

## 电力、煤气及水等公用事业行业研究 买入 (维持评级)

行业点评

李蓉  
联系人  
lirong@gjzq.com.cn

杜旷舟  
联系人  
dukz@gjzq.com.cn

孙春旭  
分析师 SAC 执业编号: S1130518090002  
sunchunxu@gjzq.com.cn

娜敏  
联系人  
namin@gjzq.com.cn

### 供需宽松格局下不改基准价，2020 年电煤长协难达成协议

#### 事件

- 1. 2019 年 12 月 4 日，国家发展改革委办公厅发布《关于推进 2020 年煤炭中长期合同签订履行有关工作的通知》指出：1) 中长期合同数量应较 2019 年水平有合理增加；2) 下水煤合同基准价供需双方协商不一致的，仍按 2019 年度水平执行；3) 首次提出中长期合同季度履约率应不低于 80%，全年履约率不低于 90%。
- 2. 为期三天的 2020 年度全国煤炭交易会 12 月 6 日在日照闭幕，与过往年份媒体报道重点说明煤炭供需企业签订中长期合同情况不同，媒体对本次会议的报道仅限于成立中国煤炭运销协会贸易物流专业委员会的筹备工作与日照发展潜力。

#### 行业观点

- 煤企坚持 535 不变，但因绿色价格区间不改。**2020 年电煤价格谈判进入关键时期以来，电企和煤企分别开展价格博弈战，2019 年 11 月 25 日，11 家煤企巨头联合倡议保供稳价在绿色区间 500 元-570 元/吨，市场价格保持在绿色区间，坚持长协基础价 535 元/吨。对由于 2019 年 4 月 1 日起，煤炭增值税率由 16% 下降至 13% 带来的含税煤价下降，煤企认为现货价格的下降已反映增值税下降，绿色区间不变的情况下基础价不应改变。
- 煤炭供应宽松格局下，电企议价能力提升难同意。**2019 年随着煤炭产能的进一步释放，动力煤价格由上半年高位震荡一路下行跌破 550 元/吨。我们的调研表明，电企对电煤长协的诉求主要有：1) 长协价格应低于现货价格；2) 取消同卡同价，2019 年 5500 大卡与 5000 大卡煤炭最高差价达 100 元/吨，但煤企在长协执行中按照 5500 大卡电煤价格向电企出售 5000 大卡；3) 取消捆绑销售。2019 年，尽管发改委协调解除捆绑销售，不少大型煤企通过从市场采购现货，并将年度长协煤、月度长协煤及现货捆绑销售给电力企业。
- 电煤长协保量不保价，实际执行价格受市场格局影响。**为缓解我国煤电矛盾，发改委提出有利于煤企与电企双方稳定经营的 500-570 绿色区间。但从历年长协执行情况看，电煤长协一向“保量不保价”，主要目的为确定铁路运输量。2017-2018 年期间，受市场供应紧张影响，长协价格并未保持在政府要求的黄色区间 600 元/吨以下，2018 年月度长协均价为 632 元/吨左右，2018 年 11 月，月度长协价格甚至高出现货价格。因此，当前市场地位提升的电企必然要求改变过往不利电企的合同调控，煤企不肯让步的情况下，电煤合同陷入胶着。我们预计煤企至少应满足上述第 2 与第 3 两个条件，否则长协签订将落到 2020 年 1 月。
- 供应格局是煤价的主要决定因素，2020 年煤价向下趋势已定。**作为完全市场化的煤价产品，电煤价格一直由供需格局决定。2019 年 1-9 月，我国动力煤月度产量累计增速 6%，煤炭固定资产投资完成额累计同比增速 26%，而 1-9 月火电增速约 0.5%，煤炭供应宽松格局已定。
- 历史下行区间规律表明 2020 年煤价或维持 540 水平。**过去十年的动力煤价格呈现显著季节性特征，动力煤价在冬季采暖季（12 月至次年 2 月）上移，并在次年非采暖季（3 月-11 月）下滑。在上一轮煤价下行周期即 2012-2016 年期间，采暖季动力煤均价比非采暖季动力煤均价高 55-101 元/吨，平均值 82 元/吨。当前，动力煤煤价徘徊在 550 元/吨左右，即便 2020 年 1-2 月煤价上扬至 580 元/吨，根据历史规律线性外推，2020 年平均煤价或不高于 540 元/吨。

#### 投资建议

- 煤价下降利于火电板块盈利提升，我们预计 2020 煤电板块业绩同比增加 20%-30%，盈利改善叠加估值修复，带来板块触底反弹，预计增长空间 30-50%。推荐华能国际，华电国际，浙能电力，皖能电力，福能股份。

#### 风险提示

- 电价下降超预期；电力市场化程度超预期；煤炭突发性事件导致煤价上涨。

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH