

“增值税税率下降+电价下调无忧+煤价趋势性下行”，火电迎来配置良机

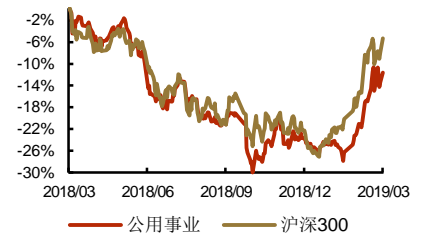
——电力行业深度报告

行业深度研究

邱懿峰 (分析师) 赵腾辉 (联系人)
010-69004648 010-83561349
qiuyifeng@xsdzq.cn zhaotenghui@xsdzq.cn
证书编号: S0280517080002 证书编号: S0280118020015

推荐 (维持评级)

行业指数走势图



● 增值税税率下降：火电受益明显

《2019年政府工作报告》提出“将制造业等行业现行16%的税率降至13%，将交通运输业、建筑业等行业现行10%的税率降至9%，确保主要行业税负明显降低，保持6%一档的税率不变”。在公用事业行业中，火电行业由于“盈利能力差+无增值税退税优惠+增值税税率下降幅度大”，业绩受增值税税率下降的影响最大。我们进一步对火电企业研究发现，净利率是衡量火电企业增值税下降业绩弹性大小的最直观指标。在买卖含税价格不变的假设下，当以2017年数据进行测算时，增值税税率下降后火电龙头受益最明显（华电国际、华能国际净利润增厚幅度分别为93.92%、66.17%）。

● 电价下调无忧：电费下降望由电网承担

2018年完成“一般工商业电价平均降低10%”的目标主要通过电网环节承担。《2019年政府工作报告》提出“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%”。我们预计2019年全国范围内降低电费约780亿元，电网端仍具备让利空间（电价附加费+增值税让利），而电厂由于盈利能力并未明显改善（2018年全国火电企业亏损面逾50%），暂不具备大幅让利的基础。因此，2019年上网电价下降的优先级仍然很低，电费下降望仍由电网承担。

● 煤价趋势性下行：“十三五”煤炭行业去产能主要目标任务基本完成

2018年秦皇岛港动力末煤（Q5500）平仓价年均值为646.76元/吨，同比提升8.51元/吨；2018年全国电煤价格指数年均值为531.04元/吨，同比提升15.05元/吨。整体看，2018年煤价中枢仍在高位。自煤炭供给侧改革以来，2016-2018年先后化解过剩产能2.9、2.5、1.5亿吨，合计化解产能合计规模6.9亿吨，距离“十三五”规划8亿吨去产能目标仅差1.1亿吨，“十三五”煤炭行业去产能主要目标任务基本完成。与此同时，动力煤供给端或将提振（煤企复工），高库存降低电厂采煤意愿，中长期煤价下行是大概率事件。

● **投资逻辑及重点标的：**目前，“增值税税率下降+电价下调无忧+煤价趋势性下行”，火电企业盈利能力有望持续改善，推荐A股最纯正的火电龙头标的华能国际，拥有雅砻江流域优质水电资源、水火并济的国投电力。

● **风险提示：**电力需求不及预期，煤价走势不及预期，上网电价下调风险。

重点推荐标的业绩和评级

证券代码	股票名称	2019-03-18 股价	EPS			PE			投资评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
600011.SH	华能国际	6.74	0.11	0.15	0.37	61.27	44.93	18.22	推荐
600886.SH	国投电力	8.35	0.48	0.57	0.58	17.4	14.65	14.4	推荐

资料来源：新时代证券研究所

相关报告

《2019年1-2月发电量增速有所放缓，煤炭供需有望改善》2019-03-18

《火电受增值税税率下降影响最大，PPP规范化更进一步》2019-03-11

《“业绩底”已现，融资改善将促进环保板块估值修复》2019-03-04

《“粤港澳大湾区+农村环保+雄安新区”提振环保需求，山西燃气集团重组将推动煤层气产业升级》2019-02-24

《《关于加强金融服务民营企业的若干意见》提振信心，山西将全面实行煤层气矿业权退出机制》2019-02-17

目 录

1、 对火电企业来说，增值税税率下降的业绩弹性有多大？	3
1.1、 增值税的特点：价外税、流转税	3
1.2、 对比分析：在公用事业行业中，火电企业业绩受增值税税率下降的影响最大	4
1.3、 化繁为简：净利率是衡量火电企业增值税下降业绩弹性大小的最直观指标	6
2、 一般工商业平均电价再降低 10%，谁来承担下降的电费？	8
2.1、 复盘：2018 年一般工商业平均电价降低 10%，主要由电网承担	8
2.2、 2019 年：上网电价下降的优先级仍然很低，电费下降望仍由电网承担	8
3、 煤价是目前影响火电企业盈利能力的核心要素，后市将如何演变？	10
3.1、 复盘：2018 年煤价中枢仍在高位	10
3.2、 展望：“十三五”煤炭行业去产能主要目标任务基本完成，煤价中长期下行是大概率事件	11
4、 投资策略：多重利好共振，火电迎来配置良机，推荐华能国际、国投电力	13
5、 风险提示	15

图表目录

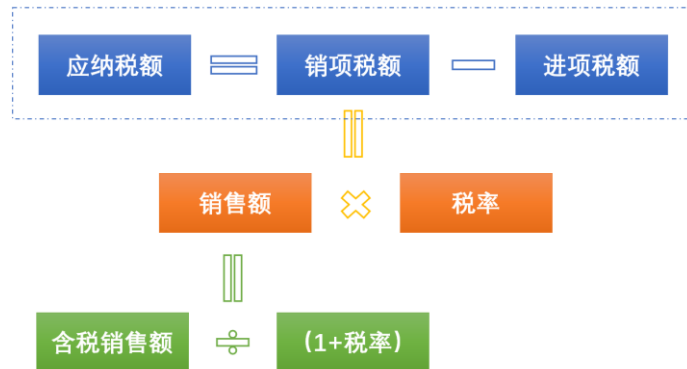
图 1： 增值税计算公式	3
图 2： 增值税的发展历程	3
图 3： 一般工商业电价在四类电价中最高（2017）（元/千瓦时）	9
图 4： SW 火电归母净利润合计（亿元）	9
图 5： 影响火电企业净利润的核心要素（煤价、上网电价、利用小时）	10
图 6： 2017 年华能国际燃料成本占营业成本的比重高达 69.59%（2017）	10
图 7： 2018 年秦皇岛动力末煤（Q5500）平仓价年均值提升（元/吨）	11
图 8： 2018 年全国电煤价格指数年均值提升（元/吨）	11
图 9： 2016-2018 年，煤炭去产能情况（亿吨）	12
图 10： 6 大发电集团煤炭库存（万吨）、库存可用天数（天）、日均消耗量（万吨）	13
表 1： 公用事业行业适用税率和税收优惠政策	4
表 2： 增值税税率下调对公用事业行业典型企业利润的影响（含税买卖价格不变）	5
表 3： 增值税税率下降后火电企业买卖价格的四种情况	6
表 4： 情景一、情景二时，增值税税率下调对典型火电企业利润的影响	6
表 5： 情景一时，毛利率及净利润对火电企业净利润增厚幅度的测算	7
表 6： 情景二时，毛利率及净利润对火电企业净利润增厚幅度的测算	7
表 7： 华能国际的财务摘要	7
表 8： 2018 年降低一般工商业电价的具体措施	8
表 9： “十三五”期间，中国煤炭消费比重从 64%降低到 58%以下	11
表 10： “十三五”期间，中国煤炭产量预计将从 2015 年 37.5 亿吨增加至 2020 年的 39 亿吨（CAGR 为 0.8%）	12
表 11： 煤矿安全大整治工作安排	13

1、对火电企业来说，增值税税率下降的业绩弹性有多大？

1.1、增值税的特点：价外税、流转税

增值税是以商品（含应税劳务）在流转过程中产生的增值额作为计税依据而征收的一种流转税。从计税原理上说，增值税是对商品生产、流通、劳务服务中多个环节的新增价值或商品的附加值征收的一种流转税。实行价外税，也就是由消费者负担，有增值才征税，没增值不征税。

图1： 增值税计算公式

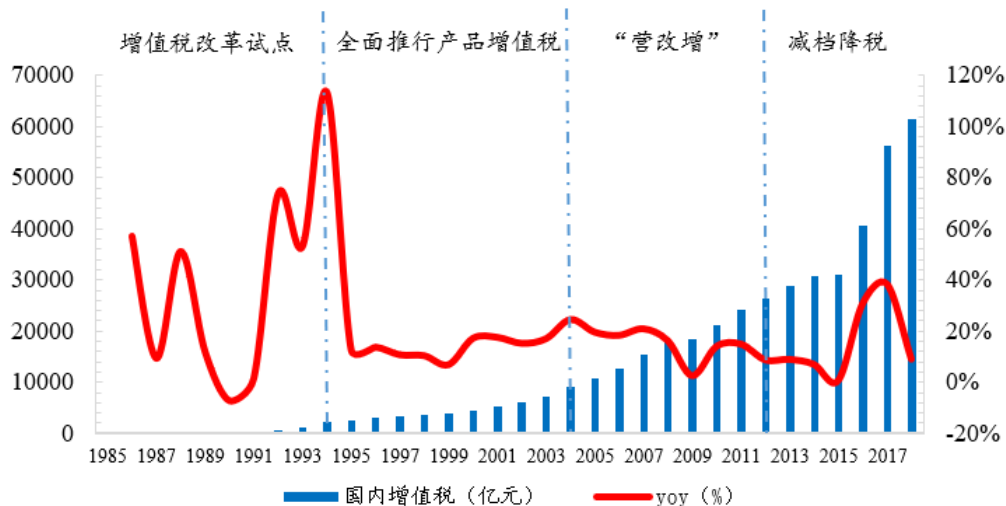


资料来源：新时代证券研究所整理

我国自 1979 年开始试行增值税，于 1984 年、1993 年和 2012 年进行了三次重要改革。现行的增值税制度是以 1993 年 12 月 13 日国务院颁布的国务院令 134 号《中华人民共和国增值税暂行条例》为基础的。2016 年 5 月 1 日起，我国全面推开营改增试点，将建筑业、房地产业、金融业、生活服务业全部纳入营改增试点，至此，营业税退出历史舞台，增值税制度更加规范。2017 年 7 月 1 日起，简并增值税税率结构，取消 13% 的增值税税率，并明确了适用 11% 税率的货物范围和抵扣进项税额规定。2018 年 5 月 1 日起，将制造业等行业增值税税率从 17% 降至 16%，将交通运输、建筑、基础电信服务等行业及农产品等货物的增值税税率从 11% 降至 10%。

《2019 年政府工作报告》提出“将制造业等行业现行 16% 的税率降至 13%，将交通运输业、建筑业等行业现行 10% 的税率降至 9%，确保主要行业税负明显降低，保持 6% 一档的税率不变”。2019 年 3 月 15 日，李克强总理在答中外记者问中表示：“2019 年 4 月 1 日就要减增值税”。

图2： 增值税的发展历程



资料来源：财政部，国务院，《2019年政府工作报告》，新时代证券研究所

1.2、对比分析：在公用事业行业中，火电企业业绩受增值税税率下降的影响最大

环保企业普遍享受较高的增值税退税优惠，业绩受增值税税率下降的影响较小。公用事业行业细分领域众多，且单个公司往往具有多个业务，各个业务的增值税税率及退税比例也不尽相同，因此测算增值税税率下降后影响时需要筛选代表性企业及影响较大的领域进行计算。我们根据各个子领域的增值税下降幅度及增值税优惠措施，做定性分析，有以下结论：

- (1) 环卫服务业务增值税税率（6%）未变，影响较小；
- (2) 供水业务一般按照简易征收比例（3%）征收，且不抵扣进项税额，影响较小；
- (3) 煤层气开发、污水、污泥、垃圾焚烧、危废业务的增值税即征即退比例均超过70%，影响较小；
- (4) A股几乎没有纯环保工程业务的环保公司，暂不测算；
- (5) 综上，最终我们只针对典型的火电、水电、燃气销售及管输企业进行定量测算。

表1：公用事业行业适用税率和税收优惠政策

业务类型	2018年5月1日	2018年5月1日 本次税率下调		增值税优惠
	前增值税率	日后增值税率	后增值税率	
火电	17%	16%	13%	无 暂无
水电	17%	16%	13%	(2016年1月1日至2017年12月31日，对单机组超过100万千瓦大水电，其增值税实际税负超过12%的部分实行即征退政策；《关于减轻可再生能源领域涉企税费负担的通知》（征求意见稿）中将优惠延长至2020年12月31日，但其正式稿一直未发布)
垃圾焚烧	17%	16%	13%	垃圾处置费增值税即征即退70%，销售电力增值税即征即退100%
危险废物	17%	16%	13%	处理费收入增值税即征即退70%，资源化产品收入增值税即征即退30%
燃气销售及管输	11%	10%	9%	无

业务类型	2018年5月1日	2018年5月1日	本次税率下调	增值税优惠
	前增值税率	日后增值税率	后增值税率	
环保工程	11%	10%	9%	无
供水	11%	10%	9%	一般使用3%比例征收(简易征收),不得抵扣进项税额
污水处理	11%	10%	9%	增值税即征即退70%
污泥处理	11%	10%	9%	增值税即征即退70%
煤层气开发	11%	10%	9%	增值税即征即退100%
环卫服务	6%	6%	6%	无

资料来源: 财政部, 2019年政府工作报告, 新时代证券研究所

火电企业业绩受增值税税率下降的影响最大。我们利用各个公司2017年的年报数据, 统一在含税买卖价格不变的假设下, 对公用事业行业中的典型的火电、水电、燃气公司进行增值税下降后的业绩弹性测算。根据测算结果, 火电、水电、燃气行业的净利润增厚幅度的平均值分别为32.51%、6.32%、2.91%, 火电企业业绩受增值税税率下降的影响最大, 且火电龙头表现出了更大的弹性(华电国际净利润增厚幅度为93.92%、华能国际净利润增厚幅度为66.17%)。

表2: 增值税税率下调对公用事业行业典型企业利润的影响(含税买卖价格不变)

分类	证券代码	证券简称	税率下调	营业收入(万元)	营业成本(万元)	净利润(万元)	减税规模(万元)	净利润增厚规模(万元)	净利润增厚幅度(%)
火电	600027.SH	华电国际	3.00%	7900683.60	7067680.90	77591.30	97170.13	72877.60	93.92%
	600011.SH	华能国际	3.00%	15245944.40	13520927.18	214657.20	154957.46	116218.10	54.14%
	600578.SH	京能电力	3.00%	1222067.87	1142374.00	26047.33	14247.17	10685.38	41.02%
	000600.SZ	建投能源	3.00%	1053767.84	891922.88	31231.33	10827.54	8120.65	26.00%
	601991.SH	大唐发电	3.00%	6460775.50	5376257.70	244946.30	78720.34	59040.25	24.10%
	600795.SH	国电电力	3.00%	5983317.78	4964101.04	276420.37	92690.42	69517.81	25.15%
	000027.SZ	深圳能源	3.00%	1554585.49	1127419.02	84505.94	25486.32	19114.74	22.62%
	600863.SH	内蒙华电	3.00%	1178256.98	972230.51	79711.59	18729.06	14046.80	17.62%
	600021.SH	上海电力	3.00%	1884431.75	1514484.48	142922.03	25904.63	19428.47	13.59%
	600023.SH	浙能电力	3.00%	5119075.49	4518330.98	474463.58	43946.63	32959.97	6.95%
水电	600025.SH	华能水电	3.00%	1284757.69	674037.30	237093.08	34108.61	25581.46	10.79%
	600886.SH	国投电力	3.00%	3164528.42	1880281.34	655949.07	84014.03	63010.52	9.61%
	600236.SH	桂冠电力	3.00%	877510.08	394483.16	280515.69	23296.73	17472.55	6.23%
	600900.SH	长江电力	3.00%	5014684.86	1945373.37	2227461.31	133133.23	99849.92	4.48%
	600674.SH	川投能源	3.00%	79959.90	41309.69	329956.65	2122.83	1592.12	0.48%
燃气	600903.SH	贵州燃气	1.00%	277900.47	217086.13	13785.34	956.25	717.19	5.20%
	603689.SH	皖天然气	1.00%	257078.47	233745.50	10198.30	642.95	482.22	4.73%
	000421.SZ	南京公用	1.00%	360932.05	271832.92	24927.55	1316.20	987.15	3.96%
	002267.SZ	陕天然气	1.00%	764294.98	686013.49	40548.24	1976.92	1482.69	3.66%
	600917.SH	重庆燃气	1.00%	571405.47	492533.81	36436.37	1627.32	1220.49	3.35%
	601139.SH	深圳燃气	1.00%	1105877.76	876673.57	91393.05	3711.37	2783.52	3.05%
	002911.SZ	佛燃股份	1.00%	429222.95	342508.98	45515.77	1424.00	1068.00	2.35%
	002700.SZ	新疆浩源	1.00%	36468.76	22837.62	7477.85	166.96	125.22	1.67%
	603080.SH	新疆火炬	1.00%	36077.41	20860.46	8525.95	177.88	133.41	1.56%
	600681.SH	百川能源	1.00%	297230.01	171954.99	86600.10	1464.83	1098.62	1.27%
603393.SH	新天然气	1.00%	101621.10	68648.44	26369.74	428.46	321.35	1.22%	

资料来源: Wind, 新时代证券研究所; 注: 数据均为各个公司2017年数据

1.3、化繁为简：净利率是衡量火电企业增值税下降业绩弹性大小的最直观指标

上一节测算是在含税买卖价格不变的基础上进行的，对于火电企业来说，实际上买卖价格存在四种情况（详见表3）。我们认为，目前含税上网电价下调的可能性很低（本文第二部分会详细解释），因此我们后续仅对含税上网电价不变（情景一、情景二）的情况进行详细测算。

表3： 增值税税率下降后火电企业买卖价格的四种情况

项目	情景一	情景二	情景三	情景四
含税上网电价	不变	不变	下降	下降
含税标煤单价	不变	下降	不变	下降
不含税上网电价	上涨	上涨	不变	不变
不含税标煤单价	上涨	不变	上涨	不变

资料来源：新时代证券研究所整理

煤企让利后，火电企业业绩弹性将增加近1倍。情景一是指含税上网电价不变、含税标煤单价不变的情况，其实是发电测不让利，煤企让利。情景二是指含税上网电价不变、不含税标煤单价不变的情况，其实是发电测不让利，煤企不让利。从测算结果可以看出，假如煤企让利，火电企业的净利润增厚幅度将是煤企不让利的近2倍。

表4： 情景一、情景二时，增值税税率下调对典型火电企业利润的影响

证券代码	证券简称	税率下调	净利润(万元)	毛利率(%)	净利率(%)	情景一：净利润增厚幅度(%)	情景二：净利润增厚幅度(%)
600027.SH	华电国际	3.00%	77591.30	10.54%	0.98%	93.92%	202.75%
600011.SH	华能国际	3.00%	214657.20	11.31%	1.41%	54.14%	141.42%
600578.SH	京能电力	3.00%	26047.33	6.52%	2.13%	41.02%	93.42%
000600.SZ	建投能源	3.00%	31231.33	15.36%	2.96%	26.00%	67.18%
601991.SH	大唐发电	3.00%	244946.30	16.79%	3.79%	24.10%	52.52%
600795.SH	国电电力	3.00%	276420.37	17.03%	4.62%	25.15%	43.10%
000027.SZ	深圳能源	3.00%	84505.94	27.48%	5.44%	22.62%	36.63%
600863.SH	内蒙华电	3.00%	79711.59	17.49%	6.77%	17.62%	29.43%
600021.SH	上海电力	3.00%	142922.03	19.63%	7.58%	13.59%	26.25%
600023.SH	浙能电力	3.00%	474463.58	11.74%	9.27%	6.95%	21.48%

资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：数据均为各个公司2017年数据

敏感性分析：净利率是衡量火电企业增值税税率下降业绩弹性大小的最直观指标。我们搭建了一个简化的火电企业的增值税税率影响模型，计算了不同毛利率及净利率组合下的增值税税率下降后的净利润增厚幅度，发现毛利率的不同对净利润增厚幅度的影响微乎其微，但净利率对净利润增厚幅度的影响非常显著，且成反比。以情景一，毛利率为10%的情况为例，净利率在1%时的净利润增厚幅度为91.59%，净利率在19%时的净利润增厚幅度为4.82%，前者是后者的19倍。

因此我们认为，净利率是衡量火电企业增值税税率下降业绩弹性大小的最直观指标。通过企业净利润的不同，基本可以大致匡算出其受到增值税税率下降后业绩的弹性幅度。在情景一的情况下（实际最有可能出现的情况），当净利率在9%以上的时候，净利润增厚幅度将基本在12%以内；当净利润在3%以内的时候，净利润

增厚幅度将基本超过 30%。

这也解释了为什么当我们用 2017 年数据测算火电龙头(华能国际、华电国际)净利润增厚幅度时,幅度均超过 50%,因为 2017 年华能国际、华电国际的净利率均较低,分别为 1.41%、0.98%。我们预计 2019 年时,火电龙头的盈利水平将有所提升,届时增值税税率下降对火电企业净利润增厚幅度将比我们测算值小。以华能国际为例,我们预计 2019 年华能国际预计的毛利率为 15.1%,净利率(归母净利率口径)为 3.3%,由此算出增值税税率下降的业绩弹性为 24.69%。

表5: 情景一时,毛利率及净利润对火电企业净利润增厚幅度的测算

净利润增厚幅度	净利率									
	1.00%	3.00%	5.00%	7.00%	9.00%	11.00%	13.00%	15.00%	17.00%	19.00%
10.00%	91.59%	30.53%	18.32%	13.08%	10.18%	8.33%	7.05%	6.11%	5.39%	4.82%
11.00%	92.79%	30.93%	18.56%	13.26%	10.31%	8.44%	7.14%	6.19%	5.46%	4.88%
12.00%	93.98%	31.33%	18.80%	13.43%	10.44%	8.54%	7.23%	6.27%	5.53%	4.95%
13.00%	95.18%	31.73%	19.04%	13.60%	10.58%	8.65%	7.32%	6.35%	5.60%	5.01%
14.00%	96.37%	32.12%	19.27%	13.77%	10.71%	8.76%	7.41%	6.42%	5.67%	5.07%
15.00%	97.57%	32.52%	19.51%	13.94%	10.84%	8.87%	7.51%	6.50%	5.74%	5.14%
16.00%	98.76%	32.92%	19.75%	14.11%	10.97%	8.98%	7.60%	6.58%	5.81%	5.20%
17.00%	99.96%	33.32%	19.99%	14.28%	11.11%	9.09%	7.69%	6.66%	5.88%	5.26%
18.00%	101.15%	33.72%	20.23%	14.45%	11.24%	9.20%	7.78%	6.74%	5.95%	5.32%
19.00%	102.35%	34.12%	20.47%	14.62%	11.37%	9.30%	7.87%	6.82%	6.02%	5.39%
20.00%	103.54%	34.51%	20.71%	14.79%	11.50%	9.41%	7.96%	6.90%	6.09%	5.45%

资料来源:新时代证券研究所测算

表6: 情景二时,毛利率及净利润对火电企业净利润增厚幅度的测算

净利润增厚幅度	净利率									
	1.00%	3.00%	5.00%	7.00%	9.00%	11.00%	13.00%	15.00%	17.00%	19.00%
10.00%	199.12%	66.37%	39.82%	28.45%	22.12%	18.10%	15.32%	13.27%	11.71%	10.48%
11.00%	199.12%	66.37%	39.82%	28.45%	22.12%	18.10%	15.32%	13.27%	11.71%	10.48%
12.00%	199.12%	66.37%	39.82%	28.45%	22.12%	18.10%	15.32%	13.27%	11.71%	10.48%
13.00%	199.12%	66.37%	39.82%	28.45%	22.12%	18.10%	15.32%	13.27%	11.71%	10.48%
14.00%	199.12%	66.37%	39.82%	28.45%	22.12%	18.10%	15.32%	13.27%	11.71%	10.48%
15.00%	199.12%	66.37%	39.82%	28.45%	22.12%	18.10%	15.32%	13.27%	11.71%	10.48%
16.00%	199.12%	66.37%	39.82%	28.45%	22.12%	18.10%	15.32%	13.27%	11.71%	10.48%
17.00%	199.12%	66.37%	39.82%	28.45%	22.12%	18.10%	15.32%	13.27%	11.71%	10.48%
18.00%	199.12%	66.37%	39.82%	28.45%	22.12%	18.10%	15.32%	13.27%	11.71%	10.48%
19.00%	199.12%	66.37%	39.82%	28.45%	22.12%	18.10%	15.32%	13.27%	11.71%	10.48%
20.00%	199.12%	66.37%	39.82%	28.45%	22.12%	18.10%	15.32%	13.27%	11.71%	10.48%

资料来源:新时代证券研究所测算

表7: 华能国际的财务摘要

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	113,814	152,459	165,030	174,922	189,167
增长率(%)	-11.7	34.0	8.2	6.0	8.1

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
归母净利润(百万元)	8,814	1,793	2,307	5,788	11,192
增长率(%)	-36.1	-79.7	28.7	150.9	93.4
毛利率(%)	21.5	11.3	12.0	15.1	18.7
净利率(%)	7.7	1.2	1.4	3.3	5.9

资料来源：Wind，新时代证券研究所测算

2、一般工商业平均电价再降低 10%，谁来承担下降的电费？

2.1、复盘：2018 年一般工商业平均电价降低 10%，主要由电网承担

《2018 年政府工作报告》提出，2018 年完成一般工商业电价下降 10%。对此，国家发展改革委先后出台 5 个文件，分 4 批共 10 项措施贯彻落实，主要包括，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。

2018 年 9 月，国家发改委召开全国电价专题工作会，会议介绍，综合此前已出台全部措施，按年计算，合计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。由 2018 年降低一般工商业电价的具体措施可以看出，2018 年完成“一般工商业电价平均降低 10%”的目标主要通过电网环节承担。

表8：2018 年降低一般工商业电价的具体措施

时间	措施
2018 年 3 月 28 日	国家发展改革委印发《关于降低一般工商业电价有关事项的通知》，主要措施包括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。
2018 年 5 月 15 日	国家发展改革委印发通知指出，电力行业增值税税率由 17% 调整到 16% 后，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等腾出的电价空间，全部用于降低一般工商业电价。
2018 年 7 月 5 日	国家发展改革委办公厅印发通知，要求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。
2018 年 7 月 19 日	国家发展改革委印发通知，决定将扩大跨省区电力交易规模、国家重大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，全部用于降低一般工商业电价。
2018 年 8 月 20 日	国家发展改革委印发通知，针对已部署降电价措施实施后，一般工商业目录电价降幅尚未达到 10% 的地区，再部署若干措施，加大政策力度。

资料来源：国家发改委，中国经济网，新时代证券研究所

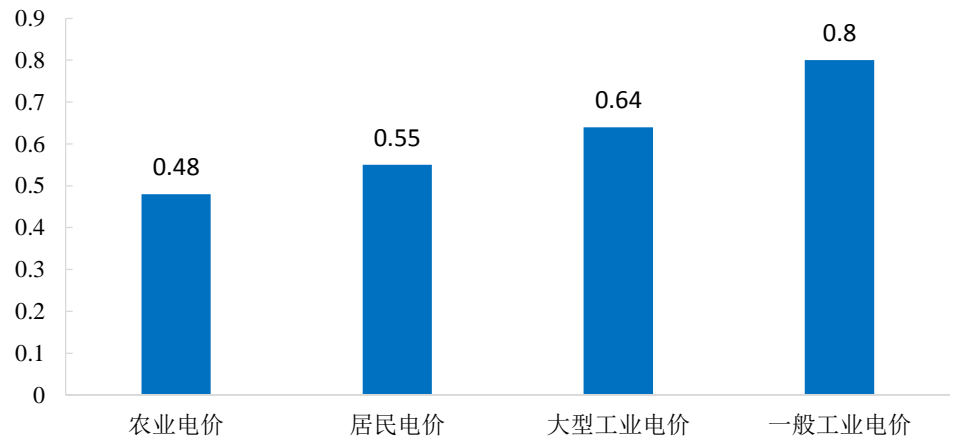
2.2、2019 年：上网电价下降的优先级仍然很低，电费下降望仍由电网承担

《2019 年政府工作报告》提出“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%”。

一般工商业电价在四类电价中最高。我国的销售电价按用电的性质，分为四大类：居民、农业、大工业、一般工商业。一般工商业又分两部分，一部分是商业用电，另一部分是小型工业用电，这些企业变压器的容量在 315 千伏安以下。商业企业和小型工业企业的用电价格执行一般工商业电价，其中一般工商业电价在四类电

价中最高。

图3：一般工商业电价在四类电价中最高（2017）（元/千瓦时）



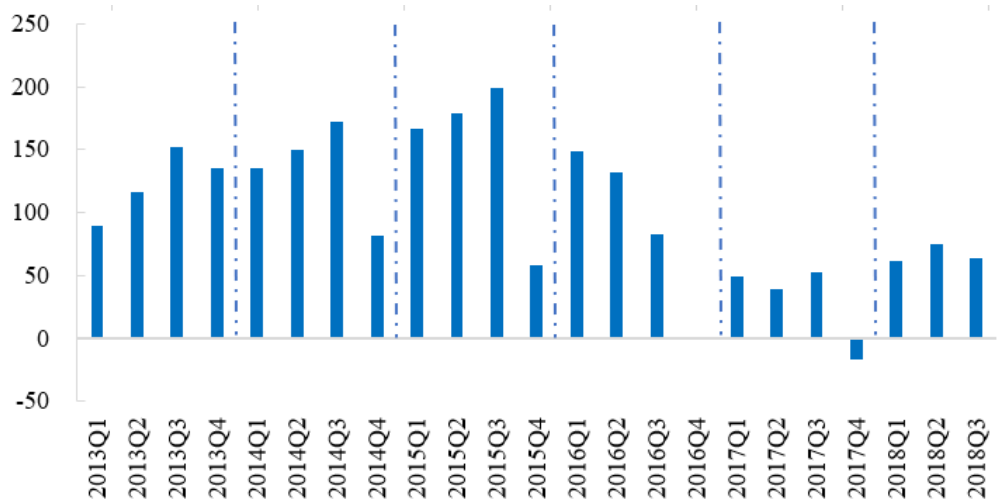
资料来源：中国经济网，新时代证券研究所

全国范围内降低电费约 780 亿元。我们预测 2019 年一般工商业电价为 0.648 元/千瓦时（同比-10%），全社会用电量 72214 亿千瓦时（同比+5.5%），测算出全国范围内降低电费约 780 亿元。

电网端具备让利空间。(1) 电价附加费具备让利空间。《2019 年政府工作报告》明确提出“清理电价附加收费”。目前，电价附加费包括国家重大水利工程建设基金（0.0037 元/千瓦时）、大中型水库移民后期扶持基（0.0042 元/千瓦时）、可再生能源附加（0.019 元/千瓦时）、农网还贷基金（0.02 元/千瓦时）等，具备让利空间。(2) 电网端增值税让利具备空间。对于电网企业来说，本次增值税税率下调 3%，也增加了电网进一步让利的空间。

2018 年全国火电企业亏损面逾 50%，暂不具备大幅让利的基础。与此同时，对于火电企业来说，目前煤价仍在高位，火电企业的业绩并未明显改善。2018 年 Q3，SW 火电归母净利润合计 63.54 亿元，板块业绩仍处在历史低位。根据中电联发布的《2018-2019 年度全国电力供需形势分析预测报告》，2018 年全国火电企业亏损面逾 50%。因此我们认为，火电目前暂不具备大幅让利的基础，2019 年电费的 下调可能仍将由电网主要承担，火电企业的上网电价或受到影响较小。

图4：SW 火电归母净利润合计（亿元）



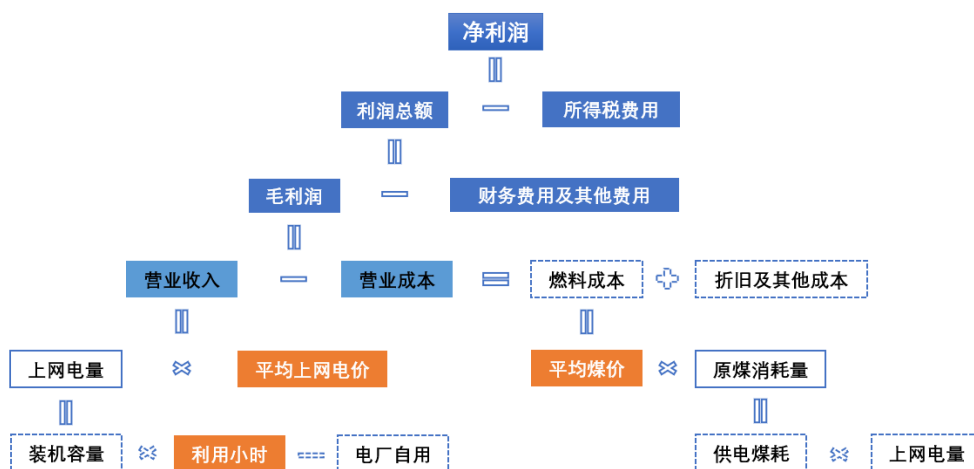
资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、煤价是目前影响火电企业盈利能力的核心要素，后市将如何演变？

3.1、复盘：2018 年煤价中枢仍在高位

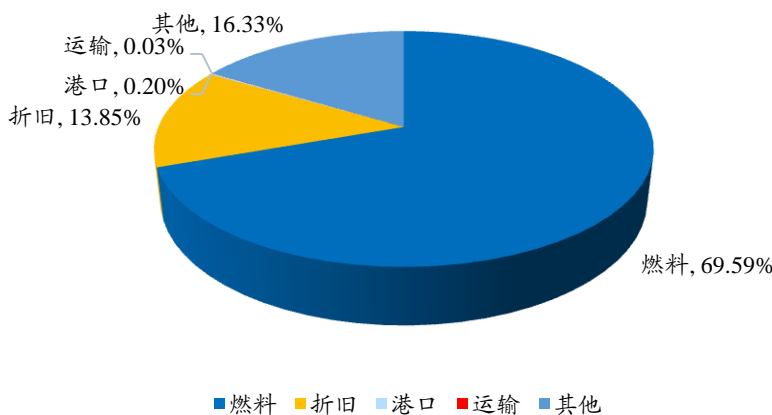
影响火电企业盈利状况的核心因素是“煤价、上网电价、利用小时”。其中，煤炭是火电行业主要成本（占营业成本比例在 50-70%），电煤价格波动剧烈，是影响火电企业盈利能力最重要的变量。

图5：影响火电企业净利润的核心要素（煤价、上网电价、利用小时）



资料来源：新时代证券研究所整理

图6：2017 年华能国际燃料成本占营业成本的比重高达 69.59%（2017）

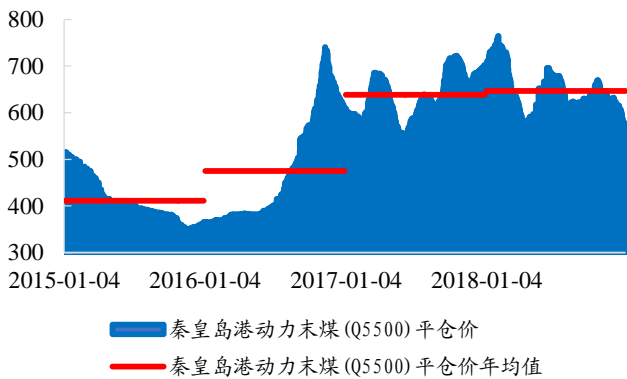


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2018 年煤价中枢仍在高位。从年度角度来看，2018 年秦皇岛港动力末煤(Q5500)平仓价年均值为 646.76 元/吨，同比提升 8.51 元/吨；2018 年全国电煤价格指数年均值为 531.04 元/吨，同比提升 15.05 元/吨。整体来看，2018 年的煤价处在近几年

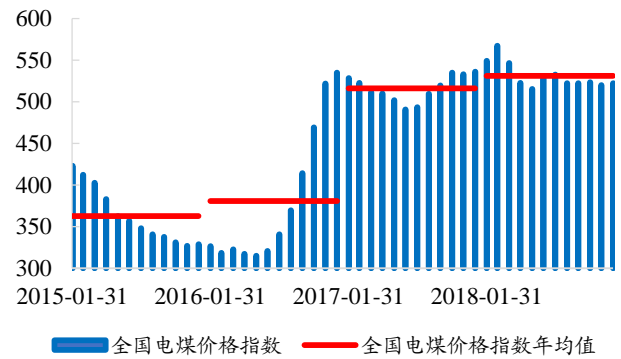
的一个高位中枢。

图7: 2018年秦皇岛港动力末煤(Q5500)平仓价年均值提升(元/吨)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图8: 2018年全国电煤价格指数年均值提升(元/吨)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

3.2、展望：“十三五”煤炭行业去产能主要目标任务基本完成，煤价中长期下行是大概率事件

2020年化解淘汰过剩落后产能8亿吨/年左右。根据《能源发展“十三五”规划(2015-2020年)》及《煤炭工业发展“十三五”规划》: 2015-2020年期间, 中国煤炭消费总量将从39.6亿吨增加至41亿吨(CAGR为0.70%), 煤炭生产总量将从37.5亿吨提升至39亿吨(CAGR为0.80%), 2020年化解淘汰过剩落后产能8亿吨/年左右, 通过减量置换和优化布局增加先进产能5亿吨/年左右。

表9: “十三五”期间, 中国煤炭消费比重从64%降低到58%以下

类别	指标	单位	2015年	2020年	年均增长	属性
能源总量	一次能源生产量	亿吨标准煤	36.2	40	2.00%	预期性
	电力装机总量	亿千瓦	15.3	20	5.50%	预期性
	能源消费总量	亿吨标准煤	43	<50	<3%	预期性
	煤炭消费总量	亿吨原煤	39.6	41	0.70%	预期性
	全社会用电量	万亿千瓦时	5.69	6.8-7.2	3.6-4.8%	预期性
能源安全	能源自给率	%	84	>80		预期性
能源结构	非化石能源装机比重	%	35	39	[4]	预期性
	非化石能源发电量比重	%	27	31	[4]	预期性
	非化石能源消费比重	%	12	15	[3]	约束性
	天然气消费比重	%	5.9	10	[4.1]	预期性
	煤炭消费比重	%	64	58	[-6]	约束性
能源效率	电煤占煤炭消费比重	%	49	55	[6]	预期性
	单位国内生产总值能耗降低	%	-	-	[15]	约束性
	煤电机组供电煤耗	克标准煤/千瓦时	318	<310		约束性
	电网线损率	%	6.64	<6.5		预期性
能源环保	单位国内生产总值二氧化碳排放降低	%	-	-	[18]	约束性

资料来源: 《能源发展“十三五”规划(2015-2020年)》, 新时代证券研究所

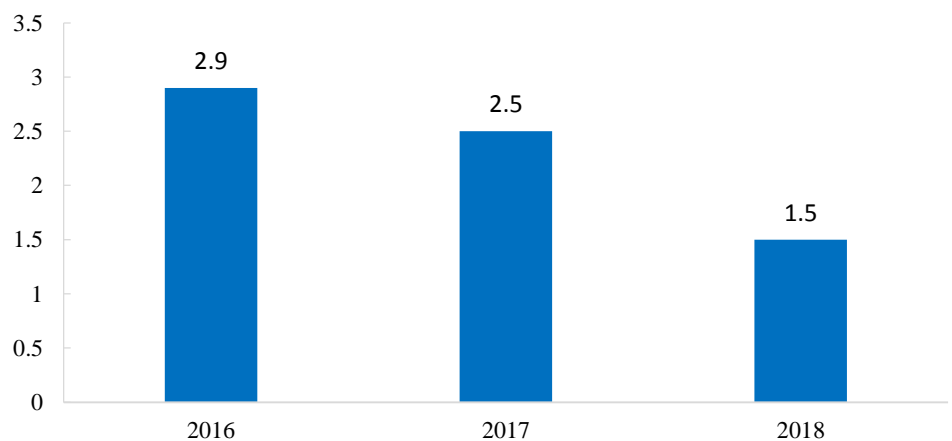
表10: “十三五”期间, 中国煤炭产量预计将从2015年37.5亿吨增加至2020年的39亿吨 (CAGR为0.8%)

指标	单位	2015年	2020年	年均增速[累计]
(1) 新增煤炭查明资源储量	亿吨		2000	
(2) 煤炭产量	亿吨	37.5	39	0.80%
(3) 煤炭消费量	亿吨	39.6	41	0.70%
(4) 化解淘汰过剩落后产能规模	亿吨/年		8	
(5) 通过减量置换和优化布局增加先进产能规模	亿吨/年		5	
(6) 大型煤炭基地产量比重	%	93	95	[↑2]
(7) 大型煤矿产量比重	%	73	80	[↑7]
(8) 煤矿数量	处	9700	6000	[-39%]
(9) 企业数量	家	6000	<3000	[-50%]
(10) 5000万吨级以上大型煤炭企业产量比重	%	55	60	[↑5]

资料来源:《煤炭工业发展“十三五”规划》, 新时代证券研究所

“十三五”煤炭行业去产能主要目标任务基本完成。自煤炭供给侧改革以来, 2016、2017、2018年先后化解过剩产能2.9、2.5、1.5亿吨, 合计化解产能合计规模6.9亿吨, 距离“十三五”规划8亿吨去产能目标仅差1.1亿吨。我们认为, 随着去产能目标接近, 预计2018年后煤炭去产能的“进程及力度”将有所放缓。

根据国家能源局数据, 2017年12月底, 国内安全生产煤矿产能33.36亿吨/年; 已核准(审批)、开工建设煤矿产能10.19亿吨/年, 其中已建成、进入联合试运转煤矿产能3.57亿吨/年。煤矿项目从“路条”发放到核准一般需要三年左右时间, 假设2020年如期完成2.6亿吨落后产能淘汰(2018-2020年目标)以及10.19亿吨在建产能投产, 则2020年煤炭投产产能预计为40.95亿吨(33.36+10.19-2.6), 基本可以满足《煤炭工业发展“十三五”规划》提出的2020年煤炭产量39亿吨的要求。

图9: 2016-2018年, 煤炭去产能情况(亿吨)

资料来源: 国家能源局, 新时代证券研究所

动力煤短期供给端提振, 高库存降低电厂采煤意愿, 中长期价格下行是大概率事件。

煤企复工提振短期供给能力。2019年1月12日, 陕西省神木市永兴办事处百吉煤矿发生井下冒顶事故。2019年1月22日, 陕西省人民政府办公厅发布《关于开展煤矿安全大整治工作的通知》, 要求从2019年1月22日起至2019年6月底, 对全省煤矿进行安全大整治。安全大整治工作分为三个阶段: (一) 集中整治

问题阶段（2019年1月22日至4月15日）；（二）全面排查整治阶段（2019年1月22日至5月底）；（三）巩固整治成果阶段（2019年6月1日至6月底）。

表11: 煤矿安全大整治工作安排

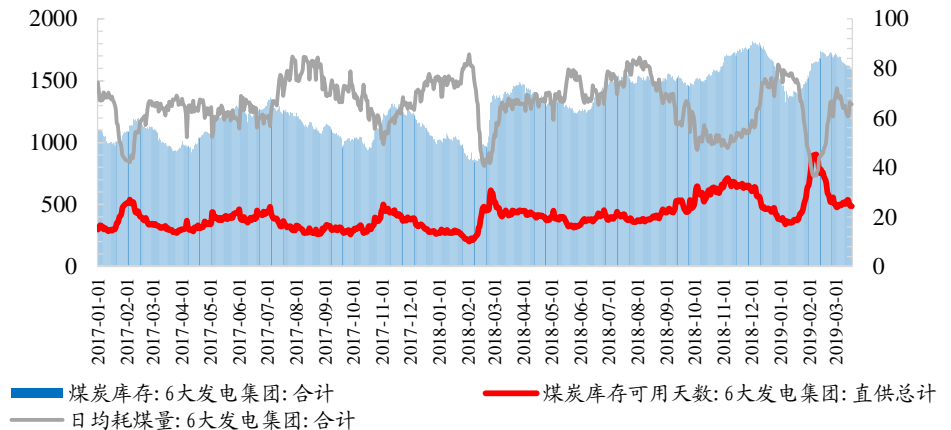
步骤	时间	具体措施
集中整治问题阶段	2019年1月22日至4月15日	对《重点排查整治问题清单》指出的隐患问题，采取措施进行集中整治。
全面排查整治阶段	2019年1月22日至5月底	陕西煤矿安监局负责组织对全省65处高风险煤矿开展全面“体检”。
巩固整治成果阶段	2019年6月1日至6月底	持续加强安全管理制度和安全预防措施建设，开展安全大整治工作“回头看”。

资料来源：《关于立即开展煤矿安全大整治工作的通知》，新时代证券研究所

截至2019年3月15日，神华及陕煤各大矿均已正常复工复产，榆林累积30余家煤矿复产。榆林能源局2019年3月11日公布第三批拟申请复工复产煤矿名单，列入第一批重大隐患挂牌督办问题的部分煤矿，已经整改完毕，随之三批榆神府中小煤矿也将陆续复工复产，其他煤矿提交复工申请审批后也将批次审核验收逐次复工。我们认为，随着煤企逐渐复工，供给端将有所提振。

高库存降低电厂采煤意愿。煤炭库存可作为分析煤价的先行指标，煤炭库存可分为电厂库存、港口库存、煤炭企业厂商库存。一般传导路径为，社会用电量增加及煤电企业发电量增加，随后电厂煤炭库存下降，随后港口（秦皇岛港口）库存下降，最后为煤炭企业厂商库存下降。截至2019年3月18日，6大发电集团煤炭库存为1591.82万吨，库存可用天数为24.31天，日均耗煤为65.49万吨。目前煤炭库存仍在高位，高出2018年同期187.62万吨，电厂采购的意愿相对偏低。

图10: 6大发电集团煤炭库存(万吨)、库存可用天数(天)、日均消耗量(万吨)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

4、投资策略：多重利好共振，火电迎来配置良机，推荐华能

国际、国投电力

我们认为，增值税税率下降后火电受益最深，且“一般工商业平均电价再降低10%”的目标有望主要由电网端承担，火电企业或享受增值税下调的红利，盈利能力将进一步改善。展望2019年，尽管经济增速下行减弱电力需求，但电能替代持

续推进将提振电力需求，2019年用电量增速仍有空间（中电联预计2019年全社会用电量增长5.5%左右）。2019年，动力煤供需走向宽松，煤炭价格大概率缓慢震荡下行，火电企业业绩弹性有望持续改善，华能国际（600011.SH）、国投电力（600886.SH）将受益。

华能国际：“煤价、电价、利用小时数”多重利好共振，盈利能力将改善。

- 规模及装备优势凸显的中国火电龙头企业。公司是A股最纯正的火电标的，2017年底华能国际的火电装机市占率为8.91%，火电龙头地位彰显。供电煤耗、厂用电率等技术指标亦长期保持行业领先水平，竞争力凸显。预计2018年底，公司可控装机容量将达107265兆瓦（同比+2.82%），其中火电装机将达100567.5兆瓦（同比+2.02%）。
- “煤价、电价、利用小时数”多重基本面利好共振，盈利能力将改善。经济、电能替代、气候气温因素对用电增长贡献的可持续性较强，2018-2020年用电量增速将超预期。由于装机容量增速放缓，火电利用小时数有望企稳回升。随着市场电占比提高、及市场电与计划电价差缩窄，平均电价有望上浮。预计2020年前后煤炭消费与产出缺口与2015年较为一致，后市，电煤采购价格将缓慢下行，公司盈利能力及经营业绩有望好转。随着煤价、电价、利用小时数等多重基本面利好共振，公司盈利能力将改善。
- A股最纯粹火电标的，受益行业盈利改善。预计公司2018-2020年净利润分别为23.07、57.88、111.92亿元，对应EPS分别为0.15、0.37和0.71元。当前股价对应2018-2020年PE分别为45.3、18.1和9.3倍。随着“煤价、电价、利用小时数”等多重基本面利好共振，火电盈利能力将改善，公司作为A股最纯粹火电标的，亦具备火电龙头的规模、技术优势，最为受益火电盈利能力改善。

国投电力：雅砻江中游电站提升流域补充效益，火电业绩提振弹性较大。

- 雅砻江中游投产将提升补充效益及整体发电能力。2018年H1末国投电力控股水电装机1672万千瓦，水电业务可提供稳定盈利。旗下雅砻江流域水电可开发装机容量约3000万千瓦，2018年H1末已投产装机1470万千瓦，待开发空间较大。雅砻江中游的两河口及杨房沟水电站预计2021年投产，届时将新增450万千瓦装机。雅砻江中游投产将提升补充效益及整体发电能力，保障未来业绩较快增长。
- 火电竞争力较强，业绩弹性较全国平均水平更大。2018年H1国投电力控股火电装机容量达1575.6万千瓦，公司火电大机组占比高，供电煤耗逐年降低且低于全国水平，竞争力较强。2017年，公司火电设备利用小时数（3543小时）远低于同期全国平均水平（4208.90小时），火电业绩处于业绩低估。2018年随着电力供给格局偏紧，公司火电业绩弹性相较全国平均水平更大。
- 水火并济，兼顾盈利及成长。预计公司2018-2020年净利润分别为38.77、39.23、39.79亿元，对应EPS分别为0.57、0.58和0.59元。当前股价对应2018-2020年PE分别为14.2、14.0和13.8倍。国投电力作为“四小豪门”之一，拥有雅砻江流域优质水电资源，水火并济、风光为补，风险分散，兼顾盈利及成长，水电盈利稳定可持续，火电弹性巨大，业绩改善预期较强。

5、风险提示

电力需求不及预期，煤价走势不及预期，上网电价下调风险。

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。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

邱懿峰，美国德克萨斯大学金融学硕士，南开大学国贸系本科，2015年就职于银河证券研究部，拥有两年以上行业研究经验，2017年加入新时代证券，现任环保行业首席分析师

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>