

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

行业中期报告

◆需求增速放缓，水火表现分化：

受经济增速放缓及基数效应等因素影响，2019 年以来用电量增速呈现放缓态势。分电源来看，水电、火电发电量增速呈现分化态势。2019 年 1-4 月水电、火电发电量分别同比增长 13.7%、1.4%。从板块业绩来看，受益于煤价回落等因素，2019 年火电行业盈利回暖；2019 年以来行业总体来水向好，水电业绩稳健增长。根据基金季报统计数据，截至 2019Q1，电力板块基金配置比例仅 0.4%，为近 5 年最低值；基金重仓股市值约 44 亿元，亦处于近年来较低水平。

◆火电：龙头搭台，234 线唱戏

在仔细审视近年电力股走势的基础上，我们认为 2019 年电力板块尤其是火电板块的主要机会来自于三个方面：1、改革驱动；2、基本面驱动的补涨；3、宏观低于预期的情况出现之后的配置价值。作为电力股在二级市场表现的核心驱动力，电力行业的改革动力为政策约束，改革主线为资产证券化。在国企改革领域，我们建议重点关注和跟踪南方电网、国家电网和国家电投集团下属的上市公司。

◆水电：α? β?

我们认为，水电行业规模高速增长长期已过，水电行业 α 已不显著，β 才是当下核心要素。我们建议，在 2019 年厄尔尼诺年有助于水电利用小时提升，且三季度 A 股方向不明之际，增加大型水电公司配置。四季度配置则需视 A 股整体盈利增速是否出现见底回升迹象而定。

◆投资建议：

维持公用事业“增持”评级，给予电力行业“增持”评级。综合估值、业绩增速和近一个季度的相对涨幅来看，电力板块具备了行业轮动所需要的“洼地”特征，建议在电力板块中积极寻找具有基本面支撑且具备改革、重组预期的二、三线火电标的进行配置，并积极布局行业板块轮动带来的一线标的补涨机会。此外，在 2019 年厄尔尼诺年有助于水电利用小时提升，且三季度 A 股方向不明之际，增加大型水电公司配置。推荐长源电力、京能电力，建议关注大型水电公司长江电力、国投电力、华能水电等，以及具备改革潜力的相关个股。

◆风险分析：

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（首次）

分析师

王威 (执业证书编号：S0930517030001)

021-52523818

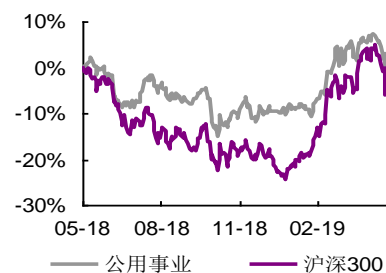
wangwei2016@ebsec.com

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

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

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	
000966	长源电力	5.46	0.19	0.49	0.76	29	11	7	买入
600578	京能电力	3.11	0.13	0.19	0.22	24	16	14	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 10 日

投资聚焦

研究背景

2019 年初至今，电力板块较为明显跑输指数。我们认为主要原因并非电力板块基本面出现问题，而是 A 股大环境导致电力基本面对资金的吸引力较低，持有电力股的机会成本明显偏高。我们通过本篇报告，对 2019 年下半年电力行业的投资机会做出判断。

我们区别于市场的观点

(1) 尽管煤价、机组利用率等要素波动，站在大周期视角，火电行业基本面仍处于回升周期中段；

(2) 当前时点煤价仍为影响火电公司盈利的核心因素，改革因素是 2019 年电力股在二级市场表现的核心驱动力。

投资观点

维持公用事业“增持”评级，给予电力行业“增持”评级。

综合估值、业绩增速和近一个季度的相对涨幅来看，电力板块具备了行业轮动所需要的“洼地”特征，建议在电力板块中积极寻找具有基本面支撑且具备改革、重组预期的二、三线火电标的进行配置，并积极布局行业板块轮动带来的一线标的补涨机会。此外，在 2019 年厄尔尼诺年有助于水电利用小时提升，且三季度 A 股方向不明之际，增加大型水电公司配置。

推荐**长源电力**、**京能电力**，建议关注大型水电公司**长江电力**、**国投电力**、**华能水电**等，以及具备改革潜力的相关个股。

目 录

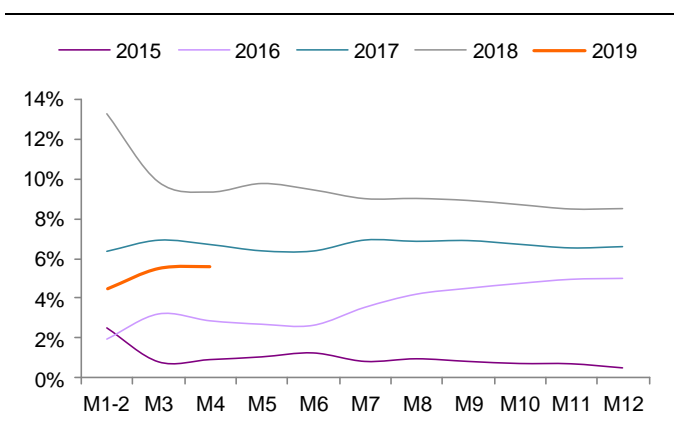
1、 需求增速放缓，水火表现分化.....	4
1.1、 用电量增速回落，水火发电量表现分化.....	4
1.2、 火电业绩回暖，水电业绩稳健	5
1.3、 基金配置比例处于历史低位	6
2、 火电：龙头搭台，234 线唱戏	7
2.1、 “望远镜”看火电：大周期视角.....	7
2.2、 基本面掩护下的“改革躁动”	8
2.3、 竞争要素的“变与不变”	13
3、 水电： α ? β ?	18
3.1、 机组利用率保持高位	18
3.2、 装机增速放缓，等待新一轮成长.....	19
3.3、 电力市场化大势所趋	20
3.4、 水电行业 α 已不显著， β 才是当下核心要素	21
4、 投资建议	22
4.1、 长源电力 (000966.SZ)：万事俱备，只欠蒙华.....	22
4.2、 京能电力 (600578.SH)：业绩符合预期，重视成长属性.....	23
5、 风险分析	24

1、需求增速放缓，水火表现分化

1.1、用电量增速回落，水火发电量表现分化

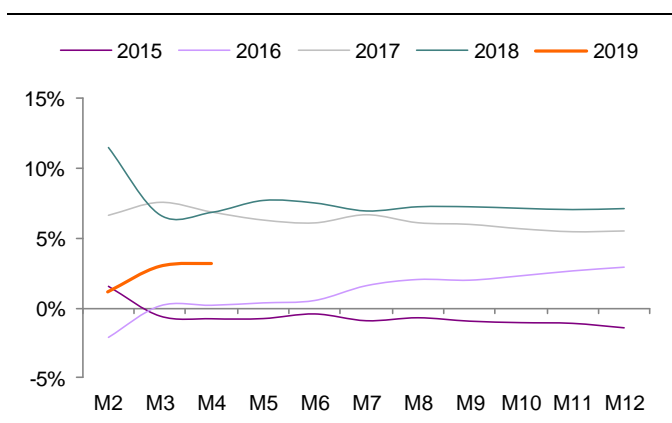
受经济增速放缓及基数效应等因素影响,2019年1-4月全社会用电量同比增长5.6%,增速较2018年全年降低2.9个百分点;其中第二产业用电量同比增长3.2%,增速较2018年全年降低4.0个百分点。用电量增速呈现放缓态势。

图 1: 全社会累计用电量同比增速 (%)



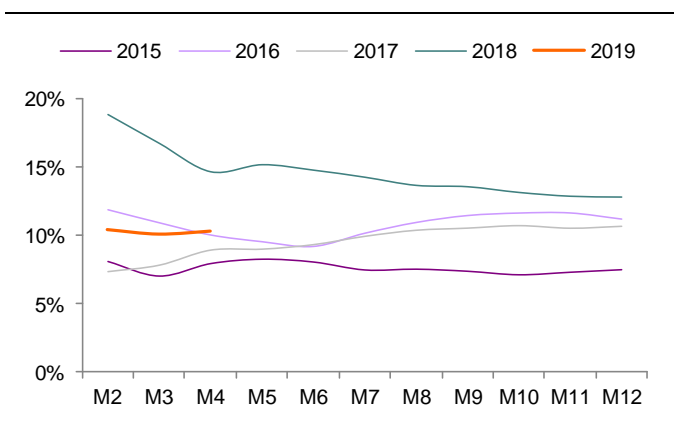
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 2: 第二产业累计用电量同比增速 (%)



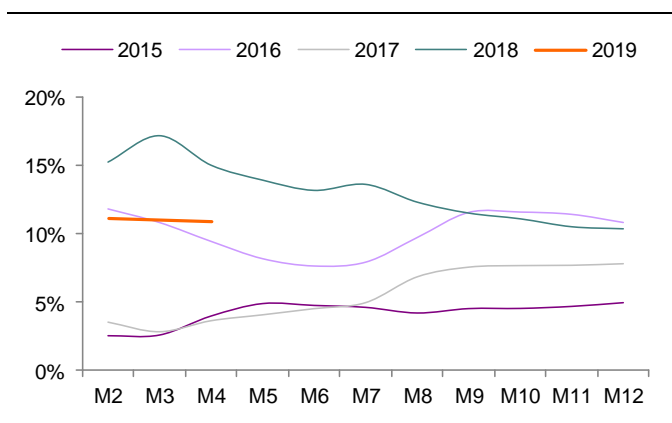
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 3: 第三产业累计用电量同比增速 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

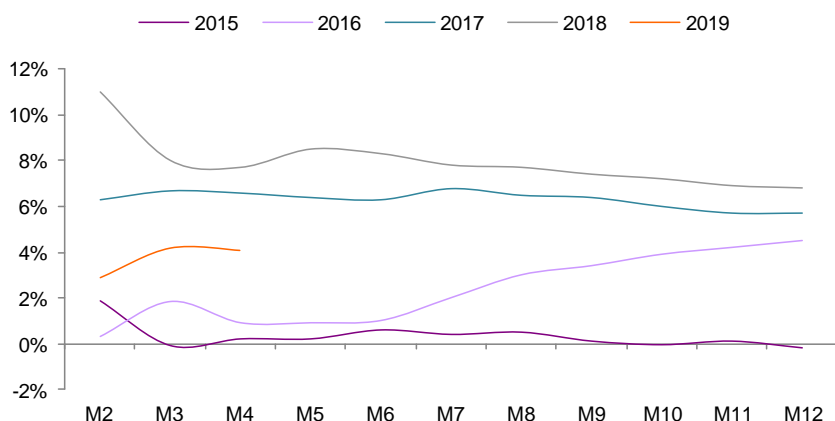
图 4: 居民生活累计用电量同比增速 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

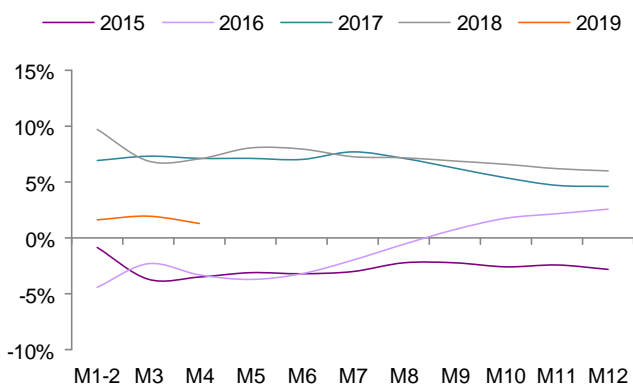
受用电需求放缓影响,2019年1-4月规模以上电厂发电量同比增长4.1%,增速较2018年全年下滑2.7个百分点。分电源类型看,水电、火电发电量增速呈现分化态势。受来水向好及基数效应等因素影响,2019年1-4月水电发电量同比增长13.7%,增速较2018年全年提升9.6个百分点。2019年1-4月火电发电量同比增长1.4%,增速较2018年全年下滑4.6个百分点。

图 5：规模以上电厂累计发电量同比增速 (%)



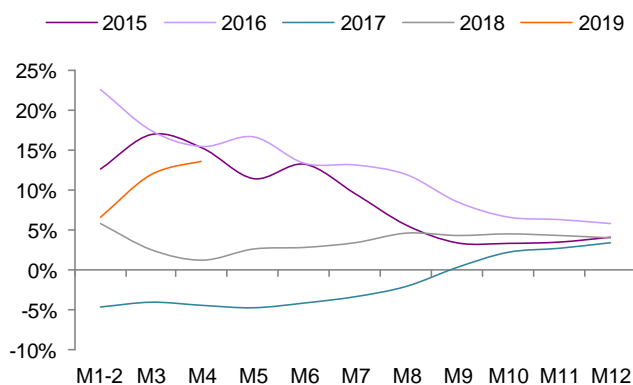
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：火电累计发电量同比增速 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：水电累计发电量同比增速 (%)

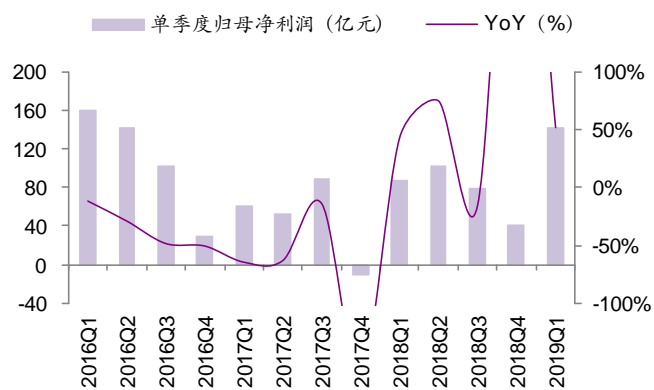


资料来源：Wind，光大证券研究所

1.2、火电业绩回暖，水电业绩稳健

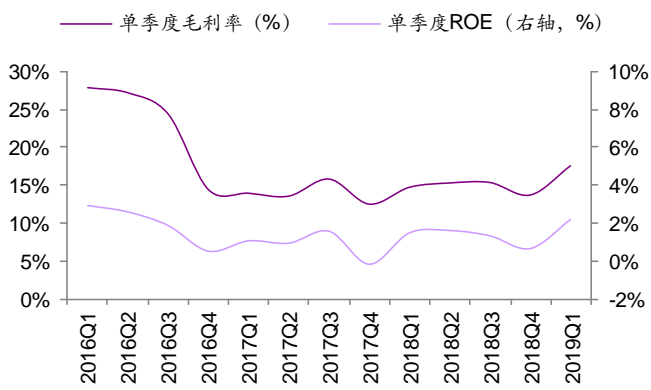
受益于煤价回落等因素，2019 年火电行业盈利回暖。2019 年一季度 CS 火电单季度归母净利润同比/环比增长 51.7%/247%；单季度毛利率 17.5%，同比/环比增长 2.9/3.9 个百分点；单季度 ROE 2.2%，同比/环比增长 0.7/1.5 个百分点。

图 8：CS 火电单季度净利润



资料来源：Wind，光大证券研究所

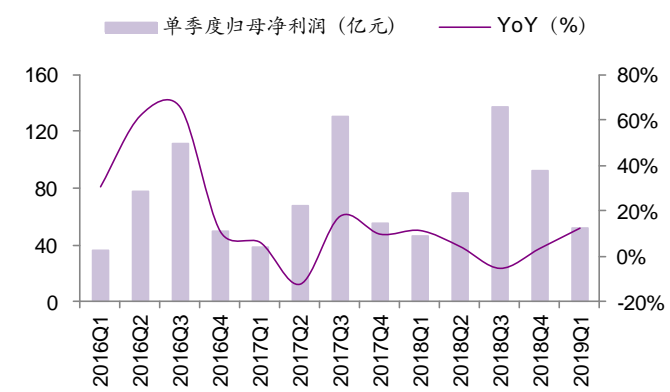
图 9：CS 火电单季度盈利水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

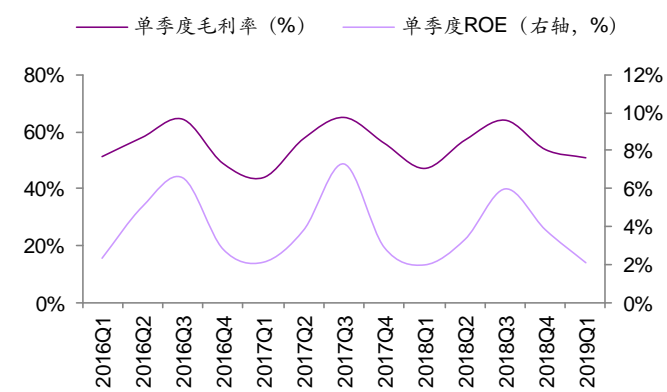
水电行业盈利受来水影响较大。2019 年以来行业总体来水向好，业绩稳健增长。2019 年一季度 CS 水电单季度归母净利润同比增长 12.3%，较上年同期增长 1 个百分点；单季度毛利率 50.6%，较上年同期增长 3.7 个百分点；单季度 ROE 2.1%，较上年同期增长 0.1 个百分点。

图 10: CS 水电单季度净利润



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 11: CS 水电单季度盈利水平

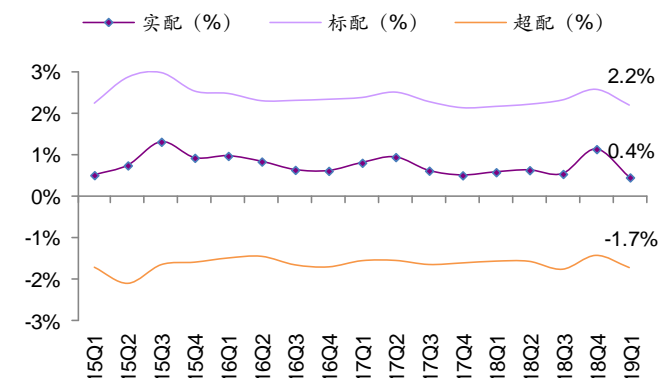


资料来源: Wind, 光大证券研究所

1.3、基金配置比例处于历史低位

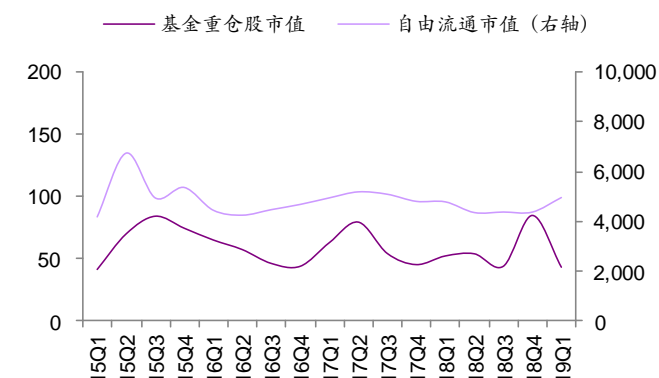
根据基金季报统计数据，以 CS 发电及电网作为统计基准，近年来电力板块基金持续处于低配状态。截至 2019Q1，电力板块基金配置比例仅 0.4%，为近 5 年最低值；基金重仓股市值约 44 亿元，亦处于近年来较低水平。

图 12: 电力板块基金季度配置比例 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (注: 电力板块以 CS 发电及电网作为统计基准)

图 13: 电力板块基金季度重仓股市值 (亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (注: 电力板块以 CS 发电及电网作为统计基准)

2、火电：龙头搭台，234 线唱戏

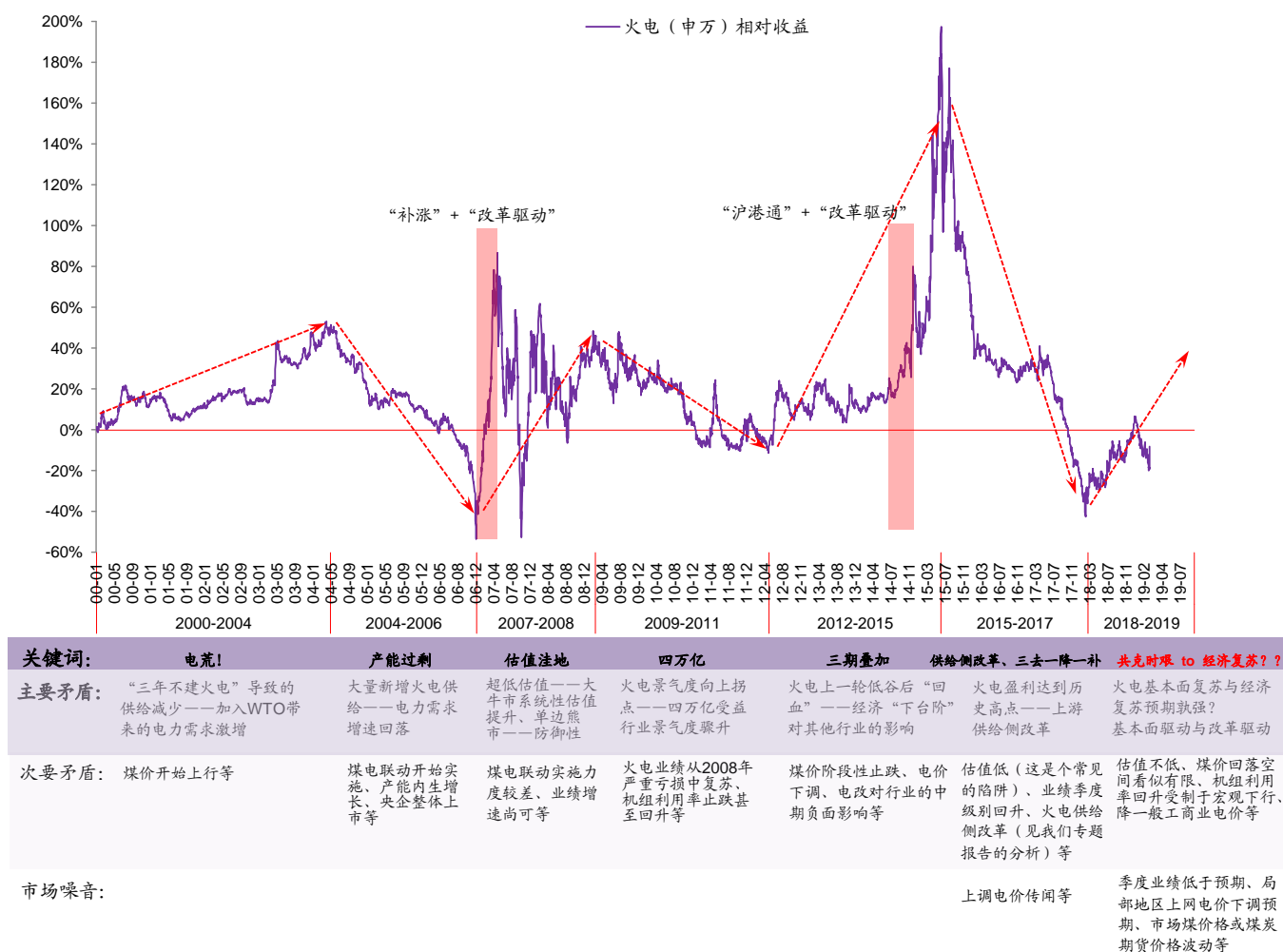
2.1、“望远镜”看火电：大周期视角

2019 年初至今，电力板块较为明显的跑输大盘指数。但这并非行业基本面出了问题，火电行业基本面在一个大的回升周期这个基本结论没有任何问题。电力指数跑输指数的主要原因是 A 股大环境导致的，火电逆周期、水电无周期，在经济周期的向上阶段（或者预期向上），二者的基本面对资金的吸引力较低，持有电力股的绝对收益率并不低，但机会成本明显偏高。

在仔细审视近年电力股走势的基础上，我们认为 2019 年电力板块尤其是火电板块的主要机会来自于三个方面：

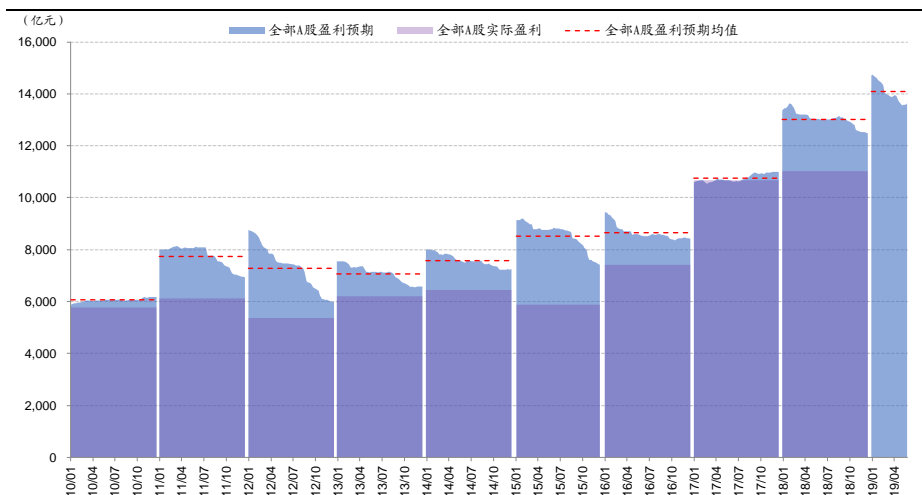
- 1、改革驱动（见 2.2 部分）；
- 2、基本面驱动的补涨；
- 3、宏观低于预期的情况出现之后的配置价值。

图 14：“望远镜”看火电——看清大周期，抓主要矛盾，获相对收益



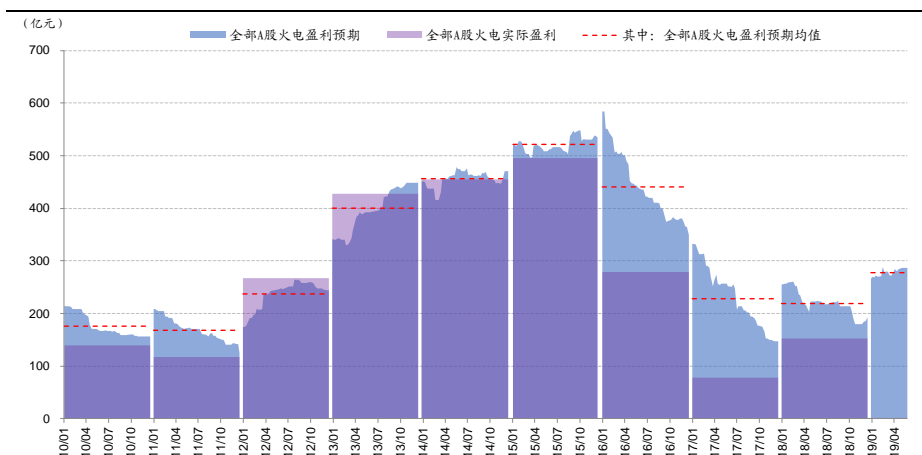
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 15: 全部 A 股盈利预期以及实际盈利对比



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (注: 样本公司共 1273 个, 已剔除银行、非银、地产、中国石油、中国石化以及无盈利预测数据的公司)

图 16: 全部 A 股火电盈利预期以及实际盈利对比



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (注: 样本公司共 25 个, 已剔除无盈利预测数据的公司)

2.2、基本面掩护下的“改革躁动”

长期以来, 国有企业是推动我国经济发展的重要力量, 但是其管理制度、运营效率、盈利能力等问题突出。近年来, 国企改革一直是政府工作的重点之一。以政府工作报告为例, “十一五”以来, 历年政府工作报告的工作内容均涉及国企改革。2019 年政府工作报告提出“加快国资国企改革”(2018 年为“推动国资国企改革”), “深化电力、油气、铁路等领域改革, 自然垄断行业要根据不同行业特点实行网运分开, 将竞争性业务全面推向市场”。我们认为, 2019 年国企改革的推进节奏有望提升。

表 1: 2011 年至今政府工作报告国企改革相关内容梳理

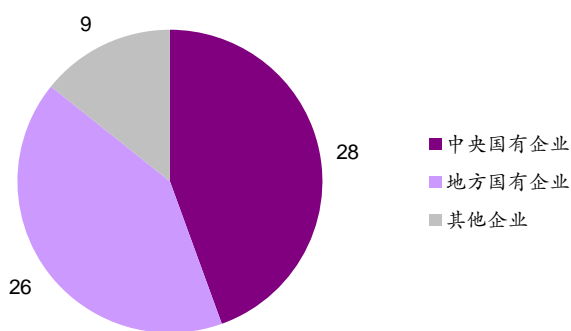
政策名称	国企改革相关内容
2011 年政府工作报告	鼓励和引导民间资本重组联合和参与 国有企业改革 。
2012 年政府工作报告	深化国有企业改革 。启动实施电网主辅分离改革重组以及上网电价和非居民用电价格调整方案。

2013 年政府工作报告	深化国有企业改革以及重点行业改革。 增强各类所有制经济活力。
2014 年政府工作报告	制定非国有资本参与中央企业投资项目的办法，在金融、石油、 电力 、铁路、电信、资源开发、 公用事业 等领域，向非国有资本推出一批投资项目。
2015 年政府工作报告	深化国企改革 。准确界定不同国有企业功能，分类推进改革。加快国有资本投资公司、运营公司试点，打造市场化运作平台，提高国有资本运营效率。 有序实施国有企业混合所有制改革 ，鼓励和规范投资项目引入非国有资本参股。加快 电力 、油气等体制改革。多渠道解决企业办社会负担和历史遗留问题，保障职工合法权益。完善现代企业制度，改革和健全企业经营者激励约束机制。要加强国有资产监管，防止国有资产流失，切实提高国有企业的经营效益。
2016 年政府工作报告	深化投融资体制改革，继续以市场化方式筹集专项建设基金，推动地方融资平台转型改制进行市场化融资，探索基础设施等 资产证券化 ，扩大债券融资规模。 大力推进国有企业改革 。今明两年，要以改革促发展，坚决打好国有企业提质增效攻坚战。更好激发非公有制经济活力。大幅放宽电力、电信、交通、石油、天然气、市政公用等领域市场准入，消除各种隐性壁垒， 鼓励民营企业扩大投资、参与国有企业改革 。
2017 年政府工作报告	深入推进国企改革 。要以提高核心竞争力和资源配置效率为目标，形成有效制衡的公司法人治理结构、灵活高效的市场化经营机制。今年要基本完成公司制改革。 深化混合所有制改革 ，在 电力 、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域迈出实质性步伐。抓好 电力 和石油天然气体制改革，开放竞争性业务。 促进企业盘活存量资产， 推进资产证券化 ，支持市场化法治化债转股，发展多层次资本市场，加大股权融资力度，强化企业特别是国有企业财务杠杆约束，逐步将企业负债降到合理水平。
2018 年政府工作报告	推进国资国企改革 。 继续推进国有企业优化重组和央企股份制改革 ，加快形成有效制衡的法人治理结构和灵活高效的市场化经营机制，持续瘦身健体，提升主业核心竞争力，推动国有资本做强做优做大。 积极稳妥推进混合所有制改革 。
2019 年政府工作报告	加快国资国企改革 。 积极稳妥推进混合所有制改革 。 深化 电力 、油气、铁路等领域改革，自然垄断行业要根据不同行业特点实行网运分开，将竞争性业务全面推向市场。

资料来源：中国政府网，光大证券研究所整理

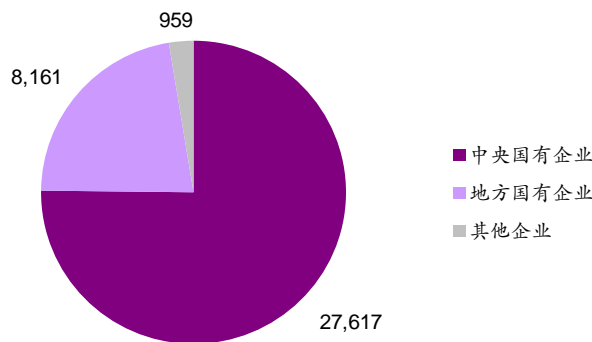
电力行业是传统的资本密集型产业，由于历史因素及公用事业属性等原因，国企是电力行业发展的绝对中坚力量。在电力行业上市公司中，国企仍占绝对主导。我们以 CS 发电及电网板块的 63 家电力公司作为统计样本，统计了国企及非国企（民企及其他企业）情况。从上市数量来看，截至 2019Q1，CS 发电及电网板块的上市公司中，国企上市公司数量占比 85.7%（中央/地方国企分别占比 44.4%/41.3%），总资产占比 97.4%（中央/地方国企分别占比 75.2%/22.2%）。

图 17：电力板块国企上市公司数量（家）



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：选取 CS 发电及电网板块，统计时点 2019Q1）

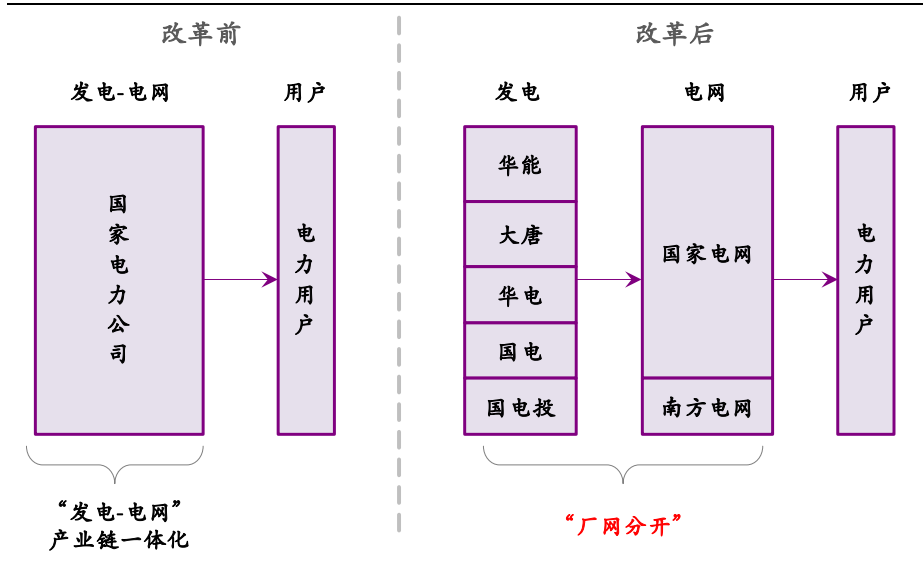
图 18：电力板块国企上市公司总资产（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：选取 CS 发电及电网板块，统计时点 2019Q1）

电力行业的代表国企包括五大发电集团（华能、大唐、华电、国电、国电投）和两大电网公司（国家电网、南方电网），上述电力旗舰央企诞生于2002年电力体制改革。根据“厂网分开”任务，按照发电和电网两类业务划分，重组国有电力资产。

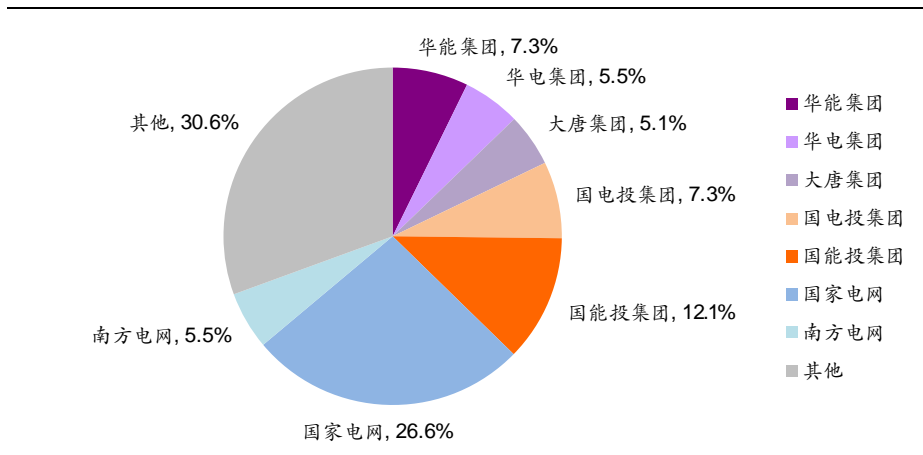
图 19：2002 年电力体制改革“厂网分开”示意图



资料来源：国务院，光大证券研究所

随着国家电力公司的分拆重组，五大发电集团和两大电网公司形成雏形，并逐步发展壮大。截至2018年底，电力、热力的生产和供应业的总资产中，五大发电集团、两大电网公司分别占比37.3%、32.2%。

图 20：2018 年电力行业总资产结构

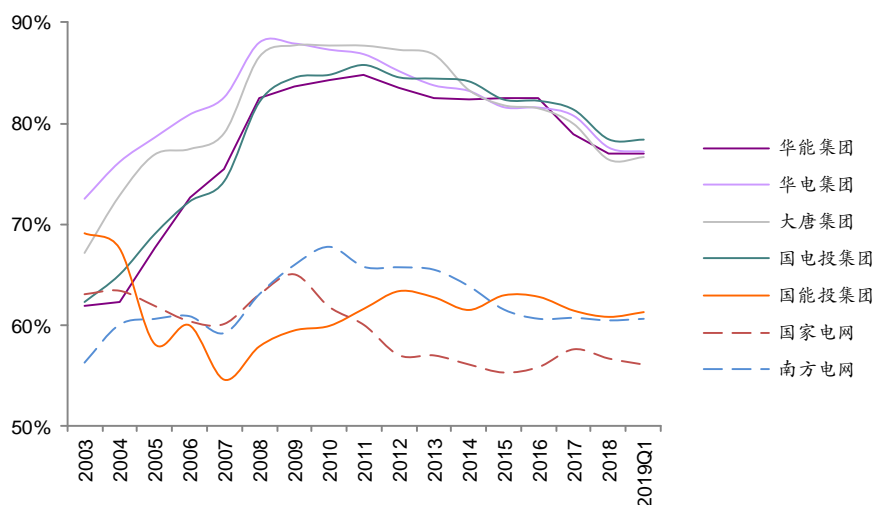


资料来源：Wind，光大证券研究所（注：电力行业指电力、热力的生产和供应业）

在上述电力旗舰央企规模扩张的过程中，部分企业资产负债率过高的问题亟待解决。2018年9月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《关于

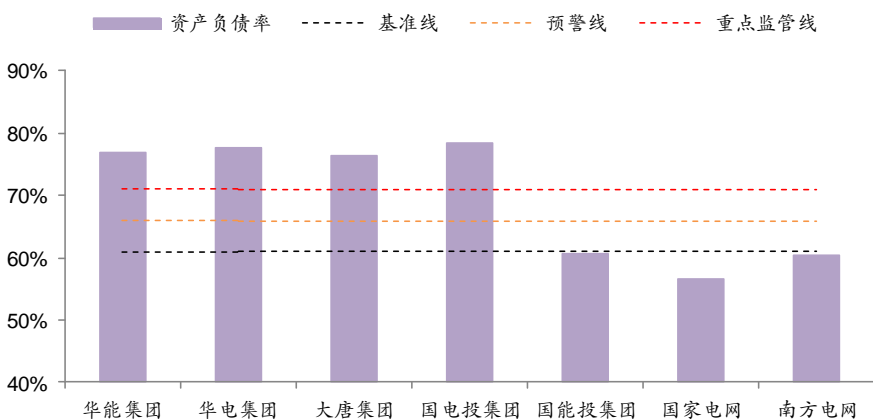
加强国有企业资产负债约束的指导意见》提出“推动国有企业平均资产负债率到2020年年末比2017年年末降低2个百分点左右，之后国有企业资产负债率基本保持在同行业同规模企业的平均水平”的目标，并分类确定了国有企业资产负债约束指标标准：“国有企业资产负债约束以资产负债率为基础约束指标，对不同行业、不同类型国有企业实行分类管理并动态调整。原则上以本行业上年度规模以上全部企业平均资产负债率为基准线，基准线加5个百分点为本年度资产负债率预警线，基准线加10个百分点为本年度资产负债率重点监管线。”根据上述指标标准，部分发电企业降低资产负债率的压力较大，改革的动力较强。

图 21：重点电力集团公司资产负债率 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

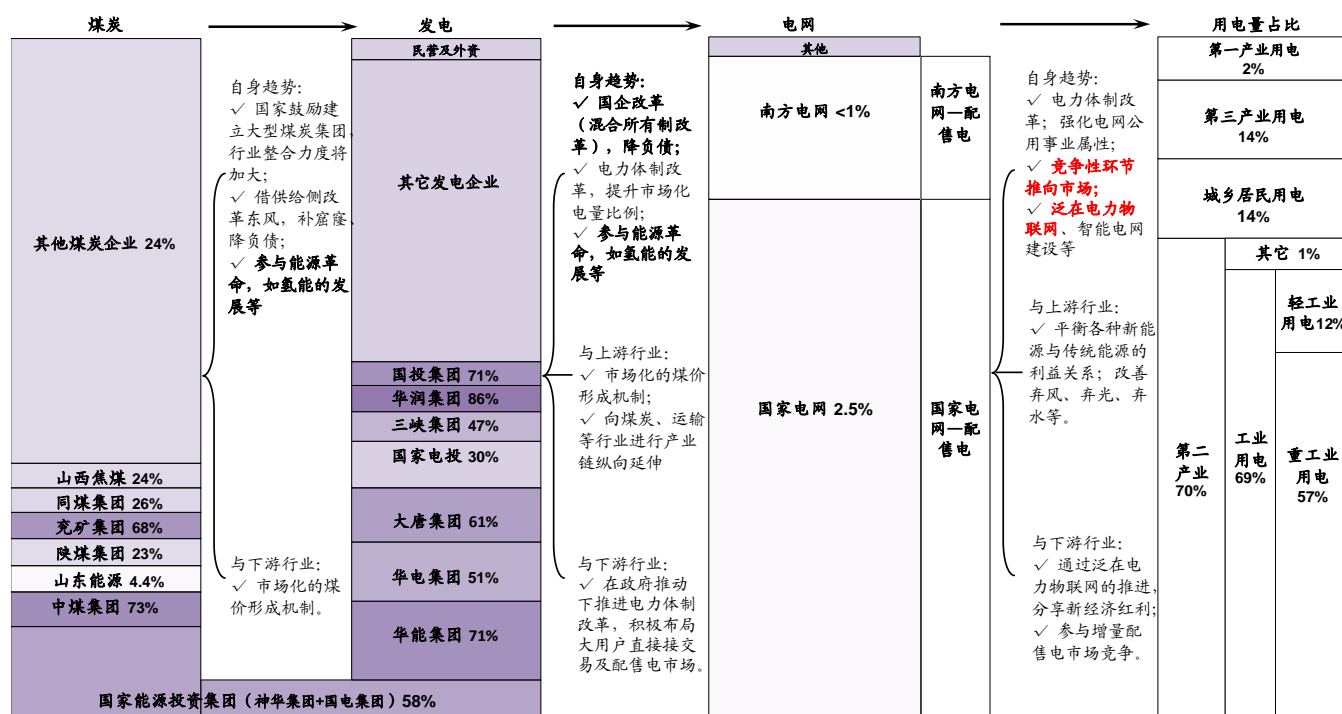
图 22：2018 年重点电力集团公司资产负债率及约束线 (%)



资料来源：Wind，中国政府网，光大证券研究所

与多数行业引入社会资本、股权激励等改革措施不同，我们认为**资产证券化**是电力行业国企改革的主线。根据我们对电力产业链的整体梳理，发电侧的国电投集团和电网侧的国家电网、南方电网的资产证券化率相对处于较低水平，提升空间显著。

图 23：电力产业链资产证券化率



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：1、“煤炭”、“发电”、“电网”图内数字为资产证券化率，颜色由深到浅代表资产证券化率由高到低；2、“用电量占比”图内数字为各部门用电量占全社会总用电量比例；3、统计时点为 2018 年

结合近期观察到的各种现象，我们认为，2019 年电力行业的国企改革步伐将实质性加速。一方面，新五大发电集团及两大电网公司的董事长均发生变动。另一方面，2019 年以来上市公司层面的国企改革动作频繁，国家电网旗下岷江水电、置信电气、远光软件，以及国电投集团旗下东方能源，均迈出实质性步伐。

表 2：7 家电力旗舰央企旗下上市公司新上任董事长

电力央企名称	新上任董事长	宣布时间
国电投集团	钱智民	2018-01
南方电网	孟振平	2018-08
华能集团	舒印彪	2018-11
华电集团	温枢刚	2018-11
大唐集团	陈飞虎	2018-12
国家电网	寇伟	2018-12
国家能源集团	王祥喜	2019-03

资料来源：各集团公司官网，光大证券研究所

表 3：2019 年以来部分电力央企上市公司国企改革动作

时间	上市公司	所属电力央企	国企改革事件	上市公司主营业务变更
2019-02	岷江水电	国家电网	岷江水电拟以资产置换的方式，置出主要配售电及发电业务相关资产负债等，置入国网信息通信产业集团持有的中电飞华 67.31% 股份、继远软件 100% 股权、中电普华 100% 股权、中电启明星 75% 股权的等值部分。	由原有发配售电业务，变更为信息通信业务。

2019-03	置信电气	国家电网	置信电气拟以发行股份的方式，购买英大信托 73.49%股权和英大证券 96.67%股权。	在原有电力设备及服务的基础上，新增金融业务。
2019-04	东方能源	国电投集团	东方能源拟以发行股份的方式，购买国电投资本控股 100%股权。	在原有电力及热力业务基础上，新增金融业务。

资料来源：各上市公司公告，光大证券研究所

综上，在国企改革领域，我们建议重点关注和跟踪南方电网、国家电网和国家电投集团下属的上市公司，包括文山电力、明星电力、西昌电力、吉电股份、上海电力等公司。

表 4：新五大发电集团及两大电网公司旗下上市公司梳理

集团名称	旗下上市公司
华能集团	华能国际、内蒙华电、华能水电、*ST 新能、华能新能源、长城证券
大唐集团	大唐发电、华银电力、桂冠电力、大唐新能源、大唐环境
华电集团	华电国际、黔源电力、金山股份、*ST 华源、国电南自、华电重工、华电福新
国家能源集团	国电电力、长源电力、龙源技术、英力特、平庄能源、龙源电力、国电科环、中国神华
国电投集团	上海电力、远达环保、吉电股份、露天煤业、东方能源、中国电力、中国电力清洁能源
国家电网	国电南瑞、许继电气、平高电气、置信电气、涪陵电力、岷江水电、西昌电力、明星电力、广宇发展、远光软件
南方电网	文山电力

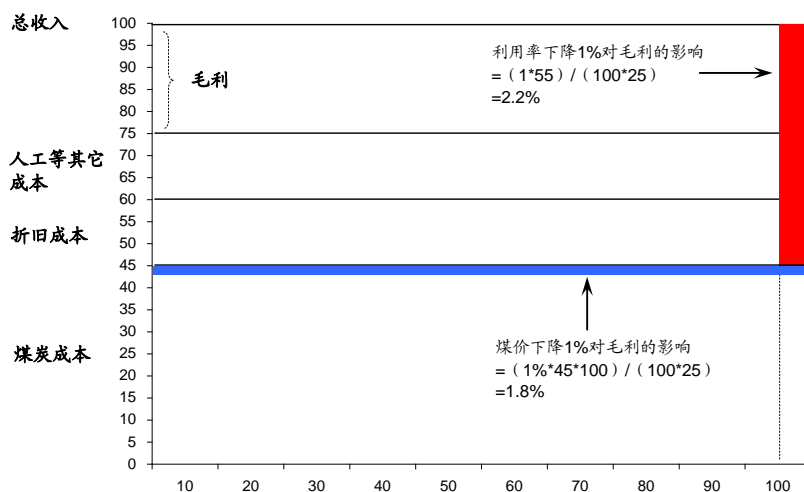
资料来源：Wind，光大证券研究所（注：统计时点为 2019 年 5 月）

2.3、竞争要素的“变与不变”

2.3.1、现阶段火电盈利核心驱动因素：煤价

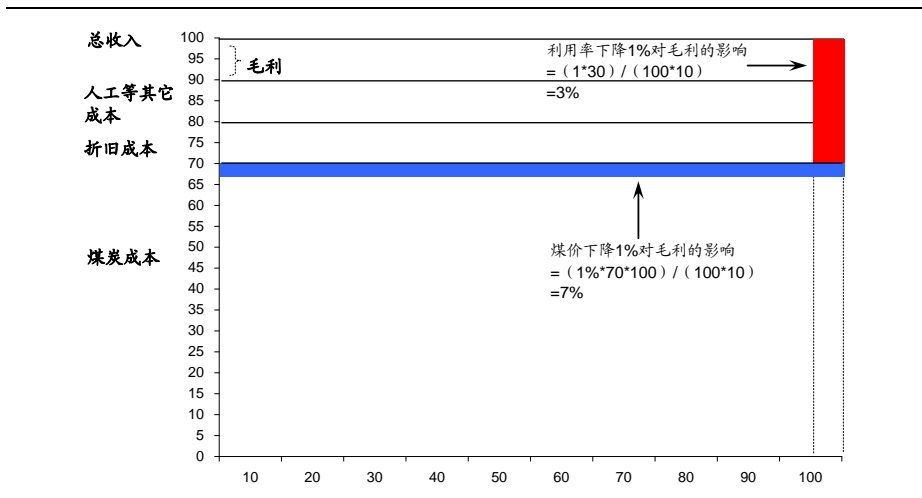
在盈利水平的不同阶段，煤价、利用小时数对火电盈利的敏感性不尽相同：在高景气度阶段，利用小时数对火电盈利的敏感性高于煤价；而在低景气度阶段，火电盈利对煤价的变动更为敏感。如前文所述，在大周期视角，当前火电行业仍处于景气度上升周期，煤价仍为火电盈利的核心驱动因素。

图 24：高毛利率状态下煤价和机组利用率各下跌 1%对业绩的影响对比图



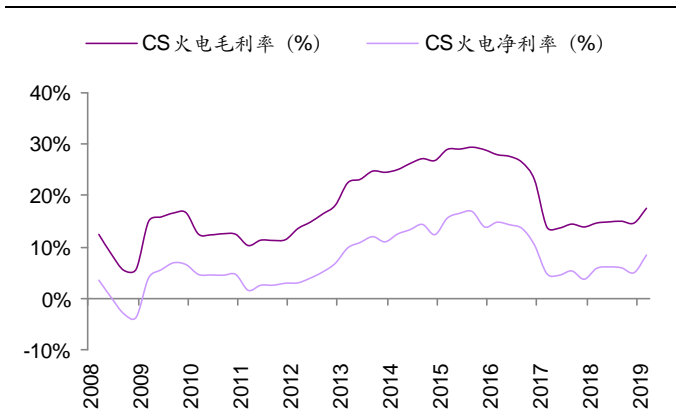
资料来源：光大证券研究所（注：横、纵坐标轴单位分别为千瓦时、元）

图 25：低毛利率状态下煤价和机组利用率各下跌 1%对业绩的影响对比图



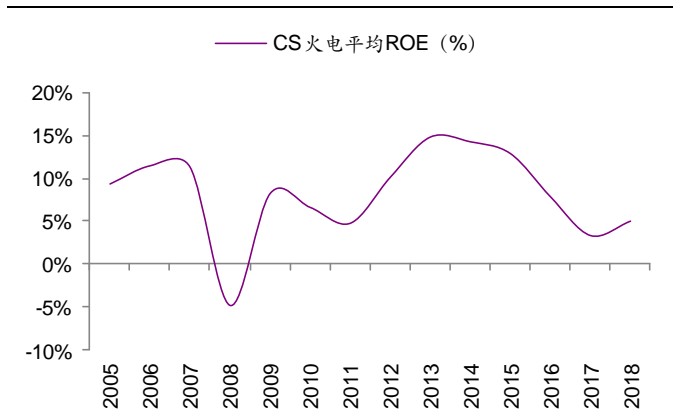
资料来源：光大证券研究所（注：横、纵坐标轴单位分别为千瓦时、元）

图 26：火电行业利润率



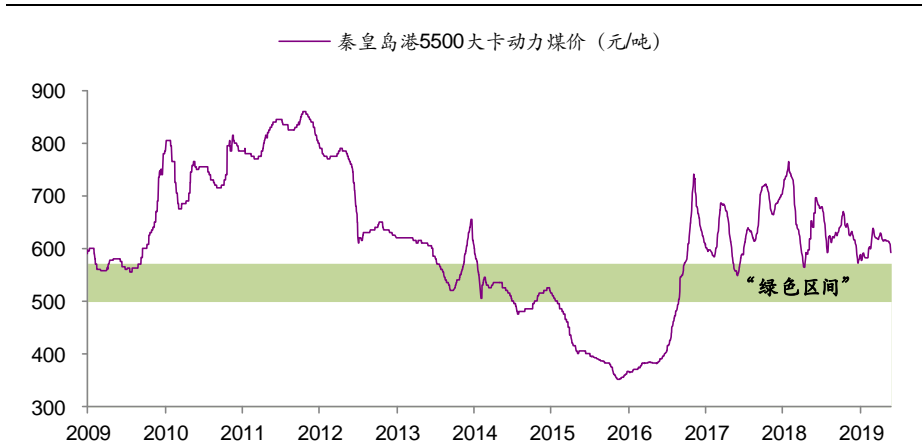
资料来源：Wind，光大证券研究所（截至 2019Q1）

图 27：火电行业平均 ROE



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 28：秦皇岛动力煤价



资料来源：Wind，光大证券研究所（截至 2019 年 5 月底）

2.3.2、电力市场化交易：仍在量变、质变为期不远

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，近年来相关政策频出。2018 年 7 月，国家发改委、国家能源局联合出台《关于积极推进电力市场化交易进一步完善交易机制的通知》，明确要求提高市场化交易电量规模，加快放开发用电计划，推进多种形式电源和符合条件用户参与交易，2018 年全面放开煤炭、钢铁、有色、建材 4 个行业用户发用电计划。此外，政策鼓励交易双方在合同中约定建立“基准电价+浮动机制”、随电煤价格、产品价格联动或随其他因素调整等多种形式的市场价格形成机制。

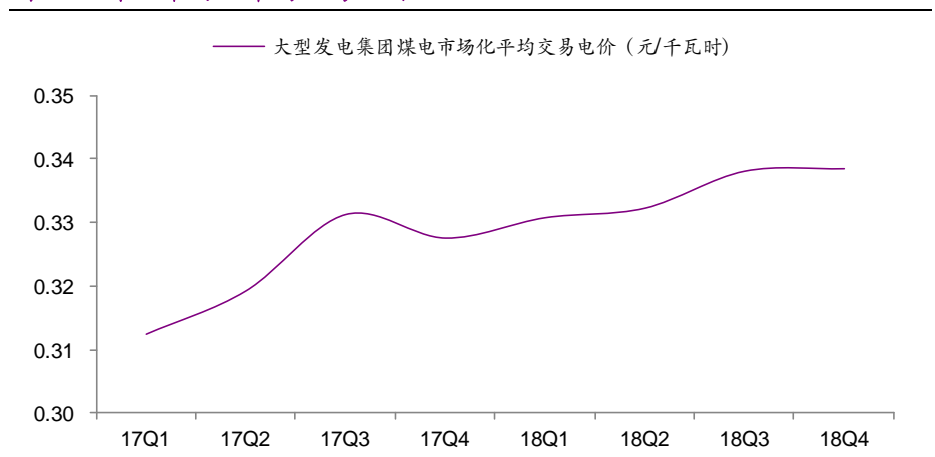
随着市场化交易电量规模增长，电力市场化交易行为逐步趋于理性，叠加动力煤价高位波动，火电（尤其是煤电）市场化平均交易电价水平总体回升。

表 5：近期推进电力市场化相关政策

时间	政策名称	相关内容
2017-03	国家发展改革委 国家能源局关于有序放开发用电计划的通知（发改运行〔2017〕294号）	加快组织发电企业与购电主体签订发购电协议（合同）。逐年减少既有燃煤发电企业计划电量。新核准发电机组积极参与市场交易。规范和完善市场化交易电量价格调整机制。
2017-08	国家发展改革委办公厅 国家能源局综合司关于开展电力现货市场建设试点工作的通知（发改办能源〔2017〕1453号）	2018 年底前启动电力现货市场试运行。选择南方（以广东起步）、蒙西、浙江、山西、山东、福建、四川、甘肃等 8 个地区作为第一批试点，加快组织推动电力现货市场建设工作。
2018-07	国家发展改革委 国家能源局关于积极推进电力市场化交易 进一步完善交易机制的通知（发改运行〔2018〕1027号）	2018 年放开煤炭、钢铁、有色、建材等 4 个行业电力用户发用电计划，全电量参与交易，并承担清洁能源配额。完善中长期合同交易电量价格调整机制，鼓励交易双方在合同中约定建立“基准电价+浮动机制”、随电煤价格、产品价格联动或随其他因素调整等多种形式的市场价格形成机制。

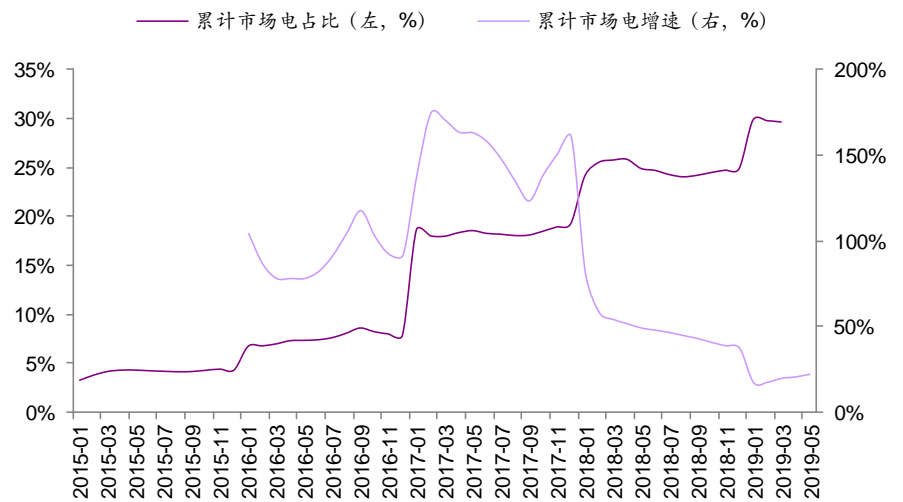
资料来源：国家发改委，光大证券研究所整理

图 29：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

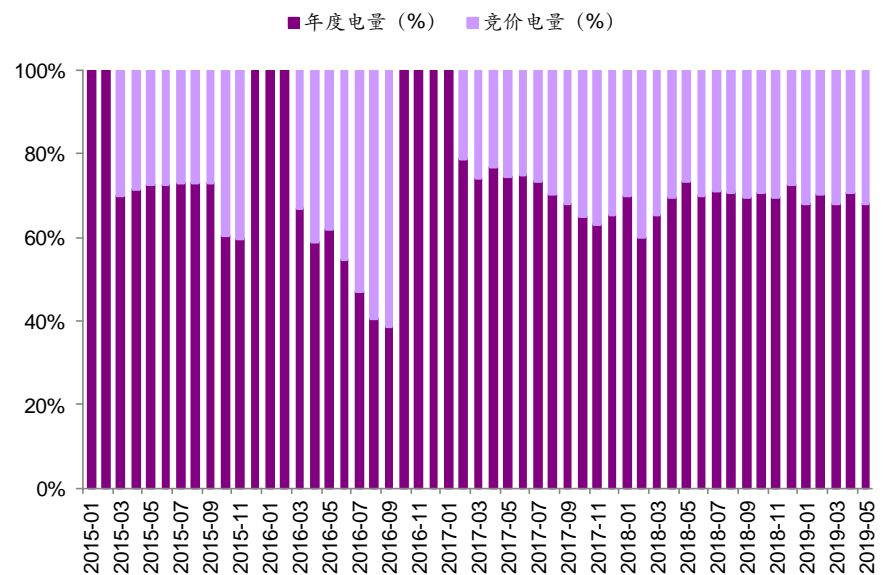
图 30: 广东累计市场电占比及增速



资料来源: Wind, 广东电力交易中心, 光大证券研究所 (注: 广东市场电量=年度交易电量+月度分解电量+月度竞价电量, 广东市场电占比=广东市场电量/广东全社会用电量*100%)

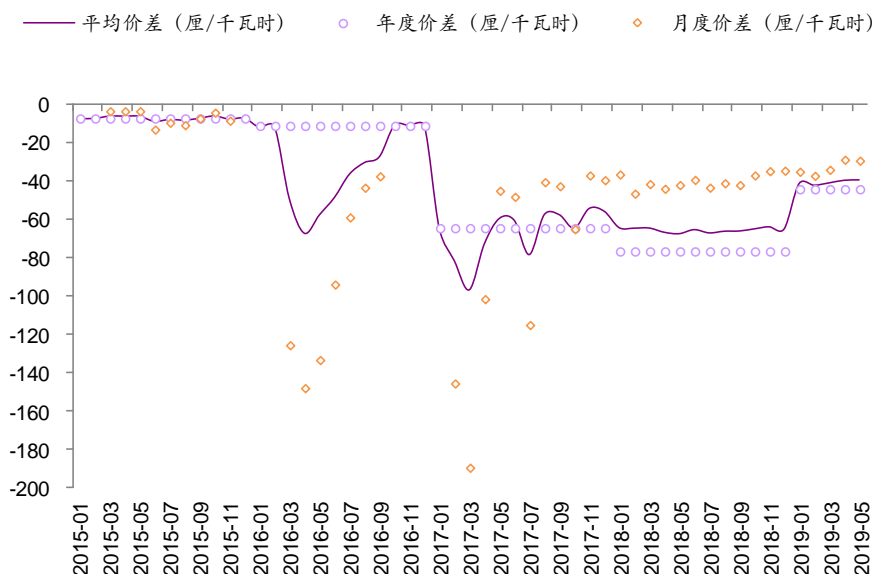
作为全国最活跃的省级电力市场之一, 广东在全国电力市场化改革进程中成果显著。自 2015 年以来, 广东市场电规模逐步扩张, 累计市场电占比从 2015 年 3~5% 提升至近期 30% 左右的水平; 受规模基数的影响, 2019 年广东市场电规模增速较 2016~2017 年有所放缓。

图 31: 广东当月市场电量结构



资料来源: Wind, 广东电力交易中心, 光大证券研究所 (注: 广东市场电量=年度交易电量+月度分解电量+月度竞价电量, 广东市场电占比=广东市场电量/广东全社会用电量*100%)

图 32：广东市场电当月价差



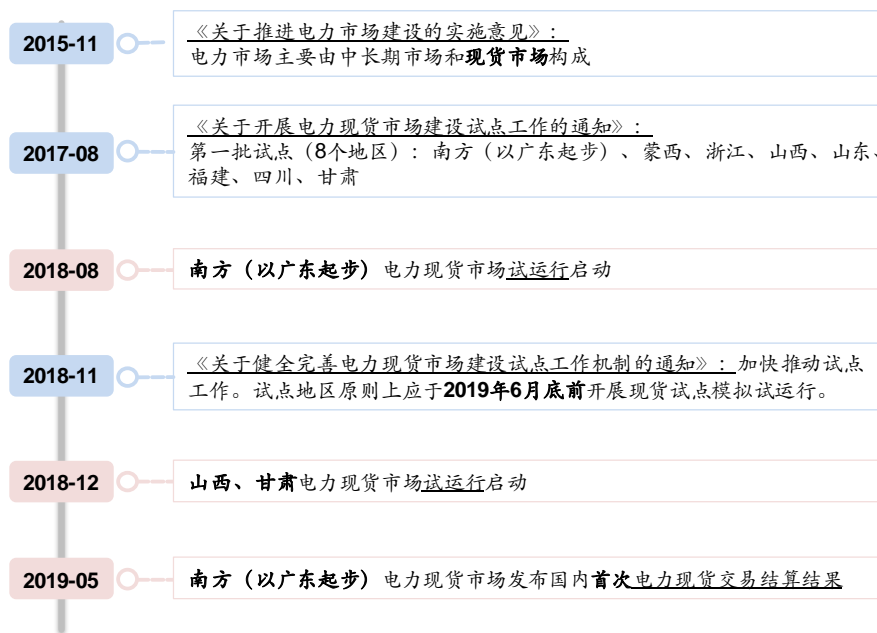
资料来源：Wind，广东电力交易中心，光大证券研究所（注：年度价差指年度交易电量成交平均申报价差，月度价差指月度集中竞争交易统一出清价差）

从市场电结构来看，市场自主形成以年度交易为主、月度集中竞争为辅的格局，因而市场电量平均价差受年度价差的影响较大。月度竞价对供需格局的反映更为及时有效。自 2017 年以来，随着煤价提升和市场行为趋于理性，月度竞价价差逐步收窄的趋势确立。我们认为，随着市场化改革的进一步推进，电力的商品属性逐步显现，市场电价将更多反映电力市场供需格局，发电企业（尤其是火电企业）让利幅度有望持续收窄。

此外，随着我国电力市场化改革步伐不断加快，电力现货市场的建设渐行渐近。2015 年 11 月发布的《关于推进电力市场建设的实施意见》（本轮电力体制改革的配套文件之一）即提出，电力市场主要由中长期市场和现货市场构成。现货市场主要开展日前、日内、实时电能量交易和备用、调频等辅助服务交易。

2017 年 8 月国家发改委、能源局提出“选择南方（以广东起步）、蒙西、浙江、山西、山东、福建、四川、甘肃等 8 个地区作为第一批试点，加快组织推动电力现货市场建设工作”。2017 年以来，电力现货市场试点建设稳步推进，并在广东、山西、甘肃等地取得积极进展。2019 年 5 月，南方（以广东起步）电力现货市场发布国内首次电力现货交易结算结果。我们认为，电力现货市场的建设将是电力体制改革的重要突破之一。

图 33：电力现货市场建设历程



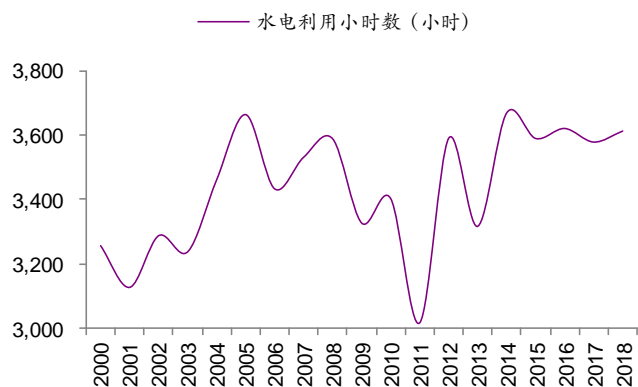
资料来源：国家发改委、能源局、中电联等，光大证券研究所

3、水电：α? β?

3.1、机组利用率保持高位

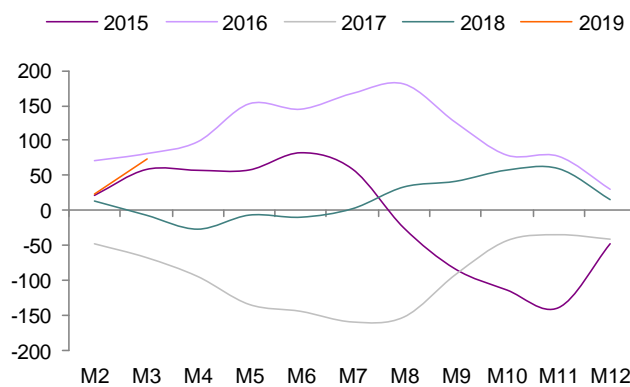
2019 年以来，受益于来水形势向好等因素，水电利用小时数同比好转。2019 年 1-3 月，全国水电机组利用小时数 691 小时，同比提升 74 小时。近年来水电利用小时仍呈现大小年交替的规律，但波动幅度有所收窄。我们预计 2019 年全国水电机组利用率仍保持高位。对于大型水电公司而言，受益于水电站联合调度等因素影响，利用小时数将保持较高水平。

图 34：水电机组利用率（小时）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 35：水电累计利用小时同比增长（小时）

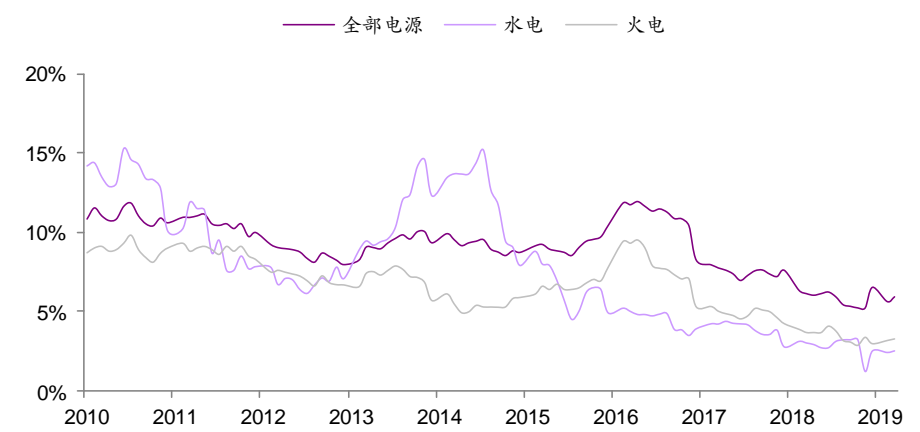


资料来源：Wind，光大证券研究所

3.2、装机增速放缓，等待新一轮成长

目前我国上一轮投产高峰（“十二五”期间）已过，装机增速明显放缓。截至 2019 年 3 月，6000 千瓦及以上电厂水电装机容量 3.1 亿千瓦，同比增长 2.5%，低于同期电力行业及火电装机增速。

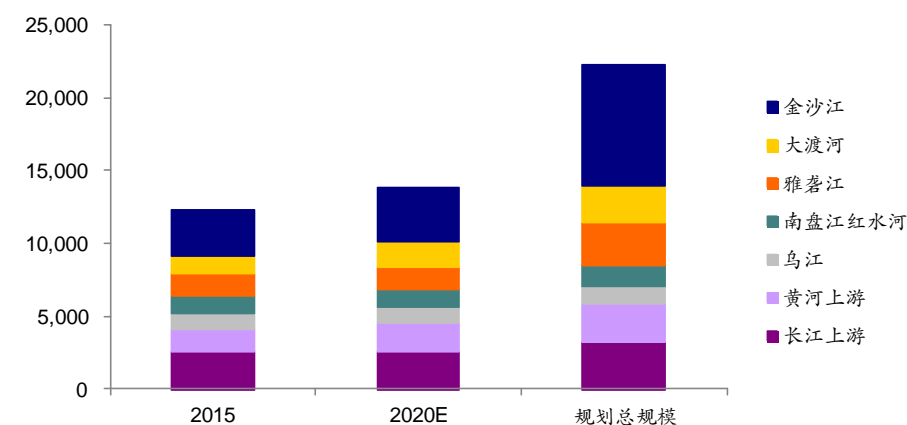
图 36：6000 千瓦及以上电厂装机容量同比增速（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所（截至 2019 年 4 月）

截至“十二五”末，长江上游、黄河上游、乌江等七大水电基地建设已初具规模，根据《水电发展“十三五”规划》，2020 年之前将继续推进这七大水电基地建设，并配套建设水电基地外送通道。

图 37：大型水电基地规划建设情况（万千瓦）



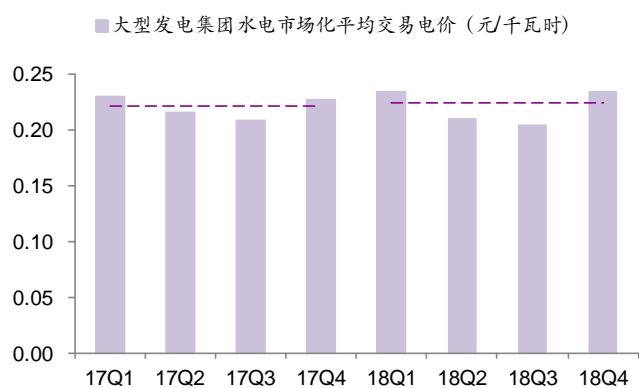
资料来源：《水电发展“十三五”规划》，光大证券研究所

“十三五”期间是我国重点流域水电站的开发建设期，2020 年起大型水电机组投产高峰有望来临。建议关注乌东德、白鹤滩水电站（相关上市公司长江电力），以及雅砻江中游两河口、杨房沟等电站（相关公司国投电力、川投能源）等重点电站的投产进度。

3.3、电力市场化大势所趋

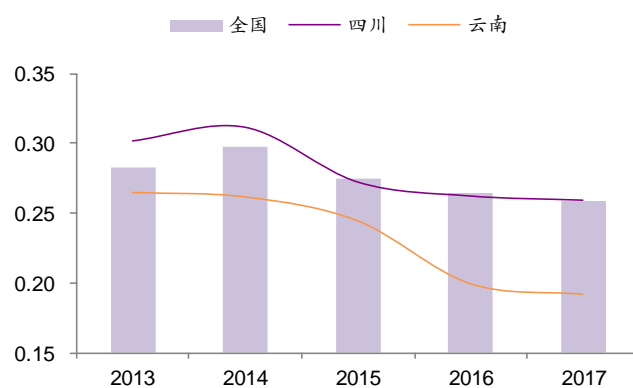
近年来随着电力体制改革的推进，水电企业逐步参与电力市场化改革进程。根据中电联统计，2018 年大型发电集团水电市场化交易电量 2056 亿千瓦时，同比增长 16.6%；市场化电量占比 31.9%，同比增长 1 个百分点。2017 年以来单季度水电市场化平均交易电价约 0.20-0.23 元/千瓦时，且季节性波动特征明显，即市场化交易电价丰水期（Q2、Q3）较低、枯水期（Q1、Q4）较高。

图 38：水电市场化平均交易电价（元/千瓦时）



资料来源：中电联，光大证券研究所（注：虚线表示年度均值）

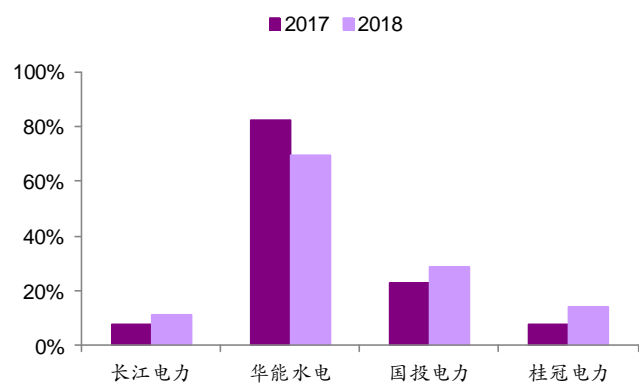
图 39：水电平均上网电价（元/千瓦时）



资料来源：Wind，光大证券研究所

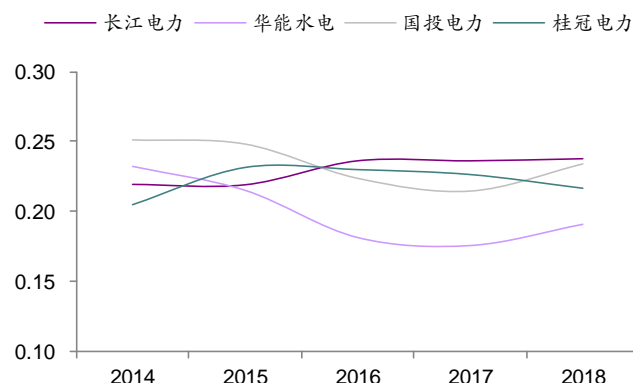
受市场化比例提升等因素影响，近年来水电平均上网电价总体处于下行趋势。水电大省—四川、云南的水电平均上网电价亦呈现不同程度的回落。典型水电公司：长江电力、华能水电、国投电力、桂冠电力的市场化交易电量比重与水电综合上网电价大体呈现负相关趋势。

图 40：典型水电公司市场化交易电量比重（%）



资料来源：上市公司公告，光大证券研究所（注：市场化交易电量比重=全部电源市场化交易电量/总上网电量）

图 41：典型公司水电不含税上网电价均价（元/千瓦时）



资料来源：上市公司公告，光大证券研究所

我们认为，随着电力体制改革持续推进，水电企业参与电力市场化比重亦将提升。为了测算电力市场化交易对水电公司盈利的影响，我们构建了一个简单的水电公司模型，模型假设如下：

- (1) 装机容量 10 万千瓦，机组利用率 3600 小时，厂用电率 1%；
- (2) 计划电不含税上网电价 0.24 元/千瓦时，市场电上网电价较计划电折价幅度 0.05 元/千瓦时（不含税），市场电交易比例 30%；
- (3) 毛利率 50%。

根据上述假设，模型水电公司不含税综合上网电价约 0.23 元/千瓦时，毛利 0.40 亿元。

我们以模型水电公司的经营数据和财务数据为基数，测算了市场电占比 30-60%、市场电折价幅度 0.02-0.08 元/千瓦时（不含税）条件下的毛利变化情况。敏感性测算结果表明，在市场电折价幅度保持不变的情况下，市场电占比 35%、40%、45%、50% 时，模型水电公司毛利分别下降 4%、9%、13%；在市场电占比保持不变的情况下，市场电折价幅度分别为 0.02、0.04、0.06、0.08 元/千瓦时（不含税）时，模型水电公司毛利变化率分别为 8%、3%、-3%、-8%。由此可见电力市场化交易对水电公司盈利影响的弹性空间。

表 6：模型水电公司毛利变化率的敏感性测算

市场电占比 (%)	市场电折价幅度 (不含税, 元/千瓦时)						
	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08
30%	8%	5%	3%	0%	-3%	-5%	-8%
35%	7%	4%	1%	-2%	-5%	-8%	-12%
40%	6%	3%	-1%	-4%	-8%	-12%	-15%
45%	5%	1%	-3%	-7%	-11%	-15%	-19%
50%	4%	0%	-4%	-9%	-13%	-18%	-22%
55%	4%	-1%	-6%	-11%	-16%	-21%	-26%
60%	3%	-3%	-8%	-13%	-19%	-24%	-29%

资料来源：光大证券研究所

3.4、水电行业 α 已不显著， β 才是当下核心要素

综合以上分析，我们认为，水电行业规模高速增长期已过，水电类上市公司的 α ，即业绩波动，主要取决于外延扩张（以向大股东收购成熟水电资产为主），其次取决于水情、中短期的电价波动（包括以降成本降负担为目的的电力产业链整体的价格下行，以及市场化交易比例、折价率变动带来的平均电价波动），再次则取决于各家上市公司储备、在建项目的推进进度（水电项目建设周期较长，因此该因素在短期内往往不会对股价造成影响）。以上几项因素，除水情因素较难预测外（厄尔尼诺年，降水量可能略好于多年平均），其余因素在未来 2 个季度都看不到具有方向性、较大幅度波动的可能性，因此我们认为水电行业业绩将近似平稳运行或略好于 2018 年。

2019 年 A 股面临的内、外部环境较 2018 年更为多变。2018 年市场整体表现虽差，但从年初至年底基本呈现单边态势，而 2019 年市场对于经济

增长、A 股业绩乃至贸易环境的预期呈现剧烈波动态势，使得对于“只有 β 没有 α ”的水电板块的配置，面临“非此即彼”的两难境地。

我们建议，在 2019 年厄尔尼诺年有助于水电利用小时提升，且三季度 A 股方向不明之际，增加大型水电公司配置，如长江电力、国投电力、华能水电等。四季度配置则需视 A 股整体盈利增速是否出现见底回升迹象而定。

4、投资建议

维持公用事业“增持”评级，给予电力行业“增持”评级。

综合估值、业绩增速和近一个季度的相对涨幅来看，电力板块具备了行业轮动所需要的“洼地”特征，建议在电力板块中积极寻找具有基本面支撑且具备改革、重组预期的二、三线火电标的进行配置，并积极布局行业板块轮动带来的一线标的补涨机会。此外，在 2019 年厄尔尼诺年有助于水电利用小时提升，且三季度 A 股方向不明之际，增加大型水电公司配置。

推荐长源电力、京能电力，建议关注大型水电公司长江电力、国投电力、华能水电等，以及具备改革潜力的相关个股。

4.1、长源电力（000966.SZ）：万事俱备，只欠蒙华

◆电量电价齐升，业绩同比改善：

电量方面，2018 年湖北省用电需求向好，叠加水电出力不足等因素，湖北省火电发电量增长显著。受益于区位优势，公司 2018 年发电量 171 亿千瓦时，同比增长 20.2%。电价方面，受 2017 年电价调整的翘尾因素等影响，公司 2018 年不含税电价同比增长约 0.02 元/千瓦时（增幅 4.8%）。2018 年煤价总体处于高位，公司同期入炉标煤单价 775 元/吨，同比增长约 2.8%。受量价综合作用，2018 年归母净利润 2.1 亿元，业绩同比大幅改善（2017 年亏损 1.2 亿元）。2019Q1 公司归母净利润 2.2 亿元，同比增长 132%。

◆公司的业绩弹性来源：

近年来长源电力的业绩弹性总体高于火电板块，尤其在景气度上升周期，公司的归母净利润增速超过火电板块。公司较高的业绩弹性主要源自以下两方面：（1）主业集中叠加市场煤比例高，火电逆周期属性突出；（2）投资收益相对稳定，对利润的贡献较低。

◆公司未来的业绩弹性分析：

我们预计公司近年来装机增长空间有限，公司的业绩增长主要取决于煤价。火电公司的入炉标煤单价水平通常受综合采购价格和运杂费的综合影响。一方面，在市场煤价总体进入下行区间的形势下，由于公司市场煤采购比例较高，与长协煤采购比例较高的火电公司相比，公司将充分受益于市场煤价回落。另一方面，蒙华铁路的投产期渐行渐近。根据我们的测算，随着蒙华铁路投产运行，与两湖一江地区现有的“海进江”运输模式相比，陕西、蒙西地区煤矿在“铁路直达”方式下具有价格优势，价差较为明显。“两湖一江”区域中，湖北价差最大。根据上述分析可知，公司入炉标煤单价将受益于市场煤价下行、以及运杂费下行（蒙华铁路投产后）

的双重作用。我们以模型预测的公司 2019E、2020E 经营数据和财务数据为基数，分别测算煤价对公司业绩的弹性。测算结果表明，不含税标煤单价下降 10 元/吨时，公司 2019E、2020E 业绩增厚 7.3%、4.9%；标煤单价下降 1%时，公司 2019E、2020E 业绩增厚 5.4%、3.3%。

◆盈利预测与投资评级：

我们维持原盈利预测，预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.49、0.76、0.86 元，当前股价对应 PE 分别为 11、7、6 倍，对应 PB 分别为 1.6、1.3、1.2 倍。公司当前 PB 低于历史均值，公司将受益于火电景气度提升及蒙华铁路投产，维持“买入”评级。

◆风险提示：

上网电价超预期下行，电力需求超预期回落，在建机组延期投产的风险，蒙华铁路投运进度慢于预期，煤价超预期上涨的风险等。

表 7：长源电力业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	5,464	6,563	7,214	7,509	7,722
营业收入增长率	1.6%	20.1%	9.9%	4.1%	2.8%
净利润（百万元）	-122	209	544	845	952
净利润增长率	-130.5%	-	160.7%	55.3%	12.7%
EPS（元）	-0.11	0.19	0.49	0.76	0.86
ROE（归属母公司）（摊薄）	-3.7%	6.2%	14.1%	18.6%	18.2%
P/E	-	29	11	7	6
P/B	1.9	1.8	1.6	1.3	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 10 日

4.2、京能电力（600578.SH）：业绩符合预期，重视成长属性

◆电量电价同比提升：

2018 年公司新投产机组包括涿州热电（1*35 万千瓦）和锡林发电（1*66 万千瓦），截至 2018 年底公司控股装机容量增长至 1146 万千瓦。2018 年公司发电量 493 亿千瓦时，同比增长 3.1%。公司发电量增速相对较低的主要原因为岱海电厂部分机组停机改造影响。受电价调整的翘尾效应及结构性因素影响，2018 年公司平均上网电价约 0.30 元/千瓦时，同比提升约 1 分/千瓦时。公司 2018 年归母净利润 8.9 亿元，同比增长 67%。2019Q1 公司量价齐升势头延续：公司发电量 137 亿千瓦时，同比增长 25.9%；平均电价 0.31 元/千瓦时，同比增长 3.9%。

◆并表业务盈利改善，单季度业绩环比持续提升：

2017 年以来受煤价等因素影响，公司并表业务盈利状况不佳，公司投资收益是拉动利润增长的重要因素。2018 年公司并表业务盈利好转，部分控股企业实现扭亏或减亏，剔除投资收益的利润（利润总额-投资收益）为-7.5 亿元，同比减亏 0.8 亿元。2019Q1 剔除投资收益的利润为 1.2 亿元，同比扭亏为盈（2018Q1 为-2.8 亿元）。受益于发电主业盈利回暖及投资收益贡献，公司自 2018Q1 以来单季度业绩环比持续提升。公司 2018Q4、2019Q1

归母净利润分别为 2.9、4.4 亿元，环比分别增长 1.9%、47.9%。我们认为季度环比增速的波动主要系 2018Q4 计提的资产减值损失 (2.4 亿元) 影响。

◆稀缺成长性值得重视:

除 2018 年新并表装机 101 万千瓦外，2019 年公司的装机增长亦值得期待。公司年报显示，锡林发电 2#机组 (1*66 万千瓦) 2019 年 1 月投产；十堰热电 (2*35 万千瓦)、吕临发电 (2*35 万千瓦) 列入应急调峰储备机组；京欣发电 (2*35 万千瓦) 预计 2019 年内投产。公司稀缺的成长性值得重视，结合我们 2018 年以来“火电行业走出至暗时刻”的判断，公司有望实现超越行业平均水平的“增收更增利”。

◆盈利预测、估值与评级:

我们维持原盈利预测，预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.19、0.22、0.26 元，当前股价对应 PE 分别为 16、14、12 倍，对应 PB 分别为 0.89、0.86、0.83 倍，维持“买入”评级。

◆风险提示:

机组投产或资产注入进度慢于预期，动力煤价格超预期上行，综合上网电价下调的风险，下游用户用电需求低于预期等。

表 8: 京能电力业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	12,221	12,695	17,391	19,243	20,999
营业收入增长率	10.0%	3.9%	37.0%	10.7%	9.1%
净利润 (百万元)	534	892	1,314	1,516	1,749
净利润增长率	-68.3%	66.9%	47.4%	15.4%	15.4%
EPS (元)	0.08	0.13	0.19	0.22	0.26
ROE (归属母公司) (摊薄)	2.4%	3.9%	5.5%	6.2%	6.9%
P/E	39	24	16	14	12
P/B	0.94	0.92	0.89	0.86	0.83

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 6 月 10 日

5、风险分析

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、不与，也将不会与本报告中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