

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2019年09月07日

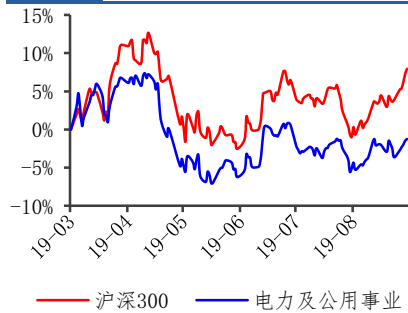
分析师

分析师：濮阳 S1070519050001

☎ 021-31829703

✉ pyang@cgws.com

行业表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<如何解读火电发电量、原煤产量增速背离? >> 2019-08-14

<<6月发电量增速反弹,旺季补库接近尾声或致后续煤价下行>> 2019-06-28

<<政策靴子落地,电量电价风险基本可控>> 2019-06-28

整体业绩向好,个股出现分化,推荐 Q3 火电股投资机会

——电力及公用事业 2019 年半年报总结

核心观点

- 2019 年年初至今申万电力指数上涨 13.0%，跑输大盘。2019 年年初至今，申万电力指数、万得全 A、上证综指、沪深 300 分别上涨 13.0%、29.3%、20.3%、31.2%。2019 年年初至今，电力行业细分领域中，火电、新能源发电、水电、热电分别上涨 2.8%、3.1%、22.0%、28.6%。长江电力、华能水电、国投电力年初至今涨幅 21.7%、50.7%、19.1%，推动水电板块表现较好。热电板块涨幅最高，主要由于热电板块权重股联美控股涨幅较高。
- 2019 年上半年，电力行业营收、归母净利润、扣非净利润同比增速分别为 11%、28%、34%。2019 年上半年，电力行业营收增速 11%；细分领域中，火电、热电、水电、新能源发电营收增速分别为 10%、9%、15%、20%。2019 年上半年，电力行业归母净利润增速 28%；细分领域中，火电、热电、水电、新能源发电营收增速分别为 40%、150%、18%、1%。2019 年上半年，电力行业扣非净利润增速 34%；细分领域中，火电、热电、水电、新能源发电营收增速分别为 55%、209%、20%、1%。
- 保险公司加仓电力板块，2019Q2 机构持仓占电力板块流通市值比例上升到 4.64%。2017Q4、2018Q4、2019Q2，机构持仓占电力板块流通市值比例分别为 2.43%、3.04%、4.64%。其中 2019Q2 保险公司持仓占比从 2018Q4 的 0.52% 快速上升到 2.57%。1) 19 年 6 月末，基金持仓中电力行业占比为 1.1%，处于历史配置比例底部，标配比例为 3.0%。基金持有的电力行业重仓股包括长江电力（持仓市值 54.1 亿元，占流通 A 股比例 1.37%）、华能国际（持仓市值 19.5 亿元，占流通 A 股比例 2.99%）、国投电力（持仓市值 18.8 亿元，占流通 A 股比例 3.57%）、国电电力（持仓市值 14.8 亿元，占流通 A 股比例 2.96%）、川投能源（持仓市值 14.3 亿元，占流通 A 股比例 3.64%）、中国核电（持仓市值 10.8 亿元，占流通 A 股比例 1.25%）等。2) 19 年 6 月末，保险持仓中电力行业占比为 2.5%，较 2018 年年末的 0.7% 快速增长（加仓的主要是长江电力），标配比例为 3.0%。保险持有的电力行业重仓股包括长江电力（持仓市值 296.8 亿元，占流通 A 股比例 7.54%）、京能电力（持仓市值 23.7 亿元，占流通 A 股比例 13.70%）、韶能股份（持仓市值 10.3 亿元，占流通 A 股比例 19.96%）等。3) 19 年 6 月末，QFII 持仓中电力行业占比为 0.35%，标配比例为 3.0%。QFII 持有的电力行业重仓股包括华能水电（持仓市值 2.0 亿元，占流通 A 股比例 0.55%）、深南电 A（持仓市值 1.7 亿元，占流通 A 股比例 3.79%）、涪陵电力（持仓市值 1.7 亿元，占流通 A 股比例 3.03%）等。
- 2019Q2 火电板块收入同比负增长；扣非净利润增速下滑，环比增长 1.2%。

2019Q1、Q2 火电板块收入同比增速分别为 15.7%、-8.8%，扣非净利润同比增速 72.5%、41.2%，Q2 扣非净利润季度环比增速为 1.2%。2019 年上半年火电板块收入、扣非净利润同比增速分别为 10.1%、55.2%。

- **2019Q1、Q2 全国火电发电量同比增速分别为 2.0%、-1.7%，Q2 出现电量增速拐点致 Q2 收入同比下降，7 月电量增速仍较低。**7 月火电发电量当月同比增速为-1.6%。7 月工业增加值增速下降到 4.8%，PMI 反弹至 49.7 但仍低于 50。2019 年棚改计划 285 万套，较 2018 年 588 万套的计划改造套数减少近 51%；棚改退坡致 1~7 月商品房销售面积同比下降 1.3%，给新开工、地产投资带来压力。工业用电需求走弱、房地产产业链增速放缓，预计 Q3 火电发电量同比增速仍将承压。
- **Q2 不含税电煤价格指数基本持平，电价受益于增值税下调，Q1 包含较多低毛利率的供暖收入等因素致 Q2 净利润率环比上升。**2019Q2 扣非净利润季度环比增速为 1.2%。2019Q1、Q2 火电板块毛利率分别为 16.3%、16.7%（2018 年全年毛利率为 12.9%）；扣非净利润率分别为 4.3%、4.8%（2018 年全年扣非净利润率为 3.83）。**1）Q2 不含税煤价环比上升 0.2%：**2019Q1、Q2 不含税电煤价格指数同比增速分别为-7.6%、-2.3%，Q2 环比增速为 0.2%。**2）不含税电价受益于增值税下调，市场电折价在增值税下调后并未上升。**火电企业不含税电价受益于增值税下调，从广东月度竞价数据来看，4 月 1 日后市场电折价幅度并未扩大。广东 9 月集中竞价价差-29.5 厘/千瓦时，价差小幅波动。4~9 月，平均竞价价差为-29.8 厘/千瓦时，较一季度-35.43 厘/千瓦时，有所收窄。
- **火电重点个股业绩分析：1）全国性公司中，华能国际（单位燃料成本下降较快）、华电国际（上网电价增速较快）业绩增速较快，大唐发电、国电电力业绩增速相对较慢。**2019 年上半年，华能国际、华电国际、大唐发电、国电电力的扣非净利润同比增速分别为 79%、66%、-17%、10%。这主要是由于不同公司间电量、燃料成本出现分化。2019 年上半年，华能国际、华电国际、大唐发电、国电电力的上网电量同比增速分别为-5.8%、5.7%、-5.2%、2.6%；单位燃料成本同比增速分别为-5.6%、-2.4%、-3.3%、-4.4%（煤电单位燃料成本）。**2）业绩增速较快的区域性公司：**上半年扣非净利润同比增速较快的区域性公司包括：深圳能源（+76%）、长源电力（+1456%）、穗恒运 A（+515%）、内蒙华电（+157%）、皖能电力（+163%）、建投能源（+113%）、吉电股份（+64%）、赣能股份（+98%）、京能电力（+137%）等。
- **7 月火电发电量同比增速-1.6%，而原煤产量增速 12.2%；数据背离预示煤价 Q3 有望呈下行态势。**今年煤炭供需格局走向宽松。7 月基数并不高，但发电量同比增速仍从上月的 2.8%下降至 0.6%；1~7 月发电量同比增速从上月的 3.3%下降到 3.0%。7 月水电发电量增速下降到 6.3%，但由于整体发电量下降，7 月火电增速从 0.1%下降到-1.6%工业用电需求走弱、房地产产业链增速放缓，火电增速承压。煤矿新增产能储备充足，二季度矿难影响消退后，产量快速增长。煤矿产能释放快于下游需求，煤矿库存增速达到供给侧改革后的最高水平。Q3 煤价已呈现下降趋势：7 月电煤价格指数较 Q2 均值下降 1.5%，而 5000 大卡现货 7~8 月均价较 Q2 下降 1.3%。

- **火电建议关注：**全国性公司中的华电国际、国电电力；区域性公司中的皖能电力、京能电力、建投能源、长源电力、吉电股份、赣能股份等。
- **2019Q2 水电板块收入、扣非净利润同比增速较 Q1 均有所增长。**2019Q1、Q2 水电板块收入同比增速分别为 11.3%、19.0%，扣非净利润同比增速 4.9%、30.3%。2019 年上半年水电板块收入、扣非净利润同比增速分别为 15.3%、19.8%。
- **上半年水电发电量保持较快增速，致 Q2 收入增速继续增长。**2019Q1、Q2 水电板块收入同比增速分别为 7.7%、13.2%。2019Q1 和上半年，全国水电发电量同比增长 12.0%、11.8%，增速基本持平。而 7 月当月同比增速为 6.3%，出现下滑。高电量增速下，毛利率、扣非净利润率均保持上升态势。2019 年上半年，水电毛利率从去年同期的 40.2% 上升到 41.2%；扣非净利润率从去年同期的 21.1% 上升到 21.9%。
- **云南、广东、湖南、福建等地水电公司业绩增速较快：**上半年扣非净利润同比增速较快的水电包括：甘肃电投（+77%）、湖南发展（+68%）、闽东电力（+195%）、韶能股份（+160%）、国投电力（+45%）、华能水电（+226%）。主要水电生产省份中，福建、广东、内蒙古、湖南、云南、甘肃今年上半年水电利用小时增长较快，增速分别为 81.2%、55.2%、63.6%、53.4%、18.8%、8.1%；广西、贵州、四川、湖北增速分别为 8.1%、4.8%、5.7%、1.2%、-5.2%。
- **水电建议关注：**长江电力、国投电力、川投能源、桂冠电力、韶能股份等水电公司。
- **风险提示：**上网电价或下降；来水或不及预期；煤价或高位运行

目录

1. 2019 年半年报总结.....	6
1.1 2019 年年初至今，电力行业跑输大盘.....	6
1.2 保险公司加仓电力板块，2019Q2 机构持仓占电力板块流通市值比例上升到 4.64% 8	
2. 火电：整体业绩向好，个股出现分化，推荐 Q3 火电股投资机会.....	9
3. 水电：上半年来水偏丰，业绩增速较快.....	11
4. 风险提示.....	13

图表目录

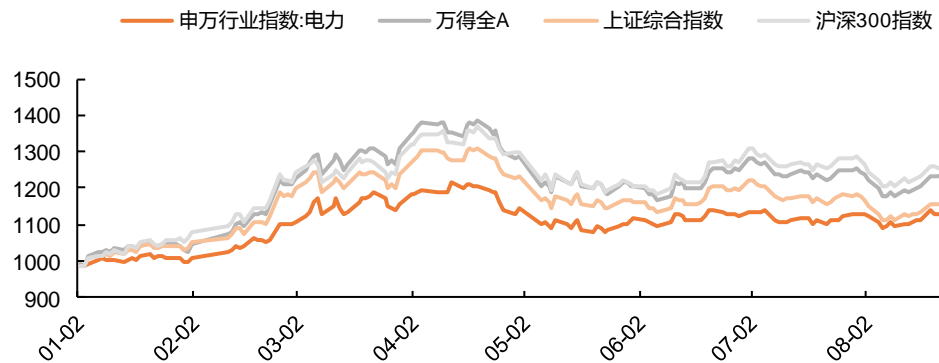
图 1: 2019 年电力行业指数走势.....	6
图 2: 2019 年电力细分领域指数走势.....	6
图 3: 火电发电量月度当月同比.....	10
图 4: 火电利用小时月度同比增长.....	10
图 5: 全国电煤价格指数.....	10
图 6: 火电板块毛利率与净利率.....	10
图 7: 水电发电量月度当月同比.....	12
图 8: 水电利用小时月度同比增长.....	12
图 9: 水电板块毛利率、扣非净利润率情况.....	12
表 1: 电力行业营收增速.....	7
表 2: 电力行业归母净利润增速.....	7
表 3: 电力行业扣非净利润增速.....	8
表 4: 电力板块机构持仓情况.....	8
表 5: 火电板块单季度收入、业绩增速.....	9
表 6: 水电板块单季度收入、业绩增速.....	11

1. 2019 年半年报总结

1.1 2019 年年初至今，电力行业跑输大盘

2019 年年初至今申万电力指数上涨 13.0%，跑输大盘。2019 年年初至今，申万电力指数、万得全 A、上证综指、沪深 300 分别上涨 13.0%、29.3%、20.3%、31.2%。

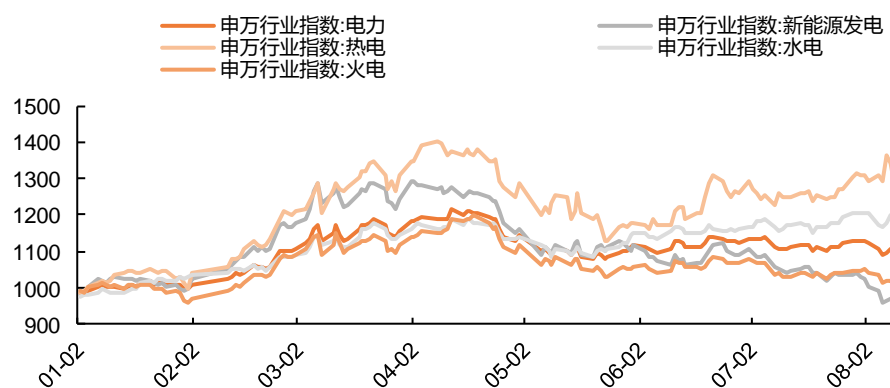
图 1: 2019 年电力行业指数走势



资料来源: Wind, 长城证券研究所 (2018/12/28=1000)

从细分领域来看，大水电表现较好；联美控股涨幅较高，推动热电板块涨幅领先。2019 年年初至今，电力行业细分领域中，火电、新能源发电、水电、热电分别上涨 2.8%、3.1%、22.0%、28.6%。长江电力、华能水电、国投电力年初至今涨幅 21.7%、50.7%、19.1%，推动水电板块表现较好。热电板块涨幅最高，主要由于热电板块权重股联美控股涨幅较高。

图 2: 2019 年电力细分领域指数走势



资料来源: Wind, 长城证券研究所 (2018/12/28=1000)

2019 年上半年，电力行业营收增速 11%；细分领域中，火电、热电、水电、新能源发电营收增速分别为 10%、9%、15%、20%。

表 1: 电力行业营收增速

	2012H1	2013H1	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1	2019H1
公用事业行业营收 (亿)	3,004.2	3,424.5	3,561.9	3,477.4	3,329.4	3,858.9	4,573.4	5,092.6
同比增速 (%)		14%	4%	-2%	-4%	16%	19%	11%
火电板块 (亿)	2,454.5	2,848.8	2,921.5	2,758.3	2,489.3	2,951.1	3,549.8	3,907.4
同比增速 (%)		16%	3%	-6%	-10%	19%	20%	10%
热电板块 (亿)	45.0	46.9	50.1	52.0	71.2	87.7	100.4	109.9
同比增速 (%)		4%	7%	4%	37%	23%	14%	9%
水电板块 (亿)	405.2	436.2	489.7	519.8	608.9	637.7	718.2	828.3
同比增速 (%)		8%	12%	6%	17%	5%	13%	15%
新能源发电板块 (亿)	99.6	92.7	100.6	147.3	160.0	182.4	205.1	247.0
同比增速 (%)		-7%	9%	46%	9%	14%	12%	20%

资料来源: Wind, 长城证券研究所

2019 年上半年, 电力行业归母净利润增速 28%; 细分领域中, 火电、热电、水电、新能源发电营收增速分别为 40%、150%、18%、1%。

表 2: 电力行业归母净利润增速

	2012H1	2013H1	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1	2019H1
公用事业行业归母净利润 (亿)	127.3	328.0	403.4	516.2	459.9	271.0	334.2	426.9
同比增速 (%)		158%	23%	28%	-11%	-41%	23%	28%
火电板块 (亿)	70.9	236.0	282.9	336.6	268.3	76.3	137.0	191.7
同比增速 (%)		233%	20%	19%	-20%	-72%	80%	40%
热电板块 (亿)	2.5	6.3	6.5	7.6	9.3	10.5	5.5	13.7
同比增速 (%)		158%	2%	17%	22%	13%	-48%	150%
水电板块 (亿)	41.2	77.1	105.4	146.3	155.7	155.1	160.3	189.8
同比增速 (%)		87%	37%	39%	6%	0%	3%	18%
新能源发电板块 (亿)	12.7	8.6	8.7	25.7	26.7	29.1	31.5	31.7
同比增速 (%)		-32%	1%	197%	4%	9%	8%	1%

资料来源: Wind, 长城证券研究所

2019 年上半年, 电力行业扣非净利润增速 34%; 细分领域中, 火电、热电、水电、新能源发电营收增速分别为 55%、209%、20%、1%。

表 3: 电力行业扣非净利润增速

	2012H1	2013H1	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1	2019H1
公用事业行业扣非净利润 (亿)	99.0	292.5	357.3	456.8	438.6	252.6	301.5	403.3
同比增速 (%)		196%	22%	28%	-4%	-42%	19%	34%
火电板块 (亿)	61.5	231.4	279.0	316.5	259.1	60.3	114.9	178.4
同比增速 (%)		276%	21%	13%	-18%	-77%	91%	55%
热电板块 (亿)	1.9	2.8	5.2	6.8	6.6	9.2	3.9	12.0
同比增速 (%)		45%	85%	30%	-3%	39%	-58%	209%
水电板块 (亿)	36.7	61.3	74.4	109.1	149.5	154.3	151.3	181.3
同比增速 (%)		67%	21%	47%	37%	3%	-2%	20%
新能源发电板块 (亿)	-1.2	-3.1	-1.4	24.4	23.4	28.9	31.4	31.7
同比增速 (%)		153%	-56%	-1902%	-4%	23%	9%	1%

资料来源: Wind, 长城证券研究所

1.2 保险公司加仓电力板块, 2019Q2 机构持仓占电力板块流通市值比例上升到 4.64%

保险公司加仓电力板块, 2019Q2 机构持仓占电力板块流通市值比例上升到 4.64%。2017Q4、2018Q4、2019Q2, 机构持仓占电力板块流通市值比例分别为 2.43%、3.04%、4.64%。其中 2019Q2 保险公司持仓占比从 2018Q4 的 0.52% 快速上升到 2.57%。

表 4: 电力板块机构持仓情况

	机构持仓 (万元)					机构持仓占电力板块流通市值比例					
	基金	券商集合理财	保险公司	社保基金	QFII	基金	券商集合理财	保险公司	社保基金	QFII	合计
2017Q2	2,786,010	152,195	630,223	919,381	4,314	2.17%	0.12%	0.49%	0.71%	0.00%	3.49%
2017Q4	1,835,332	128,831	568,510	675,451	17,216	1.38%	0.10%	0.43%	0.51%	0.01%	2.43%
2018Q2	1,687,842	142,274	708,453	684,661	15,170	1.27%	0.11%	0.53%	0.52%	0.01%	2.44%
2018Q4	2,506,402	147,232	692,163	647,200	42,169	1.89%	0.11%	0.52%	0.49%	0.03%	3.04%
2019Q2	2,285,630	46,983	3,406,197	365,685	56,195	1.72%	0.04%	2.57%	0.28%	0.04%	4.64%

资料来源: Wind, 长城证券研究所

19 年 6 月末, 基金持仓中电力行业占比为 1.1%, 处于历史配置比例底部, 标配比例为 3.0%。基金持有的电力行业重仓股包括长江电力 (持仓市值 54.1 亿元, 占流通 A 股比例 1.37%)、华能国际 (持仓市值 19.5 亿元, 占流通 A 股比例 2.99%)、国投电力 (持仓市值 18.8 亿元, 占流通 A 股比例 3.57%)、国电电力 (持仓市值 14.8 亿元, 占流通 A 股比例 2.96%)、川投能源 (持仓市值 14.3 亿元, 占流通 A 股比例 3.64%)、中国核电 (持仓市值 10.8 亿元, 占流通 A 股比例 1.25%)、华电国际 (持仓市值 9.3 亿元, 占流通 A 股比例 3.51%)、申能股份 (持仓市值 8.7 亿元, 占流通 A 股比例 3.18%)、联美控股 (持仓市值 8.5 亿元, 占流通 A 股比例 3.52%)、华能水电 (持仓市值 5.7 亿元, 占流通 A 股比例 1.58%)、建投能源 (持仓市值 5.5 亿元, 占流通 A 股比例 7.47%)。

19年6月末，保险持仓中电力行业占比为2.5%，较2018年年末的0.7%快速增长（加仓的主要是长江电力），标配比例为3.0%。保险持有的电力行业重仓股包括长江电力（持仓市值296.8亿元，占流通A股比例7.54%）、京能电力（持仓市值23.7亿元，占流通A股比例13.70%）、韶能股份（持仓市值10.3亿元，占流通A股比例19.96%）、太阳能（持仓市值4.2亿元，占流通A股比例6.25%）、东旭蓝天（持仓市值1.8亿元，占流通A股比例2.52%）、明星电力（持仓市值1.4亿元，占流通A股比例5.02%）、内蒙华电（持仓市值1.0亿元，占流通A股比例0.56%）、涪陵电力（持仓市值0.9亿元，占流通A股比例1.71%）、华能水电（持仓市值0.5亿元，占流通A股比例0.13%）。

19年6月末，QFII持仓中电力行业占比为0.35%，标配比例为3.0%。QFII持有的电力行业重仓股包括华能水电（持仓市值2.0亿元，占流通A股比例0.55%）、深南电A（持仓市值1.7亿元，占流通A股比例3.79%）、涪陵电力（持仓市值1.7亿元，占流通A股比例3.03%）、漳泽电力（持仓市值0.2亿元，占流通A股比例0.18%）、赣能股份（持仓市值0.1亿元，占流通A股比例0.13%）、*ST金山（持仓市值0.0亿元，占流通A股比例0.11%）。

2. 火电：整体业绩向好，个股出现分化，推荐Q3火电股投资机会

2019Q2火电板块收入同比负增长；扣非净利润增速下滑，环比增长1.2%。2019Q1、Q2火电板块收入同比增速分别为15.7%、-8.8%，扣非净利润同比增速72.5%、41.2%，Q2扣非净利润季度环比增速为1.2%。2019年上半年火电板块收入、扣非净利润同比增速分别为10.1%、55.2%。

表5：火电板块单季度收入、业绩增速

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	同比增速	2019Q2	同比增速	环比增速
单季度收入	1,766.43	1,783.36	1,890.16	1,969.59	2,043.23	15.7%	1,864.13	4.5%	-8.8%
单季度归母净利润	59.41	77.62	47.67	13.76	104.94	76.6%	86.78	11.8%	-17.3%
单季度扣非净利润	51.38	63.52	93.70	34.03	88.64	72.5%	89.72	41.2%	1.2%

资料来源：Wind，长城证券研究所

2019Q1、Q2全国火电发电量同比增速分别为2.0%、-1.7%，Q2出现电量增速拐点致Q2收入同比下降，7月电量增速仍较低。7月火电发电量当月同比增速为-1.6%。7月工业增加值增速下降到4.8%，PMI反弹至49.7但仍低于50。2019年棚改计划285万套，较2018年588万套的计划改造套数减少近51%；棚改退坡致1~7月商品房销售面积同比下降1.3%，给新开工、地产投资带来压力。工业用电需求走弱、房地产产业链增速放缓，预计Q3火电发电量同比增速仍将承压。

剔除国电电力、大唐发电，上半年火电板块收入同比增速从10.1%下降到4.3%。2019年1月31日，国电电力完成对中国神华17家火电企业控制权的收购。2018年4月初，大唐发电完成对控股股东所属的大唐安徽发电、大唐河北发电、大唐黑龙江发电的收购。

图 3: 火电发电量月度当月同比

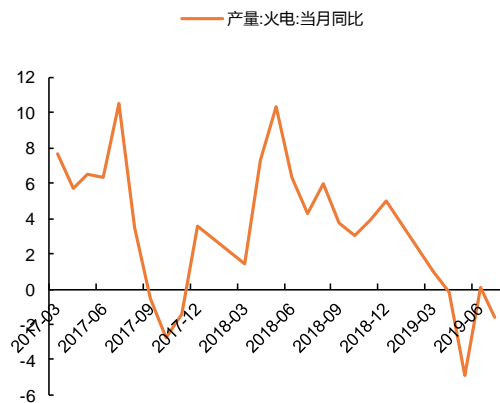
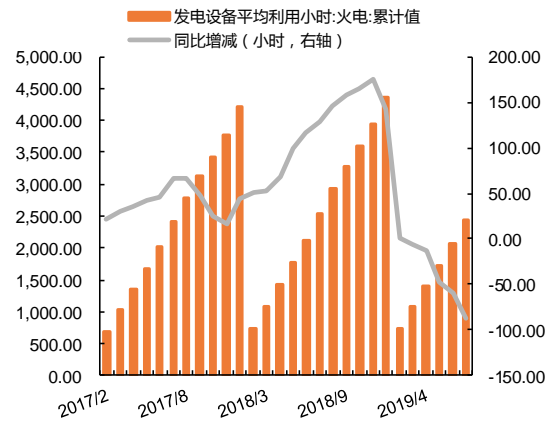


图 4: 火电利用小时月度同比增长



资料来源: Wind, 长城证券研究所

Q2 不含税电煤价格指数基本持平, 电价受益于增值税下调, Q1 包含较多低毛利率的供暖收入等因素致 Q2 净利润率环比上升。2019Q2 扣非净利润季度环比增速为 1.2%。2019Q1、Q2 火电板块毛利率分别为 16.3%、16.7% (2018 年全年毛利率为 12.9%); 扣非净利润率分别为 4.3%、4.8% (2018 年全年扣非净利润率为 3.83)。1) Q2 不含税煤价环比上升 0.2%: 2019Q1、Q2 不含税电煤价格指数同比增速分别为-7.6%、-2.3%, Q2 环比增速为 0.2%。2) 不含税电价受益于增值税下调, 市场电折价在增值税下调后并未上升。火电企业不含税电价受益于增值税下调, 从广东月度竞价数据来看, 4 月 1 日后市场电折价幅度并未扩大。广东 9 月集中竞价价差-29.5 厘/千瓦时, 价差小幅波动。4~9 月, 平均竞价价差为-29.8 厘/千瓦时, 较一季度-35.43 厘/千瓦时, 有所收窄。

图 5: 全国电煤价格指数

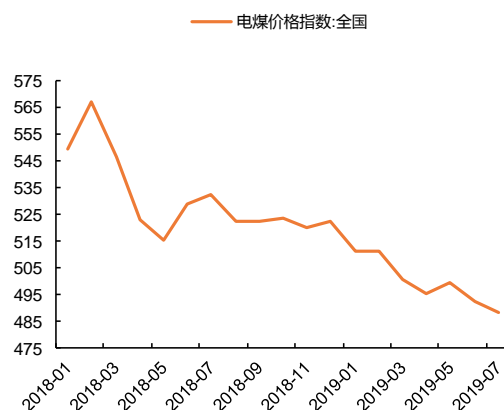
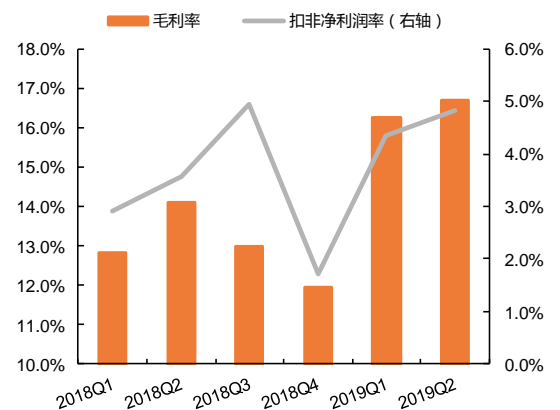


图 6: 火电板块毛利率与净利润率



资料来源: Wind, 长城证券研究所

重点个股业绩分析: 1) 全国性公司中, 华能国际 (单位燃料成本下降较快)、华电国际 (上网电价增速较快) 业绩增速较快, 大唐发电、国电电力业绩增速相对较慢。2019 年上半年, 华能国际、华电国际、大唐发电、国电电力的扣非净利润同比增速分别为 79%、66%、-17%、10%。这主要是由于不同公司间电量、燃料成本出现分化。2019 年上半年, 华能国际、华电国际、大唐发电、国电电力的上网电量同比增速分别为-5.8%、5.7%、-5.2%、2.6%; 单位燃料成本同比增速分别为-5.6%、-2.4%、-3.3%、-4.4% (煤电单位燃料成本)。

2) 业绩增速较快的区域性公司：上半年扣非净利润同比增速较快的区域性公司包括：深圳能源(+76%)、长源电力(+1456%)、穗恒运 A(+515%)、内蒙华电(+157%)、皖能电力(+163%)、建投能源(+113%)、吉电股份(+64%)、赣能股份(+98%)、京能电力(+137%)等。

7月火电发电量同比增速-1.6%，而原煤产量增速 12.2%；数据背离预示煤价 Q3 有望呈下行态势。今年煤炭供需格局走向宽松。7月基数并不高，但发电量同比增速仍从上月的 2.8%下降至 0.6%；1~7月发电量同比增速从上月的 3.3%下降到 3.0%。7月水电发电量增速下降到 6.3%，但由于整体发电量下降，7月火电增速从 0.1%下降到-1.6%工业用电需求走弱、房地产产业链增速放缓，火电增速承压。煤矿新增产能储备充足，二季度矿难影响消退后，产量快速增长。煤矿产能释放快于下游需求，煤矿库存增速达到供给侧改革后的最高水平。Q3 煤价已呈现下降趋势：7月电煤价格指数较 Q2 均值下降 1.5%，而 5000 大卡现货 7~8 月均价较 Q2 下降 1.3%。

建议关注：全国性公司中的华电国际、国电电力；区域性公司中的皖能电力、京能电力、建投能源、长源电力、吉电股份、赣能股份等。

3. 水电：上半年来水偏丰，业绩增速较快

2019Q2 水电板块收入、扣非净利润同比增速较 Q1 均有所增长。2019Q1、Q2 水电板块收入同比增速分别为 11.3%、19.0%，扣非净利润同比增速 4.9%、30.3%。2019 年上半年水电板块收入、扣非净利润同比增速分别为 15.3%、19.8%。

表 6: 水电板块单季度收入、业绩增速

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
单季度收入	342.88	375.33	521.54	416.39	381.67	446.64
同比增长					11.3%	19.0%
单季度成本	218.19	211.29	252.03	255.65	236.65	250.74
同比增长					8.5%	18.7%
单季度归母净利润	66.18	94.09	165.02	101.14	73.15	116.69
同比增长					10.5%	24.0%
单季度扣非净利润	62.34	88.98	227.49	150.76	65.40	115.94
同比增长					4.9%	30.3%

资料来源: Wind, 长城证券研究所

上半年水电发电量保持较快增速，致 Q2 收入增速继续增长。2019Q1、Q2 水电板块收入同比增速分别为 7.7%、13.2%。2019Q1 和上半年，全国水电发电量同比增长 12.0%、11.8%，增速基本持平。而 7 月当月同比增速为 6.3%，出现下滑。

图 7: 水电发电量月度当月同比

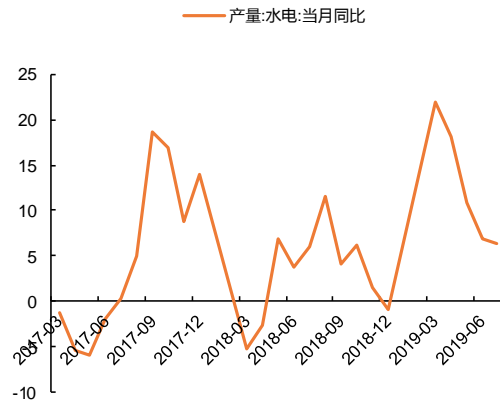
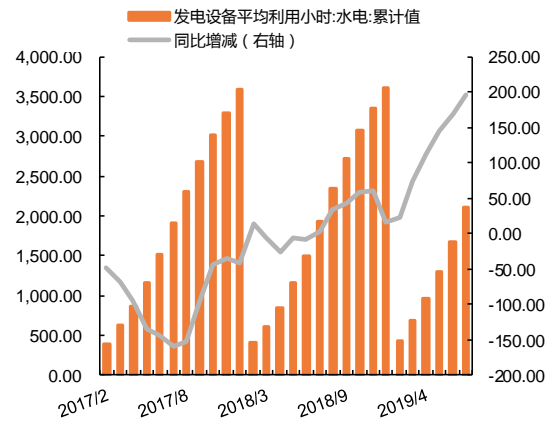


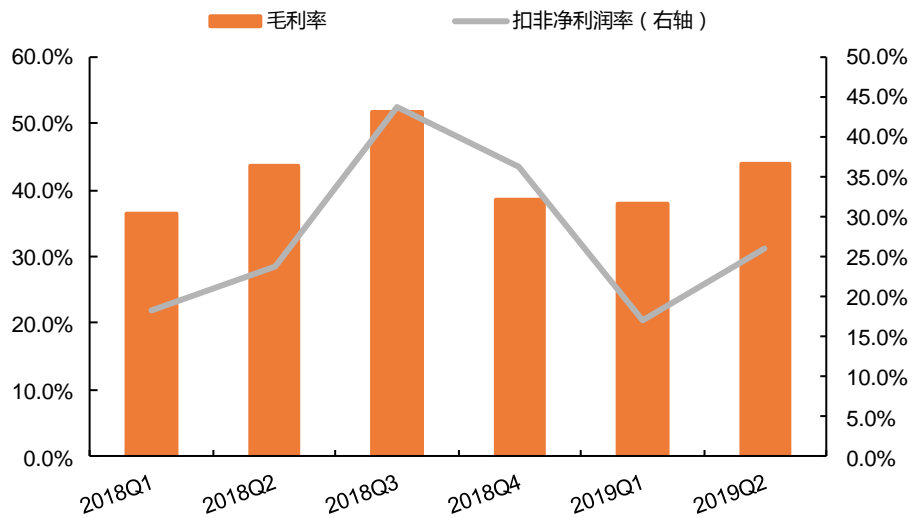
图 8: 水电利用小时月度同比增长



资料来源: Wind, 长城证券研究所

高电量增速下, 毛利率、扣非净利润率均保持上升态势。2019 年上半年, 水电毛利率从去年同期的 40.2% 上升到 41.2%; 扣非净利润率从去年同期的 21.1% 上升到 21.9%。

图 9: 水电板块毛利率、扣非净利润率情况



资料来源: Wind, 长城证券研究所

云南、广东、湖南、福建等地水电公司业绩增速较快: 上半年扣非净利润同比增速较快的水电包括: 甘肃电投(+77%)、湖南发展(+68%)、闽东电力(+195%)、韶能股份(+160%)、国投电力(+45%)、华能水电(+226%)。主要水电生产省份中, 福建、广东、内蒙古、湖南、云南、甘肃今年上半年水电利用小时增长较快, 增速分别为 81.2%、55.2%、63.6%、53.4%、18.8%、8.1%; 广西、贵州、四川、湖北增速分别为 8.1%、4.8%、5.7%、1.2%、-5.2%。

建议关注: 长江电力、国投电力、川投能源、桂冠电力、韶能股份等水电公司。

4. 风险提示

风险提示：上网电价或下降；来水或不及预期；煤价或高位运行

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>