

区域整合：火电自救的又一破局点

——电力行业热点专题系列（四）

行业简报

◆ **竞争要素受限，传统火电行业陷入困局：**2015年年底以来，“三去一降一补”、“供给侧结构性改革”等政策对火电行业三要素（电价、机组利用率、煤价）均形成冲击。根据经济参考报统计，目前火电整体亏损面高达50%左右。以西北地区为例，较低水平的煤价、电价导致西北五省（陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆）的点火价差显著低于全国水平。

◆ **火电供给侧改革多角度推进：**2017年启动的火电供给侧改革成为火电行业的自救手段，有效控制了火电装机规模，避免了机组利用率进一步恶化。我们认为伴随着火电行业整体景气度的持续低迷，火电供给侧改革将从多角度继续推进（“减存量、控增量”双向并举），行政及市场的手段都将促使火电公司走向竞争分化的格局。（详见深度报告《火电供给侧改革：近忧着远虑，亡羊思补牢——电力行业改革“三重奏”系列报告之一》）。目前，五大发电集团上市公司层面（大唐发电、国电电力）已出现煤电子公司破产情况，存量资产的合理优化势在必行。

◆ **破局点—资源整合，盘活存量：**2017年8月，国家发改委发布的《关于推进供给侧结构性改革 防范化解煤电产能过剩风险的意见》（发改能源〔2017〕1404号）指出：鼓励和推动大型发电集团实施重组整合，支持优势企业通过资产重组、股权合作、资产置换、无偿划转等方式，整合煤电资源。我们认为区域内重组整合火电（燃煤火电，即煤电）资源是大型发电集团执行火电供给侧改革的重要路径，通过大型发电集团区域牵头方式，**减少无效同业竞争，盘活存量火电资产，提升运营效率和盈利水平。**敏感性测算表明，随着火电供给侧改革推进，2020年火电利用小时数有望小幅提升。**更为重要的是，资源整合可改变区域电力竞争格局（从相对分散竞争到近似寡头格局），在电力市场化即将全面提速的背景下，提升火电行业的话语权、议价能力（包括上游及下游）以及成本传导能力（对下游）。**

◆ **“煤电重组整合”与2017年国务院推行的火电供给侧改革的区别在于：**后者意在通过控制2017-2020新增火电装机总量（而非存量的削减），降低火电机组利用率下行压力（政策出台时火电行业机组利用率仅4165小时，为历史最低值，且正面临可能跌破4000的窘境），目前来看效果较为理想；前者则意在通过存量的优化整合，提升行业对上下游的议价权，避免相关区域火电陷入市场化之后的“价格战”泥潭，这在2020年电价即将全面市场化的行业背景下显得尤为重要，其效果则有待观察。

◆ **投资建议：**在上游煤炭行业供给侧改革已近完成、电力市场化改革加速的背景下，区域资源整合有望成为火电供给侧改革及自救的新方式，现有区域电力竞争格局有望重塑。**与之相伴的是电价全面市场化带来的电力行业研究框架的整体性改变。**维持电力行业“增持”评级，建议关注火电一线龙头华能国际（A+H）、华电国际（A+H）。

◆ **风险分析：**火电供给侧改革效果低于预期，上网电价超预期下行，动力煤价格超预期上涨，电力需求超预期下滑等。

电力：增持（维持）

分析师

王威（执业证书编号：S0930517030001）

021-52523818

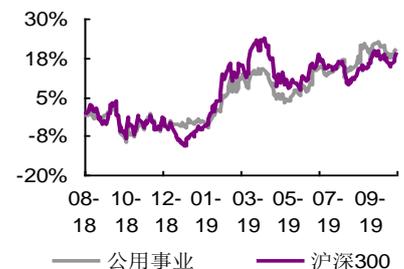
wangwei2016@ebsecn.com

于鸿光（执业证书编号：S0930519060001）

021-52523819

yuhongguang@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

发改委电价机制点评：靴子落地，关注节奏——电力行业热点专题系列（三）

..... 2019-10-24

国常会电价机制点评：向计划电告别——电力行业热点专题系列（二）

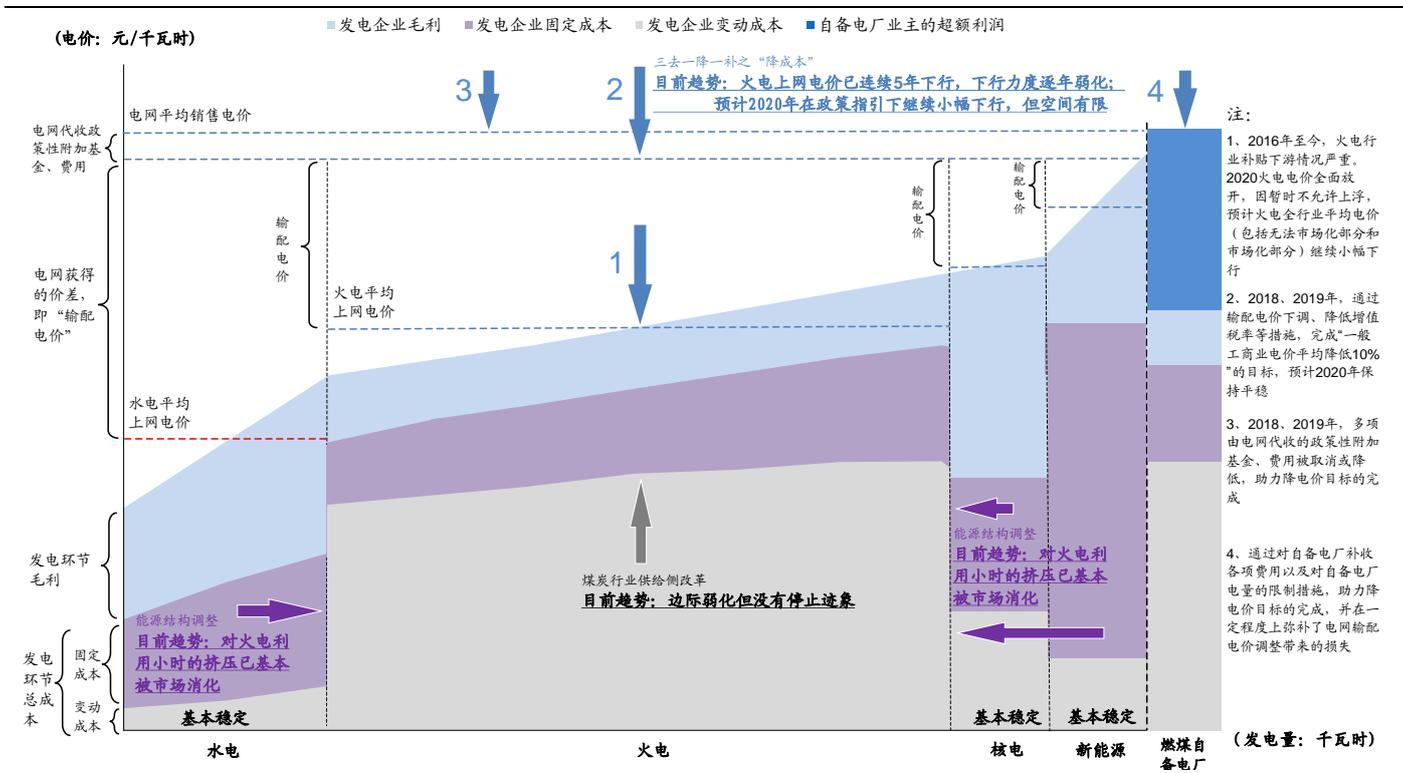
..... 2019-09-26

火电供给侧改革：近忧着远虑，亡羊思补牢——电力行业改革“三重奏”系列报告之一

..... 2017-08-04

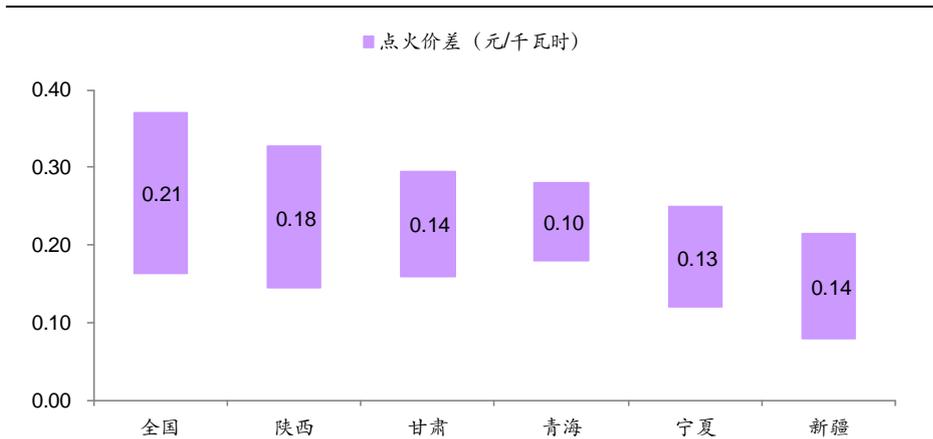
1、附图及附表

图 1：火电行业自 2015 年以来面临的“三座大山”及其近期变化趋势



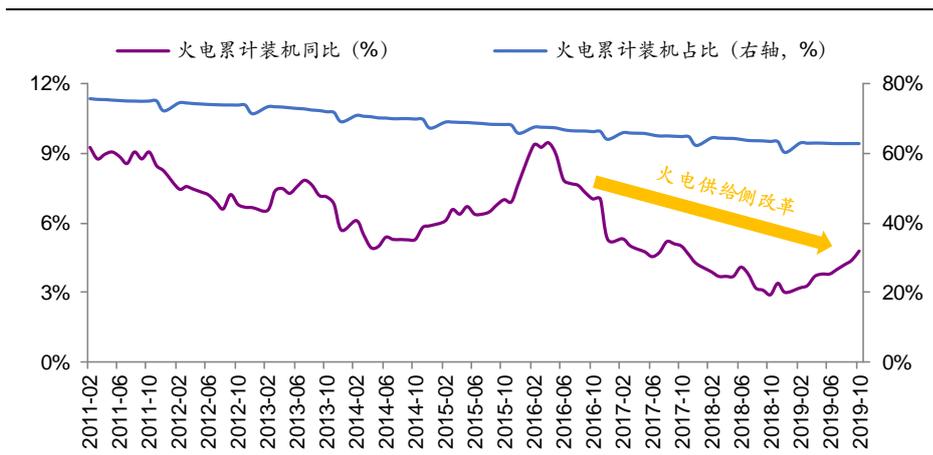
资料来源：光大证券研究所

图 2：西北地区电价与点火价差均处于较低水平



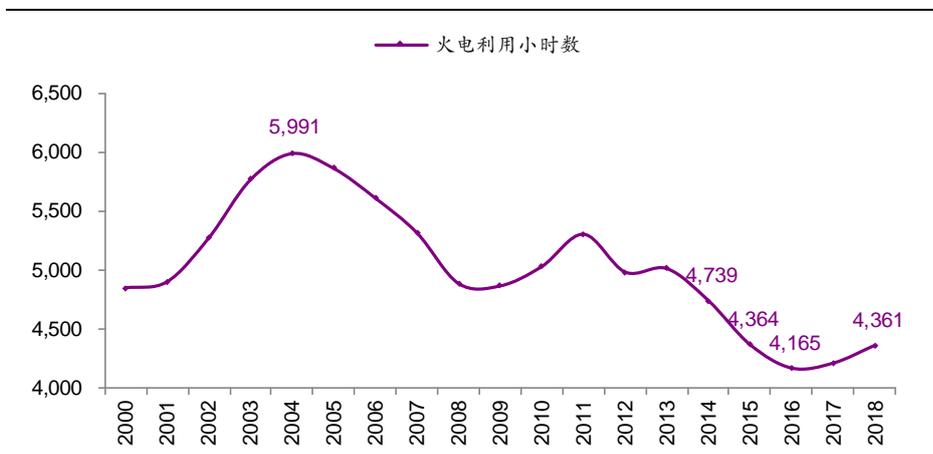
资料来源：Wind，国家能源局，光大证券研究所（注：柱状图上限表示上网电价，统计时点 2018 年）

图 3：火电累计装机情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：火电利用小时数



资料来源：Wind，光大证券研究所

表 1：2018 年底至今大型火电上市公司煤电子公司出现破产情况

上市公司	大股东	破产子公司	所处区域	公告时间
大唐发电	大唐集团	华源热电	河北	2018-12
大唐发电	大唐集团	连城发电公司	甘肃	2019-06
国电电力	国家能源集团	宣威公司	云南	2019-11

资料来源：上市公司公告，光大证券研究所整理

表 2：火电利用小时数的敏感性测算

煤电装机 (亿千瓦)	煤电装机 增速 (%)	火电发电量增速 (%)										
		-5%	-4%	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
9.0	-11%	4,525	4,572	4,620	4,667	4,715	4,763	4,810	4,858	4,906	4,953	5,001
9.2	-9%	4,439	4,485	4,532	4,579	4,626	4,672	4,719	4,766	4,813	4,859	4,906
9.4	-7%	4,356	4,402	4,448	4,494	4,539	4,585	4,631	4,677	4,723	4,769	4,815
9.6	-5%	4,276	4,321	4,366	4,411	4,456	4,501	4,546	4,591	4,636	4,682	4,727
9.8	-3%	4,200	4,244	4,288	4,332	4,376	4,421	4,465	4,509	4,553	4,597	4,642
10.0	-1%	4,125	4,169	4,212	4,256	4,299	4,343	4,386	4,429	4,473	4,516	4,560
10.2	1%	4,054	4,097	4,139	4,182	4,225	4,267	4,310	4,353	4,395	4,438	4,481
10.4	3%	3,985	4,027	4,069	4,111	4,153	4,195	4,237	4,279	4,320	4,362	4,404
10.6	5%	3,918	3,959	4,001	4,042	4,083	4,124	4,166	4,207	4,248	4,289	4,331
10.8	7%	3,854	3,894	3,935	3,975	4,016	4,056	4,097	4,138	4,178	4,219	4,259
11.0	9%	3,791	3,831	3,871	3,911	3,951	3,991	4,031	4,070	4,110	4,150	4,190

资料来源：中电联，光大证券研究所（注：煤电装机增速和火电发电量增速以 2018 年为基准）

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼