

标杆电价改革将增加哪类火电企业经营压力

2019年10月09日

要点

- 2019年9月26日，国家宣布自2020年1月1日起，启用新的火电上网电价定价机制，将原有的标杆电价，改为“基准价+上下浮动”的市场化机制。我们预计该政策将降低火电企业的盈利能力。
- 我们认为，现阶段参与直供电交易比例较低，或所处区域电力供求关系不平衡、直供电价格低于现行标杆电价较多的企业，将是标杆电价政策改革过程中可能面临较大经营压力的企业。
- 标杆电价改革是2015年底电力市场化改革、推进电力市场化交易的延续和深入，根本目标是实现上网电价的全面市场化。

分析师

张任远

北京

renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

钟晓玲

北京

may.zhong@spgchinaratings.cn

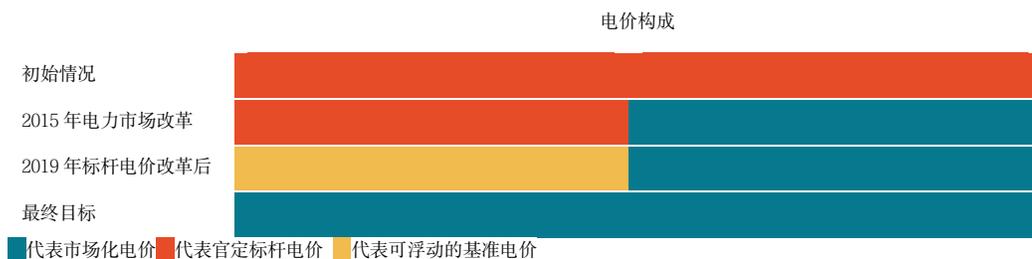
标杆电价改革将进一步降低火电平均上网电价

2019年9月26日，国家宣布将从2020年1月1日起，取消煤电价格联动机制，将现行标杆上网电价机制，改为“基准价+上下浮动”的市场化机制。基准价按各地现行燃煤发电标杆上网电价确定，浮动范围为上浮不超过10%、下浮原则上不超过15%。

此次标杆电价改革是对2015年电力市场化改革的进一步延续和深入，终极目标是实现火电上网电价的完全市场化。在此之前，火电企业全部电量由政府定价，而从2015年开始，部分电量采用市场化交易模式，由发电企业直接与市场用电用户协商。截至目前，全国约有50%的电量为市场化交易电量。本次建立浮动机制的改革，针对的就是这部分尚未市场化的电量。

图1

电力市场改革进程



数据来源：标普信评整理。

版权©2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

虽然改革后的基准价可以有上下两个方向的调整，但国家已明确2020年暂不上浮。我们认为，在当前经济增速面临挑战、政府希望降低企业负担释放经济活力的大背景下，中期内若经济增速并未企稳，那么向上调整的可能性极小。因此，此政策中短期内很可能进一步降低火电企业上网电价。

标杆电价改革在中短期内将进一步降低火电的上网电价。

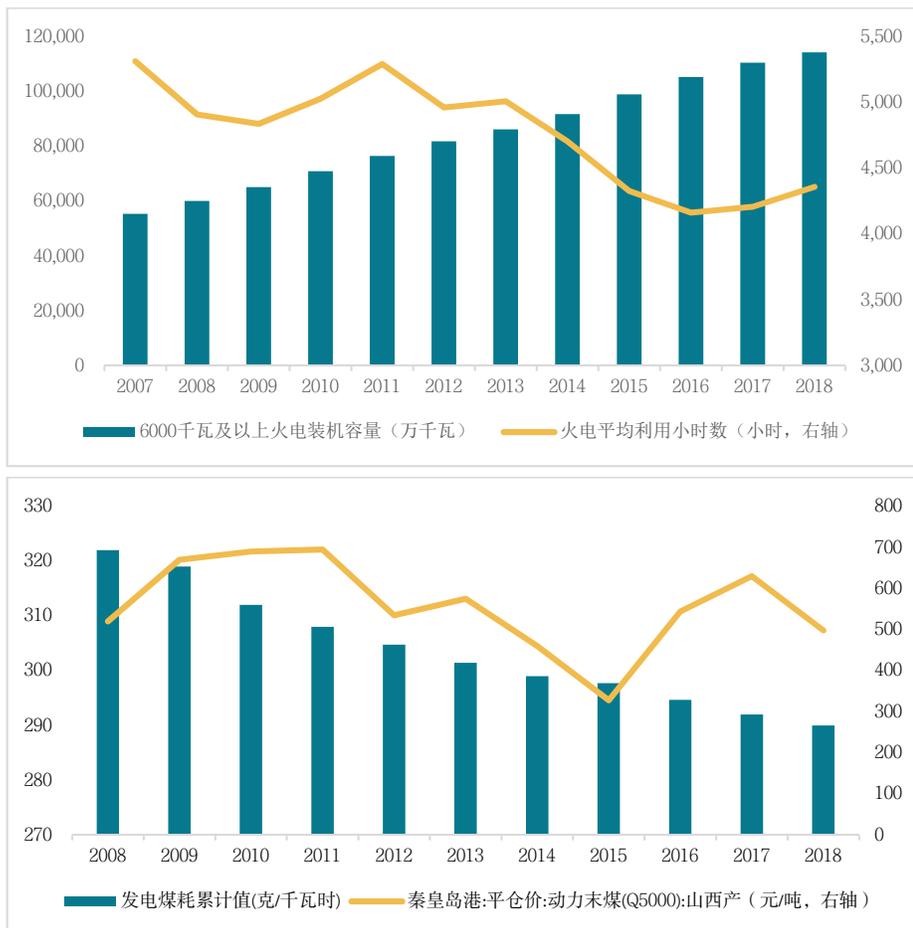
收入端是当前影响火电企业信用质量的主要驱动因素

我们认为，目前收入（由电价和发电小时数决定）是影响当前火电企业信用质量的主要驱动因素，因为发电小时数和电价下滑对收入的负面影响，远超效率上升和煤价造成的成本端改善。目前的煤价水平离十年前的高点尚有距离，且过去十年机组效率逐步提高，单位煤耗逐步下降，抵消了部分成本压力。

但火电企业的整体上网电价和发电利用小时数却呈现了明显的下降趋势。主要原因是为了解决电力短缺的问题，过去十年中我国投资建设了大量火电电源，而整体下游需求增速却在放缓。2018年全国火电平均利用小时数较2008年下降了约1000小时，降幅接近两成。

图2

收入端是当前火电企业信用质量的主要驱动因素



数据来源: Wind。

版权©2019 标普信用评级(中国)有限公司。版权所有。

按照当前标杆电价结算电量约占50%估计，若标杆电价下浮15%，则将直接影响企业收入规模下降7.5%。据我们对23家样本电力企业的估算，在这一假设情形下，2018年末的净有息债务对EBITDA

比率的中位数将由 6.8 倍提升至 7.4 倍。这 23 家企业合计装机容量约 7 亿千瓦，占中国火电总装机容量的 60%。

哪类企业受到标杆电价改革影响最大

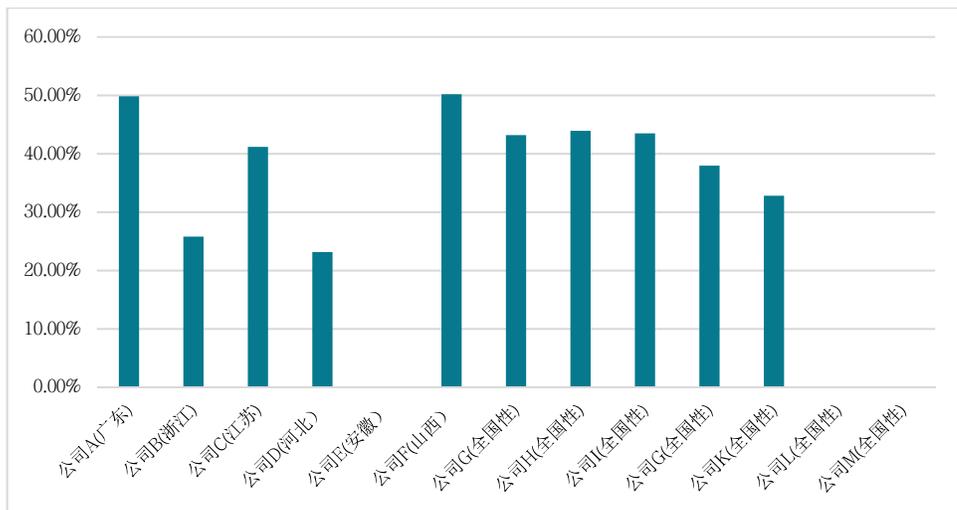
我们认为，现阶段参与直供电交易比例较低，或所处区域供求关系不平衡、直供电价格低于现行标杆电价较多的企业，将是标杆电价政策改革过程中信用状况面临较大挑战的企业。

一方面，现阶段参与直供电交易的比例低，意味着享受标杆电价的比例越高，那么未来按照基准价下浮时，受到的影响就越大。个体企业之间参与市场化交易的力度差别较大，部分企业直供电参与比例较低甚至目前尚未参与。未来一旦整体向下浮动，这些企业受到的影响将大于参与直供电交易较多的企业。

例如，下图中我们可以看到，样本中安徽省公司 E 截至 2018 年底并未参与到市场化直供电交易，因此当标杆电价下浮时，该公司受到的影响可能大于其他样本公司。

图 3

各区域代表性火电企业 2018 年直供电占比



数据来源：标普信评整理，企业公开资料。公司名称后的区域为其主要经营区域。L、M 公司未披露直供电比例。

版权©2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

另一方面，若企业所处的地区目前直供电价格远低于现行标杆电价，那么未来这类地区基准价格调整时，向下调整的空间将远大于直供电价格与现行标杆电价相近的地区。直供电电价与地区标杆电价偏离越多，则反映区域电力相对过剩，未来发电企业、售电公司、电力用户三方协商基准电价时，基准电价下降的幅度也就有可能越大。

现阶段参与直供电交易比例较低，或所处区域电力供求关系不平衡、直供电价格低于现行标杆电价较多的企业，将是标杆电价政策改革过程中压力较大的企业。

©版权所有 2019 标普信用评级（中国）有限公司 保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损失、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。