

# 电力行业2019年中期策略报告——守正出奇：持有水、核，博弈火电

2019年06月26日



## 行业评级

电力 中性（维持）

## 证券分析师

严家源 投资咨询资格编号：S1060518110001  
联系电话：021-20665162  
电子邮箱：YANJIAYUAN712@PINGAN.COM.CN

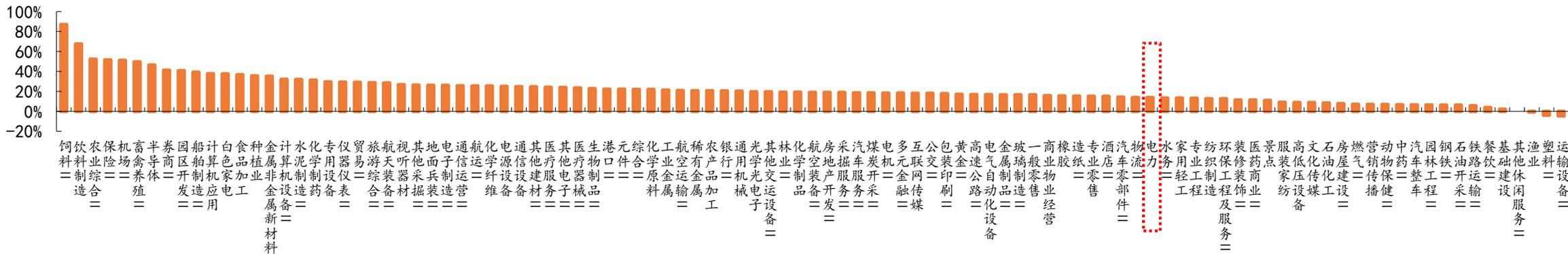
## 投资要点

- **行业：需求不振，利用小时再次下滑。**受社会经济趋势下行的影响，叠加上年同期冬季寒潮和夏季高温提前导致用电量超预期增长带来的高基数因素，各产业用电量增速全面回落。1-5月全社会用电量达到2.80万亿千瓦时，同比增长4.9%，增速比上年同期回落4.8个百分点，基本在年初预测的保守假设区间内。占据地区用电量前4位的广东、山东、江苏、浙江前5个月的用电增速均低于全国均值，福建、上海等沿海发达地区的用电增速也大幅下滑。
- **水电：天地人三才合一，量增价稳。**受厄尔尼诺事件和南海季风偏强共同影响，2019年汛期我国气候状况总体偏差，降水“南多北少；汛期南方地区降水前多后少、时空分布不均，“龙舟水”偏重。2019年1-5月份，全国规模以上水电发电量4003亿千瓦时，同比增长12.8%，比上年同期提高10.1个百分点。水电标杆上网电价仅下调增值税差额部分，税后价未调整，不影响营业收入。
- **核电：增速独占鳌头，政策呵护电价。**2018年是核电投产大年，全年共有7台机组投产，其中6台在下半年实现商运。1-5月份，全国核电发电量1320亿千瓦时，同比增长24.3%，比上年同期提高13.0个百分点，增速大幅领先于其他电源类型。二代核电机组标杆上网电价仅下调增值税差额部分，税后电价未调整；三代机组含税电价不变，税后电价上调约2.65%。
- **火电：获益增值税红利，盈利修复寄望煤价。**清洁能源持续压制，叠加用电需求不振，作为主力电源的火电呈现加速下滑的态势。1-5月份，全国火电发电量20409亿千瓦时，同比增长0.2%，比上年同期回落7.9个百分点。政策文件没有明确要求火电将3%的增值税率调整差额让利给下游用户，即是表明将这笔收入补偿给已经连续两年亏损面超过50%的火电行业。2019年前5个月火电利用小时再次下滑，在上网电价不变的情况下，盈利能力的修复仅能依靠电煤价格下降。
- **投资建议：**虽然2019年前5个月的用电量增速降至近三年最低，但部分原因在于上年同期冬季寒潮和夏季高温提前导致用电量超预期增长带来的高基数因素。前两批降低一般工商业的措施主要着力于增值税税率调整，暂未对上网电价造成负面影响；但在深化电力市场化改革的政策导向下，仍不能确定是否会要求电企通过市场化交易等其他方式让利于下游用户，因此我们维持行业“中性”评级。我们持续推荐大水电及核电这两类优质资产，水电板块推荐水火共济、攻守兼备的国投电力，建议关注全球水电龙头长江电力、以及华能水电、湖北能源；核电板块强烈推荐A股纯核电运营标的中国核电，推荐参股多个核电项目的浙能电力、申能股份，建议关注拟回归A股、国内装机第一的中广核电力（H）；火电板块建议关注全国龙头华能国际、国电投旗下上海电力。
- **风险提示：**1) 利用小时下降；2) 上网电价降低；3) 煤炭价格上升；4) 政策推进滞后；5) 降水量减少。

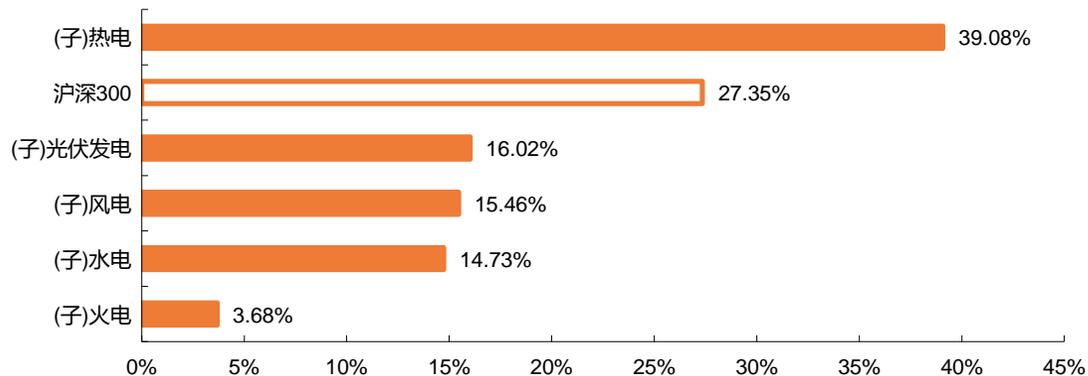
# 年度投资策略回头看

- 板块表现：2019年1月1日-6月21日，电力（申万）指数上涨13.82%，跑输沪深300指数13.53个百分点，在103个申万二级指数中排第76位。
- 子板块表现：各子板块全线上涨，其中热电表现最好，上涨39.08%；火电表现最差，上涨3.68%。
- 公司表现：涨幅前三的是深南电A、银星能源、岷江水电；跌幅前三的是\*ST科林、\*ST华源、华电国际。

● 2019年1月1日-6月21日申万二级行业指数涨跌幅



● 2019年1月1日-6月21日，子板块中热电涨幅最大、火电涨幅最小



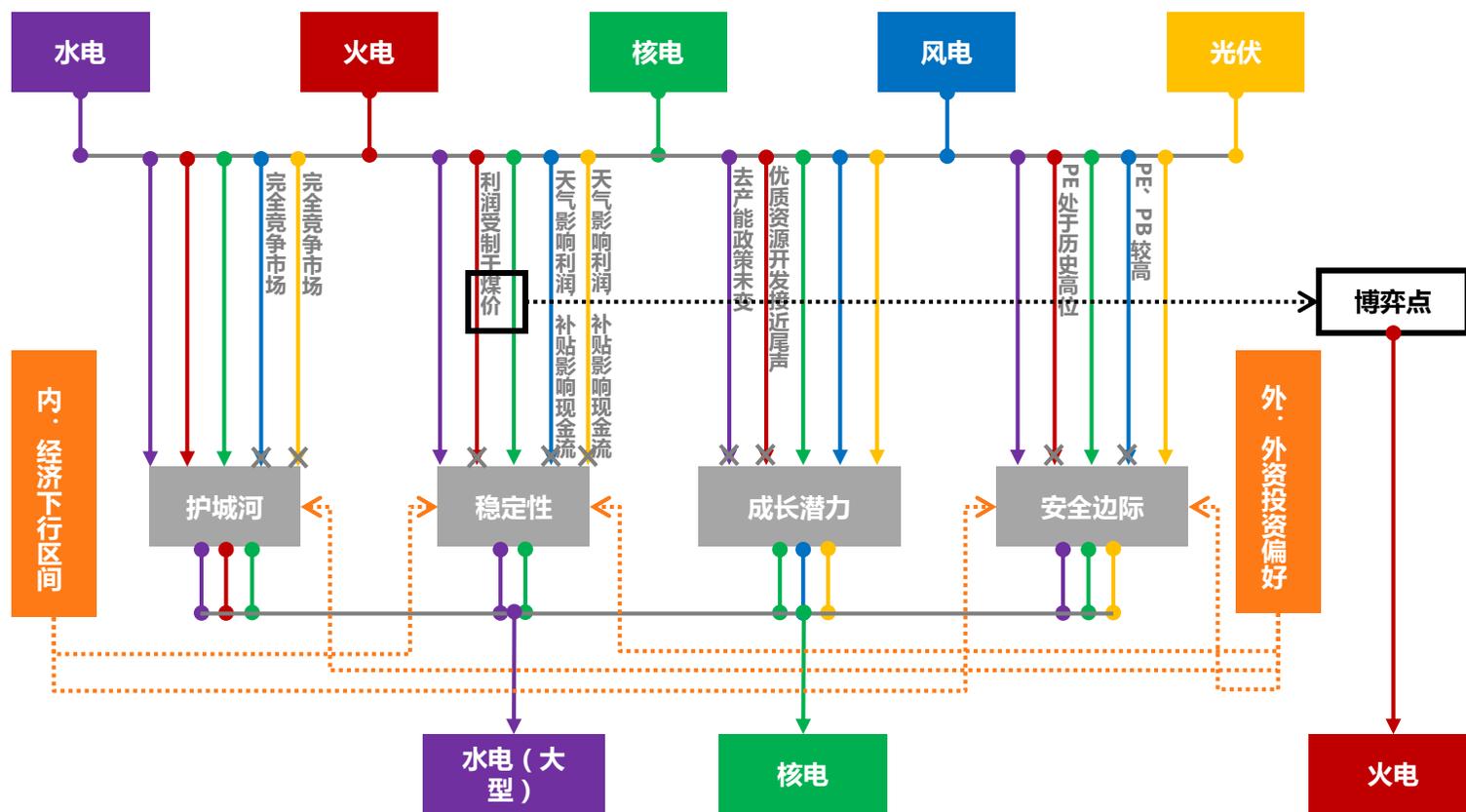
● 2019年1月1日-6月21日，电力板块涨、跌幅前10个股

涨幅榜		跌幅榜	
深南电A	184.03%	*ST科林	-37.57%
银星能源	156.76%	*ST华源	-19.91%
岷江水电	148.23%	华电国际	-18.53%
东方能源	90.16%	*ST凯迪	-13.22%
闽东电力	78.34%	华能国际	-9.76%
长源电力	70.66%	江苏新能	-7.54%
红阳能源	68.62%	粤电力A	-6.91%
联美控股	60.52%	东旭蓝天	-4.70%
新能泰山	58.50%	*ST金山	-4.15%
天富能源	58.26%	浙能电力	-2.28%

资料来源：Wind，平安证券研究所

# 年度投资策略更新：持有水、核，博弈火电

- 在宏观经济处于下行区间时期，公用事业核心资产的经营稳定性和业绩确定性，使其相对其他行业的优势得以凸显。
- 核电与大型水电运营商作为优质核心资产的投资逻辑未变。
- 经济下行期用电需求放缓，作为主力电源的火电，其营业收入将受到负面影响；但同时电煤价格也会同步下行，有利于火电营业成本的改善。



## 目录 CONTENTS

- 行业：需求不振，利用小时再次下滑
- 水电：天地人三才合一，量增价稳
- 核电：增速独占鳌头，政策呵护电价
- 火电：获益增值税红利，盈利修复寄望煤价
- 投资建议及风险提示

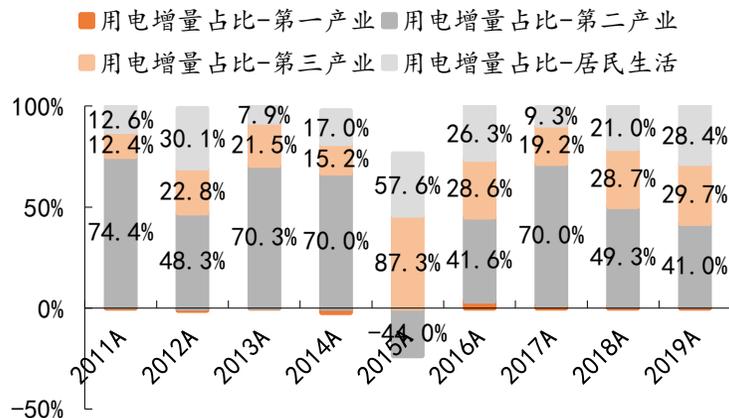
# 需求侧：用电增速全面回落，发达地区大幅下滑

- 用电量：受社会经济趋势下行的影响，叠加上年同期冬季寒潮和夏季高温提前导致用电量超预期增长带来的高基数因素，各产业用电量增速全面回落。1-5月全社会用电量达到2.80万亿千瓦时，同比增长4.9%，增速比上年同期回落4.8个百分点，基本在年初预测的保守假设区间内。
- 用电增量构成：2019年1-5月全社会用电量同比增长的1365亿千瓦时中，第一产业贡献了13亿千瓦时的用电增量，占比0.9%；第二产业贡献了560亿千瓦时，占比41.0%；第三产业贡献了405亿千瓦时，占比29.7%；城乡居民生活贡献了387亿千瓦时，占比28.4%。
- 占据地区用电量前4位的广东、山东、江苏、浙江前5个月的用电增速均低于全国均值，福建、上海等沿海发达地区的用电增速也大幅下滑。

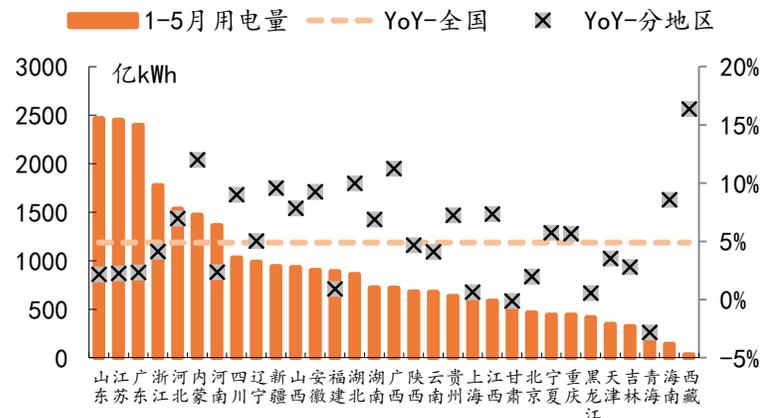
● 2019年1-5月全社会用电量同比增长4.9%



● 1-5月用电增量分产业占比



● 2019年1-5月各省全社会用电量及其增速



资料来源：国家统计局，国家能源局，中电联，平安证券研究所

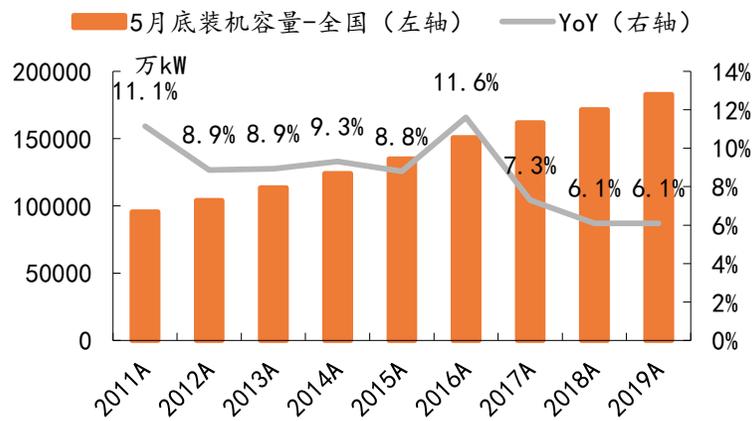
## 供给侧：装机增速超过发电增速，利用小时再次下滑

- 发电量：1-5月份，全国规模以上电厂发电量27809亿千瓦时，同比增长3.3%，比上年同期回落5.2个百分点。
- 装机容量：截至5月底，全国6000千瓦及以上电厂发电设备容量18.28亿千瓦，同比增长6.1%，与上年同期持平；前5个月全国发电新增装机容量2918万千瓦，比上年同期少投产522万千瓦。
- 利用小时：1-5月份，全国发电设备累计平均利用小时为1519小时，比上年同期减少20小时，降幅1.3%。除了水电一枝独秀外，火、核、风的利用小时数均出现不同程度的下滑。

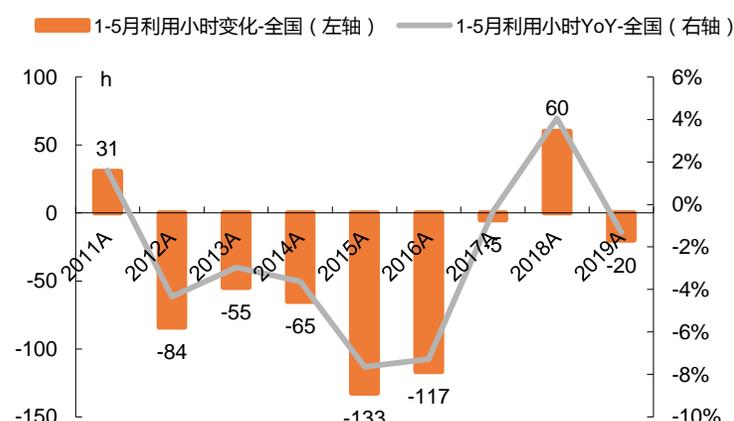
● 2019年1-5月全国发电量同比增长3.3%



● 2019年1-5月全国装机容量同比增长6.1%



● 2019年1-5月利用小时同比减少20小时

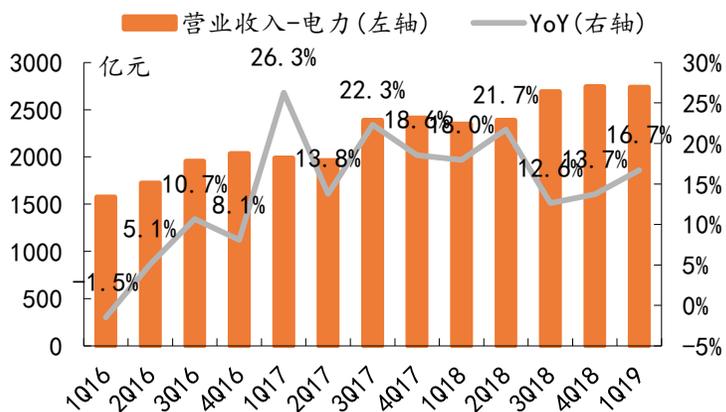


资料来源：国家统计局，国家能源局，中电联，平安证券研究所

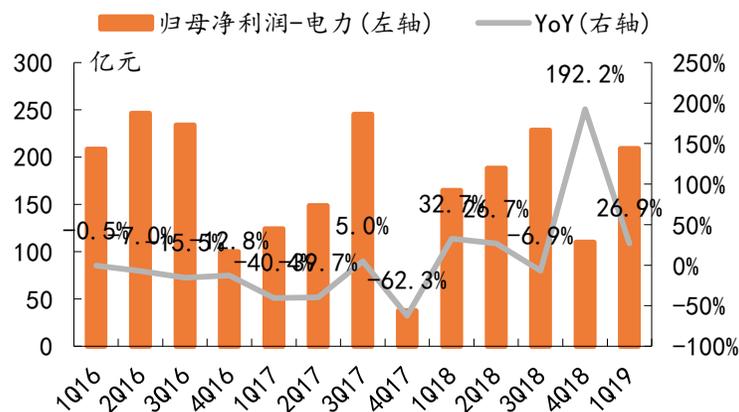
# Q1近七成公司实现增长，利润增速持续提升

- 2019年第一季度，电力行业70家上市公司中，有42家公司实现归母净利润同比增长，另有4家扭亏为盈；归母净利润同比下降的有20家公司，另有4家持续亏损。
- 在各个子板块中，火电（含热电）板块40家公司中，1Q19实现净利润同比增长的有28家，扭亏为盈的有2家；同比下滑的有7家、持续亏损的3家。水电板块的22家公司中，实现归母净利润同比增长的有13家、扭亏为盈的2家，同比下降的6家、另有1家持续亏损。新能源（核电、风电、光伏发电）板块8家公司中，除中国核电保持增长外，其余7家风电、光伏运营公司利润全线下滑。
- 对比2018和1Q19，营收保持增长态势，成本增速放缓，获益于此，利润增速进一步提高。

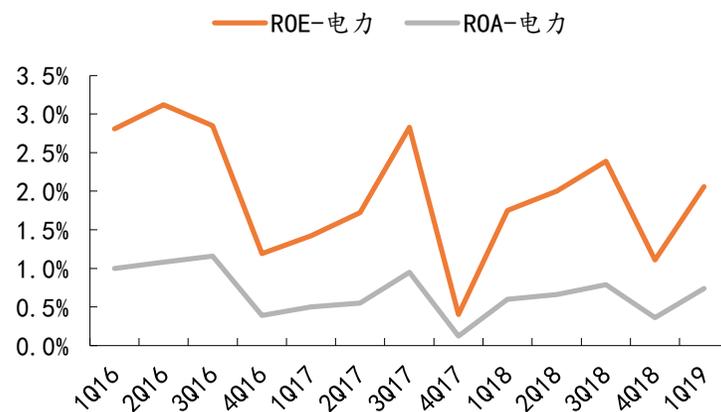
● 1Q19电力行业营业收入同比增长16.7%



● 1Q19电力行业归母净利润同比增长26.9%



● 1Q19电力行业ROE、ROA同比提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

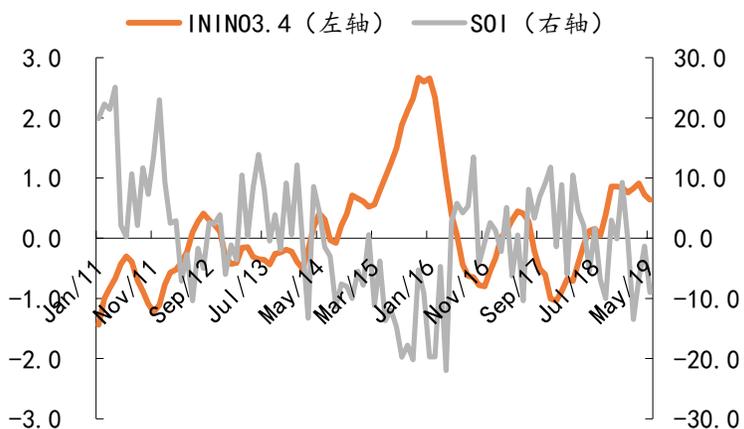
## 目录 CONTENTS

- 行业：需求不振，利用小时再次下滑
- 水电：天地人三才合一，量增价稳
- 核电：增速独占鳌头，政策呵护电价
- 火电：获益增值税红利，盈利修复寄望煤价
- 投资建议及风险提示

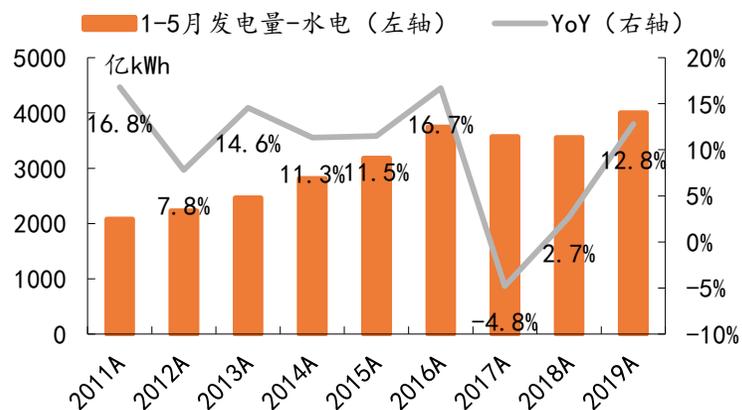
# 天时：厄尔尼诺年，来水向好

- 根据世界气象组织（WMO）发布的消息，今年强厄尔尼诺现象不太可能发生，处于弱厄尔尼诺水平的边缘。受厄尔尼诺事件和南海季风偏强共同影响，2019年汛期我国气候状况总体偏差，降水“南多北少；汛期南方地区降水前多后少、时空分布不均，“龙舟水”偏重。
- 发电量：2019年1-5月份，全国规模以上水电发电量4003亿千瓦时，同比增长12.8%，比上年同期提高10.1个百分点。
- 营收：水电大发带来了营收的大幅增长，水电板块22家上市公司在1Q19的营业收入同比增长11.1%。

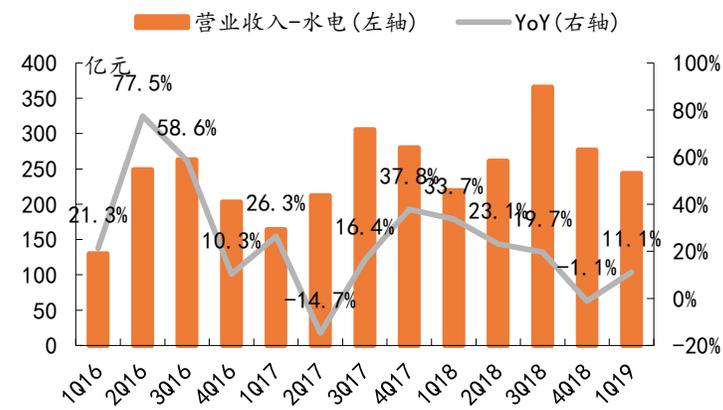
● 厄尔尼诺指数/南方涛动指数



● 2019年1-5月水电发电量同比增长12.8%



● 1Q19水电板块营业收入同比增长11.1%

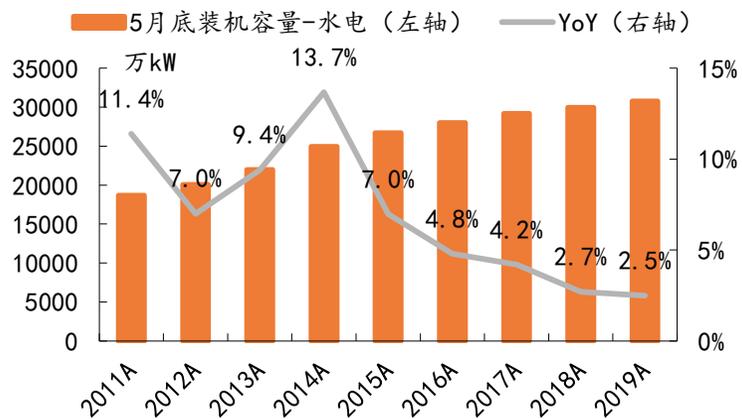


资料来源：CPC, BOM, 国家统计局, 国家能源局, 中电联, Wind, 平安证券研究所

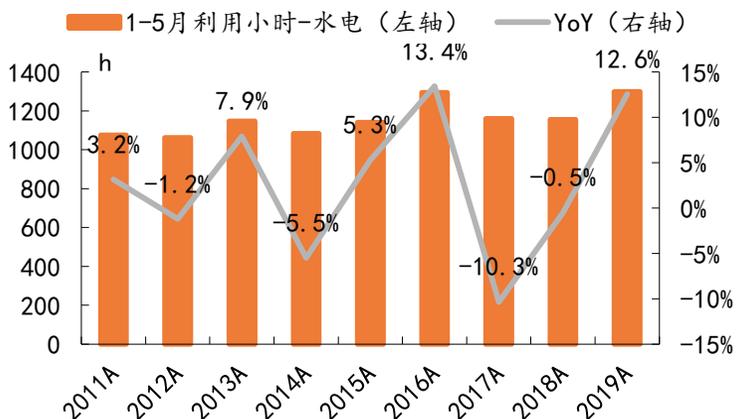
## 地利：装机增长有限，利用小时大幅提升

- 装机容量：截至2019年5月底，全国6000千瓦及以上水电设备容量3.08亿千瓦，同比增长2.5%，比上年同期回落0.2个百分点。前5个月，全国水电新增装机容量128万千瓦，与上年同期相比减少20万千瓦。
- 利用小时：1-5月份，全国水电设备累计平均利用小时1300小时，达到近10年的最高值，比上年同期增加145小时、增幅12.6%。
- 盈利：水电成本端可变部分较少，主要为资产折旧等固定成本。因此，水电利用小时提升后带来的利润增长会超过营收的增长，1Q19水电行业上市公司归母净利润同比增长19.3%。

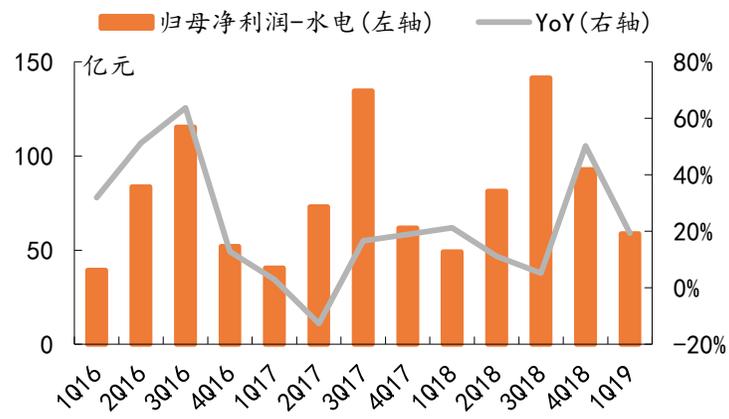
● 2019年5月底水电装机容量同比增长2.5%



● 2019年1-5月水电利用小时同比增加145小时



● 1Q19水电板块归母净利润同比增长19.3%

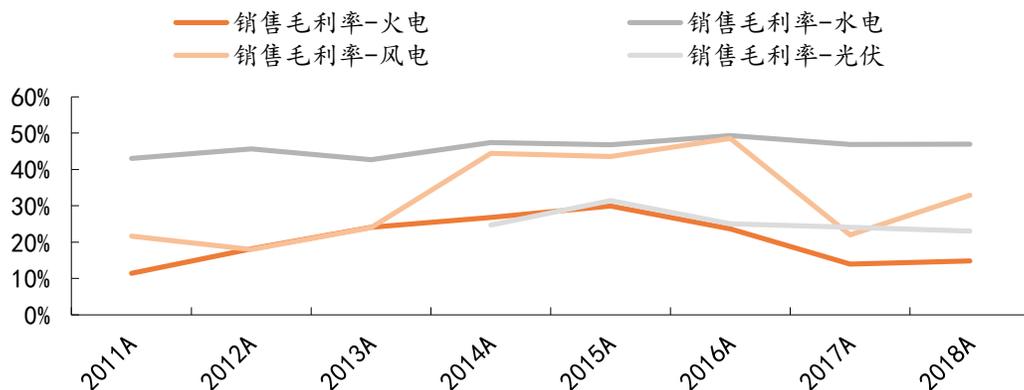


资料来源：国家统计局，国家能源局，中电联，Wind，平安证券研究所

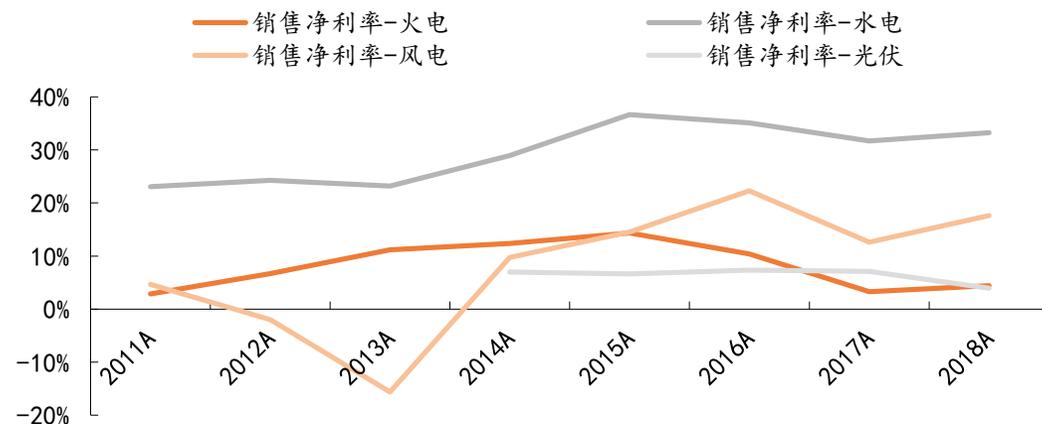
## 人和：电价政策落地，营收未受影响

- 3月5日，2019年政府工作报告要求一般工商业电价再次降低10%，市场担忧可能会要求水电降低上网电价以让利下游。
- 5月15日，国家发改委发布《关于降低一般工商业电价的通知》（发改价格[2019]842号）。通知规定，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。
- 水电标杆上网电价仅下调增值税差额部分，税后价未调整，不影响营业收入。截止目前，福建、河南、甘肃、重庆、海南、四川、安徽、广西、陕西、青海、北京、新疆等地区已明确水电标杆上网电价仅调整增值税部分。
- 考虑到增值税税率的调整自4月1日起执行，而标杆上网电价的调整自7月1日起执行，中间存在3个月的时间窗口。在未有其他相关政策出台的情况下，水电企业将享受这三个月营收的增值税差额收入，即第二季度营收的2.65%。

● 2011-2018年水电上市公司平均销售毛利率46.1%



● 2011-2018年水电上市公司平均销售净利率29.5%



资料来源：Wind，平安证券研究所

## 推荐标的：国投电力、长江电力

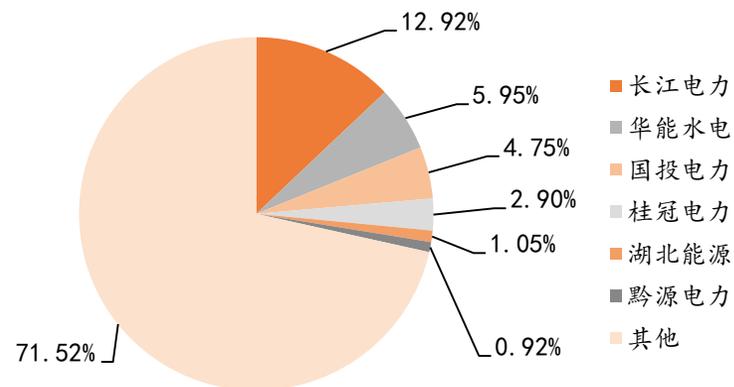
### ■ 国投电力：水电稳中有增、火电大幅减亏，盈利加速改善

- 水电稳中有增，营收、利润涨幅超10%：18年雅砻江流域来水较好，发电量增长叠加上网电价同比提升，营收和净利润分别增长了8.5%和5.8%；小三峡虽然电价同比降低，但发电量的大幅增长仍拉动营收、利润同比提升；而大朝山政策性让利的减少使得上网电价跃升了41.9%，净利润同比增长61.4%至9.07亿元。水电板块的净利润同比增加7.68亿元。
- 火电大幅减亏，盈亏平衡拐点将至：北疆两台百万千瓦机组在用电高峰季前投产，17年投产的湄洲湾二期两台百万机组在18年正常运行，广西、甘肃用电需求旺盛改善了公司在当地机组的经营状况。整个火电板块在18年仅亏损了1.06亿元，相比17年大幅减亏近7亿元。随着煤价的下行，火电板块大概率在19年实现扭亏为盈。
- 雅中直流环评公示，开工在即：3月11日，生态环境部公示《雅中-江西±800千伏特高压直流工程环境影响报告书》，雅中送出通道进入开工前的最后准备阶段。待2022年前后雅砻江中游在建的杨房沟、两河口电站开始投产，公司的装机容量及发电量将再次跃升。

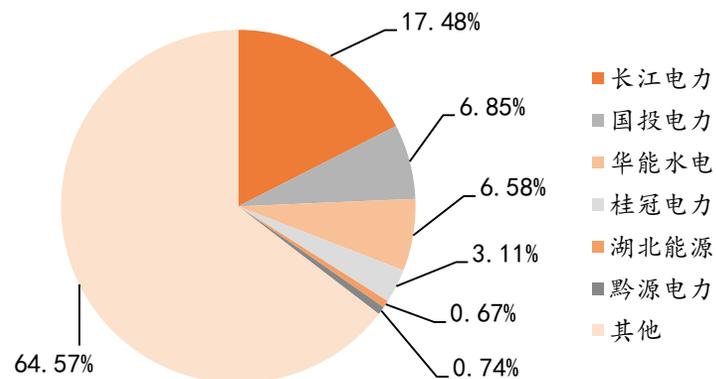
### ■ 长江电力：全球水电霸主，乌白注入可期

- 截至2018年底，装机容量4549.5万千瓦，遥遥领先第二名的意大利国家电力公司（Enel SpA）、第三名的法国电力股份有限公司（Electricite de France）。
- 控股股东三峡集团在建的白鹤滩、乌东德水电站待全部建成投产后，将成为世界第二大、第七大水电站。考虑到避免同业竞争承诺，存在资产注入预期。

● 2018年国内上市公司水电装机容量占比



● 2018年国内上市公司水电发电量占比





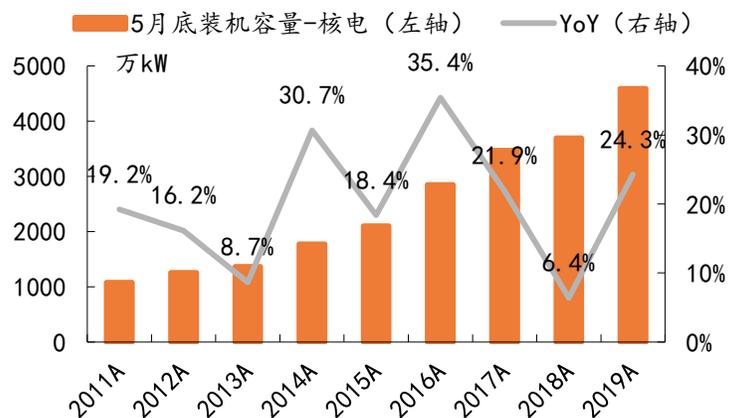
## 目录CONTENTS

- 行业：需求不振，利用小时再次下滑
- 水电：天地人三才合一，量增价稳
- 核电：增速独占鳌头，政策呵护电价
- 火电：获益增值税红利，盈利修复寄望煤价
- 投资建议及风险提示

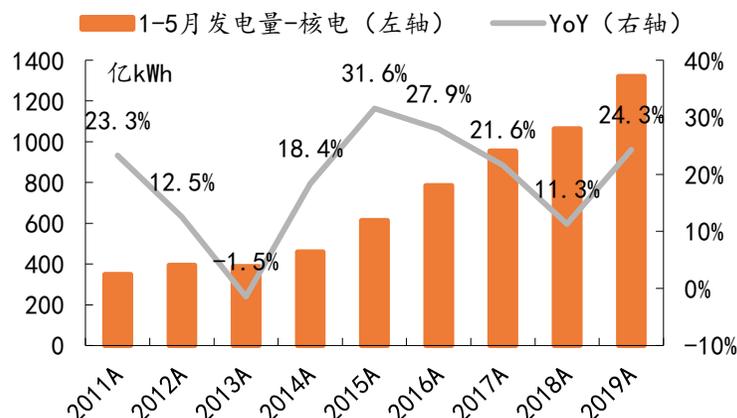
# 新增装机推动，发电增速独占鳌头

- 装机容量：2018年是核电投产大年，全年共有7台机组投产，其中6台在下半年实现商运。2019年1月海阳#2机组投产，新增装机125万千瓦。截至2019年5月底，全国核电装机容量4590万千瓦，同比增长24.3%，比上年同期提高17.9个百分点。
- 发电量：1-5月份，全国核电发电量1320亿千瓦时，同比增长24.3%，比上年同期提高13.0个百分点，增速大幅领先于其他电源类型。
- 利用小时：需要注意的是，新增装机大幅增长导致的消纳问题难以避免；且广东、浙江、福建、江苏这4个核电大省，以及新投产两台AP1000机组的山东，前5个月的用电增速均低于全国平均水平。1-5月份，全国核电设备累计平均利用小时2839小时，比上年同期减少76小时，降幅2.6%。

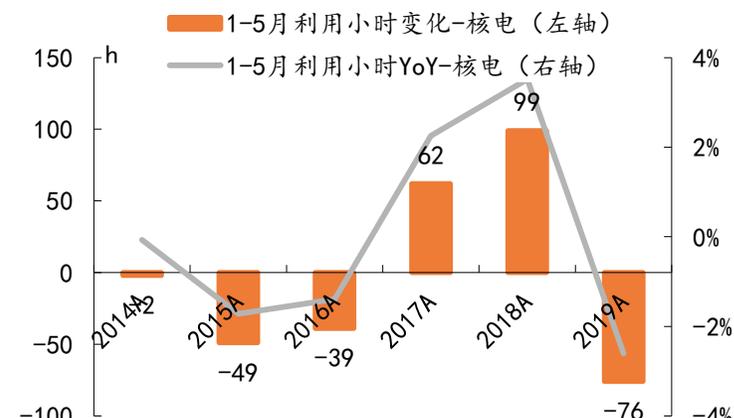
● 2019年5月底核电装机容量同比增长24.3%



● 2019年1-5月核电发电量同比增长24.3%



● 2019年1-5月核电利用小时同比减少76小时

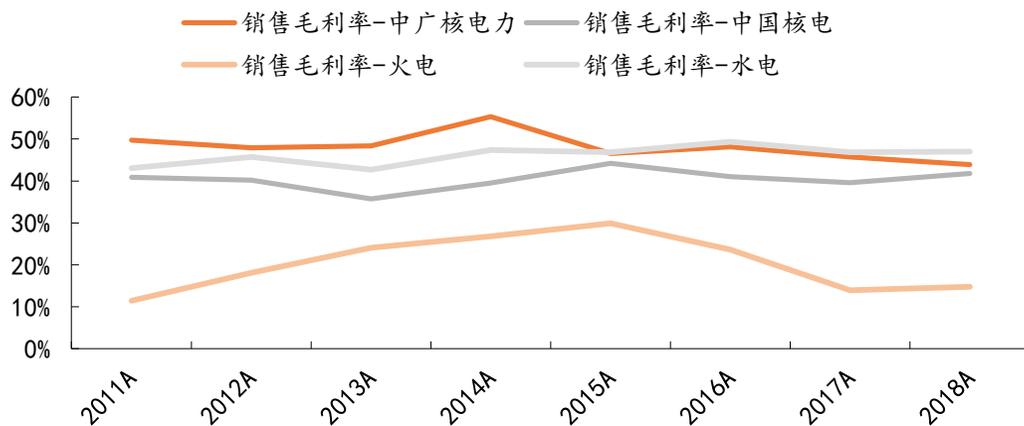


资料来源：国家统计局，国家能源局，中电联，平安证券研究所

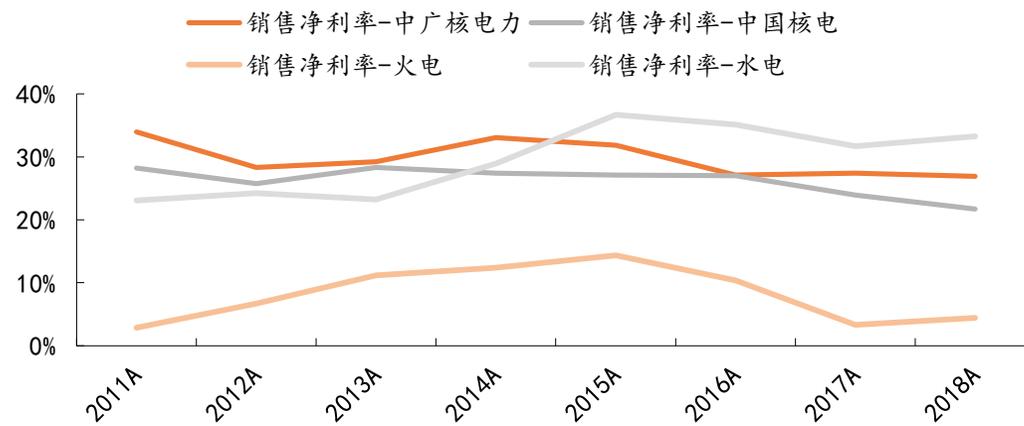
## 政策呵护，上网电价稳中有升

- 4月1日，国家发改委发布《关于三代核电首批项目试行上网电价的通知》（发改价格[2019]535号），核定台山一期、三门一期、海阳一期共6台三代核电示范机组的试行上网电价，均高于当地煤电标杆上网电价；通知同时要求按照原则性满发原则安排发电计划，设计利用小时内的电量按照政府定价执行。
- 与水电类似，市场担忧一般工商业电价再次降低10%可能会要求核电降低上网电价以让利下游。5月15日，国家发改委发布《关于降低一般工商业电价的通知》。通知规定，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。
- 二代核电机组标杆上网电价仅下调增值税差额部分，税后电价未调整；三代机组含税电价不变，税后电价上调约2.65%。截止目前，福建、海南、江苏、辽宁、安徽、广西等地区已明确核电标杆上网电价仅调整增值税部分，两个核电大省广东、浙江在第二批降价措施中尚未调整。
- 核电与水电同样可以享受二季度窗口期的增值税差额收入。

● 中国核电、中广核电力销售毛利率接近水电行业均值



● 中国核电、中广核电力销售净利率接近水电行业均值

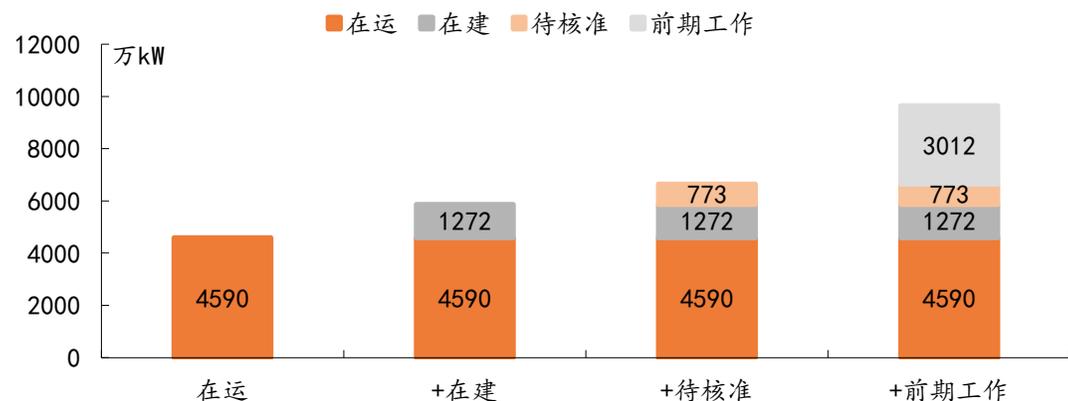


资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

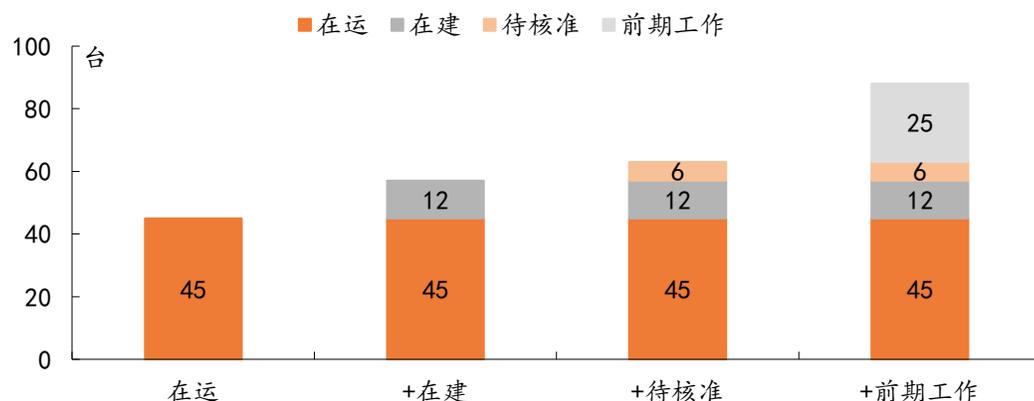
## 新一轮建设启动在即，长期成长逻辑等待兑现

- 截至目前，国内已商运机组共45台，合计装机容量4590万千瓦；在建机组12台，合计装机容量1272万千瓦；6台待建机组（建造阶段环评公示），合计装机容量773万千瓦；此外，还有25台机组已开展前期工作（包括已与俄罗斯签约的田湾7、8号机组和徐大堡3、4号机组），合计装机容量3012万千瓦。
- 现有在建机组全部投产后，国内核电在运装机容量将达到5862万千瓦；仅考虑已公示待建的项目，装机容量将达到6635万千瓦；如果考虑已开展前期工作的项目，总装机容量可达到9647万千瓦。
- 根据每个核电厂址4-8台机组的规划可容纳容量，国内核电产业发展潜力巨大。

● 国内核电装机容量预测



● 国内核电机组数预测

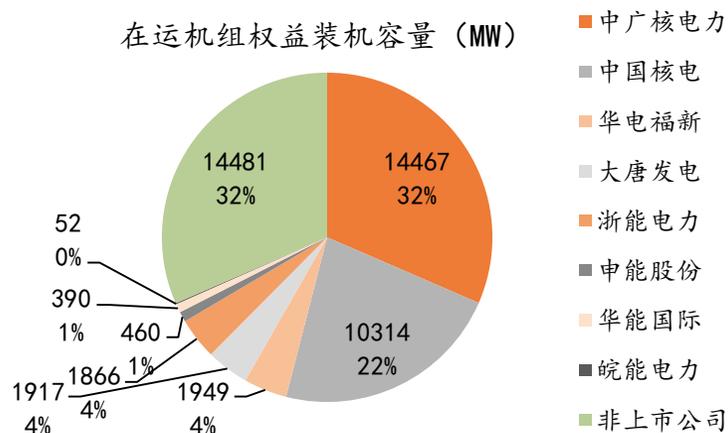


资料来源：国家核安全局，公司公告，平安证券研究所

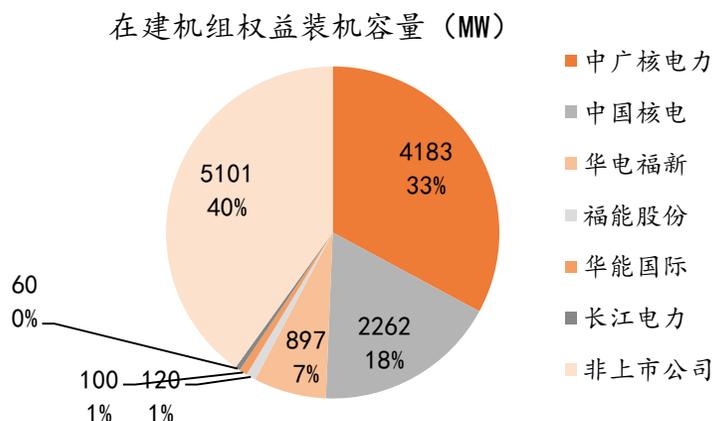
# 新玩家意图入场，行业格局有望重塑

- 2月1日，国家能源局印发《能源行业深入推进依法治理工作的实施意见》，要求大力推进《核电管理条例》的立法审查工作。
- 2月26日，国家电投与国家能源集团在京签署战略合作协议。根据协议，双方将在科技创新、新能源、核能利用、常规能源、境外项目、区域资产优化等重点领域全面深化战略合作。
- 4月17日，中国华能集团有限公司与中国广核集团有限公司在集团公司总部签署战略合作协议。根据协议，双方将重点在核电、信息化建设、新能源、核燃料、金融、海外电力项目等领域开展全方位战略合作。
- 6月11日，华能核电开发有限公司和中国核能电力股份有限公司在北京华能总部签署投资协议。根据协议，双方将共同投资开发、建设和运营管理华能海南昌江核电二期工程#3、#4两台“华龙一号”机组，华能海南昌江核电有限公司是本次项目的投资、建设和运营管理主体。
- 成立于2016年底的宁德第二核电由大唐集团核电公司控股，计划建造#5、#6两台“华龙一号”机组。

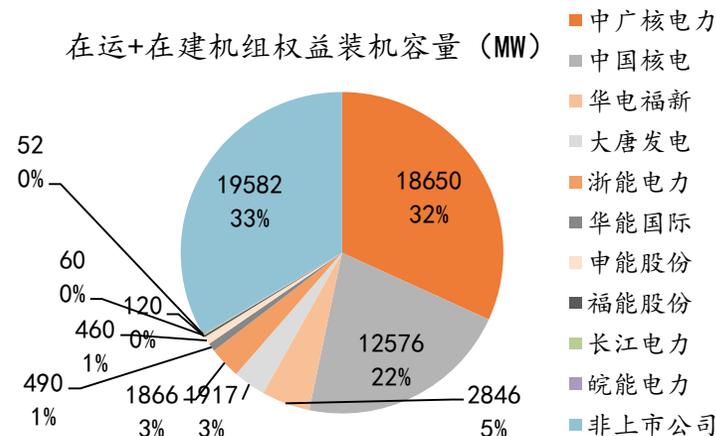
## ● 国内在运核电机组权益装机容量拆分



## ● 国内在建核电机组权益装机容量拆分



## ● 国内在运+在建核电机组权益装机容量拆分



资料来源：国家核安全局，公司公告，平安证券研究所

# 推荐标的：中国核电、中广核电力

## ■ 中国核电：核电明珠，得天独厚

- 投产大年，发电量显著提升：2018年公司共有4台机组商运，控股装机容量同比增长33.1%，其中有3台机组在9月及以后投产。新增装机推动公司第四季度发电量同比增长26.9%，2018全年同比增长17.0%，2019年增速有望进一步提升。
- 三门电价确定，政策保障机组盈利：国家发改委核定三门一期试行上网电价0.4203元/千瓦时，且按照原则性满发原则安排发电计划，比浙江省煤电标杆电价高出0.5分/千瓦时。
- “华龙一号”即将开建，蓄力未来增长：3月18日，生态环境部受理福建漳州核电厂1、2号机组及中广核广东太平岭核电厂一期工程的环境影响报告书（建造阶段）。“华龙一号”作为国产三代核电的主力堆型，具备自主可控的优势，公司筹建的漳州一期采用了融合后“华龙一号”技术，年内有望FCD，为公司未来持续增长蓄力。

## ■ 中广核电力：装机规模中国第一、全球前三

- 台山电价落地，政策保障机组盈利：国家发改委核定台山一期试行上网电价按0.435元/千瓦时执行，且按照原则性满发原则安排发电计划，比全国核电标杆电价高出0.5分/千瓦时。
- 受益大湾区能源需求增长，新机组落地在即：在粤港澳大湾区的宏伟蓝图中，对稳定可靠、成本低廉、清洁环保的电力供给的需求将只增不减，《粤港澳大湾区发展规划纲要》提出优化能源供应结构，安全高效发展核电。公司控股股东中广核集团开发的“华龙一号”惠州太平岭核电开工在即，后续有望注入公司；且公司自己主导的AP1000陆丰一期也有望待中美关系改善后获批开建。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

● 中国核电控股装机容量预测



● 中广核电力管理装机容量预测 (含红沿河核电站)



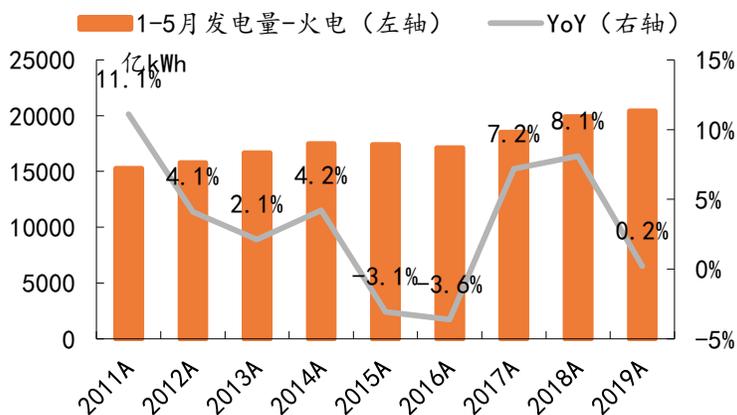
## 目录 CONTENTS

- 行业：需求不振，利用小时再次下滑
- 水电：天地人三才合一，量增价稳
- 核电：增速独占鳌头，政策呵护电价
- 火电：获益增值税红利，盈利修复寄望煤价
- 投资建议及风险提示

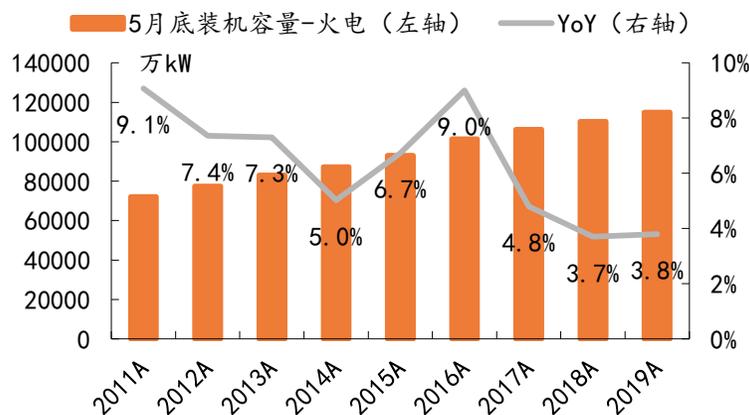
## 出力承压弱势运行，利用小时再次下滑

- 发电量：清洁能源持续压制，叠加用电需求不振，作为主力电源的火电呈现加速下滑的态势。1-5月份，全国火电发电量20409亿千瓦时，同比增长0.2%，比上年同期回落7.9个百分点。
- 装机容量：截至2019年5月底，全国6000千瓦及以上火电设备装机容量11.50亿千瓦，同比增长3.8%，比上年同期提高0.1个百分点。前5个月，全国火电新增装机容量1176万千瓦，与上年同期相比增加196万千瓦。
- 利用小时：1-5月份，全国火电设备累计平均利用小时1728小时，比上年同期减少48小时，降幅2.7%。

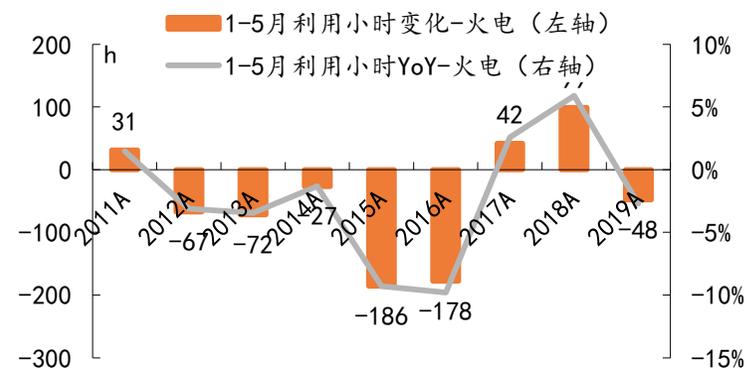
● 2019年1-5月火电发电量同比增长0.2%



● 2019年5月底火电装机容量同比增长3.8%



● 2019年1-5月火电利用小时同比减少48小时

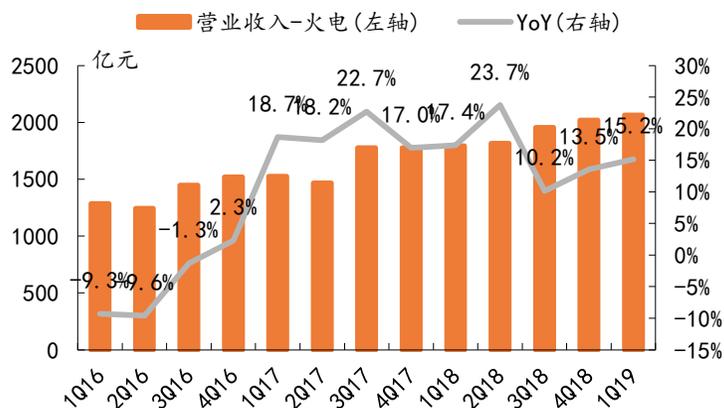


资料来源：国家统计局，国家能源局，中电联，平安证券研究所

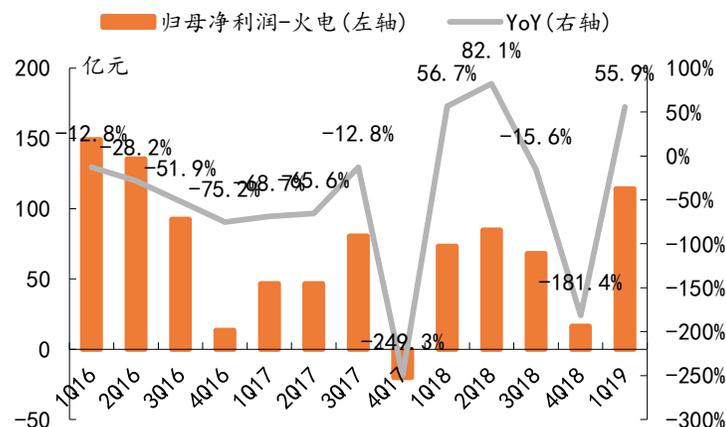
## 获益增值税红利，行业休养生息

- 盈利能力逐步修复：火电（包括热电）板块40家上市公司在1Q19营收同比增长15.2%，归母净利润同比增长55.9%。随着2H18电煤价格开始震荡下行，火电行业的盈利能力自4Q18起开始修复，1Q19单季度ROE、ROA已经达到近十个季度的最高值。
- 5月15日，国家发改委发布《关于降低一般工商业电价的通知》。政策文件没有明确要求火电将3%的增值税率调整差额让利给下游用户，即是表明将这笔收入补偿给已经连续两年亏损面超过50%的火电行业。
- 假设3%的增值税差额全部由火电企业留存，则对应营业收入增长2.65%；在其他条件不变的情况下，毛利率将由2018年的14.8%提升至17.4%，净利率将由4.4%提升至6.4%。

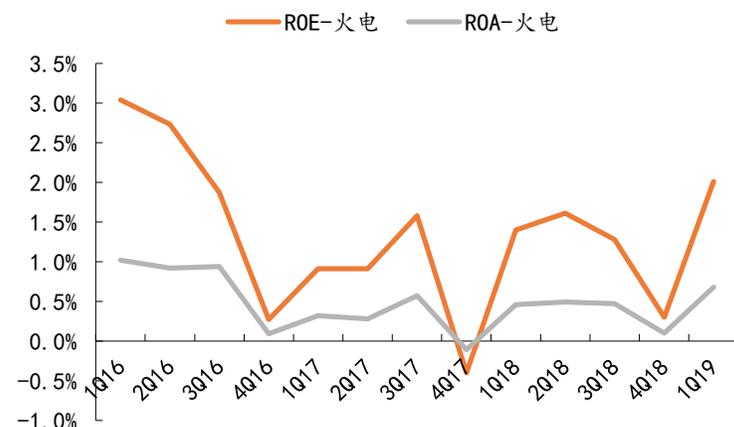
● 1Q19火电板块营业收入同比增长15.2%



● 1Q19火电板块归母净利润同比增长55.9%



● 1Q19火电板块ROE、ROA同比提升



资料来源：Wind，平安证券研究所

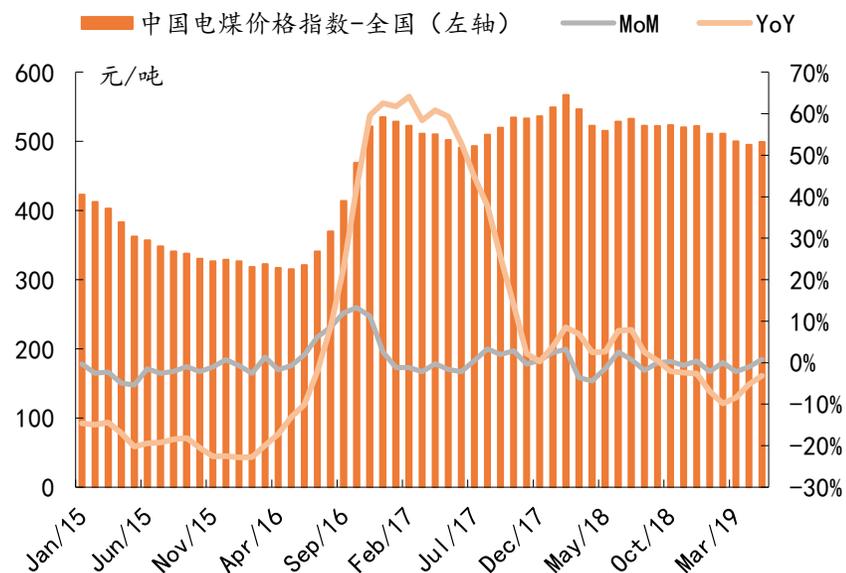
# 盈利修复完全依赖煤价，博弈创造机会

- 在单个机组装机容量确定的条件下，就火电单位装机的各项参数而言，供电煤耗、厂用电率、固定成本与各电厂的设备性能和管理技术有关，个体自身差异、变化较小；而上网电价、入炉煤价、利用小时主要受政策、市场、供需的影响而变化，是决定煤电企业盈利能力的关键因素。
- 按照2017年的数据，根据煤电盈利模型进行敏感性分析测算可知，上网电价每变化1.0%，则点火价差同向变化2.5%；电煤价格每变化1.0%，则点火价差反向变化1.5%；利用小时每变化1.0%，点火价差同向变化1.0%。由此可见，就对于煤电盈利的影响能力而言，上网电价>煤价>利用小时。2018年的数据尚未公布，但基本与2017年较接近，以上数据仍具备参考价值。
- 2019年前5个月火电利用小时再次下滑，在上网电价不变的情况下，盈利能力的修复仅能依靠电煤价格下降。而用电需求的下滑将带来电煤价格的下降，前5个月全国电煤价格指数均值同比下降6.8%。下半年煤价进一步下行的空间有多大、火电获得的利润空间是否会被释放给下游用户，均存在博弈的机会。

● 2017年煤电盈利模型度电点火价差敏感性测算

点火价差	电煤价格变化率										
	-5%	-4%	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
-5%	-5.0%	-6.5%	-8.0%	-9.5%	-11.0%	-12.5%	-14.0%	-15.5%	-17.0%	-18.5%	-20.0%
-4%	-2.5%	-4.0%	-5.5%	-7.0%	-8.5%	-10.0%	-11.5%	-13.0%	-14.5%	-16.0%	-17.5%
-3%	0.0%	-1.5%	-3.0%	-4.5%	-6.0%	-7.5%	-9.0%	-10.5%	-12.0%	-13.5%	-15.0%
-2%	2.5%	1.0%	-0.5%	-2.0%	-3.5%	-5.0%	-6.5%	-8.0%	-9.5%	-11.0%	-12.5%
-1%	5.0%	3.5%	2.0%	0.5%	-1.0%	-2.5%	-4.0%	-5.5%	-7.0%	-8.5%	-10.0%
上网电价变化率	7.5%	6.0%	4.5%	3.0%	1.5%	0.0%	-1.5%	-3.0%	-4.5%	-6.0%	-7.5%
0%	10.0%	8.5%	7.0%	5.5%	4.0%	2.5%	1.0%	-0.5%	-2.0%	-3.5%	-5.0%
1%	12.5%	11.0%	9.5%	8.0%	6.5%	5.0%	3.5%	2.0%	0.5%	-1.0%	-2.5%
2%	15.0%	13.5%	12.0%	10.5%	9.0%	7.5%	6.0%	4.5%	3.0%	1.5%	0.0%
3%	17.5%	16.0%	14.5%	13.0%	11.5%	10.0%	8.5%	7.0%	5.5%	4.0%	2.5%
4%	20.0%	18.5%	17.0%	15.5%	14.0%	12.5%	11.0%	9.5%	8.0%	6.5%	5.0%
5%											

● 全国电煤价格指数（CTCI指数）



资料来源：Wind，平安证券研究所

## 目录 CONTENTS

- 行业：需求不振，利用小时再次下滑
- 水电：天地人三才合一，量增价稳
- 核电：增速独占鳌头，政策呵护电价
- 火电：获益增值税红利，盈利修复寄望煤价
- 投资建议及风险提示

# 投资建议

- 行业评级：虽然2019年前5个月的用电量增速降至近三年最低，但部分原因在于上年同期冬季寒潮和夏季高温提前导致用电量超预期增长带来的高基数因素；开年以来三产及居民生活用电需求稳定，增速维持在10%左右，全年总用电量仍有望达到5%左右的预测值。前两批降低一般工商业的措施主要着力于增值税税率调整，暂未对上网电价造成负面影响；但在深化电力市场化改革的政策导向下，仍不能确定是否会要求电企通过市场化交易等其他方式让利于下游用户，因此我们维持行业“中性”评级。
- 投资建议：主要电源类型中，水电保持着开年以来的强劲增长势头，利用小时一枝独秀，业绩超越预期；核电在装机增长的推动下出力大幅提升，利润开始释放；清洁能源持续压制，叠加用电需求不振，作为主力电源的火电呈现加速下滑的态势，但受益于电煤价格下行，盈利能力逐步修复。在电改不断推进、竞价上网时代即将到来的时代背景下，成本端更具优势的水电、核电相比煤电将更有竞争力。我们持续推荐大水电及核电这两类优质资产，水电板块推荐水火共济、攻守兼备的国投电力，建议关注全球水电龙头长江电力、以及华能水电、湖北能源；核电板块强烈推荐A股纯核电运营标的中国核电，推荐参股多个核电项目的浙能电力、申能股份，建议关注拟回归A股、国内装机第一的中广核电力（H）；火电板块建议关注全国龙头华能国际、国电投旗下上海电力。

## ● 重点公司盈利预测

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E			评级	
		2019/6/21	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E		2021E
中国核电	601985.SH	5.59	0.30	0.44	0.48	0.53	18.4	12.6	11.6	10.5	强烈推荐
国投电力	600886.SH	8.11	0.64	0.66	0.72	0.79	12.6	12.2	11.2	10.3	推荐
申能股份	600642.SH	6.13	0.40	0.51	0.66	0.72	15.3	11.9	9.3	8.5	推荐
浙能电力	600023.SH	4.44	0.30	0.45	0.54	0.59	15.0	9.8	8.3	7.5	推荐
华能国际	600011.SH	6.66	0.09	0.28	0.35	0.38	72.7	24.1	19.3	17.7	中性
中广核电力	01816.HK	2.23	0.19	0.22	0.25	0.25	10.2	9.1	7.7	7.8	未评级

注：股价单位为原始货币，EPS单位为人民币，PE按照当日汇率换算。

## 风险提示

- 利用小时下降：电力工业作为国民经济运转的支柱之一，供需关系的变化在较大程度上受到宏观经济运行状态的影响，将直接影响到发电设备的利用小时数。
- 上网电价降低：下游用户侧降低销售电价的政策可能向上游发电侧传导，导致上网电价降低；随着电改的推进，电力市场化交易规模不断扩大，可能拉低平均上网电价。
- 煤炭价格上升：煤炭优质产能的释放进度落后，且安监、环保限产进一步压制了煤炭的生产和供应，导致电煤价格难以得到有效控制；对于以煤机为主的火电企业，燃料成本上升将减少利润。
- 政策推进滞后：国内部分地区的电力供需目前仍处于供大于求的状态，可能影响存量核电机组的电量消纳、以及新建核电机组的开工建设。
- 降水量减少：水电的经营业绩主要取决于来水和消纳情况，而来水情况与降水、气候等自然因素相关，可预测性不高。

## 股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

## 行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

## 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2019版权所有。保留一切权利。