



2009 年 2 月 3 日

能源行业

中金公司研究部

分析员: 张金涛 zhangjt@cicc.com.cn

韩永, CFA hanyong@cicc.com.cn

陈俊华 chenjunhua@cicc.com.cn

(8610) 6505 1166

节后能源行业投资策略

关注电力股阶段性机会

投资要点:

- ◆ 春节前后国内煤炭市场价格相对平稳, 2009 年电煤合同谈判仍然没有突破, 煤电双方还处于僵持状态。但是近期秦皇岛港煤炭库存明显回升, 我们预计随着冬季用煤旺季的过去, 动力煤价格将进入下降通道, 而且幅度有可能超过往年, 达到 10% 以上。而由于需求季节性不同和较小的供给压力, 炼焦煤价格有望保持稳定。
- ◆ 我们认为目前煤炭股的股价已经反映了市场比较乐观的预期, 而煤炭价格在短期内有下跌风险, 建议投资者降低煤炭行业的配置。目前投资者在关注 2009 年电煤合同价格谈判情况, 我们预计 2009 年重点电煤合同价格会比 2008 年初的价格上涨 5%~10%。如果这种合同煤价上涨能够兑现, 则对于中煤能源这种业绩弹性大的公司更为有利。从子行业选择来看, 由于未来炼焦煤景气度相对看好, 因此我们建议 A 股投资者重点关注平煤股份 (601666.CH)、西山煤电 (000983.CH) 和开滦股份 (600997.CH)。
- ◆ **维持电力行业“审慎推荐”投资评级。**09 年上半年, 尤其一季度, 尽管用电增速低迷、利用小时持续下滑, 但火电发电商业绩环比、同比都将出现大幅上升。源自: 1) 发电商业绩对于利用小时的敏感性要低于电价、煤价波动; 2) 电力需求增速放缓, 不仅造成机组利用小时下滑, 还将造成电煤用量增速放缓, 对电煤价格亦有负面影响, 而煤价的持续回落将加剧火电发电商利润的增幅。3) 一季度是水电枯水期, 火电分得更多市场份额。
- ◆ **电力股: H 股长期投资价值显现, A 股把握阶段性投资机会。**目前, H 股电力股市净率为 1.0x 左右。推荐华电国际 (1071.HK), 12 个月目标价 2.4 港币; 我们认为华电国际盈利水平将好于历史平均, 源自: 1) 电煤价格回落, 2) 公司 2009 年机组利用小时好于 2007 年。审慎推荐华能国际 (902.HK); 12 个月目标价 6.6 港币。维持对于华润电力 (836.HK)、大唐发电 (991.HK) 中性投资评级。A 股电力股市净率为 2.0x, 并未明显低估, 当前股价包含了投资者对于火电生产商“利润回升”的较高预期。短期内, 可能的股价催化剂主要来自煤炭价格的下跌。建议投资者关注盈利恢复确定性强且具备相对估值优势的个股, 把握阶段性投资机会。审慎推荐国电电力 (600795.CH)、华能国际 (600011.CH) 和建投能源 (000600.CH)。
- ◆ 近两个月国际原油价格围绕 40 美元/桶上下波动, 我们预计短期内油价仍将继续低位徘徊。欧佩克将在 3 月份决定是否加大减产的力度, 这将影响到二三季度的油价走势。国内炼油毛利保持在较高水平, 但是由于需求萎缩, 销售毛利持续下滑。受原油价格稳定和库存较低的影响, 国内石化产品价格近期有所回升, 但由于下游需求依旧低迷, 价格反弹幅度有限。
- ◆ 维持中海油 (883.HK) “推荐”的投资评级和 8.2 港币的目标价, 相当于 2009 年 8 倍的市盈率。由于良好的产量和勘探增长前景, 成本更低, 以及作为纯上游企业可以免受下游和化工下行周期影响, 中海油仍是我们的首选。我们认为中国石油和中国石化 08 年的盈利都将大幅低于市场预期, 从而给短期股价带来冲击。而由于油价较低, 我们认为两大公司一季度的业绩也将面临风险。由于炼油毛利较高, 而且炼油业务占比较高, 中国石化可能会录得比中石油更好的季度业绩。中国石油 H 股的股价比中国石化高出 40%, 这可能会带来一定的对冲交易机会。

目录

煤炭.....	4
近期煤炭价格走势.....	4
煤炭股票投资要点.....	6
电力.....	8
电力行业趋势.....	8
电力股票投资要点.....	8
石油天然气.....	11
近期价格走势.....	11
下游盈利难达预期.....	11
石油股投资建议.....	11
附录：估值表.....	17

插图

图 1: 秦皇岛港动力煤价格走势图 (含增值税)	4
图 2: 山西古交矿区主焦煤价格走势图 (不含增值税)	4
图 3: 秦皇岛港煤炭库存变化	5
图 4: 2008 年 9~11 月份煤炭、钢铁、火电行业的利润率比较	6
图 5: 电力装机与发电量增速	9
图 6: 全国发电量及增速	10
图 7: 2008 年电煤标煤消耗量及结构	10
图 8: 国际原油价格走势	12
图 9: WTI 近期价格走势	12
图 10: 炼油毛利	13
图 11: 销售毛利	13
图 12: 低密度聚乙烯-石脑油价差	14
图 13: 聚丙烯-石脑油价差	14
图 14: 乙烯-石脑油价差	14
图 15: PTA-PX 价差	15
图 16: 顺丁橡胶-石脑油价差	15
图 17: 低密度聚乙烯近期走势	15
图 18: 聚丙烯近期走势	16
图 19: 台湾乙烯近期走势	16
图 20: 顺丁橡胶近期走势	16

表格

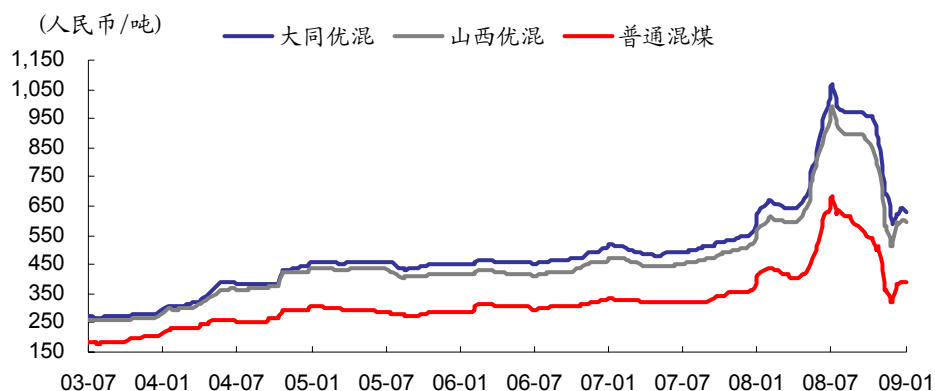
表 1: 电力需求预测	9
表 2: 一体化石油公司估值表	17
表 3: 煤炭公司估值表	18
表 4: 电力公司估值表	19

煤炭

近期煤炭价格走势

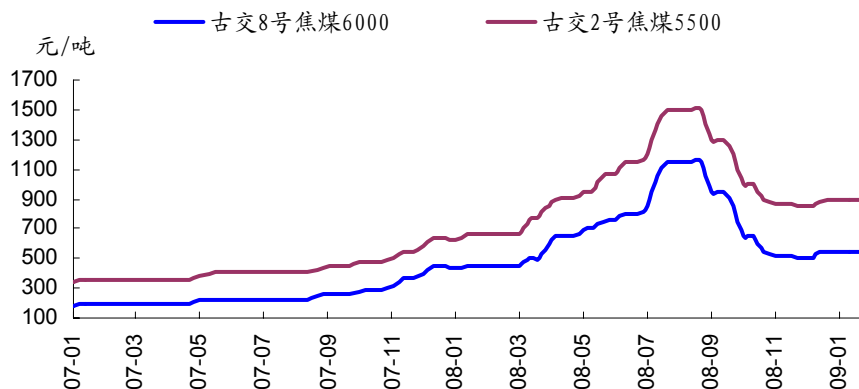
春节前后国内煤炭市场运行相对平稳。2009年2月1日秦皇岛港5500大卡的山西优混煤平均平仓价为595元/吨（含增值税），比春节前的1月19日略微下降了3元；山西古交矿区的2号焦原煤的价格为900元/吨（不含增值税），与春节前的报价持平。而2009年电煤合同谈判仍然没有突破，煤电双方还处于僵持状态。

图1：秦皇岛港动力煤价格走势图（含增值税）



资料来源：中国煤炭资源网、中金公司研究部

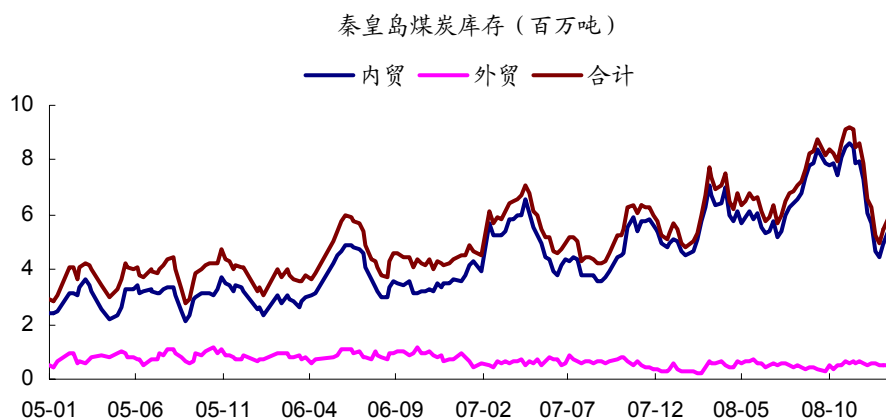
图2：山西古交矿区主焦煤价格走势图（不含增值税）



资料来源：中国煤炭资源网、中金公司研究部

但是，近期秦皇岛港煤炭库存明显回升。2009年1月30日秦皇岛港煤炭库存为616万吨，比春节前1月17日的547万吨上升了12.6%；比1月10日的494万吨上升了24.7%。

图 3：秦皇岛港煤炭库存变化



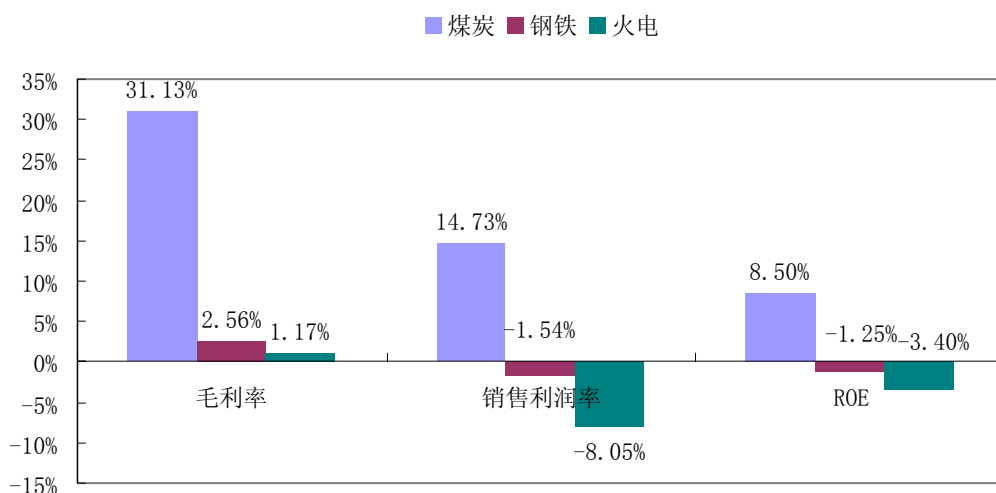
资料来源：中国煤炭资源网、中金公司研究部

预计随着冬季用煤旺季的过去，动力煤价格将进入下降通道。即使是在用煤十分紧张的 2008 年，2 月中旬~4 月下旬煤炭价格也出现了小幅回调，秦皇岛港的山西优混煤价格（含增值税）从 618 元/吨回落到 595 元/吨，回落幅度为 3.7%。2007 年动力煤淡季持续时间为 1 月下旬~5 月中旬，山西优混煤价格从 473 元/吨回落到 442 元/吨，降幅为 6.6%。而在目前整体经济形势疲软的情况下，未来 2~3 月内动力煤价格逐步回落也将难以避免，而且幅度有可能超过往年，达到 10%以上。

另外，12 月中下旬以来煤炭价格的反弹有两个方面的因素所推动：一是下游行业的去库存化完成之后，开始进行正常生产和原材料采购，导致对煤炭的需求回升；二是煤炭行业开始进行减产保价，如山西省对省属重点煤炭企业下达的 2009 年元月生产计划为 1815 万吨，同比下降了三成。

但是，这些因素在未来是否可以持续？一方面，近期下游企业的重新补充库存完成之后，如果终端需求没有实质性回升，对煤炭需求可能重新转弱（不但挣扎在破产边缘的美国汽车公司进行减产，连丰田汽车也在 2009 年 1 月下旬也宣布 2009 年全球减产 20%）。另一方面，是煤炭企业的减产行为是否可以持续也存在疑问。虽然目前的煤炭价格比 08 年的最高点下跌了大约 40%，但煤炭行业整体依然处于高利润率状态，煤炭企业本身有很强的意愿恢复生产，如 2008 年 9~11 月份煤炭行业的利润总额 610.53 亿元，吨煤利润为 89.69 元/吨，高于 2008 年 1~8 月份 81.36 亿元的平均值，更是显著高于 2007 年的 42 元/吨。而下游行业多数处于亏损或者盈亏平衡的边缘，如火力发电在 2008 年 1~11 月份累计亏损 392.02 亿元，其中仅 9~11 月份亏损了 175.97 亿元；钢铁行业在 2008 年 9~11 月之间也亏损了 158.30 亿元。下图 2008 年 9~11 月份 3 个月之间煤炭、钢铁和火力发电的利润率水平对比，可以看出在这三个月当中，煤炭行业的利润率指标都远远高于下游行业。即使考虑到 08 年 3 季度以来煤炭价格大幅回落，但目前煤价仍然高于 08 年初的水平，煤炭行业的利润率也仍然显著高于主要下游行业。

图 4：2008 年 9~11 月份煤炭、钢铁、火电行业的利润率比较



资料来源: Wind, 中金公司研究部 (其中, ROE 为 2008 年 9~11 月份的利润总额/2008 年 11 月末股东权益)

因此, 我们认为, 一方面在目前的煤价水平下, 煤炭企业仍然有动力恢复生产, 这种供给增加会对未来煤炭价格形成一定压力; 另一方面, 煤炭行业的利润率水平还远高于下游行业, 从整个产业链可持续发展的角度来看, 煤价适当回调也是合理的。

分煤种来看, 在未来 2~3 个月动力煤价格面临的压力相对更大, 而炼焦煤价格有望保持稳定。一方面从季节性特征来看, 在 2~5 月份是动力煤的消费淡季; 炼焦煤并非如此, 其下游钢铁行业在 2~5 月份反而是消费旺季, 这会对炼焦煤价格形成支撑。另一方面, 炼焦煤面临的供给压力也较小, 预计 2009 年煤炭行业整体产能增长在 7% 以上, 而炼焦煤的产能增长在 4% 以下。

煤炭股票投资要点

A 股公司

根据我们跟踪的 A 股煤炭指数, 自 2008 年 11 月 4 日创下收盘低点以来, 截至 2009 年 1 月 23 日的累计涨幅为 44.14%, 比同期沪深 300 指数 24.88% 的涨幅高出了 19.27% 百分点。煤炭 A 股公司这种远超越大盘的表现, 在一定程度上反映了投资者对于未来煤炭行业的乐观预期: 即政府投资将拉动钢铁、水泥等高耗能行业复苏, 从而间接拉动煤炭行业的复苏。

我们认为目前的股价已经反映了市场比较乐观的预期, 而煤炭价格在短期内有下跌风险, 建议投资者降低煤炭行业的配置。短期来看, 由于煤炭公司横向比较仍然处于较高的盈利水平, 远高于下游的火电、钢铁等行业, 因此可能会延续反弹的势头。但是从中期来看, 投资者对煤炭行业的乐观预期能否兑现存在很大风险: 如果煤炭行业景气度果真逐步回升, 不过是兑现了投资者的乐观预期; 而如果煤炭行业景气度在经历短暂回升后再度向下, 则将使使得投资者预期落空。

从子行业选择来看, 由于未来炼焦煤景气度相对看好, 因此我们建议投资者重点关注平煤股份、西山煤电和开滦股份。

H 股公司

在 2008 年 10 月 27 日创下低点以来，H 股煤炭公司经历了更大幅度的反弹，在 2008 年 10 月 27 日~2009 年 1 月 30 日之间，中国神华反弹了 102.14%，中煤能源反弹了 97.59%，兖州煤业反弹了 71.85%，福山能源反弹了 49.58%，而同期恒生国企指数反弹了 42.92%。

目前，投资者在关注 2009 年电煤合同价格谈判情况，预计 2009 年重点电煤合同价格会比 2008 年初的价格上涨 5%~10%；如果这种合同煤价上涨能够兑现，则对于中煤能源这种业绩弹性大的公司更为有利。另外，中煤能源目前 09 年动态 PE 为 8.04 倍，低于中国神华的 9.75 倍；09 年 PB 为 1.06 倍，显著低于中国神华的 1.94 倍。因此我们建议可以进行 long 中煤能源 + short 中国神华。而炼焦煤公司福山能源的 09 年 PE 和 PB 分别为 6.9 倍和 0.58 倍，显著低于中煤能源和中国神华，而其缺点是市值较小，且流动性较差。

电力

电力行业趋势

维持电力行业“审慎推荐”投资评级。09 年上半年，尤其一季度，尽管用电增速低迷、利用小时持续下滑，但火电发电商业绩环比、同比都将出现大幅上升。源自：1) 发电商业绩对于利用小时的敏感性要低于电价、煤价波动；2) 电力需求增速放缓，不仅造成机组利用小时下滑，还将造成电煤用量增速放缓，对电煤价格亦有负面影响，而煤价的持续回落将加剧火电发电商利润的增幅。3) 一季度是水电枯水期，火电分得更多市场份额。

维持“09 年综合燃料成本下降 12%”的判断。电煤价格的波动是推动对火电发电商业绩、电力股股价波动的核心因素。我们认为，即使神华、中煤合同煤价有所上涨，也无法改变火电发电商平均燃料成本下降的趋势。源自：1) 总量有限。按照 2008 年的电煤用量计算，神华、中煤煤炭供应量占全部电煤供应量的 26%，二者的合同煤占全部电煤供应量的 21%。2) 神华、中煤合同煤煤价较其他煤炭供应商价格普遍低 20% 以上。即使考虑神华、中煤合同煤价同比上涨 5%，对于整体电煤价格的影响也仅为 1 个百分点。

电量增速持续低迷。1) 根据中电联的统计快报，2008 年的电力需求、装机规模和利用小时变化完全符合我们的预期：2008 年全社会用电量 34268 亿 kWh，同比上升 5.3%；机组利用小时为 4677 小时，同比下降 6.7%。当年净增装机 7424 万 kw，截至 2008 年底，全国发电设备容量为 7.9 亿 kw，同比增长 10.3%。2) 维持对于 2009 年电力需求、装机增速和利用小时的预测：预计 2009 年全国电力消费同比增长 3%-5%；装机规模增速为 7%，或净增 5500 万 kw；机组利用小时下滑 5%-7%。3) 我们认为，09 年一季度将持续前两个月电量低迷态势。源自：一季度为传统的用电淡季，单月用电量为全年较低水平；08 年一季度用电量基数较高，政府巨额投资能否带动工业用电量的快速恢复，甚至出现同比上升仍待观察。

电力股票投资要点

关注盈利恢复的确定性、具备相对估值优势的电力股。

A 股：把握阶段性投资机会。目前，A 股电力股市净率为 2.0x，估值优势并不明显，当前股价包含了投资者对于火电生产商“利润回升”的较高预期。近期内，可能的股价催化剂主要来自煤炭价格的波动。3 月以后，是传统电煤需求淡季，煤价出现回调，如若今年电煤价格回调时间、幅度超出市场预期，对火力发电商业绩有正面贡献，股价有支撑。建议投资者关注盈利恢复确定性强且具备相对估值优势的个股，把握阶段性投资机会。审慎推荐国电电力（600795.CH）、华能国际（600011.CH）和建投能源（000600.CH）。

H 股：长期投资价值显现。目前，H 股电力股市净率为 1.0x 左右。推荐华电国际（1071.HK），12 个月目标价 2.4 港币；我们认为华电国际盈利水平将好于历史平均，源自：1) 电煤价格回落，2) 公司 2009 年机组利用小时好于 2007 年。审慎推荐华能国际（902.HK）；12 个月目标价 6.6 港币。维持对于华润电力（836.HK）、大唐发电（991.HK）中性投资评级。春节前后国内煤炭市场运行相对平稳。2009 年 2 月 1 日秦皇岛港 5500 大卡的山西优混煤平均平仓价为 595 元/吨（含增值税），比春节前的 1 月 19 日略微下降了 3 元；山西古交矿区的 2 号焦原煤的价格为 900 元/吨（不含增值税），与春节前的报价持平。而 2009 年电煤合同谈判仍然没有突破，煤电双方还处于僵持状态。

表 1: 电力需求预测

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	悲观 2009E1	中性 2009E2	乐观 2009E3
全社会电力消费增速	6.1	9.5	7.9	11.7	16.4	15.1	13.5	14.4	15.3	5.2	3.4	5.4	7.7
第一产业	5.9	1.9	-0.4	1.8	-0.4	1.3	7.6	12.3	3.8	1.9	3.0	3.0	3.0
第三产业	7.0	10.6	7.8	10.9	14.9	15.2	12.9	7.3	12.8	9.7	10.0	10.0	10.0
城镇居民生活用电	11.8	12.9	10.0	8.8	10.8	10.1	16.2	14.2	11.4	11.8	10.0	10.0	10.0
第二产业	5.1	9.3	8.2	12.9	18.5	16.6	13.4	15.6	16.6	3.8	1.5	4.2	7.3
其中：黑色金属冶炼及压延加工业	7.3	7.3	8.0	13.7	24.6	25.2	23.3	19.3	22.4	5.7	0.0	3.8	8.0
化学原料及化学制品制造业	0.5	4.8	6.8	14.4	20.3	13.4	14.9	14.7	11.9	5.3	0.0	3.0	8.0
有色金属冶炼及压延加工业	12.9	10.3	6.9	14.9	30.1	17.4	16.8	24.4	31.3	8.1	5.0	5.0	9.0
非金属矿物制品业	1.8	11.1	8.0	10.9	17.2	17.3	17.1	18.2	11.5	6.7	3.0	5.0	7.0
电力、燃气及水的生产和供应业	13.5	8.9	10.1	13.7	12.4	14.3	9.2	12.5	12.3	1.5	2.0	3.0	4.0
其他工业	0.9	10.9	7.8	11.8	18.3	15.9	10.6	13.8	16.1	5.4	1.0	5.0	8.0

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	悲观 2009E1	中性 2009E2	乐观 2009E3
全社会电力消费结构	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
第一产业	5%	5%	5%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	2%
第三产业	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	10%	10%	10%	11%	11%	10%
城镇居民生活用电	12%	12%	13%	12%	12%	11%	11%	11%	11%	12%	12%	12%	12%
第二产业	72%	72%	72%	73%	74%	75%	75%	76%	76%	76%	74%	75%	75%
其中：黑色金属冶炼及压延加工业	8%	8%	8%	8%	9%	9%	10%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
化学原料及化学制品制造业	9%	8%	8%	8%	9%	8%	9%	9%	8%	8%	8%	8%	8%
有色金属冶炼及压延加工业	5%	5%	5%	5%	6%	6%	6%	6%	7%	8%	8%	7%	8%
非金属矿物制品业	5%	5%	5%	5%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
电力、燃气及水的生产和供应业	17%	17%	17%	17%	17%	16%	16%	16%	15%	14%	14%	14%	14%
其他工业	28%	28%	28%	28%	29%	29%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%

注解：各工业用电增速假设

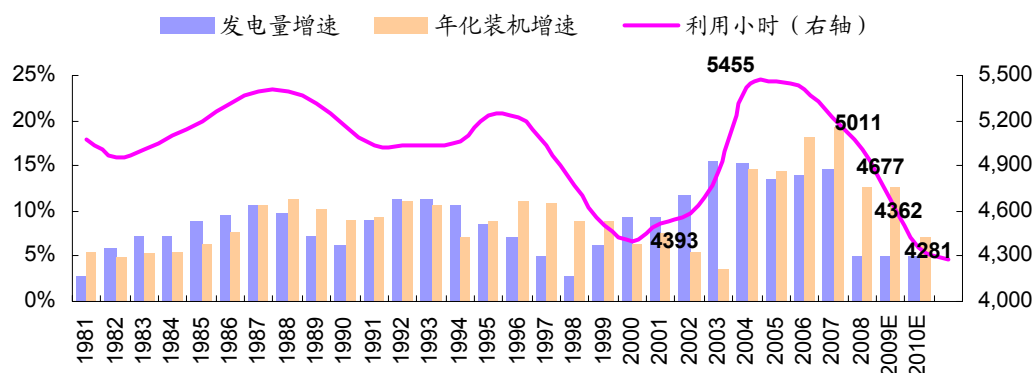
悲观情形：黑色冶炼、化工行业用电增速为0；有色及非金属行业用电增速为过去10年最低值

中性情形：选用各行业研究员对其产品产量、电力需求增速的判断

乐观情形：主要用电行业用电增速恢复接近08年10月的水平

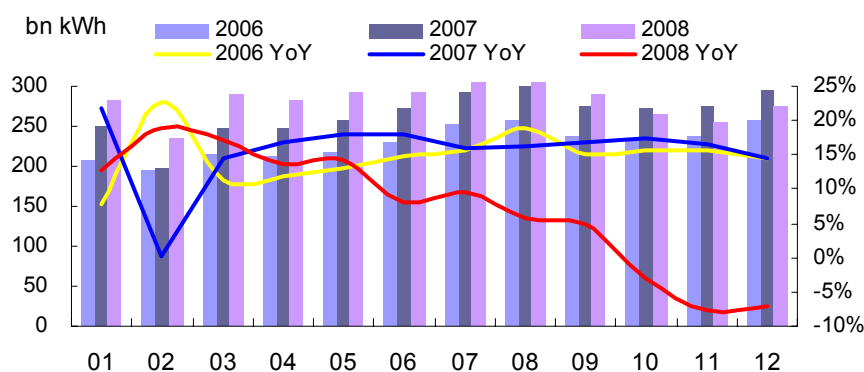
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 5: 电力装机与发电量增速



资料来源：中国电力新闻网、中金公司研究部

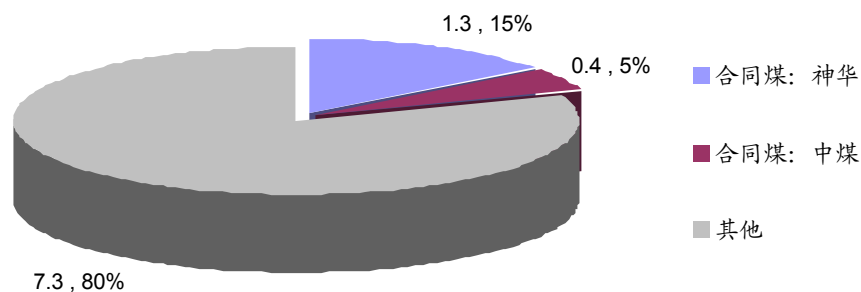
图 6：全国发电量及增速



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 7：2008 年电煤标煤消耗量及结构

单位：亿吨



资料来源：公司数据、中金公司研究部

石油天然气

近期价格走势

近两个月国际原油价格围绕 40 美元/桶上下波动，我们预计短期内油价仍将继续低位徘徊。欧佩克将在 3 月份决定是否加大减产的力度，这将影响到二季度的油价走势。自去年 10 月份以来，欧佩克已经降低生产配额每天 4.2 百万桶，而且对减产的执行情况好于市场的预期。我们维持油价将在下半年大幅反弹的观点。

原油价格处于低位，这减轻了国内炼油厂的成本压力，炼油毛利得以保持在不错的水平。但是由于需求萎缩，炼厂的开工率普遍不高。

需求萎缩的另一个结果是成品油销售毛利的下降。由于供应充足而需求萎缩，中国石油、中国石化和民营的加油站纷纷开始了价格竞争。国内汽柴油销售毛利自 08 年 11 月以来持续下滑。

化工产品价格有所回升，但是幅度有限。经历了 08 年四季度的急跌之后，化工品价格在新的一年里开始出现回升。我们认为下游需求仍旧偏软，稳定的油价和较低的库存是价格回升的主要因素。

下游盈利难达预期

炼油销售板块和化工板块的下行趋势日益明显：（1）09 年炼油板块预计会摆脱 08 年上半年大幅亏损的局面，但是由于经济放缓和供应方面充足的产能，上升幅度有限。（2）2009 年营销毛利将下降，主要由于需求疲软导致加油站纷纷降价促销，以及新机制对营销毛利的压缩。（3）化工周期的底部预计将出现在 2009 年下半年至 2010 年上半年这段时间，预计化工毛利将持续低迷至 2010 年。

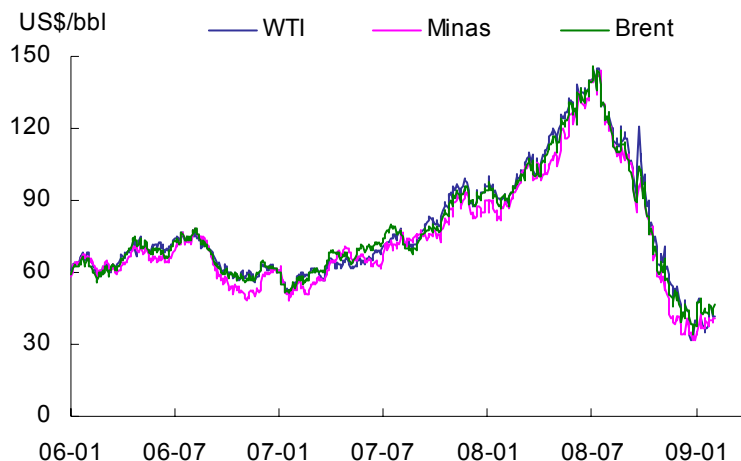
据此我们在 1 月 15 日大幅下调了中国石油和中国石化的盈利预测，调整后我们 08 和 09 年的盈利预测分别比市场低 15%至 20%。目前我们的盈利预测基于 2009 年 70 美元/桶的油价假设，比市场平均油价假设 55 美元/桶高出 15 美元/桶，处于市场油价假设的较高端。如果油价达不到预期，则 09 年盈利预测存在进一步下调的风险。敏感性分析显示，油价每下跌 1 美元/桶，中海油、中国石油和中国石化的盈利预测将分别下调 1.47%、2.66%和 1.94%。我们认为目前的油价假设更接近长期油价假设，给与正常化的估值倍数得到的目标价也更接近公司的长期价值。（参见我们 2009 年 1 月 15 日行业报告“下游盈利难达预期”）。

石油股投资建议

维持中海油“推荐”的投资评级和 8.2 港币的目标价，相当于 2009 年 8 倍的市盈率。由于良好的产量和勘探增长前景，成本更低，以及作为纯上游企业可以免受下游和化工下行周期影响，中海油仍是我们的首选。

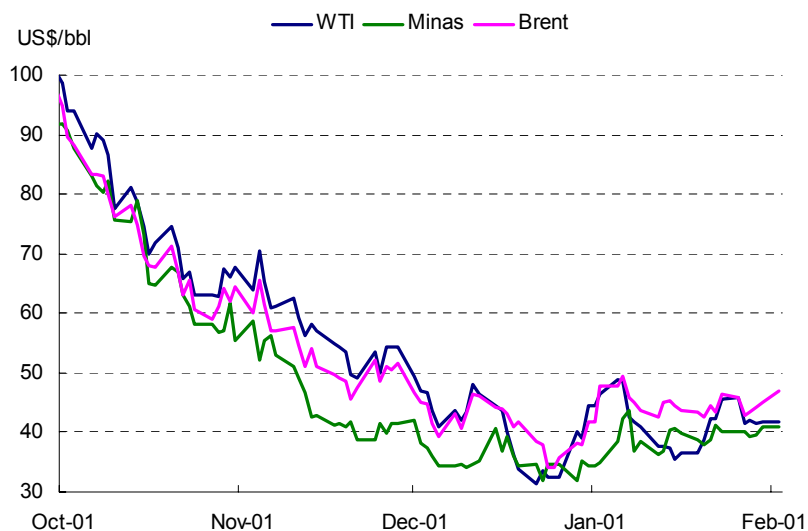
我们认为中国石油和中国石化 08 年的盈利都将大幅低于市场预期，从而给短期股价带来冲击。而由于油价较低，我们认为两大公司一季度的业绩也将面临风险。由于炼油毛利较高，而且炼油业务占比较高，中国石化可能会录得比中石油更好的季度业绩。中国石油 H 股的股价比中国石化高出 40%，这可能会带来一定的对冲交易机会。

图 8：国际原油价格走势



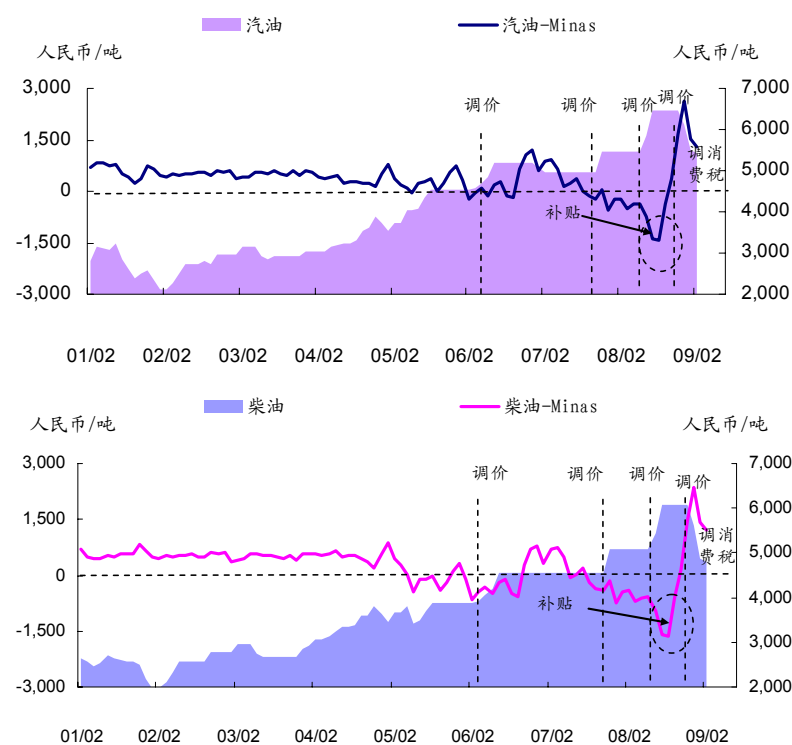
资料来源:彭博资讯、中金公司研究部

图 9：WTI 近期价格走势



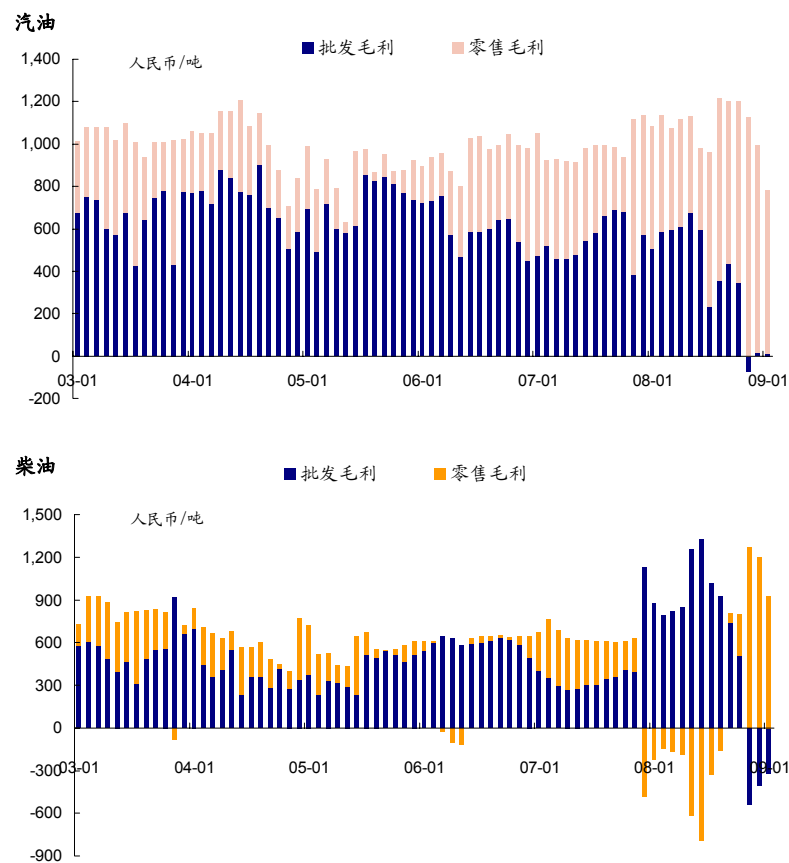
资料来源:彭博资讯、中金公司研究部

图 10: 炼油毛利



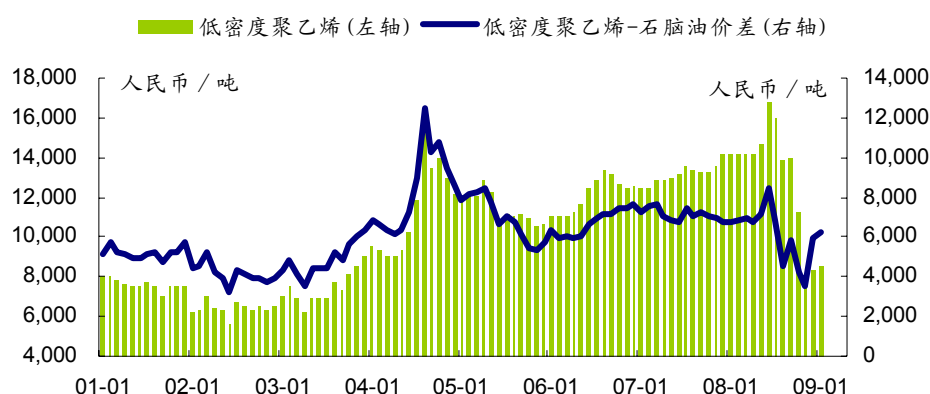
资料来源:隆重石化商务网、中金公司研究部

图 11: 销售毛利



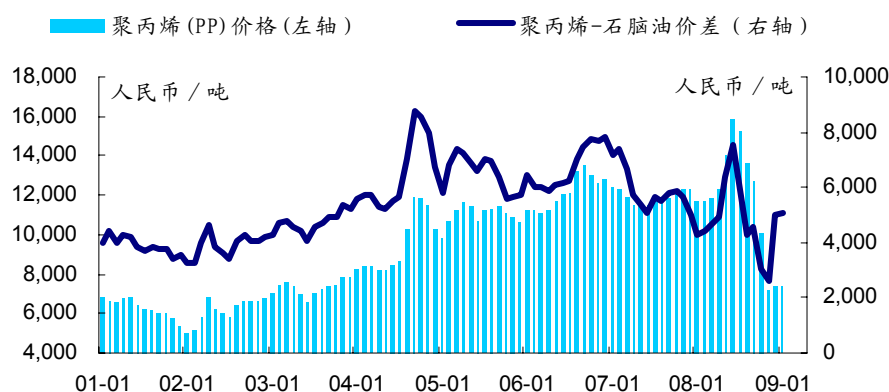
资料来源:隆重石化商务网、中金公司研究部

图 12: 低密度聚乙烯-石脑油价差



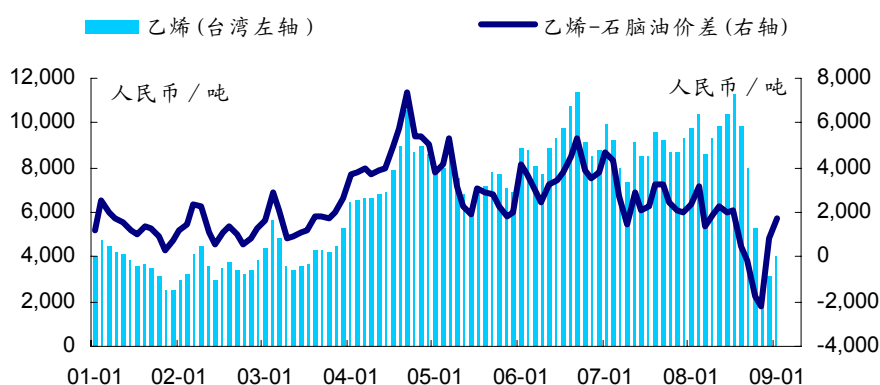
资料来源: 隆重石化商务网、中金公司研究部

图 13: 聚丙烯-石脑油价差



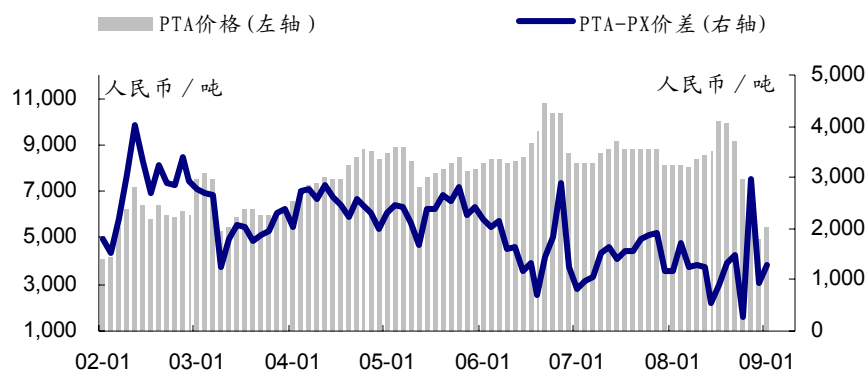
资料来源: 隆重石化商务网、中金公司研究部

图 14: 乙烯-石脑油价差



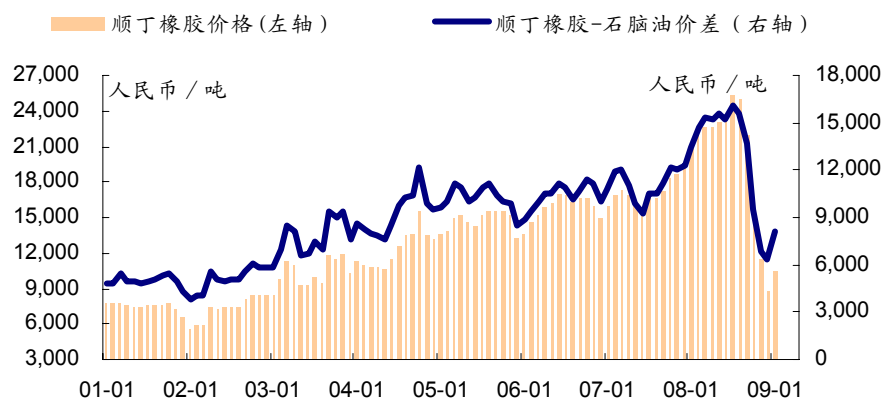
资料来源: 隆重石化商务网、中金公司研究部

图 15: PTA-PX 价差



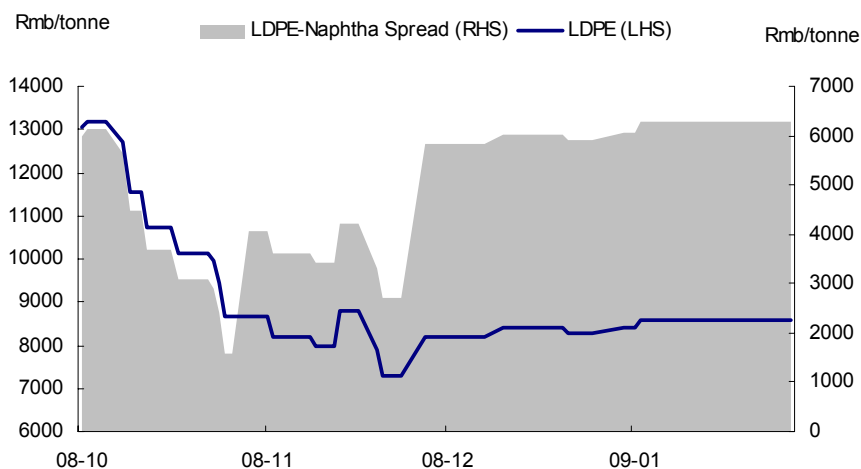
资料来源:隆重石化商务网、中金公司研究部

图 16: 顺丁橡胶-石脑油价差



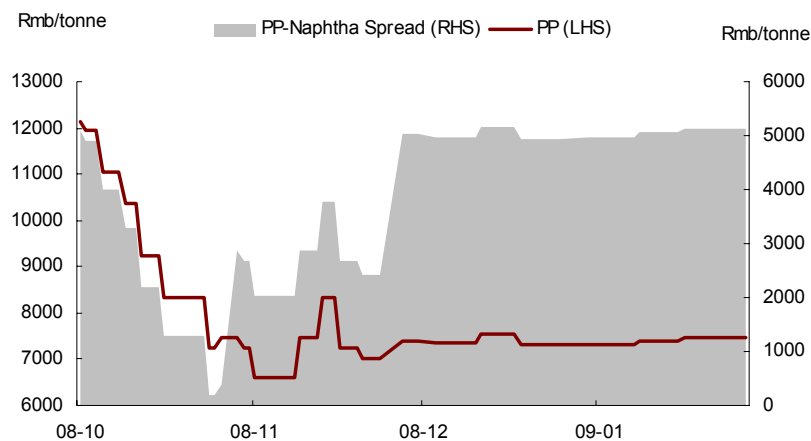
资料来源:隆重石化商务网、中金公司研究部

图 17: 低密度聚乙烯近期走势



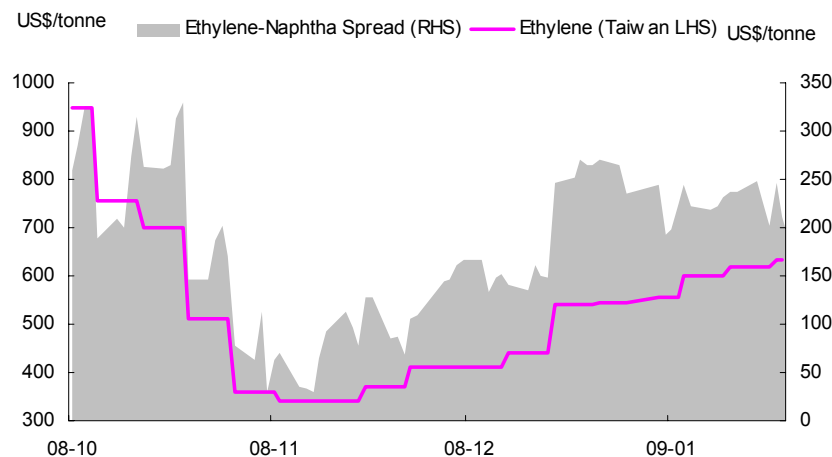
资料来源:隆重石化商务网、中金公司研究部

图 18: 聚丙烯近期走势



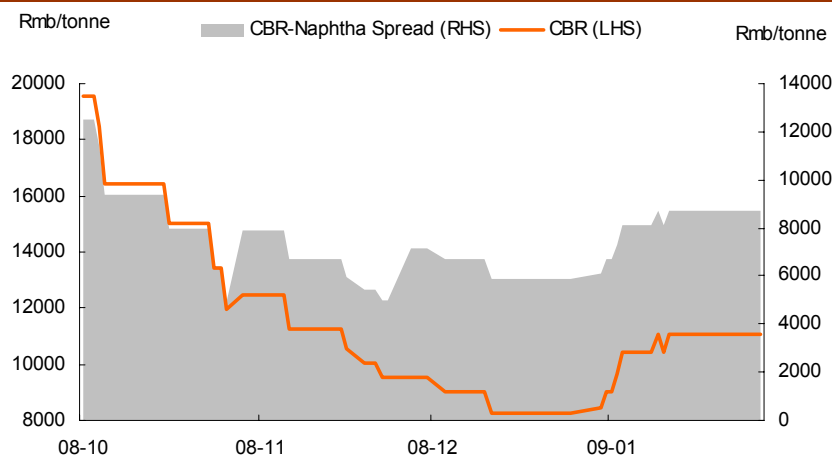
资料来源: 隆重石化商务网、中金公司研究部

图 19: 台湾乙烯近期走势



资料来源: 隆重石化商务网、中金公司研究部

图 20: 顺丁橡胶近期走势



资料来源: 隆重石化商务网、中金公司研究部

附录：估值表

表 2：一体化石油公司估值表

	货币	股价	市值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
		09-2-2	(百万美元)	2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E
国际超大公司															
ExxonMobil	美元	76.48	389,027	10.4	13.7	10.4	8.1	3.1	3.4	3.2	2.8	5.2	5.9	4.8	4.1
Royal Dutch Shell	英镑	17.10	149,548	5.0	7.6	6.9	6.2	1.1	1.0	1.0	1.0	2.1	2.5	2.2	1.9
BP	英镑	4.89	130,725	6.5	5.0	7.4	6.5	1.3	1.2	1.1	1.1	3.0	2.0	2.7	2.4
Chevron Texaco	美元	70.52	143,282	8.0	12.9	9.0	6.6	1.6	1.5	1.4	1.3	4.1	4.7	3.6	3.0
TotalFinaElf	欧元	38.53	116,517	6.6	6.2	8.1	7.0	1.7	1.7	1.5	1.4	3.2	2.9	3.7	3.2
平均值				7.3	9.1	8.3	6.9	1.8	1.8	1.7	1.5	3.5	3.6	3.4	2.9
国际大公司															
ENI	欧元	16.43	83,905	6.0	5.7	7.7	6.6	1.3	1.3	1.3	1.2	3.4	2.9	3.7	3.3
ConocoPhillips	美元	47.53	70,859	6.5	10.9	6.9	5.2	0.8	1.1	1.3	0.9	3.0	4.3	3.2	2.9
Occidental	美元	54.55	44,179	8.4	16.4	9.5	6.8	1.6	1.5	1.4	1.2	4.4	5.6	4.1	3.0
Repsol YPF	欧元	13.67	21,279	5.2	5.6	6.6	5.9	1.0	0.8	0.8	0.7	3.6	3.5	3.8	3.4
Marathon	美元	27.23	15,069	4.8	4.6	8.3	6.1	0.9	0.9	0.8	0.8	3.4	2.6	4.0	3.4
平均值				6.2	8.6	7.8	6.1	1.1	1.1	1.1	0.9	3.6	3.8	3.8	3.2
新兴市场公司															
ONGC	卢比	636.50	27,792	6.9	6.2	6.6	6.4	1.7	1.5	1.3	1.2	3.2	2.7	2.8	2.7
PTT	泰铢	156.00	12,594	4.5	5.9	6.3	5.4	1.1	1.0	0.9	0.9	4.4	4.0	4.4	4.0
Gazprom	卢布	113.40	74,423	4.0	2.7	3.1	3.3	0.6	0.5	0.4	0.4	4.2	2.2	2.7	2.7
Petrobras	里尔	25.03	106,339	10.2	6.6	7.6	7.0	1.6	1.6	1.4	1.2	6.1	4.5	5.1	4.7
中海油H股	港币	6.62	38,129	8.9	5.2	6.9	5.2	2.1	1.4	1.2	1.0	5.3	3.5	3.8	2.9
中国石油H股	港币	5.70	260,324	6.7	7.8	8.8	6.7	1.3	1.2	1.1	1.0	4.4	5.0	5.1	4.1
中国石化H股	港币	4.11	88,871	5.9	13.6	7.7	7.9	1.1	1.0	0.9	0.8	5.1	8.5	6.0	5.5
平均值				6.7	6.9	6.7	6.0	1.4	1.2	1.0	0.9	4.7	4.4	4.3	3.8
中国石油A股	人民币	10.35	260,322	14.1	16.5	19.2	14.7	2.6	2.5	2.3	2.1	7.9	8.9	9.4	7.7
中国石化A股	人民币	7.83	88,870	12.0	30.1	16.7	16.6	2.2	2.2	1.9	1.8	7.6	12.7	9.0	8.2

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

表 3：煤炭公司估值表

	Price		EPS			P/E (x)			P/B (x)	
	2009-2-2	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E
A/B股 煤炭公司	(Rmb)		(Rmb)							
焦煤公司										
西山煤电*	14.02	1.37	0.74	0.71	10.2	19.1	19.6	3.9	3.6	3.2
平煤股份*	17.86	2.21	1.00	0.60	8.1	17.8	30.0	2.5	2.3	2.2
开滦股份*	13.85	1.94	0.81	0.60	7.1	17.1	23.3	2.0	1.9	1.8
金牛能源	19.51	2.43	2.04	n.a	8.0	9.6	n.a	3.5	3.0	n.a
煤气化	12.35	1.67	1.44	n.a	7.4	8.6	n.a	n.a	n.a	n.a
盘江股份	13.60	1.18	1.50	1.47	11.5	9.1	9.3	4.1	3.1	2.6
平均值 - 焦煤					8.7	13.5	20.5	3.2	2.8	2.5
中间值 - 焦煤					8.1	13.3	21.4	3.5	3.0	2.4
无烟煤公司										
兰花科创*	16.74	2.11	1.38	1.11	7.9	12.1	15.1	2.7	2.3	2.1
神火股份*	17.25	2.69	1.43	1.23	6.4	12.1	14.1	3.1	2.7	2.4
国阳新能	13.15	1.18	1.12	1.21	11.2	11.8	10.9	2.0	2.5	2.0
平均值 - 无烟煤					8.5	12.0	13.4	2.6	2.5	2.2
中间值 - 无烟煤					7.9	12.1	14.1	2.7	2.5	2.1
其他煤炭公司										
中国神华*	19.78	1.50	1.43	1.39	13.2	13.9	14.2	2.7	2.4	2.2
兖州煤业*	10.02	1.15	0.92	0.64	8.7	10.9	15.7	1.8	1.8	1.7
中煤能源*	7.69	0.58	0.48	0.36	13.2	15.9	21.6	1.6	1.6	1.5
大同煤业	15.68	1.74	1.59	1.84	9.0	9.9	8.5	2.4	1.9	1.5
上海能源	10.72	1.52	1.39	1.22	7.0	7.7	8.8	2.0	1.6	1.2
恒源煤电	15.77	1.38	1.64	1.54	11.5	9.6	10.2	2.0	1.6	1.4
潞安环能	18.90	1.99	1.79	1.76	9.5	10.5	10.8	3.7	3.0	2.5
露天煤业	11.29	0.84	0.92	1.05	13.5	12.3	10.8	3.0	3.0	2.4
郑州煤电	4.68	0.33	0.23	n.a	14.2	20.8	n.a	n.a	n.a	n.a
国投新集	7.55	0.50	0.51	0.65	15.3	15.0	11.6	2.8	2.3	1.9
平均值 - 其他煤					11.5	12.6	12.5	2.5	2.1	1.8
中间值 - 其他煤					12.3	11.6	10.8	2.4	1.9	1.7
平均值					9.6	12.7	15.5	2.8	2.5	2.2
中间值					9.4	12.3	15.4	2.9	2.5	2.1
H股 能源类公司										
	(HKD)		(Rmb)							
神华能源*	16.50	1.56	1.49	1.45	9.1	9.8	10.3	1.9	1.8	1.7
兖州煤业*	5.09	1.15	0.92	0.64	3.8	4.9	7.2	0.8	0.7	0.7
中煤能源*	5.58	0.67	0.61	0.48	7.2	8.0	10.6	1.1	1.0	1.0
福山能源*	1.76	0.12	0.22	0.16	12.9	6.9	10.1	0.6	0.6	0.6
恒鼎实业	2.52	0.57	0.38	0.58	3.8	5.9	3.9	0.8	0.7	0.7
平均值					7.4	7.1	8.4	1.0	1.0	0.9
中间值					7.2	6.9	10.1	0.8	0.7	0.7

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

表 4: 电力公司估值表

	Price 2009-2-2	投资建议	总股本 (百万股)	流通股本 (百万股)	总市值 (十亿元)	2008E	EPS 2009E	2010E	2008E	P/E(x) 2009E	2010E	2008E	P/B(x) 2009E	2010E
A 股电力公司	(Rmb)						(Rmb)							
长江电力	14.35	推荐	9,412	4,909	135	0.51	0.63	0.62	28.1	22.9	23.0	3.1	1.9	1.8
国电电力	5.99	审慎推荐	5,448	4,133	33	0.03	0.19	0.32	191.8	31.6	18.8	2.4	2.3	2.1
华能国际	7.20	审慎推荐	12,055	2,878	79	(0.25)	0.33	0.51	(28.3)	21.7	14.0	2.1	2.0	1.9
国投电力	9.13	审慎推荐	1,055	1,055	10	0.20	0.47	0.61	46.1	19.4	15.0	2.3	2.1	2.0
建投能源	5.17	审慎推荐	914	547	5	0.05	0.32	0.47	98.9	16.2	10.9	1.6	1.6	1.5
深圳能源	8.67	中性	2,202	599	19	0.42	0.80	0.79	20.7	10.8	11.0	1.6	1.5	1.4
广州控股	5.24	中性	2,059	2,059	11	0.15	0.34	0.44	34.4	15.6	12.0	1.2	1.2	1.1
申能股份*	6.37	中性	2,890	2,890	18	0.35	0.45	0.58	18.1	14.2	11.0	1.1	1.0	0.9
粤电力A	5.80	中性	2,659	752	13	(0.06)	0.20	0.31	(101.8)	29.1	18.9	1.8	1.7	1.6
大唐发电	7.02	中性	11,734	4,413	70	0.00	0.25	0.33	2206.0	28.4	21.2	2.8	2.6	2.4
上海电力*	3.30	中性	2,140	956	7	(0.77)	(0.24)	n.a	(4.3)	(13.8)	n.a	n.a	n.a	n.a
内蒙华电*	3.02	中性	1,981	573	6	0.01	0.05	n.a	302.0	60.4	n.a	n.a	n.a	n.a
平均值									n.a	21.4	15.3	2.0	1.8	1.7
中间值									n.a	21.7	14.0	1.9	1.8	1.6
H/B 股电力公司	(HK\$)				(HK\$ bn)		(HK\$)							
粤电力-B	2.61	审慎推荐	2,659	665	15	-0.07	0.23	0.34	-39.4	11.5	7.7	0.7	0.7	0.6
华电国际	1.67	推荐	6,021	1,431	24	-0.28	0.22	0.36	-5.9	7.7	4.7	0.6	0.6	0.6
华能电力	5.39	审慎推荐	12,055	3,055	90	-0.30	0.38	0.57	-18.2	14.3	9.5	1.3	1.3	1.3
华润电力	14.46	中性	4,140	4,161	61	0.33	0.79	1.05	44.4	18.3	13.7	2.3	2.1	1.9
大唐发电	3.75	中性	11,734	3,279	80	0.00	0.28	0.37	1,013.4	13.3	10.2	1.3	1.2	1.2
中国电力*	1.53		3,606	3,606	6	-0.10	0.22	0.26	-15.5	7.1	6.2	0.5	0.5	0.4
中电控股*	52.65		2,408	2,408	127	4.15	3.56	3.73	12.7	14.8	14.1	1.9	1.8	1.8
香港电灯*	44.35		2,134	2,134	95	3.57	2.72	2.76	12.4	16.3	16.1	1.9	1.8	1.7
平均值									n.a	12.9	10.3	1.3	1.3	1.2
中间值									n.a	13.8	9.9	1.3	1.3	1.2

资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。