

行业研究/动态点评

2019年05月16日

行业评级:

公用事业 增持(维持)  
电力 II 增持(维持)

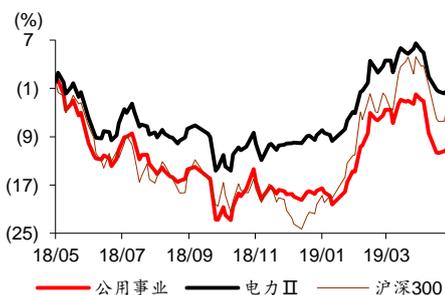
**王玮嘉** 执业证书编号: S0570517050002  
研究员 021-28972079  
wangweijia@htsc.com

**赵伟博** 010-56793949  
联系人 zhaoweibo@htsc.com

相关研究

- 1《福能股份(600483,买入): 风电高成长, 火电增弹性, 核电提潜力》2019.05
- 2《公用事业: 火电 16 个月以来首现负增长, 逆周期逻辑逐步兑现》2019.05
- 3《伟明环保(603568,买入): 优质运营, 稳健增长, 能者突围》2019.05

一年内行业走势图



资料来源: Wind

## 降电价靴子落地, 火电复苏进一步确立

### 降电价靴子落地, 持续推荐火电

19年3月国务院再出降低一般工商业电价10%目标, 5月15日发改委发布《关于降低一般工商业电价的通知》明确了四项措施: 1) 重大水利工程建设基金降低50%让利约100亿, 2) 核减跨省区输电价让利20亿(我们测算此前增值税下调3个点输配电价让利约240亿), 3) 省内水电、跨省跨区外来水电和核电(三代核电机组除外)非市场化交易电量的增值税下调(3%)空间让渡下游客户约73亿, 4) 剩余约260亿将由提升市场电比例等其他举措完成(19年市场化电量若从30%提升38%, 度电让利3.6分与18年持平, 可为下游让利261亿, 符合我们预期)。持续推荐火电。

### 水电靴子落地, 核电(三代核电机组除外)影响有限

1) 19年3月增值税率从16%降为13%且政府工作报告提出一般工商业电价再降低10%的任务时, 市场就有明确预期: 水电企业盈利状态较高(18年长电摊薄ROE16%), 增值税让利部分或无法留存在发电端。我们在《增值税税率下行, 火电弹性最大》报告中性情景分析也曾提出水电增值税红利可能转移至下游工商业用户受益, 此次政策出台符合我们的预期, 提供约50-60亿降价空间, 对应各水电公司18年利润5%-10%。2) 核电增值税率调低提供约20亿降价空间, 影响预计有限, 18年中国核电/中广核ROE分别为11%/13%。

### 火电标杆电价不动, 电网盈利有望见底

火电标杆电价不动且享受增值税降低让利, 或用以抵消历史上煤电联动需上调电价, 盈利或持续复苏。此前监管层推动风电光伏无补贴平价上网, 19年以来各电源(火/水/核/风/光)中仅火电标杆电价不变, 且部分享受到增值税下调优惠, 有助于在保障电力供给, 推进能源结构持续优化的基础上, 平衡各电源盈利性。根据我们《增值税税率下行, 火电弹性最大》测算, 增值税率减3%对火电18年利润影响9%-21%(完全享受增值税调整红利情境下)。18年国网/南网ROA为1.5%/1.6%, 我们预计调低固定资产平均折旧率或助推电网ROA小幅提升0.1-0.2pct, 资产盈利能力或见底。

### 支持电源利润再分配, 再降电费基础弱

我们认为本次降电价政策体现出: 1) 水电核电(三代机组除外)盈利合理, 火电依然偏低, 2) 电网资产进一步压缩盈利空间有限。我们认为我国一般工商业电价高于美国电价原因主要在于: 1) 居民vs工业和高耗能行业vs一般工商业的交叉补贴; 2) 电价的附加税费较高——以工业电价为例, 各项税费占比达6%-7%(约4-5分钱); 3) 配电网建设和电力设备兼容难度高造成一般工商业用电成本过高。从电力产业角度来看, 14-18年中国发电行业ROA均值较美国低0.5pct, 电网系统ROA均值较美国低0.6pct, 后续发电侧与电网侧盈利大幅压缩支援制造业的基础弱。

推荐: 华能国际/内蒙华电/京能电力/皖能电力/建投能源/长源电力;  
风险提示: 宏观经济形势进一步恶化等。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。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独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com