

## 分析师

### ✉ 杨治山

电话: 021-68818861  
邮件: yzshan@citics.com

### ✉ 吴非

电话: 021-68818862  
邮件: wf@citics.com

## 事项:

继 14 日漳泽电力中期预亏 2.3 亿元后, 15 日晚间大型电力公司华能国际、华电国际同时发布中期预亏公告。

## 评论:

### ❖ 华能首次亏损, 火电公司大面积亏损已成定局

● 预计重点火电企业标煤相对 07 年均价涨幅高达 30%-35%。按照华能及华电业绩对煤价弹性分别为 3.0 和 4.0 简单估算, 我们预计两公司上半年的标煤均价涨幅或分别为 35%及 30%, 略低于秦皇岛市场煤同期 40%的涨幅, 但仍远高于年初合同价 15%-20%的涨幅, 显示部分合同煤在二季度仍有较大的二次提价, 在市场煤飙升的合并效应下, 轻易越过了大部分优秀公司的盈亏平衡价格点。

● 华能首次亏损, 意味着火电大面积亏损已难以避免。鉴于两公司尤其是华能国际为火电企业的优秀代表, 其历史上的首次预亏也标志着火电行业中报大面积亏损的到来, 如漳泽电力、内蒙华电、通宝能源、华电能源等, 而仅有少数含水电或相关多元化的上市公司或能幸免, 如国电电力、国投电力、广州控股等。

### ❖ 即使电价上调和煤价保持平稳, 下半年火电企业亏损仍然加剧

上半年煤价走势呈逐月攀升、5-6 月加速疯涨态势, 6 月 19 号限价之后, 市场煤价仍然一路高歌猛进。据我们测算, 以华东沿海电厂煤炭接收价为例, 若下半年煤价及运费维持在 6 月上旬水平, 则下半年均价较 07 年均价仍然上涨 60%以上, 远高于上半年平均约 35%的水平。按照电价对业绩弹性估算, 本次上网电价提高 5%也仅能弥补煤价约 10%的涨幅, 也就是说: 电价上调后, 即使煤价维持 6 月上旬水平, 下半年火电经营形势较上半年仍将更为严峻!

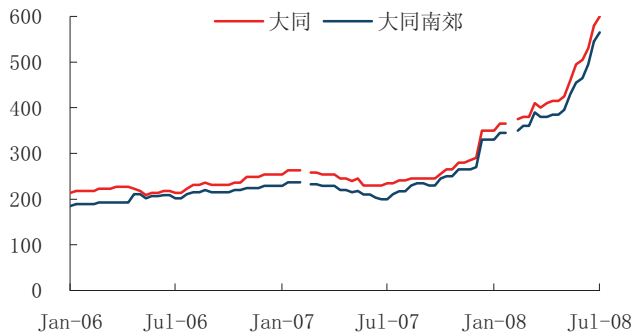
### ❖ 行业形势由危急转恶化, 建议相关部门高度重视

目前电力供求仍然属于弱平衡, 很难讲富裕, 而火电危情仍在蔓延甚至较前期更糟, 若任其演变, 中期行业的生存受到威胁, 资金链或将断裂; 长期行业正常的投资环境也将恶化, 一批优秀的上市公司将被迫带上“ST”的帽子, 证券市场的直接融资和银行贷款的间接融资功能均将丧失, 从投资周期角度判断最终将在 2-3 年后重蹈“电荒”的覆辙。这里我们再次呼吁政府相关部门予以高度重视。

### ❖ 估值风险进一步释放, 但基本面好转尚需时日, 维持行业“弱于大市”评级

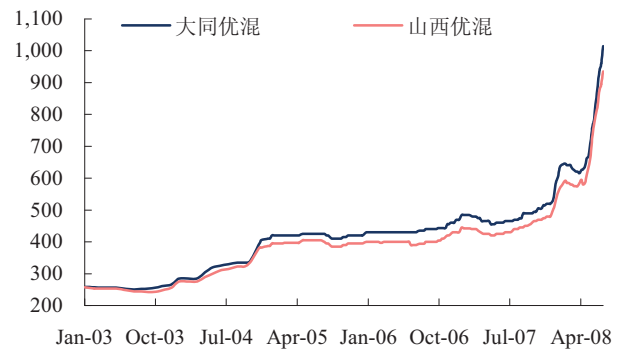
现阶段重点火电 P/B 已回落至 1.8~2.2 倍, 进入我们认为是 2 倍以下的较低风险区。但短期难言绝对低估, 因为一季报时恰遇政府救市, 股价没有跌透。目前电价刚刚调整, 近期行业难有重大利好, 大面积亏损的中报之后, 我们与市场乐观情绪相反, 如果政府不采取措施, 预计三季报、08 年报盈利在目前形势下或较中报更差而非市场预期的反弹, 最终将显著推高行业 P/B 值, 在脆弱的市场环境下对板块股价形成较大压力, 故继续维持行业“弱于大市”的投资评级, 希望投资者暂时保持一定谨慎, 无论业绩还是估值可能均有更低。

图 1：06~08 年山西重点产煤县坑口价走势



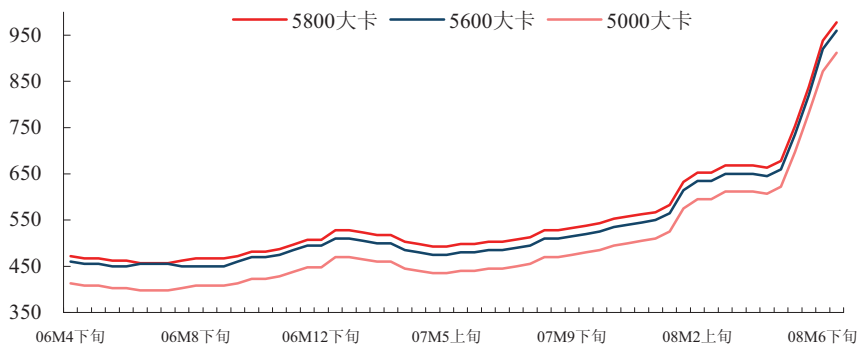
资料来源：中国煤炭资源网、中信证券研究部

图 2：03~08 年秦皇岛煤炭车板价走势



资料来源：中国煤炭资源网、中信证券研究部

图 3：06~08 年华东地区电厂煤炭到厂接收价变动情况



资料来源：中国煤炭资源网、中信证券研究部

### 相关研究报告

- 《电力行业 6 月跟踪报告—煤价飙升或吞噬电价上调利好》 2008-7-9
- 《电力行业重大事项点评—电价调整难解火电危情》 2008-7-3
- 《电力行业重大事项点评—政策救助带来短期投资机会》 2008-6-20
- 《电力行业 08 年中期策略报告—政策救助、资产注入双主线》 2008-6-13

## 免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属及联营公司（合称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中信证券的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请。中信证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中信证券不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不能担保其准确性或完整性，而中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中信证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中信证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

中信证券在法律许可的情况下可参与或投资此报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中信证券于法律容许下可于发送材料前使用于此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中信证券于过去三年于此报告中所指的任何或所有公司的证券于公开发售时可能曾出任经办人或联合经办人。可要求索取额外资料。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。此报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于此报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

若干投资可能不易变卖而难以出售或变卖，同样地阁下可能难以就有关该投资所面对的价格或风险获得准确的资料。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

此报告旨在派发给中信证券的市场专业及机构投资客户。如接收人非中信证券的市场专业及机构投资客户，应在基于此报告作出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2008 版权所有。保留一切权利。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为基准；

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
	持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
	卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
行业投资评级	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
	中性	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海市浦东新区 528 号上海证券大厦北塔 21 楼(200120)	深圳市深南大道 7088 号招商银行大厦 A 层 (518040)	香港中环添美道 1 号中信大厦 28 楼
电话:	(010)84588720	(021)68818898	(0755) 83196279	(852) 2237 6409
传真:	(010)84868307	(021)68818890	(0755)82485240	(852) 2104 6580
服务热线:	(010)84868367			
网址:	http://www.citics.com http://www.spcitic.com			