

火电业绩持续向好 四季度或将面临较大压力

核心观点:

- **需求强劲、电价上调双因素推动火电收入高增长。**2018年1-6月,火电行业实现营收3,609.8亿元,同比提高20.8%;水电664.4亿元,同比增长14.0%。二季度,火电营收1,812.2亿元,同比增加24.3%;水电346.0亿元,同比增长11.2%
- **煤价高位震荡,火电毛利率小幅回升。**2018年1-6月,火电行业综合毛利率13.5%,同比提高1.6pct;二季度14.1%,同比提升2.0pct,环比增加1.2pct。水电行业二季度毛利率42.5%,环比增加7.2%。
- **受宏观流动性趋紧的影响,资金成本二季度小幅上涨。**二季度火电财务费用124.5亿元,同比增长20.0%,环比提高10.1%;财务费用率6.9%,同比降低0.2pct,环比增加0.6pct;综合资金成本5.8%。随着三季度整体流动性趋于宽松,资金成本或将重新下移。
- **火电扣非净利润同比改善明显,净利率同比、环比均小幅提升。**2018年1-6月,火电行业实现扣非净利润118.3亿元,同比大幅提升84.9%,净利率达到4.9%,同比增加1.6pct;二季度扣非净利润64亿元,同比提升114.8%,净利率5.4%,同比提高2.2pct。
- **火电净资产收益率略有改善,水电基本保持稳定。**2018年1-6月,火电行业净资产收益率为3.2%,同比提高1.3pct;水电为5.3%,同比降低0.2pct。
- **火电公司经营状况区域分化较明显。**亏损企业主要分布在东北、河南等地区,广东、浙江、福建等沿海地区盈利状况持续向好。2018年1-6月,火电出现亏损的公司有4家,水电仅1家。
- **电力行业整体估值水平持续下移。**二季度,受到A股市场波动的影响,电力公司整体股价一路下行。电力行业平均市盈率从一季度的24.3降至21.4,市净率自1.6下降至1.4(同期全部A股市盈率自18.5下降至16,市净率自1.9至1.7)。
- **四季度火电行业或将面临较大压力。**受经济下滑影响,用电量增速或将放缓,7月数据已见端倪。动力煤价格或将呈现稳中趋升的态势。电价方面,在降成本背景下,无论是终端电价还是上网电价均面临较大压力。另一方面,由于去年电价上调的时间点出现在7月份,火电公司下半年收入的同比基数将有所增加。
- **建议关注业绩改善空间大且安全边际较高的火电公司,以及来水向好助推盈利提升的水电公司。**建议关注全国性布局的华能国际、华电国际及区域性龙头福能股份、粤电力A、皖能电力等。另外,我们持续推荐水电龙头长江电力。公司作为全球最大的水电上市公司,资源禀赋优异,分红比例高,现金流价值凸显。建议关注国投电力、川投能源、黔源电力等。
- **风险提示:**燃料价格大幅上涨;电力需求下滑明显;上网电价下调。

火电 谨慎推荐

分析师

周然

☎: (8610) 66568494

✉: zhouran@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514020001

相关研究

- 1、【银河电力周然】行业月报_用电需求增速连续回落 风电发电量保持高速增长_180822
- 2、【银河电力周然】行业动态报告_2018年二季度公募持仓分析_180727
- 3、【银河电力周然】行业月报_用电需求保持强劲增长 水电利用率显著提升_180625
- 4、【银河电力周然】电力行业_2017年及2018年一季度业绩回顾_火电行业2017年亏损面扩大 2018年一季度环比改善较明显_180507

目 录

一、利润指标分析.....	1
(一) 火电利润指标分析.....	1
(二) 水电利润指标分析.....	3
二、核心要素分析.....	5
(一) 需求强劲、电价上调双因素推动火电收入高增长.....	5
(二) 煤价高位震荡，火电毛利率小幅回升.....	6
(三) 资金成本二季度小幅上涨.....	7
(四) 火电盈利能力小幅提升.....	8
(五) 经营状况区域分化较明显.....	10
(六) 电力行业整体估值水平持续下移.....	12
三、投资建议.....	13
四、风险提示.....	13

一、利润指标分析

(一) 火电利润指标分析

受益于电价同比上调（去年7月）、火电利用率较快增长，2018年上半年火电行业净利润同比大幅上升。2018年1-6月，火电行业实现营业收入3,609.8亿元，同比增长20.8%；归属净利润140.8亿元，同比增加75.3%；扣非净利润118.3亿元，同比提升84.9%。与2017年上半年相比，火电毛利率上升1.6pct至13.5%；净利率增加1.6pct至4.9%。

表1：火电行业2018年1-6月利润表与2017年1-6月利润表指标对比

科目(单位: 百万)	2018H1	2017H1	同比
一、营业总收入	360,978	298,912	20.76%
二、营业总成本	348,783	294,058	18.61%
其中：营业成本	312,245	263,225	18.62%
毛利率	13.50%	11.94%	
营业税金及附加	4,203	3,306	
销售费用	456	362	26.22%
管理费用	7,834	7,108	10.22%
管理费用率	2.17%	2.38%	
财务费用	23,758	19,974	18.94%
财务费用率	6.58%	6.68%	
资产减值损失	200	78	
加：公允价值变动收益	162	10	
投资收益及其它	7,519	7,013	7.22%
三、营业利润	21,188	12,488	69.67%
加：营业外收入	1,529	1,119	36.66%
减：营业外支出	338	331	2.01%
四、利润总额	22,379	13,276	68.57%
减：所得税费用	4,765	3,591	32.67%
综合所得税率	21.29%	27.05%	
五、净利润	17,614	9,684	81.88%
净利润率	4.88%	3.24%	
扣除非经常损益后净利润	11,826	6,394	84.93%
归属于母公司净利润	14,083	8,032	75.33%
少数股东损益	3,531	1,652	
少数股东损益占比	20.05%	17.06%	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院（汇总29家火电上市公司财务数据作为整体研究对象）

由于投资收益的影响，二季度火电行业业绩环比继续改善。2018年二季度，火电行业实现收入1,812.2亿元，同比增加24.3%，环比增长0.8%；归属净利润78.1亿元，同比提高

101.7%，环比增长 24.6%；扣非净利润 64.0 亿元，同比上升 114.8%，环比提高 18.0%。毛利率同比、环比分别上升 2.0pct、1.2pct 至 14.1%；净利率同比、环比分别提升 2.2pct、0.9pct 达 5.4%。

表 2：火电行业 2018Q2 利润表与 2017Q2、2018Q1 利润表指标对比

科目(单位: 百万)	2018Q2	2017Q2	2018Q1	同比 17Q2	环比 18Q1
一、营业总收入	181,218	145,826	179,760	24.27%	0.81%
二、营业总成本	175,186	144,368	173,596	21.35%	0.92%
其中：营业成本	155,676	128,237	156,569	21.40%	-0.57%
毛利率	14.09%	12.06%	12.90%		
营业税金及附加	2,235	1727	1968		
销售费用	234	197	222	18.60%	5.14%
管理费用	4,248	3770	3587	12.66%	18.43%
管理费用率	2.34%	2.59%	2.00%		
财务费用	12,450	10,371	11,308	20.04%	10.09%
财务费用率	6.87%	7.11%	6.29%		
资产减值损失	261	65	-60		
加：公允价值变动收益	259	19	-97		
投资收益及其它	4,188	3,924	3,331	6.74%	25.73%
三、营业利润	11,295	6,011	9,892	87.90%	14.18%
加：营业外收入	1,306	454	223	187.87%	486.97%
减：营业外支出	226	251	111	-9.86%	103.09%
四、利润总额	12,376	6,214	10,004	99.15%	23.71%
减：所得税费用	2,677	1,563	2,088	71.29%	28.17%
综合所得税率	21.63%	25.15%	20.87%		
五、净利润	9,699	4,652	7,915	108.51%	22.53%
净利润率	5.35%	3.19%	4.40%		
扣除非经常损益后净利润	6,400	2,980	5,426	114.76%	17.96%
归属于母公司净利润	7,812	3,873	6,271	101.72%	24.58%
少数股东损益	1,887	779	1,645		
少数股东损益占比	19.45%	16.74%	20.78%		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院（汇总 29 家火电上市公司财务数据作为整体研究对象）

(二) 水电利润指标分析

2018年上半年水电行业营收同比增加，主要是由于国投电力、桂东电力个股的收入变化较为明显（新增装机投产、其他业务收入大幅上升）。2018年1-6月，水电行业实现营业收入664.4亿元，同比增长14.0%；归属净利润152.8亿元，同比增长8.4%；扣非净利润143.0亿元，同比提升3.5%。与2017年上半年相比，毛利率降低1.7pct至39.0%；净利率减少1.2pct至25.9%。

表3：水电行业2018年1-6月利润表与2017年1-6月利润表指标对比

科目(单位: 百万)	2018H1	2017H1	同比
一、营业总收入	66,441	58,268	14.03%
二、营业总成本	51,409	44,601	15.26%
其中：营业成本	40,518	34,571	17.20%
毛利率	39.02%	40.67%	
营业税金及附加	1213	982	
销售费用	256	244	5.18%
管理费用	1986	1761	12.78%
管理费用率	2.99%	3.02%	
财务费用	7,284	6,985	4.27%
财务费用率	10.96%	11.99%	
资产减值损失	141	57	
加：公允价值变动收益	-32	62	
投资收益及其它	4,379	3,447	27.03%
三、营业利润	20,438	18,305	11.66%
加：营业外收入	118	562	-79.05%
减：营业外支出	40	47	-13.74%
四、利润总额	20,516	18,820	9.01%
减：所得税费用	3,337	3,075	8.54%
综合所得税率	16.27%	16.34%	
五、净利润	17,179	15,745	9.10%
净利润率	25.86%	27.02%	
扣除非经常损益后净利润	14,299	13,810	3.54%
归属于母公司净利润	15,283	14,105	8.35%
少数股东损益	1,896	1,640	
少数股东损益占比	11.03%	10.42%	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院（汇总21家水电上市公司财务数据作为整体研究对象）

由于二季度来水状况改善，水电行业业绩环比提升较明显。2018年二季度，水电行业实现营业收入总收入346.0亿元，同比增加11.2%，环比增加8.7%；归属净利润89.4亿元，同比上升3.7%，环比增加41.0%；扣非净利润83.9亿元，同比保持不变，环比增加42.1%。毛利率率同比减少1.8pct、环比增加7.2pct至42.5%；净利率同比下降1.8pct、环比增加4.4pct达28.0%。

表4：水电行业2018Q2利润表与2017Q2、2018Q1利润表指标对比

科目(单位: 百万)	2018Q2	2017Q2	2018Q1	同比 17Q2	环比 18Q1
一、营业总收入	34,602	31,129	31,838	11.16%	8.68%
二、营业总成本	25,641	22,398	25,768	14.48%	-0.49%
其中：营业成本	19,911	17,364	20,607	14.67%	-3.38%
毛利率	42.46%	44.22%	35.28%		
营业税金及附加	649	518	564		
销售费用	131	126	126	3.52%	4.11%
管理费用	1040	906	946	14.73%	9.94%
管理费用率	3.01%	2.91%	2.97%		
财务费用	3,792	3,436	3,492	10.36%	8.59%
财务费用率	10.96%	11.04%	10.97%		
资产减值损失	108	47	34		
加：公允价值变动收益	-30	62	-2		
投资收益及其它	2,588	1,584	1,791	63.39%	44.52%
三、营业利润	11,590	11,506	8,848	0.73%	30.98%
加：营业外收入	82	-254	35	-132.35%	132.26%
减：营业外支出	29	26	11	10.77%	158.85%
四、利润总额	11,643	11,225	8,873	3.72%	31.22%
减：所得税费用	1,972	1,978	1,365	-0.31%	44.52%
综合所得税率	16.94%	17.62%	15.38%		
五、净利润	9,671	9,247	7,508	4.58%	28.81%
净利润率	27.95%	29.71%	23.58%		
扣除非经常损益后净利润	8,392	8,395	5,908	-0.03%	42.05%
归属于母公司净利润	8,942	8,627	6,341	3.65%	41.01%
少数股东损益	729	620	1,167		
少数股东损益占比	7.54%	6.71%	15.54%		

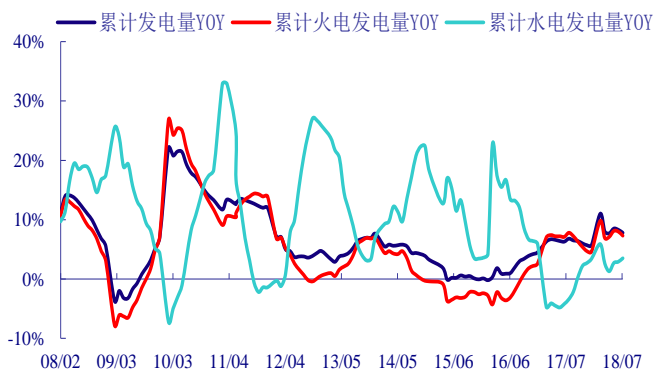
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院（汇总21家水电上市公司财务数据作为整体研究对象）

二、核心要素分析

(一) 需求强劲、电价上调双因素推动火电收入高增长

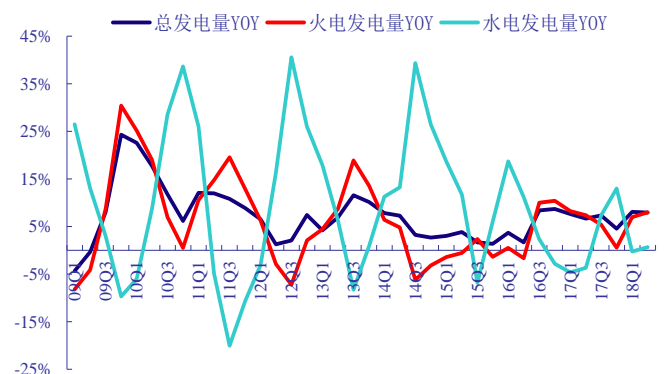
受益于二产复苏，累计发电量增速维持较高水平。2018年1-6月全国累计发电量31,945亿千瓦时，同比增长8.3%，增速同比提高2pct。其中，火电23,887亿千瓦时，同比增加8.0%，增速同比提高0.9pct；水电发电量4,618亿千瓦时，同比提升2.9%。

图1：累计发电量增速



资料来源：中电联，中国银河证券研究院

图2：分季度发电量增速



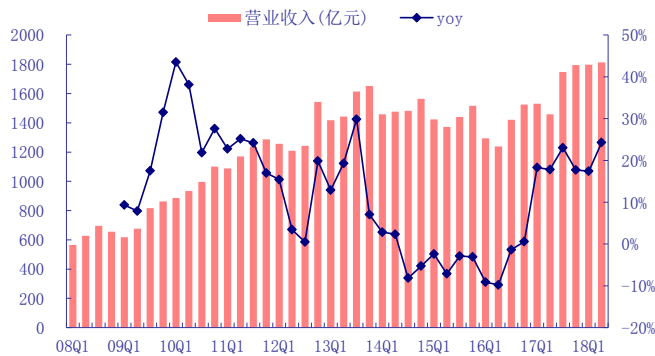
资料来源：wind，中国银河证券研究院

上半年用电需求保持高增长，二季度全国累计发电量环比一季度发电量增速基本保持不变（一季度8.1%，二季度7.9%）。2018年二季度全国累计发电量16,102亿千瓦时，同比增长7.9%。其中，火电发电量11,646亿千瓦时，同比提升8.0%；水电发电量2,691亿千瓦时，同比提高0.6%。

上半年各大流域来水分化状况明显。雅砻江流域除桐子林电站外，其余发电量上半年同比均减少，但进入7月后来水明显改善，雅砻江各电站合计同比增长16.63%；长江流域，根据上市公司长江电力的发电量数据显示，一季度来水状况较好，但二季度发电量下降幅度较大，达到-4.0%；大渡河上半年来水好于去年同期，1-6月发电量同比增长24%，7月增速趋缓，降至10%左右。随着进入三季度丰水期，预计来水或将进一步改善，有望整体优于去年水平。

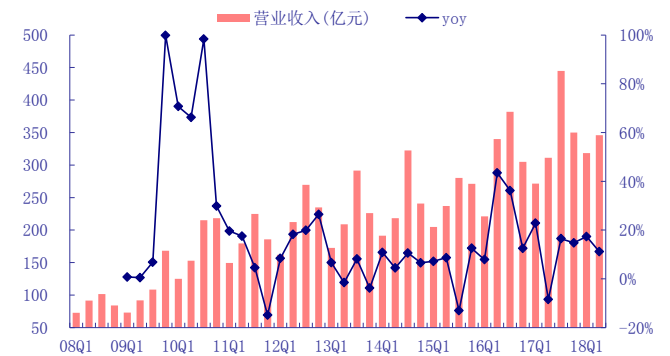
电价上调、发电量增加拉动火电营收同比大幅提升。由于17年7月起燃煤机组上网电价上调（全国涨幅约2.4%）以及火电利用率高速增长，2018年1-6月火电行业实现营收3,609.8亿元，同比提高20.8%；水电664.4亿元，同比增长14.0%。二季度，火电营收1,812.2亿元，同比增加24.3%；水电346.0亿元，同比增长11.2%

图 3: 火电行业分季度营业收入情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 4: 水电行业分季度营业收入情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

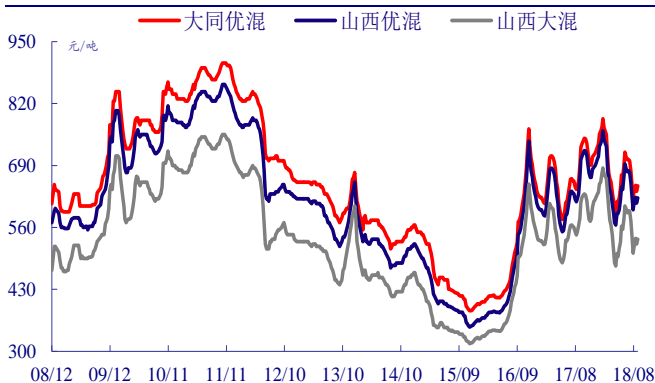
(二) 煤价高位震荡, 火电毛利率小幅回升

2018 年上半年, 动力煤煤价高位震荡。由于去产能的持续推进, 国内煤炭供给能力下降, 叠加进口限制的実施, 上半年动力煤供给端偏紧。另一方面, 今年以来用电需求增速超预期, 6 月高温天气和水电发力不足, 导致动力煤价于淡季一路上涨, 发改委出台多项政策针对煤价进行调控。

以山西优混 (5500 大卡) 为例, 上半年最低点在 4 月 12 日, 报价 570 元/吨, 此后煤价一路震荡上涨, 6 月 28 日报价为 677 元/吨, 同比上涨 15.1%。进入三季度后, 由于调控政策见效, 动力煤价格企稳回落, 山西优混 (5500 大卡) 8 月 30 日报价为 622 元/吨, 较去年同期基本保持不变。

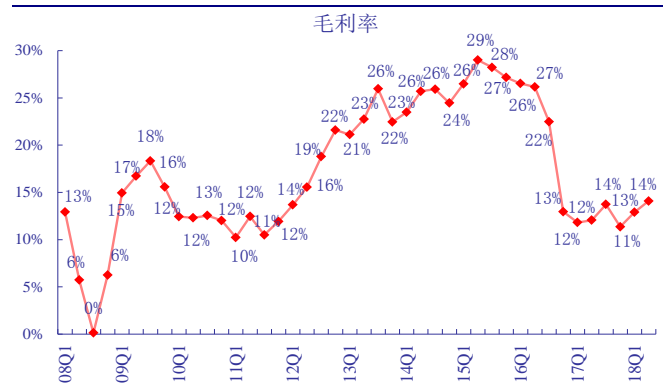
燃料成本高位徘徊, 火电毛利率小幅回升。2018 年 1-6 月, 火电行业综合毛利率 13.5%, 较去年同期提高 1.6pct; 二季度火电毛利率 14.1%, 同比提升 2.0pct, 环比增加 1.2pct。

图 5: 秦皇岛动力煤价格变动情况



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

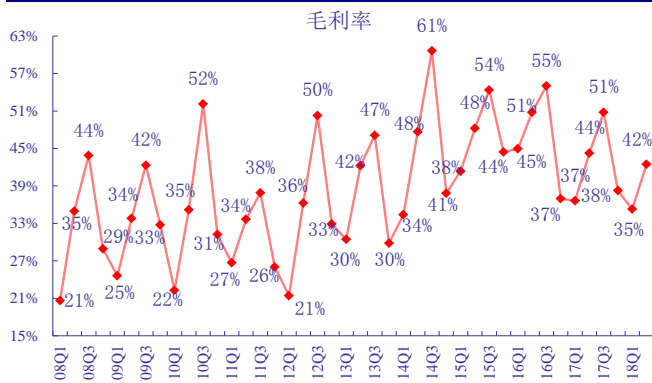
图 6: 火电行业毛利率分季度变化情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

二季度来水改善明显, 水电盈利能力环比大幅提升。2018 年 1-6 月, 水电行业综合毛利率为 39.0%, 同比下降 1.7pct; 进入二季度后, 水电盈利能力改善, 毛利率升至 42.5%, 同比降低 1.8pct、环比增加 7.2pct。

图 7：水电行业毛利率分季度变化情况

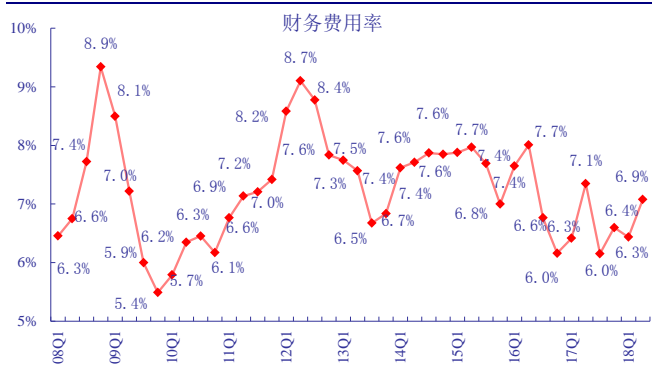


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（三）资金成本二季度小幅上涨

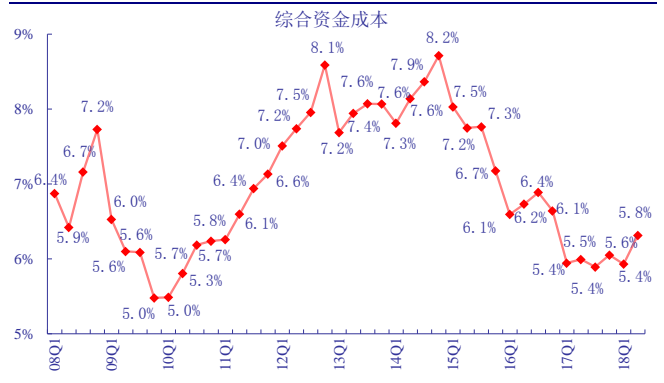
受宏观流动性趋紧的影响，二季度火电综合资金成本小幅增加。2018 年 1-6 月火电行业财务费用 237.6 亿元，同比增加 18.9%；财务费用率 6.6%，同比减少 0.1pct。二季度火电财务费用 124.5 亿元，同比增长 20.0%，环比提高 10.1%；财务费用率 6.9%，同比降低 0.2pct，环比增加 0.6pct；综合资金成本 5.8%，环比略有增长。而随着三季度整体流动性趋于宽松状态，资金成本可能重新下移。

图 8：火电行业财务费用率分季度变化情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

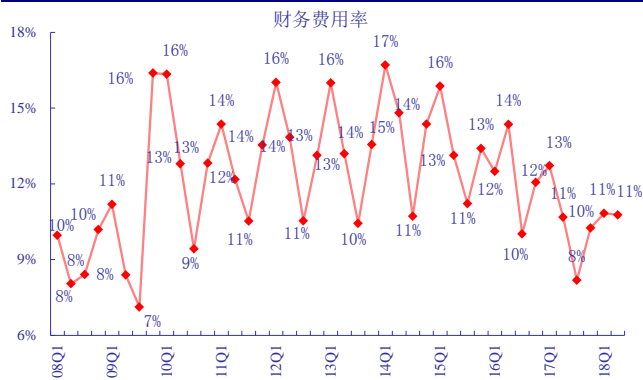
图 9：火电行业综合资金成本分季度变化情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

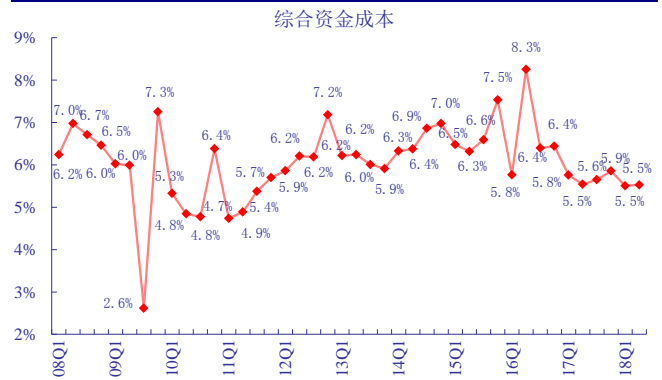
2018 年 1-6 月，水电行业财务费用 72.8 亿元，同比增加 4.3%；财务费用率 11.0%，同比下降 1.0pct。2018 年二季度，水电行业财务费用 37.9 亿元，同比上升 10.4%；财务费用率 11.0%，同比、环比基本保持不变；综合资金成本 5.5%，也同样保持稳定。

图 10：水电行业财务费用率分季度变化情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

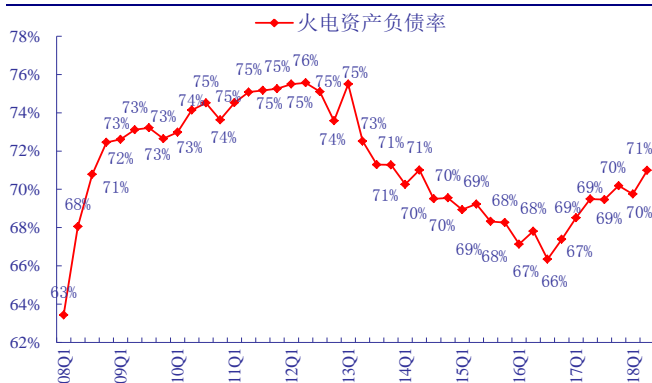
图 11：水电行业综合资金成本分季度变化情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

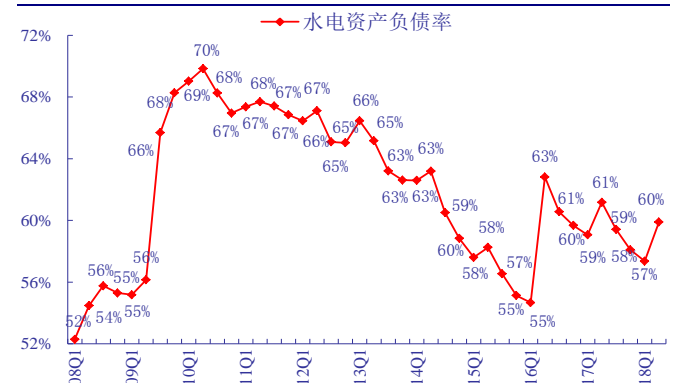
水电、火电资产负债率均环比增加。2018年1-6月，火电行业资产负债率达71.0%，同比提高1.5pct，环比增长1.3pct；水电行业资产负债率为59.9%，同比降低1.3pct，环比增长2.5pct。

图 12：火电行业资产负债率分季度变化情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 13：水电行业资产负债率分季度变化情况



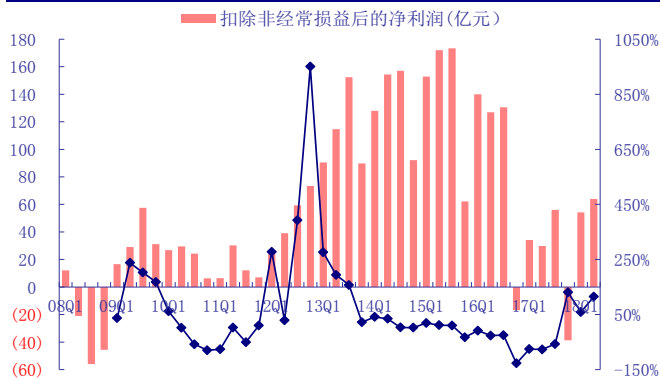
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(四) 火电盈利能力小幅提升

火电扣非净利润同比明显改善。2018年1-6月，火电行业实现扣非净利润118.3亿元，较去年同期大幅提升84.9%；二季度扣非净利润64亿元，同比提升114.8%，环比今年一季度增加18.0%。

火电净利率同比、环比均小幅提升，但仍处于历史较低水平。2018年1-6月，火电行业净利率4.9%，同比增加1.6pct；二季度净利率5.4%，同比提高2.2pct，环比一季度提升0.9pct。

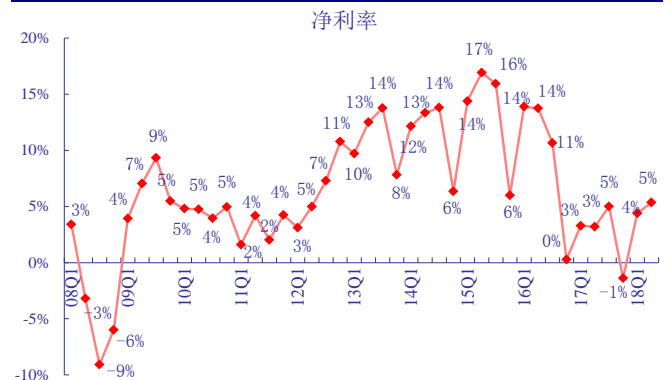
图 14: 火电行业扣非净利润分季度变化情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

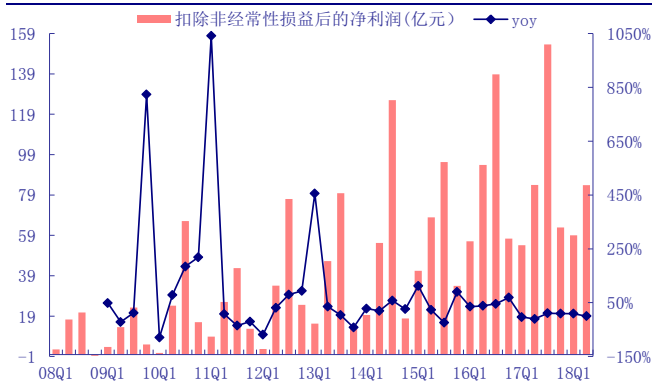
水电扣非净利略有增长, 净利率同比出现下滑。2018 年 1-6 月, 水电行业实现扣非净利 143.0 亿元, 同比提升 3.5%; 二季度 83.9 亿元, 同比保持不变, 环比增加 42.1%。上半年水电净利率 25.9%, 同比降低 1.2pct; 二季度 28.0%, 较去年同期下降 1.8pct, 环比今年一季度提高 4.4pct。

图 15: 火电行业净利率分季度变化情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

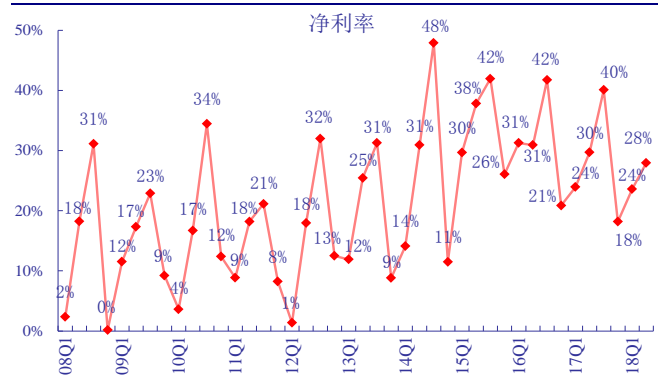
图 16: 水电行业扣非净利润分季度变化情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

火电净资产收益率略有改善, 但增幅不明显。2018 年上半年火电行业净资产收益率为 3.2%, 同比提高 1.3pct。二季度火电行业净资产收益率 1.8%, 同比、环比分别提升 0.9pct、0.4pct。

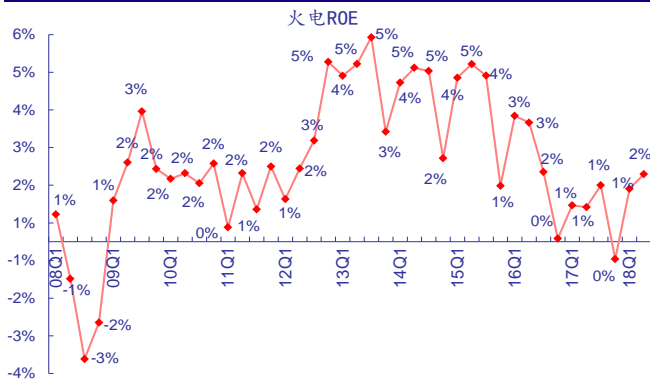
图 17: 水电行业净利率分季度变化情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

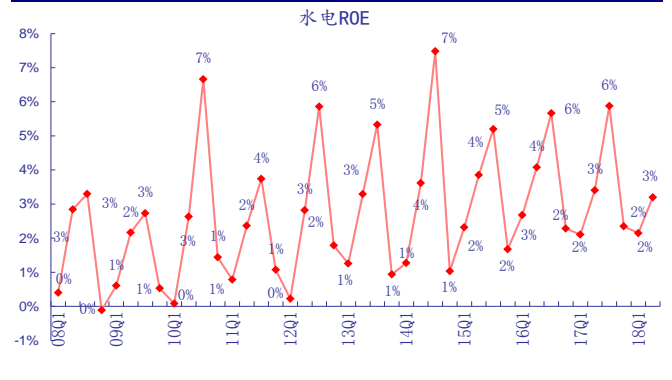
水电收益率基本保持稳定。2018 年上半年水电行业净资产收益率为 5.3%, 同比降低 0.2pct。二季度水电行业净资产收益率 3.2%, 同比降低 0.2pct, 环比一季度增加 1.1pct。

图 18: 火电行业净资产收益率分季度变化情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 19: 水电行业净资产收益率分季度变化情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(五) 经营状况区域分化较明显

半年火电公司经营状况区域分化较明显, 亏损企业主要分布在东北、河南等地区, 广东、浙江、福建等沿海地区盈利状况向好。在我们统计的 29 家火电上市公司中, 2018 年上半年亏损的公司 4 家, 较 17 年上半年的 9 家有所减少。亏损企业分别为豫能控股 (-9.2%)、金山股份 (-5.9%)、华电能源 (-1.0%) 以及华银电力 (-0.4%)。剔除新能泰山这一扰动因素外, 净利率前三的分别为宝新能源 (24.9%)、福能股份 (9.9%) 和浙能电力 (9.2%)。

二季度亏损火电公司数量同比降低, 主要分布在辽宁、黑龙江、山东、河南、湖北、湖南和新疆。2018 年二季度出现亏损的公司有 7 家, 亏损企业数量较去年同起的 10 家有所降低。整体的亏损缺口相对较小, 除金山股份 (-13.5%) 和华电能源 (13.0%) 外, 其余净利率均不低于-10%。除辽宁、黑龙江及新疆外, 其余地区的公司亏损缺口环比有所改善。

表 5: 火电公司分区域盈利情况对比

区域	公司名称	省份	毛利率					净利率				
			18H1	17H1	18Q2	17Q2	18Q1	18H1	17H1	18Q2	17Q2	18Q1
华北	京能热电	北京	6.6%	3.0%	8.2%	6.2%	5.2%	4.1%	-1.5%	5.2%	3.3%	3.0%
	建投能源	河北	15.4%	17.6%	14.6%	15.2%	15.9%	4.3%	7.0%	1.0%	1.8%	6.7%
	东方能源	河北	15.5%	10.6%	15.6%	3.9%	15.4%	8.2%	3.6%	4.0%	-3.7%	10.9%
	通宝能源	山西	15.3%	14.1%	14.7%	18.2%	15.9%	4.3%	1.1%	2.9%	3.2%	5.5%
	漳泽电力	山西	2.9%	-1.1%	5.5%	-1.4%	0.4%	3.8%	-17.2%	24.2%	-19.7%	-15.6%
东北	内蒙华电	内蒙	21.2%	11.9%	24.3%	19.2%	17.1%	7.4%	6.0%	12.2%	17.8%	1.2%
	金山股份	辽宁	6.7%	8.2%	1.9%	10.5%	10.3%	-5.9%	-3.6%	-13.5%	-3.9%	-0.1%
	吉电股份	吉林	22.3%	18.9%	22.3%	16.4%	22.3%	6.1%	3.0%	3.2%	-1.7%	8.3%
	华电能源	黑龙江	8.0%	13.5%	-0.2%	3.1%	13.1%	-1.0%	3.0%	-13.0%	-11.0%	6.6%
华东	上海电力	上海	20.6%	15.7%	23.8%	17.6%	17.7%	6.0%	4.7%	7.8%	5.3%	4.3%
	申能股份	上海	6.4%	7.0%	6.8%	6.4%	6.0%	6.2%	7.6%	8.1%	7.7%	4.7%
	浙能电力	浙江	9.7%	11.7%	12.6%	11.7%	6.4%	9.2%	11.3%	13.0%	13.0%	4.9%
	皖能电力	安徽	4.4%	0.1%	3.5%	-0.8%	5.3%	2.4%	-3.0%	1.2%	-3.0%	3.5%

	赣能股份	江西	12.4%	13.4%	16.5%	10.3%	7.8%	8.3%	8.6%	12.1%	4.8%	4.0%
	华电国际	山东	12.4%	8.8%	12.9%	8.5%	12.0%	2.9%	-0.4%	2.2%	-1.3%	3.5%
	新能泰山	山东	14.9%	2.8%	10.6%	2.4%	18.1%	78.7%	-9.3%	-5.9%	-10.5%	141.4%
中 南	豫能控股	河南	-5.4%	1.3%	-5.0%	5.9%	-5.8%	-9.2%	-2.5%	-6.3%	5.1%	-11.6%
	长源电力	湖北	7.8%	1.6%	4.4%	-14.4%	10.3%	0.8%	-4.1%	-2.9%	-18.1%	3.5%
	福能股份	福建	15.1%	18.7%	16.4%	16.2%	13.5%	9.9%	11.0%	9.1%	6.0%	11.0%
	华银电力	湖南	5.8%	-1.7%	2.6%	-3.4%	8.1%	-0.4%	-13.9%	-2.7%	-20.2%	1.2%
	粤电力 A	广东	12.2%	10.2%	15.6%	13.7%	7.4%	5.3%	2.3%	8.3%	5.8%	1.1%
	穗恒运 A	广东	16.8%	21.7%	18.5%	19.3%	14.7%	2.9%	8.7%	4.0%	4.9%	1.5%
	深圳能源	广东	22.5%	24.3%	25.4%	26.0%	19.1%	7.3%	7.0%	12.0%	9.0%	1.6%
	宝新能源	广东	36.0%	21.7%	46.8%	22.3%	23.7%	24.9%	20.1%	40.6%	35.4%	7.0%
	广州发展	广东	9.9%	10.4%	12.8%	11.7%	8.5%	4.0%	3.8%	6.0%	6.2%	1.9%
	西 北	天富热电	新疆	20.9%	31.7%	17.0%	28.4%	24.3%	0.3%	8.0%	-6.3%	1.7%
华能国际		全国	13.2%	11.5%	12.8%	10.6%	13.5%	3.4%	1.5%	2.7%	0.2%	4.0%
全 国	国电电力	全国	21.3%	18.8%	21.2%	18.7%	21.5%	8.1%	7.9%	6.0%	6.8%	10.1%
	大唐发电	全国	16.3%	15.6%	15.3%	17.1%	18.0%	4.9%	4.4%	5.0%	4.9%	4.8%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

在我们统计的 21 家水电上市公司中，除闽东电力外，2017 年上半年所有水电上市公司均实现盈利。毛利率突出的公司是长江电力（56.7%）、黔源电力（54.4%）、桂冠电力（54.1%）以及川投能源（54.1%）。二季度来水改善，水电公司毛利率和净利率环比一季度普遍提升，闽东电力的亏损也大幅收窄。

表 6：水电公司分区域盈利情况对比

区 域	公司名称	省份	毛利率					净利率				
			18H1	17H1	18Q2	17Q2	18Q1	18H1	17H1	18Q2	17Q2	18Q1
华 东	闽东电力	福建	28.4%	39.2%	42.9%	43.0%	5.0%	-46.4%	11.0%	-25.1%	18.0%	-80.8%
	韶能股份	广东	23.6%	34.1%	24.8%	36.6%	22.2%	12.6%	18.3%	11.4%	20.7%	14.1%
	梅雁吉祥	广东	32.4%	38.2%	36.7%	34.5%	26.5%	9.6%	94.9%	10.7%	143.7%	8.0%
中 南	湖北能源	湖北	29.0%	33.4%	34.5%	40.6%	23.9%	24.2%	24.2%	24.0%	29.7%	24.3%
	郴电国际	湖南	15.1%	17.5%	17.1%	19.5%	13.2%	5.8%	6.6%	7.0%	8.4%	4.6%
	湖南发展	湖南	44.0%	58.4%	49.2%	62.4%	37.0%	34.4%	42.9%	40.3%	44.7%	26.6%
	桂冠电力	广西	54.1%	47.2%	50.9%	51.4%	57.8%	30.3%	24.5%	26.8%	28.4%	34.3%
	桂东电力	广西	6.0%	7.7%	9.0%	10.4%	3.3%	0.4%	0.4%	3.0%	4.2%	-2.0%
西 南	明星电力	四川	13.7%	13.1%	13.9%	13.3%	13.5%	6.3%	6.1%	5.9%	5.3%	6.6%
	西昌电力	四川	19.0%	21.9%	19.2%	21.0%	18.8%	2.2%	3.1%	2.0%	-0.8%	2.4%
	乐山电力	四川	23.7%	24.9%	25.7%	27.2%	21.4%	5.8%	6.7%	7.6%	6.6%	3.8%
	川投能源	四川	54.1%	45.8%	32.9%	40.8%	65.8%	349.5%	354.1%	276.2%	308.4%	389.9%
	岷江水电	四川	15.9%	10.5%	17.6%	17.6%	13.9%	16.1%	11.8%	16.5%	20.6%	15.6%

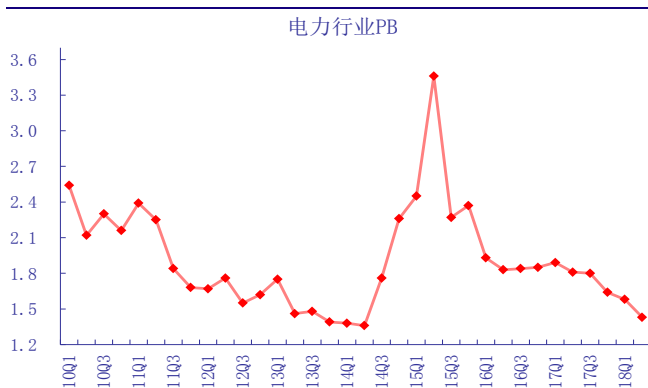
国投电力	四川	38.2%	40.3%	35.9%	34.9%	40.4%	17.4%	19.0%	13.3%	12.6%	21.0%	
广安爱众	四川	32.3%	33.1%	39.8%	38.4%	25.3%	12.9%	16.2%	17.0%	21.5%	9.1%	
三峡水利	重庆	31.7%	35.9%	48.3%	50.7%	16.3%	26.5%	27.9%	44.9%	37.9%	9.3%	
涪陵电力	重庆	18.1%	18.3%	18.7%	19.6%	17.4%	11.3%	11.2%	10.7%	10.8%	12.0%	
黔源电力	贵州	54.4%	51.6%	56.1%	51.7%	51.2%	21.6%	9.1%	26.9%	15.9%	12.1%	
文山电力	云南	40.9%	34.0%	34.2%	40.7%	47.1%	26.3%	18.9%	18.5%	22.4%	33.6%	
西北	甘肃电投	甘肃	41.4%	34.4%	54.0%	50.5%	15.7%	14.4%	-2.0%	37.9%	24.9%	-33.6%
全国	长江电力	全国	56.7%	55.2%	63.2%	61.4%	48.0%	44.4%	42.0%	51.5%	47.2%	34.8%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（六）电力行业整体估值水平持续下移

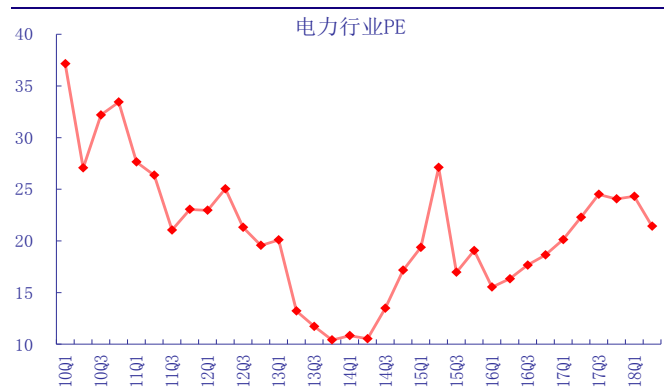
2018年二季度，受到A股市场波动的影响，电力公司整体股价继续下行。2018年二季度电力行业平均市盈率从一季度的24.32降至21.43，市净率自1.58下降至1.43；同期全部A股市盈率自18.48下降至15.99，市净率自1.94下降至1.71。而进入三季度后，由于市场波动加剧，风险偏好持续下移，电力防御属性的价值可能会进一步凸显。

图 20：电力行业整体市净率变化情况



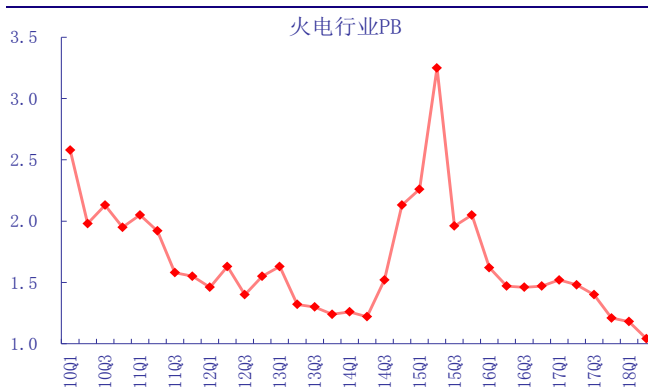
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 21：电力行业整体市盈率变化情况



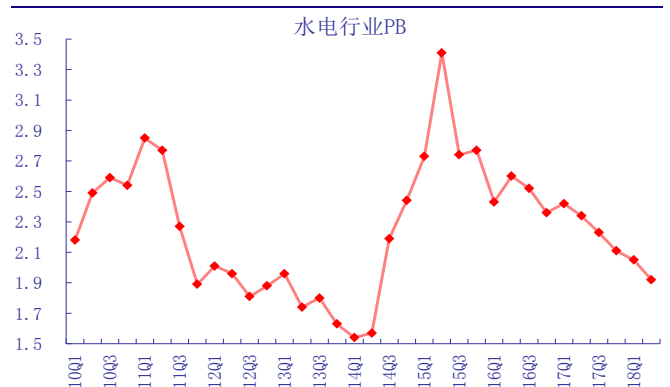
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 22：火电行业整体市净率变化情况



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 23：水电行业整体市净率变化情况



资料来源：wind，中国银河证券研究院

三、投资建议

基本面不确定性增加导致市场避险情绪升温。今年以来，中美贸易摩擦愈演愈烈，国际贸易保护主义抬头，美元加息周期带来全球流动性趋紧，国内去杠杆政策引起信用紧缩，A股市场波动加剧，风险偏好下移，避险情绪升温。受此影响，火电、水电等弱周期防御性板块受到投资者关注。

四季度火电行业或将面临较大压力。受经济下滑影响，用电量增速或将放缓，7月数据已见端倪。全社会7月用电量增速环比下滑，火电发电量同比增长4.3%，增速环比下降2.0pct。动力煤方面，下半年国家进口煤调配额度每个月不到2000万吨，进口煤对供给影响减少；第二轮环保检查启动，露天煤停产限制产能释放。而随着电厂冬季储煤准备导致的需求增加，重点煤合同谈判开启，动力煤价格或将呈现稳中趋升的态势。电价方面，今年以来发改委已四次出台相关文件降低终端电价，近期陕西榆林已下调上网电价。在降成本背景下，无论是终端电价还是上网电价均面临较大压力。另一方面，由于去年电价上调的时间点出现在7月份，火电公司下半年收入的同比基数将有所增加。

建议关注业绩改善空间大且安全边际较高的火电公司，以及来水向好助推盈利提升的水电公司。建议关注全国性布局的华能国际、华电国际及区域性龙头福能股份、粤电力A、皖能电力等。另外，我们持续推荐水电龙头长江电力。公司作为全球最大的水电上市公司，资源禀赋优异，标的稀缺，分红比例高，现金流价值凸显。建议关注国投电力、川投能源、黔源电力等。

四、风险提示

燃料价格大幅上涨；电力需求下滑明显；上网电价下调。

表格目录

表 1: 火电行业 2018 年 1-6 月利润表与 2017 年 1-6 月利润表指标对比	1
表 2: 火电行业 2018Q2 利润表与 2017Q2、2018Q1 利润表指标对比	2
表 3: 水电行业 2018 年 1-6 月利润表与 2017 年 1-6 月利润表指标对比	3
表 4: 水电行业 2018Q2 利润表与 2017Q2、2018Q1 利润表指标对比	4
表 5: 火电公司分区域盈利情况对比	10
表 6: 水电公司分区域盈利情况对比	11

插图目录

图 1: 累计发电量增速	5
图 2: 分季度发电量增速	5
图 3: 火电行业分季度营业收入情况	6
图 4: 水电行业分季度营业收入情况	6
图 5: 秦皇岛动力煤价格变动情况	6
图 6: 火电行业毛利率分季度变化情况	6
图 7: 水电行业毛利率分季度变化情况	7
图 8: 火电行业财务费用率分季度变化情况	7
图 9: 火电行业综合资金成本分季度变化情况	7
图 10: 水电行业财务费用率分季度变化情况	8
图 11: 水电行业综合资金成本分季度变化情况	8
图 12: 火电行业资产负债率分季度变化情况	8
图 13: 水电行业资产负债率分季度变化情况	8
图 14: 火电行业扣非净利分季度变化情况	9
图 15: 火电行业净利率分季度变化情况	9
图 16: 水电行业扣非净利分季度变化情况	9
图 17: 水电行业净利率分季度变化情况	9
图 18: 火电行业净资产收益率分季度变化情况	10
图 19: 水电行业净资产收益率分季度变化情况	10
图 20: 电力行业整体市净率变化情况	12
图 21: 电力行业整体市盈率变化情况	12
图 22: 火电行业整体市净率变化情况	12
图 23: 水电行业整体市净率变化情况	12

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

周然，电力等公用事业兼新能源行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：尚薇	010-83574522	shangwei@chinastock.com.cn
北京地区：王婷	010-66568908	wangting@chinastock.com.cn
海外机构：舒英婷	010-66561317	shuyingting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn