

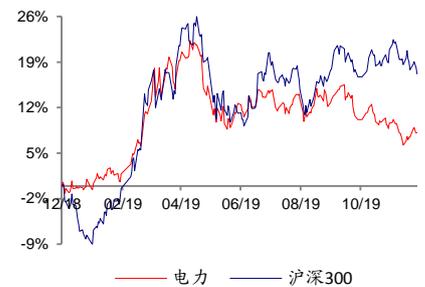
电力行业

央企资源整合带动火电供给侧改革，火电行业盈利提升确定性进一步提升

行业评级 **买入**

前次评级 买入
报告日期 2019-12-02

相对市场表现



分析师: 邱长伟
SAC 执证号: S0260517080016
SFC CE No. BOE192
021-60750631
qiuchangwei@gf.com.cn

分析师: 郭鹏
SAC 执证号: S0260514030003
SFC CE No. BNX688
021-60750631
guopeng@gf.com.cn

相关研究:

电力行业三季报总结:静待各地基准电价落地,或存在预期修复机会 2019-11-04

电力行业9月月报:用电需求提振&水电增速转负,火电出力大幅改善 2019-10-20

电力行业8月月报:二产用电回暖&水电出力回落,火电增速降幅收窄 2019-09-22

核心观点:

- 近日,国资委下发《中央企业煤电资源区域整合试点方案》,将甘肃、陕西、新疆、青海、宁夏5个煤电产能过剩、煤电企业连续亏损的省份,纳入第一批中央企业煤电资源区域整合试点,力争到2021年末,试点区域产能结构明显优化,煤电协同持续增强,运营效率稳步提高,煤电产能压降四分之一至三分之一,平均设备利用小时明显上升,整体减亏超过50%,资产负债率明显下降。
- 火电亏损面较大,在煤价和电价谈判中议价能力相对较强。电力集团部分资产亏损严重,五大发电集团亏损面超过50%,2019年已经开始处置亏损资产,火电公司在亏损面较大的情况,在煤电谈判、上网电价谈判的博弈中,处于议价能力相对较强的一方。
- 供给侧改革,提升火电盈利。中央企业煤电资源整合过程中,牵头企业将整合区域内其他五大发电集团的火电资产,市场集中度进一步提升,话语权有所提升,有利于降低煤炭采购成本、避免市场化上网电价恶性竞争(相当于提升点火价差);同时淘汰关停落后产能的1/4到1/3,并严格控制新增产能,将提升区域内火电整体利用小时数,改善火电企业盈利。
- 首批试点后有望推广至其他省份。西北五省仅是央企煤电资源整合的首批试点省份,大概率将继续推广至其他煤电亏损的省份,对全行业煤电企业产生重要影响。
- 投资建议:火电估值创历史新低,建议超配等待估值修复。火电龙头估值降低至历史最低水平,华能国际(A股)/华能国际电力股份(H股)和华电国际(A股)/华电国际电力股份(H股)PB分别降至1.21/0.61倍和0.82/0.44倍;从股息率的角度看,华能国际(A股)/华能国际电力股份(H股)对应股息率分别为4.5%和7.7%。火电板块股价调整主要是市场对电价不确定性的担忧。我们认为明年上网电价下调幅度有限,综合考虑煤价下跌和电价下调,火电盈利仍将提升。中央企业煤电资源整合方案的推进,将进一步明确未来3年火电盈利提升的趋势。我们预计19年年底前后电价落地,火电板块有望迎来估值修复。推荐火电龙头华能国际电力股份(H股)、华能国际(A股)、华电国际电力股份(H股)、华电国际(A股),建议关注内蒙华电(A股)、京能电力(A股)、皖能电力(A股)等。
- 风险提示。电力供需形势恶化;电价下调风险;煤价上涨风险;来水不及预期;装机投产不及预期;利率上行风险。

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
华电国际	600027.SH	CNY	3.71	2019/8/26	买入	6.5	0.36	0.47	10.26	7.96	5.81	5.28	7.2%	9.7%
华电国际 电力股份	01071.HK	HKD	2.85	2019/8/26	买入	4.2	0.36	0.47	6.74	5.23	5.89	5.36	7.2%	9.7%
华能国际	600011.SH	CNY	5.99	2019/7/31	买入	8.5	0.34	0.48	17.76	12.58	7.22	6.36	6.0%	7.8%
华能国际 电力股份	00902.HK	HKD	3.88	2019/7/31	买入	6.6	0.34	0.48	9.83	6.97	6.83	6.02	6.0%	7.8%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算, 港股公司 EPS 单位为人民币/股

央企资源整合带动火电供给侧改革，火电行业盈利提升确定性进一步提升

火电央企资源整合，供给侧改革提升盈利

近日，国资委下发《中央企业煤电资源区域整合试点方案》，将甘肃、陕西（不含国家能源集团）、新疆、青海、宁夏5个煤电产能过剩、煤电企业连续亏损的省区，纳入第一批中央企业煤电资源区域整合试点。

政策出台的背景：2016年来，受煤价快速上涨、煤电产能过剩、市场竞价加剧等因素叠加影响，煤电企业生产经营陷入严重困难，部分企业连年亏损，资金链断裂、生产经营难以为继。中央企业涉及煤电业务的主要包括中国华能、中国大唐、中国华电、国家电投和国家能源集团5家企业。截至2018年12月末，5家企业所属燃煤电厂共474户，装机容量5.2亿千瓦，资产总额1.5万亿元，负债总额1.1万亿元，平均资产负债率73.1%，其中：亏损企业257户，占比54.2%，累计亏损额379.6亿元，平均资产负债率88.6%。

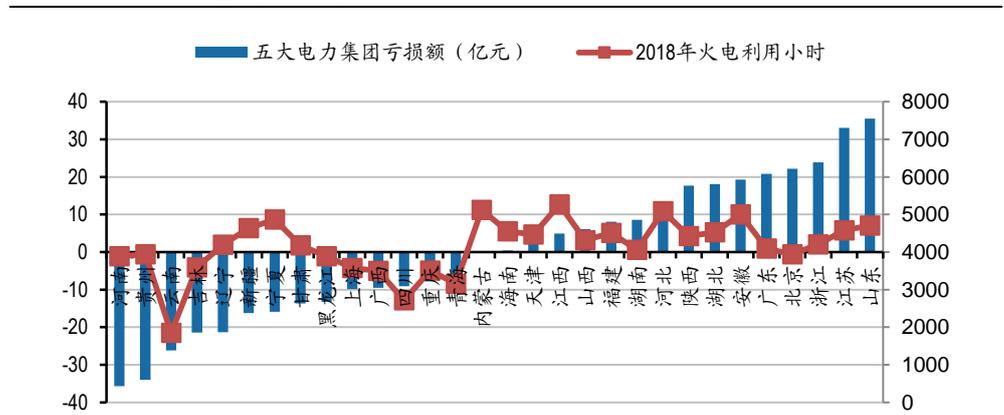
表1：五大电力集团亏损面超过50%，亏损额合计380亿元

	煤电装机（亿千瓦）	燃煤电厂数量（户）	亏损数量（户）	亏损额（亿元）	亏损面
国家能源集团	1.70	152	77	113.2	51%
华能集团	1.10	78	40	74.1	51%
大唐集团	0.91	85	50	56.2	59%
华电集团	0.88	88	47	71.9	53%
国家电投	0.68	71	43	64.2	61%
合计	5.27	474	257	379.6	54%

数据来源：国资委，广发证券发展研究中心

分区域看：中央发电企业煤电资产主要分布在全国30个省份，其中15个省份2018年中央企业煤电业务整体亏损，15个省份2018年煤电业务整体盈利。亏损额较大的省份火电利用小时数相对较低。

图1：五大电力集团分省亏损额（亿元）



数据来源：国资委，广发证券发展研究中心

工作目标: 自2019年开始启动,用3年左右的时间开展中央企业重点区域煤电资源整合试点工作,通过区域整合优化资源配置、淘汰落后产能、减少同质化竞争、缓解经营困难,促进健康可持续发展。力争到2021年末,试点区域产能结构明显优化,煤电协同持续增强,运营效率稳步提高, **煤电产能压降四分之一至三分之一**,平均设备利用小时明显上升, **整体减亏超过50%**,资产负债率明显下降。

在首批试点区域的选择上,将甘肃、陕西(不含国家能源集团)、新疆、青海、宁夏5个煤电产能过剩、煤电企业连续亏损的区域纳入第一批试点。根据5家集团所在省级区域煤电装机规模、经营效益确定牵头单位,在此基础上,综合考虑地区电价、过剩产能消纳、煤电联营、各企业区域战略发展规划等因素,确定**中国华能牵头甘肃,中国大唐牵头陕西,中国华电牵头新疆,国家电投牵头青海,国家能源集团牵头宁夏**。

表2: 中央企业煤电资源区域整合试点方案主要措施

稳妥开展资源整合	依法依规开展资产重组置换,以 产权无偿划转 为主,市场转让为辅,尽量不产生现金交易,人员、负债随资产一并划转。 上市公司所属煤电企业,将股权上移至母公司后再划转 ,也可以市场化方式转让或置换。各企业划转资产总体平衡,差异较大的在以后试点批次中适当补偿。自备电厂、一体化项目、省级公司可不纳入整合,新建项目(不含即将投产项目)可暂缓纳入。
淘汰关停落后产能	完成产权划转后,牵头单位要在保障供电供热安全的基础上,对 达不到国家要求的煤电机组(含燃煤自备机组)及符合地方淘汰标准的机组实施关停,坚决清理违规在建煤电项目 。鼓励以市场化方式推进煤电过剩产能退出和低效无效资产处置。
严格控制新增产能	属于国内电力产能预警红色和橙色等级的省区,自开展煤电资产重组起, 原则上停止新建煤电投资项目、新增产能的煤电技术改造项目 ,确需新立项的项目需征得区域牵头单位同意
自觉维护市场秩序	加强区域经营协作,在综合考虑全部发电成本和资本合理回报水平的基础上理性报价,带头维护煤电市场正常秩序,自觉遵守交易规则, 避免恶性竞争或恶性垄断,稳步有序推进电量交易市场化改革
加强管理技术协同	实现区域资产整合后,各牵头单位要围绕高质量发展,搭建统一的区域管理平台,避免各类重复性建设,强化内部人员、资金、管理、服务和产业协同,大力压缩可控成本费用,加快推进煤电业务减亏扭亏。要妥善解决试点区域内各企业职工收入不平衡问题,原则上收入水平不下降,逐步实现统一
推动企业转型升级	坚持绿色低碳的能源发展战略,加快燃煤发电升级与改造,努力降低供电煤耗、污染物排放,提高安全运行质量、技术装备水平,在试点区域带头打造高效清洁可持续发展的煤电产业
积极引入外部资本	牵头单位要通过债转股、引入战投等措施加快降低试点区域煤电企业负债率,妥善化解债务风险,要积极探索混合所有制改革,完善现代企业治理,加快解决历史遗留问题,减轻包袱、激发活力,促进健康可持续发展
分步实施统筹推进	各企业要密切监测区域整合试点工作进展情况,积极协调出现的问题,及时总结经验教训,进一步完善资源整合工作机制,形成可推广的模式,妥善推进下一批试点工作, 力争2021年末全面完成

数据来源:国资委,广发证券发展研究中心

政策点评:

1. 电力集团部分资产亏损严重，五大发电集团亏损面超过50%，2019年已经开始处置亏损资产，如国电电力、国投电力、华能集团、大唐发电等。火电公司在亏损面较大的情况，在煤电谈判、上网电价谈判的博弈中，处于议价能力相对较强的一方。
2. 中央企业煤电资源整合过程中，牵头企业将整合区域内其他五大发电集团的火电资产，相当于市场集中度进一步提升，话语权有所提升，有利于降低煤炭采购成本、避免市场化上网电价恶性竞争（相当于提升点火价差），有利于提升火电企业盈利。
3. 中央企业煤电资源整合过程中，淘汰关停落后产能的1/4到1/3，并严格控制新增产能，相当于火电企业的供给侧改革，将提升区域内火电整体利用小时数，改善火电企业盈利。
4. 西北五省仅是央企煤电资源整合的首批试点省份，大概率将继续推广至其他煤电亏损的省份，对全行业煤电企业产生重要影响。

表3: 电力公司旗下亏损火电厂破产清算或出售

火电集团公司	电厂	事项	2018 年净利润 (亿元)	2018 年净资产 (亿元)
国投电力	国投宣城	拟出售	-0.01	9.84
国投电力	国投北部湾	拟出售	0.03	3.06
国投电力	国投伊犁	拟出售	-1.33	4.57
国投电力	靖远第二发电	拟出售	-5.09	2.11
国投电力	淮北国安电力	拟出售	-0.46	7.90
国投电力	甘肃电投张掖发电	拟出售	0.00	5.37
大唐发电	甘肃大唐国际连城发电	破产清算	-2.30	-10.87
大唐发电	大唐保定华源热电	破产清算	-0.88	-3.35
国电电力	云南省宣威发电厂	破产清算	-6.86	-26.63
国电电力	石嘴山第一发电	拟出售	-4.06	-2.68
华能国际	洛阳阳光热电	破产清算	-	-

数据来源：上市公司公告，广发证券发展研究中心

投资建议：火电估值创历史新低，建议超配等待估值修复。

火电估值创历史新低。火电龙头公司本次周期盈利底部在2017年，经历2年煤价下行，从亏损提升到2019年5%-6%左右的ROE水平。但是估值却降低至历史最低水平，华能国际（A股）/华能国际电力股份（H股）和华电国际（A股）/华电国际电力股份（H股）PB分别降至1.21/0.61倍和0.82/0.44倍；从股息率的角度看，华能国际（A股）/华能国际电力股份（H股）对应股息率分别为4.5%和7.7%。从估值和股息率的角度，火电龙头股价向下的空间较小。

火电公司向上的弹性短期来自电价不确定性消除。火电板块股价调整主要是市场对电价不确定性的担忧。事实上，18年降低工商业电价以来，市场每年都会担心电价下调，但实际上19年市场化电价不降反升，提高1分钱/千瓦时。我们认为明年上网电价下调幅度有限，综合考虑煤价下跌和电价下调，火电盈利仍将提升。中央企业煤电资源整合方案的推进，将进一步明确未来3年火电盈利提升的趋势。我们预计19

年年底前后电价落地，火电板块有望迎来估值修复。推荐火电龙头华能国际电力股份（H股）、华能国际（A股）、华电国际电力股份（H股）、华电国际（A股），建议关注内蒙华电（A股）、京能电力（A股）、皖能电力（A股）等。

风险提示

电力供需形势恶化；电价下调风险；煤价上涨风险；来水不及预期；装机投产不及预期；利率上行风险。

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士，2015年、2016年、2017年新财富环保行业第一名，多年环保、燃气、电力等公用事业研究经验。
- 邱长伟：资深分析师，北京大学汇丰商学院金融硕士，厦门大学自动化系学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 许 浩：资深分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 张 淼：研究助理，武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：研究助理，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。