

电力行业：踏平坎坷成大道

——兼议近期部分燃煤机组上网电价下调

行业动态

◆2018年3月我们在《电力行业—走出“至暗时刻”》中明确提出：“**2018宏观经济开局偏弱且预期缺乏亮点，国际贸易形势复杂化，火电行业基本面和估值均已在底部，我们认为火电作为稀有的“逆周期”行业，将逐步走出“至暗时刻”并发挥对冲宏观经济风险的作用，建议增加配置。维持电力行业“增持”评级，首选行业龙头华能国际（A、H）、华电国际（A、H），推荐浙能电力。同时，水电行业作为传统的近似无周期的行业，亦可较好抵御经济波动，推荐川投能源。**”虽然经历了一系列电价调整、煤价波动带来的预期扰动，上述逻辑仍然成立甚至得到了强化。

◆近期持续偏弱的宏观经济形势已经逐步在多个行业基本面及二级市场走势上得到体现，同时，在通胀预期、下游行业承受能力等方面压力下，供给侧改革及环保约束有边际走弱的迹象和趋势。结合“2018年一般工商业电价平均下降10%”目标已近完成的现实，我们认为，**火电行业最艰苦时期已经过去，当前不宜过于纠结于PE、PB等估值指标。与之相对应的是，2018年前三季度，火电龙头公司走势大幅战胜市场。**

◆通过对2018年历次电价政策的梳理，我们认为，电力产业链各环节、各参与主体的盈利能力基本都在2016-2018年的“降成本降负担”过程中被明显压缩，继续挖潜、降低用能成本的空间已经不大，**尤其是在盈利受压缩最严重的火电行业，继续合理挖潜的空间近乎没有。**

◆**近期三省的燃煤机组上网电价的调整机制是否相同？**近期，陕西（榆林）、河北、山东陆续出台电价调整政策，但彼此之间有本质区别。我们判断陕西榆林地区下调上网电价行为是陕西二元供电结构的特殊环境下的个体行为。河北、山东的电价调整方案则并未调整燃煤标杆上网电价（具体分析请见正文）。我们认为，2018年“降低一般工商业电价10%”的任务导致全国范围内燃煤电厂标杆上网电价向下调整的可能性较低。虽然从纯数学层面上来说继续“行政性压缩”亦不会有问题，但我们坚持认为，目前的盈利状况已近无法保证火电供给的可持续性，**若再行压缩，则下一轮用电高峰期（如2018年冬季），电力供应稳定性堪忧。**参见《陕西缘何下调燃煤机组上网电价？》《个别省份上网电价下调，改变了什么？——关于降低一般工商业电价的讨论》。

◆**投资建议：**近期煤价、电价波动频繁出现，但我们仅将其视为短期扰动因素，**我们自2018年一季度以来推荐火电行业的中期逻辑并未被破坏。**电力股的替代效应（相对配置价值提升）和逆周期性（成本敏感性高于电量敏感性）仍为行业的核心驱动力，**现阶段经济走弱概率越高，对于电力行业越为有利。**维持公用事业“增持”评级，建议忽略短期市场煤价格、电量波动及电价调整等噪音扰动，继续增加电力行业配置。首推火电：华能国际、华电国际、浙能电力；水电：国投电力、川投能源、黔源电力。建议关注华能国际（H）、华电国际（H）。

◆**风险分析：**上网电价超预期下行，动力煤价格超预期上涨，电力需求超预期下滑，水电来水不及预期，电力行业改革进度低于预期的风险等。

增持（维持）

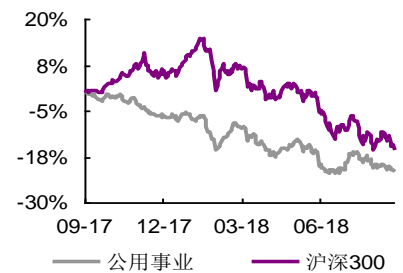
分析师

王威（执业证书编号：S0930517030001）
021-22169047
wangwei2016@ebsec.com

联系人

于鸿光
021-22169163
yuhongguang@ebsec.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

个别省份上网电价下调，改变了什么？——关于降低一般工商业电价的讨论
..... 2018-08-13
陕西缘何下调燃煤机组上网电价？——陕西省物价局关于调整陕西电网电力价格的通报点评
..... 2018-08-08

目 录

1、 电力行业一踏平坎坷，终成大道	3
1.1、 2018 年频繁的电价调整是怎么回事？	3
1.2、 2018 年为什么持续看好电力股？	4
2、 近期行业热点之：电价下调、自备电厂整治	5
2.1、 三省的燃煤机组上网电价的调整机制是否相同？	6
2.2、 为何出现同网不同价的情况？	9
2.3、 煤电机组标杆上网电价是否受影响？	11
2.4、 近期行业热点之一自备电厂整治	12
3、 投资建议	12
4、 风险分析	13

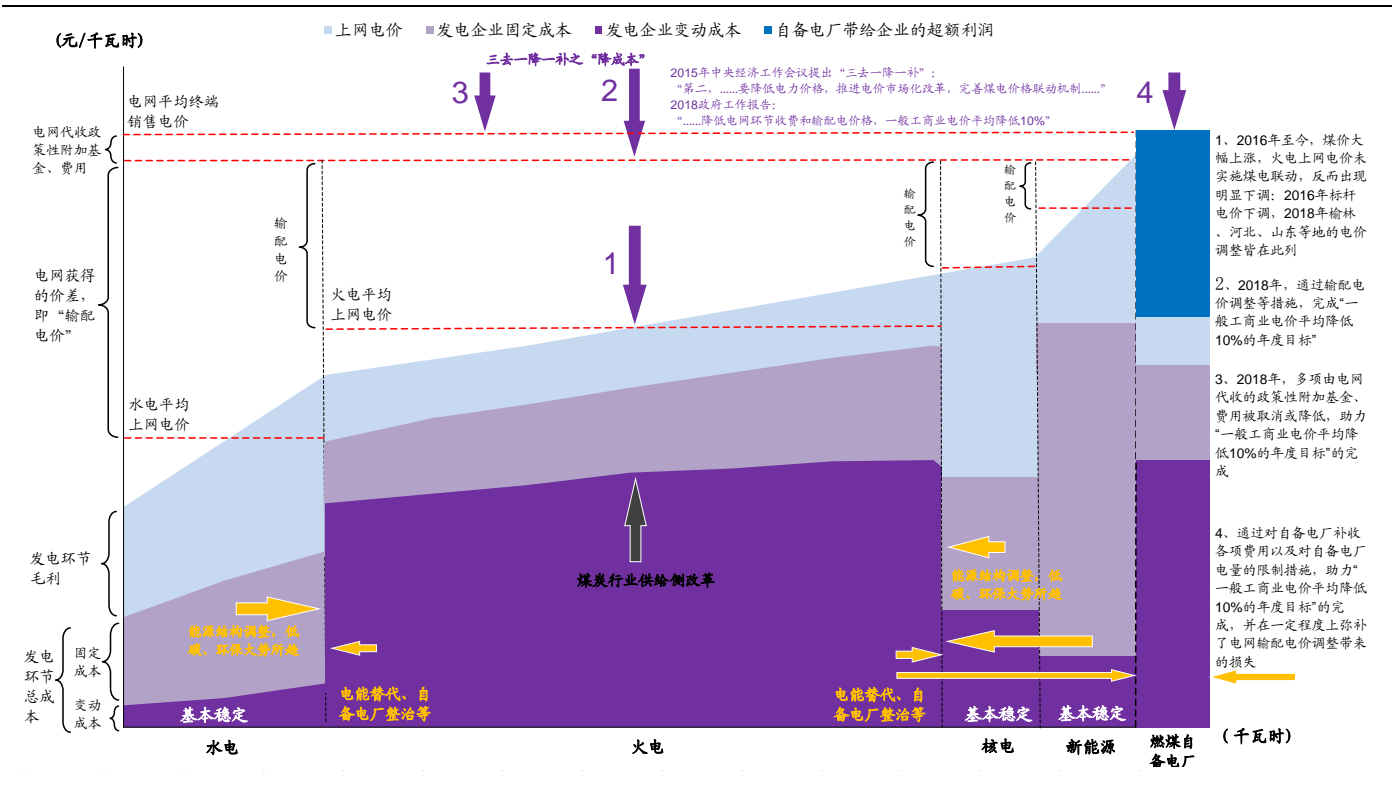
1、电力行业一踏平坎坷，终成大道

1.1、2018年频繁的电价调整是怎么回事？

2018年3月，全国两会政府工作报告中指出：“扎实推进“三去一降一补”……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%”，成为2018年降电价的主旋律。之后我们频繁看到与电价调整（基本是下调）有关的政策出台。

我们梳理了2016-2018年与电价下调的相关政策措施，见图1。电产业链的发-输-配-售各环节基本都经历了一轮或多轮电价下调。其中，火电行业电价下调和“该涨未涨”对下游电力用户的贡献最大；其次，2018年电网企业通过输配电价下调，亦为下游用户降低了数百亿用能成本；第三，降低或取消终端销售电价中所包含的各种政策性基金及附加（电网代国家收取），对降低用能成本亦有贡献；第四，通过补收自备电厂各项费用，以及征收交叉补贴等措施，为电网企业弥补输配电价调整带来的损失。

图1：本轮周期中火电行业面对的“三座大山”以及近期电价调整图解



资料来源：光大证券研究所

由图1可直观看出，电力产业链各环节、各参与主体的盈利能力基本都在2016-2018年的“降成本降负担”过程中被明显压缩（包括大水电增值税优惠政策终止、新能源平价上网等潜在的、可能的政策将会带来的影响）。我们认为，继续挖潜、降低用能成本的空间已经不大，尤其是在盈利受压缩最严重的火电行业，继续合理挖潜的空间几乎没有。

1.2、2018 年为什么持续看好电力股？

2018 年 3 月我们在《电力行业一走出“至暗时刻”》中明确提出：

“在经过 2013-2016Q3 约 4 年的高度景气周期后，火电行业在宏观、政策多重因素的影响下，景气度在 2016Q4 骤然下行并持续至今，已有约 6 个季度。2017 年我们始终强调，压制火电景气度的“三座大山”并未出现松动迹象，在此期间，季度级别的业绩改善并不能给火电板块带来预期中的收益。2018 开年宏观偏弱，底部位置的逆周期火电股及传统防御性水电股的配置价值较 2016-2017 年明显提升。”

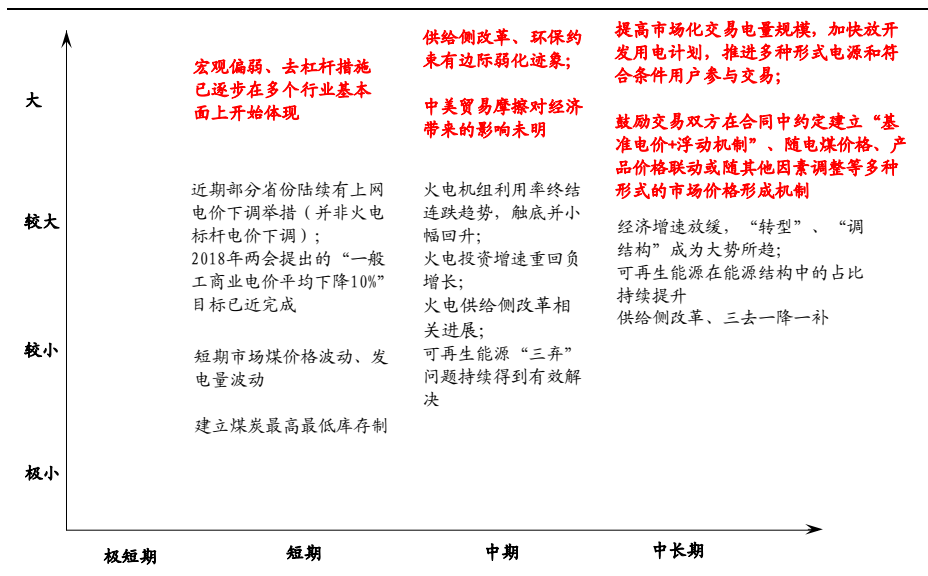
“2018 宏观经济开局偏弱且预期缺乏亮点，国际贸易形势复杂化，火电行业基本面和估值均已在底部，我们认为火电作为稀有的“逆周期”行业，将逐步走出“至暗时刻”并发挥对冲宏观经济风险的作用，建议增加配置。维持电力行业“增持”评级，首选行业龙头华能国际（A、H）、华电国际（A、H），推荐浙能电力。同时，水电行业作为传统的近似无周期的行业，亦可较好抵御经济波动，推荐川投能源。”

半年后的今天，虽然经历了一系列电价调整、煤价波动带来的预期扰动，回看我们 3 月份开始推荐电力板块尤其是火电板块的逻辑，仍然成立甚至得到了强化。

从图 1 可以看出，2016 年至今，火电行业面临的“三座大山”：三去一降一补、煤炭行业供给侧改革、能源结构清洁化，分别从电价、煤炭成本、机组利用率三个方面深刻影响了行业景气度。

我们认为，任何一个行业，在景气度的不同阶段，其“主要矛盾”都不尽相同。

图 2：影响电力行业的长、短期因素及其影响程度



资料来源：光大证券研究所

我们认为，2018 年年初至今，火电板块走势所面临的“主要矛盾”是：宏观偏弱与居高不下的煤炭价格之间的矛盾（而非机组利用率回升与否）。

我们通过分析电力基本面所处的阶段以及基本面继续下行的可能性（参见《电荒往事-兼议目前电力行业投资机会》）等层面因素、结合 2018 年宏观形势判断，得出“**火电行业基本面和估值均已在底部，作为稀有的“逆周期”行业，将逐步走出“至暗时刻”并发挥对冲宏观经济风险的作用，建议增加配置。维持电力行业“增持”评级，首选行业龙头华能国际（A、H）、华电国际（A、H），推荐浙能电力**”的结论。

近期持续偏弱的宏观经济形势已经逐步在多个行业基本面及二级市场走势上得到体现，同时，在通胀预期、下游行业承受能力等方面压力的作用下，供给侧改革及环保约束有边际走弱的迹象和趋势。结合“2018 年一般工商业电价平均下降 10%”目标已近完成的现实情况，我们认为，火电行业最艰苦时期已经过去，在这一过程中，不宜过于纠结于 PE、PB 等估值指标。与之相对应的是，2018 年前三季度，火电龙头公司走势大幅战胜市场。

2、近期行业热点之：电价下调、自备电厂整治

自 2018 年 3 月两会《政府工作报告》提出“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%”的目标以来，国家发改委分四批发布降价政策，起始执行时间分别为 2018-04-01、2018-05-01、2018-07-01、2018-09-01。

经过梳理，截至目前，陕西（榆林）、河北、山东在下调一般工商业电价过程中涉及燃煤机组上网电价调整。

其中，山东省物价局 9 月 12 日发布《关于降低一般工商业电价及有关事项的通知》，引发市场广泛关注。该通知主要包括以下几方面内容：

- 降低山东电网工商业及其他用电单一制电价及输配电价；
- 省内燃煤机组电价高于标杆电价 0.011 元/千瓦时及以上的，降低 0.011 元/千瓦时，高于标杆电价 0.011 元以下的，降至标杆电价；
- 降低销售目录电价中政府性基金附加标准；
- 明确自备电厂企业政策性交叉补贴标准为 0.1016 元/千瓦时。2018.7.1-2019.12.31 为过渡期，暂按 0.05 元执行。

表 1：下调一般工商业电价过程中涉及上网电价调整的政策

发布省份	政策名称	政策内容	开始执行时间
陕西	陕西省物价局关于调整陕西电网电力价格的通知（陕价商发〔2018〕55 号）	适当调整燃煤发电企业上网电价。陕西电网榆林地区统一调度范围内，执行燃煤机组（含热电联产机组）标杆上网电价（含脱硫、脱硝、除尘）及新投产且安装脱硫、脱硝、除尘设施的燃煤机组上网电价每千瓦时调整为 0.3345 元（含税，下同），未执行标杆电价的其他燃煤机组（含自备电厂及省内市场化交易电量）上网电价每千瓦时同幅度降低 2 分。	2018-07-01
河北	河北省物价局关于进一步降低单一制工商业电价等有关事项的通知（冀价管〔2018〕115 号）	高于标杆电价的燃煤发电机组上网电价降低至标杆电价。	2018-09-01

山东省物价局关于降低一般工商业电价及有关事项的通知（鲁价格一发〔2018〕112号）

进一步推进上网侧同网同价改革,省内燃煤发电机组现行电价高于燃煤标杆电价 0.011 元及以上的,上网电价每千瓦时降低 0.011 元;高于燃煤标杆电价 0.011 元以下的,降至燃煤标杆电价。

2018-09-01

资料来源：陕西、河北、山东省物价局，光大证券研究所

2.1、三省的燃煤机组上网电价的调整机制是否相同？

我们认为，与陕西相比，河北、山东的燃煤机组上网电价调整与陕西相比有本质的区别。

陕西调价机组所在区域为陕西电网榆林地区统一调度范围。由于榆林区域为陕西地电（陕西国资委旗下省属供电企业）的核心经营区域，并非国家电网经营区域，**我们判断此次下调上网电价行为是陕西二元供电结构的特殊环境下、特殊利益主体的个体行为**（详见 2018-08-08 的报告《陕西缘何下调燃煤机组上网电价？——陕西省物价局关于调整陕西电网电力价格的通知点评》）。

河北、山东的燃煤机组上网电价调整方案是降低超出标杆上网电价的机组电价，以实现“同网同价”。其中，河北省燃煤机组上网电价全部调整至标杆上网电价；山东省燃煤发电机组上网电价以 0.011 元/千瓦时为限，分步进行调整。

需要强调的是，河北、山东地区的**燃煤机组标杆上网电价并未调整**。

表 2：河北省燃煤机组上网电价调整情况

机组名称	装机容量 (万千瓦)	调整后上网电价 (元/千瓦时)	调整前上网电价 (元/千瓦时)	下调幅度 (元/千瓦时)
河北邯峰发电有限责任公司机组 1-2 机组	132	0.3644	0.4046	0.0402
华能国际发电股份有限公司上安电厂 1-2 号机组	68	0.3644	0.3799	0.0155
华能国际发电股份有限公司上安电厂 3-4 号机组	68	0.3644	0.3785	0.0141
河北衡水发电有限责任公司 1-2 号机组	66	0.3644	0.3868	0.0224
大唐河北发电有限公司马头热电分公司 8 号机组	22	0.3644	0.3799	0.0155
邯郸热电股份有限公司 11-12 号机组	44	0.3644	0.3875	0.0231
石家庄热电有限责任公司 21-22 号机组	40	0.3644	0.3658	0.0014
石家庄东方能源股份有限公司新华热电分公司（原石家庄东方热电股份有限公司二厂）6-7 号机组	10	0.3644	0.4199	0.0555
石家庄东方能源股份有限公司新华热电分公司（原石家庄东方热电股份有限公司二厂）1-4 号机组	2.4	0.3524	0.4062	0.0538
冀中能源邯矿集团云宁矸石热电有限公司 1-2 号机组	10	0.3624	0.3924	0.0300
石家庄诚峰热电有限公司 1-3 号机组	4.8	0.3644	0.4050	0.0406
石家庄高新技术产业开发区热电煤气公司 1-4 号机组	4.8	0.3644	0.4182	0.0538
冀州中科能源有限公司 4-5 号机组	4.8	0.3644	0.3844	0.0200
邯郸市峰峰矿区华瑞热电有限责任公司 6 号、21-22 号机组	4.2	0.3374	0.4021	0.0647
石家庄东方热电三厂 1-3 号机组	2.7	0.3374	0.3912	0.0538
辛集东方热电有限责任公司 1-2 号机组	2.4	0.3374	0.3912	0.0538
新乐东方热电股份有限公司 1-2 号机组	2.4	0.3374	0.4062	0.0688
武安顶峰热电有限公司 1-2 号机组	8.7	0.3644	0.3764	0.0120
冀中能源股份有限公司矸石热电厂	4.8	0.3374	0.3472	0.0098

藁城天意热电有限公司	3.6	0.3374	0.3802	0.0428
永年县永美热电有限公司	2.4	0.3374	0.3442	0.0068
河北亿丰热电有限公司 1 号机组	2.4	0.3374	0.3592	0.0218
邢台东庞通达煤电有限公司邢台热电厂	2.4	0.3374	0.3472	0.0098
涿州亿利达热电有限公司	2.4	0.3374	0.3392	0.0018
赵县赵州热电有限公司	1.5	0.3374	0.3802	0.0428
河北宏源热电有限责任公司	1.2	0.3374	0.3802	0.0428
清河县东方热电有限公司	1.2	0.3374	0.3472	0.0098
石家庄矿区恒兴电厂	0.6	0.3374	0.3802	0.0428
涿州利源热电有限责任公司	0.6	0.3374	0.3392	0.0018
三河发电有限责任公司 1-2 号机组	70	0.3720	0.3931	0.0211
秦皇岛秦热发电有限责任公司 5 号机组	30	0.3720	0.3944	0.0224
秦皇岛发电有限责任公司 1-4 号机组	107	0.3720	0.3971	0.0251
大唐国际发电股份有限公司陡河发电厂 3-8 号机组	130	0.3720	0.3928	0.0208
大唐国际发电股份有限公司花园发电厂 3 号机组	20	0.3720	0.3928	0.0208
唐山万浦热电有限公司 1、2 号机组	10	0.3720	0.4627	0.0907
秦皇岛同和热电有限公司 1-3 号机组	4.9	0.3450	0.4097	0.0647
迁安恒晖热电有限公司 1、2 号机组	3.6	0.3450	0.4197	0.0747

资料来源：河北省物价局，光大证券研究所

表 3：山东省燃煤机组上网电价调整情况

企业名称	机组 编号	装机容量	调整后上网电价 (元/千瓦时)	调整前电价 (元/千瓦时)	下调幅度 (元/千瓦时)
华能国际电力股份有限公司德州电厂	1	33.0	0.417	0.4280	0.0110
华能国际电力股份有限公司德州电厂	2	32.0	0.417	0.4280	0.0110
华能国际电力股份有限公司德州电厂	3	33.0	0.417	0.4280	0.0110
华能国际电力股份有限公司德州电厂	4	32.0	0.417	0.4280	0.0110
华能国际电力股份有限公司德州电厂	5	70.0	0.417	0.4280	0.0110
华能国际电力股份有限公司德州电厂	6	70.0	0.417	0.4280	0.0110
华能淄博白杨河发电有限公司	4	14.5	0.4073	0.4183	0.0110
华能淄博白杨河发电有限公司	5	14.5	0.4073	0.4183	0.0110
华能淄博白杨河发电有限公司	6	30.0	0.4073	0.4183	0.0110
华能淄博白杨河发电有限公司	7	30.0	0.4073	0.4183	0.0110
华能威海发电有限责任公司	3	32.0	0.4123	0.4233	0.0110
华能威海发电有限责任公司	4	32.0	0.4123	0.4233	0.0110
华能威海发电有限责任公司	5	68.0	0.4123	0.4233	0.0110
华能威海发电有限责任公司	6	68.0	0.4123	0.4233	0.0110
华能烟台发电有限公司	4	11.0	0.4229	0.4339	0.0110
华能烟台发电有限公司	5	16.0	0.4229	0.4339	0.0110
华能烟台发电有限公司	6	16.0	0.4229	0.4339	0.0110
华能烟台发电有限公司	7	16.0	0.4229	0.4339	0.0110
山东华能聊城热电有限公司	5	14.0	0.4049	0.4159	0.0110
山东华能聊城热电有限公司	6	14.0	0.4049	0.4159	0.0110
山东华能聊城热电有限公司	7	33.0	0.4049	0.4159	0.0110
山东华能聊城热电有限公司	8	33.0	0.4049	0.4159	0.0110
华能临沂发电有限公司	3	14.0	0.4167	0.4277	0.0110

华能临沂发电有限公司	5	14.0	0.4167	0.4277	0.0110
华能临沂发电有限公司	6	14.0	0.4168	0.4277	0.0109
华能临沂发电有限公司	7	14.0	0.4167	0.4277	0.0110
华能济宁运河发电有限公司	1	14.5	0.4049	0.4153	0.0104
华能济宁运河发电有限公司	2	14.5	0.4049	0.4153	0.0104
华能济宁运河发电有限公司	3	14.5	0.4049	0.4153	0.0104
华能济宁运河发电有限公司	4	14.5	0.4049	0.4153	0.0104
华能济宁运河发电有限公司	5	33.0	0.4049	0.4153	0.0104
华能济宁运河发电有限公司	6	33.0	0.4049	0.4153	0.0104
华电国际电力股份有限公司邹县电厂	1	33.5	0.4156	0.4266	0.0110
华电国际电力股份有限公司邹县电厂	2	33.5	0.4156	0.4266	0.0110
华电国际电力股份有限公司邹县电厂	3	33.5	0.4156	0.4266	0.0110
华电国际电力股份有限公司邹县电厂	4	33.5	0.4156	0.4266	0.0110
华电国际电力股份有限公司邹县电厂	5	60.0	0.4156	0.4266	0.0110
华电国际电力股份有限公司邹县电厂	6	63.5	0.4156	0.4266	0.0110
华电国际电力股份有限公司十里泉发电厂	5	14.0	0.4156	0.4266	0.0110
华电国际电力股份有限公司十里泉发电厂	6	33.0	0.4156	0.4266	0.0110
华电国际电力股份有限公司十里泉发电厂	7	33.0	0.4156	0.4266	0.0110
华电国际电力股份有限公司莱城发电厂	1	33.5	0.4098	0.4208	0.0110
华电国际电力股份有限公司莱城发电厂	2	33.5	0.4098	0.4208	0.0110
华电国际电力股份有限公司莱城发电厂	3	33.5	0.4098	0.4208	0.0110
华电国际电力股份有限公司莱城发电厂	4	33.5	0.4098	0.4208	0.0110
华电淄博热电有限公司	3	14.5	0.4078	0.4188	0.0110
华电淄博热电有限公司	4	14.5	0.4078	0.4188	0.0110
华电青岛发电有限公司	1	32.0	0.4398	0.4508	0.0110
华电青岛发电有限公司	2	32.0	0.4398	0.4508	0.0110
华电青岛发电有限公司	3	30.0	0.4398	0.4508	0.0110
华电青岛发电有限公司	4	33.0	0.4398	0.4508	0.0110
华电潍坊发电有限公司	1	33.0	0.4073	0.4183	0.0110
华电潍坊发电有限公司	2	33.0	0.4073	0.4183	0.0110
华电潍坊发电有限公司	3	67.0	0.4073	0.4183	0.0110
华电潍坊发电有限公司	4	67.0	0.4073	0.4183	0.0110
华电龙口发电有限公司	3	22.0	0.439	0.4500	0.0110
华电龙口发电有限公司	4	22.0	0.439	0.4500	0.0110
华电龙口发电有限公司	5	22.0	0.439	0.4500	0.0110
华电龙口发电有限公司	6	22.0	0.439	0.4500	0.0110
华电章丘发电有限公司	1	14.5	0.4049	0.4094	0.0045
华电章丘发电有限公司	2	14.5	0.4049	0.4094	0.0045
华电章丘发电有限公司	3	33.5	0.4049	0.4094	0.0045
华电章丘发电有限公司	4	33.5	0.4049	0.4094	0.0045
华电滕州新源热电有限公司	1	15.0	0.4049	0.4094	0.0045
华电滕州新源热电有限公司	2	15.0	0.4049	0.4094	0.0045
华电滕州新源热电有限公司	3	35.0	0.4049	0.4094	0.0045
华电滕州新源热电有限公司	4	35.0	0.4049	0.4094	0.0045

资料来源：山东省物价局，光大证券研究所（注：山东省调整机组众多，本表格只统计华能国际和华电国际旗下机组价格调整情况）

2.2、为何出现同网不同价的情况？

我们通过回顾上网电价定价历史，分析同网不同价的原因。

时间回到 1985 年。1985 年 5 月，国务院批转国家经委等部门《关于鼓励集资办电和实行多种电价的暂行规定》的通知（国发〔1985〕72 号）发布，通知“决定把国家统一建设电力和统一电价的办法，改为鼓励地方、部门和企业投资建设电厂，并对部分电力实行多种电价的办法，以适应经济发展的需要”。彼时，上网电价按照利用银行贷款和社会集资建设的电厂在还贷期内按满足还本付息需要的原则核定，称为“还本付息电价”。此外，通知规定“独立经营的集资电厂，凡使用议价燃料、议价材料和设备，或引进外资的，其售电价格允许作相应浮动”。

1995 年 12 月，全国人大常委会发布了《中华人民共和国电力法》，亦提出“制定电价，应当合理补偿成本，合理确定收益”，即电价应体现对发电成本的合理补偿和合理投资回报。

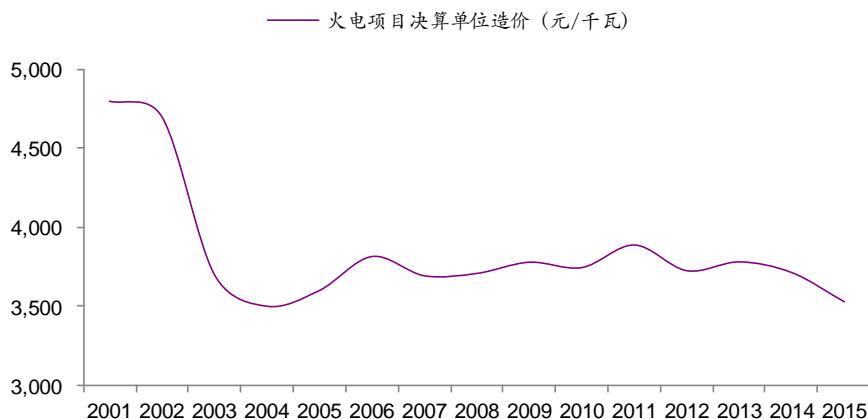
“还本付息”的上网电价机制在我国电力工业发展历史中，起到了非常重要的促进作用，但也导致了成本无约束、电价抬升等后果。

2001 年 4 月，国家计委（国家发改委前身）发布了《关于规范电价管理有关问题的通知》（计价格〔2001〕701 号），将之前基于发电厂成本和固定收益的定价方法，改为按发电项目经营期核定平均上网电价，其中火电机组的经营期为 20 年。

由于不同电厂造价、燃煤成本、贷款利率等差异，叠加政策因素作用，部分地区上网电价有所差异。尽管自 2002 年至今，我国历经两轮电力体制改革，电价政策逐步统一，但基于历史原因，部分老旧机组仍存在同网不同价的问题。

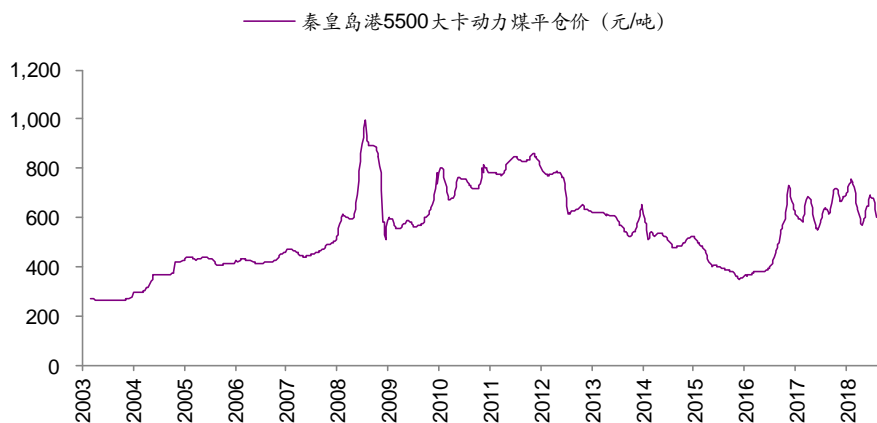
河北、山东地区调整上网电价的火电机组均为建造时间较早的老旧机组，部分机组经营期已超过 20 年，上述电价优惠政策不再适用。我们认为，地方政府借助此次降低一般工商业电价的契机，缓解发电企业上网电价的部分矛盾，进而推进“同网同价”政策的执行。

图 3：火电项目决算单位造价



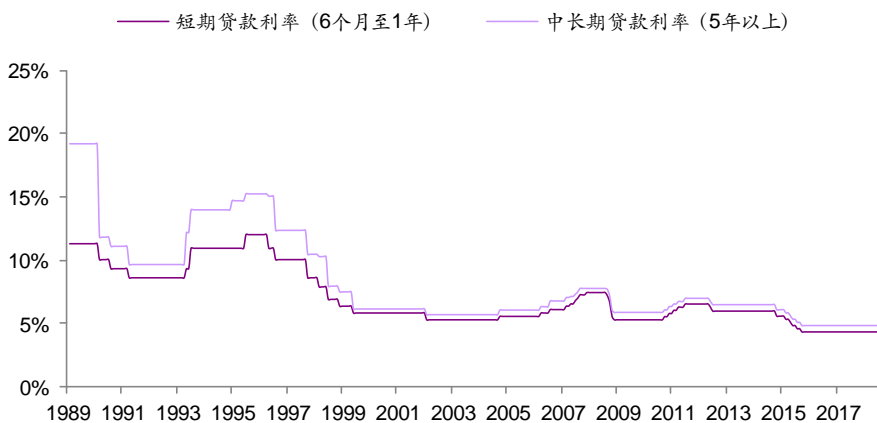
资料来源：电规院等，光大证券研究所

图 4：秦皇岛港 5500 大卡动力煤价



资料来源：Wind，光大证券研究所

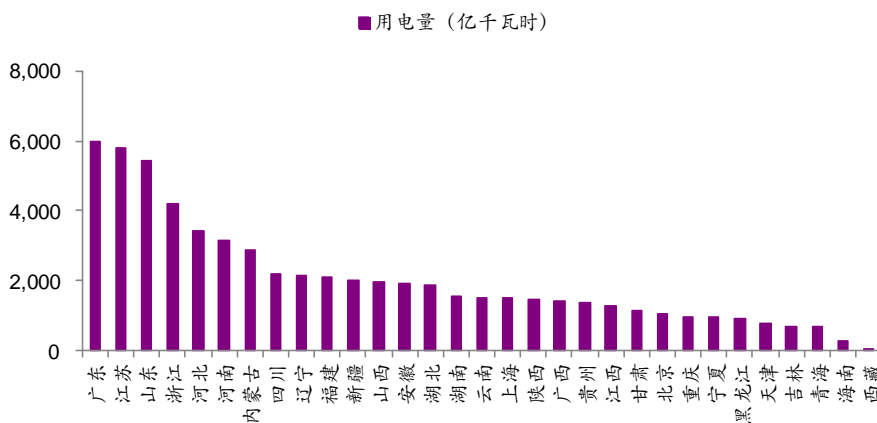
图 5：人民币贷款基准利率 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

此外，河北、山东作为传统用电大省，我们认为在本次降低一般工商业电价过程中电网端承受的降价压力较大，不排除地方政府通过压缩定价过高的火电企业的部分利润的行为缓解电网企业的经营压力。

图 6：各地 2017 年用电量情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

2.3、煤电机组标杆上网电价是否受影响？

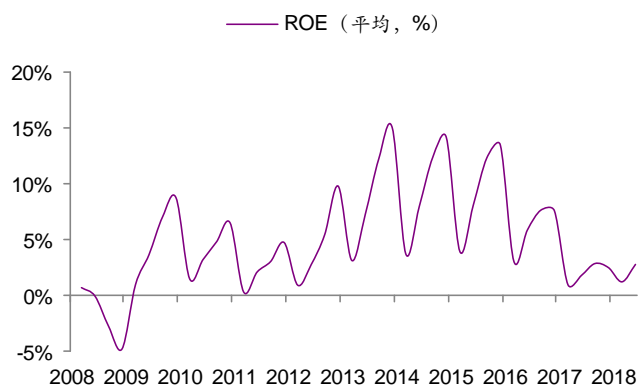
本次河北、山东对于煤电机组上网电价的调整对象仅限于超出标杆上网电价的部分，对于燃煤机组标杆上网电价的调整并未触及。

我们认为，2018年“降低一般工商业电价10%”的任务导致全国范围内燃煤电厂标杆上网电价向下调整的可能性较低。

首先，无论国务院还是发改委，在部署一般工商业电价下降10%的任务时，都未曾提及火电行业上网电价，我们认为这是在充分考虑到产业链利润分配现状后的结果。

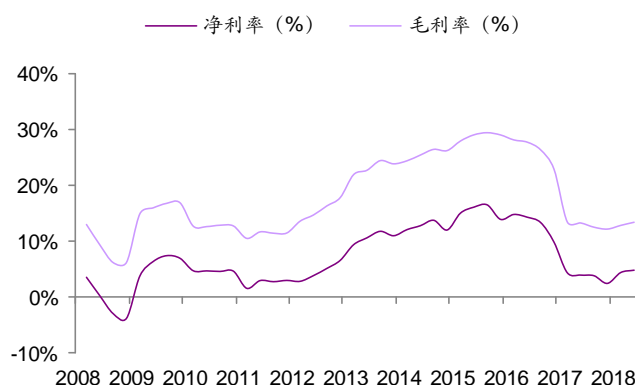
2017年以来，动力煤市场价大幅上行，始终处于发改委确定的绿色区间上限。燃煤成本大幅上涨侵蚀了火电的利润。截至2018H1，SW火电平均ROE仅2.8%，尽管同比有所提升但仍处于历史低位；SW火电净利率和毛利率分别为4.8%和13.3%，同样处于历史较低水平。由此可见，火电行业盈利尚未出现大幅反转，若此时燃煤电厂上网电价的下调将对火电企业营收和盈利产生负面影响，进而带来一系列新的问题。

图7：SW火电ROE情况



资料来源：Wind（注：截至2018H1）

图8：SW火电毛利率和净利率情况



资料来源：Wind（注：截至2018H1）

其次，根据“煤电联动”机制，火电行业尚有被拖欠的电价未调整到位。根据《国家发展改革委关于完善煤电价格联动机制有关事项的通知》中关于煤电联动机制的计算方法，当前煤价涨幅已满足煤电联动触发条件，燃煤机组上网电价的调整尚有拖欠（测算过程详见我们于2017-11-08发布的报告《又到一年联动时——电价调整与火电股投资机会梳理》）。若政策涉及燃煤电厂上网电价的下调，则“煤电联动”机制至少应同步触发。以上亦制约了进一步大范围下调火电上网电价的可操作性。

最重要的是，我们认为，截至2018年8月，“一般工商业电价平均下降10%”的目标已近完成。2018年8月16日上午，国家发改委举行供给侧结构性改革专题新闻发布会。会上指出，“关于一般工商业电价平均降低10%的工作已初见成效，涉及实际降价金额超821亿元”。我们认为实际降价金额高于此数值。若按金额测算，一般工商业电价调整目标已近完成。

2018 年的降电价任务已经或接近完成的情况下，是否还有“下一轮”降电价？我们认为，2018 年内概率极低。展望 2019 年，“降成本降负担”中的用能成本是否还有类似 2016-2018 年这样大的下降空间？我们认为要保证安全稳定的电力供应，在目前的煤价水平上，起码火电行业不具备这样的电价下调条件。参见 7 月深度报告《电荒往事-兼议目前电力行业投资机会》。

2.4、近期行业热点之一自备电厂整治

山东省物价局 9 月 12 号发布的《关于降低一般工商业电价及有关事项的通知》中，明确了自备电厂企业政策性交叉补贴的缴纳标准—0.1016 元/千瓦时。2018.7.1-2019.12.31 为过渡期，过渡期内暂按 0.05 元/千瓦时执行。

作为自备电厂占装机比例最高的省份之一，山东省自备电厂相关问题在近年来屡次引发市场关注。上述文件明确规定的自备电厂缴纳交叉补贴事宜，乃近年来首次有如此明确的标准、规定。

我们认为以山东为代表自备电厂大省，在国家政策的指引下对自备电厂进行的规范、治理，将会带来两方面主要影响：

- 部分能耗较高、环保改造等历史欠账较多的自备电厂，在缴纳交叉补贴费用后将无利可图，可能选择退出发电市场。腾出的电力需求空间将由可再生能源（包括外省输送）、本地存量火电进行填补。这将增加可再生能源消纳总量、增加本省火电机组利用小时（具体幅度视自备电厂退出规模而定）；
- 自备电厂缴纳的政策性交叉补贴费用，将部分弥补电网在 2018 年大幅下调输配电价过程中遭受的损失，一定程度上修复电网盈利能力，给未来的电价调整（若有）奠定基础。

3、投资建议

鉴于 2018 年一般工商业电价下降 10% 的目标已近完成，即便个别地区由于各自特定的原因，向火电企业索取调整空间，仍不能认为这是普遍、可推广现象。

虽然电力企业是公用事业且国企居多，但基本的经济规律仍将在特定时期、特定层面发挥作用。火电行业利润的可压缩空间（包括“合理压缩”和“不合理压缩”）已经在 2016 年下半年至今的两年中经过了持续消耗。虽然从纯数学层面上来说继续“行政性压缩”亦不会有问题，但我们坚持认为，目前的盈利状况已近无法保证火电供给的可持续性，若再行压缩，则下一轮用电高峰期（如 2018 年冬季），电力供应稳定性堪忧（参见 2018-07-18 的深度报告《“电荒”往事——兼议目前电力行业投资机会》）。

综上，我们认为即便近期市场对火电上网电价多有担忧，但我们自 2018 年一季度以来推荐火电行业的中期逻辑并未被破坏。电力股的替代效应（相对配置价值提升）和逆周期性（成本敏感性高于电量敏感性）仍为行业的核心驱动力，现阶段经济走弱概率越高，对于电力行业越为有利。维持公用事业“增持”评级，建议忽略短期市场煤价格、电量波动及电价调整等噪音扰动，

继续增加电力行业配置。首推火电：华能国际、华电国际、浙能电力；水电：国投电力、川投能源。建议关注华能国际（H）、华电国际（H）。

表 4：相关上市公司盈利预测与投资评级

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
600011	华能国际	7.63	0.12	0.34	0.45	64	22	17	买入
600027	华电国际	4.11	0.04	0.17	0.25	103	24	16	买入
600023	浙能电力	5.06	0.32	0.41	0.58	16	12	9	买入
600886	国投电力	7.45	0.48	0.56	0.61	16	13	12	增持
600674	川投能源	8.05	0.74	0.71	0.73	11	11	11	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 09 月 18 日

4、风险分析

上网电价超预期下行，动力煤价格超预期上涨，电力需求超预期下滑，水电来水不及预期，电力行业改革进度低于预期的风险等。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	余鹏	021-22167110	17702167366	yupeng88@ebscn.com
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
	鹿舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	梁超	021-22167068	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
	周梦颖	021-22169087	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
	金融同业与战略客户	黄怡	010-58452027	13699271001
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com
	马明周	021-22167343	18516159056	mamingzhou@ebscn.com
私募业务部	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	安羚娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-22167052	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
	吴琦	021-22169259	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169369	18701777950	chenlu@ebscn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebscn.com