

煤价不确定性风险显著释放，火电有望迎来业绩反转

——2022 年煤炭长协政策点评

事件

- 近期举行的全国煤炭交易会公布了 2022 年煤炭长期合同签订履约方案征求意见稿。该意见稿由国家发改委制定，其中明确 2022 年的煤炭长协签订范围进一步扩大，核定能力在 30 万吨及以上的煤炭生产企业原则上均被纳入签订范围；需求侧，要求发电供热企业除进口煤以外的用煤 100% 签订长协。价格方面，“基准价+浮动价”的定价机制不变，新一年的动力煤长协将每月一调；5500 大卡动力煤调整区间在 550-850 元之间，其中下水煤长协基准价为 700 元/吨，较此前的 535 元上调约 31%。

核心观点

- 长协煤基准价定价较为合理，后续可期待“煤电联动”再现；2022 年火电业绩大面积亏损风险基本解除，周期性盈利模式转变为公用事业属性的逻辑逐步兑现。
- 考虑电价浮动因素，以煤电市场化交易比例 100%，平均基准电价 0.37 元/千瓦时测算，若假设市场化电量中高耗能行业占比 40%、电价上浮 30%，其他非高耗能行业电价上浮 20%，假设度电煤耗 300 克/千瓦时，整体电价上涨 8.88 分/千瓦时，可抵消 296 元/吨的人炉标煤涨幅；若假设市场化电量中高耗能行业占比 40%、电价上浮 50%，则整体电价上涨 11.84 分/千瓦时，可抵消 395 元/吨的人炉标煤涨幅（见表 1）。
- 我们假设基准电价下（不考虑电价浮动）的某火电企业盈亏平衡点为 810 元/吨（人炉标煤）。考虑电价上浮弹性后，盈亏平衡点有望提升至 1106（810+296）至 1205（810+395）元/吨（见表 1）。根据 2022 年长协煤定价政策，5500 大卡动力煤调整区间在 550-850 元/吨之间，转换为标煤价格在 700-1082 元/吨之间，基准价 700 元/吨对应标煤 891 元/吨。从上述测算结果看，该火电企业的盈亏平衡点大概率可以覆盖长协煤价格的运行区间，且有较大盈利弹性。按照价差（盈亏平衡点-人炉标煤成本）100 元/吨测算，每年百万吨煤耗规模的电厂税前利润为 1 亿元；每年 1 亿吨煤耗规模的大型火电企业税前利润为 100 亿元（见表 2）。
- 火电基本面已处至暗时刻，煤价、电价、利用小时数等要素皆有望释放较大业绩弹性。“市场煤”和“计划电”的长期错位即将逐步修正，届时火电周期性弱化、回归公用事业属性，以稳定的 ROE 回报，创造充裕的现金流，并支撑转型发展的资本开支或可观的分红规模。中长期来看，火电势必将由电量型电源逐渐过渡为灵活性调峰电源，并有望迎来新的成本回收机制；其生命周期的最后一轮现金流将助力火电企业的“二次创业”，昔日的火电龙头可能最有潜力成为未来的新能源巨擘。

投资建议与投资标的

- 火电资产有望迎来底部反转之际，我们尤其看好传统火电转型发展新能源带来的价值重估。建议关注资产优质、效率领先，且新能源转型步伐较快的华能国际(600011，未评级)、华润电力(00836，未评级)，以及火电资产稳健、未来可能分享福建优质海风资源的福能股份(600483，未评级)。

风险提示

- 假设条件发生变化将导致测算结果产生偏差；政策征求意见稿内容后续可能发生改变；电价和煤价走势若不及预期将导致火电基本面恶化。



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

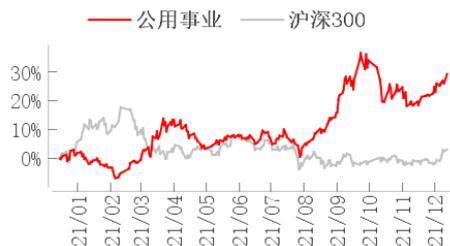
行业

公用事业行业

报告发布日期

2021 年 12 月 14 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

卢日鑫

021-63325888*6118

lurixin@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515100003

证券分析师

周迪

zhoudi1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S08600521050001

证券分析师

谢超波

021-63325888*6070

xiechaobo@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517090001

证券分析师

施静

021-63325888*3206

shijing1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520090002

香港证监会牌照：BMO306

相关报告

拥抱电价和电量的新周期：——电力行业 2021-12-09

2022 年投资策略

10 月用电量增速 6.1%，高耗能行业用电量 2021-11-27

增速显著回落：——10 月电力数据点评

电改持续推进，现货市场建设更进一步：—— 2021-11-26

一省间现货交易政策点评

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 1：火电盈亏平衡点测算

	情景 1	情景 2	情景 3	情景 4	情景 5
煤电电量市场化比例	100%	100%	100%	100%	100%
平均基准电价-元/千瓦时	0.37	0.37	0.37	0.37	0.37
市场化上浮比例	20%	20%	20%	20%	20%
高耗能行业电量占比	40%	40%	40%	40%	40%
高耗能行业上浮比例	30%	35%	40%	45%	50%
度电煤耗-克/千瓦时	300	300	300	300	300
整体电价涨幅-元/千瓦时	0.0888	0.0962	0.1036	0.111	0.1184
对应入炉标煤涨幅-元/吨	296	321	345	370	395
原盈亏平衡点-元/吨 (假设)	810	810	810	810	810
新盈亏平衡点-元/吨	1106	1131	1155	1180	1205

资料来源：东方证券研究所测算

表 2：火电业绩弹性测算

吨煤价差-元/吨	50	100	150	200	50	100	150	200
火电企业煤耗规模-百万吨每年	1	1	1	1	100	100	100	100
税前利润-亿元	0.5	1	1.5	2	50	100	150	200

资料来源：东方证券研究所测算

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn