



煤炭

2011.05.25

评级:

中性

上次评级:

增持

电价调整将为煤炭股注入强心剂

电价调整专题报告-煤炭篇



杨立宏



010-59312711



yanglihong@gtjas.com



编号 S0880511010016

本报告导读:

在供需拐点来临之前,电价调整的空间将被煤价上涨吞噬,由于占比 70%的合同价格被冻结,涨价的好处为中间商和寻租者所得,但为 12 年合同价格的上调留下空间

摘要:

- 本轮电荒症结在于煤电之间价格机制的不畅,高耗能行业反弹、煤价上涨、干旱等多重因素激化了这一积弊,通过电荒的形式暴露出来。因此如果电价调整是电企“逼宫”的胜利,但如果煤电价格传导机制不发生根本变化,调价仅解一时之急。
- 上调电价打开动力煤的上涨空间。在目前的供需格局下,电价上调的空间就是煤价的上涨空间。4 月 10 日国家发改委价格司上调部分亏损严重火电企业上网电价,16 个省平均上调上网电价约 1.2 分/度,相当于 2.5%左右的涨幅,而期间秦皇岛 6000 大卡、5500 大卡动力煤的涨幅分别为 5.39%和 7.50%,因此整体来讲,电价上调的并为改善电力企业的盈利空间。在煤炭供需格局未现拐点前,再次上调电价只是扬汤止沸,于事无补,反而增加了下游的成本、推高和延长通胀。
- 合同价格年内冻结,动力煤企获益寥寥。在电价涨煤价涨更多的尴尬局面下,发改委可能会继续严格限制年内合同煤价涨幅,合同煤通常占比 70%之多,价格冻结使动力煤公司获益寥寥,所以近期产地价格的涨幅并不大,截至 5 月 23 日,动力煤港口价格连续 8 周的上涨,平均涨幅为 7%,而同期山西坑口 14 个地区动力价格的平均涨幅仅为 1.71%,尽管煤企可以通过下调合同煤比例、降低履约率、降低煤质等手段微调利润,但在发改委趋严的监管下空间不断缩小。
- 现货与合同的巨大价差成为贸易商和寻租者的大餐。不断拉大的现货与合同价存在套利空间,为中间商和寻租者获得。中国神华由于拥有完备的运输体系,是依靠贸易获得套利的重要受益者之一,3、4 月份公司外购煤占自产煤比重分别上升至 42%和 48% (1 月份为 30%),通过第三方港口下水量占总下水量的比重达到 62%和 48%;合同价与现货之间吨煤 250 元 (40%以上) 的价差也为寻租者提供了丰厚的利润空间,尽管这一点尚无法从数据上说明,但价格管制的历史经验我们都懂的。
- 对 12 年合同价格上调有积极意义。上调电价对煤炭企业的积极意义在于:拉大的港口现货价格与重点合同价格之间的价差,为 12 年合同价格的上调留出空间。我们测算了重点公司合同煤价上调对业绩的敏感性分析,见附表 3。
- 中国神华是上调电价的直接受益者。受益来自两个方面:一是电价的上调带来直接的盈利提升;二是通过自有铁路获取煤炭贸易价差。
- 维持行业中性评级。如果电价调整带来的煤价上涨预期会给煤炭股注入一针强心剂,但在经济回落预期下,价格上涨持续性不足,不能改变对行业景气下滑的担忧,维持中性评级。

相关报告

煤炭:《煤价上涨谁得利》

2011.05.24

煤炭:《下游增速回落,行业景气见顶进一步确认》

2011.05.18

煤炭:《短期仍缺乏趋势性机会》

2011.05.10

煤炭:《煤价上涨陷入死循环》

2011.05.05

煤炭:《煤价上涨动力式微》

2011.05.03

请务必阅读正文之后的免责条款部分

表 1: 中国神华电力业务基本情况

	2006	2007	2008	2009	2010
装机容量(MW)	11960	15091	18001	23048	27433
发电量(亿千瓦时)	554	789	978	1051	1398
售电量(亿千瓦时)	517	744	903	977	1301
加权售电价(元/兆瓦时)	318	321	320	336	334
售电价变动	8.02%	0.94%	-0.31%	5.00%	-0.60%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

表 2: 中国神华业绩对平均电价调整的敏感性分析

售电均价调整幅度	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%	5.00%
增加利润	113495	114049	114602	115156	115709	116263
折合 EPS	0.0571	0.0573	0.0576	0.0579	0.0582	0.0585
相对我们预测 EPS 的上调幅度	2.85%	2.87%	2.88%	2.89%	2.91%	2.92%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

表 3: 动力煤合同价格上调对重点煤炭公司业绩影响的敏感性分析

公司简称	2010	动力煤综合售价	合同比例	动力煤价格上调对业绩的提升幅度敏感性分析				
				2%	4%	6%	8%	10%
中煤能源	11620	484	70%	12.08%	24.17%	36.25%	48.34%	60.42%
大同煤业	2252	457	70%	10.05%	20.10%	30.15%	40.20%	50.25%
国阳新能	4005	460	70%	7.45%	14.91%	22.36%	29.81%	37.26%
平煤股份	3133	345	70%	5.36%	10.72%	16.08%	21.45%	26.81%
国投新集	1331	496	70%	5.06%	10.12%	15.18%	20.24%	25.30%
露天煤业	4245	131	70%	2.89%	5.78%	8.67%	11.56%	14.45%
中国神华	29260	427	50%	2.29%	4.57%	6.86%	9.15%	11.44%
盘江股份	790	360	70%	2.06%	4.12%	6.17%	8.23%	10.29%
潞安环能	1436	440	70%	1.87%	3.74%	5.61%	7.48%	9.35%
西山煤电	1238	404	70%	1.28%	2.55%	3.83%	5.11%	6.39%
兖州煤业	3492	527	30%	0.82%	1.63%	2.45%	3.27%	4.09%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

关于表 3 主要假设的说明:

- 1、采用 2010 年各公司的动力煤销量为计算基数, 对于有大量外购煤的公司, 如国阳新能、中国神华和中煤能源, 由于外销价格上涨时采购原煤价格也可能上调, 因此对上述公司所计算的弹性结果存在高估可能;
- 2、由于大部分公司并不分拆披露合同和非合同销售比重, 我们无法估算合同和现货销售各自的均价, 因此销售均价统一按照全部动力煤销售均价测算; 除有单独披露的公司外, 其余公司合同煤的比重我们按照统一 70% 假设计算;
- 3、在测算对业绩的影响幅度是, EPS 基数我们采用 11 年 1 季度 EPS 年化计算。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		