

注资桂冠电力≠大规模注资电力央企的信号

增持（维持）

电力行业 2009年1月12日

联系人：天相煤炭电力组

事件描述：

一、大唐集团旗下的桂冠电力1月9日发布公告称，公司收到2008年中央国有资本经营预算资金拨款3000万元，用于公司汶川地震灾后重建项目。这刺激了市场对于电力行业将获得国资委注资的预期，从而带动电力板块整体股价上行。

二、根据此前国资委一官员透露的注资安排要求，入列547.8亿元注资榜单要求的，需要符合两个条件：负债率在90%以上；影响面较大的央企。

评论：

1. 市场把桂冠电力获得注资理解为国资委即将大规模注资电力行业央企的信号，可能是对这一事件的误读。

据中央政府网站披露：2008年中央企业国有资本经营预算支出总额为547.8亿元，其中270亿元用于关系国计民生和国家经济安全的重点中央企业新设出资和补充国有资本；196.3亿元用于支持特大自然灾害中损失较重的中央企业灾后恢复重建；81.5亿元用于推进中央企业产业布局和结构调整。目前获南航和东航已经分别获得了30亿元和70亿元的注资，国航若获注资，也应从“270亿元”中划分。而本次桂冠电力获得的注资显然是从196.3亿元的灾后重建款中划出的“蛋糕”。3000万元的注资额，也与桂冠电力评估的灾害损失相当。

当前普遍的媒体观点是：本次注资是国资委即将大规模注资电力行业央企的信号，消息发布后电力板块的强劲表现也正是建立在这一基础上的。但是我们认为市场对此可能过于乐观了，甚至有可能对这个事件发生了误读。正如我们在12月3日的报告中（《国资委注资电力央企的可能性分析》）所强调的，我们认为大规模的注资发生的可能性并不大，而随着事态的发展，我们认为我们的观点正在得到事实的强化。

从桂冠电力此次获得注资的事件来看，国资委仅仅把此次注资定位为“支持特大自然灾害中损失较重的中央企业灾后恢复重建”，由此看来国资委对于国有资本经营预算的使用还是相当谨慎的。这与此前市场普遍预期的因为电力行业出现经营困难而进行大规模注资的传闻大相径庭。如果我们把国资委的这次注资举动理解为国资委对电力行业进行注资的出发点，那么这次注资恐怕就远没有市场上理解的那么乐观了，这意味着国资委不会为电力公司在08年的亏损买单。

截止目前在公告中宣称在地震灾害中遭受损失的五大集团的上市公司中，仅有桂冠电力一家而已。即使考虑到公司信息披露的不完全，五大旗下的上市公司可能获得的注资额非常有限。对于今年饱受高煤价折磨的电力企业而言，注资金额只能是杯水车薪，对08年财报当中的修饰作用恐怕会非常微弱。以本次注资为例，桂冠电力公告称国资委3000万元的注资额将直接记入资本公积，并不对08年的净利润形成增厚作用。

2. 五大集团无一资产负债率超过90%，均未达到传言中国国资委的注资标准。

从五大集团已发布的三季度财报来看，目前尚无达到资产负债率90%这一红线的（如图表1）。电力行业的行业性质注定了这是一个高资产负债率的行业，如果我们把07年的财务数据视作正常经营的标杆，五大发电集团三季度的资产负债率与07年的资产负债率相差值最大的大唐集团也只有约6个百分点。

图表 2：五大发电集团财务数据对比

人民币（亿元）	华能集团		华电集团		中电投		国电集团		大唐集团	
	07A	08Q1-3	07A	08Q1-2	07A	08Q1-3	07A	08Q1-3	07A	08Q1-3
总资产	3,820.30	4,449.03	2,421.86	2,754.90	2,175.43	2,787.35	2,463.22	3,087.70	2,949.27	3,771.42
总债务	2,210.88	2,755.70	1,595.90	1,996.49	1,356.81	2183.56	1,525.22	2198.97	1,958.03	2623.31
短期债务	671.02	936.78	424.96	582	589.47	NA	664.29	809.54	579.49	791.7
主营业务收入	1,131.41	1,153.54	721.83	427.26	568.7	720.06	708.79	720.06	850.45	761.57
净利润	13.11	-17.04	10.67	-25.89	15.02	-38.92	9.43	-40.85	14.39	-17.83
主营业务利润率	17.66%	5.20%	14.39%	5.36%	14.36%	6.06%	13.55%	4.25%	17.15%	4.47%
资产负债率	75.50%	80.48%	82.57%	85.30%	74.31%	78.34%	80.76%	85.70%	79.09%	85.17%
流动比率	0.53	0.47	0.31	NA	0.26	0.00	0.36	0.47	0.38	0.44%
速动比率	0.49	0.42	0.27	0.32	0.22	0.33	0.32	0.40	0.32	0.38

数据来源：五大集团财务报表 天相投顾整理

同样，当我们考察主要发电集团旗舰上市公司的财务数据时，我们发现这些公司的资产负债率同样没有达到90%的标准（如图表2）。尽管08年火电企业存在普遍的经营困难，尤其是国电集团的经营状况令人担忧，但实际上火电行业在经营状况自08年3季度以来已经呈现出反转的态势。由于市场化程度较电力行业更深，因此在煤炭价格的波幅和速度远远大于电价。09年电煤可能呈现量价继续下探的局面，而用电需求虽然下降，但是电价的调整速度远远滞后于煤价变动，并有可能维持在现行电价不变。因此我们认为煤价下跌给发电行业带来的正面影响要大于用电需求下滑给发电行业带来的负面效应，从而使火电行业的盈利能力得到改善。所以，大规模的注资并非是十分必要的。

图表 3：主要发电集团旗舰上市公司财务数据对比

人民币（亿元）	华能国际		国电电力		华电国际		大唐发电	
	07A	08Q1-3	07A	08Q1-3	07A	08Q1-3	07A	08Q1-3
总资产	1221.39	1620.18	596.06	648.36	657.53	874.39	1215.16	1519.33
总债务	604.42	997.20	280.48	371.97	377.81	615.25	711.77	1035.62
短期债务	211.18	468.85	156.67	145.66	152.30	217.92	269.05	421.93
主营业务收入	504.35	501.20	174.67	129.33	204.92	238.25	328.29	274.49
净利润	59.97	-31.00	17.11	0.66	12.26	-16.09	44.09	-0.46
主营业务利润率	18.52%	0.62%	23.20%	11.98%	18.31%	3.15%	26.94%	10.42%
资产负债率	58.44%	73.47%	66.92%	69.92%	72.31%	81.09%	72.01%	79.58%
流动比率	0.61	0.39	0.46	0.49	0.18	0.33	0.28	0.35
速动比率	0.53	0.30	0.38	0.44	0.15	0.27	0.25	0.31

数据来源：天相投资分析系统

3. 大规模的注资恐难实现

电力行业正在迎来全面回暖的年份。其实是否能获得国资委的注资并不是电力企业景气度能否回升的关键，决定电力行业在09年表现的仍是煤价、需求等一些内生的因素的变化。如果能获得注资，那只是加速了行业复苏速度，锦上添花而已。因此，投资者或许需要更加关注电力行业的基本面，而非是注资。

09年的电力行业面临相当大的不确定性：发电利用小时的不确定性、煤价走势的不确定性、电价调整的不确定性等等。在这个微妙的阶段，回归基本面或许才是投资者真正需要做的。正如我们在策略报告中

所强调的，电力行业在09年实现业绩反转的概率要大于继续萎靡的概率，既然行业的低点已经过去，专注基本面，或许反而能发掘到更好的投资机会。我们认为，火电毛利率相对煤价波动的敏感性高于对需求增速变化的敏感性，下游需求回落可能加速煤价的理性回归，并由此使得火电行业的盈利能力得到恢复。因此，行业和投资公司的投资价值更多的或许将源于盈利的恢复。

4. 维持行业增持投资评级

依照我们从基本面出发的逻辑，我们重申我们年度策略报告中的选股思路：

1. 成本控制能力强，受益于煤价回落，09年业绩增长明确的火电公司，如国电电力、广州控股和深圳能源。
2. 盈利能力稳定，具有规模成长优势的水电公司，如长江电力。此外，我们也建议投资者关注近期资产整合概念，建议关注可能从央企资产整合中受益的五大发电集团的旗舰上市公司，以及资产注入预期明确的桂冠电力（600236）和黔源电力（002039）。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路鼎诚国际大厦 2801 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路 28 号舜花园小区朝 3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014