

逆流而上

- 电力行业2009年投资策略

朱胤 海通证券研究所
公用事业行业分析师
2008年11月



投资要点

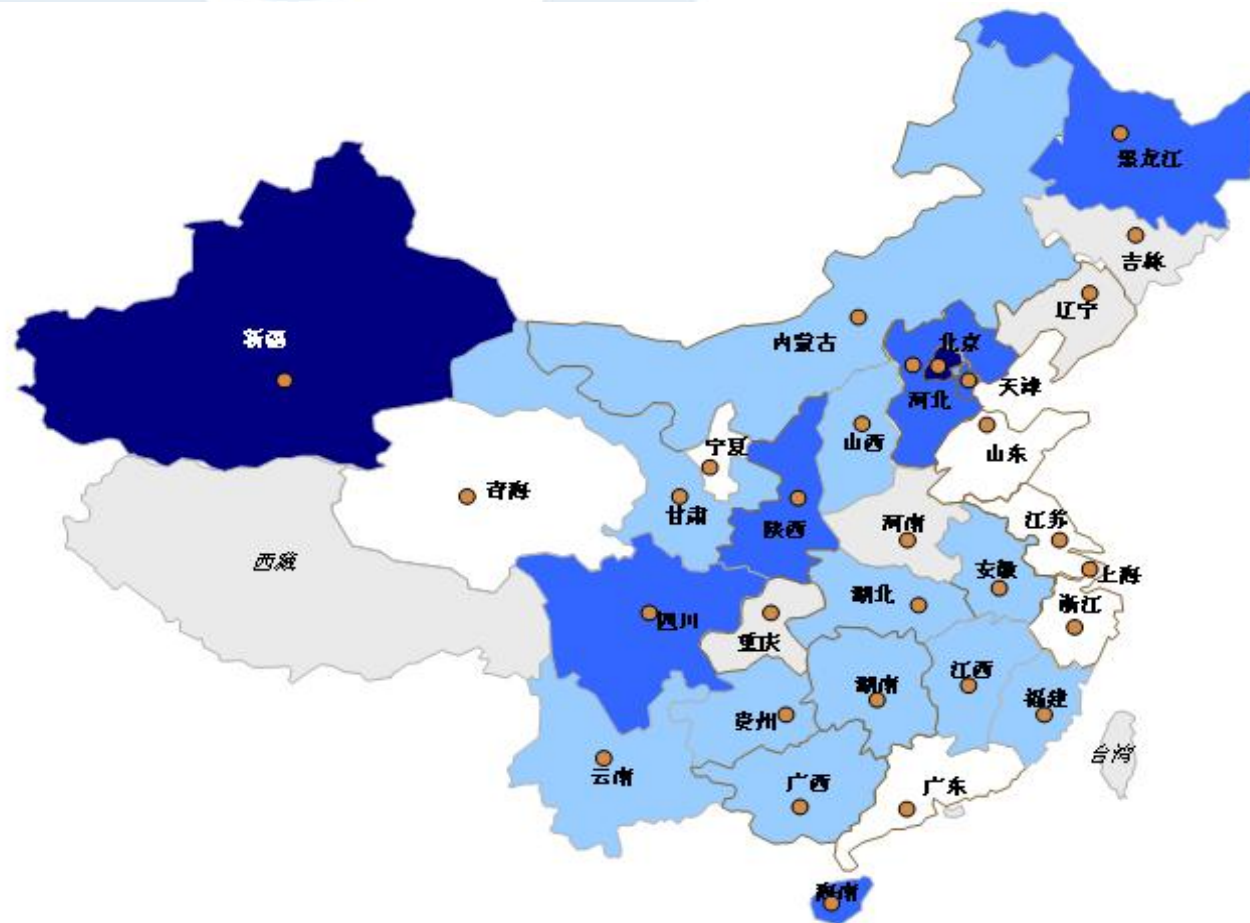
- 企业存货压力或为用电量短期内快速下滑主因
- 煤炭及海运价格快速下跌缓解火电企业成本压力
- 2009年重点合同煤价有望不变，电价上调预期犹存
- 投资策略：维持行业“增持”评级，优先选择业绩对煤价下跌敏感且具有较强资产注入预期的火电企业
- 重点公司推荐：国投电力、国电电力、华能国际

10月份各省区用电量增长率变动情况

深蓝色区域：10月单月增速环比增长的省份

蓝色区域：单月增速较9月份环比降幅在5个百分点以内的省份

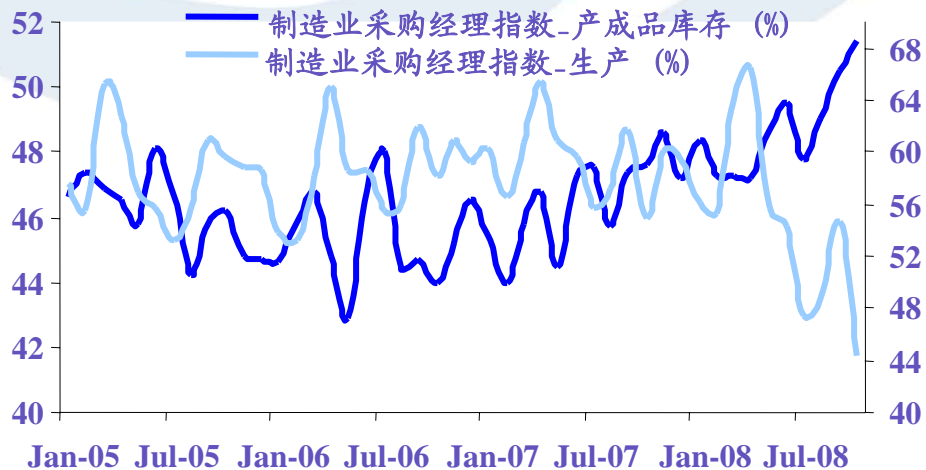
浅蓝色区域：降幅高于全国平均水平（8.4个百分点）的省份



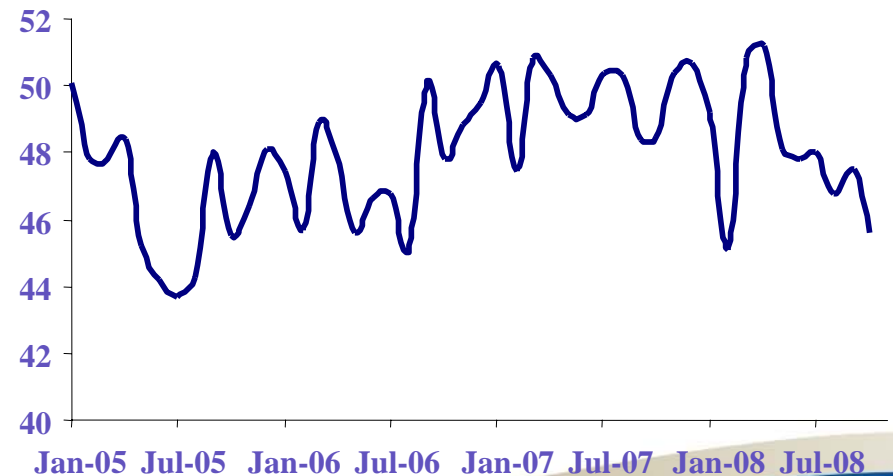
企业存货压力或为用电量快速下滑主因

随着需求减弱以及通胀预期回落，通胀—通缩的快速转变导致企业的大量高价原料及产成品库存难以消化，需要经过一段痛苦的调整期
制造企业库存清理正在进行当中，国家强力推出的经济刺激计划也使得我们对未来工业生产活动回暖带来用电需求的逐步回升仍然抱有信心

中国制造业PMI产成品库存及生产变动 (%)



中国制造业PMI原材料库存变动 (%)

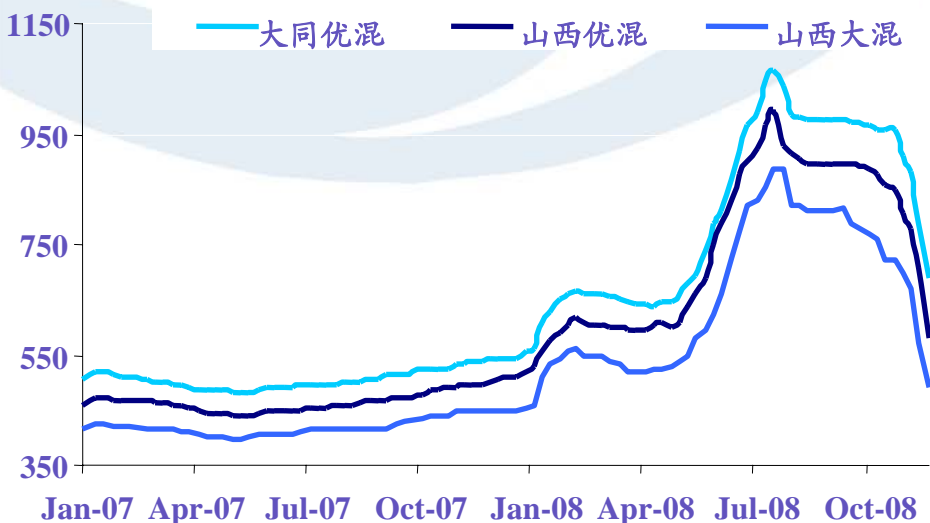


11月以来国内煤炭价格快速下降

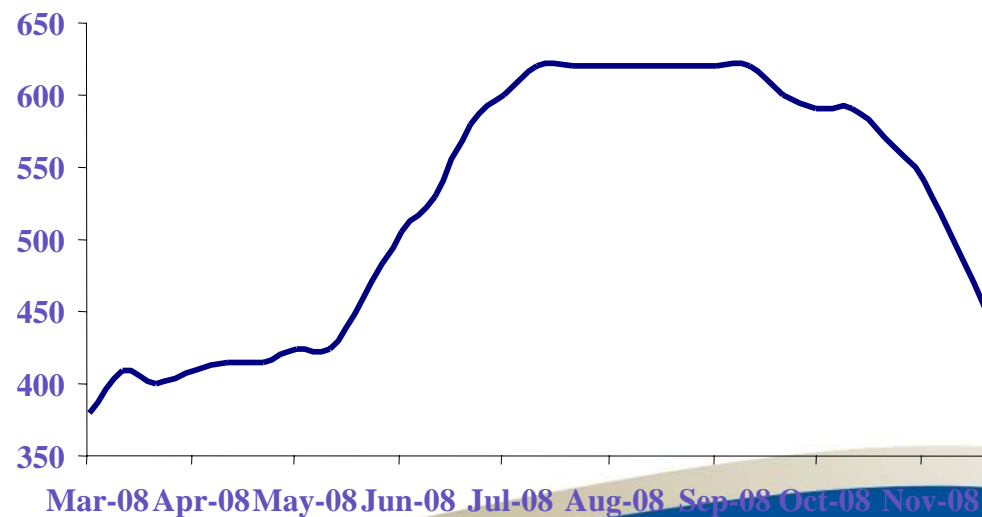
秦皇岛港大同优混煤价11月24日已降至690元/吨，较上周下跌达100元/吨，进入11月份以来，累计已下跌约260元/吨，跌幅高达27.7%

山西大同地区动力煤（6000大卡）的11月20日价格为495元/吨，较8月份的历史高点620元/吨下跌120元/吨，跌幅为20.2%

2007年以来国内煤炭价格走势（元/吨）



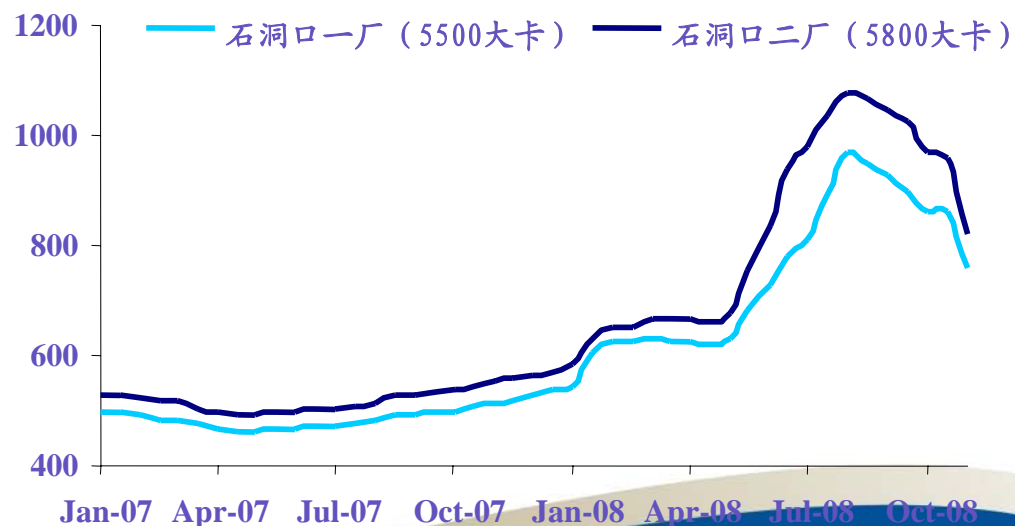
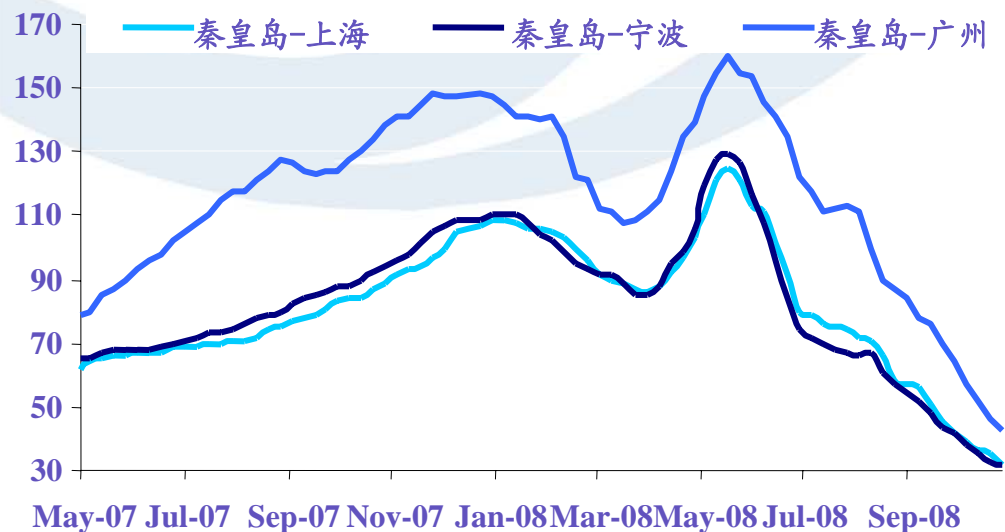
今年以来大同煤炭（6000大卡）坑口价走势（元/吨）



海运价格快速下跌缓解火电企业成本压力

2008年11月国内主要煤炭运输港口至东南沿海主要煤炭消费地的海运价格较2008年6月的最高点多有75%左右下跌，相当于吨标煤成本降低110-140元/吨
华东地区沿江电厂煤炭接收价格下跌幅度普遍较前期高点下跌20%以上，跌幅一般在200-250元/吨

秦皇岛至主要港口煤炭海运价格（元/吨） 华东地区沿江电厂煤炭接收价格（元/吨）

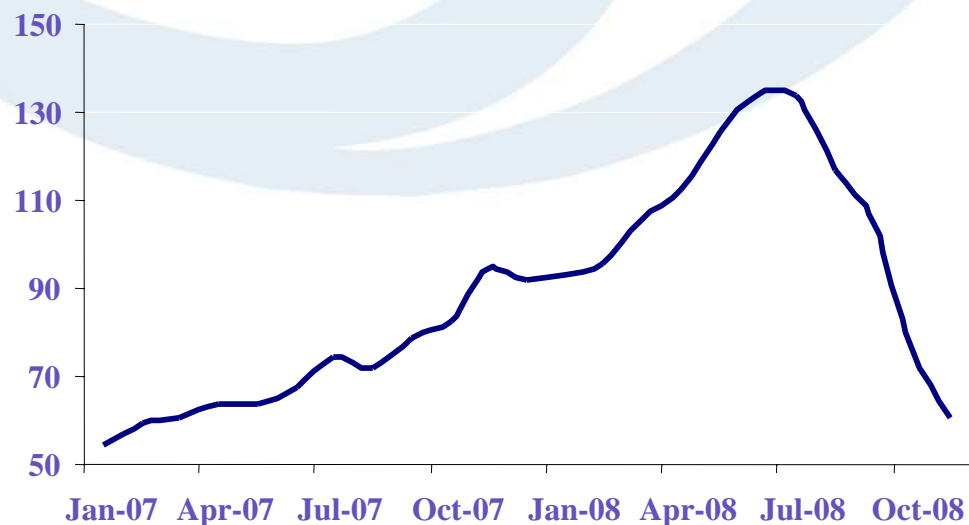


国际能源价格快速下跌有利于国内煤价回稳

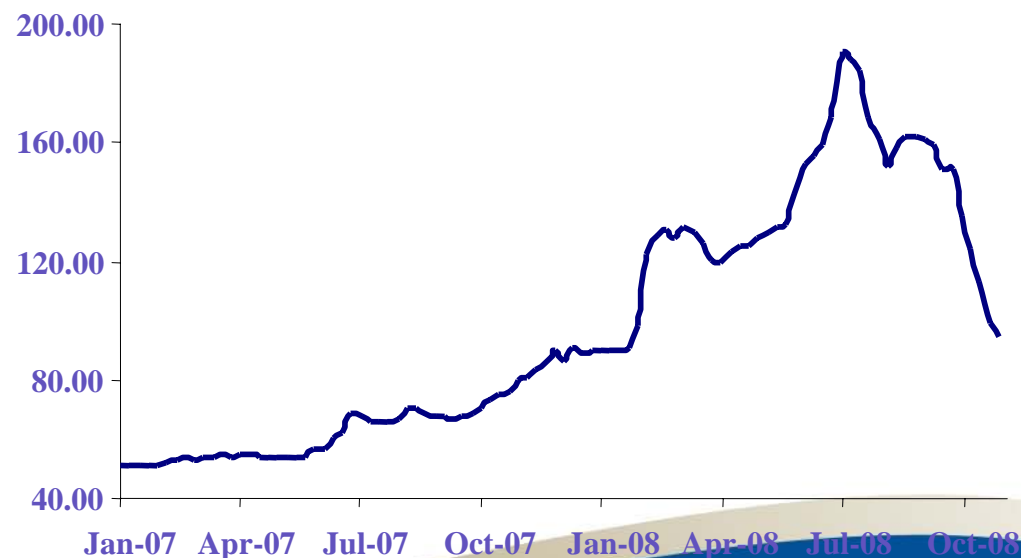
上半年国际、国内煤炭价格飙升的背后，是国际原油以及天然气价格持续大幅上涨引发的全球能源消费重心被迫重新向价格相对较为低廉的煤炭转移

国际石油及煤炭价格均出现持续大幅下跌，从而有利于国内煤炭价格的回落

WTI原油价格走势（美元/桶）



国际煤炭价格走势（美元/吨）



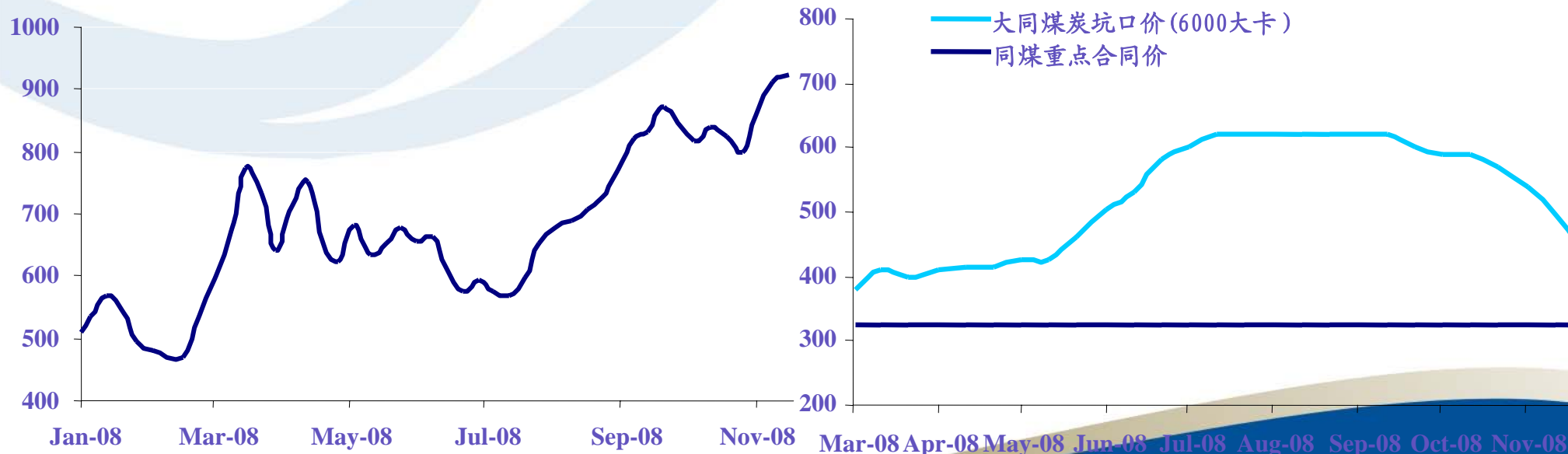
库存的高企以及需求的疲弱提升电企谈判能力

市场煤价的快速下滑、库存的高企以及需求的疲弱使得煤炭企业上调2009年重点合同煤价要求的合理性被削弱，而国家“保增长”的强大政策压力可能也会对煤炭央企的决策行为造成一定影响

综合目前得到的信息判断，我们认为2009年的重点合同煤价有望保持不变

2008年以来秦皇岛港务集团煤炭库存情况 (万吨)

市场煤价与重点合同煤价差距不断缩小 (元/吨)

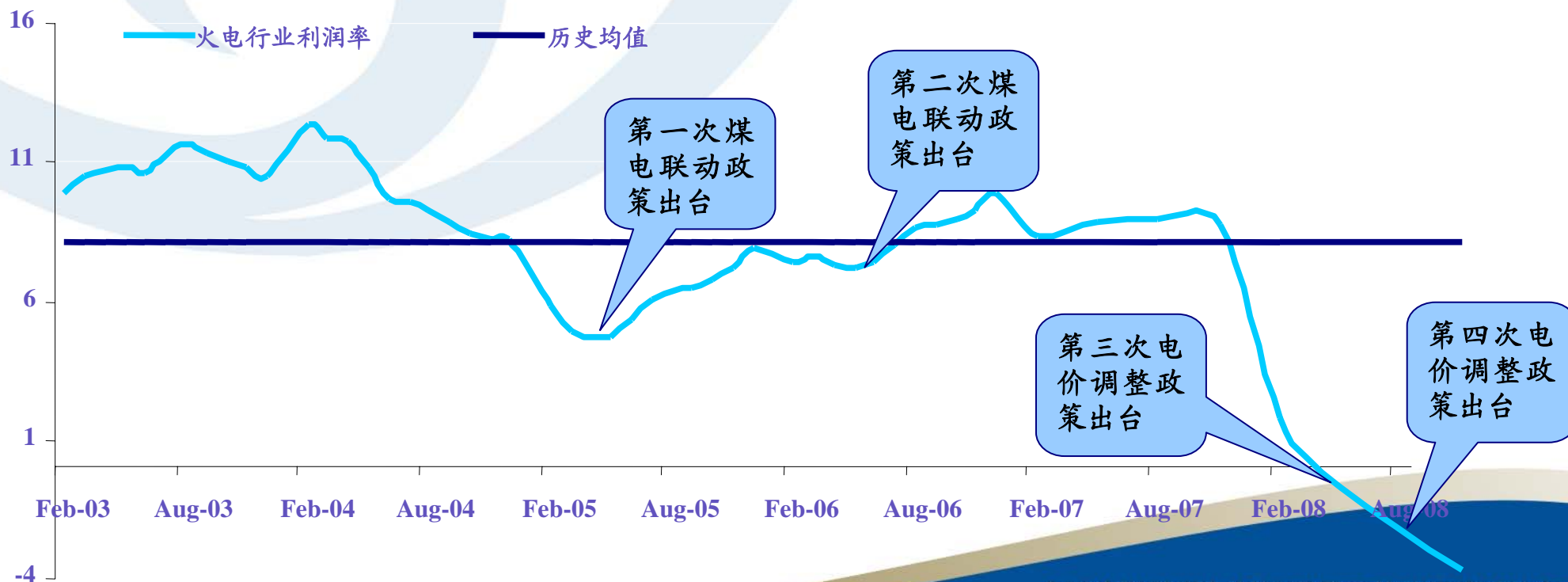


2009年电价上调希望犹存

6-8月火电行业累计利润率仅为-8.38%，两次电价上调远不能使行业利润水平恢复至合理水平

10月CPI降至4.0%，为电价调整创造了有利条件

历次电价调整时火电行业当月累计利润率情况（%）



全球金融动荡与经济调整下的中国资本市场
——海通证券2009年投资策略报告会

三大主要因素对火电企业业绩影响分析

电价、煤价、需求三大主要因素中，电价、煤价对火电企业业绩影响最大煤价与需求呈现正相关关系，若电力需求出现大幅下滑，未来煤炭价格的跌幅很可能远超出电力需求的跌幅

三大主要因素对2008年火电行业利润总额影响（亿元）

变动幅度	电价	煤价	利用小时数
- 10 %	- 950	+ 650	- 300
- 5 %	- 475	+ 325	- 150
5 %	+ 475	- 325	+ 150
10 %	+ 950	- 650	+ 300

两次电价上调降低火电行业盈亏平衡点

两次累计上调幅度达10%以上的电价调整已经使得电力行业的盈亏平衡点得以大幅降低

根据目前的测算，即使2009年煤价不能重新回到2007年的水平，但只要年度均价较2007年的涨幅在15%以内（2008年秦皇岛山西大混煤炭年均价同比涨幅预计超过50%），电力行业的获利水平仍存在超过2007年的可能性

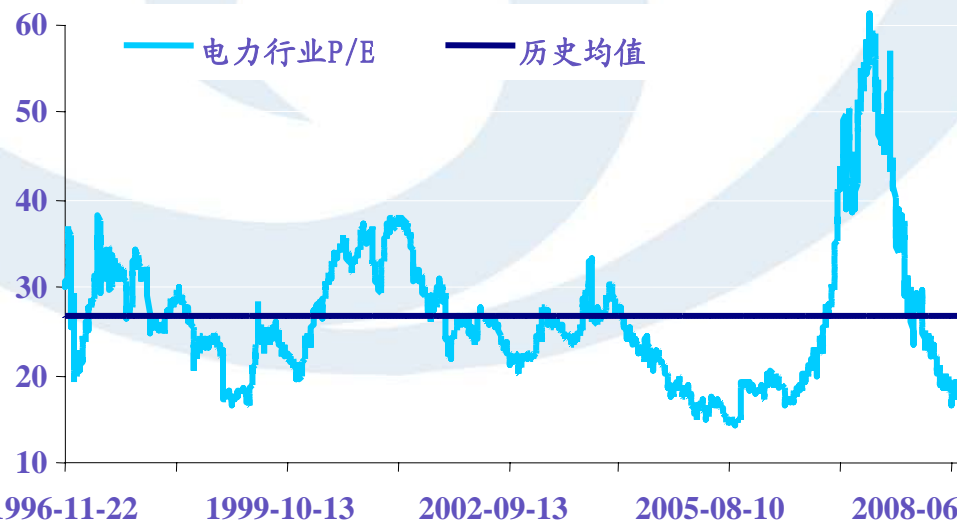
历次煤电联动电价调整情况

调整日期	调整方案
2005.04	全国销售电价平均上涨2.52分千瓦时，平均上网电价上调1.78分/千瓦时
2006.06	全国销售电价每千瓦时平均上调2.494分，上网电价每千瓦时平均上调1.174分
2008.07	全国销售电价每千瓦时平均上调2.50分，火电行业上网电价每千瓦时平均上调1.7分
2008.08	火电企业上网电价每千瓦时平均上调2.0分，销售电价维持不变

电力行业整体估值均处于历史均值以下

目前电力行业整体估值均处于历史平均水平以下，接近2005年的估值水平

电力行业整体PE变动情况及历史均值



电力行业整体PB变动情况及历史均值

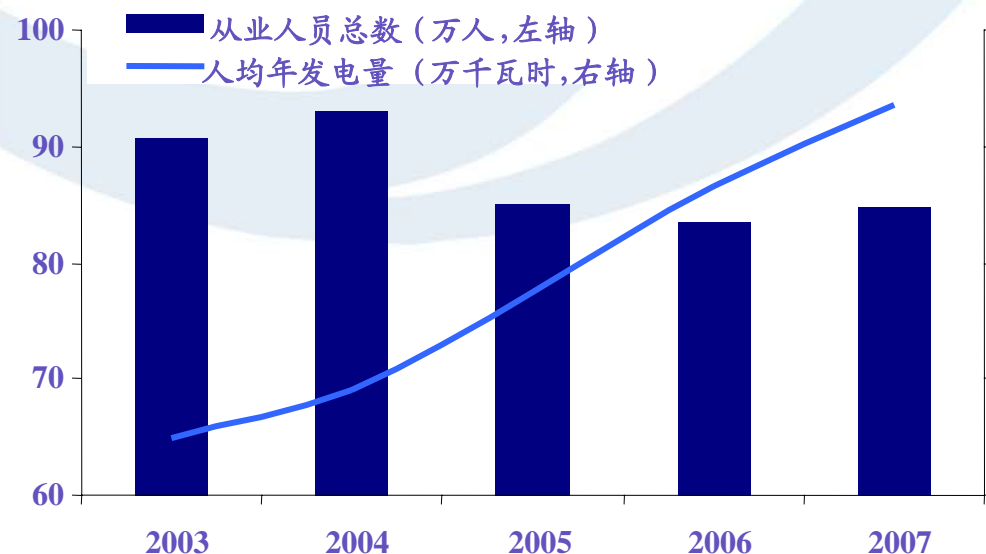


电力行业整体估值处于较为合理的区间

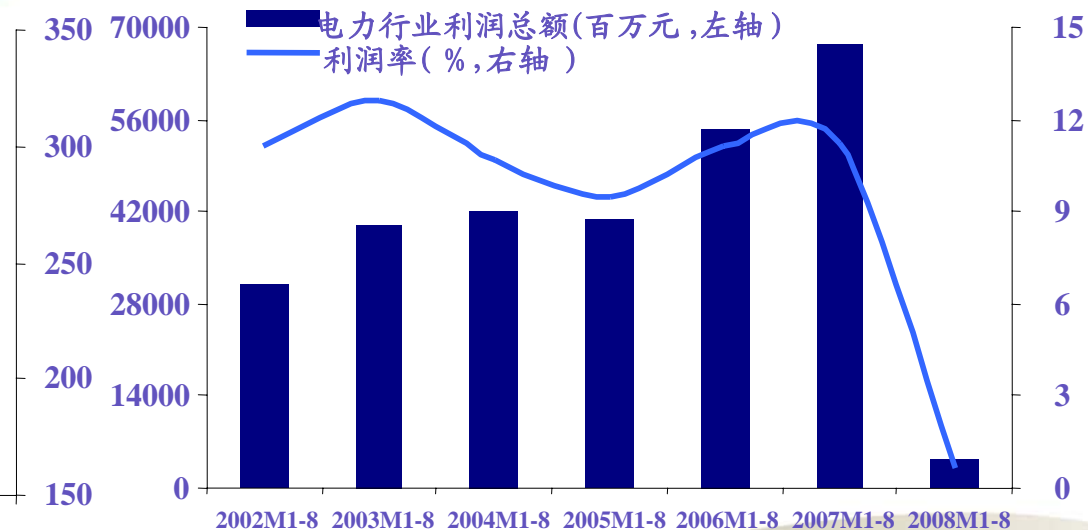
电力行业目前的盈利状况已度过3季度经历的历史最差阶段，市场面及政策面利好已驱使行业景气重新进入上升通道

电力行业整体估值处于较为合理的区间，具有一定的安全边际

火电行业员工总数及人均发电量增长



电力行业盈利情况处于历史同期最差阶段



重申对电力行业的“增持”评级

- 市场煤价下跌幅度超出之前预期，重点合同煤价有望持平，电价2009年仍有一次上调机会的预期犹存，因此电力行业是2009年极个别几个销售价格有望上调（至少保持不变），而销售成本有望大幅下降的行业之一
- 煤价及海运价格下跌有利于降低火电企业的成本压力，足以抵消需求下滑带来的不利影响，在2009年经济增速大幅回落的大背景下，火电行业盈利有望逆流而上
- 2009年增值税改革对于作为资本密集型行业的电力行业构成明显利好
- 中国进入降息周期有利于减轻电力行业的财务费用压力
- 重申对电力行业“增持”的投资评级

2009年投资策略：着眼点由电价转向煤价

考虑到电价上调预期受到削弱，而煤价存在较大的下跌空间，我们重点推荐公司业绩对煤炭价格敏感度较高的且大股东具有较强资产注入潜力的相关上市公司

代码	简称	每股权益火 电发电量 (千瓦时)	供电煤耗 (克/千 瓦时)	标煤单 价(元/ 吨)	电价上调1分/千 瓦时对2008年 EPS影响(元)	煤价下跌5% 对2008年EPS 影响(元)
601991	大唐发电	8.1	332	565	0.057	0.049
600795	国电电力	6.4	339	545	0.045	0.038
600011	华能国际	12.3	319	750	0.087	0.092
600886	国投电力	16.2	340	550	0.115	0.095
600027	华电国际	13.5	337	720	0.094	0.102

公司推荐：国投电力、国电电力、华能国际

建议买进母公司装机容量达上市公司3倍以上且对煤炭价格调整敏感的国投电力，同时关注资产注入预期明确，火电、水电均衡发展为国电电力，同时我们也调升之前因煤价上涨而亏损的华能国际投资评级至“增持”

代码	股票名称	EPS(元)			P/E			投资评级
		2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E	
600886	国投电力	0.52	0.20	0.48	15.62	40.87	17.05	买入
600795	国电电力	0.34	0.05	0.28	17.74	115.69	21.89	增持
600011	华能国际	0.50	-0.12	0.42	14.08	N.A.	16.83	增持
600900	长江电力	0.57	0.56	0.67	25.70	26.22	21.94	增持