

# 降低电源上网电价，同与不同

## ——关于山西省降低电价政策的点评

行业简报

◆**事件**：近日，山西省发改委网站发布《关于降低我省一般工商业用电价格及有关事项的通知》（晋发改商品发〔2018〕612号），降低山西省一般工商业用电价格和部分发电企业上网电价。

◆**山西省第三次调整电价，电网电源共同承担**：山西省本次发布的政策属于第三批降电价环节，本批次山西省一般工商业用电价格降低3.2分/千瓦时，其中一般工商业用电输配电价同步降低3.2分/千瓦时，部分煤电、水电、风电机组上网电价亦有所下调（详见表1）。以煤电机组为例，山西省本次调整将高于标杆上网电价的煤电机组电价调整为标杆上网电价水平。

◆**近期各省燃煤机组上网电价调整机制的异同**：近期，除山西外，陕西（榆林）、河北、山东亦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。山西与河北、山东的电价调整方案相似，即下调超出标杆上网电价的部分以解决历史遗留问题（详见报告《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》），进而实现“同网同价”，**但并不涉及燃煤机组标杆上网电价的变动**。与河北、山东政策不同，除煤电机组外，山西本次政策还涉及部分水电、风电机组上网电价的调整。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。

◆**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。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。

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	7.73	0.12	0.34	0.45	64	23	17	买入
600027	华电国际	4.17	0.04	0.17	0.25	104	25	17	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	7.53	0.48	0.56	0.61	16	13	12	增持
600674	川投能源	8.17	0.74	0.71	0.73	11	12	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25日

### 增持（维持）

#### 分析师

王威 (执业证书编号：S0930517030001)

021-22169047

[wangwei2016@ebcn.com](mailto:wangwei2016@ebcn.com)

#### 联系人

于鸿光

021-22169163

[yuhongguang@ebcn.com](mailto:yuhongguang@ebcn.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

#### 相关研报

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

..... 2018-09-19  
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知点评

..... 2018-08-08

## 1、附表

表 1：涉及电价调整的山西部分发电企业上网电价表

序号	电厂名称	电源形式	装机容量 (万千瓦)	原上网电价 (元/千瓦时)	降价后上网电价 (元/千瓦时)	降价幅度 (元/千瓦时)	备注
1	山西漳泽电力股份有限公司河津分公司 1#、2#	煤电	70	0.3430	0.3420	0.0010	脱硫、脱硝、除尘、超低排放机组
2	大唐太原第二热电厂 10-11#	煤电	60	0.3531	0.3420	0.0111	脱硫、脱硝、除尘、超低排放机组
3	山西大唐国际云岗热电有限责任公司 1#、2#	煤电	44	0.3376	0.3320	0.0056	脱硫、脱硝、除尘机组
4	华能榆社发电有限责任公司	煤电	60	0.3430	0.3320	0.0110	脱硫、脱硝、除尘机组
5	山西阳光发电有限责任公司	煤电	120	0.3667	0.3420	0.0247	脱硫、脱硝、除尘机组；超低排放
6	山西柳林电力有限责任公司	煤电	20	0.3860	0.3220	0.0640	脱硫、除尘机组
7	万家寨水利枢纽 1#、3#、5#	水电	54	0.3804	0.2700	0.1104	
8	晋能清洁能源风力发电有限责任公司 (原山西福光风电有限公司) 右玉小五台风电场	风电	4.125	0.70	0.61	0.09	
9	山西大唐国际左云风电有限责任公司左云风电一期	风电	4.95	0.70	0.61	0.09	
10	晋能清洁能源风力发电有限责任公司 (原山西福光风电有限公司) 平鲁败虎堡风电场	风电	3.375	0.70	0.61	0.09	
11	山西国际能源集团新能源投资管理有限责任公司 (原山西云光风电有限责任公司) 小窑山风电一期	风电	4.95	0.70	0.61	0.09	
12	山西国际能源集团新能源投资管理有限责任公司 (原山西云光风电有限责任公司) 神池霸业梁风电一期	风电	4.8	0.70	0.61	0.09	

资料来源：山西省发改委，光大证券研究所

## 2、附录

山西省发展和改革委员会

关于降低我省一般工商业用电价格及有关事项的通知

晋发改商品发〔2018〕612号

各市发展改革委、国网山西省电力公司、山西地方电力有限公司、相关发电企业：

为贯彻落实好中央经济工作会议关于降低企业用能成本和《政府工作报告》关于一般工商业电价平均下降 10% 的目标要求，根据《国家发展改革委关于利用扩大跨省区电力交易规模等措施降低一般工商业电价有关事项的

通知》（发改价格〔2018〕1053号）精神，经国家发展改革委审核并报省人民政府同意，决定降低我省一般工商业用电价格和部分发电企业上网电价。现就有关事项通知如下：

一、降低我省一般工商业用电价格3.2分/千瓦时，一般工商业用电输配电价同步降低3.2分/千瓦时，调整后的《山西电网销售电价表》、《山西电网峰谷分时销售电价表》、《2017-2019年山西电网输配电价表》见附件1、附件2、附件3。

二、降低国网山西省电力公司与山西地方电力有限公司间趸售电价0.1分/千瓦时。

三、降低部分燃煤发电机组、水电机组、风电机组上网电价，调整后的上网电价标准见附件4。

四、降低国家重大水利工程建设基金征收标准25%，停征小型水库移民后期扶持资金，调整后的基金及标准见附件1。

五、以上电价调整自2018年7月1日起执行。因停征小型水库移民后期扶持资金与电价调整不同步出现的降价资金缺口，由电网企业承担。

六、各市发展改革委、电网企业要精心组织、周密安排，确保本次电价调整措施及时落实到位，积极配合第三方评估和国务院第五次大督查工作。执行中遇到的问题，请及时报我委。

附件：1.山西电网销售电价表

2.山西电网峰谷分时销售电价表

3.2017-2019年山西电网输配电价表

4.山西电网部分发电企业上网电价表

山西省发展和改革委员会

2018年8月22日

## 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	suy1@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
私募业务部	马明周	021-22167343	18516159056	mamingzhou@ebscn.com
	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