

电力

证券研究报告

2019年09月27日

“煤电联动”退出历史舞台，“基准价+上下浮动”取代“标杆电价”

事件：国常会提出将标杆电价机制改为“基准价+上下浮动”的市场化机制

9月26日召开的国务院常务会议决定，抓住当前燃煤发电市场化交易电量已占约50%、电价明显低于标杆上网电价的时机，对尚未实现市场化交易的燃煤发电电量，从明年1月1日起，取消煤电价格联动机制，将现行标杆上网电价机制，改为“基准价+上下浮动”的市场化机制。基准价按各地现行燃煤发电标杆上网电价确定，浮动范围为上浮不超过10%、下浮原则上不超过15%，具体电价由发电企业、售电公司、电力用户等通过协商或竞价确定，但明年暂不上浮，特别要确保一般工商业平均电价只降不升。同时，居民、农业等民生范畴用电继续执行现行目录电价，确保稳定。

当前电价预计不会明显承压，浮动方向和幅度主要取决于供需关系和煤价

目前煤电参与市场化的比例和让利幅度都已较为可观，预计“基准价+上下浮动”机制不会对当前整体电价水平增加明显压力，未来浮动的方向和幅度可能主要取决于供需关系以及动力煤成本，“市场煤”和“计划电”的长期错位将有一定修正，煤电的公用事业属性增强。我们认为电量和电价的完全市场化是必然的趋势，电力若真正回归商品属性，其价格将主要由供需关系决定，在电力供需改善的趋势中，电价是具有随通胀上涨的基础的（尤其是中长期）。基于当前国情，电价可能需要一段时间“有限市场化”的过渡。

我们预计，参见表1，未来执行“基准价+上下浮动”机制的燃煤机组电量，基准价可能将脱硫、脱硝、除尘等环保补贴纳入，从而将高于目前市场化电价让利的基准。预计“基准价+上下浮动”机制在执行上可能更加灵活，不一定需要双边合同、不一定需要电厂与用户一一对应，最终可能达成一定区域内的统一，即电厂侧浮动程度相同，用户侧的浮动幅度也相同。

发电企业让利总额预计稳定，用户结构上中小企业可能受益

我们认为，政策可能有意引导降成本的资源向中小企业倾斜，而非单纯在总量上继续增加让利的规模。在电力行业供需结构逐步改善的过程中，电力体制改革能够释放的让利总额难以持续扩大，而目前市场化交易的方式对于用电量不大的中小用户来说可能存在一定的门槛。

我们预计，新政策实施后，目前发电企业的让利总额可能维持基本不变，让利分享的结构上，有望由原有的大用户为主向中小用户部分转移。预计不执行目录电价的电量比例将继续扩大，趋势上单位让利幅度有望维持或收窄，发电端整体电价水平可能保持稳定（短期）或提高（中长期）。

我们认为火电电价可能没有明显下行压力，从而也不会明显增加外送水电的电价压力。另外，我们认为政策大概率对新能源电价无实质影响，因为新能源目前对标的电价是包含了环保补贴的煤电标杆电价；但是新能源竞价上网的激烈程度可能会随着投产机组快速增长和煤电让利电量比例增加而提升。

风险提示：宏观经济波动，电力供需恶化，政策推进不及预期

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

于夕朦 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518050001
yuximeng@tfzq.com

周迪 联系人
zhoudi@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《电力-行业点评:8月用电量增速反弹至3.6%，火电电量有望反转》 2019-09-19
- 2 《电力-行业点评:7月用电量增速回落至2.7%，火电发电量同比下滑1.6%》 2019-08-17
- 3 《电力-行业点评:6月用电量增速回升至5.5%，火电发电量增速由负转正》 2019-07-17



表 1：“标杆电价”与“基准价”对比及预测

单位：元/千瓦时			
老政策	电价	新政策	电价
标杆电价（不含环保补贴，0.3 为示例，实际每省不同）	0.3	基准价	0.327
脱硫补贴	0.015		
目前市场化交易执行的基础（含脱硫）	0.315		
脱硝补贴	0.01		
除尘补贴	0.002		
超低排放补贴	0.01	超低排放单独执行	0.01

注：上述标杆电价 0.3 为用于对比的示例假设，其绝对数值不代表准确的电价水平。

资料来源：wind，天风证券研究所

表 2：对应不同用户结构的电价对比及预测

用户结构	标杆电价， 元/千瓦时	基准价， 元/千瓦时	电量占比 假设	按照新政策预计执行情况
居民	0.327	0.327	18%	目录电价
农业	0.327	0.327	2%	目录电价
市场化交易， （大工业为主）	0.315	0.327	50%	市场化方式形成，基准价-让利幅度
其他	0.327	0.327	30%	基准价+浮动机制

注：上述电价继承于表 1，为用于对比的示例，其绝对数值不代表准确的电价水平。

资料来源：wind，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com