

行业研究/动态点评

2019年08月09日

行业评级:

公用事业 增持(维持)
环保 II 增持(维持)

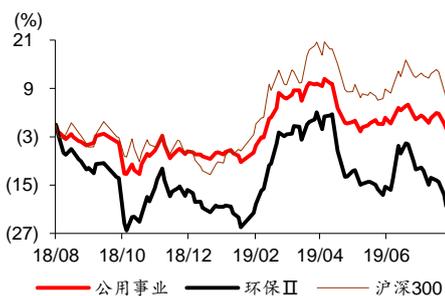
王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002
研究员 021-28972079
wangweijia@htsc.com

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

相关研究

- 1《公用事业:行业周报(第三十一周)》
2019.08
- 2《华能国际(600011,增持):煤价下行助力业绩超预期,火电龙头扬帆远航》2019.07
- 3《公用事业:行业周报(第三十周)》2019.07

一年内行业走势图



资料来源: Wind

火电恰逢其时, 行情刚刚启动

我们为什么还要买火电之六

自上而下: 经济下行压力是核心驱动力, 煤价/业绩加速催化

复盘可见, 火电股历次超额收益的主要背景, 都是在宏观经济相对偏弱、股市不确定性增强的背景下。回顾历史, 2011 和 2014 年行情走势证明, 经济下行带来煤价&利用小时数双跌(低盈利的条件下, 煤价弹性远高于电量), 火电成为经济弱势背景下值得关注的品种——火电板块跑赢上证综指 50%-100%。结合煤价下行+火电“三低”(低仓位、低涨幅、低估值), 我们认为火电的上涨行情才刚刚开启。

自上而下: 经济下行压力加大, 火电股超额收益窗口来临

宏观层面, 在全球“衰退性宽松”的状态下, 美联储 7 月降息, 特朗普 8 月加征关税, 中美贸易摩擦存在一定风险, 国内经济基本面下行压力显著, 引发市场情绪波动。回顾 2018 年 10 月行情(经济下行预期), 火电股超额收益显著, 一线龙头华能/华电涨幅 20%以上, 二线火电(长源电力等)补涨 30%-50%。当前时点, 火电同样具备经济下行预期下配置的基础条件。

自上而下: 配置意义增强, 降息周期叠加“三低”

策略性角度来说, 火电“三低”是上涨的基础。1) 低涨幅: 年初至今(2019.1.1-2019.8.7), 华能/华电等一线主流火电股跑输上证综指 25/19pct; 2) 低仓位: 1Q19 大盘“小阳春”叠加经济韧性超预期, 火电股仓位在 19 二季度末降低至 0.06%为历史最低水平; 3) 低估值: 本轮领涨华电启动前股价几乎回到了 2018 年低点(目前 19E P/B 0.7x), 火电板块 18 年估值低点 0.96x, 接近 10 年历史估值 2x 标准差区间下限; 火电板块当前(2019/8/7)估值(P/B1.05x, 处于近 10 年历史估值 5%分位数, 1.5x 标准差区间下限)相对于上证综指(P/B 1.35x)折价 22%。

自下而上: 沿海需求下滑, 港口现货价格走弱

沿海用电量增长低于全国水平(根据 Wind 数据库, 江苏/浙江/广东 19H1 用电增速 2.2%/3.3%/3.3%, 全国均值 5%), 当地新增核电/风电且水电来水超预期, 在控煤压力和外送电挤压下, 沿海用煤需求(煤电发电量)下滑严重。截止 2019 年 8 月 7 日, 六大电厂库存居高不下 1727 万吨(同比 +11%), 六大发电集团日均煤耗 71 万吨(同比 -12%), “高库存低日耗”倒逼煤价“旺季不旺”(秦港 Q5500 动力末煤由 7 月初 611 元/吨降至 8.7 日的 581 元/吨, 区间均价同比 -51 元/吨), 我们维持 19-20 年煤价中枢下移, 我们判断港口煤价短期内下一个支撑位在 570 元(绿色区间上限)附近。

自下而上: 半年报业绩亮眼, 3Q 利润有望创新高

8 月半年报行情开启, 19H1 归母净利增速: 华能国际+79%/内蒙华电+153%/建投能源+108%/长源电力+977%/皖能电力+138%, 火电股中报业绩亮眼横向比较与众多其他板块盈利恶化形成鲜明对比。根据库存我们预测 3Q 煤价现货同比下滑 40-60 元/吨, 10 元煤价对业绩的弹性(华能/华电 10 元煤价对应 19 业绩弹性为 11%/12%)大于电量弹性(华能/华电 1%电量对应 19 业绩弹性为 2%/2%), 煤价下行有望推动主流火电公司 3Q 的业绩持续向好。

推荐一线华能/华电, 二线精选特色标的

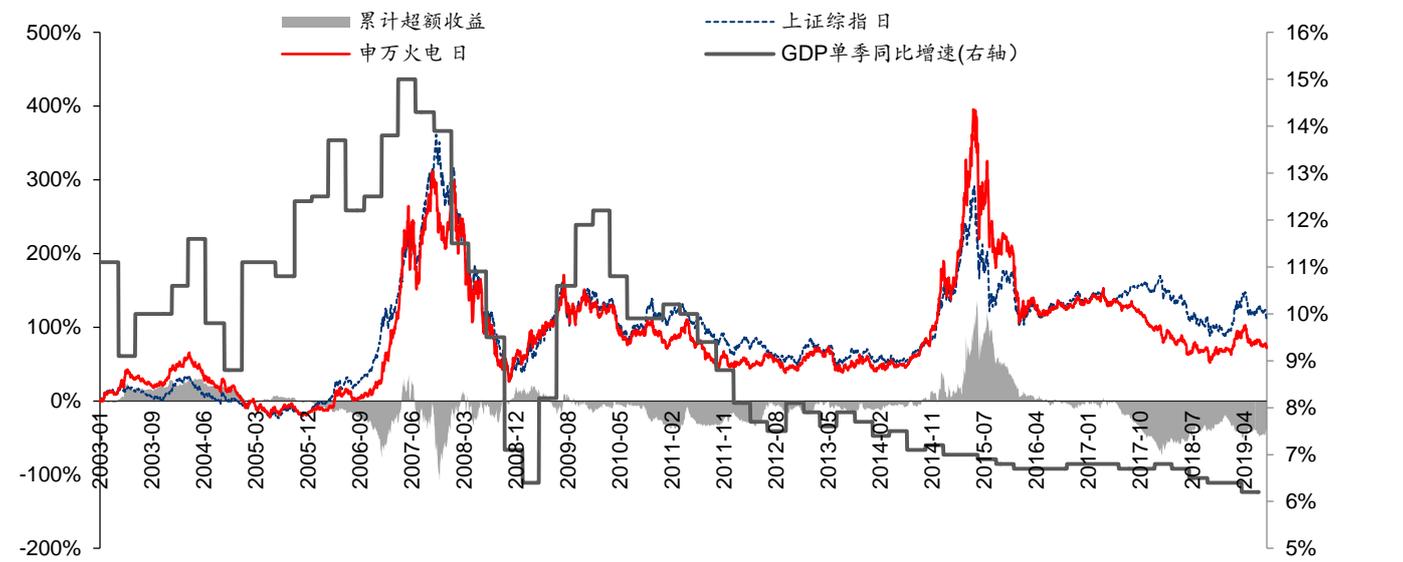
龙头火电只要业绩兑现依然是主力品种, 推荐华能国际(截至 2019.8.8 日, 我们预计股息率可达 5%)/华电国际(我们预计 19E 0.8xP/B), 二线火电股推荐内蒙华电(业绩稳定, 预计股息率 6%)长源电力(对煤价弹性可观, 蒙华铁路最受益品种)和低估值的皖能电力/京能股份/福能股份。

风险提示: 电价下调, 电量下跌超预期。

复盘：2003年以来，申万火电指数有5次跑赢上证的行情：两次防御性，三次进攻性。

- 1) 三次进攻分别发生在2003年（1997-2002低潮期后，周期大涨，五朵金花）和两次大牛市（2007/2014）。
- 2) 两次防御性体现在2008年全球金融危机和2011年（通胀+货币收紧）。

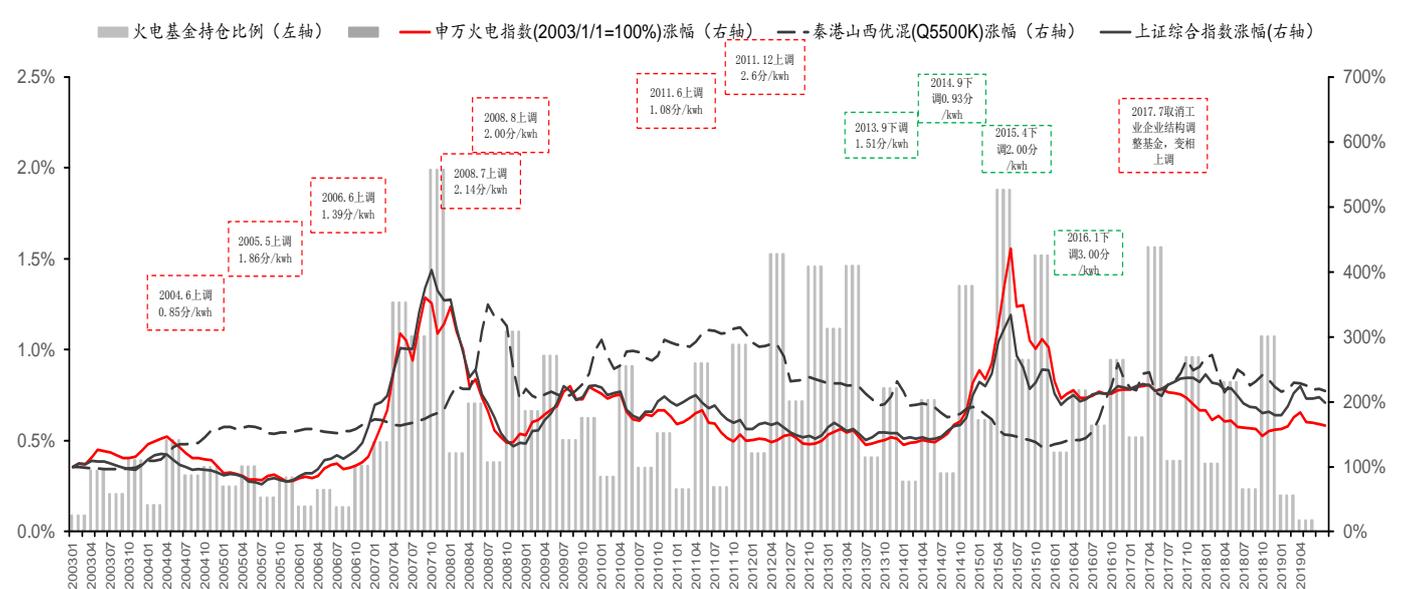
图表1：火电板块复盘（上证指数，申万火电指数，GDP增速）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

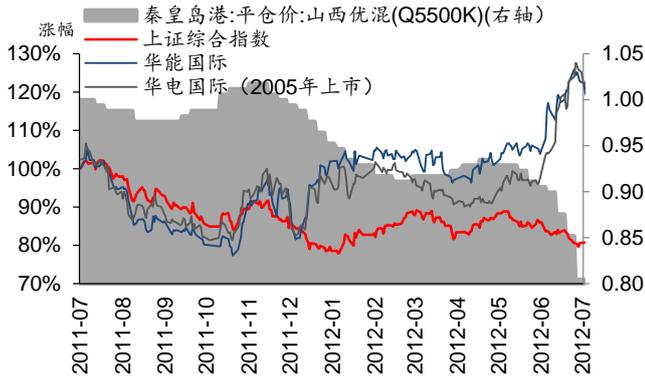
板块配置：机构持仓比例2012年后常年在2%以下，19Q2基金持仓仅为0.06%。虽然煤价自2012年底的627元/吨大幅下跌至2015年底的357元/吨，火电行业却因1) 电价多次下调，2) 电力供给过剩（火电利用小时数由12年的4769小时下降至15年的4357小时），3) 国家大力发展清洁能源严控火电装机，行业整体利润被压缩，定价权严重削弱，机构仓位基本持续维持在2%以下。

图表2：火电机构配置分析



资料来源：Wind，华泰证券研究所

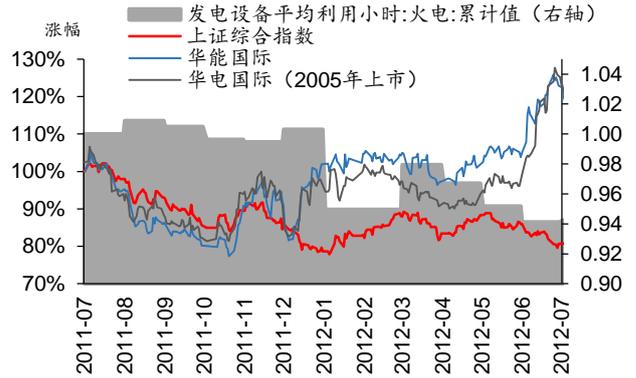
图表3： 华能、华电走势与大盘、煤价（201107-201207）



注：煤价按 2011 年 7 月 1 日煤价起始化为 1.0，华能/华电/上证综指均以 2011 年 7 月 1 日为起点

资料来源：Wind，华泰证券研究所

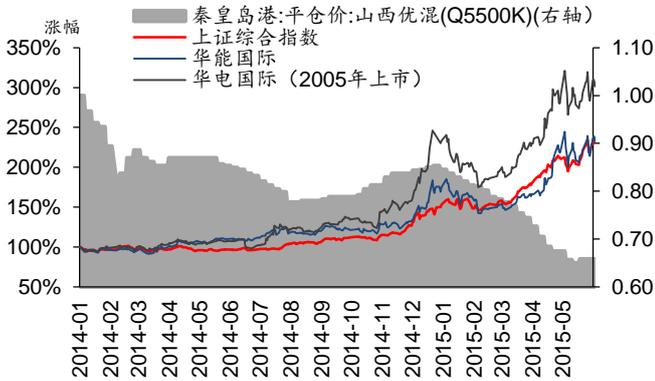
图表4： 华能、华电走势与大盘、火电利用小时（201107-201207）



注：发电设备利用小时数按 2011 年 7 月 1 日数字起始化为 1.0，华能/华电/上证综指均以 2011 年 7 月 1 日为起点

资料来源：Wind，华泰证券研究所

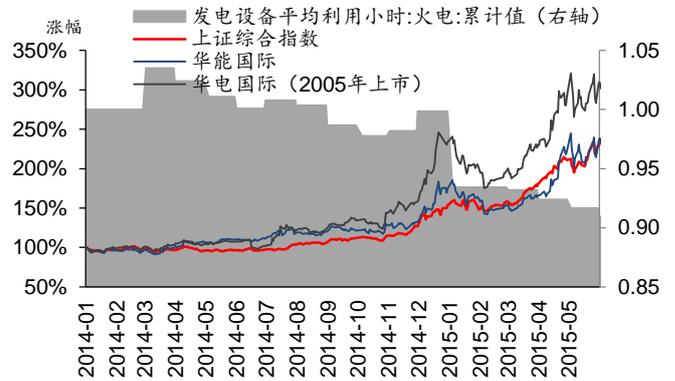
图表5： 华能、华电走势与大盘、煤价（201401-201506）



注：煤价按 2014 年 7 月 1 日煤价起始化为 1.0，华能/华电/上证综指均以 2011 年 7 月 1 日为起点

资料来源：Wind，华泰证券研究所

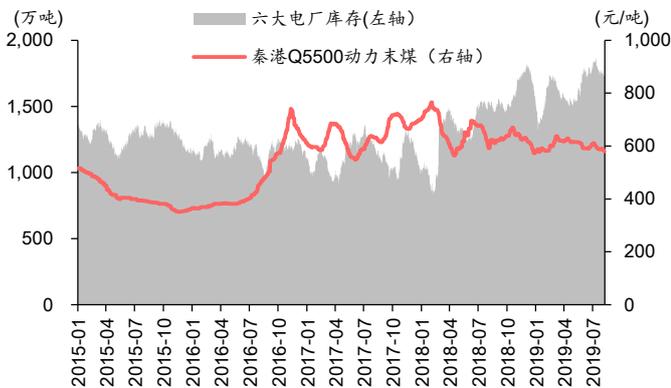
图表6： 华能、华电走势与大盘、火电利用小时（201401-201506）



注：发电设备利用小时数按 2014 年 1 月 1 日数字起始化为 1.0，华能/华电/上证综指均以 2011 年 7 月 1 日为起点

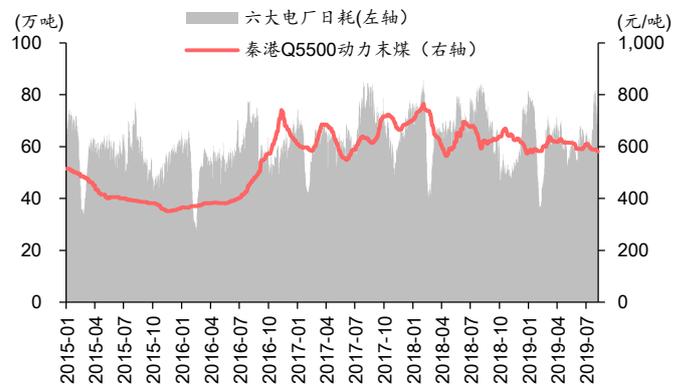
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7： 库存 vs 煤价



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8： 日耗 vs 煤价



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示：

- 1) 经济上行超预期。宏观经济增速超预期，煤价需求增加，煤价上行。
- 2) 经济下行压力过大或煤价下跌过快导致燃煤上网电价下调。

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，需在允许的范围内使用，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