

电价调整：煤电联动愈行愈近



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级	看好 中性 看淡（维持）
国家/地区	中国/A 股
行业	电力
报告日期	2009 年 11 月 20 日

陈舒薇	电力行业分析师 8621-63325888 × 6067
王帅	煤炭行业首席分析师 8621-63325888 × 6068

事件：

- ✓ 11 月 19 日，国家发改委宣布销售电价上调 2.8 分/Kwh。此次电价调整暂不调整居民电价，国家发展改革委已要求各地研究对居民用电推行阶梯式电价改革方案。
- ✓ 上网电价做了有升有降的调整。陕西等 10 个省（区、市）燃煤机组标杆上网电价每千瓦时上调 0.2-1.5 分；浙江等 7 个省（区、市）下调 0.3-0.9 分。
- ✓ 提高可再生能源电价附加标准；适当疏导脱硫电价矛盾。

评论：

➤ 销售电价上调幅度超预期，一切皆为恢复电网盈利

- 08 年第二次上调电价销售端电价没有动，不对称的上网销售电价的调整，是今年 1-8 月国家电网和南方电网公司亏损 161 亿元，同比减少利润 238 亿元的主要原因，而国家现在正在积极推进电网建设，及时疏导电价、弥补电网公司的盈利水平保证了未来几年内特高压建设的投资力度；同时也利于引导电力需求，促进用户合理、节约用电。
- 根据我们预测 10 年全年用电量同比增 10%，约达 4 万亿千瓦时，去除占 13%的居民用电，此次上调 2.8 分/Kwh 可为电网增收 800 多亿元。根据国家统计局公布的电力供应业经济效益指标，补贴 500 多亿即可使供电业恢复至 07 年最佳盈利水平。

➤ 弥补电网亏损为主，发挥价格引导作用为辅，上网电价有上有下，但下调的幅度好于预期

- 火电业绩东西分化成电价结构调整导火索：自 6 月份发电量数据转正，电力业绩开始回暖，然而不同地区，火电商之间业绩出现分化：除电煤价格回落，东部沿海地区的电厂还受益于海运价下降、利用小时筑底回稳等因素，三季度盈利水平回升显著；而东北及中西部部分电厂仍处于盈亏平衡点上。东部沿海机组盈利恢复迅速，因而成为代替全行业补贴电网的最佳标的。
- 但这次销售电价上调幅度超预期耐人寻味，我们认为正是 2.8 分/Kwh 的上调给上网电价下调幅度的缩窄预留了空间。这从侧面表明了发改委已经认识到火电商严峻的经营状况：鉴于今年冬季用煤高峰带来的动力煤价格节节攀升，10 月以来秦皇岛煤价累计上涨已达 50 元/吨，涨幅超过 8%，10 年电煤合同涨价近在眼前。

➤ 上网电价结构性调整后整装待发，我们将其视为 2010 年电价改革加速的必要准备，并预计在动力煤价格居高不下的背景下煤电联动愈行愈近

- 近期电价政策动作频频，表明电价改革正在加速。这也充分符合当前整个宏观经济的适宜环境（物价压力较小）以及电力行业内部在电煤价格连续上涨下的盈利压力。在这样的背景下，我们预期发改委将实行煤电联动的可能性将非常大。
- 退一步来看，如果到明年仍不进行煤电联动，在发改委已开始下调部分沿海电厂上网电价背景下，坐视煤价上行侵蚀电厂利润，则意味着整体来看仍处于历史低位的火电行业盈利水平要在 10 年逆全国各行业的复苏潮流出现二次探底，我们认为政策层面来看可能性将非常有限。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

短期利空出尽，估值有待提升

- 随着结构性上网电价调整这最后一只靴子落地后，电力行业走势终将回归基本面。我们重申 11 月 4 日《电价改革加速下的行业机会》中的观点，在长期动力煤价格趋稳的背景下，电力行业将告别电煤成本大起大落，进入到成本和毛利水平稳定的时代，从而相对于经济周期的“防御”特质得到加强，行业整体估值有望提升。

投资建议：个股看好华能国际、国电电力、粤电力、华电国际。鉴于此次上网电价具体调整区域和幅度尚未公布，我们通过对重点覆盖公司进行敏感性分析来勾勒此次上网电价局部下调的影响。看好华能国际、粤电力和国电电力的低估值带来的高安全边际；看好华电国际对电价的高弹性。

催化剂：电价改革加速超预期；资产注入。

风险因素：中国经济或区域经济二次探底；结构性电价调整范围超出预期；短期出现应对通胀的利率上调。

表 1：情景分析：上网电价下调 0.9 分/Kwh 模拟：看好华能、国电、粤电力的高安全边际

上市公司	10 年火电上网电量(亿千瓦时)	平均上网电价(元/Kwh)	下调幅度	电价敏感性	10 年 EPS 变动幅度	调价后 10EPS(元)	调价后 10PE
华能国际	2173	0.3873	2.32%	6.25%	14.52%	0.54	16
华电国际	961	0.3464	2.60%	9.45%	24.55%	0.23	26
国电电力	698	0.2853	3.15%	5.56%	17.54%	0.37	20
粤电力	277	0.4308	2.09%	4.85%	10.13%	0.46	19
内蒙华电	194	0.2521	3.57%	6.30%	22.49%	0.30	29

注：电价敏感性分析为电价每变动 1%，10 年 EPS 变动幅度

资料来源：东方证券研究所

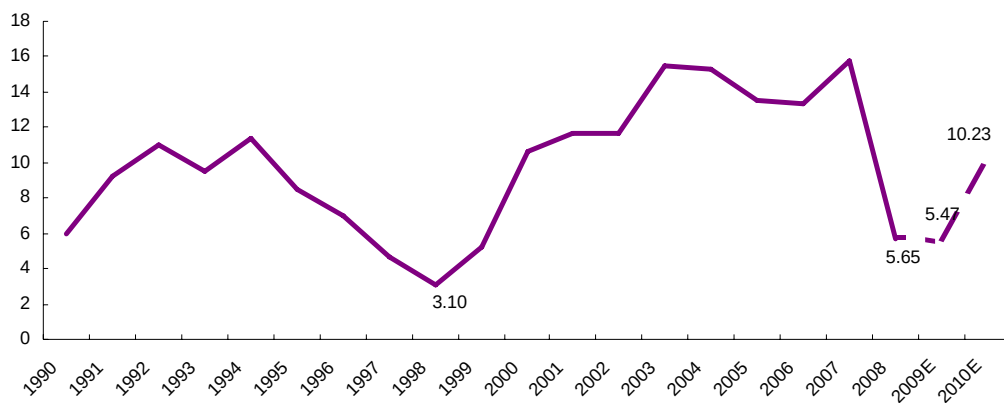
表 2：情景分析：上网电价下调 0.3 分/Kwh 模拟：看好华电国际对电价的高弹性

上市公司	10 年火电上网电量(亿千瓦时)	平均上网电价(元/Kwh)	下调幅度	电价敏感性分析	10 年 EPS 变动幅度	调价后 10EPS(元)	调价后 10PE
华能国际	2173	0.3873	0.77%	6.25%	4.84%	0.60	14
华电国际	961	0.3464	0.87%	9.45%	8.18%	0.28	21
国电电力	698	0.2853	1.05%	5.56%	5.85%	0.42	18
粤电力	277	0.4308	0.70%	4.85%	3.38%	0.49	18
内蒙华电	194	0.2521	1.19%	6.30%	7.50%	0.36	24

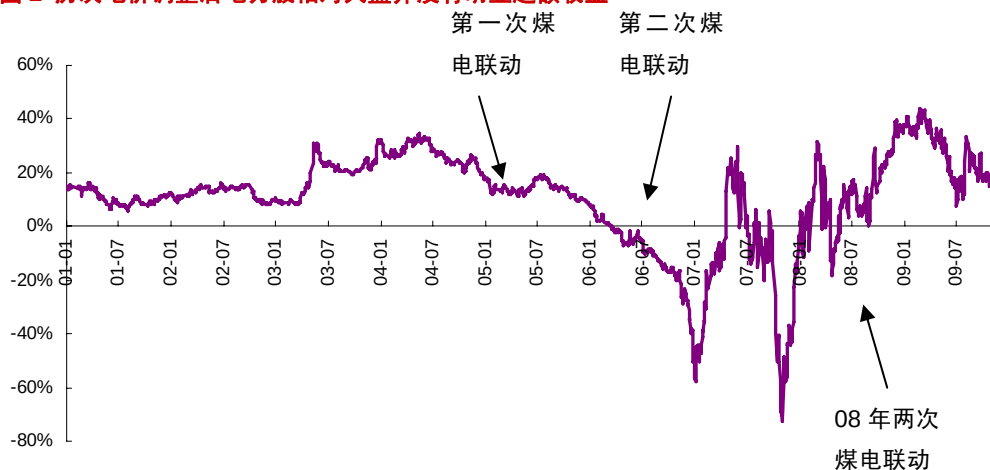
资料来源：东方证券研究所

图 1 发电量预测

单位：%



数据来源：WIND，东方证券研究所

图 2 历次电价调整后电力股相对大盘并没有明显超额收益


数据来源：WIND，东方证券研究所

表 3：历次煤电联动调整方案

	调整时间	调整方案
第一次煤电联动	2005.04	平均上网电价上调 1.78 分/度，销售电价上调 2.52 分/度
第二次煤电联动	2006.06	平均上网电价上调 1.174 分/度，销售电价上调 2.494 分/度
第三次煤电联动	2008.07	平均上网电价上调 2.14 分/度，销售电价上调 2.61 分/度
第四次煤电联动	2008.08	火电机组平均上网电价上调 2 分/度，销售电价未做调整

资料来源：东方证券研究所

表 4：电网盈利对电价上调敏感性分析（扣除居民用电）

单位：亿元/年

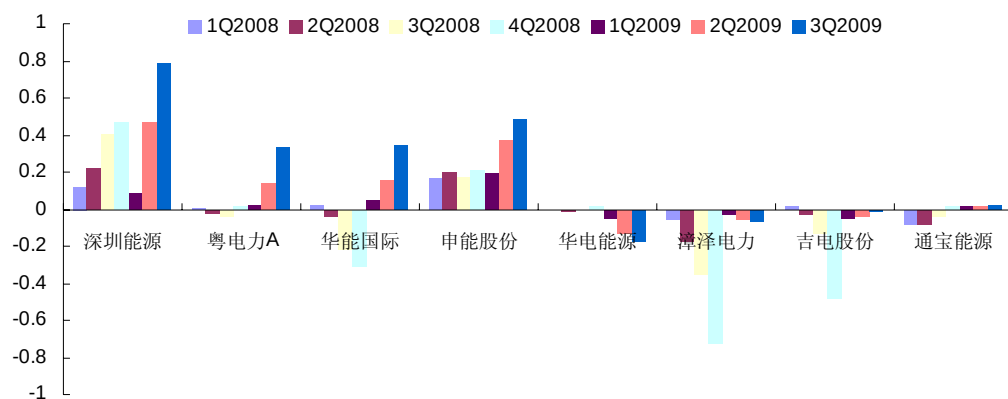
	上网电价上调幅度（分/Kwh）				
	0	0.5	1	1.5	2
销售电价 上调幅度 2.5 （分/Kwh）	833	662	491	320	149

注：上网电价可看作按不同地区发电量加权后的电价调整结果；10 年电量同比增幅按 10% 来算

资料来源：东方证券研究所

图 3 火电行业业绩出现“东西分化”

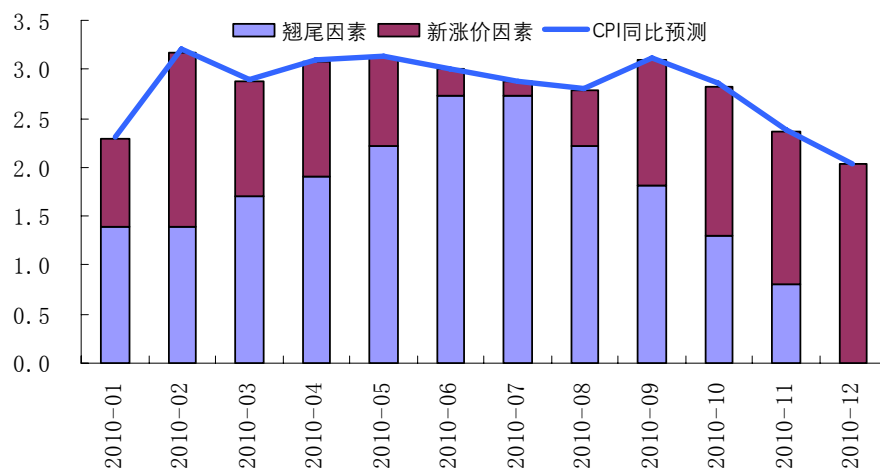
单位：元



数据来源：WIND，东方证券研究所

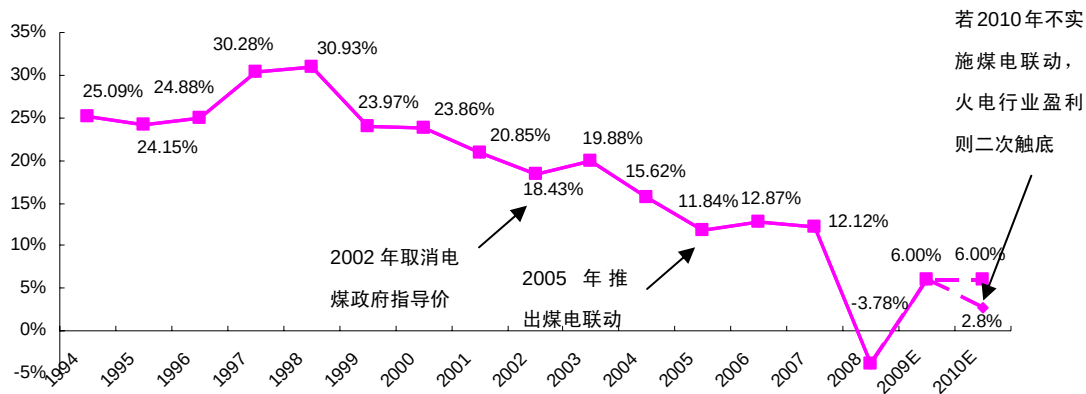
图 4：2010 年 CPI 的初步预测：明年是适宜的煤电联动时间窗口

单位：%



资料来源：国家统计局，WIND 资讯，东方证券研究所

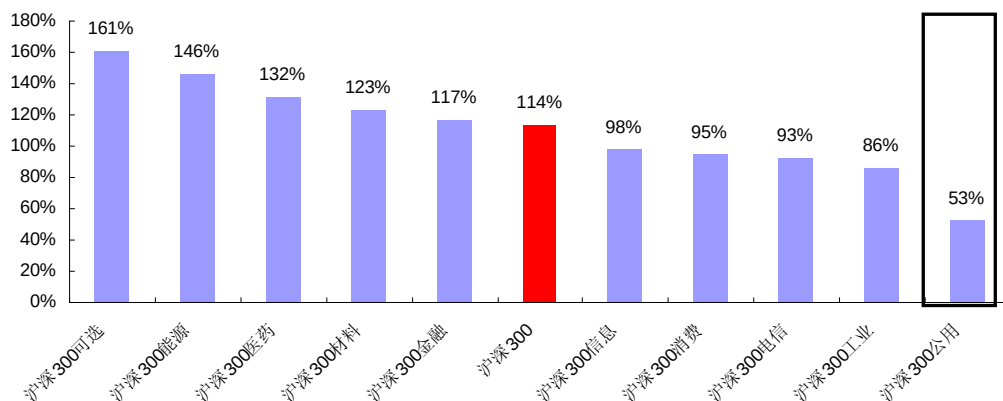
图 5 火电行业 2010 年净利率情景分析



注：假设 2010 年火电行业煤炭成本上浮 5%，若实施煤电联动，上网电价按惯例上调 5%。

数据来源：WIND，东方证券研究所

图 6 08 年 10 月以来各行业涨幅情况



数据来源：WIND，东方证券研究所

分析师承诺

陈舒薇 王帅：电力行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司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。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn