

火电行业筑底反转，盈利拐点来临

火电行业 2018 中报总结

投资建议： 优异

上次建议： 优异

投资要点：

行情回顾：火电行业强势

2018年年初以来，公用事业各子板块分化。截止到2018/9/11，申万火电指数区间涨跌幅为-15.48%，申万水电指数区间涨跌幅为-13.76%，申万燃气指数区间涨跌幅为-26.06%；而同期沪深300指数的涨跌幅为-21.12%，公用事业各子板块走势分化。其中，火电行业指数在7月以来相对收益较为显著。在大盘指数大幅下跌的情况下，华能国际、华电国际区间涨跌幅分别达19.96%、3.43%。

业绩回顾：营收小幅增长，净利大幅下滑

2018年上半年，我们选取的27家A股火电企业总营业收入同比增速达16.97%，主要原因为全社会用电量增速的提升带来的用电小时数回升；而净利润也开始同比大幅回升65.95%，主要原因为电价及发电量的同比提升。盈利能力方面，火电行业2018年上半年约13.47%，相较2017年全年小幅提升1.24个百分点；上半年净利率约4.73%，相较2017年提升2.16个百分点。整体ROE方面，2018年一季度降至谷底约1.08%，上半年整体升至1.69%，我们预计后续将开启逐步上行的趋势。

火电行业筑底进行时，业绩改善可期

我们认为，火电行业目前正在筑底过程中。对于行业的有利因素包括：（1）全社会用电量增速持续回暖。今年1-6月，全社会用电量累计32291亿千瓦时，同比增速达9.4%。（2）煤电规划建设将严格控制。“十三五”期间，全国预计将停建和缓建煤电产能1.5亿千瓦，淘汰落后产能0.2亿千瓦以上。在煤电供给侧改革的背景下，火电的利用小时数有望止跌回升；（3）动力煤价格上行动力小。煤炭价格大幅上行后，发改委等部门出台了多项措施稳煤价，未来在绿色区间运行的可能较大，煤电企业成本无进一步上行压力。而市场化交易电量的扩大以及清洁能源挤压的趋势仍将增长，这是行业除了高煤价外的两个压制因素。

建议关注低估值电力央企

火电板块目前的估值处于历史低位水平，而从未来盈利逐步改善的角度，我们认为火电板块已值得逐步配置。在标的选择上，我们建议重点关注低估值的电力央企，包括华能国际（600011.SH）&（0902.HK），华电国际（600027.SH）&（1071.HK），大唐发电（601991.SH）&（0991.HK），国电电力（600795.SH）及中国电力（2380.HK）。

风险提示

1. 政策风险；
2. 利用小时数下滑风险；
3. 市场化交易电量占比扩大风险；
4. 清洁能源挤压风险；

一年内行业相对大盘走势



虞栋 分析师

执业证书编号：S0590517090002

电话：0510-82835080

邮箱：yudong@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《三季度业绩预告密集发布，关注“十九大”
《公用事业》
- 2、《环保政策日益趋严，看好板块后续发展》
《公用事业》
- 3、《“十三五”挥发性有机物污染防治工作方案出台》

正文目录

1.	市场总结与回顾.....	3
1.1.	行情回顾：火电板块开始跑赢沪深 300 指数	3
1.2.	业绩总结：营收小幅增长，净利同比反弹.....	4
2.	投资策略：关注低估值电力央企	6
3.	风险提示.....	8

图表目录

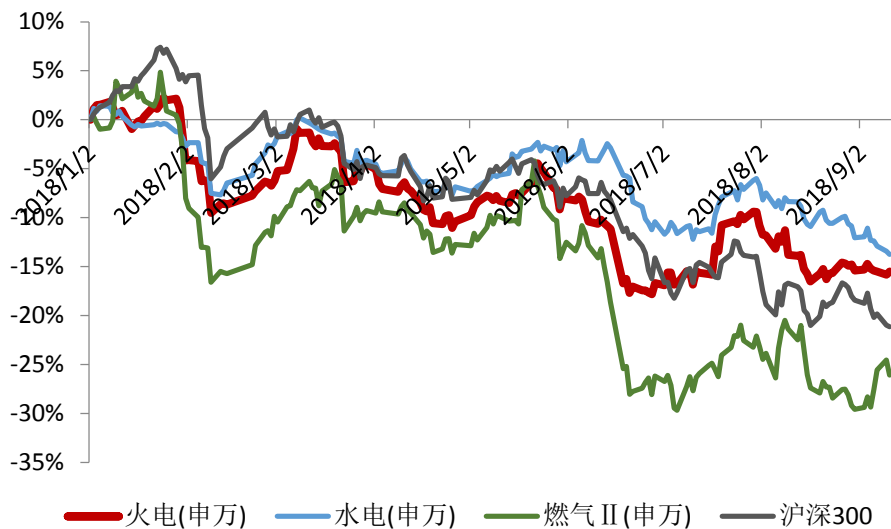
图表 1:	18 年年初至今公用事业各子板块涨跌情况.....	3
图表 2:	个股涨跌幅排名.....	3
图表 3:	17 年 5 月至 18 年 5 月火电行业涨跌幅前五大股票.....	4
图表 4:	火电行业营收增速.....	4
图表 5:	火电行业归母净利润增速.....	4
图表 6:	火电行业综合毛利率.....	5
图表 7:	火电行业净利率.....	5
图表 8:	三项费用率变化.....	5
图表 9:	火电行业 ROE 变化.....	5
图表 10:	经营性现金流量净额/营收情况.....	5
图表 11:	资产负债率变化情况.....	5
图表 12:	火电板块市盈率 (TTM, 整体法)	6
图表 13:	火电板块市净率 (TTM, 整体法)	6
图表 14:	全国电煤价格指数.....	7
图表 15:	秦皇岛港动力末煤平仓价 (Q5500)	7
图表 16:	火电行业历史 PB.....	7

1. 市场总结与回顾

1.1. 行情回顾：火电板块开始跑赢沪深 300 指数

2018 年年初以来，公用事业各子板块分化。截止到 2018/9/11，申万火电指数区间涨跌幅为-15.48%，申万水电指数区间涨跌幅为-13.76%，申万燃气指数区间涨跌幅为-26.06%；而同期沪深 300 指数的涨跌幅为-21.12%，公用事业各子板块走势分化。其中，火电行业指数在 7 月以来相对收益较为显著。

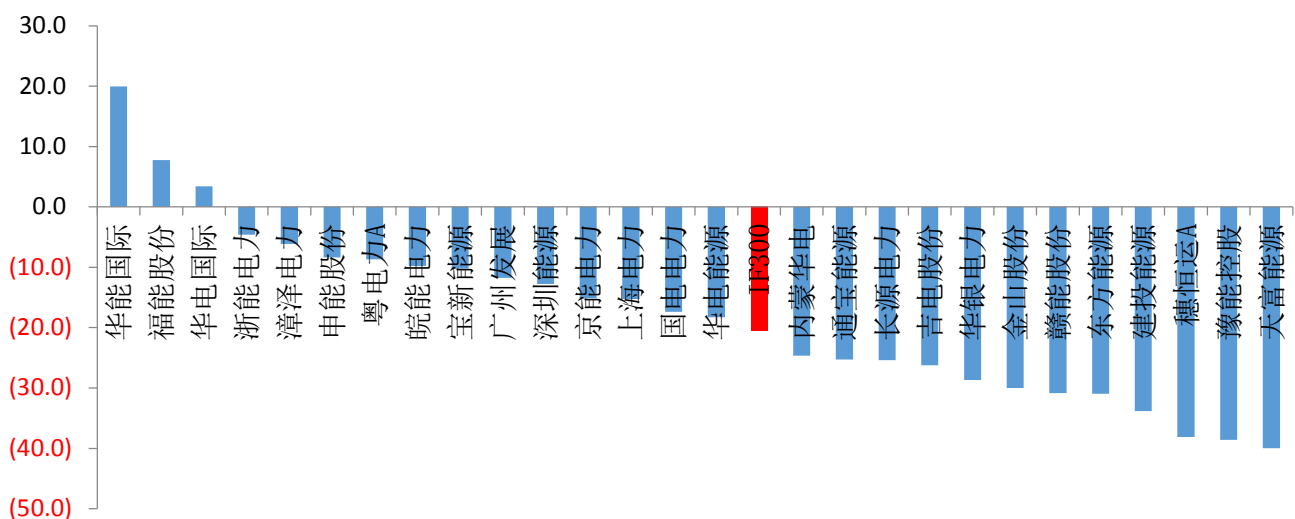
图表 1：18 年年初至今公用事业各子板块涨跌情况



来源：Wind，国联证券研究所

个股表现分化。个股方面，我们统计的 27 只电力股中，共有 15 家公司在 2018 年年初至今的时间段中跑赢沪深 300 指数，12 家跑输；涨幅为正的共有三家公司。

图表 2：个股涨跌幅排名



来源：Wind，国联证券研究所

涨幅前五名的公司中，华能国际、华电国际两家全国性的电力央企表现较好，在大盘指数大幅下跌的情况下，区间涨跌幅分别达 19.96%、3.43%；此外福能股份、浙能电力两家区域性的电力公司股价表现也较好；跌幅前五的公司分别为东方能源、建投能源、穗恒运 A、豫能控股、天富能源。

图表 3: 18 年 1 月至 18 年 9 月火电行业涨跌幅前五大股票

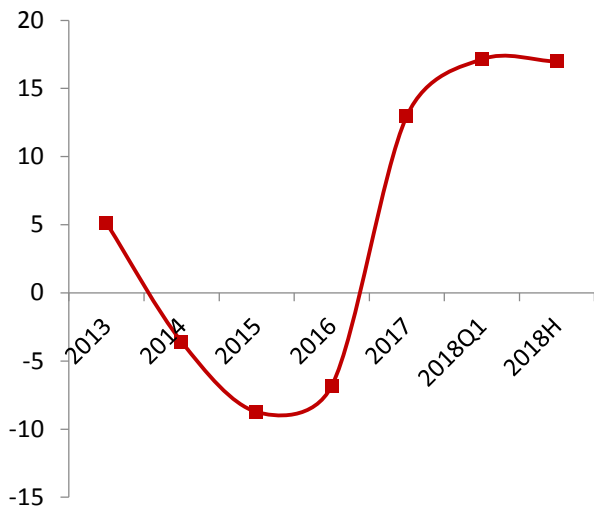
涨幅前五				跌幅前五			
证券代码	证券简称	所属区域	区间涨跌幅 (%)	证券代码	证券简称	所属区域	区间涨跌幅 (%)
600011.SH	华能国际	全国	19.96	000958.SZ	东方能源	河北	-30.94
600483.SH	福能股份	福建	7.74	000600.SZ	建投能源	河北	-33.80
600027.SH	华电国际	全国	3.43	000531.SZ	穗恒运 A	广东	-38.12
600023.SH	浙能电力	浙江	-4.58	001896.SZ	豫能控股	河南	-38.56
000767.SZ	漳泽电力	山西	-6.12	600509.SH	天富能源	新疆	-39.95

来源: Wind, 国联证券研究所

1.2. 业绩总结: 营收小幅增长, 净利同比反弹

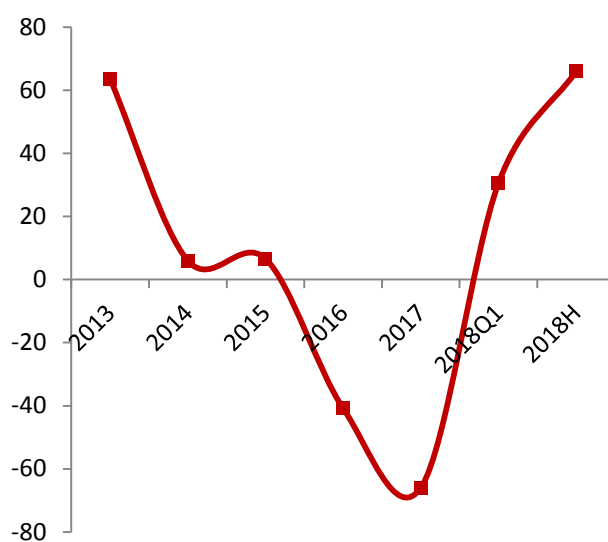
2018 年上半年, 我们选取的 27 家 A 股火电企业总营业收入同比增速达 16.97%, 主要原因为全社会用电量增速的提升带来的用电小时数回升; 而净利润也开始同比大幅回升 65.95%, 主要原因为电价及发电量的同比提升。

图表 4: 火电行业营收增速



来源: Wind, 国联证券研究所

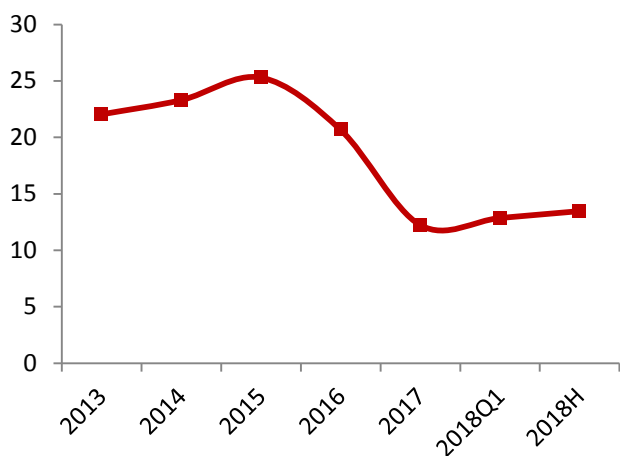
图表 5: 火电行业归母净利润增速



来源: Wind, 国联证券研究所

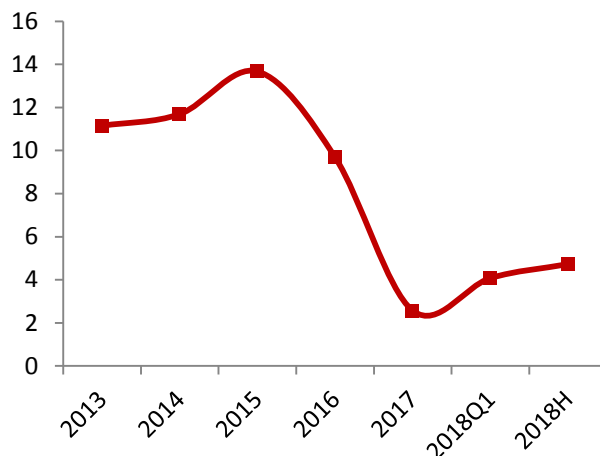
盈利能力方面, 火电行业 2018 年上半年约 13.47%, 相较 2017 年全年小幅提升 1.24 个百分点; 上半年净利率约 4.73%, 相较 2017 年提升 2.16 个百分点。费用率方面, 财务费用率、管理费用率相较去年都有所下降。整体 ROE 方面, 2018 年一季度降至谷底约 1.08%, 上半年整体升至 1.69%, 我们预计后续将开启逐步上行的趋势。总体来看, 火电行业一季度已显现出盈利的拐点。

图表 6: 火电行业综合毛利率



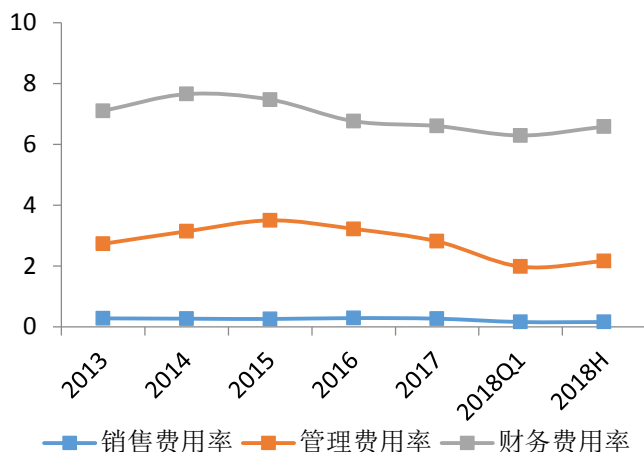
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 7: 火电行业净利率



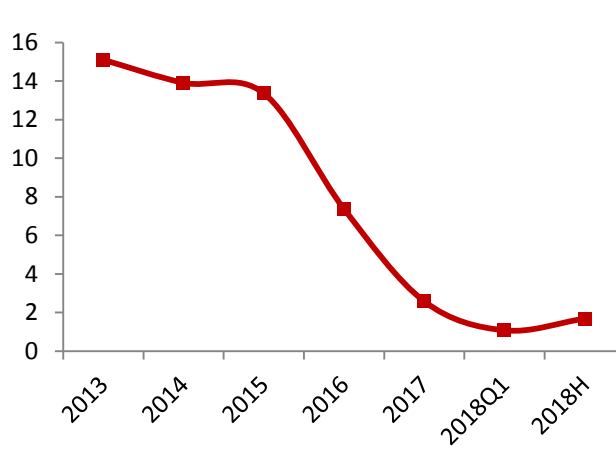
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 8: 三项费用率变化



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 9: 火电行业 ROE 变化

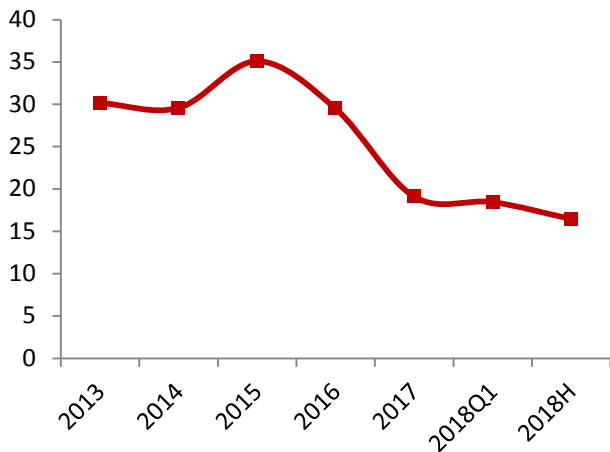


来源: Wind, 国联证券研究所

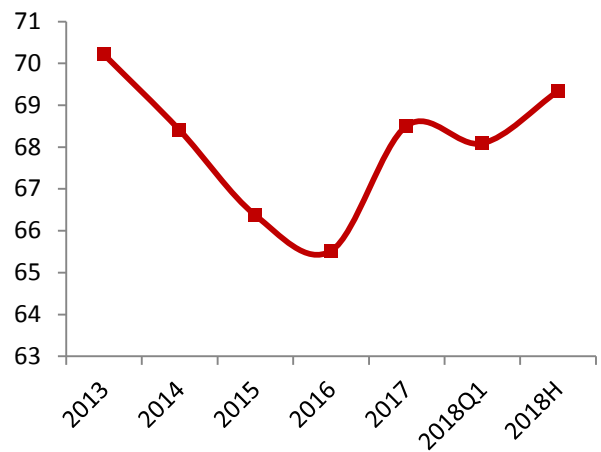
在现金流方面, 由于点火价差的收窄, 2017 年经营性现金流量净额/营业收入降低至 19.1%, 2018 年上半年为 16.46%。而在资产负债率方面, 2017 年提升至 68.5%, 2018 上半年仍小幅提升, 至 69.35%。

图表 10: 经营性现金流量净额/营收情况

图表 11: 资产负债率变化情况



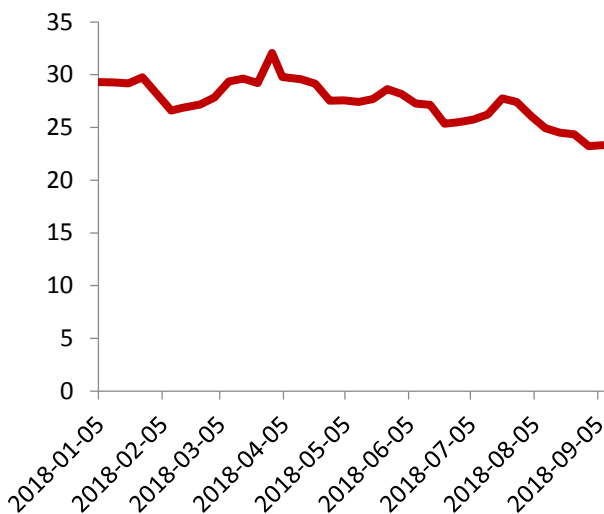
来源: Wind, 国联证券研究所



来源: Wind, 国联证券研究所

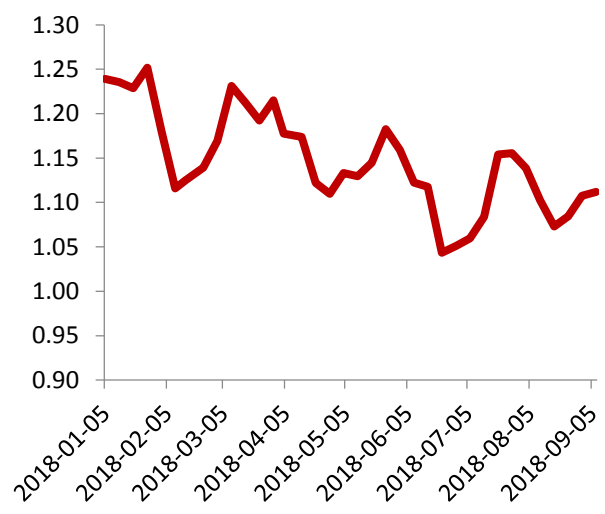
行业整体估值方面, 2018年初 PE 约在 30 倍左右, 之后随着行业业绩的上行估值开始降低, 目前在 23 倍左右。PB 估值方面, 整体呈震荡下跌的趋势, 从 2018年初的 1.24 倍降至目前的 1.11 倍左右, 目前处于历史底部区域。

图表 12: 火电板块市盈率 (TTM, 整体法)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 13: 火电板块市净率 (TTM, 整体法)



来源: Wind, 国联证券研究所

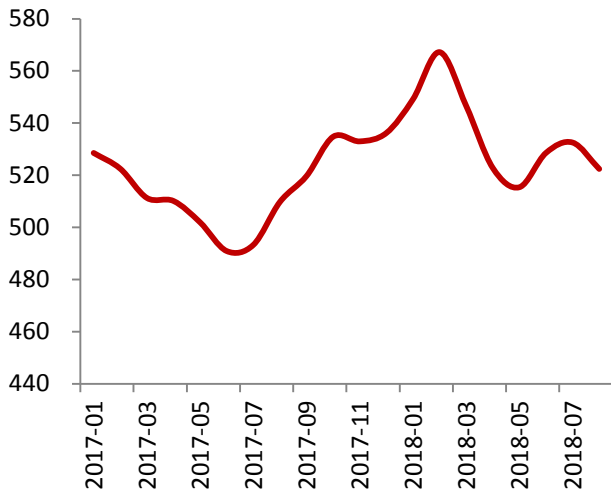
2. 投资策略: 关注低估值电力央企

我们认为, 火电行业目前正在筑底反转过程中。对于行业的有利因素包括:

- (1) **全社会用电量增速持续回暖。**今年 1-6 月, 全社会用电量累计 32291 亿千瓦时, 同比增速达 9.4%, 用电增速持续回暖。
- (2) **煤电规划建设将严格控制。**“十三五”期间, 全国预计将停建和缓建煤电产能 1.5 亿千瓦, 淘汰落后产能 0.2 亿千瓦以上。在煤电供给侧改革的背景下, 火电的利用小时数有望止跌回升。

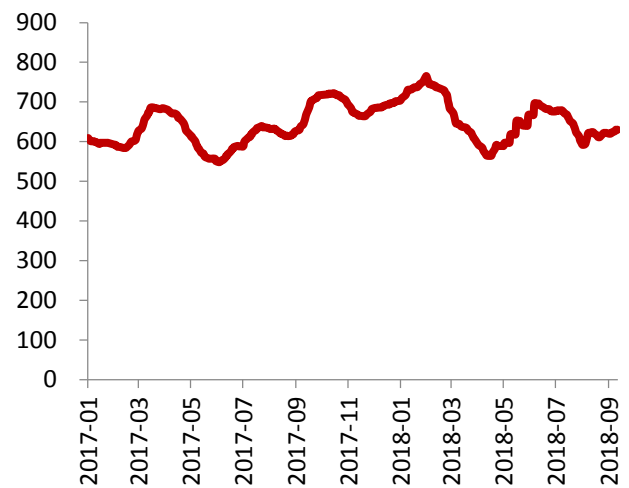
- (3) 动力煤价格上行动力小。煤炭价格大幅上行后，发改委等部门出台了多项措施稳煤价，未来在绿色区间运行的可能较大，煤电企业成本无进一步上行压力。

图表 14: 全国电煤价格指数



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 15: 秦皇岛港动力末煤平仓价 (Q5500)

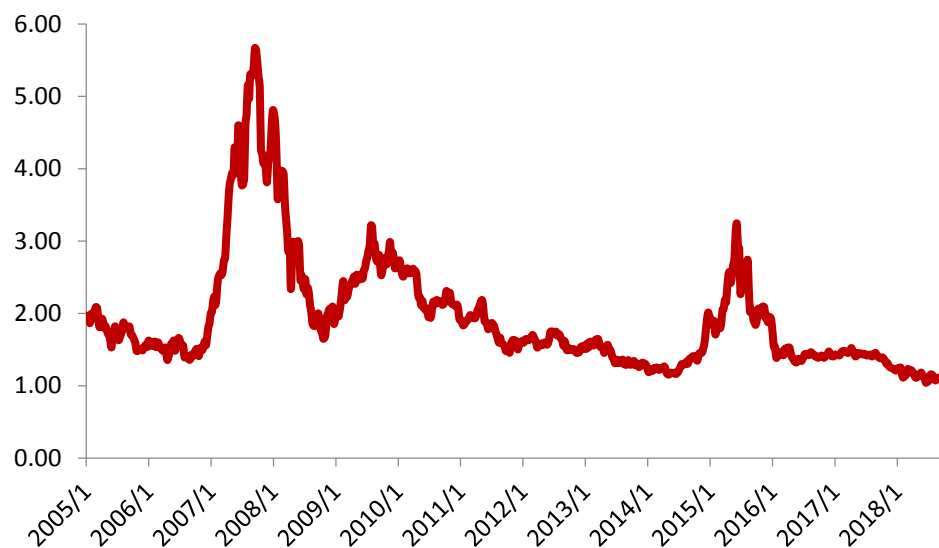


来源: Wind, 国联证券研究所

而市场化交易电量的扩大以及清洁能源挤压的趋势仍将增长，这是行业除了高煤价外的两个压制因素。总体来看，若煤价不再大幅上升，目前的盈利困境有望逐步改善。

火电板块目前的估值处于历史低位水平，而从未来盈利逐步改善的角度，我们认为火电板块已值得加大配置。

图表 16: 火电行业历史 PB



来源: Wind, 国联证券研究所

在标的选择上，我们建议关注低估值的电力央企，包括华能国际（600011.SH）

& (0902.HK), 华电国际 (600027.SH) & (1071.HK), 大唐发电 (601991.SH) & (0991.HK), 国电电力 (600795.SH) 及中国电力 (2380.HK) 等。

3. 风险提示

- (1) 政策风险;
- (2) 利用小时数下滑风险;
- (3) 市场化交易电量占比扩大风险;
- (4) 清洁能源挤压风险

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。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部、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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810