

2016.09.13

水火分化加剧 售电侧机会渐行渐近

——电力行业 2016 年中报综述

	王威 (分析师)	车玺 (分析师)	管成广 (研究助理)
	021-38676694	010-59312829	021-38032023
	wangw@gtjas.com	chexi@gtjas.com	jianchengguang@gtjas.com
证书编号	S0880511010024	S0880515020003	S0880116080318

本报告导读:

电力行业 2016 年中报业绩水火分化趋势加剧, 售电侧改革不断加码, 关注积极布局售电资源企业, 维持行业“增持”评级。

摘要:

- **结论:** 电力板块 2016 年中报水电、火电业绩分化趋势加剧, 来水丰沛加上财务费用下降提升水电盈利水平, 利用小时下降以及成本端上升持续拖累火电利润; 售电侧改革进度加速, 关注积极布局售电资源企业。维持行业“增持”评级, 首推业绩稳健且 2016 年业绩尚未充分体现在市场预期中的水电公司及业务转型发展的公司, 包括涪陵电力、长江电力、黔源电力、桂冠电力, 以及川投能源、国投电力等;
- **水火分化趋势加剧。** 2016 年二季度, 电力板块上市公司共实现营业收入 1694 亿元, 同比下降 0.2%; 归母净利润总计 244 亿元, 同比下降 11.6%。受厄尔尼诺影响二季度来水丰沛, 长江电力并表川云公司抬升板块业绩, 水电营业收入同比增长 93.7%, 归母净利增长 51.4%, 毛利率提高 1.3 个百分点; 火电受电力需求疲软与水电多发挤压营收同比下降 8.3%, 归母净利下降 29.6%。由于成本端上升, 毛利率同比下降 3.0 个百分点, 盈利水平加速下滑。煤价自 2015 年 11 月低点以来持续上涨, 但下游需求目前并无大幅起色, 动力煤实际过剩的状态尚未完全扭转, 全年均价预计同比仍存在回落空间(秦皇岛港 5500 大卡动力煤价上半年均价 380 元/吨, 较 2015 全年及同期均价分别降低 7.5%、15.2%)。随着电改推进, 市场化电量比例将快速提升, 火电平均电价仍存在下行空间, 火电业绩下滑风险尚未充分释放, 2016 年行业盈利情况不容乐观;
- **水电汛期持续多发, 全年业绩确定性较高。** 6 月份全国多地连续遭遇强降雨侵袭, 降雨量突破历史极值, 长江流域出现 2016 年第 1 号洪水。进入汛期以来, 来水量丰沛趋势进一步延续, 1-7 月水电平均利用小时数同比增幅创年内新高。从地区分布来看, 西南地区汛期稍晚于长江流域。从上半年水电公司发电量数据可以看出, 受益降水持续偏多发电量增长显著。电量作为水电盈利的第一敏感因素, 与降息叠加将显著提升水电公司全年业绩。中长期看在电改影响下, 水电价格中枢存在上行空间, 行业整体盈利水平有望提升;
- **关注积极布局售电资源企业。** 自 3 月份国家级电力中心揭牌以来, 售电侧体制改革不断推进。至今全国已有 30 家电力交易中心挂牌, 超过 400 家售电公司登记注册, 初步形成了全国性、跨区域的和地方的售电市场格局。未来电力直接交易份额将逐步扩大, 电价将趋于市场化, 下游用户及有资源的售电中间商将获益。在电源、配电网、用户三大重要资源中, 至少掌握两方的企业有望分享售电蛋糕。

评级:

增持

上次评级:

增持

细分行业评级

相关报告

环保:《万事俱备, 只欠会签》

2016.09.13

公用事业:《基础设施投资限制进一步放开 电改试点名单密集公布》

2016.09.12

公用事业:《财政部第三批 PPP 示范项目预测》

2016.09.08

环保:《环保加码继续, 工业废水治理老树开花》

2016.09.07

公用事业:《PPP 再成风口, 有回报机制领域受益面扩大》

2016.09.06

表 1: 电力及其子行业 2016 年中期盈利表现

2016H	营业收入 (亿元)		归属母公司所有者净利润		毛利率		归属母公司所有者净利率	
	(亿元)	同比	(亿元)	同比	(%)	同比	(%)	同比
电力全行业	3325	-3.0%	457	-8.4%	30.8	0.1	13.7	-0.8
火电	2739	-8.2%	293	-20.6%	27.4	-1.4	10.7	-1.7
水电	328	61.6%	124	39.8%	54.7	4.7	37.7	-5.9
地方电网	85	13.4%	9	-11.2%	22.3	0.7	11.1	-3.1
新能源发电	173	3.7%	30	2.7%	43.1	-2.2	17.4	-0.2

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 2: 电力公司 2016 年中期盈利表现

2016H	公司	营业收入 (亿元)	同比	归属母公司所有者净利润 (亿元)	同比	毛利率(%)	同比	归属母公司所有者净利润率 (%)	同比
火电	深圳能源	50.3	-8.4%	8.5	-17.0%	32.4	2.3	16.9	-1.8
	粤电力 A	102.3	-20.7%	7.4	-57.1%	24.1	-4.8	7.2	-6.1
	皖能电力	42.3	-27.7%	5.2	-27.3%	17.5	-8.2	12.2	0.1
	建投能源	45.4	-5.8%	11.5	5.5%	44.5	2.1	25.4	2.7
	韶能股份	17.0	14.7%	3.7	167.5%	43.4	13.2	22.1	12.6
	新能泰山	11.4	-23.2%	-0.2	-128.6%	13.9	-6.1	-1.6	-5.8
	漳泽电力	34.4	-24.3%	-1.2	-128.0%	11.8	-12.5	-3.4	-12.6
	吉电股份	20.7	-1.5%	0.9	19.1%	24.7	2.2	4.5	0.8
	赣能股份	9.4	-19.5%	2.6	-4.2%	41.4	6.8	27.2	4.3
	长源电力	22.7	-11.2%	3.1	-7.6%	28.3	-0.9	13.5	0.5
	豫能控股	25.3	60.3%	3.2	64.1%	27.3	-5.6	12.7	0.3
	华能国际	529.2	-19.0%	62.9	-30.5%	28.5	-2.0	11.9	-2.0
	上海电力	75.5	-9.2%	6.0	-16.6%	27.8	0.8	7.9	-0.7
	浙能电力	178.4	-8.7%	41.6	6.5%	29.8	3.7	23.3	3.3
	华电国际	295.6	-3.3%	26.4	-24.8%	27.4	-3.9	8.9	-2.5
	广州发展	106.6	26.0%	5.0	-7.0%	13.9	-4.1	4.7	-1.7
	福能股份	26.8	-7.4%	4.2	12.9%	27.5	2.4	15.7	2.8
	申能股份	136.7	-11.5%	11.6	-25.3%	9.9	0.4	8.5	-1.6
	华电能源	42.0	-3.3%	3.3	36.3%	18.8	-0.3	7.8	2.3
	华银电力	21.4	-29.0%	-2.6	-1200.7%	3.0	-10.3	-11.9	-12.7
	通宝能源	23.6	-16.7%	0.8	-60.1%	17.2	-3.0	3.6	-3.9
	国电电力	273.1	3.0%	36.6	6.7%	32.6	0.7	13.4	0.5
	内蒙华电	42.7	-22.2%	3.7	-21.1%	16.3	-3.2	8.7	0.1
	国投电力	131.4	-12.0%	14.9	-39.3%	50.6	-0.8	11.3	-5.1
	大唐发电	292.0	-7.6%	16.9	-17.2%	28.6	-0.7	5.8	-0.7
	*ST 南电 A	7.0	7.2%	-0.6	-44.9%	8.3	23.1	-8.1	7.7
	穗恒运 A	10.4	-11.1%	2.3	-15.5%	32.8	-0.8	22.6	-1.2
	东方市场	3.5	6.9%	0.9	-0.2%	49.0	4.1	25.8	-1.8
	惠天热电	8.7	1.3%	0.4	-24.2%	14.3	-3.9	4.6	-1.6
	滨海能源	3.0	-10.1%	0.0	8.5%	7.1	-0.1	-1.2	-0.2

	东方能源	12.2	204.4%	2.4	39.2%	31.5	5.4	20.0	-23.7
	联美控股	9.9	154.0%	3.2	138.2%	49.5	0.5	31.9	-2.1
	金山股份	30.1	32.3%	1.8	23.2%	25.5	-3.8	5.9	-0.4
	天富能源	17.2	0.5%	1.3	-35.9%	31.3	-0.2	7.6	-4.3
	京能电力	37.9	-26.6%	6.8	-47.4%	25.2	-3.3	17.9	-7.1
	大连热电	3.9	-9.9%	0.3	-7.4%	27.4	0.6	6.8	0.2
	红阳能源	27.4	2002.7%	-2.2	-2501.3%	12.6	-2.4	-8.2	-15.4
	哈投股份	6.2	-6.5%	0.9	-8.8%	30.4	-1.0	14.1	-0.3
	宁波热电	5.2	25.9%	0.4	-49.4%	17.7	0.0	7.2	-10.8
水电	湖南发展	1.6	21.5%	1.0	44.6%	63.5	3.3	58.7	9.4
	甘肃电投	6.5	16.6%	-1.6	138.7%	20.4	-11.1	-25.0	-12.8
	湖北能源	44.3	12.7%	12.9	-6.7%	43.1	-1.1	29.2	-6.1
	闽东电力	3.3	-43.3%	0.8	186.6%	63.1	26.4	24.7	19.8
	黔源电力	10.7	-0.3%	1.0	10.9%	55.1	-2.1	9.6	1.0
	桂冠电力	49.7	67.3%	18.2	201.7%	62.7	13.2	36.7	16.3
	西昌电力	3.9	7.7%	0.0	978.5%	17.6	4.7	0.6	0.6
	川投能源	5.1	-0.9%	14.0	-9.1%	39.2	-8.1	275.7	-25.0
	梅雁吉祥	1.8	42.2%	0.4	-428.7%	63.6	43.2	21.7	31.1
	长江电力	200.7	100.0%	76.8	47.7%	57.2	2.0	38.3	-13.5
地方 电网	明星电力	6.5	8.4%	0.5	3.1%	14.4	-2.4	7.4	-0.4
	三峡水利	4.8	-3.3%	1.2	6.5%	38.9	2.8	24.6	2.3
	岷江水电	5.5	25.6%	1.2	61.0%	23.2	5.3	22.7	5.0
	桂东电力	22.5	37.1%	1.1	-71.1%	17.1	2.6	5.0	-18.9
	乐山电力	9.2	18.8%	1.7	345.5%	27.3	0.2	18.0	13.2
	郴电国际	11.8	3.6%	0.6	-19.0%	17.9	-1.0	4.9	-1.4
	广安爱众	8.6	10.9%	1.2	33.8%	35.6	-1.7	14.3	2.4
	文山电力	9.7	-7.4%	1.2	20.4%	26.5	2.1	12.3	2.8
	涪陵电力	6.6	9.6%	0.7	-45.6%	11.5	2.5	11.2	-11.3
新能 源发 电	银星能源	6.4	2.5%	-0.7	-860.0%	21.6	-20.2	-11.3	-12.9
	节能风电	7.8	3.8%	1.5	1.1%	50.9	-4.4	19.3	-0.5
	中国核电	141.3	9.6%	25.0	1.0%	43.6	-3.6	17.7	-1.5
	宝新能源	16.2	-18.6%	3.9	5.7%	41.4	5.2	24.3	5.6
	中闽能源	1.7	-64.0%	0.5	-185.8%	58.0	37.9	31.1	44.2

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表 3: 电力公司成立售电公司情况

证券代码	证券简称	售电公司名称	成立时间	股权	关注点
000027.SZ	深圳能源	深圳能源售电有限公司	2015. 09	100%	
000531.SZ	穗恒运 A	广州恒运综合能源销售有限公司	2015	100%	
000539.SZ	粤电力 A	广东粤电电力销售有限公司	2015. 07	100%	
000543.SZ	皖能电力	安徽省售电投资开发有限公司	2016. 03	100%	
000875.SZ	吉电股份	吉林省吉电配售电有限公司	2015. 12	100%	配售
600011.SH	华能国际	华能江苏能源销售有限责任公司		100%	
		华能辽宁能源销售有限责任公司			
		华能广东能源销售有限责任公司			

600098.SH	广州发展	广州发展电力销售有限公司	2015.07	100%	
600578.SH	京能电力	宁夏中宁工业园区能源管理服务有限公司 (配售电)	2015	100%	园区
600642.SH	中能股份	上海化学工业区中能电力销售有限公司	2015	51%	园区
600863.SH	内蒙华电	华能内蒙古电力热力销售有限公司	2015.06	20% (大股东 80%)	
600886.SH	国投电力	甘肃售电公司 贵州售电公司 兰州新区分布式光伏发电、储能、配售一体 化智能微电网项目			园区
600900.SH	长江电力	福建省配售电有限公司 三峡电能有限公司	2015.09 2016.07	50% 70%	配售
600969.SH	郴电国际	贵州郴电配售电有限责任公司	2016.03		配售
600995.SH	文山电力	深圳前海蛇口自贸区供电公司	2015	8%	
600236.SH	桂冠电力	广西桂网售电有限责任公司 广西大唐桂冠电力营销有限公司	2016.05 2016.06	49% 100%	配售
000985.SZ	东方能源	河北亮能售电有限公司	2016.07	100%	
000600.SZ	建投能源	河北建投电力销售有限公司	2016.07	100%	
600483.SH	福能股份	南平市配售电有限责任公司	2016.08	65%	配售
600979.SH	广安爱众	广东爱众售电有限公司	2016.08	100%	
600758.SH	红阳能源	设立辽宁辽能配售电有限责任公司	2016.8	20%	配售

数据来源：上市公司公告，国泰君安证券研究

表 4：重点公司盈利预测及评级

公司	本周收盘价 (元)	EPS (元)			PE			评级	
		2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E		
电力	国投电力	6.76	0.82	0.85	0.96	8	8	7	增持
	黔源电力	18.55	1.22	1.30	1.40	15	14	13	增持
	国电电力	3.03	0.33	0.38	0.43	9	8	7	增持
	华能国际	7.29	1.07	1.11	1.16	7	7	6	增持
	赣能股份	8.81	0.88	0.96		10	9		增持
	金山股份	5.24	0.40	0.47		13	11		增持
	宝新能源	8.30	0.37	0.55	0.71	22	15	12	增持
	长江电力	13.53	1.08	0.94	0.89	13	14	15	增持
	涪陵电力	38.09	0.77	1.24	1.4	49	31	27	增持
	大唐发电	3.88	0.20	0.27	0.41	19	14	9	增持
	川投能源	8.73	0.83	0.85	0.87	11	10	10	增持
	桂冠电力	6.73	0.51	0.52	0.54	13	13	12	增持
	文山电力	10.61	0.26	0.30	0.33	41	35	32	
	华电国际	5.09	0.67	0.75	0.83	8	7	6	
	深圳能源	6.82	0.39	0.41	0.43	17	17	16	
皖能电力	7.58	0.59	0.67	0.72	13	11	11		
广安爱众	6.81	0.23	0.23	0.26	30	30	24		

数据来源：Wind，国泰君安证券研究（除国投电力、黔源电力、国电电力、华能国际、赣能股份、金山股份、宝新能源、长江电力、涪陵电力、大唐发电、川投能源、桂冠电力外，其余盈利预测来自 Wind 一致预期，股价对应 2016 年 9 月 13 日收盘价）

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		