

國泰君安國際 研究部



2011年下半年行业展望之 煤炭与电力行业

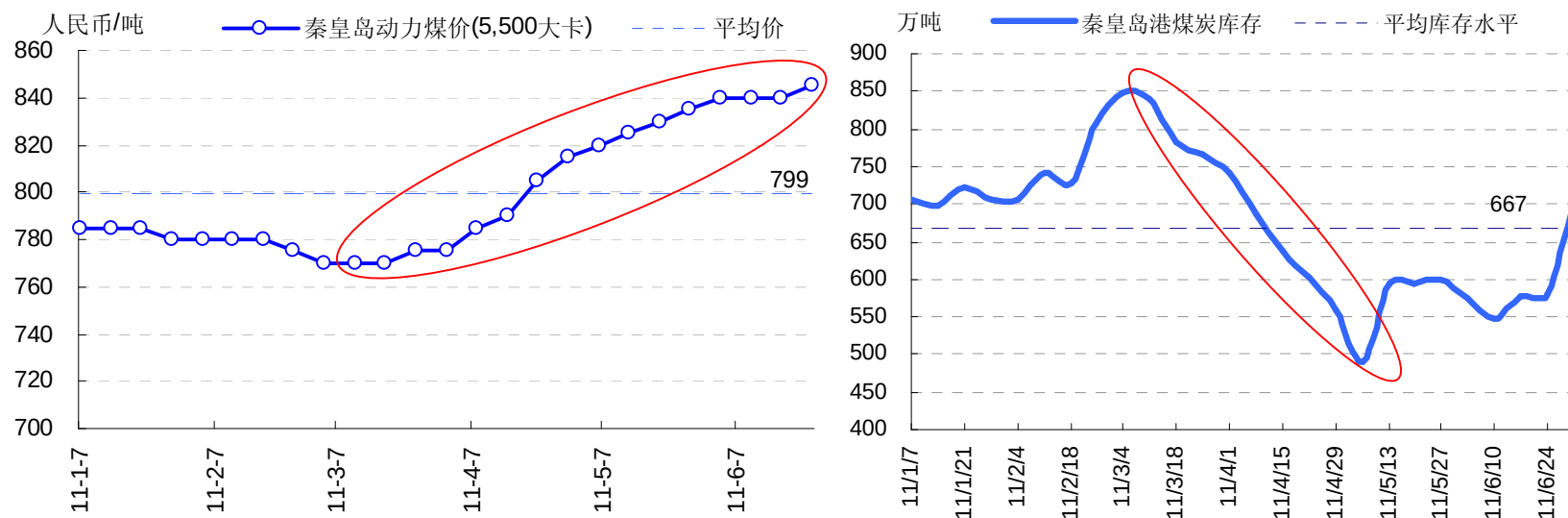
分析员：吴逸超

日期：2011年7月2日

联系电话：(0755)-23976871

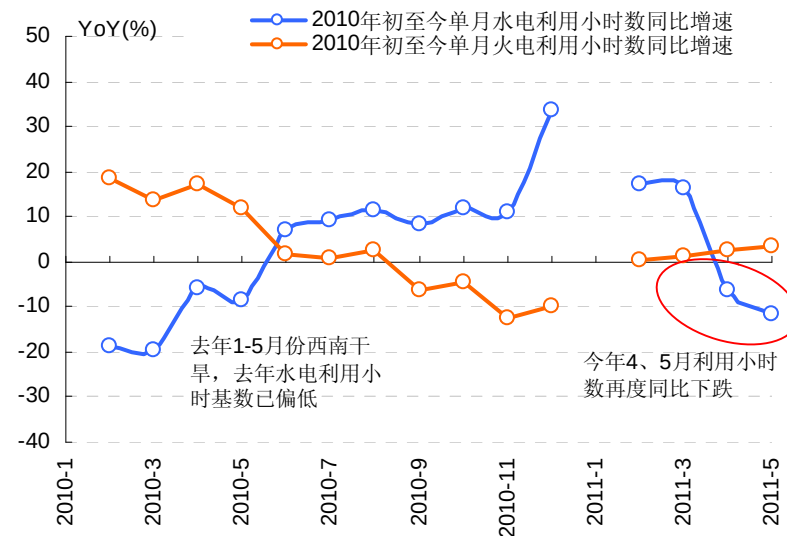
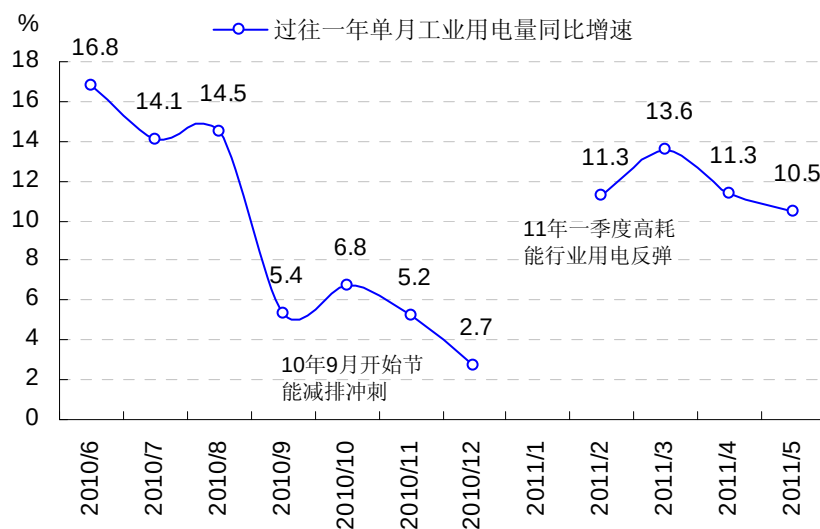
Email: wuyichao@gtjas.com

煤炭行业回顾：2011年上半年煤价先平稳后走强



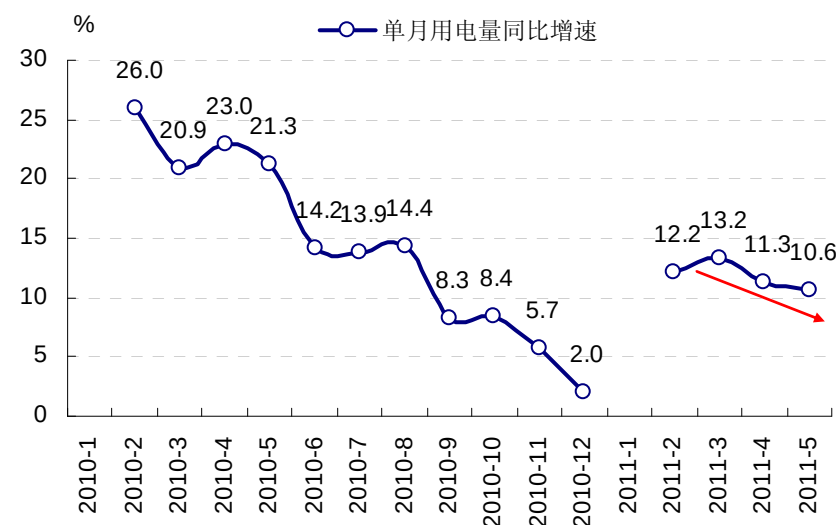
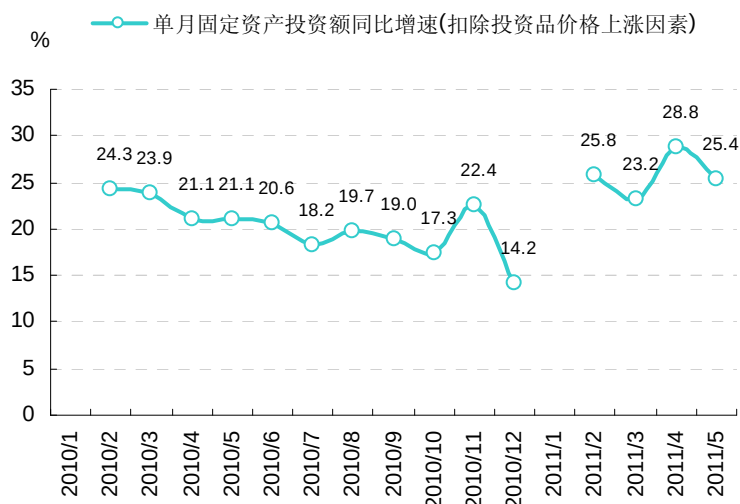
- 阶段一：1-3月中旬动力煤价小幅下跌，秦皇岛港口5,500大卡煤价由785元/吨微降至770元/吨；
- 阶段二：3月下旬起秦皇岛港口动力煤价加速上涨，至6月底累计上涨75元/吨，至845元/吨；
- 原因（一）：上网电价上调的消息刺激煤价上行；
- 原因（二）：大秦线检修，秦皇岛港口煤炭库存在3-4月间降低42%，助推煤价；

“电荒”的出现使上网电价上调提前，进一步推高煤价



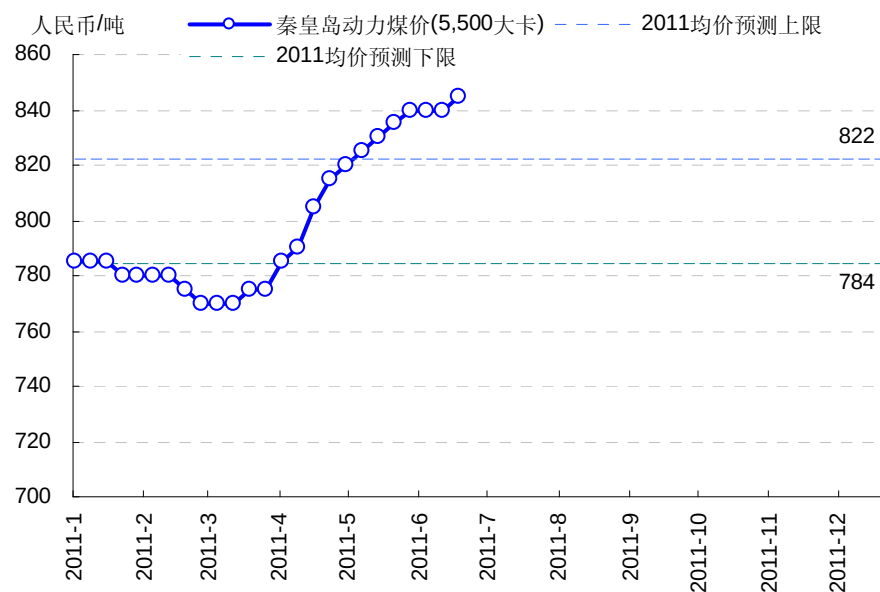
- 原因（三）：2011年一季度高耗能行业用电量反弹；
- 原因（四）：4、5月份南方降水偏少，水电利用小时同比连续两年倒退，加重燃煤电厂保障电力供应压力；
- 原因（三）和（四）共同导致了“电荒”，而非“装机容量不足”或“发电能力闲置”。理由：火电利用小时数同比稳定上升，未见异动。

2011年下半年信贷紧缩叠加效应有可能继续显现



- 1-5月固定资产投资同比增速反弹较快，5月略有下滑，仍处于25%的较高水平，未见明显放缓；
- 前3个月单月用电量同比增速反弹较快，3月单月同比增速达13.2%；4、5月份单月用电量增速连续2个月下滑，其中单月工业用电量同比增速由3月份的13.8%降至5月份的10.6%；
- 上半年共上调六次存款准备金率，使信贷额度偏紧，部分地方政府开始面临还贷压力，后续固定资产投资动能或减弱。

2011下半年煤价走势判断：稳中趋降



- 维持全年秦皇岛动力煤5,500大卡均价同比涨幅在5-10%之间的预测，即2011年均价区间在784-822元/吨；
- 前提假设：1) 信贷紧缩政策不会大幅放宽，固定资产投资增速继续回落；2) 不放松对高耗能行业的控制，强化节能减排目标的考核；3) 不发生严重旱情，全年水电利用小时同比持平。

电力行业回顾：3-5月的“电荒”加速了上网电价上调步伐

(单位：分/千瓦时) 2011年上网电价调整值(含税)及执行日期(*)				
省份	2010年1月1日执行	2011年4月10日执行	2011年6月1日执行	总调整幅度
安徽	0.20		3.10	3.30
山西	0.19	2.90		3.09
甘肃	0.90	1.78		2.68
江西	0.38		2.24	2.62
山东	0.18	2.27		2.45
湖南	0.39		2.00	2.39
重庆	0.40	1.88		2.28
河南	0.21	1.79		2.00
湖北	0.33	1.67		2.00
宁东送山东		1.70		1.70
四川		1.50		1.50
河北南网	0.22	1.27		1.49
河北北网	0.19	1.30		1.49
山西送京津唐	0.19	0.61		0.80
云南	0.46			0.46
福建	0.31			0.31
内蒙古西	0.30			0.30
辽宁	0.22			0.22
宁夏	0.19			0.19
广东	0.18			0.18
天津	0.18			0.18
辽宁送京津唐	0.17			0.17
皖电东送	0.10			0.10
上海	0.05			0.05

资料来源：上市公司公告。(*)可能不完整

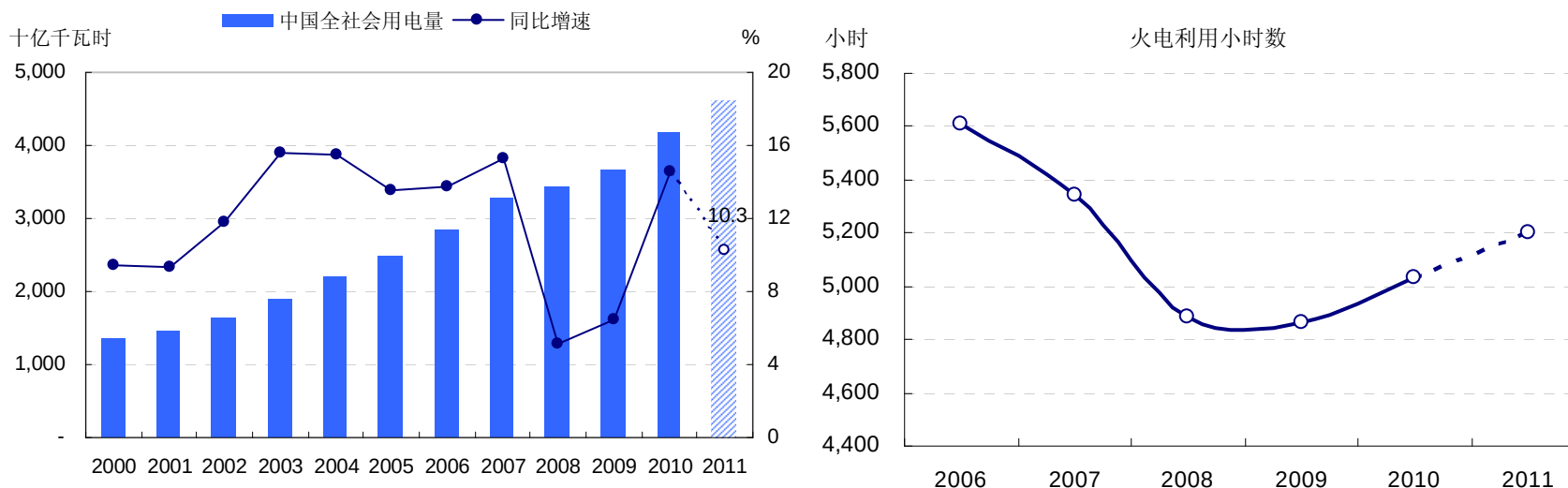
单位：分/千瓦时 上网电价上调对各上市公司的影响		
公司	2011年预计平均上网电价提高幅度	容量加权上网电价提高幅度
华润电力	无披露	无披露
华能国际	0.93	
大唐发电	1.01	
华电国际		1.71
中国电力	1.64	2.01

- “电荒”诱因：1) 3月份开始，高耗能行业用电反弹迅速；2) 华中华南干旱，水力发电不足；3) 煤价3、4月再度加速上涨，部分质地较差的火电厂陷入现金流困境，消极发电。
- 调价动机：1) 改善火电厂现金流，助其维持运营，保障用电；2) 抑制地方政府对高耗能行业的投资冲动。

未来上调上网电价的催化剂

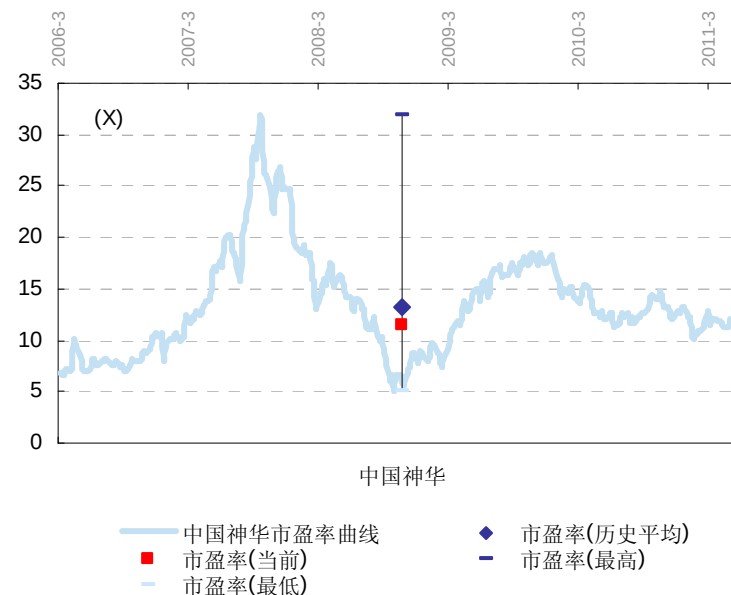
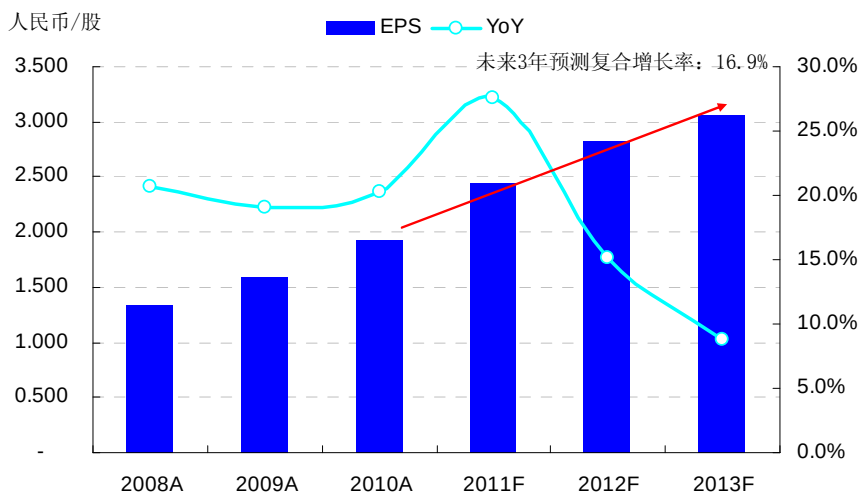
- 我们认为下半年上网电价及销售电价仍有上调的可能，主要取决于：
 - 1) 高耗能行业增速是否继续增长；
 - 2) 煤价是否继续上涨，燃煤发电厂是否继续亏损，以及；
 - 3) CPI水平是否会回落。
- 我们认为电价上涨在“十二五”期间是大概率事件，主要理由包括：
 - 1) 中央政府将继续抑制高耗能行业粗放盲目扩张，降低单位GDP能耗，以达到2020年末单位GDP能耗比2005年下降40-45%的“节能减排”目标；
 - 2) 环保成本上升，《火电厂大气污染物排放标准（二次征求意见稿）》中规定了更严格的烟尘、二氧化硫、氮氧化物排放标准，按照意见稿，该标准将于2012年和2014年起分阶段实施，火电运营成本将上升，预计也将有对应的上网电价补贴政策；
 - 3) “十二五”期间能源领域体制机制改革将推动垄断行业的改革，尽可能引进市场竞争，以及积极推进资源产品价格改革。

2011全年用电量判断：增速略降



- 前5个月累计用电量同比增速回落至11.9%，预计全年增速继续小幅下降至10.3%。
- 火电利用小时数稳步上升，全年回升至5,200小时，同比增长3.4%。

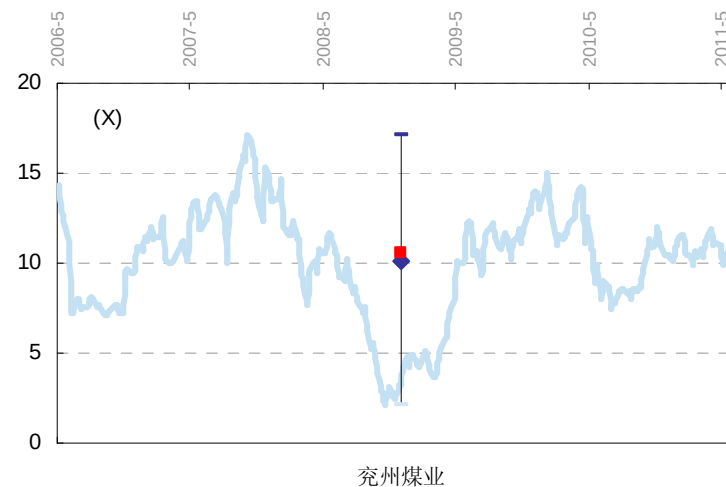
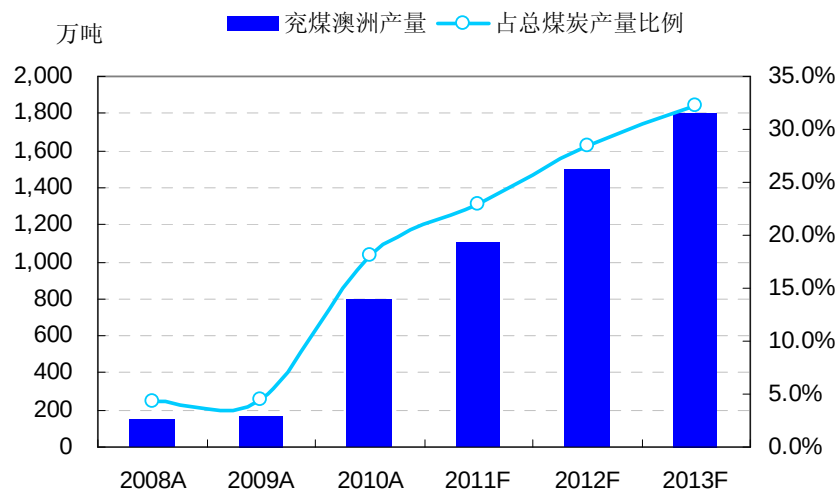
中国神华（01088 HK）：评级“收集”



- 预计2011年公司煤炭销量将达3.7亿吨，同比增长26.6%
- 自产煤销量有望达到2.65亿吨，同比增长20.3%，增长主要来自去年底集团注入的资产
- 集团尚有1亿吨多煤炭产能以及煤制油项目未注入。

公司	代码	股价 (HK\$)	个股 评级	11年市 盈率 (X)	12年市 盈率 (X)	13年市 盈率 (X)	11年 ROE (%)	11PB (X)	11年每股 派息(HK\$)	11年股息 率 (%)
中国神华	1088	36.000	收集	12.2	10.6	9.8	22.1	2.5	1.177	3.3

兖州煤业（01171 HK）：评级“买入”

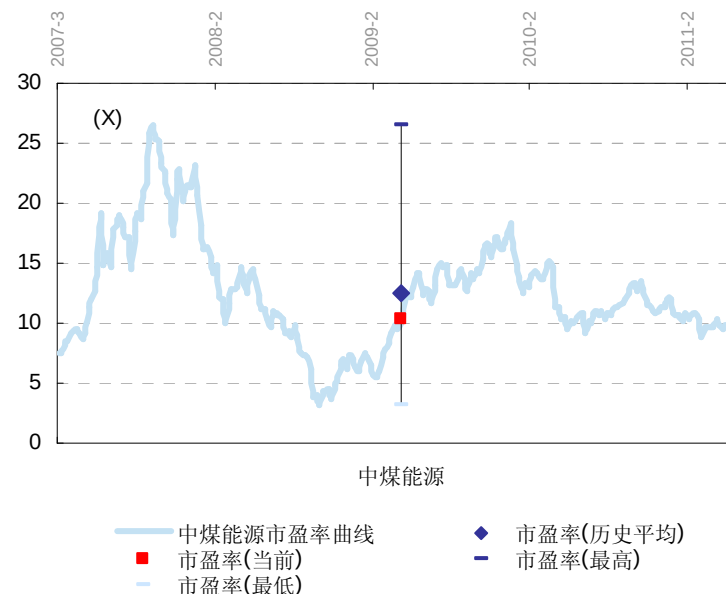
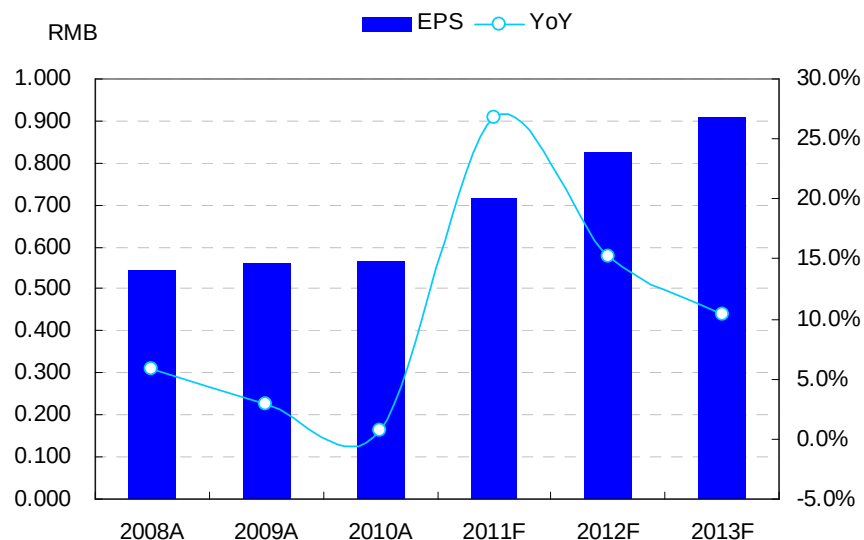


— 兖州煤业市盈率曲线
■ 市盈率(当前)
— 市盈率(历史平均)
— 市盈率(最高)
— 市盈率(最低)

- 2011年上半年国内煤价延续了2010年的上涨势头，国际煤炭价格高位震荡，均利好公司盈利。
- 预计2011年公司自产煤平均售价增长12.1%。
- 兖州煤业计划于2015年末的产量及收入规模达到2010年末的三倍，隐含未来5年复合增长率为24.6%，增长分别来自澳洲、内蒙古、陕西。

公司	代码	股价 (HK\$)	个股评级	11年市盈率 (X)	12年市盈率 (X)	13年市盈率 (X)	11年 ROE (%)	11PB (X)	11年每股派息 (HK\$)	11年股息率 (%)
兖州煤业	01171 HK	30.050	买入	12.3	10.5	9.6	23.7	2.7	0.733	2.4

中煤能源（01898 HK）：评级“中性”



- 预计2011年全年自产煤炭销量达1亿吨，同比增长10.6%
- 预计公司2011年综合自产煤价预计上涨8.7%
- 合同煤销售比例有望从去年70.5%降至60%，提高平均销售单价

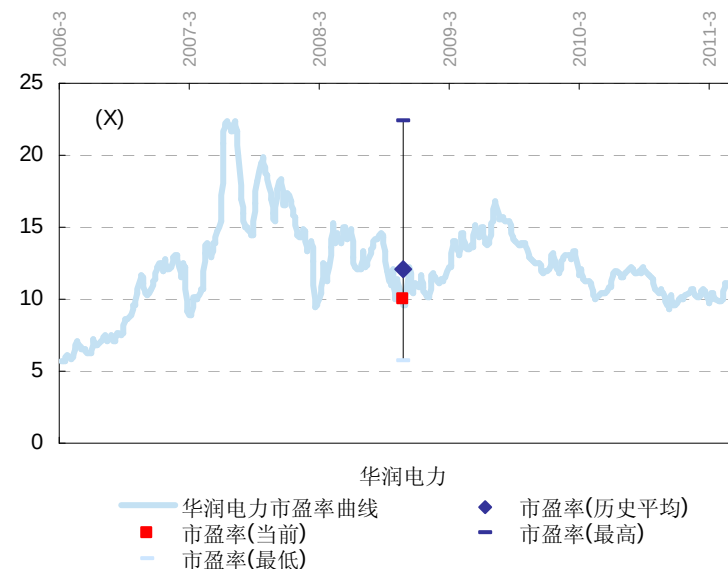
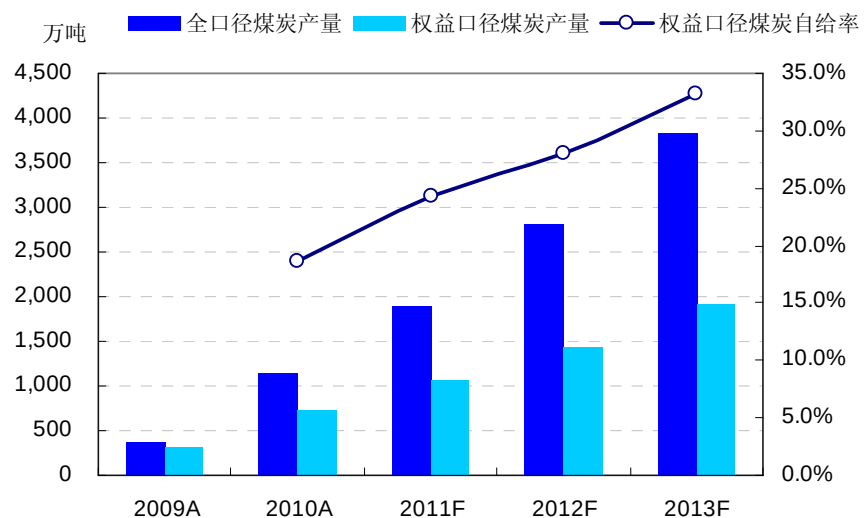
公司	代码	股价 (HK\$)	个股评级	11年市盈率 (X)	12年市盈率 (X)	13年市盈率 (X)	11年 ROE (%)	11PB (X)	11年每股派息 (HK\$)	11年股息率 (%)
中煤能源	01898 HK	10.400	中性	11.9	10.4	9.4	12.7	1.4	0.218	2.1

煤炭行业估值同业比较

公司名称	编号	股价 (HK\$)	个股 评级	11市盈率 (x)	12市盈率 (x)	13市盈率 (x)	11PB (x)	11ROE (%)	11每股派息 (HK\$)	11股息率 (%)
中国神华	01088	36.000	收集	12.2	10.6	9.8	2.5	22.1	1.177	3.3
中煤能源	01898	10.400	中性	11.9	10.4	9.4	1.4	12.7	0.218	2.1
兖州煤业	01171	30.050	买入	12.3	10.5	9.6	2.7	23.7	0.733	2.4
市值加权平均			跑赢大市	12.2	10.6	9.7	2.4	21.1		3.0

- 首选依然为兖州煤业（01171 HK），随后是中国神华（01088 HK）。
- 行业评级：跑赢大市

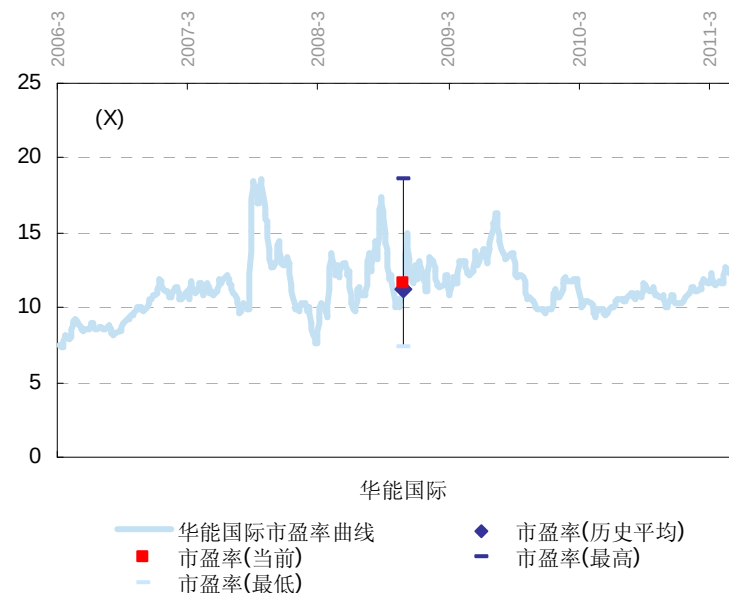
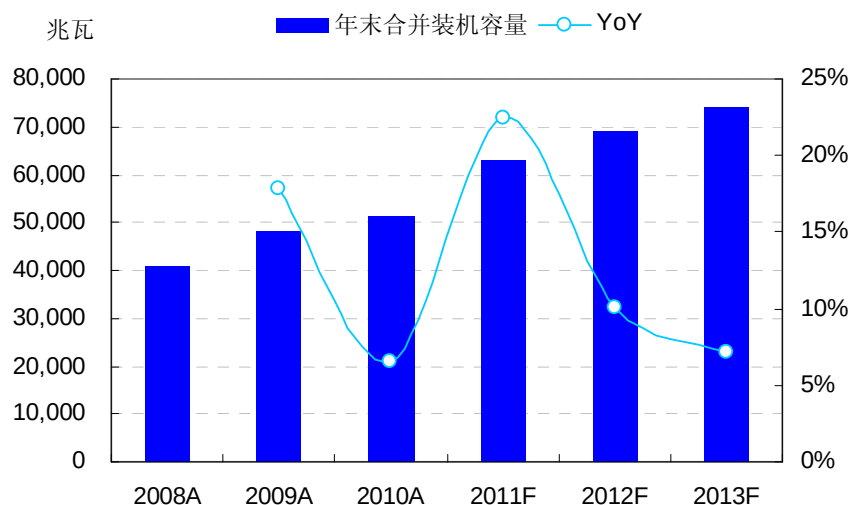
华润电力（00836 HK）：评级“收集”



- 在5家上市中资电力公司中，华润电力的盈利能力和ROE居首
- 煤炭自给率稳步增长，预计2013年将达到33%

公司	代码	股价 (HK\$)	个股评级	10年市盈率 (X)	11年市盈率 (X)	12年市盈率 (X)	11PB (X)	11年ROE	11年每股派息	11年股息率
华润电力	00836 HK	14.16	收集	12.1	10.8	9.6	1.5	12.6	0.375	2.6

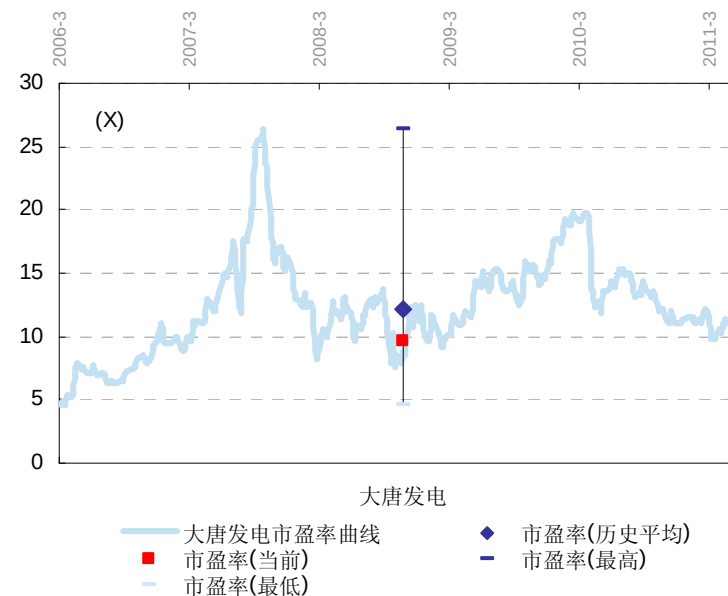
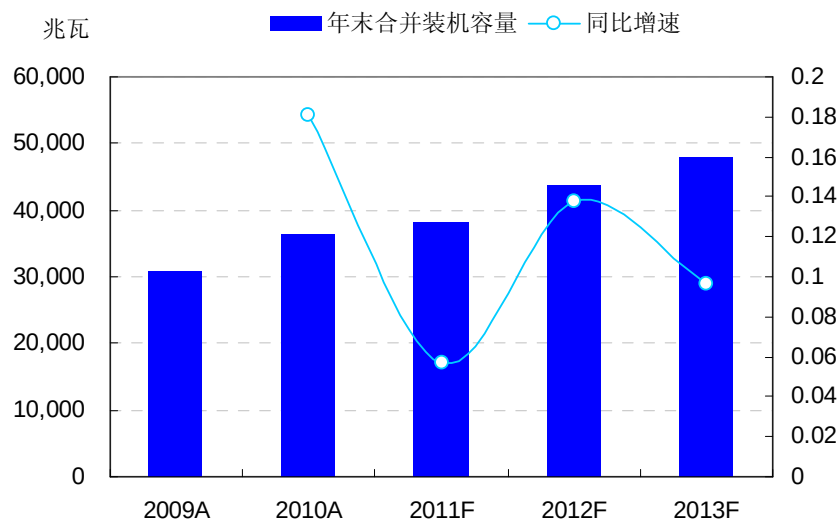
华能国际（00902 HK）：评级“中性”



- 电力行业龙头，预计公司2011年末的装机容量将达63,000兆瓦，同比增长22.5%
- 沿海装机比例高，盈利能力仅次华润电力，11年ROE预计达到8.5%
- 公司持有的新加坡大士能源对盈利贡献保持稳定，2010年贡献税前利润8.53亿人民币，占公司总税前利润20.5%

公司	代码	股价 (HK\$)	个股 评级	10年市 盈率 (X)	11年市 盈率 (X)	12年市 盈率 (X)	11PB (X)	11年 ROE	11年 每股派息	11年 股息率
华能国际	00902 HK	4.07	中性	10.1	8.9	8.5	0.8	8.5	0.221	5.4

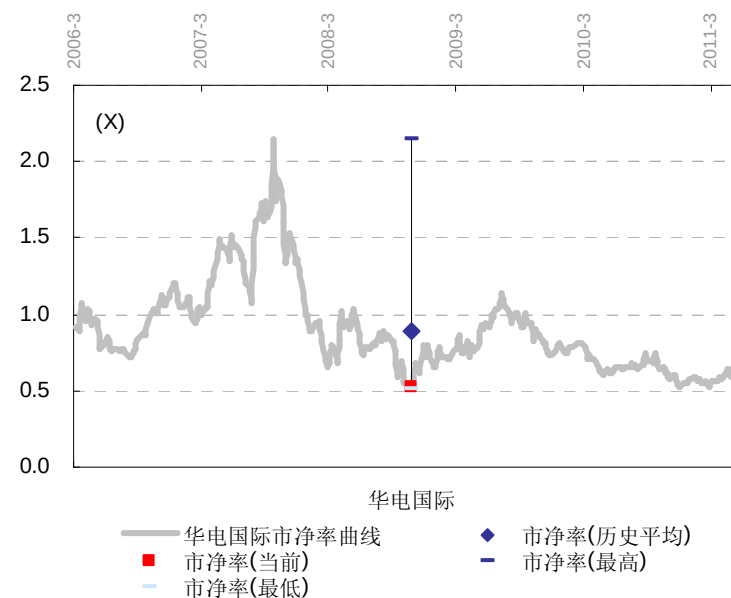
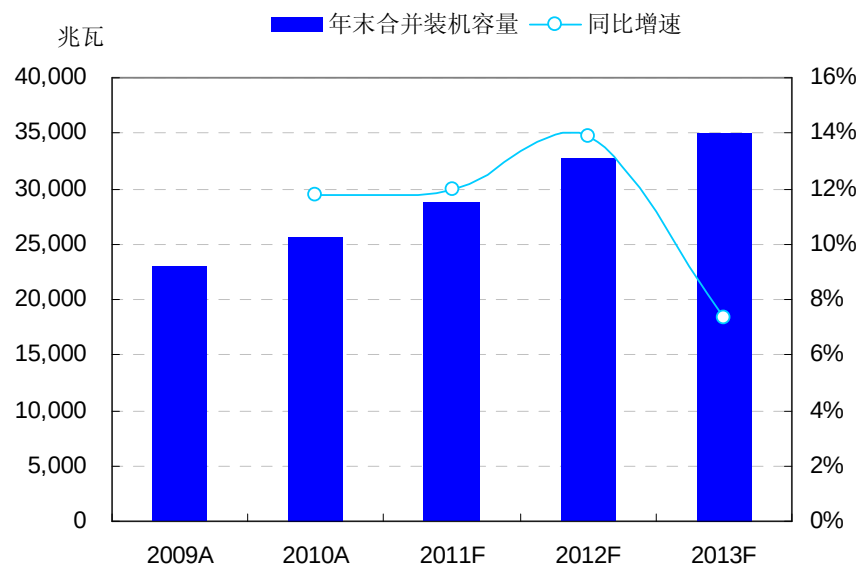
大唐发电（00991 HK）：评级“中性”



- 预计公司2011年的装机容量达到38,400兆瓦左右，同比增长5.7%，装机容量仅次于华能国际
- 公司多数燃煤电厂地处华北，靠近煤炭产地，因此其单位燃料成本低于同业，但另一方面其平均上网电价也低于同业，火电业务盈利能力一般
- 煤化工项目计划12年投产，盈利贡献程度及时点尚存不确定性

公司	代码	股价 (HK\$)	个股评级	10年市盈率 (X)	11年市盈率 (X)	12年市盈率 (X)	11PB (X)	11年 ROE	11年每股派息	11年股息率
大唐发电	00991 HK	2.60	中性	11.1	8.8	6.0	0.7	7.1	0.114	4.4

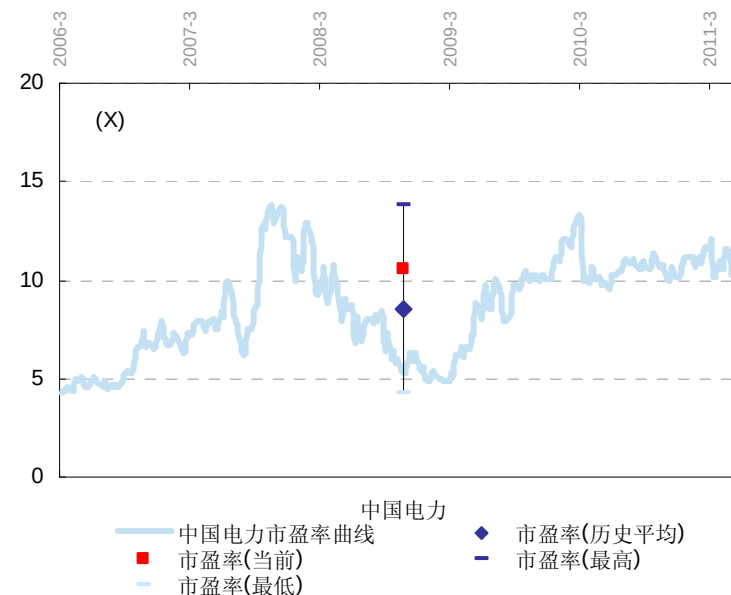
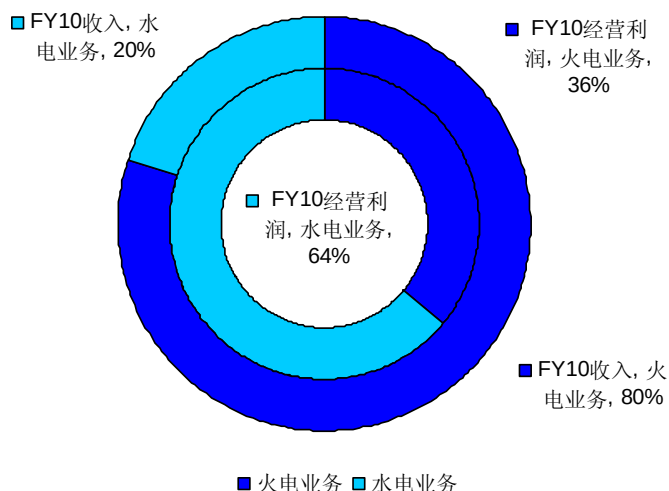
华电国际（01071 HK）：评级“中性”



- 公司半数电厂位于山东，单位售电燃料成本属行业最高，2010年达到了277.6元/度，我们预计2011年公司单位售电燃料成本还将上升3.8%左右，给公司带来沉重经营压力
- 今年2季度的上网电价上调对公司平均上网电价影响在4.1%，预计2011年每股盈利0.013元，处于盈亏平衡附近

公司	代码	股价 (HK\$)	个股 评级	10年市 盈率 (X)	11年市 盈率 (X)	12年市 盈率 (X)	11PB (X)	11年 ROE	11年 每股派息	11年 股息率
华电国际	01071 HK	1.53	中性	n.a.	16.8	9.3	0.5	0.5	0.000	0.0

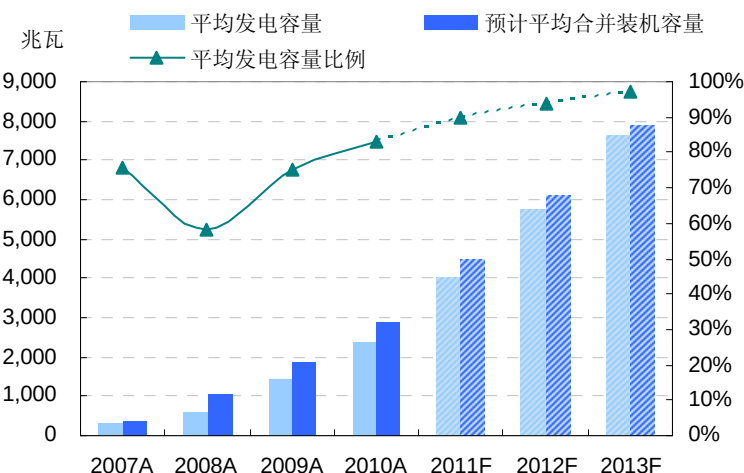
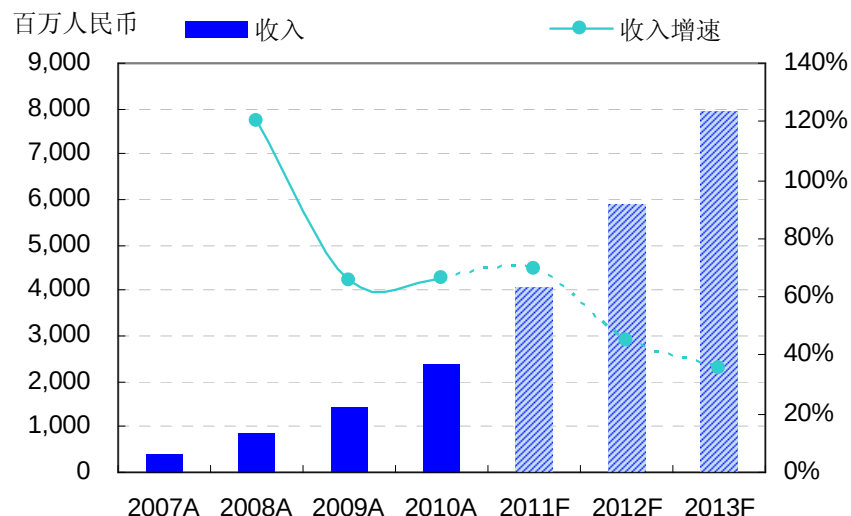
中国电力（02380 HK）：评级“收集”



- 公司水电资产盈利能力较强，2010年水电业务收入占公司总收入20%，但占公司经营利润的63.8%，经营利润率达58.2%
- 公司火电机组主要位于安徽、河南、山西、湖北等省，均为今年2季度的上网电价上调的重点区域，对公司正面影响显著
- 水电上网电价跟随上调，提升盈利

公司	代码	股价 (HK\$)	个股评级	10年市盈率 (X)	11年市盈率 (X)	12年市盈率 (X)	11PB (X)	11年 ROE	11年每股派息	11年股息率
中国电力	02380 HK	1.95	收集	11.7	7.9	6.1	0.6	5.6	0.055	2.8

大唐新能源（01798 HK）：评级“收集”



- 2010年公司平均上网电价为人民币**492.1**元每兆瓦时，而单位售电总成本为人民币**420.3**元每兆瓦时，相当于单位售电税前利润为**71.7**元每兆瓦时
- 我们预计未来三年该单位售电税前利润将维持在**75-80**元每兆瓦时之间
- 由于风电场建设的前期投入较大，公司负债率预计将攀升，使得公司盈利对贷款利率变动较为敏感

公司	代码	股价 (HK\$)	个股评级	10年市盈 (X)	11年市盈 (X)	12年市盈 (X)	11PB (X)	11年 ROE	11年每股派息	11年股息率
大唐新能源	01798 HK	1.94	收集	14.4	11.1	8.9	1.2	9.2	0.000	0.0

电力行业估值同业比较

公司名称	编号	股价 (HK\$)	个股 评级	11市盈率 (x)	12市盈率 (x)	13市盈率 (x)	11PB (x)	11ROE (%)	11每股派息 (RMB)	11股息率 (%)
华润电力	00836	14.16	收集	12.1	10.8	9.6	1.5	12.6	0.375	3.2
华能国际	00902	4.07	中性	10.1	8.9	8.5	0.8	8.5	0.181	5.4
大唐发电	00991	2.60	中性	11.1	8.8	6.0	0.7	7.1	0.093	4.4
华电国际	01071	1.53	中性	n.a.	16.8	9.3	0.5	0.5	0.000	0.0
中国电力	02380	1.95	收集	11.7	7.9	6.1	0.6	5.6	0.045	2.8
大唐新能源	01798	1.94	收集	14.4	11.1	8.9	1.2	9.2	0.000	0.0
市值加权平均			中性	10.6	10.0	8.3	1.0	9.1		3.9

- 首选为中国电力（02380 HK），以及华润电力（00836 HK）
- 行业评级为“中性”



谢谢！

利益披露事項

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的上市法团的任何财务权益。
- (3) 除晨鸣纸业(1812.HK)外，国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的上市法团的市场资本值的1%或以上的财务权益。
- (4) 国泰君安或其集团在现在或过去12个月内有与本研究报告所评论的达进精电(00515)，中国全通(00633)，华能国际电力(00902)，龙湖地产(00960)，金活医药集团(01110)，民生银行(01988)，中国泰坦能源(02188)，海东青新材料(02228)，西部水泥(02233)存在投资银行业务的关系。

免责声明

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员，交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠，但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述，因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的，及当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用，而此等发布，公布，可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例，或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2011 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有，不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtja.com.hk