

2019年06月03日

多地完成终端降电价任务 发电上网电价无需担忧

——各地一般工商业降电价情况点评

看好

相关研究

本期投资提示：

- **为降低一般工商业电价 10%，国家发改委先后发布两批降价措施。**第一批措施为电网公司增值税率由 16% 降至 13% 的电价空间全部让利于下游，并于 4 月 1 日起执行。第二批降电价措施将于 7 月 1 日起实施，主要有以下 4 个措施：国家重大水利工程建设基金减半；增值税率和电网固定资产平均折旧率降低后，降低跨省跨区专项工程输电价格；水电、核电（除三代机组）非市场电部分增值税税率调整让利下游；积极扩大一般工商业用户参与电力市场化交易的规模，通过市场机制进一步降低用电本。
- **梳理近期已披露第二批降电价措施的省区情况发现，部分省区第一、第二批降价措施即可完成 10% 的一般工商业降价任务。**部分省区的降价幅度尚未完成但接近 10% 的降价任务。其中，第一、第二批降电价措施完成全年 10% 降价任务的省区有福建省、湖北省、陕西省、河南省。第一、第二批降电价措施接近完成全年 10% 降价任务的省区有江苏省、天津市和江西省、河北省北网及南网。由于大部分省区已完成或接近完成 2019 年度的降电价任务，火电调整税前电价的可能性较低，预计第三批降电价措施主要有今年启动的第二轮省级输配电价成本监审完成。
- **在广东省本地火电机组发电量大幅降低的背景下，市场电折价幅度依然处于历史低位，侧面反映市场参与者报价趋于理性。**受西南外来水电冲击，1-4 月广东省火电发电量同比减少 16.2%，4 月单月火电发电量同比减少 17.2%。广州电力交易中心数据显示，2019 年 4、5、6 月广东省电力月度集中竞价成交电量分别约为 46、55、50 亿千瓦时，集中竞价交易价差分别为 2.88、2.93、3.19 分/千瓦时，较 2018 年均值 4.08 分/千瓦时的折价幅度显著收窄。
- **二季度起增值税降税红利留存给火电，区域电力供需结构向好的地方火电龙头盈利能力有望持续提升。**根据我们测算，增值税下调 3% 后，火电企业业绩弹性普遍可以达到 30%-50%。其中，自身盈利能力越差的火电公司，对于增值税下调的业绩弹性越大。
- **投资策略：**2016 年启动煤炭供给侧改革以来，煤电联动政策已停滞 3 年未实施。同期，国家通过中间环节让利、增值税减税等措施变相上调火电税后电价。我们认为，随着火电市场电占比的提升，标杆电价将逐步被淡化，市场供需、燃料成本将是影响火电平均上网电价的主要因素。中部区域尚处于工业化发展的中期，大力发展以高端制造业为代表的一批新兴产业，后发优势明显，未来用电量增速有望长期保持较高水平。电价风险逐步释放，煤价开始加速回落，建议重点配置**长源电力、内蒙华电、皖能电力、国投电力、湖北能源**。
- **风险提示：**全国用电增速不及预期。

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com
王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com

研究支持

查浩 A0230117070007
zhahao@swsresearch.com
邹佩轩 A0230118080005
zoupux@swsresearch.com

联系人

王璐
(8621)23297818×7618
wanglu@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

1. 多地完成终端降价任务 上网电价无需担忧

为降低一般工商业电价 10%，国家发改委先后发布两批降价措施。第一批措施为国家电网增值税率由 16% 降至 13% 的电价空间全部让利于下游，并于 4 月 1 日起执行。第二批降价措施将于 7 月 1 日起实施，主要有以下 4 个措施：

1) 国家重大水利工程建设基金减半，预计可为下游一般工商业用电减负 76 亿元电费。今年 4 月，国务院常务会上决定 7 月 1 日起国家重大水利工程建设基金再减半。经历了 2017、2018 年两轮下降 25%，2019 重大水利工程建设基金征收标准=2009 版本 $(1-25\%) \times (1-25\%) \times (1-50\%)$ 。以征收标准最高的江苏为例，将由 2018 年 7 月 1 日的 8.39 厘/度降低至约 4.19 厘/度。我们以 2019 年 5% 的用电增速测算，该项措施可为全国下游用电支出减负约 76 亿元。

2) 增值税率和电网固定资产平均折旧率降低后，降低跨省跨区专项工程输电价格。通知提出通过适当延长电网企业固定资产折旧年限，将电网企业固定资产平均折旧率降低 0.5 个百分点；增值税税率和固定资产平均折旧率降低后，重新核定的跨省跨区专项工程输电价格，专项工程降价形成的降价空间在送电省、受电省之间按照 1:1 比例分配。经测算，跨省跨区专项工程输电价格平均下降 3.55 厘/度，降幅约 6.9%。2018 年我国跨省、跨区送电量分别为 12936 和 4807 亿度，合计约 17743 亿度。今年一季度跨省、跨区送电规模分别同比增长 10.15% 和 8.38%。以一季度增速估算全年增速，我们测算该项措施可为下游减负约 34 亿元。

3) 水电、核电（除三代机组）非市场电部分增值税税率调整让利下游。因增值税税率降低到 13%，省内水电企业非市场化交易电量、跨省跨区外来水电和核电企业（三代核电机组除外）非市场化交易电量形成的降价空间，全部用于降低一般工商业电价。参考装机增长，假设 2019 年水电发电量同比增长 3%。考虑 2018 年新增田湾 3、4 号机组以及阳江 5 号机组，全国非三代核电机组合计装机容量约 3894 万 kW，以 7200h（2018 年为 7184h）利用小时数估算核电发电量。水电、核电平均上网电价以 2017 年的 0.259 元/度和 0.4 元/度计。中电联数据显示，2018 年大型发电集团水电、核电的市场化率分别为 31.9%、24.8%。经测算，此项降价措施可为下游让利合计约 69 亿元，其中水电约 51 亿元，核电约 18 亿元。

4) 积极扩大一般工商业用户参与电力市场化交易的规模，通过市场机制进一步降低用电成本。

表 1：2019 年降低 10% 一般工商业用电价格让利措施（单位：亿元）

来源	措施	让利规模	备注
来源一	电网增值税下调 3%	360	2018 年全社会用电量约为 68000 亿 kwh，假设电网企业从发电企业处综合购电成本为 0.5 元/kwh，下游的综合销售电价为 0.7 元/kwh，增值税下降给电网企业带来的利润增量为 360 亿元

来源二	政府性基金及附加清理	76	国国会决定 2019 年 7 月起国家重大水利工程建设基金减半,我们测算对应金额 76 亿元。
来源三	跨省跨区专项输电工程	34	适当延长电网企业固定资产折旧年限,将电网企业固定资产平均折旧率降低 0.5 个百分点;增值税税率和固定资产平均折旧率降低后,重新核定的跨省跨区专项工程输电价格。跨省跨区专项工程输电价格平均下降 3.55 厘/度,降幅约 6.9%。
来源四	水电、核电(除三代机组)非市场电部分增值税税率调整让利下游	69	因增值税税率降低到 13%,省内水电企业非市场化交易电量、跨省跨区外来水电和核电企业(三代核电机组除外)非市场化交易电量形成的降价空间,全部用于降低一般工商业电价。经测算,此项降价措施可为下游让利合计约 69 亿元,其中水电约 51 亿元,核电约 18 亿元。
来源五(预计)	输配电价重新核定	360	2018 年发改委通过重新核定特高压线路输配电价格,降低下游用能成本。2019 年有望从省内输配电价核定入手,进一步降低下游用能成本。假设度电输配电价下降 0.5 分/kwh,则总体让利规模为 360 亿元
合计	-	899	-

资料来源:国家发改委、申万宏源研究

我们梳理近期已披露第二批降电价措施的省区情况发现,部分地区第一、第二批降价措施即可完成 10%的一般工商业降价任务。部分省区的降价幅度尚未完成但接近 10%的降价任务。其中,第一、第二批降电价措施完成全年 10%降价任务的省区有福建省、湖北省、陕西省、河南省。第一、第二批降电价措施接近完成全年 10%降价任务的省区有江苏省、天津市和江西省、河北省北网及南网。

发改委发布的第二批降电价政策中,并未提及火电增值税税率调整需要让利给下游,对于火电企业整体利好。由于大部分省区已完成或接近完成 2019 年度的降电价任务,火电调整税前电价的可能性较低,预计第三批降电价措施主要有今年启动的第二轮省级输配电价成本监审完成。

水电、核电非市场电电价的调整并不影响税后电价水平。水电、核电增值税率下调并让利下游符合预期,由于税后价格不变,企业盈利能力不受影响。

表 2:截至 5 月底已发布两批降价措施的地区一般工商业电价降价完成情况(单位:分/度)

省市区	4 月 1 日起降价	7 月 1 日起降价	两批合计	本年度累计降价幅度
甘肃	3.68	5.09	8.77	12.67%
湖北	2.53	6.70	9.23	11.79%
河南	2.38	4.21	6.59	10.38%
福建	2.11	4.33	6.44	10.06%
陕西	2.18	4.75	6.93	10.00%
江苏	3.10	4.15	7.25	9.85%

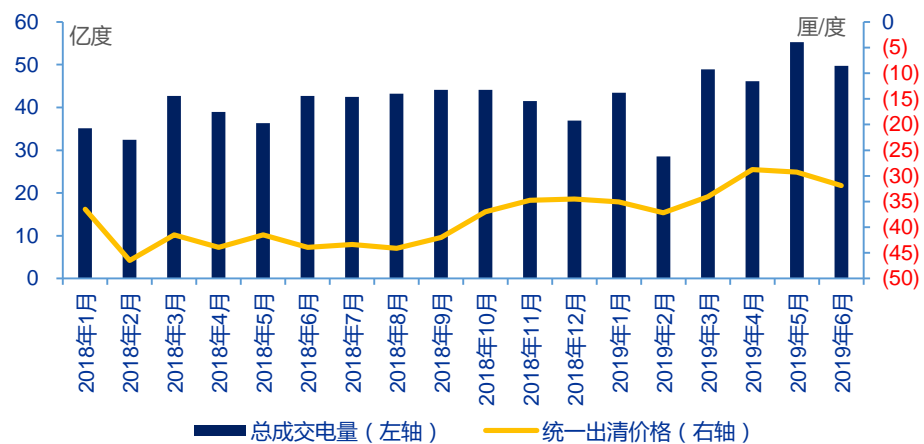
天津	2.29	5.09	7.38	9.83%
江西	1.93	4.93	6.86	9.80%
冀北	2.14	2.99	5.13	8.76%
冀南	1.97	2.61	4.58	7.51%

资料来源：各地方发改委官网，申万宏源研究

2. 市场电竞价日趋理性 火电受益降税红利

广东省是国内最早、最活跃的省级电力市场之一。目前，广东省已建成较为成熟的双边协商、集中竞价、挂牌交易和发电权转让等一二级衔接、场内外互补的中长期交易品种。广州电力交易中心数据显示，2019年4、5、6月广东省电力月度集中竞价成交电量分别约为46、55、50亿千瓦时，集中竞价交易价差分别为2.88、2.93、3.19分/千瓦时。今年4月，广东省月度市场电竞价折价幅度首次低于3分/度，较2018年均值4.08分/千瓦时的折价幅度显著收窄。

图1：广东省近年来月度集中电力交易成交量及折价情况



资料来源：广州电力交易中心，申万宏源研究

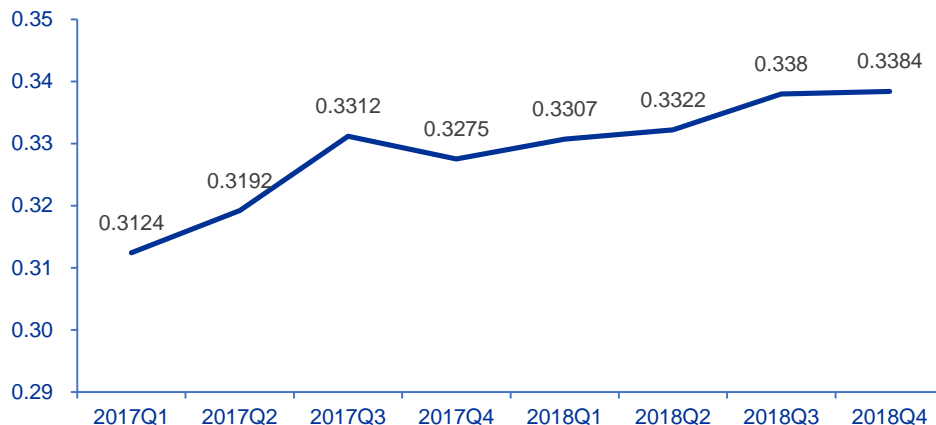
对比2018、2019年市场电交易数据，我们发现市场参与者报价更为理性，市场电折价幅度呈收窄趋势。2018年年度双边协商交易累计成交电量997.8亿度，平均价差-7.82分/度。2019年年度双边协商交易成交电量1389亿度，同比增加39.2%，平均价差-4.416分/度，较2018年收窄约3.4分/度。而月度集中竞价成交电价更是逐步降低折价幅度。

受西南外来水电冲击，1-4月广东省火电发电量同比减少16.2%，4月单月火电发电量同比减少17.2%。在广东省本地火电机组发电量大幅降低的背景下，市场电折价幅度依然处于历史低位，侧面反映市场参与者报价趋于理性。

随着煤炭市场价格波动拉升以及市场交易的理性回归，全国煤电市场交易电价呈缓步回升趋势。中电联数据显示，2018年全国大型发电集团煤电机组上网电量市场化率为42.8%，较2017年提升6.7个百分点。自2017年4季度以来，煤电市场交易平均电价已

连续四个季度保持增长。2018 年 4 季度，大型发电集团煤电市场交易平均电价为 0.3384 元/千瓦时，较去年同期提高 0.0109 元/千瓦时。

图 2：2017-2018 年分季度全国煤电市场交易电价走势（单位：元/度）

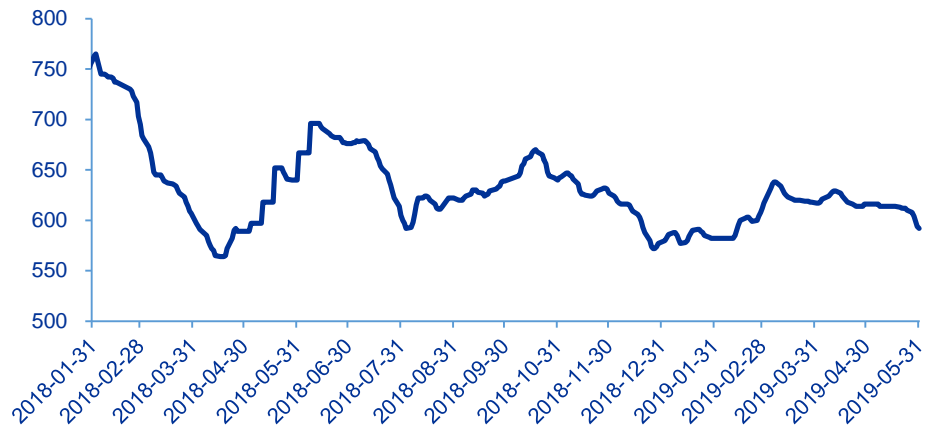


资料来源：中电联，申万宏源研究

2016 年启动煤炭供给侧改革以来，煤电联动政策已停滞 3 年未实施。同期，国家通过中间环节让利、增值税减税等措施变相上调火电税后电价。我们认为，随着火电市场电占比的提升，标杆电价将逐步被淡化，市场供需、燃料成本将是影响火电平均上网电价的主要因素。

随着火电市场电报价趋于理性，同时二季度起增值税降税红利留存给火电，中西部区域电力供需结构向好的地方火电龙头盈利能力有望持续提升。根据我们测算，增值税下调 3% 后，火电企业业绩弹性普遍可以达到 30%-50%。其中，自身盈利能力越差的火电公司，对于增值税下调的业绩弹性越大。中电联数据显示，今年一季度，东、中、西部和东北地区全社会用电量同比分别增长 3.7%、8.3%、7.3% 和 2.4%。1-4 月中西部省份用电增速仍然高于全国平均，延续了 2018 年以来的东西部用电增速分化格局。我们认为：1) 东南沿海经济发达区域，用电基数高，叠加能源双控，用电增速逐渐放缓。2) 西部区域环保政策相对温和、电价低，为较多高耗能产业的转移目的地，驱动用电量快速增长。3) 中部区域尚处于工业化发展的中期，大力发展以高端制造业为代表的一批新兴产业，后发优势明显，未来用电量增速有望长期保持较高水平。

5 月最后一周，秦皇岛港动力煤（5500 大卡山西产）平仓价逐步降至 599 元/吨，跌破 600 元/吨。受气温回升缓慢、经济形势变化等因素影响，六大发电集团日耗降低至 55.35 万吨/日（5 月 31 日最新数据），同比下降约 28%。六大发电集团煤炭库存可用天数回升至 31.59 天（5 月 31 日最新数据）。低日耗、高库存对动力煤价形成降价压力，秦皇岛港口煤价开始加速下跌。

图 3：秦皇岛港平仓价动力末煤(Q5500):山西产 (单位：元/吨)


资料来源：Wind，申万宏源研究

投资建议：电价风险逐步释放，煤价开始加速回落，建议重点配置**长源电力、内蒙华电、皖能电力、国投电力、湖北能源**。

表 3：公用事业板块重点标的的盈利预测表 (元，元/股)

板块	代码	简称	评级	2019/5/31			EPS			PE			PB
				最新收盘价	18A	19E	20E	18A	19E	20E			
火电	600863.SH	内蒙华电	买入	2.92	0.13	0.26	0.32	22	11	9	1.49		
	000543.SZ	皖能电力	买入	4.62	0.34	0.40	0.52	14	12	9	0.78		
	000966.SZ	长源电力	买入	5.24	0.19	0.59	0.79	28	9	7	1.55		
	600011.SH	华能国际	增持	6.50	0.09	0.32	0.44	71	20	15	1.34		
	600795.SH	国电电力	增持	2.52	0.07	0.25	0.28	36	10	9	0.96		
	601991.SH	大唐发电	增持	3.17	0.07	0.15	0.22	48	21	15	1.29		
	600027.SH	华电国际	增持	3.92	0.17	0.33	0.47	23	12	8	0.89		
	600023.SH	浙能电力	增持	4.66	0.30	0.43	0.53	16	11	9	1.00		
	002608.SZ	江苏国信	增持	8.55	0.68	0.99	1.02	13	9	8	1.27		
	000539.SZ	粤电力 A	增持	4.24	0.09	0.16	0.27	47	27	16	0.91		
	600642.SH	申能股份	增持	5.92	0.40	0.49	0.54	15	12	11	1.00		
	000027.SZ	深圳能源	增持	5.95	0.17	0.42	0.49	34	14	12	1.00		
	600578.SH	京能电力	增持	3.11	0.13	0.22	0.26	24	14	12	0.90		
	600021.SH	上海电力	增持	8.30	1.06	0.51	0.57	8	16	15	1.35		
000600.SZ	建投能源	增持	6.64	0.24	0.39	0.54	28	17	12	1.06			
水电	600900.SH	长江电力	买入	17.71	1.03	1.09	1.11	17	16	16	2.68		
	600025.SH	华能水电	买入	4.04	0.32	0.21	0.26	13	19	16	1.61		
	600886.SH	国投电力	买入	7.87	0.64	0.71	0.74	12	11	11	1.53		
	600674.SH	川投能源	买入	9.01	0.81	0.84	0.85	11	11	11	1.55		
	600236.SH	桂冠电力	买入	6.04	0.39	0.44	0.46	15	14	13	2.50		
	000883.SZ	湖北能源	买入	4.08	0.28	0.38	0.47	15	11	9	0.99		

	002039.SZ	黔源电力	买入	13.78	1.20	1.26	1.34	11	11	10	1.59
	300427.SZ	红相股份	买入	18.15	0.64	0.98	1.12	28	19	16	3.20
配网	600452.SH	涪陵电力	买入	23.39	1.56	1.80	2.19	15	13	11	3.35
	600310.SH	桂东电力	买入	5.05	0.08	0.34	0.41	61	15	12	1.92
	600644.SH	乐山电力	买入	6.17	0.15	0.34		41	18	-	2.36
	600116.SH	三峡水利	增持	8.12	0.22	0.32	0.33	38	26	25	2.80
	600131.SH	岷江水电	增持	15.21	0.20	0.27	0.29	75	56	53	6.10
	600995.SH	文山电力	增持	7.96	0.45	0.49		18	16	-	1.79
	600969.SH	郴电国际	中性	7.09	0.10	0.14	0.17	68	51	41	0.76
	601985.SH	中国核电	买入	5.52	0.30	0.35	0.41	18	16	13	1.80
清洁能源	600167.SH	联美控股	买入	9.44	0.58	0.70	0.87	16	14	11	3.27
	600483.SH	福能股份	买入	8.14	0.68	0.88	1.07	12	9	8	1.10
	601611.SH	中国核建	增持	7.72	0.37	0.44	0.53	21	18	15	2.27
	000875.SZ	吉电股份	增持	3.03	0.05	0.12	0.16	57	26	19	0.86

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。