



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态

2009 年 8 月 7 日

电力

研究部

陈俊华

分析员

chenhua@cicc.com.cn

李捷

联系人

lijie@cicc.com.cn

8、9 月份，发电商燃料成本存在上升风险

行业近况：

- 有媒体报道“今年合同电煤签约大半 能源局直言不再干预煤价”

评论：

- 我们认为该新闻内容与早先的预期基本相符（中煤、神华电煤价格提升，其余合同价基本不变），但须提请投资者注意的是：我们认为 8、9 月份，发电商燃料成本存在上升风险，主要源自市场煤价格趋势的变化。
- 市场煤价格走势是决定发电商燃料成本趋势的核心因素。电煤分为：市场煤、合同煤，各占约 50%；合同煤之中，分为定量定价合同和定量不定价合同。“定量定价”合同的典型代表：神华、中煤，其合同煤占全部电煤供应量的 21%；其余合同煤价虽然较市场煤价存在价差，但合同煤的执行价趋势仍随市场煤波动而波动，换句话说，近 80% 的电煤价格仍以市场煤价格趋势为导向。当前我们对于 09 年发电商的燃料成本的假设为：09 年均价下跌 10%-13%（主要取决于区域的不同）。
- 8、9 月份，发电商燃料成本存在上升风险，建议投资者密切关注。原因有 2 个：1) 3 季度，火电电量、电煤需求有环比上升趋势；首先：三季度为传统用电高峰，7、8 月份为每年火电发电量最高的月份；其次：如果高耗能行业复苏持续，今年电量消费环比增速、电煤消费环比增速都可能高于往年；机组分布在中、西部地区的上市公司受这一因素影响大。2) 9 月份，小矿安全生产因素是否会再次提升，对短期电煤价格产生一定支撑？这一因素主要对华北、华东及南方省份的火电机组燃料成本影响大。

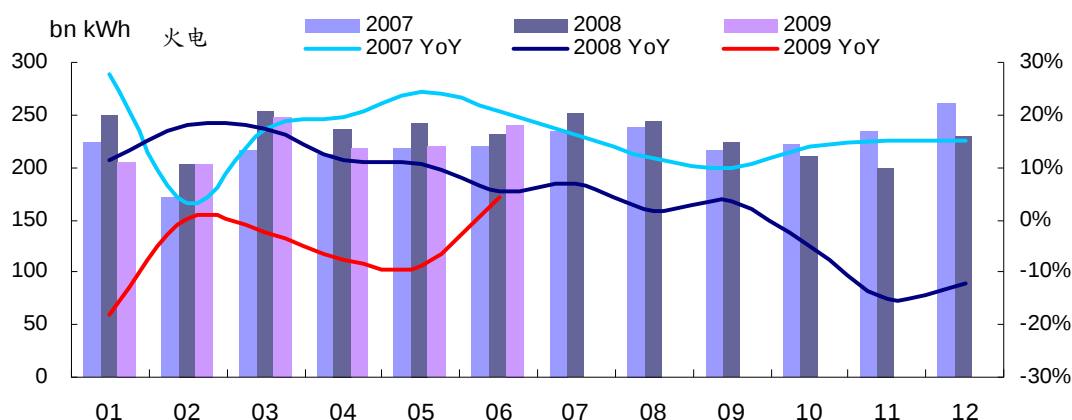
估值与建议：

- 维持当前的盈利预测，火电发电商 3 季度业绩环比增速能否超预期仍待观察。主要取决于电量提升及电煤价格之间的博弈。7 月份多数地区点火价差较 6 月有所提升，但 8 月份能否持续，仍待观察。我们会密切关注市场煤价波动趋势。

A 股：优选具备区域优势和业绩弹性高的上市公司。审慎推荐：国电电力、华电国际、中能股份、华能国际。

H 股：维持对于华电国际的推荐投资评级。我们认为看好公司的长期发展潜力，短期内，股价已经反映了中期业绩持续改善的利好因素，电力股继续跑赢市场的动力有所减弱。目前，电力股交易在历史估值区间的中枢：09 年 PB 为 1.8x；历史上，电力股短期 PB 达 2.0x 后，会出现一定回调。我们不建议投资者继续追高。

图表 1：月度火电发电量及同比增速



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 2：电力行业上市公司业绩敏感性分析

2009E	华电国际	华能国际	国投电力	建投能源	中国电力	大唐发电	国电电力	申能股份	华润电力	长江电力
电价敏感度(+1%)	20%	15%	16%	9%	10%	9%	7%	6%	5%	2%
燃料成本敏感度(+1%)	-12%	-10%	-6%	-5%	-5%	-4%	-3%	-3%	-3%	0%
利用率敏感度(+1%)	9%	5%	11%	4%	5%	3%	4%	2%	3%	2%
2010E	华电国际	华能国际	国投电力	建投能源	中国电力	大唐发电	国电电力	申能股份	华润电力	长江电力
电价敏感度(+1%)	14%	14%	16%	7%	7%	9%	5%	5%	4%	2%
燃料成本敏感度(+1%)	-8%	-9%	-6%	-4%	-3%	-4%	-2%	-2%	-2%	0%
利用率敏感度(+1%)	7%	5%	10%	3%	4%	2%	3%	1%	3%	2%

资料来源：中金公司研究部

图表 3: 各地点火价差比较

	(元/兆瓦时)	Jan-08	Feb-08	Mar-08	Apr-08	May-08	Jun-08	Jul-08	Aug-08	Sep-08	Oct-08	Nov-08	Dec-08	Jan-09	Feb-09	Mar-09	Apr-09	May-09	Jun-09	Jul-09
东北	辽宁	164	179	179	174	143	132	126	143	143	150	168	168	168	161	179	183	183	183	190
	吉林	151	159	159	154	128	118	78	91	100	108	128	128	128	120	130	138	138	138	145
	黑龙江	145	145	145	143	124	116	46	59	80	89	110	110	110	102	102	114	114	114	121
华北	内蒙	125	135	116	134	109	95	39	47	47	54	78	106	102	102	102	110	110	110	113
	山西	88	85	81	79	50	(4)	(1)	16	25	34	71	74	59	39	39	76	76	73	88
	北京	144	136	140	127	111	83	63	80	86	92	129	129	129	143	143	143	143	143	146
	天津	122	122	151	69	50	18	18	(51)	2	2	55	108	105	108	120	128	125	115	123
	河北	106	76	85	71	71	58	(6)	31	53	53	104	123	122	122	122	131	131	127	135
华东	山东	78	78	66	60	26	(14)	(26)	(5)	(5)	(5)	39	39	32	49	49	100	100	100	100
	上海	129	124	117	118	88	12	44	21	35	59	126	176	169	180	176	171	171	173	171
	江苏	112	112	101	94	62	39	57	79	79	86	111	166	166	120	151	151	151	151	166
	浙江	157	154	147	155	147	115	71	93	93	99	131	163	163	179	179	179	179	179	183
	安徽	111	111	93	91	75	43	(2)	11	11	19	47	47	47	67	67	106	106	114	130
华中	福建	121	118	111	120	118	80	38	55	55	61	93	125	125	141	141	141	141	141	146
	江西	107	102	90	71	43	(2)	(17)	(121)	(110)	(27)	7	18	18	35	35	45	45	52	63
	河南	141	143	93	105	86	71	88	37	37	37	63	75	63	117	117	117	129	129	129
	湖北	161	161	164	134	112	108	106	123	68	141	150	161	150	139	139	139	139	139	139
	湖南	177	177	181	151	129	125	119	112	81	154	163	174	163	152	152	152	152	152	152
西北	重庆	97	97	91	77	50	45	58	58	67	67	90	90	90	90	104	104	104	104	118
	四川	90	90	90	82	67	37	24	37	37	47	67	73	73	73	73	88	88	88	103
	陕西	122	122	120	120	90	61	21	34	50	87	87	87	83	87	87	87	87	95	99
	甘肃	118	113	118	114	92	74	49	61	43	43	57	65	61	61	61	61	61	61	93
	青海	113	108	113	110	86	66	41	49	29	29	44	53	49	49	49	49	49	49	83
南方	宁夏	131	131	96	87	69	14	(12)	(3)	(85)	17	30	30	30	26	26	26	26	26	26
	新疆	134	134	130	132	120	120	112	112	112	128	132	132	132	152	152	152	150	150	152
	广东	168	138	142	137	114	84	73	95	95	98	91	131	131	149	156	156	156	156	158
	广西	64	49	49	35	14	(10)	13	(56)	(41)	28	28	37	28	28	28	43	43	43	67
	海南	126	98	102	85	62	32	21	42	42	46	39	78	78	95	102	102	102	102	104
南方	贵州	100	100	102	80	69	22	2	15	15	22	44	73	65	65	65	76	76	76	76
	云南	85	83	72	61	32	(0)	12	(53)	(53)	6	11	33	33	11	11	48	48	48	53

* 点火价差按照市场煤计算

* 7月份点火价差考虑第一次电价上调

* 8月份点火价差考虑第二次电价上调

资料来源: 中国煤炭资源网, 中国电力新闻网, 中金公司研究部

图表 4: 电力行业可比公司估值

	Price 2009-8-6 (Rmb)	投资建议	总股本 (百万股)	流通股本 (百万股)	总市值 (十亿元)	2008A	EPS 2009E	2010E	2008A	P/E(x) 2009E	2010E	2008A	P/B(x) 2009E	2010E
A 股电力公司														
国电电力	8.24	审慎推荐	5,448	4,133	45	0.03	0.26	0.33	251.0	31.5	25.0	3.2	2.9	2.7
华电国际	6.49	审慎推荐	6,021	1,442	34	(0.42)	0.23	0.29	(15.3)	28.0	22.7	3.5	3.1	2.8
华能国际	9.09	审慎推荐	12,055	2,878	100	(0.31)	0.32	0.36	(29.6)	28.4	25.5	3.0	2.8	2.7
中能股份	13.41	审慎推荐	2,890	2,890	39	0.21	0.59	0.60	65.4	22.7	22.2	2.9	2.8	2.5
建投能源	7.51	审慎推荐	914	547	7	0.05	0.25	0.33	148.3	30.1	23.0	2.4	2.3	2.2
上海电力	6.39	中性	2,140	2,140	14	(0.70)	0.18	0.25	(9.1)	35.9	25.5	3.1	2.2	2.0
广州控股	7.46	中性	2,059	2,059	15	0.16	0.34	0.40	47.0	21.9	18.7	1.7	1.7	1.6
长江电力	16.21	审慎推荐	9,412	4,909	153	0.42	0.59	0.72	38.8	27.3	22.6	3.5	2.8	2.7
国投电力	11.93	审慎推荐	1,055	1,055	13	0.12	0.16	0.28	101.4	75.5	43.3	3.1	2.0	1.9
深圳能源	13.80	中性	2,202	599	30	0.47	0.70	0.61	29.4	19.8	22.7	2.7	2.4	2.3
大唐发电	11.32	中性	11,780	4,413	111	0.07	0.22	0.26	162.1	50.8	43.9	5.1	4.8	4.5
内蒙华电*	8.25	中性	1,981	573	16	(0.40)	0.07	0.15	(20.6)	n.a	55.0	5.1	n.a	n.a
平均值									n.a	34.2	29.5	3.2	2.7	2.5
中间值									n.a	29.2	25.0	3.1	2.7	2.5
H/B 股电力公司														
	(HK\$)				(HK\$ bn)		(HK\$)							
华电国际	3.01	推荐	6,021	1,431	38	(0.48)	0.26	0.31	(6.2)	11.4	9.6	1.4	1.3	1.2
华能电力	6.65	审慎推荐	12,055	3,055	113	(0.35)	0.36	0.39	(19.1)	18.3	16.9	1.9	1.8	1.8
华润电力	20.15	中性	4,290	4,290	94	0.41	0.70	0.90	48.8	28.9	22.3	3.1	2.6	2.4
大唐发电	5.34	中性	11,780	3,279	126	0.08	0.25	0.28	67.3	21.1	18.7	2.1	2.0	1.9
中国电力*	2.72		3,606	3,606	10	(0.22)	0.22	0.28	(12.6)	12.3	10.1	1.1	0.9	0.9
中电控股*	52.50		2,406	2,408	126	4.33	3.43	3.65	12.1	15.3	14.4	2.0	1.9	1.8
香港电灯*	43.00		2,134	2,134	92	3.76	2.97	3.09	11.4	14.5	13.9	1.9	1.8	1.8
平均值									n.a	17.3	15.1	1.8	1.7	1.6
中间值									n.a	15.9	14.6	1.9	1.8	1.8

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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翻版、复制、刊登、发表或引用。