

煤炭开采

煤电一体化专题：估值改善和 ROIC 如何平衡？

证券研究报告

2024 年 01 月 20 日

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

作者

张樨樨

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517120003

zhangxixi@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《煤炭开采-行业专题研究:聚焦陕蒙主产区：从安监趋严看煤价向上弹性》 2023-11-02
- 《煤炭开采-行业专题研究:从估值倒挂看煤炭股估值修复空间》 2023-09-18
- 《煤炭开采-行业深度研究:至暗时刻已过，或将黎明破晓》 2023-06-03

煤电一体化背景：煤炭企业 2021 年以来利润和现金流超出预期，而电力企业亏损面较大。当前煤电亏损，煤电资产估值相对较低，且可以降低公司对煤价的风险暴露，所以我们认为煤炭企业亦有进军煤电的积极性。中国神华、中煤集团以及新集能源，陕西能源、苏能股份、电投能源等都在开展煤电一体化布局。

对煤企影响：

正面因素：1) **减少风险补偿。**因为产业链一体化降低煤价波动风险，那么估值模型中投资者可能需要的风险补偿会有所下降。2) **拉长资产久期。**资产久期与能源品种有关，因碳中和下的化石能源存在达峰问题，煤炭久期小于石油、燃气和电力。煤炭企业布局可再生，以及深度调峰的燃煤电厂，有助于提升资产久期。

负面因素：存在投资 ROIC 的担忧。毕竟煤炭是高 ROE 资产，电力（包括火电和新能源）目前是低 ROE 资产。以及未来新能源装机增速较快的话，风电光伏上网消纳问题可能影响发电小时和投资回报率；煤电深度调峰需求也可能影响发电小时。投资于煤电和新能源发电的 ROIC 具有不确定性。

观点：总体看好煤企向下游一体化，布局电厂方向，改善煤企估值。同时我们认为，投资电力应考虑回报率问题，和对分红能力是否有影响。因此，在煤电一体化大背景下，**看好中国神华**（稳定且持续的推进一体化，且资本开支不影响分红能力）；**关注陕西能源**（原本一体化程度就比较高，且布局煤电深度调峰能力，未来有望从电价市场化中获益）。

风险提示：1) 尽管我们对未来一个阶段的煤价有信心，但是没有布局一体化的煤炭公司，仍然面临远期价格波动风险；2) 布局一体化的公司，需要关注投资进度，以及是否影响分红的风险；3) 可再生能源发电的市场化上网，或面临投资 ROIC 不确定性。

内容目录

1. 煤炭向下一体化，占领市场优势	3
2. 神华、中煤集团、地方能源企业，都在布局煤电一体化	4
2.1. 中国神华：自建电厂为主，“电/煤比”持续稳步提升	4
2.2. 中煤：集团层面与央企发电集团牵手，旗下新集能源积极自建一体化	4
2.3. 苏能股份将大幅提升下游配套比例	5
2.4. 陕西能源上下游均衡发展	5
2.5. 电投能源侧重可再生能源风电	5
3. 煤电一体化如何影响煤炭股估值?	6
风险因素	7

图表目录

图 1：煤炭主要上市公司净利润（亿元）	3
图 2：煤炭主要上市公司资产负债率（%）	3
图 3：五大电主要上市公司净利润（亿元）	3
图 4：五大电主要上市公司资产负债率（%）	3
图 5：非央企电力上市公司净利润（亿元）	3
图 6：非央企电力上市公司资产负债率（%）	3
图 7：各公司电/煤比	6
图 8：煤电一体化，对公司估值的影响	6

1. 煤炭向下一体化，占领市场优势

煤炭企业 2021 年以来利润和现金流超出预期。2022 年主要煤炭上市公司的净利润合计 1679 亿，甚至超过过去年份（2017-2020 年）平均水平的两倍。持续的充沛现金流带来了资产负债率下降，主要煤炭上市公司资产负债率从 2017 年的 53% 下降到了 2023 年中期的 46%，龙头企业以神华、陕煤为代表资产负债率都不到 40%。

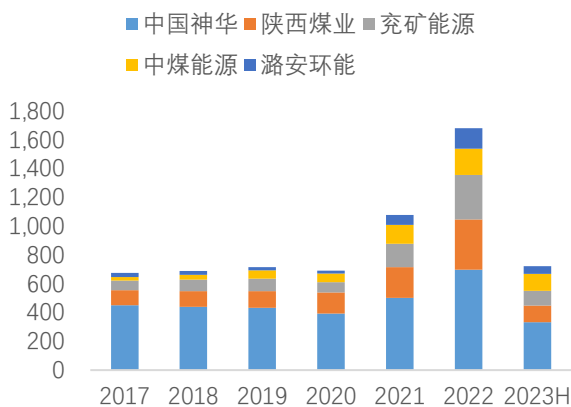
电力企业亏损面较大。五大电旗下的重点上市公司，2022 年深度亏损，合计亏损幅度达到 239 亿，接近覆盖过去三年利润总和。2023 年中期，也仅恢复微利状态。

非央企的地方能源公司，或者民营电力公司情况更差。我们选取的 5 家样本 2021 年就开始亏损；2022 年亏损幅度加深，五家合计亏损 84 亿；2023 年中期前述央企电力扭亏的情况下，非央企的 5 家样本公司还是呈现了小幅亏损。我们认为这可能是他们在长协谈判方面的弱势地位造成的。

2022 年 12 月，国家电投董事长钱智民公开表示，旗下煤电企业大量亏损，“2022 年煤电亏损率达到 60%”，此外，“国家电投有 16% 的电厂负债率超过了 100%、资不抵债”。

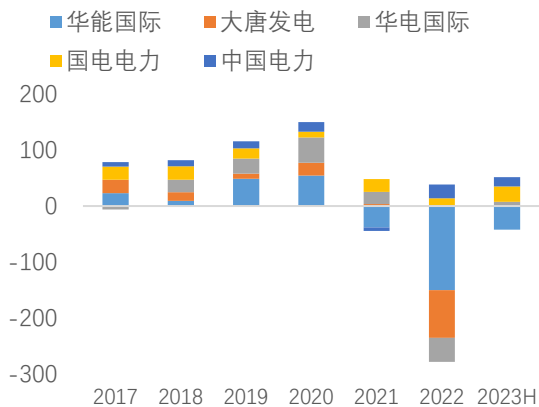
我们认为当前煤电亏损，**煤电资产估值相对较低**，所以煤炭企业亦有进军煤电的积极性。**且从长期角度，对煤企而言，向下游一体化布局，可以降低公司对煤价的风险暴露；如果加上对新能源发电或者煤化工的布局，还能起到提升资产久期的作用。**

图 1：煤炭主要上市公司净利润（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

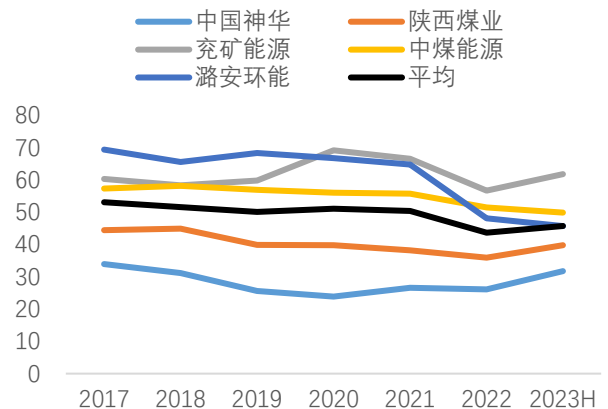
图 3：五大电主要上市公司净利润（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

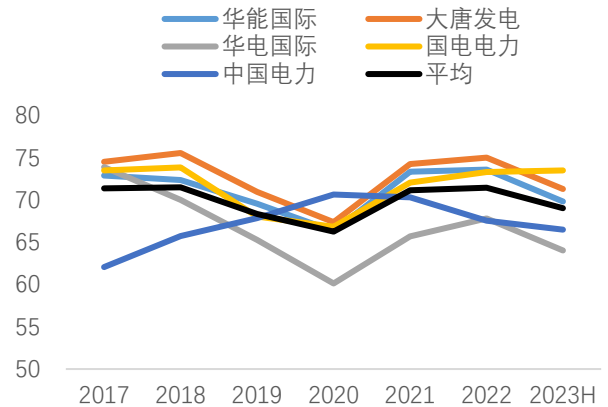
图 5：非央企电力上市公司净利润（亿元）

图 2：煤炭主要上市公司资产负债率（%）



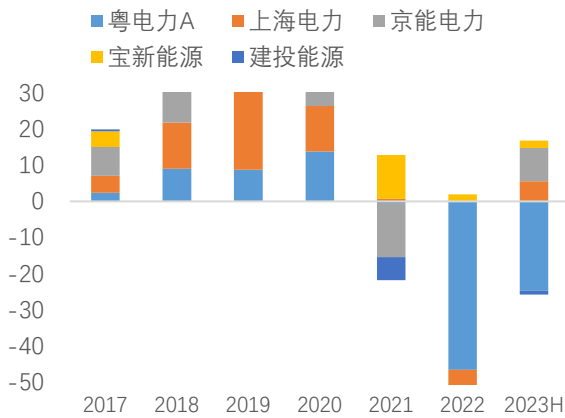
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：五大电主要上市公司资产负债率（%）

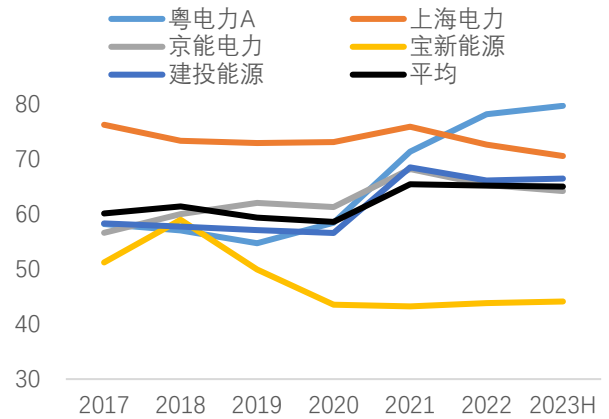


资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：非央企电力上市公司资产负债率（%）



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 神华、中煤集团、地方能源企业，都在布局煤电一体化

2.1. 中国神华：自建电厂为主，“电/煤比”持续稳步提升

新增装机方面，中国神华 2022 年底拟在建机组包括湖南岳阳电厂项目，广东清远电厂一期、二期扩建，惠州热电二期，九江电力二期扩建，北海电力二期扩建，合计 12800 兆瓦。其中，岳阳电厂和清远一期已在 2023 年内投产。

收购资产方面，2022 年 12 月 17 日，中国神华公告以挂牌底价人民币 996,515.57 万元竞得都城伟业于北交所公开挂牌转让的其所持锦界能源 30% 股权，对锦界能源的持股比例由 70% 增至 100%。锦界能源是煤电一体化综合能源企业，所属锦界电厂规划建 572 万千瓦煤电机组，已投运装机容量 372 万千瓦，是国家“西电东送”北通道项目的重要启动电源点。中国标准下可采储量为 13.5 亿吨，核定产能 1800 万吨/年。

根据公司 2023 年中报，燃煤发电总装机容量 39164 兆瓦，包括燃气、水电、新能源在内的总装机 40353 兆瓦，上半年总发电量 1002 亿千瓦时。**2023 上半年中国神华“电/煤比”达到 19%，比 2020 年提高了 5pct。根据上述新增装机估算，规划项目投产后，预计中国神华的“电/煤比”将达到 23%，继续呈现稳步提升趋势。**

2.2. 中煤：集团层面与央企发电集团牵手，旗下新集能源积极自建一体化

1) 中煤集团层面，和国家电投、华能集团密集签约。

2022 年 11 月 24 日，国家电投子公司中国电力（2380.HK）在北京产权交易所对旗下新源融合（北京）电力有限公司（下称新源融合）60% 股权公开招标。12 月 26 日，中煤集团子公司中煤电力与中国电力签订该产权交易合同，中煤电力同意购买新源融合股权。12 月 28 日，中国电力宣布上述消息，最终新源融合 60% 股权作价 12.65 亿元。新源融合拥主要资产是湖北大别山电厂、河南姚孟电厂两家电厂，均从事燃煤发电的生产和销售，两者共持有 9 台燃煤发电机组，装机容量合计 476 万千瓦，以及一家正在建设的热电项目。截至 2022 年 9 月，新源融合税前亏损 8.67 亿元，净资产近 28 亿元。作价相当于 0.75 倍 PB。

2022 年底，国家电投与中煤集团签署战略合作框架协议及煤电项目专业化整合协议，涉及电力装机超 1000 万千瓦。

2022 年 9 月，江西上饶发电厂 2×100 万千瓦工程获得核准，这是江西省“十四五”期间第一个煤电联营项目，由国家电投江西公司和 中煤新集能源合资建设。上饶电厂将结合“火电+”多能互补能源基地开发模式，推动“200 万千瓦清洁火电”“200 万千瓦抽水蓄能”“200 万千瓦新能源”项目高质量发展。

2023年3月，国家电投贵州金元与中煤集团国源公司签订合作框架协议，国家电投重庆公司与陕煤电力集团签订能源合作协议，签约时都提到了“两个联营”。

2023年4月25日，华能浙江公司、中煤电力有限公司、玉环市交通投资集团有限公司在玉环签订华能玉环三期扩建项目合作框架协议，这一项目计划建设1套1000MW级超超临界燃煤机组。

2023年6月2日，中国华能南方分公司广东能源开发有限公司与中煤电力有限公司、汕头投资控股集团有限公司签订能源项目合作框架协议，三方就能源项目合作开发、建设、运营达成共识。

2) 新集能源层面，煤电一体化布局积极

截至2023年上半年，新集能源控股在运行利辛电厂一期（2*1000MW）、在建利辛电厂二期（2*660MW），筹备建设上饶电厂（2*1000MW），参股宣城电厂（1*660MW, 1*630MW）。公司力争“十四五”末初步实现煤炭-煤电-可再生能源耦合发展的“两个联营+”产业格局。我们测算，前述项目完全达产后，新集能源“电/煤比”从目前的15%左右，远期将达到57%。

2.3. 苏能股份将大幅提升下游配套比例

苏能股份设立之初就考虑了煤电一体化思路，但业务收入利润仍以煤炭为主体。2014年，徐矿集团以部分煤资产和持有的秦陇运销出资；徐矿集团全资子公司江苏能投以持有的阿克苏热电100%股权、徐矿电厂65%股权出资；徐矿集团全资子公司陕西能化以持有的百贯沟煤业100%股权、新安煤业100%股权、郭家河煤60%股权出资，共同发起成立江苏徐矿能源股份有限公司。公司在2023年3月在上交所挂牌上市。

截至2023年中报，公司下属全资及控股投产火力发电企业3家，在役装机容量1,700MW（徐矿电厂、华美热电、阿克苏热电）。公司在建发电机组装机容量为4,320MW（射阳港电厂1,000MW、乌拉盖电厂2*1,000MW、白音华电厂2*660MW）。其中射阳港电厂已于2023年12月投入运行。此外，公司与徐州泉山经济开发区签约，投资15亿元，建设206MW的新能源光伏项目。我们测算，前述项目完全达产后，苏能股份“电/煤比”从目前的15%左右，远期将达到51%。

2.4. 陕西能源上下游均衡发展

陕西能源上市之初是一体化程度较高的能源公司，按照我们的测算，2023上半年的“电/煤比”达到71%。考虑到公司同时在新增煤矿产能，也在增加发电装机，按照目前规划远期的“电/煤比”会小幅下降至65%左右。

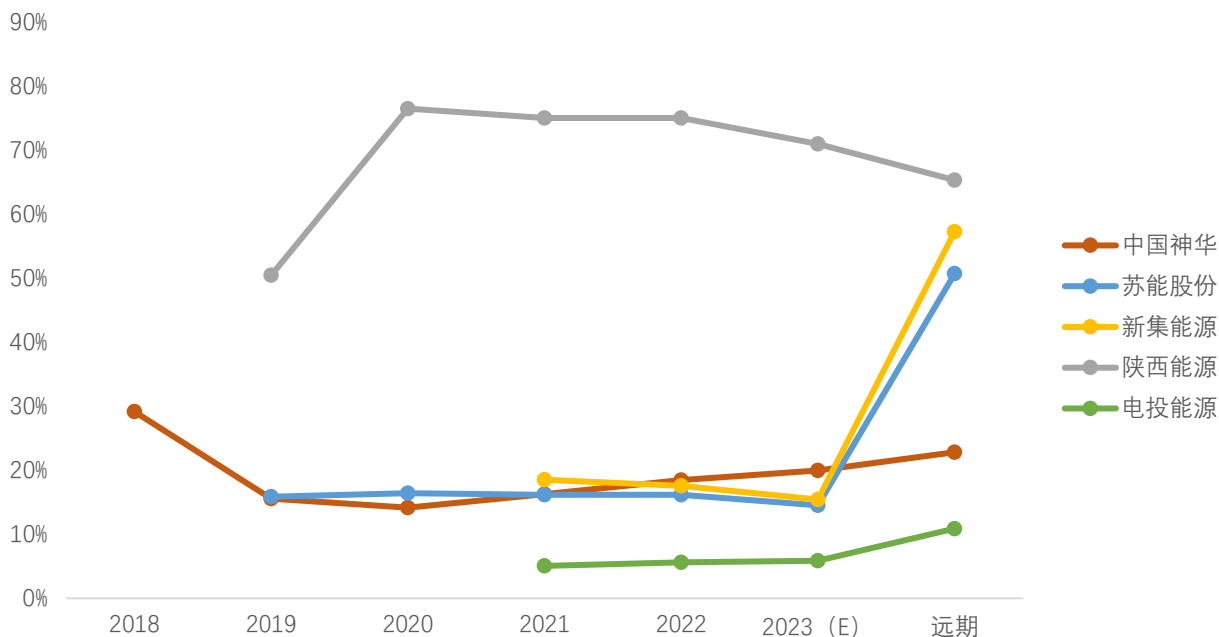
2.5. 电投能源侧重可再生能源风电

截至2023年中报，电投能源拥有煤炭产能4600万吨/年，电解铝产能86万吨。电投能源火电装机120万千瓦，已投产运行新能源发电装机规模312万千瓦。

根据2023年中报，公司在建项目包括通辽市100万千瓦外送风电基地项目、锡盟外送新能源基地锡盟阿巴嘎旗别力古50万千瓦风电项目、上海庙外送新能源基地阿拉40万千瓦风电项目、突泉县44.5万千瓦风电项。以及霍林河循环经济局域网正在建设火电灵活性改造促进市场化消纳新能源试点30万千瓦风电10万千瓦光伏项目。

尽管装机未来增幅明显，但考虑风电发电小时较低，我们预计电投能源的“电/煤比”将从目前6%左右提升到远期11%。

图 7：各公司电/煤比



资料来源：wind，上市公司公告，天风证券研究所

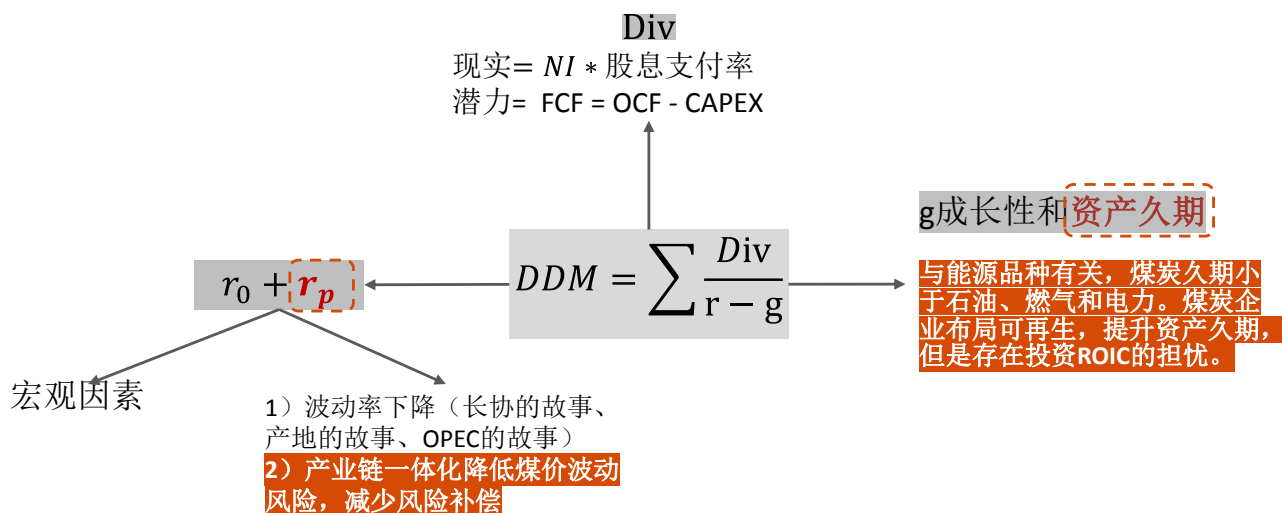
注：“电/煤比”=发电量*发电耗煤/煤炭产量。发电耗煤使用统计局数据 0.303 克/千瓦时。该计算方法对新能源装机占比较大的公司或不精确。

3. 煤电一体化如何影响煤炭股估值？

正面因素：1) **减少风险补偿。**因为产业链一体化降低煤价波动风险，那么估值模型中投资者可能需要的风险补偿会有所下降。2) **拉长资产久期。**资产久期与能源品种有关，因碳中和下的化石能源存在达峰问题，煤炭久期小于石油、燃气和电力。我们认为煤炭企业布局可再生、以及深度调峰的燃煤电厂，有助于提升资产久期。

负面因素：存在投资 ROIC 的担忧。毕竟煤炭是高 ROE 资产，电力（包括火电和新能源）目前是低 ROE 资产。以及未来新能源装机增速较快的话，风电光伏上网消纳问题可能影响发电小时和投资回报率；煤电深度调峰需求也可能影响发电小时。我们认为投资于煤电和新能源发电的 ROIC 具有不确定性。

图 8：煤电一体化，对公司估值的影响



资料来源：天风证券研究所

观点：

总体看好煤企向下游一体化，布局电厂方向，改善煤企估值。同时我们认为，投资电力应考虑回报率问题，和对分红能力是否有影响。因此，在煤电一体化大背景下，看好中国神华（稳定且持续的推进一体化，且资本开支不影响分红能力）；关注陕西能源（原本一体化程度就比较高，且布局煤电深度调峰能力，未来有望从电价市场化中获益）。

风险因素

- 1) 尽管我们对未来一个阶段的煤价有信心，但是没有布局一体化的煤炭公司，仍然面临远期价格波动风险；
- 2) 布局一体化的公司，需要关注投资进度，以及是否影响分红的风险；
- 3) 可再生能源发电的市场化上网，或面临投资 ROIC 不确定性。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com