

证券研究报告—动态报告/行业快评

电力

**政府工作报告快评**
**超配**

(维持评级)

2019年03月06日

## 降电价对发电侧影响有限，增值税率下调火电弹性显著

证券分析师：陈青青 0755-22940855 chenqingq@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513050004
证券分析师：武云泽 021-60875161 wuyunze@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517050002
证券分析师：吴行健 wuxingjian@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517050001

### 事项：

①2019年政府工作报告提出：深化电力市场化改革，清理电价附加收费，降低制造业用电成本，一般工商业平均电价再降低10%。②制造业等行业包括电力行业的增值税率由16%降至13%。

#### 国信公用事业观点：

增值税率下调3个pct，将使业绩基数较低的火电企业实现25%-50%的业绩弹性，使业绩相对稳定的水电企业实现5-10%的业绩弹性。

降低一般工商业电价，主要空间将由①清理附加费②电网增值税节约③输配电降价三种方式腾出，需要火电企业承担的降价任务很少，因此火电企业能充分享受增值税优惠。

继续关注优质电力公司：华电国际，华能国际，皖能电力，建投能源，长江电力，国投电力。

### 评论：

#### 2019年降低工商业电价的途径分析

19年政府工作报告更强调的方式是通过：“深化电改”和“清理电价附加费”的方式；而没有像18年明确提到电网环节降价。我们认为电改包括了：电网与发电侧的双重让利的内涵和可能——①市场电比例提升（市场电更便宜）；②压缩中间环节（电网输配电环节）利润。

#### 原文表述：

**18年政府工作报告：**降低电网环节收费和输配电价格，一般工商业电价平均降低10%。

**19年政府工作报告：**深化电力市场化改革，清理电价附加收费，降低制造业用电成本，一般工商业平均电价再降低10%。

下文我们对各种可能进行测算。

#### 测算1：总的节约量：工商业用户电价降低10%，相当于降价735亿元

根据发改委口径，2018年涉及降价任务的一般工商业电量按1万亿千瓦时测算，2018年降价前平均销售电价0.80元/千瓦时，降价任务约800亿元，最后超额完成任务，约降价1000亿元。我们假设2019年一般工商业电量增长至1.05万亿千瓦时，2018年降价后售价为0.7元/千瓦时，则2019年降价总任务约735亿元（=1.05万亿\*0.7元/千瓦\*10%）。

## 测算 2: 政府工作报告明确指出的“清理附加费”的方式, 约能节约 100 亿元-300 亿

我们测算当前重大水利工程基金和大中型水库移民后期扶持基金的整体负担大约为 378 亿元。假设 2019 年延续 2017 年和 2018 年的降幅, 再度减负 25%, 则预计再度减负约 100 亿元; 实际降低多少有待下一步政策的进一步细化; 由于今年报告强调附加费调整, 不排除实际调整比例超过往年。

表 1: 2017 年和 2018 年附加费调整情况

调整时间	调降科目	幅度	调降前 亿元	调降后 亿元	政策
2017.07.01	重大水利工程建设基金和大中型水库移民后期扶持基金	25%	640	480	财税〔2017〕51 号
2018.07.01	重大水利工程建设基金	25%	未披露	未披露	财税〔2018〕39 号

资料来源: 财政部, 国信证券经济研究所整理

## 测算 3: 增值税调整带来的空间: 电网约 525 亿 (往年全部转嫁到电价), 发电企业亦约百亿量级 (往年不转嫁, 今年是否转嫁尚不明确)

对电网, 增值税下调 3 个点, 降价空间或达 525 亿元, 测算如下: 2018 年发改委曾公布, 电力行业增值税率由 17% 下降至 16%, 对电网企业实施留抵退税政策, 可降低一般工商业电价 2.16 分/千瓦时。今年增值税率由 16% 下降至 13%, 我们测算可再次降价约 5 分/千瓦时, 折合 525 亿元。

表 2: 增值税率下调对输配电价的降价空间测算

指标	单位	2018 年初	备注	2019 年初	备注
平均销售价格	元/千瓦时	0.65	发改委通稿		
平均上网电价	元/千瓦时	0.38	能源局		
输配电价	元/千瓦时	0.22	能源局	0.21	去年核降之后数值
增值税率-老	-	17%		16%	
增值税率-新	-	16%		13%	
价内输配电价	元/千瓦时	0.185		0.185	
降价输配电价	元/千瓦时	0.002		0.006	
全社会用电量	万亿千瓦时	63077	中电联	66231	假设增长 5%
工商业电量	万亿千瓦时	10000	发改委通稿	10500	假设增长 5%
输配电价降价-持续性节省	分/千瓦时	1.16	测算值	3.49	测算值
附加费清理等	分/千瓦时	0.20	政策推算	0.00	
增值税留抵税额-一次性节省	分/千瓦时	0.80	按通稿倒推	1.59	18 年增值税调整了 8 个月, 留抵税额=17 年数额*8/12*3%/1%
实际降价 (以上三项合计)	分/千瓦时	2.16	发改委通稿	5.08	一次性+持续性节省

资料来源: 国务院, 发改委, 能源局, 国信证券经济研究所测算

增值税对发电企业全行业的整体影响, 缺乏数据进行详细测算, 但我们估算亦是在百亿级别; 此次增值税下调对典型发电企业的弹性测算见表 2。

测算时我们假设: ①假设含税电价及含税煤价不变; ②由于数据的原因, 这里基于调整后的 2017 年年报测算, 2018 年火电企业相对盈利有所改善, 2018 年弹性应弱于 2017 年; ③水电企业弹性剔除了退税项的影响。④综合所得税率为 25%。

**表 3: 增值税下调对发电企业影响的弹性测算**

公司简称	收入变动 (亿元)	成本变动 (亿元)	归母净利润变动 (亿元)	2017 年归母净利润 (亿元)	业绩变动幅度 (%)
<b>火 电</b>					
华电国际	20.98	10.52	5.58	4.30	129.74%
皖能电力	3.24	2.12	0.70	1.32	52.99%
华能国际	40.48	24.61	9.15	17.93	51.04%
建投能源	2.80	1.71	0.50	1.68	29.51%
国电电力	15.88	6.62	5.30	22.23	23.84%
大唐发电	17.15	8.69	4.00	17.12	23.37%
内蒙华电	3.13	1.22	0.92	5.14	17.88%
上海电力	5.00	2.26	1.15	9.28	12.39%
浙能电力	13.59	7.77	3.99	43.34	9.21%
长源电力	1.45	0.82	0.46	-1.22	-
<b>水 电</b>					
黔源电力	0.64	0.00	0.33	3.20	10.80%
国投电力	8.40	0.00	3.61	32.32	8.35%
华能水电	3.41	0.00	2.57	21.89	8.21%
桂冠电力	2.33	0.00	1.75	25.11	7.69%
长江电力	13.31	0.00	11.31	222.61	5.66%
川投能源	0.21	0.00	0.18	32.65	0.61%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所测算

经测算可得,对于火电企业由于当前处于盈利低点,增值税下调 3%时,业绩弹性普遍较大可以达到 25%-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。而增值税率下调对水电行业带来的业绩弹性适中,水电公司盈利增厚 5-10%。

我们分析:往年电网企业的增值税节约(去年电网增值税率下降了 1%)的量全部转移到电价下调上,而火电企业增值税节约不转嫁。今年是两者都转嫁,还是如往常一样只转嫁电网呢?从政府工作包括来看,由于去年政策重点是压缩中游电网环节的利润,而今年没有强调这一点,强调的是电改和降费;因此都有可能。但由于火电企业仍处于微利状态(一半企业亏损),而电网盈利较好,若电网增值税优惠都转移到用电价下降上,对电网盈利实际没有影响,因此,我们认为电网仍是承担增值税优惠转移的主体,发电企业仍能较大程度享受到增值税优惠。

#### 测算 4: 输配电价第二轮监审年内有望启动, 预计降价约 50 亿元

2015 年电改 9 号文发布以后,各地各类输配电价陆续启动成本监审,以 3 年为一周期。全国 32 个省级电网合计降价 480 亿元。2019 年,预计将有部分省区输配电价到期开始第二轮监审,此外部分跨省跨区、地方电网、增量配电网输配电价也可能仍有调降空间。综合来看我们预计减负金额在 50 亿元。

#### 投资逻辑: 发电侧承担降价任务有限, 火电企业仍能较大程度上享受到增值税优惠

综上所述,见下表:由清理附加费+电网增值税节约+输配电降价三种方式可以提供的降价空间已经足够弥补工商业电价下降 10%需要的成本节约量;需要火电企业承担的成本很少,因此火电企业能较大程度上享受到增值税优惠,同时需要通过扩大市场电比例或扩大市场电折价幅度来进行发电侧让利的必要性也有限。

**表 4：降低一般工商业电价的任务与手段测算**

科目	测算量
总任务：工商业用电价降低 10%	735 亿空间
转嫁 1：清理附加费	100-300 亿空间
转嫁 2：电网增值税节约 525 亿 火电增值税节约几百亿	预计主要由电网承担，估算 300-500 亿
转嫁 3：输配电降价	约 50 亿元
转嫁 4：提高市场电的比例	需要承担的力度有限

资料来源：发改委，国信证券经济研究所测算

基于上述逻辑，我们认为 2019 年电力企业面临的降价风险相对有限，有利于电价预期稳定；同时，终端销售电价下行，有望小幅刺激一般工商业销售电量增长。我们继续推荐优质的电力公司。

火电方面，2019 年煤价中枢有望在经济下行压力（需求减弱）和国家政策调控的共同影响下有所降低，利好火电公司业绩改善。同时由于去年初的高基数，19Q1 煤价整体中枢明显低于 18Q1，有望继续驱动 19Q1 业绩反转。关注火电龙头**华电国际**，**华能国际**及业绩反转潜力大的二线火电**皖能电力**、**建投能源**等。

水电方面，长期看大水电通过联合调度平抑来水波动，优先消纳与低成本确保收入端稳定，稳定的分红预期提供较强防御性。关注**长江电力**，**国投电力**。

**风险提示：**电力需求低于预期，煤价超预期上行，上网电价下调。

**附表：重点公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017
600011	华能国际	增持	7.31	0.11	0.15	0.28	66.5	48.7	26.1	1.6
600027	华电国际	增持	4.78	0.04	0.21	0.30	108.6	22.8	15.9	1.1
601991	大唐发电	增持	3.45	0.13	0.16	0.2	26.8	21.6	17.3	1.1
600795	国电电力	未评级	2.71	0.11	0.15	0.22	25.8	18.4	12.5	1.1
000543	皖能电力	未评级	5.67	0.07	0.26	0.44	81.0	21.4	13.0	1.0
000966	长源电力	未评级	4.21	-0.11	0.16	0.36	-38.4	26.8	11.7	1.4
000600	建投能源	未评级	6.91	0.09	0.19	0.41	73.5	35.7	17.0	1.2
600900	长江电力	增持	16.30	1.01	1.02	1.03	16.1	16.0	15.8	2.7
600886	国投电力	增持	8.29	0.48	0.56	0.59	17.4	14.8	14.1	1.8
600674	川投能源	增持	9.25	0.74	0.73	0.75	12.5	12.7	12.3	1.8
600025	华能水电	未评级	3.66	0.14	0.19	0.20	26.1	18.8	18.1	1.7

数据来源：wind、公司资料，国信证券经济研究所整理预测，标注“未评级”的公司盈利预测数据来自 WIND 一致预期

## 相关研究报告:

- 《电力行业 2019 年投资策略: 火电配置正当时, 水电防御价值显》 ——2018-12-26
- 《行业重大事件快评: 水电增值税新政出台, 大水电企稳, 小水电新增弹性》 ——2017-09-08
- 《行业重大事件快评: 标杆电价上调小幅改善煤电盈利, 或为电改传递重要价格信号》 ——2017-06-23
- 《行业重大事件快评: 需求弱势复苏引煤价淡季下行预期, 建议加大火电配置》 ——2013-03-08
- 《电力行业 2013 年投资策略: 量升价稳, 景气延续》 ——2012-12-27

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032