

证券研究报告—动态报告/行业快评

公用事业

板块异动点评

无评级

2011 年 11 月 16 日

“涨”声响起背后的交易性机会

证券分析师： 谢达成 021-60933161 xiedc@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120032

事项：

昨日，电力及公用事业板块涨幅 1.83%，排名第一，相对大盘超额收益 1.80%，韶能股份、豫能股份、皖能电力近涨停，大型火电公司中大唐发电涨幅 3.82%。分板块收益看，GS 火电 2.13%，GS 水电 1.66%，GS 水务 1.89%，GS 环保 2.13%，GS 燃气-0.18%。

评论：

■ CPI 增速回落幅度较大，资源类价格调价预期加强

- **火电行业亏损加剧：**火电公司 3 季度盈利恶化（见图 1），资产负债率达到年内高点 74.7%。从火电上市公司 3 季报看，大多处于亏损，并且程度较 2 季度恶化。
- **迎峰度冬期煤电矛盾加剧：**中电联在《全国电力供需与经济运行形势分析预测报告(2011 年前三季度)》中提到“今冬明春，综合因素作用下有可能出现局部地区电力缺口增大、供需矛盾更为紧张，今冬明春全国最大电力缺口 3000-4000 万千瓦”。我们认为水电少发、煤价高企将加剧用电缺口，煤电矛盾激化。
- **通胀回落加强电价上调预期：**10 月份 CPI 增速较大幅度回落至 5.5%，市场预期 11 月份将进一步回落，我们认为这将打开资源价格上涨窗口。日前发改委价格司副司长周望军表示“考虑到 10 月 CPI 的数据已有所回落，会对部分价格矛盾择机予以梳理，其中包括供暖、天然气以及电力价格”，加强了市场对价格调整的预期。

■ 价格矛盾疏导迫切程度依次为电力、天然气、水

- **价格矛盾：**火电方面，今年 4 月、6 月部分地区上网电价的上调已被煤价上涨所吞噬，甚至单位价差（见表 1）大幅低于上调前水平；11 月 14 日秦皇岛大同优混（6000 大卡）平仓价 905 元/吨，基本与 7 月中旬年内阶段高点持平（见图 2）；但各地电煤价格受用电偏紧影响上涨近 15%-20%。天然气方面，发改委于 2010 年 6 月上调了国产陆上天然气出厂基准价，幅度为 0.23 元/立方米（见表 2），同时允许天然气生产商在出厂基准价的基础上上浮 10%；此后各地纷纷上调终端价格，但截止目前仍有过半城市价格未疏导（见表 3）。水方面，从监测的 123 个大中城市数据看，受通胀影响 2010 年中期至今仅发生 19 起价格上调（见表 4），另外约 83 个城市近两年未进行过水价调整。
- **调价时点：**综合各方面因素，我们认为年底至明年中期将是资源价格矛盾梳理较好的时间窗口，从供需紧张判断其

迫切程度依次是电力、天然气、水价。电价上调具体时间取决于政策决策部门对宏观走势的判断，我们预计最快可能是在政府对通胀回落趋势进一步确认之后，即 12 月初；根据经验上涨幅度基本在 0.02 元/KWH 左右（约 5%）。而天然气和水价较大可能在 2012 年 2 季度，根据经验幅度相对较大。

■ 电力短期交易性机会为主，水务燃气公司若上调更能持续

- **电力：**11 月 15 日，GS 火电板块静态 PB 相对全部 A 股溢价为 -29%（01 年以来均值为 -18%），估值处于底部。但由于动力煤价离历史高点（08 年 7 月下旬，1065 元/吨）仍有一定空间，电价上调后煤价循环上涨预期仍存；同时电价机制改革取得实质性突破迹象短期难以看到。因此，此次行情仍主要是基于电价上涨预期的交易性机会，但其持续时间或因近期市场主题投资氛围而被拉长。
- **水务燃气：**GS 水务板块当年 PE 相对全部 A 股溢价水平为 74%（接近历史均值 70%）。水价和燃气终端价格的上涨对下游运营商的盈利改善更可持续，但由于其决定权主要在各地政府部门，从实际影响看首先需要甄别是否存在上调可能。目前较多上市公司旗下资产近几年都有价格调整经历，盈利较合理，除非有外界因素催化，比如“水资源费上涨”或“一户一表改造”等带来的成本提升；从“十二五”环保约束指标出发，不排除污水处理费也存在上调可能（此前已有相关传闻）。另外可以关注大股东拥有类似资产的公司，可通过价格提升实现注入，达到资本化目的。

■ 投资建议：关注武汉控股、兴蓉投资、上海电力

- 电力板块可参照 2 季度行情，维持行业“中性”。我们建议关注业绩保障性高同时又能享受火电调价收益的个股如**上海电力**，相对收益的投资者可关注弹性高个股（见表 5）
- 水务板块建议可关注**武汉控股**（当地水价多年未调，且大股东有类似资产）和**兴蓉投资**（低估值）。相对收益的投资者可以关注弹性大的个股（见表 6）
- 燃气板块标的较少，可关注交易性机会。

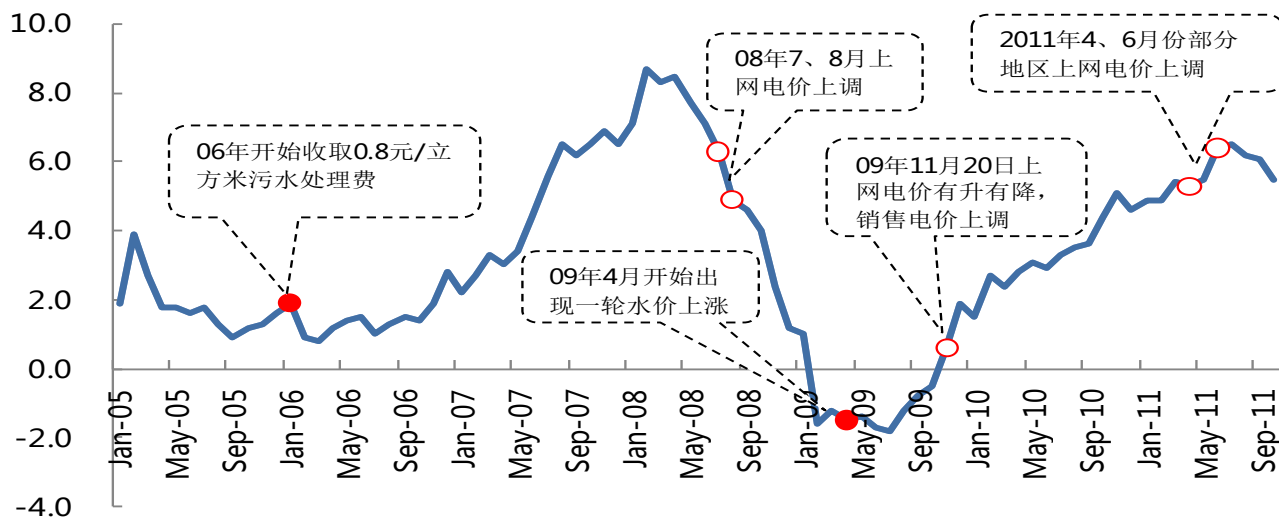
表 1：各地度电的价差较 3 月份电价未调前下降幅度较大（单位：元/KWH）

地区	涨幅	Nov-11	Oct-11	Sep-11	Aug-11	Jul-11	Jun-11	May-11	Apr-11	Mar-11
广东	-20%	0.074	0.074	0.074	0.074	0.070	0.100	0.099	0.100	0.093
浙江	-21%	0.059	0.059	0.059	0.059	0.059	0.085	0.084	0.084	0.075
上海	-31%	0.076	0.079	0.084	0.084	0.080	0.074	0.082	0.102	0.109
湖南	-1%	0.078	0.078	0.078	0.081	0.089	0.103	0.087	0.089	0.079
江苏	7%	0.070	0.070	0.070	0.070	0.068	0.068	0.069	0.069	0.066
湖北	-9%	0.082	0.082	0.093	0.093	0.093	0.112	0.112	0.112	0.089
安徽	11%	0.043	0.043	0.043	0.046	0.046	0.046	0.044	0.045	0.039
辽宁	-33%	0.058	0.063	0.063	0.064	0.065	0.067	0.086	0.089	0.087
黑龙江	0%	0.065	0.069	0.069	0.074	0.074	0.059	0.058	0.063	0.065
吉林	-37%	0.050	0.055	0.055	0.066	0.068	0.070	0.073	0.078	0.079
山东	-78%	0.006	0.006	0.016	0.016	0.017	0.051	0.063	0.064	0.026
北京	-51%	0.064	0.070	0.070	0.075	0.081	0.108	0.117	0.125	0.132
河北北网	-47%	0.055	0.060	0.060	0.062	0.063	0.115	0.116	0.118	0.104
河北南网	-36%	0.072	0.077	0.077	0.079	0.080	0.124	0.124	0.126	0.112
河南	23%	0.076	0.076	0.076	0.080	0.080	0.080	0.082	0.081	0.062
四川	-6%	0.097	0.097	0.097	0.098	0.098	0.099	0.114	0.114	0.103

重庆	-81%	0.020	0.022	0.022	0.025	0.031	0.097	0.125	0.125	0.107
陕西	1%	0.102	0.102	0.102	0.107	0.107	0.115	0.115	0.122	0.101
贵州	-173%	-0.052	0.068	0.068	0.068	0.068	0.082	0.082	0.082	0.071
蒙东	-131%	-0.011	-0.005	-0.005	0.001	0.006	0.030	0.033	0.032	0.034
山西	23%	0.047	0.047	0.048	0.051	0.051	0.054	0.063	0.062	0.038
云南	-68%	0.029	0.041	0.045	0.045	0.041	0.091	0.092	0.092	0.090
蒙西	-41%	0.049	0.049	0.049	0.050	0.050	0.050	0.051	0.074	0.083
青海	-33%	0.058	0.070	0.070	0.064	0.071	0.091	0.105	0.105	0.087
宁夏	-68%	0.013	0.013	0.013	0.013	0.005	0.042	0.043	0.043	0.040
甘肃	-6%	0.080	0.080	0.080	0.080	0.080	0.102	0.102	0.102	0.085

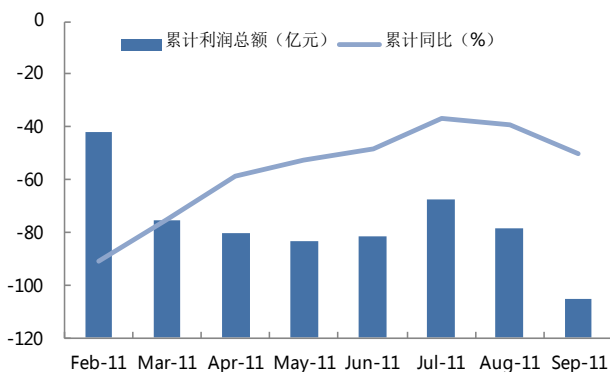
资料来源：煤炭资源网，国信证券经济研究所整理 注：通过各地上网电价和动力煤价计算得到，紫色部分表示电价上调月份

图 1: CPI 走势与历次电价调价上调时间点



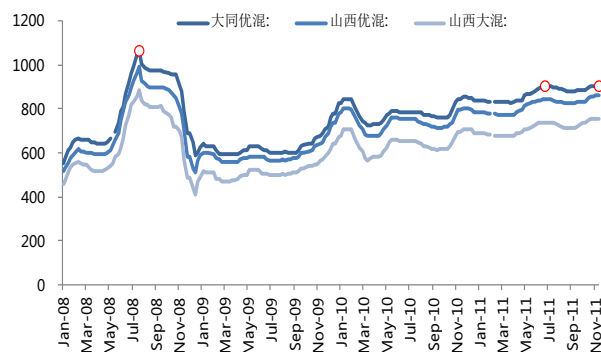
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2: 3 季度 火电行业盈利恶化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 3: 秦皇岛动力煤平仓价重回 7 月份阶段高点



资料来源：煤炭资源网，国信证券经济研究所整理

表 2：2010 年 6 月起国产陆上天然气出厂基准价格每立方米上调 0.23 元（单位：元/立方米）

油气田	用户分类	调前基准价	调后基准价	调价幅度
川渝气田	化肥	690	920	230
	直供工业	1275	1505	230
	城市燃气(工业)	1320	1550	230
	城市燃气(除工业)	920	1150	230
长庆油田	化肥	710	940	230
	直供工业	1125	1355	230
	城市燃气(工业)	1170	1400	230
	城市燃气(除工业)	770	1000	230
青海油田	化肥	660	890	230
	直供工业	1060	1290	230
	城市燃气(工业)	1060	1290	230
	城市燃气(除工业)	660	890	230
新疆各油田	化肥	560	790	230
	直供工业	985	1215	230
	城市燃气(工业)	960	1190	230
	城市燃气(除工业)	560	790	230
大港、辽河、中原油田	化肥	710	940	230
	直供工业	1340	1570	230
	城市燃气(工业)	1340	1570	230
	城市燃气(除工业)	940	1170	230
其它油田	化肥	980	1210	230
	直供工业	1380	1610	230
	城市燃气(工业)	1380	1610	230
	城市燃气(除工业)	980	1210	230
西气东输	化肥	560	790	230
	直供工业	960	1190	230
	城市燃气(工业)	960	1190	230
	城市燃气(除工业)	560	790	230
忠武线	化肥	911	1141	230
	直供工业	1311	1541	230
	城市燃气(工业)	1311	1541	230
	城市燃气(除工业)	911	1141	230
陕京线	化肥	830	1060	230
	直供工业	1230	1460	230
	城市燃气(工业)	1230	1460	230
	城市燃气(除工业)	830	1060	230
川气东送		1280	1510	230

资料来源：发改委，国信证券经济研究所整理

表 3：主要城市居民燃气销售价格仍有半数未能疏导（2010 年 6 月天然气出厂基准价调高之后）

地区	Oct-11	Nov-10	Oct-10	Sep-10	Aug-10	Jul-10	Jun-10
北京	2.05	2.05	2.05	2.05	2.05	2.05	2.05
天津	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20
石家庄	2.40	2.40	2.40	2.20	2.20	2.20	2.20
太原	2.10	2.10	2.10	2.10	2.10	2.10	2.10
呼和浩特	1.82	1.82	1.82	1.57	1.57	1.57	1.57
郑州	1.90	1.90	1.90	1.90	1.90	1.90	1.90
沈阳	3.30	3.30	2.40	2.40	2.40	2.40	2.40
吉林	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20
济南	2.70	2.70	2.40	2.40	2.40	2.40	2.40
上海	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
南京	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20
杭州	2.40	2.40	2.40	2.40	2.40	2.40	2.40
合肥	2.10	2.10	2.10	2.10	2.10	2.10	2.10
长沙	2.45	2.45	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36
武汉	2.53	2.53	2.53	2.53	2.53	2.30	2.30
西安	1.98	1.98	1.98	1.75	1.75	1.75	1.75
兰州	1.70	1.70	1.45	1.45	1.45	1.45	1.45
银川	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40
乌鲁木齐	1.37	1.37	1.37	1.37	1.37	1.37	1.37
成都	1.89	1.89	1.89	1.89	1.89	1.89	1.43
重庆	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.40	1.40
三亚	2.60	2.60	2.60	2.60	2.60	2.60	2.40
广州	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45
深圳	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
福州	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65

资料来源：息旺能源，国信证券经济研究所整理

表 4：去年中期以来 123 个主要城市中仅 19 个城市水价进行调整，近两年约 83 个城市未调整

地区	Mar-11		Jan-11		Nov-10		Oct-10		Sep-10		Aug-10		Jun-10	
	供水	污水	供水	污水	供水	污水	供水	污水	供水	污水	供水	污水	供水	污水
天津市	3.50	0.90	3.50	0.90	3.50	0.90	3.08	0.82	3.08	0.82	3.08	0.82	3.08	0.82
邢台市	2.35	0.80	2.35	0.80	2.35	0.80	2.35	0.80	2.35	0.80	2.35	0.80	1.80	0.65
运城市	2.40	0.50	2.40	0.50	2.40	0.50	2.40	0.50	2.40	0.50	2.00	0.50	2.00	0.50
抚顺市	1.65	0.60	1.65	0.60	1.65	0.60	1.65	0.60	1.65	0.60	1.65	0.60	1.65	0.60
通化市	3.20	0.40	3.20	0.40	3.20	0.40	1.90	0.30	1.90	0.30	1.90	0.30	1.90	0.30
上海市	1.63	1.30	1.63	1.30	1.33	1.08	1.33	1.08	1.33	1.08	1.33	1.08	1.33	1.08
宁波市	2.40	0.80	2.40	0.80	2.40	0.80	2.40	0.80	2.40	0.80	2.10	0.65	2.10	0.65
温州市	1.90	0.50	1.90	0.50	1.90	0.50	1.90	0.50	1.90	0.50	1.60	0.50	1.60	0.50
绍兴市	1.80	0.70	1.80	0.70	1.80	0.70	1.80	0.70	1.80	0.70	1.60	0.50	1.60	0.50
合肥市	1.49	0.82	1.49	0.82	1.49	0.82	1.49	0.82	1.39	0.76	1.39	0.76	1.39	0.76
福州市	1.40	0.85	1.40	0.85	1.40	0.85	1.40	0.85	1.40	0.85	1.20	0.85	1.20	0.85
荆门市	1.62	0.80	1.13	0.80	1.13	0.80	1.13	0.80	1.13	0.80	1.13	0.80	1.13	0.80
韶关市	1.25	0.76	1.25	0.76	1.25	0.76	1.25	0.76	1.25	0.76	1.25	0.76	1.25	0.76

湛江市	1.41	0.90	1.41	0.77	1.41	0.77	1.41	0.77	1.41	0.77	1.41	0.77
北海市	1.53	0.80	1.53	0.80	1.53	0.80	1.53	0.80	1.53	0.80	1.53	0.80
三亚市	1.35	0.95	1.35	0.95	1.35	0.90	1.35	0.90	1.35	0.90	1.35	0.90
成都市	1.70	0.90	1.70	0.90	1.70	0.90	1.70	0.90	1.70	0.90	1.70	0.90
昭通市	2.50	0.80	2.50	0.80	2.50	0.80	2.50	0.80	2.50	0.80	2.50	0.80
银川市	1.70	0.70	1.70	0.70	1.55	0.70	1.55	0.70	1.55	0.70	1.55	0.70

资料来源：发改委，国信证券经济研究所整理

表 5：主要火电上市公司价格上涨弹性估算

名称	2012 年预测 净利润	上调 0.02 元/KWH 对 EPS 影响	12EPS (上调前)	12EPS (上调后)	12PE (上调前)	12PE (上调后)
华电国际	3.73	349%	0.06	0.25	60.4	13.5
华能国际	29.23	130%	0.21	0.48	24.8	10.7
大唐发电	25.89	67%	0.19	0.32	26.5	15.9
国投电力	6.13	65%	0.26	0.43	24.8	15.0
国电电力	33.86	41%	0.22	0.31	12.5	8.9
深圳能源	15.12	23%	0.57	0.70	12.6	10.3
内蒙华电	11.69	22%	0.59	0.72	15.4	12.7
上海电力	13.19	20%	0.32	0.39	16.9	14.1
中能股份	15.59	20%	0.33	0.39	14.4	12.1

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：2012 年盈利预测数据采用 wind 一致预期中值数据

表 6：水务上市公司价格上涨弹性排序

	权益供水产能 (万吨/日)	权益污水产能 (万吨/日)	2010 年净利 (百万)	权益供水产能/2010 年 净利	权益污水产能/2010 年 净利
首创股份	196	446	483	0.41	0.92
武汉控股	130	15	111	1.17	0.14
南海发展	124	48	118	1.05	0.40
洪城水业	126	120	93	1.35	1.29
创业环保	24	294	271	0.09	1.08
兴蓉投资	178	175	236	0.75	0.74
重庆水务	202	235	1291	0.16	0.18
桑德环境	10	83	207	0.05	0.40
钱江水利	60	7	118	0.51	0.06
江南水务	93		76	1.23	0.00
国中水务	34	46	134	0.26	0.35

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

行时间和负荷水平相同。

注：阴影部分数值大小可大致认为是弹性系数排序，潜在假设是水价能调，且各公司设备运

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。