



# 公用事业行业研究

买入（维持评级）

行业周报  
证券研究报告

公共事业与环保组

分析师：姜涛（执业 S1130525120007）

jiang\_tao@gjzq.com.cn

## 完善容量电价机制，变革火电盈利模型

### 核心观点

#### ■ 完善发电侧容量电价机制，火电或迎容量电价超额上涨

本周五，发改委、能源局联合印发《关于完善发电侧容量电价机制的通知》，分类完善煤电、气电、抽蓄容量电价机制，并首次在国家层面明确电网侧独立新型储能容量电价机制，**关键要素如下：（1）对于火电**，因部分地区煤电利用小时数快速下降，因此将补偿固定成本比例提升至不低于50%，可根据实际情况进一步提升，对于煤电市场化交易电价下限不再统一执行20%，而由各地合理确定下限，同时放宽长协签约比例要求，鼓励电价与成本变化相结合；**（2）对于抽蓄**，现行电价机制对企业成本约束不足，因此对633号文出台后开工的电站，实行弥补平均成本的一省一价的统一容量电价，电站可自主参与市场交易；**（3）对于电网侧独立新型储能**，以煤电容量电价为基础，根据满功率连续放电时长/全年最长净负荷高峰持续时长确定折算比例，预计各省差异较大，如目前甘肃省将持续时长设置为6小时；**（4）有序建立发电侧可靠容量补偿机制**，在现货市场连续运行后，对本省机组可靠容量按统一原则补偿；**（5）对于可靠容量充裕或用户经济承受能力较弱地区**，严控新增调节性电源项目。

#### ■ 火电盈利模型变革得到进一步明确，关注火电区域分化，业绩稳定性将成重要观测点

本次政策进一步明确火电的商业模式从发电为主转向容量和辅助服务，电量供需决定电量电价（同时供需宽松也将导致利用小时数下降和长协比例走低），辅助服务回收调节成本，容量电价反映固定成本（对利用小时变化的补偿）并对前两者无法回收部分进行弥补。**我们预计火电的区域差异将逐步扩大，重视容量供需紧张的西北、华北、东北地区容量电价的上涨**，关注华东及周边省份的市场化交易能否对电量电价形成弥补，尤其是在长协签约比例放宽下的现货峰谷价差情况。**短期来看**，火电将在本轮电量电价下行的悲观预期中，凭借市场交易、容量和辅助服务逐步证明自身业绩的稳定性，公用事业属性逐步增强，因此年内的季度业绩是对火电红利逻辑的重要验证。**长期来看**，一方面电量需求增长趋势不改，电量供需的宽松也将得到控制；另一方面，取消终端分时电价，将电量电价与电量成本匹配、将系统运行费分离计价的方式，也将有利于发电成本和调节成本的传导。火电的商业模型中，容量和辅助服务的权重在增加，带动火电从关注度电利润走向关注单位装机利润（类ROE），从发电资产走向调节资源，从波动走向稳定。

#### ■ 权重底部有所企稳，关注煤炭、水电、稳定高股息火电

板块部分权重龙头本周有所企稳，立足基本面，我们建议关注：（1）央企市值管理和资本运作诉求下对市值侧的诉求，尤其是市值管理和资本运作较为明晰的公司；（2）关注火电Q1业绩预期差带来的红利资产逻辑演绎；（3）水电未来进入主汛期后，在低基数下的业绩改善和估值修复，当前长江电力股息率本周再创新高，股价有所反弹；（4）双碳政策值得期待，绿电板块可关注年报一季报业绩发布后的补贴发放进程；（5）若煤价在上半年电量同比低基数下有抬升，或逐步扭转电价单边向下的悲观预期，也可改善公用事业板块的利润展望，建议关注煤炭行情演绎。

### 建议关注

关注受益于煤制气及商业航天的九丰能源、水文超预期且拟收购集团资产的桂冠电力。此外，水电火电底部企稳，煤炭受益煤价迎拐点向上。火电可关注市值管理驱动叠加商业模式转型的华能国际电力股份、国电电力、华电国际电力股份、大唐发电H、内蒙华电、申能股份、建投能源、京能电力等。水电可关注长江电力、国投电力、川投能源。

### 风险提示

煤价波动幅度超预期；绿电装机及消纳情况不及预期；电力体制改革政策出台不及预期。



**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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-80234211	电话: 010-85950438	电话: 0755-86695353
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100005	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址: 北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址: 深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究