

能源專題

-火電股迎來業績修復期

群益金鼎證券

研究員 沈嘉婕

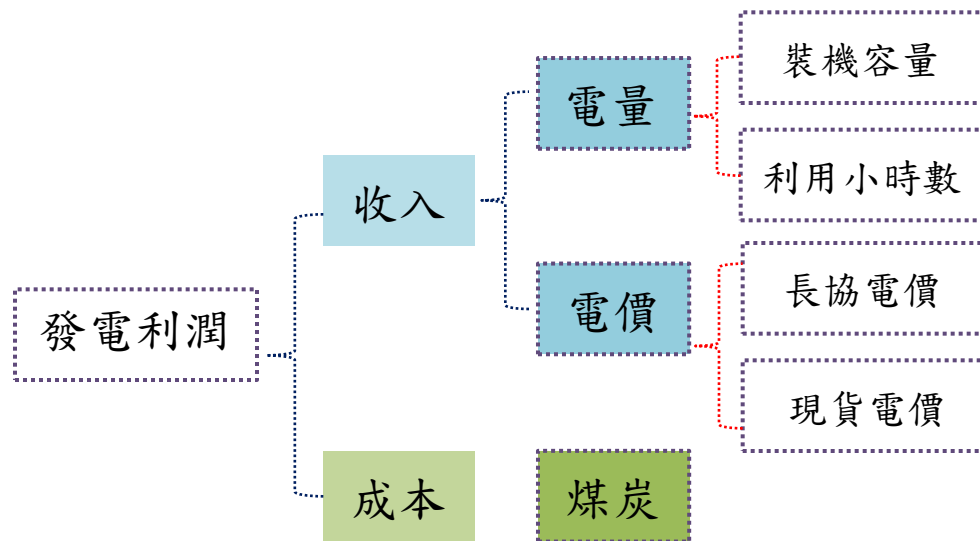
Capital Care 群益關心您

2023/08/07

1. 當下時點關注火電股的原因
2. 煤炭價格回落
3. 今年火電出力增加
4. “雙碳”背景下火電發展空間
5. 火電行業格局和個股推薦

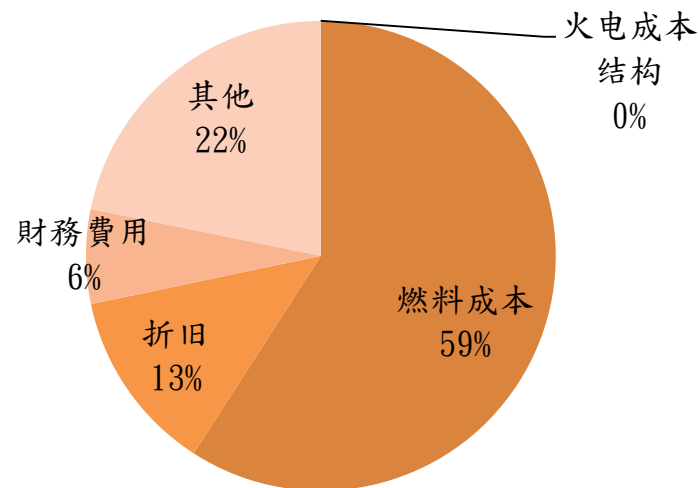
火電盈利影響因素

圖：火電利潤構成



資料來源：群益金鼎證券整理

圖：火電成本結構

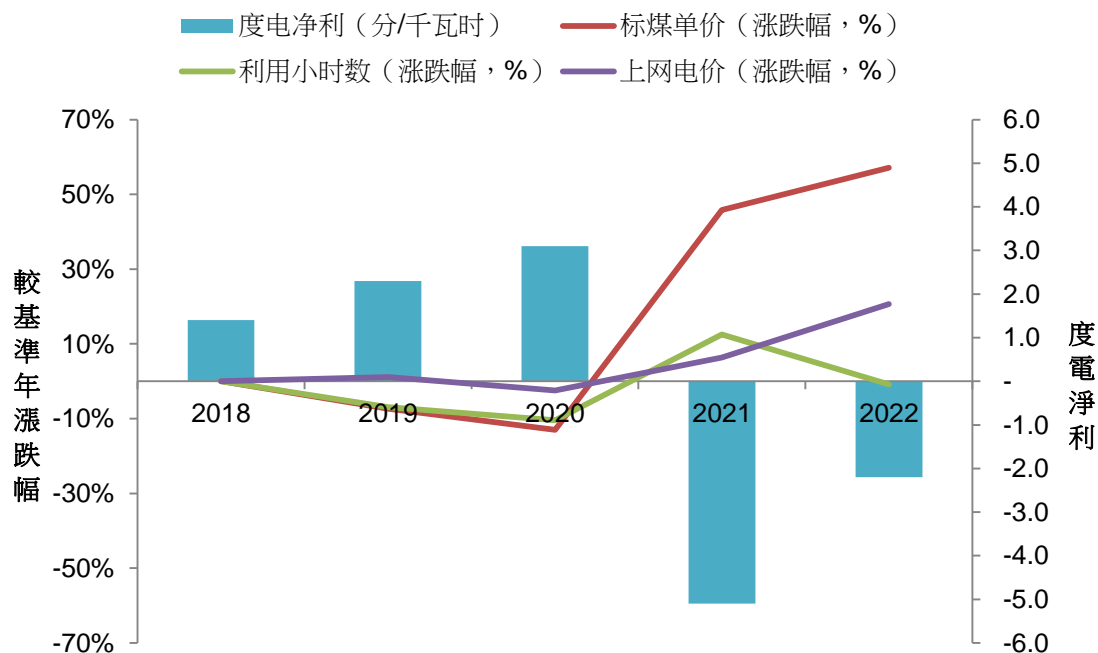


資料來源：公開信息，群益金鼎證券整理

- 火電的利潤與電量和電價正相關。電量受裝機量和利用小時數影響；電價分為長協和現貨價格，電價波動空間正在進一步放開。
- 火電的成本結構中，煤炭等燃料成本占到近六成。

煤價對度電淨利的影響最大

圖：煤炭價格對火電股的利潤影響最大（以華電國際為例，利用小時數、標煤單價和上網電價均為2018年為基準年的漲跌幅）



- 煤價波動的影響遠大於電價和電量的波動，是影響利潤的主要因素。如圖，華電國際的度電淨利變化與煤價漲跌呈明顯負相關走勢；與利用小時數的關係不明顯；上網電價往年變化幅度很小，2022年明顯上漲，對度電淨利有增益作用。

當下時點關注火電股的原因

➤ 煤炭價格步入下行通道

今年國內和進口煤炭供給量均同比增長，供給量整體高于需求，疊加國際原油價格持續回落、發改委控價的影響，煤炭價格下降。

➤ 未來兩年極端天氣增加預計需要更多火電出力

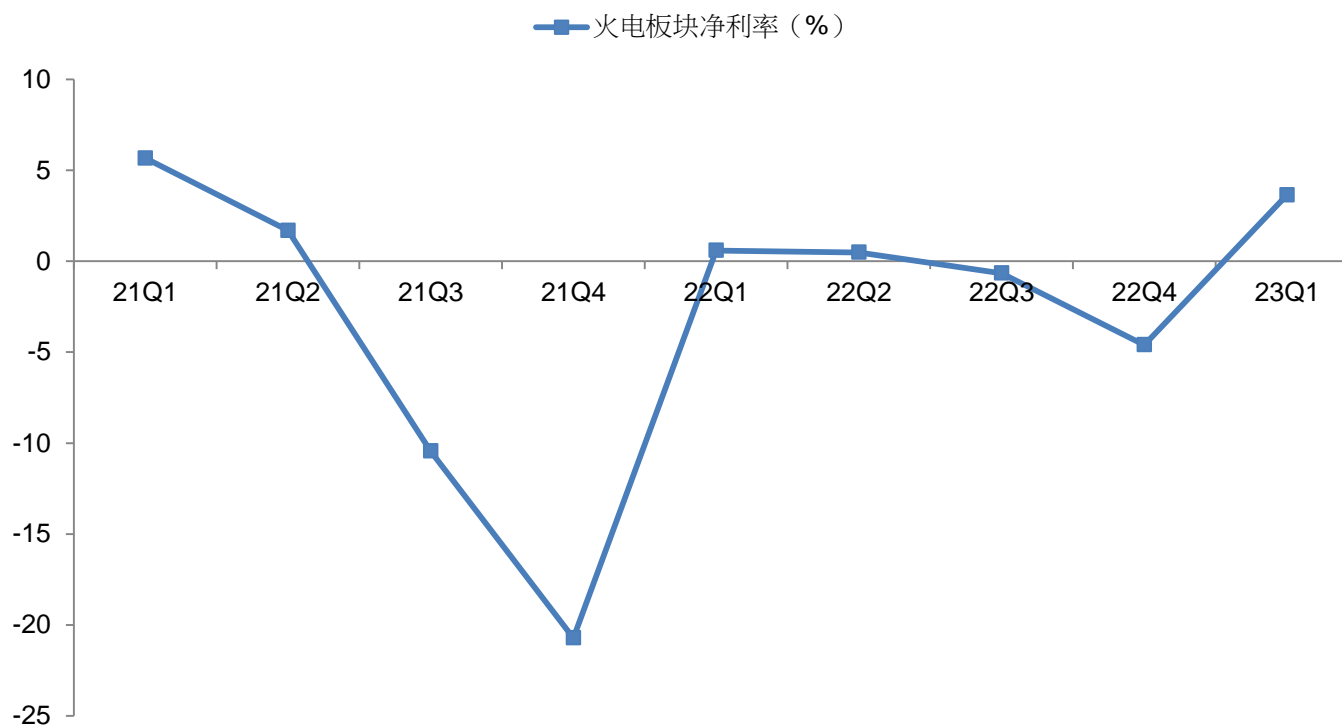
今年西南地區繼續少雨，上半年水電出力下降23%；今年形成了厄爾尼諾條件，未來兩年預計極端天氣出現的情況加劇，可能會引發大面積高負荷用電情況；在清潔電源出力不穩定的情況下，將需要更多的火電出力來保障電力安全。

➤ 新型電力系統需要火電支撐，火電投資重啓

隨著電力供給出現局部緊張、全國緊平衡的情況，“十四五”火電投資開始回升。2022-2023年新核准和開工項目繼續增加。我們認為“十四五”期間火電站投資將呈現增長的態勢。

火電上市公司業績全面修復

圖：A股主要火電上市公司淨利率回升

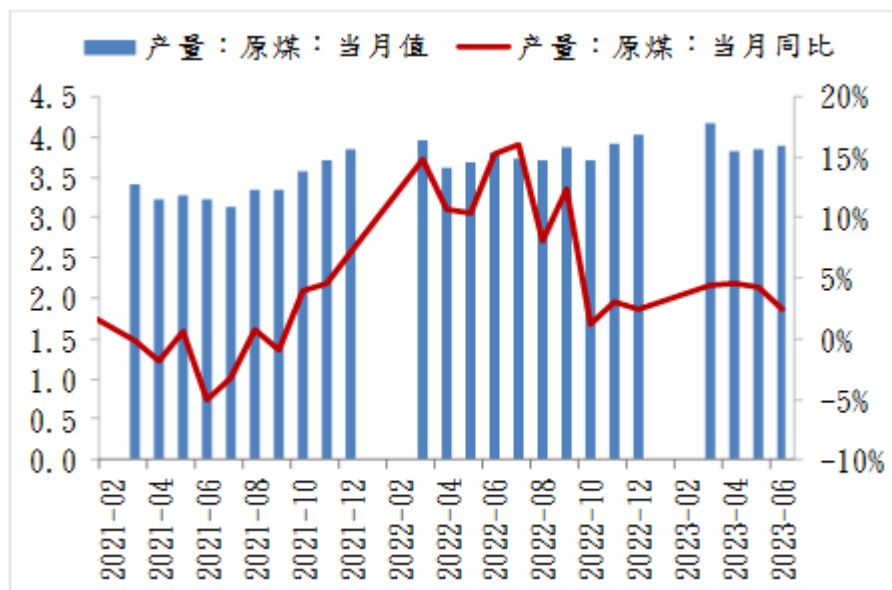


資料來源：Choice，群益金鼎證券整理

煤炭價格下降

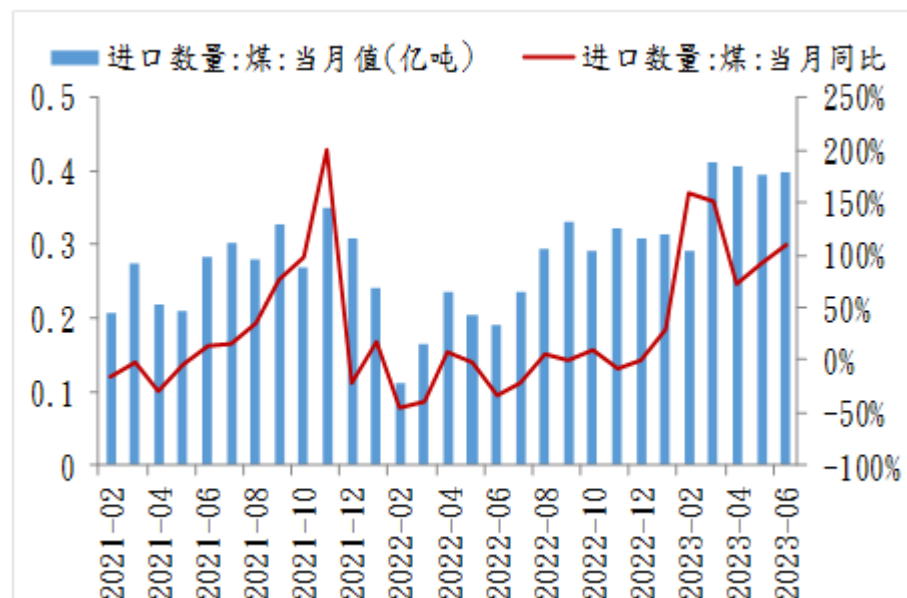
煤炭供給增加

圖：原煤產量及增速（億噸，%）



資料來源：Choice，群益金鼎證券

圖：煤炭進口量（億噸，%）

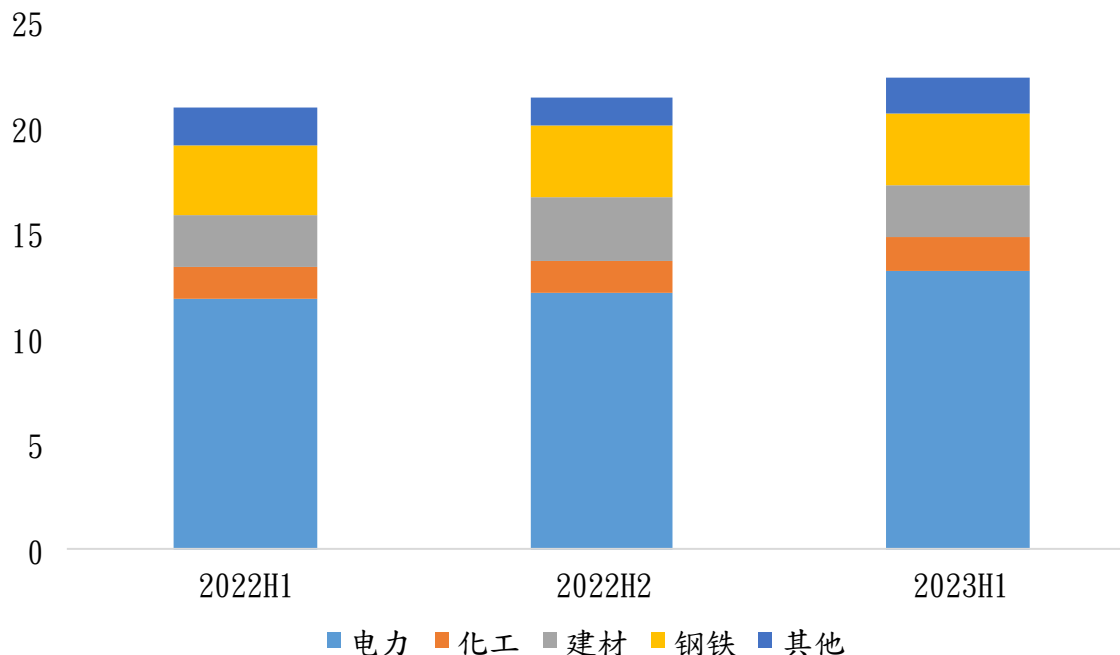


資料來源：Choice，群益金鼎證券

- 2022年來，在“增產保供”政策下，煤炭供給持續增加，2023年上半年國內累計原煤產量23億噸，YOY+4.4%。
- 進口端，疫情影響消退、中澳關係緩和以及煤炭進口零關稅的支持，2023年上半年累計進口煤2.2億噸，YOY+93.0%。
- 上半年國內煤炭整體供應量為25.22億噸，YOY+9.27%。

商品煤消費量穩健增長

圖：中國商品煤消費量（億噸）

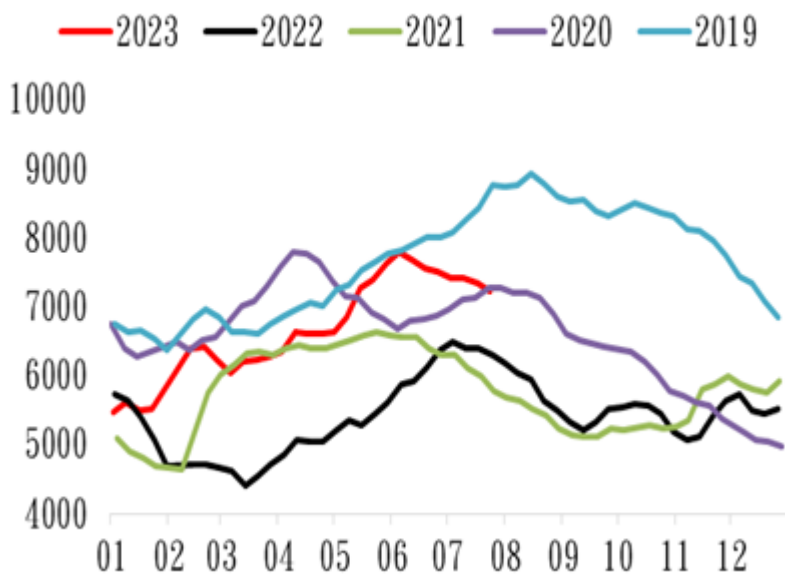


資料來源：煤炭工業協會，群益金鼎證券

- 據煤炭工業協會，2023年1-6月，全國商品煤消費總量約22.5億噸，YOY+7.2%。
- 分行業表現看，電力行業增速最快，累計消費13.3億噸，YOY+11.2%；化工行業累計消費1.6億噸，YOY+3.1%；鋼鐵行業累計消費3.4億噸，YOY+2.3%；建材行業累計消費2.5億噸，YOY+1%。

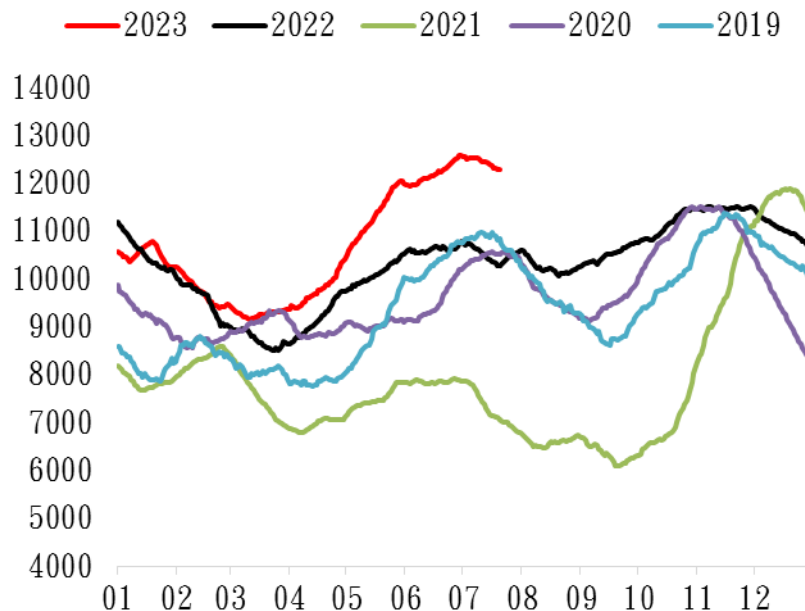
煤炭庫存維持高位

圖：CCTD主流港口庫存（萬噸）



資料來源：CCTD，群益金鼎證券

圖：沿海八省+內陸17省電廠庫存（萬噸）

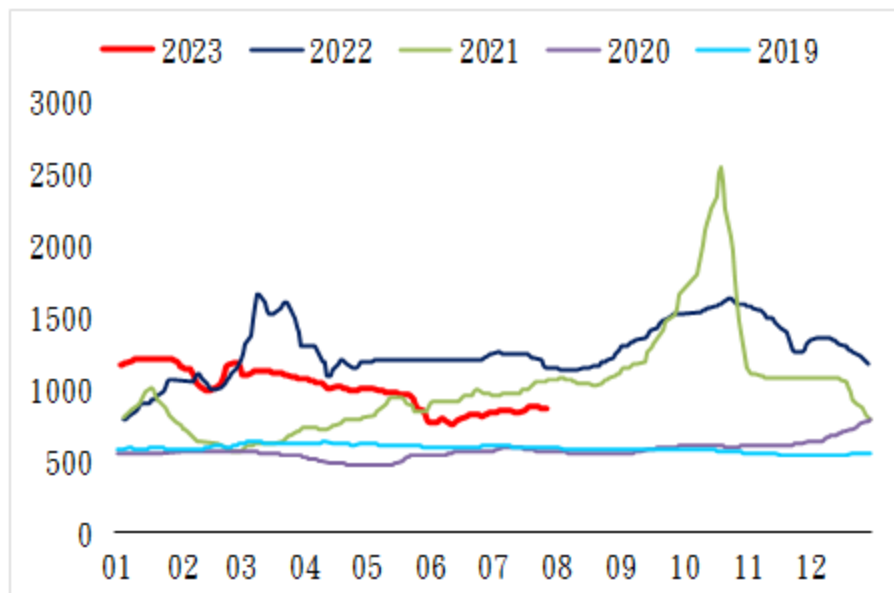


資料來源：CCTD，群益金鼎證券

- 截止7月23日，CCTD主流港口煤炭庫存為7230萬噸，YOY+17.0%
- 截止7月20日，沿海八省+內陸十七省電廠的煤炭庫存為12282萬噸，YOY+19.4%

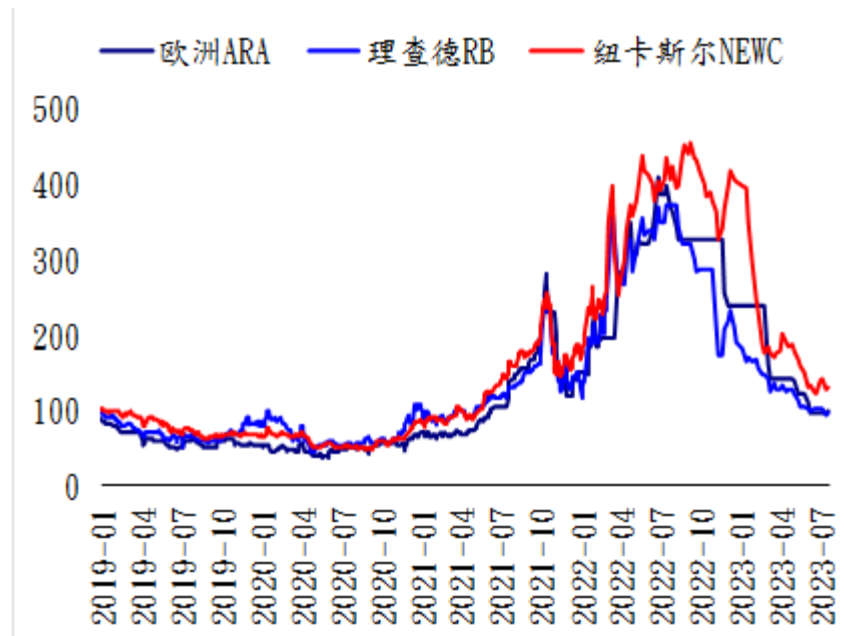
海內外煤炭價格均有回落

圖：秦皇島5500動力煤價格（元/噸）



資料來源：煤炭資源網，群益金鼎證券

圖：海外煤炭價格（美元/噸）



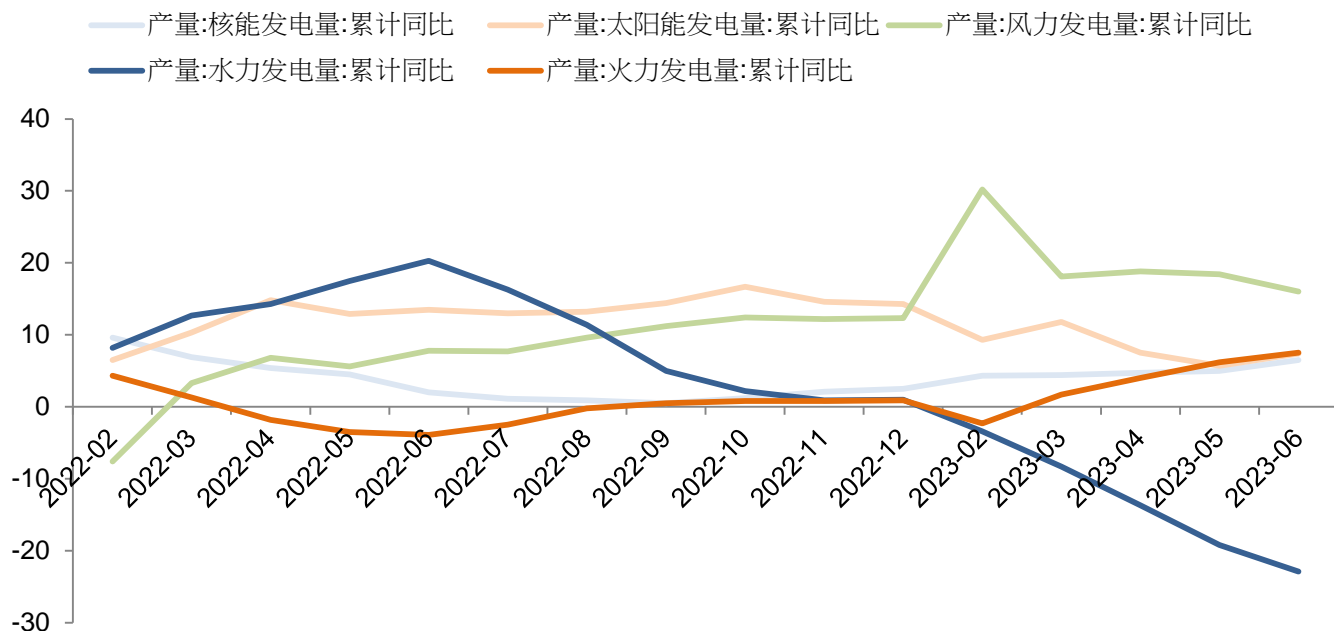
資料來源：Wind，群益金鼎證券

- 國內煤炭價格同比回落。截止2023年7月28日，秦皇島動力煤5500價格為858元/噸，YOY-25.3%。
- 海外煤炭價格也大幅回落。截止2023年7月21日，歐洲ARA、理查德RB、紐卡斯爾NEWC價格分別為97.5美元/噸（YOY-73.5%）、95.2美元/噸（YOY-74.3%）、131美元/噸（YOY-67.6%）。

今年火電出力增加

今年火力發電量明顯上升

圖：1-6月火力發電量明顯上升

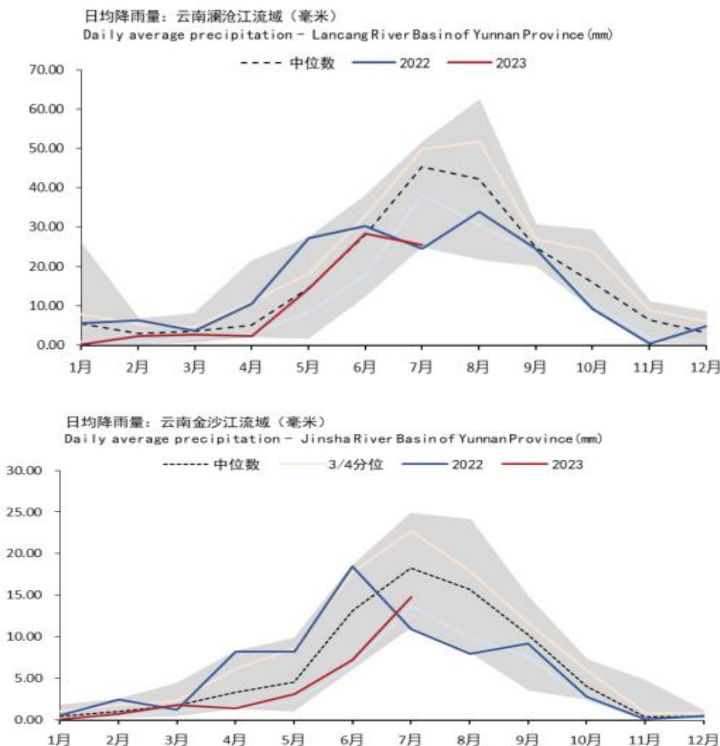


資料來源：國家統計局，群益金鼎證券整理

- 1-6月，全國累計發電量同比增長3.8%，其中火電增長7.5%，水電下降22.9%，太陽能、風力和核電發電量分別同比增長7.4%、16%和6.5%。
- 水電是第二大發電量來源，2022年占全國發電總量的14.3%。水力發電量的下降將促使火力發電機組超預期運行。

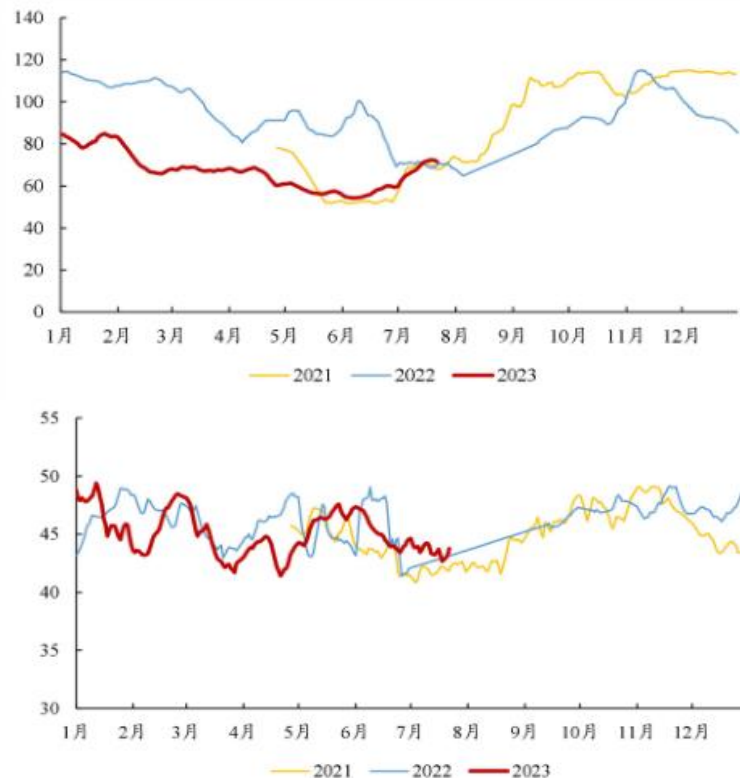
雲南降雨量少影響水電出力

圖：今年雲南月度日均降雨量統計



資料來源：Meteomanz，群益金鼎證券整理

圖：溪洛渡水庫（上）和向家壩水庫（下）蓄水量（億立方米）

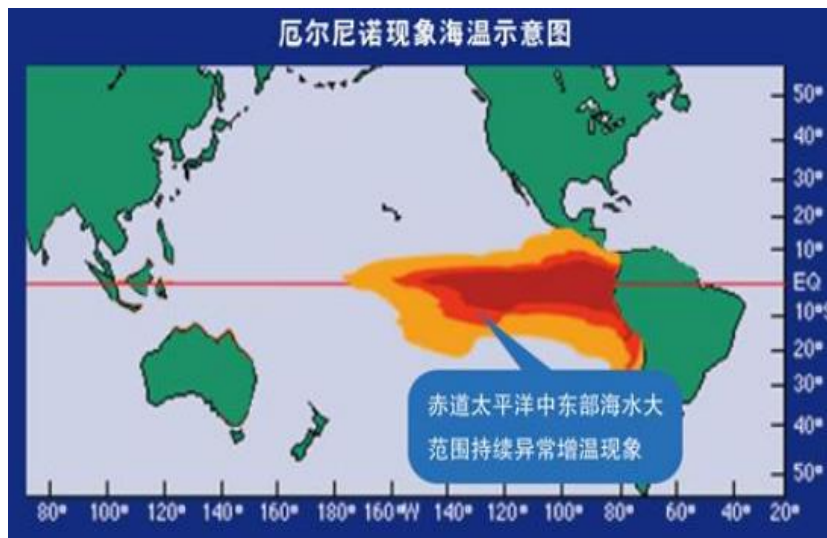


資料來源：政府公開信息，群益金鼎證券整理

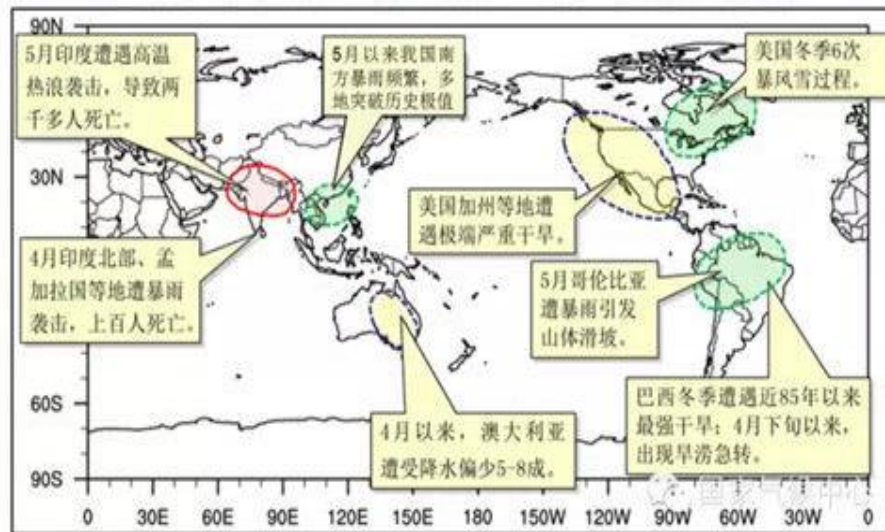
- 根據國家氣候中心預測，今年雲南降雨量將比平均年份偏枯20%。雲南是西電東送的主力省份，其水電減少將影響廣東和長三角的用電。上半年雲南外送電量同比下降23.2%。

厄爾尼諾將引發更多極端天氣

圖：厄爾尼諾現象海溫示意圖



圖：2015年強厄爾尼諾現象引發的極端天氣



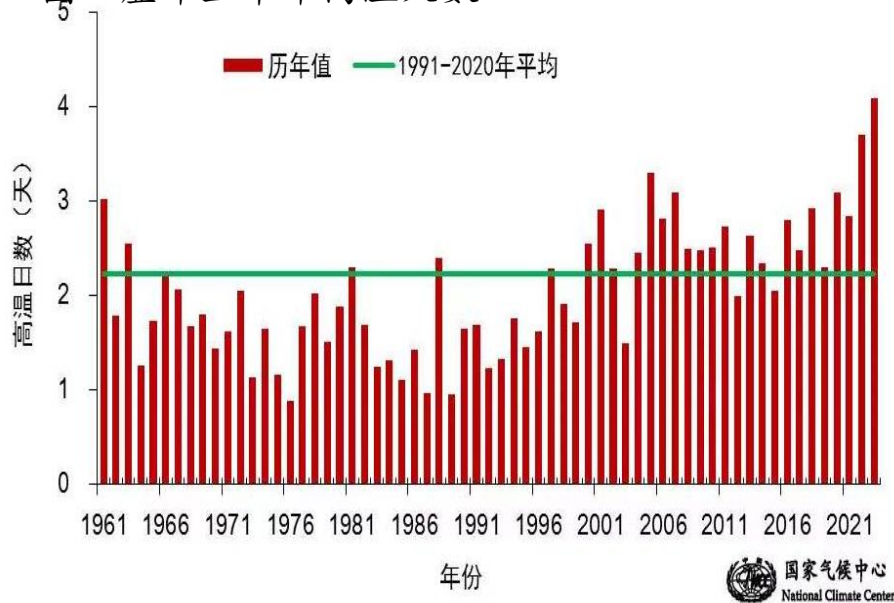
資料來源：國家氣候中心，群益金鼎證券整理

資料來源：國家氣候中心，群益金鼎證券整理

- 7月4日世界氣象組織（WMO）宣布熱帶太平洋地區7年來首次形成厄爾尼諾條件，預計2023年7-9月出現厄爾尼諾事件并持續到年底的可能性為90%，此次事件至少為中等強度。未來5年內大概率出現創紀錄極端高溫。
- 厄爾尼諾現象與熱帶太平洋中部和東部的海洋表面溫度變暖有關。該現象將導致全球氣溫飆升，極端天氣頻次更多、範圍更廣、強度更強。

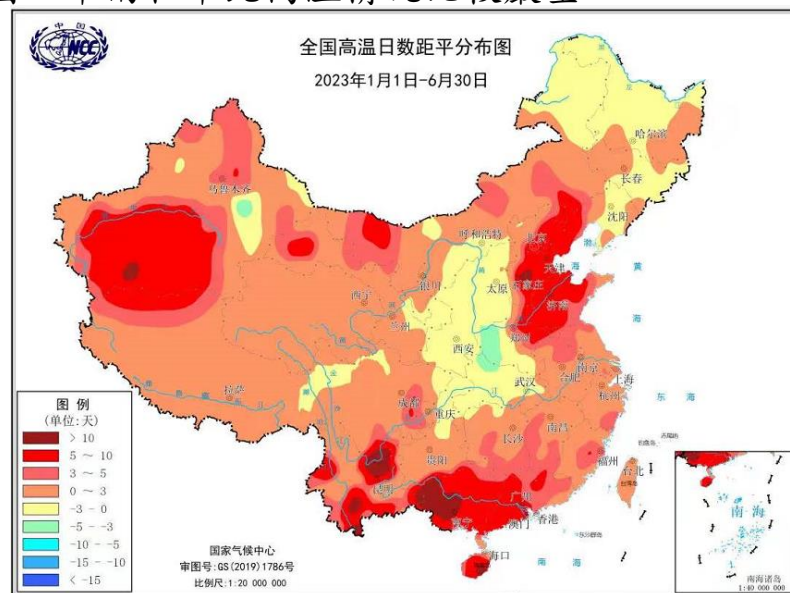
今年上半年全國高溫時間偏多

圖：歷年上半年高溫天數



資料來源：國家氣候中心，群益金鼎證券整理

圖：華南和華北高溫情況比較嚴重



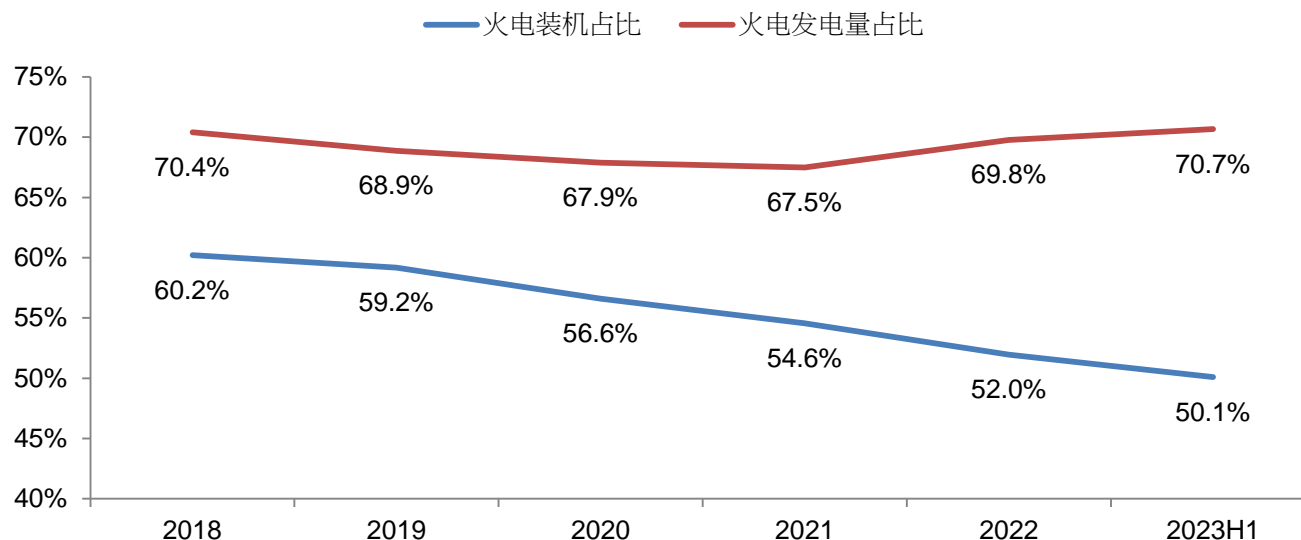
資料來源：國家氣候中心，群益金鼎證券整理

- 今年上半年，我國平均高溫（日最高氣溫 $\geq 35^{\circ}\text{C}$ ）日數為4.1天，比常年同期偏多1.9天，為1961年以來同期最多。5月28日至6月5日，我國出現首次區域性高溫過程，比常年偏早16天。
- 今年上半年華北東部、華東北部、華南西部、西南地區南部及新疆南部、內蒙古西部氣溫偏高情況尤為明顯。6月份華北地區反復出現高溫，在歷史上都是比較極端的。
- 極端高溫將引發電力系統高負荷時間延長，需要更多火電出力來保障電力系統穩定。

“雙碳” 背景下火電的發展空間

火電出力遠超裝機量

圖：火電發電量占比遠超裝機量



資料來源：中電聯，群益金鼎證券整理

- 在“雙碳”背景下，近年來新增裝機大部分為可再生能源，火電占比在逐年下降。
- 與裝機量不同，火電的發電量占比近年來仍保持高位，特別在去年和今年高溫少雨的極端天氣情況下，火電發電量的占比上升至70.7%。
- 火電是電力系統的“穩定器”。清潔能源出力具有“極熱無風，晚峰無光，冬季水枯”的特性，與電力高負荷時間段不匹配，且不具備及時的調節能力，因此火電仍承擔著電力供應的基礎保障作用。

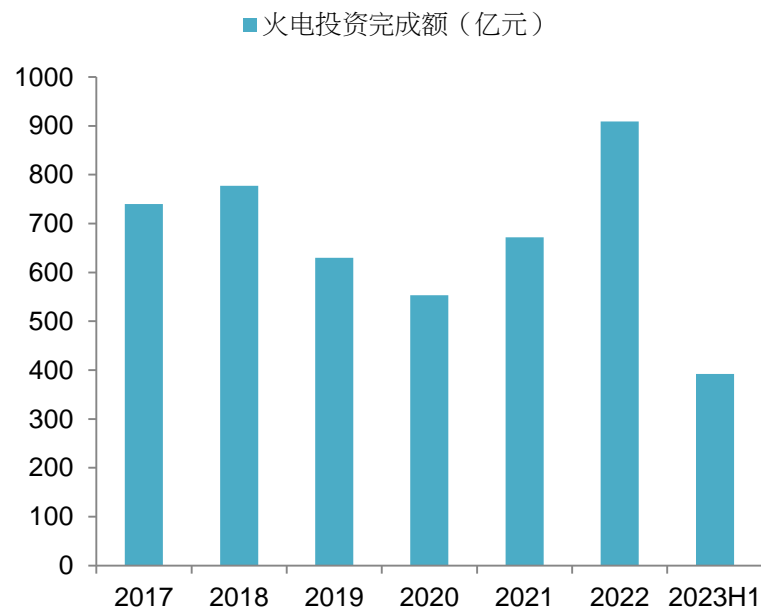
“用電荒”促使火電投資額回升

圖：天氣原因導致頻繁缺電

	限電省份	缺電原因
2021.5	廣東	<ul style="list-style-type: none"> • 旱情導致雲南東送水電和省內水電出力下降 • 高溫導致用電負荷提升
2021.9	雲南	<ul style="list-style-type: none"> • 高溫導致用電負荷提升 • 旱情導致水電出力下降
2021.9	東北	<ul style="list-style-type: none"> • 風況差導致風電出力不足 • 電煤緊缺導致火電出力下降
2022.7	川渝	<ul style="list-style-type: none"> • 高溫少雨，用電負荷提升，水力發電下降

資料來源：中電聯，群益金鼎證券整理

圖：2021年起火電投資額回升

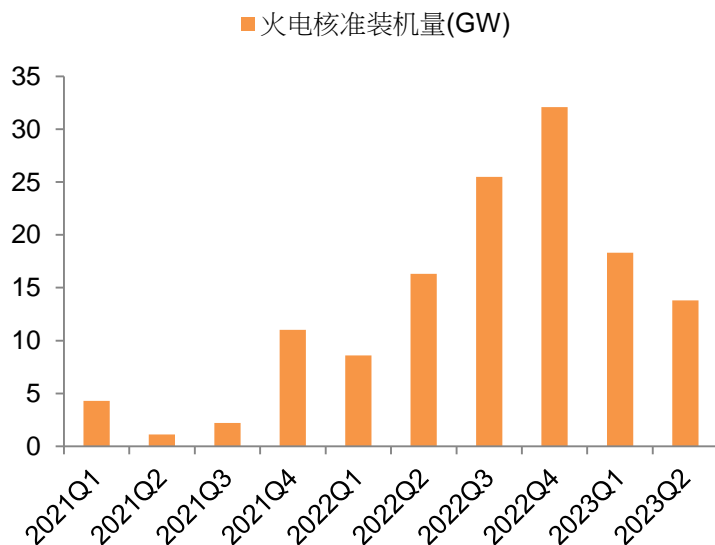


資料來源：中電聯，群益金鼎證券整理

- “十三五”期間火電投資放緩，2020年火電投資完成額為2004年以來新低。隨著經濟發展，電力供需逐漸由寬鬆轉變為局部緊張、全國緊平衡的狀態。
- 由于2021年夏季和冬季發生了較為嚴重的多省份缺電現象，火電投資政策發生轉變，火電投資額在2021年開始回升。

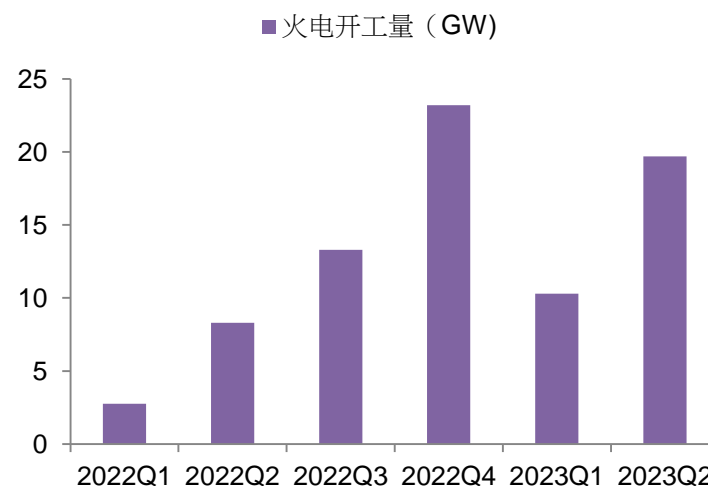
火電項目審批和開工繼續提速

圖：火電核准裝機量增加



資料來源：北極星電力，群益金鼎證券整理

圖：火電開工量明顯增長

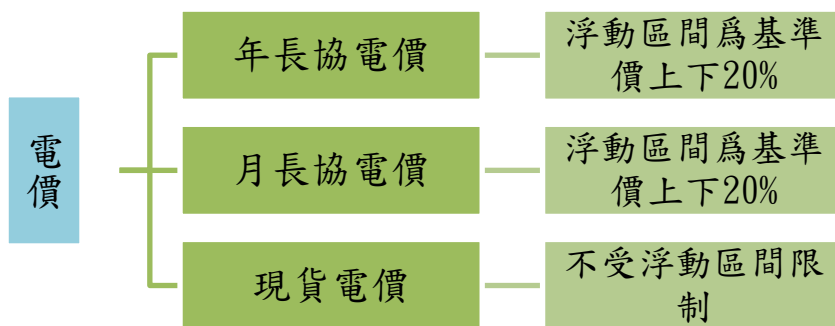


資料來源：北極星電力，群益金鼎證券整理

- 根據公開信息，2022年國內新核准火電裝機量約達82.5GW，是2021年的4.4倍。火電項目審批速度明顯加快。2023年上半年的核准裝機量同比增29%，全年預計略高于去年。
- 2022年火電項目的開工量呈現逐季明顯增長的態勢，2023Q1和Q2開工量繼續放大，同比分別增長2.7倍和1.4倍。推測2024年和2025年將是火電投產的大年。

火電廠將受益于電價上浮

圖：火電價格形成機制



資料來源：群益金鼎證券整理

表：多省份電價頂格上浮

省份	燃煤標杆電價 (元/MWh)	2023年度成交電價 (元/MWh)	較標杆電價上浮/%
廣東	463	553.88	19.63%
江蘇	391	466.64	19.35%
陝西	354.5	425.4	20.00%
海南	429.8	515.76	20.00%

資料來源：北極星電力，群益金鼎證券整理

- 2021年，發改委下發《關於進一步深化燃煤發電上網電價市場化改革的通知》，推動電價改革落地，《通知》將市場交易電價的上下浮動範圍擴大至20%（原來是下浮15%，上浮10%），并且高耗能企業不受限制。該政策有利于提高火電廠的收入彈性。
- 由于用電緊張，今年廣東、江蘇、山西等多個省份的長協電價頂格上浮。

火電個股推薦

- 行業格局介紹
- 個股推薦

火電行業格局

圖：大型央企和地方國企發電集團

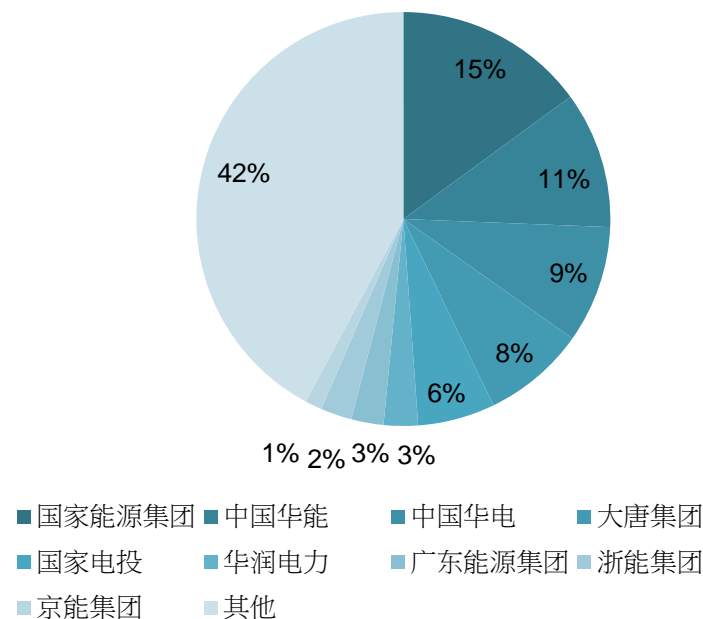
大型
央企



地方
國企



圖：截止2022年末各集團火力發電規模占比



資料來源：統計局，群益金鼎證券整理

➤ 火電行業主要由6個大型央企發電集團，以及地方能源集團組成。國家能源集團、中國華能、中國華電、大唐集團和國家電投等央企在多省份布局，地方能源集團多在本省內供電。

火電上市公司裝機規模

表：A股主要火電上市公司

		火電裝機 (萬千瓦)	火電占比	火電區域
600011.SH	華能國際	10680	83%	廣東37%，福建20%，雲南18%，海南15%，安徽10%
600027.SH	華電國際	5229	95.5%	山東43%、湖北16%，安徽11%
600023.SH	浙能電力	3290	99.4%	浙江80%以上
000539.SZ	粵電力A	2694	91%	廣東
600578.SH	京能電力	1780	98.6%	內蒙古58%，山西18%
002608.SZ	江蘇國信	1685	82%	江蘇67%，山西33%
000543.SZ	皖能電力	1322	99.4%	安徽84%，新疆16%
600863.SH	內蒙華電	1140	88.7%	內蒙古
000767.SZ	晉控電力	1083	100%	山西
000600.SZ	建投能源	915	100%	河北
001896.SZ	豫能控股	766	93.8%	河南
000966.SZ	長源電力	629	86.2%	湖北
600744.SH	華銀電力	524	83.2%	湖南
000690.SZ	寶新能源	347	98.6%	廣東
000899.SZ	贛能股份	340	94.3%	江西
600509.SH	天富能源	289	91.4%	新疆
600780.SH	通寶能源	128	100%	山西

資料來源：公司公告，群益金鼎證券整理

火電上市公司擴產情況

表：火電上市公司待投產煤電項目情況

		在建+核准項目投產後較 2022年底裝機量的增幅	資產負債率
600011.SH	華能國際	0.69%	74.8%
600027.SH	華電國際	9.9%	68.4%
600023.SH	浙能電力	13.3%	44.2%
000539.SZ	粵電力A	38.9%	78.2%
600578.SH	京能電力	20.5%	65.3%
002608.SZ	江蘇國信	42.2%	53.9%
000543.SZ	皖能電力	27.7%	62.4%
600863.SH	內蒙華電	--	48.7%
000767.SZ	晉控電力	37.7%	82.9%
000600.SZ	建投能源	27.7%	66.1%
001896.SZ	豫能控股	--	86.9%
000966.SZ	長源電力	63.9%	68.0%
600744.SH	華銀電力	--	93.0%
000690.SZ	寶新能源	57.6%	43.8%
000899.SZ	贛能股份	28.8%	59.9%
600509.SH	天富能源	--	71.7%
600780.SH	通寶能源	--	34.3%

資料來源：公司公告，群益金鼎證券整理

火電上市公司分紅情況

表：火電上市公司上市以來分紅率，以及2019-2020年股息率

		上市以來分紅率	2020年股息率	2019年股息率
600011. SH	華能國際	63.4%	2.0%	1.5%
600027. SH	華電國際	37.1%	4.11%	2.4%
600023. SH	浙能電力	50.5%	4.7%	4.21%
000539. SZ	粵電力A	50.1%	1.69%	1.69%
600578. SH	京能電力	53.2%	3.22%	3.25%
002608. SZ	江蘇國信	34.5%	2.7%	--
000543. SZ	皖能電力	37.5%	1.14%	1.79%
600863. SH	內蒙華電	51.2%	3.17%	3.17%
000767. SZ	晉控電力	--	--	--
000600. SZ	建投能源	47.5%	2.45%	1.73%
001896. SZ	豫能控股	--	--	--
000966. SZ	長源電力	24.1%	0.85%	1.19%
600744. SH	華銀電力	--	--	--
000690. SZ	寶新能源	35.6%	4.45%	2.97%
000899. SZ	贛能股份	53.8%	1.15%	1.15%
600509. SH	天富能源	65.3%	0.15%	--
600780. SH	通寶能源	15.8%	0.93%	0.83%

資料來源：公司公告，群益金鼎證券整理

注：2021-2022年由于火電公司普遍虧損，多數公司未實行分紅，因此采用2019-2020年數據進行比較

火電上市公司經營現金流情況

表：A股主要火電上市公司歷年經營性淨現金流（億元）

		2019年	2020年	2021年	2022年
600011.SH	華能國際	373	420	60	325
600027.SH	華電國際	214	252	-64	97
600023.SH	浙能電力	90	101	8	2
000539.SZ	粵電力A	83	63	0	15
600578.SH	京能電力	42	50	6	62
002608.SZ	江蘇國信	46	82	-17	47
000543.SZ	皖能電力	27	29	-11	29
600863.SH	內蒙華電	39	39	31	52
000767.SZ	晉控電力	22	28	20	11
000600.SZ	建投能源	25	26	1	19
001896.SZ	豫能控股	16	12	-2	0
600744.SH	長源電力	17	6	7	7
000690.SZ	華銀電力	13	24	-9	6
000899.SZ	寶新能源	19	35	14	12
600509.SH	贛能股份	3	5	2	0
600011.SH	天富能源	12	12	8	9
600780.SH	通寶能源	11	10	9	13

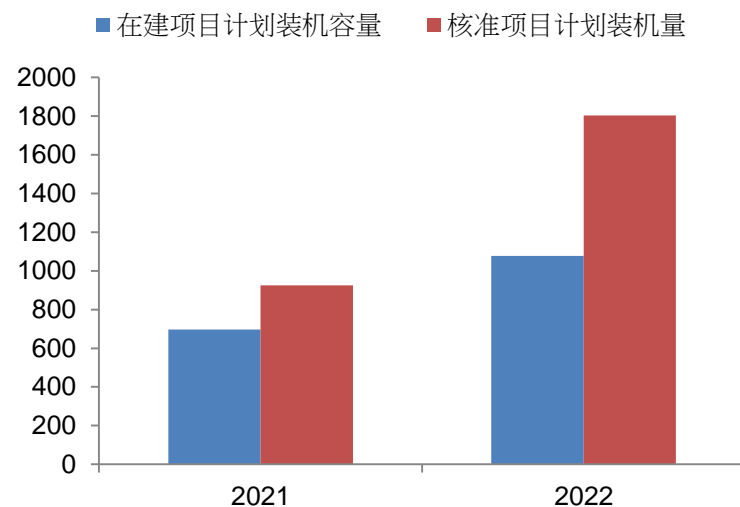
資料來源：公司公告，群益金鼎證券整理

投資建議：

- **穩健角度：**
華能國際、華電國際、浙能電力、京能電力
- **增長角度：**
皖能電力、粵電力A、江蘇國信、長源電力、寶新能源、建投能源
- **缺電角度：**
粵電力A（廣東）、寶新能源（廣東）

- 公司發布2023年半年度業績預告，實現歸母淨利潤8-9.5億元，同比扭虧（扣非後淨利潤8-9.5億元，同比扭虧），錄得EPS為0.15-0.18元。上半年公司發電量和上網電量穩步提高，累計發電量565.51億千瓦時，同比增加15.2%，其中煤電完成449.09億千瓦時，同比增加13.1%；公司累計上網電量534.8億千瓦時，同比增加15.4%，其中煤電完成421.46億千瓦時，同比增加13.13%。
- 公司是廣東省內規模最大的電力上市公司。23年廣東經濟復蘇帶動用電快速增長，長協電價同比顯著上漲；同時煤炭價格持續回落，火電利潤有望釋放。
- 廣東省受到雲南水電供應影響比較大，雲南水利開發接近尾聲，廣東需要省內的電源增量，公司電源投資有望持續增長。我們預計公司2023和2024年實現淨利潤20.1和29.8億元，24年增長48%，EPS分別為0.38元和0.57元，當前股價對應PE分別為19和13倍，PB為1.88倍，給予“買進”建議。

圖：公司在建/核准項目明顯增長（單位：GW）



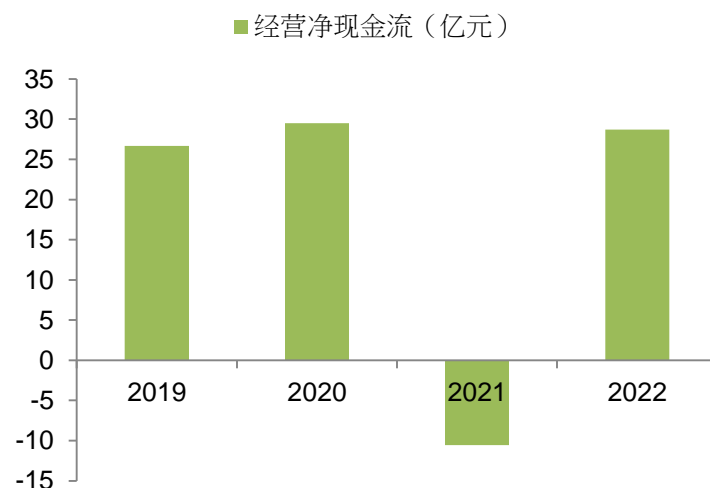
資料來源：公司公告，群益金鼎證券

	營收 (百萬元)	年成長率 (%)	稅後純益 (百萬元)	年成長率 (%)	EPS (元)
2022	52661	18%	-3004	--	-0.57
2023F	59093	12%	2012	--	0.38
2024F	66184	12%	2975	48%	0.57

*以股本52.5億計算，股價為2023年08月02日收盤價

- 公司發布2023年半年度業績預告，預計實現歸母淨利潤5-7億元，同比增長49.3%-108.96%（扣非後淨利潤4.45-6.45億元，同比增長77.7%-157.5%），錄得EPS為0.22-0.30元。公司業績大幅增長主要是因為報告期內煤價下降，以及公司發電量增長。
- 公司是安徽能源集團下屬火電企業，電力資產均位于安徽省內，近年來安徽用電增速位居全國前列，2022年同比增長10.2%。2022年末公司控股發電裝機量為8.9GW，同期在建4.3GW。公司是皖能集團的主要電力資產整合平臺，大股東承諾將其持有的火電、水電、環保等資產逐步注入公司。通過積極投資和資產注入，公司裝機規模增長可期。
- 今年公司業績將受益於煤價下降，看好公司的業績彈性。我們預計公司2023和2024年實現淨利潤10.8和13.3億元，同比增長153%和24%，EPS分別為0.48元和0.59元，當前股價對應PE分別為14.5倍和11.8倍，PB為1.25倍，給予“買進”建議。

圖：公司經營淨現金流快速恢復



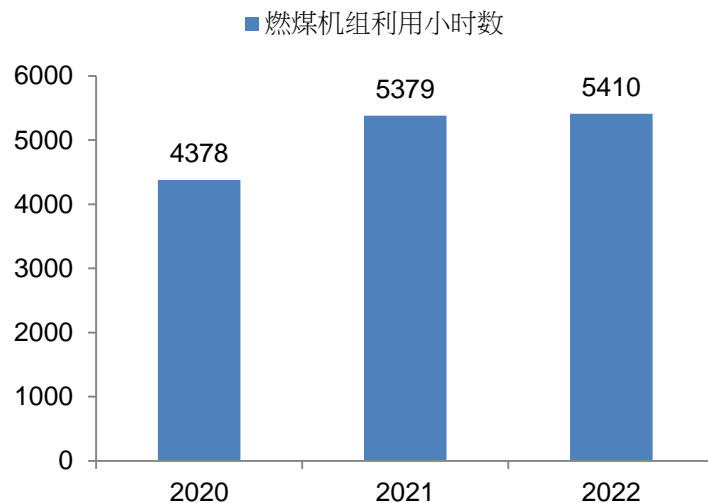
資料來源：公司公告，群益金鼎證券

	營收 (百萬元)	年成長率 (%)	稅後純益 (百萬元)	年成長率 (%)	EPS (元)
2022	24276	15%	425	--	0.19
2023F	27289	12%	1077	153%	0.48
2024F	29056	6%	1334	24%	0.59

*以股本22.67億計算，股價為2023年08月02日收盤價

- 公司發布2023年半年度業績預告，預計實現歸母淨利潤23.48-31.77億元，同比增長490%-698%（扣非後淨利潤22.15-29.97億元，同比增長11-16倍），錄得EPS為0.17-0.237元。由于煤炭價格下跌，公司上半年業績顯著改善。
- 上半年公司完成發電量748.9億千瓦，上網電量709.3億千瓦，同比分別上漲11.34%和11.6%。
- 公司是全國最大的地方性發電企業，僅次于5家發電央企。截止2022年底，公司管理機組總裝機量為3311.28萬千瓦。浙江是經濟大省，近兩年電力供需偏緊，公司火電利用小時數明顯提升。
- 根據浙江省火電十四五規劃，公司火電裝機預計穩步增長。此外，公司布局核電領域，參股多家核電公司；投資中來股份，布局光伏設備。公司多領域布局有助于提升盈利的穩定性。我們預計公司2023和2024年實現淨利潤64和77億元，2024年同比增長21%，EPS分別為0.48元和0.58元，當前股價對應PE分別為10.3和8.5倍，PB為1.05倍，預計股息率4.7%，給予“買進”建議。

圖：公司機組利用小時數位于高位



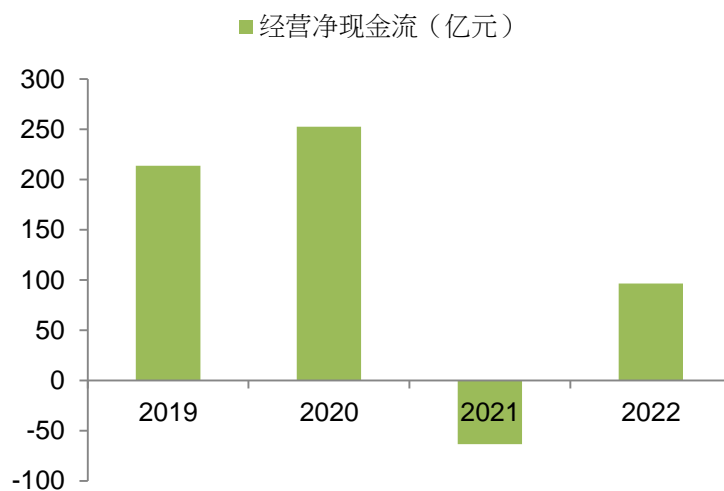
資料來源：公司公告，群益金鼎證券

	營收 (百萬元)	年成長率 (%)	稅後純益 (百萬元)	年成長率 (%)	EPS (元)
2022	80195	13%	-1822	--	-0.14
2023F	83050	4%	6403	--	0.48
2024F	86754	4%	7770	21%	0.58

*以股本134億計算，股價為2023年08月02日收盤價

- 公司發布2023年半年度業績預告，預計實現歸母淨利潤23.5-28.2億元，同比增長43%-71%（扣非後淨利潤20.8-25.5億元，同比增長61%-98%），錄得EPS為0.23-0.28元。公司上半年累計完成發電量1075.93億千瓦時，同比增長7.72%，完成上網電量1007.31億千瓦時，同比增長7.71%。
- 公司火電資產主要布局在山東、湖北和安徽等地。截止2022年底，公司控股裝機容量5475.4萬千瓦，已獲核准及在建機組計劃裝機容量818.9萬千瓦；2023年上半年新投產裝機達253萬千瓦，報告期末裝機量較去年底增長4.6%。
- 由于煤炭價格持續下降，公司盈利能力有望繼續改善。除了火電項目，公司參股華電新能正在加緊上市，公司也在多省市布局抽水蓄能項目。我們預計公司2023和2024年實現淨利潤57.3和68.8億元，同比增長57倍和20%，EPS分別為0.56元和0.67元，當前股價對應PE分別為10.2和8.6倍，公司穩定分紅，預計股息率為5%，給予“買進”建議。

圖：公司經營淨現金流恢復



資料來源：公司公告，群益金鼎證券

	營收 (百萬元)	年成長率 (%)	稅後純益 (百萬元)	年成長率 (%)	EPS (元)
2022	107059	2%	100	--	-0.08
2023F	114973	7%	5731	5730%	0.56
2024F	119594	4%	6877	20%	0.67

*以股本102億計算，股價為2023年08月02日收盤價