

电力

否极泰来，市场交易电价浮动机制有望改善火电业绩

事件

7月18日，国家发改委、国家能源局发布《关于积极推进电力市场化交易进一步完善交易机制的通知》，主要提出了九点内容：扩大市场化的交易规模；让更多类型发电企业进入市场；符合条件的用户都允许进入；培育售电市场主体；完善市场的注册、公示等流程制度；规范市场的交易行为；完善市场交易电量的价格形成机制；加强事中事后监管；加快推进电力市场主体信用建设。《通知》同时提出了全面放开煤炭、钢铁、有色、建材四行业用户发用电计划的实施方案。

市场交易电价浮动机制有望改善火电业绩

政策提出，在市场化交易中建立“基准电价+浮动机制”的市场化定价机制，鼓励建立与电煤价格联动的市场交易电价浮动机制，探索建立随产品价格联动的交易电价调整机制。

扩大市场化交易将加速电源结构优化

市场化交易的扩大，发电成本较低的电源具有更大的成本优势，发电量的提高将对冲价格波动对盈利造成的影响，有利于促进电力资产向低成本、低能耗发展。

四类高耗能行业电价恐难下行

政策提出，全面放开煤炭、钢铁、有色、建材等行业用户发用电计划，取消电力用户参与市场的电压等级和电量规模限制。但在发改委近期提出的完善促进绿色发展价格机制的背景下，上述高耗能行业电价在市场化浮动机制下恐难下行。

可再生能源参与交易，提升消纳空间；跨省跨区输电价格降低，疏解外送电价矛盾

政策提出，推进各类发电企业进入市场，促进新能源消纳。支持煤炭、钢铁、有色、建材等行业电力用户与水电、风电、太阳能发电、核电等清洁能源开展市场化交易。尽快建立清洁能源配额制，落实清洁能源消纳义务。通过协商适度降低跨省跨区输电价格，有利于疏解外送电的电价矛盾。

风险提示：宏观经济波动，煤价高涨，政策推进不及预期

重点标的推荐

| 股票代码 | 股票名称 | 收盘价 2018-07-18 | 投资 评级 | EPS(元) | | | | P/E | | | |
|-----------|------|-------------------|----------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| | | | | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 600011.SH | 华能国际 | 7.38 | 买入 | 0.12 | 0.42 | 0.49 | 0.53 | 61.50 | 17.57 | 15.06 | 13.92 |
| 600027.SH | 华电国际 | 4.46 | 买入 | 0.04 | 0.27 | 0.31 | 0.34 | 111.50 | 16.52 | 14.39 | 13.12 |
| 002608.SZ | 江苏国信 | 7.32 | 买入 | 0.58 | 0.70 | 0.75 | 0.79 | 12.62 | 10.46 | 9.76 | 9.27 |
| 600886.SH | 国投电力 | 7.68 | 买入 | 0.59 | 0.43 | 0.5 | 0.56 | 13.02 | 17.86 | 15.36 | 13.71 |

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

证券研究报告

2018年07月19日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

钟帅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040004
zhongshuai@tfzq.com

于夕朦 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518050001
yuximeng@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《电力-行业点评:1-6月用电量同比增长9.4%，火电利用小时持续改善》
2018-07-18
- 《电力-行业点评:差别化电价政策和峰谷电价机制利好火电业绩》
2018-07-03
- 《电力-行业点评:5月用电量增11.4%，火电利用小时持续明显改善》
2018-06-20



事件

7月18日，国家发改委、国家能源局发布《关于积极推进电力市场化交易进一步完善交易机制的通知》，主要提出了九点内容：扩大市场化的交易规模；让更多类型发电企业进入市场；符合条件的用户都允许进入；培育售电市场主体；完善市场的注册、公示等流程制度；规范市场的交易行为；完善市场交易电量的价格形成机制；加强事中事后监管；加快推进电力市场主体信用建设。

《通知》同时提出了全面放开煤炭、钢铁、有色、建材四行业用户发用电计划的实施方案，坚持“应放尽放”，取消电力用户参与市场的电压等级和电量规模限制；要坚持完善机制，引导交易双方建立“基准电价+浮动机制”的市场化价格形成机制，共担市场风险；要坚持清洁发展，上述四行业用户要公平承担清洁能源配额消纳责任。

点评

市场交易电价浮动机制有望改善火电业绩

政策提出，在市场化交易中建立“基准电价+浮动机制”的市场化定价机制，鼓励建立与电煤价格联动的市场交易电价浮动机制，探索建立随产品价格联动的交易电价调整机制。目前火电为我国的发电主体，在当前市场化交易中交易电价与标杆电价差额较大，市场化交易的扩大和“基准电价+浮动机制”定价机制的推进，有望促进火电价格回归合理区间，同时浮动电价机制为煤价上涨对火电造成的成本压力带来出口；随着现货市场的发展，电力供需偏紧地区的火电价格也有望上涨。探索建立随产品价格联动的交易电价调整机制，有利于用户端企业的发展，同时能够促进企业用电量提升。

采用价格联动的方式传导成本压力由来已久，例如电力上游的煤电联动、电力下游的铝电联动等。部分省份出台的2018年市场化交易方案中已写入价格联动机制，例如宁夏：“推行发电企业与电力用户价格形成机制，受原材料或产品价格波动影响需调整交易电价时，双方应达成一致，并于每月10-20日将双方确认的价格联动申请提交宁夏电力交易中心有限公司，价格联动申请需明确联动期限，年度合同变更一年之内不超过3次。”

发改委去年7月上调燃煤上网电价以缓解火电企业的经营压力，当前市场交易电价优惠幅度呈下降趋势；受益于对电价的高弹性，煤电成本传导机制将助推煤价高企背景下火电业绩的修复趋势。

扩大市场化交易将加速电源结构优化

随着市场化交易扩大，发电成本较低的电源具有更大的成本优势，发电量的提高将对冲价格波动对盈利造成的影响，有利于促进电力资产向低成本、低能耗发展。目前火电为我国发电主体，新能源发电增量不足以满足快速增长的用电需求，因此中长期来看火电仍未主要电源；在市场化交易扩大的过程中，高成本、高能耗的火电机组有望加速淘汰，火电资产逐步优化。

四类高耗能行业市场化电价恐难下行

政策提出，全面放开煤炭、钢铁、有色、建材等行业用户发用电计划，取消电力用户参与市场的电压等级和电量规模限制。四类高耗能行业之前已参与市场化交易，因此本次“全面放开”的市场化电量中包含部分存量市场化电量；四行业市场化程度较高，在电力体制改革中通过先行先试，有利于充分还原电力商品属性，理顺和打通电力及其上下游行业的价格市场化形成机制，形成全产业链价格联动、利益共享、风险共担协同发展格局，进而有效促进社会主义市场经济的平稳健康运行。基于中电联统计数据，2017年煤炭行业用电量806亿千瓦时，钢铁行业用电量4915亿千瓦时，有色金属行业用电量5317亿千瓦时，建材行业用电量3715亿千瓦时，共计14753亿千瓦时，在全社会用电量中占比高达23%。

煤炭、钢铁、有色、建材四行业近年来处于盈利上行期，而同期火电行业受煤价成本拖累业绩惨淡；基于利益共享、风险共担的原则，价格联动机制趋向于提升当前市场化电价水平以缓解火电成本端压力。7月2号，发改委出台《关于创新和完善促进绿色发展价格机

制的意见》，提出全面清理取消对高耗能行业的优待类电价以及其他各种不合理价格优惠政策。结合国家环保政策及四类高耗能行业的业绩趋势，我们判断煤炭、钢铁、有色、建材四行业的市场化交易电价几无下行可能，市场化折价幅度或将持续收窄。

可再生能源参与交易，提升消纳空间；跨省跨区输电价格降低，疏解外送电价矛盾

政策提出，推进各类发电企业进入市场，推进水电、风电和太阳能等参与市场化交易，稳妥有序推进核电机组进入交易市场，将促进新能源消纳。支持重点行业电力用户与清洁能源开展交易。为促进清洁能源消纳，支持煤炭、钢铁、有色、建材等行业电力用户与水电、风电、太阳能发电、核电等清洁能源开展市场化交易。尽快建立清洁能源配额制，电网企业、电力用户和售电公司应按要求承担相关责任，落实清洁能源消纳义务；通过协商适度降低跨省跨区输电价格，有利于疏解外送电的电价矛盾。

行业观点

电力基本面持续改善，电力股防御性配置价值突出，重点推荐华能国际，华电国际，国投电力、江苏国信等标的

火电行业盈利 17 年 Q4 见底，18 年 Q1 主要公司盈利均出现环比大幅改善。在终端降电价政策背景下，我们认为发改委有强烈意愿控制动力煤价格上涨，煤价将进入窄幅平稳波动区间。在点火价差趋于稳定的态势下，发电量同比较快增长叠加新装机投产被严格控制，我们认为火电行业有望迎来为期 2-3 年的利用小时持续复苏，从而带动行业盈利水平从底部逐步改善。目前行业 PB 估值水平处于 1-1.5XPB 历史较低水平，同时如华能国际等公司近年来持续提高分红率。在市场走势不确定背景下，火电板块具有较强的防御性配置价值，建议投资者重视，重点推荐华能国际、华电国际、国投电力、江苏国信等标的。

推荐标的江苏国信，火电资产处于周期底部，未来雁淮特高压提供成长空间

公司目前控股的发电企业均在江苏省内，江苏经济发达，用电需求绝对量大。2017 年，江苏省全社会用电量达到 5807.89 亿千瓦时，同比增长 6.4%，在全国 31 个省份中仅次于广东省，位列第二。电力需求增长迅猛，机组利用小时远高于全国平均水平，为公司的发展提供了良好的外部环境。雁淮直流西电东送成本优势明显。江苏省是全国用电第二大省，但却是资源小省，山西省煤电资源丰富，但苦于电力外运通道不畅，苏晋两省电力合作的互补性极强。公司投资设立苏晋能源，控股雁淮直流配套电源点项目，有助于扩大公司在江苏电力市场的份额。周期轮回，火电接近去产能阵痛后期，优质资产有望触底反弹。火电长时间以来受到产能过剩和煤炭成本提升两大困境影响，导致长期低迷。目前经过剧烈地去产能行业集中度不断提升，优质火电资产出现了新的生机。另外周期行情也正在变化向好，煤炭价格增长带来的成本增加有望得到改善。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 | 上海市浦东新区兰花路 333 | 深圳市福田区益田路 5033 号 |
| 邮编：100031 | 号保利广场 A 座 37 楼 | 号 333 世纪大厦 20 楼 | 平安金融中心 71 楼 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518000 |
| | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |