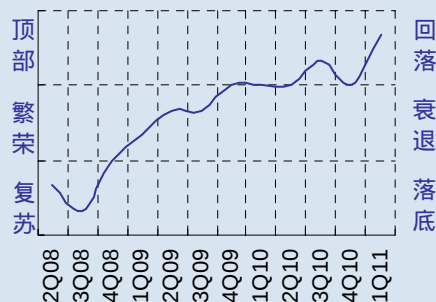


2009 年 03 月 25 日

长期竞争力评级：高于市场均值

市场数据

行业优化平均市盈率	18.72
市场优化平均市盈率	20.60
国金电力指数	3737.76
沪深 300 指数	2401.33
上证指数	2291.56
深证成指	8756.25
中小板指数	3505.98


行业景气周期预期2Q08-1Q11

新能源与公用事业小组
赵乾明

 (8621)61038263
 zhaoqm@gjzq.com.cn

张帅

 (8621)61038279
 zhangshuai@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

电力行业 2009 年 2 季度报告

——超额收益或来自两个预期的不一致

减持

持有

增持

投资要点
■ 需求：

- ◆ 站在 09 年一季度末这个时点去分析未来电力需求的趋势，我们发现面临着太多的不确定性；为了能更好的把握电力需求变化的脉络，我们对 2008 年至今经济体系的演变做了回顾。
- ◆ 依据对经济再平衡过程的分析逻辑去分析未来电力需求可能的变化趋势，我们得出电力需求已经进入底部区域，短期（1-3 个月内）将随着政府投资的集中投放而反弹的结论。
- ◆ 至于中长期的电力需求，由于扣除政府投资因素后，总需求的恢复是否可持续存在很大不确定性，目前无法对此做出方向性的判断，只有等待私人部门消费与投资的后续数据。

■ 煤价：

- ◆ 影响电力股超额收益水平的是对未来煤价的预期，而非目前时点的煤价水平。
- ◆ 短期市场由于释放流动性的缘故而产生了较强的走出通缩预期，对煤价坚挺预期形成了较强的支撑，但实际上中国煤价受供需的决定更大。
- ◆ 我们从供需和上下游行业盈利比较两个角度出发对二季度煤价进行分析，认为目前秦皇岛煤价与坑口价倒挂现象难以继续持续，上游坑口煤价存在进一步的下调压力；中转地煤价会继续在目前价格水平附近徘徊，等待煤电合同谈判结果指明方向。

■ 投资策略：

- ◆ 二季度电力行业仍存在获取超额收益的可能性，机会来自市场对煤价预期和需求反弹预期之间时间上的不一致；后续需要重点关注煤价变动预期和月度宏观经济数据。
- ◆ 对于市场目前一度担心的滞胀，我们分析了美国、日本和韩国滞胀期电力行业增速的历史表现，考虑到我国以煤为主的用电成本结构，判断结论是我国经济若进入滞胀，电力行业具有较强的相对配置优势。

内容目录

一、利用小时篇：重要的是需求能否延续环比反弹/反转	4
1、需求：温总理的信心 PK 外贸出口下跌	4
2、以史为镜，可知兴替 - 简单回顾这轮经济下降周期	5
起点：脆弱的平衡	5
下降：“债务 - 通缩”理论和美国个人/家庭资产负债表的被迫修复	5
Fisher 的药方：再通胀	7
3、人力可胜天乎？ - 对再平衡过程的逻辑猜想	7
政府希望：通过“催生流动性+创造总需求”以重塑平衡	7
流动性催生“走出通缩”预期	8
走出通缩之后，关键是经济是否能实现增长	9
4、对需求的判断：进入底部区域，短期反弹、长期需等待尘埃落定	10
进入底部、短期反弹理由之 1：二季度迎来政府投资创造的反弹	10
进入底部、短期反弹理由之 2：从 M2、大宗商品价格到 GDP	12
中长期判断尚需等待不确定因素继续明朗化	12
二、煤炭价格篇：煤价预期更重要	13
煤价预期而非实际煤价影响着电力股的超额收益	13
煤价与煤价预期：资源的商品属性 PK 资源的金融属性	14
我们的判断-1：“走出通缩”预期对煤价预期影响大，但对煤价实质影响小	15
我们的判断-2：煤价倒挂不可持续，二季度或会破局	15
三、投资策略篇：等待尘埃落定，两种预期不一致或创超额收益机会	16
二季度等待私人部门消费投资趋势明朗化	16
二季度电力超额收益机会来自煤价预期和需求反弹预期的时间不一致	16
经济不同演变方向下，电力投资策略分析	16

图表目录

图表 1：制造业投资开始回升	4
图表 2：PMI 指数开始回升	4
图表 3：贸易顺差大幅回落	4
图表 4：进、出口同比增速	4
图表 5：“债务 - 通缩”理论的逻辑推导顺序	6
图表 6：“债务 - 通缩”理论的时间先后顺序	6
图表 7：美国流动性开始回升	8
图表 8：信贷投放加快，中国流动性开始回升	8

图表 9：各国纷纷出台救市方案	8
图表 10：全球流动性与美元指数呈反向关系	9
图表 11：全球流动性（M2）领先 CRB 指数	9
图表 12：全球流动性（M2）领先高盛商品价格指数	9
图表 13：走出通缩预期之后，关键是需求能否带动经济增长	9
图表 14：钢价变动与经济名义增幅基本同步	10
图表 15：钢价变动滞后于经济实际增幅	10
图表 16：北京住宅周成交数据	11
图表 17：上海住宅周成交数据	11
图表 18：2009 年重点用电行业开始探底反弹	11
图表 19：2009 年 1-2 月主要用电行业用电量占比	12
图表 20：全球流动性（M2）领先于能源价格	12
图表 21：CRB 指数领先于 GDP	12
图表 22：从美国历史经验看，政府支出只能暂时替代私人支出弥补总需求 ..	13
图表 23：煤价预期引发电力股超额收益	13
图表 24：煤炭供需压力短期难以缓解	14
图表 25：国际油价与煤价相关性较高	14
图表 26：澳元/美元也许开始重新升值	15
图表 27：中转地煤价与坑口价出现倒挂	15
图表 28：美国滞涨期间电力行业表现不出众	17
图表 29：日本 1972-1975 年表现稳健的行业	17
图表 30：韩国 1973-1975 年增速稳健的行业	17
图表 31：韩国 1976-1980 年增速稳健的行业	17

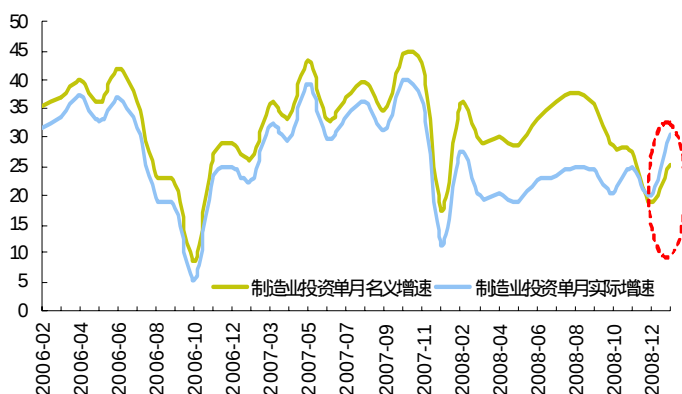
一、利用小时篇：重要的是需求能否延续环比反弹/反转

从两个不同的角度去分析，目前对未来电力需求的判断分歧仍然十分巨大

1、需求：温总理的信心 PK 外贸出口下跌

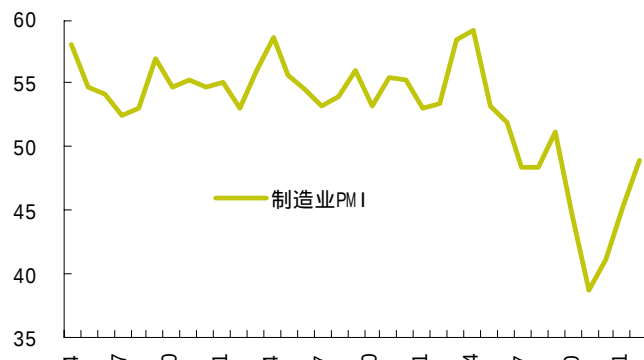
- 从春节以来中国宏观经济数据环比变化和相关高层的谈话，我们可以得出电力需求相对谨慎乐观的判断。
 - ◆ 温总理自去年 9 月以来一直向市场传递“信心比黄金更重要”的观点。
 - ◆ 2 月 28 日，总理与网民在线交流时从信贷投放量、消费占 GDP 比例、消费增速和发电量环比增速四个角度论证了“政府采取的应对措施初步见到了效果；在一些地方、一些领域，经济开始有向好的方面发展的趋势；一些重要的经济指标表明我们经济开始有所好转。”
 - ◆ 3 月 5 日，总理在政府工作报告中表示：2009 年 GDP 增速目标为 8%，且对这个目标有信心；2009 年新增贷款 5 万亿、全面实施产业振兴规划、保消费促增长等措施，让保八的实现具有了可行性。

图表1：制造业投资开始回升



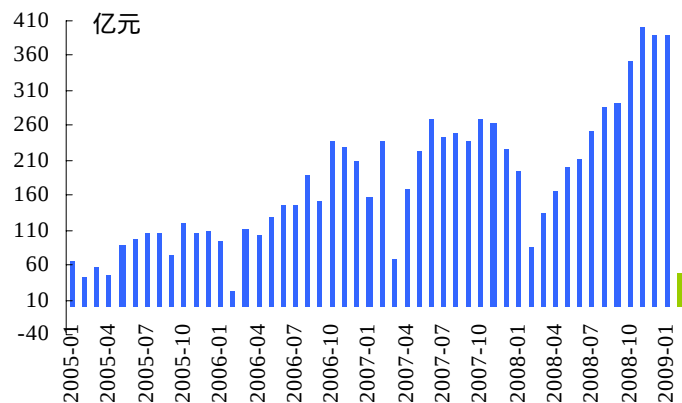
来源：国家统计局 国金证券研究所

图表2：PMI 指数开始回升



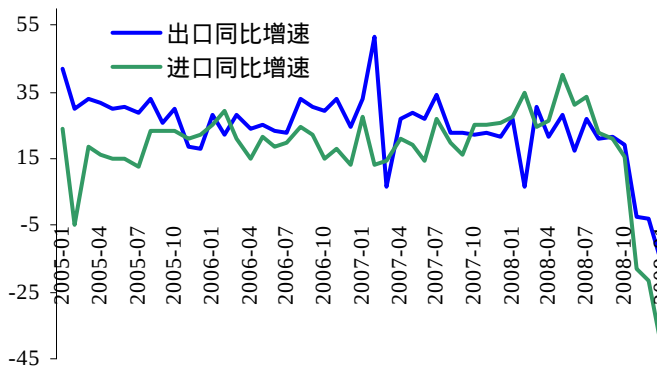
- 但我们若把目光投向中国经济重要拉动力量的出口，会发现宏观经济和电力需求仍存在非常大的不确定性。
 - ◆ 09 年 2 月份，出口环比下降，进口环比上升，导致顺差大幅减少，达到 06 年 2 月以来最低水平，甚至让人担心中国出现逆差的可能性。
 - ◆ 09 年 2 月份，出口同比下降 25.7%，降幅较上月扩大 8.2 个百分点；进口同比下降 24.1%，降幅较上月缩小 19 个百分点；顺差 48.41 亿美元，较上月大幅下降 342 亿美元。

图表3：贸易顺差大幅回落



来源：国家统计局 国金证券研究所

图表4：进、出口同比增速



在对未来电力需求走向判断的过程中，我们发现必须对全球和中国经济未来走向做出合乎逻辑的方向性判断；因此我们从回顾本轮经济调整的内在逻辑着手，来分析未来经济可能的走向及其背后的逻辑

2、以史为镜，可知兴替 - 简单回顾这轮经济下降周期

起点：脆弱的平衡

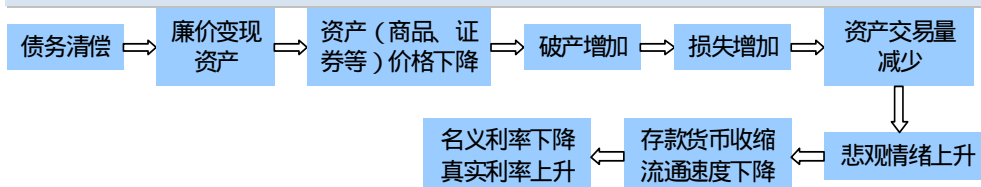
- 市场对推动美国始于科网泡沫和 911 事件后的经济上升周期以及中国入世和 2003 年以来的经济上升周期的原因，分歧并不大；全球化、中国的人口红利、中国制造并储蓄而美国消费并借贷的模式等因素共同促成了一轮全球经济的繁荣景气，并达成总需求与总供给间脆弱的平衡。
 - ◆ 按照国金证券研究所宏观策略部《2009 年宏观经济报告 - 盈利周期或率先触底反弹》的观点，美国自 2000 年后进入个人消费的盛宴，个人消费占 GDP 比重从 68% 最高提高到 72%。
 - ◆ 美国个人消费过去数年的增长并不是来自个人收入的增加，而是主要来自其居民储蓄的下滑；而支持居民将其当期收入的绝大部分都用于消费的原因是房地产市场、股票市场等资产市场带来的财富增长给居民提供了“财富幻觉”。
 - ◆ 总供给这侧则是全球化带来以中国为代表的生产型国家利用人口红利等优势提供了充足的产能去满足美国财富幻觉下提前兑付未来消费能力所导致的总需求增长，实现了总供给与总需求之间脆弱的平衡。
 - ◆ 美国负储蓄率和提前兑付未来消费体现为经常项目累积的巨额逆差，对立面是累积顺差、带来增长之源的亚洲国家（如中国），他们则是过度储蓄；亚洲的过度储蓄流转回美国，推动美国利率持续走低，并进而推动资产价格膨胀；这样一个封闭的循环形成了平衡，但这种平衡是脆弱的。
 - ◆ 最终循环的膨胀无法再继续维持脆弱的平衡，当全球持续增长率大大高于潜在增长率，这样总供给中的全球资源要素硬约束引发资源要素价格的大幅上涨，其产生的通胀致使利率开始提升，并最终戳破资产价格的泡沫，引发债务清偿。

下降：“债务 - 通缩”理论和美国个人/家庭资产负债表的被迫修复

- Irving Fisher 于 1933 年，在论文《The debt-deflation theory of great depressions》中提出他解释大萧条的“债务 - 通货紧缩”理论。
 - ◆ Fisher 指出，**债务和通货紧缩**是两个最主要的变量；其它相对次要的变量主要包括七个：流通媒介及其流通速度、价格水平、资本净值、利润、交易、商业信心和利率。
 - ◆ Fisher 假定：处于均衡态的经济体系在受到过度负债的冲击 (disturbance)，而且没有偶然发生或人为蓄意的可以影响价格水平的其他因素下，债务人或债权人或两者的担心就会产生债务清偿的趋向。
 - ◆ Fisher 从债务清偿出发，通过上述九个变量的逻辑关系推导出独立经济周期的演变过程：
 - 1) 债务清偿引致廉价出售，并且引致存款货币的收缩（随着银行贷款的偿付），及其流通速度下降。
 - 2) 存款货币的下降及其流通速度的收缩，在廉价出售的情形下，引致价格水平的下降，即美元的购买力上升。
 - 3) 按照前面的第二个假设，由于没有外来的“再次通胀”的外生性干预，就必然有：商业部门的资产净值的更大下降，这加速了企业的破产和利润的下降（类似的道理）。
 - 4) 在一个“资本主义”的，即“私有产权-利润至上”的社会里，这又导致陷入营运亏损的企业去减少产出、交易和劳动雇佣。

- 5) 这些企业的亏损，破产和失业，引致悲观情绪和信心丧失，这反过来又引致持现行为和存款货币流通速度的更进一步的下降。
- 6) 在以上的八个变化中，利率也会产生复杂的变动，具体的说，就是名义利率下降和真实利率上升。

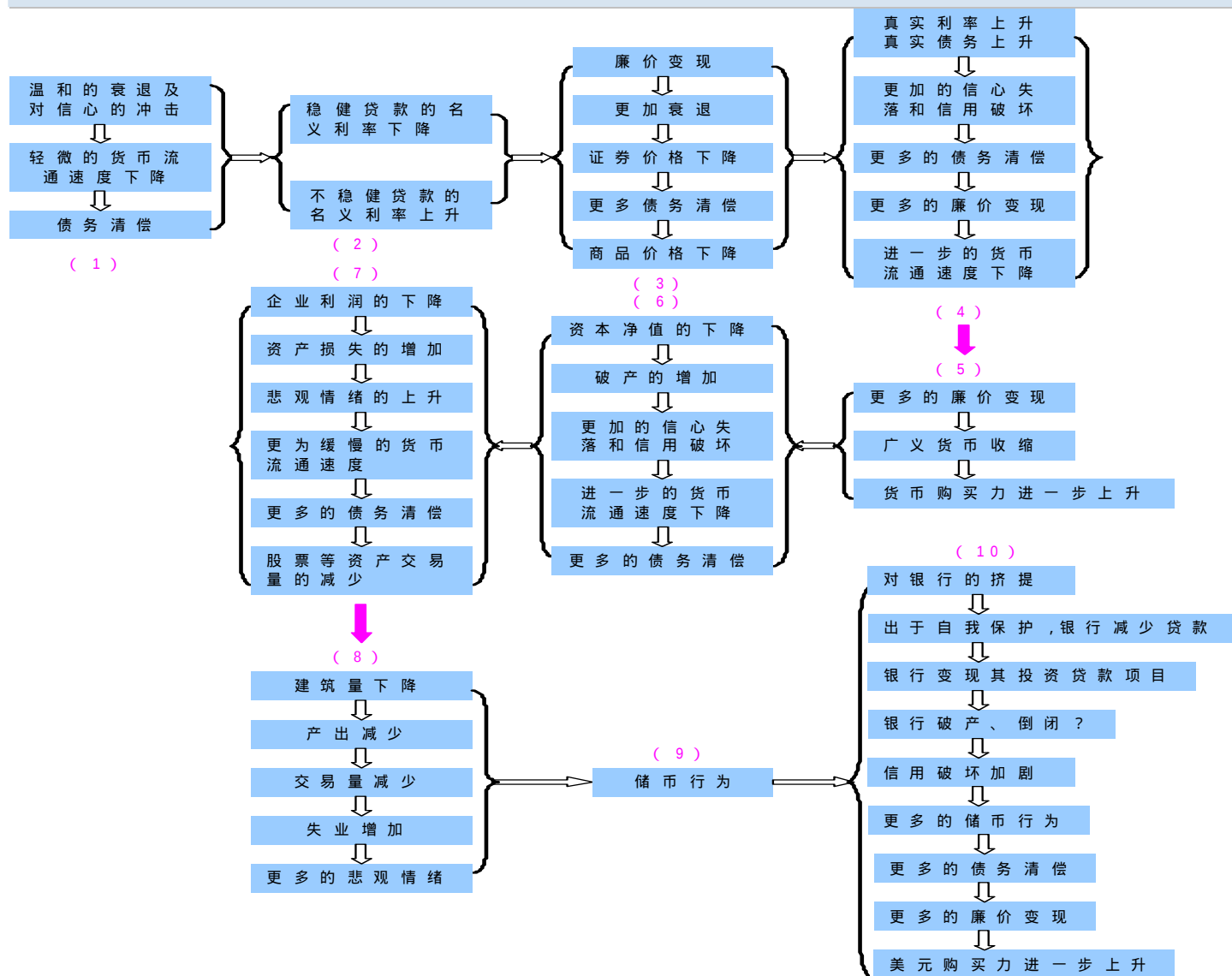
图表5：“债务 - 通缩”理论的逻辑推导顺序



来源：国金证券研究所

- Fisher 指出，在经济体实际运行过程中，上述反应的“逻辑先后顺序”与“时间先后顺序”并不一致，存在别的反应和个别反应重复出现的情况；他在自己 1932 年推出的解释大萧条的著作《繁荣与萧条》的附录 1 中，给出了各不同变量在均衡态经济体萧条过程中交错的时间先后顺序。

图表6：“债务 - 通缩”理论的时间先后顺序



来源：国金证券研究所

- Fisher 强调，在“逻辑先后顺序”中，除了首尾两端，即债务和债务利息以外，所有的波动都来自于价格水平的下降；他也用这个逻辑分析了 1929 年大萧条的演变逻辑。
 - ◆ 过度负债引致通货紧缩，反过来，由过度负债引致的通货紧缩又对债务起作用。
 - ◆ 每一个还没有被偿付的美元变得更更有价值，而且，如果起始的过度负债的规模足够的大，债务的清偿所引起的价格水平的下降就会使得未偿债务的清偿发生困难。
 - ◆ 当进行债务清偿时，它也许不足以抵消由此所引起的价格水平的下降，从而真实的未偿债务的上升；这样造成了正是个人减少其债务负担的努力加大了其债务压力的悖论结果。
 - ◆ 最终由于债务人还的越多反而欠的越多；经济之船越是颠簸，就越是颠簸；它不再是校正自己，求取平衡，而是失去平衡，走向覆没。
- 我们按照 Fisher 的“债务 - 通缩”理论去回顾这一轮经济景气下降，会发现全球经济的演变正是沿着该理论所推理的逻辑运行，次贷危机与资产价格泡沫破灭引发债务清偿和廉价出售带来资产减值，继而导致美国个人/家庭为单位计量的资产负债表被迫开始修复过程。
- 以美国个人/家庭为单位计量的资产负债表开始修复过程，则引发了消费下降和储蓄上升，导致总需求急剧下降，并最终向全球传导，引发了中国经济 2008 年从输入型通胀向全面通缩的戏剧性转变。

Fisher 的药方：再通胀

- Fisher 认为：如果仅仅是过度负债本身，或者说，过度负债并没有引致价格水平的下降，即过度负债引致价格水平下降的趋势受到通胀力量（不论是偶然的还是人为的）的阻遏，则最终的“波动”就会远为平滑。
- 所以 Fisher 对罗斯福的再通胀政策表示赞赏，并认为他如果关于大萧条的“债务 - 通缩”理论是正确的，控制价格水平的问题就显得非常重要；他认为处于司机位置的美联储和财政部（或，一个特设的稳定机构）未来在面对近似的局面时将具备新的责任。

3、人力可胜天乎？ - 对再平衡过程的逻辑猜想

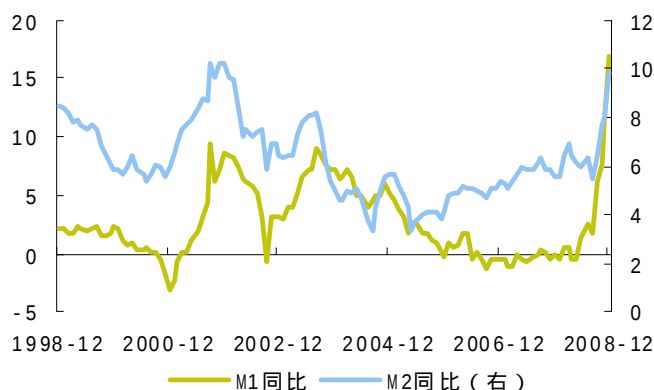
知道了之前总供需平衡被打破的原因和经济景气下降背后的逻辑，就比较容易理解当前各国政府对策及其对经济的影响，只有理解了这背后的逻辑，我们才能对中长期电力需求各种可能的变化趋势作一个方向性的逻辑推理。

因此，我们尝试性的对全球再平衡的过程和结局进行思考，我们发现无法对其做出明确的方向性判断和推理，但可以推导出全球再平衡各种可能的过程和结局。

政府希望：通过“催生流动性+创造总需求”以重塑平衡

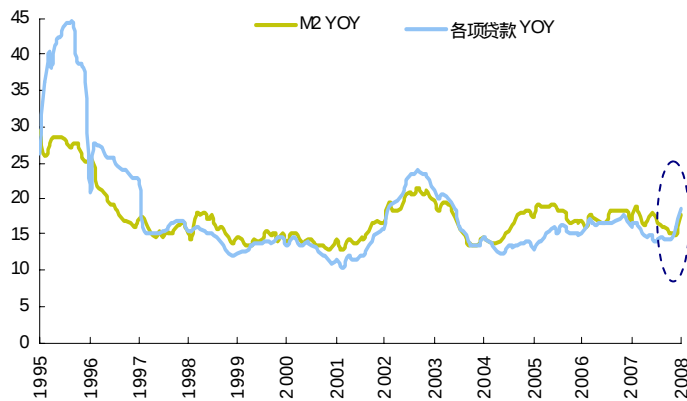
- 沿着 Fisher 的药方，全球各主要经济体政府都在做两件事：催生流动性以走出通缩，加大财政支出以创造需求（关于最近各国政府救市的财政政策、货币政策的点评敬请参阅国金证券研究所宏观策略部相关报告）。
 - ◆ 世界各国纷纷实行宽松的货币政策，但受去杠杆化制约，很多国家货币供给增速并没有显著上升，美国由于美联储直接介入信贷环节，货币供给增加明显。

图表7：美国流动性开始回升



来源：国金证券研究所

图表8：信贷投放加快，中国流动性开始回升



- ◆ 在释放流动性的同时，政府也配套扩张的财政政策，以政府需求弥补萎缩的总需求，这在总供给远远大于总需求的中国最为明显。

图表9：各国纷纷出台救市方案

公布日期	国家和地区	大致方案
美国		
20090128	美国	美国众议院通过了旨在拯救美国经济的总额 8190 亿美元的新经济刺激方案
20081125	美国	美联储和财政部共同宣布，追加总额达 8000 亿美元的信贷投入提振消费信贷以及抵押贷款担保证券市场，另外投入 6000 亿美元，用于增加按揭贷款
20081021	美国	美联储斥资至多 5400 亿美元从货币市场共同基金收购资产
20081004	美国	7000 亿美元金融救援计划
欧盟		
20090122	德国	欧盟批准德国政府为本国银行业的一项存款保障计划提供 67 亿欧元的担保
20090121	法国	第二轮银行救助计划，规模最高将达到 105 亿欧元(约合 136.3 亿美元)
20090119	英国	第二轮英国银行救助计划，英国央行在财政部支持下成立一个 500 亿英镑的特别基金，购买本国各大银行债券及其他资产
20090118	丹麦	政府向该国银行和抵押贷款机构提供 1000 亿丹麦克朗(约合 178 亿美元)的贷款
20090113	德国	通过总额约为 500 亿欧元的经济刺激方案
亚洲		
20090114	韩国	斥资 97 万亿韩元培育 17 产业
20090115	泰国	投入 32.8 亿美元刺激经济
20090104	中国	央行加大对经济发展支持
20081224	日本	日本批准 88.5 万亿日元预算

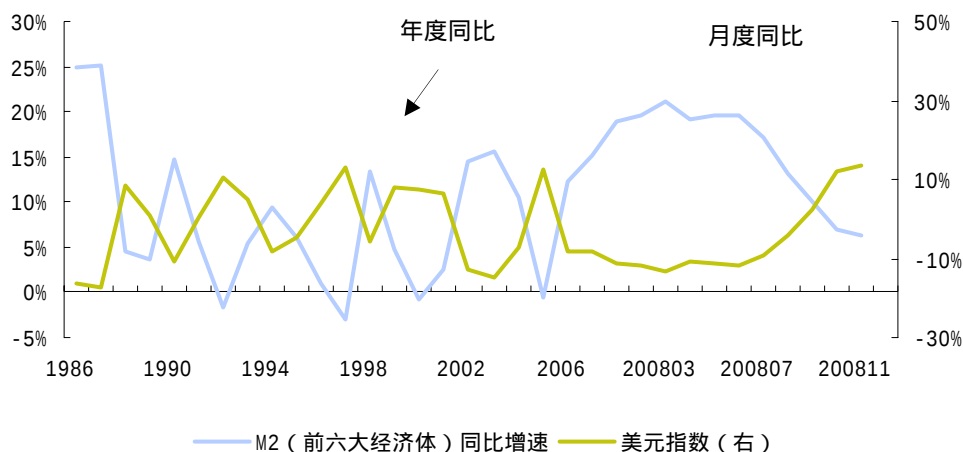
来源：国金证券研究所

关于流动性释放与大宗商品价格和走出通缩预期期间的详细分析敬请参阅国金证券策略 2 月月报《货币扩张超预期 周期性行业继续演绎》

流动性催生“走出通缩”预期

- 根据国金证券策略研究员陈东、徐炜的判断，全球 M2 与美元指数呈反向关系，一旦美元走弱，全球流动性会被较大规模的释放出来。

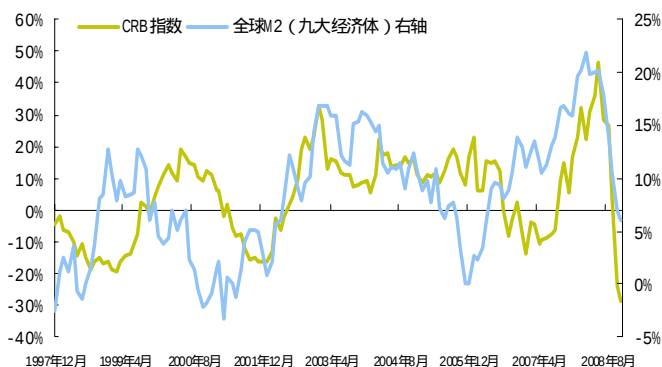
图表10：全球流动性与美元指数呈反向关系



来源：国金证券研究所

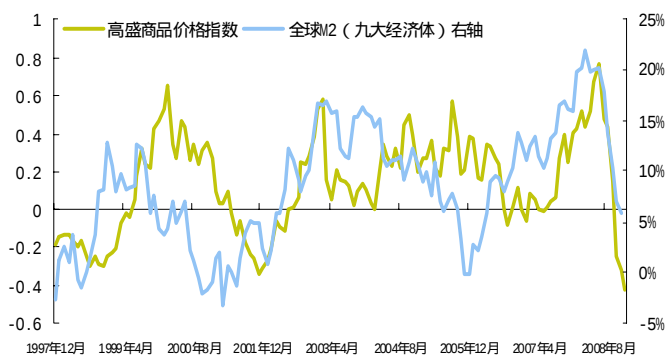
- 根据国金证券策略研究员陈东、徐炜的分析结论，随着全球主要经济体不断扩张货币政策，M2 出现回升趋势的可能性在不断增大，而这将推动大宗商品价格反弹，继而催生“走出通缩”的预期。

图表11：全球流动性（M2）领先CRB 指数



来源：国金证券研究所

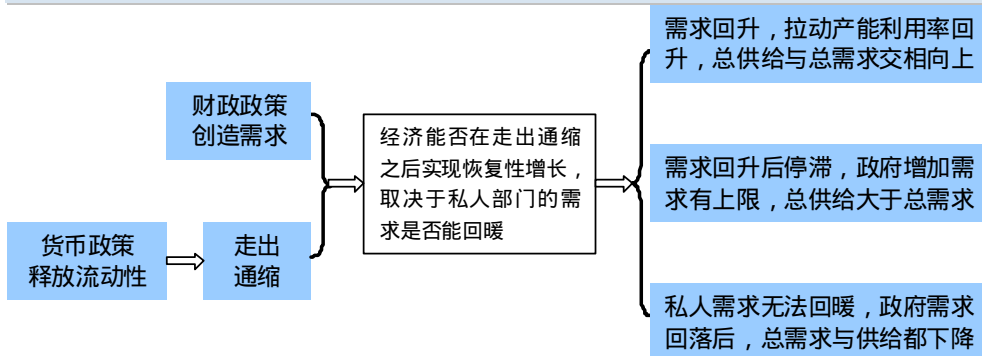
图表12：全球流动性（M2）领先高盛商品价格指数



走出通缩之后，关键是经济是否能实现增长

- 按照目前各国政府注入流动性的速度，经济体走出通缩是个大概率事件；但是走出通缩之后，物价的回暖和政府需求能否刺激私人部门消费和投资的回暖仍是一个未知数，经济体能否在走出通缩之后开始缓慢的恢复性增长目前仍不能对此下定论。

图表13：走出通缩预期之后，关键是需求能否带动经济增长



来源：国金证券研究所

4、对需求的判断：进入底部区域，短期反弹、长期需等待尘埃落定

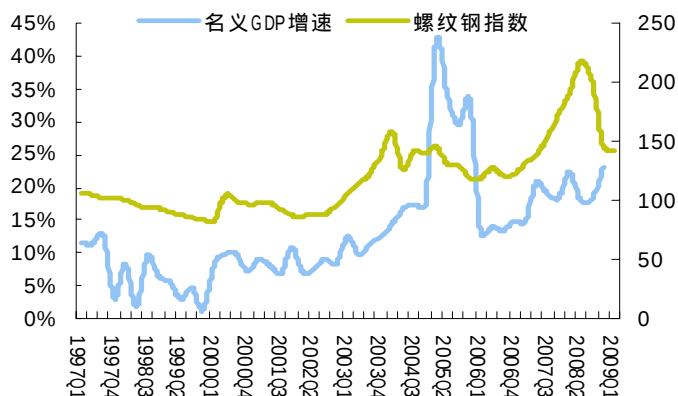
我们依据之前对经济再平衡过程的分析逻辑去分析未来电力需求可能的变化趋势，得出电力需求已经进入底部区域，短期（1-3 个月内）将随着政府投资的集中投放而反弹的结论。

进入底部、短期反弹理由之 1：二季度迎来政府投资创造的反弹

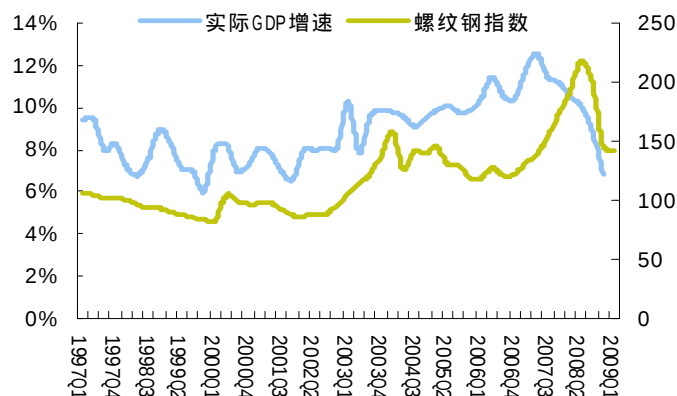
- 根据国金证券宏观研究员杨帆、王晓辉的分析，中国经济将于二季度步入政府投资拉动的生产增长阶段（详细分析敬请参阅国金证券 2 月宏观经济报告《全球扩张，中国进入钟形左侧》）。
 - ◆ 2009-2010 年中国经济将呈现“钟”形走势，虽然出口和消费继续疲软的可能性大，但由于信贷的急剧上升和政府投资的超常扩张，中国经济进入钟形的左侧。
 - ◆ 从总供给的角度，钟形左侧可分为两个阶段：中国经济一季度处于存货消化带来的恢复性生产阶段，二三季度随着政府投资的集中投放，经济将步入政府投资拉动的生产增长阶段。
- 根据政府四万亿投资方向和已经公布的十大产业振兴规划来看，下游重点用电行业中有望沿着“政府投资->订单增加->开工率环比继续上升->景气回暖->用电需求继续反弹”这条逻辑演变的有：建材、工程机械、电力设备、交运设备（含汽车）、造纸、化工、橡胶塑料制品；因为这些行业用途相对专一、替代性差，所以财政政策比较容易拉动产量。
- 与上述行业相比，原材料类与采掘业类行业由于需求面相对较广，财政政策的拉动作用需要时滞传导，并不会立竿见影；其行业景气度和用电需求能否环比回升取决于政府财政政策和货币政策能否对私人部门的消费投资产生传导作用从而拉动总需求回升。
- 对于原材料类和采掘业类行业景气度与用电需求，我们选取钢材价格作为观察视角。
 - ◆ 钢材价格变化与经济变化具有一定关联性，因此钢材价格可以作为观察与政府投资相关性较小的行业景气度的视角。
 - （1）钢材价格下跌->制造企业和投资项目利润上升->经济增速加快；
 - （2）钢材价格上涨->钢铁企业利润增多，下游企业通过涨价维持原有利润水平->名义利润总额上升；
 - （3）钢材价格涨到一定水平->下游价格无法传导->下游企业被迫压缩利润空间->影响钢材价格和经济增速。
 - ◆ 从历史数据变动我们能发现：钢价与经济名义增幅基本同步，但滞后于实际增幅；这也反映了在投资占主导地位的情况下，我国经济增长与钢材价格密切相关。

我们将下游重点用电行业按受益于政府投资拉动的程度分为两类来分析

图表14：钢价变动与经济名义增幅基本同步



图表15：钢价变动滞后于经济实际增幅

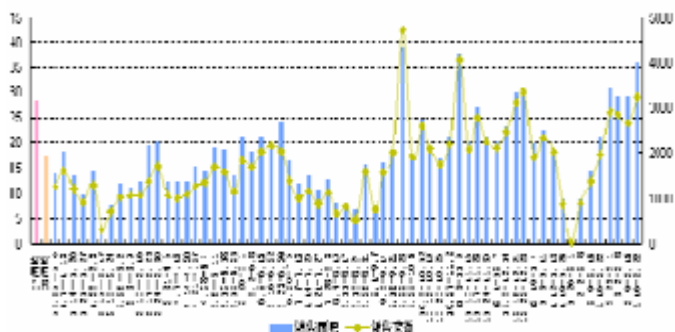


来源：我的钢铁 国金证券研究所

对原材料与采掘类二季度景气的判断得到房地产销售数据的证实

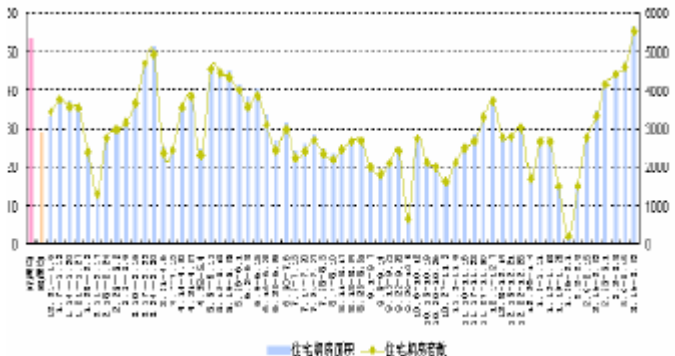
- 根据钢材价格与 GDP 增幅的相关度，原材料和采掘类行业景气度在二季度存在反弹的可能性（钢材价格滞后于春节后经济实际增幅而在二季度见底回升）；即使不会环比反弹，也会反复环比筑底（财政支出对其他方面支出萎缩进行弥补造成总需求已经进入底部）。

图表16：北京住宅周成交数据



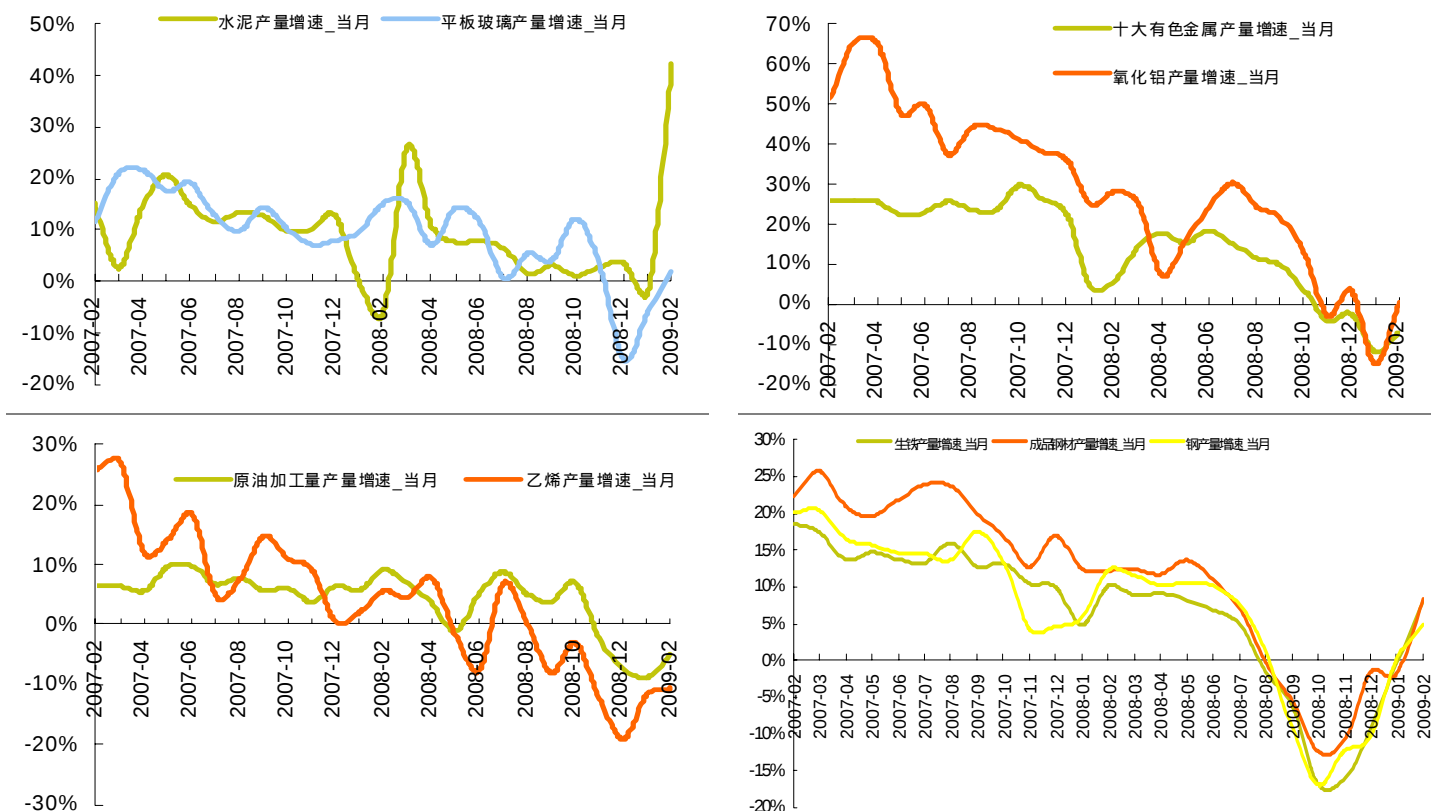
来源：国金证券研究所

图表17：上海住宅周成交数据



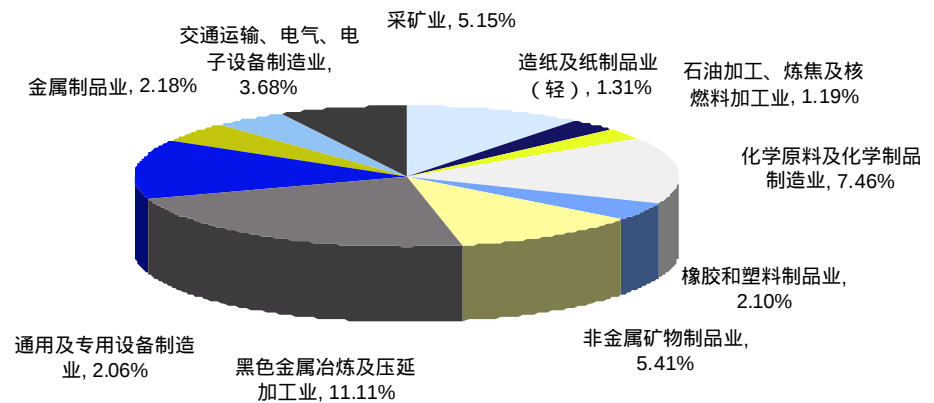
- 进入 2009 年后，下游重点用电行业主要产品产量增速显示出较强的反弹趋势，这与中国经济一季度处于存货消化带来的恢复性生产阶段的判断相一致；电力需求很可能在去年四季度形成环比的底部。

图表18：2009 年重点用电行业开始探底反弹



来源：中经网 国金证券研究所

图表19：2009 年 1-2 月主要用电行业用电量占比

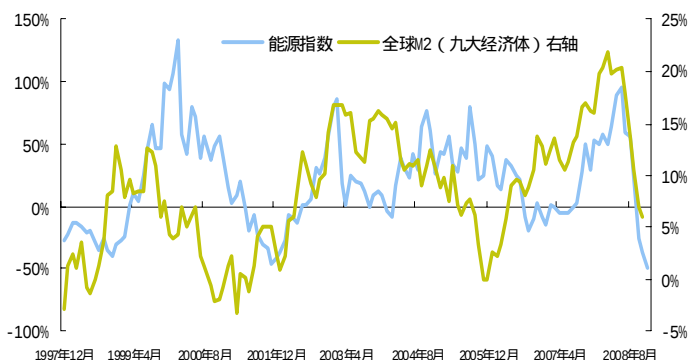


来源：中国电力新闻网 国金证券研究所

进入底部、短期反弹理由之 2：从 M2、大宗商品价格到 GDP

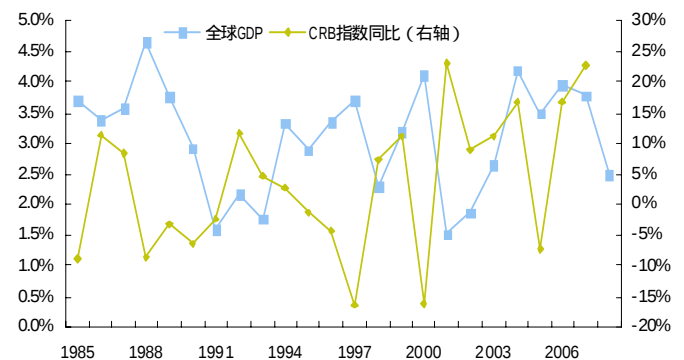
- 根据国金证券策略研究员陈东、徐炜的分析结论，全球 M2 领先于大宗商品价格变动，而从历史数据看，GDP 的周期性波动与大宗商品价格周期具有较高关系。

图表20：全球流动性 (M2) 领先于能源价格



来源：国金证券研究所

图表21：CRB 指数领先于 GDP

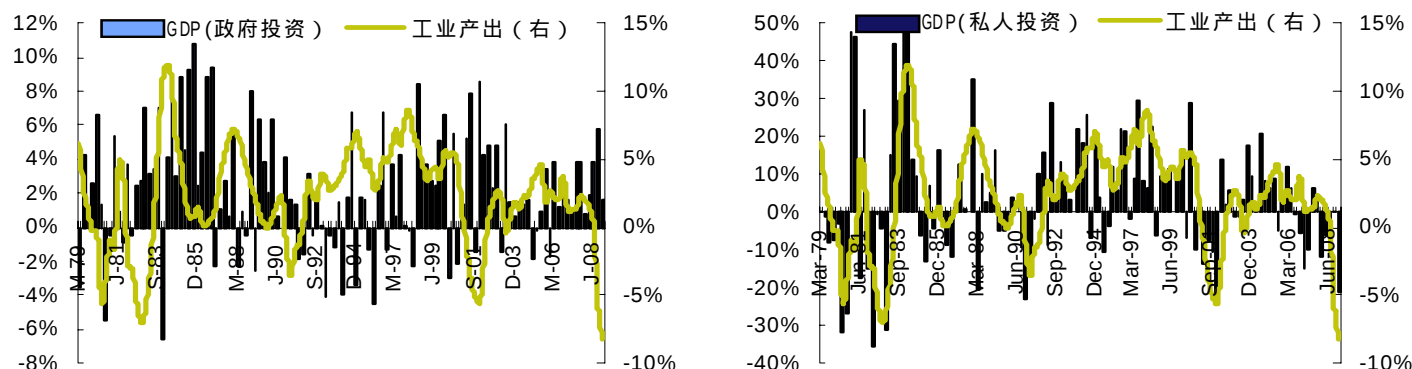


- 从这个角度去分析，全球各国所释放的流动性将在未来推动 GDP 企稳甚至回暖（推动大宗商品价格反弹已经实现），这将降低我们之前对外贸出口的担心；如果出口能够在二季度反弹，将配合国内政府投资的投放共同拉动经济和电力需求在二季度迎来环比反弹。

中长期判断尚需等待不确定因素继续明朗化

- 我们能够得出二季度电力需求将持续反弹的判断结论，但若将判断周期拉长，由于扣除政府投资因素后，总需求的恢复是否可持续存在很大不确定性，目前无法对长期电力需求做出方向性的判断，只有等待私人部门消费与投资的后续数据。

图表22：从美国历史经验看，政府支出只能暂时替代私人支出弥补总需求



来源：Bloomberg 国金证券研究所

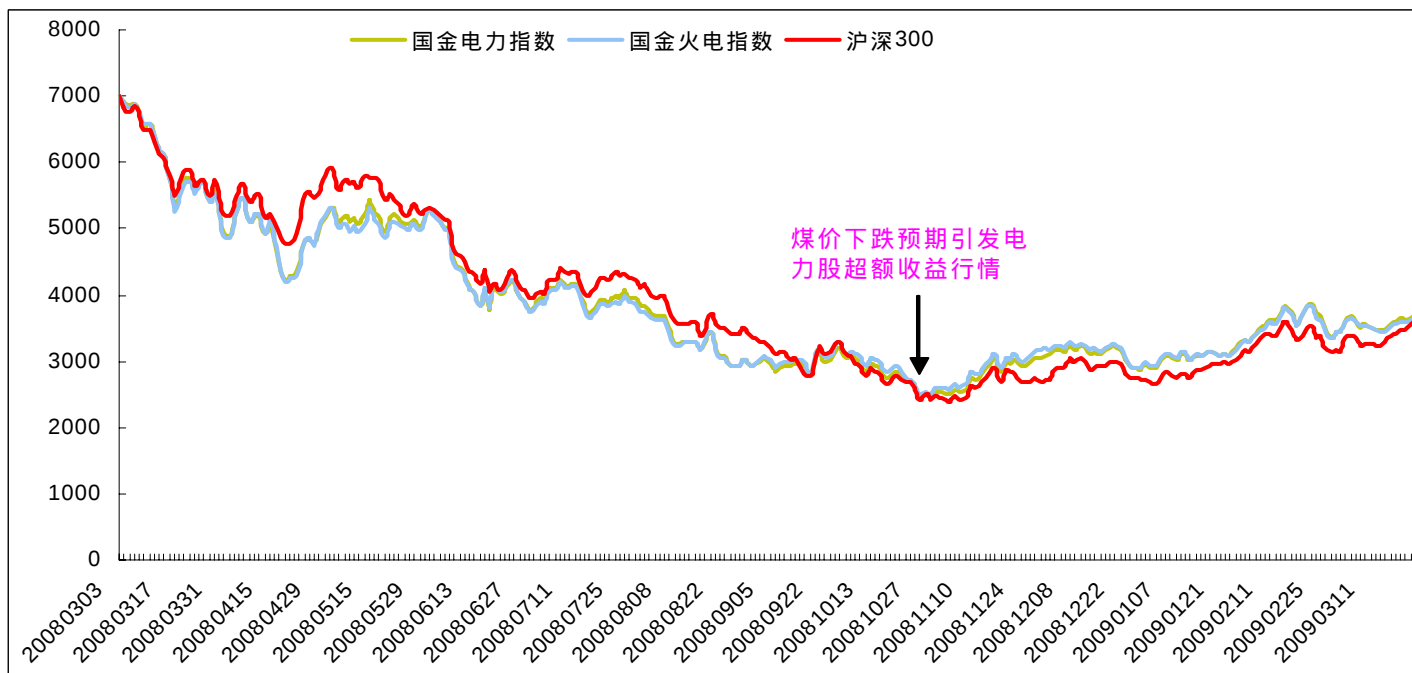
- 我们认为若要对中长期电力需求走势做出较明确的方向性判断，必须要等待下述几个因素明朗化：美国失业率、美国银行违约率、国内房地产交易量的可持续性以及中游行业订单数量回升对上下游的传导情况。
- 政府投资创造的需求会减少全社会企业的库存、增加全社会企业的订单，继而导致越来越多的企业开始恢复生产或扩产，并最终进一步刺激需求的增长；这一逻辑是否成立将在二季度内随着政府投资的集中投放而逐步明朗化，到二季度末时我们也许能因为对需求侧的回暖是反弹还是缓慢反转看的更清楚而对中长期电力需求做出明确的方向性判断。

二、煤炭价格篇：煤价预期更重要

煤价预期而非实际煤价影响着电力股的超额收益

- 煤炭价格变动直接影响火电企业利润变动，而煤价已经市场化，因此影响电力股超额收益水平的是对未来煤价的预期，而非目前时点的煤价水平。

图表23：煤价预期引发电力股超额收益



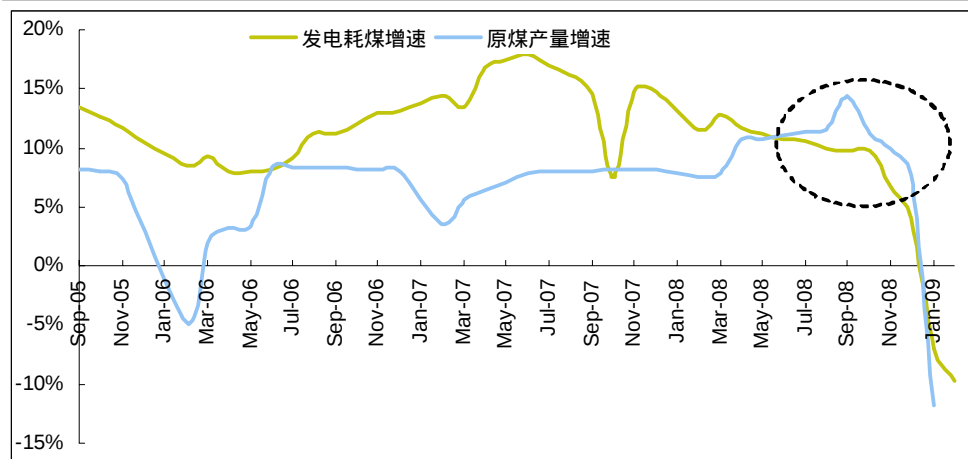
来源：国金证券研究所

从煤炭的商品属性和金融属性两个不同的角度去分析，会得出方向相反的结论

煤价与煤价预期：资源的商品属性 PK 资源的金融属性

- 煤炭作为最基础的资源品，其价格既有受供需关系影响的商品属性一面，也有资源稀缺性造成的类似石油的金融属性一面。
- ◆ 从商品属性看，动力煤供给保持平稳上涨的势头，而下游需求由于宏观经济的不确定性仍面临着巨大的压力；虽然根据之前判断经济二季度会由于政府投资拉动而继续环比反弹，但与去年同期相比，需求侧仍有较大幅度下降；供需对煤价的压力未来将继续持续。

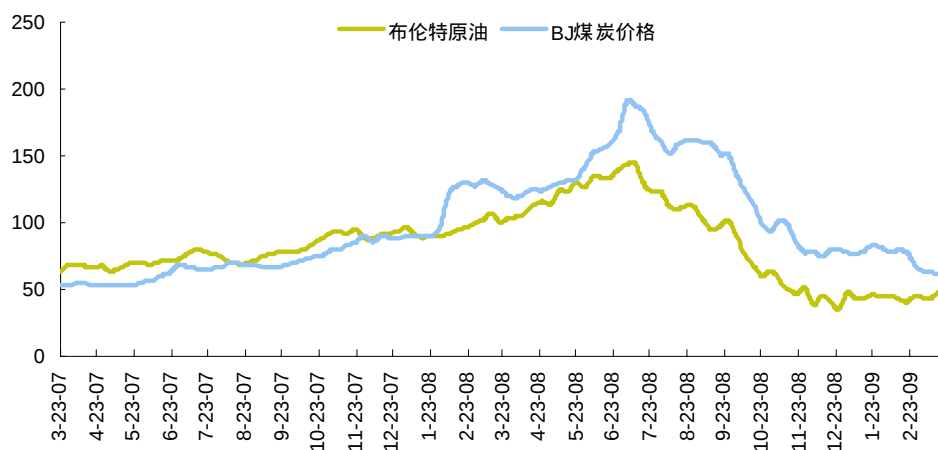
图表24：煤炭供需压力短期难以缓解



来源：中电联 煤炭资源网 国金证券研究所

- ◆ 从金融属性看，全球政府释放流动性引发的“走出通缩”预期和大宗商品近期的强劲反弹，短期内给了煤价坚挺预期以强烈的支撑。

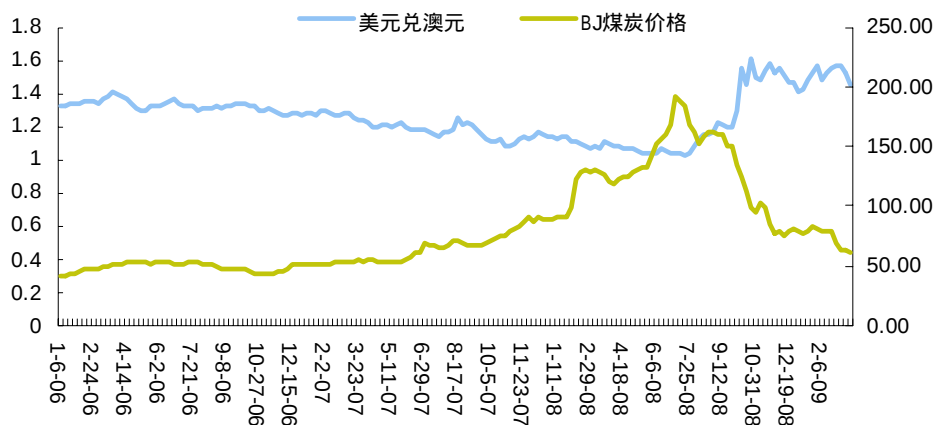
图表25：国际油价与煤价相关性较高



来源：Bloomberg 国金证券研究所

- ◆ 目前支撑煤价坚挺预期另一个重要因素是由于美元贬值澳元升值，以美元计价的 BJ 煤炭价格下行空间有限。

图表26：澳元/美元也许开始重新升值



来源：Bloomberg 国金证券研究所

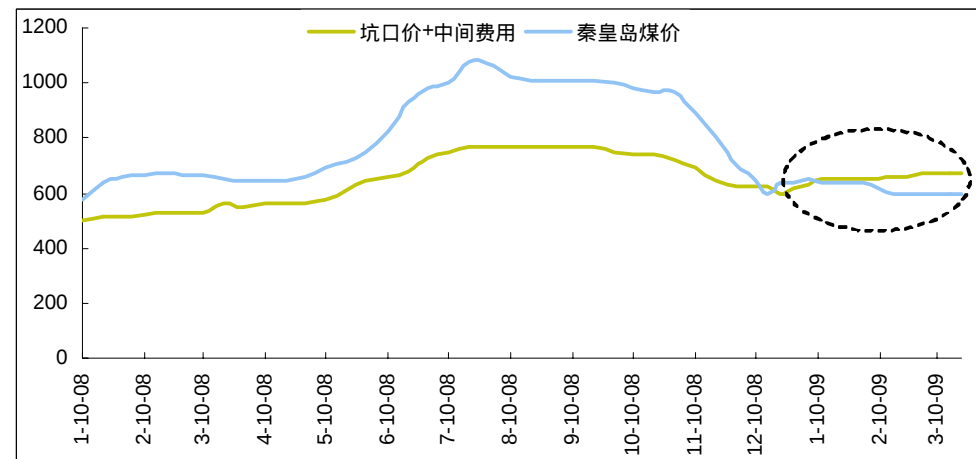
我们的判断-1：“走出通缩”预期对煤价预期影响大，但对煤价实质影响小

- 虽然现在市场由于释放流动性而产生了较强的走出通缩预期，它目前对煤价坚挺预期形成了较强的支撑，但实际上其对煤价的实质影响很小；中国煤价受供需的决定更大。
- 也就是说，煤炭与石油不同，煤炭的金融属性远远弱于石油；真正决定中长期煤价走势的是供需（考虑运力因素后的有效供给与需求）。

我们的判断-2：煤价倒挂不可持续，二季度或会破局

- 目前作为中转地的秦皇岛煤价与“坑口价+中间费用”之间产生了倒挂，这从侧面反应了中间商对下游需求的不看好，宁愿不顾采购成本而倾销以降低库存，这也是去年四季度中游行业去库存化对上游的传导。

图表27：中转地煤价与坑口价出现倒挂



来源：煤炭资源网 国金证券研究所

- 我们从供需和上下游行业盈利比较两个角度出发对二季度煤价进行分析，认为目前秦皇岛煤价与坑口价倒挂现象难以继续持续，在总体供需形势逐步向供过于求慢慢过渡的过程中，上游坑口煤价存在进一步的下调压力。
- ◆ 从有效供给角度看，铁路建设的加快，前几年困扰的运力瓶颈已经得到大大缓解，而根据国家这轮投资中铁路建设的力度来看，未来运力很难成为制约煤炭有效供给的因素。

- ◆ 从中长期煤炭供应来看，目前我国煤炭资源开发重点已逐步向蒙西、宁夏和新疆转移，这些区域煤炭储量大、且多为动力煤，今后动力煤的资源供应保障不成问题。
- ◆ 从短期煤炭供应来看，随着春节和两会周期的结束，中小煤矿复产压力也将增加。
- ◆ 从下游需求角度来看，虽然环比开工量都有所上升，且二季度受政府投资拉动影响有望延续这一趋势，但想同比回到 08 年上半年水平难度很大，需求回暖对当前供需局面改善的作用有限。
- 受下游需求环比逐渐回升的影响，**中转地煤价会继续在目前价格水平附近徘徊，等待煤电合同谈判结果指明方向**；煤电谈判时日已久，随着二季度下游需求、国际煤价、煤矿复产和资源税等困扰煤电双方的不确定因素明朗，煤电谈判在二季度取得一致的概率很大。

三、投资策略篇：等待尘埃落定，两种预期不一致或创超额收益机会

二季度等待私人部门消费投资趋势明朗化

- 二季度政府投资的加大没有疑问，不确定的是私人部门的消费和投资能否延续春节以来的反弹势头，这不仅决定了电力需求的后续发展趋势，也通过供需和产业链传导影响着煤价。
- 目前仍无法对政府通过释放流动性和增加投资对私人部门消费投资的传导效应做出方向性的判断。

二季度电力超额收益机会来自煤价预期和需求反弹预期的时间不一致

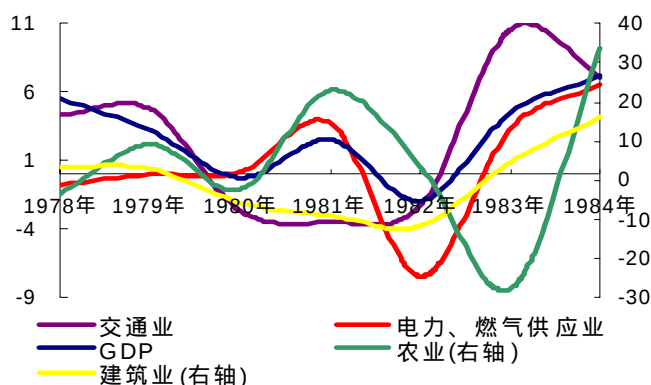
- 我们认为二季度电力行业仍存在超额收益机会的可能性，机会来自市场对煤价预期和需求反弹预期之间时间上的不一致。
 - ◆ 短期的“走出通缩”预期给了市场一种煤价能保持坚挺的预期，而目前市场对煤炭金融属性的过度重视也会发出错误的信号；但如前所述，煤价归根结底是由供需而不是流动性决定，其商品属性远远大于金融属性，因此随着中小煤矿的逐渐复产，关注度仍会移回供需。
 - ◆ 我们判断二季度将迎来政府投资拉动的反弹，在这个基础上电力需求环比会继续反弹，需求反弹预期和煤价坚挺预期之间时间上的不一致会带来超额收益机会；在捕捉这种机会时，需要关注月度宏观经济数据的公布。

经济不同演变方向下，电力投资策略分析

- 在图表 13 中，我们推理了经济如果能走出通缩后的三种可能发展方向（经济增长、停滞和萧条）；在三种方向中，我们认为萧条的概率很低，因为它只会出现在一种情形下，即扩张的财政政策和货币政策无法促使总需求有任何回暖，相反货币政策又大幅推高基础原材料和消费品价格，导致政府不得不再收缩流动性，引发萧条；对于增长和停滞的情形，由于目前不能判断其方向，只能对相应的方向下对电力投资机会进行探讨。
 - ◆ 走出通缩+经济增长：在经济增长初期，下游行业盈利和扩张的需求尚未完全传导到最上游的煤炭行业，但相反用电需求是同步上升的，此时电力行业受益于需求的逐步上升（此时顺周期）；直至需求增长使煤炭供需紧张，煤价开始上升，非市场化的电价机制下，煤价上升将吞噬需求对电力企业的利润贡献（此时逆周期）。
 - ◆ 走出通缩+经济停滞：这种情形类似于滞胀，由于中国经济并未实际经历过滞胀，我们只有分析美国、日本和韩国在对应时期电力行业的表现来判断其是否具有配置或投资价值；分析发现日韩滞胀期电力行业增速表现稳健，美国却增速下滑；我们认为这与三国间发电成本结构不同有关，美国电力行业成本中油气占比较大，因此受石油价格造成的输入型通胀影响大；考虑到我国以煤为主的用电成本结构和我国煤

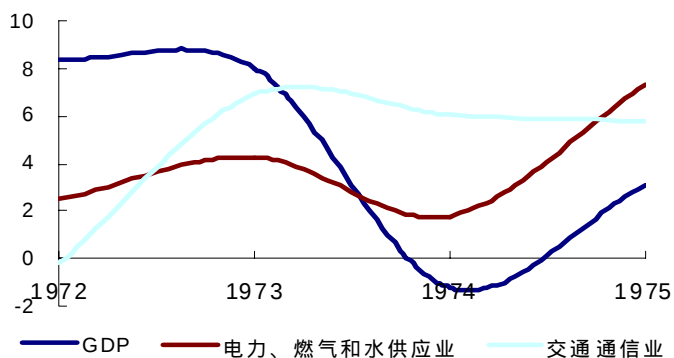
炭资源丰富的现实，判断结论是我国经济若进入滞涨，电力行业具有较强的相对配置优势。

图表28：美国滞涨期间电力行业表现不出众

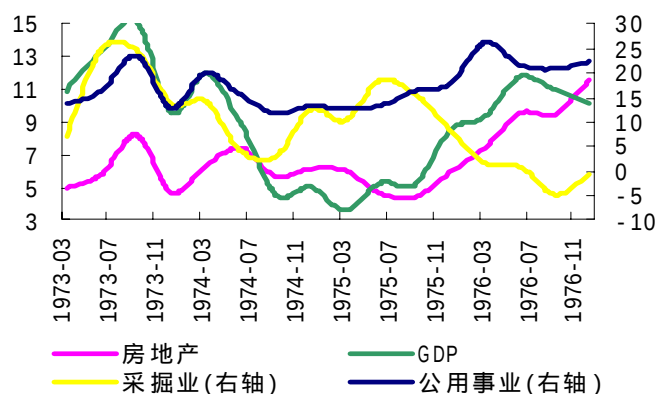


来源：CEIC 国金证券研究所

图表29：日本 1972-1975 年表现稳健的行业

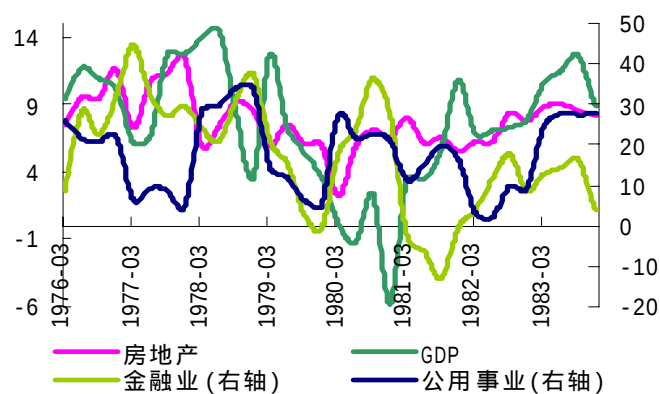


图表30：韩国 1973-1975 年增速稳健的行业



来源：CEIC 国金证券研究所

图表31：韩国 1976-1980 年增速稳健的行业



公司投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；
 持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于行业基本面，评判未来两年后行业综合竞争力与全市场所有行业均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化平均市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。