



电力

2018.09.05

火电改善显著，水电盈利稳定

——公用事业行业 2018 半年报回顾

	周妍 (分析师)	伍永刚 (分析师)
	010-59312768	021-38676525
	zhouyan016534@gtjas.com	wuyonggang@gtjas.com
证书编号	S0880518020003	S0880511010004

本报告导读:

2018H1 火电盈利改善显著，水电盈利较为稳定。Q3 煤价旺季不旺，火电业绩有望继续改善，持续推荐火电；Q3 水电电量有望超预期，关注高股息率个股。

摘要:

- **投资建议:** 火电业绩有望持续改善，推荐资产优质、分红比例高、类债属性凸显的全国火电企业华能国际 (A+H)、华电国际 (A+H)，受益标的国电电力；水电 Q3 发电量有望超预期，但增值税退税减少存在一定负面影响，建议优选高股息率个股，推荐消纳无忧、盈利稳定的大水电川投能源，受益标的长江电力、国投电力、桂冠电力。
- **2018H1 电力板块营收、净利双增。** 2018H1 电力板块营业收入 4639.6 亿元，同比增长 18.5%，归母净利润 336.39 亿元，同比增长 21.2%。
- **火电盈利显著改善。收入端量价齐升:** 1) 电量受益于用电需求高增速以及上半年水电出力不足，2018H1 火电发电量同比增长 8.0%，火电利用小时同比增长 116 小时；2) 电价受益于 2017 年 7 月 1 日燃煤标杆上网电价上调以及市场电折价收窄。成本端控制较好：尽管 2018H1 煤价依然维持高位 (秦皇岛动力末煤 5500K 同比上涨 8.5%)，但由于长协煤炭比例及履约率的提高，今年上半年各公司入炉标煤电价涨幅低于市场煤价涨幅。收入端量价齐升叠加成本端控制较好，因此 2018H1 火电板块归母净利润 163.79 亿元，同比增长 62.0%。
- **水电盈利稳定，增长相对有限。** 2018 年上半年来水一般 (Q1 偏枯较为严重)，2018H1 水电发电量同比仅增长 2.9%，远低于全社会用电量增速 9.4%。因此 2018H1 水电板块营收 406.8 亿元，同比上升 3.9%；归母净利润 137.58 亿元，同比增长 2.1%，增长相对有限。
- **三季报展望:** 1) **火电: 煤价旺季不旺，Q3 业绩有望延续改善趋势。** 今年的煤价呈现出旺季不旺的特点，由于当前日耗难以上升，同时 9 月末即将进入煤炭需求淡季，因此我们预计煤价出现大幅度上涨的可能性较小，而去年下半年煤价较高，我们认为今年下半年煤价有望实现同比下降，帮助火电业绩实现同比改善。但值得注意的是，下半年电量增速大概率将放缓 (去年同期基数高)，同时电价同比上涨概率较小 (去年 7 月 1 日上调燃煤标杆电价的同比影响在下半年将不再存在，电价将主要受市场电折价的影响)，因此下半年火电业绩的改善将很大程度上依赖于煤价的变化，需密切关注煤价走势。2) **水电: Q3 电量有望超预期，但增值税优惠政策到期影响较大。** 今年进入汛期后各地来水明显好转，目前几大水库水位值均处于历史高位，Q3 水电公司业绩有望超预期。但不容忽视的是增值税优惠到期影响较大 (大水电增值税优惠政策已于 2017 年底到期，但 H1 业绩中尚未完全体现，因几个大水电公司在 H1 收到了过去陈欠的税收优惠款项，截止到目前已基本无陈欠补贴)。震荡市场下，水电以防御为主，关注高股息率个股。

评级: 增持

上次评级: 增持

细分行业评级

相关报告

电力:《跨省跨区输电价格降低，首个电力现货市场试运行》

2018.09.02

电力:《降电价举措加码电网端，核电审批重启预期升温》

2018.08.27

电力:《7 月用电量增速略有下滑，居民用电量增速加快》

2018.08.23

电力:《7 月用电量同比增长 6.8%，三代核电再传捷报》

2018.08.20

电力:《水电投资正当时，火电短期谨慎》

2018.08.13

目 录

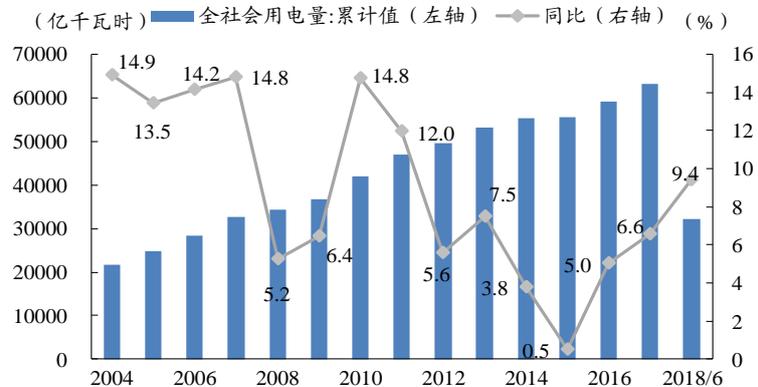
1. 2018 半年报回顾：火电改善显著，水电盈利稳定	3
1.1. 量价齐升，电力板块业绩改善	3
1.2. 火电：利用小时大幅增长，盈利显著改善	5
1.3. 水电：上半年来水一般，水电业绩稳定	7
2. 2018 年三季度展望及投资建议	9
2.1. 火电：煤价旺季不旺，Q3 有望继续改善	9
2.2. 水电：关注汛 come 来水超预期，以防御为主	9
3. 重点公司半年报点评	10

1. 2018 半年报回顾：火电改善显著，水电盈利稳定

1.1. 量价齐升，电力板块业绩改善

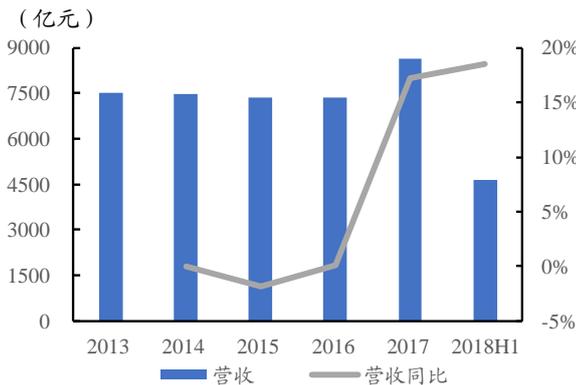
2018H1 电力板块营收、净利双增。2018H1 电力板块实现营业收入 4639.6 亿元，同比增长 18.5%，收入同比增速较高主要由于量价齐升：1) 电量增加：受益于工业生产旺盛以及今年的寒冬、热夏影响，2018 年上半年全社会用电量 3.23 万亿千瓦时，同比增长 9.4%，增速比上年同期提高 3.1 个百分点；2) 电价上涨：2017 年 7 月 1 日全国燃煤标杆上网电价上调，此外今年市场电竞价趋于理性，折价幅度缩窄。成本端虽然煤价仍处高位，但由于营收增速高于成本增速，2018H1 电力板块业绩改善显著，电力板块实现归母净利润 336.39 亿元，同比增长 21.2%。

图 1：2018 年 1-6 月全社会用电量同比增长 9.4%



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 2：2018H1 电力板块营收同比增长 18.5%



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 3：2018H1 电力板块归母净利润同比增长 21.2%

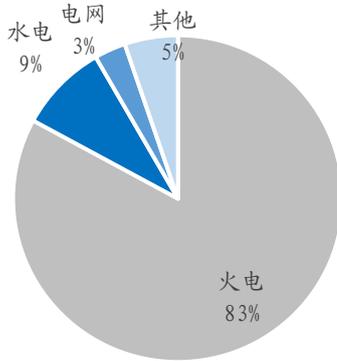


数据来源：wind，国泰君安证券研究

火电业绩改善显著，水电盈利较为平稳。按照水电、火电、电网板块考察各子板块业绩，我们发现 2018H1 火电盈利显著改善，2018H1 火电板块营收占比高达 83%，归母净利润占比 49%；水电板块营收占比 9%，归母净利润占比 41%。2018H1 各子板块业绩如下：（1）**火电板块盈利能力显著改善**：营业收入 3847.64 亿元，同比增长 20.9%，归母净利润 163.79 亿元，同比增长 62.0%，火电业绩同比大幅改善。（2）**水电板块盈利稳定**：营业收入 406.08 亿元，同比增长 3.9%，归母净利润 142.57 亿元，

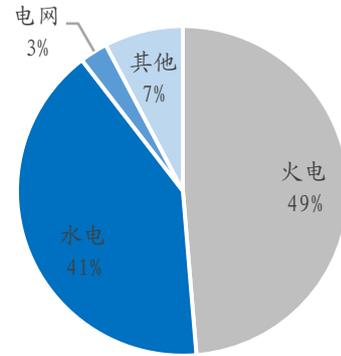
同比增长 2.9%；(3) 电网板块个体分化较大，总营业收入 143.13 亿元，同比增长 27.9%，归母净利润 9.15 亿元，同比增长 14.2%。其中桂东电力贡献了板块主要营收增量(2018H1 营收较 2017H1 增加了约 25 亿元)，业绩上文山电力、三峡水利、涪陵电力表现较好，岷江水电业绩改善较为显著。

图 4: 2018H1 火电贡献电力板块总收入的 83%



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 5: 2018H1 火电贡献电力板块总归母净利润的 49%



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 6: 2018H1 火电盈利显著改善

公司简称	营业收入	营业收入同比	归母净利润	归母净利润同比	毛利率	毛利率同比	ROE	ROE同比
火电								
深圳能源	79.81	29.3%	5.37	33.2%	22.5%	-7.1%	2.54	36.0%
穗恒运A	15.45	1.5%	0.38	-6.0%	16.8%	-22.5%	0.99	-66.0%
粤电力A	138.95	12.2%	4.49	248.6%	12.2%	20.0%	1.89	242.1%
皖能电力	58.66	9.4%	1.41	357.3%	4.4%	(4295.2%)	1.43	-381.2%
建投能源	68.40	41.5%	1.88	-19.6%	15.4%	-12.7%	1.76	-17.4%
*ST新能	7.24	-43.7%	5.62	633.1%	14.9%	436.4%	40.36	-417.9%
漳泽电力	52.77	23.2%	3.50	158.3%	2.9%	-372.4%	4.73	-167.0%
吉电股份	35.27	46.3%	1.54	306.4%	22.3%	18.1%	2.08	321.1%
赣能股份	11.95	12.4%	0.99	8.4%	12.4%	-7.0%	2.20	11.3%
东方能源	14.49	1.3%	1.18	36.9%	15.5%	46.3%	4.55	154.8%
长源电力	28.90	17.3%	0.24	126.8%	7.8%	395.0%	0.74	-127.8%
豫能控股	44.34	38.5%	-3.12	-539.4%	-5.4%	-525.0%	-5.04	446.4%
华能国际	824.05	15.4%	21.29	170.3%	13.2%	14.5%	1.97	580.4%
上海电力	108.61	18.8%	3.08	-6.4%	20.6%	31.4%	2.45	51.1%
浙能电力	277.71	22.7%	23.48	1.4%	9.7%	-17.2%	3.90	-4.8%
华电国际	415.37	13.3%	9.86	565.6%	12.4%	40.8%	2.40	-672.3%
广州发展	124.01	20.5%	4.36	21.8%	9.9%	-4.3%	2.70	16.1%
金山股份	34.41	7.2%	-1.85	-4.3%	6.7%	-19.1%	-7.12	96.9%
福能股份	38.36	55.8%	4.07	37.8%	15.1%	-19.1%	3.85	30.2%
京能电力	55.10	9.2%	3.08	386.4%	6.6%	121.1%	1.36	370.0%
中电股份	179.93	16.4%	9.13	-5.7%	6.4%	-8.3%	3.61	-5.9%
华电能源	51.25	14.3%	-0.46	-143.8%	8.0%	-41.0%	-2.01	-166.1%
华银电力	43.12	30.6%	-0.19	96.0%	5.8%	-44.2%	-0.62	-94.7%
通宝能源	28.37	25.5%	1.23	377.5%	15.3%	8.9%	2.51	361.7%
国电电力	311.79	8.5%	18.74	5.7%	21.3%	13.4%	3.63	6.2%
内蒙华电	63.44	22.7%	2.93	-9.1%	21.2%	77.1%	2.75	12.5%
大唐发电	455.43	15.8%	13.63	53.6%	16.3%	4.5%	2.73	1.5%
深南电A	10.80	23.7%	0.30	232.6%	10.2%	96.9%	1.52	-229.8%
东方市场	4.81	9.1%	0.70	-5.8%	36.7%	22.3%	1.96	-52.4%
天富能源	23.00	21.4%	0.09	-9.1%	20.9%	-34.1%	0.14	-95.6%
大连热电	4.84	-1.0%	0.11	-30.6%	12.6%	-12.8%	1.57	-30.4%
宁波热电	7.89	5.3%	0.91	43.5%	14.7%	0.1%	3.60	39.1%
宝新能源	19.59	47.6%	4.88	82.3%	36.0%	65.7%	5.63	104.3%
惠天热电	9.94	5.4%	-1.99	(-5364.8%)	-11.2%	-212.2%	-16.20	(-6126.2%)
华通热力	5.77	7.2%	0.51	-36.4%	18.1%	-26.0%	8.27	-61.2%
中闽能源	2.52	35.5%	0.75	33.0%	56.3%	-0.5%	4.24	20.3%
联美控股	13.44	13.0%	5.96	32.4%	50.8%	-3.4%	8.17	-16.0%
国投电力	177.86	27.4%	15.71	21.7%	38.2%	-5.1%	4.94	12.3%

水电									
韶能股份	16.63	-7.7%	2.04	-36.7%	23.6%	-30.8%	4.59	-57.4%	
湖南发展	1.29	-13.4%	0.52	-23.8%	44.0%	-24.7%	1.85	-65.1%	
甘肃电投	8.84	8.2%	1.23	(1161.0%)	41.4%	20.2%	2.18	-188.0%	
湖北能源	59.95	5.1%	14.13	5.1%	29.0%	-13.1%	5.51	-34.4%	
黔源电力	10.73	34.3%	1.40	197.1%	54.4%	5.4%	5.88	-3.0%	
华能水电	64.70	0.2%	8.67	-42.9%	48.6%	-3.3%	2.20	44.5%	
桂冠电力	47.52	8.3%	12.67	81.2%	54.1%	14.6%	9.10	-54.9%	
川投能源	3.38	-4.0%	11.63	-5.4%	54.1%	18.3%	5.18	-71.5%	
梅雁吉祥	0.94	-18.7%	0.07	-93.8%	32.4%	-15.1%	0.30	-90.5%	
长江电力	192.10	0.4%	85.22	5.2%	56.7%	2.8%	6.48	-65.8%	
电网									
明星电力	7.65	10.4%	0.55	26.6%	13.7%	4.8%	2.59	-40.0%	
三峡水利	5.07	7.1%	1.39	1.5%	31.7%	11.6%	5.05	-48.8%	
岷江水电	5.01	39.6%	0.83	120.7%	15.9%	5.5%	7.04	-58.1%	
桂东电力	65.58	60.5%	0.02	-57.5%	6.0%	21.6%	0.12	-98.4%	
西昌电力	4.38	3.8%	0.04	-48.8%	19.0%	13.1%	0.41	-92.6%	
乐山电力	10.77	7.8%	0.58	-4.4%	23.7%	4.8%	4.45	-76.5%	
郴电国际	13.37	14.3%	0.45	-9.3%	15.1%	13.9%	1.31	-58.6%	
广安爱众	9.64	1.2%	1.22	-18.8%	32.3%	2.5%	3.44	-61.0%	
文山电力	10.76	2.2%	2.83	42.1%	40.9%	20.2%	15.56	49.4%	
涪陵电力	10.90	11.1%	1.23	12.6%	18.1%	1.1%	10.39	-50.9%	
其他									
*ST凯迪	13.95	-37.3%	-9.61	-848.3%	6.3%	80.2%	-10.68	-408.0%	
节能风电	12.13	30.6%	3.38	47.1%	56.8%	6.6%	5.01	67.5%	
嘉泽新能	5.40	34.6%	1.57	74.6%	61.4%	9.1%	6.34	-7.5%	
中国核电	179.26	9.7%	25.79	0.7%	43.9%	5.7%	5.88	-48.7%	
太阳能	19.90	-13.8%	4.41	12.2%	49.2%	36.6%	3.61	-52.1%	
滨海能源	6.34	66.4%	-0.14	8.1%	7.6%	89.7%	-4.21	-453.6%	
银星能源	5.76	8.0%	0.47	419.7%	42.5%	28.9%	1.79	252.9%	

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

1.2. 火电: 利用小时大幅增长, 盈利显著改善

2018H1 火电盈利显著改善。收入端量价齐升: 1) 电量受益于全社会用电需求回暖以及水电出力不足(上半年来水情况一般), 2018 年上半年全国火电发电量同比增长 8.0%, 火电利用小时同比增长 116 小时; 2) 电价受益于 2017 年 7 月 1 日燃煤标杆上网电价上调, 同时市场电折价收窄, 电价同比略有上涨。量价齐升推动火电板块营收同比增长 20.9%。

成本端控制较好: 尽管 2018H1 煤价依然维持高位甚至仍同比上涨(秦皇岛动力末煤 5500K 同比上涨 8.5%), 但由于长协煤炭比例及履约率的提高, 今年上半年各公司入炉标煤电价涨幅低于市场煤价涨幅。收入端量价齐升叠加成本控制相对较好, 2018H1 火电板块实现归母净利润 163.79 亿元, 同比增长 62.0%。

图 7: 2018 年 1-6 月火电发电量同比增长 8.0%



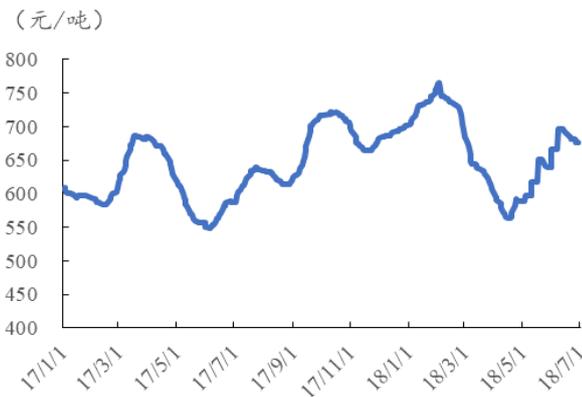
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 8: 2018H1 火电板块营收同比增长 20.9%



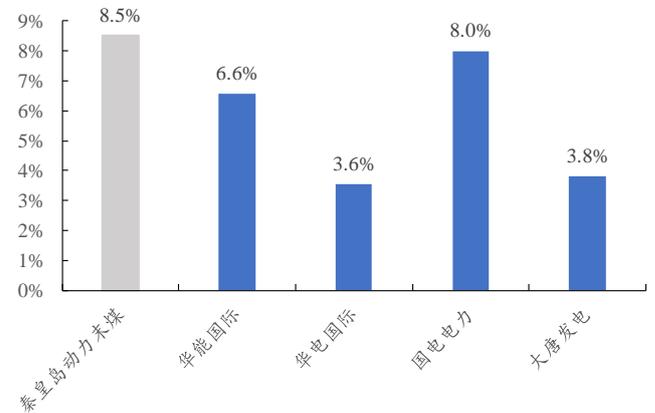
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 9: 2018H1 秦皇岛动力末煤(5500K)同比上涨 8.5%



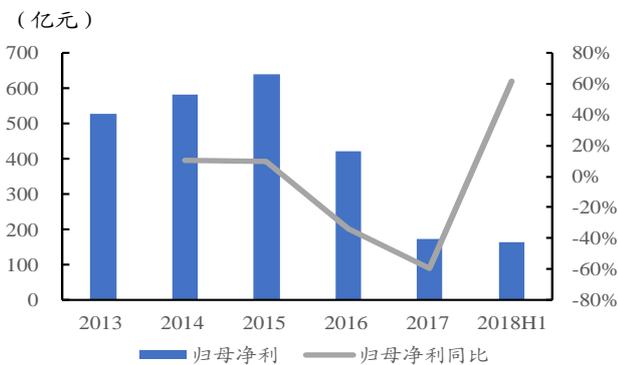
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 10: 各火电企业单位燃料成本上涨幅度低于市场煤价上涨幅度



数据来源: wind, 国泰君安证券研究 (注: 华能国际、华电国际数据来自中报业绩发布会, 国电电力数据来自调研, 大唐发电采用省份煤价加权而得)

图 11: 2018H1 火电板块归母净利润同比增长 62.0%



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

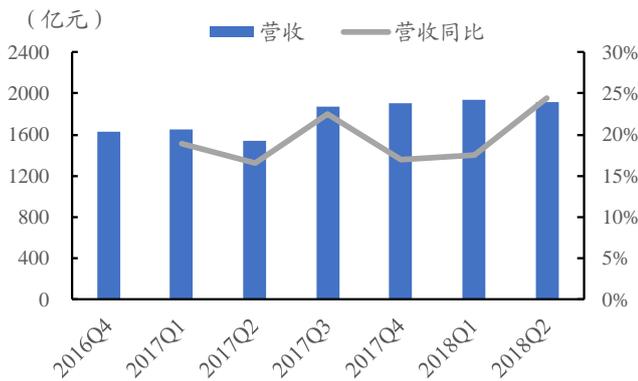
图 12: 2018H1 火电毛利率触底回升



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

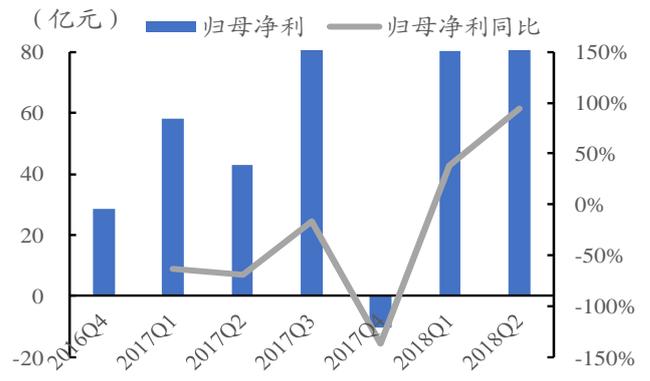
Q2 煤价环比大幅降低，毛利率持续回升。收入端量微减，营收基本持平：火电发电量的季节性差异不大（Q2 火电发电量 11740 亿千瓦时，Q1 为 12147.7 亿千瓦时，Q2 环比下降 3.4%），电价方面基本持平，因此 Q2 营收环比基本持平（Q2 营收 1912.31 亿元，环比下降 1.14%）。**成本端显著受益于煤价下跌：**Q2 煤价显著降低（以秦皇岛动力末煤 5500K 为例，Q2 均价环比下降 10.3%），因此 Q2 火电盈利环比改善，归母净利 83.42 亿元，环比增长 3.79%。Q2 毛利率为 13.9%，较 Q1 提升 1.1 个百分点。

图 13: 2018Q2 火电板块营收环比略有下降



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 14: 2018Q2 火电归母净利环比增长 3.79%



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 15: Q2 秦皇岛动力末煤价(5500K)环比下降 10.3%



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 16: Q2 火电毛利率继续提升

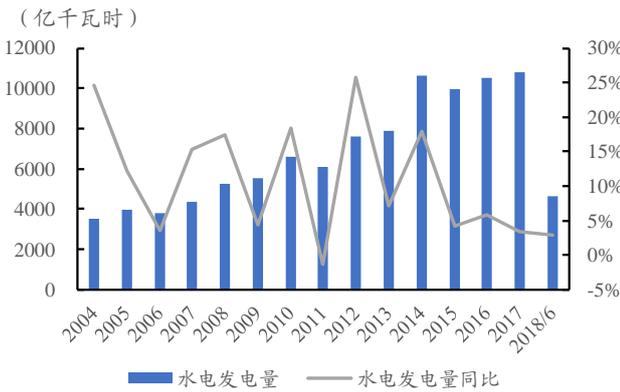


数据来源: wind, 国泰君安证券研究

1.3. 水电: 上半年来水一般, 水电业绩稳定

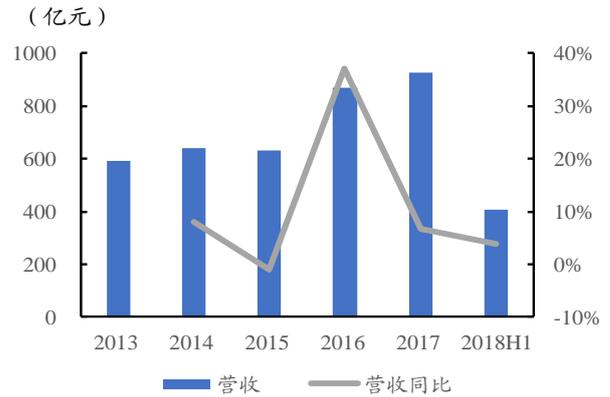
2018 年 1-6 月来水一般，水电增长相对有限。由于 2018 年上半年来水一般（Q1 偏枯较为严重），水电发电量同比仅增长 2.9%，远远低于全社会用电量增速 9.4%。2018H1 水电板块实现营业收入 406.8 亿元，同比上升 3.9%；归母净利润 137.58 亿元，同比增长 2.1%。毛利率 40.2%，同比下降 1.1 个百分点。

图 17: 2018 年 1-6 月水电发电量同比增长 2.9%



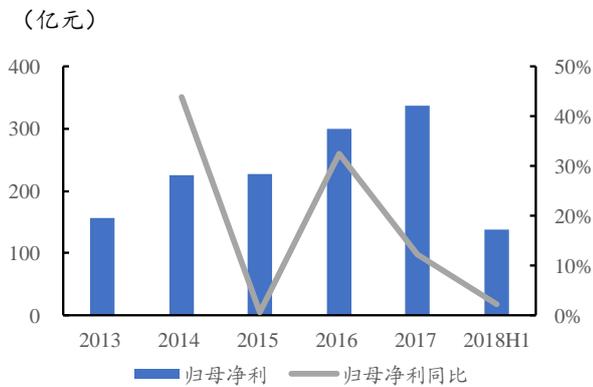
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 18: 2018H1 水电板块营收同比增长 3.9%



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 19: 2018H1 水电板块归母净利润同比增长 2.1%



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

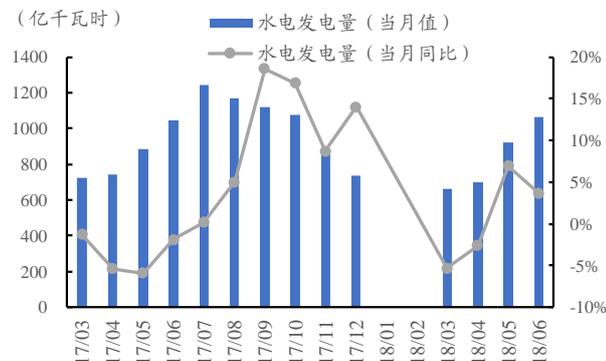
图 20: 水电毛利率略有下滑



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

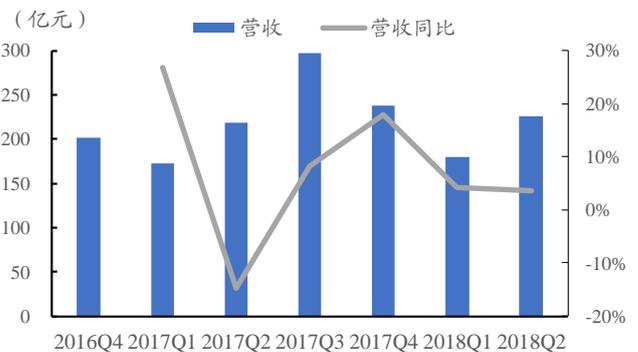
水电季节性较为明显, 汛期后来水转好。水电发电量的季节性较为明显, 今年 Q1 来水明显偏枯, 5 月后来水转好, 5 月当月发电量同比增速实现由负转正, 6 月维持正增速。受益于电量增长, Q2 水电营收环比增长 25.37%, 归母净利润环比增长 54.5%。

图 21: 5 月后水电发电量同比增速由负转正



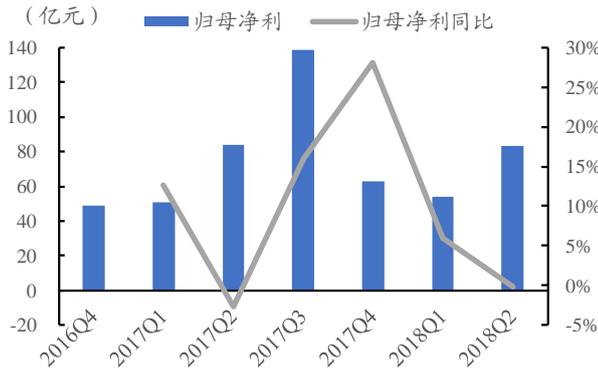
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 22: 2018Q2 水电板块营收同比增长 3.6%



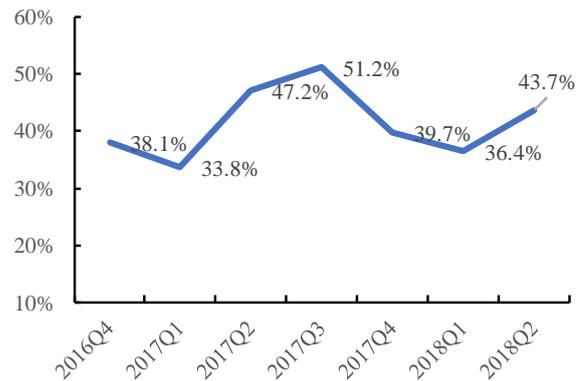
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 23: 2018Q2 水电板块归母净利润同比下降 0.25%



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 24: Q2 水电毛利率环比提升 6.7 个百分点



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

2. 2018 年三季度报展望及投资建议

2.1. 火电: 煤价旺季不旺, Q3 有望继续改善

短期: 煤价旺季不旺, Q3 业绩有望延续改善趋势。今年的煤价呈现出旺季不旺的特点, 从当前数据来看, 沿海六大电厂日耗难以上升, 库存维持高位, 同时 9 月末即将进入煤炭需求淡季, 我们预计煤价出现大幅度上涨的可能性较小, 由于去年下半年煤价较高, 我们认为今年下半年煤价有望实现同比下降, 帮助火电业绩实现同比改善。但值得注意的是, 下半年电量增速大概率将放缓 (去年同期基数高), 同时电价继续同比上涨的可能性较小 (2017 年 7 月 1 日电价调整带来的电价影响在下半年将不再存在, 电价的变动将主要受市场电折价的影响), 因此下半年火电业绩的改善将很大程度上依赖于煤价的变化, 需密切关注煤价走势。

长期: 火电拐点确立, 攻击性显现, 本轮周期有望持续 1-3 年时间。我们认为火电盈利能力逐步回升的拐点已在 18Q1 确立, 未来随着煤价逐步回归合理区间以及利用小时逐步回升, 火电有望有望走入盈利能力修复的大周期上升通道, 此轮火电向好的周期有望持续 1-3 年。

低估值、高分红 H 股、A 股龙头火电受益。(1) 火电龙头估值处于历史低点。华能国际 (H 股)、华电国际 (A+H 股) 均为资产优质的全国性火电企业, 且标的估值处于历史低点 (华能 A 股、华电 A 股、华电 H 股 PB 分别为 0.74、0.85、0.55 倍)。(2) 分红率高, 类债属性凸显。火电股基本维持较高的分红水平 (其中华能国际承诺分红不低于归母净利润的 70%), 在市场波动增大的情况下, 火电股高分红的类债属性进一步凸显。在盈利能力、估值双重修复的情况下, 我们给予低估值、高分红的火电股价 30-50% 的上涨空间。

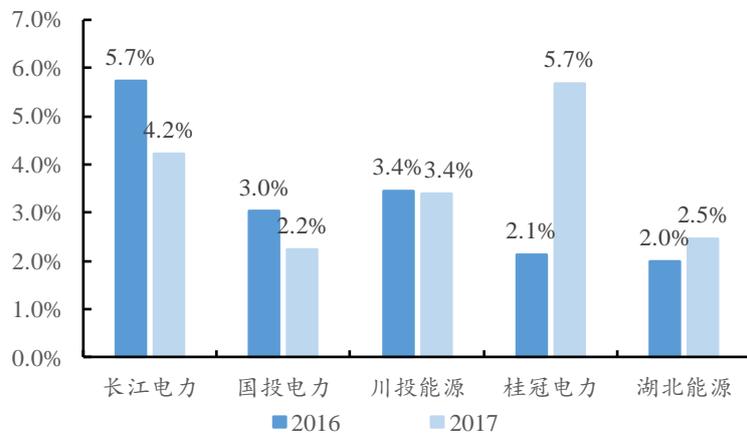
2.2. 水电: 关注汛以来水超预期, 以防御为主

Q3 水电发电量有望超预期, 但增值税优惠政策到期影响较大。今年进入汛期后各地来水明显好转, 目前几大水库水位值均处于历史高位, Q3 水电公司业绩有望超预期。但不容忽视的是增值税优惠到期影响较大

(大水电增值税优惠政策已于 2017 年底到期, 但 H1 业绩中尚未完全体现, 因几个大水电公司在 Q1 收到了过去拖欠的税收优惠款项, 截止到目前已基本无陈欠补贴), 因此我们预计未来大水电业绩会在一定程度上受到增值税优惠到期的不利影响。

水电以防御为主, 关注高股息个股。水电公司分红比率较高, 根据 2017 年度分红数据计算, 长江电力、国投电力、川投能源、桂冠电力几大主要水电企业股息率分别为 4.2%、2.2%、3.4%、5.7%。在市场波动较大的背景之下, 水电防御性凸显, 我们认为消纳有保障、盈利能力稳定、高分红、低估值以及在过去体现出较好防御性的大水电标的有望受到资金青睐, 推荐川投能源, 受益标的包括长江电力、国投电力、桂冠电力。

图 25: 大水电企业股息率较高



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

3. 重点公司半年报点评

➤ 华能国际: 同比大增符合预期, 全年业绩有望超预期

事件: 8 月 1 日公司发布 2018 半年报, 上半年营业收入 824.05 亿元, 同比增长 15.36%; 归母净利润 21.29 亿元, 同比增长 170.29%, 符合预期。

量价齐升, 2018H1 业绩大幅改善。电量方面, 受益于用电需求高增长以及上半年水电来水不佳, 公司火电利用小时大幅提升, 2018H1 上网电量 1963.87 亿千瓦时, 同比增长 11.5%; 电价方面, 受 2017 年 7 月 1 日上调燃煤标杆电价的同比效应影响, 2018H1 平均上网电价 418.57 元/兆瓦时, 同比增长 2.7%。量价齐升带动公司营业收入同比增长 15.36%, 尽管成本端煤价仍处高位, 上半年单位燃料成本同比上涨 5.84%, 但利用效率提升降低了燃料成本以外的其余单位成本, 因此归母净利仍实现大幅改善, 2018H1 归母净利 21.29 亿元, 同比增长 170.29%。

煤价近期有望持续下跌, 全年业绩有望超预期。六月以来煤价持续下行, 当前数据来看日耗难以上升, 港口和电厂库存维持高位, 我们预计煤价旺季不旺。全年业绩预测: 1) 2018 全年单位燃料成本同比下降 2.5%, 预计 2018 归母净利 48 亿; 2) 2018 全年单位燃料成本同比持平, 预计 2018 归母净利 37 亿; 3) 2018 全年单位燃料成本同比上升 2.5%, 预计 2018 归母净利 26 亿。

➤ **华电国际：2018H1 同比扭亏为盈，Q2 业绩略低于预期**

事件：8月28日公司发布半年报，18H1 营业收入 415.4 亿元，同比增长 13.3%；归母净利润 9.9 亿元，同比扭亏为盈。略低于预期。

2018H1 扭亏为盈，毛利显著提升。营业收入同比上升 13.3%，主要由于 18H1 发电业务量、价齐升（电量 894.7 亿千瓦时，同比增长 8%；电价 0.408 元/千瓦时，同比上涨 8.9%）。营业成本上涨 8.9%，主要由于电量增长叠加煤价上涨（预计单位燃料成本同比上升 3%-4%）。收入上涨幅度高于成本上涨幅度，毛利同比显著上升（提升 3.6 个百分点至 12.4%），最终归母净利润 9.9 亿，同比扭亏为盈（去年亏损 2.1 亿）。

Q2 单季业绩略低于预期，Q3 有望持续改善。Q2 归母净利润 3 亿元，环比下降 56.6%，主要受到三方面因素影响。1）供电利润基本持平：尽管 Q2 电价有所下降，但受益于单位燃料成本下降幅度较大（预计环比下降 4%-5%），供电利润环比基本持平；2）供热收入、利润减少：Q2 供热收入/利润环比减少（Q1 是供暖季，Q2 供热减少是正常的季节性波动）；3）费用增加：Q2 管理费用环比增加 1.4 亿元。进入三季度以来，7/8 月煤价旺季不旺，9 月后煤炭需求下降，煤价大幅上涨的可能性较小，在电量增长的推动下，公司 Q3 业绩有望同比改善。

➤ **国电电力：业绩改善有限，国电神华合并尘埃落定**

事件：18H1 营业收入 311.79 亿元，同比增长 8.47%，归母净利润 17.95 亿元，同比增长 6.02%，符合预期。

归母净利润同比略增，业绩改善相对有限。18H1 归母净利润同比增长 6.02%，相比于其他火电龙头，公司业绩改善幅度相对有限，主要有两方面原因，1）业绩基数高：由于水、风电占比较高（占比 35%左右），17H1 业绩基数较高（17H1 毛利率 18.8%，远高于华能 11.5%、华电 8.8%等火电龙头）。2）火电改善有限：公司受地域等影响，利用小时数上升远低于行业平均以及火电龙头（公司同比+30，华能、华电均同比约+100 小时）。火电盈利能力改善有限，限制了公司整体盈利能力的上升，毛利率提升幅度有限（18.8%提升到 21.3%）。

弃风率下降，风电显著改善。受益于弃风率下降，风电利用小时显著增加，18H1 利用小时同比增长 229 至 1300 小时，因此风电电量同比增加 18.6 亿千瓦时，风电板块利润约占总利润的 1/3 以上。

国电、神华合并尘埃落定，煤电联营优势有望凸显。公司近日公告国电与神华集团合并交割条件已全部满足，之后双方拟以各自所持相关火电公司股权及资产，共同组建国电控股的火电合资公司。合并后国电控股装机容量有望提升 50%以上，同时由于神华旗下火电资产优质（多集中在浙江、安徽、江苏等地区），公司盈利能力有望显著提升。未来在与神华的煤电一体化进程中，合资公司在成本端的优势有望进一步凸显。

➤ **大唐发电：收购集团资产并表，量价齐升经营向好**

事件：8月24日公司发布半年报，2018H1 公司实现营业收入 445.4 亿元，同比增长 15.8%；归母净利润 13.6 亿元，同比增长 53.6%。符合预期。

收购集团资产并表，电量显著增长。18H1 上网电量约 1233.1 亿千瓦时，与去年同期公告值（重述前）相比，同比上涨 43.8%，主要源于：1）收购资产贡献：公司收购安徽、河北和黑龙江公司发电资产（合计 1391.3

万千瓦), 于 18 年 4 月完成交割, 装机容量较去年同期增长约 29.5%, 拉动上网电量同比增长约 31.2%; 2) 利用小时提升: 受全社会用电量增长影响, 公司发电资产所在区域火电利用小时数增长, 同时公司有部分机组投产, 拉动上网电量同比增长约 12.6%。

主业经营向好, Q3 业绩有望继续改善。 受益于量价齐升 (电价同比增长 2.5%), 18H1 营收同比增长 15.8%, 同时成本端控制较好 (测算得单位燃料成本上涨幅度在 4%以内), 营业成本同比上升 11.7%, 成本上涨幅度低于收入上涨幅度, 18H1 毛利率 16.3%, 较去年同期提升 3 个百分点。由于去年下半年煤价基数较高, 我们预计今年下半年煤价有望同比持平或略降, 在电量提升的拉动下, Q3 业绩有望继续同比改善。

➤ 皖能电力: 扭亏为盈符合预期, 期待优质资产注入

事件: 8 月 29 日公司发布半年报, 2018H1 营业收入 58.66 亿, 同比增长 9.4%; 归母净利 1.41 亿元, 同比扭亏为盈, 符合预期。同时公司公告拟以股权+现金方式收购神皖能源 49%股权。

2018H1 扭亏为盈, 业绩改善符合预期。 营业收入同比上升 9.4%, 主要由于 18H1 发电业务量、价齐升, (电量 136.2 亿千瓦时, 同比增长 12.5%, 原因是钱营孜两台机组投产以及利用小时数提升), 营业成本同比上升 4.7%。营业收入上涨幅度高于营业成本, 毛利率同比显著提升 (提升 4.3 个百分点至 4.4%)。此外投资收益同比增长 0.93 亿元, 最终 18H1 归母净利 1.4 亿元, 同比扭亏为盈 (2017H1 亏损 0.5 亿元)。

收购神皖能源方式拟更改, 资产注入有望提升盈利能力。 公司公告发行股份收购神皖能源 24%股权 (皖能集团拟全额认购), 以现金方式继续收购其余 25%股权 (原计划为发行可转债收购神皖能源 49%股份)。神皖装机规模较大 (注入后可增加皖能电力权益装机 45%), 同时神皖的煤炭 100%由控股股东神华供应, 成本端优势显著, 盈利能力业内领先 (17 年毛利率 16.2%, 高于华能国际、皖能电力)。收购完成后, 公司体量及盈利能力有望显著提升。

➤ 浙能电力: 营收显著增长, 高煤价拖累业绩

事件: 8 月 23 日公司发布半年报, 2018H1 营业收入 277.71 亿元, 同比增长 22.7%; 归母净利 23.48 亿元, 同比增长 1.4%。符合预期。

电量增拉动收入显著增长, 煤价高涨拖累业绩。 18H1 电力及热力收入 230.50 亿元, 同比增长 17.6%。(一) 收入端: 上网电量 589.98 亿千瓦时, 同比增长 19.3%, 原因有二: 1) 装机容量增长: 与去年同期相比, 18H1 新增投产装机接近 200 万千瓦 (宁夏枣庄 2*66 万千瓦、滨海热电 4*5.7 万千瓦等); 2) 浙江省用电需求旺盛: 18H1 浙江省用电量同比增长 10.95%。电价变化不大, 根据在运电站的电价加权平均, 18H1 电价同比略降 2%-3%。(二) 成本端: 标煤单价同比上涨超 37 元/吨, 同时电量增加, 18H1 营业成本 250.76 亿元, 同比上涨 25.5%。由于成本上涨幅度超过收入上涨幅度, 主营业务毛利与去年同期基本持平。

联营火电贡献投资收益增加, 归母净利同比略增 1.4%。 18H1 投资收益 16.42 亿元 (其中核电投资收益约 4.8 亿, 火电投资收益约 5.5 亿), 同比增长 11.3%, 今年上半年联营火电企业浙江国华浙能发电 (40%股权) 利润同比增加 3.72 亿, 带来的投资收益同比增加约 1.5 亿。受益于投

投资收益增加，公司归母净利 23.48 亿元，同比略增 1.4%。

➤ **国投电力：火电量价齐升，上半年业绩显著增长**

事件：国投电力发布 2018 半年报，上半年营业收入 177.86 亿元，同比增长 27.38%；归母净利润 15.71 亿元，同比增长 21.74%。

火电量价齐升：18H1 火电发电量 275.95 亿千瓦时，同比增长 49.6%，上网电价 0.377 元/千瓦时，同比增长 6.3%。电量大幅增长有两点原因：1) 新投产机组贡献增量，湄洲湾二期、北疆二期（共 400 万千瓦）均于 17H2-18H1 期间投产；2) 18H1 用电需求旺盛，同时火电机组所在地来水偏枯，公司火电利用小时显著提升；3) 北部湾因与大用户签约直购电量，18H1 上网电量 18.87 亿千瓦时，同比增长 116.90%。

雅砻江水电业绩持平，略超预期：上半年公司水电板块业绩同比下降 5%左右（国投大朝山来水较少，电量下滑较为严重），但公司最核心的水电资产雅砻江水电表现较好，虽受增值税退税优惠政策到期影响，18H1 雅砻江增值税返还减少 2.04 亿元，但雅砻江水电上半年电量同比增长 3.2%，电价同比增长 0.7%，最终雅砻江水电上半年业绩同比基本持平，仅同比下滑 1%。

➤ **福能股份：投资收益贡献利润实现增长，气电盈利有望大幅改善**

事件：8 月 27 日公司发布半年报，2018H1 公司实现营业收入 38.4 亿元，同比增长 55.8%；归母净利 4.1 亿元，同比增长 37.8%。符合预期。

电量显著增加，拉动营收大幅增长。18H1 营业收入 38.4 亿元，同比增长 55.8%。电量端，18H1 上网电量 83.2 亿千瓦时，同比增长 99%，原因包括：1) 18 年完成华润六枝 51%股权收购（煤电+30.2 亿千瓦时）；2) 鸿山热电利用小时提升（鸿山热电+4.6 亿千瓦时）；3) 晋江气电利用小时提升（气电+5.2 亿千瓦时）。电价端，热电（+0.022 元/千瓦时）、气电（+0.055 元/千瓦时）电价均同比有所上涨。

下半年替代电政策落地，气电有望扭亏为盈。18H1 晋江气电受高气价且无替代电影响，净利润-1.3 亿，亏损较去年同期有所扩大（17H1 为-0.9 亿），下半年随着替代电政策的落地（替代电预计增加毛利 5.7 亿元），晋江气电有望实现扭亏为盈，预计全年净利 1 亿元左右，将有助于公司业绩继续实现同比改善。

➤ **中国核电：上半年业绩平稳，在建机组即将投产**

事件：8 月 23 日公司发布半年报，上半年营业收入 179.26 亿元，同比增长 9.75%；归母净利 25.79 亿元，同比增长 0.69%，符合预期。

电量增电价减，营收同比增长 9.7%。电量端，与去年同期相比，2018H1 新增机组投产（福清 4 号于 2017 年 9 月投产，田湾 3 号于 2018 年 2 月投产），2018H1 上网电量 505.7 亿千瓦时，同比增长 13.4%；电价端，受市场电比例扩大影响，平均电价有所下滑。电量增电价减，2018H1 营业收入同比增长 9.7%，营收增幅略低于电量增幅。

增值税退税减少，归母净利小幅增长。2018H1 毛利同比增长 15.1%，但归母净利仅同比增长 0.7%，主要受两方面影响：1) 费用增加：由于在运机组增加，2018H1 管理费用及财务费用均同比有所增长，三费率略有提高（2018H1 为 16.6%，2017H1 为 16.2%）；2) 增值税返还减少：由于

田湾 1/2 号、泰山三核等机组增值税退档等原因，2018H1 增值税返还同比减少 41.2%（2018H1 增值税返还 7.4 亿元，去年同期为 12.6 亿元）。

➤ **中广核电力：上半年业绩符合预期，期待核电审批放开**

事件：中广核电力发布 2018 半年报，上半年营业收入 230.07 亿元，同比增长 7.5%；归母净利润 43.75 亿元，同比减少 28.2%，扣非归母净利润 43.48 亿元，同比减少 4.3%。符合预期。

主营业务收入略增，毛利略减：收入端，2018H1 控股电站上网电量 599.2 亿千瓦时，同比增长 9.2%，但电价略有下滑（2017 年 7 月宁德核电 3、4 号机组电价下调；今年上半年市场电比例扩大，拉低平均电价），主营业务量增价减，上半年营业收入同比增长 7.5%；成本端，电量增加带来核燃料、折旧等成本增加，此外其他成本同比增长 29.4%（2018H1 实施大修次数增加，同时广东省的 20% 市场电折价不体现在电价中，在成本中计提），上述原因导致上半年营业成本同比增长 17%。成本上涨幅度高于收入上涨幅度，公司主营毛利略减，毛利同比减少 2.2%。

重估收益影响，少数股东权益增加，归母净利下滑明显：报告期内归母净利润同比减少 28.2%，但扣非归母净利仅同比减少 4.3%，原因是 2017 年宁德核电由合营公司变更为附属公司产生重估收益 17.85 亿元，影响 2017H1 归母净利 14.34 亿元，而本报告期无此值。此外 2018H1 少数股东权益同比增长 7 亿左右，少数股东权益的变化有三方面原因：1) 2017 年底公司出售阳江 17% 股权给中电核电，同时阳江本期利润同比增长，阳江少数股东权益增加；2) 防城港引入战略投资者，同时本期利润同比增长，防城港少数股东权益增加；3) 宁德本期利润同比增长，宁德少数股东权益增加。

➤ **长江电力：投资收益大幅增长，上半年业绩略超预期**

事件：18H1 营业收入 192.1 亿元，同比减少 0.4%，归母净利 85.2 亿元，同比增长 5.2%，略高于预期。

主业盈利符合预期，毛利略有提升。18H1 营收 192.1 亿元，同比减少 0.4%。1) 收入端基本持平：上网电量 813.2 亿千瓦时，同比减少 0.4%；上网电价同比持平。2) 成本端略有下降：成本同比减少 3.8%。营收持平成本减少，毛利同比增加 2.5 亿元，主业经营符合预期。

投资收益大幅增长，业绩略超预期。18H1 投资收益 22.9 亿元，同比大幅增长 45%（上半年减持建行 H 股，获得处置收益 7.97 亿元）。此外，上半年收到此前陈欠的增值税退税 7.2 亿元，略超预期。（去年同期为 9.7 亿，增值税优惠政策于 2017 年底到期，原本预期今年上半年会大幅减少）。上述两大因素带动 18H1 归母净利 85.2 亿元，同比增长 5.1%。

➤ **川投能源：上半年业绩略减，雅砻江水电略超预期**

事件：8 月 23 日公司发布半年报，2018H1 公司实现营业收入 3.38 亿元，同比减少 3.96%；归母净利 11.63 亿元，同比减少 5.43%。符合预期。

雅砻江水电业绩略超预期。增值税退税优惠政策于 2017 年底到期，雅砻江水电今年上半年在退税优惠取消的情况下（2017H1 雅砻江增值税返还 2.74 亿元，2018H1 无退税，但收到之前陈欠的 0.69 亿退税额），由

于量价齐升（上半年雅砻江水电上网电量 297.59 亿千瓦时，同比增长 3.2%，上网电价 0.281 元/千瓦时，同比增长 0.7%），净利润同比仅下降 0.24 亿元，同比略降 1%，利润下降幅度低于市场预期。

大渡河尚未分红，投资收益略减导致归母净利下滑。18H1 营收 3.38 亿元，同比略减 3.96%，其中电力主业经营稳定（上网电量 11.98 亿千瓦时，同比增长 5.18%；上网电价 0.234 元/千瓦时，同比增长 0.43%），营收略减的原因是交大光芒销售收入减少 0.2 亿元。18H1 归母净利 11.63 亿元，同比减少 5.43%，主要受投资收益减少影响，上半年投资收益 12.19 亿元，同比减少 4.56%，投资收益减少原因有二：1）参股 10%的国电大渡河分红尚未收到，去年同期分红 0.47 亿；2）雅砻江水电投资收益 12.19 亿元，同比减少 0.11 亿元。

表 1: 重点公司盈利预测与估值

代码	公司	股价 (元)	EPS (元)			PE			评级
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
0902.HK	华能国际电力股份	5.07	0.32	0.46	0.60	16	11	8	增持
1071.HK	华电国际电力股份	2.87	0.17	0.27	0.39	17	11	7	增持
600011.SH	华能国际	7.31	0.32	0.46	0.60	23	16	12	增持
600027.SH	华电国际	3.67	0.17	0.27	0.39	22	14	9	增持
000543.SZ	皖能电力	4.52	0.16	0.21	0.31	28	22	15	增持
600023.SH	浙能电力	4.96	0.41	0.51	0.61	12	10	8	增持
601991.SH	大唐发电	3.17	0.18	0.23	0.29	18	14	11	增持
600483.SH	福能股份	8.25	0.74	0.89	1.07	11	9	8	增持
1816.HK	中广核电力	1.84	0.2	0.24	0.25	9	8	7	增持
601985.SH	中国核电	5.93	0.32	0.44	0.47	19	13	13	增持
600674.SH	川投能源	8.10	0.73	0.75	0.75	11	11	11	增持
600795.SH	国电电力	2.56	0.17	0.22	0.25	15	12	10	-
600900.SH	长江电力	16.11	0.99	1.00	1.02	16	16	16	-
600886.SH	国投电力	7.46	0.55	0.60	0.63	14	12	12	-

数据来源：Wind，国泰君安证券研究（国电电力、长江电力、国投电力盈利预测来自 Wind 一致预期，股价对应 2018 年 9 月 4 日收盘价）

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

	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。	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
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。	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

国泰君安证券研究所

	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		