

# 电力行业 18 年及 19 年 Q1 总结

## 火电盈利持续修复，水电稳健增长

### 核心观点:

● **电力板块：2018 年跌幅倒数第一，2019 年前 4 月涨幅倒数第一**

2018 年度电力板块下跌 15%，在所有行业板块中跌幅最小，主要是当时市场预期动力煤价格下行、火电板块盈利提升所致。2019 年前 4 月，电力板块上涨 22%，在全行业中涨幅最少，火电板块大幅跑输，主要是一季度煤炭供应收紧，动力煤价格并未出现明显下跌。个股层面，华能华电 18 年超额收益最为显著，19 年前 4 月涨幅板块垫底。

● **火电：盈利修复核心驱动力 2018 年为利用小时数增长及电价提升，2019 年 Q1 为燃料成本下降**

2018 年虽然燃料成本同比上升（全国电煤指数同比提升 3%），但 18 年电力需求较好所致利用小时数增加（同比增加 143 小时），叠加上网电价同比提升，火电板块盈利大幅提升。2018 年火电板块收入增长 15%，扣非净利润增长 51%。2019 年一季度受水电等清洁能源发电挤占，火电发电增速仅增长 2%，但全国电煤指数同比下降 8%，成本端下降致使盈利提升。2019 年一季度火电板块收入增长 15%，扣非归母净利润增长 67%。

公司层面，在同样面临燃料成本上升的情况下（4 重点公司 2018 年燃料成本增幅在 3%-5% 左右），2018 年华能国际、华电国际扣非归母净利润出现明显改善，同比增速在 200% 以上，大唐发电、国电电力、浙能电力扣非归母净利润则继续同比下滑，主要是利用小时提升不显著、计提减值、局部地区燃料成本增幅较大等。

● **水电：2018-2019Q1 利用小时数持续改善，增值税优惠到期拖累业绩**

据国家统计局数据，2018 年水电发电量同比增长 4.1%，利用小时数同比增长 16 小时。18 年起水电企业不再享有增值税退税返还，对水电盈利有一定冲击。2018 年水电板块收入 1680 亿元，同比增长 12%。扣非归母净利润 382 亿元，同比增长 0%。2019 年一季度全国水电发电量同比大幅增长 12%，利用小时同比提升 74 小时。2019 年一季度，水电板块收入 388 亿元，同比增长 11%，扣非归母净利润 66 亿元，同比增长 5%，利润增速低于收入增速主要是增值税退税款因素等。

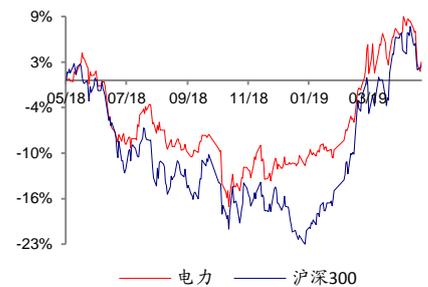
公司层面，2018 年水电公司表现各异，长江电力、华能水电、桂冠电力、川投能源、国投电力发电量分别增长 2%/12%/11%/11%/18%，上网电价分别提升 0.1/15/-51/0/24 元/兆瓦时。

● **风险提示**

电力供需形势恶化；电价下调风险；煤炭价格大幅上涨风险；来水不及预期；利率上行风险。

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-05-08

### 相对市场表现



分析师:

邱长伟



SAC 执证号: S0260517080016



SFC CE No. BOE192



021-60750631



qiuchangwei@gf.com.cn

分析师:

郭鹏



SAC 执证号: S0260514030003



SFC CE No. BNX688



021-60750631



guopeng@gf.com.cn

### 相关研究:

电力行业:一季度火电出力受挤压, 关注火电一季报高增长	2019-04-23
电力行业:1-2 月发电量增长 2.9%, 供暖季结束煤价回落	2019-03-19

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
华电国际	600027.SH	CNY	3.84	2018/10/31	买入	-	0.34	0.51	11.25	7.56	5.91	5.37	7.2%	9.7%
华电国际 电力股份	01071.HK	HKD	3.16	2018/10/31	买入	-	0.40	0.59	7.92	5.32	6.32	5.75	7.2%	9.7%
华能国际	600011.SH	CNY	6.74	2019/4/11	买入	8.4	0.30	0.46	22.13	14.56	7.77	6.75	5.4%	7.6%
华能国际 电力股份	00902.HK	HKD	4.89	2019/4/11	买入	6.5	0.36	0.54	13.73	9.03	7.72	6.70	5.4%	7.6%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

## 目录索引

股价表现：18年跌的最少，19年涨的最少.....	5
电力板块：2018年跌幅倒数第一，2019年前4月涨幅倒数第一.....	5
个股表现：华能华电18年超额收益最为显著，19年前4月涨幅垫底.....	7
火电：2018-2019Q1盈利继续修复，火电龙头公司实现量价齐升.....	7
火电板块：盈利修复核心驱动力2018年为利用小时数增长及电价提升，2019年Q1为燃料成本下降.....	7
上市公司：2018年火电龙头华能华电盈利修复、其他重点公司表现略逊，19年Q1整体改善.....	9
水电：2018-2019Q1利用小时数持续改善，增值税优惠到期拖累业绩.....	12
水电板块：2019年Q1发电量大幅提升，增值税退税款同比减少拖累业绩.....	12

## 图表索引

图 1: 2018 年度电力板块超额收益 12%.....	5
图 2: 2018 年度火电超额收益更明显.....	5
图 3: 2019 年前 4 月电力板块跑输沪深 300.....	5
图 4: 2019 年前 4 月火电板块跑输更为显著.....	5
图 5: 2018 年度电力板块跌幅最少.....	6
图 6: 2019 年前 4 月电力板块涨幅最少.....	6
图 7: 2018 年度板块涨幅前十.....	7
图 8: 2018 年板块跌幅前十.....	7
图 9: 2019 年前 4 月涨幅前五.....	7
图 10: 2019 年前 4 月涨幅后十五.....	7
图 11: 火电板块 18 年收入增长 15% (亿元).....	8
图 12: 火电板块扣非归母净利润增长 51% (亿元).....	8
图 13: 火电板块 19 年 Q1 收入增长 15% (亿元).....	8
图 14: 火电板块 19 年 Q1 扣非归母净利润增长 67% (亿元).....	8
图 15: 火电发电量情况.....	9
图 16: 2018 年火电利用小时同比增加 143 小时.....	9
图 17: 全国电煤指数 (元/吨).....	9
图 18: 重点火电公司收入增速.....	10
图 19: 重点火电公司扣非归母净利润增速.....	10
图 20: 重点火电公司发电量 (亿千瓦时).....	10
图 21: 2018 年重点火电公司发电量同比增长较快.....	10
图 22: 重点火电公司利用小时 (小时).....	10
图 23: 2018 年重点火电公司利用小时同比提升 (小时).....	10
图 24: 重点火电公司上网结算价格 (元/兆瓦时).....	11
图 25: 2018 年重点火电公司上网结算价格同比提升 (元/兆瓦时).....	11
图 26: 重点火电公司售电单位燃料成本 (元/兆瓦时).....	11
图 27: 2018 年重点火电公司售电单位燃料成本同比变化小幅上涨.....	11
图 28: 2018 年各地电煤指数同比变化.....	11
图 29: 水电板块 2018 年收入同比增长 12% (亿元).....	12
图 30: 水电板块 2018 年扣非归母净利润增长 12% (亿元).....	12
图 31: 水电板块 2019 年 Q1 收入同比增长 11% (亿元).....	13
图 32: 水电板块 2019 年 Q1 扣非归母净利润增长 5% (亿元).....	13
图 33: 水电发电量情况.....	13
图 34: 水电利用小时同比情况 (小时).....	13
图 35: 重点水电公司发电量 (亿千瓦时).....	14
图 36: 重点水电公司发电量同比.....	14
图 37: 重点水电公司上网电价 (元/兆瓦时).....	14
图 38: 重点水电公司上网电价同比 (元/兆瓦时).....	14

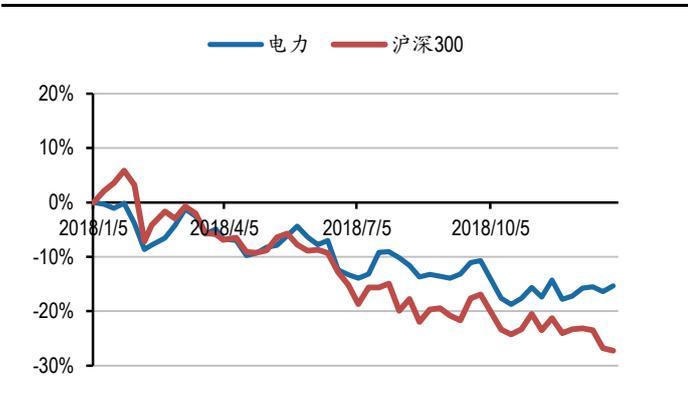
## 股价表现：18年跌的最少，19年涨的最少

### 电力板块：2018年跌幅倒数第一，2019年前4月涨幅倒数第一

2018年度，沪深300震荡下行，下跌27%，电力板块下跌15%，超额收益显著，在所有行业板块中跌幅最小。其中火电板块下跌13%，水电板块下跌19%，火电板块超额收益更为明显，主要是当时市场预期动力煤价格下行、火电板块盈利提升所致。

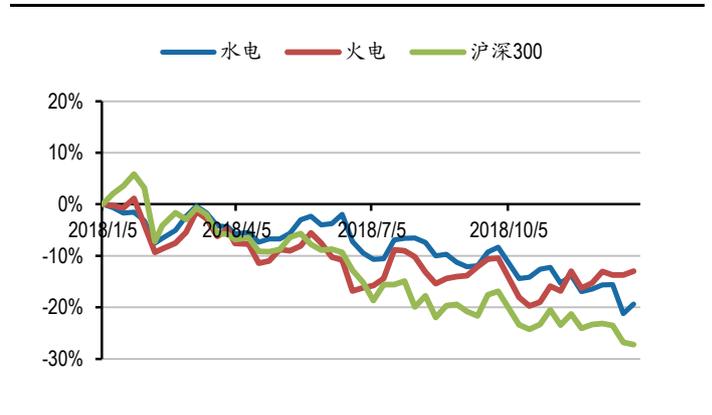
2019年前4月，股市大幅好转，沪深300上涨29%，电力板块上涨22%，跑输沪深300 7个百分点，在全行业中涨幅最少。其中水电板块上涨30%，火电板块上涨8%。火电板块大幅跑输，主要是一季度煤炭供应收紧，动力煤价格并未出现明显下跌。

图1：2018年度电力板块超额收益12%



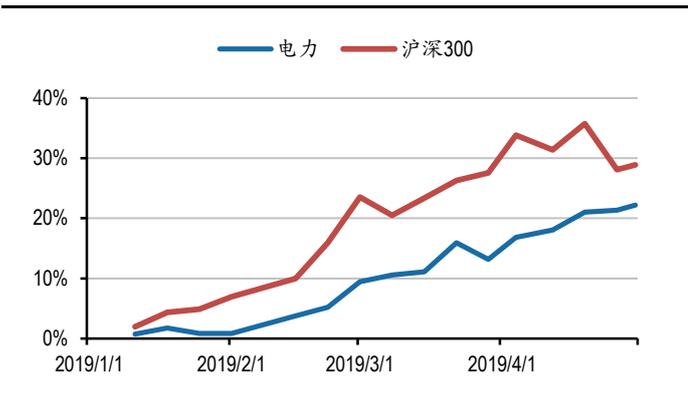
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：2018年度火电超额收益更明显



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：2019年前4月电力板块跑输沪深300



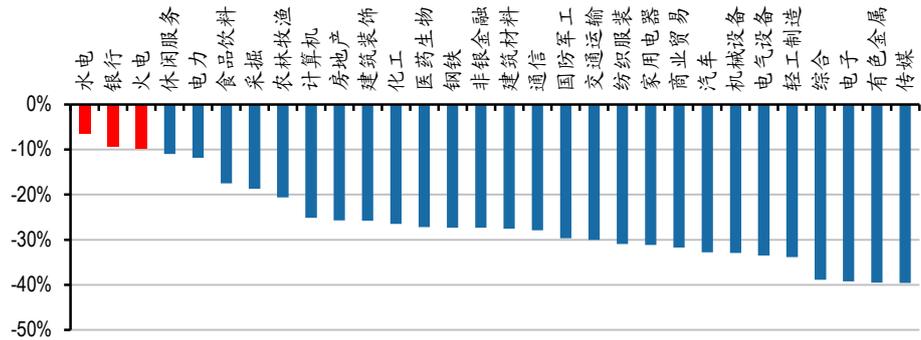
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：2019年前4月火电板块跑输更为显著



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

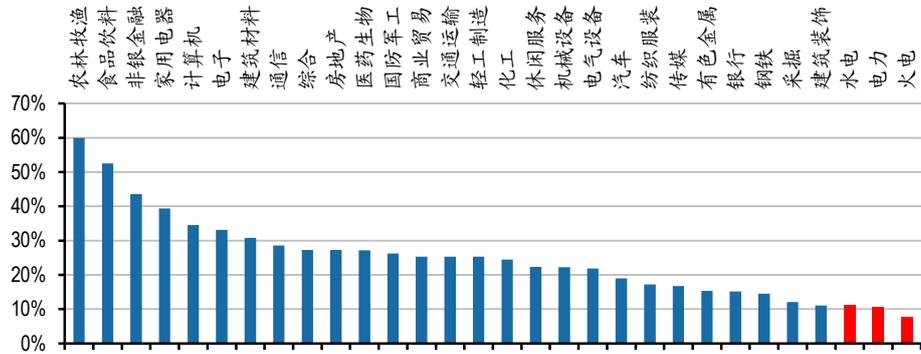
图5: 2018年度电力板块跌幅最少



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 区间涨跌幅 (流通市值加权平均)

图6: 2019年前4月电力板块涨幅最少

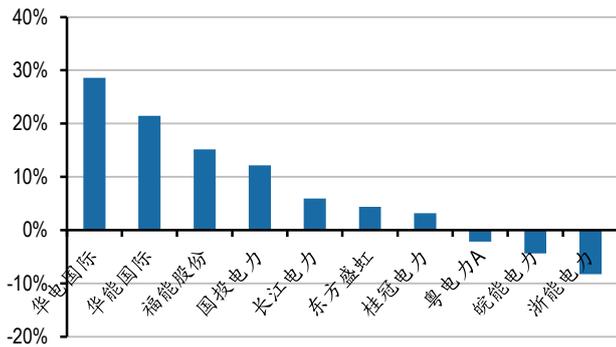


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 区间涨跌幅 (流通市值加权平均)

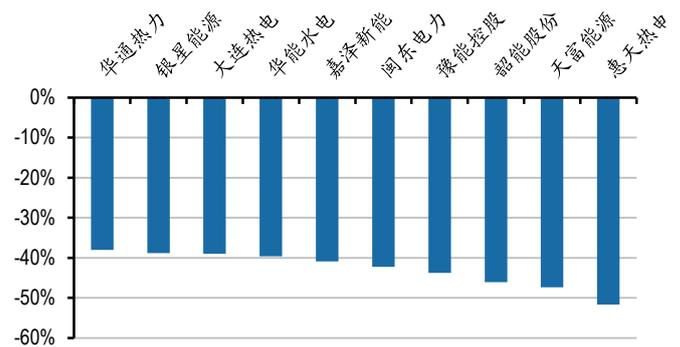
**个股表现：华能华电 18 年超额收益最为显著，19 年前 4 月涨幅垫底**  
 个股方面，在2018年整体市场下行的情况下，火电龙头公司华电国际、华能国际分别上涨29%和21%，取得显著的超额收益。水电龙头长江电力上涨6%，也取得明显超额收益。而在2019年前4月整体市场上涨的情况下，电力板块涨幅靠前的主要是岷江水电（涨幅182%）、东方能源（涨幅120%）等资产重组的股票、业绩弹性较大的区域性电力公司如长源电力（上涨57%）、建投能源（上涨55%）等。而火电龙头公司华能国际、华电国际表现较差，分别下跌9%和13%。水电龙头长江电力上涨6%。

图7：2018年度板块涨幅前十



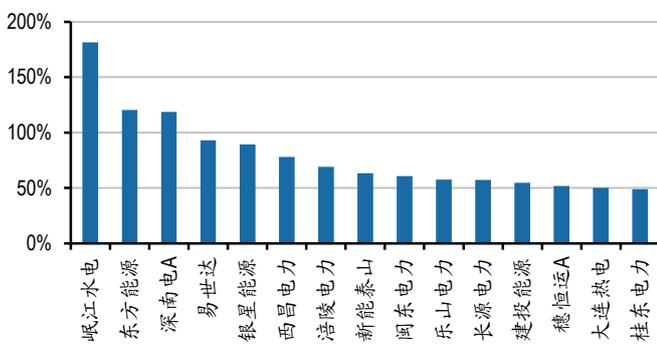
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图8：2018年板块跌幅前十



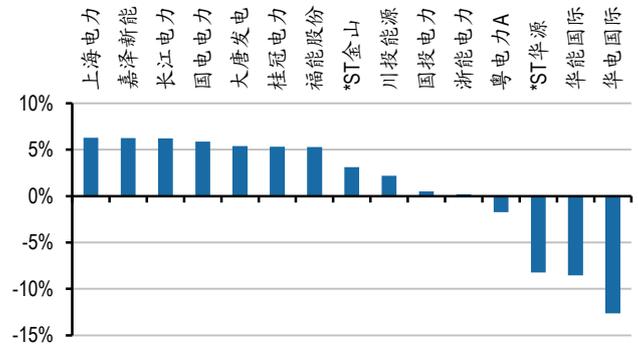
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图9：2019年前4月涨幅前五



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图10：2019年前4月涨幅后十五



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 火电：2018-2019Q1 盈利继续修复，火电龙头公司实现量价齐升

**火电板块：盈利修复核心驱动力 2018 年为利用小时数增长及电价提升，2019 年 Q1 为燃料成本下降**

根据国家统计局数据，2018年度，全社会用电量增速较高，达到8.5%；受益用电需求较好，全国火电发电量同比增长6%，火电利用小时增加143小时。2018年火

电板块收入7669亿元，同比增长15%，扣非净利润158亿元，同比增长51%。2018年虽然燃料成本同比上升（2018年全国电煤指数同比提升3%），但18年电力需求较好所致利用小时数增加（2018年火电利用小时同比增加143小时），叠加上网电价同比提升，火电板块盈利大幅提升。

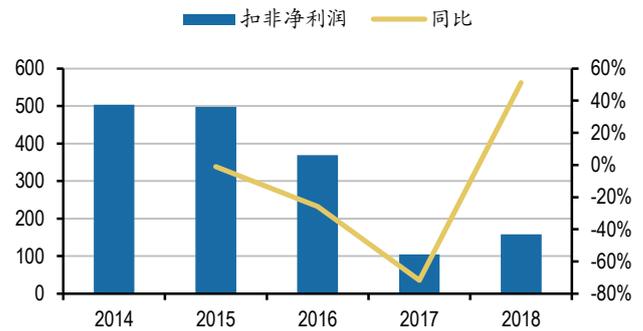
根据国家统计局数据，2019年一季度受水电等清洁能源发电挤占，火电发电增速仅增长2%，但全国电煤指数同比下降8%，成本端下降致使盈利提升。2019年一季度火电板块收入2103亿元，同比增长15%，主要是火电公司发电量增长、大唐发电及国电电力合并范围增加所致；扣非归母净利润96亿元，同比增长67%，主要是燃料成本下降所致。

图11: 火电板块18年收入增长15% (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图12: 火电板块扣非归母净利润增长51% (亿元)



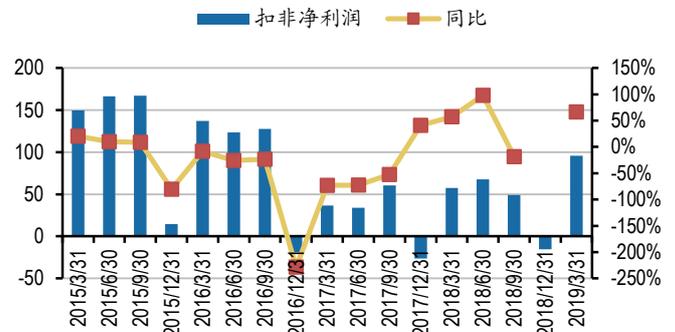
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图13: 火电板块19年Q1收入增长15% (亿元)



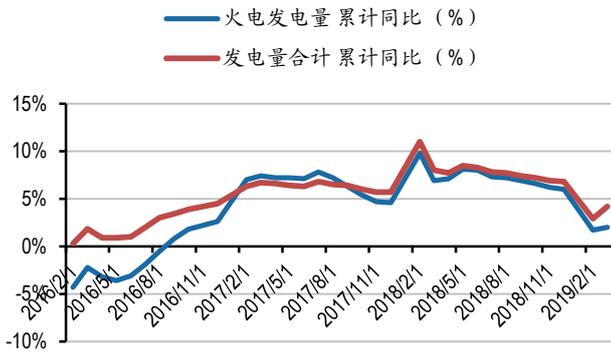
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 火电板块19年Q1扣非归母净利润增长67% (亿元)



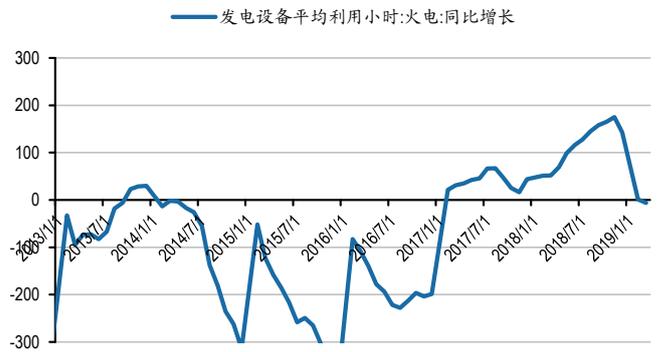
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图15: 火电发电量情况



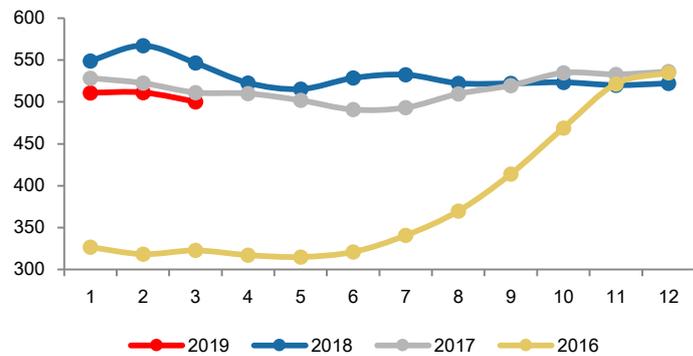
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图16: 2018年火电利用小时同比增加143小时



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图17: 全国电煤指数 (元/吨)



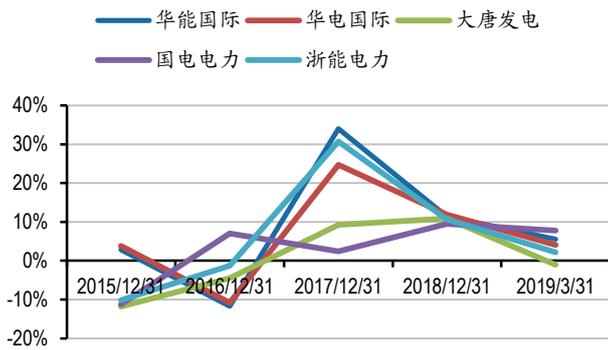
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

**上市公司: 2018年火电龙头华能华电盈利修复、其他重点公司表现略逊, 19年Q1整体改善**

**2018年火电龙头华能华电盈利修复、其他重点公司表现略逊, 19年一季度整体改善。**火电公司2018年收入均呈现较快增长, 普遍在10%左右; 2019年一季度同比增速普遍出现回落。2018年华能国际、华电国际扣非归母净利润出现明显改善, 同比增速在200%以上。大唐发电、国电电力、浙能电力扣非归母净利润则继续同比下滑, 在同样面临燃料成本上升的情况下(除去浙能电力燃料成本上涨9%, 几家重点公司2018年燃料成本增幅在3%-5%左右), 表现异于华能国际和华电国际, 大唐发电主要是发电量增速较低(仅为5.3%)、利用小时数改善不明显; 国电电力主要是2018年四季度计提较多减值; 浙能电力主要是2018年浙江地区电煤价格涨幅较大(上涨6.5%)、公司单位售电燃料成本同比上涨8.8%所致。

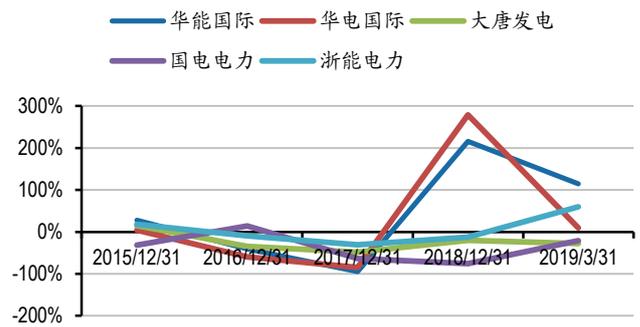
**火电龙头发电量增长较快, 实现量价齐升。**受益于2018年用电需求超预期, 龙头火电公司2018年发电量较快增长, 利用小时数同比改善, 华能国际、华电国际、大唐发电、国电电力、浙能电力等5家主要火电公司2018年发电量分别同比增长9%/9%/36%/5%/8%, 利用小时数分别增加257/273/58/96/-小时。此外, 17年7月标杆电价上调, 5家主要火电公司平均上网电价分别提升4/9/13/9/-元/兆瓦时。

图18: 重点火电公司收入增速



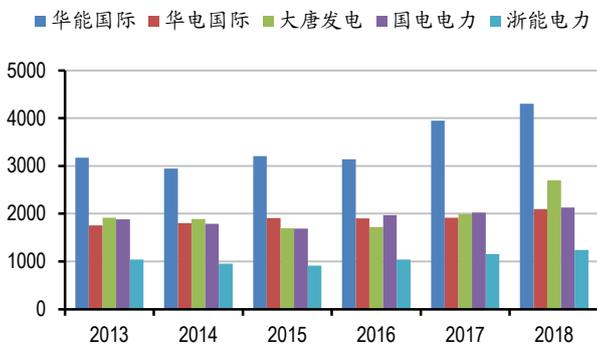
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图19: 重点火电公司扣非归母净利润增速



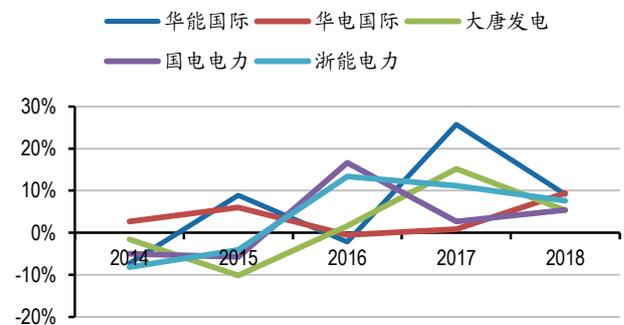
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图20: 重点火电公司发电量 (亿千瓦时)



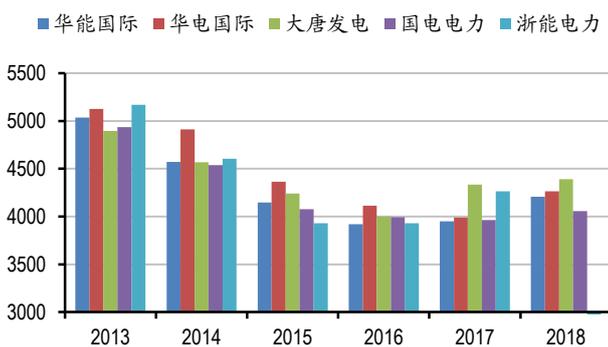
数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图21: 2018年重点火电公司发电量同比增长较快



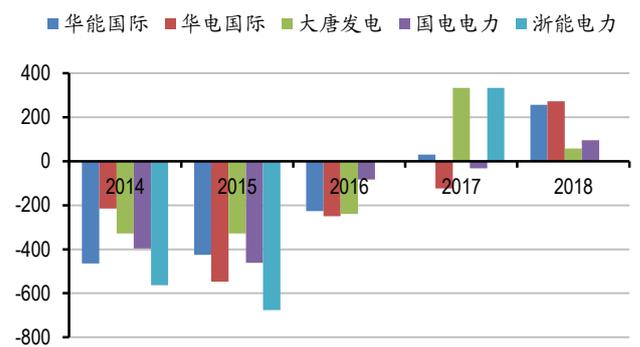
数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图22: 重点火电公司利用小时 (小时)



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图23: 2018年重点火电公司利用小时同比提升 (小时)



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心



## 水电：2018-2019Q1 利用小时数持续改善，增值税优惠到期拖累业绩

### 水电板块：2019年Q1发电量大幅提升，增值税退税款同比减少拖累业绩

根据国家统计局数据，2018年水电发电量同比增长4.1%，利用小时数同比增长16小时。2018年水电板块收入1680亿元，同比增长12%，主要是国投电力（新增火电机组投产，收入增长30%）、华能水电（水电售电量价齐升，收入增长21%）等收入增长较快所致。扣非归母净利润382亿元，同比增长0%。18年起水电企业不再享有增值税退税返还，对水电盈利有一定冲击，此外板块受湖北能源（来水不佳，扣非归母净利润同比减少25%）、闽东电力（地产收入大幅减少、资产减值增加，扣非归母净利润亏损3.8亿元）等净利润同比下滑较多拖累所致。

根据国家统计局数据，2019年一季度全国水电发电量同比大幅增长12%，利用小时同比提升74小时。2019年一季度，水电板块收入388亿元，同比增长11%，扣非归母净利润66亿元，同比增长5%，利润增速低于收入增速主要是长江电力（扣非归母净利润同比减少11%，18年一季度有增值税退税款而19年一季度没有）、湖北能源（来水不佳，扣非归母净利润同比减少31%）等扣非归母净利润同比下滑所致。

图29：水电板块2018年收入同比增长12%（亿元）

图30：水电板块2018年扣非归母净利润增长12%（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

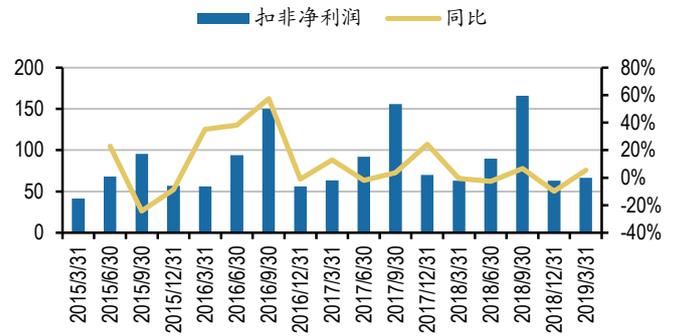
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图31: 水电板块2019年Q1收入同比增长11% (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图32: 水电板块2019年Q1扣非归母净利润增长5% (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图33: 水电发电量情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

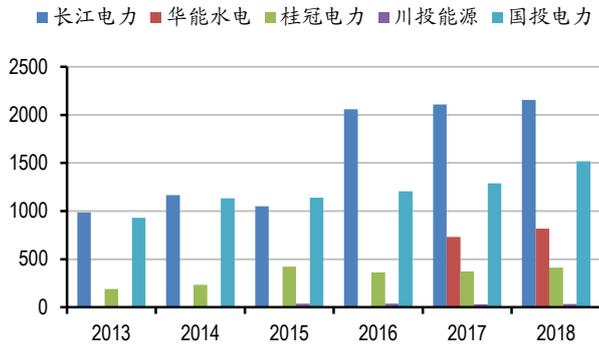
图34: 水电利用小时同比情况 (小时)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

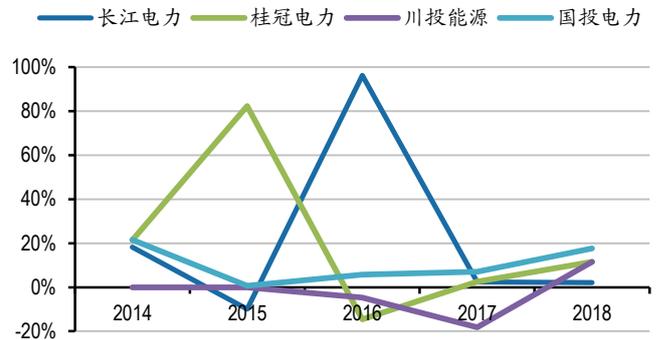
水电龙头公司表现各异: 2018年水电公司表现各异, 长江电力、华能水电、桂冠电力、川投能源、国投电力发电量分别增长2%/12%/11%/11%/18%, 其中华能水电、桂冠电力、国投电力发电量增长较快主要是新增投产水电装机、收购水电机组、新增火电装机。5家主要水电上市公司2018年上网电价分别提升0.1/15/-51/0/24元/兆瓦时, 其中华能水电、桂冠电力上网电价变化分别主要是西电东送电量增长、广西水电电价下行所致。

图35: 重点水电公司发电量 (亿千瓦时)



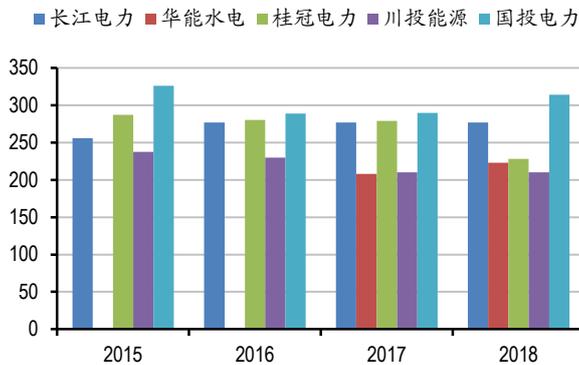
数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图36: 重点水电公司发电量同比



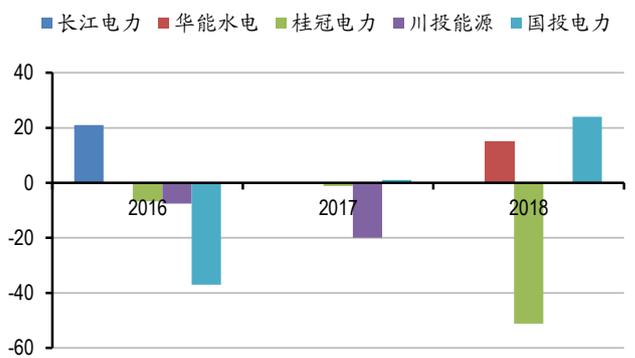
数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图37: 重点水电公司上网电价 (元/兆瓦时)



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图38: 重点水电公司上网电价同比 (元/兆瓦时)



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

## 风险提示

电力供需形势恶化; 电价下调风险; 煤炭价格大幅上涨风险; 来水不及预期; 利率上行风险。

## 广发公用事业行业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士，2015年、2016年、2017年新财富环保行业第一名，多年环保、燃气、电力等公用事业研究经验。
- 邱长伟：北京大学汇丰商学院金融硕士，厦门大学自动化系学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 许 洁：复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。