

## 电力、煤气及水等公用事业行业研究 买入 (维持评级)

行业点评

李蓉  
联系人  
lirong@gjzq.com.cn

杜旷舟  
联系人  
dukz@gjzq.com.cn

娜敏  
联系人  
namin@gjzq.com.cn

孙春旭  
分析师 SAC 执业编号: S1130518090002  
sunchunxu@gjzq.com.cn

### 皖苏市场化稳步推进，实际电价降幅有限

#### 事件

- 近日，安徽、江苏电力交易中心先后发布 2020 年度双边协商交易结果通知，其中安徽年度双边直接交易实际成交意向电量 984.57 亿千瓦时，成交均价（发电侧）为 0.34651 元/千瓦时；江苏年度双边协商交易共成交 456 笔，总成交电量 2420.7 亿千瓦时，成交均价 0.36556 元/千瓦时。

#### 评论

- 安徽、江苏稳步推进中长期市场化交易，市场电占比提升 7.3/1.3pct，其中长协电量占比提升 0.8/1.0pct。根据两省 2020 年度双边协商交易结果，安徽、江苏双边交易成交电量分别为 984.57、2420.7 亿千瓦时，同比增长 29.5%、3.4%。市场化程度方面，皖苏 20 年市场化电量占火电发电量比重分别为 37.1%、71.9%，增幅 7.3/ 1.3pct。长协电比重方面，皖苏 20 年度双边电量占全部市场电量比重分别为 97.3%、76.8%，增幅 0.8/1.0pct，其中安徽市场电已基本实现以年度双边协商为主。皖苏两省中长期市场化电量比重稳中有升，但总体推进程度不及广东省，后者 20 年度双边电量占全部市场电比重大增 20.6pct 至 81.4%，市场电占火电发电量比重大增 16.9pct 至 79.9%。
- 煤电综合电价：江苏税前/税后同比-0.3%/+0.6%，安徽同比-4.1%/-3.3%。江苏 20 年度双边交易电价同比下降 3.6 厘至 0.36556 元/千瓦时，价差-25.4 厘/千瓦时，假设 19-20 年火电发电量增速-2%/0.2%，预计煤电含税价格同比降低 1 厘/千瓦时，降幅 0.3%；由于 2019 年 4 月 1 日起增值税率从 16% 调整为 13%，煤电扣税价格同比提升 2 厘/千瓦时，增幅 0.6%。安徽 20 年双边交易电价同比下降 0.46 厘至 0.34651 元/千瓦时，价差-37.9 厘/千瓦时，假设 19-20 年火电发电量增速 5%/3%，预计安徽煤电含税价格同比降低 16 厘/千瓦时，降幅 4.1%；扣税价格同比下降 11 厘/千瓦时，降幅 3.3%。安徽电价下降主要系 20 年取消超低排放电价 0.01 元/千瓦时，剔除其影响税前/税后降幅 1.5%/0.6%。中短期内动力煤供需宽松导致的下行趋势仍将持续，我们测算安徽、江苏电煤价格下跌 37、3 元/吨即可抵消电价降幅，预计明年江苏点火价差增势可观，煤电效益水平向好。
- 市场化进程下皖苏实际煤电价格降幅不及广东，进一步验证广东或为全国各省电价降幅上限。剔除超低排放电价，皖苏两省实际煤电综合价格降幅低于广东省税前 11、税后 6.5 厘/千瓦时的降幅（即 2.5%/1.7%），进一步印证明年市场化+浮动制实施后广东为全国各省电价降幅上限的判断。广东电价降幅高主要源于：1) 交易主体结构角度，本次交易广东用户侧售电公司占比极高（99%），其中国企代理电量占比过半（19H1 为 53.5%），国有发电集团与关联售电公司进行交易时的让利价差承受范围更大。2) 电力供需角度，由于广东受电主要来源西南地区输电通道能力增强、火电新增装机较多，20 年广东省电力供应有增量，在全国尤其是沿海地区范围内相对宽松，其他省份如江苏、安徽以及南网部分地区存在局部时段电力供应紧缺问题，预计全国整体电价水平降幅要低于广东。由于“基准+浮动”价格新政仅针对一般工商业新用户，剔除农业、居民等优先发电电量和已市场化电量，理论可实现电量占市场电理论空间为 30%，实际比例在 10%-15% 左右，对应全国综合加权平均电价下降 1%-1.5%，降幅 3-5 厘/千瓦时。

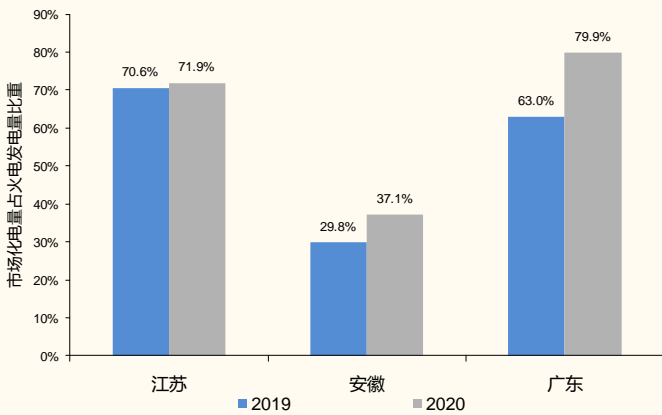
#### 投资建议

- 从广东、安徽、江苏年度双边交易结果看全国电价降幅，市场化+浮动制实施后综合电价预计降幅有限，煤价下降利于火电板块盈利提升，叠加估值修复有望带来板块触底反弹，预计增长空间 30-50%。建议关注受电价政策落地、煤价下行、利用小时数稳定业绩企稳回升的火电龙头企业华能国际、华电国际；以及受地方区域供需紧平衡影响电价上升、盈利增加的区域性火电龙头建投能源、皖能电力、湖北能源。

#### 风险提示

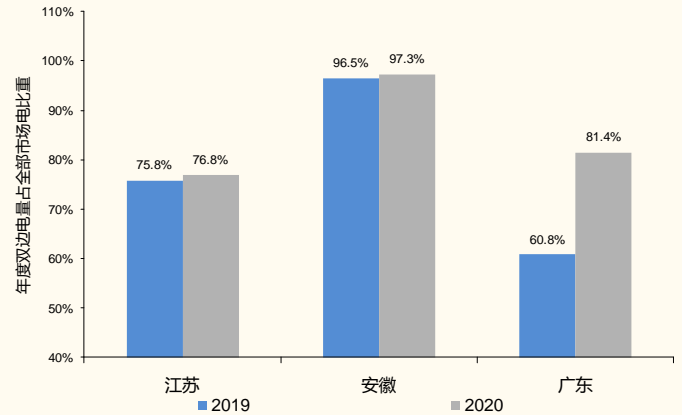
- 电价下降超预期；电力市场化程度超预期；煤炭突发性事件导致煤价上涨。

图表 1：江苏、广东市场化交易电量占比



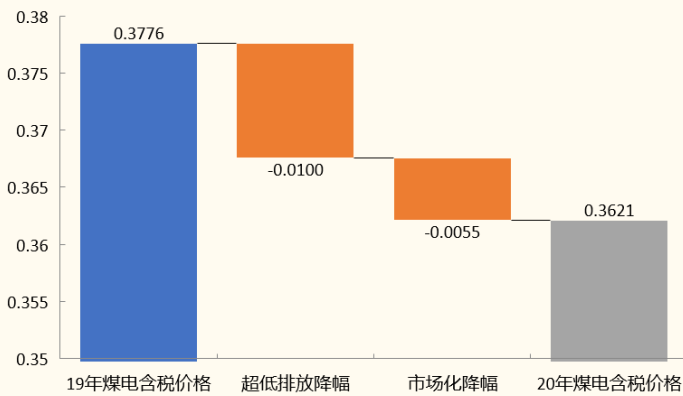
来源：各省电力交易中心，中电联，国金证券研究所

图表 2：三省中长期市场化交易电量提升幅度



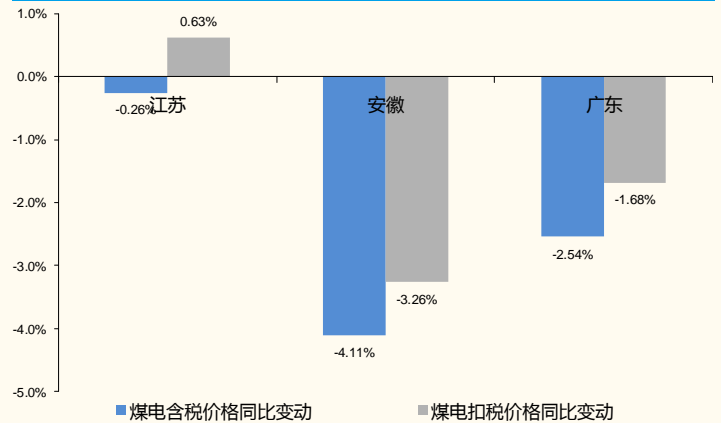
来源：各省电力交易中心，中电联，国金证券研究所

图表 3：安徽煤电含税价格变动幅度



来源：安徽电力交易中心，中电联，国金证券研究所

图表 4：三省煤电综合价格税前税后降幅



来源：各省电力交易中心，中电联，国金证券研究所

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH