

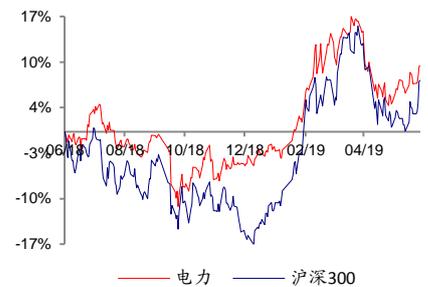
# 电力行业 2019 年中期策略

## 利用小时受挤占但煤价下跌弹性更大 优选沿海沿江&火电需求好的地区

行业评级 **买入**

前次评级 买入  
报告日期 2019-06-24

相对市场表现



### ● ROE 提升带动盈利估值双提升，超额收益显著

以火电龙头华能国际为例，其在 2003-2004 年、2012-2015 年、2018 年均较好的超额收益。火电的超额收益主要来自估值提升，而 PB 提升的核心原因 ROE 的提升。此外，A 股火电的超额收益还和市场风险偏好有关，风险偏好下降的时候利好火电。

### ● 当前火电盈利对煤价更敏感

火电企业折旧、人工等成本费用相对稳定，影响边际利润的三个关键要素：电价、利用小时、煤价。从主要火电公司点火价差和度电燃料成本的关系看，当前火电公司度电燃料成本是点火价差的 2 倍左右。当前火电电价下行幅度有限，火电盈利对煤价更为敏感。

### ● 对比 2018 年，港口煤价面临更大下行压力

相较于 2018 年，2019 年 1-5 月份全社会用电量增速下台阶，同时水电来水较好持续挤压火电出力，火电发电量 2019 年 1-5 月同比仅增长 1.9%，5 月同比下降 4.9%。在此大背景下，由于（1）用电量增速下行；（2）沿海地区控煤；（3）水电较好、沿海省份电量输入较多，挤占沿海地区火电厂出力，沿海电厂日耗同比下滑较多（1-5 月沿海六大电厂煤耗累计下滑 8.4%，5 月同比下滑 19%），且库存处于较高水平，因此港口动力煤价格下行压力较大。若下半年来水持续偏好，则港口动力煤价格下行压力进一步增加。

### ● 优选沿海沿江&火电需求好的地区

投资策略上，优先选择沿海、沿江动力煤价格跌幅较大的区域，和（或）火电利用小时数同比改善的区域，经过筛选，优先选择湖北（火电发电量增速 25.6%，电煤指数下跌 7.7%，均为 2019 年 1-5 月份数据，下同）、安徽（火电发电量增速 8.0%，电煤指数下跌 5.6%）、内蒙古（火电发电量增速 5.8%，蒙西电煤指数下跌 5.5%）、河北（火电发电量增速 5.7%，冀北冀南电煤指数分别下跌 5.5%、4.5%）等地区。投资标的上，优先选择长源电力、皖能电力、华能国际（A 股）、华能国际电力股份（H 股）、建投能源、内蒙华电、京能电力。水电建议关注长江电力、华能水电。

### ● 风险提示

电力供需形势恶化；电价下调风险；煤价上涨风险；来水不及预期；装机投产不及预期；利率上行风险。

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:4 月用电增长 2019-05-21

5.8%、发电增长 3.8%，火电发电增速由正转负

电力行业 18 年及 19 年 Q1 总 2019-05-08

结:火电盈利持续修复,水电稳健增长

**重点公司估值和财务分析表**

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期		值	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
华电国际	600027.SH	CNY	3.86	2019/5/14	买入	6.5	0.30	0.41	12.69	9.34	5.91	5.38	7.2%	9.7%
华电国际 电力股份	01071.HK	HKD	3.20	2019/5/14	买入	4.2	0.36	0.48	8.99	6.62	6.31	5.74	7.2%	9.7%
华能国际	600011.SH	CNY	6.53	2019/4/11	买入	8.4	0.30	0.46	21.44	14.10	7.69	6.68	5.4%	7.6%
华能国际 电力股份	00902.HK	HKD	4.62	2019/4/11	买入	6.5	0.36	0.54	12.97	8.53	7.61	6.61	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, 汇率按照 1 港币对应 0855 人民币计算。

## 目录索引

为什么买火电 .....	5
火电超额收益驱动因素 .....	5
火电盈利三要素及敏感性 .....	7
今年跟 18 年和 12 年有何相同和不同? .....	9
如何选择投资标的 .....	12
优先选择煤价跌幅更大的地区: 沿海&沿江地区 .....	12
优先选择利用小时改善的地区: 部分内陆省份 .....	13
核心假设及利润弹性 .....	19

## 图表索引

图 1: 华能国际 AH 股历史上超额收益 .....	5
图 2: 华能国际 H 股超额收益基本由估值提升驱动 .....	5
图 3: 华能国际 AH 股股价表现在部分时段略有差异 .....	6
图 4: 华能国际 A 股表现与市场风险偏好负相关 .....	6
图 5: 华能国际 H 股 PB 和 ROE 的关系 .....	7
图 6: 华能国际 A 股 PB 和 ROE 的关系 .....	7
图 7: 火电盈利驱动因素分解 .....	8
图 8: 火电盈利三要素: 电价、煤价、利用小时 .....	8
图 9: 华能国际单位燃料成本和点火价差 .....	9
图 10: 华能国际单位燃料成本和点火价差的关系 .....	9
图 11: 历史上 2012 年和 2018 年华能国际 (A 股) 均有较好的超额收益 .....	10
图 12: 全社会用电量增速 (%) .....	10
图 13: 火电装机增速 (%) .....	10
图 14: 火电和水电发电量增速 .....	10
图 15: 火电和水电利用小时同比 .....	10
图 16: 煤炭供需情况 (%) .....	11
图 17: 煤炭供需和动力煤价格 (% , 元/吨) .....	11
图 18: 19 年 1-5 月沿海六大电厂煤耗累计下滑 8.4% .....	11
图 19: 沿海电厂库存处于较高水平 (万吨) .....	11
图 20: 19 年 1-5 月份各地电煤指数同比变化 .....	13
图 21: 各省用电量增速 (%) .....	14
图 22: 各省 19 年 1-5 月用电量累计增速 .....	14
图 23: 各省发电量/用电量的比例 .....	15
图 24: 各省发电量增速 (%) .....	15
图 25: 2018 年各省水电发电量及占比 .....	16
图 26: 各省水电发电量增速 (%) .....	16
图 27: 2019 年 1-5 月份各省水电发电量累计增速分布情况 .....	17
图 28: 各省火电用电量增速 (%) .....	18
图 29: 各省火电装机同比增速 .....	18
图 30: 2019 年 1-5 月份全国各省火电发电量累计增速分布 .....	19
表 1: 主要火电公司点火价差及度电燃料成本 .....	9
表 2: 当前火电所处环境和 2012 年跟 2018 年对比 .....	11
表 3: 核心假设 .....	19
表 4: 核心假设下火电公司利润弹性测算 .....	20
表 5: 煤价变动对火电公司盈利敏感性分析 .....	20
表 6: 煤价变动对火电公司 ROE 敏感性分析 .....	21
表 7: 行业内公司估值比较表 .....	21

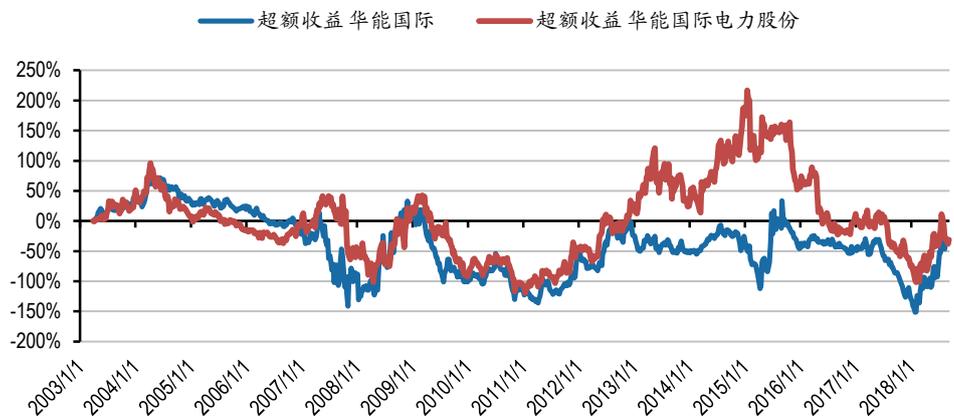
## 为什么买火电

### 火电超额收益驱动因素

以火电龙头华能国际为例，其在2003-2004年、2012-2015年、2018年均较好的超额收益。AH股超额收益略有差异，其中港股的超额收益和PB估值提升的区间匹配度较好，因此港股火电的超额收益主要来自估值提升，即火电股估值提升的时候可以跑赢大盘。

为何A股和H股超额收益有差异？差异的区间主要体现在2013年年初到2016年初、2018年下半年，而这段时间正好是创业板大幅跑赢（跑输）主板的时候。因此，A股火电的超额收益还和市场风险偏好有关，风险偏好下降的时候利好火电。

图1：华能国际AH股历史上超额收益



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：A股超额收益基准为沪深300，港股超额收益基准为恒生指数。

图2：华能国际H股超额收益基本由估值提升驱动



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：超额收益基准为恒生指数，PB为PB(MRQ)

图3：华能国际AH股股价表现在部分时段略有差异



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：华能国际A股表现与市场风险偏好负相关

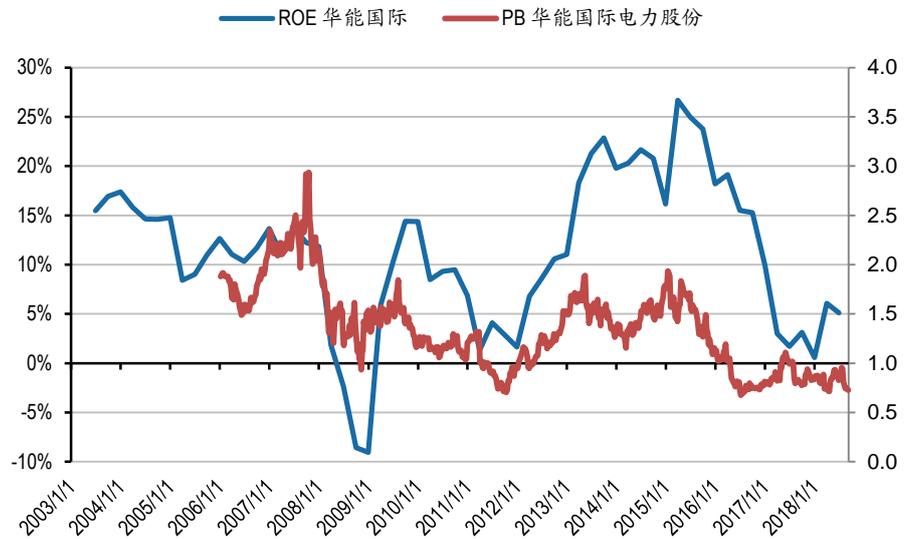


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：创业板指超额收益指创业板指和上证综指收益率之差；华能国际AH超额收益是华能国际A股和H股收益率之差。

**PB提升的核心原因ROE的提升。**当前火电ROE和估值都处在历史底部，ROE和PB有一定提升空间。

图5：华能国际H股PB和ROE的关系



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：ROE 为年化扣非平均 ROE，PB 为 PB (MRQ)

图6：华能国际A股PB和ROE的关系



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：ROE 为年化扣非平均 ROE，PB 为 PB (LF)

## 火电盈利三要素及敏感性

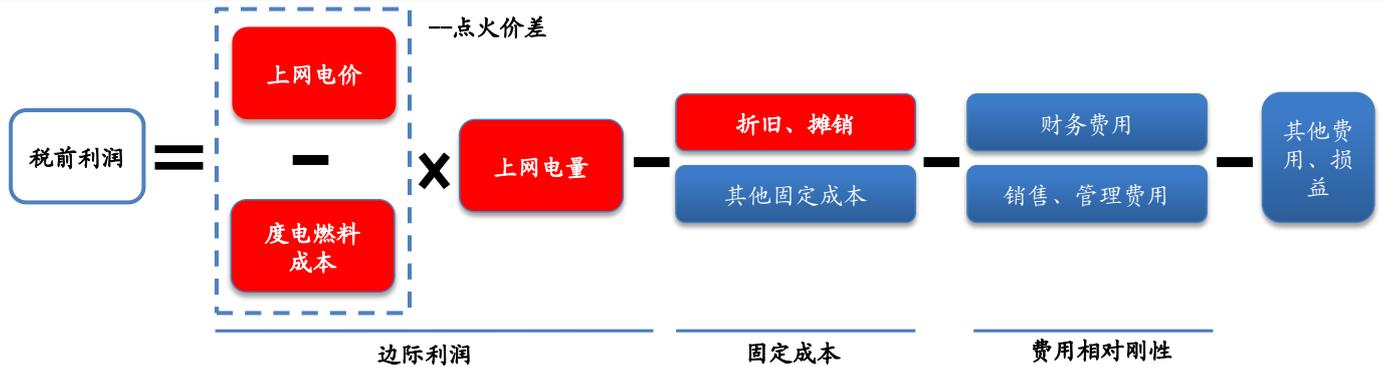
火电企业折旧、人工等成本费用相对稳定，影响边际利润的三个关键要素：电价、利用小时、煤价，三要素对火电企业盈利弹性各不相同。

假设电价（不含税）0.35元/千瓦时，单位燃料成本0.25元/千瓦时，点火价差0.1元/

千瓦时。电价提升1%，则边际税前利润为 $0.35 \times 1\% = 0.35\%$ ，弹性最大；煤价下跌1%，燃料成本下跌带来的边际税前利润为 $0.25 \times 1\% = 0.25\%$ ，弹性次之；利用小时提升1%，对应发电量提升1%（假设装机不变），边际税前利润为 $0.1 \times 1\% = 0.1\%$ ，弹性次之。煤价和利用小时的弹性比较，取决于点火价差和燃料成本的关系。

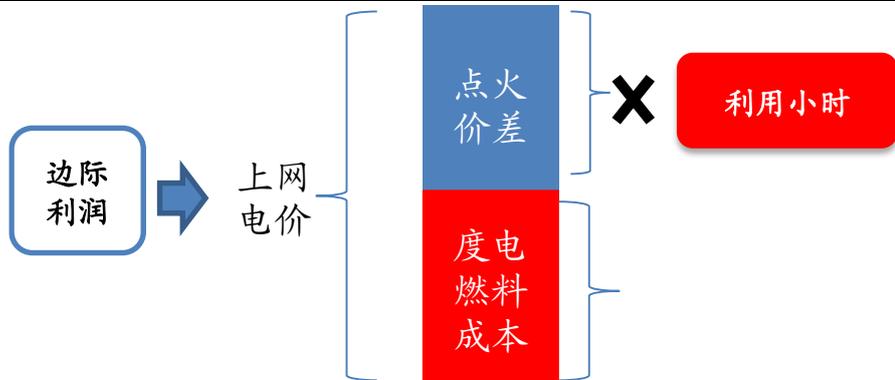
从主要火电公司点火价差和度电燃料成本的关系看，当前火电公司度电燃料成本是点火价差的2倍左右，意味着当前煤价变动1%对公司边际利润的弹性是利用小时数变动1%对公司边际利润弹性的2倍左右。

图7：火电盈利驱动因素分解



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图8：火电盈利三要素：电价、煤价、利用小时



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图9：华能国际单位燃料成本和点火价差

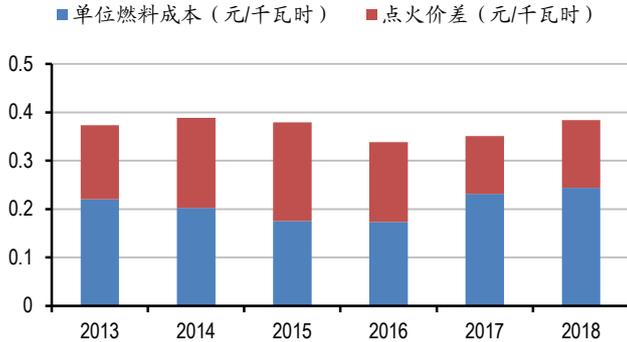
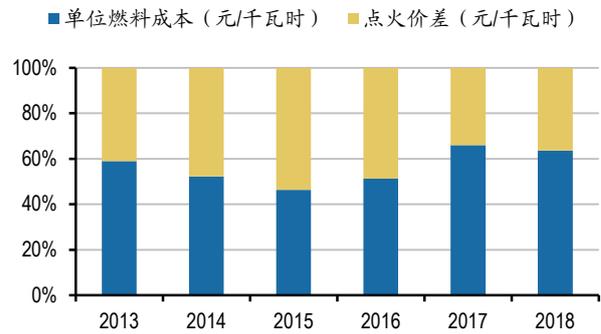


图10：华能国际单位燃料成本和点火价差的关系



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表1：主要火电公司点火价差及度电燃料成本

	度电煤耗成本 (元/千瓦时)	点火价差 (元/千瓦时)	燃料成本/点火价差
	2018	2018	2018
华能国际	0.24	0.14	1.74
华电国际	0.25	0.11	2.37
大唐发电	0.23	0.11	2.14
国电电力	0.18	0.11	1.7
浙能电力	0.29	0.08	3.82
粤电力 A	0.25	0.13	1.97
豫能控股	0.23	0.09	2.65
赣能股份	0.25	0.11	2.37
长源电力	0.24	0.13	1.78
建投能源	0.19	0.12	1.58
内蒙华电	0.12	0.13	0.87

数据来源：各公司年报，广发证券发展研究中心

## 今年跟 18 年和 12 年有何相同和不同？

以华能国际为例，其2012年和2018年均较好的超额收益，通过对比2012年和2018年，能更好的理解当前火电板块所处的位置。

图11: 历史上2012年和2018年华能国际(A股)均有较好的超额收益



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 超额收益基准为沪深 300 指数。

图12: 全社会用电量增速 (%)



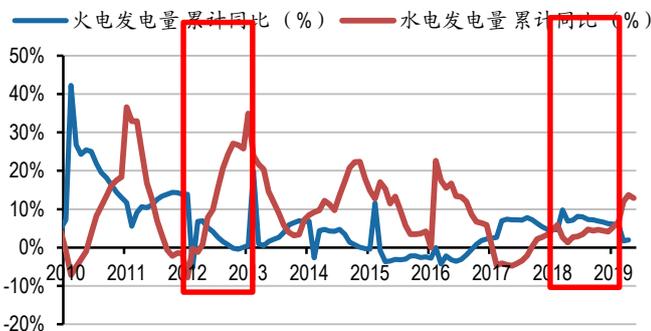
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图13: 火电装机增速 (%)



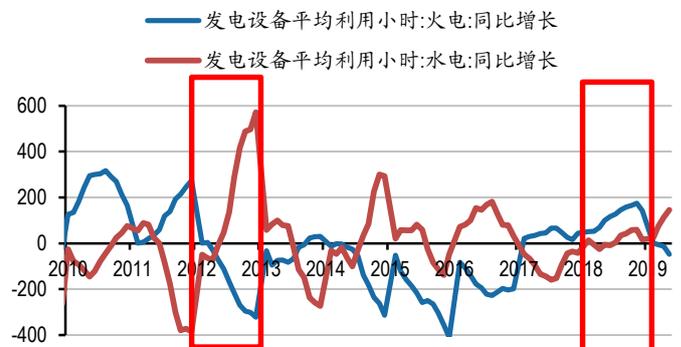
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 火电和水电发电量增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图15: 火电和水电利用小时同比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图16: 煤炭供需情况 (%)



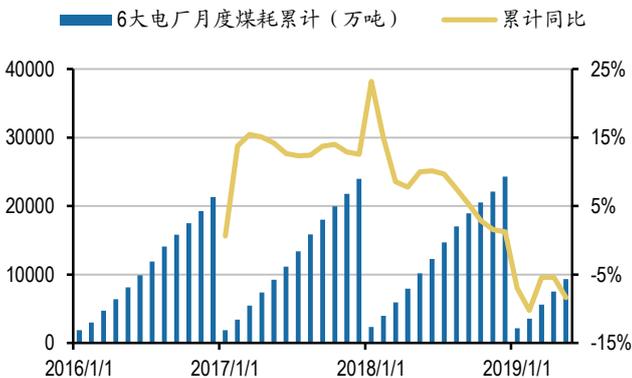
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图17: 煤炭供需和动力煤价格 (% , 元/吨)



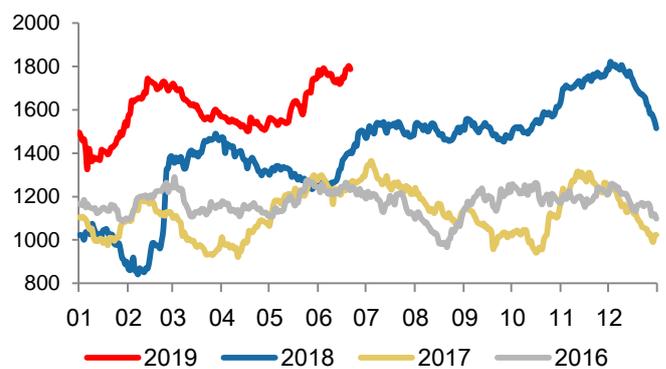
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图18: 19年1-5月沿海六大电厂煤耗累计下滑8.4%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图19: 沿海电厂库存处于较高水平 (万吨)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

**对比2012年:** 2012年火电实现超额收益的主要原因在于煤价的大幅下跌, 而煤价大幅下跌一方面在于煤炭经历前几年的较高的固定资产投资, 供给宽松; 另一方面6-10月来水较好 (水电发电量分别同比增长19%、34%、48%、52%、53%) 严重冲击火电出力, 导致煤炭需求大幅下滑。当前与2012年类比, 利好火电的地方在于用电需求下台阶、且火电受水电挤压出力减少, 导致对煤炭需求下降, 可能对煤价造成下行压力; 不利于火电的地方在于当前煤炭供给偏紧。

**对比2018年:** 2012年火电实现超额收益的主要原因, 一方面市场震荡下跌, 风险偏好下降; 另一方面, 火电基本面改善: 利用小时同比改善, 翘尾效应电价同比上升, 煤价需求前高后低, 市场预期煤价回落。当前与2018年相比, 利好火电的地方在于用电需求进一步下行且沿海电厂日耗继续下行, 港口煤价面临更大的下行压力; 不利于火电的地方在于利用小时数同比可能下降、电价同比有下行压力。

表2: 当前火电所处环境和2012年跟2018年对比

	2012年	2019年
相同点	需求回落: 2012年, 社会用电量增速从11	需求回落: 2019年1-5月, 用电量增速从12

	年的12%断崖式下跌至6%	年的8.5%回落至4.9%
<b>相同点</b>	火电受挤占: 火电受水电挤占严重, 水电同比增长26%, 火电同比0.1%	火电受挤占: 火电受水电挤占严重, 1-5月水电同比增长12.9%, 火电同比1.9%
<b>不同点</b>	火电装机增速较快(7%左右)	火电装机增速放缓(3%左右)
<b>不同点</b>	煤炭供给宽松: 煤炭经历08-12年高速的固定资产投资, 供给较快, 2012上半年年原煤产量增长7.7%	煤炭供给偏紧: 煤炭受安监环保等因素供给偏紧, 1-5月份原煤产量增长0.9%
<b>不同点</b>	煤价高位大幅下跌: 煤价经历上涨, 处于较高的位置, 2012年整体下跌, 秦皇岛5500大卡动力煤均价从2011年的819元/吨下降至2012年的701元/吨, 降幅14%。	煤价高位小幅下跌: 2019年年初至6月21日, 秦皇岛5500大卡动力煤均价平均605元/吨, 比18年同期下降57元/吨(8.6%)
<b>股价表现</b>	市场风险偏好较低, 沪深300 上涨8%, 华能国际上涨34%	市场风险偏好较高, 2019年1月1日至6月21日, 沪深300 上涨27%, 华能国际下跌10%
	2018年	2019年
<b>相同点</b>	沿海六大电厂煤耗同比增长1.2%, 低于全行业火电发电增速6.0%。	1-5月沿海六大电厂煤耗累计同比减少8.4%, 低于全行业火电发电量增速1.9%。
<b>不同点</b>	2018年煤炭供给宽松, 原煤产量同比增长5.2%	2019年煤炭供给偏紧, 1-5月份供给增长0.9%
<b>不同点</b>	18年用电需求旺盛, 同比增长8.5%	19年1-5月用电增速回落至4.9%
<b>不同点</b>	18年水电出力一般, 水电发电量同比增长4.1%, 火电发电量增长6.0%。	19年来水较多, 挤占火电出力, 1-5月水电同比增长12.9%, 火电同比1.9%。
<b>股价表现</b>	市场风险偏好较低, 沪深300下跌25%, 华能国际上涨21%	市场风险偏好较高, 2019年1月1日至6月21日, 沪深300 上涨27%, 华能国际下跌10%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 如何选择投资标的

在我国煤炭产地较为集中的背景下, 坑口、沿海等不同地区动力煤价格差异较大且变动幅度不尽相同, 同时各省用电需求、清洁能源发电情况不同, 各地火电利用小时数趋势不一。根据当前火电企业的度电燃料成本和点火价差的关系, 煤价对火电企业的盈利弹性高于利用小时对火电企业盈利的弹性, 因此选股策略为优先选择动力煤跌幅较大&火电利用小时数同比改善的区域, 其次为动力煤跌幅较大或利用小时数同比改善明显的区域。

### 优先选择煤价跌幅更大的地区: 沿海&沿江地区

这里我们选取电煤指数作为各地动力煤价格参考。中国电煤价格指数主要反映全国及各省电煤到厂价, 发布热值为5000大卡代表规格品的电煤价格, 监测区域覆盖全国30个省份(西藏除外), 采价样本为各省主要燃煤发电企业、主要煤炭生产企业、主要煤炭转运港口、煤炭贸易商等1600多家企业。中国电煤价格指数以2014年1月

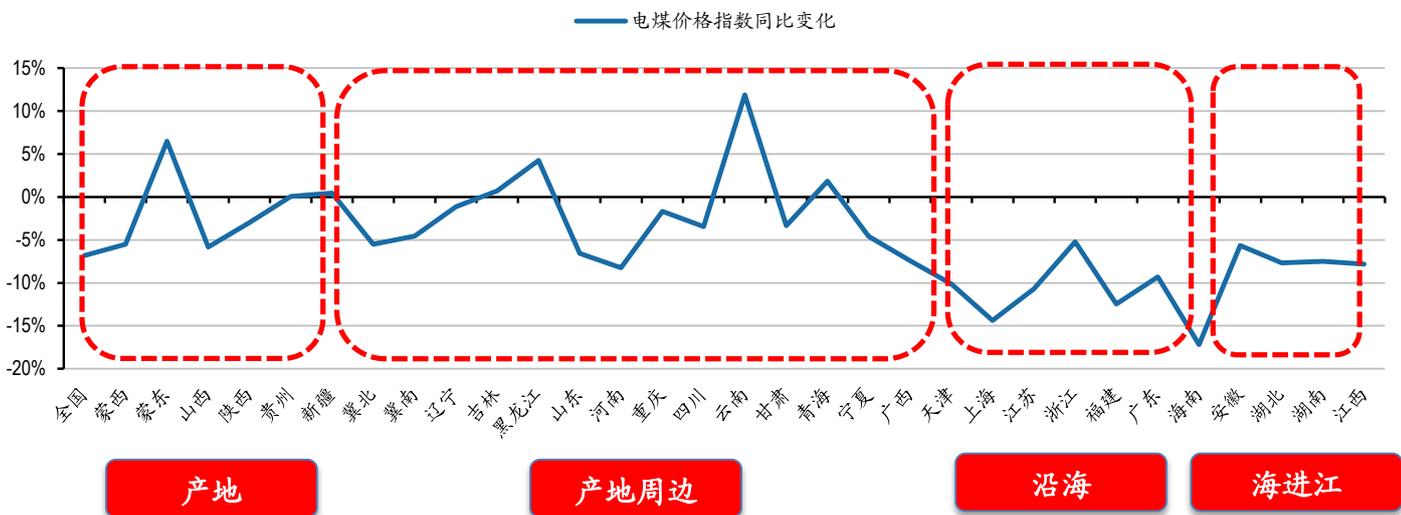
为基期，2015年底按月试行发布，2016年1月起正式按月发布。

为什么选电煤指数：1.比港口价格、产地价格等，电煤指数是反映电煤的到厂价格，直观反映电厂入炉单价和燃料成本。2.电煤指数可以细化到每个省份，跟踪每个省份的动力煤价格；3.电煤指数是综合成本，涵盖了下水煤、陆运煤、进口煤等综合燃料成本。

电煤指数的不足：电煤指数更新频率为月度，频率较低；更新时间为次月15日，有一定延迟。

沿海沿江地区动力煤价格跌幅更大。从电煤指数看，2019年1-5月份，产地及产地周边地区动力煤价格跌幅多在0%-5%之间，而沿海地区跌幅较大，普遍在10%左右；沿江地区（海进江区域）普遍在5%-10%。

图20：19年1-5月份各地电煤指数同比变化

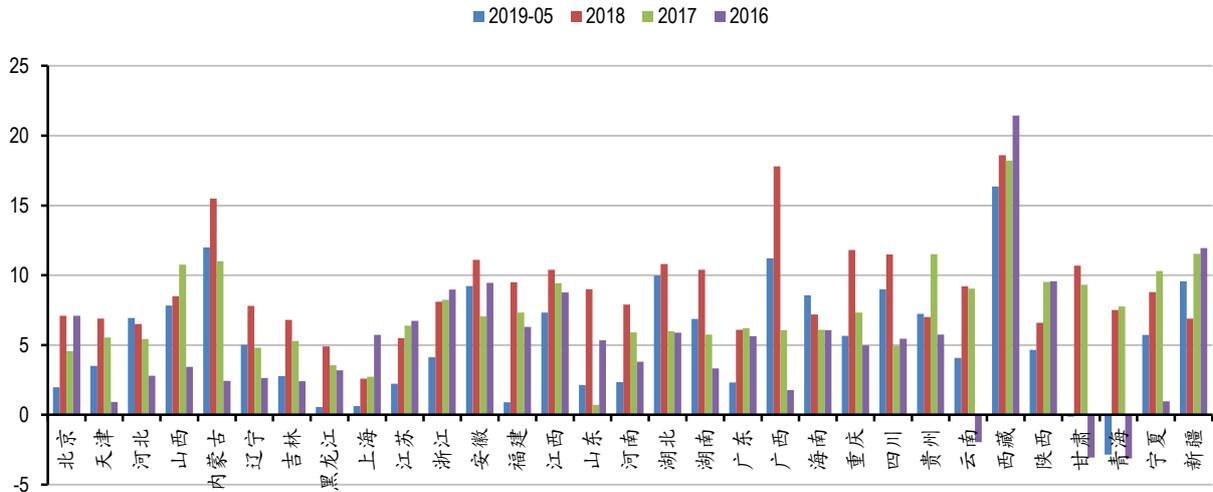


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

### 优先选择利用小时改善的地区：部分内陆省份

首先看用电需求。随着沿海地区的制造业想内陆地区转移，沿海地区的用电量增速下降，内陆部分地区用电量增速提升。2019年1-5月，用电量增速较快的省份包括：内蒙古（12.0%）、安徽（9.2%）、江西（7.3%）、湖北（10.0%）、四川（9.0%）、河北（6.9%）、山西（7.8%）。

图21: 各省用电量增速 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 2019 年为累计同比

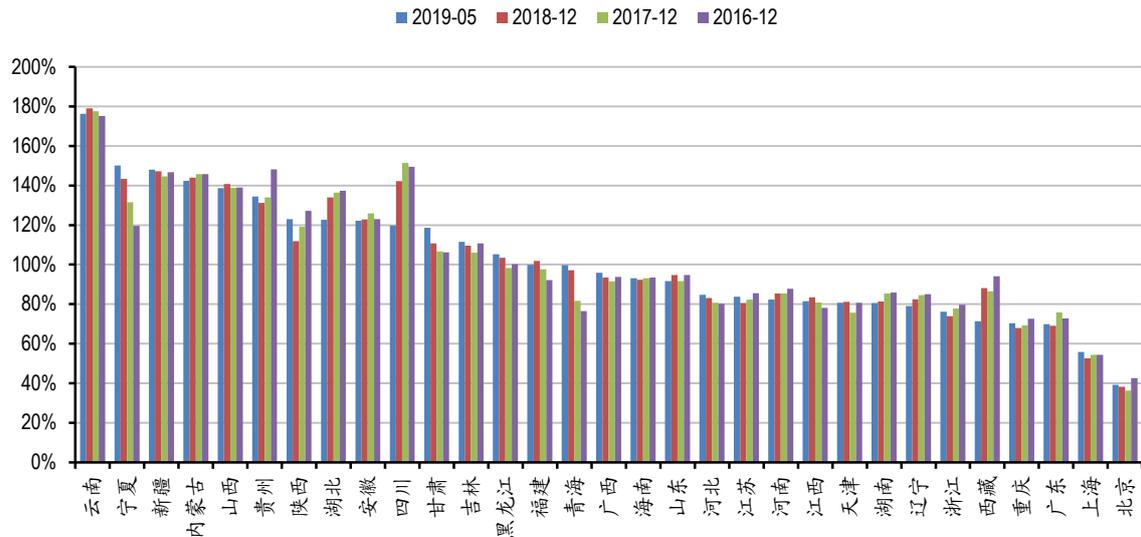
图22: 各省19年1-5月用电量累计增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

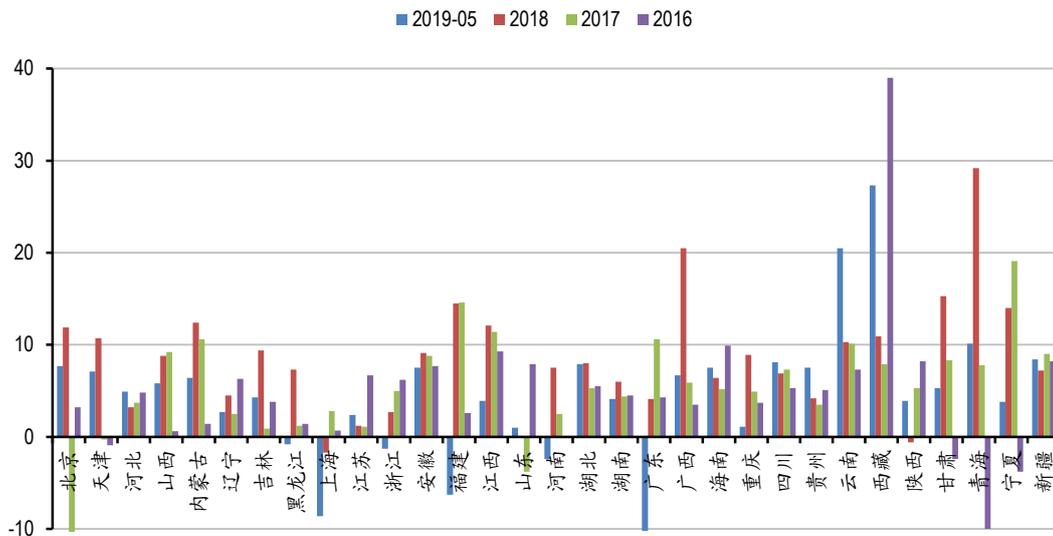
其次, 看发电量增速。部分省份存在电量外输和输入, 其中, 云南、新疆、内蒙、山西、贵州等地, 电量外送较多, 广东、上海、北京、浙江等地, 电量输入较多。综合考虑电量输入输出, 2019年1-5月份, 发电量增速较高的省份包括: 云南(20.5%)、四川(8.1%)、贵州(7.5%)、湖北(7.9%)、安徽(7.5%)、广西(6.7%)、内蒙古(6.4%)、山西(5.8%)、河北(4.9%)等。

图23: 各省发电量/用电量的比例



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图24: 各省发电量增速 (%)

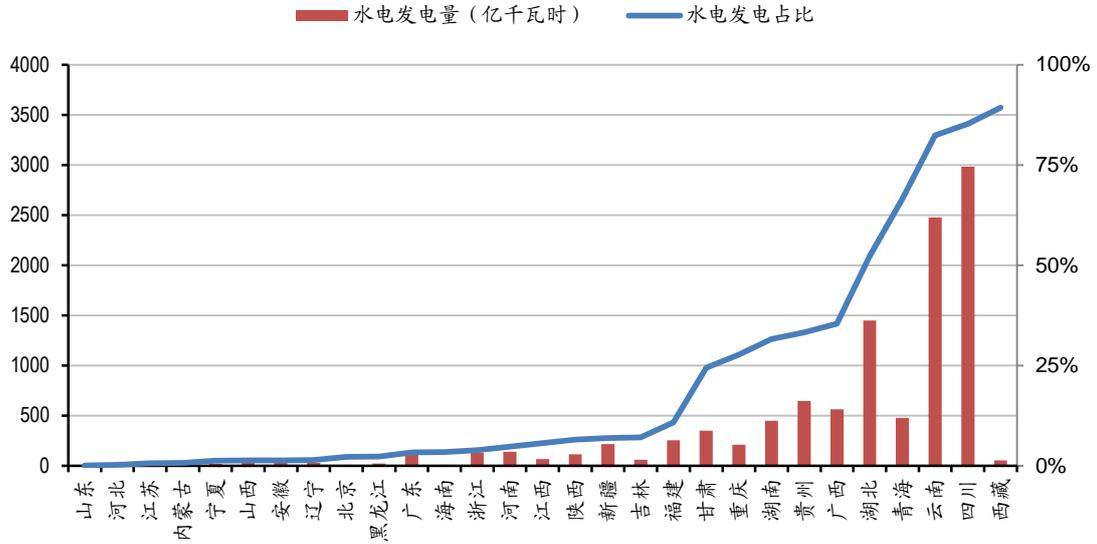


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 2019年为累计同比

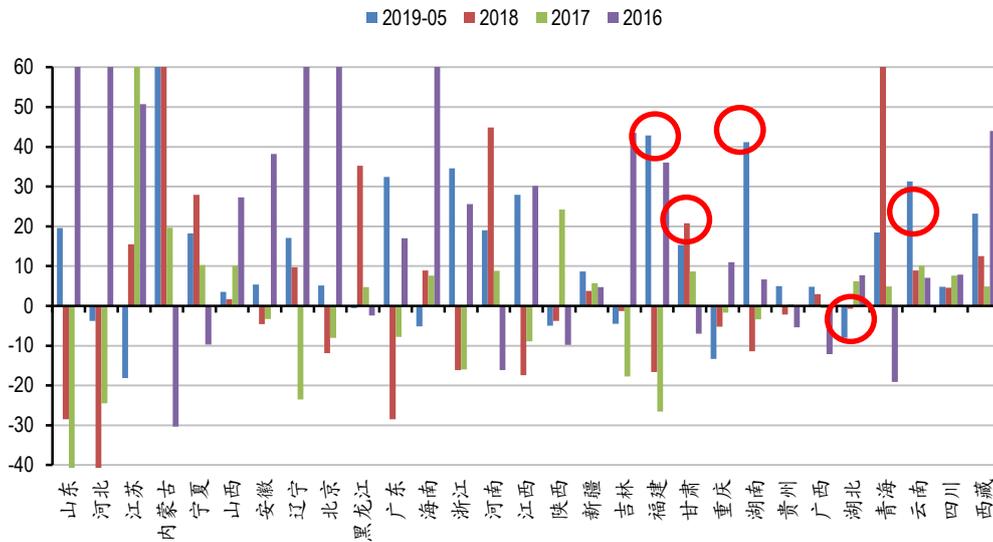
再次，看当地水电出力。大部分南方地区水电发电量占比较多，由于水电相较于火电具有优先上网权，水电的出力多少将影响火电出力。其中水电发电及占比较大的省份包括：四川（85%）、云南（82%）、湖北（52%）、贵州（33%）、广西（35%）、湖南（32%）。其中，2019年1-5月水电发电量同比增长较快的省份包括：福建（42.9%）、湖南（41.2%）、浙江（34.6%）、云南（31.3%）、江西（27.9%）等；同比降幅较大的省份包括：湖北（-8.0%）、重庆（-13.3%）。

图25: 2018年各省水电发电量及占比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图26: 各省水电发电量增速 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 2019年为累计同比

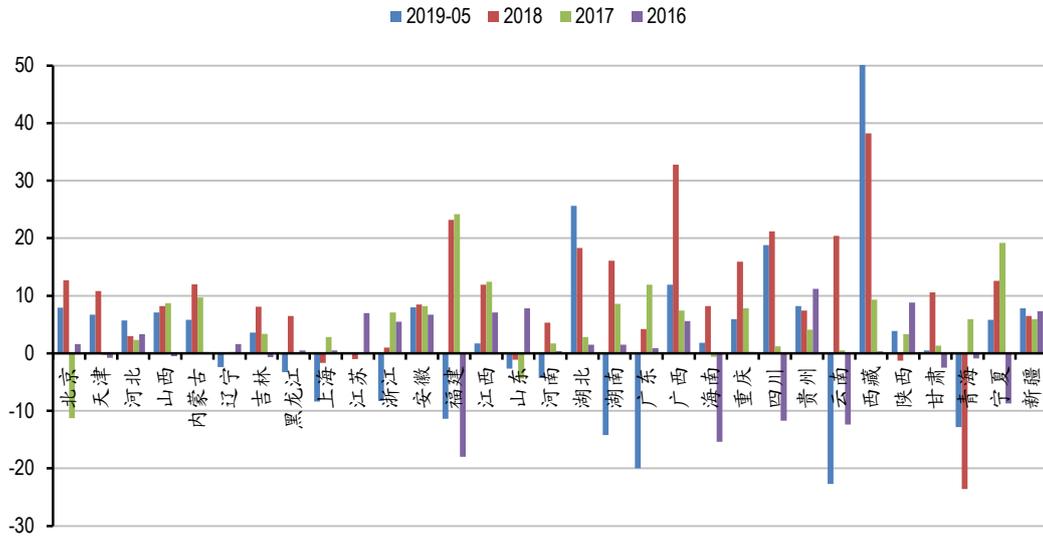
图27：2019年1-5月份各省水电发电量累计增速分布情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

综合考虑各省用电量需求、电量输入输出、水电出力等因素，2019年1-5月份，火电发电量增速较高的省份包括：湖北（25.6%）、广西（11.9%）、安徽（8.0%）、山西（7.1%）、内蒙古（5.8%）、河北（5.7%）等；火电发电量增速较低的省份包括：广东（-20.0%）、湖南（-14.2%）、福建（-11.4%）、上海（-8.4%）、浙江（-8.3%）、山东（-2.7%）、江苏（0.0%）、云南（-22.7%）等。因此，优先选择上述火电发电增速较高的省份，规避上述火电发电负增长的地区。

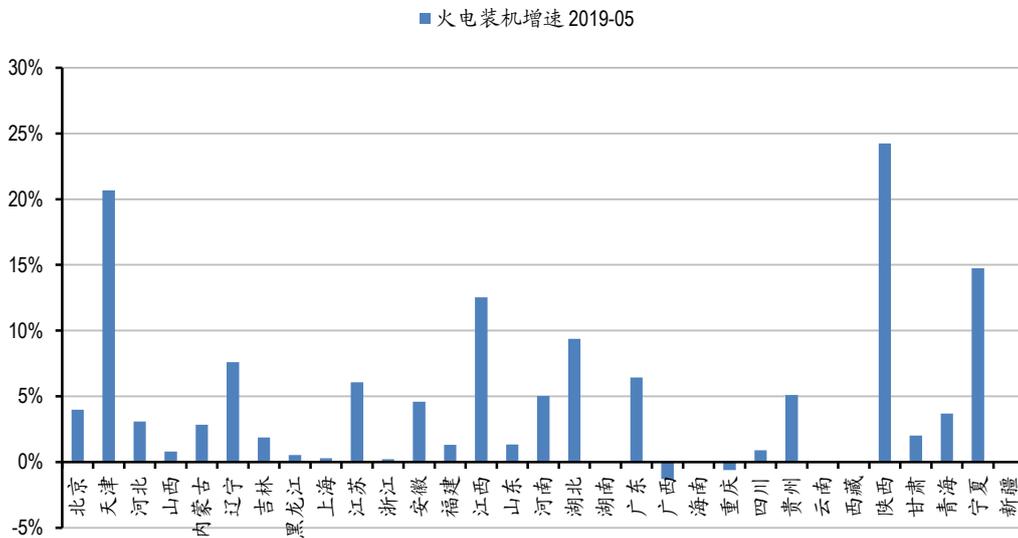
图28: 各省火电用电量增速 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

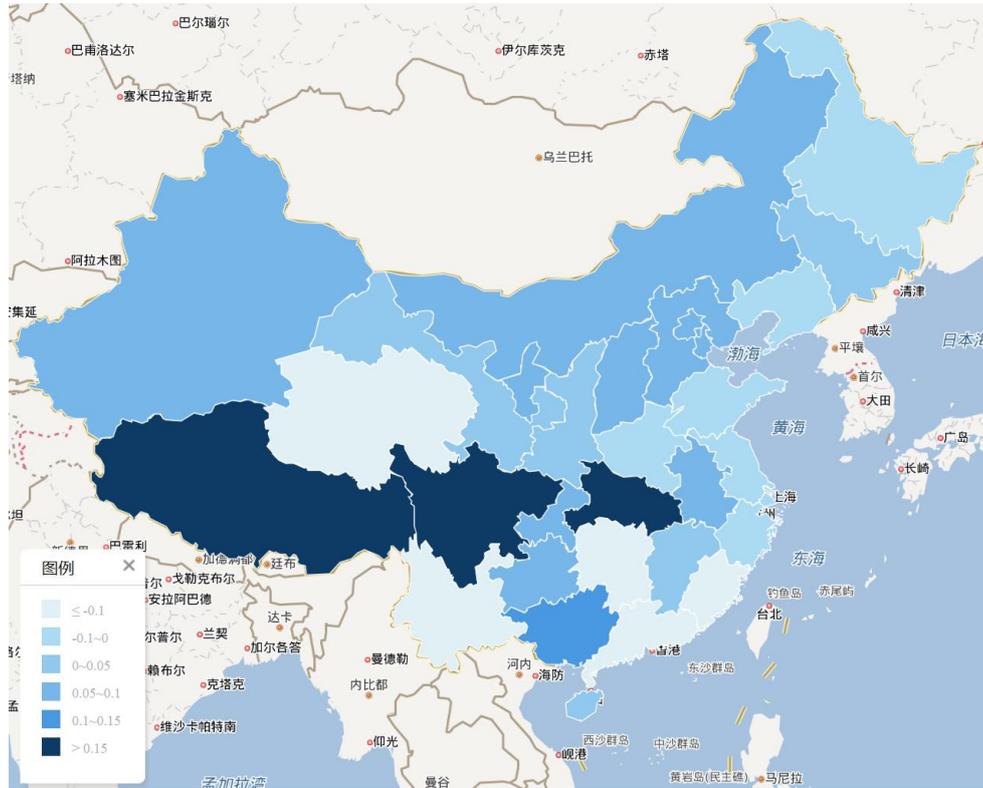
注: 2019年为累计同比

图29: 各省火电装机同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图30: 2019年1-5月份全国各省火电发电量累计增速分布



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 核心假设及利润弹性

核心假设:

1. 利用小时变动: 根据各省2019年1-5月份火电发电量及当地装机增速估算;
2. 动力煤价格: 假设沿海、沿江和内陆地区2019年5500大卡动力煤采购成本分别下降约15%、10%、5%, 同时考虑到火电公司存货一般采取加权平均法计量, 导致公司燃料成本降幅略低于市场采购价格跌幅;
3. 假设2019年标杆电价含税价不变, 平均市场化比例由40%提升至60%, 市场化电价折价10%, 则2019年电价同比2018年下降2%;
4. 装机规模增长根据各公司在建项目投产计划测算。

表3: 核心假设

	利用小时变动%	利用小时变动值 (小时)	含税电价变动比例	装机规模增长	5500 大卡动力煤采购成本变动% (元/吨, 除税)	5500 大卡动力煤采购成本变动 (元/吨, 除税)	增值税率
华能国际	0	0	-2%	2.3%	-8%	-50	13%
华电国际	-2%	-85	-2%	11.0%	-3%	-20	13%
大唐发电	0	0	-2%	2.0%	-3%	-18	13%
国电电力	0	0	-2%	2.0%	-3%	-14	13%

浙能电力	-5%	-195	-2%	2.0%	-12%	-93	13%
皖能电力	2%	73	-2%	13.4%	-8%	-48	13%
粤电力 A	-10%	-426	-2%	2.0%	-12%	-77	13%
长源电力	10%	463	-2%	0.0%	-8%	-49	13%
建投能源	3%	157	-2%	9.0%	-3%	-15	13%
内蒙华电	5%	242	-2%	11.9%	-3%	-8	13%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表4: 核心假设下火电公司利润弹性测算

	税前利润	所得税率	少数股东 损益比例	净利润	归母净利 润	归母权益	少数股东 损益比例	归母净利润	归母净利 润弹性
	(亿元)	(%)	(%)	(亿元)	(亿元)	(亿元)	(%)	(亿元)	
	2018		2018	2018	2018	2018	2019E	2019E	
华能国际	34.36	25%	40.23%	24.07	14.39	832	30%	59.56	314%
华电国际	31.56	25%	25.37%	22.72	16.95	520	26%	24.02	42%
大唐发电	41.68	25%	55.75%	27.90	12.35	501	40%	20.91	69%
国电电力	30.63	25%	24.30%	18.09	13.69	508	26%	19.15	40%
浙能电力	50.12	25%	6.76%	43.28	40.36	612	9%	65.63	63%
皖能电力	7.14	25%	13.04%	6.40	5.56	98	20%	9.58	72%
粤电力 A	12.45	25%	47.87%	9.10	4.74	242	40%	9.11	92%
长源电力	2.98	25%	3.22%	2.16	2.09	34	3%	6.29	201%
建投能源	8.82	25%	34.73%	6.62	4.32	110	35%	6.56	52%
内蒙华电	14.49	25%	28.43%	10.94	7.83	131	35%	10.65	36%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表5: 煤价变动对火电公司盈利敏感性分析

归母净利润(亿元)	2018	2019E									
		0	-10	-20	-30	-40	-50	-60	-70	-80	-90
动力煤采购成本变动(元/吨, 扣税)											
华能国际	14.39	19.17	27.25	35.33	43.42	51.50	59.58	67.67	75.75	83.83	91.92
华电国际	16.95	16.69	20.39	24.09	27.79	31.48	35.18	38.88	42.57	46.27	49.97
大唐发电	12.35	14.29	18.02	21.75	25.47	29.20	32.93	36.65	40.38	44.11	47.83
国电电力	13.69	15.01	17.93	20.86	23.78	26.71	29.63	32.56	35.48	38.41	41.33
浙能电力	40.36	38.91	41.79	44.67	47.55	50.43	53.31	56.19	59.07	61.94	64.82
皖能电力	5.56	6.29	6.97	7.65	8.33	9.01	9.69	10.37	11.06	11.74	12.42
粤电力 A	4.74	0.56	1.67	2.77	3.88	4.98	6.09	7.19	8.30	9.40	10.51
长源电力	2.09	3.87	4.37	4.86	5.36	5.86	6.35	6.85	7.34	7.84	8.33
建投能源	4.32	5.43	6.18	6.93	7.68	8.43	9.18	9.93	10.67	11.42	12.17
内蒙华电	7.83	9.81	10.84	11.88	12.91	13.94	14.98	16.01	17.04	18.08	19.11

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表6: 煤价变动对火电公司ROE敏感性分析

ROE (摊薄)	2018	2019E										
		0	-10	-20	-30	-40	-50	-60	-70	-80	-90	
动力煤采购成本变动 (元/吨, 扣税)												
华能国际	1.7%	2.3%	3.3%	4.2%	5.2%	6.2%	7.2%	8.1%	9.1%	10.1%	11.0%	
华电国际	3.3%	3.2%	3.9%	4.6%	5.3%	6.1%	6.8%	7.5%	8.2%	8.9%	9.6%	
大唐发电	2.5%	2.9%	3.6%	4.3%	5.1%	5.8%	6.6%	7.3%	8.1%	8.8%	9.5%	
国电电力	2.7%	3.0%	3.5%	4.1%	4.7%	5.3%	5.8%	6.4%	7.0%	7.6%	8.1%	
浙能电力	6.6%	6.4%	6.8%	7.3%	7.8%	8.2%	8.7%	9.2%	9.7%	10.1%	10.6%	
皖能电力	5.7%	6.4%	7.1%	7.8%	8.5%	9.2%	9.9%	10.6%	11.3%	12.0%	12.7%	
粤电力 A	2.0%	0.2%	0.7%	1.1%	1.6%	2.1%	2.5%	3.0%	3.4%	3.9%	4.3%	
长源电力	6.2%	11.4%	12.9%	14.3%	15.8%	17.3%	18.7%	20.2%	21.6%	23.1%	24.6%	
建投能源	3.9%	5.0%	5.6%	6.3%	7.0%	7.7%	8.4%	9.1%	9.7%	10.4%	11.1%	
内蒙华电	6.0%	7.5%	8.3%	9.1%	9.8%	10.6%	11.4%	12.2%	13.0%	13.8%	14.6%	

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

**投资建议:** 相较于2018年, 2019年1-5月份全社会用电量增速下台阶, 同时水电来水较好持续挤压火电出力, 火电发电量2019年1-5月同比仅增长1.9%, 5月同比下降4.9%。在此大背景下, 由于(1)用电量增速下行; (2)沿海地区控煤; (3)水电较好、沿海省份电量输入较多, 挤占沿海地区火电厂出力, 沿海电厂日耗同比下滑较多(1-5月沿海六大电厂煤耗累计下滑8.4%, 5月同比下滑19%), 且库存处于较高水平, 因此港口动力煤价格下行压力较大。若下半年来水持续偏好, 则港口动力煤价格下行压力进一步增加。

投资策略上, 优先选择沿海、沿江动力煤价格跌幅较大的区域, 和(或)火电利用小时数同比改善的区域, 经过筛选, 优先选择湖北(火电发电量增速25.6%, 电煤指数下跌7.7%, 均为2019年1-5月份数据, 下同)、安徽(火电发电量增速8.0%, 电煤指数下跌5.6%)、内蒙古(火电发电量增速5.8%, 蒙西电煤指数下跌5.5%)、河北(火电发电量增速5.7%, 冀北冀南电煤指数分别下跌5.5%、4.5%)等地区。投资标的上, 优先选择长源电力、皖能电力、华能国际(A股)、华能国际电力股份(H股)、建投能源、内蒙华电、京能电力。水电建议关注长江电力、华能水电。

表7: 行业内公司估值比较表

	市值(亿元)	股价(元/股)	EPS(元/股)	EPS(元/股)	净利润(亿元)	净利润(亿元)	PE	PE	PB	ROE
			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	(LF)	2019E
华能国际	1,025	6.53	0.30	0.46	47.81	72.68	21	14	1.35	5.4%
华能国际电力股份	1,036	4.62	0.36	0.54	55.92	85.01	13	9	0.68	5.4%
皖能电力	87	4.84	0.45	0.59	8.40	11.00	11	8	0.82	7.4%
长源电力	65	5.83	0.44	0.66	4.83	7.34	13	9	1.72	12.5%
内蒙华电	177	3.04	0.22	0.26	12.88	14.95	14	12	1.55	10.1%
京能电力	220	3.26	0.24	0.31	16.00	20.88	14	11	0.94	6.6%

建投能源	125	6.99	0.49	0.68	8.85	12.21	14	10	1.13	7.7%
长江电力	3,868	17.58	1.04	1.06	228.14	233.02	17	17	2.66	15.2%
华能水电	734	4.08	0.21	0.25	38.10	45.53	19	16	1.63	8.3%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：华能国际(A股)、华能国际电力股份(H股)盈利预测来自广发预测，其余公司盈利预测来自wind一致预测，股价更新至2019/6/21，华能国际电力股份(H股)货币单位为港币，汇率按照1港币对应0.855人民币计算。

## 风险提示

电力供需形势恶化；电价下调风险；煤价上涨风险；来水不及预期；装机投产不及预期；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。
- 张 焱：武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018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。