



富舜资产投研随笔第十四期

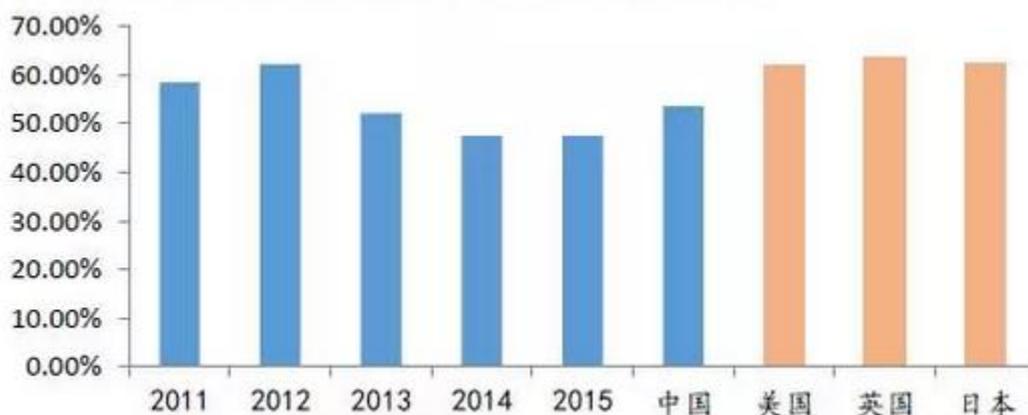
如何长线掘金电改下的投资机会

配电网具有自然垄断属性，在配电网改革之前，我国的配电网运营权一直由电网公司垄断。其中国家电网公司负责投资、建设和运营全国 26 个省市的电网，覆盖国土面积超 88%，南方电网负责广东、广西、云南、贵州和海南等南方五省的电网，同时地方供电企业在本省范围内进行小规模电网投资。我国的配电网投资形成了以两大电网巨头为主、地方供电企业为补充的市场格局。

近年来全国配电网投资额增长缓慢，2015 年仅增长了 1.2%，因此，2015 年全国电网投资额 24.8% 的增长主要来自于主干输电网的增长，而配电网投资处于停滞不前的状态。



2011-2015 年我国配网投资占电网投资的比例的均值为 53.55%，而发达国家如美、英、日等这一比例分别为 61.94%、63.41%、62.39%，稳定在 60% 以上，我国配电网投资水平相对较低，配电网投资由国网和南网垄断，电网企业投资配电网的积极性不高。

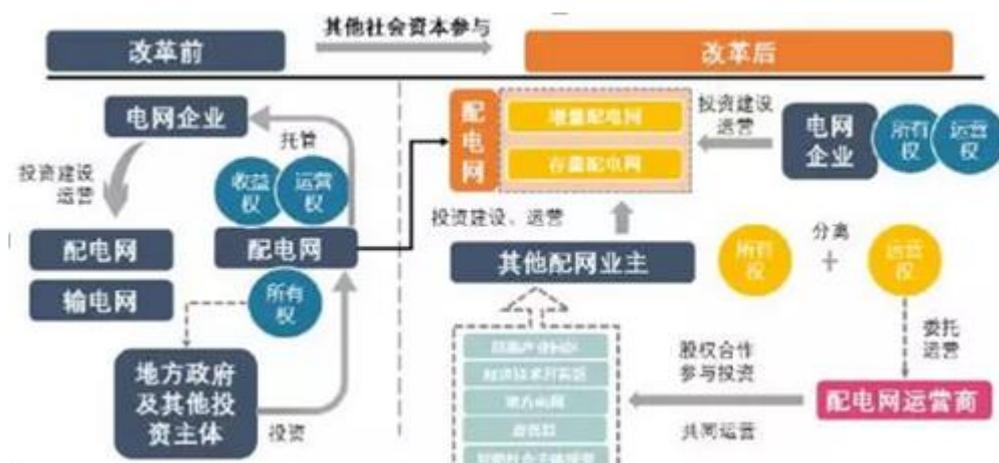


在电网企业之外，地方政府和其他企业投资配电网的收益率则极低。通常情况下，地方政府等其他投资主体，出于招商引资的需求，会对园区配电网进行先行投资，但由于缺乏运维能力，投资完成后交由当地电网公司代维。由于电力用户缴纳的电费全部由电网公司收取，配网投资方实质上只拥有配网线路的所有权，没有收益权。

本轮改革之后，售电侧改革和增量配网改革是新电改的两大亮点，9号文发布以来，售电侧改革率先展开，改革红利先行释放，增量配网改革也在紧锣密鼓地筹备。

1、配网盈利模式发生质变

配电网放开，运营权与所有权可以分离，社会资本可以通过投资参股的形式获取配电网的运营权。配电网运营商诞生，这打破了市场中电网企业一家独大的格局，使得配电网运营权不再集中于电网企业，而是分散给各个社会资本，改变了目前电网公司垄断配电网运营权的局面，利用良性的市场竞争带来产业创新和效率提升，提高了配网行业收益率，更能吸引社会资本参与配网投资运营。



社会资本通过股权合作等方式成立产权多元化公司，获取增量配电网的运营权，在配电区域内从事配电网业务、经营配电网，并通过收取输配电价获得收入，输配电价收入具有持续、稳定、可预期的特点，是社会资本投资运营配电网的可靠收入来源。

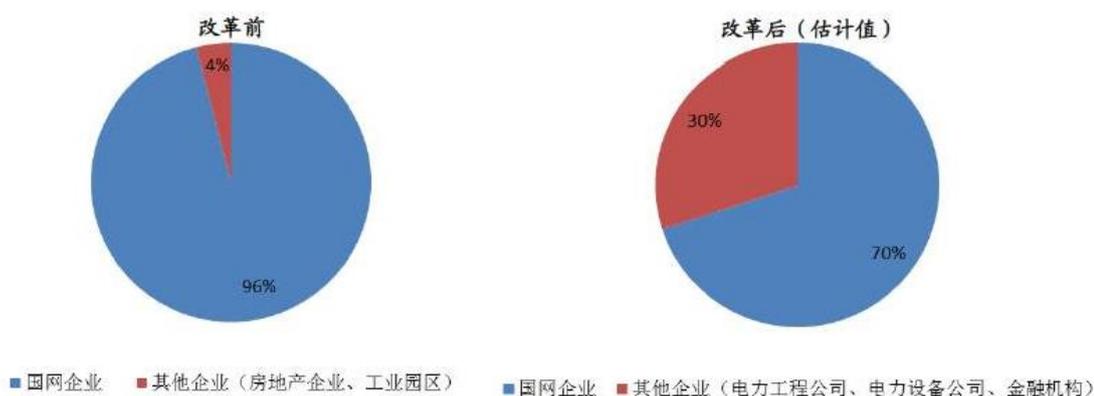
配网设备商和发电商转型配网运营具有套利空间。以配电网建设总投资为 20 亿的项目为例，配电网建设期为两年，运营期为 30 年，配网设备按照 30 年平均折旧。配电网建成后，收益主要来源于输配电价，按照 0.10 元/千瓦时计算。分别按照年用电量 30 亿千瓦时计算内部收益率。贷款年利率为 5%。结果显示配网 PPP 项目 IRR 在 10%-15%之间，收益率高于一般 PPP 项目。

	杠杆 20%	杠杆 50%	杠杆 70%
年用电量 30 亿千瓦时园区			
现金流入	90	90	90
过网费	90	90	90
现金流出	46.28	48.95	50.73
自有资本	16	10	6
运维管理费用	4.5	4.5	4.5
折旧	20	20	20
贷款本息和	5.78	14.45	20.23
净现金流	43.72	41.05	39.27
IRR	10.54%	12.44%	15.00%

新增配电网改革之后将释放大量市场红利，运营商要抓住机遇主要在于两点：一是增量配电网的建设。社会资本可以通过参与增量配电网投资，获取增量配电网建设带来的投资机会。二是经济园区的运营权。运营商可以与电网企业通过股权合作等方式成立产权多元化公司，获取配电网运营权，特别是对于高新产业园区和经济技术开发区等工业用电聚集的经济园区，运营商可通过提供优质的供电服务，帮助园区企业降低能耗成本。同时，这些拥有配电网运营权的售电公司还可以创新运营机制和服务方式，除以市场化、保底供电等多种方式向受托用户售电外，还可为用户提供综合能源服务、利用现代信息技术向用户提供智能用电、科学用电的服务等增值服务，促进能源消费革命，拓展更大利润空间。

2、招标主体更为分散，配网投资增长可观

对于配网设备厂商而言，改革前，由于配电网运营权由国网和南网垄断，因此配网设备招标市场也由电网公司垄断，由此导致近年来配网设备制造业竞争日益加剧。国网和南网招标批次的增加以及中标企业的增多导致招标批次价格的下降以及行业毛利率水平的不断下滑，招标竞争激烈，行业生存环境恶劣。



增量配网试点启动后，社会资本参与配网建设的意愿将不断提升，配网运营主体将分散给众多社会资本。投资主体的增加带来了招标订单的分散化，配网设备市场的竞争将有所缓和，相关配电设备企业的毛利率也会相应提高。同时改革试点的推进也将释放极大的投资需求，预期第一批试点项目的总投资额达到 300 亿，其中设备投资 150 亿，2016-2018 年配网投资额有望达到每年 3000-4000 亿，实现国家发改委指导意见中制定的 2016-2020 年累计配网投资额不少于 1.7 亿元的目标，配电设备份额较高的企业能够受益于改革红利。

随着电改的深入以及配套文件的出台，社会资本参与电网投资的平台得以完善，参与意愿和参与程度将提高；配网设备招标生态环境将不断改善，市场化程度有望提高，相应的配电设备企业将迎来新一轮投资机会。

免责声明

本报告由富舜资产向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于富舜资产。未经富舜资产事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。

