

电力行业深度研究报告

推荐 (维持)

电力股筛选系列一：这个时间点如何选火电

- 年初至1月15日秦皇岛山西产5500大卡动力煤均价583元/吨，较去年下跌135元/吨。随着供需改善，由趋紧向趋松发展，对于动力煤价格回落的预期越来越强烈。2019年火电板块的业绩料将继续高速增长，市场对于火电上市公司的关注度也越来越高。自10月下旬以来，火电龙头之一华电国际在发电量高速增长和煤价持续回落的催化下走出一波强势行情；华能国际也逐步走出三季度亏损的泥沼，亦步亦趋开始企稳回升。伴随龙头股价攀升，寻找合理估值和板块内的轮换也成了投资者关心的问题。
- 通过合理PB值和投资收益优中选优。我们从两个角度来筛选火电标的：1) 相对于ROE，PB明显被低估的标的；2) PB处于合理位置，投资收益率较高的标的。1) 考虑到2011年至今经历了一个完整的A股周期和煤价周期，我们尽量客观选取2011-今的PB均值作为合理PB值，选取上市以来的平均ROE与之对应。相对于2019年的ROE预测值，福能股份、长源电力和内蒙华电当前PB值明显被低估；2) 如果PB估值合理稳定，投资收益率主要体现在股息率和所有者权益的增长率。我们根据2019年ROE、分红比例预测值以及当前PB值，计算包括五大电力集团对应A+H股等重点标的2019年投资收益率，福能股份、中国电力(H)、江苏国信、国投电力、长源电力的投资收益位居前五。
- 龙头还是龙头，二线群雄兼具个股逻辑。动力煤回落是板块逻辑，龙头股自然不会差。目前五大电力集团对应港股标的股息率较高，投资收益率均在8%以上，特别是华能国际电力股份(H)和华电国际电力股份(H)2019年业绩预测增速依然较高。长源电力受益蒙华铁路，蒙华铁路预计2019年底投产，届时公司煤炭成本将大幅下降；2019年业绩增速有望领先行业；相对于2019年ROE预测值，PB明显低估。内蒙华电受益外送通道通常，利用小时数较高；在建电厂风电乌达莱47.5万千瓦将通过特高压送山东消纳，在建和林132万千瓦火电预期将于2019年投产；相对于2019年ROE预测值，PB明显低估。建投能源作为河北省区域火电龙头，历史盈利能力领先，利用小时数常年稳定在5000小时左右；具有雄安概念，后续有望参与雄安新区的电力热力供应；且拟注入秦皇岛秦热发电有限责任公司、秦皇岛发电有限责任公司、河北张河湾蓄能发电有限责任公司等集团资产，进一步增加装机规模。国投电力水火互济，水电部分：2021年雅砻江两河口及杨房沟水电站450万千瓦水电装机容量预期投产，雅中-江西等特高压线路建设，料将使得雅砻江流域的外送能力大幅提升；火电部分处于底部，业绩弹性较大，国投北疆二期2×100万千瓦机组投产，2018年火电贡献公司发电量主要增量；ROE和投资收益率处于板块前列。福能股份风火互济，福建省风资源禀赋优异，风电机组利用小时数较全国平均水平高出900小时左右，未来规划风电装机累计300万千瓦；相对于2019年ROE预测值，PB明显低估。
- 投资建议：推荐电力核心组合：华电国际(H)、华能国际(H)、江苏国信；建议关注组合：长源电力、内蒙华电、建投能源、国投电力、福能股份。
- 风险提示：全社会用电量增速不及预期；煤价上涨过快风险；电价下调风险。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
华能国际	6.95	0.19	0.4	0.56	36.58	17.38	12.41	1.44	强推
华电国际	4.47	0.25	0.36	0.5	17.88	12.42	8.94	1.06	强推
江苏国信	7.37	0.69	0.77	0.87	10.68	9.57	8.47	1.59	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为2019年01月15日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：王祎佳

电话：010-66500819
 邮箱：wangyijia@hcyjs.com
 执业编号：S0360517120001

证券分析师：庞天一

电话：010-63214659
 邮箱：pangtianyi@hcyjs.com
 执业编号：S0360518070002

联系人：黄秀杰

电话：021-20572561
 邮箱：huangxiujie@hcyjs.com

联系人：王兆康

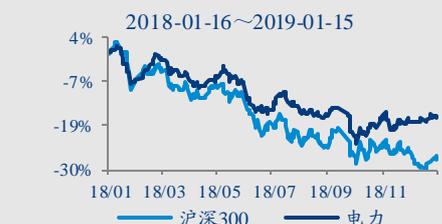
电话：010-66500855
 邮箱：wangzhaokang@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	68	1.91
总市值(亿元)	13,797.77	2.74
流通市值(亿元)	10,044.67	2.75

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	1.94	0.11	-14.33
相对表现	3.14	10.56	11.64



相关研究报告

《电力行业简评：电力定价权提升，火电资产向优发展》

2018-07-19

《【华创环保公用】电力行业简评：追加措施未涉及发电侧，标杆电价下调风险基本解除》

2018-08-23

《电力行业2018年三季度报综述：持续推荐火电，踏准水电节奏》

2018-11-07

目 录

优中选优，探寻个股逻辑.....	4
（一）谁的收益高，谁被低估了	4
（二）谁的增速快，谁的弹性高	5
（三）龙头还是龙头，二线也群雄并起.....	6
风险提示	7

图表目录

图表 1 重点火电公司的投资收益.....	4
图表 2 重点火电公司的业绩弹性和增速（百万元）.....	5
图表 3 优选火电公司的个股逻辑.....	6

优中选优，探寻个股逻辑

随着供需改善，由趋紧向趋松发展，对于动力煤价格回落的预期越来越强烈。2019年火电板块的业绩料将继续高速增长，市场对于火电上市公司的关注度也越来越高。自10月下旬以来，火电龙头之一华电国际在发电量高增速和煤价持续回落的催化下走出一波强势行情；华能国际也逐渐走出三季度亏损的泥沼，亦步亦趋开始企稳回升。伴随龙头股价攀升，寻找合理估值和板块内的轮换也成了投资者关心的问题。在这个时间点，我们希望这篇报告能帮助大家回答这个问题。

（一）谁的收益高，谁被低估了

历史上以火电为主的上市公司中浙能电力和建投能源盈利能力最强，港股股息率普遍较高。为了直观展现火电板块各标的的历史盈利能力和股息率收益，我们将包括五大电力集团对应A+H股等重点标的上市以来的ROE、股息率、分红比例列示于表。国投电力、江苏国信、浙能电力、建投能源、申能股份的历史盈利能力位居前五。其中国投电力水电贡献主要利润，江苏国信的信托业务贡献主要利润，火电业务为主的上市公司中，浙能电力和建投能源历史盈利能力最为优异。华能国际电力股份（H）、华电国际电力股份（H）、中国电力（H）、大唐发电（H）、浙能电力的股息率位居前五。

福能股份、中国电力（H）、江苏国信、国投电力、长源电力的投资收益率有望引领板块。如果PB估值合理稳定，投资收益率主要体现在股息率和所有者权益的增长率。我们根据2019年ROE、分红比例预测值以及当前PB值，计算包括五大电力集团对应A+H股等重点标的2019年投资收益率。经过测算，福能股份、中国电力（H）、江苏国信、国投电力、长源电力2019年投资收益率位居前五。

相对于2019年盈利预测，福能股份、长源电力、内蒙华电的PB当前属于明显低估。PB值与ROE相关度较高，寻找合理PB值，自然要和ROE相联系。随着电力市场改革，电价和煤价将形成灵敏有效的煤电联动机制，火电公司的ROE将恢复到历史平均值附近，即10%左右。考虑到2011年至今经历了一个完整的A股周期和煤价周期，我们尽量客观选取2011-今的PB均值作为合理PB值。这样便形成了各公司ROE和PB的对应关系，当前PB值对应2019年ROE预测值来看，明显低估的是福能股份、长源电力、内蒙华电。

图表1 重点火电公司的投资收益

上市公司	ROE		股息率		分红比例		市净率		投资收益率	
	平均值	预测值	平均值	预测值	平均值	预测值	平均值	当前值	对应平均	对应2019
	上市-今	2019	上市-今	2019	上市-今	2019	2011-今	2019/1/11	ROE和PB	ROE和PB
华能国际	10.8%	7.4%	3.0%	4.0%	48.0%	70.0%	1.49	1.30	8.3%	6.2%
国电电力	10.6%	7.2%	0.7%	3.9%	29.5%	55.3%	1.37	1.02	9.0%	7.1%
华电国际	8.9%	7.6%	2.0%	3.0%	28.2%	39.9%	1.32	1.03	8.1%	7.5%
大唐发电	6.6%	6.7%	1.3%	3.2%	39.9%	59.3%	1.53	1.25	5.2%	5.9%
浙能电力	11.3%	9.3%	3.3%	4.8%	40.8%	51.9%	1.54	1.01	9.2%	9.2%
国投电力	13.8%	11.6%	1.0%	2.6%	18.6%	35.0%	1.86	1.58	11.6%	10.1%
上海电力	7.4%	9.1%	1.7%	2.6%	26.1%	44.7%	2.07	1.56	5.7%	7.6%
申能股份	10.9%	7.3%	2.3%	3.7%	37.7%	45.3%	1.16	0.90	10.2%	7.7%
福能股份	9.7%	12.4%	1.2%	3.3%	32.3%	32.2%	2.20	1.22	8.0%	11.6%
建投能源	11.2%	5.2%	1.0%	3.2%	27.0%	58.0%	1.53	0.94	8.9%	5.4%
皖能电力	7.5%	5.7%	1.7%	1.4%	26.7%	24.1%	1.29	0.95	7.1%	5.7%
江苏国信	12.4%	11.6%	0.4%	2.9%	1.3%	30.0%	1.88	1.21	10.7%	11.0%

上市公司	ROE		股息率		分红比例		市净率		投资收益率	
长源电力	6.2%	10.1%	0.8%	2.5%	14.8%	30.0%	2.11	1.23	5.2%	9.5%
粤电力 A	10.6%	6.3%	2.2%	3.1%	32.9%	46.2%	1.35	0.94	9.3%	6.5%
内蒙华电	7.8%	10.3%	1.4%	3.2%	35.4%	41.3%	2.16	1.31	6.0%	9.3%
华能国际电力股份(H)	10.3%	7.4%	4.3%	5.9%	61.2%	70.0%	1.14	0.88	9.4%	8.1%
华电国际电力股份(H)	8.8%	7.6%	4.0%	5.4%	53.4%	48.7%	0.90	0.69	9.3%	9.3%
中国电力(H)	8.2%	7.5%	3.8%	7.9%	52.2%	55.0%	0.78	0.52	9.5%	11.2%
大唐发电(H)	6.6%	6.8%	3.3%	5.3%	60.1%	50.4%	0.78	0.65	7.6%	8.6%

资料来源: Wind、华创证券 注: 除华电国际、华能国际、江苏国信, 其余公司盈利均来源于 Wind 一致预期

(二) 谁的增速快, 谁的弹性高

根据预测, 2019 年华能电力、长源电力、建投能源、皖能电力、华电国际业绩增速居前五位。业绩弹性虽然不能代表盈利能力, 但能反映盈利能力相对火电三要素(电价/煤价/利用小时数)的敏感性。我们预测 2019 年相对于 2018 年: 1) 电价持平; 2) 标煤单价下跌 40/吨; 3) 利用小时提升 2%。通过测算, 皖能电力、华能国际、长源电力、建投能源、华电国际 2019 年相对于电价/煤价/利用小时数的业绩弹性居前五位。业绩除了受三要素影响, 还与新增装机容量、区域差异等有关, 所以整体预测 2019 年相对 2018 年业绩增速较快的是华能电力、长源电力、建投能源、皖能电力、华电国际。

图表 2 重点火电公司的业绩弹性和增速(百万元)

上市公司	2018E	电价(元/千瓦时)		煤价(元/吨)		利用小时(小时)		2019E
	归母净利	+0.01	-0.01	+40	-40	+2%	-2%	归母净利
华能国际	2,713	4584	842	29	5397	3351	2075	6,094
		69.0%	-69.0%	-98.9%	98.9%	23.5%	-23.5%	124.6%
国电电力	3,346	4023	2669	2397	4295	3614	3077	4,037
		20.2%	-20.2%	-28.4%	28.4%	8.0%	-8.0%	20.7%
华电国际	2,056	2633	1479	1247	2865	2235	1877	3,484
		28.1%	-28.1%	-39.4%	39.4%	8.7%	-8.7%	69.5%
大唐发电	2,703	3366	2039	1769	3637	2943	2462	3,427
		24.5%	-24.5%	-34.5%	34.5%	8.9%	-8.9%	26.8%
浙能电力	4,958	5583	4333	4092	5824	5087	4829	6,144
		12.6%	-12.6%	-17.5%	17.5%	2.6%	-2.6%	23.9%
国投电力	3,861	3992	3730	3673	4049	3904	3819	4,237
		3.4%	-3.4%	-4.9%	4.9%	1.1%	-1.1%	9.7%
上海电力	2,028	2151	1905	1864	2192	2077	1980	1,402
		6.1%	-6.1%	-8.1%	8.1%	2.4%	-2.4%	-30.9%
申能股份	1,805	1924	1686	1641	1969	1848	1762	2,062
		6.6%	-6.6%	-9.1%	9.1%	2.4%	-2.4%	14.2%
福能股份	1,101	1141	1061	1050	1153	1118	1085	1,351

上市公司	2018E	电价 (元/千瓦时)		煤价 (元/吨)		利用小时 (小时)		2019E
		3.6%	-3.6%	-4.7%	4.7%	1.5%	-1.5%	22.7%
建投能源	350	460	240	190	510	391	309	700
		31.5%	-31.5%	-45.7%	45.7%	11.7%	-11.7%	100.0%
皖能电力	346	630	63	(47)	740	435	258	594
		81.9%	-81.9%	-113.7%	113.7%	25.6%	-25.6%	71.6%
江苏国信	2,540	2746	2334	2253	2828	2621	2460	2,766
		8.1%	-8.1%	-11.3%	11.3%	3.2%	-3.2%	8.9%
长源电力	200	288	112	81	319	237	163	406
		-44.2%	44.2%	-59.7%	59.7%	18.5%	-18.5%	102.9%
粤电力 A	1,067	1325	809	672	1462	1185	949	1,603
		24.1%	-24.1%	-37.0%	37.0%	11.1%	-11.1%	50.2%
内蒙华电	808	986	630	528	1088	883	733	1,230
		22.1%	-22.1%	-34.6%	34.6%	9.3%	-9.3%	52.2%

资料来源: Wind、华创证券 注: 除华电国际、华能国际、江苏国信, 其余公司盈利均来自于 Wind 一致预期

(三) 龙头还是龙头, 二线也群雄并起

我们从两个角度来筛选火电标的: 1) 相对于 ROE, PB 明显被低估的标的; 2) PB 处于合理位置, 投资收益率较高的标的。相对于 2019 年的 ROE 预测值, 福能股份、长源电力和内蒙华电 PB 明显被低估; 福能股份、中国电力(H)、江苏国信、国投电力、长源电力的投资收益率位居前五位。

动力煤回落是板块逻辑, 龙头股自然不会差。目前五大电力集团对应港股标的股息率较高, 投资收益率均在 8% 以上, 特别是华能国际和华电国际 2019 年业绩预测增速依然较高。建投能源作为河北省区域火电龙头, 历史盈利能力领先, 利用小时数常年稳定在 5000 小时左右; 具有雄安概念, 后续有望参与雄安新区的电力热力供应; 且拟注入秦皇岛秦热发电有限责任公司、秦皇岛发电有限责任公司、河北张河湾蓄能发电有限责任公司等集团资产, 进一步增加装机规模。

通过客观指标筛选出的标的: 长源电力、内蒙华电、建投能源、华能国际电力股份(H)、华电国际电力股份(H)、国投电力、江苏国信、福能股份。接下来我们一起看一下这些标的的个股逻辑。

图表 3 优选火电公司的个股逻辑

上市公司	个股逻辑
长源电力	受益蒙华铁路, 蒙华铁路预计 2019 年底投产, 届时公司煤炭成本将大幅下降; 2019 年业绩增速有望领先行业; 相对于 2019 年 ROE 预测值, PB 明显低估。
内蒙华电	受益外送通道通常, 利用小时数较高; 在建电厂风电乌达莱 47.5 万千瓦将通过特高压送山东消纳, 在建和林 132 万千瓦火电预期将于 2019 年投产; 相对于 2019 年 ROE 预测值, PB 明显低估。
建投能源	河北省区域火电龙头, 历史盈利能力领先, 利用小时数常年稳定在 5000 小时左右; 具有雄安概念, 后续有望参与雄安新区的电力热力供应; 且拟注入秦皇岛秦热发电有限责任公司、秦皇岛发电有限责任公司、河北张河湾蓄能发电有限责任公司等集团资产, 进一步增加装机规模。
华能国际电力股份(H)	公司装机及发售电量均位于行业首位, 度电盈利水平较高, 量价优越使得龙头效应显著; 公司股息率位居行业前列, 2019 年股息率预计 5.9%; 目前相对于三要素业绩弹性仅次于皖能电力; 2019 年业绩增速有望领先行业。
华电国际电	受益山东自备电厂整治, 利用小时数提升将高于行业平均水平; 公司股息率位居行业前列, 2019 年股息率预计 5.4%;

上市公司	个股逻辑
力股份(H)	未来两年在建装机投产，装机容量预期将增加约 800 万千瓦。
国投电力	公司水火互济，水电部分：2021 年雅砻江两河口及杨房沟水电站 450 万千瓦水电装机容量预计投产，雅中-江西等特高压线路建设，料将使得雅砻江流域的外送能力大幅提升；火电部分处于底部，业绩弹性较大，国投北疆二期 2×100 万千瓦机组投产，2018 年火电贡献公司发电量主要增量；ROE 和投资收益率处于板块前列。
江苏国信	金融+火电双轮驱动，也使得公司对煤价上涨的防御性较强；公司装机结构优异，多数为近年投入运营的超临界或超超临界发电机组；江苏省高用电需求为利用小时提供保障，平均利用小时 5000 左右；联合山西煤电企业，成立苏晋能源公司，整合资源优势，打通煤电上下游产业链，装机增量亦能助力业绩快速提升；投资收益率居板块前列。
福能股份	公司水火互济，福建省风资源禀赋优异，风电机组利用小时数较全国平均水平高出 900 小时左右，未来规划风电装机累计 300 万千瓦；在建海上风电 20 万千瓦，海上风电装机规划 200 万千瓦；相对于 2019 年 ROE 预测值，PB 明显低估。

资料来源：公司公告、华创证券

风险提示

全社会用电量增速不及预期；煤价上涨过快风险；电价下调风险。

环保与公用事业组团队介绍

组长、首席分析师：王祎佳

英国剑桥大学理学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2018 年金牛奖电力及公用事业行业最佳分析师第一名。

高级分析师：庞天一

吉林大学工学硕士。2017 年加入华创证券研究所。

研究员：凌晨

上海财经大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：黄秀杰

清华大学工学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：王兆康

华威大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500