

电力

证券研究报告

2019年03月06日

增值税下调将大幅改善火电业绩，一般工商业电价再降 10%进一步释放改革红利

事件：制造业增值税率降至 13%，一般工商业平均电价再降 10%

3月5日，李克强总理在《政府工作报告》中提出：（1）制造业增值税率降至 13%，（2）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 10%。

以上两项政策将对电力行业产生重要影响，我们判断：（1）降低增值税率将明显提升火电盈利能力，显著缓解当前火电严重亏损现状；（2）一般工商业电价再降 10%，约需减负 800 亿元，首要让利主体为电网：电网增值税让利、重新核定输配电价、清理电价附加收费释放的资金空间将为一般工商业电价再降 10%提供基本保障。发电端：水电增值税降低带来的空间可能用于电价让利；18 年火电亏损面超 50%，不具备让利能力。

制造业增值税率降至 13%，将有效缓解火电严重亏损现状

我们测算 1 台 100 万千瓦燃煤机组在增值税由 16% 下调至 13% 之后的盈利变动情况，基本假设：含税上网电价 0.40 元/千瓦时，利用小时 4000 小时，含税标煤单价 800 元/吨，城市维护建设税率 7%，教育费附加税率 3%。基于以上假设，净利润增加值为 0.106 亿元，度电净利润增加值为 0.0026 元/千瓦时。同时，煤价、利用小时的变动会引起净利润增加值的变动。

增值税下降至 13% 将明显增厚火电企业业绩，以华能国际为例，2017 年华能国际归母净利润为 17.93 亿元，发电量为 3944.81 亿千瓦时，度电净利润为 0.0045 元/千瓦时；按照情景 1 下的假设，度电净利润增加值为 0.0026 元/千瓦时，增幅为 74.72%。

一般工商业电价再降 10%，空间从哪里来？

19 年一般工商业电价再降 10%，约需减负 800 亿元，明显低于 2018 年。我们认为电网增值税让利、重新核定输配电价、清理电价附加收费带来的资金空间将为 19 年一般工商业电价再降 10% 提供基本保障。水电增值税降低带来的空间可能用于电价让利。18 年火电亏损面超 50%，不具备让利能力。

一般工商业电价降低将有效提振用电需求，当前的全社会用电量结构中，一般工商业用电占比较大，预计将带来可观增量。根据 wind 数据，第三产业用电量全年同比增速为 12.7%，明显高于全社会用电量增速（8.5%）；19 年一般工商业电价降低，或将继续刺激用电量保持较高增速。

本次增值税下降有望大幅改善火电业绩，同时一般工商业电价下降将进一步刺激用电量增长，动力煤价格目前维持高位震荡，火电基本面有望触底反弹。我们看好当前火电投资机会，推荐标的：华能国际、华电国际；建议关注：赣能股份、长源电力、湖北能源、建投能源、粤电力 A。

风险提示：宏观经济波动，动力煤价格高企，用电需求下滑

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

于夕朦 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518050001
yuximeng@tfzq.com

周迪 联系人
zhoudi@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《电力-行业点评:18 年用电量增速 8.5%，预计 19 年用电量增速中枢 5.5% 左右》 2019-01-20
- 2 《电力-行业点评:风电、光伏平价上网政策出台，新建项目发电将实现全额消纳，促进行业长远发展》 2019-01-12
- 3 《电力-行业点评:11 月用电量增速回落 0.4pct 至 6.3%，发电量增速回落 1.2pct 至 3.6%》 2018-12-19

内容目录

事件：制造业增值税率降至 13%，一般工商业平均电价再降 10%.....	3
1. 制造业增值税率降至 13%，将显著缓解火电严重亏损现状.....	3
2. 一般工商业电价再降 10%，空间从哪里来？	5
2.1. 一般工商业电价再降 10%，约需减负 800 亿元.....	5
2.2. 电网盈利能力强，降成本空间大，具备让利能力.....	5
2.3. 电网让利空间梳理：顺延增值税率下调 3%的电费空间、重新核定输配电价、清理电价附加收费等.....	5
2.4. 18 年火电亏损面超 50%，不具备让利能力；水电盈利相对较好，增值税降低带来的空间可能用于电价让利	5
另附：18 年一般工商业电价降 10%目标超额完成，降价空间主要来自电网	6

图表目录

图 1：2018 年各省一般工商业降价幅度（元/千瓦时）及执行时间.....	6
表 1：1 台 100 万千瓦燃煤机组在增值税由 16%下调至 13%之后的盈利变动情况.....	3
表 2：情景 1 条件下煤价、利用小时数变动对净利润增加值的影响	4
表 3：情景 1 条件下煤价、利用小时数变动对净利润增加值的影响百分比	4
表 4：情景 1 条件下煤价变动对度电净利润增加值的影响.....	4
表 5：情景 1 条件下煤价变动对度电净利润增加值的影响百分比.....	4
表 6：2018 年国家发改委一般工商业电价降低措施	6

事件：制造业增值税率降至 13%

3月5日，李克强总理在《政府工作报告》中提出两项重要政策：

(1) **降低增值税税率**：将制造业等行业增值税率从 16%降至 13%，10%降至 9%；

(2) **一般工商业平均电价再降低 10%**：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%。

以上两项政策将对电力行业产生重要影响，我们判断：

(1) 降低增值税税率将明显提升火电盈利能力，显著缓解当前火电严重亏损的现状；

(2) 19 年一般工商业电价再降 10%，约需减负 800 亿元，首要让利主体为电网：电网增值税让利、重新核定输配电价、清理电价附加收费带来的让利空间将为 19 年一般工商业电价再降 10%提供基本保障。发电端：水电增值税降低带来的空间可能用于电价让利；18 年火电亏损面超 50%，不具备让利能力。

1. 制造业增值税率降至 13%，将显著缓解火电严重亏损现状

我们测算 1 台 100 万千瓦燃煤机组在增值税由 16%下调至 13%之后的盈利变动情况，基本假设为：含税上网电价 0.40 元/千瓦时，利用小时 4000 小时，含税标煤单价 800 元/吨，城市维护建设税率 7%，教育费附加税率 3%。

基于以上假设，含税上网电价和标煤单价不变的情况下，1 台 100 万千瓦燃煤机组在增值税由 16%下调至 13%之后，净利润增加值为 0.106 亿元，度电净利润增加值为 0.0026 元/千瓦时，如表 1 所示。

煤价、利用小时的变动会引起净利润增加值的变动，如表 2-3 所示，当标煤单价降低至 700 元/吨，利用小时增加至 5000 小时，净利润增加值为 0.160 亿元。

煤价的变动会引起度电净利润增加值的变动，利用小时对其没有影响，如表 4、表 5 所示，当标煤单价降低至 700 元/吨，度电净利润增加值为 0.0032 元/千瓦时。

增值税下降至 13%将明显增厚火电企业业绩，以华能国际为例，2017 年华能国际归母净利润为 17.93 亿元，发电量为 3944.81 亿千瓦时，**度电净利润为 0.0045 元/千瓦时**；按照我们情景 1 下的假设，**度电净利润增加值为 0.0026 元/千瓦时，增幅为 74.72%**。

表 1：1 台 100 万千瓦燃煤机组在增值税由 16%下调至 13%之后的盈利变动情况

项目	情景 1	情景 2	情景 3	情景 4	单位
含税上网电价	不变	不变	下降	下降	元/千瓦时
含税标煤单价	不变	下降	不变	下降	元/千瓦时
不含税上网电价	上涨	上涨	不变	不变	元/千瓦时
不含税标煤单价	上涨	不变	上涨	不变	元/千瓦时
含税上网电价	0.40	0.40	0.39	0.39	元/千瓦时
不含税上网电价	0.354	0.354	0.345	0.345	元/千瓦时
含税标煤单价	800	779	800	779	元/吨
不含税标煤单价	708	690	708	690	元/吨
利润总额增加	0.141	0.358	-0.202	0.014	亿元
净利润增加	0.106	0.268	-0.152	0.011	亿元
度电利润增加	0.0035	0.0089	-0.0051	0.0004	元/千瓦时
度电净利润增加	0.0026	0.0067	-0.0038	0.0003	元/千瓦时

资料来源：天风证券研究所整理

表 2：情景 1 条件下煤价、利用小时数变动对净利润增加值的影响

净利润增加值（亿元）		含税标煤单价（元/吨）										
0.106		900	880	860	840	820	800	780	760	740	720	700
利用 小时	3600	0.075	0.079	0.083	0.087	0.091	0.095	0.099	0.103	0.107	0.111	0.116
	3800	0.079	0.083	0.088	0.092	0.096	0.100	0.105	0.109	0.113	0.118	0.122
	4000	0.083	0.088	0.092	0.097	0.101	0.106	0.110	0.115	0.119	0.124	0.128
	4200	0.087	0.092	0.097	0.102	0.106	0.111	0.116	0.121	0.125	0.130	0.135
	4400	0.091	0.096	0.101	0.106	0.111	0.116	0.121	0.126	0.131	0.136	0.141
	4600	0.096	0.101	0.106	0.111	0.116	0.122	0.127	0.132	0.137	0.142	0.148
	4800	0.100	0.105	0.111	0.116	0.121	0.127	0.132	0.138	0.143	0.149	0.154
	5000	0.104	0.110	0.115	0.121	0.127	0.132	0.138	0.144	0.149	0.155	0.160

资料来源：天风证券研究所整理

表 3：情景 1 条件下煤价、利用小时数变动对净利润增加值的影响百分比

净利润增加值		含税标煤单价（元/吨）										
变动百分比		900	880	860	840	820	800	780	760	740	720	700
利用 小时	3600	-29.29%	-25.43%	-21.57%	-17.71%	-13.86%	-10.00%	-6.14%	-2.29%	1.57%	5.43%	9.29%
	3800	-25.36%	-21.29%	-17.21%	-13.14%	-9.07%	-5.00%	-0.93%	3.14%	7.21%	11.29%	15.36%
	4000	-21.43%	-17.14%	-12.86%	-8.57%	-4.29%	0.00%	4.29%	8.57%	12.86%	17.14%	21.43%
	4200	-17.50%	-13.00%	-8.50%	-4.00%	0.50%	5.00%	9.50%	14.00%	18.50%	23.00%	27.50%
	4400	-13.57%	-8.86%	-4.14%	0.57%	5.29%	10.00%	14.71%	19.43%	24.14%	28.86%	33.57%
	4600	-9.64%	-4.71%	0.21%	5.14%	10.07%	15.00%	19.93%	24.86%	29.79%	34.71%	39.64%
	4800	-5.71%	-0.57%	4.57%	9.71%	14.86%	20.00%	25.14%	30.29%	35.43%	40.57%	45.71%
	5000	-1.79%	3.57%	8.93%	14.29%	19.64%	25.00%	30.36%	35.71%	41.07%	46.43%	51.79%

资料来源：天风证券研究所整理

表 4：情景 1 条件下煤价变动对度电净利润增加值的影响

度电净利润增加值（元/千瓦时）		含税标煤单价（元/吨）										
0.0026		900	880	860	840	820	800	780	760	740	720	700
		0.0021	0.0022	0.0023	0.0024	0.0025	0.0026	0.0028	0.0029	0.0030	0.0031	0.0032

资料来源：天风证券研究所整理

表 5：情景 1 条件下煤价变动对度电净利润增加值的影响百分比

度电净利润增加值		含税标煤单价（元/吨）										
变动百分比		900	880	860	840	820	800	780	760	740	720	700
		-21.43%	-17.14%	-12.86%	-8.57%	-4.29%	0.00%	4.29%	8.57%	12.86%	17.14%	21.43%

资料来源：天风证券研究所整理

2. 一般工商业电价再降 10%，空间从哪里来？

19 年一般工商业电价再降 10%，约需减负 800 亿元，明显低于 2018 年。我们认为电网让利、重新核定输配电价、清理电价附加收费带来的让利空间将为 19 年一般工商业电价再降 10%提供基本保障。水电增值税降低带来的空间可能用于电价让利。18 年火电亏损面超 50%，不具备让利能力。

一般工商业电价降低将有效提振用电需求，当前的全社会用电量结构中，一般工商业用电占比较大，预计将带来可观增量。根据 wind 数据，18 年第三产业用电量全年同比增速为 12.7%，明显高于全社会用电量增速（8.5%）；19 年一般工商业电价继续降低，或将继续刺激用电量保持较高增速。

2.1. 一般工商业电价再降 10%，约需减负 800 亿元

18 年一般工商业电价减负超过 1000 亿元，其中：（1）国家电网为一般工商业减负 792 亿元，降幅 12.4%；（2）南方电网为一般工商业减负 223.29 亿元，降幅超过 10%。

我们假设南方电网完成的电价降幅为 10%，根据以上数据测算，2018 年全国一般工商业用电电费规模（降价后）约为 7605 亿元，共降价约 1015 亿元。假设 19 年全年一般工商业用电量同比增长 10%，考虑到电价下调是一个持续的过程，我们预计 2019 年全国一般工商业用电电费规模约为 8000 亿元，若平均电价再降低 10%，对应 800 亿元降价空间，明显低于 2018 年的实际降价规模。

2.2. 电网盈利能力强，降成本空间大，具备让利能力

2018 年，国网为完成 10%降价目标，共计让利 792 亿元，但最终仍然实现了 780 亿元利润，仅低于预期 10.4 亿元；我们认为电网盈利能力强的主要原因为：（1）一般工商业电价降低刺激了用电量增长、国网销售电量提升，对冲掉一部分毛利降低带来的影响；（2）国网降低自身经营成本。

2.3. 电网让利空间梳理：顺延增值税率下调 3%的电费空间、重新核定输配电价、清理电价附加收费等

（1）19 年增值税率下调 3%将为电网公司提供可观的让利空间；（2）随着电改逐步深入，若 19 年重新核定电网的合理输配电价，也将释放一部分让利空间；（3）19 年政府工作报告明确提出了“清理电价附加收费”，目前一般工商业电价中的附加收费主要有：国家重大水利工程建设基金（各省不同），水库移民后期扶持基金（各省不同），农网还贷资金（0.02 元/千瓦时），可再生能源电价附加（0.019 元/千瓦时）等。假如电价附加收费下调，对于每 1 万亿千瓦时的电量，电价附加费每降低 1 分/千瓦时，对应降价空间就有 100 亿元。

2.4. 18 年火电亏损面超 50%，不具备让利能力；水电盈利相对较好，增值税降低带来的空间可能用于电价让利

火电方面，由于近年来动力煤价格高企，行业整体业绩下滑、亏损面扩大。火电作为不可或缺的基础能源，关系到电力供应的稳定与安全，我们认为国家必然会采取措施助其摆脱困境，在此背景下，下调火电标杆电价也将是小概率事件。

我们认为发电端相对有可能降价让利的是水电，其让利来源主要是增值税下调 3%而产生的利润空间，水电由于进项抵扣较少，增值税下调最终对利润的提升作用相对显著，该部分增量的利润可提供可观的让利空间。因此，我们认为 19 年下调水电标杆电价的概率很低，水电让利的幅度很可能以下调增值税增厚的利润为限。

另附：18 年一般工商业电价降 10%目标 来自电网

2017 年中央经济工作会议提出“大力降低实体经济成本，深化电力行业改革”；2018 年国家发改委制定了一般工商业电价降低 10%的目标，降低一般工商业电价是深化供给侧结构性改革，降低实体经济成本的重要措施，有利于优化企业营商环境，增强企业活力。

2018 年，为实现降价目标，国家发改委分批出台了多项措施，主要从电网端腾出降价空间（详见表 6），包括：推进区域电网和跨省跨区输电价格改革、临时性降低输配电价、降低电网企业增值税、扩大跨省跨区电力交易规模、降低重大水利工程建设基金、督促自备电厂承担社会责任、释放电量增量效益、取消电网企业部分垄断性服务收费项目等。综合已出台全部措施，按年计算，合计可减轻一般工商业企业电费支出超过 1000 亿元，超额完成 10%降幅目标。

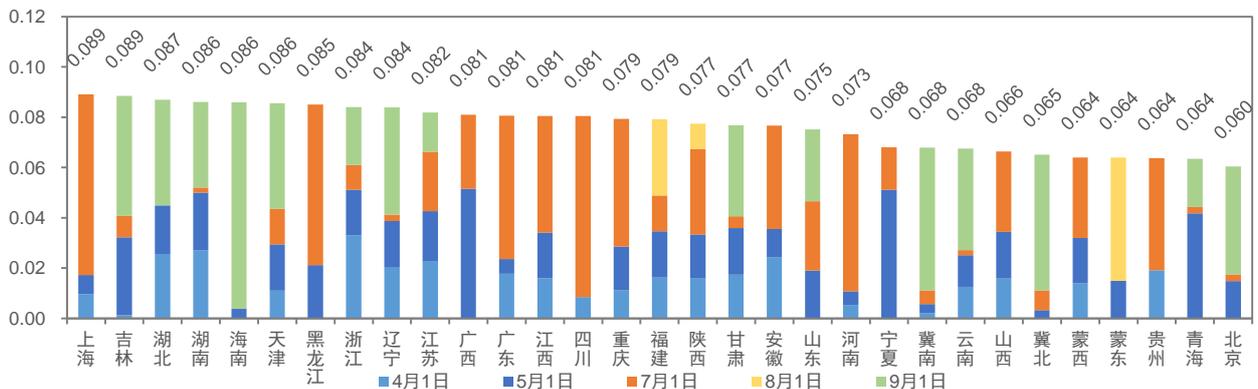
2018 年一般工商业降电价过程中，仅山东、河北等个别省份部分电厂电价下调至标杆电价，发电企业整体让利较少，我们认为这是煤价高企背景下的权衡结果。

表 6：2018 年国家发改委一般工商业电价降低措施

出台时间	政策名称	政策内容
3月28日	《国家发改委关于降低一般工商业电价有关事项的通知》	全面落实已出台的电网清费政策 推进区域电网和跨省跨区专项工程输电价格改革 进一步规范和降低电网环节收费 临时性降低输配电价
5月15日	《国家发改委关于电力行业增值税税率调整相应降低一般工商业电价的通知》	电力行业增值税税率由 17%调整到 16%，省级电网企业含税输配电价水平和政府性基金及附加标准降低、期末留抵税额一次性退还。
7月19日	《国家发改委关于利用扩大跨省区电力交易规模等措施降低一般工商业电价有关事项的通知》	将扩大跨省区电力交易规模 国家重点水利工程建设基金征收标准降低 25% 督促自备电厂承担政策性交叉补贴等电价空间
8月20日	《国家发展改革委关于降低一般工商业目录电价有关事项的通知》	未达到 10%的，可将省级电网经营区内首个监管周期平均电量增速超过预测电量增速带来的降价空间用于降低一般工商业目录电价 仍未达到 10%的，可将省级电网经营区域内 2017 年 1 月-2018 年 7 月间因用电量增速超过预测电量增速已经产生的超额收入用于降低一般工商业目录电价 还未超过 10%的，可由电网企业通过内部调剂的方式弥补省电力公司的资金缺口，或在下一输配电价监管周期统筹平衡
7月4日	《国家发展改革委办公厅关于清理规范电网和转供电环节收费有关事项的通知》	取消电网企业部分垄断性服务收费项目，全面清理规范转供电环节不合理加价行为，加快落实已出台的电网清费政策

资料来源：国家发改委网站，天风证券研究所

图 1：2018 年各省一般工商业降价幅度（元/千瓦时）及执行时间



资料来源：各省市发改委、物价局官网，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com