

期待能源委为缓解“煤电矛盾”破题

谨慎推荐 维持评级

核心观点:

- 2009 年 12 月至 2010 年 1 月，电力需求同比高增长，火电月度发电量创历史新高，机组发电小时数上升。同期，市场煤价格持续上涨，合同煤价格基本确定，其涨幅符合预期。
- 受燃料成本上涨影响，火电行业有可能在 2010 年第一季度出现亏损，但此盈利状况已经在我们的预期之内，目前尚未观察到行业盈利超预期恶化的迹象。
- 行业关键驱动因素有望逐步好转。(1) 市场煤价格上涨动力正在减弱。(2) 合同煤价格确定，涨幅远低于市场煤，且合同签约量大。(3) 国家能源委员会成立，“煤电矛盾”有望缓解。无论能源委是从上网电价方面进行疏导，还是在燃料成本方面进行价格控制，都将对火电行业产生积极影响。
- 2010 年 1 月份，电力行业指数表现优于大盘。我们维持对行业“谨慎推荐”的投资评级，继续推荐国电电力、穗恒运 A、长江电力、文山电力等公司。

分析师

邹序元

✉: zouxuyuan@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8668

相关研究

1. 行业深度研究：清洁能源发电经济效益提升，火电机会源于燃料成本控制 10.01.08
2. 行业动态研究：电价改革“积跬步、至千里” 09.10.24
3. 行业动态研究：东部火电盈利继续增长，期待坑口电厂否极泰来 09.09.24
4. 行业动态研究：点火价差稳定，用电需求快速回升 09.07.30
5. 行业动态研究：向上游要资源，产业链纵向延伸 09.07.16

重点关注的公司

股票名称	股票代码	EPS (元)			PE (X)			10-11EPS	ROE	合理估值
		2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	CAGR	2009	区间 (元)
国电电力	600795	0.33	0.43	0.50	21.07	16.07	13.82	23.49%	10.5%	8.5-9.5
穗恒运 A	000531	0.91	1.08	1.74	17.20	14.44	8.97	38.52%	27.6%	20.0-24.0
长江电力	600900	0.46	0.70	0.74	28.07	18.44	17.45	26.83%	9.2%	14.0-16.0
文山电力	600995	0.34	0.44	0.53	22.71	17.85	14.70	24.30%	16.9%	9.5-10.5

资料来源：中国银河证券研究所

一、投资逻辑

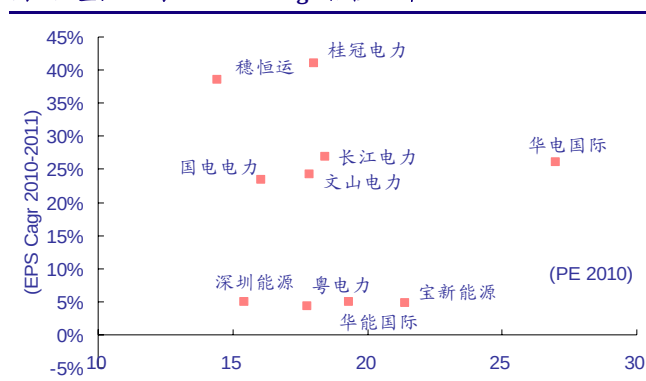
2009 年 12 月至 2010 年 1 月，电力需求同比高增长，火电月度发电量创历史新高，机组发电小时数上升。同期，市场煤价格持续上涨，合同煤价格基本确定，其涨幅符合预期。受燃料成本上涨影响，火电行业有可能在 2010 年第一季度出现亏损，但此盈利状况已经在我们的预期之内，目前尚未观察到行业盈利超预期恶化的迹象。

虽然 2010 年第一季度火电行业盈利状况预期不佳，但是行业关键驱动因素有望逐步好转。

(1) 市场煤价格上涨动力正在减弱，春节之后市场煤价格有可能回落。(2) 合同煤价格明确，涨幅远低于市场煤，且合同签约量大。(3) 国家能源委员会成立，“煤电矛盾”有望缓解。无论能源委是从上网电价方面进行疏导，还是在燃料成本方面进行价格控制，都将对火电行业产生积极影响。我们仍然维持原有预测，预计 2010 年第二季度将有一次上网电价调整。

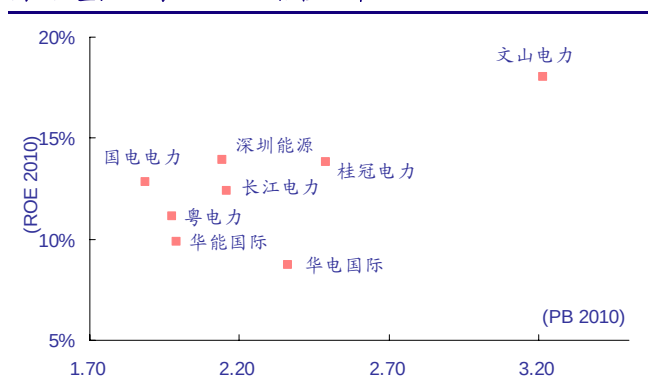
2010 年 1 月，电力行业指数表现优于大盘。我们维持对行业“谨慎推荐”的投资评级。继续推荐国电电力、穗恒运 A、长江电力、文山电力等公司。

图 1: 重点公司 PE-EPS Cagr 估值矩阵



资料来源: 中国银河证券研究所

图 2: 重点公司 PB-ROE 估值矩阵



资料来源: 中国银河证券研究所

表 1: 重点公司盈利预测与估值

	EPS 09E	EPS 10E	EPS 11E	PE 09E	PE 10E	PE 11E	ROE 10E	PB 10E
国电电力	0.33	0.43	0.50	21.07	16.07	13.82	12.83%	1.88
穗恒运	0.91	1.08	1.74	17.20	14.44	8.97	31.43%	4.29
长江电力	0.46	0.70	0.74	28.07	18.44	17.45	12.39%	2.16
文山电力	0.34	0.44	0.53	22.71	17.85	14.70	18.02%	3.21
金山股份	0.10	0.37	0.51	82.60	22.32	16.20	12.33%	2.75
桂冠电力	0.21	0.41	0.42	35.52	18.00	17.86	13.81%	2.49
深圳能源	0.76	0.81	0.84	16.37	15.41	14.86	13.91%	2.14
粤电力	0.46	0.40	0.50	15.46	17.78	14.22	11.11%	1.98
宝新能源	0.50	0.48	0.55	20.56	21.42	18.69	18.46%	3.95
华电国际	0.18	0.18	0.28	27.66	26.98	17.40	8.74%	2.36
华能国际	0.40	0.38	0.44	18.24	19.32	16.56	9.86%	1.99
建投能源	0.15	0.15	0.23	43.39	45.16	28.68	5.93%	1.98

皖能电力 0.24 0.26 0.29 37.45 35.17 30.99 4.85% 1.71

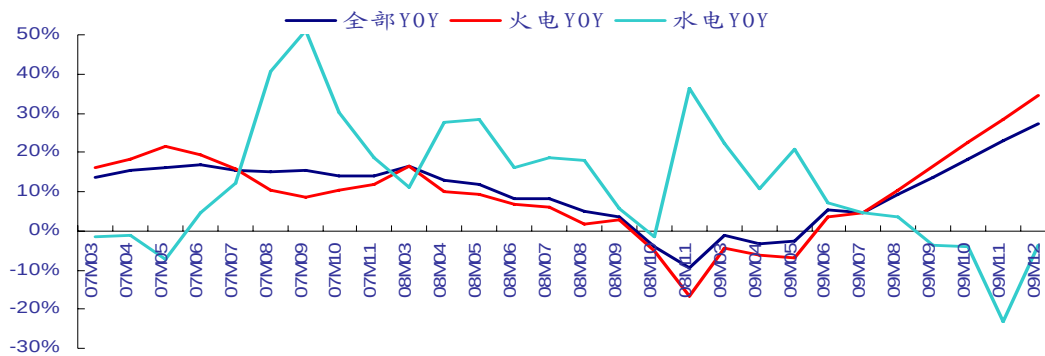
资料来源：中国银河证券研究所

二、电力行业数据分析

(一) 09 年 12 月发电量创历史新高

2009 年 12 月，全国月度发电量 3836 亿千瓦时，创历史新高，同比上升了 27.3%；其中火电发电量 2933 亿千瓦时，同比上升 34.5%；水电发电量 360 亿千瓦时，同比下降 3.56%。12 月全国水电发电量不理想，也在一定程度上放大了火电发电量的增幅。

图 3：月度发电量同比变化情况



资料来源：国家统计局

分产业观察，第二产业用电量增长幅度加速。

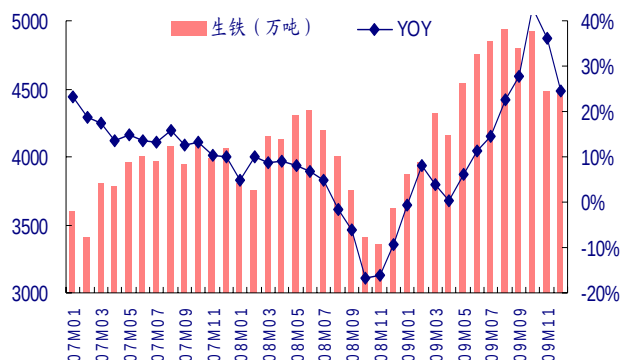
表 2：分产业用电量同比变化情况

	08M1-3	08M1-6	08M1-9	2008A	09M1-3	09M1-6	09M1-9	09M1-12
全社会用电量总计	13.0%	11.7%	9.7%	5.23%	-4.02%	-2.24%	1.40%	5.96%
第一产业	9.2%	5.0%	2.6%	1.85%	5.12%	3.81%	6.35%	7.86%
第二产业	11.8%	11.1%	9.3%	3.83%	-8.21%	-5.73%	-1.67%	4.15%
第三产业	15.2%	12.3%	10.8%	9.67%	7.41%	9.42%	11.26%	12.11%
居民生活用电	19.7%	16.5%	12.9%	11.83%	9.88%	9.87%	11.73%	11.87%

资料来源：中电联

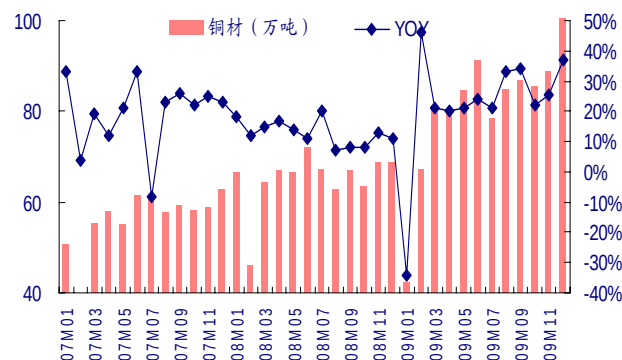
2009 年 12 月，主要高耗能产品，如生铁、铜材、电解铝、水泥等产品的月度产量高增长，尤其是铜材、电解铝的产量均创历史新高。高耗能产业用电量的高增长对月度发电量增长的贡献显著。

图 4: 生铁月度产量及同比变化情况



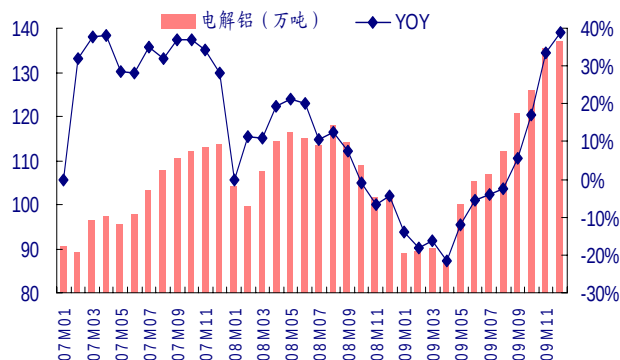
资料来源: 国家统计局

图 5: 铜材月度产量及同比变化情况



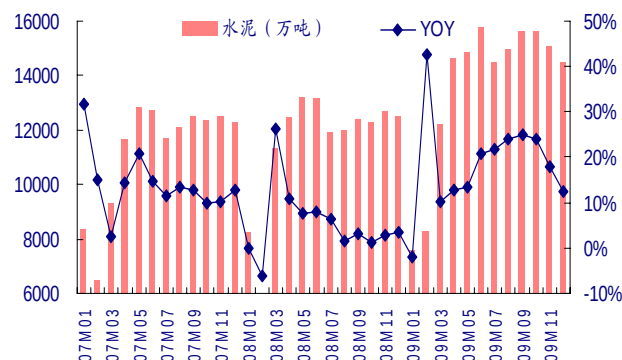
资料来源: 国家统计局

图 6: 电解铝月度产量及同比变化情况



资料来源: 国家统计局

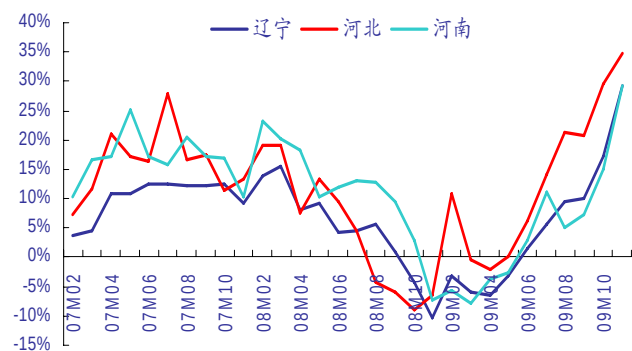
图 7: 水泥月度产量及同比变化情况



资料来源: 国家统计局

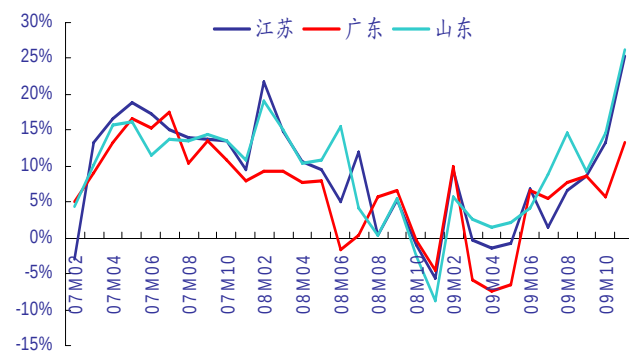
从各地区用电量变化看，重工业集中省区的用电量增速显著高于沿海省区的用电量变化。

图 8: 以制造业为主的省区用电量变化



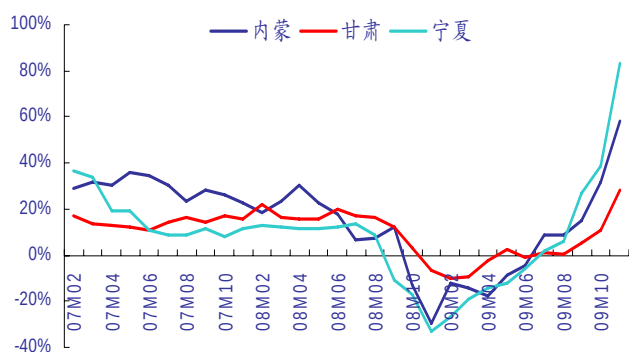
资料来源: 中电联

图 9: 沿海经济发达省区用电量变化



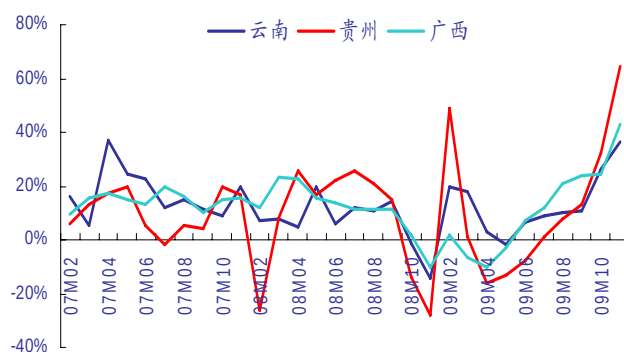
资料来源: 中电联

图 10: 西北省区用电量变化



资料来源: 中电联

图 11: 西南省区省区用电量变化

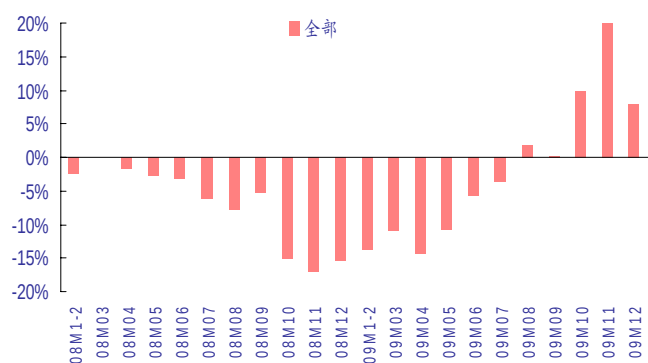


资料来源: 中电联

(二) 机组利用率显著上升

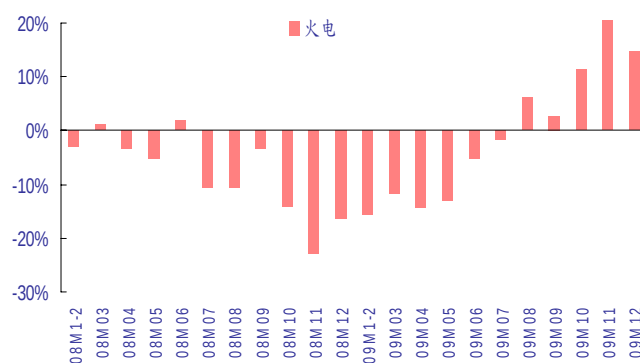
2009 年 1-12 月全国机组累计利用小时数为 4527 小时, 同比下降 2.6%, 其中火电利用率为 4839 小时, 同比下降 0.93%。发电机组利用率降幅明显收窄。从月度情况观察, 2009 年第四季度机组发电小时数同比大幅上升, 一方面原因是用电量屡创新高, 另一方面同比基数较低。

图 12: 全部机组月度发电小时数同比变化



资料来源: 中电联、中国银河证券研究所

图 13: 火电机组月度发电小时数同比变化



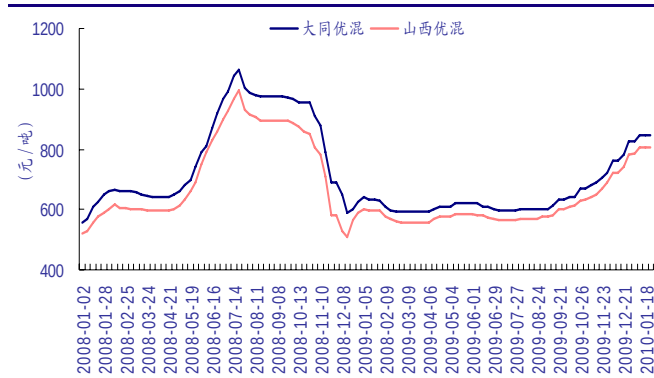
资料来源: 中电联、中国银河证券研究所

三、市场煤价格持续上涨, 合同煤价格明确

国内市场煤价格持续上涨。2010 年 1 月 25 日, 秦皇岛大同优混 (6000 大卡)、山西优混 (5500 大卡)、山西大混 (5000 大卡) 的价格分别为 845 元/吨、805 元/吨和 710 元/吨, 与 2009 年 12 月 28 日的价格相比分别上涨 2.4%、3.2%和 6.0%, 较 2009 年同期价格分别上涨 33.6%、34.7%和 38.4%。

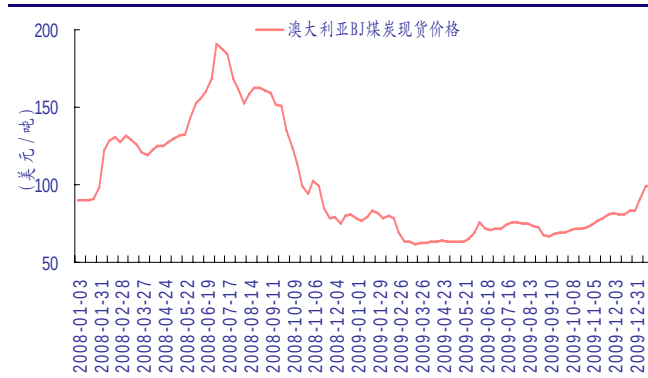
国际煤价继续上涨。2010 年 1 月 21 日, 澳大利亚 BJ 煤炭现货价格为 99 美元/吨, 较 2009 年 12 月末上涨 19%, 较 2009 年同期上涨 18.3%。但与 09 年同期相比, 国际煤价涨幅明显低于国内市场煤。

图 14: 秦皇岛煤炭价格



资料来源: 中国煤炭资源网

图 15: 澳大利亚 BJ 煤炭现货价格



资料来源: 中国煤炭资源网

我们看到, 2009 年 9 月末至 2010 年 1 月末, 秦皇岛市场煤价格已经累计上涨了约 35%。此价格涨幅已经远超过火电行业所能承受的范围。但同期进行的 2010 年合同煤签约却非常顺利。据媒体报道, 2010 年合同煤价格上涨 30-50 元/吨, 较 2009 年均价涨幅约 8-10%, 远低于秦皇岛市场煤价格涨幅。如果按报道中所述, 合同煤签约量超过 16 亿吨 (预计 2010 年全年发电耗煤量约 17 亿吨), 合同煤用量远超预期。当然, 此数据是否准确, 合同兑现率如何仍待持续观察。

四、期待能源委为缓解“煤电矛盾”破题

国务院办公厅日前下发通知, 根据第十一届全国人民代表大会第一次会议审议批准的国务院机构改革方案和《国务院关于议事协调机构设置的通知》(国发〔2008〕13 号)精神, 为加强能源战略决策和统筹协调, 国务院决定成立国家能源委员会, 国务院总理温家宝出任主任。国家能源委员会的主要职责是, 负责研究拟订国家能源发展战略, 审议能源安全和能源发展中的重大问题, 统筹协调国内能源开发和能源国际合作的重大事项。此外, 国家能源委员会办公室主任由发展改革委主任兼任, 副主任由能源局局长兼任, 办公室具体工作由能源局承担。

能源委的成立使我们看到了解决或缓解“煤电矛盾”的些许希望。在目前的煤价下, 火电行业有可能在 2010 年第一季度出现亏损或微利。在电价仍受管制的情景下, 如何平衡“煤炭-电力”两个产业的利益分配及缓解“煤电矛盾”也许是能源委亟待解决的问题之一。我们认为, 无论能源委是从上网电价方面进行疏导, 还是在燃料成本方面进行价格控制, 都将会对火电行业产生积极影响。我们将继续观察火电行业在“否极”之后, 可否“泰来”。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908