

马步芳 分析师

执业编号: S1500518100001

联系电话: +86 10 83326842

邮箱: mabufang@cindasc.com

郭荆璞 行业首席分析师

执业编号: S1500510120013

联系电话: +86 10 83326789

邮箱: guojingpu@cindasc.com

产品提示:

【卓越推】为行业周产品,集政策前瞻、市场热点、行业深度挖掘于一体,对追求绝对收益的投资者有重要参考价值。

【卓越推】行业覆盖公司里优中选优,每期只推1-2只股票。每周更新,若荐股不变,则跟踪点评,若荐股变,则说明理由。

【卓越推】为未来3个月我们最看好,我们认为这些股票走势将显著战胜市场,建议重点配置。

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

电力行业: 华能国际、华电国际

2018年12月17日

➤ 本周行业观点: 暖冬预计降低用电量增速。

1、暖冬预计降低用电量增速。由于今年入冬以来平均气温高于往年,使得下游用电需求拉动力相对减弱,特别是南方区域,在缺少天然气采暖地区冬季大多采用电采暖,气温较高会使得居民推迟首次开启空调等制热设备,同时缩短单次使用时间,我们预计11月用电量增速受此影响将有所回落。

➤ 2、2019年年度策略观点。2018年用电量超预期增长,其中,地产、电厂用电和气温三大因素促使全社会用电量增速同比提高了1.7ppt,我们认为这三大因素都不可持续,而从2016~2017年分部门用电增速来看,产业结构调整仍在进行中,我们预计2019年全社会用电增速在5.5%左右。发电端方面,火电行业有望反弹。2018年,煤电价格在触发电联动机制的情况下,为一般工商业电价降价让路,并未启动,火电厂背负大量的燃料成本,我们认为未来煤电上网电价下调概率较小。此外,下游用电需求的增长叠加煤电去产能,使得电力供需从宽松转向结构性偏紧,促进火电利用小时数上升。煤价方面,煤炭产能及运力的持续增加,进一步减缓电煤紧平衡的局面,如经济承压下行导致用电需求下滑,加剧煤炭供需格局的转换,促发煤价下行,降低火电燃料成本。因此我们预计2019年火电业绩将持续走高。核电方面,为推动我国核电行业及上下游基础工业发展,保障我国能源安全,我们预计2019年预计核电项目审批开工速度将加快,核电行业迎来新机遇。我们认为两台CAP1400机组石岛湾1、2号预计要根据中美贸易摩擦进展核准并官宣,CAP1400核准后,列入能源局开工计划的6台等待核准的AP1000将陆续放行,合计装机容量750万千瓦。光伏方面,由于新增装机超预期规模导致新能源补贴缺口扩大,我们对可再生能源补贴缺口进行了测算,在考虑绿证降补贴、考虑征收率提升及一般情形三种情形下,可再生能源补贴当年收入和支出有望分别在2025年、2027年和2028年达到平衡,而累计补贴缺口将在2032、2035和2036年得以平衡。补贴缺口难以在短时间内达峰,造成补贴拖欠时间延长,企业现金流受影响,由于补贴占光伏每年现金流的一半左右,受补贴拖欠影响企业现金流,并将抑制企业投资积极性,在新增装机受建设积极性影响的情况下,我们预计2019年地面光伏与分布式光伏新增装机容量为35GW。

➤ 3、风险提示: 经济增长不达预期,工业生产发展不达预期,政策风险。

➤ 本期【卓越推】: 华能国际(600011)、华电国际(600027)。

华能国际 (600011)

(2018-12-14 收盘价 7.42 元)

➤ 核心推荐理由:

1、发电量增长和电价上升驱动公司营收同比增长 15.36%。根据公司初步统计，2018 年前三季度，公司中国境内各运行电厂按合并报表口径累计完成发电量 3,267.55 亿千瓦时，同比增长 11.04%；完成售电量 3,078.19 亿千瓦时，同比增长 11.04%。2018 年第三季度，公司中国境内各运行电厂按合并报表口径完成发电量 1,164.89 亿千瓦时，同比增长 8.27%；完成售电量 1,095.20 亿千瓦时，同比增长 8.34%。公司电量上升的主要原因为：全国全社会用电量保持较高速增长，特别是第三产业和居民生活用电保持两位数增长；火电利用小时回升，公司在福建、广东和华中地区各省份发电量同比增长较多；新增风电、光伏、燃气机组对发电量增长做出贡献。2018 年前三季度，公司中国境内各运行电厂平均上网结算电价为 417.12 元/兆瓦时，同比增长 1.99%。发电量和结算电价增长推动公司营收同比增加 13.08%。

2、燃料价格上涨和燃料结构变化，导致第三季度毛利率环比降低。2018 年前三季度，公司毛利率 12.50%，同比增长 0.45 个百分点。公司第三季度实现毛利率 11.3%，低于第二季度的 12.8%及第一季度的 13.5%。公司毛利下降主因是燃料成本上升。燃料成本上升一方面是因为 2018 年第三季度全国电煤价格指数（均值为 525.7 元/吨）较第二季度（均值为 522.2 元/吨）有所上升；另一方面是因为第三季度公司燃料结构发生了变化，公司上半年长协煤占比为 57%（第一季度占比 53%，第二季度占比 61%），而第三季度占比下降为 53%，现货煤交易占比上升，拉动整体燃料成本上涨。

3、资产减值损失及投资收益减少，导致归母净利润减少。2018 年第三季度公司实现归母净利润-1.4 亿元，低于预期水平。2018 第三季度公司计提资产减值损失 1.74 亿元，环比大幅增加（2018 第二季度计提资产减值损失约 79 万元），主要由于子公司新加坡大士能源计提燃油存货跌价准备；第三季度实现投资收益-2.28 亿元，大幅低于上年同期水平（上年同期处置长江电力股票获得大额投资收益）。此外，境外投资汇兑损失，也对公司利润带来负面影响。

4、装机规模将进一步扩张。虽然多种因素导致 2018 年第三季度盈利出现下滑，但是我们推荐华能电力的根本逻辑并没有变。目前，公司主要承压煤价，但随着公司需求端控煤措施的落实，以及供给端煤炭优质产能的释放，煤价回归理性后，公司盈利依然可期。此外，10 月 17 日公司公告非公开发行完成，共发行 A 股 4.98 亿股，募集资金 32.6 亿元用于新建投资项目。项目建成后，公司将新增燃机热电权益装机容量 800 兆瓦、风电权益装机容量 500 兆瓦、火电及热电权益装机 1650 兆瓦，公司装机规模将进一步扩张，推动营收增长。

➤ **盈利预测和投资评级：**我们预计公司 2018-2020 年营业收入将分别达 1673.36、1757.76、1940.94 亿元，归母净利润分别达 25.40、43.53、64.08 亿元，EPS（摊薄）分别为 0.16、0.28、0.41 元/股。维持“增持”评级。

➤ **风险提示：**煤炭市场风险；电量风险；电价风险；环保政策风险；利率风险等。

➤ **相关研究：**《20180607 华能国际（600011.SH）深度报告：发电量增长盈利持续可期，火电龙头投资价值显现》。

《20180808 中报点评：华能国际（600011.SH）：发电量和电价上升驱动上半年业绩大幅增长》

《20181030 季报点评：华能国际（600011.SH）：量价齐升促营收增长，成本升投资收益降致业绩下滑》

华电国际（600027）

（2018-12-14 收盘价 4.70 元）

➤ 核心推荐理由：

1、火电行业已处于周期性底部，随着煤价趋于稳定，华电国际盈利触底反弹趋势明显。公司业绩相对煤价弹性较大。2017年，受煤价高企的影响，火电行业整体盈利下降，已到周期性底部。2018年，公司通过多种方式控制成本，实现对燃料成本的控制。随着成本得到控制，公司盈利修复预期强烈。

2、公司发电量、结算电价同比提升，业绩增长显著。2018年前三季度，公司年累计发电量为 1,551.91 亿千瓦时，同比增长约 8.79%。此外，电价改革以来，公司结算电价逐年上涨。2018年，前三季度公司归属于母公司股东的净利润约为人民币 15.26 亿元。受益于供需两端的增长，我们预计 2018 年，公司发电量将保持平稳增长，业绩稳步提升

3、公司装机规模位居前列，结构配置合理、机组效率处于领先地位。公司作为行业龙头，在装机规模，发电量位等方面位居行业前列。公司装机结构、机组利用率、发电煤耗也优于行业平均水平。公司彰显龙头企业优势，使得投资具有更高的安全边际。

➤ 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2018-2020 年营业收入为 886.56、959.37、979.30 亿元，归母净利润分别达 20.22、31.61、41.55 亿元，EPS（摊薄）分别为 0.21、0.32、0.42 元/股。给予公司“增持”评级。

➤ 风险因素：电力市场风险；煤炭市场风险；环保政策风险等。

➤ 相关研究：《20181114 华电国际（600027.SH）首次覆盖报告：火电迎来历史机遇，公司业绩持续可期》

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队(郭荆璞)为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

马步芳，能源行业分析师，清华大学硕士，2016年7月加盟信达证券研发中心，目前从事能源方面的研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。