

火电(07160101)

寻找火电估值洼地 ——地区国资电厂系列报告之序言

 陆凤鸣 刘建刚
 lufm@xyzq.com.cn
 021-68419393-1218
 电力行业研究员
 2009 年 02 月 11 日

火电

投资评级: 中性

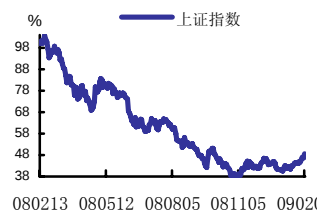
在火电行业估值基本合理的情况下,通过对细分火电企业的盈利和估值比较,我们发现地方国资火电企业目前是火电行业中的估值洼地,值得关注。

- 在各主要影响火电企业毛利的因素中,电价、煤价、机组利用小时对其影响系数之比分别为 3: 1.6: 1。因此在 2009 年中虽然火电企业机组利用小时仍可能会下降,但电价上调及煤价回落决定了行业基本面向好趋势没有改变。
- 以当前煤价来看,火电企业的估值基本已经反映了目前的回落幅度,行业整体性投资机会不大,未来盈利和估值的提升有赖于对煤价未来继续下降幅度的预期调整。
- 相对而言,地方国资企业与央企、及私人投资类火电上市公司相比在估值上仍有优势。而对于那些具有一定盈利能力、同时存在潜在规模扩张的企业来说,目前无疑是行业内的估值洼地,未来势必有一定估值修复的过程,具有较好的投资机会。
- 相关上市公司包括: 皖能电力、建投能源、赣能股份、通宝能源、京能热电。在后续的各家公司深度报告中,将进一步分析其投资价值。

重点公司列表

重点公司	08E	09E	评级
华能国际	-0.01	0.38	推荐
华电国际	-0.33	0.23	推荐
国电电力	0.14	0.29	中性
长江电力	0.42	0.49	推荐

股价走势



相关报告

目录

一、火电行业基本面——趋势向好仍没有改变	- 3 -
1、各因素对盈利的影响程度	- 3 -
2、当前煤价如果维持在当前水平意味着什么？	- 3 -
3、当前火电估值基本反映目前煤价水平	- 4 -
二、寻找估值洼地——地方国资火电企业	- 5 -
1、上市火电企业的分类	- 5 -
2、各类企业盈利与估值比较	- 5 -
3、地方国资处于历史估值低位	- 6 -
图 1、不同电价、煤价与机组利用小时所对应的同一毛利曲线	- 3 -
图 2、秦皇岛山西优混平仓价（元/吨）（2006-2009）	- 4 -
图 3、火电行业指数与沪深 300 指数走势（2008/2-2009/2）	- 4 -
图 4、央企、地方国资（中型企业）、私企静态 PB 估值折价率历史趋势（2003-2008）	- 6 -
表 1、央企、地方国资、私人投资不同背景、不同规模分类列表	-5-
表 2、央企、地方国资、私人投资不同规模企业盈利与估值比较	-5-

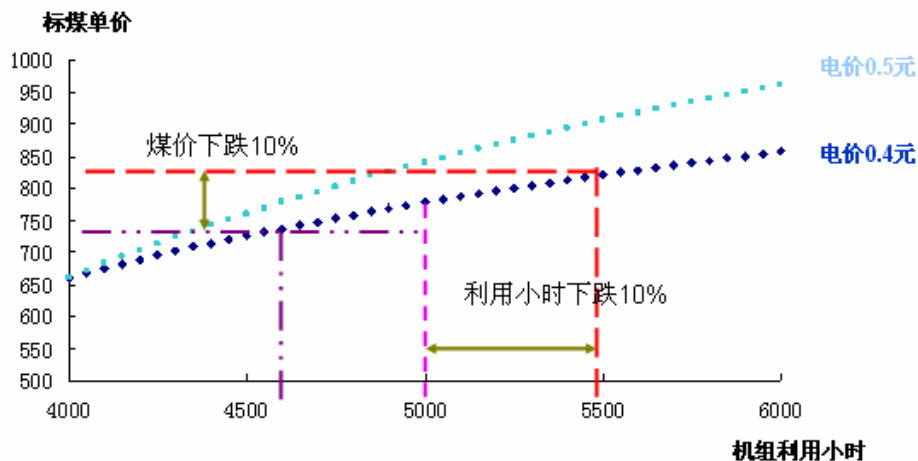
一、火电行业基本面——趋势向好仍没有改变

1、各因素对盈利的影响程度

为了更好的度量各个因素（电价、煤价、机组利用小时）对火电企业盈利的影响程度，我们设定这样一个指标——发电毛利（=发电收入-燃料费用-折旧费用），首先在同一电价条件下的同一毛利曲线上，考察不同煤价、机组利用小时之间对毛利影响程度之间的系数比；其次，在不同电价条件下的不同毛利曲线上，考虑不同电价与煤价对毛利影响程度之间的系数比（如图所示）。

举例：2 台 60 万千瓦火电机组，税后上网电价为 0.4 元/度，年折旧费用 2 亿元。则电价、煤价、以及利用小时对于发电毛利的影响效益系数比例大致为 3: 1.6: 1。

图 1、不同电价、煤价与机组利用小时所对应的同一毛利曲线



数据来源：兴业证券研发中心

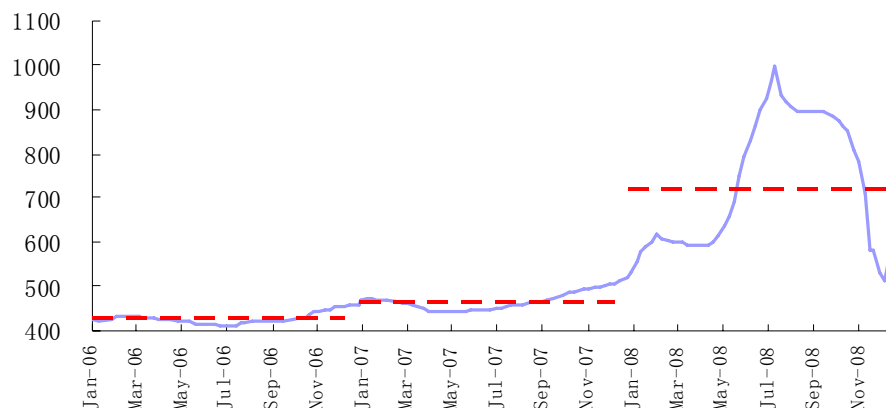
2、当前煤价如果维持在当前水平意味着什么？

以秦皇岛山西优混（热值 5500 大卡）平仓价格为例，假设 09 年全年煤价维持在目前 600 元的水平，秦皇岛每周煤价报价的总和则同比下降 18.6%（即假设每周发电所需用煤量都相同，按照同样的方法 08 年全年秦皇岛煤价同比增长 56.6%，与宝新能源等完全依靠市场煤企业所说的 60% 的涨幅还比较接近）。因此，大致可以得出，如果 2009 年全年电煤价格维持当前的水平，考虑到各月份用煤量的波动，则电力企业的燃煤成本大约可以同比下降 15%-20%。

如果以 2007 年的煤价为基数，则 2009 年煤价较 2008 年平均下降 15%-20%，对应实际 2009 年的煤价仍要较 2007 年均价上涨 27% 左右。因此，在 2009 年电价平均较 07 年上调 10%、煤价上涨 27%、机组利用小时下降 12% 的共同作用下，火电企业的毛利空间将较 2007 年下降 25%（ $= 3 \times 10\% - 1.6 \times 27\% - 12\%$ ）。

虽然以当前煤价来看，火电企业的盈利能力并不能恢复到 2007 年时的水平，但是比之 2008 年时的大面积亏损已经是好很多，行业基本面向好的趋势并没有改变。

图 2、秦皇岛山西优混平仓价（元/吨）（2006-2009）



数据来源：兴业证券研发中心（红色为推算的年均价）

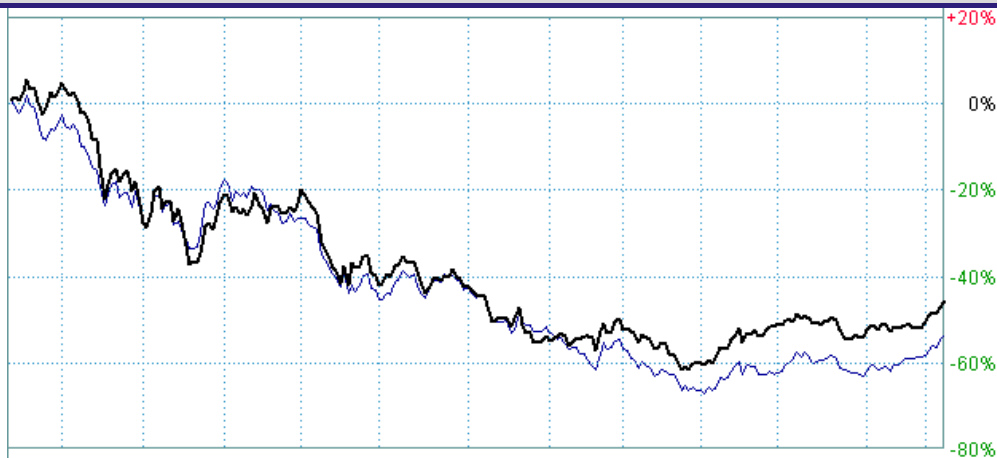
3、当前火电估值基本反映目前煤价水平

显然，从基本面看，火电行业 2009 年比 2008 年明显改善已经确定。但是，当前其在估值上是否已经充分反映目前煤价回落的情况，是广大投资者更关心的问题。

我们以纯粹的火力发电企业华能国际、华电国际为例，其 2007 年底的发电毛利率分别为 18.5%和 19.94%。那么，如果 2009 年煤价维持当前价格不变，按照前面的推算，则其发电毛利率至少应该回升到 14%-15%。再扣除其期间费用及所得税费用，其净利润率应该在 4%-5%之间，对应上述企业 09 年 EPS 分别为 0.26 元和 0.17 元，以 1 月 23 日收盘价计，动态 PE 分别为 25 倍和 22 倍。

也就是说，以当前煤价计算得出的火电企业估值水平基本与市场平均 24 倍左右的 PE 估值相近，进一步向上提升只能依赖于市场对于未来煤价回落幅度新的预期。而上述企业作为火电龙头，在目前煤价平稳小幅波动的背景下，其有限的估值上升空间，也决定了整个火电板块近期相对市场表现较强的机会也较小。

图 3、火电行业指数与沪深 300 指数走势（2008/2-2009/2）



数据来源：WIND、兴业证券研发中心（黑色为火电行业指数、蓝色为沪深300指数）

二、寻找估值洼地——地方国资火电企业

1、上市火电企业的分类

虽然板块整体并没有很明显的投资机会，但是具体到个股是否都没有表现机会则并不尽然。为了更好的分析火电板块下属的上市公司，我们将其股东背景、及营业收入规模作为两维的分类坐标，将以火电作为主营业务的企业进行分类比较。

选择股东背景作为分类标准之一的原因是，因为中央企业、地方国资企业以及私人投资这三类企业（地方附属累及隶属于三级国资下的火电企业暂不列入讨论范围）是整个火电行业中比较典型的经营模式，通过分析比较他们之间盈利能力的异同，能够对不同背景给企业所带来的影响做更为清晰的判断。

营业收入规模的划分，大型企业主要是指上市公司 08 年前三季度主营业务收入超过 50 亿元，中型收入规模则在 10 亿元到 50 亿元之间，小型公司则小于 10 亿元。

表 1、央企、地方国资、私人投资不同背景、不同规模分类列表

央企嫡系 大型公司	央企嫡系 中公司	央企嫡系 小公司	地方国资 大公司	地方国资 中公司	地方国资 小公司	私人 投资
华能国际	华银电力	东方热电	广州控股	建投能源	豫能控股	金山股份
大唐发电	漳泽电力	吉电股份	中能股份	皖能电力	川投能源	宝新能源
华电国际	九龙电力	鲁能泰山	粤电力 A	京能热电		
国电电力	长源电力	明星电力	深圳能源	赣能股份		
上海电力	华电能源			通宝能源		
内蒙华电						
国投电力						

数据来源：兴业证券研发中心

2、各类企业盈利与估值比较

为了对上述企业进行比较，主要从其盈利能力（杜邦分析）以及估值水平的角度，分别选取 2006 全年、2007 全年、以及 2008 年前三季度财务数据分析。

表 2、央企、地方国资、私人投资不同规模企业盈利与估值比较

财务指标	央企嫡系 大公司	央企嫡系 中公司	央企嫡系 小公司	地方国资 大公司	地方国资 中公司	地方国资 小公司	私人 投资
ROE-06	12.1	9.17	-3.78	13.6	9.06	-1.75	16.8
ROE-07	10.9	5.65	1.13	12.6	10.2	3.04	13.5
ROE-08Q3	-5.2	-13.5	-9.23	3.32	1.61	-11.9	7.38
权益乘数-06	3.99	4.75	2.37	1.99	2.99	1.86	3.6
权益乘数-07	4.11	4.26	2.5	2.06	2.39	2.31	3.47
权益乘数-08Q3	4.64	4.43	2.85	2.23	2.58	2.53	3.75
总资产周转率-06	0.39	0.43	0.44	0.5	0.56	0.31	0.3
总资产周转率-07	0.35	0.43	0.36	0.45	0.48	0.22	0.33
总资产周转率-08Q3	0.26	0.27	0.25	0.36	0.34	0.14	0.22
净利润率-06	11.7	6.57	-4.79	17.6	7.81	3.18	20.6
净利润率-07	10.9	4.09	4.32	18.9	9.67	10.61	18.9
净利润率-08Q3	-4.73	-13.5	-10.3	5.85	2.29	-16.3	19.9
PE (TTM) 中位数	-7.19	-13.45	11.18	28.47	28.22	14.35	50.60
PB (最新) 中位数	2.38	1.26	1.62	1.85	2.06	5.22	3.18

数据来源：WIND、兴业证券研发中心

（注：非注明所有指标为该类别公司的算术平均数，股价采用 2009 年 2 月 11 日收盘价）

从上表可以看到，就综合盈利能力 ROE 来看，私人投资企业比地方国资企业、央企都要高。而造成这一现象的主要原因就是私人投资企业的净利润率水平最高。当然，反映到市场估值上就可以看到，市场也给予其高盈利性更高的估值溢价。另一方面，市场在 PB 估值的时候，也给予规模最大的央企公司一定的估值溢价。

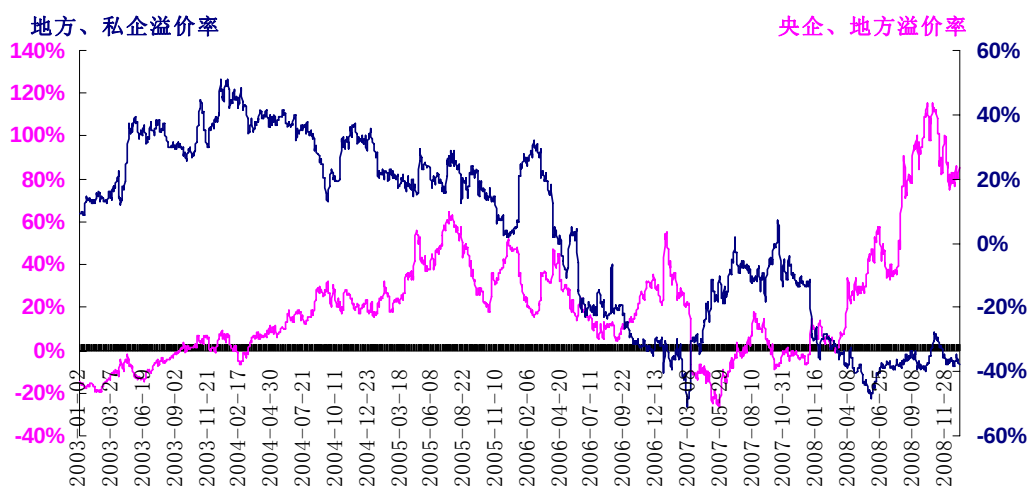
但是市场却往往忽略了地方国资的盈利能力并不弱，同时，其低负债率也蕴含着潜在的扩张性。因此，对于那些有一定盈利能力、并且有大量确定的在建项目、或是能从母公司手中收购优质资产的地方国资下属火电企业，其当前的低估值未来势必存在一个修正的过程。

3、地方国资处于历史估值低位

除了在上述某个时点上，观察央企、地方国资企业、及私人投资公司的估值差异外，我们再从更长历史估值区间来看其变化。从下图中可以看到，目前地方国资企业无论是对于央企、还是对于私人投资类企业，都处于估值低位区域，其投资价值显著。

因此，在上文所列出的地方国资类中型上市公司——建投能源、皖能电力、京能热电、赣能股份、通宝能源，我们将对其盈利能力、自建项目、或资产收购进一步跟踪，从而寻找出更有价值的投资标的。

图 4、央企、地方国资（中型企业）、私企静态 PB 估值折价率历史趋势（2003-2008）



数据来源：WIND、兴业证券研发中心

- 7 -