

再次重申：煤电联动愈行愈近

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 12 月 17 日

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

事件：

- ✓ 国家发改委网站近日发布《关于完善煤炭产运需衔接工作的指导意见》，首次在煤炭订货工作中明示要积极稳妥推进电力市场化改革，主要内容如下：
 - 煤炭方面：煤炭价格继续实行市场定价；清理各地区、各部门现行煤炭生产、销售过程中征收的各类收费和基金；
 - 电力方面：积极稳妥地推进电力市场化改革，在有条件的地区推行竞争确定电价的机制；过渡期内，完善煤电价格联动机制，调整发电企业消化煤价上涨比例，设置煤电联动最高上限，适当控制涨幅；
 - 电煤合同方面：改变目前煤炭供需双方集中衔接的做法，由企业在规定时间内自主选择适当方式，分散进行衔接；在《指导意见》发布衔接原则、政策和运力配置意向框架后 30 日内，供需企业要协商完成合同签订。
- ✓ 同时，国家电监会总监、新闻发言人谭荣尧在电监会召开的发布会上表示，电监会将争取在明年出台输配电价成本监测办法，以此逐步推进电价改革。

评论：

- 我们的理解：明年电煤价格温和上涨是大概率事件；政府对电价将有所作为，煤电联动愈行愈近。
 - 首先，此次意见明确要适当控制煤电联动的涨幅。我们认为这和煤电联动并不冲突，而是政府在暗示煤企不要过度抬升煤价，毕竟从现在的火电商并不乐观的盈利情况来看，设置了下游电价上涨幅度就等于限制了上游电煤价格的上涨空间，因而长期电煤温和上涨将成常态。
 - 其次，政府此次退出电煤订货会意味着动力煤市场化的最终完成。煤电两个传统上下游行业市场化工作中的一半已结束，有理由相信政府将更多的开始关注二次电改中的电价改革进度。近期电价政策动作频频，种种迹象都一再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，目前市场对动力煤价明年上涨幅度保守预期在 10% 以上，根据我们对火电行业盈利测算，如果政府明年对电价无作为，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并重现 08 年的行业性亏损，我们认为政策层面来看可能性将非常有限。

再次重申我们的观点：在目前外有低通胀有利时点、内有中西部电厂仍在盈亏边缘的背景下，煤电联动将愈行愈近。

➢ 估值有待提升，提前布局时

- 随着上网电价结构性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，虽然短期面临着季节性煤价高峰，但在长期动力煤价格趋稳的背景下，电力行业终将进入到成本和毛利水平稳定的时代，从而其公用事业行业相对于经济周期的“防御”特质得到加强，行业整体估值有望提升。

投资建议：个股首推水电机组占比较高、估值低的国电电力，同时看好沿海机组、大容量机组占比高的华能国际、粤电力、华电国际；具有煤炭坑口优势的内蒙华电。

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。

图 1 发电量预测

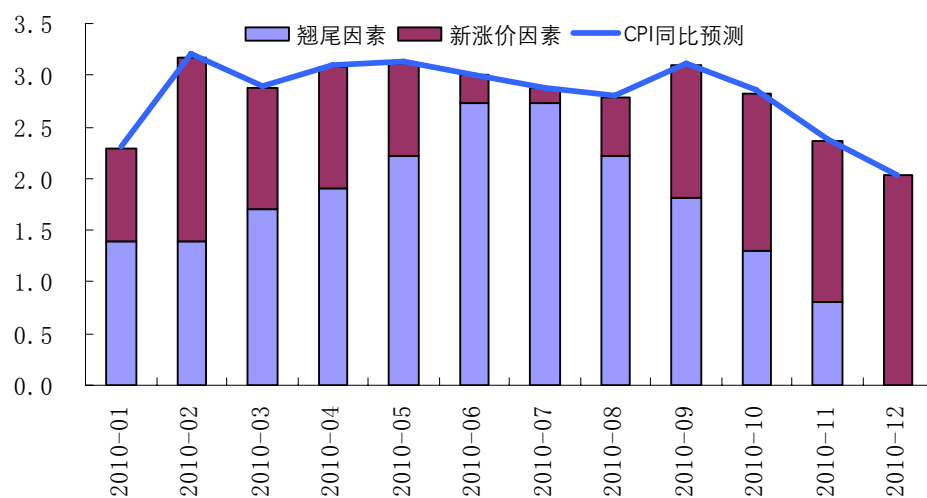
单位：%



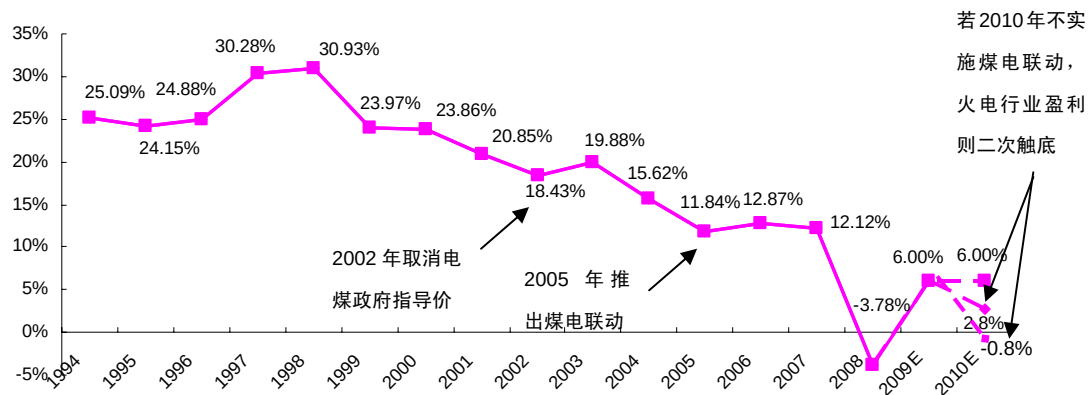
数据来源：WIND，东方证券研究所

图 2： 2010 年 CPI 的初步预测：明年是适宜的煤电联动时间窗口

单位：%

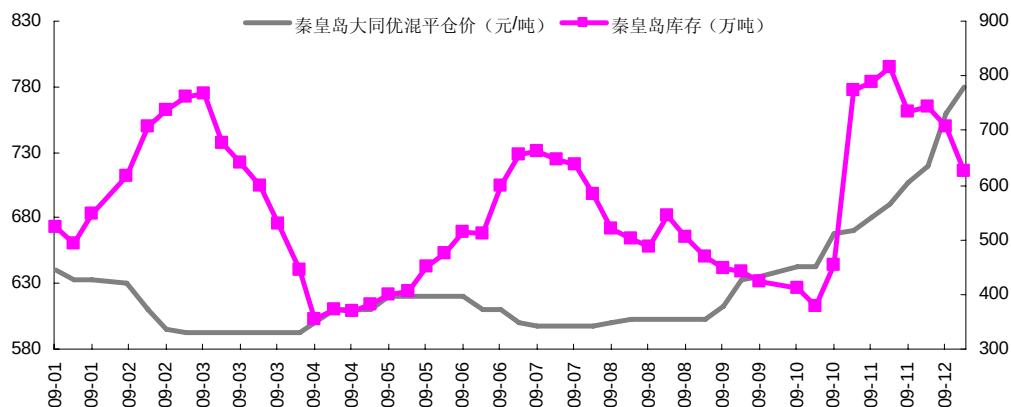


资料来源：国家统计局，WIND 资讯，东方证券研究所

图 3 火电行业（上市部分）2010 年净利率情景分析


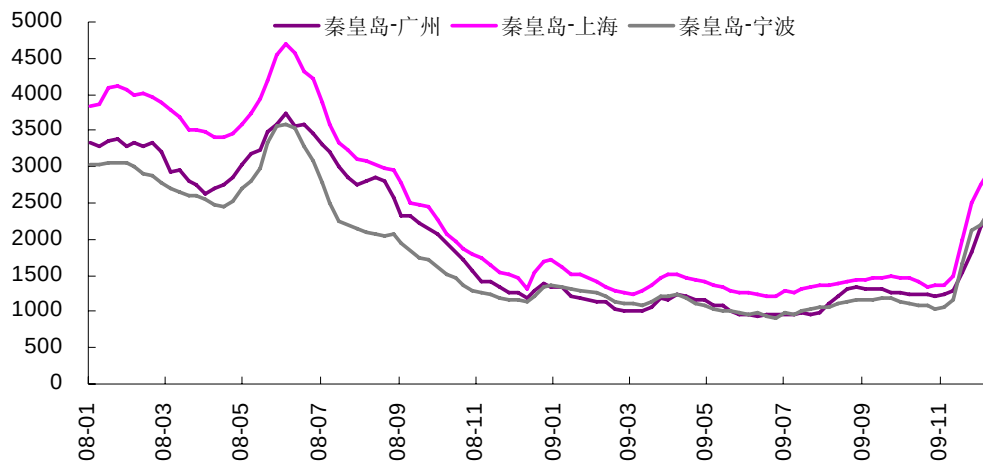
注：假设 2010 年火电行业煤炭成本上浮 5%、10%，若实施煤电联动，上网电价按惯例上调 5%。

数据来源：WIND，东方证券研究所

图 4 秦皇岛煤价四季度以来大幅攀升


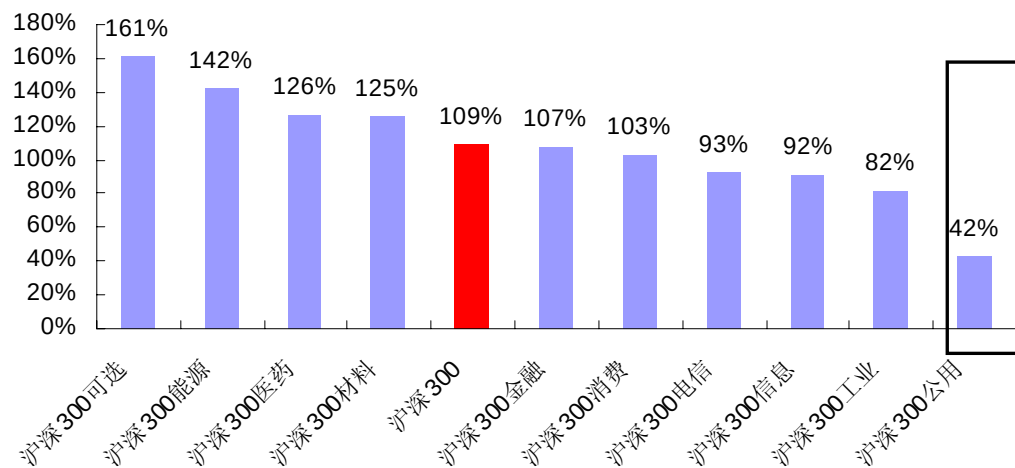
数据来源：WIND，东方证券研究所

图 5 海运费 11 月以来近乎翻一番



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

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