

公用事业行业深度报告

国际降息周期开启+国内央企存在投资意愿， 高分红高股息率标的值得重点关注 增持（维持）

2019年09月16日

证券分析师 刘博
执业证号：S0600518070002
18811311450
liub@dwzq.com.cn

投资要点

■ **背景分析：为什么在这个时点重点提示高分红公司的机会？** 1) 伴随着全球降息周期的开启，低利率甚至负利率频频出现，美国30年期国债收益率在8月份首次降到了2%以下，在全球降息周期推动利率不断下行的趋势下，拥有固定收益的类债券资产价值愈发彰显。2) 国内减税降费2万亿，同时人大预算要求财政赤字只能提升0.2个百分点（对应0.38万亿），因此将形成财政收支缺口1.62万亿。3) 《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》要求，到2020年国有资本收益上缴公共财政比例提升至30%，因此，对于央企集团来说，无论是基于在财政扩张力度有限的形势下发挥泛财政作用，还是基于完成《决定》目标的要求，均存在提升分红比例、扩大投资规模的意愿。

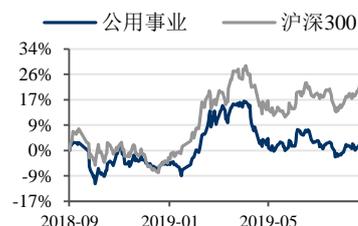
■ **现状分析：A股分红的国际比较及行业特征，提升空间仍然广阔：** 1) A股分红的现状：现金分红公司数量占比公司总数为70%以上，随着分红公司数量增多、分红金额增加，分红的集中度有所下降，2015年以来分红比例和股息率逐年提升。2) A股分红的行业特征：分红比例较高的行业往往具有商业模式发展成熟、市场竞争格局稳定、现金流状况稳健等特点，而股息率较高的行业除了拥有以上这些特点之外，往往估值偏低。3) 国际比较方面，如果以港股和美股作为参照，则A股分红比例仍存在10个百分点以上的提升空间，对应分红金额约为3424亿元。

■ **案例分析：深度复盘长江电力，固定股利政策对估值提升起到重要作用：** 长江电力作为全球水电龙头和A股高分红高股息率的价值投资标杆，以上证综指作为参照，公司自上市以来累计超额收益达到451.81%。我们深度复盘长江电力的股价走势，发现其存在显著超额收益的3个阶段驱动力各不相同：1) 2008年6月-2009年5月累计超额收益为20.55%，驱动力既不是来自于EPS增长也不是来自于估值提升；2) 2012年5月-2015年4月累计超额收益为28.38%，驱动力主要来自于公司EPS的增长；3) 2015年6月至今累计超额收益为91.89%，驱动力主要来自于无风险收益率下行和固定股利承诺带来的估值提升。

■ **多维度选股：找寻下一个长江电力，重点推荐陕西煤业，建议关注韶能股份：** 考虑到：1) 盈利的稳定性是分红的基础、2) 历史分红派息情况体现分红的意愿、3) 现金资产和留存收益保障分红的能力，因此我们分别选取近三年平均ROE、净利润同比增速、现金分红比例、股息率、留存收益占比市值、货币资金占比市值、市盈率等多项指标，筛选出建议关注标的：公用事业行业的长江电力、桂冠电力、韶能股份，煤炭行业的中国神华、陕西煤业、兖州煤业、盘江股份等。

■ **风险提示：** 宏观经济下行使得需求减弱，煤炭、电力销量不达预期等

行业走势



相关研究

- 《公用事业行业专题：核心三因素边际变化明显，2019年火电行业配置与弹性均值得重点关注》2019-02-11
2019-02-24
- 《蒙华铁路研究专题：北煤南送大动脉预计年内通车，终端电厂+上游煤企有望显著获益》2019-04-08
- 《陕西煤业深度研究：煤炭行业价值龙头，业绩增长+估值提升值得期待》2019-05-05
- 《煤炭行业研究专题：百年未有之大变局——国企改革的新环境、新变化和预期差》2019-06-16
- 《山煤国际深度报告：传统主业高增长，携手“钧石”能源转型，打造异质结电池行业龙头可期》2019-09-03

表1：建议关注的公司估值（除了陕西煤业以外，盈利预测来自Wind一致预期）

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
601225	陕西煤业	915	9.15	1.14	1.17	1.21	8	8	8	买入
000601	韶能股份	62	5.74	0.53	0.62	0.68	11	9	8	
601088	中国神华	3746	19.61	2.22	2.25	2.28	9	9	9	

资料来源：Wind、东吴证券研究所

内容目录

1. 背景分析：为什么在这个时点重点提示高分红公司的机会？	4
1.1. 背景分析一：全球降息周期下频现负利率，类债券资产吸引力彰显	4
1.2. 背景分析二：国内减税降费+财政赤字受限，政府收支缺口逐年扩大	5
1.3. 股东诉求：央企集团发挥泛财政作用，经济下行时存在显著投资意愿	7
2. 现状分析：A股分红的国际比较及行业特征，提升空间仍然广阔	8
2.1. A股分红的现状：数量增加、集中度下降，分红比例和股息率逐年提升	8
2.2. A股分红的行业特征：现金流稳健的成熟行业拥有更高分红比例和股息率	10
2.3. A股分红的国际比较：参照港股和美股，分红提升空间还有3424亿以上	11
3. 案例分析：深度复盘长江电力，固定股利政策对估值提升起到重要作用	12
3.1. 公司简介：全球水电龙头，高分红高股息率的价值投资标杆	12
3.2. 深度复盘：超额收益2015年以前来自于EPS、2015年以后来自于估值提升	14
4. 多维度选股：找寻下一个长江电力，建议关注韶能股份和中国神华	16
4.1. 盈利的稳定性是分红的基础：近三年平均ROE和净利润同比增速	16
4.2. 历史分红派息情况体现分红的意愿：近三年平均现金分红比例和股息率	17
4.3. 现金资产和留存收益保障分红的能力：货币资金和留存收益占比市值	18
4.4. 综合选取标的：长电、桂冠、韶能、神华、陕煤、兖煤、盘江	19
5. 风险提示	20

图表目录

图 1: 美国 30 年期国债收益率首次降到了 2% 以下	5
图 2: 财政部表示, 2019 年减税降费规模有望达到 2 万亿	6
图 3: 2016-2018 年中央财政赤字及赤字率情况 (万亿元)	6
图 4: 2016-2018 年财政收支缺口及真实赤字率 (万亿元)	6
图 5: 2018 年央企和地方国企经营情况 (万亿元)	8
图 6: 2016-2018 中央企业经营情况 (万亿元)	8
图 7: 近年来 A 股现金分红公司占比公司总数为 70% 以上	9
图 8: 前十大分红公司分红总额占比不断下降	9
图 9: 2015 年以来 A 股公司分红比例显示出提升趋势	9
图 10: 2015 年以来 A 股公司股息率逐步提升	9
图 11: 2018 年 A 股分行业上市公司分红数量及占比 (%)	10
图 12: 2018 年 A 股分行业上市公司分红比例及股息率 (%)	11
图 13: 参照港股和美股, A 股分红提升空间还有 3424 亿以上	12
图 14: 2003-2018 年公司的营收和净利润情况 (亿元)	13
图 15: 2003-2018 年公司的盈利能力 (ROE 为右轴, %)	13
图 16: 2004-2019 年长江电力股价走势和相比上证综指的超额收益情况	14
图 17: 2004-2019 年长江电力单季度 EPS 及同比增速情况	15
图 18: 2004-2019 年 10 年期国债收益率和美国 30 年期国债收益率的走势 (%)	15
表 1: 建议关注的公司估值 (除了陕西煤业以外, 盈利预测来自 Wind 一致预期)	1
表 2: 2019 年以来部分国家央行降息情况	4
表 3: 2003-2018 年公司的分红情况	13
表 4: 公用事业和煤炭行业中, 近三年平均 ROE 排名前十的公司 (%)	17
表 5: 公用事业和煤炭行业中, 近三年平均净利润同比增速排名前十的公司 (%)	17
表 6: 公用事业和煤炭行业中, 近三年平均现金分红比例排名前十的公司 (%)	18
表 7: 公用事业和煤炭行业中, 近三年平均股息率排名前十的公司 (%)	18
表 8: 公用事业和煤炭行业中, 近三年留存收益占比市值排名前十的公司	19
表 9: 公用事业和煤炭行业中的建议关注标的 (%)	20

1. 背景分析：为什么在这个时点重点提示高分红公司的机会？

1) 伴随着全球降息周期的开启，低利率甚至负利率频频出现，美国 30 年期国债收益率在 8 月份首次降到了 2% 以下，在全球降息周期推动利率不断下行的趋势下，拥有固定收益的类债券资产价值愈发彰显。2) 国内减税降费 2 万亿，同时人大预算要求财政赤字只能提升 0.2 个百分点（对应 0.38 万亿），因此将形成财政收支缺口 1.62 万亿。3) 《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》要求，到 2020 年国有资本收益上缴公共财政比例提升至 30%，因此，对于央企集团来说，无论是基于在财政扩张力度有限的形势下发挥泛财政作用，还是基于完成《决定》目标的要求，均存在提升分红比例、扩大投资规模的意愿。

1.1. 背景分析一：全球降息周期下频现负利率，类债券资产吸引力彰显

2019 年 2 月以来，印度、埃及、马来西亚、新西兰、菲律宾、澳大利亚等国央行纷纷宣布降息，根据陆宝投资的统计数据显示，截至 2019 年 9 月初，全球 38 家央行在年内合计发生降息 32 次，其中 8 月份单月发生 17 次降息，全球央行的降息周期可能已经开启。伴随着降息周期的出现，低利率甚至负利率在全球范围内成为金融市场关注的焦点，根据德意志银行首席国际经济学家托尔斯滕斯洛克的统计，目前全球约有 15 万亿美元的低收益债券（债券规模总计约 115 万亿美元，其中低收益占比为 13.04%），而在五年前低收益债券的规模是 0；将美国剔除后，世界上其他国家合计约有 45% 的债券收益率为负；今年 8 月份，美国 30 年期国债收益率降到了 2% 以下（9 月 7 日最新为 2.02%），是有记录以来第一次；美国以外，丹麦的第三大银行提供利率为 -0.5% 的 10 年期房贷，另一家银行则提供零利率 20 年期房贷。在全球降息周期推动利率不断下行的趋势下，拥有固定收益的类债券资产价值愈发彰显。

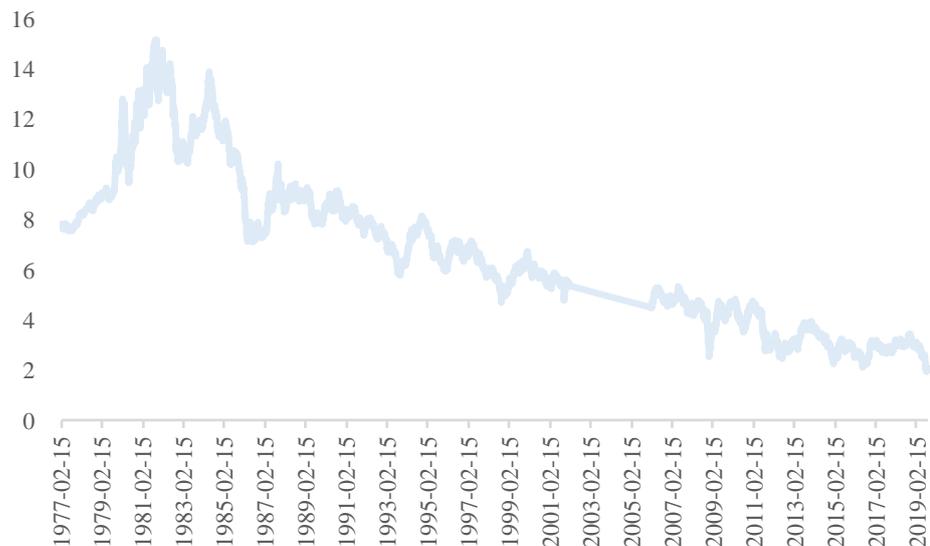
表 2：2019 年以来部分国家央行降息情况

国家	时间	降息政策
韩国	7 月 18 日	基准利率自 1.75% 下调至 1.5%，为 2016 年 6 月以来首次降息
马来西亚	5 月 7 日	隔夜利率自 3.25% 下调至 3%，为 2016 年 7 月以来首次降息
菲律宾	5 月 9 日	关键利率下调 25 个基点至 4.5%，为其 2016 年以来首次降息
印度	2 月 7 日，4 月 4 日，6 月 6 日	再回购利率自 6.25% 下调至 5.5%，连续降息三次，为 2017 年 8 月以来首度开启降息
南非	7 月 18 日	再回购利率自 6.75% 下调至 6.5%，上一次降息是在 2018 年 3 月
俄罗斯	6 月 14 日	关键利率自 7.75% 下调至 7.5%，上一次降息是在 2018 年 3 月
澳大利亚	6 月 4 日，7 月 2 日	隔夜利率自 1.5% 下调至 1%，连续降息两次，为 2016 年 8 月以来首度降息

新西兰	5月8日	基准利率自 1.75% 下调至 1.5%，为 2016 年 11 月以来首次降息
冰岛	5月22日，6月26日	基准利率自 4.25% 下调至 3.75%，连续降息两次，为 2017 年 10 月以来首度降息
乌克兰	4月26日，7月18日	贴现利率自 18% 下调至 17%，降息两次，为 2017 年 5 月以来首度降息
智利	6月7日	隔夜利率自 3% 下调至 2.5%，为 2017 年 7 月以来首次降息

数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 1：美国 30 年期国债收益率首次降到了 2% 以下



数据来源：Wind、东吴证券研究所

1.2. 背景分析二：国内减税降费+财政赤字受限，政府收支缺口逐年扩大

一方面，减税降费意味着政府收入端减少 2 万亿。2019 年 3 月，财政部部长刘昆在十三届全国人大二次会议记者会上表示，减税降费是今年积极财政政策的头等大事，今年将减轻企业税收和社保缴费负担近 2 万亿元，其中减税约占 7 成，在减税份额里又以增值税降率为主体。

1) **深化增值税改革措施，合计减税降费规模将超 1 万亿元：**一是降低税率。将制造业等行业 16% 增值税税率降至 13%，交通运输和建筑等行业 10% 增值税税率降至 9%。二是进一步扩大抵扣范围。将国内旅客运输服务纳入抵扣，将不动产由分两年抵扣改为一次性全额抵扣。三是全面实行期末留抵退税，在去年部分行业试行的基础上，今年将留抵退税扩大到全行业。四是对生产、生活性服务业进项税额加计抵减。对主营业务为邮政、电信、现代服务和生活服务业的纳税人，按进项税额加计 10% 抵减应纳税额。

2) **全年可减轻社保缴费负担 3000 多亿元：**2019 年 4 月，国务院办公厅印发《降

低社会保险费率综合方案》，随后，人社部、财政部、税务总局、国家医保局四部门负责人就《方案》相关问题答记者问，表示《方案》实施到位后，预计 2019 年全年可减轻社保缴费负担 3000 多亿元。

图 2：财政部表示，2019 年减税降费规模有望达到 2 万亿



数据来源：新华网、东吴证券研究所

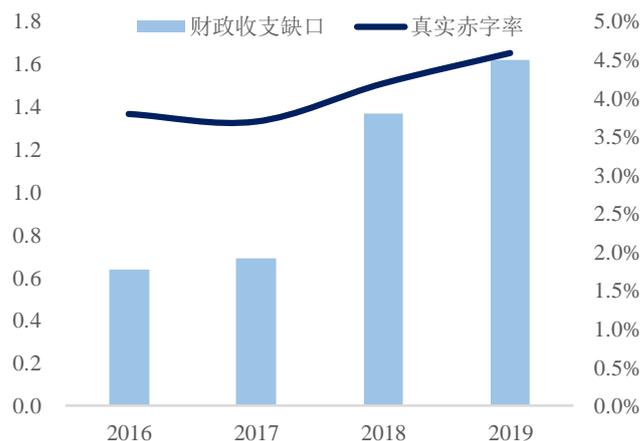
另一方面，财政赤字仅提升 0.2 个百分点意味着收支缺口为 1.62 万亿。根据我们在前文中所述，对于政府来说，减税降费意味着收入端减少 2 万亿；而支出端主要由一般公共服务、公共安全、教育、科学技术、社会保障和就业、医疗卫生与计划生育出、节能环保出、城乡社区八项构成，相对刚性，同时考虑到外部经济形势的不确定性，2019 年政府支出有可能进一步增加。政府支出减去政府收入为财政赤字，根据《2019 年国务院政府工作报告》，2019 年财政赤字率拟按 2.8% 安排，比 2018 年预算高 0.2 个百分点，对应资金规模为 0.38 万亿。因此，我们可以推算出，2019 年将财政赤字考虑在内后，政府收支缺口为 1.62 万亿左右。

图 3：2016-2018 年中央财政赤字及赤字率情况（万亿元）

图 4：2016-2018 年财政收支缺口及真实赤字率（万亿元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所



数据来源：Wind、东吴证券研究所

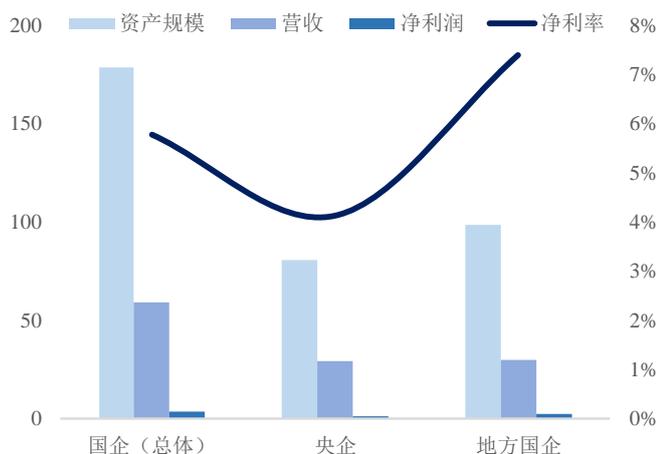
根据财政部的公开数据，2016年，全国一般公共预算收入为15.96万亿、一般公共预算支出为18.78万亿、财政赤字为2.18万亿，将财政赤字纳入考虑后财政收支缺口为0.64万亿，**将财政收支缺口纳入计算后真实赤字率为3.8%**；2017年，全国一般公共预算收入为17.26万亿、一般公共预算支出为20.33万亿、财政赤字为2.38万亿，将财政赤字纳入考虑后财政收支缺口为0.69万亿，**将财政收支缺口纳入计算后真实赤字率为3.7%**；2018年，全国一般公共预算收入为18.34万亿、一般公共预算支出为22.09万亿、财政赤字为2.38万亿，将财政赤字纳入考虑后财政收支缺口为1.37万亿，**将财政收支缺口纳入计算后真实赤字率为4.2%**。假设2019年GDP增速为6.5%，则根据我们前文中的测算，2019年将财政赤字考虑在内后，政府收支缺口为1.62万亿左右，**将财政收支缺口纳入计算后真实赤字率约为4.6%**，由此可见，2016-2019年财政收支缺口和真实赤字率都在稳步上升。随着收支缺口规模不断扩大，预计未来中央财政储备资金的消耗将日趋严重，盘活存量国有资产、发挥央企集团的泛财政功能将成为弥补政府收支缺口的必要途径。

1.3. 股东诉求：央企集团发挥泛财政作用，经济下行时存在显著投资意愿

2019年初，财政部发布2018年国企经营情况，截至2018年年末，我国国企资产总额合计178.75万亿，2018年全年实现营收总额58.75万亿、净利润3.39万亿、净利率为5.77%；其中，央企资产总额合计80.34万亿，2018年全年实现营收总额29.1万亿、净利润1.2万亿、净利率为4.12%；地方国企资产总额合计98.41万亿，2018年全年实现营收总额29.65万亿、净利润2.19万亿、净利率为7.39%。国企分红方面，1) 2017年非金融企业股息收入为286.66亿元，分红比例为15.72%；实际纳入一般公共预算的资金为257.00亿元，分红比例为14.09%；2) 中央国有金融企业股息收入为4046.00亿元，分红比例为28.90%（《国务院关于2017年度金融企业国有资产的专项报告》）；由

于金融企业没有纳入国有资本经营预算，因此没有办法计算实际纳入一般公共预算的金额。3) 地方国有金融企业数据未披露。而根据 2013 年《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》的要求，提高国有资本收益上缴公共财政比例，2020 年提到 30%，更多用于保障和改善民生。因此，对于央企集团来说，无论是基于在财政扩张力度有限的形势下发挥泛财政作用，还是基于完成《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》30%上缴比例的要求，均存在提升分红比例、扩大投资规模的意愿。

图 5：2018 年央企和地方国企经营情况（万亿元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 6：2016-2018 中央企业经营情况（万亿元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

2. 现状分析：A 股分红的国际比较及行业特征，提升空间仍然广阔

1) A 股分红的现状：现金分红公司数量占比公司总数为 70% 以上，随着分红公司数量增多、分红金额增加，分红的集中度有所下降，2015 年以来分红比例和股息率逐年提升。2) A 股分红的行业特征：分红比例较高的行业往往具有商业模式发展成熟、市场竞争格局稳定、现金流状况稳健等特点，而股息率较高的行业除了拥有以上这些特点之外，往往估值偏低。3) 国际比较方面，如果以港股和美股作为参照，则 A 股分红比例仍存在 10 个百分点以上的提升空间，对应分红金额约为 3424 亿元。

2.1. A 股分红的现状：数量增加、集中度下降，分红比例和股息率逐年提升

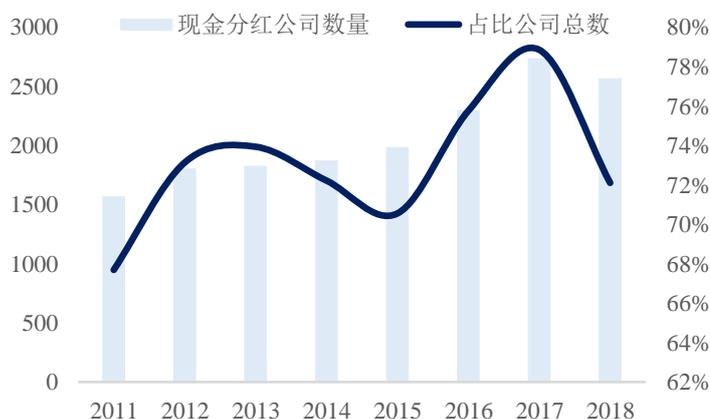
1) 现金分红公司数量占比公司总数为 70% 以上：2011-2018 年，A 股上市公司中进行现金分红的公司数量从 1570 家增长至 2572 家，占比 A 股公司总数从 67.67% 提升至 72.11%，尤其是 2012 年以来，进行现金分红的公司数量占比一直在 70% 以上，其中

连续三年进行现金分红的公司总数为 1921 家，占比公司总数为 53.85%。

2) **随着分红公司数量增多，分红集中度有所下降**：2011-2018 年，A 股上市公司现金分红总额从 0.60 万亿增长至 1.23 万亿，涨幅为 104.48%；同期分红金额最高的前十大公司分红总额占比从 57.75% 逐步下降至 37.48%，因此随着分红公司数量增多、分红金额增加，分红的集中度有所下降。

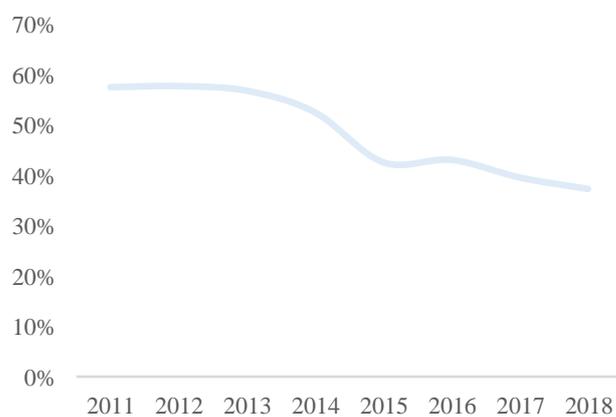
3) **2015 年以来分红比例和股息率逐年提升**：2011-2018 年，A 股上市公司分红比例从 29.19% 上升至 35.92%，尤其是 2014 年以来分红比例逐年上升；股息率方面，2011-2018 年呈现出先下降、后上升的态势，主要是由于 2014-2016 年 A 股整体估值较高，因此阶段性拉低了股息率，从 2015 年开始，股息率重拾上升趋势，从 1.44% 逐步上升至 2018 年的 2.47%。

图 7：近年来 A 股现金分红公司占比公司总数为 70% 以上



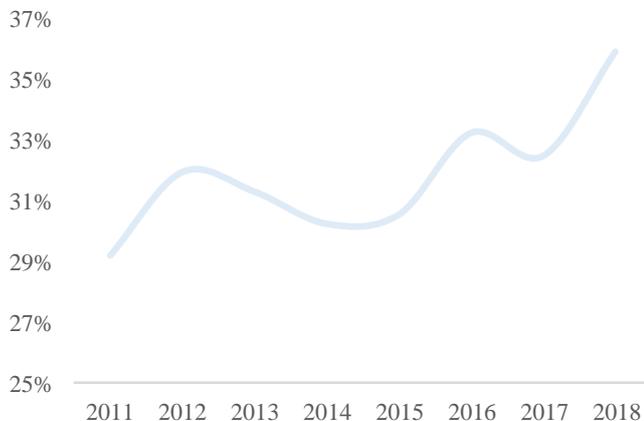
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 8：前十大分红公司分红总额占比不断下降



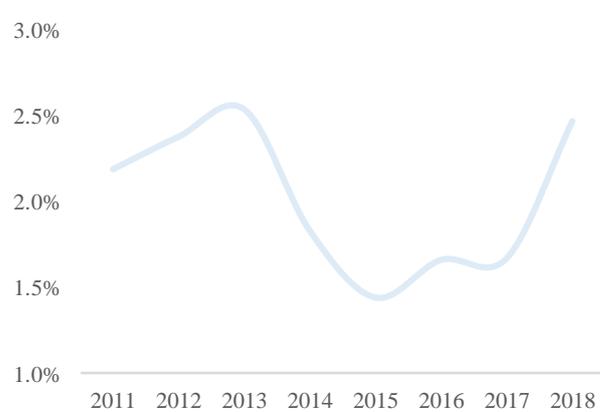
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 9：2015 年以来 A 股公司分红比例显示出提升趋势



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 10：2015 年以来 A 股公司股息率逐步提升



数据来源：Wind、东吴证券研究所

2.2. A 股分红的行业特征：现金流稳健的成熟行业拥有更高分红比例和股息率

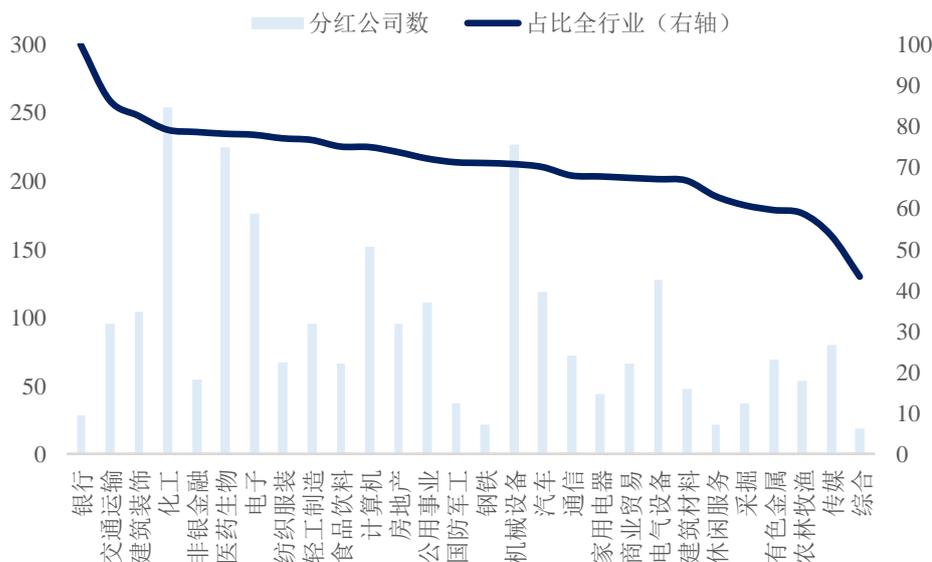
1) **分红公司数量占比最高的十大行业**：分别是银行（28 家公司分红，占比行业 100%）、交通运输（95 家公司分红，占比行业 86.36%）、建筑装饰（104 家公司分红，占比行业 82.54%）、化工（254 家公司分红，占比行业 79.13%）、非银金融（55 家公司分红，占比行业 78.57%）、医药生物（225 家公司分红，占比行业 78.13%）、电子（176 家公司分红，占比行业 77.88%）、纺织服装（67 家公司分红，占比行业 77.01%）、轻工制造（95 家公司分红，占比行业 76.61%）、食品饮料（66 家公司分红，占比行业 75.00%）。

2) **分红金额最高的十大行业**：分别是银行（4184.46 亿元）、化工（919.44 亿元）、非银金融（802.99 亿元）、房地产（666.74 亿元）、采掘（654.66 亿元）、食品饮料（590.28 亿元）、汽车（455.09 亿元）、公用事业（441.31 亿元）、交通运输（376.18 亿元）、医药生物（363.93 亿元）。

3) **分红比例最高的十大行业**：分别是食品饮料（57.24%）、纺织服装（54.00%）、化工（49.26%）、家用电器（47.76%）、采掘（43.24%）、公用事业（43.10%）、农林牧渔（41.60%）、汽车（40.00%）、机械设备（37.62%）、非银金融（33.16%）。

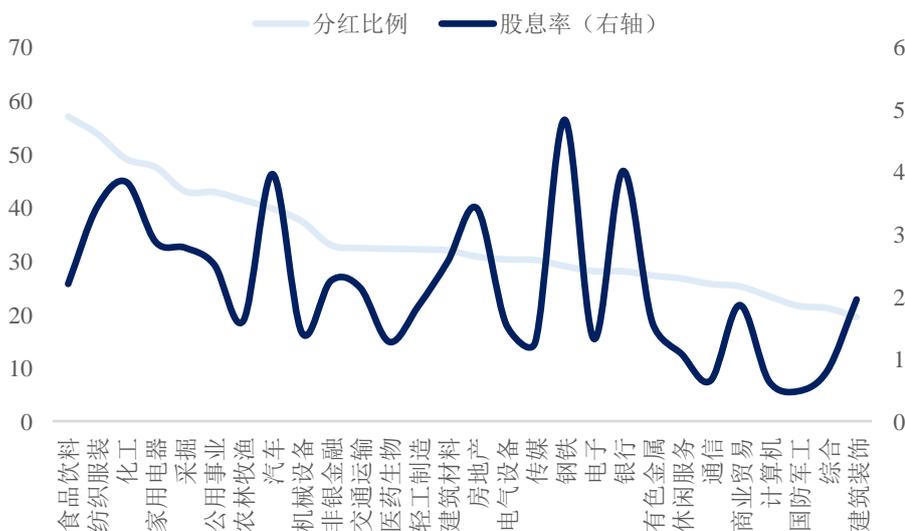
4) **股息率最高的十大行业**：分别是钢铁（4.84%）、银行（4.02%）、汽车（3.97%）、化工（3.84%）、纺织服装（3.45%）、房地产（3.42%）、家用电器（2.88%）、采掘（2.79%）、建筑材料（2.57%）、公用事业（2.52%）。因此，我们可以发现，分红比例较高的行业往往具有商业模式发展成熟、市场竞争格局稳定、现金流状况稳健等特点，而股息率较高的行业除了拥有以上这些特点之外，往往估值偏低。

图 11：2018 年 A 股分行业上市公司分红数量及占比（%）



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图 12: 2018 年 A 股分行业上市公司分红比例及股息率 (%)

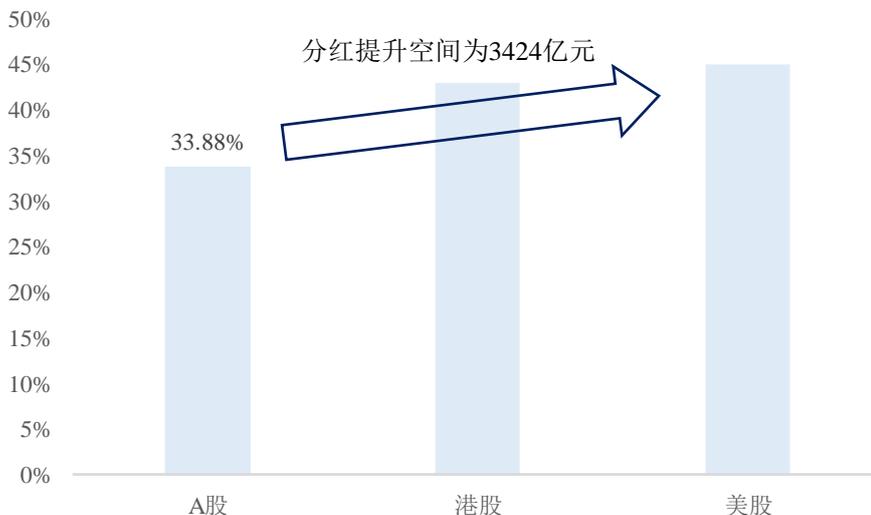


数据来源: Wind、东吴证券研究所

2.3. A 股分红的国际比较: 参照港股和美股, 分红提升空间还有 3424 亿以上

我们在前文中已经介绍, 2016-2018 年, A 股上市公司的分红比例分别为 33.24%、32.48%、35.92%, 近三年的平均分红比例为 33.88%; 港股为 41.76%、45.88%、41.34%, 近三年的平均分红比例为 42.99%; 美股近三年的平均分红比例约为 45% 以上, 因此如果以港股和美股作为参照, 则 A 股分红比例仍存在 10 个百分点以上的提升空间, 对应分红金额约为 3424 亿元。

图 13：参照港股和美股，A 股分红提升空间还有 3424 亿以上



数据来源：Wind、东吴证券研究所

3. 案例分析：深度复盘长江电力，固定股利政策对估值提升起到重要作用

长江电力作为全球水电龙头和 A 股高分红高股息率的价值投资标杆，以上证综指作为参照，公司自上市以来累计超额收益达到 451.81%。我们深度复盘长江电力的股价走势，发现其存在显著超额收益的 3 个阶段驱动力各不相同：1) 2008 年 6 月-2009 年 5 月累计超额收益为 20.55%，驱动力既不是来自于 EPS 增长也不是来自于估值提升；2) 2012 年 5 月-2015 年 4 月累计超额收益为 28.38%，驱动力主要来自于公司 EPS 的增长；3) 2015 年 6 月至今累计超额收益为 91.89%，驱动力主要来自于无风险收益率下行和固定股利承诺带来的估值提升。

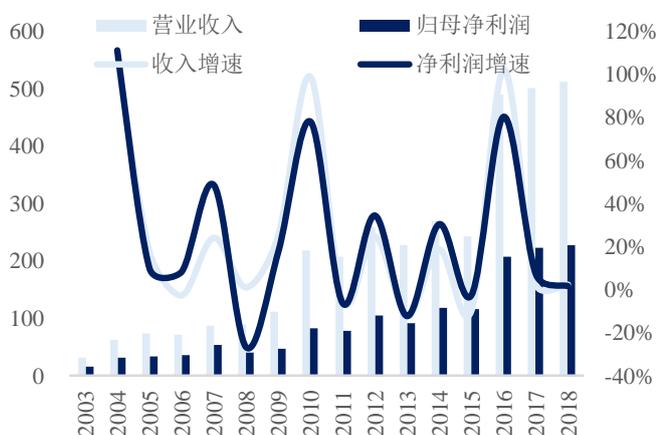
3.1. 公司简介：全球水电龙头，高分红高股息率的价值投资标杆

公司于 2002 年 9 月经国务院批准、由中国长江三峡集团有限公司发起设立，2003 年 11 月在上交所挂牌上市，主营业务为水力发电、配售电以及海外电站运营、管理、咨询及投融资，目前拥有三峡、葛洲坝、溪洛渡和向家坝四座电站的全部发电资产。截至 2019 年上半年，公司拥有水电装机 82 台，其中单机 70 万千瓦及以上级巨型机组 58 台，占世界同容量级别水电机组半数以上；自有装机容量 4549.5 万千瓦，是中国最大的电力上市公司和全球最大的水电上市公司。

盈利能力：2003-2018年，公司营收规模从29.86亿增长至512.14亿，CAGR为19.44%；归母净利润规模从14.38亿增长至226.11亿，CAGR为18.79%；自上市以来，公司毛利率水平一直维持在60%左右，近五年的平均毛利率为61.49%；净利率水平一直维持在40%以上，近五年的平均净利率为44.58%；2010年以来公司的ROE一直在10%以上，近五年的平均ROE为15.91%。

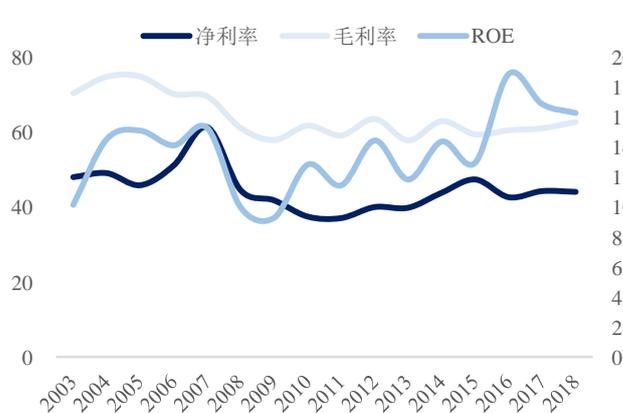
分红派息：2003-2015年公司平均分红比例为59.59%，2016年公司收购川云公司时承诺：1) 2016-2020年按照每股不低于0.65元现金分红；2) 2021-2025年按照不低于当年净利润70%的规模现金分红，2016-2018年公司每股发放股利分别为0.71、0.68、0.68元，分红比例分别为75.49%、67.20%、66.16%，股息率分别为3.89%、3.65%、3.65%。

图 14：2003-2018 年公司的营收和净利润情况（亿元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 15：2003-2018 年公司的盈利能力（ROE 为右轴，%）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

表 3：2003-2018 年公司的分红情况

年度	每股股利（元）	现金分红金额（亿元）	归母净利润（亿元）	分红比例
2003	0.09	7.07	14.38	49.18%
2004	0.21	16.5	30.39	54.29%
2005	0.36	29.14	33.39	87.29%
2006	0.27	22.15	36.15	61.26%
2007	0.3	27.94	53.72	52.00%
2008	0.22	20.32	39.3	51.69%
2009	0.37	40.73	46.17	88.21%
2010	0.26	42.21	82.25	51.31%
2011	0.25	42.01	77	54.56%
2012	0.33	54.71	103.52	52.85%
2013	0.28	46.27	90.71	51.01%

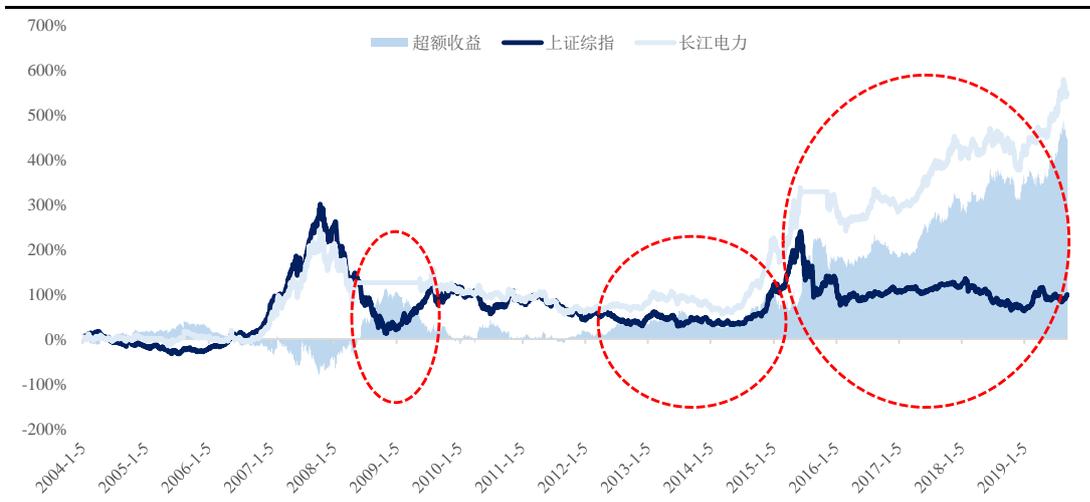
2014	0.38	62.55	118.3	52.88%
2015	0.36	78.53	115.2	68.17%
2016	0.71	156.88	207.81	75.49%
2017	0.68	149.6	222.61	67.20%
2018	0.68	149.6	226.11	66.16%

数据来源：Wind、东吴证券研究所

3.2. 深度复盘：超额收益 2015 年以前来自于 EPS、2015 年以后来自于估值提升

我们将长江电力从 2004 年 1 月以来的股价走势与上证综指作对比，可以发现公司股价的超额收益主要体现在 3 个阶段：1) 2008 年 6 月-2009 年 5 月，上证综指累计下跌 20.56%、公司停牌，期间累计超额收益为 20.55%、最大超额收益为 105.74%。2) 2012 年 5 月-2015 年 4 月，上证综指累计上涨 58.20%、公司股价累计上涨 86.58%，期间累计超额收益为 28.38%、最大超额收益为 104.90%。3) 2015 年 6 月至今，上证综指累计下跌 40.33%、公司股价累计上涨 51.56%，期间累计超额收益为 91.89%、最大超额收益为 490.42%。

图 16：2004-2019 年长江电力股价走势和相比上证综指的超额收益情况



数据来源：Wind、东吴证券研究所

由于公司股价的超额收益主要来自于 EPS 的增长和估值的提升，因此我们将 2004 年 1 月以来公司的单季度 EPS 数据、10 年期国债收益率和 30 年期美国国债收益率数据分别导出，希望对公司 3 个阶段的超额收益做一个更为清楚的分拆：

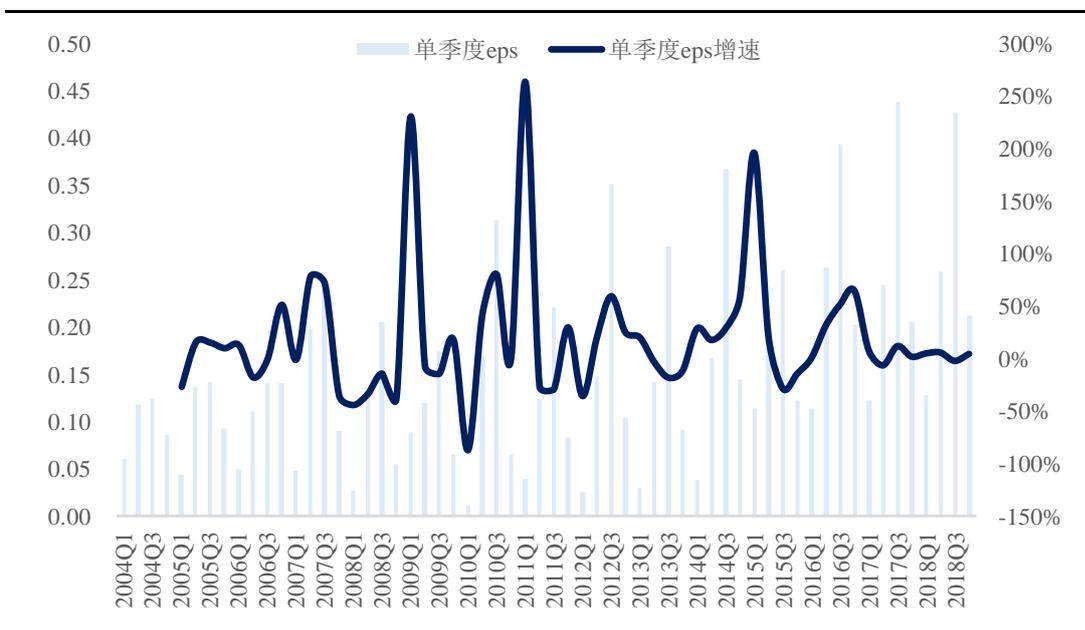
1) **2008 年 6 月-2009 年 5 月**：该阶段超额收益主要是来自于上证综指的下跌，同

期公司由于重大资产重组，一直处于停牌期，因此该阶段股价的超额收益既不是来自于EPS增长也不是来自于估值提升。

2) **2012年5月-2015年4月**: 在此期间的12个季度内，公司有9个季度的单季EPS同比增速均为正，只是在2013年的Q2、Q3、Q4单季度EPS增速为负值，该时期增速均值为34.77%，增长主要来自于收购的三峡发电机组贡献以及来水情况较好，这种持续高增长的阶段在公司的发展过程中绝无仅有，因此我们认为该阶段股价的超额收益主要来自于公司EPS的增长。

3) **2015年6月至今**: 2015年公司完成对溪洛渡和向家坝电站全部发电机组的资产收购，公司业务进入稳定运营期，该阶段EPS表现相对平淡，超额收益主要来自于估值的提升：**1、无风险收益率下行**，该时期10年期国债收益率从2015年下半年的3.64%下降至2019年9月份的3.04%，累计下降幅度为16.42%；30年期美债收益率从2015年下半年的2.94%下降至2019年9月份的2.19%，累计下降幅度为25.51%。**2、固定股利承诺**，2016年4月29日，公司章程承诺固定股利政策，对2016年至2020年每年度的利润分配按每股不低于0.65元进行现金分红；对2021年至2025年每年度的利润分配按不低于当年实现净利润的70%进行现金分红。

图 17: 2004-2019 年长江电力单季度 EPS 及同比增速情况



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 18: 2004-2019 年 10 年期国债收益率和美国 30 年期国债收益率的走势 (%)



数据来源：Wind、东吴证券研究所

4. 多维度选股：找寻下一个长江电力，建议关注韶能股份和中国神华

考虑到：1) 盈利的稳定性是分红的基础、2) 历史分红派息情况体现分红的意愿、3) 现金资产和留存收益保障分红的能力，因此我们分别选取近三年平均 ROE、净利润同比增速、现金分红比例、股息率、留存收益占比市值、货币资金占比市值、市盈率等多项指标，筛选出建议关注标的：公用事业行业的长江电力、桂冠电力、韶能股份，煤炭行业的中国神华、陕西煤业、兖州煤业、盘江股份等。

4.1. 盈利的稳定性是分红的基础：近三年平均 ROE 和净利润同比增速

较强的盈利能力是高分红的基础，虽然在亏损状态下上市公司仍可以通过处置留存收益进行分红，但一般情况下公司只有在盈利状态下才会派息；除了盈利能力的高低之外，盈利能力的稳定性也会对分红和股息率造成影响，因此我们在公用事业和煤炭行业标的中，选取：

1) 近三年平均 ROE 大于 10% 的，合计 22 家公司，前 10 家分别为金能科技、涪陵电力、陕西煤业、桂冠电力、淮北矿业、长江电力、美锦能源、川投能源、江苏国信、露天煤业。

2) 近三年净利润平均增速大于 50% 的，合计 27 家公司，前 10 家分别为昊华能源、上海能源、恒源煤电、山西焦化、盘江股份、新集能源、潞安环能、赣能股份、阳泉煤业、金能科技。

表 4：公用事业和煤炭行业中，近三年平均 ROE 排名前十的公司（%）

	ROE2016	ROE2017	ROE2018	近三年平均 ROE
金能科技	20.54	22.44	29.13	24.04
涪陵电力	21.18	22.35	26.82	23.45
陕西煤业	8.41	26.59	23.17	19.39
桂冠电力	20.17	17.89	16.47	18.18
淮北矿业	7.51	7.97	37.83	17.77
长江电力	18.93	16.91	16.31	17.38
美锦能源	10.32	14.55	24.22	16.37
川投能源	18.16	15.18	15.09	16.14
江苏国信	21.03	13.19	12.24	15.49
露天煤业	8.99	17.29	17.56	14.61

数据来源：Wind、东吴证券研究所

表 5：公用事业和煤炭行业中，近三年平均净利润同比增速排名前十的公司（%）

	净利润增速 2016	净利润增速 2017	净利润增速 2018	近三年平均增速
昊华能源	(114.50)	7579.78	15.27	2493.51
上海能源	3859.62	14.89	27.45	1300.65
恒源煤电	102.55	3030.79	10.50	1047.95
山西焦化	105.33	107.89	1567.38	593.53
盘江股份	744.74	347.52	7.72	366.66
新集能源	109.44	(90.84)	1080.69	366.43
潞安环能	732.02	224.60	(4.29)	317.44
赣能股份	(34.17)	(95.65)	1045.91	305.36
阳泉煤业	430.87	281.67	20.48	244.34
金能科技	361.61	61.69	87.14	170.15

数据来源：Wind、东吴证券研究所

4.2. 历史分红派息情况体现分红的意愿：近三年平均现金分红比例和股息率

历史分红派息情况体现分红的意愿，从公用事业和煤炭行业上市公司，最近三年的现金分红比例和股息率数据来看：

1) 近三年平均现金分红比例高于 40% 的，合计 21 家公司，前 10 家分别为中国神华、盘江股份、大唐发电、华能国际、穗恒运 A、冀中能源、京能电力、长江电力、建投能源、国电电力。

2) 近三年平均股息率高于 3%，合计 15 家公司，前 10 家分别为中国神华、盘江股

份、桂冠电力、浙能电力、恒源煤电、长江电力、申能股份、粤电力 B、兖州煤业、京能电力。

表 6：公用事业和煤炭行业中，近三年平均现金分红比例排名前十的公司（%）

	现金分红比例 2016	现金分红比例 2017	现金分红比例 2018	近三年平均现金分红比例
中国神华	260.09	40.19	39.90	113.39
盘江股份	202.64	66.03	70.06	112.91
大唐发电	0.00	97.30	149.89	82.40
华能国际	50.01	84.77	109.10	81.29
穗恒运 A	29.87	37.18	175.58	80.88
冀中能源	144.83	33.20	40.52	72.85
京能电力	68.05	75.79	60.53	68.12
长江电力	64.54	67.20	66.16	65.97
建投能源	49.32	85.12	41.49	58.64
国电电力	45.72	70.71	57.40	57.95

数据来源：Wind、东吴证券研究所

表 7：公用事业和煤炭行业中，近三年平均股息率排名前十的公司（%）

	股息率 2016	股息率 2017	股息率 2018	近三年平均股息率
中国神华	15.15	4.64	4.49	8.09
盘江股份	4.45	6.49	7.42	6.12
桂冠电力	2.77	7.02	5.32	5.04
浙能电力	5.61	4.15	4.39	4.72
恒源煤电	0.00	6.06	6.90	4.32
长江电力	3.85	3.61	3.61	3.69
申能股份	3.76	3.42	3.42	3.53
粤电力 B	3.66	3.66	2.74	3.35
兖州煤业	1.05	4.20	4.73	3.33
京能电力	5.47	1.93	2.57	3.32

数据来源：Wind、东吴证券研究所

4.3. 现金资产和留存收益保障分红的能力：货币资金和留存收益占比市值

一方面，货币资金是公司进行现金分红的直接来源，现金及现金等价物占比总市值越高，则公司分红的能力越强；另一方面，留存收益越多，则未来的留存收益率可能下降，分红比例提升，同时留存收益高了以后，即使在亏损年度，公司仍可以通过处置留存收益中的未分配利润部分进行分红。从公用事业和煤炭行业上市公司，最近三年的货

币资金和留存收益占比市值数据来看：

1) 近三年留存收益占比市值大于 50%的，合计 21 家公司，前 10 家分别为上海能源、兰花科创、兖州煤业、冀中能源、阳泉煤业、平煤股份、西山煤电、潞安环能、粤电力 A、通宝能源。

2) 近三年货币资金占比市值大于 50%的，合计 19 家公司，前 10 家分别为*ST 华电 B、平煤股份、郴电国际、神火股份、郑州煤电、大同煤业、山煤国际、潞安环能、恒源煤电、兖州煤业。

表 8：公用事业和煤炭行业中，近三年留存收益占比市值排名前十的公司

	留存收益/市值	货币资金/市值	PE
上海能源	111.85%	2.64%	12.56
兰花科创	103.67%	16.91%	7.89
兖州煤业	101.37%	67.19%	6.28
冀中能源	92.10%	55.05%	18.05
阳泉煤业	89.98%	56.91%	6.16
平煤股份	76.41%	121.60%	9.56
西山煤电	75.91%	31.56%	9.96
潞安环能	68.83%	71.72%	8.39
粤电力 A	67.68%	28.31%	34.85
通宝能源	66.83%	46.16%	15.01

数据来源：Wind、东吴证券研究所

4.4. 综合选取标的：长电、桂冠、韶能、神华、陕煤、兖煤、盘江

我们综合考虑 ROE、净利润增速、现金分红比例、股息率、PE、留存收益占比市值、留存收益占比市值等多项因素后，筛选出建议关注标的：

1) 公用事业行业：长江电力（近三年平均 ROE 为 17%、PE 为 18 倍、近三年平均股息率为 3.69%）、桂冠电力（近三年平均 ROE 为 18%、PE 为 16 倍、近三年平均股息率为 5.04%）、韶能股份（近三年平均 ROE 为 9%、PE 为 14 倍、近三年平均股息率为 3.31%）；

2) 煤炭行业：中国神华（近三年平均 ROE 为 12%、PE 为 9 倍、近三年平均股息率为 8.09%）、陕西煤业（近三年平均 ROE 为 19%、PE 为 8 倍、近三年平均股息率为 3.13%）、兖州煤业（近三年平均 ROE 为 11%、PE 为 6 倍、近三年平均股息率为 3.33%）、盘江股份（近三年平均 ROE 为 11%、PE 为 9 倍、近三年平均股息率为 6.12%）。

表 9：公用事业和煤炭行业中的建议关注标的（%）

	近三年平均 ROE	近三年平均现金分红比例	近三年平均股息率	近三年平均增速	PE	货币资金/市值	留存收益/市值
长江电力	17.38	65.97	3.69	7.55	18	1.29%	17.54%
桂冠电力	18.18	57.88	5.04	(1.87)	16	5.81%	17.58%
韶能股份	9.27	51.96	3.31	8.61	14	8.83%	29.93%
中国神华	12.04	113.39	8.09	45.46	9	19.29%	58.42%
陕西煤业	19.39	36.35	3.13	158.90	8	14.33%	35.52%
兖州煤业	10.89	32.30	3.33	123.40	6	67.19%	101.37%
盘江股份	10.59	113.39	6.12	366.66	9	15.36%	29.67%

数据来源：Wind、东吴证券研究所

5. 风险提示

宏观经济下行使得终端工业用电需求减弱，火电发电小时数不达预期；

宏观经济下行使得下游用煤需求减弱，煤炭销量不达预期；

风电、光伏等新能源装机快速投运，挤压火电发电量和发电小时数；

上网电价受到政策影响持续下降。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

