

优质火电、水电价值凸显

公用事业——2019年中期策略报告

分析日期 2019年05月27日

行业评级：标配(40)
证券分析师：牛畅

执业证书编号：S0630115060032

电话：20333451

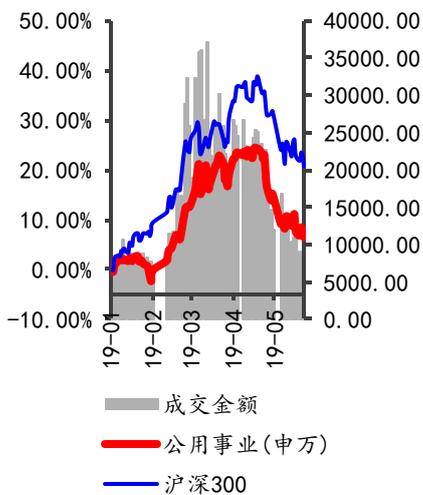
邮箱：niuch@longone.com.cn

联系人：张耀翔

电话：20333272

邮箱：zyx@longone.com.cn

行业走势图



◎投资要点：

◆**2019年公用事业行情回顾**：截至2019年5月24日，火电、水电板块跑输大盘，估值处于历史中低位水平。公用事业板块累计上涨5.44%，沪深300指数上涨19.37%，跑输大盘13.93个百分点。

◆**煤价有望进入下调区间，优质火电企业价值凸显**。2019年1-4月，全国规模以上火电厂火电发电量累计16553亿千瓦时，同比增长1.4%，增速比去年同期下降5.7个百分点。6000千瓦以上火电装机增速放缓，2019年1-4月火电累计装机容量为114722万千瓦时，同比增长3.7%，增速与去年持平，发电量增速的回落和明显放缓的装机增速，表明淘汰火电落后产能仍在持续落实，供给侧优化效果凸显，预示着我国火电已逐步进入健康发展阶段。在火电企业的成本中，电煤采购成本占据了五成以上，煤价对火电利润弹性远高于电量，煤炭价格的下行有望改善火电企业的利润情况。供给端，2016-2017年煤炭去产能速度超预期，2018、2019年去产能任务将进一步减少，煤炭去产能政策力度边际递减，煤炭供需偏紧的状况或将得到改善。长期来看，在政策面频频释放信号以及淘汰落后发电机组的大背景下，煤价有望步入下行通道，火电利润情况有望得到改善。2019年，煤炭供需大概率保持平稳态势，火电煤价有望下行，叠加利用小时边际改善，火电估值有望得到修复。

◆**利用小时数持续改善，优质水电价值凸显**。水电首先作为清洁能源，环保政策的改变和推进对于水电公司的影响较小，这是相较于火电的政策优势。“十三五”计划中水电基地的开发步调放缓，目前投运及在建的电站装机容量已占规划总装机容量的63%，水电板块的发展已经进入成熟期。我国水电站主要分布在长江流域：包括金沙江、雅砻江、大渡河以及红水河等水域，发电小时数的稳定也从侧面反映出我国已经逐渐走出了大规模水电站开发的时代，最有经济开发价值的水电站已经逐渐被行业龙头瓜分。2017年主要水电企业平均分红率为59.29%，水电龙头长江电力2017年分红率高达67.20%。各方水电龙头已经逐渐占据最优质的水利资源，稳定的现金流，以及逐渐缩小的大型设备投资有望对未来持续的高分红提供保障，拥有稳定现金流和高分红的优质水电资源企业价值凸显。

●**风险提示**：动力煤价下调不达预期；用电下滑超预期；环保政策推动力度不达预期。

正文目录

1. 行业市场表现回顾	3
1.1. 走势回顾	3
1.2. 估值走势	5
1.3. 电力板块概况	6
1.4. 火电行业	8
1.4.1. 供给侧优化基本完成，煤价有望下调，改善火电利润情况	8
1.4.2. 火电行业总结	14
1.5. 水电行业	15
1.5.1. 水电开发放缓，优质水电价值凸显	15
1.5.2. 水电总结	18
2. 投资策略	18
3. 风险提示	19

图表目录

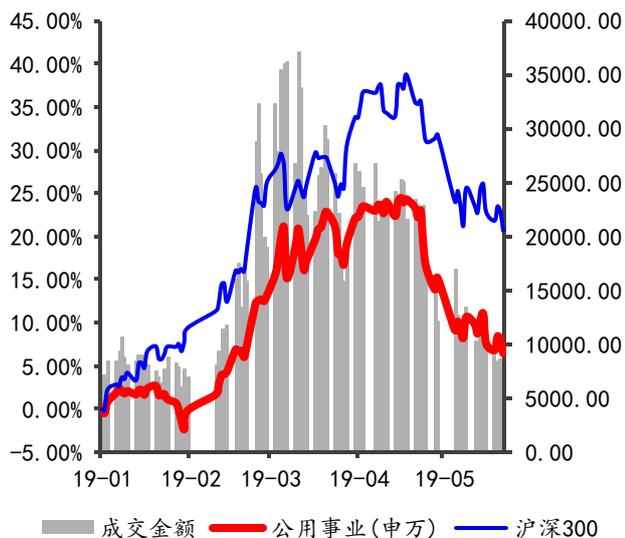
图 1 2019 年公用事业行业跑输沪深 300	3
图 2 2019 年公用事业子板块涨跌幅	3
图 3 2019 年至今公用事业及子板块涨跌情况	3
图 4 2019 年公用事业涨幅位居申万各行业分类第 27 位	4
图 5 2019 年公用事业 PE 估值位居申万各行业分类第 16 位	4
图 6 公用事业子板块绝对 PE 估值	5
图 7 公用事业子板块绝对 PB 估值	5
图 8 我国 GDP 增速（季度累计值）	6
图 9 各产业 GDP 当季值（不变价）	6
图 10 全社会累计用电量	7
图 11 各产业用电量当月值同比	7
图 12 2019 年第一季度电力板块营收同比增速	7
图 13 2019 年第一季度电力板块归母净利润同比增速	8
图 14 火电发电量	9
图 15 火电发电设备容量（万千瓦）	9
图 16 火电利用小时数情况	9
图 17 主要火电企业业绩	10
图 18 火电板块业绩环比增速	11
图 19 电煤价格指数	12
图 20 我国煤炭产量（万吨）	12
图 21 年度长协价:CCTD 秦皇岛动力煤(Q5500)	12
图 22 秦皇岛动力煤(Q5500)市场价和期货价	12
图 23 水电累计发电量	15
图 24 水电发电新增设备容量（万千瓦）	15
图 25 水电发电平均利用小时	16
图 26 水电各省发电量占比	16
图 27 我国各省水电利用小时	17
图 28 长江电力公司分红情况	17
图 29 公司历年上网电价（元/千瓦时）	18
图 30 上网电价对比（元/千瓦时）	18

1. 行业市场表现回顾

1.1. 走势回顾

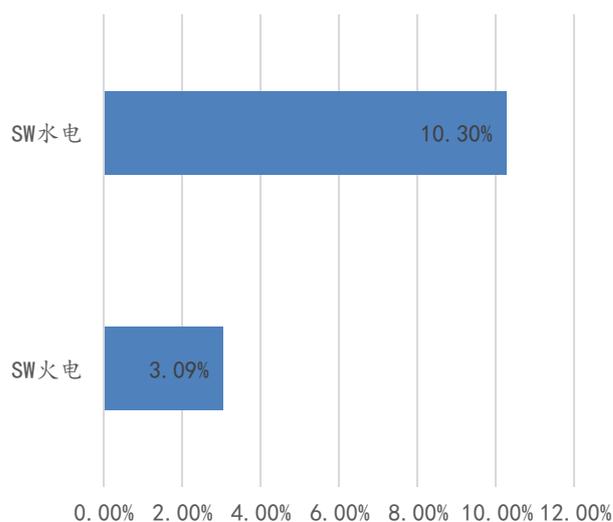
2019年公用事业行业在二级市场先涨后跌，整体跑输大盘。截至2019年5月24日，公用事业板块累计上涨5.44%，沪深300指数上涨19.37%，跑输大盘13.93个百分点；从细分板块来看，火电和水电累计涨幅分别为3.09%和10.30%，跑输大盘。

图1 2019年公用事业行业跑输沪深300



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

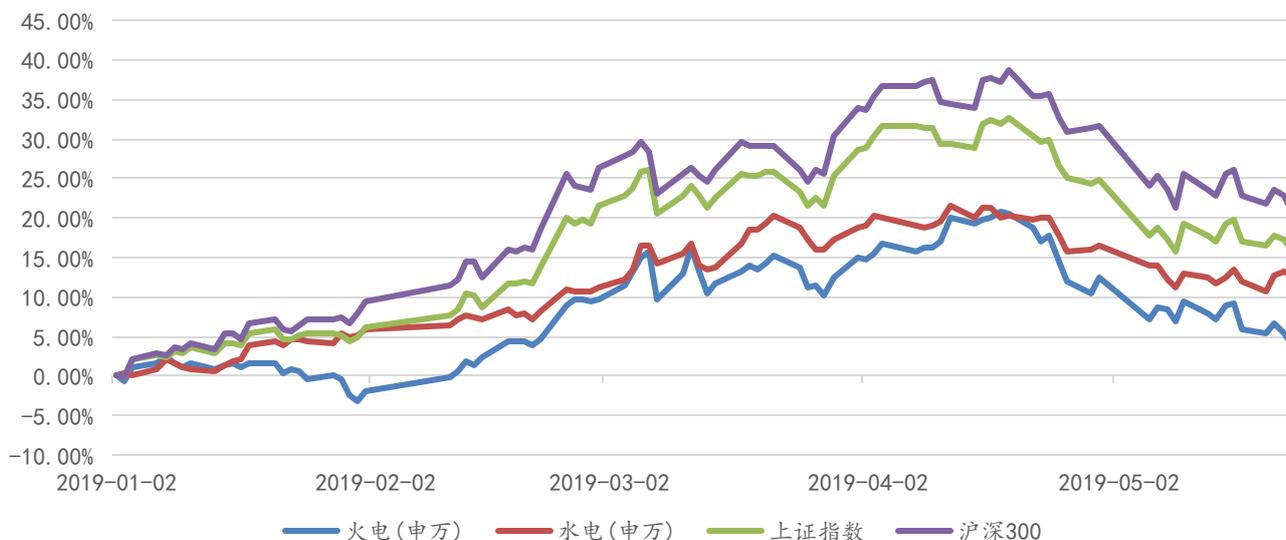
图2 2019年公用事业子板块涨跌幅



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

注：涨跌幅截至2019/5/24

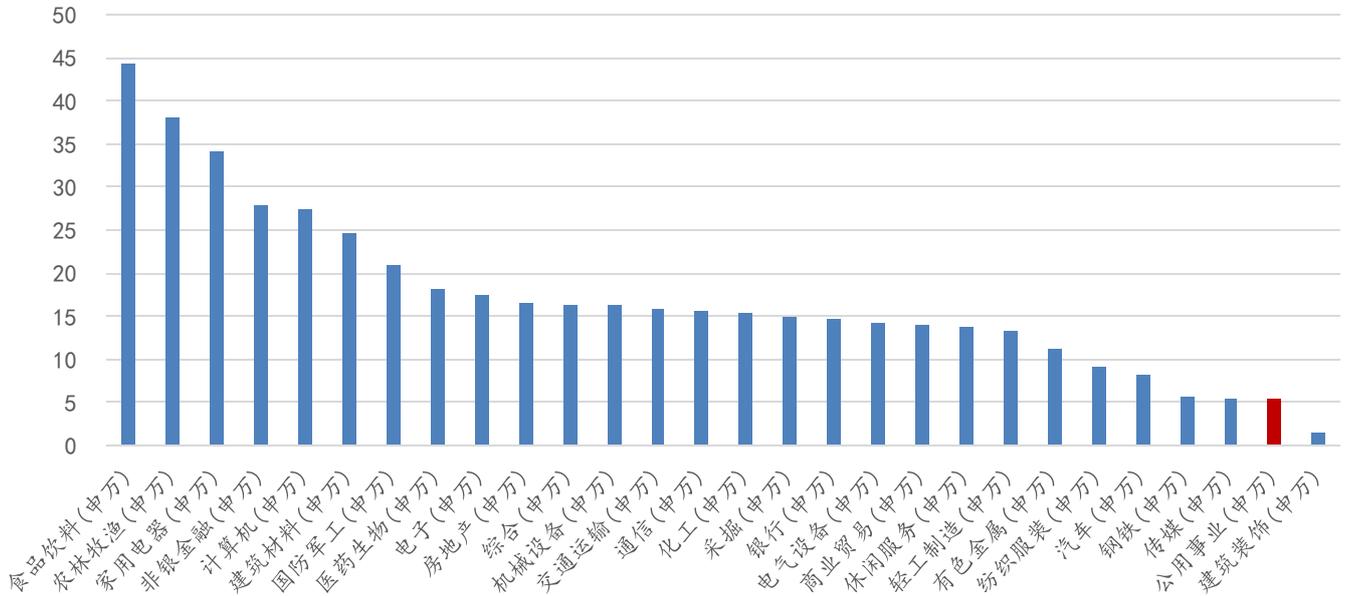
图3 2019年至今公用事业及子板块涨跌情况



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

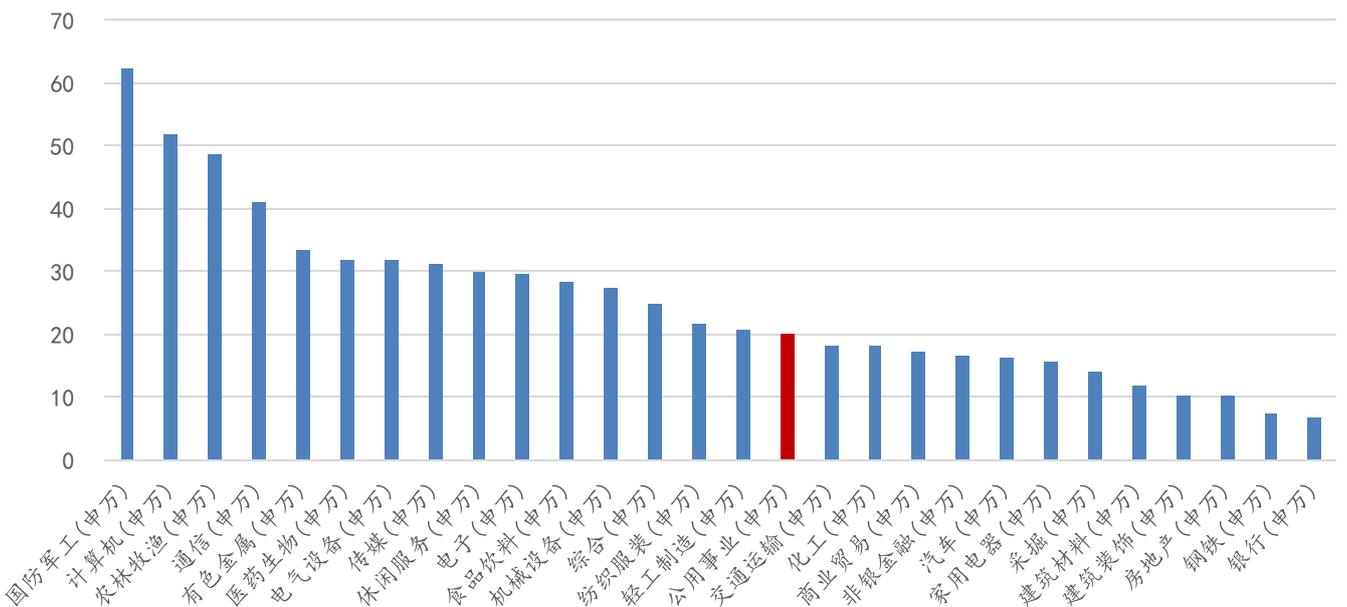
截至 2019 年 5 月 24 日，在万得分类的 28 个行业中，公用事业行业以 5.44% 的涨幅排名靠尾，位居申万行业指数第 27 位。公用事业行业的估值为 19.9 倍，排名第 16 位，估值水平在申万各行业中尚属中等水平。2019 年公用事业板块走势和大盘走势呈正相关，受外部经济环境影响，公用事业板块目前估值处于历史相对低位。

图 4 2019 年公用事业涨幅位居申万各行业分类第 27 位



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

图 5 2019 年公用事业 PE 估值位居申万各行业分类第 16 位



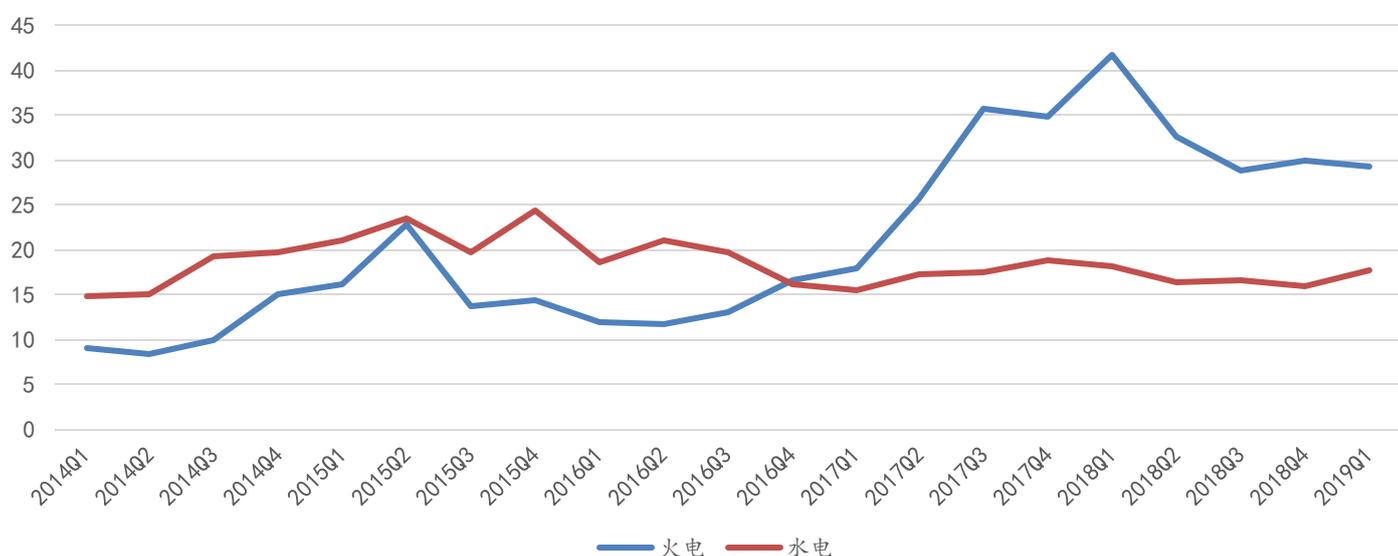
资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

1.2.估值走势

在估值方面，横向比较，以 PE(TTM)剔除负值后计算，公用事业板块估值为 19.9 倍，排名第 16 位，估值水平在申万 A 股各行业中属于中等水平，成长处于相对稳定状态。

估值方面，纵向比较，2019 年一季度水电板块 PE 估值相较于 2018 年四季度有一定修复，火电板块则与 2018 年四季度持平。2018 年主要是因为受贸易战对大盘的冲击，公用事业板块全年整体估值中枢对比 2017 年有所下降。截至 2019 年 5 月 24 日，火电、水电 PE 值分别为 18.6 倍和 15.8 倍，均低于历史相对子板块均值。综合来看，我们认为公用事业板块估值整体处于历史低位，但 2019 年还是存在经济的外部不确定因素，长期来看估值有望得到修复。

图 6 公用事业子板块绝对 PE 估值



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

图 7 公用事业子板块绝对 PB 估值



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

1.3. 电力板块概况

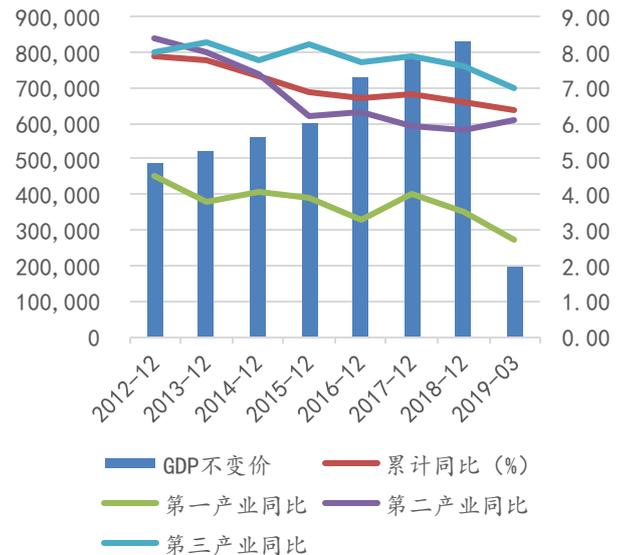
GDP 短期小幅回落，经济总体平稳。国家统计局数据显示，2019 年 1-3 月我国国民生产总值（GDP-不变价）累计同比增长 6.4%，增速较上年同期的 6.8%有一定程度的下降。分行业来看，2019 年 1-3 月，第一、第二和第三产业 GDP 增速分别为 2.1%、6.1% 和 7.0%，第一、第二和第三产业分别回落 0.5、0.2 和 0.5 个百分点，表明我国经济短期有较小回调。

图 8 我国 GDP 增速（季度累计值）



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

图 9 各产业 GDP 当季值（不变价）

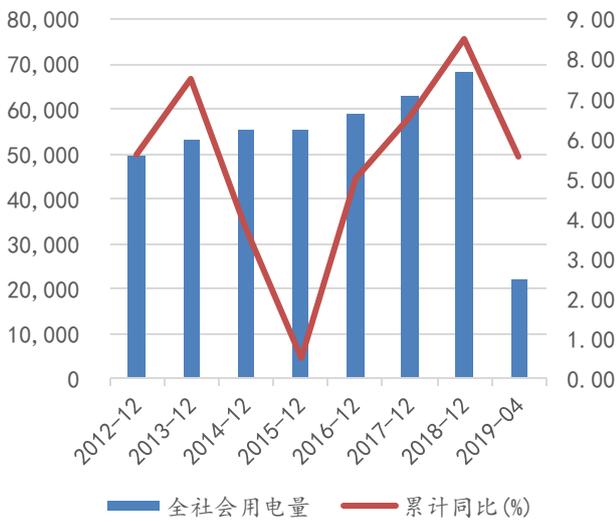


资料来源：中电联，东海证券研究所

全国电力供需总体宽松,全社会用电量增速下降。根据 4 月份最新官方数据，我国全社会用电量累计同比增长 5.57%，其中，第一产业、第二产业、第三产业用电量累计值同比

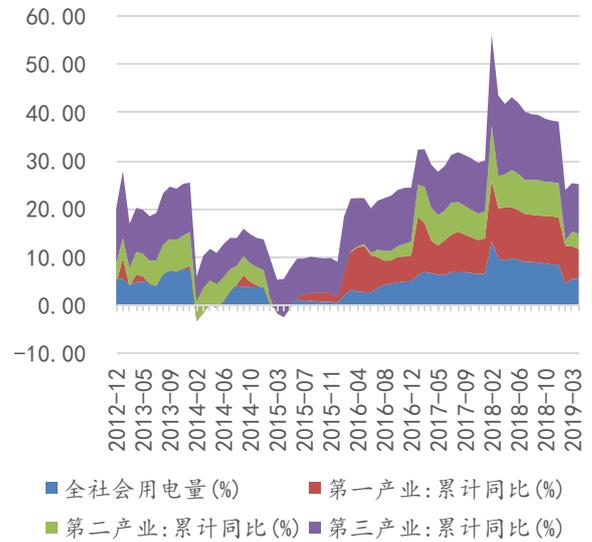
增长分别为 6.1%、3.2%和 10.3%，其中，第一、第二和第三产业用电增速相较于去年有一定程度的下降。

图 10 全社会累计用电量



资料来源：中电联，东海证券研究所

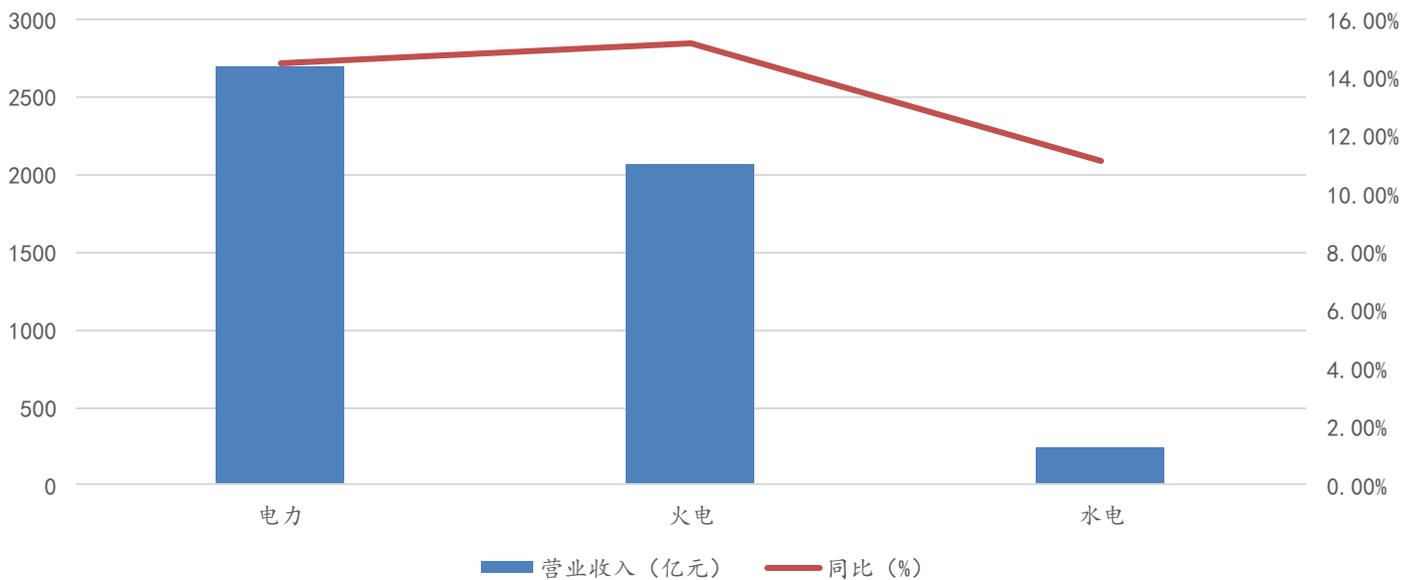
图 11 各产业用电量当月值同比



资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

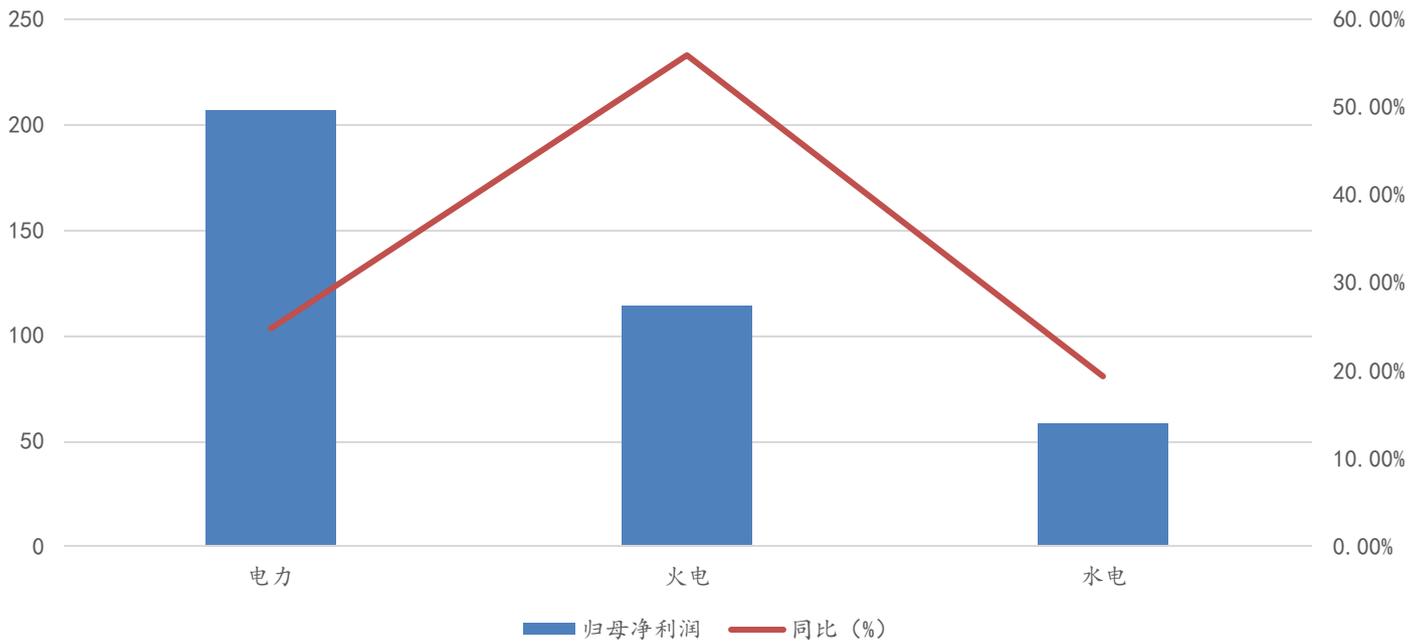
电力板块 2019 年第一季度营业总收入为 2703.69 亿元，同比增长 14.48%，板块归母净利润为 207.13 亿元，同比增长 24.94%。2018 年第一季度和第二季度火电归母净利润同比上升 52.37%和 89.50%，主要因为高企煤价的下调，火电产能的优化和火电设备利用小时的提升。火电利润情况的改善对公用事业板块的拉升作用明显，抛开外部经济因素的影响，火电利润的改善情况很大程度上取决于煤价的走势。

图 12 2019 年第一季度电力板块营收同比增速



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

图 13 2019 年第一季度电力板块归母净利润同比增速



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

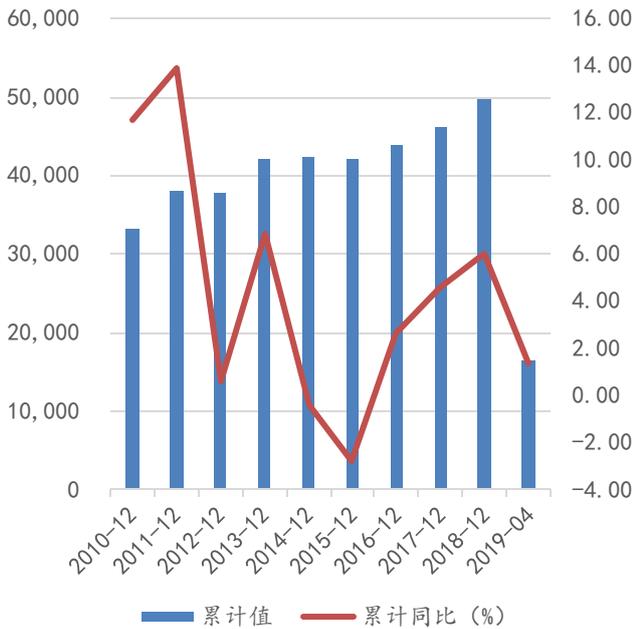
1.4. 火电行业

1.4.1. 供给侧优化基本完成，煤价有望下调，改善火电利润情况

发电量增速回落，供给侧优化效果凸显。2019 年 1-4 月，全国规模以上火电厂火电发电量累计 16553 亿千瓦时，同比增长 1.4%，增速比去年同期下降 5.7 个百分点。6000 千瓦以上火电装机增速放缓，2019 年 1-4 月火电累计装机容量为 114722 万千瓦时，同比增长 3.7%，增速与去年持平，发电量增速的回落和明显放缓的装机增速，表明淘汰火电落后产能仍在持续落实，供给侧优化效果凸显，预示着我国火电已逐步进入健康发展阶段。

图 14 火电发电量

亿千瓦时



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 15 火电发电设备容量

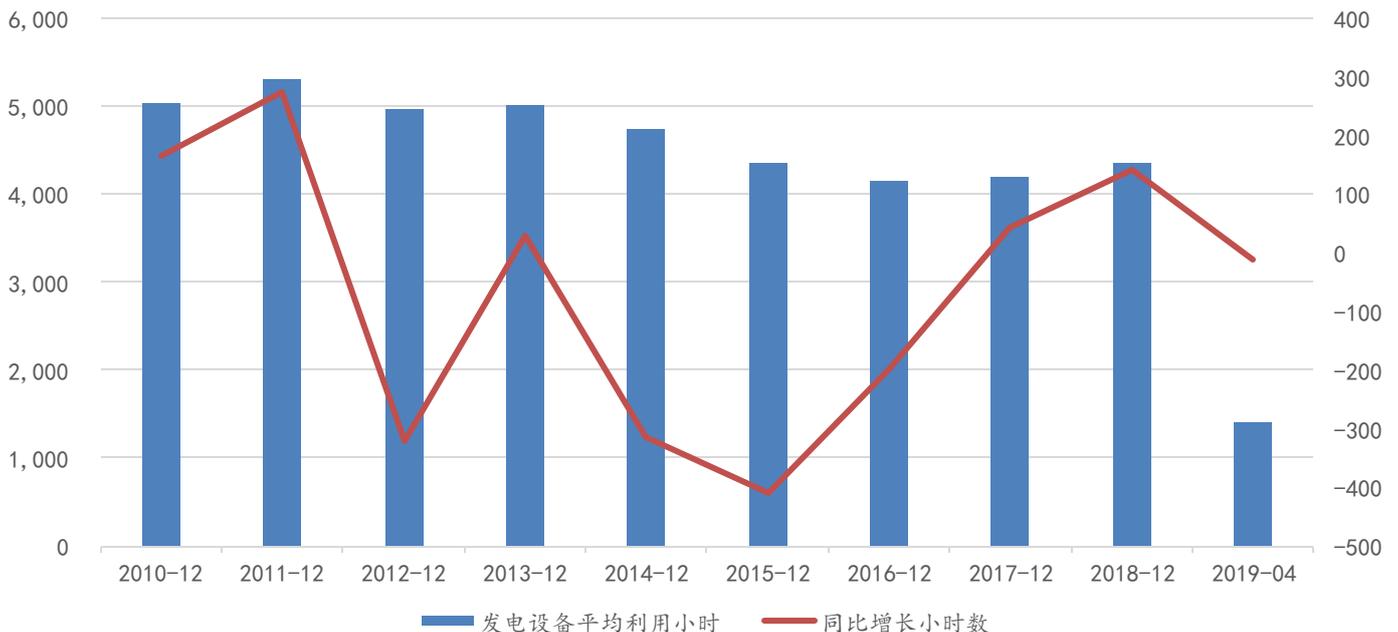
万千瓦



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

从装机容量增加到利用小时数提升的转变。2000年后，在“经济发展，电力先行”的理念引导下，火电装机数量在2006年一度达到惊人的26%的增速，从2000年到2010年，火电盈利的扩张主要是靠装机容量的增加。2016年起，我国相继推出多项政策促进煤电装机去产能，环保压力与日俱增，装机容量对业绩增量的贡献率将降低，利用小时数的贡献对火电企业业绩增长至关重要。

图 16 火电利用小时数情况



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

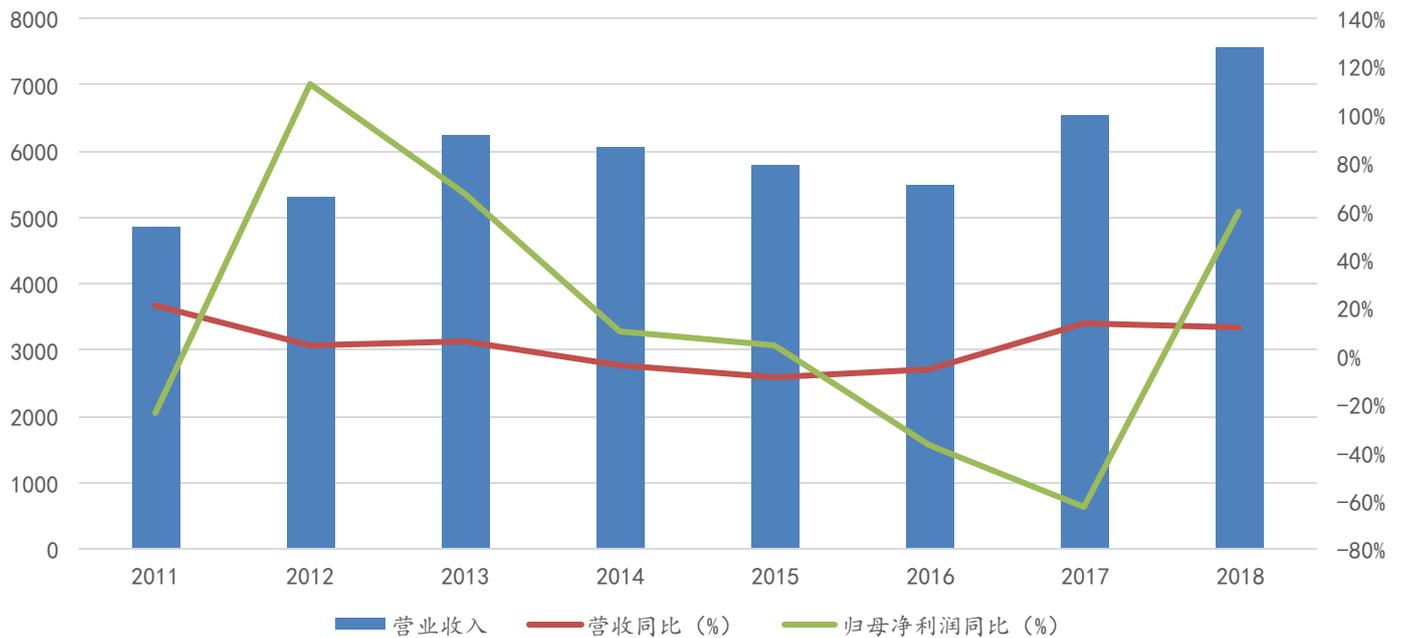
表 2 煤电去产能政策

时间	政策
2016/03	《关于促进我国煤电有序发展通知》
2016/12	2020 年煤电装机力争控制在 11 亿千瓦以内《电力发展“十三五”规划》
2017/01	《关于衔接各省“十三五”煤电投产规模的函》取消、缓核，缓建煤电机组 1.48 亿千瓦
2017/09	《2017 年分省煤电停建和缓建项目名单的通知》停建煤电项目 3520 万千瓦、缓建 5517 万千瓦
2018/03	《2018 年能源工作指导意见》淘汰高污染、高能耗的煤电机组约 400 万千瓦

资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

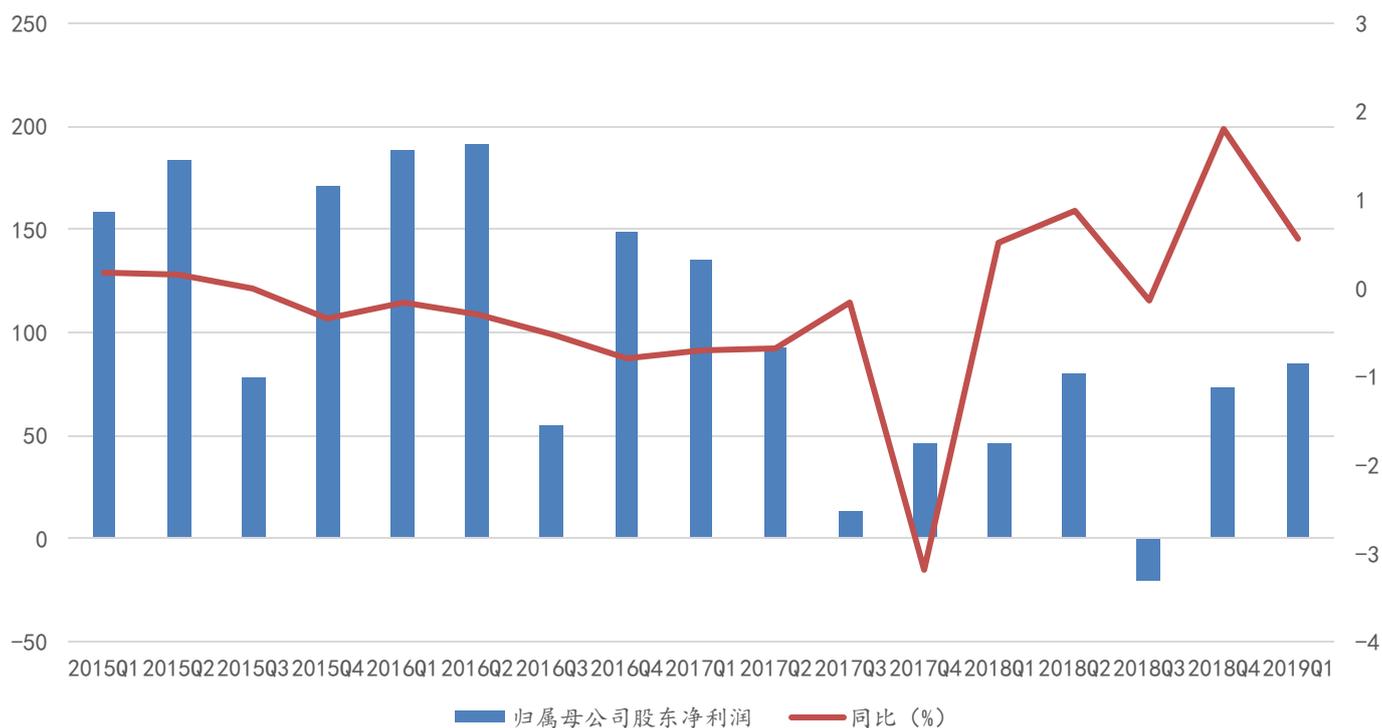
2018 年煤价下行，火电板块利润情况改善。2017 年，火电行业实现营业收入 6,532.7 亿元，同比增长 19.3%，但是受到高煤价拖累，归母净利润 124.8 亿元，同比减少 65.1%。2018 年，火电行业实现归母净利润 242.61 亿元，同比增长 59.90%。2018 年，由于电力需求回暖、燃料成本下移，第一季度和第二季度火电行业业绩明显改善，火电行业一、二季度分别实现收入 1,793 亿元和 1818 亿元，同比增加 17.12% 和 16.36%，归母净利润为 73.07 亿元和 84.66 亿元，同比上升 52.37% 和 89.50%，2018 年一、二季度火电板块利润情况的改善，是由于煤价的下调，火电产能的优化和火电设备利用小时的提升等多种因素所引起的。

图 17 主要火电企业业绩



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

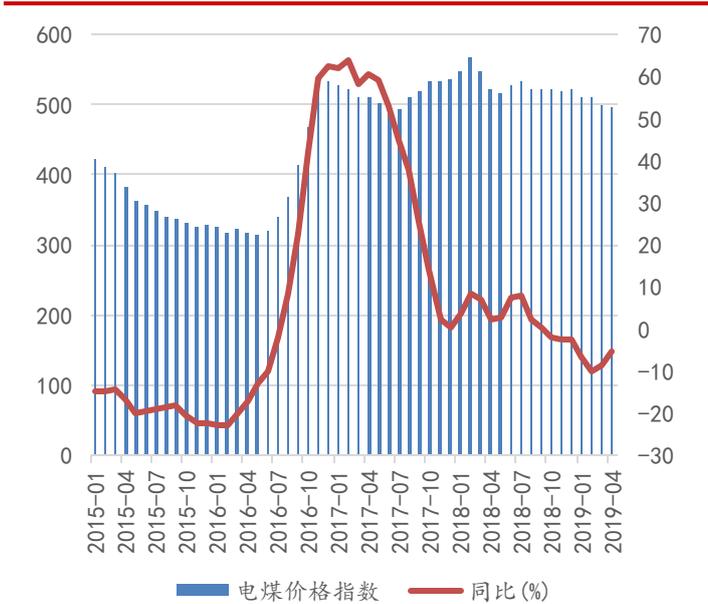
图 18 火电板块业绩环比增速



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

煤炭供给侧宽松，电煤价格指数稳定。从供给端来说，根据国家能源局于 2018 年 2 月 26 日印发的《2018 年能源工作指导意见》，2018 年我国煤炭指导产量为 37 亿吨，比 2017 年的实际产量 34.45 亿吨提高了 2.55 亿吨，同时这一数字也是在我国开始实行煤炭供给侧改革后，首次提出煤炭产量上升的规划。那么 2019 年可以达到 38 亿吨的指导产量，外加 2 至 3 亿吨的进口量，总体供给较为宽松。从需求端来看，全年煤炭行业需求增速有望达到 1.3% 左右，需求预计达到大概 38 亿吨的水平。截至 2019 年 5 月 23 日，秦皇岛港动力末煤(Q5500)平仓价为 617 元/吨，环比三月初下跌 24 元。六大发电集团煤炭库存维持 1671.9 万吨的高位，所以即使进入旺季，预计需求也将保持平稳，煤价有望在夏季用电高峰期之后回落。

图 19 电煤价格指数



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

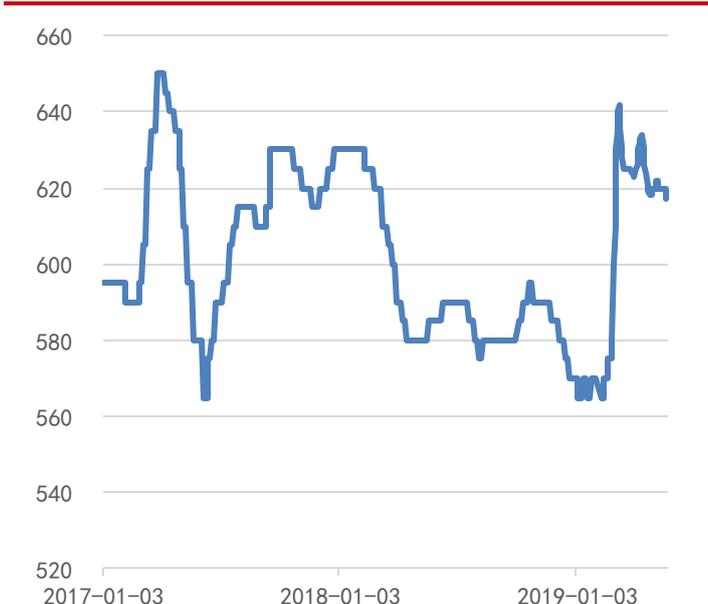
图 20 我国煤炭产量



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

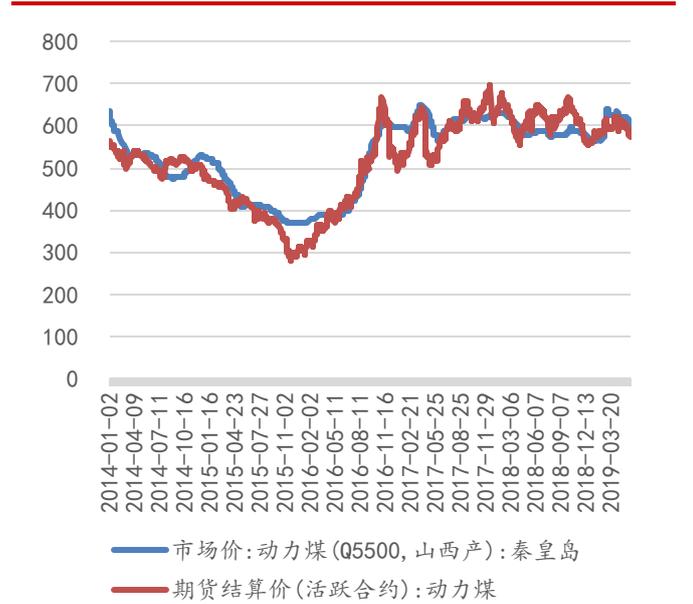
长协煤履约率提升，有望抑制煤价涨幅。秦皇岛动力煤（Q5500）年度长协价自 2019 年开年以来价格相对稳定，稳定在 600 元/吨的范围内，截至 2019 年 5 月，动力煤长协价为 617 元/吨，整体处于稳定状态。2018 年 5-9 月，市场煤价仍然高位运行，秦皇岛动力煤(Q5500)市场价在 6 月曾一度涨到 696 元/吨。而反观电煤指数，从 4 月至 9 月维持在 520 元/吨-530 元/吨的区间，大概率是长协煤合同履约率提升所带来将摊薄成本效应。长协煤比例的提高，长协煤合同履约率的提升有望改善火电企业的动力煤成本，从而抑制煤价涨幅。

图 21 年度长协价:CCTD 秦皇岛动力煤(Q5500)



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

图 22 秦皇岛动力煤(Q5500)市场价和期货价



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

电价没有下调空间，煤电联营落地难。2017 年年初以来，电煤价格居高不下，虽然 2017 年 7 月 1 日开始，虽然多省市已上调火电标杆电价，火电企业业绩环比改善，但调增力度不足，高企的煤价让 2017 年火电企业利润萎缩，煤电企业盈利空间遭受挤压。2018 年第一季度动力煤价格回调明显，火电企业利润大幅改善。目前煤炭价格短期仍会在高位动荡，但长期来看，煤炭价格维持高位政策面没有支撑，煤炭价格下半年下行压力较大。煤电联动政策始于 2004 年年底，2015 年国家发改委发布“关于完善煤电价格联动机制有关事项的通知”，以 2014 年煤价以及上网电价为基准，对煤电联动政策进行了修改和完善（详见下方煤电联动计算公式）。

燃煤机组标杆上网电价与煤价联动计算公式（资料来源：国家发改委）

$$P_{\Delta} = C_{\Delta} \div 5000 \times 7000 \times C_i \div 10000$$

P_{Δ} ：本期燃煤机组标杆上网电价调整水平，单位为“分/千瓦时”。

C_{Δ} ：上期燃煤发电企业电煤（电煤热值为 5000 大卡/千克）价格变动值，具体计算方法见下表，单位为“元/吨”。

C_i ：上期供电标准煤耗（标准煤热值为 7000 大卡/千克），以中国电力企业联合会向社会公布的各省燃煤发电企业上期平均供电标准煤耗为准，单位为“克/千瓦时”。

	上期平均煤价变动值 A（元/吨）	纳入联动的煤价计算公式
1	超过 30 元不超过 60 元（含）的	$C_{\Delta} = (A - 30) \times 1$
2	超过 60 元不超过 100 元（含）的	$C_{\Delta} = 30 + (A - 60) \times 0.9$
3	超过 100 元的不超过 150 元（含）的	$C_{\Delta} = 30 + 40 \times 0.9 + (A - 100) \times 0.8$
4	超过 150 元的	$C_{\Delta} = 30 + 40 \times 0.9 + 50 \times 0.8$

在火电企业的成本中，电煤采购成本占据了五成以上，煤价对火电利润弹性远高于电量，煤炭价格的下行有望改善火电企业的利润情况。供给端，2016-2017 年煤炭去产能速度超预期，2018、2019 年去产能任务将进一步减少，煤炭去产能政策力度边际递减，煤炭供需偏紧的状况或将得到改善。长期来看，在发改委频频释放信号以及先进产能释放的大背景下，2018 年煤价相较于 2017 年已经有一个较为明显的下行。火电企业业绩主要受煤价、发电量和利用小时影响，从目前分析来看，煤价有望下行叠加利用小时边际改善，火电利润情况有望得到改善。

表 1 各省燃煤标杆上网电价调整幅度

省份	调前电价 (元/千瓦时)	调整幅度 (分)	调后电价(元 /千瓦时)	信息来源
蒙西	0.2259	5.7	0.2829	内发改价字[2017]954号
河南	0.3551	2.28	0.3779	豫发改价管[2017]707号
山东	0.3729	2.2	0.3949	鲁价格一发[2017]60号
陕西	0.3346	1.99	0.3545	陕价商发〔2017〕78号
福建	0.3737	1.95	0.3932	闽价商〔2017〕177号
湖北	0.3981	1.8	0.4161	鄂价环资〔2017〕92号
重庆	0.3796	1.68	0.3964	渝价〔2017〕90号
贵州	0.3363	1.52	0.3515	黔发改价格〔2017〕1113号
安徽	0.3693	1.51	0.3844	安徽物价局
江西	0.3993	1.5	0.4143	赣发改商价[2017]793号
冀南	0.3497	1.47	0.3644	冀价管〔2017〕89号
天津	0.3514	1.41	0.3655	津发改价管〔2017〕525号
江苏	0.378	1.3	0.391	苏价工〔2017〕124号
山西	0.3205	1.15	0.332	晋发改商品发〔2017〕641号
上海	0.4048	1.07	0.4155	沪价管〔2017〕17号
海南	0.4198	1	0.4298	琼价价管〔2017〕410号
冀北	0.3634	0.86	0.372	冀价管〔2017〕89号
北京	0.3515	0.83	0.3598	京发改〔2017〕1054号
广西	0.414	0.67	0.4207	桂价格〔2017〕34号
辽宁	0.3685	0.64	0.3749	辽价发〔2017〕57号
湖南	0.4471	0.29	0.45	湘发改价商[2017]711号
广东	0.4505	0.25	0.453	粤发改价格〔2017〕498号
吉林	0.3717	0.14	0.3731	吉省价格〔2017〕142号

资料来源：国家发改委，东海证券研究所

注：未调整省份：浙江、蒙东、新疆、黑龙江、甘肃、青海、云南以及四川省

依据公式，电价调整依赖于电煤价格的波动，根据目前市场对电煤价格的下行预期，终端电价下调趋势明确，启动煤电联动的概率较小，落地执行难上加难。煤电联动明确规定，如本周期电价调整水平不足 0.2 分钱，则不实施联动机制，调价金额并入下一周期累计计算，由于 2017 年煤电标杆上网电价调整不足 0.2 分钱，据此，2017 年 1 月 1 日全国煤电标杆上网电价未做调整。根据公式，因此我们预计 2019 年上调上网电价压力较大，调整不足 0.2 分钱，煤电联动机制大概率不会触发上网电价调价。

1.4.2. 火电行业总结

煤价有望进入下调区间，优质火电企业价值凸显。在火电企业的成本中，电煤采购成本占据了五成以上，煤价对火电利润弹性远高于电量，煤炭价格的下行有望改善火电企业的利润情况。供给端，2016-2017 年煤炭去产能速度超预期，2018、2019 年去产能任务将进一步减少，煤炭去产能政策力度边际递减，煤炭供需偏紧的状况或将得到改善。长期来看，在政策面频频释放煤价下调信号以及淘汰落后发电机组大背景下，煤价有望步入下行通道。总体来看，受煤价、发电量和利用小时影响，火电企业业绩有望得到改善。

1.5. 水电行业

1.5.1. 水电开发放缓，优质水电价值凸显

发电量稳步上升，装机规模放缓。水电是技术成熟、运行灵活的清洁低碳可再生能源，具有防洪、供水、航运、灌溉等综合利用功能，经济、社会、生态效益显著，也是我国发展较早、开发较为充分的可再生能源品种。截至 2017 年，水电装机容量为 34119 万千瓦，占比为 19.2%，仅次于火电，位居第二位，是装机容量最大的清洁能源。在“十二五”计划的推动下，我国水电装机容量增速在 2013 年达到了 78.58% 的峰值，从 2015 年开始，我国有序推进流域大型水电基地建设，加快建设龙头水电站，控制中小水电开发，2018 年，我国水电装机容量增速迅速下降至-33.70%。

图 23 水电累计发电量

亿千瓦时

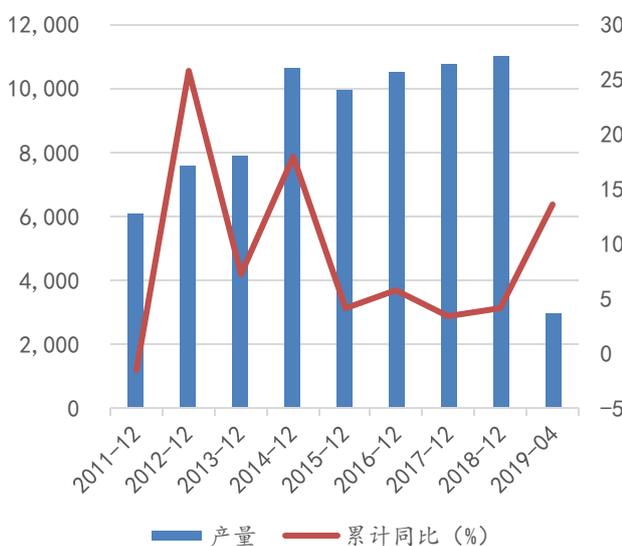
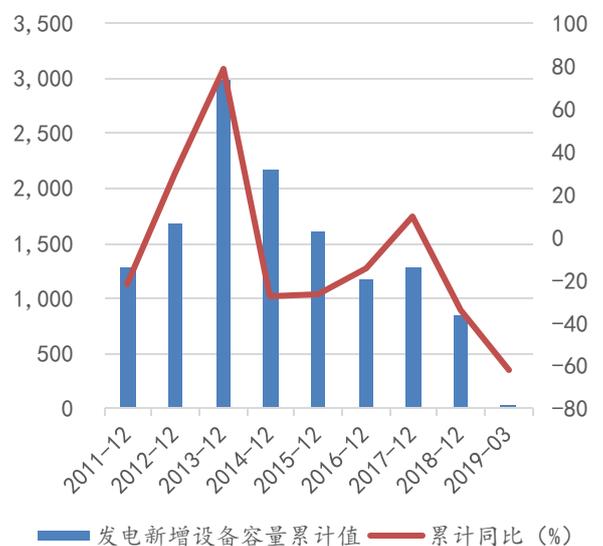


图 24 水电发电新增设备容量

万千瓦



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

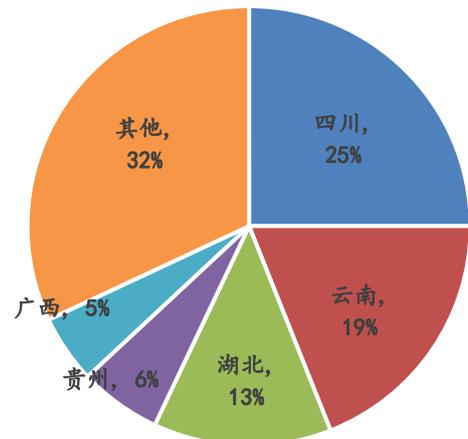
水电集中西南，水电发电利用小时趋稳。截至 2019 年 3 月发电数据显示，我国水电发电主要集中于西南片区，四川，云南，湖北分别占 25%，19%和 13%。全国水电发电平均利用小时趋于稳定，近些年总体稳定在 3500 小时左右，2016 年和 2017 年发电平均利用小时数同比仅变化了 0.9 和 1.2 个百分点，截至 2019 年 4 月，水电发电设备平均利用小时数达到 959 小时，同比增加了 114 小时，稳定的利用小时数吻合了水电板块的整体平稳发展。

图 25 水电发电平均利用小时



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

图 26 水电各省发电量占比



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

优质水电资源稀缺性凸显。从十三五水电基地开发情况来看，目前投运及在建的电站装机容量已占规划总装机容量的 63%，未开发的主要是开发难度较大的中上游流域，如怒江、金沙江等，开发难度加大叠加可开发容量减少，未来十三大水电基地新增装机容量将逐渐减少，优质水电资源稀缺性凸显。

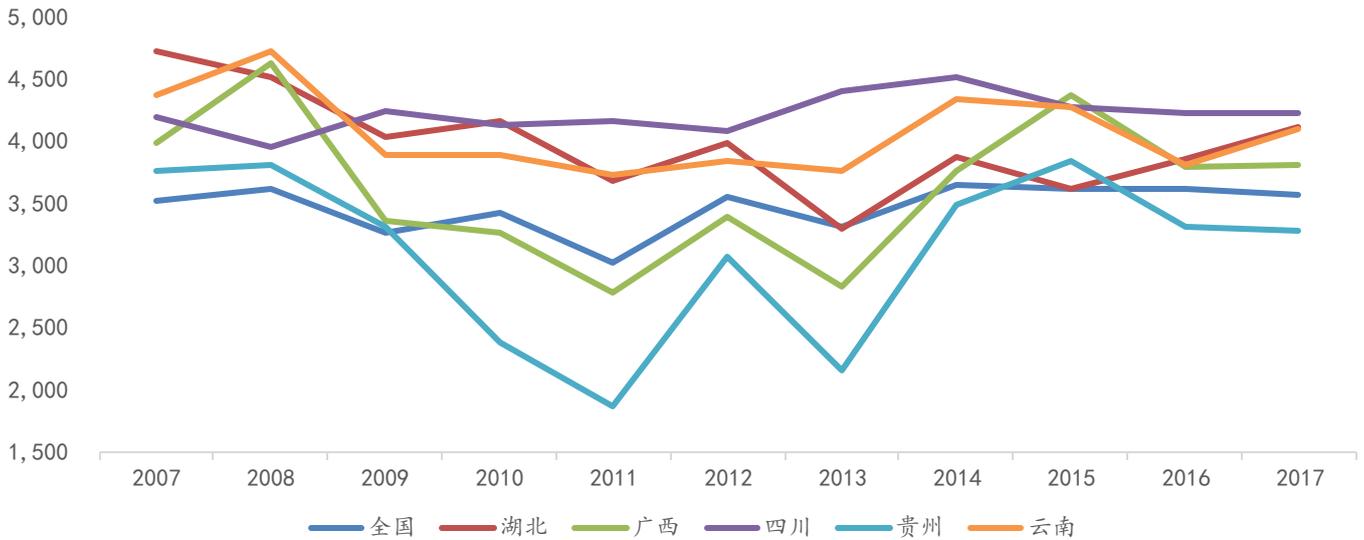
表 2 “十三五”常规水电重点项目

序号	河流	重点开工项目	加快推进项目
1	金沙江	白鹤滩、叶巴滩、拉哇、巴塘、金沙	昌波、波罗、岗托、旭龙、奔子栏、龙盘、银江等
2	雅砻江	牙根一级、孟底沟、卡拉	牙根二级、楞古等
3	大渡河	金川、巴底、硬梁包、枕头坝二级、沙坪一级	安宁、丹巴等
4	黄河	玛尔挡、羊曲	茨哈峡、宁木特等
5	其他	林芝、白马	阿青、忠玉、康工、扎拉等

资料来源：水电发展十三五规划，东海证券研究所

我国水电发电利用小时数近几年较为稳定，从整体来看，四川、云南和湖北平均利用小时高于全国平均水平，广西和湖北发电量的走高同时也带动其利用小时数的改善。我国水电站主要分布在长江流域：包括金沙江、雅砻江、大渡河以及红水河等水域，发电小时数的稳定也从侧面反映出我国已经逐渐走出了大规模水电站开发的时代，最有经济开发价值的水电站已经逐渐被行业龙头瓜分。

图 27 我国各省水电利用小时



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

充沛现金流一定程度上为高分红提供保障。无论从发电量，发电平均利用小时数，还是新增设备容量，水电板块逐渐走向成熟已经是不争的事实。相较于火电而言，水电的上网电价和利用小时更为稳定。近几年，优质上市水电公司持续高分红，水电公司成本主要为固定资产折旧，水电龙头长江电力营业成本中折旧占比高达 63%，可变成本波动非常小，因此公司经营的现金流非常充沛，受此影响，公司得以维持较高的分红水平，最新股息率 4.01%，已经超过了 3.57% 的 10 年期国债收益率。桂冠电力，川投能源以及国投电力近几年也一直保持着 30%-50% 以上的高分红率。水电公司稳定的现金流，同时也在一定程度上也为未来水电企业的持续高分红提供保障。

图 28 长江电力公司分红情况

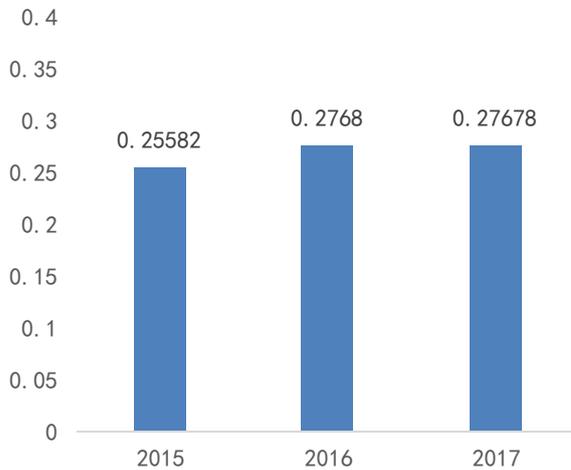


资料来源：公司公告，东海证券研究所

水电电价下调空间相对较低。在电价方面，2018 年初政府工作报告提出降低工商业终端电价 10%，降价措施集中在输配电价、附加费、以及增值税环节，挤出的主要是电网

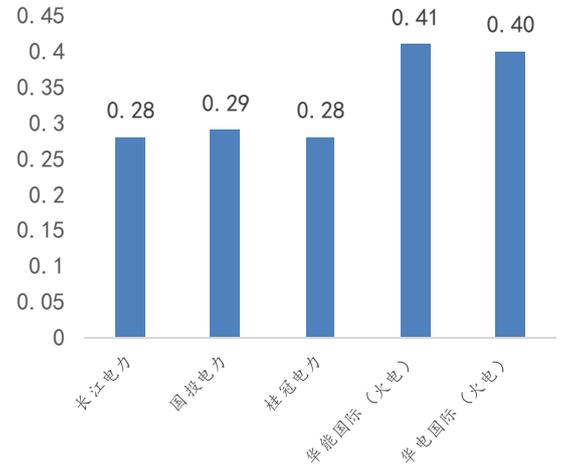
端的利润。按照目前宏观环境和市场舆论风向，明年给实业松绑的态势依然在，那么有可能就是在发电环节降价，挤出一些发电端的利润。但是，我们认为，水电板块当前电价已经处于相对偏低水平，即使电力行业存在上网电价下调风险，水电板块电价下调空间也处于相对较低水平。截至2019年3月，长江电力上网电价为0.28元，桂冠电力为0.29元，显著低于火电龙头华能国际（0.41元）和华电国际（0.40元）。

图 29 公司历年上网电价



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

图 30 上网电价对比



资料来源：WIND 资讯，东海证券研究所

另一方面，我国未来短期内燃煤标杆电价预期下调空间有限。我国燃煤标杆电价当前总体参照发改委煤电联动政策执行。2016年下半年以来，伴随动力煤价格大幅上涨，燃煤标杆电价按照公式测算，理论上应当兑现3-5分钱的涨幅。2018年发改委并未启动煤电联动，但在火电企业利润大幅受损的背景下，上网电价下调的可能性偏低。

1.5.2. 水电总结

利用小时数持续改善，优质水电价值凸显。水电首先作为清洁能源，环保政策的改变和推进对于水电公司的影响较小，这是相较于火电的政策优势。“十三五”计划中国家对于水电基地的开发相较于“十二五”已经有一个非常明显的放缓，这一点从水电发电设备新增设备容量增速就可以看出。目前投运及在建的电站装机容量已占规划总装机容量的63%，中国水电板块的发展已经逐渐走向成熟，拥有稳定现金流和高分红的优质水电资源价值凸显。

2. 投资策略

1.) 煤价有望步入下行通道，改善火电利润。在火电企业的成本中，电煤采购成本占据了五成以上，煤价对火电利润弹性远高于电量，煤炭价格的下行有望改善火电企业的利润情况。供给端，2016-2017年煤炭去产能速度超预期，2018、2019年去产能任务将进一步减少，煤炭去产能政策力度边际递减，煤炭供需偏紧的状况或将得到改善。长期来看，在政策面频频释放煤价下调信号以及淘汰落后发电机组大背景下，煤价有望步入下行通道。总体来看，受煤价、发电量和利用小时影响，火电企业业绩有望得到改善。

2.) **拥有稳定现金流和高分红的优质水电企业价值凸显。**水电板块的发展已经进入成熟期，各方水电龙头已经逐渐占据最优质的水利资源，稳定的现金流，以及逐渐缩小的大型设备投资有望对未来持续的高分红提供保障，拥有稳定现金流和高分红的优质水电资源企业价值凸显。

3.风险提示

动力煤价下调不达预期；用电量下滑超预期；环保政策推动力度不达预期。

分析师简介:

牛畅: 东海证券研究所机械组组长, 汽车行业研究员, 伦敦大学玛丽女王学院金融学硕士, 四年证券从业经历。

附注:

一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

四、风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,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,建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

五、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务,本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

六、资格说明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (8621) 20333619

传真: (8621) 50585608

邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (8610) 66216231

传真: (8610) 59707100

邮编: 100089