

节奏易改，周期难移

——再论电力股配置价值

行业深度

◆ **市场环境边际变化，电力增配时点来临**：2019年以来电力股基本面并未发生明显变化，火电业绩回暖、水电业绩稳健的总体趋势不断得到确认。但在此期间，国内经济局势及中美贸易关系日趋复杂，进而影响二级市场投资者的风险偏好及行业配置方向，持有电力股的机会成本明显偏高，电力股的关注度及机构重仓比例边际下降。我们认为，近期内部、外部宏观环境相继出现了年内最重要的变化，电力股继2018年Q1之后再度迎来增配时点，核心增配信号包括：

(1) 政治局会议强调稳中求进的主基调，强刺激难现（就业压力不大，保增长压力下降）；

(2) 美联储仅进行“预防式”降息，并无超预期因素出现，进而影响我国降息预期（跟随式降息的预期变得模糊）；

(3) 中美贸易摩擦的变数将加剧市场变化的不确定性，进而对二级市场投资者的行业配置方向产生扰动（预计将有多回合博弈且很难速胜）。

◆ **火电：煤价中枢下行，竞争要素向好**：2019Q2以来煤价中枢进入下行通道。考虑到供给侧改革边际放松，煤炭优质产能及运力释放，煤炭供需格局改善预期下，动力煤价中枢有望持续下行。考虑到用电需求疲弱及水电挤出效应，预计2019年火电发电量增速亦将放缓（但对机组利用率影响有限），进而影响动力煤需求及价格。我们始终强调，在低景气度阶段，火电盈利对煤价（而非电量/利用小时数）的敏感性更高，火电成本改善将有效对冲收入影响，驱动盈利回升。当前火电股PB约1.2倍，对应历史百分比排位仅3.4%；长周期PE约16倍，对应历史百分比排位15.4%，估值处于历史低位。

◆ **水电：厄尔尼诺催化，类债属性突出**：国家气候中心监测确认2019年1月达到厄尔尼诺事件标准，我们判断2019年全年全国降水量偏多概率较大。通过近期两次厄尔尼诺事件（即2009-2010年及2014-2016年）复盘，我们发现，厄尔尼诺峰值次年的丰水期（二季度或三季度）水电表现较好，但厄尔尼诺现象与水电利用小时数提升并非存在必然联系，且区域表现存在分化。我们认为，在市场未出现明确方向，以及全球降息预期背景下，水电股的“类债属性”仍为二级市场表现的核心驱动力。

◆ **投资建议**：考虑到经济增速下行形势下，全社会盈利增速预期边际减弱，电力股的“替代价值”和“周期对冲”优势（火电逆周期、水电近似无周期）再次显得突出。推荐火电：一线**华能国际（A+H）、华电国际（A+H）**，二线**长源电力、京能电力**；水电：**长江电力、国投电力、华能水电**。

◆ **风险分析**：系统性风险，上网电价超预期下行，动力煤价格超预期上涨，电力需求超预期下滑，水电来水不及预期，电力行业改革进度低于预期的风险等。

电力：增持（维持）

分析师

王威（执业证书编号：S0930517030001）

021-52523818

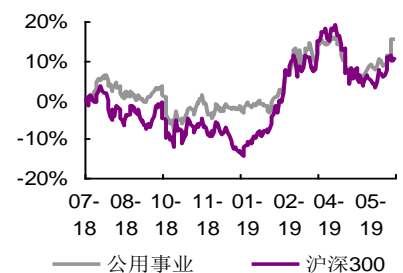
wangwei2016@ebsec.com

于鸿光（执业证书编号：S0930519060001）

021-52523819

yuhongguang@ebsec.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

捕捉基本面掩护下的“改革躁动”——电力行业2019年下半年投资策略

..... 2019-06-11
与其苟延残喘，不如从容燃烧——公用事业2019年度投资策略

..... 2018-12-26

“电荒”往事——兼议目前电力股投资机会

..... 2018-07-18

电力行业——走出“至暗时刻”

..... 2018-03-26

投资聚焦

研究背景

2019 年以来，国内经济局势及中美贸易关系日趋复杂，进而影响二级市场投资者的风险偏好及行业配置方向。2019 年开年至今电力板块总体跑输大盘（与 2018 年的走势截然不同），但并非电力股基本面的问题。电力股基本面并未发生明显变化，火电业绩回暖、水电业绩稳健的总体趋势不断得到确认。我们认为，2019 年以来的市场环境导致持有电力股的机会成本偏高，电力股的关注度及机构重仓比例边际下降。近期国内外热点事件频出，我们认为**电力股核心增配信号已现**。

我们区别于市场的观点

（1）我们认为，火电中报业绩增速并非近期增配电力股的主要逻辑，增配电力股的核心逻辑与信号包括：

- 政治局会议强调稳中求进的主基调，强刺激难现（就业压力不大，保增长压力下降）；
- 美联储仅进行“预防式”降息，并无超预期因素出现，进而影响我国降息预期（跟随式降息的预期变得模糊）；
- 中美贸易摩擦的变数将加剧市场变化的不确定性，进而对二级市场投资者的行业配置方向产生扰动（预计谈判双方将有多回合博弈且很难速胜）。

（2）我们始终强调，在低景气度阶段，火电盈利对煤价（而非电量/利用小时数）的敏感性更高，火电成本改善将有效对冲收入影响，驱动盈利回升。

（3）我们认为厄尔尼诺现象并非是配置水电股的主因，“类债属性”为水电股表现的核心驱动力。

投资观点

考虑到经济增速下行形势下，全社会盈利增速预期边际减弱，电力股的“替代价值”和“周期对冲”优势（火电逆周期、水电近似无周期）再次显得突出。

推荐火电：一线**华能国际（A+H）、华电国际（A+H）**，二线**长源电力、京能电力**；水电：**长江电力、国投电力、华能水电**。

目 录

1、 市场环境边际变化，电力增配时点来临	6
2、 火电：煤价中枢下行，竞争要素向好	10
2.1、 动力煤价如期回落.....	11
2.2、 电量增速放缓对机组利用率影响有限.....	12
2.3、 市场化交易电价降幅收窄，火电标杆电价普降概率较低	14
2.4、 火电基本面复苏，估值处于历史低位.....	15
3、 水电：厄尔尼诺催化，类债属性突出	17
3.1、 厄尔尼诺年来临，2019 年降水量有望偏多.....	17
3.2、 厄尔尼诺对水电利用率的影响尚未明确.....	18
3.3、 水电股的核心驱动力：类债属性.....	21
4、 投资建议	23
5、 风险分析	23

图表目录

图 1：2019 年以来电力行业走势复盘	6
图 2：电力股基金持仓比例（%）	6
图 3：全部 A 股与火电板块单季度 ROE 走势（%）	7
图 4：A 股、港股 ROE 水平及 GDP 增速	8
图 5：火电行业自 2015 年以来面临的“三座大山”及其近期变化趋势	10
图 6：大周期视角下的火电行业二级市场相对收益	11
图 7：动力煤现货、期货价格（元/吨）	11
图 8：动力煤期现基差（元/吨）	11
图 9：CCI5500 价格（元/吨）	12
图 10：全国电煤价格指数（元/吨）	12
图 11：六大发电集团旬度煤耗（万吨）	12
图 12：六大发电集团煤炭库存（天）	12
图 13：全社会累计用电量同比增速（%）	13
图 14：规上电厂累计发电量同比增速（%）	13
图 15：水电累计发电量同比增速	13
图 16：火电累计发电量同比增速	13
图 17：火电累计装机同比增速（%）	14
图 18：火电累计利用小时数同比增速（%）	14
图 19：煤电市场化平均交易电价	14
图 20：广东市场电当月价差	14
图 21：CS 火电单季度净利润	15
图 22：CS 火电单季度盈利水平	15
图 23：CS 火电历史 PB	16
图 24：CS 火电历史长周期 PE	16
图 25：历史厄尔尼诺现象发生时段	17
图 26：全国降水总量情况	18
图 27：2019 年以来全国平均降水量情况	18
图 28：Q2、Q3 利用小时数占比较高	19
图 29：利用小时数距平百分率（%）	19
图 30：2007 年至今分季度水电利用小时数距平百分率（%）	19
图 31：代表区域 Q2 水电利用小时数距平百分率（%）	20
图 32：代表区域 Q3 水电利用小时数距平百分率（%）	20
图 33：三峡水库上游水位（米）	20
图 34：水库特征水位图	20
图 35：2008-2010 年三峡月均入库流量同比（%）	21

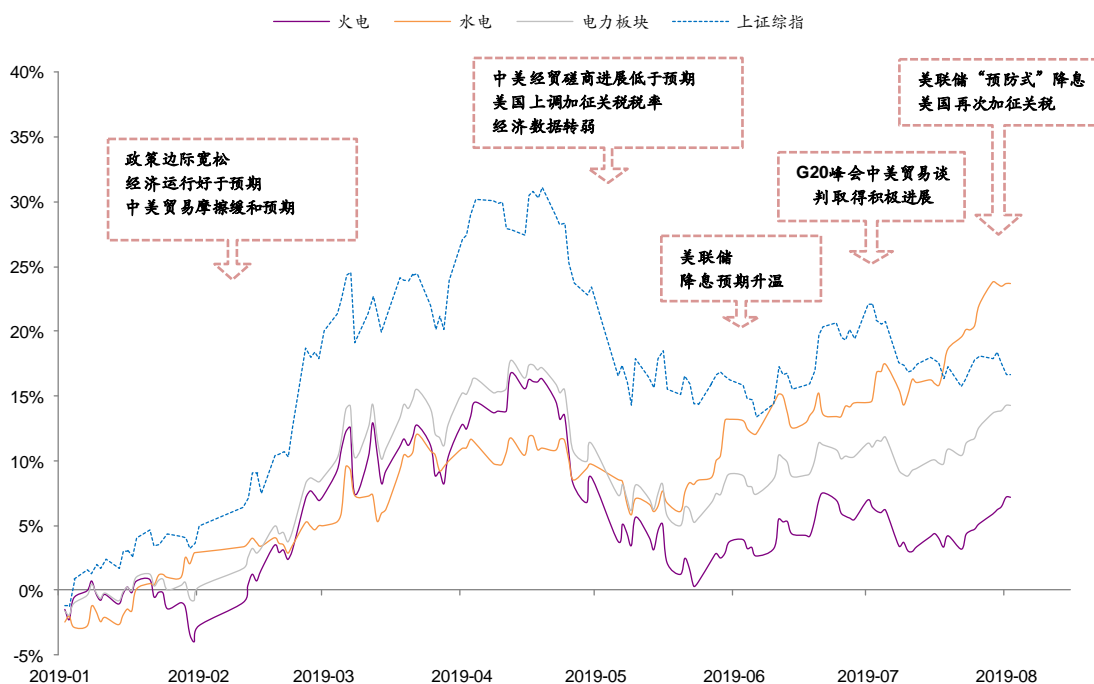
图 36 : 2013-2016 年三峡月均入库流量同比 (%)	21
图 37 : 三峡电站发电量 (亿千瓦时)	21
图 38 : 三峡电站发电量同比 (%)	21
图 39 : 典型水电股 ROE	22
图 40 : 典型水电股股息率	22
图 41 : 大型水电公司沪股通持股占自由流通股本的比例 (%)	22
图 42 : 以长江电力为代表的水电公司股价走势与美国国债收益率关联度较高	22
表 1 : 2019 年近两次政治局会议内容对比	8
表 2 : 电力行业推荐公司	23

1、市场环境边际变化，电力增配时点来临

2019 年以来，国内经济局势及中美贸易关系日趋复杂，进而影响二级市场投资者的风险偏好及行业配置方向。2019 年开年至今电力板块总体跑输大盘，但背后逻辑并非电力股基本面因素。

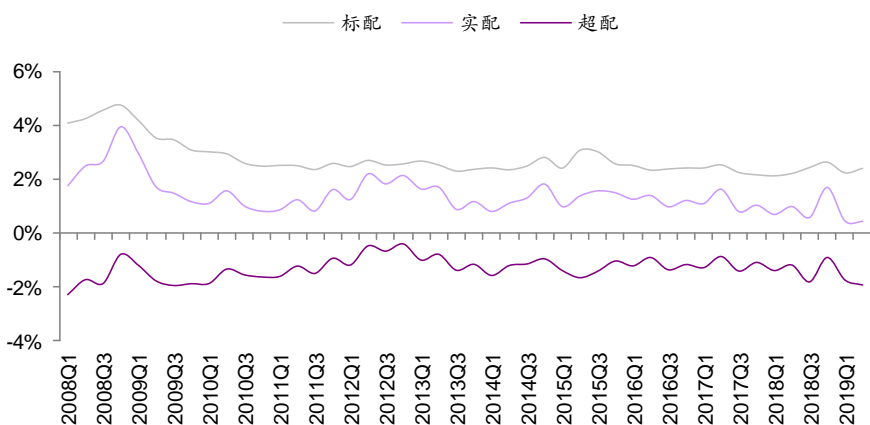
2019 年以来电力股基本面并未发生明显变化，火电业绩回暖、水电业绩稳健的总体趋势不断得到确认。我们认为，2019 年以来 A 股市场环境、风格的变化导致持有电力股的机会成本偏高（机会成本的分析见图 3），电力股的关注度及机构持仓比例较 2018 年有所下降。

图 1：2019 年以来电力行业走势复盘



资料来源：Wind，光大证券研究所

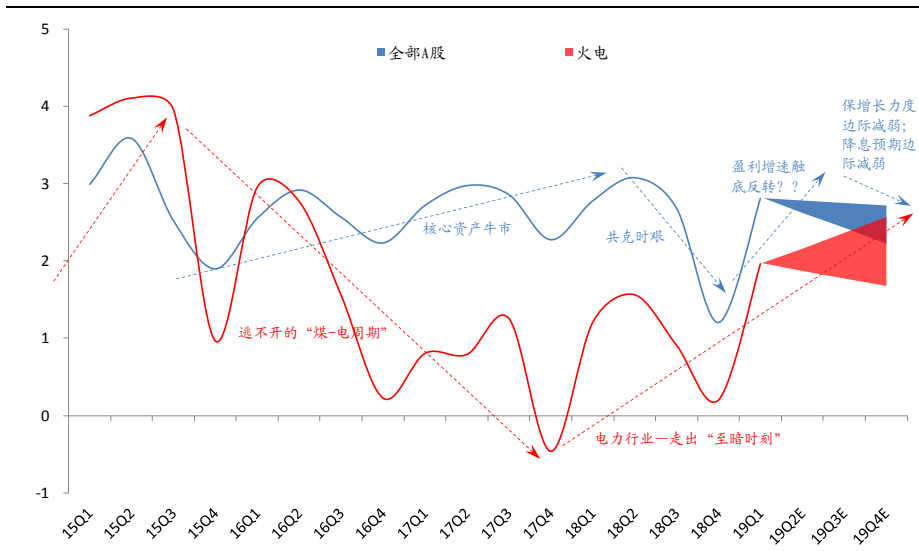
图 2：电力股基金持仓比例 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

回看 2018 年电力股跑赢上证指数的过程，其实可以归结为 A 股整体盈利预期明显下行与火电行业处于底部盈利可能回升之间的市场选择。但 2019 年一、二季度，这种反差因 A 股整体盈利见底回升的预期而出现了逆转。

图 3：全部 A 股与火电板块单季度 ROE 走势 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

我们认为，随着近期政治局会议为下半年经济运行定调以及美联储首次降息，我国宏观经济运行、A 股走势等大环境都出现了明显有别于上半年的新情况，电力股继 2018 年一季度之后，再度迎来较好增配时点。核心增配逻辑包括：（1）政治局会议强调稳中求进的主基调，强刺激难现（就业压力不大，保增长压力下降）；（2）美联储仅进行“预防式”降息，并无超预期因素出现，进而影响我国降息预期（跟随式降息的预期变得模糊）；（3）中美贸易摩擦的变数将加剧市场变化的不确定性，进而对二级市场投资者的行业配置方向产生扰动（预计谈判双方将有多回合博弈且很难速胜）。

➤ 信号 1：7 月政治局会议

2019 年 7 月 30 日中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。我们对比了 2019 年 7 月和 4 月两次政治局会议的相关内容，我们认为国内经济下行压力边际有所加大，且政治局会议强调坚持稳中求进的主基调。光大证券宏观团队判断，本次政治局会议强调下半年仍以供给侧改革为主线，强刺激难现。（详见光大证券宏观团队 2019 年 7 月的报告《重心仍在供给侧，强刺激难现——7 月 30 日政治局会议点评》）

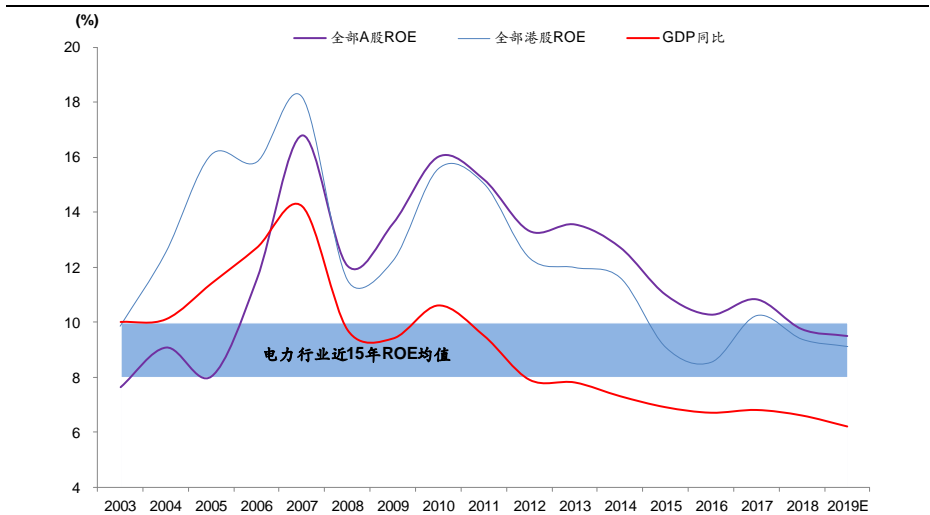
考虑到当前经济增速仍处于 2019 年《政府工作报告》提出的目标区间（6-6.5%）内，我们认为短期内经济保增长压力有所减弱。

表 1：2019 年近两次政治局会议内容对比

项目	中共中央政治局会议相关内容	
	2019/4/19	2019/7/30
工作回顾	今年以来，主要宏观经济指标保持在合理区间，市场信心明显提升，新旧动能转换加快实施，改革开放继续有力推进， 一季度经济运行总体平稳、好于预期，开局良好。	上半年经济运行延续了 总体平稳、稳中有进 的发展态势，主要宏观经济指标保持在合理区间，供给侧结构性改革持续推进，改革开放继续深化，就业比较充分，精准脱贫有序推进，人民生活水平和质量继续提高，推动高质量发展的积极因素增多。
形势研判	经济运行仍然存在不少困难和问题，外部经济环境总体趋紧， 国内经济存在下行压力。	当前我国经济发展面临新的风险挑战， 国内经济下行压力加大。
经济工作目标	<p>2019 年全年目标：</p> <p>要紧紧围绕贯彻落实中央经济工作会议精神，稳中求进、突出主线、守住底线、把握好度，坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的总体思路，统筹国内国际两个大局，做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定各项工作。要通过改革开放和结构调整的新进展巩固经济社会稳定大局。要细化“巩固、增强、提升、畅通”八字方针落实举措，注重以供给侧结构性改革的办法稳需求，坚持结构性去杠杆，在推动高质量发展中防范化解风险，坚决打好三大攻坚战。宏观政策要立足于推动高质量发展，更加注重质的提升，更加注重激发市场活力，积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要松紧适度。</p>	<p>2019 年下半年目标：</p> <p>要坚持稳中求进工作总基调，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持新发展理念、推动高质量发展，坚持推进改革开放，坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的总体思路，统筹国内国际两个大局，统筹做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定各项工作，促进经济持续健康发展。要实施好积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策要加力提效，继续落实落细减税降费政策。货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕。</p> <p>坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。</p>

资料来源：新华网，光大证券研究所整理

图 4：A 股、港股 ROE 水平及 GDP 增速



资料来源：Wind，光大证券研究所预测（注：蓝色区域表示 2003-2018 年电力行业 ROE 中枢范围）

➤ 信号 2：美联储降息落地

据人民网报道，当地时间 2019 年 7 月 31 日，美联储宣布将联邦基金利率目标范围下调 25 个基点，至 2%—2.25%，这是自 2008 年 12 月以来美联储首次降息。美联储主席鲍威尔 7 月 31 日在新闻发布会上表示，美联储此次降息是为防范全球经济增长放缓和贸易政策不确定性带来的下行风险，帮助抵消这些因素对美国经济的不良影响，并推动美国通胀更快回到 2% 的

目标。鲍威尔表示，这属于加息周期中的政策调整，并不代表一长串降息的开始。

光大证券宏观团队认为，鲍威尔试图在引导市场，对未来降息的幅度和持续时间的长度不要有过度期待。基于鲍威尔的表态和美国基本面对稳固的事实，光大证券宏观团队重申之前的建议：投资者勿对美联储货币宽松预期太多。（详见光大证券宏观团队 2019 年 8 月的报告《态度偏鹰，勿期望太多——2019 年 7 月议息会议点评》）

我们认为，本次美联储仅进行“预防式”降息，并无超预期因素出现，进而影响我国降息预期。

➤ 信号 3: 中美贸易摩擦的变数

2019 年以来，中美贸易摩擦的变数增强，预期不断转向。在经历了 5、6 月份的市场波动之后，近期中美贸易摩擦趋于缓和。

根据美国驻华大使馆报道，2019 年 7 月 30-31 日的上海贸易谈判中，双方讨论了诸如强制技术转让、知识产权、服务业、非关税壁垒和农业等话题。中方确认了增加购买美国农业出口产品的承诺。会晤是具有建设性的，并且美方预期就一份可强力执行的贸易协议的谈判于九月初在华盛顿 D.C. 继续。

2019 年 8 月 2 日，美国总统特朗普在其推特上宣布：在中美谈判期间，将于 9 月 1 日对中国输美的其余 3000 亿美元商品额外加征 10% 的关税。

2019 年 8 月 6 日，据中国商务部网站报道，国务院关税税则委员会对 8 月 3 日后新成交的美国农产品采购暂不排除进口加征关税，中国相关企业已暂停采购美国农产品。

我们认为，中美贸易摩擦的变数将加剧市场变化的不确定性，进而对二级市场投资者的行业配置方向产生扰动。

综上所述，上述市场环境的边际变化释放了增配电力股的信号。考虑到经济增速下行形势下，全社会盈利增速预期边际减弱，电力股的“替代价值”和“周期对冲”优势（火电逆周期、水电近似无周期）再次显得突出（详见我们 2018 年 3 月的深度报告《电力行业一走出“至暗时刻”》）。

值得指出的是，我们并未将火电公司 2019 年中报业绩增速作为增配电力股的核心逻辑。我们认为，在一个较为有效的市场中，随着业绩预告、中报的陆续出炉，火电业绩状况已在市场预期之中，不会带来增量吸引力。前文所述几项外部环境的变化才是目前时点更应反复斟酌的核心逻辑。

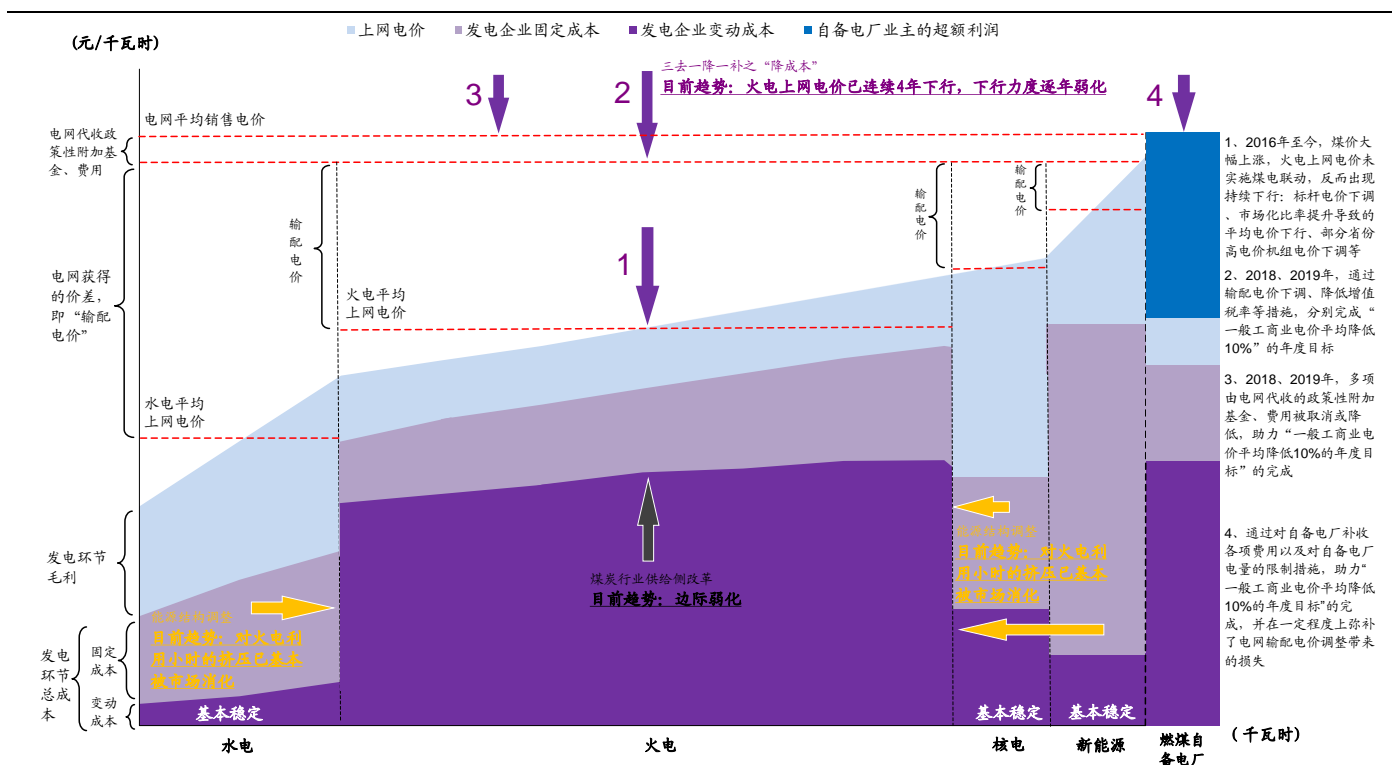
2、火电：煤价中枢下行，竞争要素向好

2015 年年底以来，“三去一降一补”、“供给侧结构性改革”等政策对火电行业的三项基础指标（电价、机组利用率、煤价）均形成冲击，火电基本面陷入困境。

我们观察到，2019 年以来火电面临的“三座大山”正在发生**边际变化**：

- **煤价**：煤炭行业供给侧改革力度边际减弱，煤价中枢下行；
- **机组利用率**：可再生能源（水电、核电、新能源等）对火电机组利用率的挤压已基本被市场消化；
- **电价**：火电上网电价已连续 4 年下行，但下行力度逐年弱化。

图 5：火电行业自 2015 年以来面临的“三座大山”及其近期变化趋势

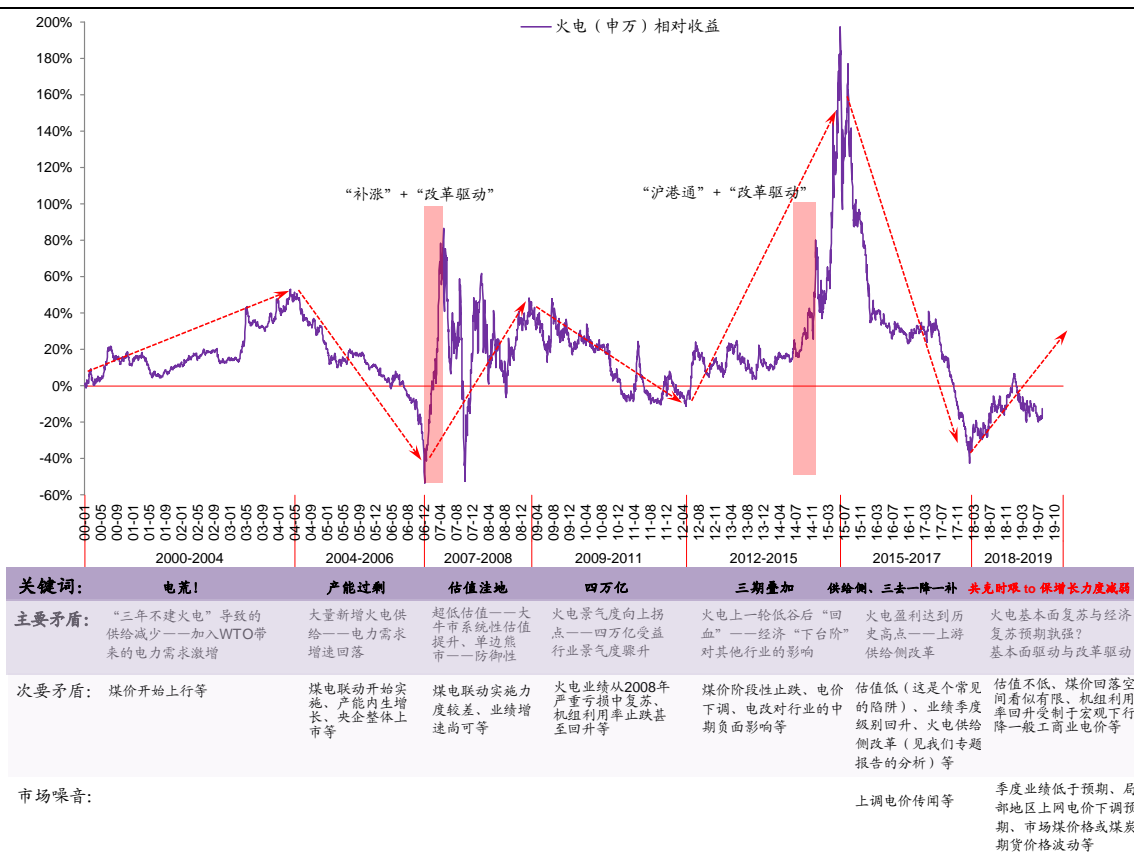


资料来源：光大证券研究所

结束了小周期视角的观察（图 1、图 5），我们从大周期视角再度观察火电行业的历史走势（图 6）。我们将 2000 年至今的火电行情划分为 7 个阶段，并梳理了相应的主要矛盾、次要矛盾及市场噪音。

我们认为，2018-2019 年火电行业正经历从“共克时艰”到“保增长力度减弱”的阶段。该阶段主要矛盾转为火电基本面复苏与经济复苏预期的博弈下的基本面驱动与改革驱动。当前火电行业亦处于大周期向上阶段，前述信号的出现将有助于火电获取二级市场相对收益。

图 6：大周期视角下的火电行业二级市场相对收益

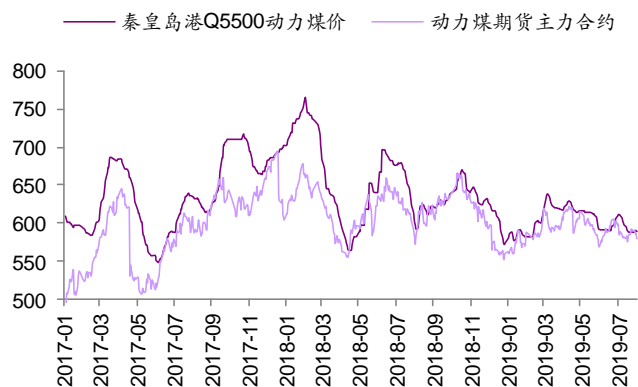


资料来源：Wind，光大证券研究所

2.1、动力煤价如期回落

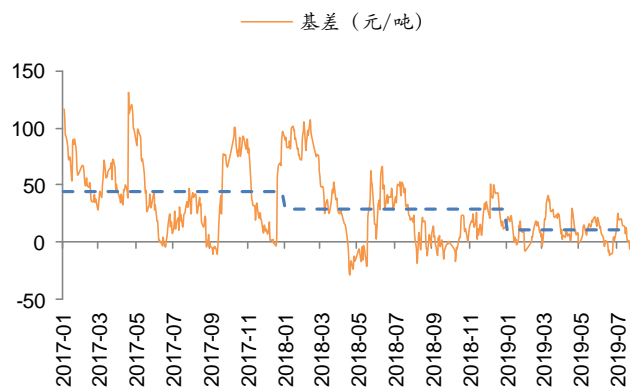
尽管 2019Q1 矿难等因素对于动力煤价产生扰动，但几大煤价指数同比回落态势确立无疑，且 2019Q2 以来煤价中枢进入下行通道。期货合约交易标的反映商品远期价格，当前期现基差体现市场对于未来煤价的悲观预期。此外，2019Q2 以来沿海六大发电集团旬度煤耗持续同比回落，煤炭库存高于同期。考虑到供给侧改革边际放松，煤炭优质产能及运力释放，煤炭供需格局改善预期下，动力煤价中枢有望持续下行。

图 7：动力煤现货、期货价格（元/吨）



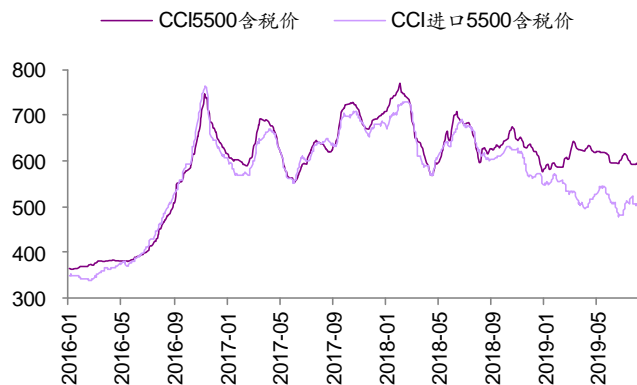
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：动力煤期现基差（元/吨）



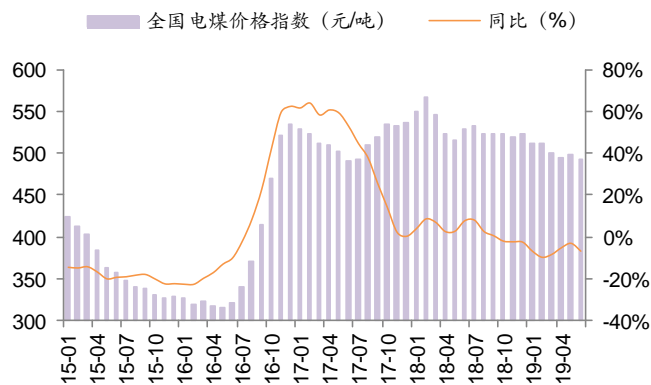
资料来源：Wind，光大证券研究所（注：蓝色虚线表示年度均值）

图 9：CCI5500 价格（元/吨）



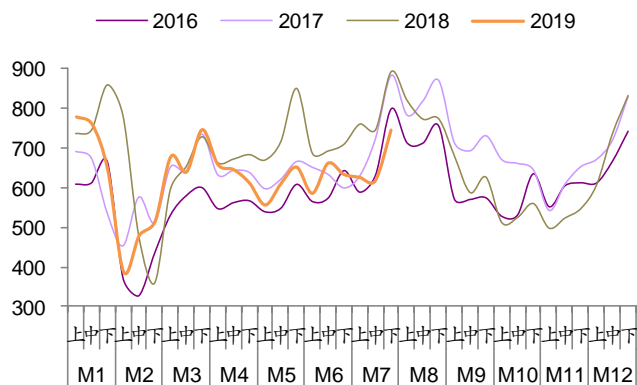
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10：全国电煤价格指数（元/吨）



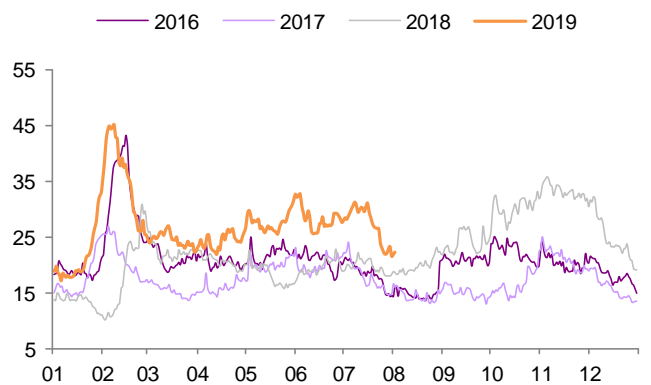
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 11：六大发电集团旬度煤耗（万吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 12：六大发电集团煤炭库存（天）



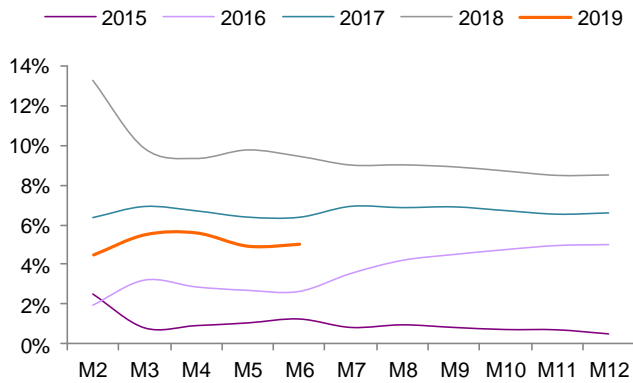
资料来源：Wind，光大证券研究所

2.2、电量增速放缓对机组利用率影响有限

受经济增速放缓及基数效应等因素影响,2019年1-6月全社会用电量同比增长5.0%，增速较2018年同期降低4.4个百分点。我们预计2019年全年全社会用电量同比增长5.1%（详见年度报告《与其苟延残喘，不如从容燃烧——公用事业2019年度投资策略》），用电量增速放缓趋势有望延续。

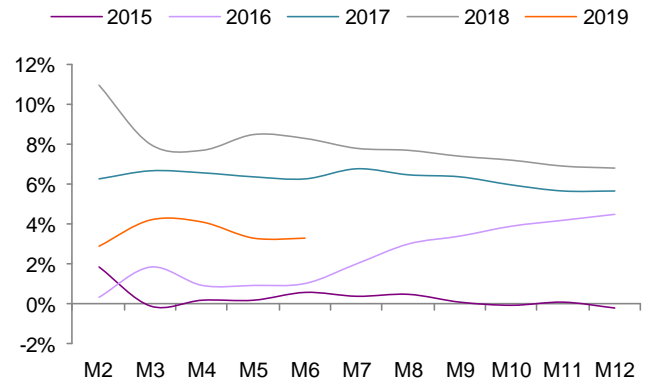
受用电需求放缓影响，2019年1-6月规模以上电厂发电量同比增长3.3%，增速较2018年同期下滑5.0个百分点。受来水向好及基数效应等因素影响，水电发电量增速可观，进一步挤压火电空间。2019年1-6月火电发电量同比仅增长0.2%，增速较2018年同期下滑7.8个百分点。考虑到用电需求疲弱及水电挤出效应，预计2019年火电发电量增速亦将放缓。

图 13：全社会累计用电量同比增速 (%)



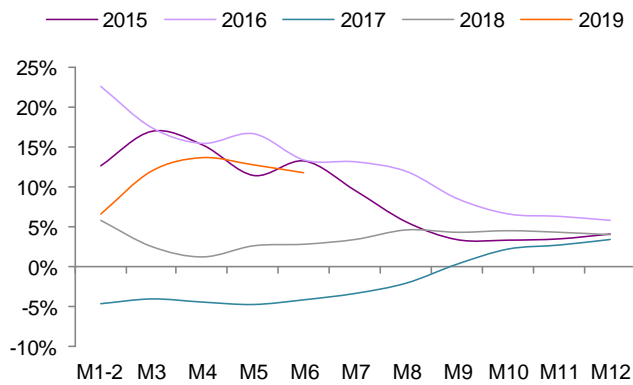
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 14：规上电厂累计发电量同比增速 (%)



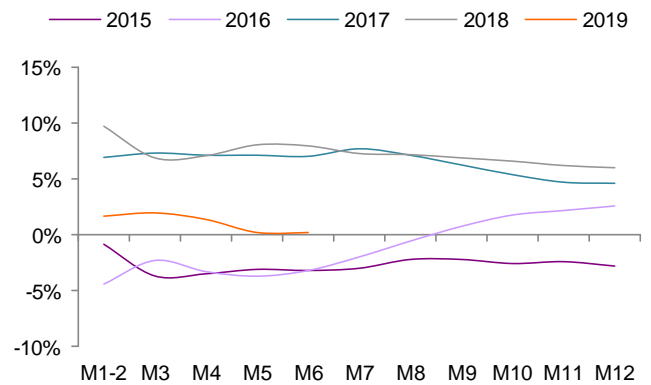
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 15：水电累计发电量同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

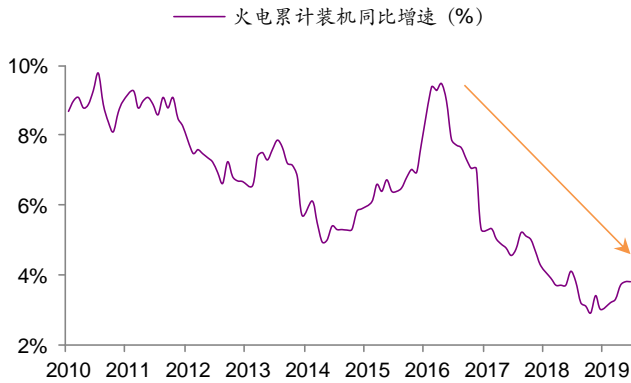
图 16：火电累计发电量同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

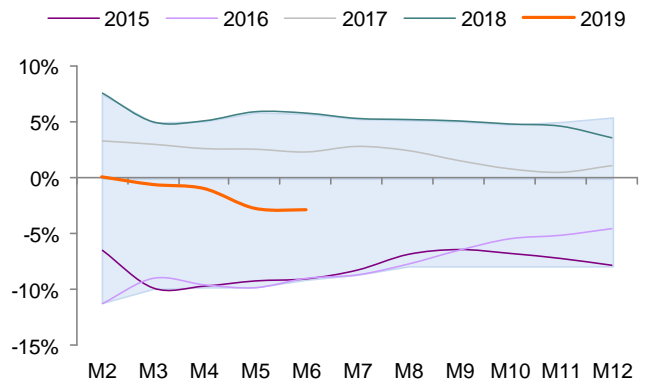
考虑到火电供给侧改革下装机增速亦同比收窄，我们认为火电发电量增速放缓对火电机组利用率的影响总体有限。此外，火电发电量/利用小时数与煤价存在一定程度的对立，一方面发电量/利用小时数增速减弱将影响动力煤需求及价格；另一方面，我们始终强调，在低景气度阶段，火电盈利对煤价（而非电量/利用小时数）的敏感性更高（详见我们 2018 年 3 月的深度报告《电力行业—走出“至暗时刻”》），火电成本改善将有效对冲收入影响，驱动盈利回升（近期火电龙头华能国际的 2019H1 业绩数据可以得到有效印证）。

图 17：火电累计装机同比增速 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 18：火电累计利用小时数同比增速 (%)

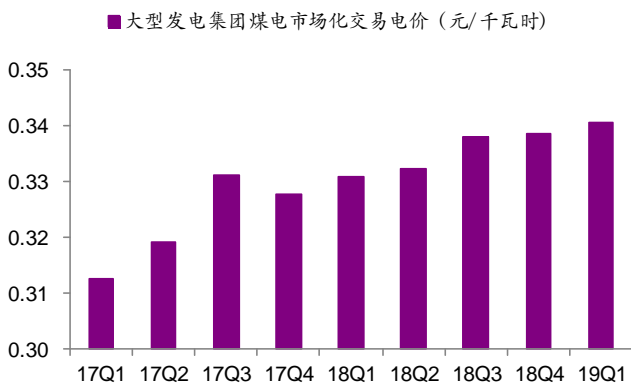


资料来源：Wind，光大证券研究所（注：蓝色区域表示 2011 至今的最高值与最低值）

2.3、市场化交易电价降幅收窄，火电标杆电价普降概率较低

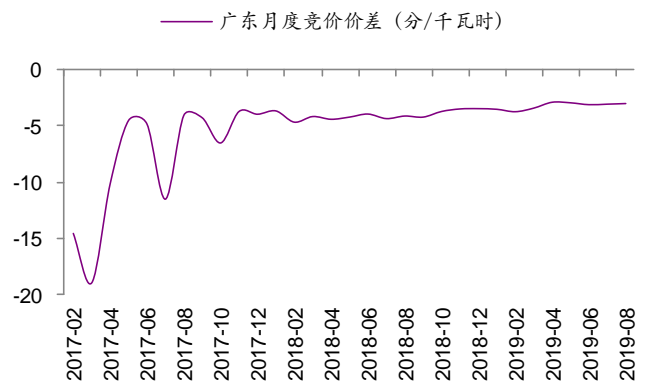
自 2015 年新一轮电力体制改革启动以来，按照“管住中间、放开两头”的体制架构，我国电力市场建设进程加快推进。随着市场化交易电量规模增长，电力市场化交易行为逐步趋于理性，火电（尤其是煤电）市场化平均交易电价水平总体回升，市场电折价幅度收窄。

图 19：煤电市场化平均交易电价



资料来源：中电联，光大证券研究所

图 20：广东市场电当月价差



资料来源：广东电力交易中心，光大证券研究所

2019 年 5 月发布的《国家发展改革委关于降低一般工商业电价的通知》（发改价格〔2019〕842 号）提出，“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”。值得注意的是，本次通知并未涉及火电上网电价的调整。

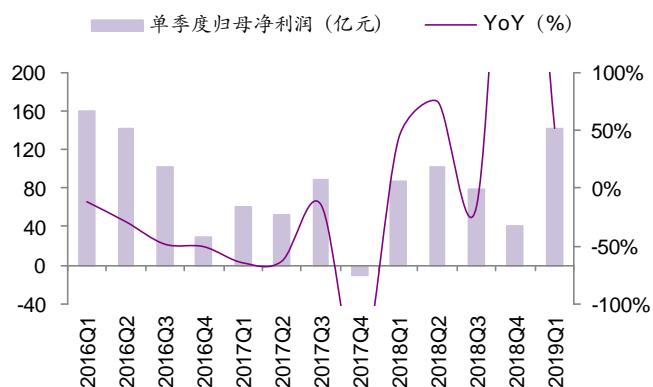
2019年7月，浙江省发改委发布了《关于调整部分电厂上网电价有关事项的通知》，自7月1日起浙江省统调燃煤机组上网电价每千瓦时下降1.07分（含税），执行电量不包括当年已参加直接交易电量。

我们认为，浙江省燃煤机组上网电价调整为增值税红利释放，不含税电价不产生明显实质性变化。我们认为浙江电价调整模式不具备普适性（相关分析详见我们2018年8月的报告《个别省份上网电价下调，改变了什么？——关于降低一般工商业电价的讨论》）。考虑到火电行业当前盈利情况及市场化交易规模扩张的趋势，我们认为通过降低火电标杆上网电价以完成2019年“一般工商业平均电价再降低10%”目标的概率较低。

2.4、火电基本面复苏，估值处于历史低位

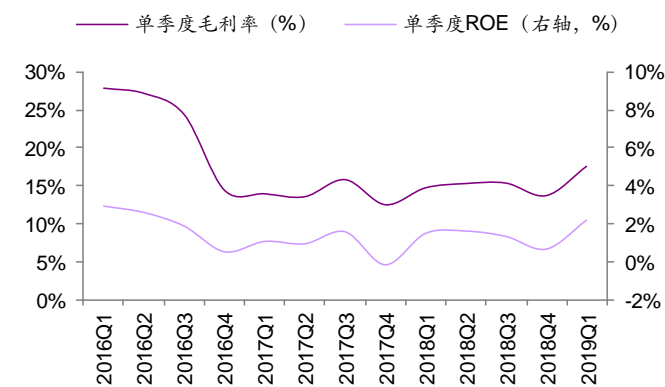
受益于煤价回落等因素，2019年火电行业盈利持续回暖。2019Q1火电板块单季度归母净利润同比增长51.7%；单季度毛利率17.5%，环比增长3.9个百分点；单季度ROE 2.2%，环比增长1.5个百分点。综合目前已公布的上市公司2019H1业绩预告/快报/财报等，我们认为基本面复苏确立。

图 21：CS 火电单季度净利润



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 22：CS 火电单季度盈利水平



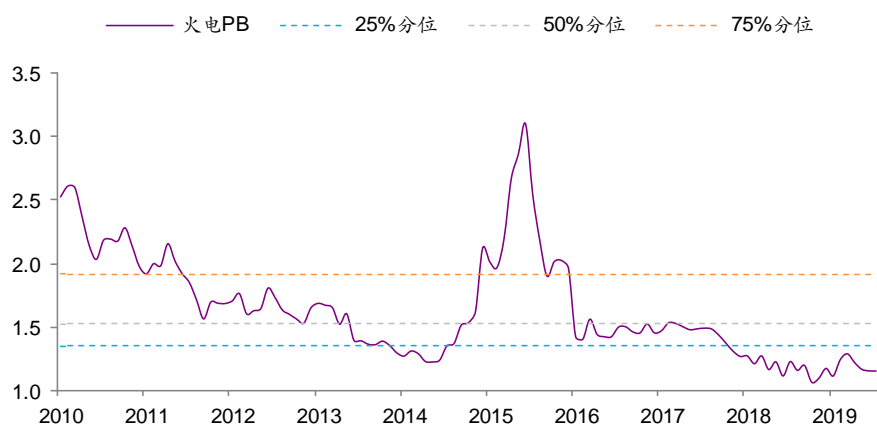
资料来源：Wind，光大证券研究所

我们选取2010年至今的历史估值数据，分别从PB和PE角度探讨火电股当前估值。

从周期股传统的PB角度看，截至2019年8月2日火电股PB约1.2倍，对应百分比排位仅3.4%，处于历史低位水平。

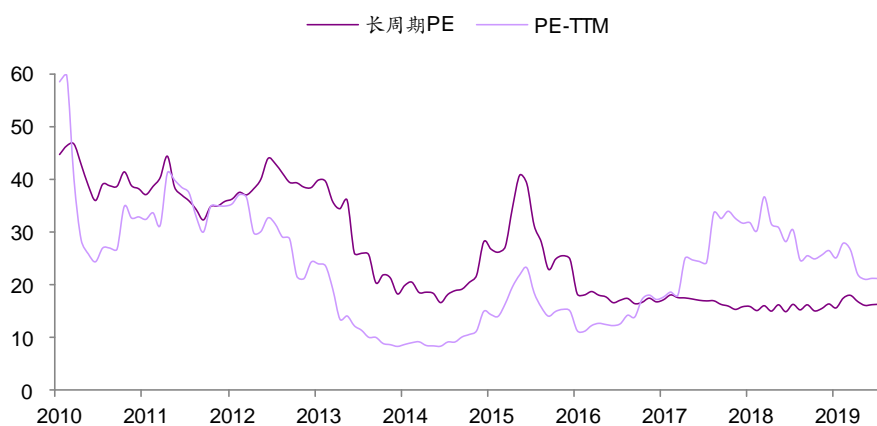
由于火电股的逆周期属性导致PE估值存在失真可能，我们通过构建长周期PE指标以平滑周期波动。长周期PE=总市值/最近20个季度归母净利润年化均值。当前火电股长周期PE为16倍（低于21倍PE-TTM水平），对应百分比排位15.4%，亦处于历史低位水平。

图 23: CS 火电历史 PB



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (注: 截至 2019 年 8 月)

图 24: CS 火电历史长周期 PE



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (注: 截至 2019 年 8 月, 长周期 PE=总市值/最近 20 个季度归母净利润年化均值)

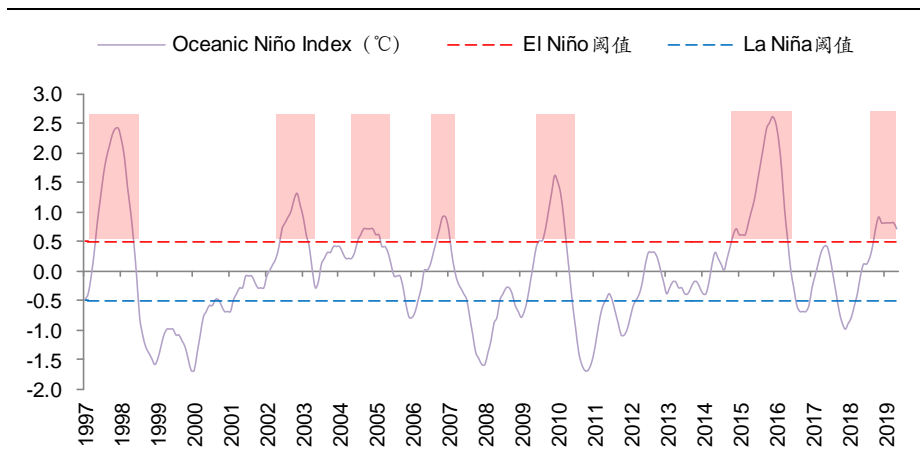
3、水电：厄尔尼诺催化，类债属性突出

3.1、厄尔尼诺年来临，2019 年降水量有望偏多

根据中国气象局国家气候中心定义，厄尔尼诺事件是指赤道中、东太平洋海表大范围持续异常偏暖的现象，其评判标准在国际上尚存一定差别。一般将 NINO 3 区海温距平指数连续 6 个月达到 0.5°C 以上定义为一次厄尔尼诺事件；美国则将 NINO 3.4 区海温距平的 3 个月滑动平均值达到 0.5°C 以上定义为一次厄尔尼诺事件。中国气象局国家气候中心主要以 NINO 综合区（NINO 1+2+3+4 区）的海温距平指数作为判定厄尔尼诺事件的依据。

考虑到数据的可获得性，我们选用美国国家海洋和大气管理局（NOAA）发布的 ONI（Oceanic Niño Index）指标表征厄尔尼诺/拉尼娜现象。近 20 余年过程中发生的大型厄尔尼诺现象发生于 1997-1998 年以及 2014-2016 年。

图 25：历史厄尔尼诺现象发生时段

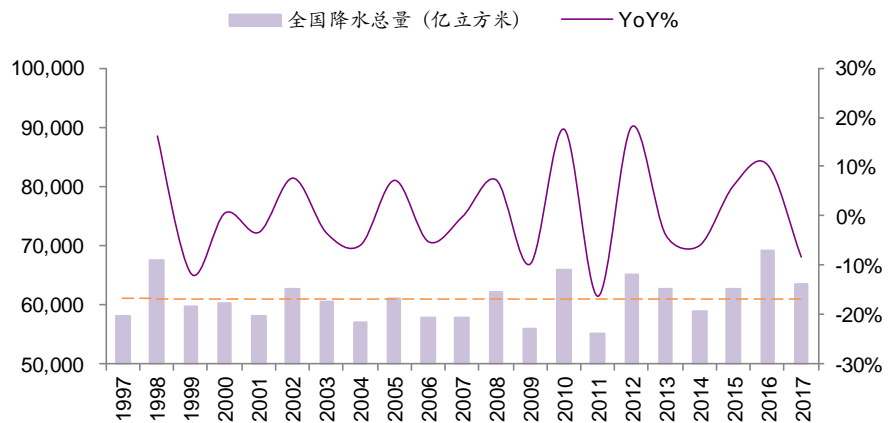


资料来源：NOAA，光大证券研究所（注：截至 2019 年 6 月，红色区域表示厄尔尼诺现象发生时段）

国家气候中心监测表明，2018 年 9 月进入厄尔尼诺状态，2019 年 1 月达到厄尔尼诺事件标准。根据中国天气网报道，预计本次厄尔尼诺事件将持续到冬季，持续时间可能超过 15 个月，形成一次超长厄尔尼诺事件，强度为中等至偏强。

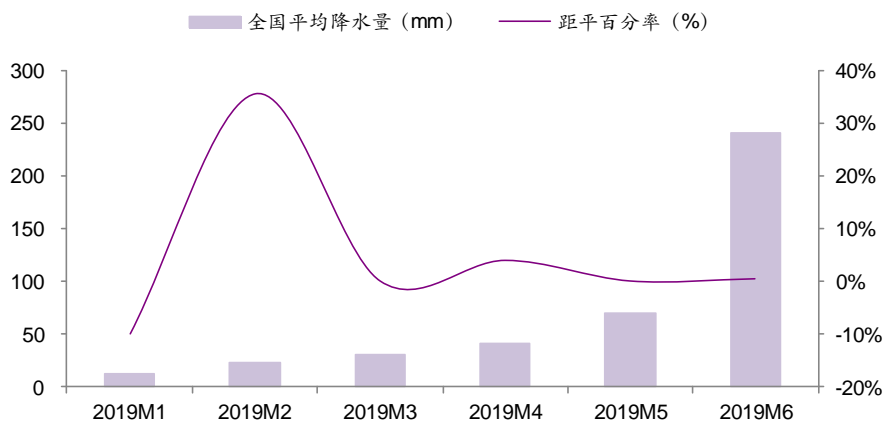
厄尔尼诺现象对气候最直接的影响之一在于降水量的提升。总体而言，厄尔尼诺现象与我国降水量的关联度高，通常厄尔尼诺现象出现的次年降水量总体处于较高水平（如 1998、2005、2010、2015-2016 年）。根据中国气象局统计，2019 年春季全国降水量略偏多，入汛以来全国降水量接近常年同期。根据上述降水量与厄尔尼诺的历史规律，我们判断 2019 年全年全国降水量偏多概率较大。

图 26: 全国降水总量情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (注: 橙色虚线表示多年均值)

图 27: 2019 年以来全国平均降水量情况



资料来源: 中国气象局, 光大证券研究所

3.2、厄尔尼诺对水电利用率的影响尚未明确

我们选取较近的两次厄尔尼诺事件 (即 2009-2010 年及 2014-2016 年) 进行复盘, 研究厄尔尼诺现象对水电行业的影响。

我们以 2007-2018 年的利用小时数均值为基数, 在季度层面测算利用小时数的距平百分率 (即较同期利用小时数多年均值的变化率)。由于丰水期通常为 6-9 月, 水电二、三季度的利用小时数对全年的贡献较大。根据上述分析, 2010 年和 2015-2016 年的降水量较大, 我们发现两次厄尔尼诺事件中水电利用小时数的变化规律不尽相同:

(1) 2009-2010 年厄尔尼诺事件:

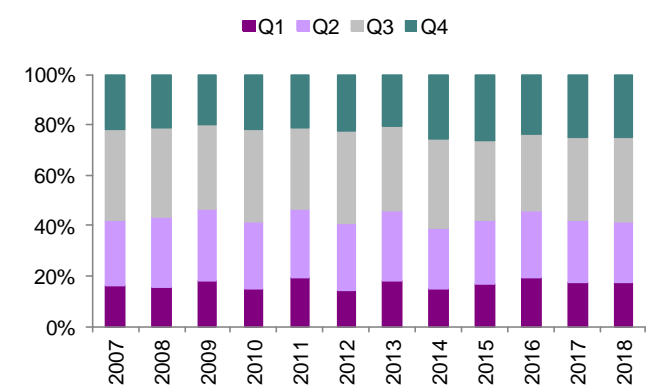
根据前文提及的 ONI 指标判断, 2009-2010 年厄尔尼诺事件持续期为 2009Q3-2010Q1, 峰值出现在 2009Q4。峰值出现次年丰水期 2010Q2、2010Q3 水电利用小时数距平百分率分别为 0.4%、4.7%。2010 年全年水电利用小时数距平百分率为-2.4%, 同比收窄 2.2 个百分点。

(2) 2014-2016 年厄尔尼诺事件：

根据 ONI 指标判断，2014-2016 年厄尔尼诺事件持续期为 2014Q4-2016Q2，峰值出现在 2015Q4。峰值出现次年丰水期 2016Q2、2016Q3 利用小时数距平百分率分别为 5.6%、-6.5%。2015、2016 年全年水电利用小时数距平百分率分别为 2.6%、3.6%。

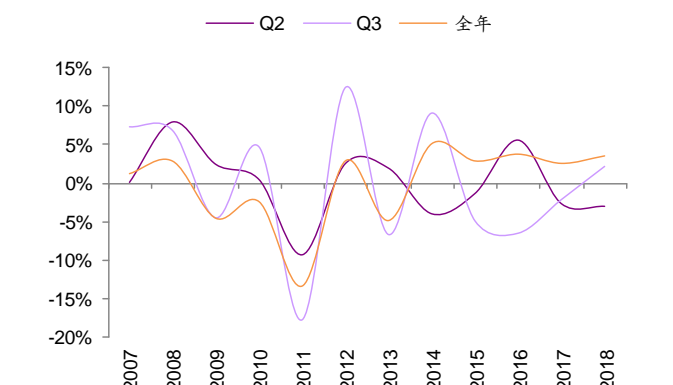
通过两次厄尔尼诺事件复盘，我们发现，厄尔尼诺峰值次年的丰水期（二季度或三季度）水电表现较好，但厄尔尼诺现象与水电利用小时数提升并非存在必然联系，且区域表现存在分化。

图 28：Q2、Q3 利用小时数占比较高



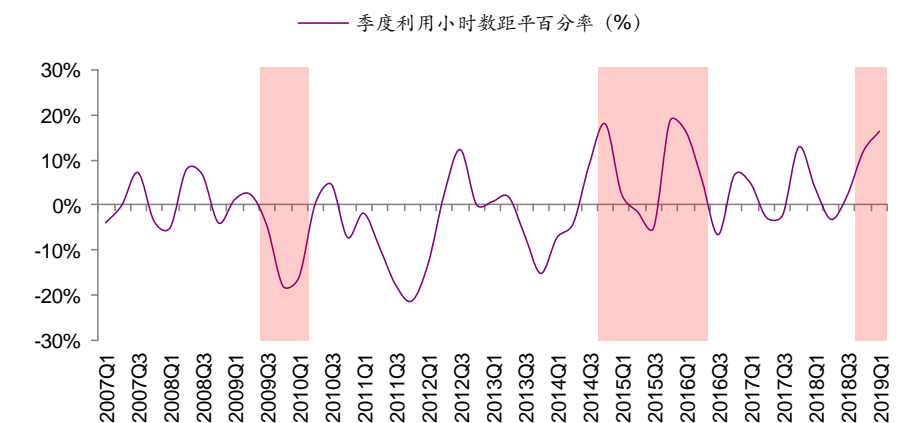
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 29：利用小时数距平百分率 (%)



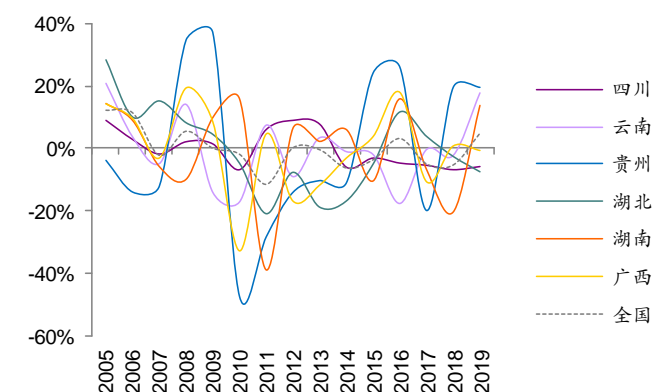
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 30：2007 年至今分季度水电利用小时数距平百分率 (%)



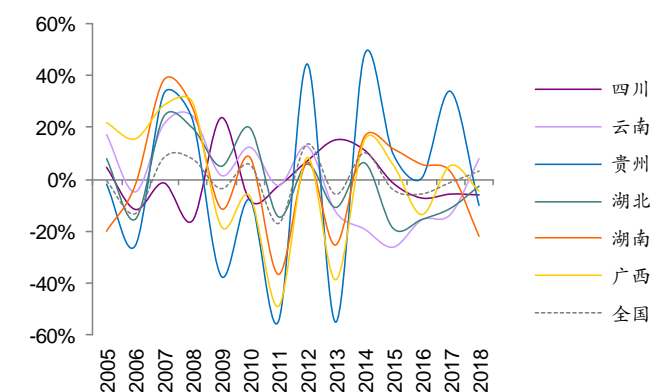
资料来源：Wind，NOAA，光大证券研究所（注：红色区域表示厄尔尼诺现象发生时段）

图 31：代表区域 Q2 水电利用小时数距平百分率 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 32：代表区域 Q3 水电利用小时数距平百分率 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

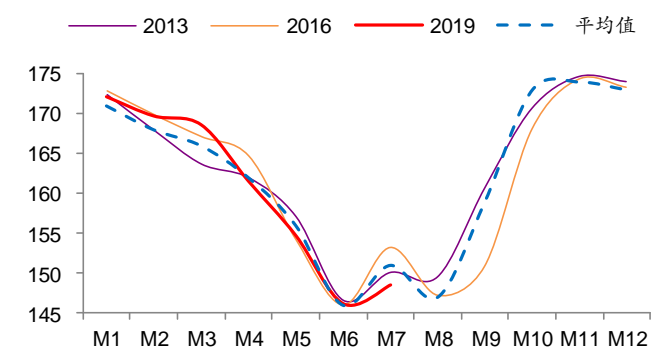
我们认为，厄尔尼诺现象与水电利用小时数无必然联系，主要原因在于大型水电站除发电外亦存在**防洪泄洪**等功能。

以当前世界最大水电站—**三峡电站**为例，三峡水库运行水位在 145-175 米之间。汛期来临前（通常为 6 月初），三峡水库主动降低水位至 145 米，腾出防洪库容以削减夏季主汛期可能到来的洪峰，并在汛期末段（通常为 9 月上旬）蓄水至高水位。

从典型年份 2013 年（枯水年）、2016 年（丰水年）比较来看，丰水年汛期跨度较长（开始较早、结束较晚），为预防可能出现的旱汛，三峡水库提前降低水位，并在汛期末段延后抬升水位，以完成防洪泄洪任务。

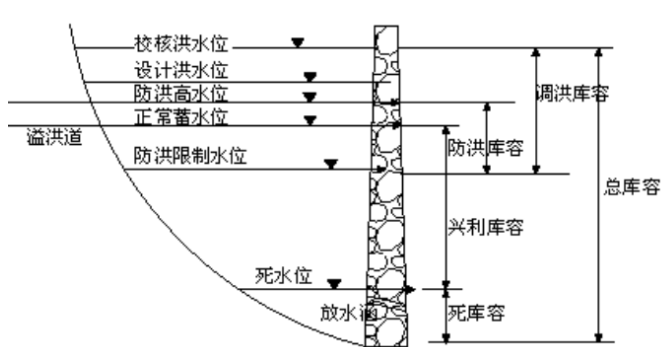
基于上述分析，我们看到两次厄尔尼诺现象过程中，代表时段（2010Q3、2015Q2、2016Q2）发电量增速与同期来水增速并非完全匹配。

图 33：三峡水库上游水位（米）



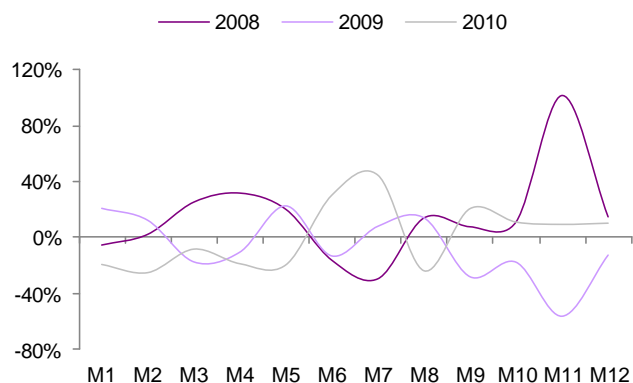
资料来源：长江电力公司公告，Wind，光大证券研究所

图 34：水库特征水位图



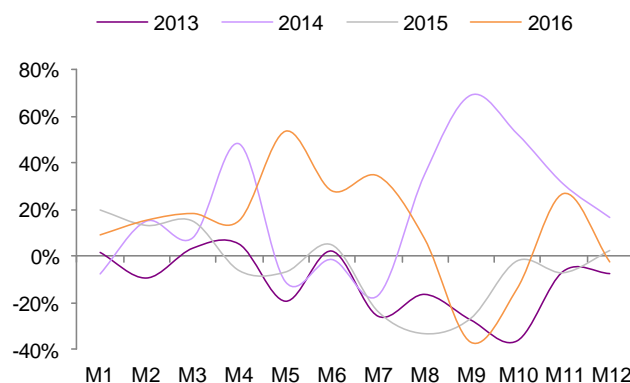
资料来源：长江电力公司公告，光大证券研究所

图 35：2008-2010 年三峡月均入库流量同比 (%)



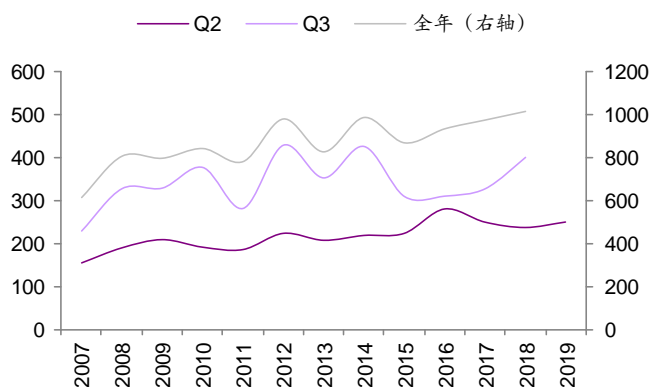
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 36：2013-2016 年三峡月均入库流量同比 (%)



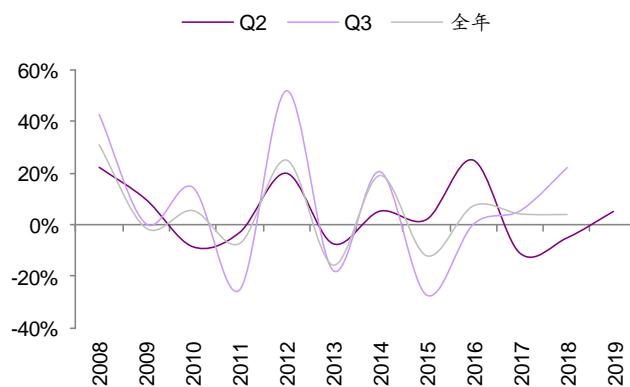
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 37：三峡电站发电量 (亿千瓦时)



资料来源：长江电力公司公告，光大证券研究所

图 38：三峡电站发电量同比 (%)



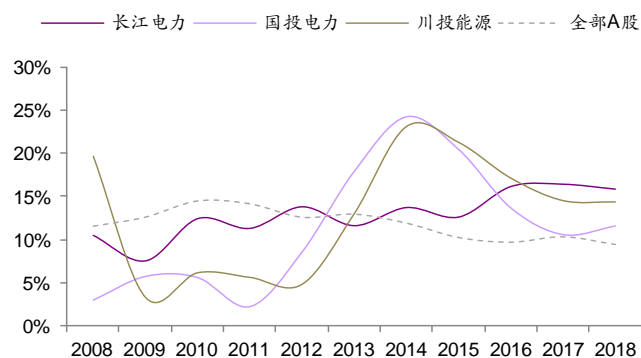
资料来源：长江电力公司公告，光大证券研究所

3.3、水电股的核心驱动力：类债属性

受益于水库的调节能力及梯级联合调度等因素，大型水电公司有效对冲来水波动，发电量相对稳定；叠加电价及成本（以折旧等固定成本为主）的相对确定性，大型水电公司盈利及股息率的稳定性优势明显，“类债属性”突出。

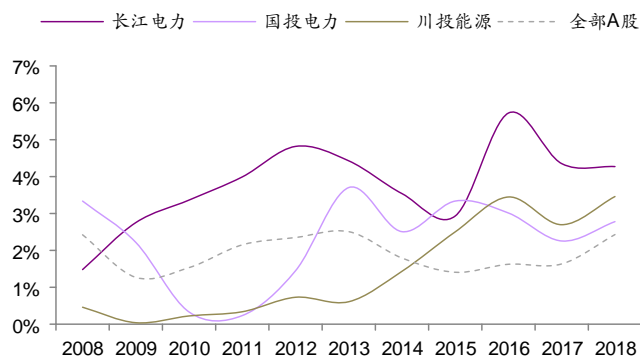
水电股的“类债属性”有效吸引外资关注，近年来大型水电公司（长江电力、华能水电、国投电力、川投能源）的投资者结构发生边际变化。随着沪港通等境外投资者持股比例的提升，以长江电力为首的大型水电股在二级市场的走势与 10 年期美国国债收益率的关联度较高。我们认为，在市场未出现明确方向，以及全球降息预期背景下，水电股的“类债属性”仍为二级市场表现的核心驱动力。

图 39：典型水电股 ROE



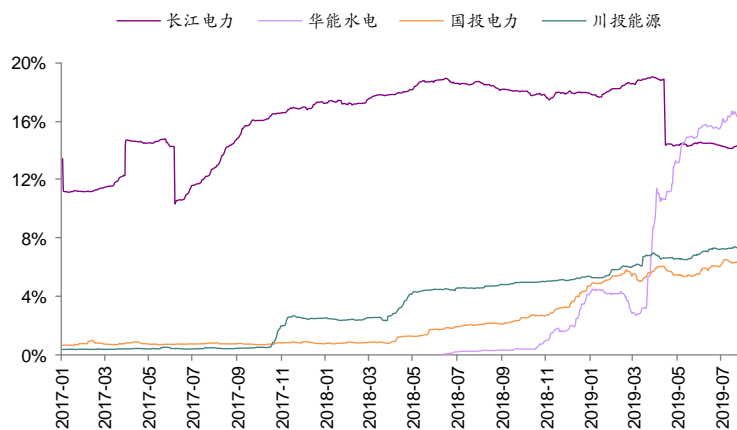
资料来源：Wind，光大证券研究所（注：华能水电 2017 年上市，未计入统计）

图 40：典型水电股股息率



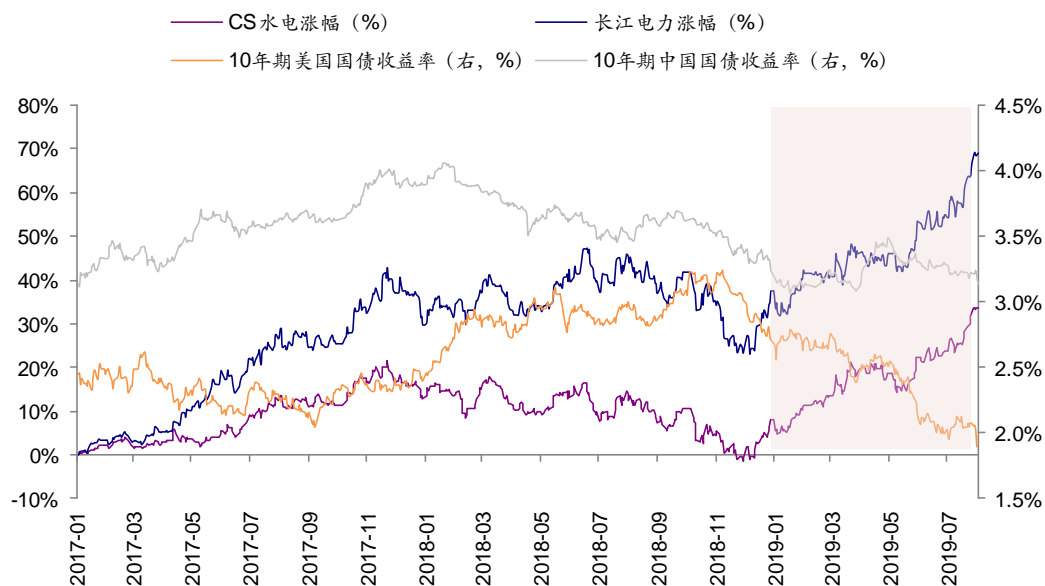
资料来源：Wind，光大证券研究所（注：华能水电 2017 年上市，未计入统计）

图 41：大型水电公司沪港通持股占自由流通股本的比例 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 42：以长江电力为代表的水电公司股价走势与美国国债收益率的关联度较高



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：2019 年以来美国国债收益率下降，长江电力等水电公司股价走高）

4、投资建议

综上所述，我们认为市场环境的边际变化释放了增配电力股的信号。考虑到经济增速下行形势下，全社会盈利增速预期边际减弱，电力股的“替代价值”和“周期对冲”优势（火电逆周期、水电近似无周期）再次显得突出（详见我们2018年3月的深度报告《电力行业——走出“至暗时刻”》）。

推荐火电：一线华能国际（A+H）、华电国际（A+H），二线长源电力、京能电力；水电：长江电力、国投电力、华能水电。

表 2：电力行业推荐公司

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
600011.SH	华能国际	6.81	0.09	0.35	0.45	74	19	15	买入
0902.HK	华能国际电力股份	4.71	0.03	0.40	0.51	138	12	9	买入
600027.SH	华电国际	4.04	0.17	0.31	0.37	24	13	11	买入
1071.HK	华电国际电力股份	3.37	0.13	0.36	0.42	26	9	8	买入
000966.SZ	长源电力	5.11	0.19	0.49	0.76	27	10	7	买入
600578.SH	京能电力	3.23	0.13	0.19	0.22	24	17	14	买入
600900.SH	长江电力	18.79	1.03	1.04	1.06	18	18	18	增持
600886.SH	国投电力	8.68	0.64	0.72	0.74	13	12	12	增持
600025.SH	华能水电	4.77	0.32	0.22	0.26	15	22	19	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年8月2日（A股、H股货币单位分别为人民币、港币，1 HKD=0.88 CNY）

5、风险分析

系统性风险：国内经济形势、中美贸易摩擦等超预期变动影响市场投资风格；

价格风险：燃料成本（以燃煤成本为主）是火电公司成本中的最主要部分，动力煤价格超预期上涨，将增加火电公司成本；上网电价超预期下调，减少电力公司收入；

电力需求风险：现阶段电力供应与电力需求匹配，若电力需求增速低于预期，将影响电力公司发电量和利用小时数的增长。

水电来水风险：水电的固定成本占比较高，对水电公司而言，来水量直接影响水电站的发电量，进而影响水电公司利润。来水不及预期，影响水电业绩。

政策风险：电力体制改革、国企改革等推进放缓，影响电力行业的良性发展等。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼