

电力行业

增 持

电力行业

——美元贬值，关注板块中资源类股票可能的补涨机会

2009 年 06 月 1 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：

● **美元贬值、国际油价又创新高：**美元指数跌破 80.00 整数心理关口，美元上周持续疲软，创出年内新低 79.81。市场对美联储可能扩大量化宽松规模的担忧，这导致了美元走软。在美元贬值的预期下，国际油价本周也连续上涨，接近 66 美元/桶，创出近期新高。

● **煤炭类股票走势强劲，电力板块资源类公司表现平稳：**投资者较为关注油价与煤炭股股价之间的联系，近期内煤炭股股价大涨（近两个月跑赢大盘 25.55%），电力板块最近走势相对较弱（跑输大盘 11.4%），而其电力板块中资源类公司（含有煤炭资源及水力资源）股价也表现较弱，含煤炭类资源的公司如大唐发电（跑输大盘 13.54%）、国电电力（跑输大盘 12.39%）等；水力类资源公司如长江电力、国投电力等。

● **短期动力煤保持平稳或下跌：**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，动力煤价格短期难有起色，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。详见《山西限产还能持续多久，燃料短期难以上涨，具备估值优势》

● **中长期看全球通货膨胀可能带动国内煤炭价格上涨：**中长期来看，全球通货膨胀预期和市场流动性释放预期有望支撑国际油价维持高位。而从国际油价和国际煤价及国内煤价的历史走势关系看，中长期看国际油价上涨必带动煤价上涨（详见《国际油价对国内煤价影响有限 燃料上扬可能性小 关注交易性机会》）。

● **近期煤炭类股票强劲的逻辑分析：**目前看国内煤价并未大幅上涨，而受国内供需关系影响短期价格也将可能平稳，煤炭股业绩短期并无大幅改善。而近期煤炭股非常强势的原因之一是由于预期中长期资源价格上涨带来的存量资源价值重估，即每股资源价值的上涨，该指标和煤炭储量及未来资源价格（中长期平均价格）密切相关。

● **板块中含煤炭资源类公司可能的补涨机会：**按照 A 股煤炭类股票强劲的逻辑，电力板块中含煤炭资源类公司也应具有上涨机会。目前电力板块中含煤炭资源的公司短期受发电小时及煤价等因素业绩并不是很好，如国电电力、大唐发电等公司，但该类公司也具备或者即将具备大量煤炭资源，按照存量资源价格重估，煤炭价格预期上涨也将影响他们的价值，而该类公司近两个月走势较弱，在煤炭板块跑赢大盘 20%多的情况下，该类公司跑输大盘 10%以上，走势背离 30%以上。如果煤炭板块上涨理由成立的话，预计该类公司可能存在一定的补涨机会，建议关注大唐发电（601991）及国电电力（600795）等。但要注意，由于该类公司每股含煤炭资源要少于纯煤炭企业，未来煤炭价格上涨预期对价值影响也要小于纯煤炭企业。



● **一次能源水电的价值可能重估：**均作为一次能源的水电，在煤炭、石油等一次能源价格未来预期上涨的情况下，理论上也将面临价值重估，但前提条件是各种新式发电上网电价相同或者中长期看能同比例上涨。我们认为随着竞价上网及能源体制改革的推进，中长期看发电的“同质不同价”必将解决，水电作为一次能源必将随其他类型一次能源的价值变化而变化，即煤炭、石油等一次能源价值提升必将推升水电资源的价值的提升，中长期看水电类上市公司也将存在补涨机会，如国投电力（600886）、川投能源（600674）、长江电力（600900）等。

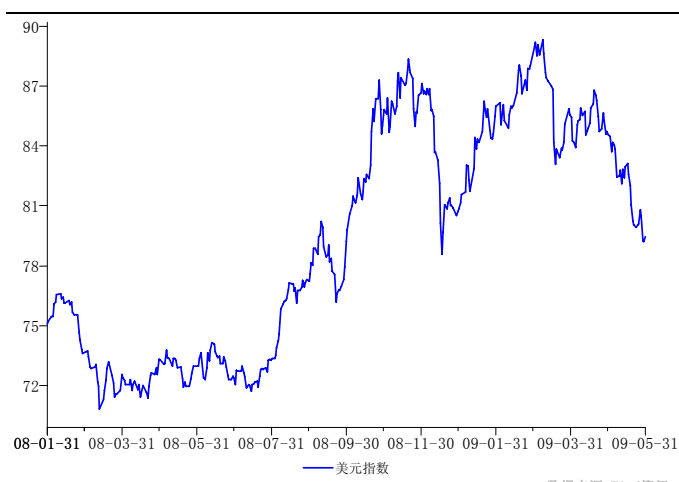
● **中长期看煤炭价格的上涨并不影响火力发电企业的投资价值：**目前国家正在准备开展一系列电力体制改革，中短期内大范围的电价管治可能不会取消，但国家会进一步完善煤电联动机制并可能扩大大户直供的试点。随着煤电联动机制的更加合理化，电力行业成本将有效的疏导到下游，所以从中长期看油价及煤价的上涨并不影响电力行业的盈利状况。但煤电联动的时滞可能会造成火电行业短期的盈利困境，预计随着煤电联动机制的完善该类情况可能会比较少。考虑到近期整个电力板块相对大盘估值的下行及短期类煤价仍较为平稳行业业绩仍将回升，给与整个板块“增持”的投资评级。

表 1：电力板块上市公司煤炭资源情况

公司	时间	内 容
大唐发电	2004 年 2005 年	参股山西塔山煤矿（年产 1500 万吨/年）28%；参股蔚州煤矿（设计产能 1000 万吨/年）49%；内蒙古锡林浩特胜利煤田东二号露天煤矿（设计产能 3000 万吨/年）；收购长滩煤矿（设计产能 2000 万吨/年）40%股权；收购山西朔州 5 个中型煤矿（年产 800 万吨/年）；控股孔兑沟煤矿（设计产能 1000 万吨/年）52%股权；控股内蒙古五间房煤矿（设计产能 6000 万吨/年）51%股权
国电电力	2007 年	参股同忻煤矿（设计产能 1000 万吨/年）28% 国电持股 50%的内蒙古能源，核定煤矿储量 40 亿吨，煤炭热值在 6000 大卡以上，达产后年产量约 2000 万吨，目前已拿到 1000 万吨路条，预计 2010 年出煤，2012 年达产。煤炭资源与电力业务形成对冲，为盈利提供保障。
广州控股	2005 年	与大同煤矿签署新东周窑矿井合作协议（设计年产 1000 万吨）40%
金山股份	2005 年 2007 年	参股内蒙古海州煤矿（设计产能 1000 万吨/年）20%、投资白音华煤电一体化项目 收购破产的南票矿务局
京能热电	2008 年	已收购酸刺沟矿业 15%股权（设计产能 1200 万吨/年）的股权，拟再收购 9%股权

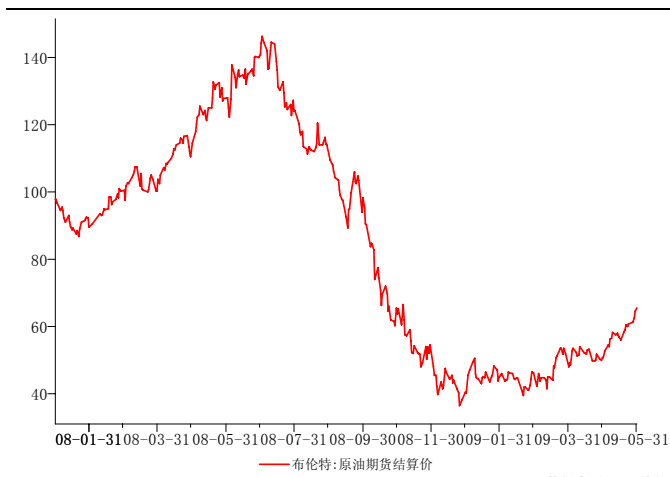
资料来源：山西证券

图1：美元指数近期疲软



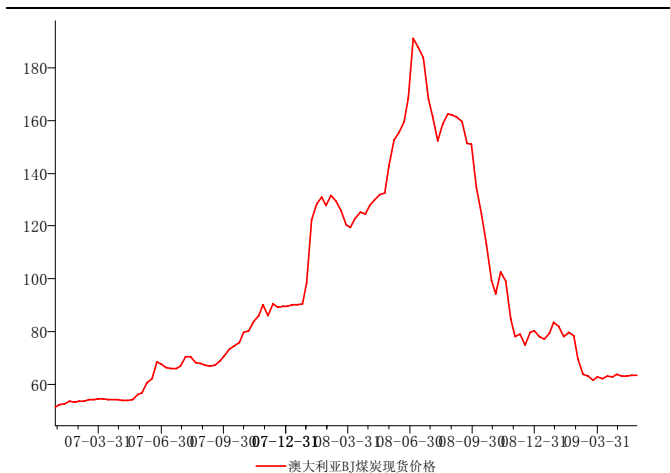
资料来源：Wind

图2：布伦特原油期货结算价格



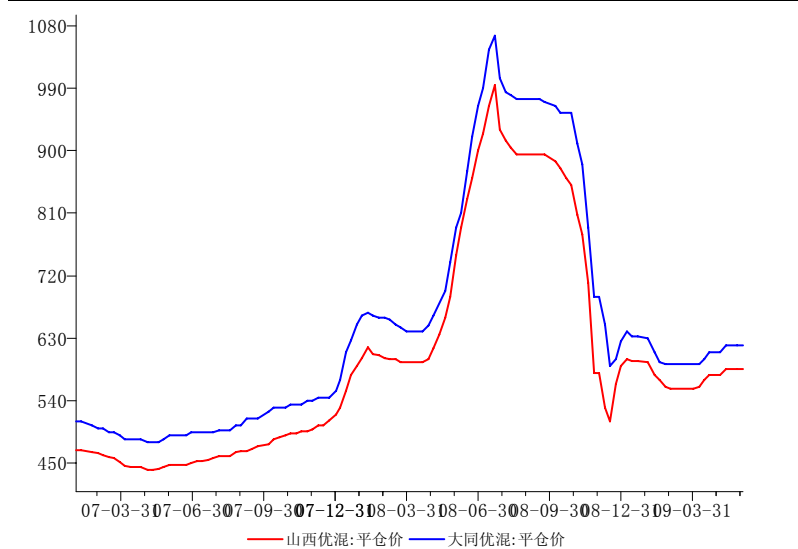
资料来源：Wind

图3：澳大利亚BJ现货结算价格



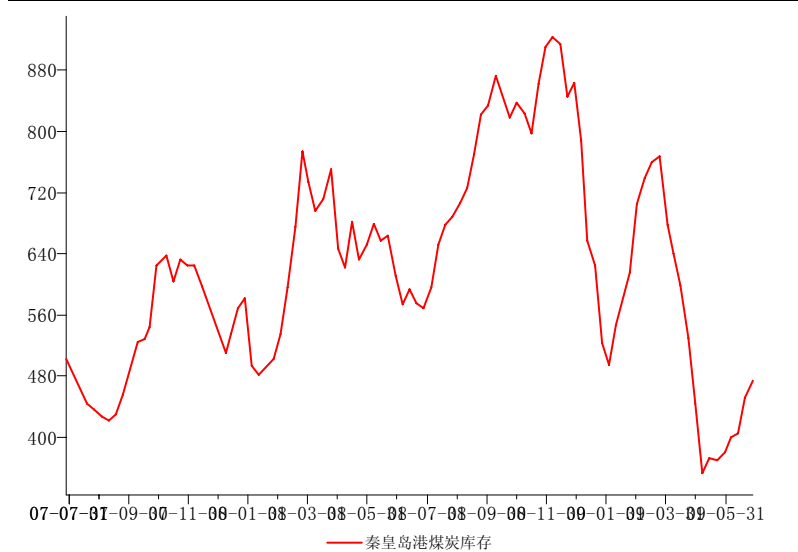
资料来源：Wind

图 4：秦皇岛市场煤价格情况



资料来源：Wind

图 5：秦皇岛煤炭库存情况



资料来源：Wind

图 6：电力板块近两个月跑输大盘 11.4%

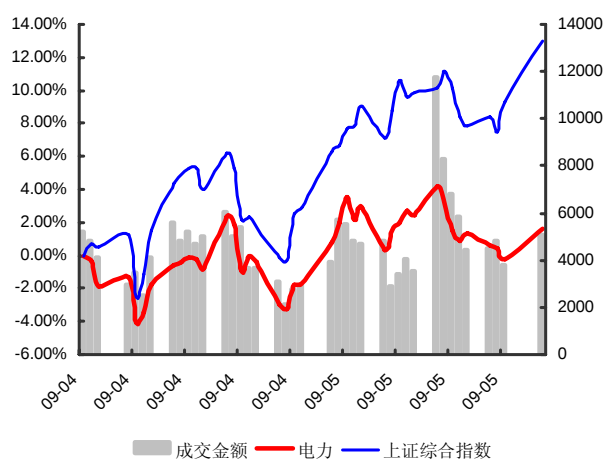
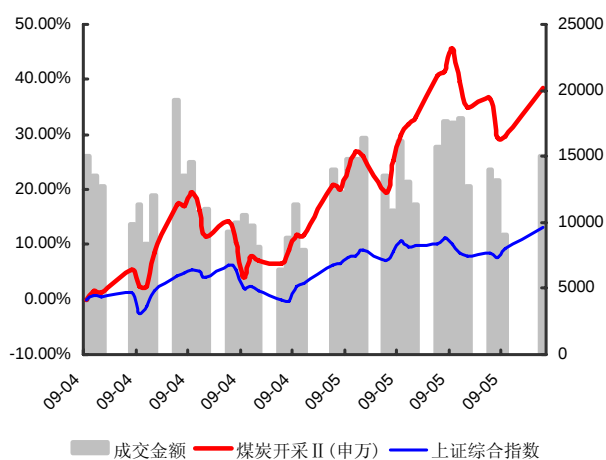


图 7：煤炭板块跑赢大盘 25.55%



资料来源：Wind

图 8：大唐电力跑输大盘 13.54%

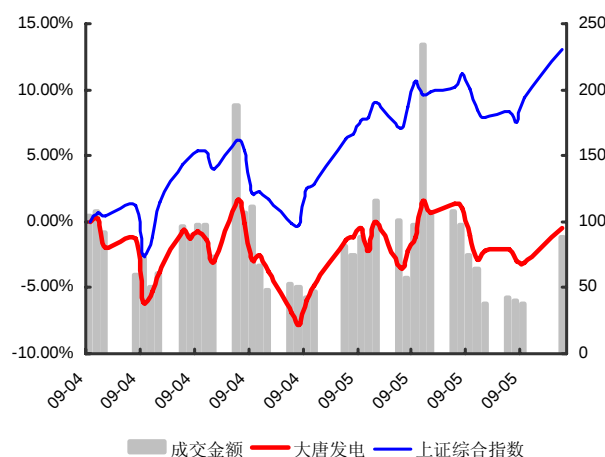
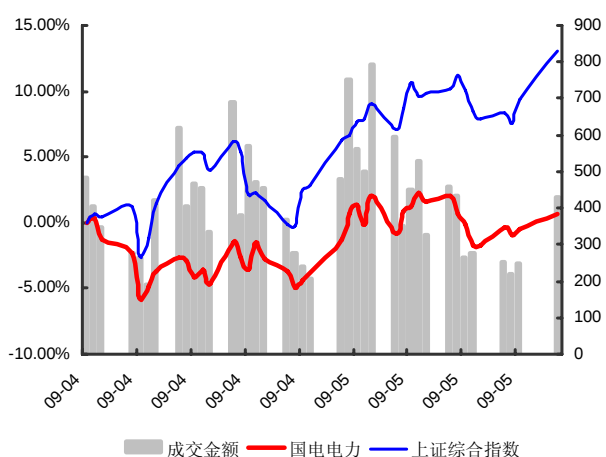


图 9：国电电力跑输大盘 12.39%



资料来源：Wind



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。