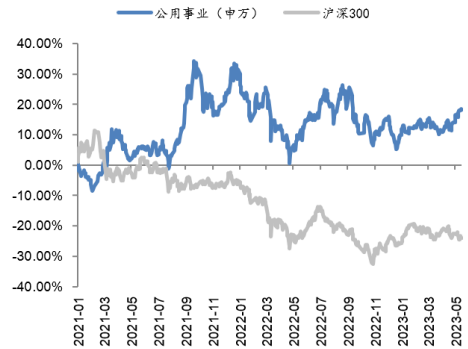


低碳研究行业

火电专题：梳理火电资产质地，探寻结构性机会

强于大市(维持评级)

行业相对大盘走势



投资要点：

- 煤价高位回落叠加电价上浮明显，22年超六成火电运营商业绩同比正增长。**截至5月18日，24家火电公司中有62.5%的公司22年业绩同比增速为正，其中10家公司扭亏为盈。主要系22年煤价高位回落叠加市场化电价上浮明显，疏导了高企的燃料成本。23年在稳电价预期下更关注煤价下行带来的业绩修复弹性。对比近10年估值发现，广州发展、江苏国信的PB (LF) 及通宝能源、内蒙华电、深圳能源、广州发展的PE (TTM) 在同行和历史水平上均处低位。
- 受益于长协煤履约率提升和市场煤价下跌，沿海电厂具有业绩修复弹性优势。**广东燃煤基准价最高，23年广东年度双边协商交易均价较燃煤基准价上浮19.6%，接近成交上限。此外广东设立一次能源传导机制，进一步疏导高企的成本。23年煤价中枢下降叠加长协履约率提升，预计广东电厂盈利修复弹性较强。此外东部沿海地区燃煤基准价均值较高，沿海电厂由于进口煤占比高，长协煤履约情况较差，导致22年盈利承压，预计随着燃料成本下行及长协煤兑现，东部沿海电厂具有一定业绩修复弹性优势。
- 若标煤价格等幅下降，华电江苏赣能或业绩弹性释放较大。**通过梳理供电煤耗和发电量，测算标煤采购量，假设入炉标煤价格下降15元/吨，业绩弹性较大的公司分别是华电国际、江苏国信、赣能股份、华银电力和大唐发电。23年煤电企业长协覆盖率有望提升，煤价下降利于火电释放业绩弹性。
- 电企煤企积极推进一体化，平滑收益波动。**火电企业参股煤矿、推动煤电联营或一体化项目，有助于平滑收益波动。煤价上涨时相对非煤电联营企业的业绩波动性会更小。
- 标的对比分析：**1) 业绩规模：22年归母净利润前五为国电电力、深圳能源、内蒙华电、广州发展、申能股份；业绩增速：22年归母净利润增速前五为广州发展、长源电力、通宝能源、国电电力和内蒙华电。2) 估值：广州发展、江苏国信的PB (LF) 和通宝能源、内蒙华电、深圳能源、广州发展的PE (TTM) 在同行和历史水平上均处于较低水平。3) 煤电装机规模：前五为华能国际、国电电力、大唐发电、华电国际、浙能电力。火(煤)电机组布局：广东前五为穗恒运A，宝新能源，广州发展，粤电力A，深圳能源；东部沿海占比超60%的为穗恒运A，建投能源，宝新能源，广州发展，粤电力A，浙能电力，深圳能源，上海电力，江苏国信，申能股份，华能国际。4) 火电供电煤耗：处于较低水平的前五为申能股份、华电国际、华能国际、大唐发电、长源电力；火电发电量：前五为华能国际、国电电力、大唐发电、华电国际、浙能电力。标煤价格等幅下跌带来的业绩弹性(标煤价下跌降本与归母净利润比值)：前五为华电国际、江苏国信、赣能股份、华银电力、大唐发电。5) 煤电联营/一体化/参股煤矿：一线标的有华电国际，国电电力、内蒙华电，此外晋控电力、豫能控股、浙能电力等也提出煤电联营/一体化战略。
- 投资建议：**综合来看，建议关注华能国际、申能股份、粤电力A、宝新能源、浙能电力、上海电力、广州发展、大唐发电、华电国际。
- 风险提示：**项目推进不及预期；政策执行不及预期；市场竞争加剧；研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

团队成员

分析师 汪磊
 执业证书编号：S0210523030001
 邮箱：wl30040@hfzq.com.cn
 研究助理 陈若西
 邮箱：crx30052@hfzq.com.cn

相关报告

- 《煤价下行+迎峰度夏，持续推荐火电板块》2023.05.13
- 《现货市场负电价频现，关注新能源消纳》2023.05.07
- 《碳关税正式立法，绿电绿氢潜力可期》2023.04.30

正文目录

1	梳理火电资产质地，探寻结构性机会	3
2	投资组合及建议	11
3	风险提示	11

图表目录

图表 1:	SW 火力发电板块 24 家火电公司基本情况 (截至 2023 年 5 月 18 日)	3
图表 2:	22 年 SW 火电各公司电价梳理	4
图表 3:	22 年 SW 火电各公司度电收入和度电成本	4
图表 4:	SW 火力发电板块 24 家火电公司估值情况	4
图表 5:	近十年 SW 火电 PE (TTM) 情况	5
图表 6:	近十年 SW 火电 PB (LF) 情况	5
图表 7:	SW 火力发电板块 24 家火电公司火电装机梳理	6
图表 8:	各省/市燃煤基准价情况梳理	7
图表 9:	SW 火力发电板块 24 家火电公司资产布局梳理	8
图表 10:	供给指数扩张需求指数收缩	8
图表 11:	库存充足电煤价格下行	8
图表 12:	火电运营商的火电供电煤耗梳理	9
图表 13:	火电运营商的发电量情况梳理	9
图表 14:	标煤价格下降对火电运营商燃料成本的影响	9
图表 15:	SW 内地火力发电板块煤电联营/煤电一体化/参股煤矿梳理	10

1 梳理火电资产质地，探寻结构性机会

1) 从业绩规模看：22 年归母净利润前五为国电电力、深圳能源、内蒙华电、广州发展、申能股份；从业绩增速看：22 年归母净利润增速前五为广州发展、长源电力、通宝能源、国电电力和内蒙华电。

22 年超六成火电运营商业绩同比增速为正，其中 10 家公司实现扭亏为盈。SW 内地火力发电共 30 家，我们剔除深南电 B 和粤电力 B（同一家公司取 A 股分析）；*ST 华源、*ST 金山和*ST 华电 B 以及深南电 A（纯燃机无煤电），选取 24 家火电公司。截至 2023 年 5 月 18 日，我们统计了 24 家公司的基本情况，62.5%的火电公司 22 年业绩同比正增长，其中 10 家火电公司扭亏为盈。主要系 22 年煤价高位回落，叠加市场化电价上浮明显，疏导火电高企成本，火电运营商业绩大幅减亏，部分标的实现扭亏为盈。

图表 1：SW 火力发电板块 24 家火电公司基本情况（截至 2023 年 5 月 18 日）

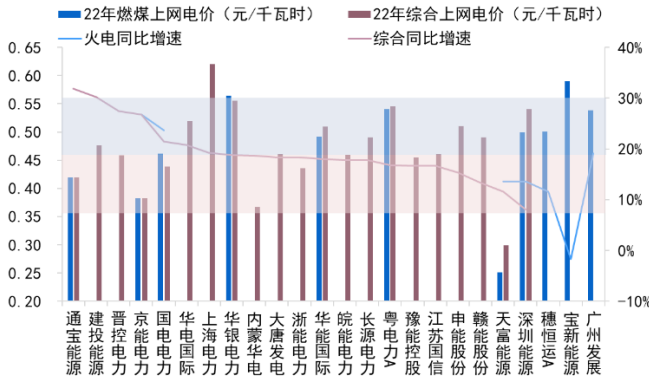
	总市值(亿元)	21年归母净利润(亿元)	22年归母净利润(亿元)	YOY	归母净利变化
深圳能源	324.0	23.9	22.0	-8.0%	
穗恒运A	58.5	1.6	-0.6	-135.7%	
粤电力A	318.5	-29.3	-30.0	-2.6%	
皖能电力	137.1	-13.3	4.3	132.0%	
建投能源	118.4	-22.1	1.0	104.7%	
宝新能源	150.1	8.2	1.8	-77.8%	
晋控电力	100.9	0.0	-6.8	-17871.7%	
赣能股份	86.3	-2.5	0.1	104.3%	
长源电力	156.4	-0.3	1.2	584.5%	
豫能控股	71.3	-20.0	-21.4	-7.0%	
江苏国信	281.1	-3.3	0.7	120.5%	
华能国际	1238.1	-100.1	-73.9	26.2%	
上海电力	312.7	-18.4	3.2	117.5%	
浙能电力	647.6	-8.4	-18.2	-117.8%	
华电国际	592.0	-49.7	1.0	102.0%	
广州发展	220.4	1.7	13.5	686.8%	
天富能源	78.3	-0.4	-2.0	-342.9%	
京能电力	239.0	-31.1	8.0	125.8%	
申能股份	340.7	15.4	10.8	-29.5%	
华银电力	84.3	-22.7	0.3	101.2%	
通宝能源	98.7	1.9	8.5	359.0%	
国电电力	718.8	-18.5	28.2	263.0%	
内蒙华电	271.5	5.0	17.6	255.9%	
大唐发电	493.0	-91.0	-4.1	95.5%	

数据来源：wind，华福证券研究所

22 年火电度电成本仍有上涨，电价上浮助力火电企业成本纾困。22 年煤价有所回落但仍居高位，火电公司度电成本较 21 年仍有涨幅。经梳理 SW 火电 24 家上市公司 22 年电价情况，通宝能源和建投能源综合上网电价涨幅超 30%，4 家公司涨幅介

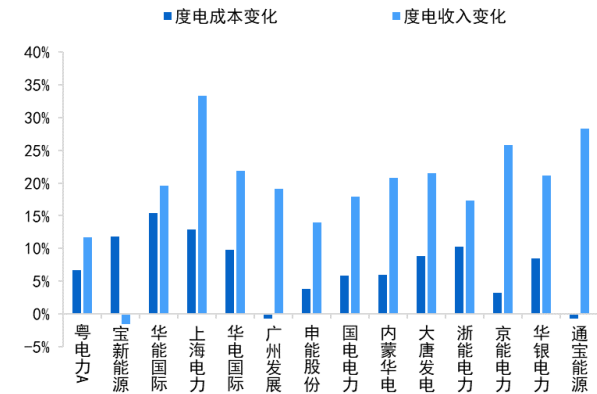
于 20%-30% 之间，14 家公司涨幅介于 10%-20% 之间，受益于燃煤电价市场化改革，22 年多数公司电价上浮明显。得益于明显上浮的电价，多数火电公司度电收入涨幅变化高于度电成本变化，助力火电企业成本纾困。23Q1 部分火电公司电价仍有上浮，预计 23 全年电价涨幅有限，有望维持高位运行。23 年在稳电价预期下，更关注煤价下行带来的业绩修复弹性。

图表 2：22 年 SW 火电各公司电价梳理



数据来源：公司公告，华福证券研究所（内蒙华电、浙能电力和天富能源为不含税口径；粤电力 A、广州发展为火电非燃煤上网电价）

图表 3：22 年 SW 火电各公司度电收入和度电成本



数据来源：公司公告，华福证券研究所（粤电力 A 和华能为煤电，其余均为火电口径，内蒙、浙能和京能成本为报告列示的成本构成变化）

2) 从估值看：PB (LF) 在同行和历史水平上均处于低点的有广州发展、江苏国信；PE (TTM) 在同行和历史水平上均处于低点的通宝能源、内蒙华电、深圳能源、广州发展。

广州发展 PB (LF) 较低，通宝能源 PE (TTM) 较低。对比 24 家公司的 PB (LF) 发现，广州发展 (0.89)、江苏国信 (0.97)、浙能电力 (1.03)、皖能电力 (1.07)、申能股份 (1.08) 处于较低水平；从市净率分位数看，广州发展 (10.59)、宝新能源 (25.16)、穗恒运 A (29.56)、江苏国信 (36.89)、长源电力 (43.69) 处于较低水平。对比 PE (TTM) 发现，通宝能源 (11.98)、内蒙华电 (12.77)、深圳能源 (14.00)、广州发展 (14.72)、申能股份 (21.10) 处于较低水平；从市盈率分位数看，通宝能源 (7.11)、广州发展 (12.17)、内蒙华电 (23.52)、深圳能源 (33.59)、国电电力 (78.50)。其中广州发展的 PB (LF) 和 PE (TTM) 在同行对比和历史水平上均处于较低状态。

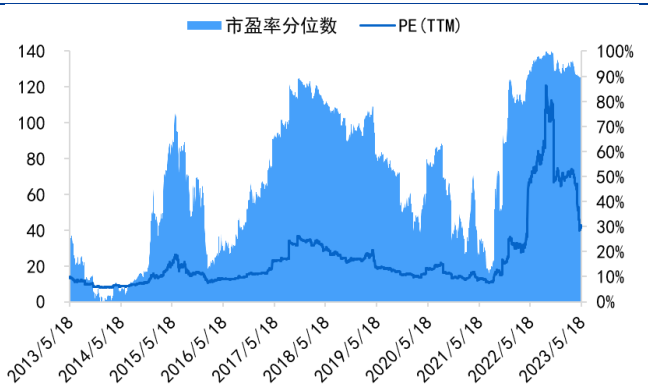
图表 4：SW 火力发电板块 24 家火电公司估值情况

	PB (LF)	市净率分位数	PE (TTM)	市盈率分位数
深圳能源	1.12	56.50	14.00	33.59
穗恒运A	1.16	29.56	89.68	99.24
粤电力A	1.76	94.41	-14.44	0.00
皖能电力	1.07	64.51	33.18	92.16
建投能源	1.23	54.48	-109.98	0.00
宝新能源	1.33	25.16	73.19	94.53
晋控电力	1.52	68.54	-12.22	0.00
赣能股份	1.85	63.32	501.56	99.57
长源电力	1.59	43.69	59.18	93.92
豫能控股	2.13	69.04	-3.40	0.00
江苏国信	0.97	36.89	-769.40	0.00
华能国际	3.09	99.53	-35.56	0.00
上海电力	1.90	66.88	56.39	93.00
浙能电力	1.03	45.92	-45.01	0.00
华电国际	1.68	89.68	104.16	98.71
广州发展	0.89	10.59	14.72	12.17
天富能源	1.34	50.74	52.69	85.06
京能电力	1.12	51.46	26.04	85.25
申能股份	1.08	69.37	21.10	88.32
华银电力	6.50	88.61	256.69	95.37
通宝能源	1.43	71.22	11.98	7.11
国电电力	1.56	86.00	26.29	78.50
内蒙华电	1.76	69.31	12.77	23.52
大唐发电	2.18	96.44	447.90	99.77

数据来源: wind, 华福证券研究所 (PB(LF)和PE(TTM)截至时间为2023年5月18日,分位数区间为2013年5月18日-2023年5月18日)

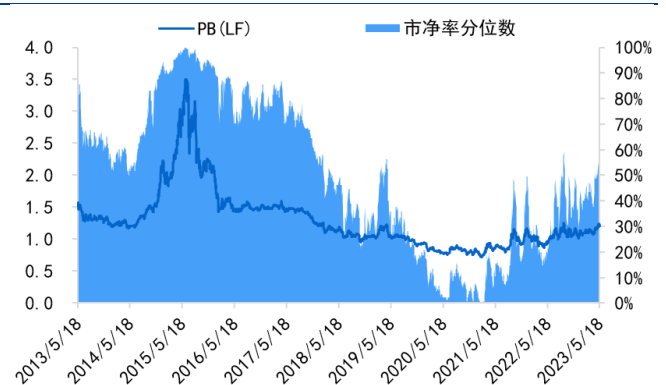
截至5月18日, SW火力发电的PE(TTM)为41.61倍, 市盈率分位数89.63%; PB(LF)为1.21倍, 对应市净率分位数为53.89%。回顾过去10年, 22年中到23年初, SW火力发电的PE(TTM)处于相对高位, 主要是因为高企的煤价, 影响火电公司盈利能力。2015年中旬PB(LF)处于相对高位, 主要系受火电站审批权限下放, 火电建设节奏大幅提速所致。

图表5: 近十年SW火电PE(TTM)情况



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表6: 近十年SW火电PB(LF)情况



数据来源: wind, 华福证券研究所

3) 从煤电装机规模看: 前五为华能国际、国电电力、大唐发电、华电国际、浙能电力。从火(煤)电机组布局看: 布局在广东区域前五为穗恒运A 100%, 宝新能源100%, 广州发展100%, 粤电力A 97%, 深圳能源78.7%; 布局在东部沿海地区占

比超 60% 的公司为穗恒运 A 100%，建投能源 100%，宝新能源 100%，广州发展 100%，粤电力 A 97%，浙能电力 89%，深圳能源 79%，上海电力 73%，江苏国信 65%，中能股份 62%，华能国际 60%。

第一梯队为华能、国电、大唐和华电，华能稳居火电首位。梳理 SW 内地火力发电 24 家上市火电公司装机情况可以发现，第一梯队（华能、国电、大唐和华电）为五大集团之四，国电投集团以大力发展新能源为主要战略，其新能源装机位居首位。煤电装机中华能国际稳居首位，煤电体量较大，位居第二的国电电力装机规模为 70.8GW。

图表 7：SW 火力发电板块 24 家火电公司火电装机梳理

	煤电装机 (GW)	火电装机 (GW)	
深圳能源	6.6	10.9	可控
穗恒运A	1.1	1.1	-
粤电力A	20.6	26.9	控股
皖能电力	8.9	8.9	控股经营
建投能源	9.2	9.2	控制运营
宝新能源	3.5	3.5	-
晋控电力	8.8	8.8	在运
赣能股份	3.4	3.4	投产运营
长源电力	6.3	6.3	可控在运
豫能控股	7.7	7.7	控股
江苏国信	11.8	14.4	-
华能国际	94.1	106.8	可控
上海电力	9.8	12.7	控股
浙能电力	28.9	32.9	管理及控股
华电国际	43.7	52.3	控股
广州发展	-	4.0	可控
天富能源	2.9	2.9	-
京能电力	17.8	17.8	可控
中能股份	8.4	11.8	控股
华银电力	5.2	5.2	可控
通宝能源	1.3	1.3	-
国电电力	70.8	71.8	控股
内蒙华电	11.4	11.4	控股
大唐发电	47.5	53.6	在役

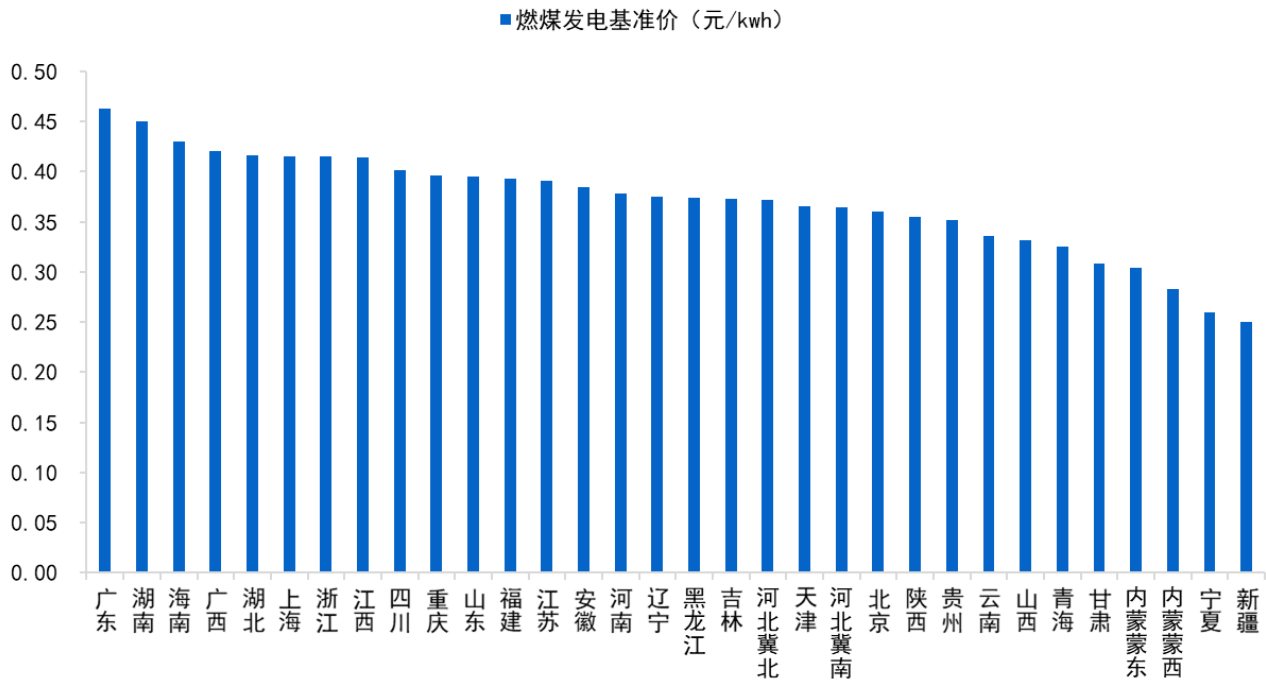
数据来源：公司公告，华福证券研究所

受益于长协煤履约率提升和市场煤价下跌，沿海电厂具有业绩修复弹性优势。

燃煤发电交易基准价最高的是广东省 0.4630 元/千瓦时，最低的是新疆 0.2500 元/千瓦时，其中布局在广东的电厂较多。23 年广东省年度双边协商交易均价为 0.55388 元/千瓦时，较燃煤基准价上浮 19.6%，接近成交上限。此外广东设立一次能源传导机制，进一步疏导高企的煤炭成本。23 年煤价中枢下降叠加长协履约率提升（长协煤低价煤占比提升及高价市场煤价下跌），预计布局广东的火电厂盈利修复弹性较强。按照中电联发布的《2023 年度全国电力供需形势分析预测报告》中对四

大区域的划分，将其分为东部、中部、东北和西部，其燃煤发电基准价的平均水平分别为 0.3968、0.3958、0.3740 和 0.3324 元/kwh，东部地区的燃煤发电基准价平均水平较高，多数煤电厂布局在东部沿海的经济发达地区，电价容忍性较高。沿海电厂由于进口煤占比高，长协煤履约情况较差，导致 22 年盈利承压，预计后续随着燃料成本下行及长协兑现，东部沿海电厂具有一定业绩修复弹性优势。

图表 8：各省/市燃煤基准价情况梳理



数据来源：各政府文件，华福证券研究所

图表 9：SW 火力发电板块 24 家火电公司资产布局梳理

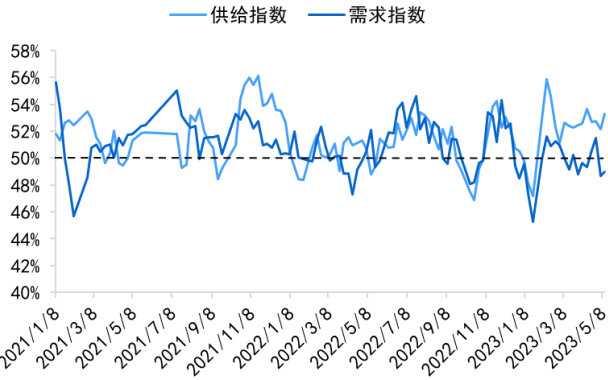
资产分布情况		东部	中部	东北	西部	区域布局
深圳能源	煤电上网：78.7%广东，广东省外21.3%	79%		21%		■ —
穗恒运A	煤电装机：100%广东	100%				■
粤电力A	煤电发电：97%广东，3%新疆	97%			3%	■ —
皖能电力	煤电装机：100%安徽		100%			■
建投能源	煤电装机：100%河北	100%				■
宝新能源	煤电装机：100%广东	100%				■
晋控电力	煤电装机：100%山西		100%			■
赣能股份	煤电装机：100%江西		100%			■
长源电力	煤电装机：100%湖北		100%			■
豫能控股	煤电装机：100%河南		100%			■
江苏国信	煤电上网：65.2%江苏，34.8%山西	65%	35%			■ —
华能国际	煤电上网：21.8%山东，8.2%江苏，8.1%浙江，7.6%江西，6.6%广东，5.3%河南，4.7%上海，4.5%湖北，4.0%福建，3.7%辽宁，3.3%甘肃，3.0%重庆，2.7%河北，2.7%黑龙江，2.6%海南，2.6%湖南，2.1%吉林，2.0%云南，1.6%安徽，1.4%山西，1.2%天津，0.2%北京	60%	23%	9%	8%	■ — —
上海电力	煤电上网：39.2%上海，33.5%江苏，17.5%安徽，9.8%土耳其	73%	18%			■ —
浙能电力	煤电上网：88.9%浙江，4.8%安徽，2.1%新疆，4.2%宁夏	89%	5%		6%	■ — —
华电国际	11.9%安徽，5.4%四川，5.2%湖南，4.8%广东，4.8%河南，3.9%浙江，3.3%	52%	40%		8%	■ —
广州发展	火电装机：100%广东	100%				■
天富能源	煤电上网：100%新疆				100%	■
京能电力	煤电上网：37.7%京津唐，29%内蒙古，15.8%山西，7.7%宁夏，4.3%湖北，3.9%河南，1.5%东北，0.1%江西	38%	24%	2%	37%	■ — ■
申能股份	煤电上网：61.9%上海，29.2%安徽，8.9%宁夏	62%	24%		9%	■ —
华银电力	煤电上网：100%湖南		100%			■
通宝能源	煤电上网：100%山西		100%			■
国电电力	火电上网：19.6%江苏，15.1%安徽，14.1%浙江，9.7%内蒙，6.8%辽宁，6.7%宁夏，6.2%山东，4.7%江西，4.6%福建，4.4%山西，2.7%河北，1.3%天津，1.2%湖南，1.1%广东，0.9%海南，0.7%云南	51%	25%	7%	17%	■ — ■
内蒙华电	煤电上网：59.1%蒙西，40.9%华北		41%		59%	■
大唐发电	火电上网：22.6%京津冀，13.8%广东，12.8%内蒙古，10.7%安徽，7.1%浙江，6.5%江苏，6.2%黑龙江，5.6%山西，5.1%福建，5.1%江西，3.3%辽宁，1.4%重庆	55%	21%	10%	14%	■ — ■

数据来源：公司公告，华福证券研究所

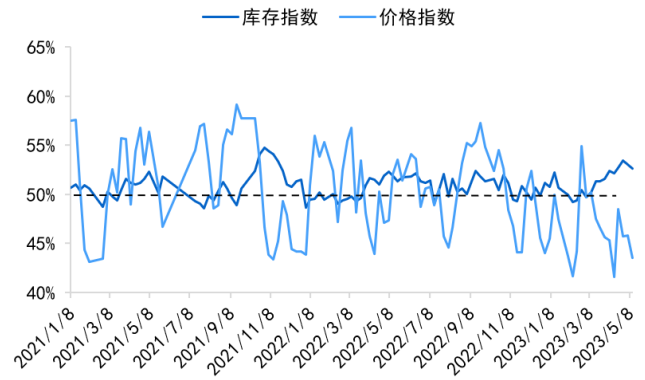
4) 火电供电煤耗：处于较低水平的前五为申能股份、华电国际、华能国际、大唐发电、长源电力；**火电发电量：**前五为华能国际、国电电力、大唐发电、华电国际、浙能电力。**标煤价格等幅下跌带来的业绩弹性（标煤价下跌降本与归母净利润比值）：**前五为华电国际、江苏国信、赣能股份、华银电力、大唐发电。

供给扩张需求收缩，库存扩张价格收缩。2023年1-4月原煤产量15.3亿吨(+4.8%)，国内煤炭产量稳步提升的同时进口煤量也在同比增加，进口量增加主要系印尼煤增产、澳煤放开以及煤炭零进口暂定税率实施期限延长等。中电联数据显示，5月12日供给指数为53.26%，处于扩张区间，需求指数为48.98%，处于收缩区间。供过于求电煤库存指数位于荣枯线以上，为52.61%，电煤价格收缩，价格指数为43.5%。预计短期内煤价仍低位运行，火电运营商持续盈利修复。

图表 10：供给指数扩张需求指数收缩
图表 11：库存充足电煤价格下行



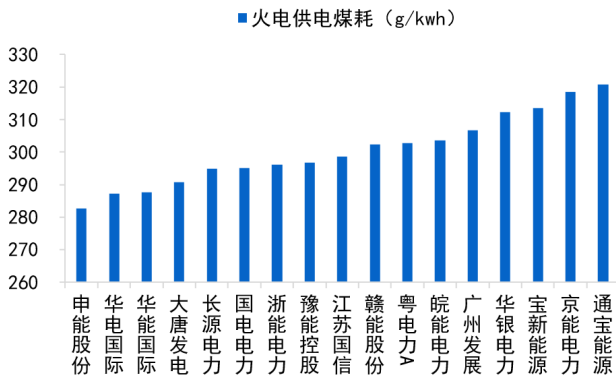
数据来源：中电联，华福证券研究所



数据来源：中电联，华福证券研究所

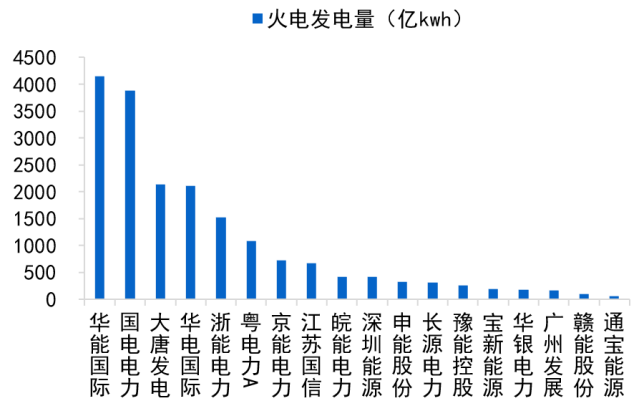
煤电企业长协覆盖率有望提升，标煤价格下降利好火电业绩。通过梳理各公司的火电供电煤耗和发电量，测算公司的标煤采购量，假设火电运营商的入炉标煤价格下降 15 元/吨，降本规模较大的有华能国际、国电电力、大唐发电、华电国际和浙能电力。业绩弹性较大（标煤价下跌降本与归母净利润比值）的公司分别是华电国际、江苏国信、赣能股份、华银电力和 大唐发电。仅从标煤价格等幅下降维度，建议关注这几家公司的长协覆盖率情况，标煤价格的下降带来的业绩弹性可能较大。

图表 12：火电运营商的火电供电煤耗梳理



数据来源：公司公告，华福证券研究所（其中京能和申能为 21 年数据）

图表 13：火电运营商的发电量情况梳理



数据来源：公司公告，华福证券研究所（其中京能和申能为 21 年数据）

图表 14：标煤价格下降对火电运营商燃料成本的影响

	火电供电煤耗 (g/kwh)	火电发电量 (亿 kwh)	标煤采购量 (万吨)	标煤下降 15 元/吨对应降本 (亿元)	标煤下降 30 元/吨对应降本 (亿元)	标煤下降 45 元/吨对应降本 (亿元)	22 年归母净利润 (亿元)
深圳能源	煤机 302.3 燃机 241.6	411.1	1179.8	1.8	3.5	5.3	22.0
粤电力 A	302.9	1086.7	3291.2	4.9	9.9	14.8	-30.0
皖能电力	303.6	411.9	1250.5	1.9	3.8	5.6	4.3
宝新能源	313.5	185.1	580.3	0.9	1.7	2.6	1.8
赣能股份	302.4	95.4	288.6	0.4	0.9	1.3	0.1
长源电力	295.0	311.6	919.0	1.4	2.8	4.1	1.2

豫能控股	296.7	258.9	768.2	1.2	2.3	3.5	-21.4
江苏国信	298.7	664.7	1861.2	2.8	5.6	8.4	0.7
华能国际	287.7	4152.4	11946.0	17.9	35.8	53.8	-73.9
浙能电力	296.1	1518.3	4495.9	6.7	13.5	20.2	-18.2
华电国际	287.1	2111.9	6063.5	9.1	18.2	27.3	1.0
广州发展	306.8	167.3	513.3	0.8	1.5	2.3	13.5
京能电力	318.4	721.4	2297.2	3.4	6.9	10.3	8.0
申能股份	282.7	316.4	894.5	1.3	2.7	4.0	10.8
华银电力	312.4	179.9	562.0	0.8	1.7	2.5	0.3
通宝能源	320.8	59.5	190.8	0.3	0.6	0.9	8.5
国电电力	295.1	3883.3	11458.8	17.2	34.4	51.6	28.2
大唐发电	290.8	2137.8	6217.2	9.3	18.7	28.0	-4.1

数据来源：公司公告，华福证券研究所（其中京能和申能为21年数据）

5) 从煤电联营/煤电一体化/参股煤矿看：建议一线标的企业，华电国际（参股多家煤矿，可享煤电一体化低成本），国电电力（背靠国家能源集团煤电联营优势突出）、内蒙华电（煤电一体化协同发展），此外晋控电力（致力打造煤电一体化公司）、豫能控股（积极开拓煤电一体化业务）、浙能电力（以煤电联营、煤电一体化为战略方向）等公司也提出煤电联营/煤电一体化战略，值得关注。

多数火电企业会参股煤矿以及推动煤电联营或一体化项目，有助于协同发展平滑收益波动。2016年4月国家发改委发布《关于发展煤电联营的指导意见》，提出要积极理顺煤电关系，促进煤电、电力行业协同发展；2018年国家发改委、国家能源局、国家环保部等12部委联合印发《关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见》明确支持煤电联营；2019年以来《关于加大政策支持力度进一步推进煤电联营工作的通知》、《中央企业煤电资源区域整合试点方案》等政策在推进供给侧结构性改革进程中，推动煤炭、电力产业协同发展。参股煤矿及推动煤电联营/一体化项目的煤电公司有助于煤电协同发展平滑收益波动，煤价上涨时相对非煤电联营企业的业绩波动性会更小。

图表 15：SW 内地火力发电板块煤电联营/煤电一体化/参股煤矿梳理

公司	煤电联营/煤电一体化/参股煤矿情况
粤电力 A	参股煤炭项目（霍尔辛赫煤矿项目、内蒙古酸刺沟煤矿项目和云南省威信县观音山煤矿）；子公司博贺能源公司为煤电一体化项目
皖能电力	参股中煤新集利辛发电有限公司（煤电一体化项目），参股国能神皖（具有煤企神华背景）
晋控电力	控股股东同煤集团拥有储量丰富的优质动力煤基地，公司致力于打造国内一流的煤电一体化能源上市公司”，公司所属晋北的火电机组，主要分布在控股股东的优质动力煤基地附近
豫能控股	将积极开拓煤电一体化业务，收购原淮北建业科工贸有限责任公司 100%股（名称变更为河南豫能能源实业有限公司），主要资产为持有陈召新煤田 70%股权，陈召新煤田持有河南省卫辉市陈召煤矿外围区勘探探矿权

江苏国信	苏晋朔电两台 66 万千瓦直接空冷热电联产机组是国家第一批煤电联营重点项目
上海电力	控股淮沪电力、淮沪煤电（煤电联营）
浙能电力	以煤电联营、煤电一体化为战略方向，参股淮浙煤电有限责任公司
华电国际	参控股长城三号、银星煤业、长城五号矿业、福城煤矿、华电煤业等煤炭企业
广州发展	参股年产煤炭 1000 万吨的新东周窑煤矿项目，参股粤黔电力（有煤电联营项目）
金山股份	参股内蒙古白音华海州露天煤矿有限公司，白音华公司为煤电联营
京能电力	参股内蒙古伊泰京粤酸刺沟矿业有限责任公司，涉及煤电联营项目
申能股份	申能安徽平山二期（煤电一体化）
华银电力	攸能公司 2*63 万千瓦（煤电一体化）
通宝能源	参股山西宁武榆树坡煤业有限公司
国电电力	参股同忻煤矿、陕西黄陵建庄矿业等；背靠国家能源集团煤电联营优势突出
内蒙华电	煤电一体化协同发展
大唐发电	参股同煤大唐塔山煤矿有限公司

数据来源：公司公告，华福证券研究所

2 投资组合及建议

建议关注华能国际（火电龙头，机组供电煤耗第 3 且布局在东部沿海电厂占比较高，盈利修复弹性较强）；**申能股份**（机组供电煤耗最小且布局在东部沿海电厂占比较高，盈利修复弹性较强）；**粤电力 A**（布局广东，盈利修复弹性强）、**宝新能源**（布局广东，盈利修复弹性强）、**广州发展**（布局广东，盈利修复弹性强且目前估值水平较低）；**浙能电力**（煤电装机第 5，布局东部沿海，盈利修复弹性较强且以煤电联营、煤电一体化为战略方向）、**上海电力**（布局东部沿海，盈利修复弹性较强）；**大唐发电**（煤电装机第 3，机组供电煤耗第 4，煤价下跌的业绩弹性较大）、**华电国际**（煤电装机第 4，机组供电煤耗第 2，煤价下跌的业绩弹性较大）。

3 风险提示

政策执行不及预期：政策落地执行对环保公用行业中的企业业绩有重大影响，若政策推进不及预期，可能会对行业内上市公司业绩带来不利影响，进而影响公司的市场表现。

项目推进不及预期：项目执行进度对行业内企业的营业收入确定影响重大，若项目推进不及预期，将会使得企业业绩增长不及预期，对企业市场表现带来不利影响。

市场竞争加剧：若未来市场竞争激烈程度不断增加，将会影响企业的业绩增长，同时对企业盈利能力带来不利影响。

研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险：报告中公开资料均是基于过往历史情况梳理，可能存在信息滞后或更新不及时的情况，难以有效反映当前行业或公司的基本面状况。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn