

电力行业

电力行业

增 持

山西限产还能持续多久，燃料短期难以上涨，具备估值优势

2009 年 05 月 26 日

行业研究

相关研究：

《山西证券：电力行业二季度投资策略
——燃料成本基本回到 08 年初水平
——季度盈利可期》2009-3-3

执笔人

梁玉梅

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

投资要点

● **近期煤价并未受国际油价影响而大幅上涨：**受前期秦皇岛库存大幅下降和国际原油价格上涨的影响，市场普遍预期煤炭价格会上扬，表现在 A 股市场上就是煤炭股的大幅上扬。但从数据看国际、国内动力煤在两个月内涨幅并不大，价格基本保持稳定。

● **用电需求短期难以大幅回暖。**全社会用电量 1~4 月份同比下降 4%，单月看，4 月单月同比下降 3.6%，较 3 月份下降 2.01%降幅进一步扩大。工业用电 4 月份同比下降 9.3%，仍然是全社会用电量回升的拖累因素。目前看主要高耗能行业生产及用电量增长放缓，一季度，用电量占规模以上工业企业 63%左右的六大高耗能行业用电量由去年同期 13.2%的增长转为下降 3.7%。从目前数据来看工业用电量还难以大幅回暖，但随着用电高峰期的到来，总体用电量环比将会出现继续回暖，而随着基数的下降（去年下半年受到金融危机的影响），下半年用电量需求将有望实现正的增长。

● **一季度山西 GDP 增长-8%，山西限产还能持续多久？**山西 1 季度 GDP 出现了较大幅度的负增长，在全国排名最后，省内经济增长压力较大，而省内其他支柱产业在短期内难以形成，近期该省经济的回暖还大幅依赖于煤炭产业的情况，所以如果安全许可的情况下政府支持小煤矿复产的意愿还是比较强的。我们认为不出其它意外情况，近期山西煤矿开始相继复产是大概率事件。

● **动力煤近期保持平稳或下跌：**在大秦线运力恢复正常秦皇岛港库存增加；山西小煤矿的复产供给增加；需求侧没有明显变动的情况下，动力煤价格难有起色，近期将保持稳定或者下跌，而是否下跌要看小煤矿复产情况。1 季度部分企业存在部分高成本存货燃料的消耗，拉高了一季度燃料平均成本，2 季度这批高价燃料基本消耗完毕，如果合同煤能够按一季度价格结算，2 季度行业燃料成本有望进一步下降。

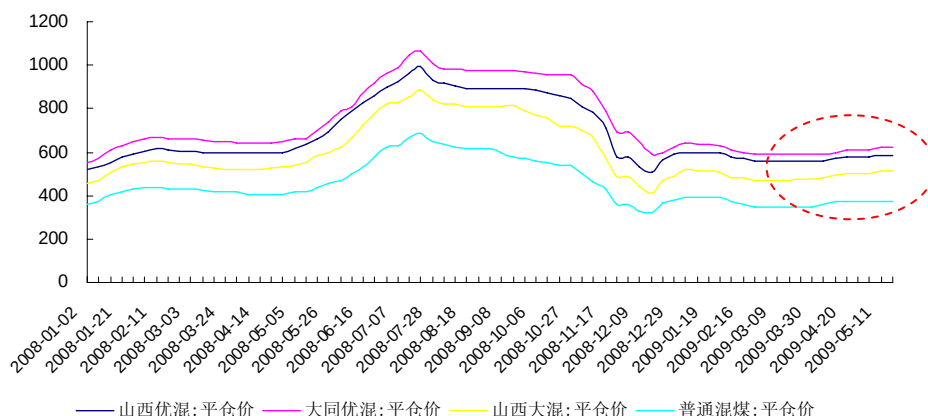
● **行业具备估值优势：**通过 PE 和 PB 估值分析我们认为行业具备较大的估值优势（详见下文），板块未来可能存在补涨机会或者体现较强的防御性。

● **投资建议：**1、总体上看国内煤炭价格并未出现市场预期的上扬，但受预期燃料上涨影响火电板块在 A 股市场上走势相对较弱，根据目前煤炭的供需关系，我们认为短期内煤价难以趋势性上涨，维持火电行业“增持”投资评级，建议投资者关注华能国际（600011）、国电电力（600795）、金山股份（600396）、建投能源（000600）、宝新能源（000690）、穗恒运 A（000531）等。2、此外建议投资者积极关注水电龙头长江电力（600900），经我们测算资产注入后的长江电力每股收益约 0.7 元，目前公司股价在 14 元左右波动，对应 PE 在 20 倍左右，水电作为清洁能源未来可能受到政策的扶持，而水电的抗周期性使得公司具备较强防御性，长期看公司具备投资价值。3、建议投资者积极关注资源类公司可能的补涨机会：受国际油价影响煤炭板块远远走强于大盘，而电力板块中部分具备煤炭资源的公司并未出现大幅上涨，如果煤炭板块上涨理由成立的话，预计该类公司可能存在补涨机会，建议关注大唐发电（601991）及国电电力（600795）等。

一、燃料成本未按市场预期大幅上扬

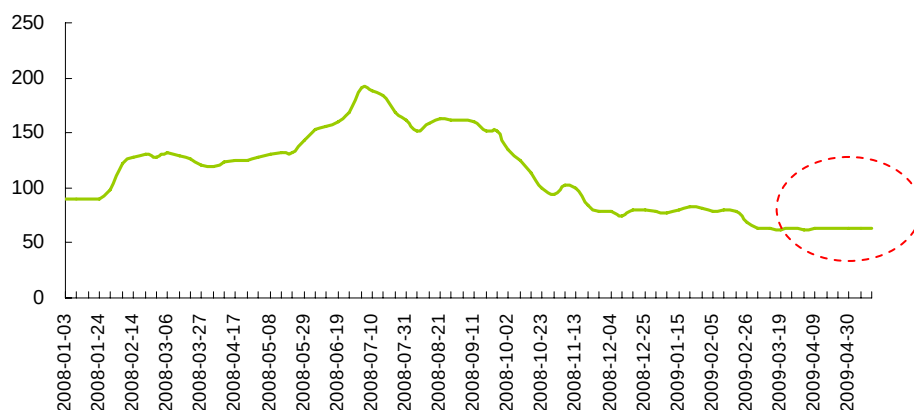
- **燃料成本未按市场预期大幅上扬：**受前期秦皇岛库存的大幅下降和国际原油价格上涨的影响，市场普遍预期煤炭价格会上扬，表现在 A 股市场上就是煤炭股的大幅上扬，但目前看来动力煤价格并未按市场预期出现上扬。
- **国际动力煤价涨幅不大：**澳大利亚纽卡斯尔港（NEWC）煤炭现货价格在 2-3 月份下跌 10% 左右后，近期小幅上涨。09 年 5 月 22 日该价格为 64.82 美元/吨，周环比上涨 2.4%，月环比上涨 2.7%，但同比仍下跌 52.9%。
- **国内坑口煤价格保持平稳：**动力煤坑口价格 4 月份和 5 月中下旬基本稳定，高位发热量动力煤部分地区有 10 元左右的涨幅，涨幅主要地区是山西省，主要原因由于山西省限产和整合小煤矿限制了当地供给。
- **秦皇岛市场煤价格保持平稳：**中转地秦皇岛的价格 4-5 月份也较为稳定，在秦皇岛库存连续下降到达历史地位的情况下，高位发热量动力煤涨幅仅在 10 元左右，体现了目前煤炭供需关系并不紧张。
- 总体上看国内煤炭价格并未出现市场预期的上扬，受预期燃料上涨影响电力板块在 A 股市场上走势相对较弱，根据目前煤炭供需关系我们认为短期内煤价难以趋势性上涨（详见下文分析），电力板块近期相对大盘具备较大的估值优势，预计整个板块存在补涨机会或者将体现更大的防御性，继续维持整个板块“增持”投资评级。

图 1：国内秦皇岛煤炭价格指数



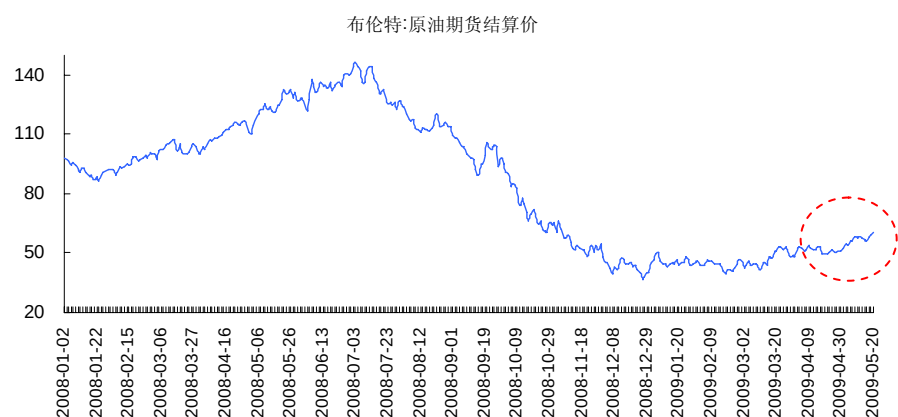
资料来源：Wind

图 2：澳大利亚 BJ 现货价格



资料来源：wind

图 3：布伦特原油期货结算价格



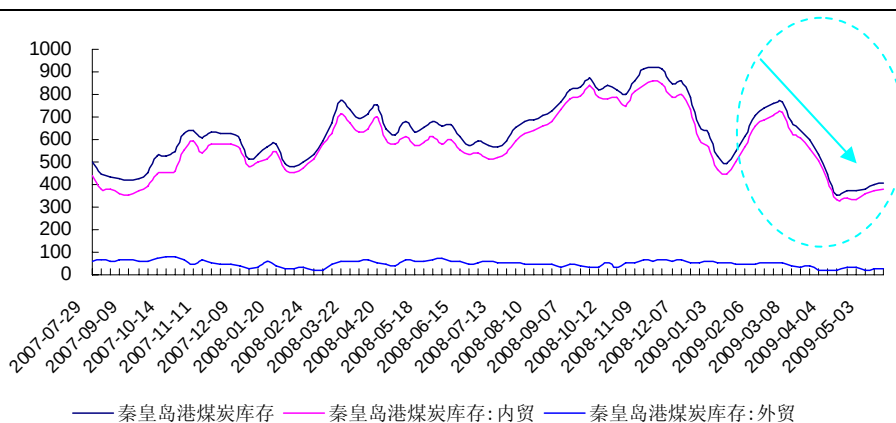
资料来源：Wind

二、影响煤炭价格因素近期变动趋势

秦皇岛库存大幅回落后开始回升 港口供需缓和

- **秦皇岛库存连续四周上升：**09 年 5 月 23 日秦皇岛场存为 452 万吨。周环比上升 11.6%，月环比上升 22.1%，秦皇岛库存连续四周上升。
- **前期秦皇岛库存大幅下降并未影响价格：**受大秦铁路检修及其它因素影响，秦皇岛库存 3 月份开始持续下降，库存水平创近几年新低，但港口煤价并未出现大幅上扬，一定程度上体现了目前动力煤供需关系并不紧张。
- **煤价受库存紧张影响这一因素将消失：**目前大秦铁路检修完毕，秦皇岛库存连续 4 周出现了上涨，库存水平逐步回升到正常水平，煤价受库存紧张影响这一因素也将消失。

图4：秦皇岛库存情况



资料来源：CCTD

表1：秦皇岛日进港及出港量

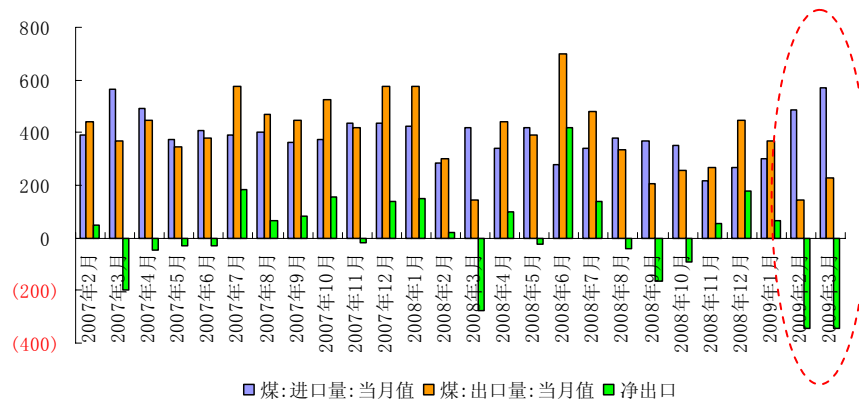
	1月	2月	3月	4月	5月前半月
日均进港量	46.97	49.68	53.02	52.33	60.52
日均出港量	43.92	46.26	62.46	56.45	57.09
进出港量	3.06	3.42	-9.44	-4.12	3.43

资料来源：CCTD

煤价持续倒挂 进口煤炭升温

- 受国际煤价和国内煤价倒挂约 20% 的影响，沿海地区煤炭进口升温，近几个月我国已有原来的净出口国变为净进口国，进口煤炭的增加进一步缓和了国内煤炭的供需关系。国际煤价通过对沿海地区煤炭价造成影响来影响坑口煤炭价格。
- 近两个月国际煤价及国内煤价均小幅上扬，倒挂价差基本稳定，我们认为沿海地区煤炭进口趋势会继续持续。

图 5：煤炭进出口情况

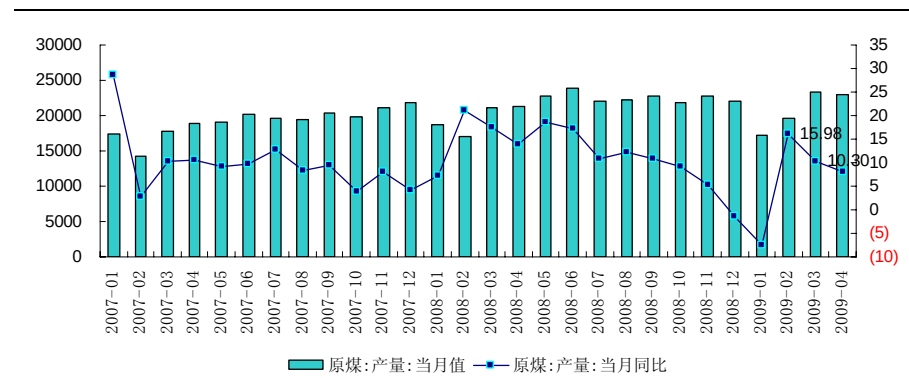


资料来源：Wind资讯

季度山西GDP增长-8.1%，山西限产还能持续多久？

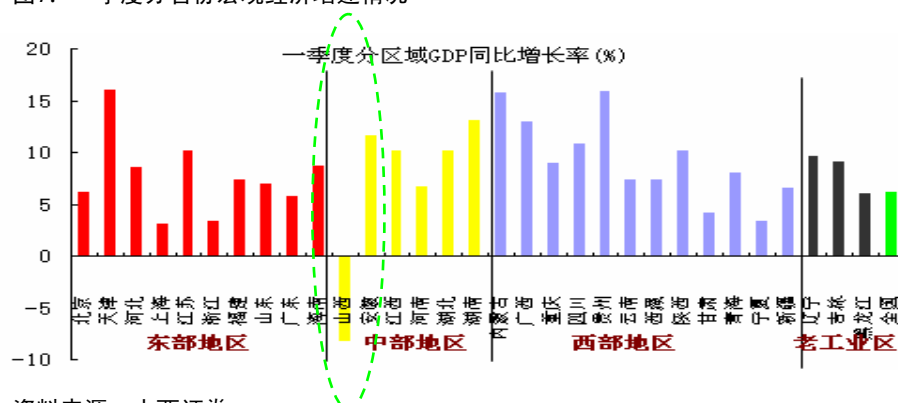
- **全国原煤产量增速仍维持高位增长：**4 月份原煤产量单月增速 7.93%，比 3 月份产量增速的 10.3%下降了近 3 个百分点，相比火电单月产量增速近几个月维持-5%-6%的增长，煤炭产量增速仍维持在较高水平。
- **区域煤炭产量情况：**我们统计了 1-4 月份各个主要产煤省份的原煤累计产量及同比增速，发现：（1）山西产煤增速同比下降-6.58%，产量下降到第二位；（2）内蒙古产量同比增加 57.62%，产量首次超过山西位居第一；（3）陕西、新疆、贵州、四川、河南等煤炭大省 1-4 月份产量增速也维持在较高水平，详见表 2。
- **山西对全国煤炭格局影响重大，**主要原因有以下几方面：（1）山西是煤炭大省，往年产量占全国的 20%以上，对全国煤炭供给影响重大。（2）山西煤炭发热量较高，煤质较好，适合长途运输。（3）山西地处中部，交通较其它煤炭大省（内蒙、新疆、宁夏、山西等）较为方便（大秦铁路）。
- **一季度山西 GDP 增长-8%，山西限产还能持续多久？**山西 GDP1 季度出现了较大幅度的负增长，在全国排名最后，省内经济增长压力较大，而省内其他支柱产业在短期内难以形成，近期该省经济的回暖还大幅依赖于煤炭产业的情况，所以如果安全许可的情况下政府支持小煤矿复产的意愿还是比较强的。我们认为不出其它意外情况，近期山西煤矿开始相继复产是大概率事件。

图6：单月原煤产量增速



资料来源：国家统计局

图7：一季度分省份宏观经济增速情况



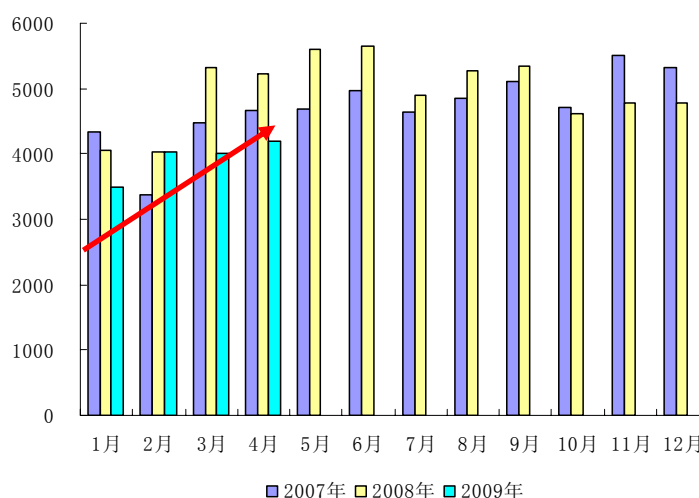
资料来源：山西证券

表2：煤炭产量情况

指标名称	合计	累计增速	产量占比
内蒙古	17,684.90	57.62%	21%
山西	15,741.29	-6.58%	19%
陕西	6,914.63	43.62%	8%
河南	6,004.22	8.52%	7%
山东	4,709.44	-1.84%	6%
安徽	4,246.54	46.05%	5%
贵州	3,479.60	19.84%	4%
四川	3,030.89	41.07%	4%
河北	2,885.17	9.25%	3%
黑龙江	2,597.04	3.53%	3%
新疆	2,134.31	92.66%	3%
辽宁	1,938.83	-6.54%	2%
湖南	1,874.46	56.53%	2%
宁夏	1,586.97	46.29%	2%
云南	1,393.46	54.51%	2%
吉林	1,378.46	67.71%	2%
重庆	1,134.74	60.78%	1%
甘肃	1,122.84	1.03%	1%
江西	824.16	41.95%	1%
江苏	805.21	-21.99%	1%
福建	735.33	30.83%	1%
青海	398.25	46.19%	0%
合计	82,620.74		

资料来源：Wind

图 8：山西原煤单月产量情

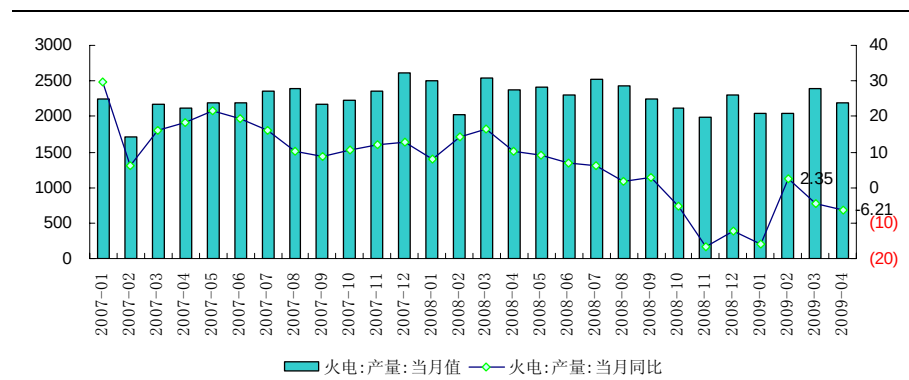


资料来源：Wind

重工业仍未见转暖迹象 用电需求回暖仍需时日

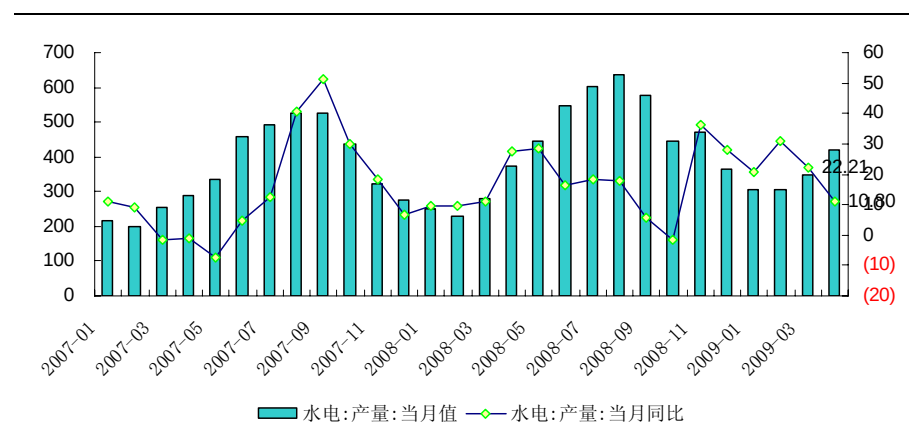
- **用电需求降幅扩大。**1~4 月份全国全社会用电量 10559 亿千瓦时，同比减少 4%，与 1~3 月份降幅持平。单月看，4 月单月同比下降 3.6%，较 3 月份下降 2.01%降幅进一步扩大，主要由于去年同期高耗能产业用电基数较高。
- **分产业看工业用电仍是拖累因素。**分产业看，第一产业用电同比增加 4.7%；第二产业用电同比下降 8.1%；第三产业用电同比增加 9%；居民用电同比增加 9.1%，工业用电 4 月份同比下降 9.3%。工业用电大幅下降仍然是全社会用电量回升的拖累因素。
- **用电量需求完全转暖仍需时日。**目前看主要高耗能行业生产及用电量增长放缓。一季度，用电量占规模以上工业企业 63%左右的六大高耗能行业增加值同比增长 2.3%，比上年同期回落 12.5 个百分点，用电量由去年同期 13.2%的增长转为下降 3.7%。从目前数据来看工业用电量还难以大幅回暖，但随着用电高峰期的到来总体用电量环比将会出现继续回暖，而随着基数的下降（去年下半年受到金融危机的影响），下半年用电量需求将有望保持正的增长。

图 9：火电产量及单月增速



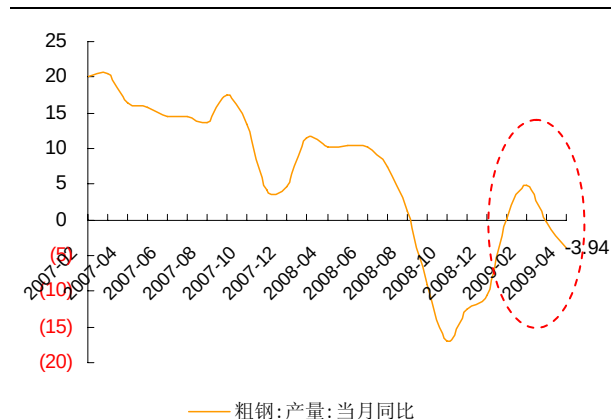
资料来源：Wind

图 10：水电产量及单月增速



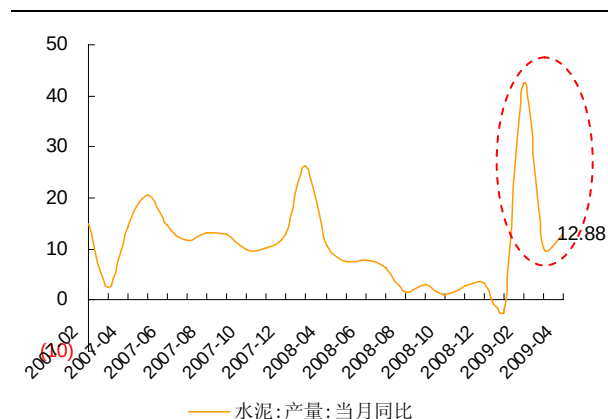
资料来源：Wind

图 11：粗钢当月产量增速



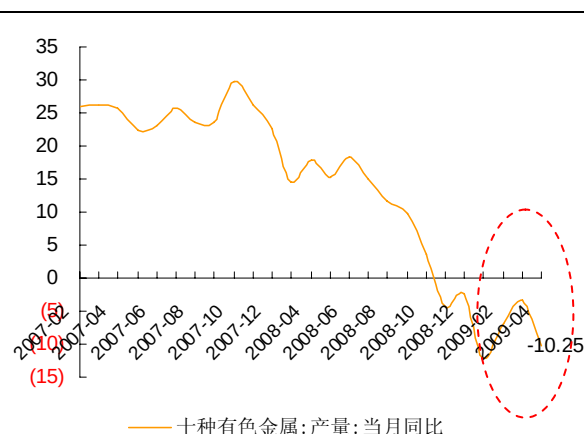
资料来源：Wind

图 12：水泥单月产量增速



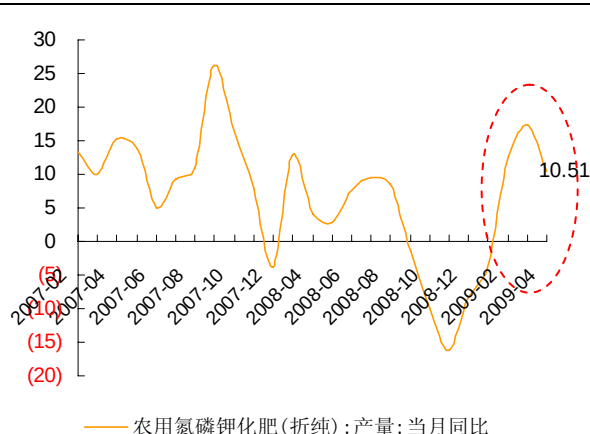
资料来源：Wind

图 13：十种有色金属产量单月增速



资料来源：Wind

图 14：农用氮磷钾肥单月产量增速



资料来源：Wind

动力煤价保持平稳或下跌

- **动力煤近期保持平稳或下跌：**随着大秦线运力恢复正常秦皇岛港库存增加；山西小煤矿的复产供给增加，在需求侧没有明显变动的情况下，动力煤价格难有起色，近期将保持稳定或者下跌，是否下跌要看小煤矿复产情况。
- **分季度火电行业燃料环比下降：**1 季度部分企业存在部分高成本存货燃料的消耗，拉高了一季度燃料平均成本，2 季度这批高价燃料基本消耗完毕，如果合同煤能够按一季度价格结算，2 季度燃料成本有望进一步下降。

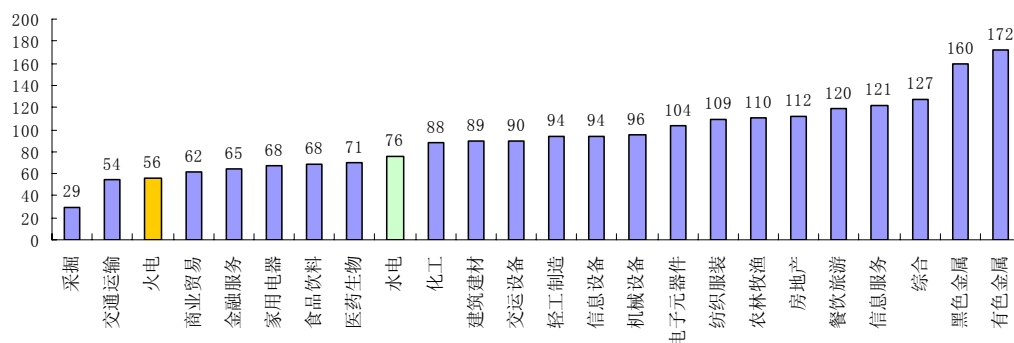
四、估值分析

- **受预期影响近两个月行业落后于大盘：**受国际油价上涨，近期煤炭股走势较强，近一个月跑赢大盘 18.79%；近两个月跑赢大盘 33.5%。而火电板块走势较弱，近一个月相对大盘落后 4.8%；近两个月落后大盘 8.5%。
- **市盈率估值分析：**（一）火电：目前行业盈利整体扭亏，市盈率可以作为估值的一种参考，按一季度业绩计算行业的市盈率为 54 倍左右，在 A 股板块中处于较低水平。考虑到目前行业的盈利处于逐步回升阶段，而部分其他板块未来业绩可能面临下滑趋势，我们认为行业具备估值优势。（二）水电：水电行业一季度处于业绩低谷，而根据一季度业绩测算行业的市盈率为 76 倍，在整个 A 股板块处于中位水平，考虑到业绩低谷及业绩抗周期性，水电行业相对大盘也具备较大的估值优势。
- **市净率估值分析：**（一）火电：通过 A 股板块 PB 和净资产收益率排序发现，目前火电行业净资产收益率水平排名情况为 18/24；而 PB 水平排名情况为 23/24，从净资产收益率和 PB 排序比较中，我们发现火电行业和其他板块相比具备较大的估值优势，见表 3。（二）水电：通过 A 股板块 PB 和净资产收益率排序发现，目前火电行业净资产收益率水平排名情况

为 17/24;而 PB 水平排名情况为 14/24,考虑到淡季影响水电的盈利能力,从净资产收益率和 PB 排序比较中,我们发现水电和其他板块相比具备较大的估值优势,见表 3。

- **具备较大估值优势:**从估值看火电及水电均具备较大的估值优势,我们给与两个板块“增持”的投资评级,我们认为电力板块具备较大的估值优势可能存在补涨机会或者体现较强的防御性。

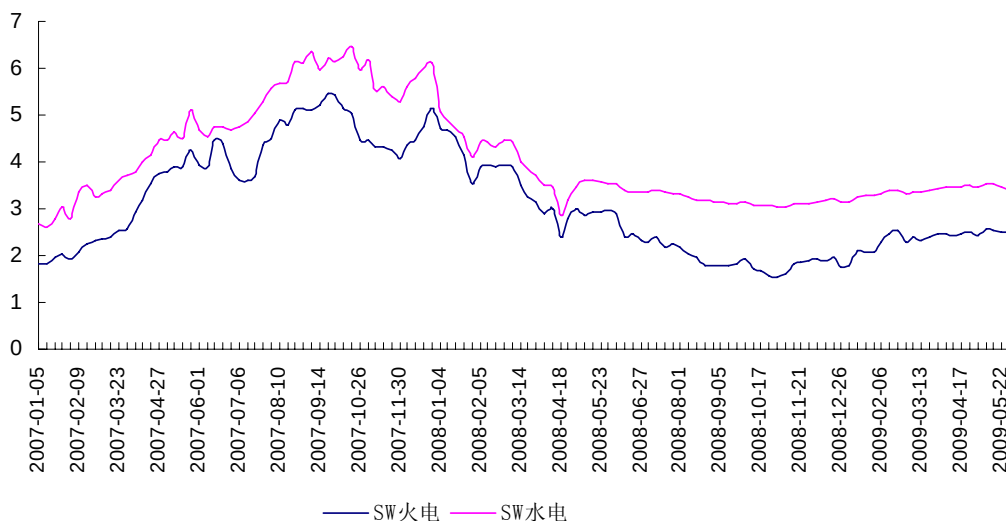
图 15: 板块 PE 比较



资料来源: 山西证券

基准日: 5 月 25 日 [财务数据匹配规则] 当年一季×4; [剔除规则] 剔除负值或数值大于 500 的股票

图 16: 火电板块 PB 走势



资料来源: Wind

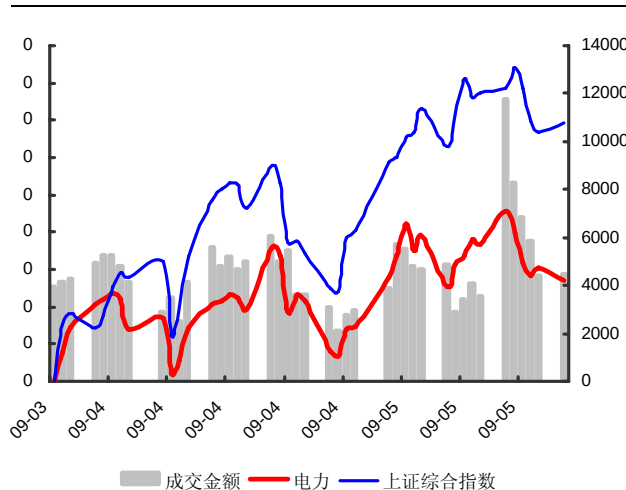
表3: 净资产收益率及市盈率板块排名情况

	板块名称	市净率	排序	板块名称	净资产收益率
1	金融服务	5.93	1	食品饮料	5.94
2	综合	5.65	2	金融服务	4.68
3	信息设备	5.61	3	医药生物	3.37
4	医药生物	5.42	4	采掘	3.03

5	机械设备	5.38	5	商业贸易	2.92
6	建筑建材	5.17	6	化工	2.37
7	有色金属	5.07	7	机械设备	2.31
8	信息服务	5.04	8	纺织服装	2.31
9	农林牧渔	4.95	9	综合	2.27
10	房地产	4.88	10	家用电器	2.12
11	采掘	4.74	11	信息服务	1.79
12	电子元器件	4.63	12	交运设备	1.76
13	食品饮料	4.62	13	建筑建材	1.76
14	化工	4.41	14	水电	1.53
15	交运设备	4.41	15	房地产	1.51
16	餐饮旅游	4.26	16	农林牧渔	1.2
17	水电	4.17	17	餐饮旅游	1.05
18	商业贸易	4.08	18	火电	1.03
19	家用电器	4	19	信息设备	0.96
20	轻工制造	3.66	20	交通运输	0.85
21	纺织服装	3.6	21	轻工制造	0.4
22	交通运输	3.04	22	有色金属	-0.41
23	火电	2.81	23	电子元器件	-1.11
24	黑色金属	2.04	24	黑色金属	-1.19

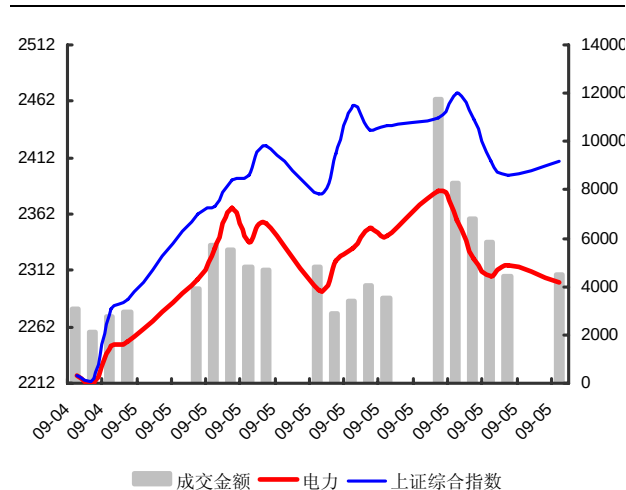
资料来源：山西证券 基准日期：5月4日 [财务数据匹配规则] 当年一季

图 17：电力板块近两个月走势



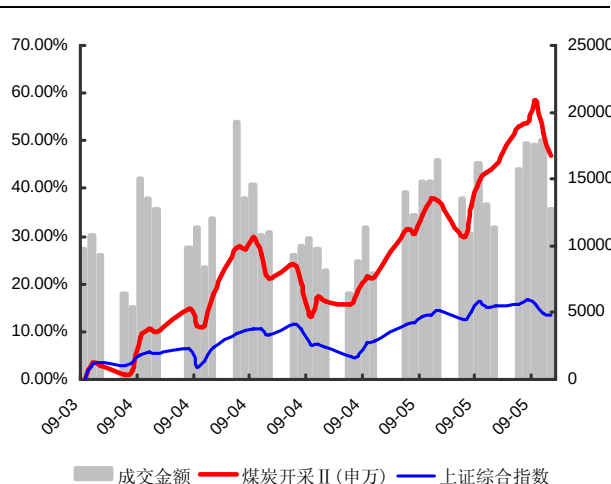
资料来源：Wind

图 18：电力板块近一个月走势



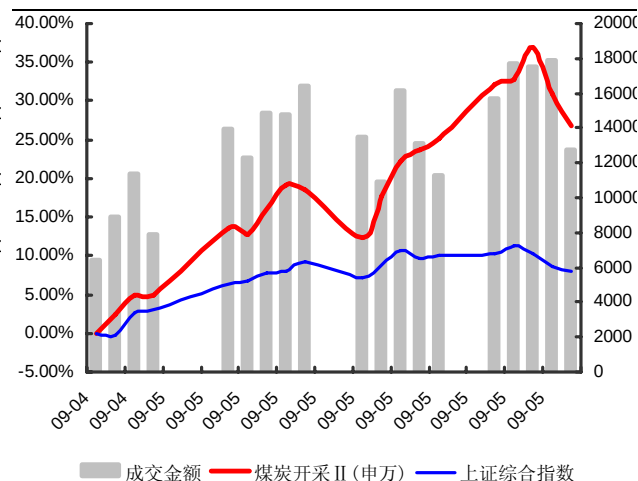
资料来源：Wind

图 19：煤炭板块近两个月走势



资料来源：Wind

图 20：煤炭板块近一个月走势



资料来源：Wind

五、投资建议

- **火电：**从数据看目前国际及国内的煤价仍较为平稳，并未受到油价上涨影响。大秦铁路检修完毕也使得港口供给比较顺畅；山西经济的恶化使得当地政府大面积控制煤炭产量的意愿可能减弱；国际煤价和国内煤价倒挂约 20%对国内煤价造成压力，我们认为国内煤炭供给较为充分，而需求短期难以回暖的情况下，国际油价上涨不会对国内煤价造成太大影响。近期火电板块受煤价上涨的预期走势相对较弱，目前看整个板块具有较大的估值优势，给与整个板块“增持”的投资评级，建议投资者关注华能国际（600011）、国电电力（600795）、金山股份（600396）、建投能源（000600）、宝新能源（000690）、穗恒运 A（000531）等。
- **水电：**水电业绩较为稳定具备较强的抗周期性，应该享受更高的 PE 估值。目前看水电板块在 A 股板块中的估值并不算高，具备估值优势，给与“增持”的投资评级。建议投资者积极关注水电龙头长江电力（600900），经我们测算资产注入后的长江电力每股收益约 0.7 元，目前公司股价在 14 元左右波动，对应 PE 在 20 倍左右，水电作为清洁能源未来可能受到政策的扶持，而水电的抗周期性使得公司具备较强防御性，长期看公司具备投资价值。
- **积极关注资源类公司可能的补涨机会：**前期受国际油价影响，煤炭板块远远走强于大盘，而电力板块中部分具备煤炭资源的公司并未出现大幅上涨，如果煤炭板块上涨理由成立的话，预计该类公司可能存在补涨机会，建议关注大唐发电（601991）及国电电力（600795）等。
- **板块竞争格局可能发生改变的长期投资建议：**特高压项目的建设及未来竞价上网的推开对发电企业的竞争格局造成了较大影响，原来的区域竞争格局被打破，电力上网将在更大区域内展开竞争。我们认为随着竞价

上网的推开具备资源优势的发电企业将在竞争中更具备优势，而地处负荷中心（如广东、上海等地）不具备资源优势的企业竞争优势将被削弱。长期看建议投资者关注在大型煤炭基地具有较多资源的国电电力（600795）、大唐发电（601991）等；大型水电长江电力（600900）、川投能源（600674）、国投电力（600886）等；背靠能源基地的地方火电公司漳泽电力（000767）、内蒙华电（600863）、皖能电力（000543）等上市公司；电源建设分布比较均匀的华能国际（600011）。

六、投资风险

- 合同煤价格尚未签订，如若超预期上涨可能对行业盈利造成较大影响。

投资评级的说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于市场表现 20%以上
增持: 相对强于市场表现 5~20%
中性: 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持: 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越市场整体表现
中性: 行业与整体市场表现基本持平
看淡: 行业弱于整体市场表现

免责声明:

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。