

电力行业 2019 及 2020Q1 财报综述

2019 年火电带动盈利提升，2020Q1 疫情拖累用电需求

推荐（维持）

- ❖ 2019 年，电力行业营业总收入 12136 亿元，同比增长 7.0%；归母净利 884.7 亿元，同比增长 6.5%。盈利能力提升主要得益于：1）电量增长带动营业收入增长，2）煤电燃料成本下降带动毛利率提升。2020Q1，受疫情影响，电量需求下滑，电力行业营业总收入为 2572 亿元，同比下滑 11.2%；归母净利 177.5 亿元，同比下降 28.2%。
- ❖ **盈利能力大幅提升**：2019 年，电力行业整体毛利率 22.1%，同比提升 2.8pct；行业整体净利率 9.5%，同比提升 1.1pct；行业整体 ROE 为 7.6%，同比提升 0.2pct。**期间费用率稳中有降**：财务费用率 7.5%，同比下降 0.1pct，从 2015 年至今下降 1.1pct；管理费用率 2.9%，同比期上升 0.2 个百分点，从 2015 年至今下降 0.7pct；销售费用率 0.3%，同比持平，从 2015 年至今上升 0.1pct。**资产负债率逐年下行**：资产负债率为 62.9%，同比下降 0.6pct，从 2015 年至今下降 2.2pct。
- ❖ **子板块存在分化，火电行业盈利能力连升 3 年**。2019，火电、水电、新能源发电、电网板块营业收入分别同比增长 4.7%、4.4%、17.8%、61.2%；归母净利分别同比增长 28.7%、-3.3%、4.7%、7.5%。盈利能力方面，水电和新能源发电板块的毛利率较高分别为 51.2%、38.1%，火电和电网板块毛利率较低分别为 15.8% 和 10.5%。火电和新能源发电板块毛利率分别提升 2.3pct、1pct；而水电、电网板块毛利率分别降低 0.3pct、4.8pct。2019 年，火电、水电、新能源发电、电网板块 ROE 分别为 5.1%、12.4%、7.3%、6.3%。
- ❖ **基金配置比例维持低位**。2019Q4，电力行业的基金持股总市值约 270 亿元，配置比例为 1.07%，较 2019Q3 环比下降 0.01pct，超配比例为 -1.67%。其中，基金持股市值排名前 5 位的分别为：中国广核（57 亿元）、长江电力（52 亿元）、国投电力（22 亿元）、中国核（16 亿元）电、川投能源（13 亿元）。国投电力持仓比例明显提升，同比提升 0.62pct。
- ❖ **重点推荐**：
1) **火电行业，预计煤机全年降幅可观，电价大概率维持稳定**。从全年看，煤炭供需仍然向宽松发展，全球能源产品价格低迷，预计全年煤价同比大幅下滑约 60 元/吨，度电毛利润增加约 2 分/千瓦时，毛利率提升约 10pct。2019 年，火电市场化比例接近 60%，余下电量将执行“基准+浮动价”机制。新能源平价上网仍将继续参考火电基准价，所以火电基准价调整概率较小，我们预计 2020 年火电上网电价将维持稳定。
2) **水电行业：股息率具有吸引力，装机将密集投产**。2019 年，长江电力、华能水电、国投电力、川投能源、桂冠电力的股息率预计分别为：3.7%、4.3%、2.7%、3.5%、3.9%，均高于十年期中债收益率。2020-2023 年，三峡集团的乌东德水电站（1020 万千瓦）、白鹤滩水电站（1600 万千瓦），雅砻江水电的两河口水电站（300 万千瓦）、杨房沟水电站（150 万千瓦）将相继投产。
- ❖ **投资建议**：（1）我们推荐高分红火电龙头**华能国际**、低估值高增长的**华电国际**、有资产注入的湖北火电标的**长源电力**。（2）《关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》中明确，在西部培育清洁能源基地，促进消纳与外送，推进增量配电网改革。我们推荐参股雅砻江水电叠加股息率提升的**川投能源**，建议关注雅砻江水电开发主体**国投电力**和积极开展增量配售电业务的**三峡水利**。
- ❖ **风险提示**：电价下调、全社会用电量大幅下滑、来水不及预期、煤机大幅上涨。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			PB	评级
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E		
华能国际	4.33	0.33	0.4	0.41	13.12	10.83	10.56	0.93	强推
华电国际	3.68	0.42	0.48	0.44	8.76	7.67	8.36	0.8	强推
长源电力	4.12	0.65	0.78		6.34	5.28		1.1	强推
川投能源	8.94	0.72	0.73	0.88	12.42	12.25	10.16	1.49	强推

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2020 年 05 月 18 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：庞天一

电话：010-63214659

邮箱：pangtianyi@hcyjs.com

执业编号：S0360518070002

证券分析师：黄秀杰

电话：021-20572561

邮箱：huangxiujie@hcyjs.com

执业编号：S0360520050002

联系人：王兆康

电话：010-66500855

邮箱：wangzhaokang@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	74	1.93
总市值(亿元)	15,151.82	2.29
流通市值(亿元)	12,091.89	2.49

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-1.4	-5.89	-8.79
相对表现	-3.57	-7.07	-16.3



相关研究报告

《电力行业重大事项点评：浙江为什么这样调电价》

2019-07-10

《【华创环保公用】煤电“基准价+浮动”机制点评：革故鼎新，授之以渔》

2019-09-27

《【华创环保公用】阶段性降低企业用电成本政策点评：国网让利有担当，发电企业燃希望》

2020-02-24

目 录

一、行业整体情况：营收增长，盈利提升	5
（一）2019 年盈利能力提升，2020Q1 受疫情拖累	5
（二）子板块表现分化，火电盈利提升最大	6
二、电力子板块分析	7
（一）火电板块：成本下行提升盈利，近 6 成公司破净	7
（二）水电板块：净利率连续下滑	9
（三）新能源发电行业：盈利能力企稳回升	11
（四）电网板块：让利下游，盈利能力持续下滑	14
三、基金持仓	15
（一）行业配置比例低位徘徊	15
（二）重仓持股变化：国投电力持仓比例提升明显	16
四、投资建议	17
（一）火电行业：预计煤机全年降幅可观，电价大概率维持稳定	17
（二）水电行业：进入装机密集投产期	18
五、风险提示	19

图表目录

图表 1	电力板块营收及增速（亿元）	5
图表 2	电力板块归母净利及增速（亿元）	5
图表 3	电力板块 ROE	5
图表 4	电力板块毛利率及净利率	5
图表 5	电力板块期间费用率	6
图表 6	电力板块资产负债率	6
图表 7	2019 年子板块营业收入（亿元）	6
图表 8	2019 年子板块归母净利（亿元）	6
图表 9	2019 年子板块毛利率及净利率	7
图表 10	2019 年子板块 ROE	7
图表 11	火电板块营收及增速（亿元）	7
图表 12	火电板块归母净利及增速（亿元）	7
图表 13	火电板块 ROE	8
图表 14	火电板块毛利率及净利率	8
图表 15	火电板块期间费用率	8
图表 16	火电板块资产负债率	8
图表 17	2019 年火电板块业绩及估值	8
图表 18	水电板块营收及增速（亿元）	10
图表 19	水电板块归母净利及增速（亿元）	10
图表 20	水电板块 ROE	10
图表 21	水电板块毛利率及净利率	10
图表 22	水电板块期间费用率	11
图表 23	水电板块资产负债率	11
图表 24	2019 年水电板块业绩及估值	11
图表 25	新能源发电营收及增速（亿元）	12
图表 26	新能源发电归母净利及增速（亿元）	12
图表 27	新能源发电 ROE	12
图表 28	新能源发电毛利率及净利率	12
图表 29	新能源发电期间费用率	13
图表 30	新能源发电资产负债率	13
图表 31	2019 年新能源发电板块业绩及估值	13
图表 32	电网板块营收及增速（亿元）	14

图表 33	电网板块归母净利及增速（亿元）	14
图表 34	电网板块 ROE.....	14
图表 35	电网板块毛利率及净利率	14
图表 36	电网板块期间费用率	15
图表 37	电网板块资产负债率	15
图表 38	2019 年新能源发电板块业绩及估值	15
图表 39	电力行业配置比例和超配比例（%）	16
图表 40	重仓持股占流通股比	16
图表 41	六大发电集团日均耗煤量（万吨）	18
图表 42	秦皇岛 5500 大卡动力煤现货（元/吨）	18
图表 43	原煤当月产量及增速（亿吨）	18
图表 44	进口煤与港口煤价格差异（元/吨）	18

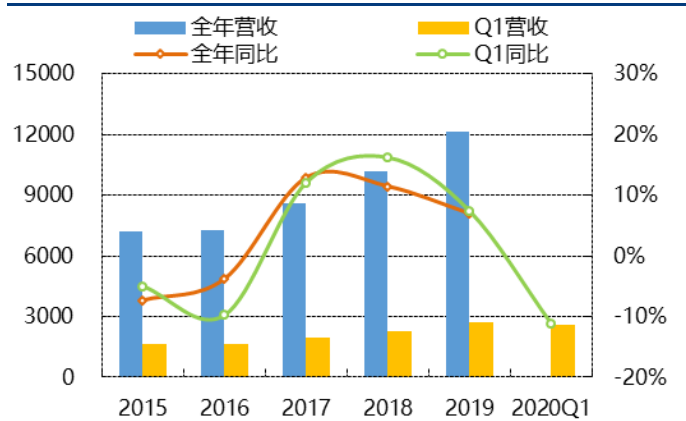
一、行业整体情况：2019 年盈利能力提升，2020Q1 受疫情拖累

（一）电量和煤价：当前影响盈利能力的主因

2019 年，SW 电力板块营业总收入 12136 亿元，同比增长 7.0%；归母净利 884.7 亿元，同比增长 6.5%；行业整体毛利率 22.1%，同比提升 2.8pct；行业整体净利率 9.5%，同比提升 1.1pct；行业整体 ROE 为 7.6%，同比提升 0.2pct。营业收入的增长主要得益于全社会用电量同比增长 4.5%；归母净利的增长主要得益于：1）电量增长带动营业收入增长，2）煤电燃料成本下降带动毛利率提升。

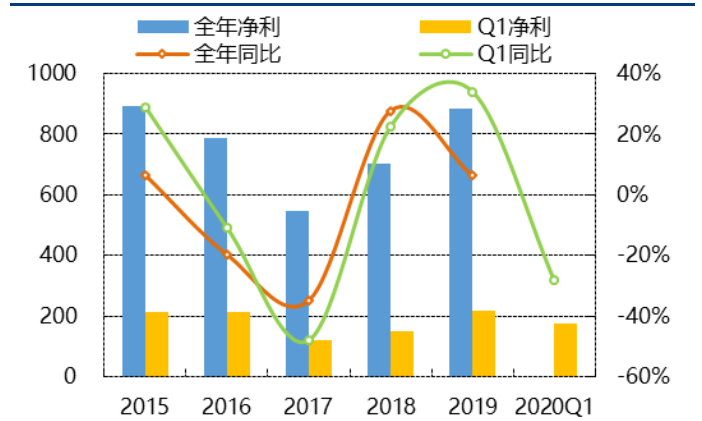
2020Q1，SW 电力板块营业总收入为 2572 亿元，同比下滑 11.2%；归母净利 177.5 亿元，同比下降 28.2%；行业整体毛利率 23.1%，同比提升 2.5pct；行业整体净利率 9.5%，同比降低 0.8pct；行业整体 ROE 为 1.4%，同比下滑 0.7pct。营业收入的下降主要由于疫情影响，全社会用电量同比下滑 6.5%；归母净利的下降主要由于电量下滑带动营业收入下滑。

图表 1 电力板块营收及增速（亿元）



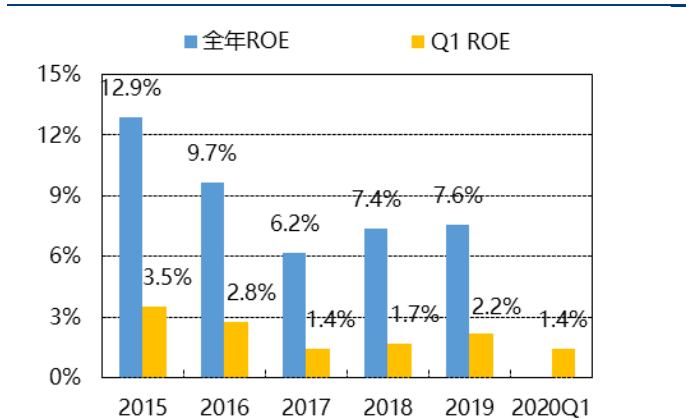
资料来源：公司公告，Wind，华创证券

图表 2 电力板块归母净利及增速（亿元）



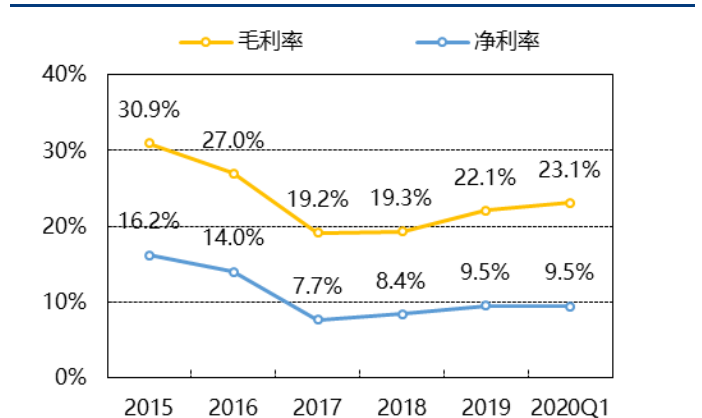
资料来源：公司公告，Wind，华创证券

图表 3 电力板块 ROE



资料来源：公司公告，Wind，华创证券

图表 4 电力板块毛利率及净利率



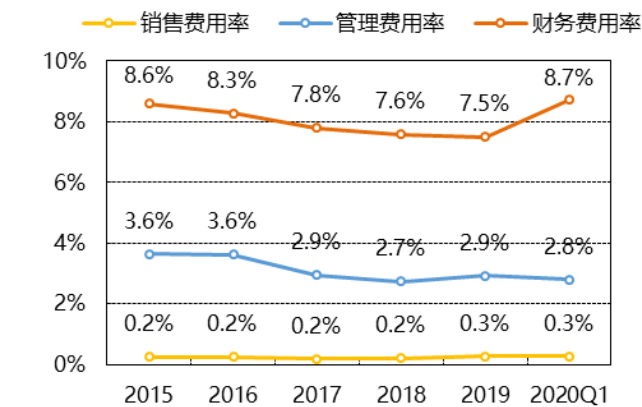
资料来源：公司公告，Wind，华创证券

2019 年，SW 电力板块整体期间费用率稳中有降。财务费用率 7.5%，较 2018 年同期下降 0.1pct，从 2015 年至今下降 1.1pct；管理费用率 2.9%，较 2018 年同期上升 0.2 个百分点，从 2015 年至今下降 0.7pct；销售费用率 0.3%，较与 2018 年同期基本持平，从 2015 年至今上升 0.1pct。

2020Q1, 财务费用率大幅上升的主要原因是受疫情影响, 全社会用电量同比下滑 6.5%, 电量下滑带动营业收入下滑。

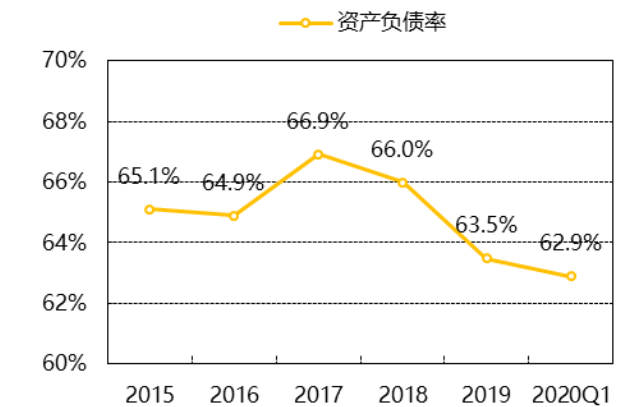
SW 电力板块资产负债率逐年下降。2019 年, SW 电力板块资产负债率为 62.9%, 较 2018 年同期下降 0.6pct, 从 2015 年至今下降 2.2pct。

图表 5 电力板块期间费用率



资料来源: 公司公告, Wind, 华创证券

图表 6 电力板块资产负债率

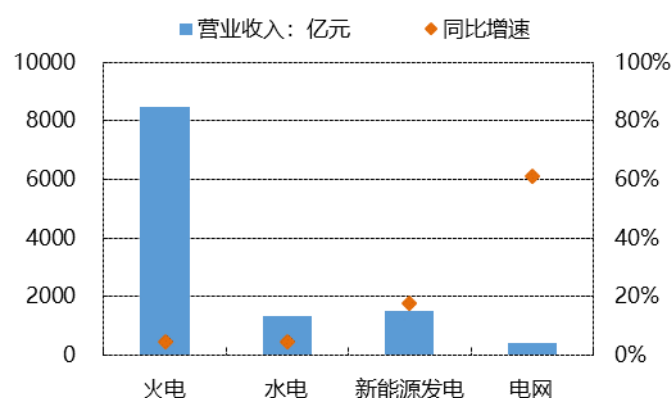


资料来源: 公司公告, Wind, 华创证券

(二) 子板块表现分化, 火电盈利提升最大

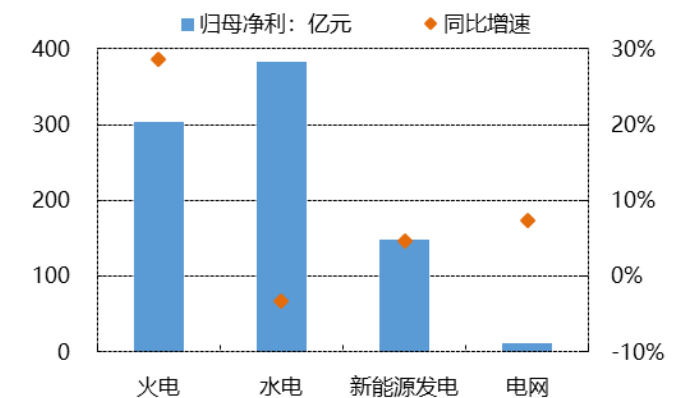
2019 年, 电力行业归母净利润同比提升 6.5%, 整体毛利率 22.1%, 但各个子行业在业绩增速和盈利能力方面存在明显分化。我们将 60 余家发电及电网上市公司分成火电、水电、新能源发电、电网进行分析。业绩增速方面, 2019 火电、水电、新能源发电、电网板块营业收入均实现增长, 分别同比增长 4.7%、4.4%、17.8%、61.2%。火电、新能源发电、电网板块归母净利润分别同比增长 28.7%、4.7%、7.5%; 水电板块归母净利润同比下降 3.3%。盈利能力方面, 水电和新能源发电板块的毛利率较高分别为 51.2%、38.1%, 火电和电网板块毛利率较低分别为 15.8%和 10.5%。火电和新能源发电板块毛利率分别提升 2.3pct、1pct; 而水电、电网板块毛利率分别降低 0.3pct、4.8pct。2019 年, 火电、水电、新能源发电、电网板块 ROE 分别为 5.1%、12.4%、7.3%、6.3%。

图表 7 2019 年子板块营业收入 (亿元)



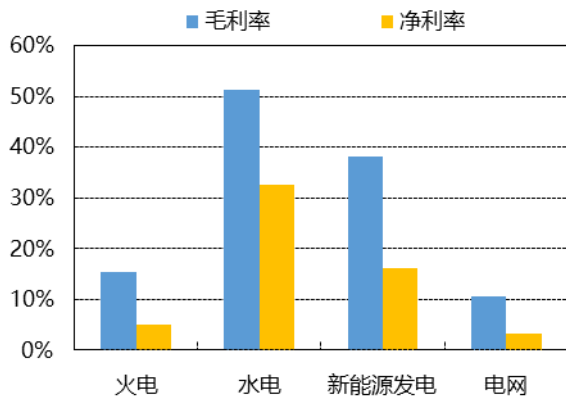
资料来源: 公司公告, Wind, 华创证券

图表 8 2019 年子板块归母净利润 (亿元)



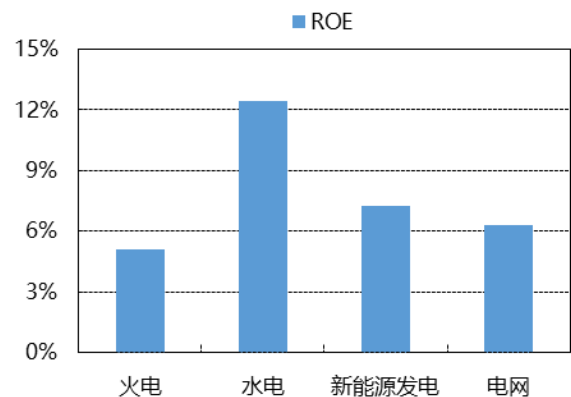
资料来源: 公司公告, Wind, 华创证券

图表 9 2019 年子板块毛利率及净利率



资料来源：公司公告，Wind，华创证券

图表 10 2019 年子板块 ROE



资料来源：公司公告，Wind，华创证券

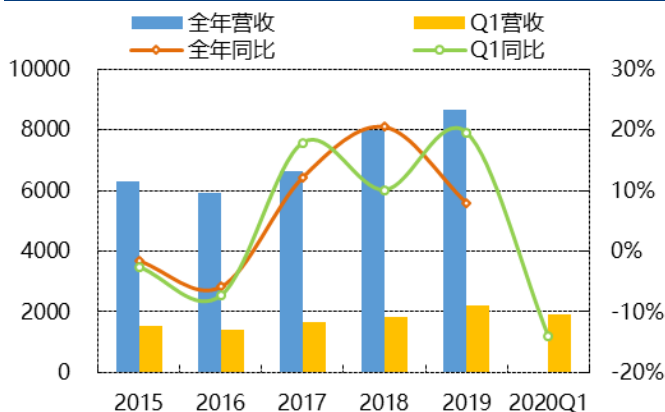
二、电力子板块分析

(一) 火电板块：成本下行提升盈利，近 6 成公司破净

2019 年，火电板块营业总收入 8644 亿元，同比增长 8.0%；归母净利 317 亿元，同比增长 25.5%；行业整体毛利率 15.4%，同比提升 2.3pct，2017 年以来逐年提升；行业整体净利率 5.1%，同比提升 1.2pct；行业整体 ROE 为 4.9%，同比提升 0.5pct。营业收入的增长主要得益于火电发电量同比增长 1.9%；归母净利的增长主要得益于：1) 电量增长带动营业收入增长，2) 燃料成本下降带动毛利率提升。

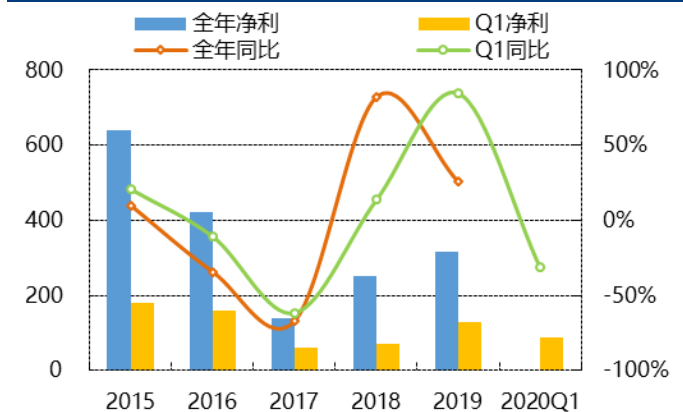
2020Q1，火电板块营业总收入为 1893 亿元，同比下滑 14.0%；归母净利 88 亿元，同比下降 31.6%；行业整体毛利率 17.7%，同比提升 1.4pct；行业整体净利率 6.6%，同比降低 1.1pct；行业整体 ROE 为 1.3%，同比下滑 0.9pct。营业收入的下降主要由于疫情影响，火电发电量同比下滑 8.2%；归母净利的下降主要由于电量下滑带动营业收入下滑。

图表 11 火电板块营收及增速 (亿元)



资料来源：公司公告，Wind，华创证券

图表 12 火电板块归母净利及增速 (亿元)



资料来源：公司公告，Wind，华创证券

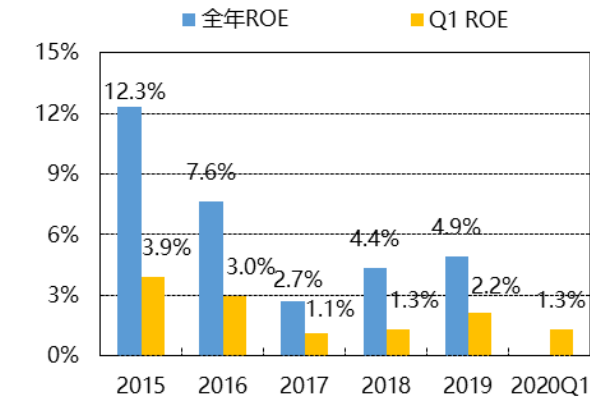
2019 年，火电板块整体期间费用率稳中有降。财务费用率 5.9%，较 2018 年同期下降 0.3pct，从 2015 年至今下降 2.0pct；管理费用率 2.6%，较 2018 年同期提升 0.1pct，从 2015 年至今下降 0.9pct；销售费用率 0.2%，较与 2018 年同期基本持平，从 2015 年至今基本持平。

2020Q1，财务费用率大幅上升的主要原因是受疫情影响，火电发电量同比下滑 8.2%，电量下滑带动营业收入下滑。

火电板块资产负债率逐年下降。2019 年，SW 电力板块资产负债率为 63.6%，较 2018 年同期下降 0.7pct，从 2015

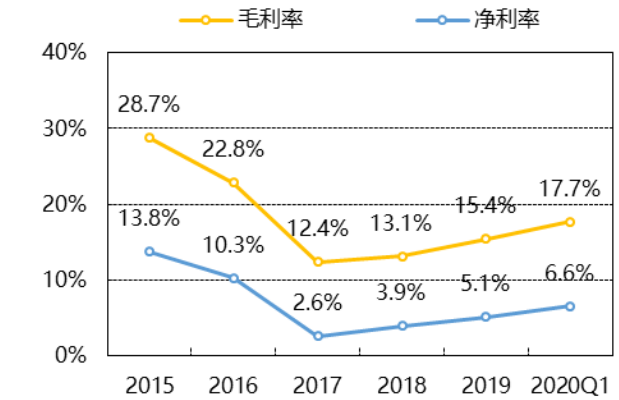
年至今下降 3.3pct。

图表 13 火电板块 ROE



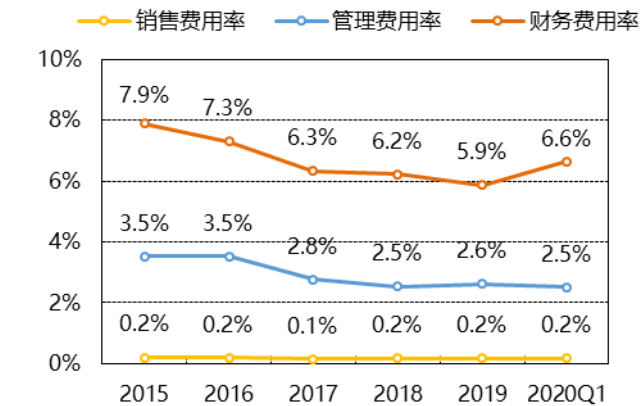
资料来源：公司公告，Wind，华创证券

图表 14 火电板块毛利率及净利率



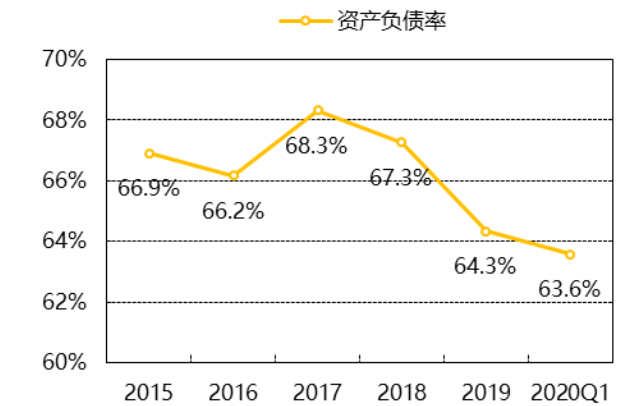
资料来源：公司公告，Wind，华创证券

图表 15 火电板块期间费用率



资料来源：公司公告，Wind，华创证券

图表 16 火电板块资产负债率



资料来源：公司公告，Wind，华创证券

我们对 37 家火电公司的业绩增速、盈利能力（ROE）、相对估值（PB）进行分析。**业绩增速方面**，28 家归母净利润正增长，9 家下行，业绩增速前 5 位分别为：穗恒运 A（431%）、大连热电（316%）、长源电力（175%）、深圳能源（146%）、粤电力 A（142%）；**盈利能力方面**，224 家 ROE 在 5% 以上，13 家 ROE 低于 5%，以供热业务为主的联美控股 ROE 达 24% 居于首位，长源电力 ROE（15%）登顶主营火力发电的公司；**相对估值方面**，21 家 PB 低于 1 倍，11 家 PB 介于 1 倍-2 倍之间，5 家 PB 高于 2 倍。

图表 17 2019 年火电板块业绩及估值

股票简称	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)	营收增速 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润 同比增速	ROE	PE	PB
华能国际	684.4	1734.8	2%	16.9	17%	1%	62.7	0.9
浙能电力	471.9	543.7	-4%	42.9	6%	7%	12.5	0.7
大唐发电	392.3	954.5	2%	10.7	-14%	1%	29.2	0.9
国电电力	373.4	1166.0	8%	18.7	16%	3%	-133.3	0.7
华电国际	361.0	936.5	5%	34.1	97%	6%	9.4	0.8

股票简称	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)	营收增速 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利 同比增速	ROE	PE	PB
联美控股	359.5	34.0	12%	15.9	21%	24%	21.0	4.2
申能股份	258.9	388.4	7%	22.9	25%	8%	11.8	0.9
江苏国信	235.0	199.1	-5%	24.0	-6%	9%	13.2	0.9
东方能源	229.3	84.9	-9%	13.3	49%	9%	14.7	1.5
深圳能源	217.3	208.2	12%	17.0	146%	8%	14.1	0.9
京能电力	197.7	184.4	27%	13.6	55%	6%	14.1	0.8
上海电力	193.4	236.9	4%	9.6	-65%	6%	23.2	1.2
粤电力 A	181.7	293.6	7%	11.5	142%	5%	17.4	0.7
广州发展	155.1	295.3	14%	8.1	15%	5%	20.0	0.9
内蒙华电	149.9	144.8	5%	11.0	41%	9%	14.2	1.3
福能股份	115.3	99.5	6%	12.4	18%	10%	10.1	0.9
粤电力 B	99.9	293.6	7%	11.5	142%	5%	9.6	0.4
皖能电力	87.0	160.9	20%	7.7	39%	7%	11.5	0.6
建投能源	82.8	139.6	0%	6.4	48%	6%	11.4	0.7
深南电 A	72.2	12.2	-35%	0.2	29%	1%	183.8	3.6
新能泰山	71.2	35.8	38%	4.9	-55%	21%	73.3	2.9
漳泽电力	68.9	120.3	7%	0.7	-79%	1%	49.3	0.9
穗恒运 A	52.0	32.3	4%	4.1	431%	10%	7.0	1.1
长源电力	45.7	73.7	12%	5.7	175%	15%	12.0	1.1
赣能股份	40.8	26.7	4%	2.4	29%	5%	18.8	0.8
华银电力	40.6	89.9	-6%	0.3	-57%	1%	-128.2	1.3
豫能控股	37.6	80.9	0%	1.0	115%	2%	42.1	0.6
*ST 华源	37.4	108.3	10%	0.8	110%	5%	34.8	2.0
通宝能源	37.0	66.1	10%	2.8	25%	5%	13.9	0.7
*ST 金山	35.5	74.0	4%	0.7	109%	3%	21.2	1.6
天富能源	35.5	48.9	-1%	-4.1	-934%	-7%	-8.3	0.6
宁波热电	29.6	34.1	31%	1.2	-46%	4%	24.5	0.9
*ST 华电 B	20.4	108.3	10%	0.8	110%	5%	19.0	1.1
深南电 B	20.0	12.2	-35%	0.2	29%	1%	51.0	1.0
华通热力	19.2	9.2	-5%	0.5	11%	8%	33.0	2.5
大连热电	16.5	7.7	5%	0.1	316%	2%	-196.4	2.1
惠天热电	13.5	18.5	-3%	-1.2	-2032%	-9%	-9.7	1.1

资料来源: Wind、公司公告、华创证券

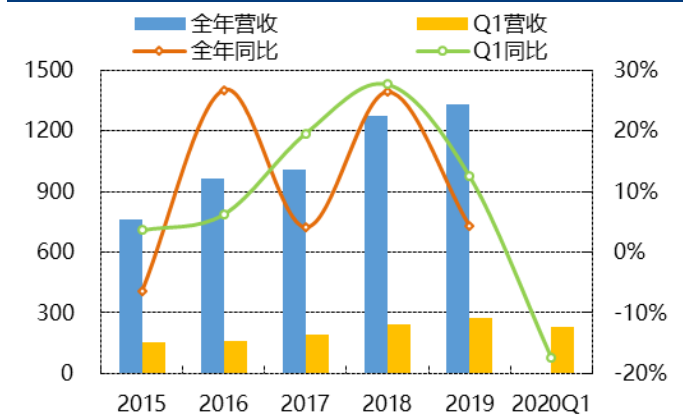
(二) 水电板块: 净利率连续下滑

2019 年, 水电板块营业总收入 1329 亿元, 同比增长 4.4%; 归母净利 383 亿元, 同比下滑 3.3%; 行业整体毛利率 51.2%,

同比下滑 0.3pct；行业整体净利率 32.5%，同比下降 2.4pct；行业整体 ROE 为 12.4%，同比下滑 1.6pct。营业收入的增长主要得益于水电发电量同比增长 4.8%；归母净利下滑主要由于水电行业投资收益的大幅减少，其中华能水电投资收益从 2018 年的 39.5 亿元下降至 1.9 亿元。

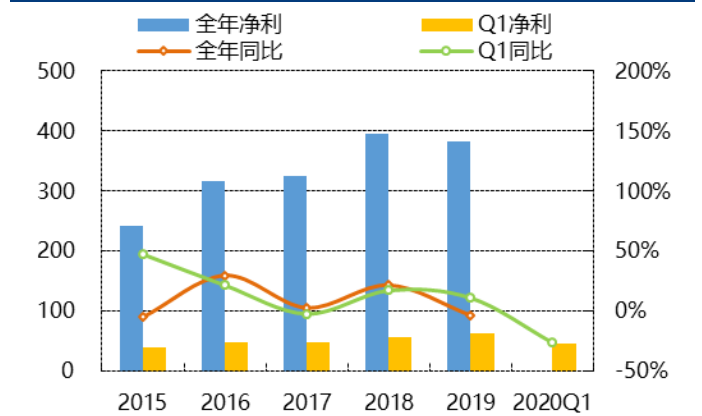
2020Q1，水电板块营业总收入为 228 亿元，同比下滑 17.3%；归母净利 46 亿元，同比下降 26%；行业整体毛利率 45.5%，同比下滑 1.2pct；行业整体净利率 24.1%，同比降低 2.7pct；行业整体 ROE 为 1.5%，同比下滑 0.7pct。营业收入的下降主要由于疫情和来水偏低影响，水电发电量同比下滑 9.5%；归母净利的下降主要由于电量下滑带动营业收入下滑。

图表 18 水电板块营收及增速（亿元）



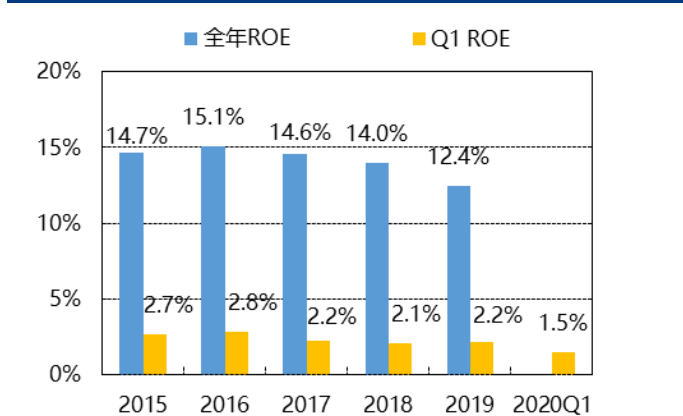
资料来源：公司公告，Wind，华创证券

图表 19 水电板块归母净利及增速（亿元）



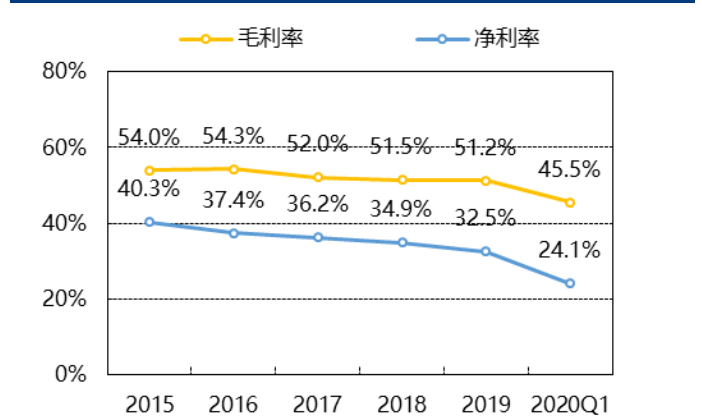
资料来源：公司公告，Wind，华创证券

图表 20 水电板块 ROE



资料来源：公司公告，Wind，华创证券

图表 21 水电板块毛利率及净利率

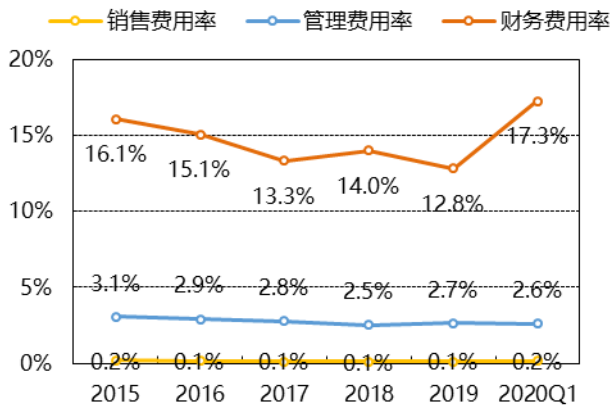


资料来源：公司公告，Wind，华创证券

2019 年，水电板块整体期间费用率稳中有降。财务费用率 12.8%，较 2018 年同期下降 1.2pct，从 2015 年至今下降 3.3pct；管理费用率 2.7%，较 2018 年同期上升 0.2pct，从 2015 年至今下降 0.4pct；销售费用率 0.1%，较与 2018 年同期基本持平，从 2015 年至今下降 0.1pct。

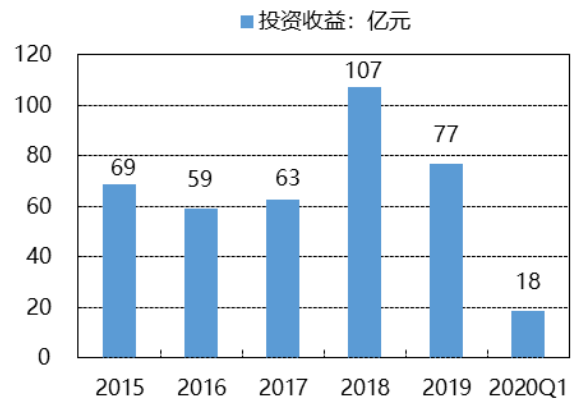
2020Q1，财务费用率大幅上升的主要原因是受疫情及来水影响，水电发电量同比下滑 9.5%，电量下滑带动营业收入下滑。

图表 22 水电板块期间费用率



资料来源：公司公告，Wind，华创证券

图表 23 水电板块资产负债率



资料来源：公司公告，Wind，华创证券

我们对 11 家水电公司的业绩增速、盈利能力 (ROE)、相对估值 (PB) 进行分析。**业绩增速方面**，56 家归母净利润正增长，6 家下行，业绩增速前 5 位分别为：梅雁吉祥 (159%)、闽东电力 (127%)、湖南发展 (46%)、韶能股份 (32%)、国投电力 (9%)；**盈利能力方面**，6 家 ROE 在 10% 以上，5 家 ROE 低于 10%，长江电力、桂冠电力 ROE 分别高达 14.8%、14.7%；**相对估值方面**，2 家 PB 低于 1 倍，6 家 PB 介于 1 倍-2 倍之间，3 家 PB 高于 2 倍。

图表 24 2019 年水电板块业绩及估值

股票简称	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)	营收增速 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润 同比增速	ROE	PE	PB
长江电力	3775	498.7	-3%	215.4	-5%	15%	18.0	2.5
华能水电	643	208.0	34%	55.4	-4%	12%	13.7	1.4
国投电力	511	424.3	3%	47.6	9%	12%	9.9	1.4
川投能源	394	8.4	-3%	29.5	-17%	12%	14.4	1.5
桂冠电力	341	90.4	-5%	21.1	-11%	15%	18.9	2.3
梅雁吉祥	61	2.9	29%	0.6	159%	2%	105.5	2.6
韶能股份	59	43.1	26%	4.0	32%	9%	16.0	1.2
黔源电力	46	21.7	-9%	2.9	-21%	11%	13.6	1.6
甘肃电投	44	22.7	-2%	4.2	-13%	7%	10.6	0.7
闽东电力	27	6.0	7%	1.1	127%	5%	50.4	1.4
湖南发展	27	2.4	-9%	1.4	46%	5%	19.4	0.9

资料来源：Wind，华创证券

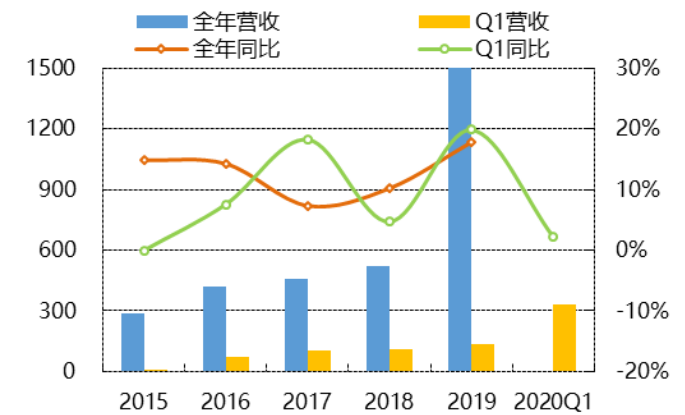
(三) 新能源发电行业：盈利能力企稳回升

2019 年，新能源发电板块纳入中国广核、东旭蓝天、太阳能、爱康科技、吉电股份、长青集团、川投动力等公司，营业总收入 1501 亿元，同比增长 (重述后) 17.8%；归母净利润 149 亿元，同比增长 (重述后) 4.7%；行业整体毛利率 38.1%，同比提升 1pct；行业整体净利率 16.3%，同比提升 5.6pct；行业整体 ROE 为 7.3%，同比提升 5.1pct。营业收入的增长主要得益于新能源发电量同比增长 16.1%；归母净利润的增长主要得益于：1) 电量增长带动营业收入增长，2) *ST 凯迪亏损面减少。

2020Q1，新能源发电板块营业总收入为 331 亿元，同比增长 (重述后) 12.2%；归母净利润 36.6 亿元，同比下降 15.3%；

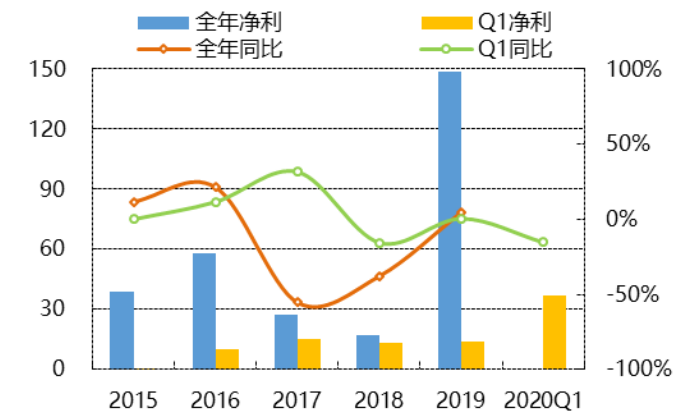
行业整体毛利率 41.5%，同比提升 1pct；行业整体净利率 17.1%，同比降低 2pct；行业整体 ROE 为 1.7%，同比下滑 0.1pct。营业收入的增长的主要得益于新能源发电量同比增长 9.4%；归母净利的下降主要由于期间费用大幅增加。

图表 25 新能源发电营收及增速（亿元）



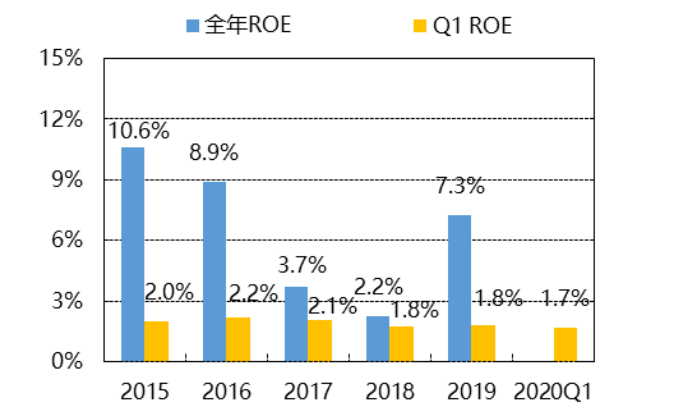
资料来源：公司公告，Wind，华创证券

图表 26 新能源发电归母净利及增速（亿元）



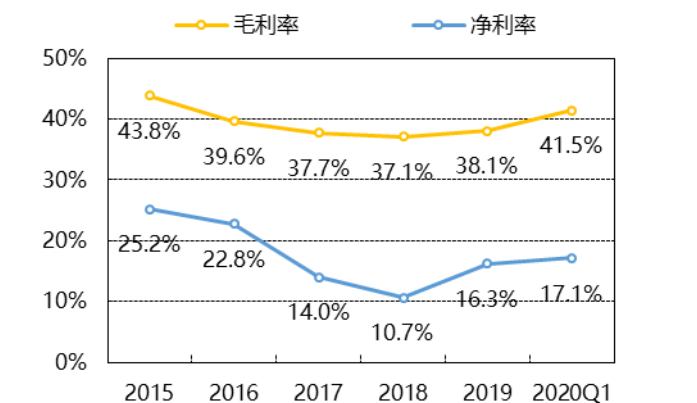
资料来源：公司公告，Wind，华创证券

图表 27 新能源发电 ROE



资料来源：公司公告，Wind，华创证券

图表 28 新能源发电毛利率及净利率

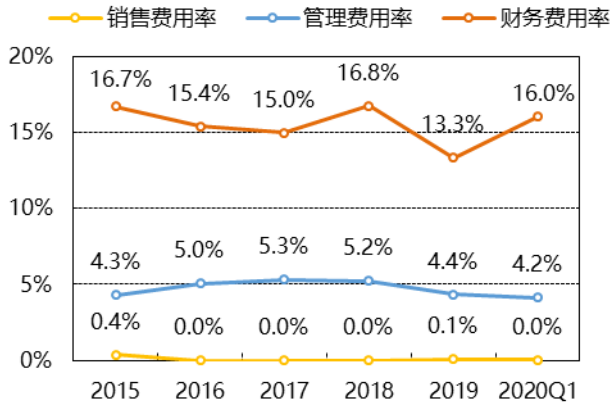


资料来源：公司公告，Wind，华创证券

2019 年，新能源发电板块整体期间费用率稳中有降。财务费用率 13.3%，较 2018 年同期下降 3.5pct，从 2015 年至今下降 3.4pct；管理费用率 4.4%，较 2018 年同期持下降 0.8pct，从 2015 年至今上升 0.1pct；销售费用率 0.1%，较与 2018 年同期上升 0.1pc，从 2015 年至今下降 0.3pct。

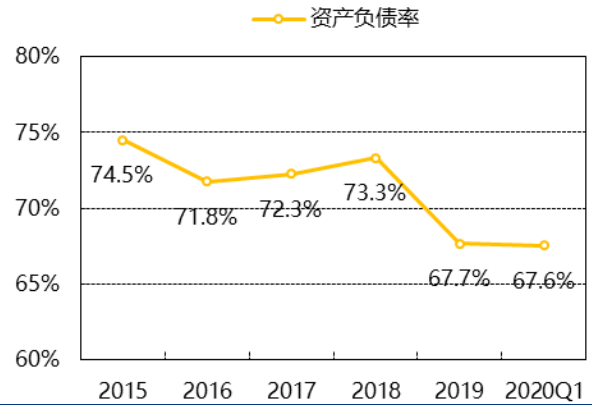
新能源板块资产负债率维持高位。2019 年，新能源发电板块资产负债率为 67.7%，较 2018 年同期下降 5.6pct，主要得益于资产负债率较低的中国广核纳入新能源发电板块。

图表 29 新能源发电期间费用率



资料来源：公司公告，Wind，华创证券

图表 30 新能源发电资产负债率



资料来源：公司公告，Wind，华创证券

我们对 18 家新能源发电公司的业绩增速、盈利能力（ROE）、相对估值（PB）进行分析。**业绩增速方面**，12 家归母净利润正增长，6 家下行，业绩增速前 5 位分别为：宝新能源（91%）、长青集团（77%）、吉电股份（29%）、中闽能源（15%）、节能风电（13%）；**盈利能力方面**，5 家 ROE 在 10% 以上，6 家 ROE 介于 5%-10% 之间，7 家 ROE 低于 5%，中国广核、中国核电 ROE 分别高达 12.2%、9.6%；**相对估值方面**，3 家 PB 低于 1 倍，12 家 PB 介于 1 倍-2 倍之间，3 家 PB 高于 2 倍。

图表 31 2019 年新能源发电板块业绩及估值

股票简称	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)	营收增速 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润 同比增速	ROE	PE	PB
中国广核	1449	608.8	20%	94.7	9%	12%	17.1	1.6
中国核电	660	460.7	17%	46.1	-3%	10%	15.5	1.3
宝新能源	111	56.3	47%	8.8	91%	10%	14.5	1.2
太阳能	102	50.1	-1%	9.1	6%	7%	10.9	0.8
节能风电	91	24.9	5%	5.8	13%	8%	15.0	1.2
吉电股份	79	84.5	16%	1.5	29%	2%	31.5	1.0
长青集团	71	25.0	24%	3.0	77%	13%	23.6	2.9
江苏新能	67	14.8	1%	2.5	-19%	6%	17.5	1.4
嘉泽新能	63	11.2	4%	2.9	9%	11%	21.2	1.9
爱康科技	62	51.3	6%	-16.1	-1495%	-27%	-3.9	1.5
中闽能源	56	5.8	11%	1.5	15%	8%	31.6	1.8
川能动力	48	20.5	-52%	2.1	-29%	6%	25.3	1.3
东旭蓝天	45	68.1	-22%	-9.6	-186%	-7%	-4.4	0.3
聆达股份	31	1.1	-27%	0.2	-56%	2%	240.7	4.1
银星能源	25	13.6	14%	0.3	-46%	1%	89.2	1.0
*ST 兆新	17	4.3	-29%	-2.8	-37%	-15%	-6.0	1.1
凌云 B 股	7	1.1	-1%	0.3	-9%	5%	36.8	1.5
*ST 科林	7	0.5	-41%	-1.2	78%	-108%	-5.2	18.3

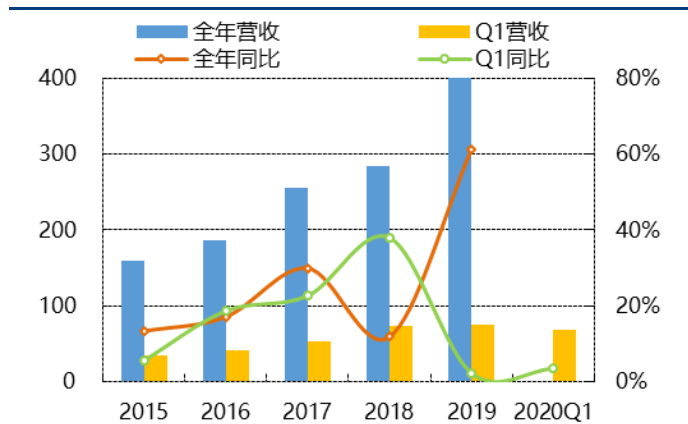
资料来源：Wind，华创证券

(四) 电网板块：让利下游，盈利能力持续下滑

2019 年,电网板块营业总收入 401 亿元,同比增长 61.2%;归母净利 12 亿元,同比增长 7.5%;行业整体毛利率 10.5%,同比下降 4.8pct;行业整体净利率 3.2%,同比下降 2.6pct;行业整体 ROE 为 6.3%,同比下降 1.3pct。营业收入的增长主要得益于全社会用电量同比增长 4.5%, 2) 桂东电力油品业务销售规模扩大;归母净利增长主要得益于营业收入增长。

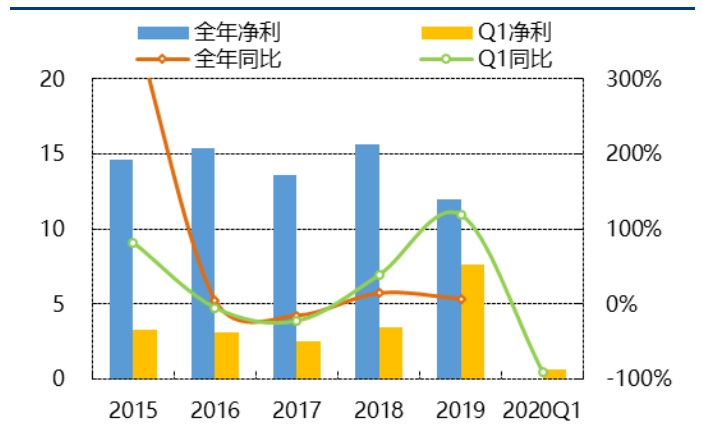
2020Q1,电网板块营业总收入为 69 亿元,同比增长(重述后) 3.5%;归母净利 0.6 亿元,同比下降 90%;行业整体毛利率 10.2%,同比下降 3.5pct;行业整体净利率 1.0%,同比降低 9.5pct;行业整体 ROE 为 0.3%,同比下滑 3.2pct。营业收入的增长的主要得益于桂东电力油品业务销售规模扩大;归母净利的下降主要由于受新冠肺炎疫情影响,售电量有所减少。

图表 32 电网板块营收及增速(亿元)



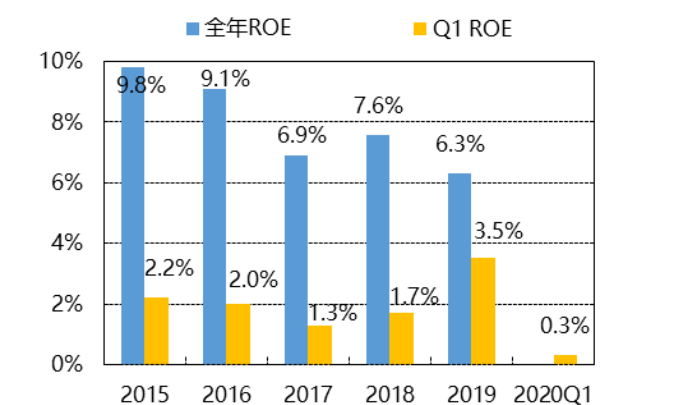
资料来源:公司公告, Wind, 华创证券

图表 33 电网板块归母净利及增速(亿元)



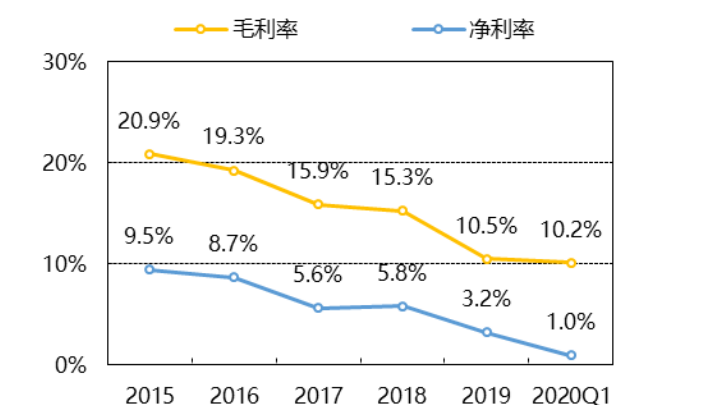
资料来源:公司公告, Wind, 华创证券

图表 34 电网板块 ROE



资料来源:公司公告, Wind, 华创证券

图表 35 电网板块毛利率及净利率

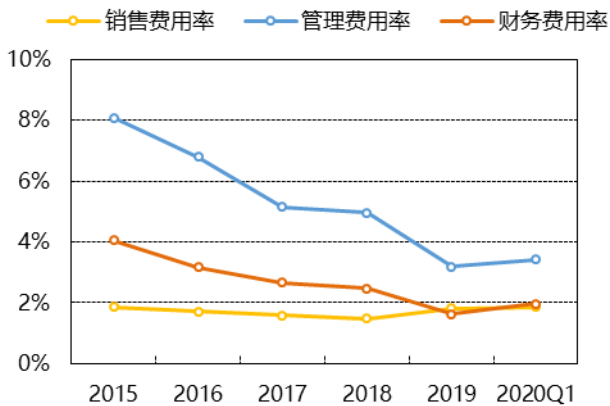


资料来源:公司公告, Wind, 华创证券

2019 年,电网板块整体期间费用率稳中有降。管理费用率 3.2%,较 2018 年同期下降 1.8pct,从 2015 年至今下降 4.9pct;财务费用率 1.6%,较 2018 年同期下降 0.9pct,从 2015 年至今下降 2.5pct;销售费用率 1.8%,较与 2018 年同期上升 0.3pct,从 2015 年至今下降 0.1pct。

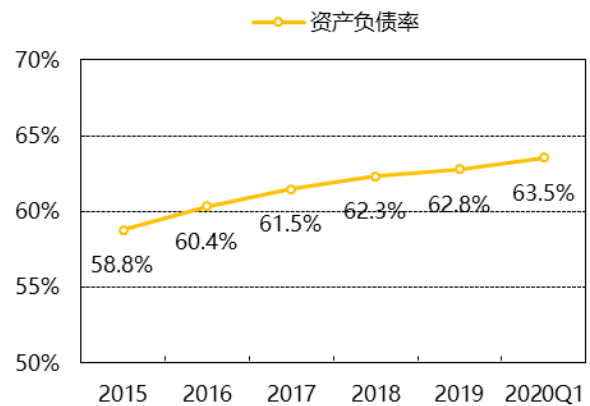
电网板块资产负债率仍处于上升阶段。2019 年,电网板块资产负债率为 62.8%,较 2018 年同期上升 0.5pct。

图表 36 电网板块期间费用率



资料来源：公司公告，Wind，华创证券

图表 37 电网板块资产负债率



资料来源：公司公告，Wind，华创证券

我们对 18 家新能源发电公司的业绩增速、盈利能力（ROE）、相对估值（PB）进行分析。**业绩增速方面**，12 家归母净利润正增长，6 家下行，业绩增速前 5 位分别为：宝新能源（91%）、长青集团（77%）、吉电股份（29%）、中闽能源（15%）、节能风电（13%）；**盈利能力方面**，5 家 ROE 在 10% 以上，6 家 ROE 介于 5%-10% 之间，7 家 ROE 低于 5%，中国广核、中国核电 ROE 分别高达 12.2%、9.6%；**相对估值方面**，3 家 PB 低于 1 倍，12 家 PB 介于 1 倍-2 倍之间，3 家 PB 高于 2 倍。

图表 38 2019 年新能源发电板块业绩及估值

股票简称	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)	营收增速 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利 同比增速	ROE	PE	PB
三峡水利	85	13.1	1%	1.9	-10%	6%	45.1	2.8
广安爱众	37	22.2	2%	2.5	-4%	6%	17.8	1.0
文山电力	36	23.2	15%	3.3	12%	16%	14.4	1.6
西昌电力	36	9.5	0%	0.4	-41%	3%	172.5	3.1
桂东电力	33	264.6	122%	1.5	122%	8%	-13.1	1.7
乐山电力	31	22.2	2%	0.9	10%	6%	40.0	2.0
明星电力	25	16.1	0%	1.0	-2%	4%	26.2	1.1
郴电国际	23	30.1	10%	0.6	44%	2%	49.1	0.7

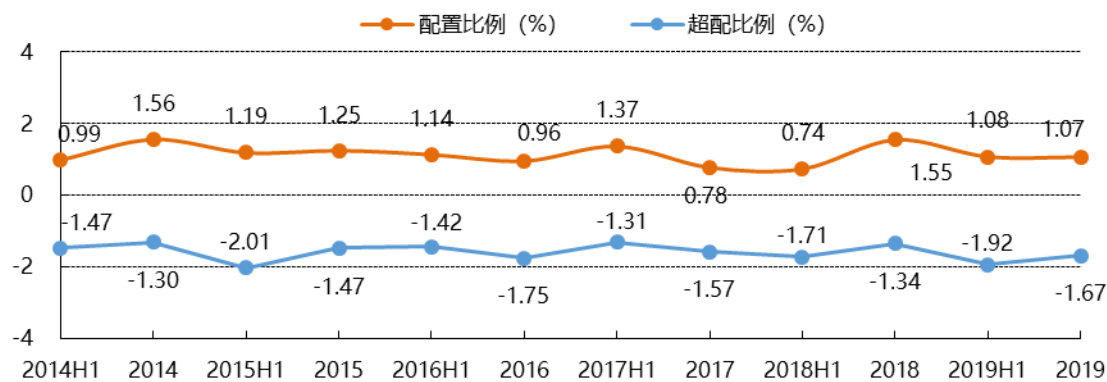
资料来源：Wind，华创证券

三、基金持仓

（一）行业配置比例低位徘徊

基金配置比例维持低位。2019Q4，电力行业的基金持股总市值约 270 亿元，配置比例为 1.07%，较 2019Q3 环比下降 0.01pct；超配比例为 -1.67%，2019Q3 为 -1.92%。其中，基金持股市值排名前 5 位的分别为：中国广核（57 亿元）、长江电力（52 亿元）、国投电力（22 亿元）、中国核（16 亿元）电、川投能源（13 亿元）。中国广核主要为首发机构配售股份。

图表 39 电力行业配置比例和超配比例 (%)



资料来源: Wind、华创证券

(二) 重仓持股变化: 国投电力持仓比例提升明显

火电板块, 2020Q1 基金重仓持股占流通股比例前 6 名分别为: 联美控股 (2.73%)、福能股份 (1.40%)、宝新能源 (0.39%)、皖能电力 (0.16%)、华电国际 (0.09%)、华能国际 (0.07%); 持股比例环比提升的个股分别为: 联美控股 (+0.64pct)、宝新能源 (+0.39pct)、华能国际 (+0.01pct)。

水电板块, 2020Q1 基金重仓持股占流通股比例分别为: 川投能源 (1.66%)、国投电力 (1.25%)、长江电力 (0.70%)、桂冠电力 (0.04%)、华能水电 (0.02%)、黔源电力 (0.01%)、湖北能源 (0.01%); 持股比例环比提升的个股为: 国投电力 (+0.62pct)、长江电力 (+0.23pct)、桂冠电力 (+0.01pct)、黔源电力 (+0.01pct)、湖北能源 (+0.01pct)。

新能源发电板块, 2020Q1 基金重仓持股占流通股比例分别为: 中国广核 (57.41%)、中国核电 (0.13%); 持股比例均环比分别增长-14.6pct、+0.01pct。

电网板块, 2020Q1 基金重仓持股占流通股比例分别为: 三峡水利 (0.09%)、涪陵电力 (0.05%), 持股比例均环比分别增长+0.09pct、+0.03pct。

图表 40 重仓持股占流通股比

股票简称	2020Q1		2019Q4		2019Q3		20Q1 较 19Q4
	持有基金数	持股占流通股比	持有基金数	持股占流通股比	持有基金数	持股占流通股比	持仓变动 (pct)
火电							
联美控股	11	2.73%	7	2.09%	6	2.48%	0.64
福能股份	8	1.40%	15	2.81%	21	2.61%	-1.41
宝新能源	3	0.39%			1	0.01%	0.39
皖能电力	3	0.16%	3	0.54%	3	0.57%	-0.38
华电国际	6	0.09%	9	0.18%	21	0.39%	-0.09
华能国际	6	0.07%	4	0.06%	12	0.11%	0.01
国电电力	6	0.07%	7	0.15%	12	0.19%	-0.08
浙能电力	5	0.06%	2	0.50%	2	0.74%	-0.44
内蒙华电	1	0.05%	6	0.29%	5	0.12%	-0.24
大唐发电	1	0.04%	2	0.04%	1	0.03%	0.00

	2020Q1		2019Q4		2019Q3		20Q1 较 19Q4
股票简称	持有基金数	持股占流通股比	持有基金数	持股占流通股比	持有基金数	持股占流通股比	持仓变动 (pct)
深圳能源	3	0.02%	4	0.02%			0.00
建投能源	1	0.02%	1	0.02%			0.00
水电							
川投能源	24	1.66%	28	1.71%	31	1.70%	-0.05
国投电力	38	1.25%	36	0.63%	43	0.68%	0.62
长江电力	177	0.70%	136	0.47%	178	0.48%	0.23
桂冠电力	4	0.04%	5	0.03%	2	0.10%	0.01
华能水电	2	0.02%	3	0.07%	10	0.14%	-0.05
黔源电力	1	0.01%			1	0.01%	0.01
湖北能源	1	0.01%					0.01
新能源							
中国广核	9	57.41%	55	72.01%	73	72.43%	-14.60
中国核电	9	0.13%	9	0.12%	15	0.16%	0.01
电网							
三峡水利	2	0.09%			1	0.37%	0.09
涪陵电力	1	0.05%	1	0.02%	2	0.16%	0.03

资料来源: Wind、华创证券

四、投资建议

(一) 火电行业: 预计煤机全年降幅可观, 电价大概率维持稳定

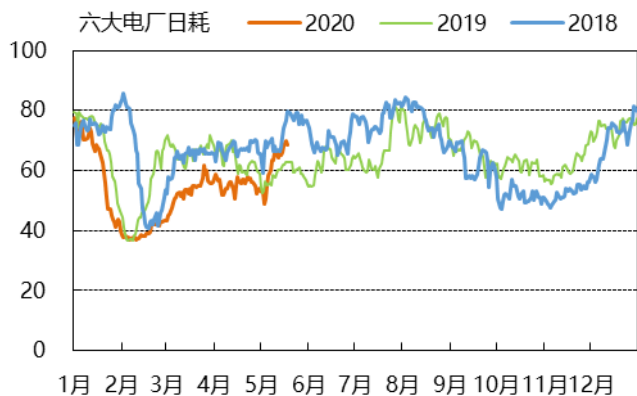
4 月底, 秦皇岛山西产 5500 大卡动力煤价格一度跌至 464 元/吨, 为 2016 年 9 月以来的最低值。随着复产复工的快速推进, 电厂煤耗迅速回升, 煤价也开始企稳回升。5 月份六大发电集团日均耗煤量达 61.4 万吨, 同比增长 6.4%, 今年首次大幅增长; 5 月 18 日, 秦皇岛山西产 5500 大卡动力煤价格 498 元/吨, 较 4 月底上升 34 元/吨。

煤炭产量增速维持高位, 4 月原煤产量 3.2 亿吨, 同比增长 6.0%; 进口煤价仍然有 60-90 元/吨的价格优势。我们预计, 后续进入“迎峰度夏”的提前储备期, 叠加经济逐渐恢复, 电厂补库积极性随之提振, 煤价会有一波上涨; 但从全年看, 煤炭供需仍然向宽松发展, 全球能源产品价格低迷, 预计全年煤价同比大幅下滑约 60 元/吨, 度电毛利润增加约 2 分/千瓦时, 毛利率提升约 10pct。

2019 年, 火电市场化比例接近 60%, 余下电量将执行“基准+浮动价”机制。新能源平价上网仍将继续参考火电基准价, 所以火电基准价调整概率较小。我们预计 2020 年火电上网电价将维持稳定。

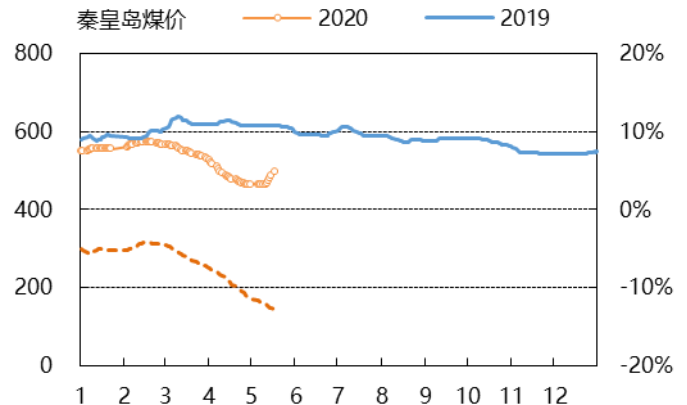
我们推荐高分红火电龙头**华能国际**、低估值高增长的**华电国际**、有资产注入的湖北火电标的**长源电力**。我们预计 2020-2022 年, 华能国际/华电国际的 A 股股息率分别为 5.5%/5.3%、4.8%/6.2%、4.9%/5.5%, 股息率具有较大吸引力。

图表 41 六大发电集团日均耗煤量（万吨）



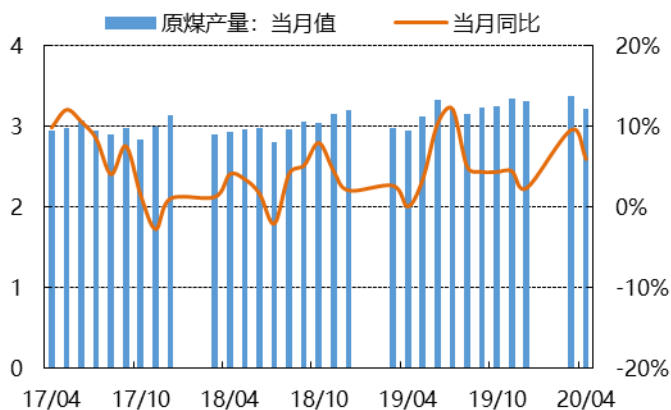
资料来源：Wind，华创证券

图表 42 秦皇岛 5500 大卡动力煤现货（元/吨）



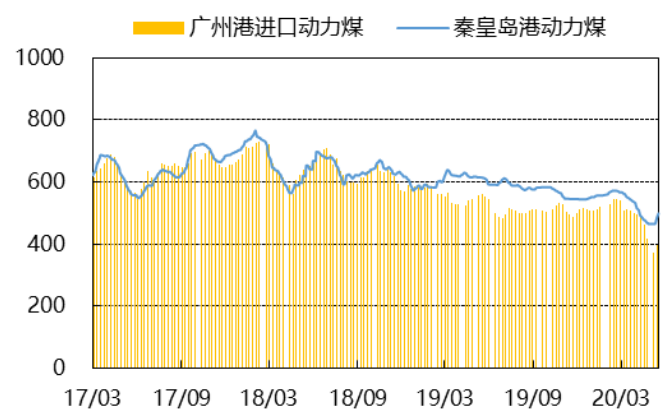
资料来源：Wind，华创证券

图表 43 原煤当月产量及增速（亿吨）



资料来源：Wind，华创证券

图表 44 进口煤与港口煤价格差异（元/吨）



资料来源：Wind，华创证券

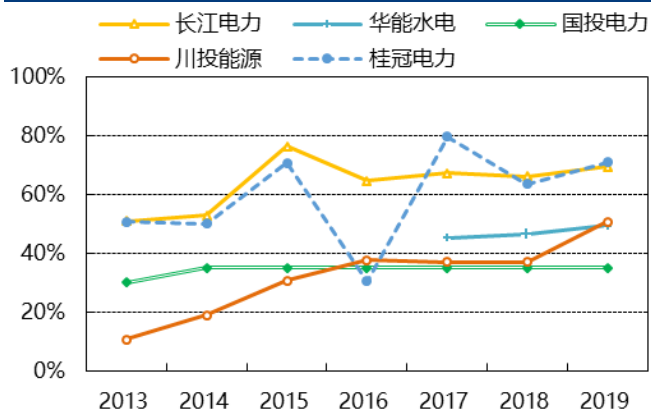
（二）水电行业：股息率具有吸引力，进入装机密集投产期

水电行业的优势在于现金流和业绩稳定，且具有可观的股息率。2019 年，长江电力、华能水电、国投电力、川投能源、桂冠电力的分红比例：69%、49%、35%、51%、71%，股息率预计分别为：3.7%、4.3%、2.7%、3.5%、3.9%。当前，十年期中债收益率为 2.7%，主要水电公司的股息率均高于十年期中债收益率，股息率具有一定吸引力。

2020-2023 年，三峡集团的乌东德水电站（1020 万千瓦）、白鹤滩水电站（1600 万千瓦），雅砻江水电的两河口水电站（300 万千瓦）、杨房沟水电站（150 万千瓦）将相继投产，相应公司盈利能力将迎来大幅增长。

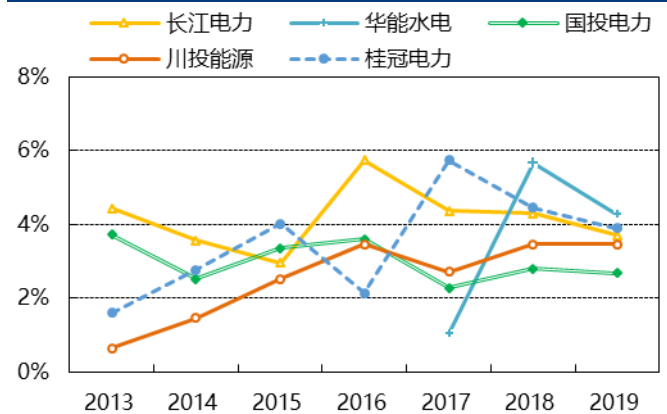
《中共中央国务院关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》中明确，在西部培育清洁能源基地，促进消纳与外送，推进增量配电改革。我们推荐参股雅砻江水电叠加股息率提升的川投能源，建议关注雅砻江水电开发主体国投电力和积极开展增量配售电业务的三峡水利。

图表 45 主要水电公司股息率



资料来源: Wind, 华创证券

图表 46 主要水电公司分红比例



资料来源: Wind, 华创证券

五、风险提示

电价下调、全社会用电量大幅下滑、来水不及预期、煤机大幅上涨。

环保与公用事业组团队介绍

组长、高级分析师：庞天一

吉林大学工学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟环保行业新锐分析师第一名。

分析师：黄秀杰

清华大学工学硕士。2018 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟环保行业新锐分析师第一名团队成员。

助理研究员：王兆康

华威大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟环保行业新锐分析师第一名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500