

关注煤价政策性风险下的行业机会

研究结论

- **电煤限价政策风险加强。**虽然从政府这次退出煤炭产运需衔接会可以看出放手煤电充分实现市场化的良好愿望，但因为下游需求旺盛（PMI 连续 10 个月超 50%）叠加冬季用电高峰，短期电荒从水来水情况差的华中地区迅速蔓延至华东、华北地区，电煤价格自去年四季度以来一路上涨 30% 以上，大部分电厂目前已处于发电亏损的状态极有可能迫使政府再次出台 08 年中实施的电煤限价政策。
- **电力股一季度末的交易性机会可能提前到来。**我们的观点是：目前电煤价格已经到了涨得越多，从政策层面来看，对电力行业越有利的特殊阶段。因为在这样的煤价水平上签订的 10 年电煤合同平均上涨 40-50 元，涨幅达到 10% 以上，已经让发电商在 09 年前 3 季度短暂休憩之后再次背上了沉重的成本包袱，如果在现有的高煤价基础之上涨势延续，从春节前用电安全的角度来考虑，政府必定会重估电力行业严峻的经营形势，从而出台任何利好电力股的行业政策。
- **即使这次电煤限价成行，我们仍然坚持下半年煤电联动机制的重启。**电价改革是电力行业的政策趋势，今年的适度通胀环境（CPI 约 3-3.5%，东方证券宏观组）也为电价调整提供有利的时间窗口；进一步，如果政府对电价无作为，则意味着整体来看盈利水平仍处于历史低位的火电行业要在 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。而**煤电联动机制的再启动**将有别于简单的一次性电价上调对电力股的短暂影响，电力股将向现金流稳定的公用事业回归，估值有待提升。
- 从电力股的**重置成本**情况来看，考虑到大型发电商除发电资产还具有的煤炭资源，主要火电商的市值已位于重置成本附近。我们认为目前电力股的负面因素基本已反应在股价中，整个行业基本面正在见底，下行空间有限，且**近期股指期货的推出助推了市场风格向大盘股转换的趋势**，不论是从市值还是安全性来考虑，电力股都具备配置价值。维持行业“看好”评级。个股我们仍然首推业绩对煤价敏感度低的**国电电力**（水电占比高和行权预期）、装机增速和利用小时有保证的**华能国际**。
- **风险因素：**中国经济二次探底；短期出现应对通胀的利率上调。



东方证券
ORIENT SECURITIES

陈舒薇

电力行业分析师

8621-63325888 × 6067

chenshuwei@orientsec.com.cn

王帅

煤炭行业首席分析师

8621-63325888 × 6068

wangshuai@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A 股

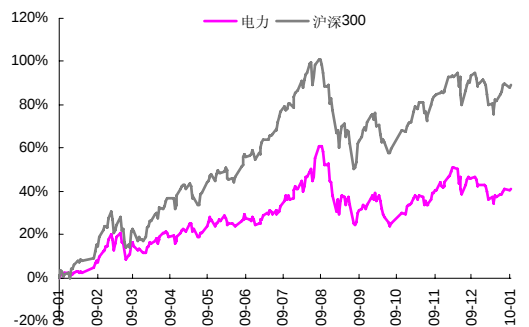
行业

电力

报告日期

2010 年 1 月 13 日

行业表现



评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%)

-3.17

8.57

41.27

相对表现 (%)

-0.99

-4.09

-48.01

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	08EPS	09EP(E)	10EPS(E)	股价	评级
华能国际	(0.31)	0.42	0.50	8.09	买入
内蒙华电	(0.40)	0.21	0.33	7.88	买入
国电电力	0.03	0.30	0.45	7.20	买入
粤电力	0.01	0.44	0.42	7.67	买入
华电国际	(0.42)	0.19	0.24	5.34	增持

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

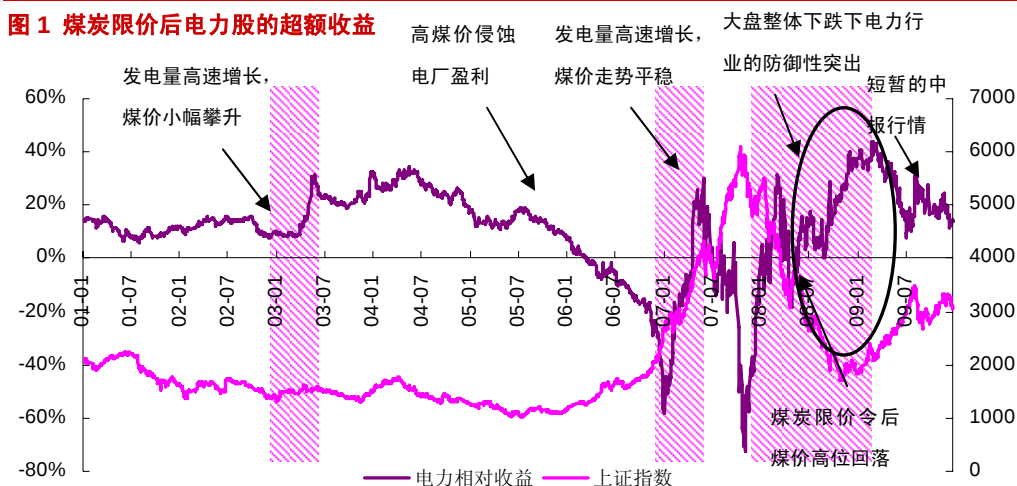
相关研究报告

《电价调整传闻的重新解读》	2009 年 10 月 12 日
《电价改革加速下的行业机会》	2009 年 11 月 4 日
《寻找电力股的黄金时间差》	2009 年 11 月 10 日
《电价调整：煤电联动愈行愈近》	2009 年 11 月 20 日
《10 年电力行业策略：上半年看利用小时，下半年看煤电联动》	2010 年 1 月 6 日

表 1: 08 年煤炭限价令颁布实施情况

2008 年 6 月 19 日	国家发改委下发电煤限价令：煤炭生产企业供发电用煤，包括重点合同电煤和非重点合同电煤，其出矿价(车板价)均以 2008 年 6 月 19 日实际结算价格为最高限价；
2008 年 7 月 24 日	国家发改委继续下发《要求进一步加强和完善电煤价格临时干预措施的通知》，纠正前次“以时间为节点切断煤价，而不顾煤质优劣”的政策缺陷，规定秦皇岛港、天津港、唐山港等港口动力煤平仓价格，不得超过 6 月 19 日价格水平，即发热量 5500 大卡/千克动力煤限价水平分别为每吨 860 元、840 元和 850 元；
2008 年 12 月 5 日	国家发改委下发《关于做好 2009 年跨省区煤炭产运需衔接工作的通知》。通知明确表示，煤炭价格继续实行市场定价，先前的煤炭限价令至此结束。

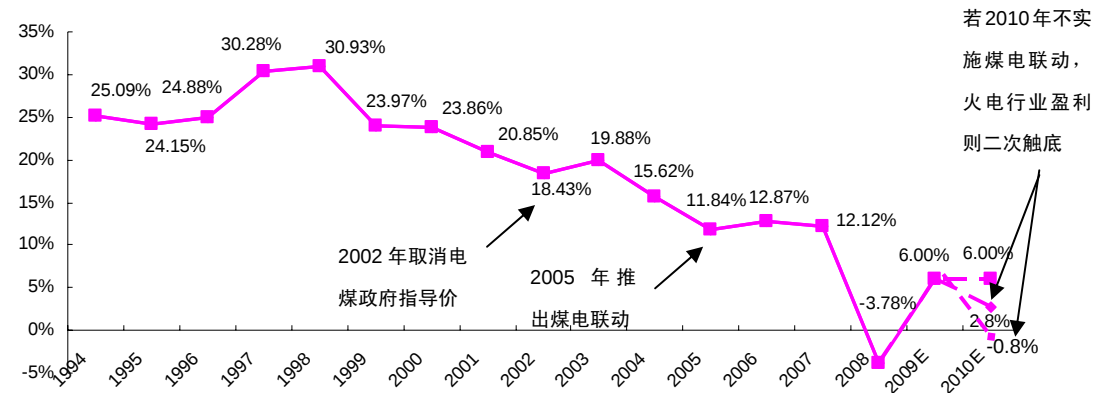
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 1 煤炭限价后电力股的超额收益


注：电力行业及大盘指数收益均以 2000 年 1 月 4 日价格为基点算得，并用两指数的定基涨幅之差代表行业超额收益情况。

数据来源：WIND，东方证券研究所

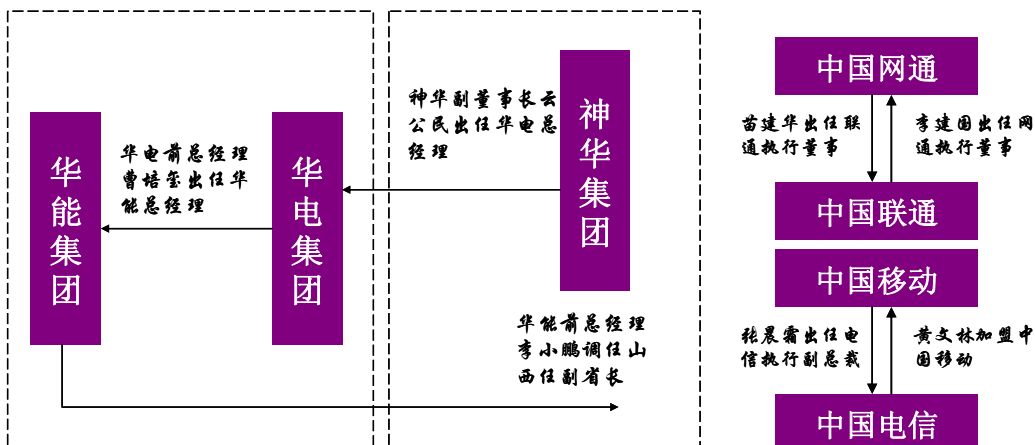
图 2 火电行业（上市部分）2010 年净利率情景分析



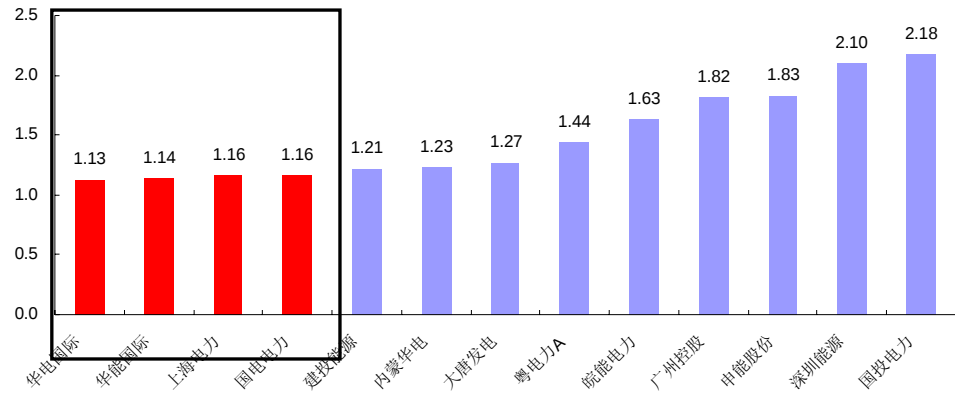
注：假设 2010 年火电行业煤炭成本上浮 5%、10%，若实施煤电联动，上网电价按惯例上调 5%。

数据来源：WIND，东方证券研究所

图 3 高管互换政策-政府不愿看到寡头行业内或上下游间的竞争失衡，电力弱势状态不会持续过久



数据来源：WIND，东方证券研究所

图 4 主要火电商总市值相对重置成本比例水平


注：国电电力因其水电机组占比相对较高，其单位造价以 5000 元/kW 计。

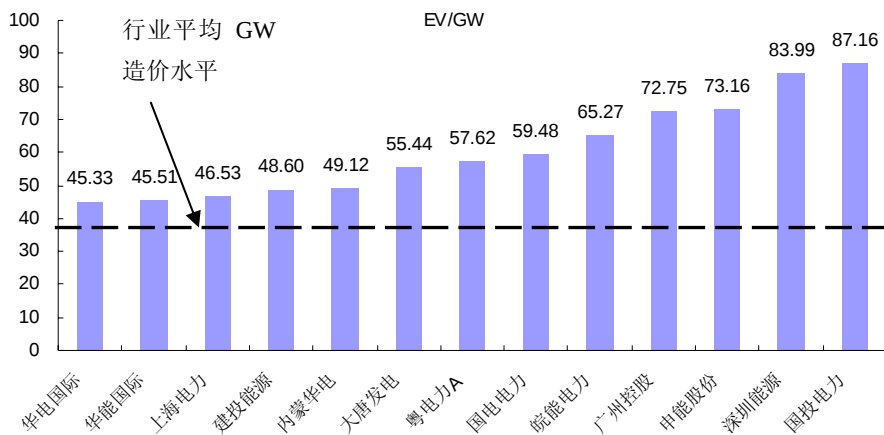
资料来源：公司公告，WIND 资讯，东方证券研究所

表 2: 四大火电商煤矿资源情况

上市公司	煤矿	位置	股权	可采储量 (亿吨)	权益可采储 量 (亿吨)	年产量(万吨 /年)	投产时间
华电国际	东易忠厚	山西	70%	0.6028	0.42196	120	2009
	万通源二铺	山西	70%	0.7285	0.50995	180	2010
	银星	宁夏	45%	6.76	3.042	580	2011
	富城	内蒙古	35%	1.556	0.5446	240	2011
	长城	内蒙古	25%	0.653	0.16325	60	2011
	合计			10.30	4.68	1180	
国电电力	同忻煤矿	山西	28%	8.5	2.38	1000	2009
	沙巴台	宁夏	100%	0.6153	0.6153	90	2011
	察哈素	内蒙古	50%	18.3	9.15	1000	2012
	刘三圪旦	内蒙古	50%	21	10.5	1000	2012
	合计			48.42	22.65	3090	
华能国际	白龙山	云南	100%	13.47	13.47	800	2012
	雨旺	云南	100%	4.57	4.57	300	2012
	合计			18.04	18.04	1100	
大唐发电	塔山	山西	28%	30.71	8.5988	1500	2008
	蔚州煤矿	河北	49%	5.64	2.7636	1000	2008
	长滩煤矿	内蒙古	40%	15.42	6.168	1200	2011
	孔兑沟煤矿	内蒙古	51%	3.3	1.683	300	2011
	胜利东二煤矿	内蒙古	100%	38.4	38.4	3000	2011
	五间房	内蒙古	51%	33	16.83	6000	2011
	合计			126.47	74.44	13000	

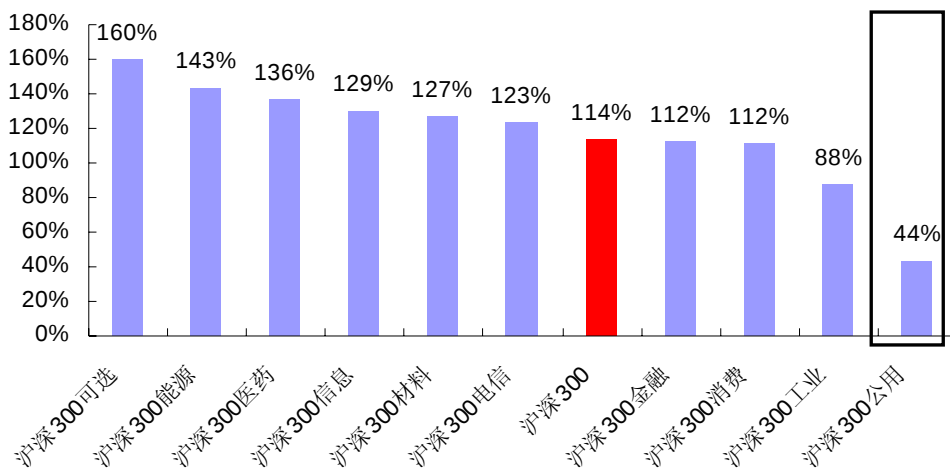
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 5： 主要火电商 GW 市值情况



资料来源：公司公告，WIND 资讯，东方证券研究所

图 7 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：电力行业分析师

王帅：煤炭行业首席分析师

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