

联系人： 安鹏 (8621) 68751729 anpeng@cjsc.com.cn

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751729 anpeng@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120022

电价拟上涨，合同煤价有望上调，利好煤炭企业

报告要点

■ 据媒体报道相关部门近期已上报电价调整方案，考虑到通胀回落、电荒和火电的盈利，调价方案获批概率较高

据相关媒体报道：有关部门近期已将电价调价方案上报。我们认为此次电价上调主要基于几个方面：（1）根据电监会预测，10月末全国日缺煤停机容量最大达到约1600万千瓦时，华中华东部分地区面临电荒和新一轮的拉闸限电；（2）今年以来电煤价格快速上涨，11年均价较10年上涨约10%，火电企业盈利堪忧。3季报显示，火电上市公司毛利率、净利率分别为10.73%和2.25%，环比分别下滑1.28个和1.65个百分点，同比分别下滑1.84个和1.86个百分点；（3）近期通胀压力缓解。本次电价如果成功上调，有望缓解电力企业经营压力，提高发电积极性。

■ 合同煤：市场煤-合同价差不断扩大的背景下，若电价成功上调，12年重点合同煤提价概率将增大

11年重点合同煤被限制涨价的情况下，市场煤持续上涨，导致两者价差逐渐扩大，目前市场煤-合同煤价差已经超过200元/吨，其中秦皇岛港5500大卡电煤与神华合同煤价格价差已经达到290元/吨，仅次于08年6-10月。此前考虑到下游电力企业的盈利情况，普遍担心12年合同煤价上调的可能性。若本次电价成功上调，电力企业消化成本的能力将得到提升，年底重点合同煤提价的概率将增大。

■ 市场煤：历次电价上调后市场煤价格上涨的概率较大，本次上调将成为市场煤价的有力支撑

电价上调后，电力企业成本消化能力得到提升，观察历史数据发现，历次电价上调后，市场煤价格通常会跟涨。电价上调一周后，除06年和08年之外，市场煤价均出现跟涨情况，涨幅在0.60%-2.78%之间；一个月以后，市场煤价跟涨概率更高，除08年保持不变以外，其他历次均出现了0.48%-13.85%的价格涨幅；三个月以后，跟涨情况略有分化，但除08年之外，上涨次数仍明显多余下跌次数。本次如果电价最终顺利上调，对今年4季度和明年1季度的煤价将形成有力支撑。

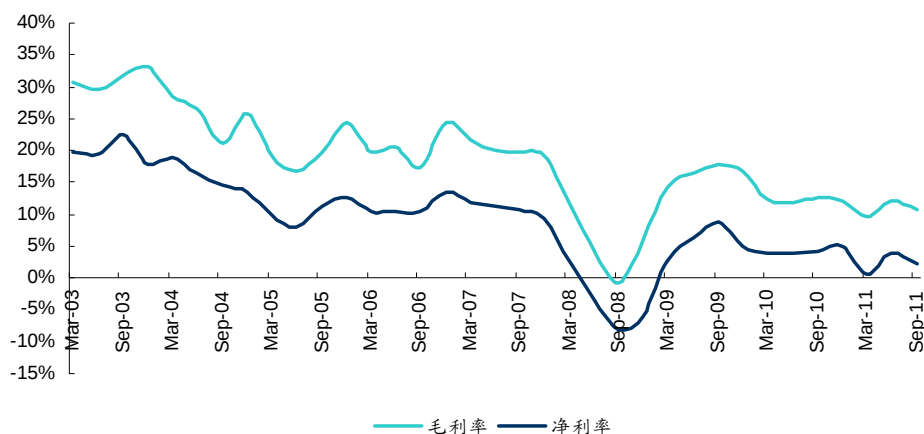
■ 对上市公司的影响，中性假设下合同煤价上调45元/吨，煤企平均业绩提升9.2%，弹性较大的是大同煤业、国投新集、中煤能源、恒源煤电等公司

如果电价上调后，合同煤价成功上调，将有利于部分合同煤占比较高的企业。目前市场对12年合同煤价上涨普遍预期是5%（至8%），即当合同煤价上涨25元/吨。如果涨幅超过25元/吨，将对部分企业的业绩有所提升，测算结果表明合同煤价上涨35元/吨、45元/吨、55元/吨和65元/吨对业绩影响平均上涨4.60%、9.20%、13.79%和18.39%。其中弹性较大的是大同煤业、平庄能源、国投新集、中煤能源、恒源煤电等（具体请见附后表格）。

第一，据媒体报道：相关部分近期已上报电价调整方案，考虑到通胀水平出现拐点，调价方案获批概率较高

据相关媒体报道：有关部门近期已将电价调价方案上报。我们认为此次电价上调主要基于几个方面：（1）根据电监会预测，10月末全国日缺煤停机容量最大达到约1600万千瓦时，华中华东部分地区面临电荒和新一轮的拉闸限电；（2）今年以来电煤价格快速上涨，11年均价较10年上涨约10%，火电企业盈利堪忧。3季报显示，火电上市公司毛利率、净利率分别为10.73%和2.25%，环比分别下滑1.28个和1.65个百分点，同比分别下滑1.84个和1.86个百分点；（3）近期通胀压力缓解。本次电价如果成功上调，有望缓解电力企业经营压力，提高发电积极性。

图1：目前火电上市公司3季度毛利率同比环比均有所下滑

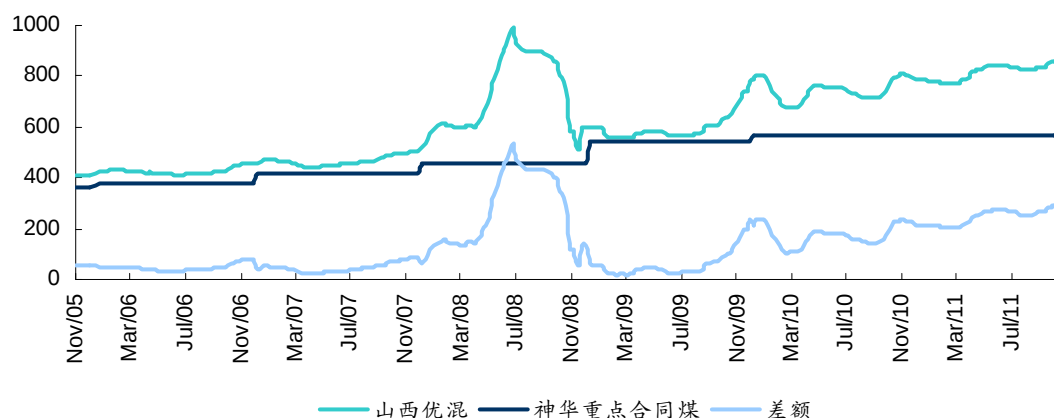


资料来源：Wind，长江证券研究部

第二，合同煤：市场煤-合同价差不断扩大的背景下，若电价成功上调，12年重点合同煤提价概率将增大

11年重点合同煤被限制涨价的情况下，市场煤持续上涨，导致两者价差逐渐扩大，目前市场煤-合同煤价差已经超过200元/吨，其中秦皇岛港5500大卡电煤与神华合同煤价格价差已经达到290元/吨，仅次于08年6-10月。此前考虑到下游电力企业的盈利情况，普遍担心12年合同煤价上调的可能性。若本次电价成功上调，电力企业消化成本的能力将得到提升，年底重点合同煤提价的概率将增大。

图2：市场煤与合同煤之间的价差不断扩大



资料来源：公司公告、Sxcoal，长江证券研究部

第三，市场煤：历次电价上调后市场煤价格上涨的概率较大，本次上调将成为市场煤价的有力支撑

电价上调后，电力企业成本消化能力得到提升，观察历史数据发现，历次电价上调后，市场煤价格通常会跟涨。电价上调一周后，除 06 年和 08 年之外，市场煤价均出现跟涨情况，涨幅在 0.60%-2.78%之间；一个月以后，市场煤价跟涨概率更高，除 08 年保持不变以外，其他历次均出现了 0.48%-13.85%的价格涨幅；三个月以后，跟涨情况略有分化，但除 08 年之外，仍是上涨次数明显多余下跌次数。本次如果电价最终顺利上调，对今年 4 季度和明年 1 季度的煤价将形成有力支撑。

表 1：电价上调后煤价跟涨概率较大

上调电价	煤价	一周后煤价	一月后煤价	三月后煤价	一周涨幅	一月涨幅	三月涨幅
04-1-1	297	-	298	305		0.34%	2.69%
05-5-1	430		435	425		1.16%	-1.16%
06-6-30	415	410	417	424	-1.20%	0.48%	2.17%
07-7-1	450	453	460	478	0.67%	2.22%	6.22%
08-7-1	900	925	915	885	2.78%	1.67%	-1.67%
08-8-20	895	895	895	710	0.00%	0.00%	-20.67%
09-11-20	650	670	740	725	3.08%	13.85%	11.54%
11-4-10	785	790	820	840	0.64%	4.46%	7.01%
11-6-1	835	840	845	825	0.60%	1.20%	-1.20%

资料来源：长江证券研究部

第四，中性假设下合同煤价上调 45 元/吨，煤企平均业绩提升 9.2%，弹性较大的是大同煤业、国投新集、中煤能源、恒源煤电等公司

如果电价上调后，合同煤价成功上调，将有利于部分合同煤占比较高的企业。目前市场对 12 年合同煤价上涨普遍预期是 5%（至 8%），即当合同煤价上涨 25 元/吨。如果涨幅超过 25 元/吨，将对部分企业的业绩有所提升，测算结果表明合同煤价上涨 35 元/吨、45 元/吨、55 元/吨和 65 元/吨对业绩影响平均上涨 4.60%、9.20%、13.79%和 18.39%。其中弹性较大的是大同煤业、平庄能源、国投新集、中煤能源、恒源煤电等。

表 2：12 年重点合同价格上调时，各公司业绩弹性模拟

公司简称	2010 年各公司煤炭产销状况					合同煤价格上调超预期（25 元/吨）对业绩的影响				
	产量	销量	合同比例	合同销量	综合售价	25 元/吨	35 元/吨	45 元/吨	55 元/吨	65 元/吨
大同煤业	2929	2252	70%	1576	457	0%	10.38%	20.77%	31.15%	41.54%
平庄能源	983	962	80%	770	278	0%	9.59%	19.17%	28.76%	38.35%
平煤股份	3981	3729	55%	2051	519	0%	8.62%	17.23%	25.85%	34.47%
国投新集	1511	1331	70%	932	496	0%	5.74%	11.48%	17.23%	22.97%
中煤能源	12253	11727	55%	6450	480	0%	5.63%	11.26%	16.89%	22.52%
恒源煤电	1226	1042	50%	521	623	0%	4.36%	8.71%	13.07%	17.42%
阳泉煤业	2621	2149	60%	1290	489	0%	3.77%	7.54%	11.31%	15.08%
潞安环能	3322	3322	45%	1495	670	0%	3.49%	6.97%	10.46%	13.95%

中国神华	22480	29260	45%	13167	430	0%	2.65%	5.31%	7.96%	10.61%
冀中能源	1774	1774	40%	710	927	0%	1.75%	3.50%	5.24%	6.99%
盘江股份	1140	753	45%	339	717	0%	1.58%	3.16%	4.73%	6.31%
西山煤电	2579	2111	30%	633	710	0%	1.31%	2.61%	3.92%	5.22%
兖州煤业	4940	4963	18%	900	657	0%	0.92%	1.84%	2.76%	3.68%
平均						0%	4.60%	9.20%	13.79%	18.39%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。