

证券研究报告—动态报告/行业快评

电力

第二批降低一般工商业电价政策快评
超配

(维持评级)

2019年05月16日

电网、水电、核电让利用户，原不含税收益基本无影响

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

事项：

国家发改委2019年5月15日发布《关于降低一般工商业电价的通知》，提出4项措施，5月底前各地发文，7月1日起实施。4项措施分别为①重大水利工程建设基金征收标准降低50%（市场化电量除外）；②电网增值税税率和固定资产平均折旧率降低0.5%后的空间全额让利；③省内水电企业非市场化交易电量、跨省跨区外来水电和核电企业（三代核电机组除外）非市场化交易电量形成的降价空间全部用于降低一般工商业电价；④积极扩大一般工商业用户参与电力市场化交易的规模，通过市场机制进一步降低用电成本。

国信公用观点：在能源系统清洁化转型以及国内外宏观形势承压的背景下，电力行业有一定利润空间的环节或将需要持续为实体经济让利。2019年度降低一般工商业电价，主要以电网和附加费环节让利为主、水电和核电让利为辅，暂未涉及盈利能力偏弱的火电的计划电量。对水电、核电发电侧企业而言，将增值税率下调的红利对用户侧让利，对原本的不含税收益基本无影响，但原本市场偏乐观的业绩预期可能需要调整。持续看好火电受益于煤价下行预期，关注**华电国际**、**华能国际**、看好水电防御性配置价值，关注业绩确定性强的**长江电力**以及水电非市场化电量占比较低的**国投电力**。

评论：

措施之一：重大水利工程建设基金征收标准降低50%

政策表述：根据《国家重大水利工程建设基金征收使用管理暂行办法》，重大水利工程建设基金从2010年1月1日起开始征收，至2019年12月31日止。2017年7月1日，《财政部关于降低国家重大水利工程建设基金和大中型水库移民后期扶持基金征收标准的通知》（财税〔2017〕51号）规定该基金降低25%；2018年7月1日起，该基金在最新基础上再降25%；2019年7月1日起，该基金在最新基础上再降50%；2019年12月31日，预计该基金将正式停止征收。

根据本次文件的表述：“重大水利工程建设基金征收标准降低50%形成的降价空间（市场化交易电量除外），全部用于降低一般工商业电价。”

国信解读：重大水利工程建设基金本次只针对市场化交易电量以外的电量进行降价，我们判断可能是因为国家认为市场化交易电量已经为降低一般工商业电价作出了贡献，且如果进一步全面降低重大水利工程建设基金，则南水北调、三峡后续规划等中央支出项目可能仍将存在一定缺口。

表 1: 重大水利工程建设基金征收标准 (单位: 分/千瓦时)

省 (自治区、直辖市)	原征收标准	2017 年 7 月 1 日起	2018 年 7 月 1 日起	2019 年 7 月 1 日起	2020 年 1 月 1 日起
北京	7	5.25	3.94	1.97	0
天津	7	5.25	3.94	1.97	0
上海	13.92	10.44	7.83	3.92	0
河北	7	5.25	3.94	1.97	0
山西	7	5.25	3.94	1.97	0
内蒙古	4	3.00	2.25	1.13	0
辽宁	4	3.00	2.25	1.13	0
吉林	4	3.00	2.25	1.13	0
黑龙江	4	3.00	2.25	1.13	0
江苏	14.91	11.18	8.39	4.19	0
浙江	14.36	10.77	8.08	4.04	0
安徽	12.92	9.69	7.27	3.63	0
福建	7	5.25	3.94	1.97	0
江西	5.52	4.14	3.11	1.55	0
山东	7	5.25	3.94	1.97	0
河南	11.34	8.51	6.38	3.19	0
湖北	0	0.00	0.00	0.00	0
湖南	3.75	2.81	2.11	1.05	0
广东	7	5.25	3.94	1.97	0
广西	4	3.00	2.25	1.13	0
海南	4	3.00	2.25	1.13	0
重庆	7	5.25	3.94	1.97	0
四川	7	5.25	3.94	1.97	0
贵州	4	3.00	2.25	1.13	0
云南	4	3.00	2.25	1.13	0
陕西	4	3.00	2.25	1.13	0
甘肃	4	3.00	2.25	1.13	0
青海	4	3.00	2.25	1.13	0
宁夏	4	3.00	2.25	1.13	0
新疆	4	3.00	2.25	1.13	0

资料来源:国家财政部, 国家发改委, 国信证券经济研究所整理

措施之二: 电网增值税税率和固定资产平均折旧率降低 0.5%后的空间全额让利

政策表述: 在 2019 年 3 月 27 日发布的《国家发展改革委关于电网企业增值税税率调整相应降低一般工商业电价的通知》中指出: “电网企业增值税税率由 16% 调整为 13% 后, 省级电网企业含税输配电价水平降低的空间全部用于降低一般工商业电价, 原则上自 2019 年 4 月 1 日起执行。” 本次文件指出: “适当延长电网企业固定资产折旧年限, 将电网企业固定资产平均折旧率降低 0.5 个百分点; 增值税税率和固定资产平均折旧率降低后, 重新核定的跨省跨区专项工程输电价格具体见附件, 专项工程降价形成的降价空间在送电省、受电省之间按照 1:1 比例分配 (与送电省没有任何物理连接的点对点工程降价形成的降价空间由受电省使用)。上述措施形成的降价空间全部用于降低一般工商业电价。”

国信解读: 我国电网输配环节可分为省级电网、跨省跨区专项输电工程、区域电网、地方电网、增量配电网五个层级。2018 年降低一般工商业电价 10% 时, 主要是将电网增值税率下调带来的让利空间全额让利、适当延长电网折旧年限, 并且调整了上述部分电网的输配电价水平。2019 年一般工商业电价再降 10%, 目前已经看到省级电网和跨省跨区专项输电工程的增值税率红利让利, 以及各类主要电网的折旧年限延长。

我们认为电网让利依然为 2019 年降低一般工商业电价的主要手段, 目前来看各类措施符合预期。电网输配环节的降价, 虽然对于跨省跨区送电的水电而言无法带来送电端上网电价的提升 (确定全额让利), 但有望提升跨省跨区水电在落地端省份的经济性, 增强其竞争力。

表 2: 跨省跨区专项工程输电价格 (单位: 元/千千瓦时、 每千瓦每年)

序号	项目名称	原执行价格	现执行价格	线损率	降价额度	送电省分享 降价额度	受电省分享 降价额度
1	龙政线	74	67.5	7.50%	6.5	3.25	3.25
2	葛南线	60	55.8	7.50%	4.23	2.12	2.12
3	林枫直流	47.1	43.9	7.50%	3.23	1.61	1.61
4	宜华线	74	68.5	7.50%	5.49	2.75	2.75
5	江城直流	41.7	38.5	7.65%	3.2	1.6	1.6
6	三峡送华中	48.3	45.1	0.70%	3.19	1.6	1.6
7	阳城送出	22.1	20.7	3.00%	1.44	0	1.44
8	锦界送出	19.2	18.1	2.50%	1.14	0	1.14
9	府谷送出	15.4	14.5	2.50%	0.93	0	0.93
10	中俄直流	37.1	37.1	1.30%	0	0	0
11	呼辽直流	45.9	42	4.12%	3.92	1.96	1.96
12	青藏直流	60	60	13.70%	0	0	0
13	锦苏直流	55	51.1	7.00%	3.93	1.97	1.97
14	向上工程	62	57.1	7.00%	4.88	2.44	2.44
15	宾金工程	49.5	45.4	6.50%	4.06	2.03	2.03
16	灵宝直流	42.6	40.3	1.00%	2.25	1.13	1.13
17	德宝直流	35.8	33.6	3.00%	2.23	1.12	1.12
18	高岭直流	25	23.5	1.70%	1.53	0.76	0.76
19	辛沅线	40	40	0.00%	0	0	0
20	晋南荆工程	33.2	25.1	1.50%	8.07	4.04	4.04
21	哈郑直流	65.8	61.3	7.20%	4.53	2.27	2.27
22	宁东直流	53.5	50.8	7.00%	2.69	1.34	1.34
23	宁绍直流	71.4	65.9	6.50%	5.55	2.77	2.77
24	酒湖直流	70.1	60.2	6.50%	9.86	4.93	4.93
25	溪广线	53.2	49.5	6.50%	3.72	1.86	1.86
26	云南送广东	80.2	75.5	6.57%	4.73	2.37	2.37
27	贵州送广东	80.2	75.5	7.05%	4.73	2.37	2.37
28	云南送广西	57.2	53.8	2.98%	3.37	1.69	1.69
29	贵州送广西	57.2	53.8	3.47%	3.37	1.69	1.69
30	天生桥送广东	63.2	59.5	5.63%	3.73	1.86	1.86
31	天生桥送广西	40.2	37.8	2.00%	2.37	1.19	1.19

资料来源:国家发改委, 国信证券经济研究所整理

措施之三: 水电与核电非市场化交易电量全额让利

政策表述: “因增值税税率降低到 13%，省内水电企业非市场化交易电量、跨省跨区外来水电和核电企业（三代核电机组除外）非市场化交易电量形成的降价空间，全部用于降低一般工商业电价。其中，之前由我委发文明确上网电价的大型水电站和核电站，其上网电价由受电省省级价格主管部门考虑增值税税率降低因素测算，报我委（价格司）备案后公布执行。”

非市场化交易电量的界定存在争议。我们认为关于非市场化交易电量的界定可能是下一阶段执行水电与核电增值税红利让利政策的主要不确定因素。保量保价肯定属于非市场化部分、不保量不保价肯定属于市场化部分、但保量不保价的界定存在争议。参照前期政策表述，**我们倾向于认为，判断市场化电量的核心在于电价形成机制，保量不保价的部分也属于市场化电量。**

根据 2015 年的“电改 9 号文”《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》，要求“分步实现公益性以外的发售电价格由市场形成。放开竞争性环节电力价格，把输配电价与发售电价在形成机制上分开。……参与电力市场交易的发电企业上网电价由用户或售电主体与发电企业通过协商、市场竞价等方式自主确定。”

根据 2017 年《国家发展改革委、国家能源局关于有序放开发用电计划的通知》，核电与水电优先发电计划“可以执行政府定价，也可通过市场化方式形成价格”。**我们认为这一表述意味着保量不保价的电量部分属于市场化方式形成价格。**

根据 2018 年《清洁能源消纳行动计划（2018-2020 年）》，在“加快电力市场化改革，发挥市场调节功能”章节提出“完

善电力中长期交易机制”，并依据中长期市场的增加比例逐步减少燃煤电厂计划电量。

根据 2019 年《国家发展改革委、国家能源局关于规范优先发电优先购电计划管理的通知》，“优先发电、优先购电使市场在电力资源配置中起决定性作用的同时，更好的促进有效市场和有为政府相结合，保障电力系统清洁低碳、安全高效运行，意义重大。”我们认为这一表述认可了优先发电属于市场化机制的一部分。

主要水电、核电上市公司市场化电量占比对比

我们主要结合上市公司公告，以及我们对于上市公司电价构成机制的理解，对主要水电、核电上市公司的市场化电量占比进行对比。

对于所有上市公司来说，增值税红利的让利均不影响原本不含税收入业绩，但后续市场电持续让利对业绩将造成压制。

对于市场化电量占比较高的上市公司来说，由于增值税红利让利而导致的业绩提升预期的一次性落空影响相对较小，但后续市场化部分的持续让利依然可能持续影响业绩。

相应地，对于市场化电量占比较低的上市公司来说，由于增值税红利让利导致的业绩提升预期一次性落空影响可能相对更大，且市场化部分的持续让利依然可能持续影响业绩。

我们根据对比发现，如果只考察保量保价部分的电量占比，水电核电上市公司中占比最低的是国投电力（约 33%），其次为桂冠电力（约 50%），占比最高的是长江电力（89%）与中国核电（73%）。

其中，国投电力保量保价电量占比低，一方面是由于其送华东部分电量有相当部分参与保量不保价的市场化交易，另一方面是因为其非水电类型的电量占比高达 44%。

桂冠电力保量保价与保量部分差异较大，主要是根据《广西壮族自治区人民政府办公厅关于印发广西工业园区和现代服务业电力市场交易方案的通知》（桂政办发〔2018〕22 号）规定：开展全区增量电量专场交易，丰水期间，水电上网电价按已批复的上网电价的 90% 执行，电网企业以 0.2865 元/千瓦时代理挂牌交易。我们认为这部分电量应当纳入市场化交易电量。

中广核电力广东部分电量有 20% 通过缴纳额外成本的方式变相参与市场化交易，我们引用上市公司的口径，将这部分电量纳入市场化交易电量。

此外，关于水电行业西电东送框架内电量的性质界定存在不确定性。我们倾向于认为，西电东送云南至广东的框架内电量属于保量保价性质，应当纳入非市场化电量核算。西电东送云南至广东的框架外增送电量则应当属于市场化电量。

表 3：主要水电核电上市公司非市场化电量比例

水电核电非市场电比例	上市公司口径	只包含保量保价部分	包含所有保量部分
长江电力	89%	89%	89%
国投电力	50%	33%	50%
川投能源	90%	60%	90%
桂冠电力	100%	50%	100%
中国核电	73%	73%	73%
中广核电力	67%	67%	67%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所估算

措施之四：积极扩大一般工商业用户参与电力市场化交易的规模

政策文本：“积极扩大一般工商业用户参与电力市场化交易的规模，通过市场机制进一步降低用电成本。”

我们认为无论电源类型，所有的上市公司均将面临市场化交易规模的扩大以及电价的持续让利，但电价的折让幅度大幅提升的概率比较有限。这一变化将对上市公司综合上网电价带来小幅的负面影响。

2018 年，我们统计得出规模以上电力上市公司市场电占比平均为 38.26%，同比+9.51 pct。2019Q1，我们观察到部分上市公司披露的市场化交易电量占比同比提升 5-10 pct。我们初步预计 2019 年全年，电力行业主要上市公司的市场电占比将上升至 45-48%。

表 4: 主要电力上市公司 2018 年市场电占比变化

公司	上网电量-亿千瓦时			市场电量-亿千瓦时			市场电占比		
	17Y	18Y	同比	17Y	18Y	17Y	18Y	同比	
华能国际	3714.03	4059.43	9.30%	1221.31	1752.33	33.47%	43.48%	10.01%	
大唐发电	2418.78	2546.12	5.26%	663.06	966.53	27.41%	37.96%	10.55%	
国电电力	1924.56	2029.26	5.44%	615.03	882.49	37.69%	43.49%	5.80%	
华电国际	1792.83	1959.92	9.32%	598.33	861.00	37.20%	43.90%	6.70%	
国投电力	1255.31	1471.99	17.26%	289.85	423.54	23.09%	28.77%	5.68%	
浙能电力	1088.98	1170.98	7.53%	240.24	302.25	25.90%	25.81%	-0.09%	
桂冠电力	401.43	408.06	1.65%	29.65	58.04	7.39%	14.22%	6.84%	
上海电力	390.30	459.93	17.84%	117.28	157.43	29.93%	34.23%	4.30%	
中能股份	339.28	348.10	2.60%	73.27	92.80	18.76%	26.66%	7.90%	
华银电力	181.86	222.34	22.26%	25.66	112.77	14.11%	50.72%	36.61%	
通宝能源	43.94	48.68	10.79%	21.93	24.43	49.91%	50.18%	0.28%	
合计	13551.29	14724.81	8.66%	3895.61	5633.61	28.75%	38.26%	9.51%	

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议

国信公用观点: 在能源系统清洁化转型以及国内外宏观形势承压的背景下, 电力行业有一定利润空间的环节或将需要持续为实体经济让利。2019 年度降低一般工商业电价, 主要以电网和附加费环节让利为主、水电和核电让利为辅, 暂未涉及盈利能力偏弱的火电的计划电量。对水电、核电发电侧企业而言, 将增值税率下调的红利对用户侧让利, 对原本的不含税收益基本无影响, 但原本市场偏乐观的业绩预期可能需要调整。持续看好火电受益于煤价下行预期, 关注**华电国际**、**华能国际**、看好水电防御性配置价值, 关注业绩确定性强的**长江电力**以及水电非市场化电量占比较低的**国投电力**。

鉴于地方政府尚未明确出台相关上市公司上网电价的调整政策, 而关于市场电与非市场电的界定依然存在不确定性, 我们暂不调整相关上市公司的盈利预测。

风险提示

电力需求下行, 市场化让利扩大, 煤电燃煤成本上行

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
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
600027	华电国际	增持	3.87	3.87	0.29	0.36	22.8	13.3	10.8	0.9
600011	华能国际	增持	6.57	6.57	0.3	0.42	73	21.9	15.6	1.4
600900	长江电力	增持	16.41	16.41	1.07	1.1	15.9	15.3	14.9	2.5
600886	国投电力	增持	7.60	7.6	0.69	0.73	11.9	11	10.4	1.5
600674	川投能源	增持	8.67	8.67	0.74	0.74	10.7	11.7	11.7	1.5
600236	桂冠电力	增持	5.78	5.78	0.43	0.44	14.8	13.4	13.1	2.5

数据来源：wind、公司资料，国信证券经济研究所整理预测

相关研究报告:

- 《政府工作报告快评：降电价对发电侧影响有限，增值税率下调火电弹性显著》 ——2019-03-06
- 《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

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