

Companies

上调电价扩大电煤未来涨价空间

●在当前PPI增长有所放缓的情况下,此时上涨电价,对PPI和CPI的传导以及通货膨胀的影响也相对较小,是较为及时和合理的。同时,该措施可使电力行业基本实现扭亏,部分缓解了上半年电煤价格上涨所带来的成本压力,并对当前悲观的市场给以一定的支撑。

●短期来看,煤炭价格管制放松难以实现,对电煤生产企业影响不大。但是,电价上调后,火电企业经营压力会有所缓解,亏损程度将部分下降,间接使得电煤价格上涨空间有所扩大,涨价可能性有所增大。

●放松价格管制后,市场价格很难保持像上半年那样的快速增长,对下游行业的压力应该并不像想象中的那么大,在煤电等资源价格日益市场化的趋势下,煤炭价格管制放开,将变得切实可行。

◎天相投顾

8月19日,国家发改委发出通知,决定自8月20日起,将全国火电厂上网电价平均每度提高2分钱,电网经营企业对于电力用户的销售电价不做调整;同时要求,各级价格主管部门要加强电煤价格临时干预措施的监督检查,督促煤炭生产企业严格执行国家电煤价格政策,不得借机提高或变相提高煤炭价格。

部分缓解前期电煤上涨所带来的压力

本次国家发改委通知上调火电厂上网电价,要求电网不调整销售电价,并加强电煤价格督查,其目的是为了逐步理顺电价机制,降低火电生产企业的损失,将电煤价格上涨的部分成本压力转嫁给拥有高额垄断利润的电网企业,同时避免向下传导使得PPI快速增长。在当前PPI增长有所放缓的情况下,此时上涨电价,对PPI和CPI的传导以及通货膨胀的影响也相对较小,是较为及时和合理的。同时,该措施可使电力行业基本实现扭亏,部分缓解了上半年电煤价格上涨所带来的成本压力,并对当前悲观的市场给以一定的支撑。

煤价快速上涨是火电生产增速下

降主因,限价实施则使得煤炭产量增速下降。据统计,7月份我国工业增加值同比增长14.7%,较6月份16.0%的增速下降1.3个百分点,较上年同期18.0%的增速下降3.3个百分点。增速下降主要是因为国内及国际市场对下游产品的需求量下降,原油、原煤等上游原材料价格快速上涨推动中间产品价格不断增长,以及京津冀地区为奥运顺利进行,关停了部分高耗能、污染较高的工厂。就煤炭行业而言,由于6、7月份国家发改委先后两次通知对动力煤采取限价措施,在煤炭市场供求紧张和价格看涨的情况下,这种价格扭曲导致7月份全国原煤产量增速降至10.9%,环比大幅下降6.4个百分点。同时,煤炭供应不足和较高的价格,以及火电企业生产意愿较低,使得7月份火力发电量增长6.1%,环比下降0.7个百分点,增速呈下降趋势。比较来看,6月份火力发电量增速下降2.4个百分点,7月份增速下滑相对较小,这或能说明在上半年煤炭价格高速增长的情况下,火电企业出现亏损后,生产意愿受挫或停产整顿使得火电生产量下降,且6月份表现得最为明显。

短期内难以放松电煤价格管制

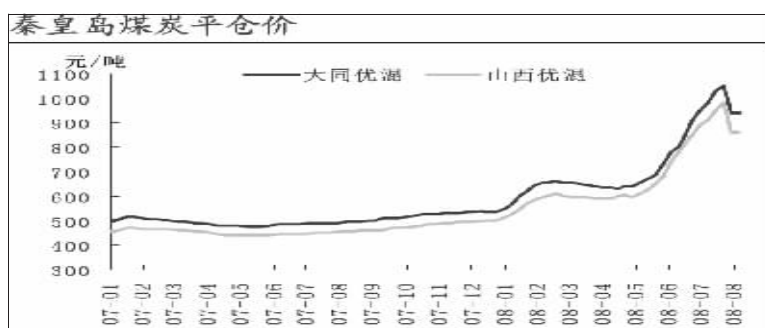
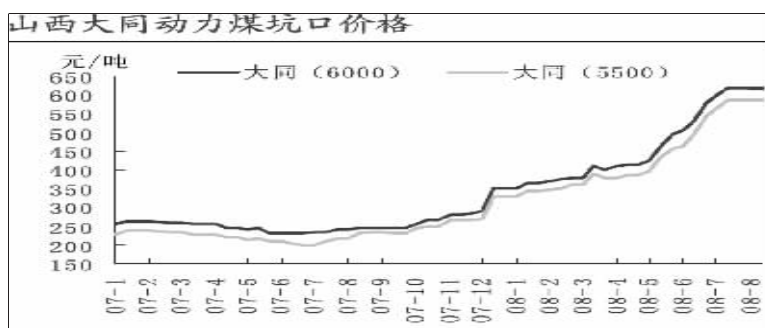
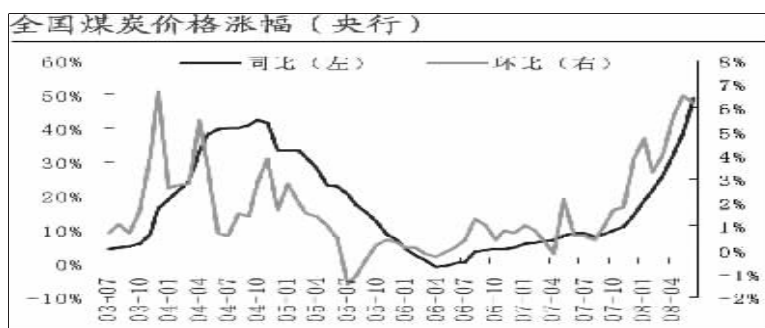
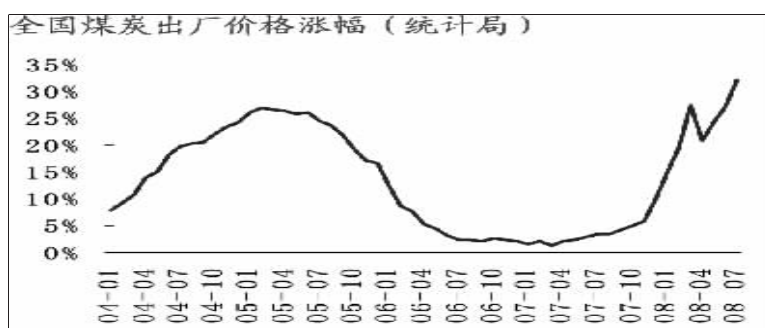
在上调电价的同时,该通知再次强调,要加强电煤价格临时干预措施

的监督和检查,煤炭生产企业不得借机提高或变相提高煤炭价格,这表明政府对煤炭价格管制的重视和实施并没有放松,煤炭企业难以基于供求情况而调整价格。因此,本次电价上调,短期来看,煤炭价格管制放松难以实现,对电煤生产企业影响不大。但是,电价上调后,火电企业经营压力会有所缓解,亏损程度将部分下降,间接使得电煤价格上涨空间有所扩大,涨价可能性有所增大。下半年,煤炭企业管理费用等很可能继续维持上涨的态势,使得企业经营成本和盈利压力上涨,放松动力煤价格管制的要求将逐渐变得强烈。

放松煤价管制将逐渐变得可行

根据统计,7月份房地产开发投资增长30.9%,增速较上半年有所放缓,作为固定资产投资增长的引擎,这或能说明下半年我国固定资产投资增速将下降,并影响到对上游原材料的需求,包括动力煤、炼焦煤等各种煤炭品种。因此,对煤炭需求的未来走势并不乐观,煤炭价格面临来自下游的压力也会增大,而市场价格和合同价格的差额将会随之缩小。在此情况下,放松价格管制后,市场价格很难保持像上半年那样的快速增长,对下游行业的压力应该并不像想象中的那么大,在煤电等资源价格日益市场化的趋势下,煤炭价格管制放开,将变得切实可行。我们认为,最好先放松对签署合同煤价的管制,随着电价逐步调整到位,再循序渐进和逐步放开市场煤价。

考虑到煤电联动,煤炭价格逐步放松管制,我们认为目前电煤生产企业中,合同煤占比较高的企业具有一定的投资机会,因为这些企业的合同电煤占比较高,使得2008年上半年综合煤价涨幅远小于其他企业,从而为煤电联动实施后,价格进一步较大幅度上涨奠定了基础。



关注哪些企业?

◎上海证券 严浩军 牛品

电价上调利好整个火电行业

在目前的煤价水平下,若上网电价不上调,则下半年火电企业呈现平均亏损2.5分/千瓦时,行业呈现整体亏损状况。电价上调后,将大大减少行业的亏损程度,部分企业绩优企业可以实现扭亏为盈。

电价上调后企业煤炭库存上升,机组非计划停机次数减少,减少了对机组的损耗和维修费用的支出。此外,盈利的回归也将使电力企业有能力扩大产能,保证未来不会出现类似2005年的电荒现象。

重点关注利润扭转较大企业

本次发改委明确要求各省(区、市)电网火力发电企业上网电价具体调价标准依据该地区煤炭价格上涨情况确定。除西藏、新疆不做调整外,各地火力发电企业上网电价调整幅度每千瓦时在1分钱至2.5分钱之间。

前次电价调整过程中,一些地方上网电价上调幅度不充分,导致发电企业继续亏损。此次上网电价调整后,这些区域的发电企业有望扭亏。建议重点关注两次电价上调后利润扭转较大的企业,如上海电力、华电国际、内蒙华电等。

合同煤比重较大企业获益更大

国家对电煤价格进行限制后,电煤供应量出现一定幅度下降,市场煤降价效果不理想。相比较市场煤比例大的火电企业,合同煤比例较大的企业煤炭供应量相对稳定、煤价上涨幅度相对较小,加价对于此类企业更显示利好,这类公司如华能国际、华电国际、粤电力A等。

服务区内煤炭供应紧张企业谨慎看好

由于煤炭供应仍是火电企业下半年面临的最主要问题,谨慎看好缺煤严重地区的发电企业。目前,湖南、湖北、江西、安徽等地区电煤供需矛盾最为突出,我们认为,即使电价上调,这些地方的火电机组仍然面临电煤价格继续上涨、库存不足的危险。位于这些区域的电力类上市公司主要有华银电力、长源电力、赣能股份、皖能电力等。

调价对电网公司全年利润影响约500亿元

◎国信证券 徐颖真

短期内2次上调电价为历史上仅有

国家发展改革委发出通知,8月20日起,将全国火力发电企业上网电价平均每千瓦时提高2分钱,电网经营企业对于电力用户的销售电价不做调整。各省(区、市)电网火力发电企业上网电价具体调价标准依据该地区煤炭价格上涨情况确定。除西藏、新疆维吾尔自治区不做调整外,各地火力发电企业上网电价调整幅度每千瓦时在1分钱至2.5分钱之间。

国家发展改革委强调,各电网经营企业和发电企业要严格执行国家电价政策,不得擅自提高或者降低国家规定的电价水平;企业要进一步加强对管理,挖潜降耗,保证正常生产经营,确保电力供应安全稳定。

国家发展改革委要求,各级价格主管部门要加强电煤价格临时干预措施的监督检查,督促煤炭生产企业严格执行国家电煤价格政策,不得借机提高或变相提高煤炭价格;严格履行签订的订货合同,提高合同兑现率。

多数电企尚无法恢复到去年盈利水平

◎招商证券 彭金刚

近日国家发展与改革委员会下发文件,对发电上网电价平均上调2分/千瓦时,销售电价不上调。本次调价能够帮助大多数火电企业摆脱亏损,形成实质性利好。

但是本次调价后,上市公司盈利能力尚无法恢复到合理盈利水平,因此对二级市场利好有限。

方案在预期之中

近日,国家发展与改革委员会下发文件,对全部发电上网电价平均上调2分/千瓦时,销售电价不做调整。各省(市、自治区)及发电集团上网电价调整幅度尚待根据各地测算结果决定。国家发展和改革委员会同时要求,各地要严格执行对煤炭的限价措施。

调价方式和幅度在预期之中。我们在2008年第一次电价调整之后就判断其后的电价调整将采取“小步快跑”的方式进行,即每一次电价上调幅度不会太大,一般在5%左

右,但是一旦有条件、有机会就会进行调整。这种调价方式的好处在于能够及时对调价效果进行反馈,一旦达到效果,就可以立即停止调价行动。

发电企业的经营压力是主要的调价动力。2008年上半年,包括华能国际在内的多数火电企业上半年出现经营业绩亏损,充分说明了燃料成本大幅上涨对发电企业的经营压力。这是政府在3个月内连续两次上调上网电价的主要原因。

未上调销售电价表明政府对下游用电企业承受能力的担心。与上次调价同时上调上网电价和销售电价的调价方式不同,本次只上调上网电价,并未上调销售电价。政府一方面担心下游用电企业的承受能力,另一方面也担心已经高企的PPI继续攀升。

对电网企业可能以财政补贴的方式进行补偿。本次上调上网电价2分/千瓦时,9至12月份将增加发电企业销售收入220亿元左右,同时增加电网企业相应数额的购电成本。对于已经遭受雪灾

元,总资产报酬率为4.9%,净资产收益率为6.64%,看起来不低,但剔除处置参股金融机构股权等一次性因素和金融、辅业实现利润后,电网的电力主业利润仅298亿元,净资产收益率4.32%,低于1.9%的中央企业平均水平7.58个百分点。2008年电网公司的投资收益大幅下降,加上2008年雪灾、地震的影响(直接损失100亿),虽然比起发电企业电网公司经营状况还算良好,但本次调价后,发电与电网账目情况将实现均衡,“患寡、患不均”未尝不是政府的调控思路。

2次电价提升可对冲煤价涨幅100元

2007年全国平均供电煤耗是357g,接近30万千瓦机组水平,按这个标准算每一分钱上网电价(税后)可抵消28元的标煤价格涨幅,2008年2次上调电价合计提高3.7分,税后3.2分,可对冲84元标煤涨幅,原煤大约100元。

2008年以来煤价的涨幅远高于这个水平,我们看到大同动力煤从年初的350涨到6月中旬的530,秦皇

岛的大同优混从570涨到930,而6月中旬到8月份再度上涨20%以上,大同动力煤、秦皇岛大同优混最高价分别达到620和1080,近2-3周秦皇岛下水煤价格有50元左右回落。

也就是说7月份到现在煤价的涨幅平均大约50元,我们计算了秦皇岛煤价的季度均价,2008年1-2季度分别616元和721元,涨幅约100元,而发改委对秦皇岛5500大卡的动力煤的限价是840元,即3季度煤价的涨幅不会低于100元。

由此可知,2008年2次调整电价后火电行业的平均毛利率至多恢复到2季度水平。但煤耗低、成本控制好、合同煤比例高的大电厂能够较大程度受益。

根据以上测算,本次调价对行业有一定程度改善,但由于2-3季度以来煤价的疯狂上涨使得火电行业经营状况非常恶化,因此,行业仅仅是得到改善很难说得到复苏并获得趋势性上升。本次发改委不惜压低电网利润的做法也体现火电企业非常危急的现状,也是不得已的举措,且未来CPI压力缩小后销售电价将首先获得调整不是上网电价。

对原材料加工工业负面影响较大

◎民族证券 符彩霞

根据国家统计局提供的各行业2006年电力消费量数据、WIND资讯提供的各行业2007年1-11月收入数据及相关板块上市公司财务数据,可以大概估算出电价上调后对各行业成本的影响。

静态地来看,电价上调对建材、黑色金属、化工和有色金属等原材料加工工业负面影响较大;对食品饮料、建筑施工、交通运输等消费服务行业负面影响相对较小。当然这些都只是一些静态的数据分析,如果动态地看,某些行业和企业完全可以凭借在产业链中的优势地位向下游用户转嫁成本的上升,从而使测算的盈利下降出现高估。

对于电力行业,电价上调的正面影响无疑将远大于负面影响。

电价上调除了对高耗电行业会有不利影响外,也会促进节能减排和新能源行业的发展。但考虑到目前开始商业化的风电和太阳能发电成本与常规火电发电成本仍存在较大的差距,因此可以判断,短期内电价上调对节能减排产品的促进效果可能比新能源更大。

除了上述各方面外,电价上调无疑将增加我国制造业的整体成本,从而对我国企业和产品在国际市场上的竞争力产生不利影响。

年内可能继续调整上网电价

◎安信证券 张龙

自进入7月以来,全国再次大面积出现了“拉闸限电”的电荒现象,背后是大量火电厂发电意愿不足,这种现象在民营企业比重较大的山东省最为明显。由于夏季的供电安全受到了较大冲击,因此通过提高上网电价恢复发电企业的生产积极性变成了自然之事。

与近几年的历次电价调整不同的是,本次只调整了火电上网电价,而销售电价不做调整,因此会造成电网企业巨大的经营压力。考虑到电网企业后续巨大的资本支出和2008年雪灾、地震和洪灾的巨大损失,后续销售电价调整乃是意料之事。估计在奥运之后,最迟在4季度初,应该会调整销售电价,至少会在2.5分左右。

同时考虑到火电企业在7月1日和8月20日两次上网电价调整后,仍然不能弥补煤价的上漲,大量企业仍然会继续亏损,年内存在继续调整上网电价的可能。

本次上网电价上调2分/千瓦时,幅度在5%左右,大概可抵消煤价上涨40元/吨的影响。由于各省上网电价调价标准依据该地区煤炭价格上涨情况确定,估计与7月1日电价调整类似,南方、华东、华中以及山西、山东等省市电价调整幅度会高于全国水平。

目前已经进行的2次电价调整后,火电上网电价大概提高了3.8分/千瓦时左右,幅度约为10%,可抵消煤价上涨20%的影响,但考虑到2008年全年火电企业的平均煤价上涨在30%以上,仍然需要再调整4分/千瓦时左右才能使2009年的盈利能力恢复到接近07年的水平,因此投资者对于2008年下半年的业绩仍需持谨慎态度。

仍然维持对电力行业的前期观点: (1) 通过不断上调电价,全行业的盈利能力正在逐步好转; (2) 宏观经济的减速、人民币升值等诸多因素已经对周期性行业和出口行业造成巨大的冲击,而电价、油价的不断上调对下游行业的冲击正在逐步显现,其盈利能力向下的趋势也已经确立,电力行业目前具有相对优势; (3) 从估值的角度来看,电力PB/沪深300PB的比值位于多年平均之下,具有一定的安全边际。

权宜之计而已

◎国金证券 张帅

提高电价仅仅解决了燃眉之急,权宜之计而已,火电行业的处境目前仍非常窘迫,在煤价上涨一盈利下降甚至亏损“电价上涨”的循环中处于非常被动的地位,况且中国的相对电价水平在全球看来都已经不低,未来电价上调的空间也不是无限的。

根据国内情况,火电上调2分,电网增加支出接近500亿元。此次上网电价上调但销售电价不上调,表面看完全由电网消化。但考虑中国的国情以及国家电网与南方电网的上市构想,这部分成本有可能以各种形式转嫁到下游,直接或间接增加下游支出,对目前面临盈利压力的下游工业企业形成直接压力。

电力紧张的核心在于电煤价格的高涨,而电煤过度涨价的症结在中间环节费用过高,简单地提高电价或者管制煤价的做法只会让矛盾积累:提高电价导致电煤到场价格也随之上漲、管制煤炭价格则导致煤炭供应不足

从体制上理顺煤电关系才是解决之道,新能源的经济性凸显。根据政府官员的表态,奥运之后包括油电煤水等资源价格将进行改革,由于矛盾累积已久且错过了最佳解决时机,期待一次政策变革理顺煤电价格概率不大,但仍期待这次的新政策能给我们提出清晰的改革目标。

唯一值得欣慰的是,火电电价上调使得新能源,尤其是风电的经济性不断凸显,新能源的成本临界点有望提前到来。

仍以华能国际为例,公司2007年每度电实现净利润4分钱,而在两

次调价后,华能国际2009年每发一度电的净利润也仅在1.4至1.9分之间,不及2007年水平的一半。而如果2009年合同电煤价格再次上涨,公司的经营压力仍然很大。2009年的盈利水平尚不足以支撑用PE来估值。乐观估计,华能国际2009年每股收益也不超过0.2元,这样的盈利水平,用PE进行估值显然不能支撑当前的股价。

以公允盈利能力对火电公司进行估值,选择有价值的公司进行长期投资。用公允盈利能力进行估值的前提:在经历了短期政策困境之后,火电公司的盈利水平会回升到一个相对合理的水平。为了保证整个发电行业稳定发展,全国火电行业ROE水平应至少维持在8%至10%的水平。管理水平优秀的公司盈利水平应高于这一水平。目前按照公允盈利能力判断,具有较大投资价值的发电上市公司是深圳能源和国投电力。

按照对水电、火电盈利能力分别进行估值的方式,桂冠电力、国电电力现在已经具备投资价值。