

牛波

分析师 SAC 执业编号: S1130520060001

市场电价中枢上调，提升电力运营商盈利水平

事件

自9月22日起，国常会连续就围绕保就业保民生，提出包括煤矿增产、煤电增供、推动煤电市场化等深化改革、市场化手段；同时地方政府纷纷发布地方性增加煤炭供应、重签2021年四季度煤电电价等配套政策。

评论:

- **纾困煤电企业，市场化交易电价浮动范围上调。**9月下旬以来，中东部煤电企业入炉标煤成本达到2000元/吨，度电现金成本超0.60元/千瓦时，全国所有电厂面临现金流亏损，煤电企业发电意愿不强。中央为煤电疏导发电成本，将市场交易电价上下浮动范围由分别不超过10%、15%，调整为原则上均不超过20%。2020年华能国际、国电电力、大唐发电披露市场化电量占比分别为58.3%、65.3%、59.1%，由于非市场化电价仍以基准价为主，我们认为发改委或将出台电力市场化配套政策，推动一般工商业用户入市，提高煤电市场化比例，扩大煤电成本传导渠道。其他省份也将出台类似湖南、内蒙等省份重签2021年四季度长协的政策。
- **绿电政策为地方政府解围，市场化电价利好高耗能龙头。**国常会指出新增可再生能源在一定时间内不纳入能耗能源消费总量，主要为缓解地方政府能耗总量超标问题，不涉及具体企业能耗。价格不设上限的高耗能行业将成为转嫁煤电燃料成本的主力，一方面在能耗双控背景下，高耗能依然会被错峰限电；另一方面通过价格信号调节高耗能生产，促进低能耗水平的龙头集中度提高，淘汰能耗水平高的中小企业，提高能源利用效率。
- **煤炭增产保供力度空前，但四季度放量受限煤价难跌。**为解决电企买煤难，国家发改委要求落实煤源保障，发电供热用煤中长期合同全覆盖，统筹晋、蒙、陕三地协调煤源5300万吨、5300万吨、3900万吨，合计1.45亿吨的长协保供量。除上述保供指标外，山西、内蒙已下发具体增产指标，四季度陕西增产2867.5万吨、内蒙新增产能2458.75万吨（年化9835万吨），我们预计陕西或将保证2000-3000万吨产量。然而，受安全生产管理、系统能力等因素制约，煤矿在短期内增产难度大，我们预计四季度煤炭增量或约4000-5000万吨，与上半年产生的约8000万吨缺口仍有差距，因此，无法完全扭转煤炭供应紧张局面，秦皇岛5500kcal煤价或将维持在1200元/吨以上水平。
- **高煤价抬高市场电价中枢，煤电运营商迎春天。**考虑到2030年碳达峰要求，受制于长期投资带来的转型与沉没成本，“十四五”煤炭产能的整体限制，叠加风光不可控带来的电煤需求中期难以大幅下跌影响，我们认为2022-2025年，秦皇岛5500kcal煤价中枢仍将维持在700-800元/吨的水平，使得煤电完全成本维持在0.397-0.445元/千瓦时。受中长期煤炭紧平衡预期影响，我们预计未来煤电企业或要求降低锁量锁价的年度长协80%的比例至50%，增加月度长协以更好地传导煤炭成本，稳定煤电运营商盈利水平，争取公共事业属性回归。
- **新能源运营盈利水涨船高，综合能源与储能最受益。**在以煤电为主的区域电力市场中，受边际成本定价的煤电中枢上调影响，市场化的新能源电价也将获得一定电价上涨，考虑到风光波动性，电能质量较差造成的偏差考核成本，我们认为一方面新能源运营商将加强储能建设以提高电能质量、提升盈利能力；另一方面同时拥有新能源和灵活性改造煤电、气电、抽水蓄能等调峰、储能电源的发电商可通过综合能源供应提高发电整体运营效率。

投资建议

电力市场化中枢提升，利好储能与综合能源供应商发展，推荐宁德时代、欣旺达、华能国际和华润电力等；高耗能电价成本抬升，利于提振龙头集中度，利好资源富集的一体化生产商，推荐露天煤业。

风险提示

政策落地不及预期的风险；企业响应不及预期的风险。

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。

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：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402