

行业研究/动态点评

2019年02月22日

行业评级:

公用事业 增持(维持)  
电力II 增持(维持)

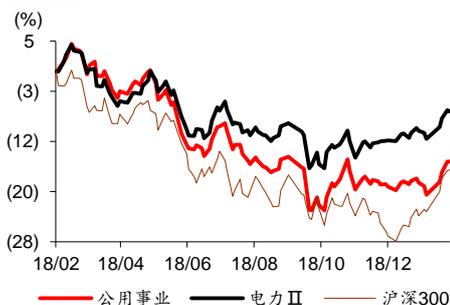
**王玮嘉** 执业证书编号: S0570517050002  
研究员 021-28972079  
wangweijia@htsc.com

**赵伟博** 010-56793949  
联系人 zhaoweibo@htsc.com

相关研究

- 1《公用事业: 行业周报(第七周)》2019.02
- 2《公用事业: 垃圾发电: 成长与价值共振》2019.02
- 3《内蒙华电(600863,增持): 实控人增持彰显信心, 投资价值获认可》2019.02

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 双控与电量迁徙, 煤电买哪里?

## 当前时点我们如何看火电 III

### 11省市要求2020年煤炭消费绝对值下降, 推荐内蒙华电、京能电力

2016-18年国家先后发布《“十三五”节能减排综合工作方案》及《打赢蓝天保卫战三年行动计划》, 各省市出台相应方案, 京津冀等11省市(下称控煤省市)要求2020年煤炭消费量较2015年下降。我们判断控煤省份燃煤电厂可通过提升采购原煤热值对冲控煤影响, 以维持利用小时稳定。我们测算, 每提升入炉原煤热值100K/吨将会抬高吨煤成本2-3元/吨(标煤, 不含税), 对主流火电公司19年利润负面影响水平在-0.3%~-5.2%之间。控煤利好1)外送电(坑口+特高压)煤电利用小时的提升, 推荐外送电占比高、盈利稳定的内蒙华电、京能电力; 2)建议关注控煤省市清洁能源。

### “双控”叠加环保, 11省市要求20年煤炭消费较15年下降

2016年12月发改委发布《“十三五”节能减排综合工作方案》, 要求到2020年, 全国万元国内生产总值能耗比2015年下降15%, 能源消费总量控制在50亿吨标准煤以内。部分省份出台省级方案规定煤炭消费量。2018年6月国务院发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》, 提出重点区域继续实施煤炭消费总量控制, 煤炭控制强度进一步提升。截至19年1月底, 共计11省市要求2020年煤炭消费量较2015年下降, 合计下降1.56亿吨(-8.3%), 其中北京、天津、河北、河南、山东五省控煤压力最大。

### 负面影响: 控煤区煤电机组, 可通过提高热值低消部分冲击

控煤对上市公司影响参差不齐, 从权益装机的角度来看, 建投能源/皖能电力/豫能控股/粤电力A/江苏国信/上海电力全部燃煤权益装机均位于控煤省市, 京能电力燃煤权益装机在控煤省份分布较少。内蒙华电、长源电力在控煤省市无燃煤权益装机。我们预计电厂有望通过提升采购原煤热值方式来维持利用小时稳定: 以浙江省为例, 要维持全省燃煤利用小时稳定需要19年采购原煤热值提升100K。我们测算得原煤热值每提升100K预计提升吨煤成本2-3元/吨(标煤, 不含税), 对火电公司19年业绩负面影响在-0.3%~-5.2%之间。

### 正面影响: 外送煤电机组和清洁能源(包括燃气机组)

由于控煤省市多存在外购电缺口, 执行控煤政策后预计外购电需求将进一步提升, 利好西南水电和外送火电、风电等清洁能源利用小时。我们首推稳定弹性成长三要素兼具的内蒙华电(18年底外送权益装机占比高达53%), 预计2019年内蒙华电净利润有望达到11.4亿元, 对应当前P/E为14x。另推荐18年底外送电装机占比47%的京能电力, 当前股价对应19年P/B不到0.9x, 存在明显低估。

风险提示: 原煤热值提升不及预期致利用小时下降, 更多省份要求2020年煤炭消费量下降。

## 正文目录

“双控”叠加环保，19-20 年部分省份控煤压力较大 .....	3
11 省市 2020 年煤炭消耗量目标较 15 年下降 .....	4
控煤区煤电利用小时下滑压力可控，利好外送电+清洁能源受益 .....	6
以浙江省为例，采购热值提升或助力利用小时维持稳定 .....	6
采用高热值原煤或推高电厂燃料成本 .....	8
控煤省份燃气机组和清洁能源机组利用小时有望受益 .....	9
推荐标的：内蒙华电、京能电力 .....	11
内蒙华电：稳定+成长+弹性三要素兼具，股东增持彰显信心 .....	11
京能电力：18 年底外送装机高达 47%，市场误解致明显低估 .....	12
风险提示 .....	14
1) 原煤热值提升不及预期致利用小时下降: .....	14
2) 更多省份要求 2020 年煤炭消费量下降: .....	14

## 图表目录

图表 1： 全国及各省十三五“双控”目标 .....	3
图表 2： 11 省市 2020 年煤炭消耗量目标较 15 年下降 .....	4
图表 3： 主要一线火电上市公司控煤省份燃煤权益装机容量分布（截至 2018 年底，未考虑参股电厂权益装机） .....	5
图表 4： 主要二线火电上市公司控煤省份燃煤权益装机容量分布（截至 2018 年底） .....	5
图表 5： 浙江省供需平衡表 .....	7
图表 6： 2019-20 年浙江省煤炭热值提升和煤机利用小时数敏感性分析 .....	8
图表 7： 京唐港各热值动力煤平仓价格（元/吨） .....	8
图表 8： 秦皇岛港各热值动力煤平仓价格（元/吨） .....	8
图表 9： 原煤热值提升或推升煤电企业燃料成本 .....	9
图表 10： 采购原煤热值提升对于覆盖上市公司业绩负面影响探讨 .....	9
图表 11： 2018 年 2-11 月控煤省份净输入电量占用电量比例 .....	9
图表 12： 当前已投运特高压线路（截至 2018 年底） .....	10
图表 13： 内蒙华电电厂资源概览 .....	11
图表 14： 京能电力核心资产梳理（截至 2018 年底） .....	13

## “双控”叠加环保，19-20年部分省份控煤压力较大

能源消耗总量和强度“双控”行动势在必行。党的十八届五中全会提出实行能源消耗总量和强度“双控”行动，2016年12月发改委发布《“十三五”节能减排综合工作方案》。《方案》总体目标为到2020年，全国万元国内生产总值能耗比2015年下降15%，能源消费总量控制在50亿吨标准煤以内。

各省市陆续出台省级规划，部分省份规定2020年原煤消耗量。2017-2018年，各省市陆续出台省级节能减排方案或能源规划，将“双控”目标分解到各县市。部分省份提出2020年煤炭消耗量目标，如北京要求2020年原煤消耗量不超过500万吨（较2015年下降57%）。

图表1：全国及各省十三五“双控”目标

	十三五单位GDP能耗下降目标	2020年标准煤消耗量目标（百万吨）	2015年标准煤消耗量（百万吨）	2015-20年能源消费总量复合增速
全国	15%	5,000	4,300	3.10%
北京	17%	76	69	2.10%
天津	17%		83	
山东	17%	420	379	2.10%
河北	17%	328	294	2.20%
江苏	17%	337	302	2.20%
浙江	17%	220	196	2.30%
上海	17%	124	114	1.60%
广东	17%	338	301	2.30%
河南	16%	267	232	2.90%
安徽	16%	142	123	2.90%
湖北	16%	189	164	2.90%
福建	16%	145	122	3.50%
江西	16%	100	84	3.30%
湖南	16%	178	155	2.90%
四川	16%	229	199	2.90%
吉林	15%	95	81	3.10%
黑龙江	15%	140	121	2.90%
辽宁	15%	252	217	3.10%
山西	15%	224	194	2.90%
陕西	15%	139	117	3.50%
甘肃	14%	90	75	3.50%
宁夏	14%	69	54	5.00%
广西	14%	116	98	3.50%
贵州	14%	118	99	3.50%
内蒙古	14%	225	189	3.50%
云南	14%	113	104	1.80%
海南	10%	26	19	6.00%
青海	10%	53	41	4.90%
西藏	10%	7	5	9.50%
新疆	10%	192	157	4.20%
重庆			89	

注：重庆未公开发布十三五“双控”目标

资料来源：国家发改委，各省发改委，华泰证券研究所

环保要求提高加大煤炭控制力度。2018年6月27日，国务院发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，提出重点区域继续实施煤炭消费总量控制。到2020年，全国煤炭占能源消费总量比重下降到58%以下；北京、天津、河北、山东、河南五省（直辖市）煤炭消费总量比2015年下降10%，长三角地区下降5%，汾渭平原实现负增长。之后各省分别印发各省行动计划，煤炭控制强度进一步提升。

## 11省市2020年煤炭消耗量目标较15年下降

截至19年1月底，共11省市2020年煤炭消耗量目标较2015年下降。综合各省规划，我们统计出截至19年1月底共11省市煤炭消耗量目标较15年下降，下降幅度最大的省份为北京、河南、天津、山东、河北五省，华东华南沿海的煤炭双控压力反而没有大家预想的这么严重。

图表2：11省市2020年煤炭消耗量目标较15年下降

	2020年煤炭消耗目标（百万吨）	2015年煤炭消耗量（百万吨）	2015-20年煤炭消费量复合增速
全国	4,200	3,970	1.1%
北京	5	12	-15.6%
河南	210	237	-2.4%
天津	40	45	-2.3%
山东	368	409	-2.1%
河北	260	289	-2.1%
江苏	248	272	-1.8%
吉林	93	98	-1.1%
浙江	131	138	-1.1%
安徽	149	157	-1.1%
上海	45	47	-1.0%
广东	165	166	-0.1%

注：本表仅列出2020年原煤消耗量目标较2015年下滑的省份

资料来源：国家发改委，各省发改委，华泰证券研究所

控煤省份燃煤机组发电量或受一定负面影响，但整体可控。我们预计在11个“十三五”期间煤炭消费量明确需要下降的省份中，火电行业耗煤量预计将同步下降，或导致燃煤机组利用小时降低。

18年底一线火电上市公司在控煤省市燃煤权益装机（未考虑参股电厂权益装机）占比在46%-73%之间。大唐发电/华电国际/华能国际/国电电力燃煤权益装机在控煤省市占比分别为73%/67%/61%/46%。若控煤政策严格执行，则控煤省份燃煤机组利用小时或面临一定下降压力。

**图表3：主要一线火电上市公司控煤省份燃煤权益装机容量分布（截至2018年底，未考虑参股电厂权益装机）**

燃煤权益装机占比	吉林	河北	北京	天津	山东	河南	江苏	上海	浙江	安徽	广东	合计
大唐发电		42%		3%			4%		4%	14%	5%	73%
华电国际		5%			41%	7%				10%	4%	67%
华能国际	3%	4%	1%	1%	20%	6%	8%	4%	7%	1%	7%	61%
国电电力		2%					26%		9%	9%		46%

注：上述四家公司燃煤权益装机未考虑参股电厂权益装机

资料来源：各公司发电量公告，年报，债券募集说明书，债券评级报告等，华泰证券研究所

二线火电层面，截至2018年底，建投能源/皖能电力/豫能控股/粤电力A/江苏国信/上海电力全部燃煤权益装机均位于控煤省市，京能电力燃煤权益装机在控煤省份分布较少。内蒙华电、长源电力在控煤省市无燃煤权益装机。

**图表4：主要二线火电上市公司控煤省份燃煤权益装机容量分布（截至2018年底）**

	当地燃煤权益装机占公司总燃煤权益装机比例											
	建投能源	皖能电力	豫能控股	粤电力A	江苏国信	上海电力	浙能电力	广州发展	申能股份	深圳能源	国投电力	京能电力
吉林												
河北	100%									22%		6%
北京												2%
天津											24%	
山东												
河南			100%									
江苏					100%	27%					12%	
上海						61%			61%			
浙江							89%					
安徽		100%				12%			19%		8%	
广东				100%				81%		47%		
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	89%	81%	80%	69%	44%	8%

注：上述公司权益装机包含主要参股电厂权益装机，

资料来源：各公司发电量公告，年报，债券募集说明书，债券评级报告等，华泰证券研究所

## 控煤区煤电利用小时下滑压力可控，利好外送电+清洁能源受益

### 以浙江省为例，采购热值提升或助力利用小时维持稳定

**预计 19-20 年浙江电煤消费量每年下滑 285 万吨/年。**根据《2018 年浙江省煤炭总量控制方案》，浙江省 2018 年煤炭消费量预计与 2015 年持平，为 1.38 亿吨，其中发电和供热共计耗煤 1.12 亿吨，占比 81%。考虑到 2020 年原煤消耗量预计将下滑到 1.31 亿吨，19-20 年平均每年下滑 350 万吨，按 81% 的占比计算电煤预计下滑 285 万吨/年。

**控煤压力下火电发电量增长有限，预计浙江省外购电需求将持续提升。**需求方面，我们假设 2019-20 年浙江省第二产业用电量增速同比有所放缓，分别为 6%/5.4%，第一、三产业和城乡居民用电量增速和 18 年持平，则 2019-20 年浙江省用电量增速分别为 7.5%/7.2%。我们以煤炭消耗量作为约束指标预计燃煤机组发电量，假设 19-20 年煤耗每年下降 1g/kwh，原煤热值每年提升 2%，假设燃气机组年利用小时提升 5%。则 19-20 年火电发电量增速分别为 0.1%/0%。

假设 2019-2020 年水电利用小时恢复到 17 年水平，考虑浙江无新增水电装机，预计 19-20 年水电发电量增速为 52.5%/0%。假设 19-20 年风电利用小时和 18 年持平，新增装机按“十三五”规划投产，19-20 年装机分别为 275/400 万千瓦，则 19-20 年风电发电量增速为 84.2%/45.7%。考虑 19 年浙江三门核电二号机组完全投产，新增核电装机 125 万千瓦，由于浙江外购电缺口较大假设 19-20 年核电利用小时提升至 7800 小时，则 19-20 年浙江核电发电量分别为 20.6%/0%。在考虑水电、核电、风电光伏等电源机组新增装机和利用小时后，我们预计浙江省 19-20 年外购电需求增速分别为 8.9%/20.1%。

图表5：浙江省供需平衡表

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
<b>需求</b>						
全社会用电量 (亿千瓦时)	3,554	3,873	4,193	4,533	4,874	5,224
yoy	1.4%	9.0%	8.2%	8.1%	7.5%	7.2%
第一产业		19	20	21	23	24
yoy			7.4%	6.2%	6.2%	6.2%
第二产业		2,806	3,035	3,244	3,438	3,624
yoy			8.2%	6.9%	6.0%	5.4%
第三产业		530	588	665	752	850
yoy			11.1%	13.0%	13.0%	13.0%
城乡和居民用电		519	549	603	662	726
yoy			5.9%	9.7%	9.7%	9.7%
<b>供给</b>						
发电量	3,011	3,198	3,312	3,353	3,585	3,630
yoy	4.4%	6.2%	3.6%	1.2%	6.9%	1.3%
火电发电量	2,212	2,374	2,554	2,583	2,585	2,586
yoy	-4.6%	7.3%	7.6%	1.1%	0.1%	0.0%
煤机发电量	2,064	2,223	2,403	2,428	2,422	2,415
燃机发电量	147	151	151	155	163	171
火电装机 (万千瓦)	6,048	6,062	6,134	6,187	6,187	6,187
yoy	7.8%	0.2%	1.2%	0.9%	0.0%	0.0%
燃煤装机	4,606	4,806	4,878	4,911	4,911	4,911
燃气装机	1,228	1,256	1,256	1,276	1,276	1,276
火电利用小时 (小时)	3,657	3,916	4,164	4,176	4,178	4,179
yoy	-11.5%	7.1%	6.3%	0.3%	0.1%	0.0%
煤机利用小时	4,482	4,626	4,927	4,945	4,932	4,917
yoy		3.2%	6.5%	0.4%	-0.3%	-0.3%
燃机利用小时	1,200	1,200	1,200	1,215	1,275	1,339
yoy					5.0%	5.0%
厂用电率	4.81%	4.92%	4.75%	4.71%	4.71%	4.71%
供电煤耗 (克/千瓦时)	301	299	297	297	296	295
标煤消耗量 (万吨)	5,916	6,311	6,808	6,882	6,842	6,797
原煤热值	4,172	4,186	4,142	4,286	4,372	4,459
yoy		0.3%	-1.0%	3.5%	2.0%	2.0%
原煤消耗量	9,926	10,554	11,505	11,240	10,955	10,670
水电发电量	229	274	199	129	197	197
yoy	30.0%	19.8%	-27.6%	-34.9%	52.5%	0.0%
水电装机	1,002	1,154	1,160	1,160	1,160	1,160
yoy	0.7%	15.1%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
水电利用小时	2,286	2,378	1,713	1,115	1,700	1,700
yoy	29.1%	4.0%	-28.0%	-34.9%	52.5%	0.0%
风电发电量	16	23	25	29	54	79
yoy	26.3%	42.7%	8.3%	16.2%	84.2%	45.7%
风电装机	104	119	133	149	275	400
yoy	42.8%	14.2%	11.8%	12.0%	84.2%	45.7%
风电利用小时	1,575	1,968	1,908	1,978	1,978	1,978
yoy	-11.6%	25.0%	-3.1%	3.7%	0.0%	0.0%
核电发电量	496	504	511	587	708	708
yoy	40.1%	1.5%	1.4%	14.9%	20.6%	0.0%
核电装机	657	657	657	782	907	907
yoy	19.7%	0.0%	0.0%	19.0%	16.0%	0.0%
核电利用小时	7,548	7,660	7,767	7,501	7,800	7,800
yoy	17.0%	1.5%	1.4%	-3.4%	4.0%	0.0%
光伏发电量		9	16	27	40	61
yoy			85.9%	64.8%	50.0%	50.0%
外购电	1,050	1,152	1,264	1,499	1,632	1,961
yoy	15.6%	9.7%	9.7%	18.6%	8.9%	20.1%

注：其中 15-17 年浙江燃气利用小时为假设值，15-18 年浙江原煤消耗量包含了供热的耗煤

资料来源：国家统计局，浙江省发改委，浙江省国网电力公司，Wind，华泰证券研究所

**提升煤炭热值或为保持利用小时有效途径。**浙江省发电企业(含供热)有望通过采购高热值煤炭对冲控煤对煤机利用小时负面影响。我们假设19-20年浙江消耗电煤热值每年提升2%，供电煤耗每年下降1克/千瓦时。预计在19-20年浙江省无新增火电装机的前提下，预计19-20年浙江煤机利用小时分别为4932/4917小时，预计分别同比-0.3%/-0.3%。

**煤机利用小时维持不变需要19-20年原煤采购热值每年提升2.3%。**据我们测算，若浙江煤机19-20年欲维持利用小时不变，需要每年提升原煤采购热值2.3%（约19-20年每吨热值同比提升100K）。若2019-20年浙江电煤耗热值保持不变，则2019-20年煤机利用小时4836/4820小时，预计分别同比-2.2%/-2.3%。

**图表6：2019-20年浙江省煤炭热值提升和煤机利用小时数敏感性分析**

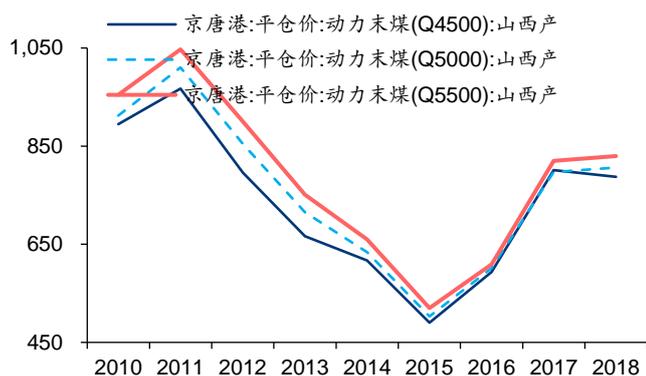
19/20年热值提升比例	19年煤机利用小时数	yoy	20年煤机利用小时数	yoy
0.0%	4,836	-2.2%	4,820	-2.3%
1.0%	4,884	-1.2%	4,869	-1.3%
1.5%	4,908	-0.7%	4,893	-0.8%
2.0%	4,932	-0.3%	4,917	-0.3%
<b>2.3%</b>	<b>4,945</b>	<b>0%</b>	<b>4,945</b>	<b>0%</b>
2.5%	4,957	0.2%	4,941	0.2%
3.0%	4,981	0.7%	4,965	0.7%

资料来源：华泰证券研究所

**采用高热值原煤或推高电厂燃料成本**

**采购原煤热值提升或推动煤电企业燃料成本上涨。**我们预计，提升采购原煤热值将提升发电企业购煤成本。以京唐港和秦皇岛港动力末煤平仓价为例，2018年京唐港4500/5000/5500K热值的动力煤转化为标煤价格的均价分别为788/806/830元/吨；秦皇岛港4500/5000/5500K热值的动力煤转化为标煤价格的均价分别为786/798/823元/吨。叠加2019-20年控煤省份电厂对于高热值动力煤需求或进一步推升，我们预计采购高热值动力煤或将推动电厂燃煤成本上升。

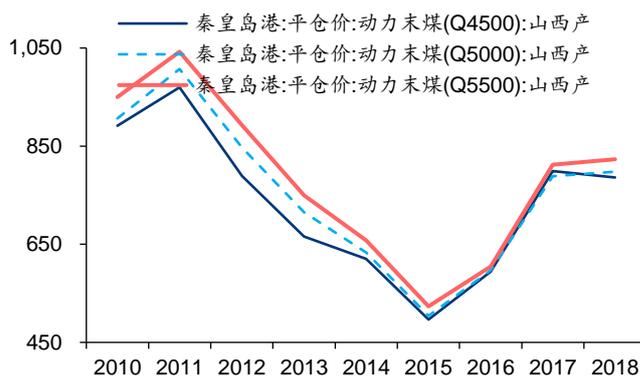
**图表7：京唐港各热值动力煤平仓价格（元/吨）**



注：价格均以乘以标煤热值/原煤热值转化为标煤价格

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表8：秦皇岛港各热值动力煤平仓价格（元/吨）**



注：价格均以乘以标煤热值/原煤热值转化为标煤价格

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**预计19年吨煤热值提升100K对应吨煤成本（标煤，不含税）提升2-3元/吨。**若不考虑不同热值原煤能量转换效率差异和锅炉适配性，我们进行情景测算，假设某上市公司控煤前掺烧5500K和4500K山西产动力末煤，掺烧比例为各50%。我们测算得在热值提升100K/吨且总热量不变的前提下，吨煤成本需要提升2-3元/吨（标煤，不含税）。

图表9：原煤热值提升或推升煤电企业燃料成本

		原煤热值 (KJ/吨)	原煤数量 (万吨)	均价 (折算成标煤, 含税, 元/吨)	总热值 (亿卡)
控煤前	高卡 (秦皇岛港山西产动力末煤 5500K)	5,500	500	823	275
	低卡 (秦皇岛港山西产动力末煤 4500K)	4,500	500	786	225
	混合后	5,000	1,000	805	500
控煤后	高卡 (秦皇岛港山西产动力末煤 5500K)	5,500	588	823	324
	低卡 (秦皇岛港山西产动力末煤 4500K)	4,500	392	786	176
	混合后	5,100	980	808	500

资料来源:Wind, 华泰证券研究所

假设主流上市公司控煤省份权益装机采购原煤 19-20 年每吨提升 100K, 对应入炉煤价提升 2.6 元/吨 (标煤不含税, 增值税率按 16% 计算), 预计对归母净利润负面影响区间在 -0.3%~-5.2% 之间。

图表10：采购原煤热值提升对于覆盖上市公司业绩负面影响探讨

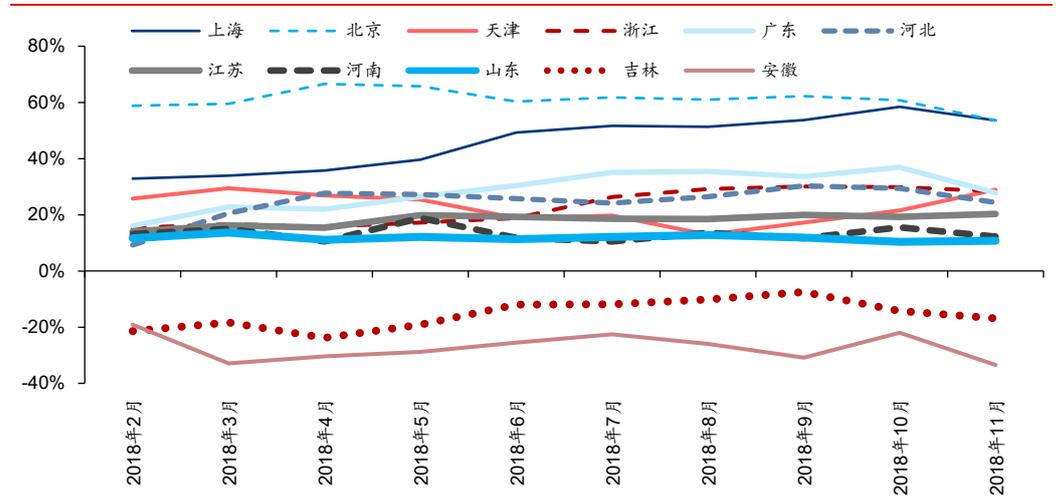
	粤电力 A	建投能源	皖能电力	华能国际	华电国际	浙能电力	京能电力
控煤省份原煤采购热值每吨提升 100K 对应 19 年归母净利润变动	-5.2%	-3.9%	-2.4%	-2.4%	-2.1%	-1.0%	-0.3%

资料来源:Wind, 华泰证券研究所

### 控煤省份燃气机组和清洁能源机组利用小时有望受益

控煤省份多存在外购电缺口。在 11 个控煤较严的省份中, 除吉林、安徽对外输电外, 其余省份均存在外购电缺口。2018 年 2-11 月北京净输入电量占用电量比重达到 61%, 我们认为除吉林、安徽两省外的 9 个控煤大省当地燃气机组利用小时有望提升, 此外, 核电、光伏、风电的发电量也有望提升 (利好利用小时和新建装机上网)。

图表11：2018年2-11月控煤省份净输入电量占用电量比例



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

注: 各省净输入电量=各省输入电量-输出电量

特高压外送配套电源有望受益明显。由于控煤省份多为外购电大省, 在控煤需求下外购电需求预计大幅提升。外送电大省配套电源利用小时或提升, 西南地区水电弃水率有望持续下降, 内蒙古、宁夏等省外送火电、风电有望持续保持高利用小时。

**图表12: 当前已投运特高压线路(截至2018年底)**

工程名称	电压等级(千伏)	输送功率(万千瓦)	投运时间	起始点省份
晋东南-南阳-荆门	1000	500	2009.1	山西
淮南-浙北-上海	1000	1000	2013.9	安徽
浙北-福州	1000	1000	2014.12	福建
锡盟-山东	1000	1000	2016.7	内蒙古
淮南-南京-上海	1000	1000	2016.9	安徽
蒙西-天津南	1000	1000	2016.12	内蒙古
榆横-潍坊	1000	1000	2017.8	陕西
锡盟-胜利	1000	1000	2017.7	内蒙古
向家坝-上海	±800	640	2010.7	四川
锦屏-苏南	±800	720	2012.12	贵州
哈密南-郑州	±800	800	2014.1	新疆
溪洛渡-浙西	±800	800	2014.7	四川
宁东-浙南	±800	800	2016.8	宁夏
酒泉-湖南	±800	800	2017.6	甘肃
晋北-江苏	±800	800	2017.6	山西
锡盟-泰州	±800	1000	2017.9	内蒙古
上海庙-山东	±800	1000	2017.12	内蒙古
扎鲁特-青州	±800	1000	2017.12	内蒙古
云南-广东	±800	500	2010.6	云南
糯扎渡-广东	±800	500	2015.6	云南
滇西北-广东	±800	500	2017.12	云南

资料来源: 中电联, 国家电网, 南方电网, 华泰证券研究所

## 推荐标的：内蒙华电、京能电力

**内蒙华电：稳定+成长+弹性三要素兼具，股东增持彰显信心**

**53%权益装机外送机组有望保持高利用小时，业绩压舱器。**上都两大电厂是“点对网”电厂，直接外输至华北地区，产能利用率较高；魏家崙电厂为坑口电厂，利用自采煤进行火力发电，成本优势突出，并且通过特高压落地于天津南，18年利用小时高达6407小时。根据发电量数据和电价数据，我们预计2018年上都两大电厂、魏家崙电厂有望分别实现净利润7.5亿元、8亿元。

图表13：内蒙华电电厂资源概览

内蒙华电持股电厂	控股装机 (万千瓦)	持股比例	权益装机 (万千瓦)	机组类型	外送电网
内蒙古上都发电有限责任公司	240	51%	122	煤机	京津唐电网
内蒙古上都第二发电有限责任公司	132	51%	67	煤机	京津唐电网
北方魏家崙煤电有限责任公司	132	100%	132	煤机	京津唐电网
内蒙古岱海发电有限责任公司		49%	121	煤机	京津唐电网
内蒙古大唐托克托第二发电有限责任公司		15%	72	煤机	京津唐电网
内蒙古大唐国际托克托发电有限责任公司		15%	72	煤机	京津唐电网
外送装机合计	504		586		
乌力吉木仁风电场	5	100%	5	风电	
额尔格图风电场	5	100%	5	风电	
白云鄂博风电场	5	100%	5	风电	
北方龙源风力发电有限责任公司	78	100%	78	风电+光伏	
内蒙古丰电能源发电有限责任公司	80	100%	80	煤机	
乌海发电厂	66	100%	66	煤机	
内蒙古丰泰发电有限公司	40	45%	18	煤机	
内蒙古京达发电有限责任公司	66	40%	26	煤机	
内蒙古聚达发电有限责任公司	120	100%	120	煤机	
内蒙古蒙达发电有限责任公司	132	53%	70	煤机	
内蒙古国华准格尔发电有限责任公司		30%	40	煤机	
包头东华热电有限公司		25%	15	煤机	
总装机合计	1,101		1,114		

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**实控人出手增持，公司投资价值进一步显现。**根据公司公告，基于对内蒙华电未来持续稳定发展的信心和对公司价值的认可，公司实控人华能集团通过华能结构调整基金对公司进行增持，2019年2月14日已增持公司股份979.86万股，占公司总股本0.1687%，增持成交金额为2447.70万元，自公告日起未来六个月内，拟累计增持金额不低于2亿元（包含本次已增持金额），且不超过5亿元（包含本次已增持金额），增持股份价格区间为不超过3.6元/股，我们认为此次实控人增持彰显对公司未来发展信心。

**看好增量资产盈利+存量资产反弹，19年大有可为。**增量资产前景可期：1) 乌达莱项目：在建装机47.5万千瓦，我们预计19年逐步投运，受益于风力资源禀赋优质+特高压外送，利用小时有望逾3000；2) 和林项目：装机132万千瓦，外输至乌兰察布，根据乌兰察布发改委披露信息，18年乌兰察布电力供给缺口达250万千瓦。存量资产业绩有望反弹：受制于煤价高位，蒙达、京达等蒙西其他存量机组盈利较差，17年亏损逾1亿元，我们看好未来煤价下移推动蒙西存量机组业绩持续好转。根据我们测算，秦港Q5500现货价-10元/吨，公司入炉煤价有望-2.3元/吨，公司19年归母净利润有望增厚2620万元，业绩增幅2.3%。

### 京能电力：18年底外送装机高达47%，市场误解致明显低估

**市场误解低估明显。**公司装机高增长，18-20年预计新增装机579万千瓦，较17年+55.4%。供电区域内蒙、京津唐、山东、山西供需格局有望改善，火电资产低估明显。秦皇岛煤价（5500K）下降10元/吨对应入炉煤价下降6.8元/吨，对应业绩增厚2.6亿元，占19年我们预期盈利的16%。

**误解一：京津冀关停煤电，重创主业，制约成长。**京能电力装机并非局限于北京，公司主要装机位于内蒙、河北、山西等地，供应京津唐、蒙西、山西、山东电网。京津唐和山东电力供需格局优，18-20年利用小时有望维持高位。蒙西由于高耗能行业持续迁入，利用小时大幅提升电厂盈利改善，山西地区火电供给侧改革+“晋电外送”持续推进，火电企业利用小时改善明显。根据发电量公告，公司18年剔除检修的岱海电厂后发电量增速高达9%，19-20年利用小时有望持续改善，存量机组盈利能力被市场低估。

**误解二：北京市国资下属电企，扩张能力有限。**京能电力虽为北京市国资委下属企业，但装机扩张能力强。18-20年公司预计共有579万千瓦装机火电机组投产，较17年底提升55.4%，其中18年已经投运136万千瓦。我们判断2020年公司在建/筹建机组有望按计划投产，有望增厚公司盈利能力，公司对外扩张能力被市场低估明显。

**误解三：盈利能力低，去产能风险大，压制估值（P/B）。**公司煤价弹性高，19-20年参股9家电厂盈利有望随煤价下行逐渐改善。我们通过回归公司历史入炉煤价走势得出，秦皇岛煤价（5500K）每下跌10元/吨对应公司入炉煤价下跌6.8元/吨，考虑参股电厂盈利同步变化。秦皇岛煤价每下跌10元/吨，将增厚19-20年公司归母净利润2.62/2.82亿元，占19-20年我们预测归母净利润的16%/14%。我们判断公司2020年公司ROE有望随煤价下行逐渐回至8%，当前股价对应19年P/B不到0.9x存在较多低估。

**外送权益装机占比47%，受益控煤省份外购电需求提升。**截至2018年底，京能电力外送电权益装机合计682万千瓦，占公司权益装机的47%。我们认为，控煤省份外购电需求提升有助于提升外送机组利用小时及外送电价议价能力，公司盈利水平有望持续改善。

图表14：京能电力核心资产梳理（截至2018年底）

资产序列	持股	位置	所处电网	装机容量 万千瓦	权益装机容量 万千瓦	17年净利润 百万元	18H1净利润 百万元	17年ROE	18H1ROE (年化)
<b>控股装机</b>									
岱海发电	51%	内蒙古	京津唐电网	246	125	-120	-49	-5%	-4%
漳山发电	100%	山西	山西电网	180	180	/	/	/	/
宁夏京能宁东	65%	宁夏	送山东点对网	132	86	-159	-114	-14%	-22%
京隆发电	100%	内蒙古	京津唐电网	120	120	-236	-82		
京能康巴什	51%	内蒙古	蒙西电网	70	36	-31	2	-4%	1%
京能盛乐	100%	内蒙古	蒙西电网	70	70	/	/	/	/
涿州京源	60%	河北	京津唐电网	70	42	/	/	/	/
山西京玉发电	51%	山西	山西电网	66	34	-142	-19	-30%	-8%
京泰发电	51%	内蒙古	蒙西电网	66	34	-51	1	-6%	0%
锡林郭勒1号机	70%	内蒙古	外送山东	66	46	/	/	/	/
十堰1号机	60%	湖北	湖北电网	35	21	/	/	/	/
华宁热电	96%	内蒙古	蒙西电网	30	29	/	/	/	/
京能赤峰能源	94%	内蒙古	东北电网	30	28	/	/	/	/
控股装机小计	72%			1181	851				
<b>参股装机</b>									
托克托I	25%	内蒙古	京津唐电网	360	90	505	344	/	/
华能北京热电	34%	北京	京津唐电网	269	91	617	330	13%	
托克托II	25%	内蒙古	京津唐电网	252	63	434	379	/	/
大同发电	40%	山西	山西电网	240	96	112	195	3%	9%
上都I	49%	内蒙古	京津唐电网	240	118	411	181	13%	
上都II	26%	内蒙古	京津唐电网	132	34	319	178	20%	
蒙达发电	47%	内蒙古	蒙西电网	132	62	60	/	4%	
三河发电	30%	河北	京津唐电网	130	39	122	100	/	/
京达发电	30%	内蒙古	蒙西电网	66	20	-35	/	/	/
参股装机小计	34%			1821	613				
<b>外送电机组装机</b>									
					682				
<b>在建/拟建装机</b>									
京能秦皇岛热电	100%	河北	京津唐电网	70	70	/	/	/	/
京能双欣(自备)	51%	内蒙古	蒙西电网	70	36	/	/	/	/
锡林郭勒2号机	70%	内蒙古	外送山东	66	46	/	/	/	/
十堰2号机	60%	湖北	湖北电网	35	21	/	/	/	/
山西京能吕临	66%	山西	山西电网	70	46	/	/	/	/
京泰二期	51%	内蒙古	京津唐电网	132	67	/	/	/	/
在建/拟建装机小计	65%			443	286				
<b>其他资产</b>									
伊泰京粤酸刺沟矿业	24%	内蒙古	煤矿企业						

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 风险提示

### 1) 原煤热值提升不及预期致利用小时下降:

如果控煤省份燃煤电厂无法采购到足够多高热值原煤，控煤压力将会导致火电机组利用小时下降。

### 2) 更多省份要求 2020 年煤炭消费量下降:

若更多省份出台煤炭消费量控制政策，更多燃煤机组将受到控煤政策负面影响。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com