

乐观看待 09 年煤价

——对 09 年煤炭订货会的评述

报告摘要：

- 经过7天拉锯战，09年煤炭订货会于12月27日在福州闭幕。由于煤电双方价格分歧过大，五大发电集团最终未与煤炭集团签订合同。
- 从2002年开始，煤炭订货会的结局总是煤炭方获得胜利，原因就在于从02年开始是煤炭供需形势由宽松走向紧张的转折时期，在此期间煤炭企业的产能利用率不断上升。
- 考虑煤炭需求增量、新增产能和关停小煤窑的影响，09年煤炭潜在过剩产能达到2.2~2.6亿吨。即使考虑到煤炭企业通过减少超产，使过剩产能有所下降，但过剩不可避免。
- 09年煤炭的供需形势已经出现了非常明显的逆转，这也是电力行业在09年煤炭订货会上如此坚决的原因。从供需情况来看，时间对电力行业更加有利，特别是在09年3月份供暖季节结束和春节以后煤矿复产后，电力行业谈判的筹码更加充足。
- 煤炭行业在09年订货会上的要价与目前秦皇岛的市场价相比低10%左右。随着市场煤价继续回落，在09年将会出现市场煤价与煤炭企业要求的合同煤价倒挂的现象，同时国外煤价亦已经低于合同煤价，因此我们认为合同煤价不仅不能上涨，还应该有所降低。
- 我们维持前期对09年电煤价格的判断：合同煤价可能在07年和08年订货会价格之间；市场煤价应该在07年水平左右；合同煤与市场煤价格基本接轨；合同煤比例可能会上升。综合估计，09年的电煤价格可能会是07年电煤价格的1.0~1.1倍。
- 从电厂现有库存和过去的经验来看，我们认为不签合同不会影响到正常的电力供应，同时我们亦不赞成由政府出面进行协调。合同煤价低于市场煤价是由于历史的原因造成的，09年没有签订合同正好给煤电双方一个机会将这个历史问题解决。在政府放弃干预后，煤电双方才能够理智面对上下游的关系，才能真正实现煤电合作和煤电联营。
- 我们维持电力行业“领先大市”评级，主要理由如下：(1) 随着煤价和利率下降，电力行业盈利能力不断回升，基本面持续向好；(2) 考虑到09年整个宏观经济减速，大部分行业盈利不佳，电力行业将是少有的几个业绩将大幅增长的行业，具有相对优势。特别是在09年1季度时，由于宏观经济的未来走向仍不明朗，此时电力的安全性优势明显；(3) 电力行业的整体估值处于安全区域。
- 具体分析可参看我们09年投资策略报告《煤价下跌与盈利好转_电力行业2009年投资策略报告》。

公用事业

上次评级

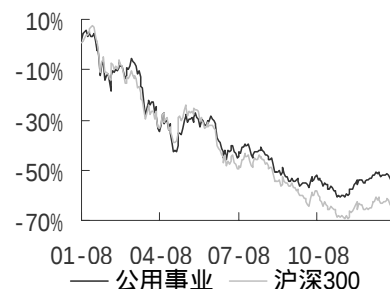
领先大市-A

领先大市-A

报告日期

2008-12-31

12 个月行业表现



研究员

张龙

首席行业分析师

0755-82558011 zhanglong@essences.com.cn

前期研究成果

电力：煤价下跌与盈利好转

2008-12-25

电力：利用小时和煤价的博弈

2008-11-06

电力：关注3季度业绩风险

2008-10-09

1. 09 年煤炭订货会的影响分析

经过 7 天拉锯战，09 年煤炭订货会于 12 月 27 日在福州闭幕，最终以煤电双方“谈崩”收尾。据有关媒体介绍，五大发电集团要求煤炭企业煤价下降 50 元/吨，而煤炭企业考虑到成本、税金方面的增加，要求煤价上涨 10%，双方差距最大达到 170 元/吨。由于煤电双方价格分歧过大，五大发电集团最终未与煤炭集团签订合同。

与前几年情况不同的是，09 年煤炭订货会上电力公司态度的低调而坚决，充分说明了其对未来煤炭供需市场的乐观态度。

为了分析煤炭 09 年订货会后续影响，我们首先简要回顾一下过去几届订货会的情况。

1.1. 02 ~ 08 年订货会的回顾：煤炭的胜利史

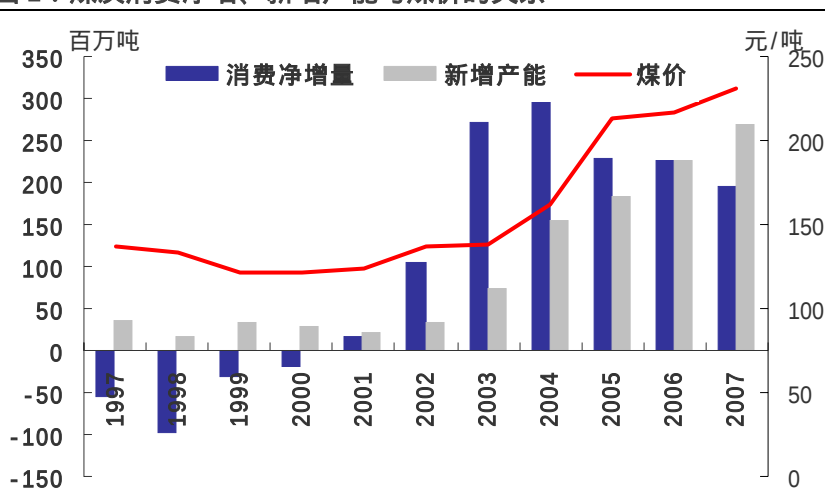
回顾煤炭订货会上电煤的价格走势，2002 年和 2006 年是两个重要的时间点：（1）在 2002 年之前，由政府电煤价格实行指导价，此时的煤炭订货会上主要确定的是运力，煤电双方对价格没有话语权；（2）从 2002 年起，国家取消了电煤指导价，但仍发布一个参考性的协调价格。此时煤电双方对价格开始进行谈判，最终结果仍会参照政府的协调价；（3）自 2006 年起，政府不再发布协调价，由煤电双方自行商定价格。

表 1 2002 ~ 2008 年煤炭订货会情况汇总

	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
地点	厦门	长沙	福州	秦皇岛	济南	北京、桂林	香港
最终结果	电煤涨 10 元/吨	电煤未签合同；会后政府协调价：贫瘦煤和无烟煤涨 8 元，大同优混煤涨 2 元	政府协调价：电煤上涨不超过 12 元，上网电价上涨 7 厘。	政府协调价：以 04 年 9 月底价格为基准，不超过该基准价的 8%；实际煤价上涨 30 ~ 40 元/吨(涨幅 15 ~ 20%)	煤价上涨幅度 10 ~ 20 元/吨(涨幅 5 ~ 8%)	煤价上涨 25 ~ 30 元/吨(涨幅 8 ~ 10%)	煤价上涨 30 ~ 50 元/吨(涨幅 10 ~ 15%)

数据来源：安信证券研究中心整理

图 1：煤炭消费净增、新增产能与煤价的关系



数据来源：统计年鉴、煤炭资源网，安信证券研究中心整理

因此从 2002 年开始，每年的煤炭订货会都要上演煤电吵架的一幕，而每次的结局总是煤炭获得胜利。煤炭企业在总结历次胜利的原因时，归纳为以下几点：（1）煤炭需求的旺盛；（2）电煤价格放开；（3）电煤价格偏低；（4）煤炭企业成本的上涨；（5）

煤炭企业联合作战效用。

实际上，这些理由大部分是没有道理的，决定煤价走势的只有供需状况。而煤炭之所以能够不断胜利的原因就在于从 02 年开始是煤炭供需形势由宽松走向紧张的转折时期，在此期间煤炭企业的产能利用率不断上升：(1) 2002 ~ 2005 年，煤炭的消费净增量一直大于新增产能，促使煤炭企业的产能利用率达到顶点，煤炭由供需过剩转化为供需紧张，体现在价格上就是煤价不断上涨；(2) 2006 年时原煤的新增产能与消费增量基本持平（06 年关停的小煤窑主要影响 07 年），因此 06 年煤炭的供需形势处于基本平衡的状态，煤炭企业的产能利用率维持高位，煤价全年走势较为平缓；(3) 关停小煤窑影响的全面体现，使 07 和 08 年的煤炭供需形势再次紧张，导致煤价继续上涨。如果没有关停小煤窑，07 年的煤价应该会有较大幅度的下降。

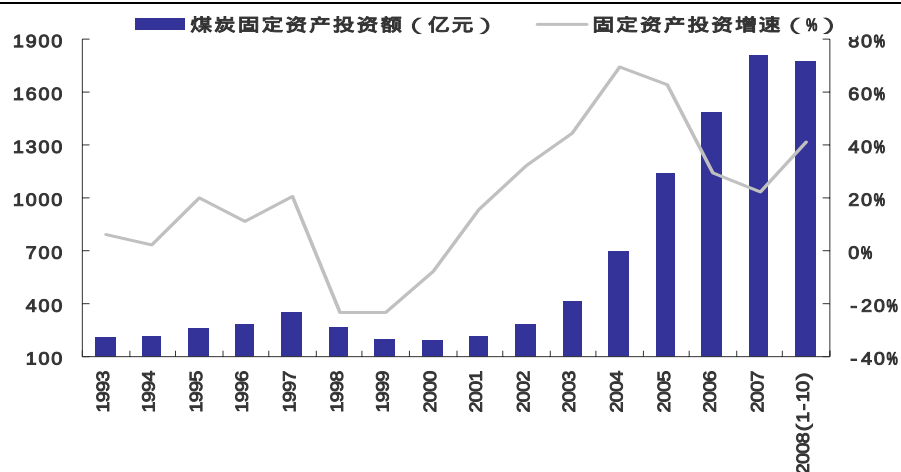
煤炭企业一直抱怨政府的限价使全行业受到了极大的损失，但我们需要指出的是，如果没有政府限价，1997 ~ 2000 年的煤价会下跌的更多（我们估计当时煤炭产能过剩超过 20%，甚至 30%）。

1.2. 09 年煤炭供需的判断

既然是由供需决定煤价走势，那么就让我们回顾和展望一下 08 和 09 年的煤炭供需形势：(1) 07 年煤炭行业新增产能 2.7 亿吨，从近几年的煤炭行业固定资产投资来看，预计 08 和 09 年不会低于 07 年，因此保守估计 08 和 09 年每年新增 2.7 亿吨产能；(2) 由于 08 年下半年特别是 4 季度，煤炭需求锐减，因此我们预计 08 年全年煤炭需求净增量为 8000 万吨左右，09 年新增需求估计在 5000 ~ 9000 万吨左右；(3) 预计 08 和 09 年关停小煤窑的影响在 1.1 ~ 1.5 亿吨左右；(4) 综上，09 年煤炭潜在过剩产能达到 2.2 ~ 2.6 亿吨。如果考虑到煤炭企业有意识减少超产现象，则过剩产能可能会有所下降，但过剩不可避免。

可以看到，09 年煤炭的供需形势已经出现了非常明显的逆转，这也是电力行业在 09 年煤炭订货会上如此坚决的原因。从供需情况来看，时间对电力行业更加有利，特别是在 09 年 3 月份供暖季节结束和春节以后煤矿复产后，电力行业谈判的筹码更加充足。

图 2 煤炭行业固定资产投资

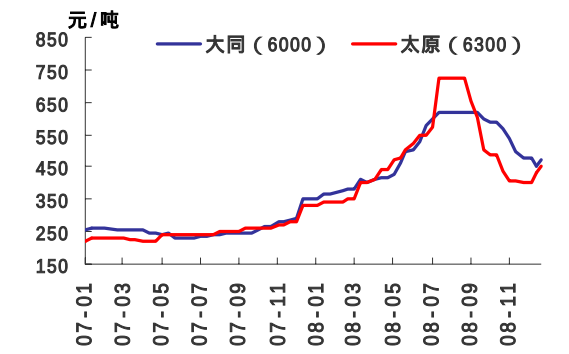


数据来源：统计年鉴

1.3. 09 年订货会上煤炭要价合理吗？

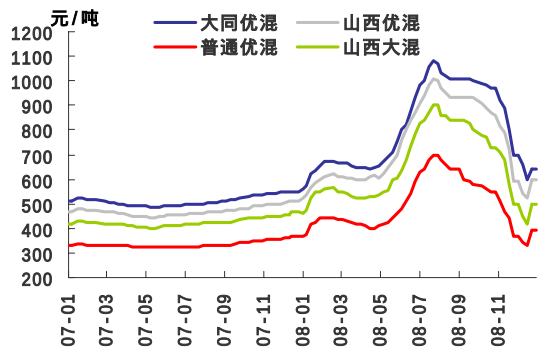
煤炭行业在 09 年订货会上的要价是热值 5500 大卡的原煤离岸价在 550 元/吨左右，我们认为这个价格不可能被电力企业所接受：(1) 煤炭要价与目前秦皇岛的市场价相比低 10% 左右。随着煤炭供需形势的宽松，秦皇岛的市场煤价下跌空间会超过 10%，即在 09 年将会出现市场煤价与煤炭企业要求的合同煤价倒挂的现象；(2) 目前在广州的越南煤（热值 4900 大卡）价格为 500 元/吨，考虑热值和运费的影响，越南煤价已经低于煤炭企业要求的合同煤价；(3) 目前 BJ 现货价格低于 80 美元/吨（热值 6500 大卡以上），考虑运费和其他费用，估计到广东的到岸价在 90 ~ 100 美元/吨左右，因此其折算标煤价格亦低于煤炭企业要求的合同煤价；(4) 因此我们认为合同煤价不仅不能上涨，还应该有所还降低。

图 3 大同动力煤坑口价格



数据来源：煤炭资源网

图 4 秦皇岛煤炭价格



数据来源：煤炭资源网

1.4. 对煤炭订货会的结果毋需过于紧张

在 09 年煤炭订货会上，五大发电集团没有与煤炭集团签约，这是否将影响到未来的电力供应？是否应该由政府出面进行协调？

我们认为不会影响到正常的电力供应：（1）目前的电力需求疲弱，电煤消耗量小，电厂库存可以维持 1~2 个月的电力供应；（2）在 2003 年的订货会上亦曾出现了煤电双方不签和约的情况，但没有影响到电力供应，主要是煤电双方按临时价格结算，到最后多退少补罢了，我们预计 09 年仍会出现这种情况，何况目前在市场上进行现货采购或进口较为容易，不太可能电厂煤炭采购不足的情况；（3）没有签订合同，意味着煤价将随行就市。实际上过去几年大量的电煤合同都是有量无价，即使已经签订了价格的合同亦经常随行就市进行调整。因此合同电煤早就开始了部分市场化运作，09 年只是全面市场化操作罢了。

我们亦不赞成由政府出面进行协调：（1）既然目前的煤电争执不会影响到电力供应，那么政府就没有出面协调的必要性；（2）合同煤价低于市场煤价是由于历史的原因造成的，09 年没有签订合同正好给煤电双方一个机会将这个历史问题解决。合同煤价随行就市，导致的结局就是合同煤价与市场煤价基本接轨，都由市场供需来决定；（3）在政府放弃干预后，煤电双方才能够理智面对上下游的关系，才能真正实现煤电合作和煤电联营。

简单来说，对煤炭订货会的结果毋需过于紧张，煤电双方谈判破裂的后果亦没有想象中严重。

2. 煤价下跌导致盈利能力回升

2.1. 对 09 年电煤价格的判断

我们维持前期在策略报告中对 09 年煤价的判断：合同煤价可能在 07 年和 08 年订货会价格之间；市场煤价应该在 07 年水平左右；合同煤与市场煤价格基本接轨；合同煤比例可能会上升。综合估计，09 年的电煤价格可能会是 07 年电煤价格的 1.0~1.1 倍。

以秦皇岛价格为例，即我们预计 09 年的均价将在目前价格的基础上继续下跌 20% 左右，与 08 年均价相比下滑 30~35% 左右。

表 2：秦皇岛煤炭 07 和 08 年均价（元/吨）

	大同优混(6000)	山西优混(5500)	山西大混(5000)	普通优混(4000)
2007	503	463	417	327
2008	772	709	625	471
目前	610	590	480	370

数据来源：煤炭资源网，安信证券研究中心

2.2. 火电公司盈利能力回升

随着 09 年煤价的回落，火电行业的盈利能力将快速回升。在我们《煤价下跌与盈利好转_电力行业 2009 年投资策略报告》报告中，曾对此做过详细分析。我们再次强调，假设 09 年煤价较 07 年分别上涨 0%、5%、10% 时，主要上市公司 09 年的平均市盈率在

10~13 倍之间，具有较强的吸引力，其中华电国际、华能国际、建投能源、穗恒运低于行业平均水平。

表 3：主要火电公司 09 年 PE

	2009 年 EPS			2009 年 PE			股价 (元)
	0%	5%	10%	0%	5%	10%	
华能国际	0.87	0.78	0.69	7.8	8.7	9.9	6.82
大唐发电	0.52	0.48	0.43	12.6	13.7	15.3	6.57
华电国际	0.64	0.56	0.47	5.8	6.7	8.0	3.74
国电电力	0.53	0.5	0.46	10.3	10.9	11.8	5.45
国投电力	0.67	0.58	0.5	13.6	15.7	18.3	9.13
粤电力	0.6	0.52	0.45	10.2	11.8	13.6	6.14
宝新能源	0.65	0.61	0.57	9.5	10.2	10.9	6.20
金山股份	0.36	0.32	0.28	15.9	17.8	20.4	5.71
穗恒运	0.67	0.58	0.5	7.8	9.0	10.4	5.20
建投能源	0.65	0.57	0.5	7.2	8.2	9.3	4.65
京能热电	0.48	0.43	0.38	11.4	12.7	14.4	5.46
简单平均	0.60	0.54	0.48	10.2	11.4	12.9	5.92

数据来源：安信证券研究中心

3. 维持行业“领先大市-A”评级

我们维持电力行业“领先大市”评级，主要理由如下：(1) 随着煤价和利率下降，电力行业盈利能力不断回升，基本面持续向好；(2) 考虑到 09 年整个宏观经济减速，大部分行业盈利不佳，电力行业将是少有的几个业绩将大幅增长的行业，具有相对优势。特别是在 09 年 1 季度时，由于宏观经济的未来走向仍不明朗，此时电力的安全性优势明显；(3) 电力行业的整体估值处于安全区域。

具体分析可参看我们 09 年投资策略报告《煤价下跌与盈利好转_电力行业 2009 年投资策略报告》。

由于 09 年电力公司的投资机会主要来自煤价下滑带来的业绩增长，因此我们认为对煤价较为敏感、09 年估值低的公司有较大的投资机会，因此我们看好华电国际、华能国际、国电电力、建投能源，另外成长性高的金山股份我们继续看好。

另一方面，随着火电公司业绩的好转，09 年将会有大量的资产注入工作继续进行，因此具有这方面可能的公司值得重点关注，包括国投电力、国电电力、粤电力、建投能源、桂冠电力等。

表 4：主要公司盈利预测

	EPS (元)		PE (x)		股价(元)	评级
	2009	2010	2009	2010		
华电国际	0.47	0.57	8.0	6.6	3.74	买入-A
华能国际	0.69	0.86	9.9	7.9	6.82	买入-A
金山股份	0.28	0.73	20.4	7.8	5.71	买入-A
国电电力	0.46	0.51	11.8	10.7	5.45	增持-A
国投电力	0.5	0.88	18.3	10.4	9.13	增持-A
建投能源	0.5	0.51	9.3	9.1	4.65	增持-A
粤电力	0.45	0.57	13.6	10.8	6.14	中性-A
宝新能源	0.57	0.57	10.9	10.9	6.20	中性-A
穗恒运	0.5	0.45	10.4	11.6	5.20	中性-A
京能热电	0.38	0.5	14.4	10.9	5.46	中性-A
大唐发电	0.43	0.49	15.3	13.4	6.57	卖出-A

数据来源：安信证券研究中心

作者简介

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，4 年证券从业经验。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。新财富 2007 年最佳分析师“电力及公用事业”行业第三名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

张勤

021-68763879

李国瑞

021-68763872

马正南

010-66581668

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

zhangqin@essences.com.cn

上海联系人

ligr@essences.com.cn

北京联系人

mazn@essences.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essences.com.cn

南方

021-68765206

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

nanfang@essences.com.cn

北京联系人

lixin@essences.com.cn

深圳联系人

panlin@essences.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essences.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034