

电价变动将是二季度最大看点 ——电力行业二季度投资策略

简介:

二季度电力公司的表现将受到火电企业盈利恢复缓慢和电网利润下降的影响而表现偏弱,但在二季度内发改委可能推出有利电力行业的能源价格调整措施,这将对股价产生一定的积极影响。我们总体认为电力行业将在二季度同步大势。

摘要:

- n** 尽管 1 月和 2 月的发电量下降 3.7%,我们认为二季度发电量降幅将收窄至 1%。但是考虑到电力机组装机增长速度较快,火电机组的利用小时数会有大比例的下降。
- n** 国家电网盈利方面的失望表现将促使政府出台有利于整个电力行业的政策,这将提高电网资产的毛利率,但是火电资产的盈利水平提高有限。这将产生短期强力的正面影响。
- n** 二季度电力行业投资需要回避掉由于机组利用水平下降出现的业绩下滑风险和负债过高的财务风险,所以二季度电力行业内的配置仍然需要以选择行业内的防御性占优的品种。
- n** 我们推荐国投电力,吉电股份和深圳能源作为二季度的电力行业策略性配置,同时我们推荐文山电力作为电价调整下的战术性配置。

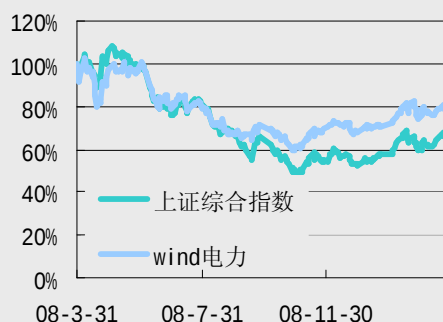
电力行业

行业评级:	中性
PE:	42.93 倍
PB:	2.52 倍

火电行业	中性
水电行业	中性

行业表现: 2008-3-30

评价周期	一个月	三个月	一年
绝对表现	10.20%	21.02%	-18.12%
相对表现	-2.98%	-7.32%	8.09%



史渊桦	助理研究员
电话:	021-32229888*3507
邮箱	Shiyuanhua@ajzq.com

相关报告

目录

二季度发电增速将回升至-1%附近.....	3
一季度降幅最大，二三季度降幅将收窄至-1%附近	3
全年火电机组利用水平可能降 12%	3
行业毛利率水平恢复性上涨.....	4
二季度必将出台有利于电网盈利的价格政策	4
火电二季度将奠定 2009 年低盈利水平的基调.....	4
资产毛利率变化预测	5
低估值低风险为选股目标.....	6
二季度首选国投电力	6
文山电力可作战术性配置.....	7

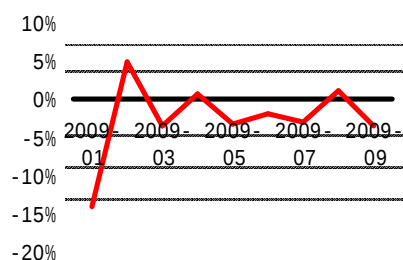
二季度发电增速将回升至-1%附近

一季度降幅最大，二三季度降幅将收窄至-1%附近

根据统计局的数据，2009年1至2月份发电量为4882亿千瓦时，同比下降3.7%。经过我们计算1至2月发电量同比下降5.6%，我们认为前两个月的降幅中有1.2%来自于经济不景气，有4.4%来自于2008年初的恶劣天气造成的用电量激增。我们预估3月份的用电量同比下降3.5%，全部是由去年严寒天气造成的用电量非经常性上涨因素引起。我们预计一季度总的发电量为7600至7700亿千瓦时，相比于去年一季度的8067亿千瓦时平均增速为-5.2%。

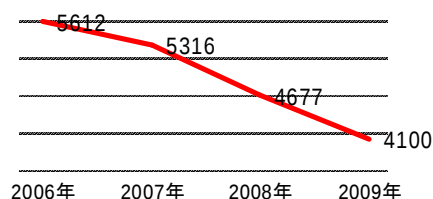
对于二、三两个季度，我们认为二季度发电量增速将为-1.4%左右，而三季度为-1.8%左右。对于二季度，我们认为4月份与6月份发电量的将与2008年持平；而5月份发电量单月同比增速将会是-3%，主要由于2008年四川地震影响造成了去年5月份用电量的偶发性增大。而对于三季度，由于7、8月是传统的工业用电高峰，考虑到目前固定资产投资主要以政府拉动为主，时间性波动高峰的特征可能减弱。对于四季度，由于仍然存在较大的不确定性，需要继续观察。最后我们需要指出，虽然我们认为二三季度发电量总体将维持稳定，但是在局部省份仍然存在大幅下跌的情况。

图1：二月份发电量增速将是前三季的高点



数据来源：爱建证券

图2：预计2009年火电机组利用小时数降幅为近年最大



数据来源：爱建证券

全年火电机组利用水平可能降 12%

对于火电机组的利用水平，我们认为今年会有一个大幅度的下降，主要原因是新机组的投产造成装机容量的快速增长。2008年火电机组利用小时平均为4650小时左右，我们预计前三季度电力机组利用小时数分别下降190小时、130小时、150小时。全年火电机组平均利用小时数将可能在4100小时，这将提高单位发电成本约3厘，虽然绝对值较小，但是在目前火电发电企业毛利低于单位1.5分的前提下影响较大。

行业毛利率水平恢复性上涨

从毛利率来看，目前火电类发电企业或者处在盈亏平衡的边界，或者仍然亏损，水电企业毛利率在 30%至 50%，而核电企业毛利率在 30%。我们认为在二季度资源价格政策一定会有大的变动。

二季度必将出台有利于电网盈利的价格政策

我们以国家电网为例，2008 年三季度国家电网流动负债 0.54 万亿元，非流动负债为 3.8 万亿，资产负债率为 60.71%，考虑到 2009 至 2011 年三年国家电网要投资 1.16 万亿，平均每年需要 0.4 万亿来投资。然而以目前的电价水平，国家电网每年经营性净现金流约为 0.14 万亿，而每年的财务费用就将近 0.15 万亿，实际上已经处于盈亏平衡的边缘，如果考虑到新增投资带来的新的负债，国家电网即将进入运营亏损的区间。考虑到国家电网在国民经济社会中的重要地位，这类情况发生的可能性不大，所以二季度一定会出台提升电网资产盈利能力的价格政策。

火电二季度将奠定 2009 年低盈利水平的基调

从一季度电煤谈判的情况来看，依靠煤炭价格大幅下跌来恢复盈利的情况概率已经很小。我们预计二季度很可能在出台提高电网盈利能力的政策同时出台一个微幅调高火电企业上网电价的政策。我们预计销售电价调高 2 至 2.5 分每千瓦时，火电上网电价调高 0.5 分每千瓦时，这样既能够给电网足够的盈利空间同时保持了火电企业的可持续的现金流。我们认为更高的调价是小概率事件，主要下游高耗能产业很难担负更高的调价。

资产毛利率变化预测

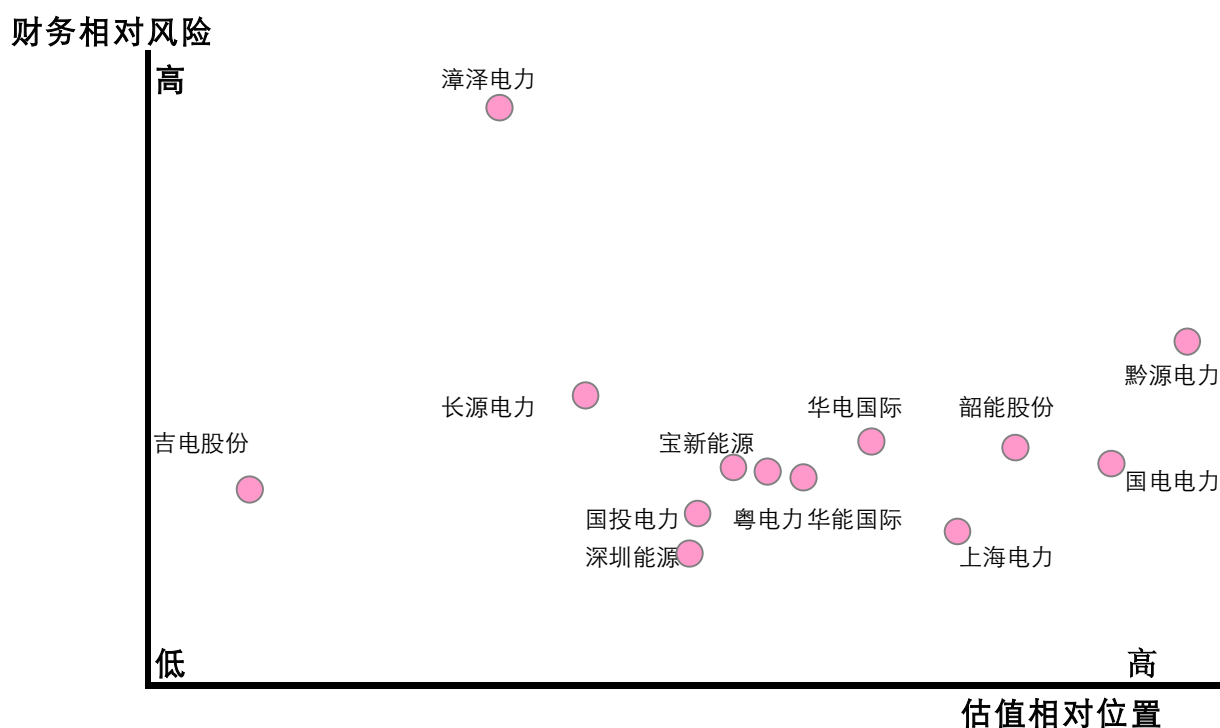
资产类型	变化情况
水电	毛利率维持在 30%至 50%的高位，但是存在暂时性的不利政策可能
燃煤机组	毛利率将从盈亏平衡区间进入每度电盈利 3 至 4 分的区间。
燃油机组	继续处于运营亏损状态。出于新能源产业健康发展和国际纷争逐渐加剧的考虑，原油价格将重回 80 美元每桶以上，对于燃油和燃气机组，这将仍是困难的一年。
电网	毛利率全行业平均提高 5%。

低估值低风险为选股目标

二季度首选国投电力

从估值和目前财务风险的角度，我们对于重点电力上市公司做了排序（如下图），从低估值低财务风险的来看，国投电力，深圳能源，吉电股份相对占优。我们认为这三家公司在二季度将会有个略优于行业平均的表现。

图3：从低估值与低风险的角度选择的前三位是国投电力、深圳能源、吉电股份



数据来源：爱建证券

在这三者中我们首推国投电力，原因有以下几点：1. 国投电力水电火电比例较为均衡为 1: 2，在火电仍处于亏损边缘的情况下，能够使业绩存在一个合适的下限。2. 在目前火电盈利能力处于历史最低水平的背景下，相比于水电为主的公司，未来业绩更具有向上性。

文山电力可作战术性配置

我们在第二部分中指出，二季度很有可能出现对于电网有利的电价调整，电网公司很可能由此受到市场的热捧，虽然目前电网资产整体估值相对于发电企业偏高，但是却存在一次战术性配置的机会。由于电网企业中稳定盈利的公司不多，在此我们推荐文山电力作为电价调整预期下的战术性配置标地。

表 2. 重点公司数据摘要

基础资料		盈利类指标				资产负债类指标			行情指标	估值指标	
证券代码	证券简称	07EPS (元)	08 三季 EPS (元)	08EPS (元)	09EPS (元)	BPS (元)	资产 负债率	非流动负债 比资产率	当前价格 (元)	PE, TTM (倍)	PB (倍)
000027.SZ	深圳能源	0.79	0.41	0.41	0.91	5.04	51.94%	20.10%	10.9	27	2.16
000539.SZ	粤电力 A	0.25	-0.04	0	0.23	3.14	55.09%	29.98%	6.27	N	2.00
000543.SZ	皖能电力	0.08	0.08	0	0.15	5.04	47.23%	21.05%	6.5	N	1.29
000767.SZ	漳泽电力	0.37	-0.35	-0.73	0.2	2.06	73.30%	30.41%	3.43	N	1.67
000875.SZ	吉电股份	0.11	-0.13	-0.47	0.08	3.09	52.38%	21.52%	3.87	N	1.25
600011.SH	华能国际	0.50	-0.22	-0.15	0.38	3.19	73.47%	34.32%	7.84	N	2.46
600021.SH	上海电力	0.28	-0.58	-0.5	0.22	3.14	68.15%	14.39%	3.90	N	1.24
600027.SH	华电国际	0.20	-0.23	-0.18	0.2	2.01	81.09%	46.75%	4.94	N	2.46
600098.SH	广州控股	0.53	0.11	0.17	0.48	3.97	34.30%	14.81%	5.62	33	1.42
600642.SH	申能股份	0.64	0.17	0.2	0.66	4.64	39.11%	15.96%	7.29	36	1.57
600674.SH	川投能源	0.15	0.51	0.7	1	2.80	66.17%	50.14%	15.6	22	5.57
600795.SH	国电电力	0.67	0.02	0.033	0.5	2.62	69.92%	40.25%	6.08	61	2.32
600863.SH	内蒙华电	0.10	-0.13	-0.18	0.08	1.92	74.85%	49.73%	4.44	N	2.31
600886.SH	国投电力	0.63	0.14	0.1177	0.6	3.94	67.31%	43.73%	10.04	85	2.55
601991.SH	大唐发电	0.29	0.00	0.02	0.18	2.24	79.58%	44.07%	6.83	342	3.05
600969.SH	郴电国际	0.25	-0.39	-0.28	0.2	2.73	69.81%	44.81%	6.06	N	2.22
600995.SH	文山电力	0.47	0.26	0.35	0.45	1.95	47.62%	9.25%	8.16	23	4.18

数据来源：爱建证券，wind

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级:

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上;

中性: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上;

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告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发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告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发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。