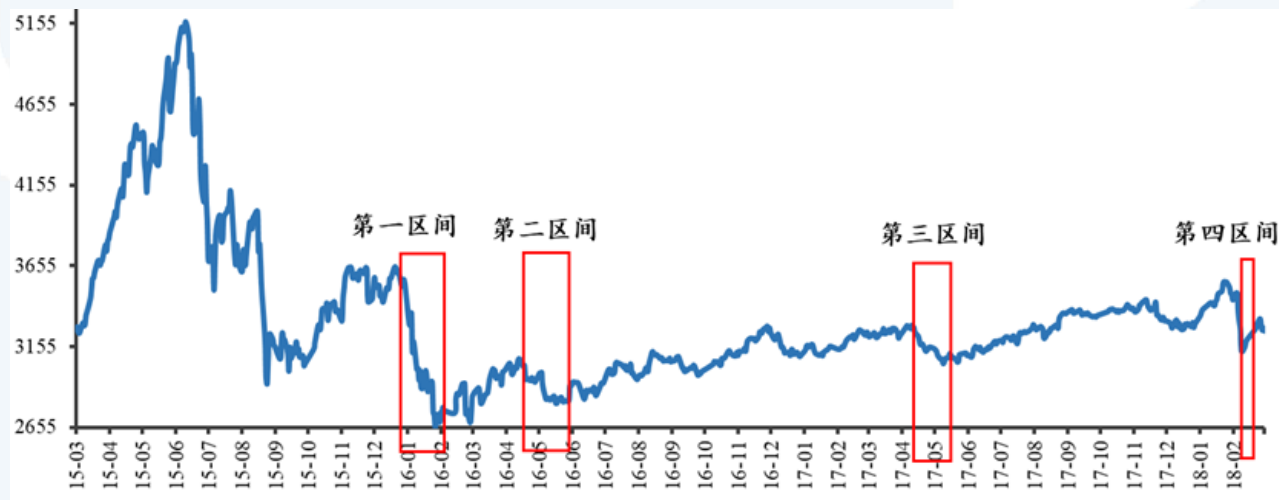
05 投资建议

3.1

行业判断之三：水电防御能力强

水电防御性凸显

- **判断方法一**：选取过去24个月中上证综指跌幅较大的四个区间作为考察区间，观察其市场不好情况下的股票跌幅。
- **判断方法二**：Beta值-一般而言防御性强的行业贝塔值较小。



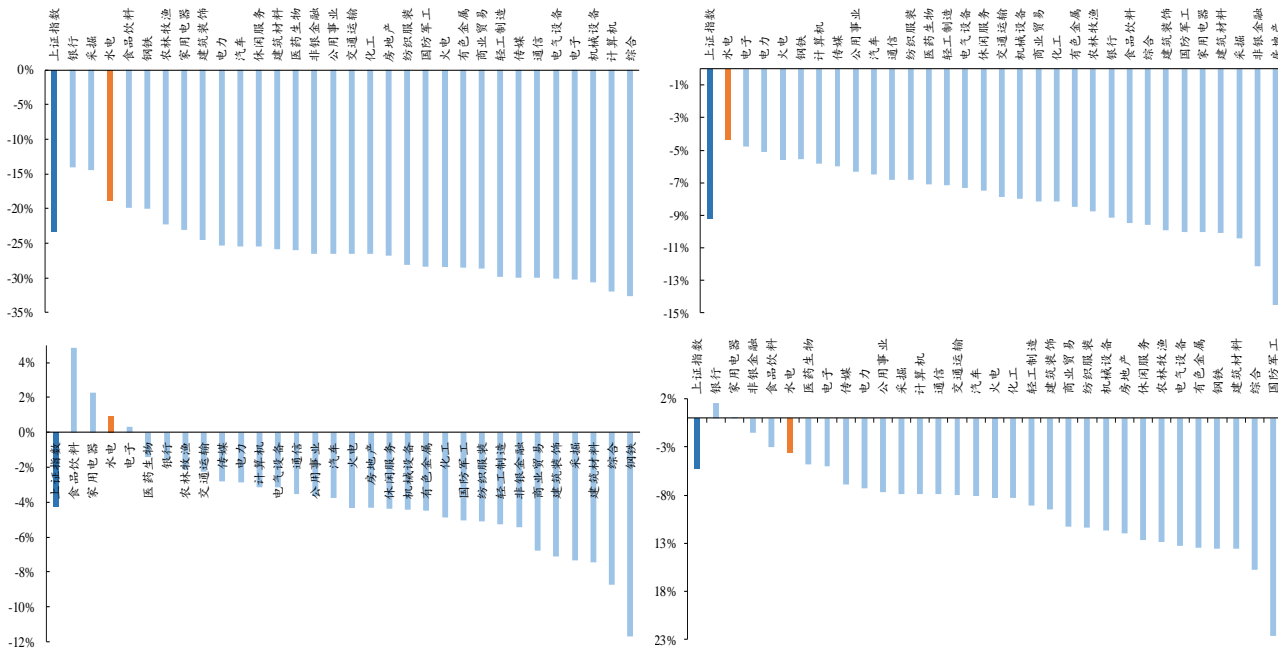
数据来源：wind，国泰君安证券研究

3.1

水电防御能力强：水电板块表现不亚于食品饮料、银行

水电防御性凸显

● 板块涨跌幅稳居前五



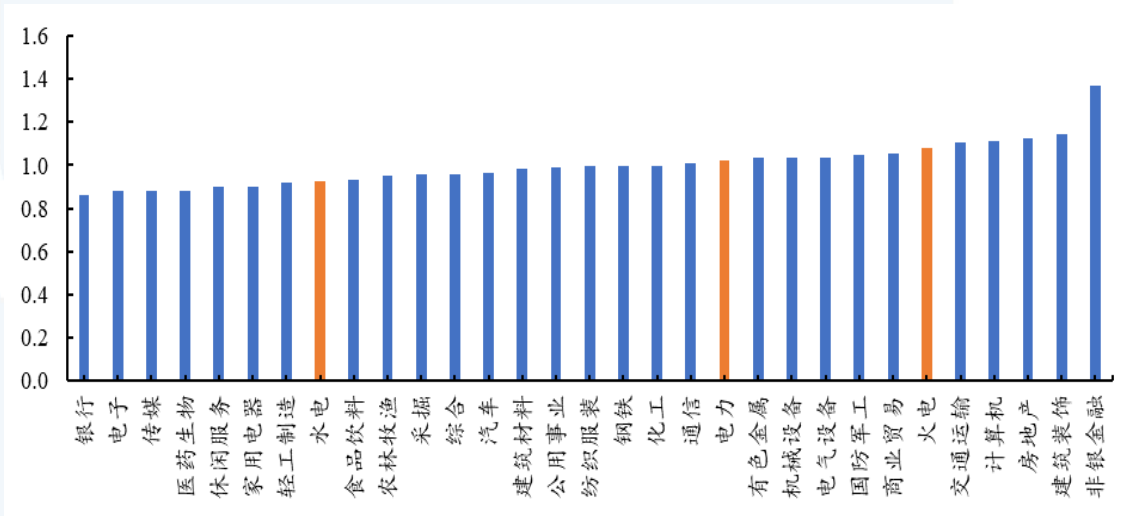
数据来源：wind，国泰君安证券研究

3.1

水电防御能力强：水电板块表现不亚于食品饮料、银行

水电防御性凸显

● 板块beta值名列前茅



水电贝塔值较低、防御性较强（60个月）

数据来源：wind，国泰君安证券研究

3.1

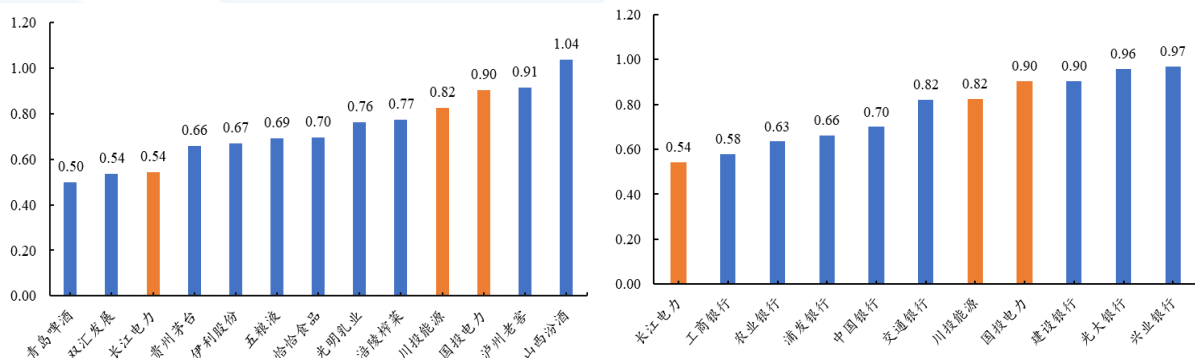
水电防御能力强：个股表现堪比伊利茅台、四大行

水电防御性凸显

- 四次下跌，水电个股抗跌表现优异：长江电力不亚于贵州茅台，川投能源可与工商银行中国银行媲美

区间涨跌	上证综指	长江电力	川投能源	工商银行	中国银行	贵州茅台	伊利股份
第一区间	-23.38%	-10.63%	-27.23%	-11.06%	-20.10%	-8.32%	-19.35%
第二区间	-4.26%	1.14%	3.85%	-1.86%	-2.69%	4.41%	10.26%
第三区间	-5.28%	3.61%	-1.37%	1.04%	-2.48%	4.47%	-0.70%
第四区间	-9.20%	-1.18%	-8.05%	-13.02%	-7.34%	-9.81%	-9.73%

- 长江电力、川投能源贝塔可与食品饮料、银行代表性公司一比高下

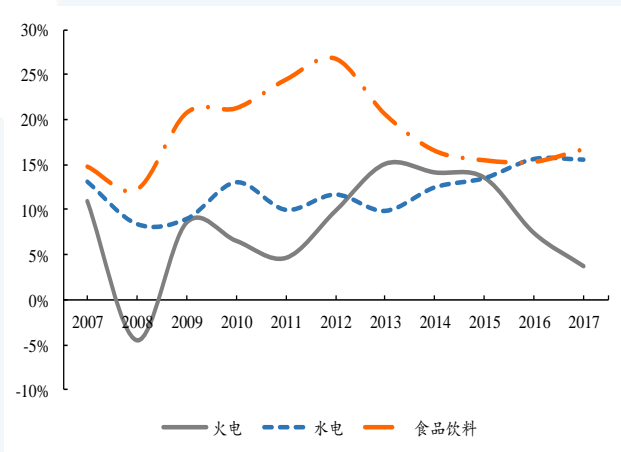


数据来源：wind，国泰君安证券研究

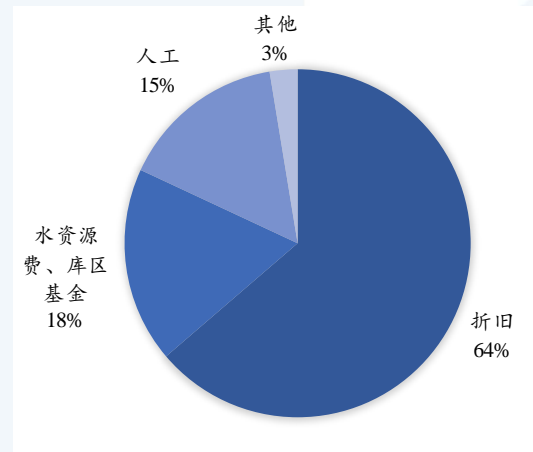
3.2 水电防御性来源于盈利稳定性

水电防御性凸显

- **水电的ROE和毛利率常年保持稳定。**比较水电、火电、食品饮料三个行业，可以发现水电ROE波动率最小，表现明显优于火电行业，甚至比传统的防御行业食品饮料都更为优异。
- **成本是决定水电盈利稳定的关键原因。**在成本端，水电折旧占比高，成本变动幅度小。



水电ROE常年较为稳定



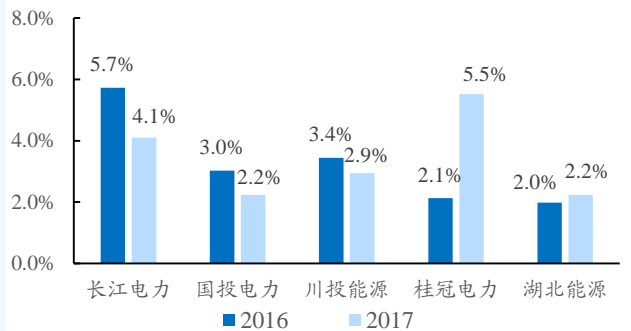
水电新旧成本占比较高 (以雅砻江水电为例)

数据来源：wind，国泰君安证券研究

3.3 投资机会二：建议配置盈利稳定+高分红水电股

水电防御性凸显

- 当前利率上行、市场波动增大，防风险需求增加，防御性凸显的大水电受益。除了防御性，从基本面、政策面看，均利好大水电。推荐川投能源，受益标的包括长江电力、国投电力。



水电中不乏高股息率股票

代码	公司	股价	EPS			PE		
			2018	2019	2020	2018	2019	2020
600900.SH	长江电力	16.60	0.98	0.98	1.03	16.9	16.9	16.2
600886.SH	国投电力	7.47	0.57	0.62	0.65	13.2	12.1	11.6
600674.SH	川投能源	9.34	0.73	0.75	0.75	12.8	12.5	12.5
600236.SH	桂冠电力	5.98	0.46	0.48	0.52	13.1	12.4	11.6
000883.SZ	湖北能源	4.47	0.40	0.44	0.48	11.2	10.1	9.3

数据来源：Wind，国泰君安证券研究（除川投能源外，其余公司盈利预测均来自于wind一致预期，股价对应2018年5月24日收盘价）

目录 / CONTENTS

01 机构配置比例仍在低位

02 火电业绩拐点已至

03 水电防御特性凸显

04 核电政策转向积极

05 投资建议

行业判断之四：核电政策转向积极

核电政策转向积极

十三五以来，核电审批处于“零核准”状态。2018年3月以来，国家对核电态度发生明显转变。

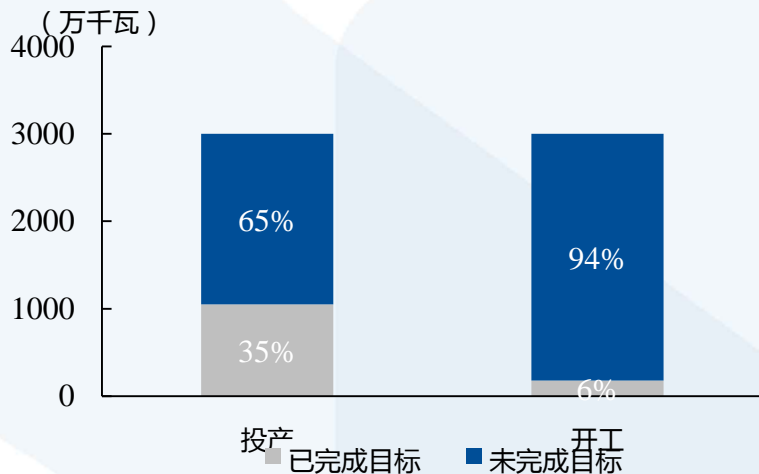
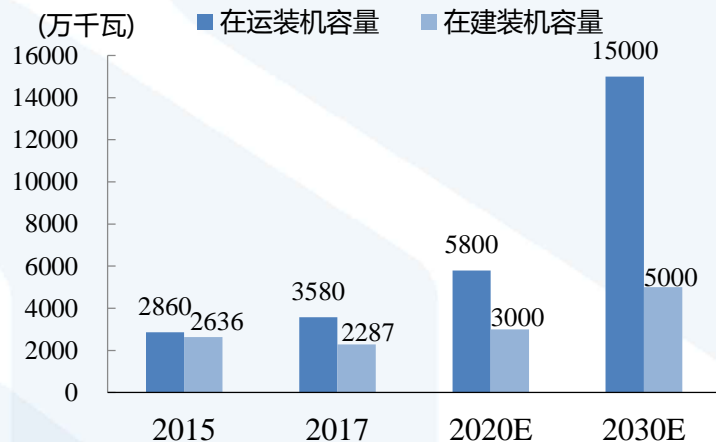
时间	事件
3月7日	国家能源局印发《2018年能源工作指导意见》，《指导意见》对于核电发展的态度发生改变，2016年和2017年核电政策的关键方针均为“安全发展核电”，而2018年调整为“ 稳妥推进核电发展 ”，《指导意见》中提出要积极推进具备条件项目的核准建设，年内计划开工6~8台核电机组。
4月10日	EPR首堆台山核电1号获批装料
4月23日	中国核能可持续发展论坛召开。国家能源局核电司司长曾亚川在论坛上表示，要科学合理制定面向2035年新一轮核电发展战略。中国核能行业协会专家委员会政策研究组组长表示，中国三代核电已具备批量建设条件。预计三代核电将在“十三五”后期进入批量化建设阶段，今后一个时期每年将开工6至8台三代核电机组建设。
4月25日	AP1000首堆三门1号获批装料

数据来源：能源局，国泰君安证券研究

——中国政府对核电发展做出明确规划，到2020年要增长50%，到2030年要增长240%

“十三五”国家能源规划和“十三五”电力规划以及《核电“十三五”发展规划及2030年战略》（征求意见稿）中明确了2020年核电运行装机容量5800万千瓦、在建装机容量3000万千瓦的发展目标；到2030年，核电在役装机1.5亿千瓦，在建装机5000万千瓦，总装机空间240%，年复合增速11%。

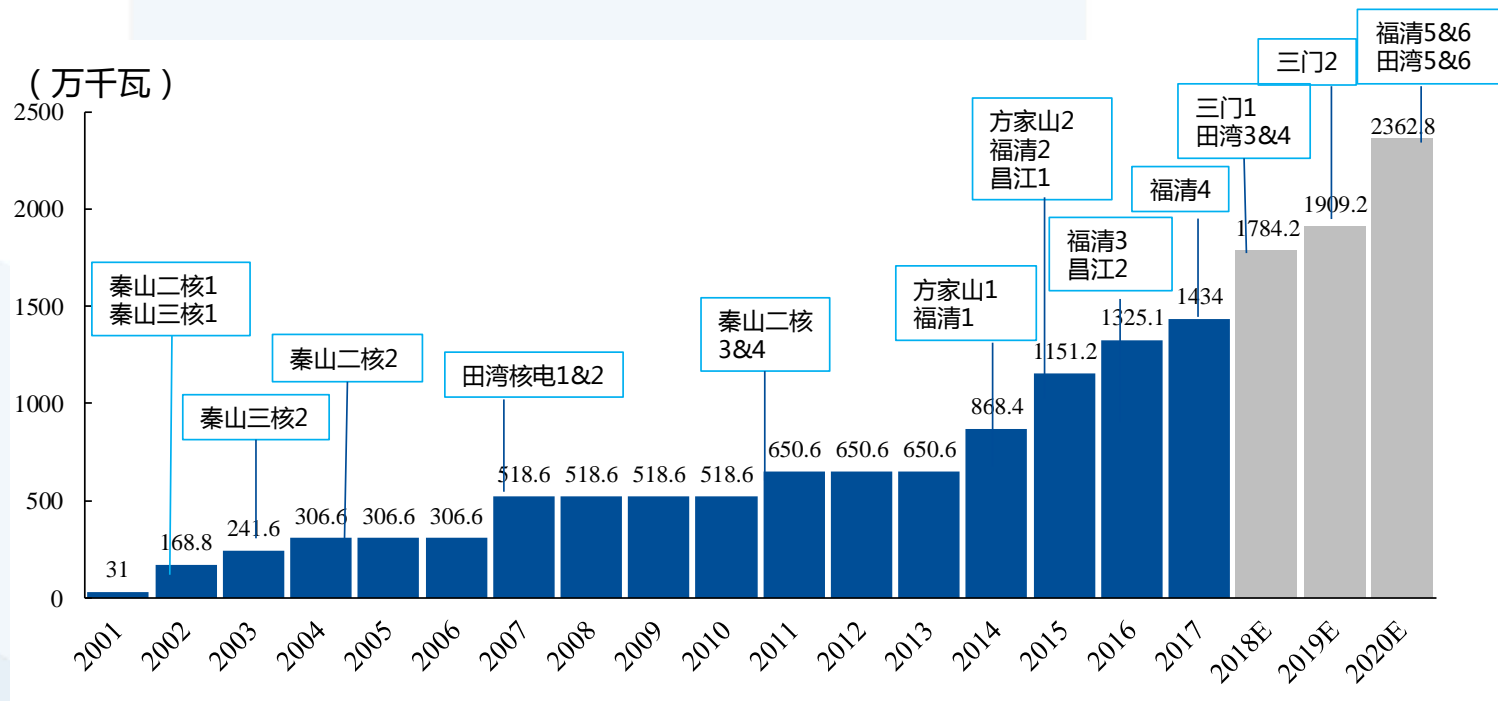
目前核电发展离十三五目标较远，十三五后期大概率加速，核电审批一旦放开，预计未来三年装机的符合增长率有望在20%以上。



数据来源：wind，国泰君安证券研究

4.2 中国核电：A股唯一核电上市公司

未来三年机组密集投产，预计2018-2020装机容量年复合增速为18%



数据来源：wind，国泰君安证券研究

目录 / CONTENTS

01 机构配置比例仍在低位

02 火电业绩拐点已至

03 水电防御特性凸显

04 核电政策转向积极

05 投资建议

5.1 投资建议

持续推荐火电和大水电：

1.火电处于周期底部，业绩拐点已现，攻击性显现：制约火电盈利的最重要因素煤价长期来看有望回归合理区间。低估值的优质火电港股标的有望受益于业绩、估值双重修复，**推荐H股的华能国际电力股份、华电国际电力股份，A股华能国际、华电国际**，此外推荐**皖能电力**。

2.水电防御性凸显：在市场波动增大、利率上行的过程中，高分红、低估值、业绩好的大水电标的有望在18年受到资金青睐，**推荐川投能源，受益标的包括长江电力、国投电力**。

3.核电政策转向积极：2018年以来，国家对核电的态度转向积极，核电审批重启可期，**中国核电**作为A股唯一核电上市公司，储备项目丰富，有望优先受益。

4.配电网节能业务：配电网节能市场壁垒高，空间广，**涪陵电力**作为龙头竞争优势突出；公司当前在手节能订单充沛，预计2018年将迎来收入确认高峰，业绩有望持续高速增长(30%)。目前公司估值较低，2018年PE18倍。

5.2 重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	股价 (元) 20180525	每股收益 (元)			市盈率 (X)			投资评级
			2018E	2019E	2010E	2018E	2019E	2010E	
0902.HK	华能国际电力股份	4.75	0.28	0.38	0.5	17.0	12.5	9.5	增持
1071.HK	华电国际电力股份	2.95	0.2	0.33	0.38	14.7	8.9	7.8	增持
600011.SH	华能国际	6.89	0.28	0.38	0.5	24.6	18.1	13.8	增持
600027.SH	华电国际	4.26	0.2	0.33	0.38	21.3	12.9	11.2	增持
601991.SH	大唐发电	3.46	0.18	0.23	0.29	19.2	15.0	11.9	增持
600674.SH	川投能源	9.33	0.73	0.75	0.75	12.8	12.4	12.4	增持
600900.SH	长江电力	16.87	0.98	0.98	1.03	17.2	17.2	16.5	-
600886.SH	国投电力	7.61	0.57	0.62	0.65	13.4	12.3	11.8	-
601985.SH	中国核电	6.54	0.34	0.44	0.48	19.2	14.9	13.6	增持
000543.SZ	皖能电力	5.00	0.19	0.28	0.31	26.3	17.9	16.1	增持
600452.SH	涪陵电力	31.46	1.88	2.15	2.17	16.7	14.6	14.5	增持

资料来源：wind，国泰君安证券研究（长江电力、国投电力盈利预测来自wind一致预期）

5.3

核心风险

投资建议

动力煤价格超预期上涨。近期地方政府采取措施抑制煤价，叠加天气转暖、用煤淡季，煤炭供给紧张的局面有所缓解，但动力煤的价格受煤炭供给侧改革影响较大，若煤炭供给侧改革力度进一步加大，可能导致动力煤价格上涨超出预期。

电力需求疲软，利用小时数继续下行。电力需求严重依赖于经济增长，同时火电水电与核电、其他电源类型呈现竞争态势。若宏观经济增速不及预期，电网对核电新能源等其他电源的消纳力度增强，可能导致利用小时数进一步下滑。

煤电联动政策执行不达预期。出于宏观经济等一系列的因素的考虑，电价调整幅度可能低于应调整幅度，也存在煤电联动政策被暂缓执行的政策风险。

市场化交易电价低于预期。由于电力市场总体供过于求，电力市场化交易对电价具有一定的压制作用，市场化交易电价低预期将对业绩产生负面影响。

水电站来水低于预期。水电站的发电量和经营业绩受所在流域的来水情况影响显著。尽管大型的水电企业可通过优化、完善水库调度系统和发电生产调度系统统一流域联合调度管理，对来水具备多年调节能力，但仍无法完全避免来水的不确定性及其季节性波动对水电业绩的影响。

免责声明

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。

国泰君安公用事业团队

Thank you for listening

