

行业研究/动态点评

2019年12月02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

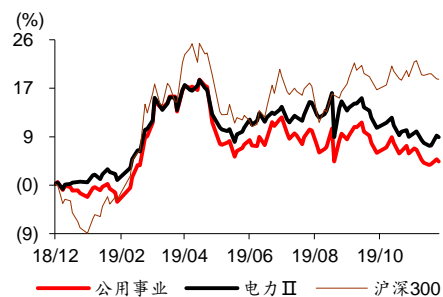
吴祖鹏 0755-82492080
联系人 wuzupeng@htsc.com

施静 010-56793967
联系人 shi_jing@htsc.com

相关研究

- 1 《公用事业: 1-10M19 消费同比+9%, 2020 年有望回升》2019.11
- 2 《公用事业: 行业周报 (第四十七周)》2019.11
- 3 《公用事业: 火电估值历史新低, 电价预期或过于悲观》2019.11

一年内行业走势图



资料来源: Wind

煤电整合出台, 不一样的供给侧改革

西北五省火电整合方案出台, 行业迎重大利好

根据北极星电力网披露, 11月29日国资委印发《中央企业煤电资源区域整合试点方案》, 要求: 1) 将甘肃/陕西/新疆/青海/宁夏5个地区纳入第一批试点; 2) 力争到2021年末, 煤电产能压降1/4至1/3, 整体减亏超过50%。我们认为, 本试点对火电行业是重大利好, 且有望推广, 当前甘肃/陕西/新疆/青海/宁夏五大电市占率为40%/54%/32%/49%/34%, 整合后当地火电议价能力有望提升, 根据我们测算, 利用小时有望提升1083~2341小时, 中长期利好华能国际、大唐发电、浙能电力(新疆/宁夏火电装机70/132万千瓦)、天富能源(新疆火电标的)。

电价是当前主要矛盾, 煤价只是利润的切分

目前中国电改已初见成效, 我们预测2019年市场电将达到3万亿(占比40%+), 火电市场电占比超过50%; 2020年随着浮动电价政策(1658号文)的推进, 我们预测市场电比例还会有10-30个百分点的增加。至此, 电价已经成为主导火电甚至整个电力和煤炭行业盈利和趋势的主要变量, 煤价只是在电力 vs 煤炭行业之间做了利润的二次划分, 煤/电的博弈关系正在发生微妙的变化。我们认为, 火电三要素中, 煤价依然是超高弹性的存在, 但电价和利用小时更需要密切关注——仅就电价而言, 区域层面市占率和利用小时影响力不断上升。

市占率+利用小时提升, 绝不等同于煤电的“供给侧改革”

从煤炭/钢铁的经验来看, 发改委一直是供给侧改革的主导者; 针对电力行业, 发改委在电改中扮演着至关重要的作用, 所以把国资委的试点方案理解成煤电行业的“供给侧改革”是有失偏颇的。值得强调的是, 高层已充分意识到火电产能压减和利用小时提升是企业增强议价能力的关键。以山东为例, 当地火电机组利用小时较高(18年全国排名第六), 华能及华电市占率达33%, 市场交易电价持续提升, 火电盈利可观。根据我们测算, 目前甘肃/陕西/新疆/青海/宁夏五大电市占率为40%/54%/32%/49%/34%, 压减产能后利用小时有望提升1083~2341小时。

上市公司层面, 中长期利好华能/大唐/浙能/天富能源

板块层面, 我们认为电价预期过于悲观, 建议关注火电配置机会。根据wind数据, 2018年火电板块度电利润不足1分, ROE不足5%, 提升空间巨大。股票层面——火电龙头层面, 华能/华电/国电/大唐西北五省的占比有限, 分别为2.5%/8.7%/19%/0.3%(基于2018年发电量口径测算), 但减亏带来的业绩改善可观。区域公司层面, 中长期利好浙能电力(新疆/宁夏火电装机70/132万千瓦)、天富能源(新疆火电标的)(暂不考虑划转带来的相关财务影响)。

风险提示: 上市公司剥离资产给集团或通过市场化形式交易或置换过程中定价不合理。

图表1：五大发电集团火电装机容量（万千瓦，截止到2018年）

	甘肃		陕西		新疆		青海		宁夏	
	装机容量	当地占比	装机容量	当地占比	装机容量	当地占比	装机容量	当地占比	装机容量	当地占比
中国华能集团有限公司	251	12%	294	7%	52	1%	/	/	/	/
中国华电集团有限公司	/	/	512	12%	349	6%	60	15%	332	11%
中国大唐集团有限公司	406	19%	703	16%	60	1%	/	/	/	/
国家能源投资集团有限责任公司	176	8%	834	19%	1181	22%	/	/	452	15%
国家电力投资集团有限公司	/	/	/	/	98	2%	132	34%	248	8%
合计	833	40%	2343	54%	1740	32%	192	49%	1032	34%

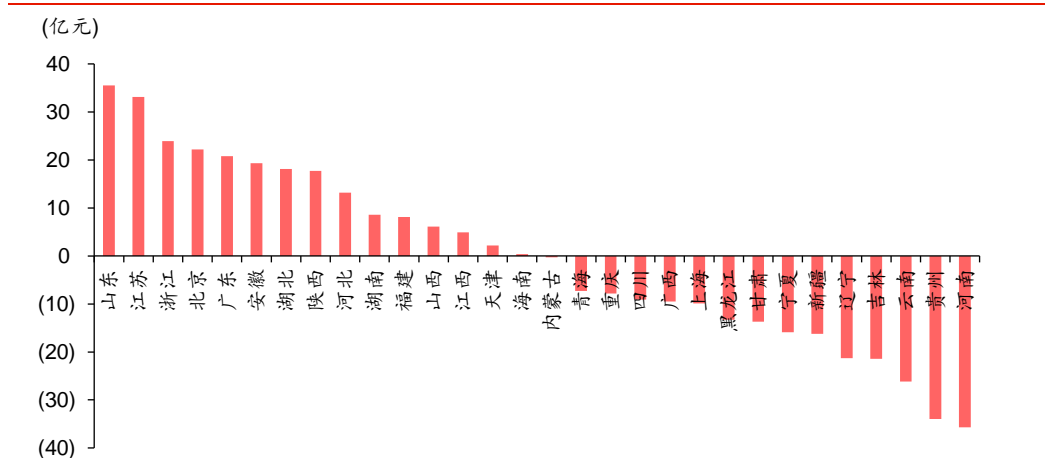
资料来源：国家发改委，国家能源局，华泰证券研究所

图表2：五大发电集团经营数据（截止到2018年）

	中国华能	中国大唐	中国华电	国家电投	国家能源集团
煤电装机（亿千瓦）	1.1	0.9	0.9	0.7	1.7
亏损额（亿元）	74.1	56.2	71.9	64.2	113.2
总电厂户数	88	85	78	71	152
亏损电厂户数	47	50	40	43	77
亏损比例	53%	59%	51%	61%	51%

资料来源：国家发改委，国家能源局，华泰证券研究所

图表3：2018年各省煤电盈利情况



资料来源：国家发改委，国家能源局，华泰证券研究所

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