

电力行业 2009 年 1 季度业绩展望

增持（维持）

电力行业 2009 年 4 月 1 日

联系人：天相煤炭电力组

事件描述：

我们依据国家统计局数据对电力行业2008年1-2月份的盈利情况进行了考察，具体分析结果如下。

评论：

1. 09 年 1 季度：火电差于预期，水电好于预期

2009 年前两个月，由于煤价压力尚未完全释放——尽管这种压力在逐渐减小，火电行业但火电行业 1 季度业绩恐怕难以达到市场此前的乐观预期；另一方面，全国主要水系在 09 年 1-2 月的来水量较往年明显偏多，这构成了推动水电企业盈利上行的主要推力，使得水电行业交出一份漂亮的“成绩单”的概率较大；此外，电力行业的财务费用仍处于上升期，这削弱了电力行业的利润。

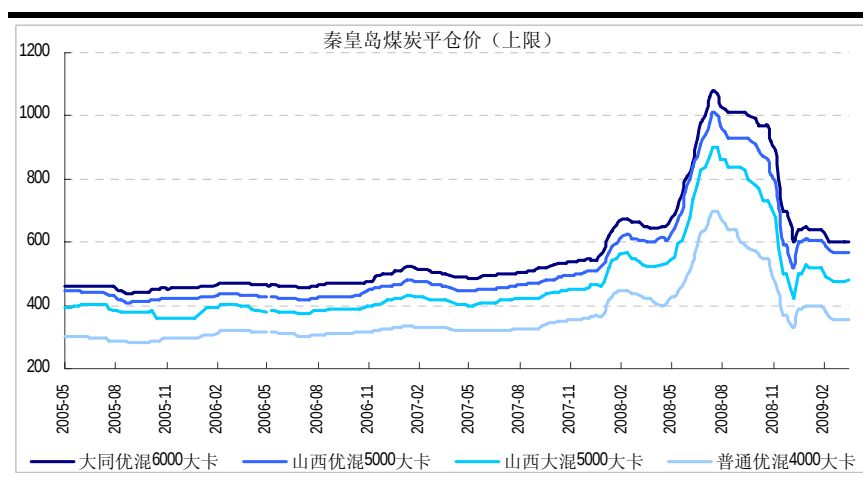
以下我们逐一考察了影响电力行业业绩的因素：

● 主营业务

火电行业：成本压力放缓，利润大幅下滑 09 年 1-2 月，在电力需求下降和水电多发的双重挤压下，火电企业的营业收入仅微增 0.42%。同时，由于煤价下跌，火电行业的主营业务成本同比下降-0.51%，基本与 08 年年初持平，行业毛利率已经恢复到了 11%左右。

我们对比电煤价格，发现 09 年 1-2 月秦皇岛煤的平仓价已经略低于 08 年 1-2 月份，即主营业务成本走势基本反应了电煤价格的走势。但是我们认为火电行业主营业务成本仍有进一步下降的可能，因为合同煤价格悬而未决使多数大型火电企业采用挂账的方式采购电煤，这一方式使得目前计入成本的煤价难以确定。同时，我们认为在合同煤价确定之前，火电行业的燃料成本都会呈现偏高情形。

图表 1 秦皇岛煤炭平仓价



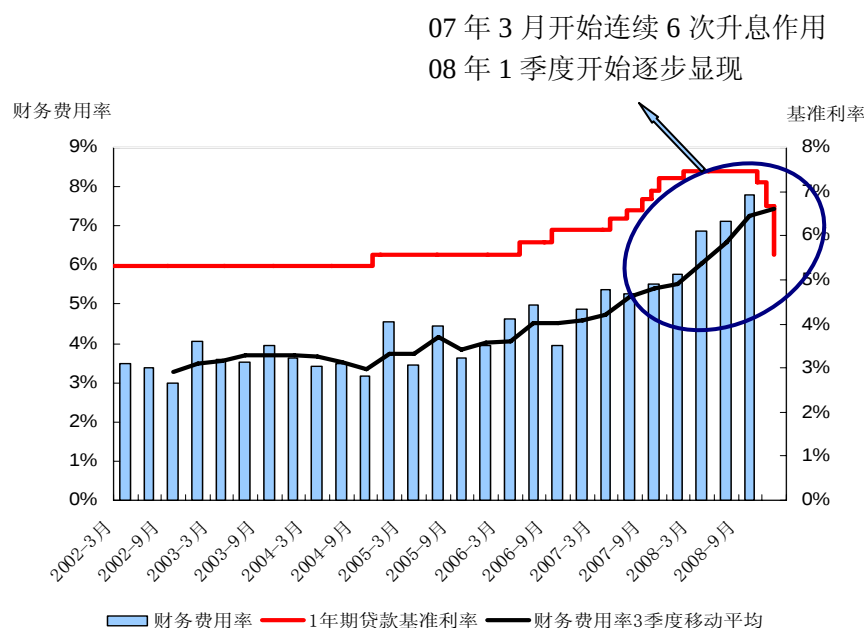
数据来源：煤炭市场网 天相投顾

水电行业：来水偏丰拉升盈利水平。2月份，国网统调电厂来水同比增长19%，与历史同期来水量相比，来水情况仍是偏丰。由于来水情况较好，09年1-2月，全国水电厂主营业务收入同比增长20.43%。由于08年水电行业新装机组增长较快，水电行业的主营业务成本也同比增长20.90%。尽管如此，水电行业毛利润绝对量的增长理论上也应达到20%，因此我们预计水电行业09年1季度可能将交出一份令人满意的成绩单。

● 期间费用

09 年前两个月，电力行业财务费用整体上行 17.16%。我们在 09 年电力行业年度策略报告中就已经指出，上个加息周期当中所带来的财务费用压力或许要等到 09 年 9 月以后才能逐渐释放。这是因为企业长期贷款的利息调整往往是一年一次，而短期借款的利息率下降只会体现在新增短期借款当中。

图表 2：电力行业财务费用率与基准利率的变化趋势



数据来源：天相投顾

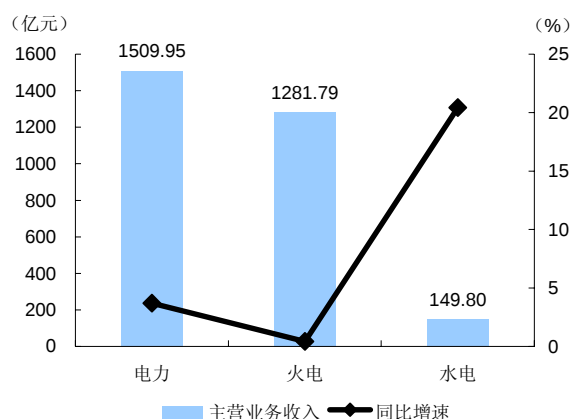
其他期间费用：火电行业的营业费用和管理费用分别同比下降 8.69%和 4.41%，而水电行业的营业费用和管理费用分别同比上升 24.56%和 8.65%。

● 利润总额

09 年 1-2 月份，火电行业整体已经基本实现了扭亏，录得利润总额 13.44 亿元，同比下降 32.63%，由于 08 年火电行业大面积亏损，火电行业 1 季度创造的净利润离 13.44 亿元利润总额不会太远。按此计算，我们预计火电行业 09 年 1 季度基本实现盈亏平衡。我们认为在合同煤价格水落石出之前，五大旗下的上市公司的电煤入账价格可能会偏高。因此期待火电的盈利状况带来惊喜恐怕要等到合同煤价的争端尘埃落定之后。

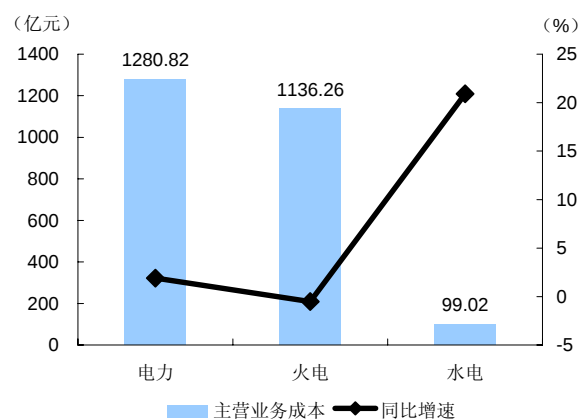
而水电行业 09 年前两个月整体实现利润总额 9.39 亿元，我们认为随着后续来水量的持续增多，水电行业的业绩优势将得到进一步巩固。

图表 3：电力行业 1 季度主营业务收入



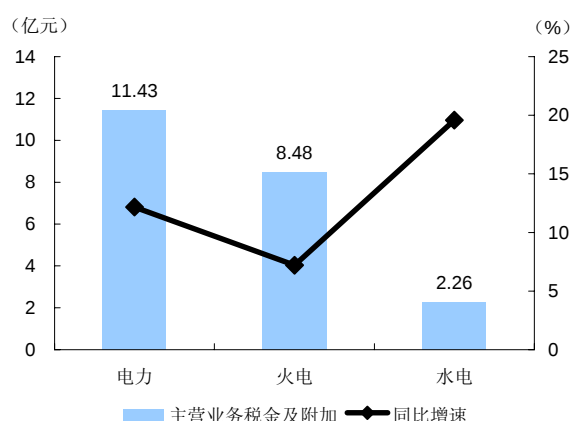
数据来源：国家统计局 天相投顾

图表 4：电力行业 1 季度主营业务成本



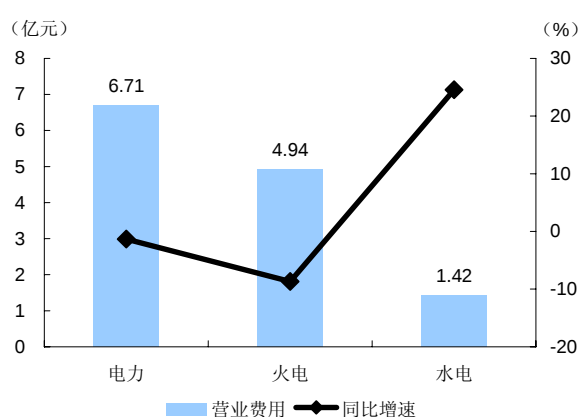
数据来源：国家统计局 天相投顾

图表 5：电力行业 1 季度主营业务税金



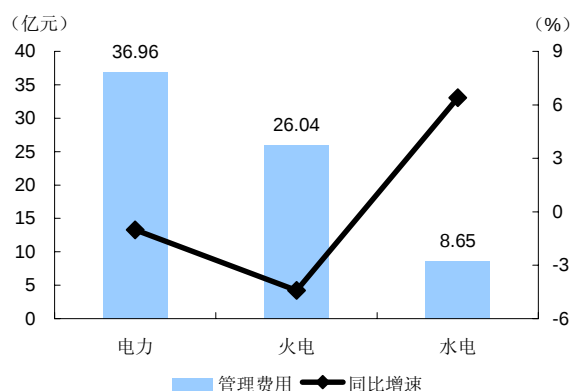
数据来源：国家统计局 天相投顾

图表 6：电力行业 1 季度营业费用



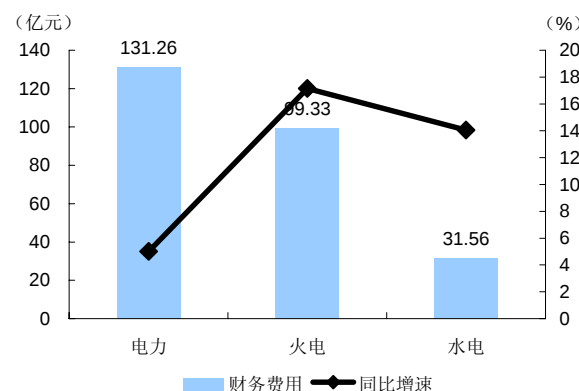
数据来源：国家统计局 天相投顾

图表 7：电力行业 1 季度管理费用



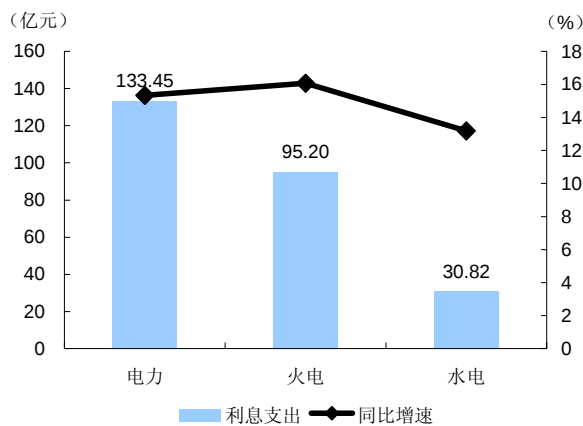
数据来源：国家统计局 天相投顾

图表 8：电力行业 1 季度财务费用



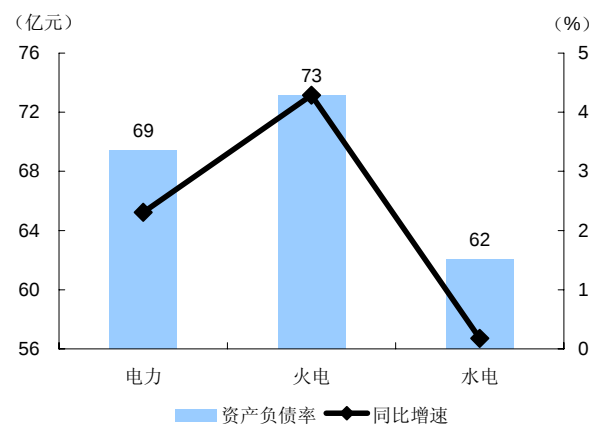
数据来源：国家统计局 天相投顾

图表 9：电力行业 1 季度利息支出



数据来源：国家统计局 天相投顾

图表 10：电力行业资产负债率



数据来源：国家统计局 天相投顾

2.重点公司的盈利预测

由于资产质量优于行业平均水平，我们认为的电力蓝筹公司在 09 年 1 季度的业绩可能会略好于行业整体表现，但不会脱离行业基本面。按照这个逻辑，我们预计纯火电公司 1 季度的业绩可能难以达到市场预期，而水电装机比例较高的公司，则可能录得较优的业绩。在行业蓝筹当中，我们认为水火电装机结构更均衡的大唐发电有可能在 1 季度录得最佳的业绩，而纯火电类的华能国际、华电国际和粤电力则可能面临 1 季度业绩不达预期的风险。

图表 11：重点公司盈利预测与估值

	EPS (元)			P/E(X)			P/B(X)
	09E1Q	09E	10E	09E1Q	09E	10E	
华能国际	0.05	0.38	0.50	159	21	16	2.5
华电国际	0.01	0.11	0.14	503	46	36	2.5
大唐发电	0.06	0.23	0.32	124	32	23	3.4
国电电力	0.04	0.26	0.29	162	25	22	2.5
粤电力	0.02	0.19	0.20	342	36	34	2.2

数据来源：天相投顾

3. 电力行业 2 季度投资策略：维持“增持”评级，股价表现仍依赖于合同煤价的确定

如前所述，火电行业的业绩反转可能要等到重点合同煤价确定之后。合同煤价一旦落实（我们认为合同煤价最终将总体持平），火电行业的成本优势将最终确认，入账的燃料成本会较 1 季度有所下降，并推动火电行业盈利实现反转。

进入 2 季度之后，来水量应会继续增多，这将进一步提振水电行业的业绩，但是由于资产整合预期的推动，水电板块整体的估值相对较高，反而使得水电无法体现合理的估值。

考虑到火电业绩反转以及相对估值的优势，我们建议投资者在合同煤价确定之前配置水电装机占比较高的大唐发电，在合同煤价确定之后配置对煤价变化敏感，尤其是对合同煤价变化敏感的火电蓝筹华能国际和华电国际。

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：100140
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：100140
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 号舜华园小区朝 3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014