

煤电区域整合：穷则变，变则通

——电力行业热点专题系列（六）

行业简报

电力：增持（维持）

分析师

王威（执业证书编号：S0930517030001）

021-52523818

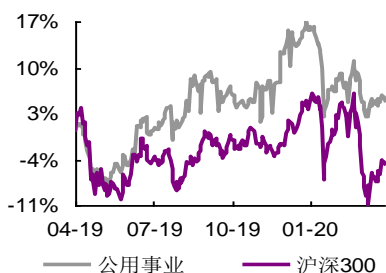
wangwei2016@ebcn.com

于鸿光（执业证书编号：S0930519060001）

021-52523819

yuhongguang@ebcn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

沿海煤耗数据：食之无味，弃之可惜——电力行业热点专题系列（五）

..... 2020-05-22
多收了三五斗——电力及公用事业 2019 年年报暨 2020 年一季报总结

..... 2020-05-05
从“双体”到“三体”，拥抱“升维”之旅——电力及公用事业 2020 年度投资策略

..... 2019-12-01
区域整合：火电自救的又一破局点——电力行业热点专题系列（四）

..... 2019-12-01
发改委电价机制点评：靴子落地，关注节奏——电力行业热点专题系列（三）

..... 2019-10-24
国常会电价机制点评：向计划电告别——电力行业热点专题系列（二）

..... 2019-09-26

事件：

据中国能源报报道，国资委发布《关于印发中央企业煤电资源区域整合第一批试点首批划转企业名单的通知》，五大发电集团（华能、大唐、华电、国电投、国能投）将在西北五省（甘肃、陕西、新疆、青海、宁夏）开展第一批试点。

点评：

◆困局下的自救手段

2015 年以来，“三去一降一补”、“供给侧结构性改革”等政策对火电行业三要素（电价、机组利用率、煤价）均形成冲击，电力行业亏损问题难言改善。西北风电光伏资源优势显著，叠加外送通道保障消纳，近年来西北五省能源结构转型明显，风电、光伏等新能源占比显著提升。尽管 2017 年启动的火电供给侧改革有效控制了火电规模的过度扩张，但受新能源侵蚀，西北区域火电机组装机占比及利用率总体呈现不同程度衰退，火电发电市场份额萎缩，市场地位亦从主力电源机组逐步向调峰调频机组转变，行业景气度陷入困境。在此背景下，区域资源整合、盘活存量资产成为西北区域火电国有资产保值增值的自救手段。（详见我们 2019 年 12 月的报告《区域整合：火电自救的又一破局点——电力行业热点专题系列（四）》）

◆第一批试点涉及五大发电集团划转装机 3263 万千瓦

根据方案，第一批试点涉及 48 户煤电企业（含前期项目），其中 40 户划转、8 户暂不划转。40 户划转煤电企业（项目）中，38 户将于 2020 年 6 月 30 日前完成划转，2 户将于发电项目竣工一年内划转；8 户暂不划转煤电企业（项目）包括：5 户煤电一体化项目、2 户自备电厂、1 户已签订股权转让协议。本批试点涉及划转的煤电装机合计 3263 万千瓦，其中陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆分别为 908、1262、130、334、629 万千瓦；按 2019 年年底口径计算，本次划转煤电装机占各省总装机的比例分别为 15%、24%、4%、6%、6%，占各省火电装机的比例分别为 21%、60%、33%、10%、11%。

◆五大发电集团西北煤电新时代渐行渐近

五大发电集团诞生于 2002 年第一轮电力体制改革。根据 2002 年《国务院关于印发电力体制改革方案的通知》（国发〔2002〕5 号），“发电资产重组要综合考虑电厂的资产质量和所在地域条件等，进行合理组合。每个发电企业在各电力市场中的份额原则上不超过 20%”。本次区域试点整合将打破五大发电集团在西北区域煤电行业的既有竞争格局。考虑到存量及划转机组，在本次试点企业（项目）划转完成后，华能、大唐、华电、国电投、国能投将分别整合甘肃、陕西、新疆、青海、宁夏区域，五大发电集团在西北五省有望形成“一家央企主要分布在一个省区”的煤电新时代。本次五大发电集团西北五省装机的“零和博弈”中，华能、大唐、华电、国电投、国能投煤电装机净增量分别为 472、407、-75、-485、-318 万千瓦。

受制于电力行业浓厚的行政色彩，发电企业疲弱的定价能力一直被市场诟病。区别于电力产业链通常的纵向（如“煤电联营”等）及横向（如“发电企业收并购”等）整合，本次区域试点将重塑省内煤电竞争格局，集中度的质变将带来西北五省内煤电央企“议价权”（包括对上下游及其他电源）和点火价差提升。

◆投资建议

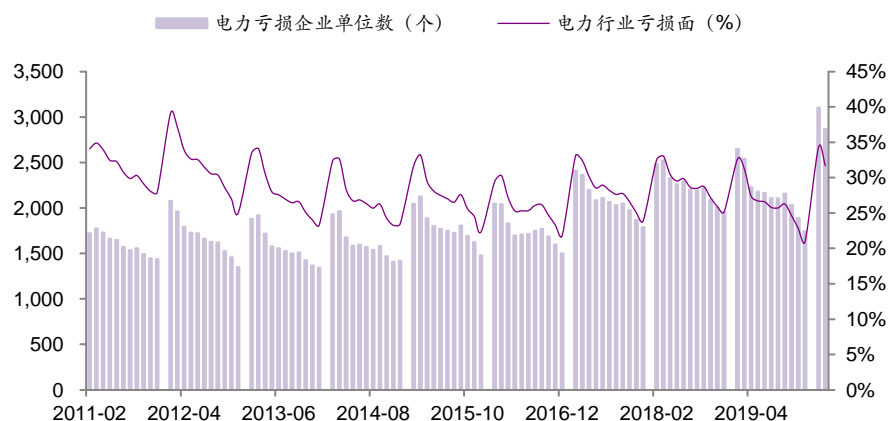
在上游煤炭行业供给侧改革已近完成、电力市场化改革加速的背景下，区域资源整合有望成为火电供给侧改革及自救的新方式，在火电景气度下行压力下，有效提升区域竞争力。维持电力行业“增持”评级，建议关注火电龙头华能国际（A+H）、华电国际（A+H）。

◆风险分析

火电供给侧改革效果低于预期，上网电价超预期下行，动力煤价格超预期上涨，电力需求超预期下滑等。

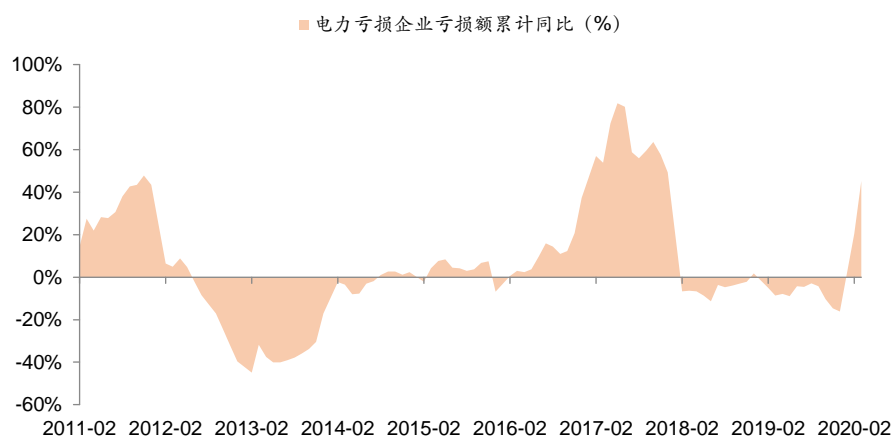
附图

图 1：电力行业亏损面



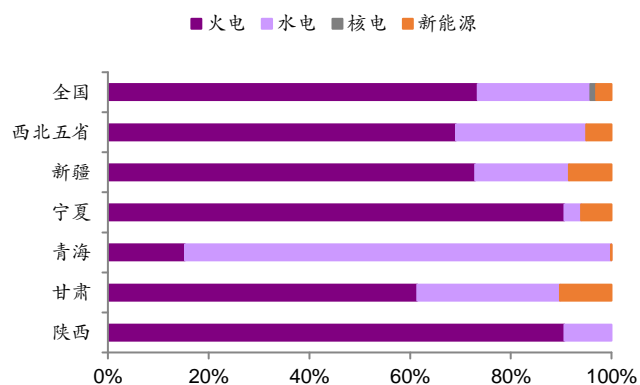
资料来源：Wind，光大证券研究所（注：电力行业亏损面指电力行业亏损企业单位数与行业全部单位数的比例，截至 2020 年 3 月）

图 2：电力亏损企业亏损额累计同比



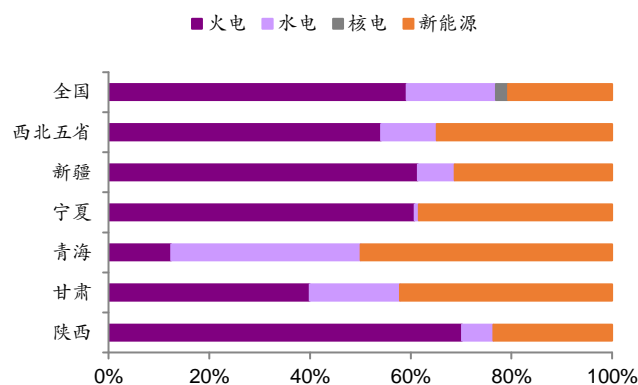
资料来源：Wind，光大证券研究所（注：截至 2020 年 3 月）

图 3：各区域装机结构（2010 年）



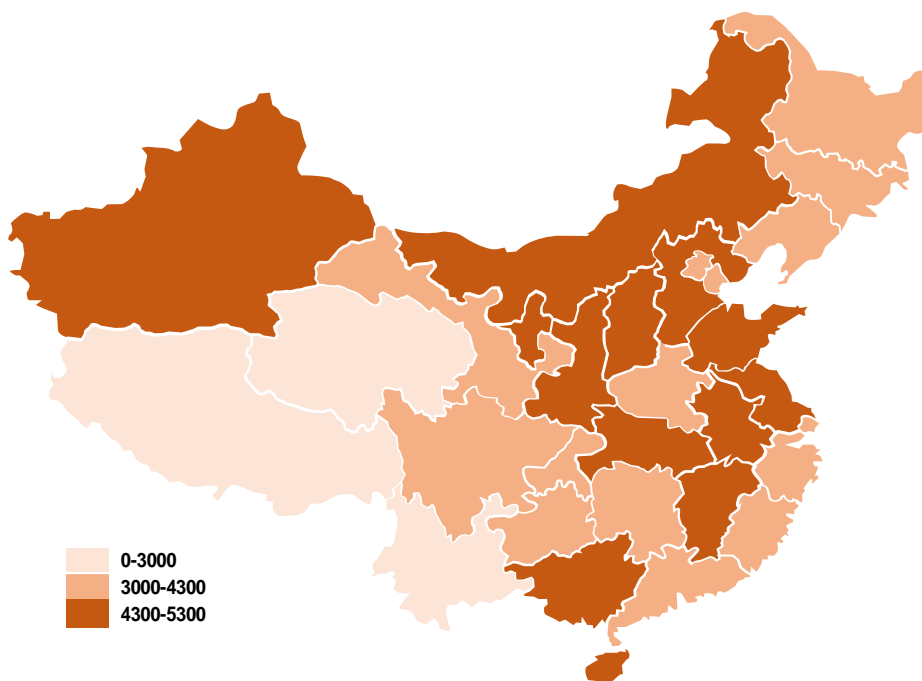
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：各区域装机结构（2019 年）



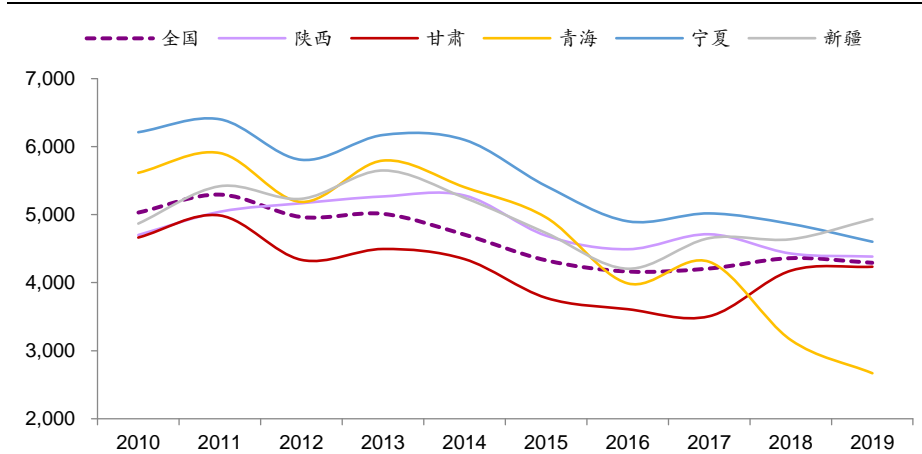
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 5：全国各地火电利用小时数（小时）



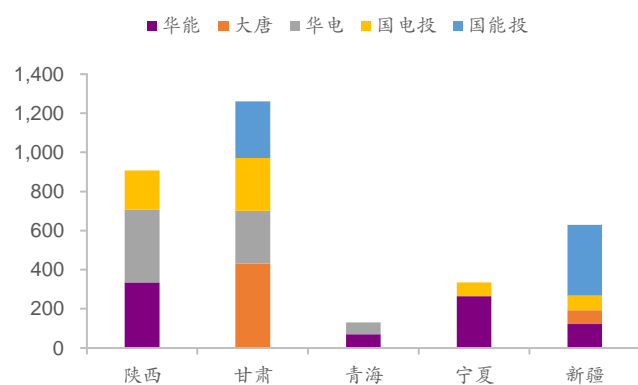
资料来源：Wind，光大证券研究所（注：统计时点为 2019 年，2019 年全国火电平均利用小时数约 4300 小时）

图 6：各区域火电利用小时数（小时）



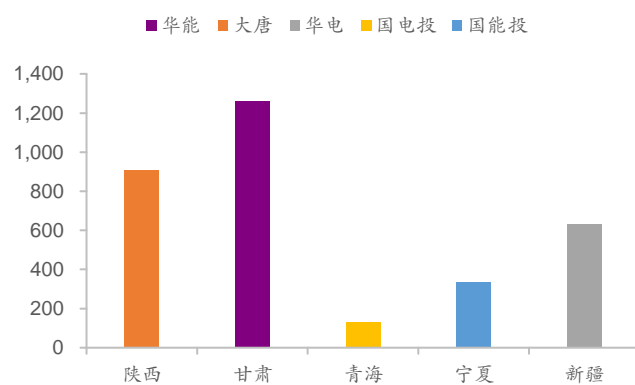
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：第一批试点 40 户划转企业装机（划出集团）



资料来源：中国能源报，光大证券研究所（单位：万千瓦）

图 8：第一批试点 40 户划转企业装机（划入集团）



资料来源：中国能源报，光大证券研究所（单位：万千瓦）

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼