

推荐（维持）

电价调整预期强烈，等待调价时机

2011年11月17日

电力行业事件点评

上证指数 2467

行业规模

		占比%
股票家数（只）	53	2.7
总市值（亿元）	5803	2.4
流通市值（亿元）	4456	2.4

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	15.0	-16.5	-14.2
相对表现	9.4	-2.2	9.1



相关报告

- 1、《电力行业1-9月份盈利分析报告-水电火电双双受制，供电行业盈利稳定》2011/11/14
- 2、《电力行业10月月报（下）-盈利仍未改善，配置优质蓝筹》2011/10/28

彭全刚

010-57601860
pengqg@cmschina.com.cn
S1090511030016

研究助理:

侯鹏

010-57601861
houp@cmschina.com.cn

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn

近期，受媒体有关电价调整报道影响，电力板块走势良好。我们通过对煤电联动条件、CPI 走势以及电力行业盈利情况分析，判断电价调整的条件已经具备，但调整时间上存在不确定性。我们测算了电价调整对电力行业及上市公司的影响，建议投资者关注业绩弹性较大的三类上市公司，并注意投资风险。

- **媒体报道纷至沓来，电价调整再成焦点。**近期，受多家媒体有关电价调整的报道影响，电力板块走势良好，11 月份以来，跑赢市场 3.5 个百分点。我们认为，电价调整牵涉相关利益部门较多，调价程序相对复杂，调价时机也有考究，仍需对媒体报道进一步分析，但是媒体报道并非空穴来风，一定程度上反映行业的需求。
- **满足煤电联动调价，调价需求较大。**目前，火电企业亏损加剧，有调价的需求，同时，煤电联动条件已经满足，CPI 开始回落，电价调整条件趋于成熟，时至“迎峰度冬”的关键节点，为保障电力供应，减少电力缺口，在电力体制改革未能有效推动的环境下，煤电联动成为解决煤电矛盾的重要手段，火电上网电价上调的概率较大。
- **电价调整方向明确，时机尚需等待。**在电价上调大方向确定的情况下，具体的实施时间是较难判断的。除了涉及国务院的审批和电价调整的工作流程，我们分析，电价调整还将在重点合同煤谈判基本确定后、CPI 回落至合适位置时进行实施。
- **电价调整对行业及公司的影响。**我们测算了电力行业及重点上市公司对电价的敏感性分析。对发电行业而言，当火电上网电价每变动 1%，行业的利润总额增加 17%，可有效提升盈利水平，改善经营状态。对上市公司而言，华电国际、华能国际等公司业绩对电价最为敏感，是电价调整最直接受益公司。
- **重点上市公司推荐。**在电力股的投资上，我们建议关注以下三类公司：1）业绩对电价调整弹性大，在电价调整中业绩改善明显的公司，如华能国际、华电国际等。2）长期成长性确定，业绩稳定增长的公司，如国电电力、国投电力等。3）股价对电价调整尚未充分反映，有补涨需求的公司，如金山股份、建投能源等。
- **风险提示。**在把握电价上调投资机会的同时，我们建议投资者应注意防范市场整体回落的风险，以及电价上调预期反映充分后，股价回调的风险。

重点公司主要财务指标

	股价	10EPS	11EPS	12EPS	11PE	12PE	PB	评级
长江电力	6.64	0.5	0.43	0.52	15	13	1.7	强烈推荐 A
国电电力	2.64	0.21	0.17	0.22	16	12	1.5	强烈推荐 A
国投电力	6.31	0.25	0.2	0.25	32	25	1.6	强烈推荐 A
华能国际	4.99	0.29	0.12	0.17	42	29	1.4	审慎推荐 A
中能股份	4.69	0.47	0.31	0.35	15	13	1.2	审慎推荐 B

资料来源：招商证券

正文目录

一、媒体报道纷至沓来，电价调整再成焦点	3
二、满足煤电联动条件，调价需求较大	3
三、电价调整方向明确，时机尚需等待	5
四、电价调整对行业及公司的影响	5
五、重点上市公司推荐	6

图表目录

图 1: 电力板块与沪深 300 指数 2011 年 11 月份以来走势比较	3
图 2: 秦皇岛动力煤价格变动情况	4
图 3: 火电行业度电利润及煤价对比	4
图 4: CPI 走势与电价调整时间	5
表 1: 发电行业盈利对电价及煤价的敏感度	6
表 2: 重点上市公司敏感度分析	6

一、媒体报道纷至沓来，电价调整再成焦点

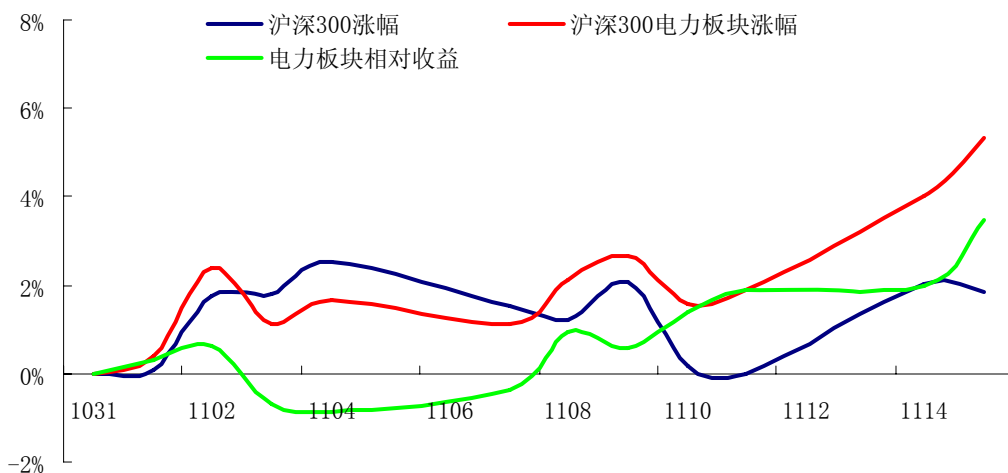
根据中国证券报等多家媒体报道，近期，全国火电企业亏损加巨，运营压力严峻，电力供应趋于紧张，预计在CPI回落后，火电企业上网电价将有所上调，相关信息如下：

- **中国证券报：**电力企业正面临着2008年以来最为严峻的运营压力，部分地区电荒苗头再现，部分省市或再次面临拉闸限电考验。有关部门近期已将电价调价方案上报。考虑到通胀下降趋势已经确立，电价调价方案近期获批的可能性较大
- **21世纪经济报道：**为确保电力供应，将出台上调电价方案，目前方案已上报国务院，这次调价的覆盖地区将较之前范围更大，初步安排是先调上网电价，然后逐步对非居民用电价格进行调整。

但也有证券市场周刊的记者，采访了发改委价格司有关负责人，该负责人表示并没有看到调价方案，为电价调整预期增添不确定性。

点评：受电价调整报道影响，电力板块近期走势良好，11月份以来，跑赢市场3.5个百分点，其中，火电龙头华能国际自10月下旬最低点已有28%的涨幅，从而带动整个板块的活跃。我们认为，电价调整牵涉相关利益部门较多，调价程序相对复杂，调价时机也有考究，仍需对媒体报道进一步分析，但是媒体报道并非空穴来风，一定程度上反映社会的需求。

图1：电力板块与沪深300指数2011年11月份以来走势比较



资料来源：中国煤炭资源网，招商证券

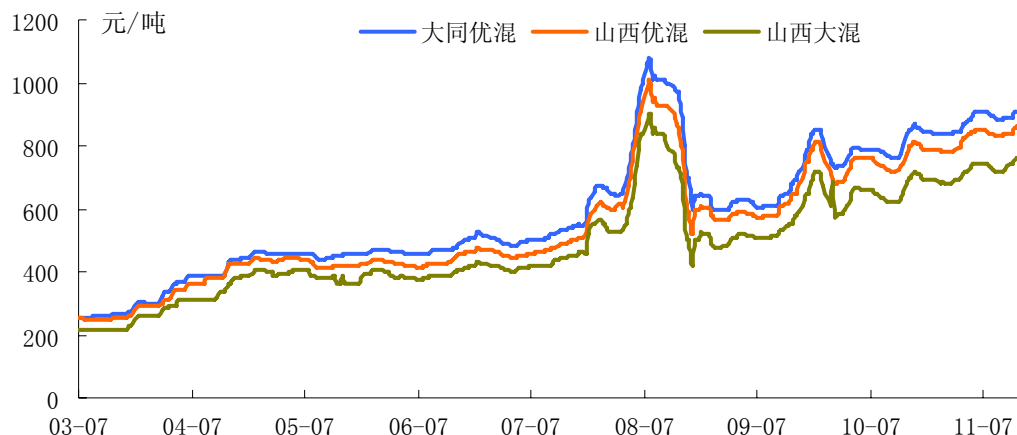
二、满足煤电联动条件，调价需求较大

我们对电力行业目前的现状进行了分析，根据历史经验，电价调整需要满足几个条件：一个是煤电联动条件成立、一个是行业盈利大幅下滑、一个是CPI位置合适，来判断电价调整的条件是否成熟。

煤价上涨幅度已经达到煤电联动的要求。按照煤电联动政策，以不少于6个月为一个价格联动周期，若周期内平均煤价较前一个周期变化幅度达到或超过5%，便将相应调整电价。截至11月14日，与上次电价调整，已超过6个月，窗口期已到，而秦皇岛5500大卡煤炭价格达到865元/吨，较6个月前增长9.5%，远远超过5%，已经达到煤电联

动的调价条件。

图2: 秦皇岛动力煤价格变动情况

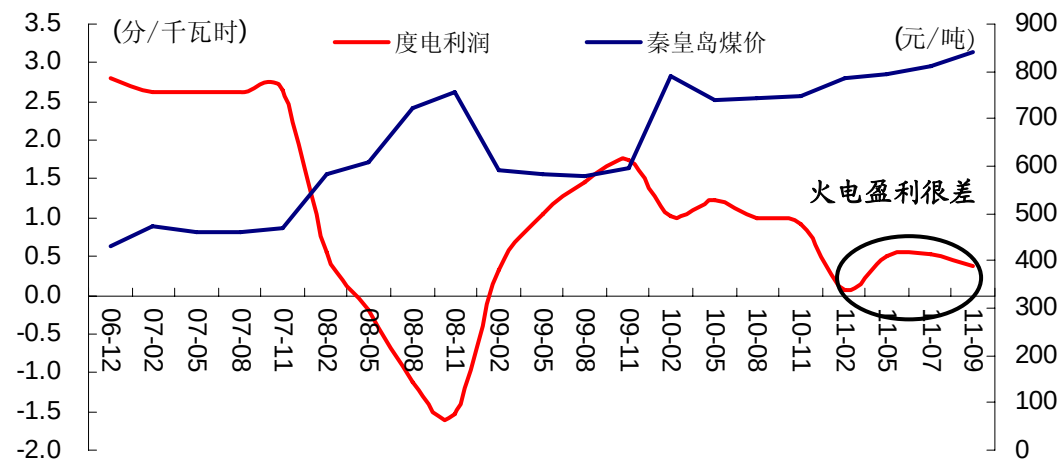


资料来源: 中国煤炭资源网, 招商证券

火电亏损加剧, 需要通过上调电价来缓解经营压力。根据统计局数据, 火电行业今年以来各月持续负增长, 1~9 月实现利润总额 104 亿元, 同比下降 50%, 其中, 三季度利润总额仅 17 亿元, 同比下降 58%。火电利润主要体现在东部部分电价较高的省份, 中部、东北地区各省火电企业仍然大面积亏损。

另外, 根据中电联统计, 仅 1-7 月份, 五大发电集团的火电业务就亏损 180.9 亿元, 同比增亏 113 亿元, 电力行业成为主要上下游中盈利最低的行业, 已经影响到行业保障供应和持续发展能力, 中电联预计今冬明春全国最大电力缺口 3000-4000 万千瓦, 我们认为, 为了保障“迎峰度冬”的电力供应, 发改委可能通过上调电价来扶持火电企业。

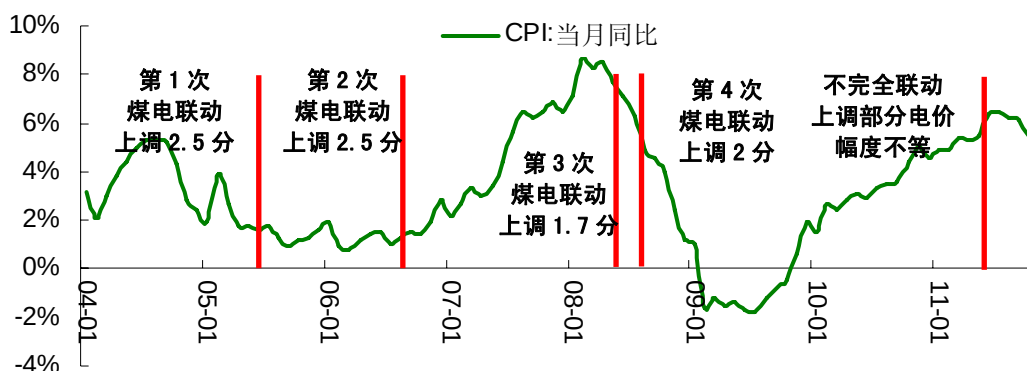
图3: 火电行业度电利润及煤价对比



资料来源: 国家统计局, 招商证券 (注: 秦皇岛煤价取山西优混 5500 大卡累计平均价格)

CPI 开始回落, 通胀压力减缓:根据以往的经验, 电价调整往往在 CPI 较低或者开始回落的时期, 在目前国家防通胀的宏观调控政策下, CPI 已经有所回落, 10 月份已降至 5.5%, 虽然仍处高位, 但回落趋势已较为明显, 根据我们宏观研究组预计, 11 月份 CPI 还将降至 5% 以下, 通胀压力有望缓解, 为电价调整创造了条件。

图4: CPI走势与电价调整时间



资料来源: 国家发改委, 招商证券

综上所述, 在煤价持续上涨的客观情况下, 火电企业经营步履维艰, 时至“迎峰度冬”的关键节点, 为保障电力供应, 减少电力缺口, 在电力体制改革未能有效推动的环境下, 煤电联动成为解决煤电矛盾的重要手段。目前, 火电企业亏损加剧, 有调价的需求, 同时, 煤电联动条件已经满足, CPI 开始回落, 电价调整条件趋于成熟, 火电上网电价上调的概率较大。

三、电价调整方向明确, 时机尚需等待

虽然煤电联动条件已经满足, 但调整时机仍值得探讨, 我们从以下几个方面探讨电价调整的时机:

- **重点合同煤谈判在即, 近期电价调整容易“引火上身”。**目前, 各省重点合同煤谈判已经相继展开, 如果近期电价上涨, 在冬季用煤高峰时节, 势必导致重点合同煤顺势涨价, 电价调整效果将大打折扣。
- **等待 CPI 数据继续回落, 择机而行。**虽然 10 月份 CPI 已回落至 5.5%, 但相较于以往电价调整的 CPI 情况, 仍偏高, 历史几次电价调整基本在 5% 以下, 我们预计, 电价调整尚需等待 12 月中旬公布 11 月份 CPI 数据, 根据数据情况, 择机启动。
- **调价涉及部门较多, 工作流程长, 存不确定性。**按照前文媒体报道, 电价调整方案已完成, 并于近期上报国务院。假设该方案短期内能够获得批复, 由于电价调整涉及不同部门、企业的利益, 最终电价调整方案在出台前, 仍需多部门沟通, 工作流程较长, 具体时间仍存在一定的不确定性。如果方案未能获批, 则需要对方案继续调整, 周期可能还需加长。

综合以上几点考虑, 在电价上调大方向确定的情况下, 具体的实施时间是较难判断的。我们分析, 方案将在重点合同煤谈判基本确定、CPI 回落至合适位置时进行实施。

四、电价调整对行业及公司的影响

由于电价调整方案尚不知晓, 为捕捉未来电价调整可能带来的投资机会, 我们测算了电力行业及重点上市公司对电价的敏感性分析, 详细如下:

- **对行业的影响:** 根据测算结果, 当火电上网电价每变动 1%, 发电行业的利润总额增加 17%, 具有较大的杠杆, 可有效增厚行业的盈利水平, 改善经营状态。

表 1: 发电行业盈利对电价及煤价的敏感度

利润变动幅度	煤价						
	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
电价	-1%	163%	103%	43%	-17%	-77%	-138%
	0%	180%	120%	60%	0%	-60%	-120%
	1%	198%	138%	77%	17%	-43%	-103%
	2%	215%	155%	95%	35%	-26%	-86%
	3%	232%	172%	112%	52%	-8%	-68%
	4%	250%	189%	129%	69%	9%	-51%
	5%	267%	207%	147%	86%	26%	-34%

资料来源: 国家统计局, 招商证券

- **对上市公司的影响:** 我们对重点上市公司也进行了相关敏感性分析, 对电价业绩弹性较大的公司分别为华电国际、建投能源和华能国际等, 当电价调整时, 这类公司业绩将出现较为明显的提升。

表 2: 重点上市公司敏感度分析

编号	名称	2012EPS	敏感性分析					
			煤价+1%	EPS%	电价+1%	EPS%	电量+1%	EPS%
1	华电国际	0.02	-0.035	-143.6%	0.05	196.3%	0.01	52.7%
2	建投能源	0.03	-0.022	-81%	0.03	101.7%	0.006	21%
3	华能国际	0.17	-0.041	-24.7%	0.05	30.9%	0.01	6.2%
4	国投电力	0.25	(0.017)	-6.7%	0.030	12.1%	0.014	5.7%
5	大唐发电	0.22	-0.017	-7.8%	0.02	10.7%	0.01	2.8%
6	粤电力 A	0.31	-0.022	-7.2%	0.030	9.8%	0.008	2.6%
7	金山股份	0.40	-0.021	-5.2%	0.035	8.7%	0.014	3.5%
8	国电电力	0.22	-0.010	-4.4%	0.015	7.1%	0.006	2.7%
9	宝新能源	0.25	-0.012	-4.7%	0.017	6.5%	0.005	1.8%
10	京能热电	0.47	(0.022)	-4.8%	0.029	6.3%	0.007	1.5%
11	深圳能源	0.56	-0.019	-3.4%	0.033	5.9%	0.014	2.4%
12	广州控股	0.45	-0.010	-2.2%	0.020	4.4%	0.010	2.2%
13	申能股份	0.40	-0.007	-1.8%	0.010	2.4%	0.002	0.6%

资料来源: 招商证券

五、重点上市公司推荐

由于新闻媒体的报道, 我们判断, 证券市场对电价上调的预期已经非常强烈。龙头公司如华能国际、华电国际、国电电力的股价已经有一定涨幅, 股价部分反映了调价后业绩改善预期。

但是, 在电价上调正式实施之前, 由于调价方案和幅度都不明确, 股价仍存在维持上涨的预期。在正式方案出台后, 电力公司的股价会根据电价上调幅度、业绩改善程度重新进行定位。因此, 在电力股的投资上, 我们建议关注以下三类公司:

- 业绩对电价调整弹性大, 在电价调整中业绩改善明显的公司, 如华能国际、华电国际等。
- 长期成长性确定, 业绩稳定增长的公司, 如国电电力、国投电力等。

➤ 股价对电价调整尚未充分反映，有补涨需求的公司，如金山股份、建投能源等。

风险提示。在把握电价上调投资机会的同时，我们建议投资者应注意防范市场整体回落的风险，以及电价上调预期反映充分后，股价回调的风险。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

彭全刚：清华大学博士，长期从事电力行业研究工作，曾供职于中国华能集团公司、国务院电力体制改革工作小组办公室，2007 年加入招商证券。现为招商证券研究董事、首席电力与公用事业研究员，曾获《新财富》2008～2010 年电力与公用事业最佳分析师、《证券市场周刊》水晶球奖 2009～2010 年最佳分析师、2010 年“中国证券业金牛分析师”。

侯鹏：清华大学硕士，曾供职于国家开发投资公司旗下国投电力公司，长期从事电力项目建设和企业管理工作，2010 年加入招商证券，现为招商证券电力及公用事业行业分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券电力及公用事业行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。