

公用事业行业深度跟踪

公用事业化与电改，电力的 $\beta 1 + \beta 2$

核心观点:

- **关注:中广核电力+申能股份+华电国际电力股份+浙能电力+华润电力+广州发展+长江电力+福能股份**
- **电力将从波动走向平稳，把握公用事业化与电改的 $\beta 1 + \beta 2$ 。**近期公用事业各个板块波动都呈现拉大，中报业绩和经营数据的发布是重要因素，如火电的发电量、水电的电价等，也导致了 7 月火电超跌水电达 11%、水电本周也调整了 2%。我们认为当前的电力板块由两个要素驱动： $\beta 1$ 是长江电力带领的公用事业化、 $\beta 2$ 是电力体制改革的推进，前者权重更大将愈发稳定、后者蓄势待发值得重点切换。因此我们的探讨分为两个部分：（1）如何看待长江电力的驱动力的延续能力？（2）电改的受益方向以及如何塑造电力行情？
- **年初至今水电上涨的归因：来水持续改善+估值预期提升。**尽管市场认为长江电力多年来水因素关联不大，但是我们仍然认为长江电力今年的行情一定程度挂钩来水提升带来的利润增长（EPS 修复）。二季度长江电力发电量同比提升 43%，我们测算当前来水下长电六座电站接近满发，三峡连续多天泄洪。发电量高增意味在 70%的分红率承诺下，分红金额可预期高增，这使得行情演绎无后顾之忧。在此基础上，市场进一步预期未来分红率仍可提升、目标股息率伴随国债利率下降从而抬高估值，也带动了其他水电股的优异表现。在此基础上，核电成为水电的放大器，成长性也得到市场的认可，也驱动了火电甚至绿电的行情表现。当前，我们认为来水仍在改善保障盈利， $\beta 1$ 将在平稳中向上。
- **电力体制改革蓄势待发， $\beta 2$ 可接力 $\beta 1$ 。**近期电力体制改革是有进展的，包括推进公用事业独立运营和竞争性环节市场化改革、建立全国统一电力市场、优化居民阶梯水电气价制度等。我们始终认为电改的目标是促进绿电建设，因此伴随电改细则的进一步落地，预期以下三个方面将有进展：（1）挖掘火电等调节电源价值以匹配风光上网；（2）加快特高压及配电网建设速度以促进绿电消纳；（3）陆续提升绿电项目经济性和盈利能力。在上述环节中，火电的调节作用将被挖掘，预计辅助服务细则有望加速推出。在容量电价的基础上，目前煤价和电量电价预期也愈发平稳，火电在 $\beta 2$ 中受益最为突出，尤其是在部分公司此轮超跌下已经体现出 10%+的 ROE、5%+的高股息率、市净率<1 的情景下。
- **$\beta 1 + \beta 2$ 的接力即将发生。【火电】逻辑未变+节奏扰动结束，有望重新回归新三部曲，关注高 ROE+高分红+低估值兼备的华电国际 H、浙能电力、华润电力、广州发展，高股息申能股份，高成长国电电力、皖能电力，低估值中国电力；【核电】中广核电力；【水电】水文数据仍在持续改善，关注长江电力、川投能源、国投电力；【绿电】福能股份。**
- **风险提示。**改革不及预期；煤价超额上涨；绿电装机进度低预期。

行业评级

买入

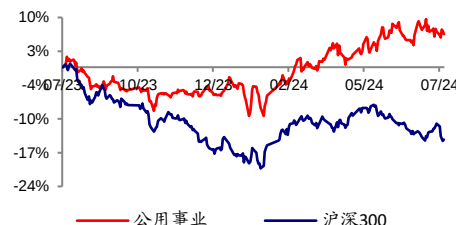
前次评级

买入

报告日期

2024-07-28

相对市场表现



分析师: 郭鹏



SAC 执证号: S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师: 姜涛



SAC 执证号: S0260521070002



021-38003624



shjiangtao@gf.com.cn

分析师: 许子怡



SAC 执证号: S0260524010002



021-38003618



xuziyi@gf.com.cn

分析师: 郝兆升



SAC 执证号: S0260524070001



0755-82557403



haozhaosheng@gf.com.cn

请注意，姜涛、许子怡、郝兆升并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

公用事业行业深度跟踪:火电	2024-07-21
超跌明显，公募基金持仓仍处低配	
公用事业行业深度跟踪:社保参与核电定增，火电有望柳暗花明	2024-07-14
水电行业 24Q2 电量季报:高水头高流量策略，联合调度时刻来临	2024-07-08

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
浙能电力	600023.SH	CNY	6.66	2024/05/04	买入	7.53	0.65	0.70	10.25	9.51	4.46	4.27	12.20	12.30
华润电力	00836.HK	HKD	21.35	2024/03/22	买入	27.28	3.03	3.38	7.05	6.32	2.31	1.99	15.50	15.60
广州发展	600098.SH	CNY	6.04	2024/04/30	买入	9.12	0.61	0.70	9.90	8.63	3.31	2.89	8.10	8.90
国电电力	600795.SH	CNY	5.67	2024/04/16	买入	6.07	0.43	0.48	13.19	11.81	2.12	1.95	14.40	14.60
长江电力	600900.SH	CNY	30.15	2024/05/02	买入	28.74	1.44	1.51	20.94	19.97	10.16	10.04	16.60	16.50
国投电力	600886.SH	CNY	17.63	2024/05/02	买入	17.61	1.04	1.12	16.95	15.74	4.20	3.88	12.30	12.50
福能股份	600483.SH	CNY	11.29	2024/04/18	买入	13.62	1.13	1.26	9.99	8.96	5.06	4.63	12.20	12.40
华电国际电力股份	01071.HK	HKD	4.18	2024/03/31	买入	5.19	0.65	0.74	6.47	5.62	1.94	1.81	9.30	10.00
华能国际电力股份	00902.HK	HKD	4.85	2024/05/03	买入	5.82	0.84	0.99	5.77	4.90	1.26	1.14	9.40	10.30

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、公用事业化与电改，电力行情持续	6
二、政策回顾：《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》等	12
三、行业高频数据跟踪	13
（一）近期海内外煤价企稳，沿海电厂负荷环比下降同比上升	13
（二）天然气：海内外气价大幅回落，近两周价格有所企稳	18
四、行业个股重点公告及板块行情跟踪	20
（一）个股动态跟踪：大唐发电+华能水电+广州发展+甘肃能源等	20
（二）板块行情跟踪：估值处 2010 年以来中低位，关注估值重塑机遇	20
（三）板块及个股行情跟踪	22
五、风险提示	22

图表索引

图 1: 长江电力当前重要的股息率定价模型图示	6
图 2: 2019 年以来长江电力股息率稳定	6
图 3: 日度累加法: 跟踪长江电力日度发电量	7
图 4: 南方电力 1990 年至今息差变化	7
图 5: 2024 年二季度末公用事业股基金配置占比为 2.8%、环比+0.5pct.....	8
图 6: 细分板块来看, 2024 年二季度末水电配置比例迅速提升至 1.20%.....	8
图 7: A 股各板块行情分化	9
图 8: 港股各板块行情分化	9
图 9: 电力各子板块处于公用事业衡量标准的不同区间	9
图 10: DCF 估值下长久期资产的价值更高	10
图 11: 火电的新三部制电价提升盈利稳定性	10
图 12: 煤价波动幅度收窄	11
图 13: 绿电发电占比提升是电力体制改革的重要原因	11
图 14: 秦皇岛 5500 大卡现货煤价 (元/吨)	13
图 15: 环渤海动力煤综合平均价格 (5500k)	14
图 16: 各港口价格指数 (元/吨)	14
图 17: 广州港动力煤印尼烟煤价格情况 (元/吨)	14
图 18: 海内外煤价价差持续缩窄 (元/吨)	14
图 19: 部分产地动力煤车板价格情况 (元/吨)	15
图 20: 全国主要港口煤炭库存量变动情况 (万吨)	15
图 21: 北方港口合计库存情况 (万吨)	16
图 22: 广州港口库存情况 (万吨)	16
图 23: 山东电力交易中心中长期交易情况	16
图 24: 山东电力交易中心现货日前交易情况	16
图 25: 广东电力交易中心现货日前交易情况 (单位: 元/兆瓦时)	17
图 26: 江浙沪地区电厂负荷率波动情况	18
图 27: 广东、福建地区电厂平均负荷率波动情况	18
图 28: 山东地区电厂负荷率波动情况	18
图 29: 国内 LNG 到岸价 (元/吨)	18
图 30: 国内 LNG 出厂价 (元/吨)	19
图 31: 海外天然气价格指数情况	19
图 32: 海外天然气价格指数涨幅	19
图 33: 2020 年至今 GFGY 指数走势稳中有升	20
图 34: GFGY 指数 2021 年 8 月至今走势远超大盘	20
图 35: GFGY 板块 PE 位于 2010 年以来 33%分位水平	21
图 36: GFGY 板块 PB 位于 2010 年以来 14%分位水平	21
图 37: 近三年公用板块涨跌幅居于各板块前列	21
图 38: 2024 年初至今公用板块涨跌幅居于各板块前列	21
图 39: 公用事业 A 股细分板块本周涨跌幅	22

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/646223023052010205>