



电力

2011.05.31

远未“尘埃落定”，调价刚刚开始

——部分地区销售电价上调点评



王威

021-38676694

wangw@gjas.com

编号

S0880511010024

本报告导读：未来将持续看到上网电价的调整

摘要：

- 据新华社报道，为缓解部分地区电力供应紧张、抑制高耗能产业发展、保障民生，国家发改委决定自6月1日起，15个省市工商业、农业用电价格平均每千瓦时上调1.67分钱，但居民用电价不变；
- 本次销售电价调整涉及的15个省市是山西、青海、甘肃、江西、海南、陕西、山东、湖南、重庆、安徽、河南、湖北、四川、河北、贵州。销售电价调整数值最高的是山西省2.4分/千瓦时，最低的是四川省0.4分/千瓦时，平均1.67分/千瓦时；
- 本次销售电价调整的15个省市中，山西等12个省份的火电上网电价已于4月10日得到上调，安徽、湖南、江西上网电价自6月1日起上调。上网电价上调数值最高的是山西省3.09分/千瓦时，最低的是贵州省1.24分/千瓦时，平均约为2分/千瓦时左右（上述上网电价调整前期已有媒体报道）；
- 从产业层面，我们认为本次上网电价调整是火电行业“定价权”提升的集中体现，**并且我们认为这不是结束，而是开始**。销售电价的调整，则是电网行业正常盈利的保证。值得注意的是，销售电价上调的数值低于上网电价，这是以往历次调价少见的，电网盈利在一定程度上受到了挤压，耐人寻味；
- 从宏观层面，我们认为一方面销售电价的提升将小幅遏制部分高耗能行业电能需求，对于缩小电力缺口有一定作用。另一方面，**在时点选择上略早于预期的销售电价上调，我们认为内在逻辑是——管理层对未来通胀水平仍不乐观，提早上调销售电价，以便在未来不久面对不得不调的上网电价和更高的通胀水平之时，有足够辗转腾挪的空间！**
- 我们在本月的两篇行业深度报告及两次专题会议中分别提出火电行业获得“定价权”及电价调整势必继续的观点，目前正在一一得到印证。我们认为火电行业在本次调价后尚欠缺至少8-10%的电价调整（本次调价已基本被市场煤价格上涨所吞噬），结合我们宏观团队的研究成果，我们认为电价在10%以内的调整级别，不会给通胀走势带来实质性影响（参见我们宏观报告）。未来政府将继续在调升上网电价、任由电荒蔓延二者之间两害相权取其轻——逐步上调上网电价。维持电力行业“增持”评级。基于极低的PB估值和强烈的盈利回升预期，首推华能国际、国电电力。

评级：

增持

上次评级：

增持

细分行业评级

火电

热电

水电

相关报告

电力：《两害相权取其轻，电价调整待深化》

2011.05.26

电力：《电力一逐步获得定价权，采摘盛夏的果实》

2011.05.03

电力：《行业风险收益比决定左侧投资机会》

2011.04.12

电力：《行业已无护城河，等待后通胀投资机会》

2010.12.03

电力：《电力去杠杆化进程暂停，盈利前景堪忧》

2010.10.20

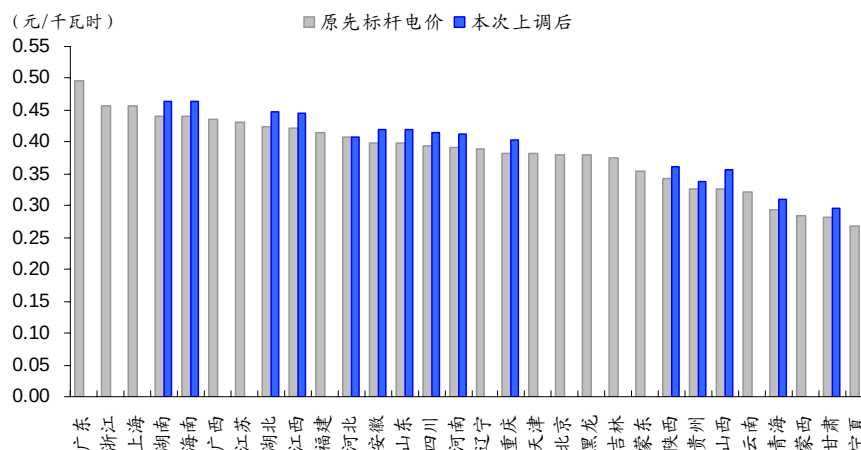
1. 上网电价调整——迟来的通知

本次上网电价调整，自 4 月份以来已多次见诸报端。本次虽未以发改委调价文件形势公之于众，但新华社报道的权威性已使调价幅度及范围清晰呈现于眼前。

表 1: 今年历次系统性电价调整一览

	2006.6	2006.6	2008.7	2008.7	2008.8	2009.11.20	2009.11.20	2011.04.10	2011.06.01
	上网 分/千瓦时	销售 分/千瓦时	上网 分/千瓦时	销售 分/千瓦时	上网 分/千瓦时	上网 分/千瓦时	销售 分/千瓦时	上网 分/千瓦时	销售 分/千瓦时
华北电网									
北京	1.05	2.88	1.03	3.00	2.0		3.97		
天津	1.02	4.80	1.16	2.82	2.0		3.35		
河北北部	0.10	1.38	1.60	2.50	2.0		3.00	?	?
河北南部	1.28	2.65	1.68	2.50	2.0		2.99	?	?
山西	1.64	2.81	1.99	2.90	2.0	1.00	3.88	3.09	2.4
山东	1.09	2.61	1.75	2.60	2.5		3.28	?	?
蒙西	0.89	1.70	0.90	2.30	1.0		2.40		
华东电网									
上海	0.44	2.20	2.14	3.00	2.5	-0.50	3.60		
浙江	0.35	1.89	2.12	3.21	2.5	-0.87	2.90		
江苏	0.40	2.34	2.08	3.01	2.5	-0.58	3.10		
安徽	0.20	1.64	1.20	2.70	1.5		2.72	?	?
福建	0.00	0.79	2.33	2.97	2.0	-0.80	3.32		
东北电网									
辽宁	1.51	3.18	1.17	2.50	2.0	-0.38	2.80		
吉林	1.93	3.37	0.47	1.72	1.5		2.80		
黑龙江	1.97	3.36	0.83	2.30	1.5		2.50		
蒙东	0.96	1.98	0.43	1.57	1.0		2.60		
西北电网									
陕西	1.42	2.10	1.50	2.19	1.5	1.20	3.67	?	?
甘肃	0.88	0.99	1.07	2.27	1.5	0.50	2.01	?	?
宁夏	0.34	1.81	0.69	1.98	1.0		2.23		
青海	1.16	0.58	1.40	1.91	1.0	1.50	2.02	?	?
新疆		1.50		2.50					
华中电网									
湖北	1.60	2.61	2.30	2.98	2.0		3.20	?	?
湖南	1.85	3.26	1.80	2.50	2.0		2.70	?	?
河南	1.32	2.81	2.00	2.67	2.5	-0.30	3.45	?	?
江西	1.30	2.84	1.50	2.10	2.0	0.20	2.84	?	?
四川	1.48	1.98	2.09	1.33	1.5	1.00	2.24	?	0.4
重庆	1.03	3.87	2.70	3.00	1.5	0.40	3.20	?	?
南方电网									
广东	1.42	2.87	2.60	2.20	2.5	-0.80	1.90		
广西	2.28	3.33	3.39	2.99	2.5		2.40		
云南	1.53	3.16	3.50	2.80	1.0	0.70	2.28		
贵州	2.06	3.03	1.89	2.90	1.5	0.20	2.61	1.24	?
海南	1.04	2.27	2.44	2.90	2.5	0.32	3.45	?	?

图 1：各省火电上网标杆电价



数据来源：国家发改委，国泰君安证券研究

表 2：本次上网电价上调省份一览

	标杆电价 元/千瓦时	上调 元/千瓦时	上调后 元/千瓦时	1-4 月火电电量 亿千瓦时
河北	0.3868	0.02?	0.4073	710.9
山西	0.3253	0.0309	0.3562	714.6
山东	0.3974	0.02?	0.4185	1019.3
安徽	0.3980	0.02?	0.4191	520.6
陕西	0.3420	0.02?	0.3602	392.4
甘肃	0.2815	0.02?	0.2965	253.8
青海	0.2940	0.02?	0.3096	28.0
湖北	0.4250	0.02?	0.4476	278.8
湖南	0.4405	0.02?	0.4639	277.1
河南	0.3912	0.02?	0.4120	792.6
江西	0.4220	0.02?	0.4444	205.6
四川	0.3937	0.02?	0.4146	266.8
重庆	0.3833	0.02?	0.4037	136.9
贵州	0.3264	0.0124	0.3388	314.4
海南	0.4400	0.02?	0.4634	49.3
加权平均涨幅		5.3%		
15 省火电发电量占全国比例				49.3%

数据来源：国家发改委，国泰君安证券研究

观察可发现，调价省份主要有两类特点。一类省份为华北及华东地区煤炭输出省份或主产地，如山西、陕西、山东、安徽等地；另一类为华中电网范围内水电大省或煤炭运输渠道长期存在问题的省份如湖北、湖南、江西、四川、重庆等地。上述两类省份基本涵盖了全国火电行业内亏损相对较为严重、经营状况较为糟糕的地区。从发改委调价的目的一一给予火电行业正常经营环境出发，优先上调这些省份的火电上网电价实为应有之义。

本次上网电价调整幅度平均为 2 分/千瓦时，按照调价省份的加权平均发电煤耗 310 克/千瓦时计算，2 分/千瓦时的上网电价可以对冲 65 元/吨含税标煤价，折合 5500 大卡热值市场煤价格约 90 元/吨。但自 4 月初至今，秦皇岛 5500 大卡热值市场煤平仓价已上涨 55-60 元/吨，考虑到部分华中省份的运输条件近期有所恶化，部分地区电煤到厂价格涨幅应当已经

接近甚至超过本次电价上调所能覆盖的成本。

2. 销售电价调整未雨绸缪

本次销售电价的上调，有两个特点值得关注。一是上调时点选在通胀形势仍然严峻、CPI 短期仍未见顶之时。我们认为这种选择实属无奈，背地里逻辑应是一一对未来几个月通胀压力心存忌惮，为了在 6-8 月用电高峰能够有上调上网电价的空间，先将销售电价顺延一次，以留够后手可以随时再次上调上网电价。二是本次销售电价上调数值低于上网电价，这在以往几次调价中都不曾出现。

图 2：上网电价上调时点与通胀走势



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

本次上网、销售电价的调整对火电行业的盈利状况改善幅度有限，首先调价幅度远不足以弥补近几年火电行业承担的煤价上涨幅度，其次调价实施以来，市场煤价格出现持续上涨，已经吞噬大部分电价上涨成果。我们认为未来发改委出台更严厉的煤价行政控制手段已不可避免，亦为调整电价所必需的配套措施。而未来 2-3 个月内，我们仍将看到上网电价的继续调整（销售电价的调整可能稍微滞后）。

基于目前火电股历史最低的绝对、相对 PB 估值，我们继续看好火电行业，首选华能国际、国电电力。具体分析详见我们前期报告《行业风险收益比决定左侧投资机会—电力板块异动点评》、《逐步获得定价权，采摘盛夏的果实-电力紧缺系列报告之一》、《两害相权取其轻，电价调整待深化-电力紧缺系列报告之二》。

表 3：按照 2009 年行业经营数据及电价进行的模拟计算

	销售收入	销售成本	毛利	毛利率	用电量	电价	电价提升对毛利影响		
	(万元)	(万元)	(万元)		(万千瓦时)	(元/千瓦时)	1.0%	5.0%	10.0%
电力、热力的生产和供应	288,191,658	264,269,589	23,922,069	8.3%	44,501,498	-	0.0%	0.0%	0.0%
黑色金属冶炼及压延加工	391,544,112	365,316,329	26,227,783	6.7%	36,923,592	0.5553	0.8%	3.9%	7.8%
化学原料及化学制品	317,601,577	270,139,930	47,461,647	14.9%	25,796,576	0.5553	0.3%	1.5%	3.0%
有色金属冶炼及压延加工	184,343,631	169,067,526	15,276,106	8.3%	23,080,557	0.5553	0.8%	4.2%	8.4%

非金属矿物制品业	211,649,091	178,035,214	33,613,877	15.9%	19,327,195	0.7479	0.4%	2.2%	4.3%
纺织业	200,555,534	178,757,562	21,797,972	10.9%	10,394,702	0.7479	0.4%	1.8%	3.6%
金属制品	135,591,326	118,115,251	17,476,075	12.9%	7,246,144	0.5553	0.2%	1.2%	2.3%
橡胶和塑料制品业	135,384,697	116,530,669	18,854,028	13.9%	7,010,175	0.5553	0.2%	1.0%	2.1%
通用及专用设备制造业	377,080,423	318,014,346	59,066,077	15.7%	6,997,592	0.5553	0.1%	0.3%	0.7%
煤炭开采和洗选	154,197,385	111,467,953	42,729,432	27.7%	6,353,951	0.5553	0.1%	0.4%	0.8%
食品、饮料和烟草制造	189,803,527	123,758,652	66,044,874	34.8%	6,086,160	0.7479	0.1%	0.3%	0.7%
造纸及制品业	71,185,747	61,215,367	9,970,380	14.0%	4,361,308	0.7479	0.3%	1.6%	3.3%
石油加工、炼焦及核燃料	190,586,752	151,630,176	38,956,576	20.4%	3,616,524	0.5553	0.1%	0.3%	0.5%
石油和天然气开采	67,424,698	41,576,155	25,848,543	38.3%	3,005,607	0.5553	0.1%	0.3%	0.6%
交通运输设备制造	354,420,134	300,298,672	54,121,462	15.3%	2,894,490	0.5553	0.0%	0.1%	0.3%
纺织服装、鞋帽制造	88,847,986	76,082,128	12,765,858	14.4%	2,705,568	0.7479	0.2%	0.8%	1.6%
黑色金属矿采选	30,553,091	24,248,420	6,304,671	20.6%	2,605,196	0.5553	0.2%	1.1%	2.3%
化学纤维制造	34,472,724	31,749,193	2,723,531	7.9%	2,436,727	0.5553	0.5%	2.5%	5.0%
燃气生产和供应业	16,146,472	13,508,359	2,638,113	16.3%	2,320,404	0.7479	0.7%	3.3%	6.6%
家具制造	29,110,023	24,691,077	4,418,946	15.2%	2,317,683	0.7479	0.4%	2.0%	3.9%
有色金属矿采选	23,409,764	18,353,081	5,056,683	21.6%	1,936,082	0.5553	0.2%	1.1%	2.1%
医药制造	79,637,026	55,214,293	24,422,733	30.7%	1,721,229	0.7479	0.1%	0.3%	0.5%
非金属矿采选	19,603,500	15,495,142	4,108,358	21.0%	1,394,369	0.5553	0.2%	0.9%	1.9%
水的生产和供应业	8,368,718	6,213,740	2,154,978	25.8%	1,239,367	0.7479	0.4%	2.2%	4.3%
印刷业和记录媒介的复制	25,446,559	20,863,566	4,582,993	18.0%	756,750	0.7479	0.1%	0.6%	1.2%

数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

注：各行业毛利率所受影响计算前提是该行业产品价格维持不变。

作者简介:**王威:**

执业资格证书编号: S0880511010024

电话: 021-38676694

邮箱: wangw@gtjas.com

2006年毕业于中央财经大学金融学院,获经济学硕士学位。2006年7月至2007年9月就职于天相投资顾问有限公司。2007年10月进入国泰君安证券,任电力行业研究员。2008年《新财富》电力与其他公用事业“最佳分析师”第二名,2009年《新财富》电力与其他公用事业“最佳分析师”第五名。

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		