

电力行业：有人欢喜有人忧

——“国家发改委电价调整方案”点评

最新评级：中性

上次评级：无

市场数据：2009 年 11 月 20 日

上证综合指数 3308.35

深圳成分指数 13695.15

沪深 300 指数 3631.01

沪深成交金额 3256.62

报告时间：2009年11月20日

报告类型：事件点评

研究员：蔡文彬

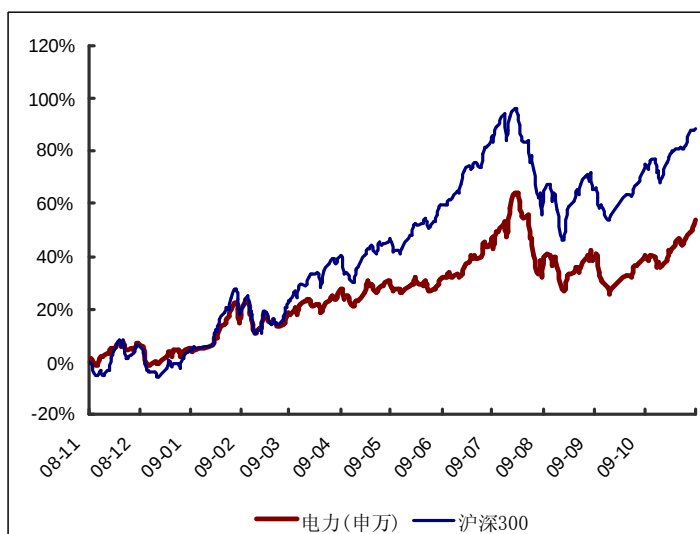
电话：(0351)4131415

E mail: caiwb@dtsbc.com.cn

地址：山西·太原·青年路8号

邮编：030001

网址：<http://www.dtsbc.com.cn>



近期报告：

秦港高库存难改动力煤价格上涨趋势（11/10）

山西煤矿整合渐入佳境，关注相关受益公司（11/3）

■ 事件

近日，国家发改委出台了新一轮的电价调整方案，自 2009 年 11 月 20 日起将全国销售电价平均提高 2.8 分/千瓦时。同时，对上网电价做了有升有降的调整，陕西、甘肃、青海、山西、江西、四川、重庆、云南、贵州以及海南十个省市燃煤机组标杆上网电价每千瓦时上调 0.2-1.5 分；而浙江、福建、江苏、上海、辽宁、河南以及广东七个省市下调 0.3-0.9 分。此外，适当提高了部分电价偏低、亏损严重、更新改造资金严重不足的小水电和老水电企业上网电价。上述省市的具体上网电价调整幅度还有待各省进行研究制定。

■ 点评

非对称涨价弥补电网亏损，保障电网投资建设

去年 8 月 20 日，发改委将全国火电机组上网电价平均每千瓦时提高 2 分钱，但鉴于当时通货膨胀压力较大，以及全球金融危机对经济增长的冲击严重，电网销售电价并没有同步调整。因此，购电成本上涨导致了电网企业陷入政策性亏损。今年 1-8 月，国家电网和南方电网共亏损 161 亿元，同比减少利润 238 亿元。

本次发改委电价调整方案属于非对称调整，电网销售电价上调幅度远大于电企上网电价平均上调幅度。我们认为，非对称上调点价格，一方面是为了保障电网企业的正常经营，恢复电网企业的盈利能力；另一方面，是为了保障电网领域的投资热情，因为未来几年内国家计划继续加大特高压建设投资力度。

图表 1 近五年来历次电价调整情况

调整日期	调整内容
2005年5月1日	全国销售电价水平平均每千瓦时提高2.52分钱
2006年6月30日	调整华北、南方、华中、华东、东北和西北电网的上网电价
2007年7月1日	山西省、内蒙古自治区内新投产电厂送京津唐电网上网电价分别调整为每千瓦时0.298元和0.297元（不含脱硫加价）
2007年10月1日	上调东北电网内部分电厂的上网和输电价格
2007年12月	采取分步降价或转让部分发电量指标方式,下调吉林、湖北等八省（区、市）统调小火电机组上网电价
2008年7月1日	全国火力发电企业上网电价平均每千瓦时提高2.14分钱，全国平均销售电价每千瓦时上调2.5分钱
2008年8月20日	全国火力发电企业上网电价平均每千瓦时提高2分钱，电网经营企业对电力用户的销售电价不做调整
2009年11月20日	全国非民用电价每千瓦时平均提高2.8分钱，居民电价暂不调整；上网电价方面，陕西等10个省（区、市）燃煤机组标杆上网电价适当提高，浙江等7个省（区、市）适当下调

资料来源：大同证券研究部

结构性调整上网电价，或为“煤电联动”铺路

由于去年发改委两次上调火电上网价格，今年火电行业出现了整体复苏的势头。今年前 8 月，全国火电行业实现利润总额为 272 亿元，与去年同期亏损 216 亿元相比，业绩大幅改善。但值得注意的是，由于去年国家“一刀切”的调价，运费大幅变动，以及煤价区域性差异等原因，火电企业盈利状况出现“东富西贫”的现象。从前三季度业绩来看，闽东电力、华电国际等沿海地区的电力企业，受益于煤价、海运费下行，盈利能力大幅提升。而山西、甘肃等中西部电企仍然盈利较低或亏损，如漳泽电力、九龙电力以及西昌电力三季度净利润依旧处于亏损或微利状态。

此次对上网电价进行的结构性调整，无疑将解决因行政定价导致的电力行业内部严重贫富分化问题。而行业内部贫富分化的消除，也是为“煤电联动”提供条件，因为它为火电企业提供了一个相对公平的起点。我们认为，在电力行业盈利能力稳步回升、通胀压力尚未显现的情况下，电网企业盈利恢复和火电企业贫富分化情况的消除，是为未来的电价改革创造条件。

短期内不会引发通胀压力

国家统计局最近公布的数据显示，10 月份居民消费价格（CPI）同比下降 0.5%，比上月降幅缩小 0.3 个百分点，环比下降 0.1%。工业品出厂价格（PPI）同比下降 5.8%，比上月降幅缩小 1.2 个百分点，环比上涨 0.1%。从 CPI 环比下降，PPI 环比微涨可以看出，短期内我国没有通胀压力之虞。

此次售价调整未调整民用电价，因而短期对 CPI 没有直接影响，但对 PPI 的直接影响较大。我们预计，随着电价向下游工业品价格传递，从 12 月份开始 PPI 同比跌幅将快速收窄，环比升幅将加大。此外，根据历史经验，PPI 传导至 CPI 需要 6 个月左右，因此此次电价调整对通胀的影响在明年二季度才会反映出来。

部分缓解“煤电”矛盾

可以注意到，此轮电价调整发生在一年一度的“煤炭订货会”前夕，是否能缓解“煤电”双方的矛盾，成为市场关注的焦点。我们认为，此轮电价调整将进一步改善电力行业的整体盈利能力，因而可以部分缓解“煤电”双方的矛盾，但整体作用较为有限。首先，作为“煤炭订货会”参与主体的五大电力集团在此轮电价调整中受益很小，甚至可能受损。以五大电力集团之一的华能国际为例，由于 60%左右的火电机组都在华东地区，因而其受电价下调的负面影响可能更大。其次，电价调整主要为了解决火电企业“东富西贫”的问题，火电上网电价平均上调幅度有限。此外，目前国内外煤炭价差仍存，为电企电煤谈判提供压价的筹码。

电网企业受益最大，电力企业“冷热不均”

由于电网销售电价上调幅度远大于上网电价，因此，电网企业在此轮电价调整中的受益程度无疑最大。目前拥有电网业务的主要上市公司包括明星电力、桂东电力、三峡水利、岷江水电、文山电力、西昌电力，主要是集中在西部省份的水电类上市公司。由于西部火电上网电价上调，在以上电网企业中，自发电占比越高者，受益程度无疑将更大。

同时，电价上调对火电生产企业肯定是利好，按 10 月份火力发电量 2561 亿千瓦时计算，如果平均上网电价涨幅在 0.5 分/千瓦时，全年可增加电力行业盈利 10 亿元以上。但由于电企上网电价做了有升有降的调整，因此，山西、甘肃、云南等省份的火电生产企业将直接受益，而广州、

浙江、江苏等省份的当地火力电厂，以及华东地区电力布局较多的大型电企（如华电国际、华能国际），将受到上网电价下调的负面影响。此外，水电上网电价并没有多大变化，仅对小水电和老水电企业上网电价微幅上调（如长江电力旗下葛洲坝电站上网电价上调 0.2 分/千瓦时），因此水电上市公司受益程度有限。

图表 2 拥有电网业务的受益公司

证券代码	公司简称	受益原因
600995	文山电力	负责经营文山州地方电网，是所在供电区域内唯一拥有供电许可证的供电企业，拥有独立、完整的供电区域。2008年公司的电力业务占比100%，自发电占比为20.08%。
600310	桂东电力	公司是厂网合一、发供电一体化电力企业，负责贺州市下辖的市、县、区和有关厂矿等区域电力供应。2008年公司的电力业务占比77.97%，自发电占比为60.49%。
600505	西昌电力	公司电网覆盖西昌市、普格县、宁南县等凉山州“17县1市”。2008年公司的电力业务占比100%，自发电占比为47.06%。
600101	明星电力	遂宁地区主要电力供应商。2008年公司的电力业务占比66.06%，自发电占比为74.04%。
600116	三峡水利	重庆市万州区等区域的主要电力供应商，区域市场占有率高达90%。2008年公司的电力业务占比89.58%。
600644	乐山电力	乐山市电力供应商，在乐山市用电市场的占有率10.48%。2008年公司的电力业务占比75.99%，自发电占比为30.70%。
600131	岷江水电	公司属发供电一体化电力企业，负责阿坝州电力供应。2008年公司的电力业务占比99.49%，自发电占比为15.08%。

资料来源：大同证券研究部

给予电力行业“中性”投资评级

从估值水平看，目前电力行业整体静态市盈率在 61 倍左右（截至 11 月 19 日），而火电电子行业的静态市盈率更是高达 84 倍，远高于目前 A 股市场 29 倍的平均市盈率；从 2009 年动态市盈率看，火电电子行业的整体市盈率 32.24 倍，也高于目前 A 股市场 27 倍的平均市盈率。因此，电力行业目前存在一定的高估。

随着今年以来燃料成本下调，在去年发改委两次上调火电上网电价的基础上，电力行业的盈利能力逐步改善；并且在此轮上网电价上调后，未来行业整体盈利能力有望进一步改善。但由于电价机制改革前景尚不明朗，而电煤价格市场化的趋势逐渐清晰，且明年加息周期的到来可能增加电力企业的财务负担。因此，我们给予电力行业“中性”的投资评级，

大同证券投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
股票短期评级	强烈推荐	预计3个月内，股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计3个月内，股价表现优于市场基准指数10% - 20%之间
	中性	预计3个月内，股价表现介于市场基准指数-10%至+10%之间
	回避	预计3个月内，股价表现弱于市场基准指数10%以上
	+ 表示市场表现好于基准，- 号表示市场表现落后基准	
股票长期评级	看好	预计未来12个月内，股价表现强于公司所处的行业指数
	中性	预计未来12个月内，股价表现跟随公司所处的行业指数
	看淡	预计未来12个月内，股价表现弱于公司所处的行业指数

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3：+ - 号代表股票评级的微调

注4：基准指数为沪深300指数

免责声明：

- 1、此报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。
- 2、此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。
- 3、本报告仅反映研究员的不同设想，见解及分析方法，并不代表大同证券经纪有限责任公司。
- 4、大同证券可发出其他与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。

版权声明：

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有，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。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。