

结构调整

电荒的解决之道

分析师

刘启元

S0740510120025

021-20315155

liuqy@qlzq.com.cn

2011 年 5 月 24 日

分析师

张治

S0740210080016

021-20315180

zhangzhi@qlzq.com.cn

投资要点

■ 电荒的短期原因：“节能减排”推迟生产

三月以来，中东部多个省份开始出现淡季电荒。虽然煤电价格倒挂是导致电荒的重要原因，但高耗能行业用电量的快速反弹是根本因素。2010 年，部分地区为了完成“十一五”节能减排指标而大行拉闸限电，这种行为显然是违背“节能减排”本意的掩耳盗铃之举。在需求没有减少的背景下，供给的空缺早晚是要补上的。因此，2011 年以来高耗能行业的生产普遍非常旺盛，其中钢铁行业的生产已抵产能上限，从而导致重工业增加值增速偏高，对电力的需求也水涨船高。

■ 电荒的中长期原因：产业结构调整缓慢

一直以来，中国经济增长的最重要动力就是投资，特别是房地产投资和以政府投资为主导的基建投资。这些投资带动的是以钢铁、水泥等为代表的重化工业，导致我国产业经济结构中重化工业比重过高，每年的用电量回升总离不开重化工业用电量的大幅抬升。虽然中国提出了产业结构转型的思路，并提出了积极发展“战略性新兴产业”的具体实施措施，但我们预计，在未来的三年里，即使“战略性新兴产业”发展顺利，仍无法替代房地产和基建投资在中国经济中的地位。而且，从房地产自身发展的角度来看，增加房屋供给也是“房地产调控”的根本解决之道，这也已经体现为住宅用地供给的快速增加。因此，中国“靠投资拉动经济”的发展模式在未来三年内仍将持续，重化工业的生产也将会依然强劲，从而对电力的需求也很难下降。

■ 短期电荒的解决之道：“结构调整”和“增加供给”

结构调整。短期宏观经济工作的重点仍然是控制通胀，而较高的投资增速显然不利于通胀下行。鉴于目前矛盾的经济形式，短期行政性的“结构调整”是不错的解决方法，这也和我们宏观政策进入“观察期”的判断一致，即采取政策压缩高耗能行业的下游需求，同时支持处于非高耗能行业的中小企业的发展以对冲总需求的下降，具体的措施包括：通过紧缩财政政策延缓或推迟基建项目投资，通过加码地产调控政策延缓房地产投资，同时为了缓解总需求的过快下降，通过相关政策增加对符合产业升级方向的中小企业提供税收和资金方面的支持。

增加供给。短期的解决问题还包括尽量缓解煤电价格倒挂的程度，刺激火电企业发电的积极性，如提高上网电价等。

■ 电荒的中长期解决之道：产业结构调整是解决电荒的根本之选

解决“电荒”的根本措施在于实现产业结构的调整。中国出现的电荒从根本上是粗放式发展模式的必然结果，煤电价格倒挂只是使这种矛盾更加突出。做表面文章的“节能减排”并不能从根本上解决电力需求旺盛的局面，而产业结构调整才是解决这一问题的长久之道。

■ 电荒下的投资选择

周期性股大波段结束。由于电荒和由此带来的调控，经济近期面临的下滑风险增大，而重工业短期因供给不足可能带来的提价动力在经济下滑和通胀压力面前显得非常脆弱，预期其股价仍将对 A 股市场形成牵制。下一次波段的来临需要等待通胀的回落。

小市值股布局机会始现。我们判断中小企业和战略性新兴产业将因“电荒”迎来政策支持力度的重新上升，且该板块从去年 11 月份以来的持续下跌也使其投资价值开始出现，我们建议投资者在市场下调盈利预期的过程中，积极布局其中的成长股。

I.

内容目录

电荒出现的原因：投资驱动经济的模式未变.....	3 -
电荒的短期原因：“节能减排”推迟生产.....	3 -
电荒的中长期原因：产业结构调整缓慢.....	4 -
电荒的解决之道：结构调整.....	5 -
短期：“结构调整”和“增加供给”.....	5 -
中长期：产业结构调整是解决电荒的根本之道.....	6 -
电荒下的投资选择.....	6 -
供给不足致产出下降，经济下滑风险大于提价利好.....	6 -
周期性行业短期仍无机会，小市值股票投资机会渐现.....	7 -

图表目录

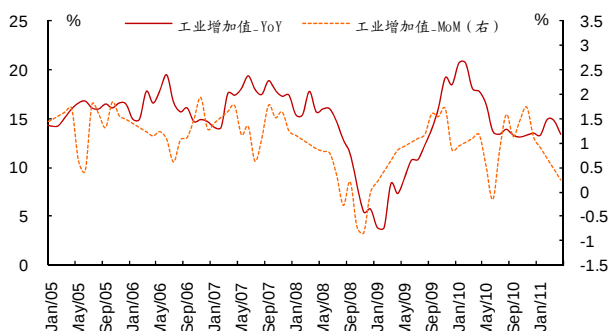
图表 1：产出快速下降.....	3 -
图表 2：投资仍处高位.....	3 -
图表 3：火电发电设备平均利用小时数在“十一五”期间逐年下降.....	3 -
图表 4：2011 年年初发电量快速反弹.....	4 -
图表 5：2010 年固定资产投资一级行业构成.....	5 -
图表 6：房地产投资非常旺盛.....	5 -
图表 7：住宅用地供应 2009 年开始大幅增加.....	5 -
图表 8：结构调整是短期解决电荒的可行措施.....	6 -

电荒出现的原因：投资驱动经济的模式未变

电荒的短期原因：“节能减排”推迟生产

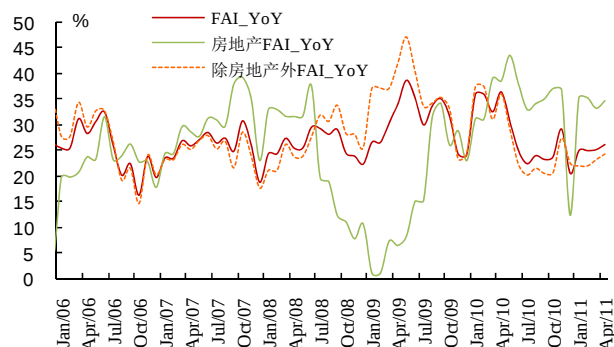
- 回顾 4 月的宏观数据，我们可以发现一个明显的令人困惑之处：产出快速下滑，而投资仍然旺盛；轻工业增加值增速持续回落，而重工业仍然维持高位。与此数据相对应的现象是，江苏、浙江和安徽等地遭遇淡季电荒，并向全国蔓延，国家电网预计今年全国电力缺口将达到 4000 万千瓦左右，其中用电缺口最大的江苏省夏季最大统调缺口大于 1100 万千瓦。

图表 1：产出快速下降



来源：齐鲁证券研究所

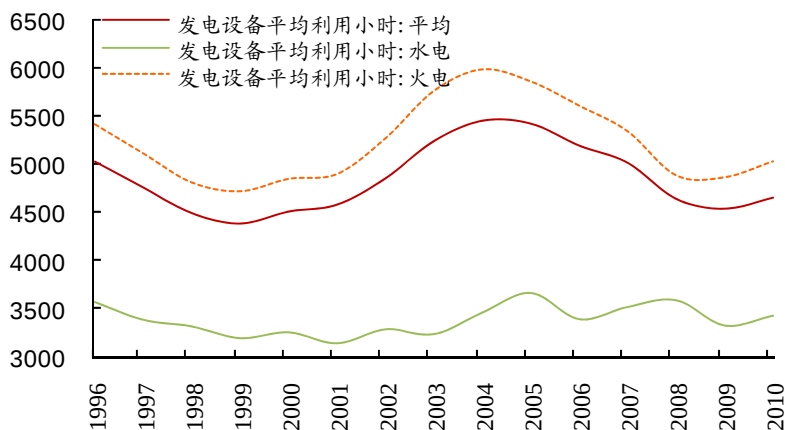
图表 2：投资仍处高位



来源：齐鲁证券研究所

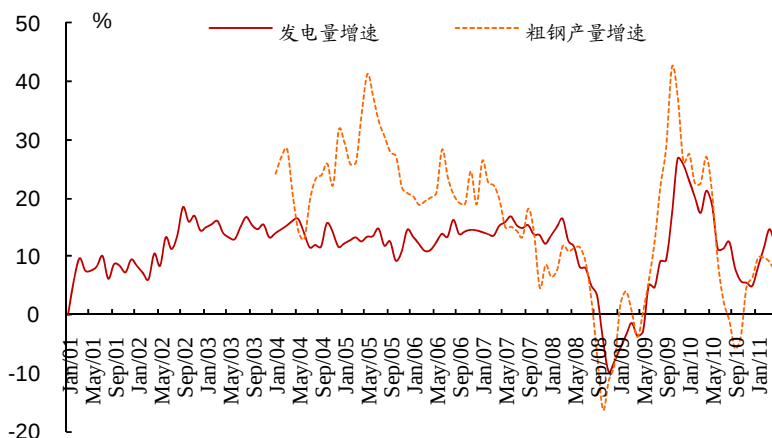
- 导致“电荒”的原因很多，其中煤电价格倒挂被列为首位。1 至 4 月份，我国五大发电集团的火电生产业务亏损 105.7 亿元，比上年同期增亏 72.9 亿元。亏损导致发电企业普遍不愿意增加供给，火电机组平均设备利用小时数在“十一五”期间逐年降低：2010 年全国 6000 千瓦以上电厂累计平均设备利用小时数为 4660 小时，2006 年这一数字则为 5198 小时，火电小时数为 5612 小时。

图表 3：火电发电设备平均利用小时数在“十一五”期间逐年下降



来源：齐鲁证券研究所

- “电荒”出现的另一个原因则是高耗能企业用电量的快速反弹。2010年，部分地区为了完成“十一五”节能减排指标而大行拉闸限电之举，这种行为显然是违背“节能减排”本意的掩耳盗铃之举。在需求没有减少的背景下，供给缺的课早晚是要补上的。因此，我们看到的情况是，2011年以来，高耗能行业的生产普遍非常旺盛，其中钢铁行业的生产已抵产能上限，从而导致重工业增加值增速偏高，对电力的需求也非常旺盛。去年底公布的《电力工业“十二五”规划研究报告》预测，“十二五”期间，全社会用电量年均增长7.5%~9.5%，但实际上今年一季度同比增长了12.7%，显然超过了预期。

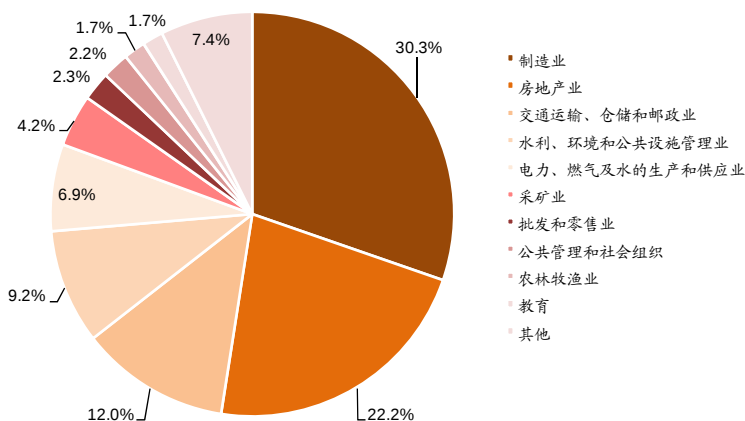
图表4：2011年年初发电量快速反弹


来源：齐鲁证券研究所

电荒的中长期原因：产业结构调整缓慢

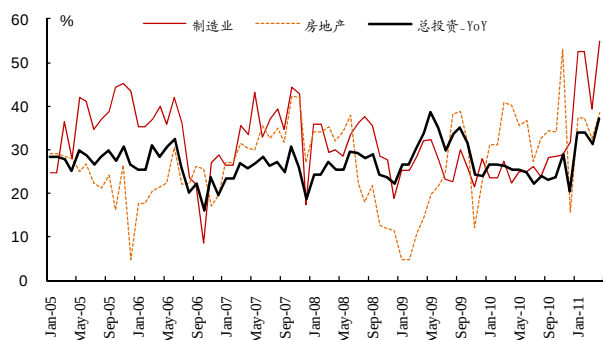
- 一直以来，中国经济增长的最重要动力的就是投资，特别是房地产投资和以政府投资为主导的基建投资。这些投资带动的是以钢铁、水泥等为代表的重化工业，导致我国产业经济结构中重化工业比重过高，每年的用电量回升总离不开重化工业用电量的大幅抬升。
- 虽然中国提出了产业结构转型的思路，并提出了积极发展“战略性新兴产业”的具体实施措施，但我们预计，在未来三年里，即使“战略性新兴产业”发展顺利，仍无法替代房地产和基建投资在中国经济中的地位。而且，从房地产自身的发展角度来看，增加房屋供给也是“房地产调控”的根本解决措施，这也已经体现在住宅用地供给的快速增加。
- 因此，中国“靠投资拉动经济”的发展模式在未来三年内仍将持续，对重化工业的需求也将会依然强劲，从而对电力的需求也很难下降。我们预计，未来二至三年，中国的固定资产投资增速仍将保持在20%以上，由于保障房的快速发展，房地产仍将是固定资产投资的最重要组成部分。

图表 5：2010 年固定资产投资一级行业构成



来源：齐鲁证券研究所

图表 6：房地产投资非常旺盛



来源：齐鲁证券研究所

图表 7：住宅用地供应 2009 年开始大幅增加



来源：齐鲁证券研究所

注：图中 2010 年为计划供应量，实际供应为 12.54 万公顷，同比增长 64.1%，2011 年计划供给 21.8 万公顷，同比增速为 73.8%。

电荒的解决之道：结构调整

短期：“结构调整”和“增加供给”

- 短期宏观经济工作的重点仍然是控制通胀，而较高的投资增速显然不利于通胀下行。鉴于目前矛盾的宏观经济形式，短期行政性的“结构调整”是不错的解决方法，这也和我们对宏观政策进入“观察期”的判断一致，即采取政策压缩高耗能行业的下游需求，同时支持处于非高耗能行业的中小企业的发展以对冲总需求的下降，具体的措施包括：通过紧缩财政政策延缓或推迟基建项目投资，通过加码地产调控政策延缓房地产投资，同时为了缓解总需求的下降过快，通过相关政策增加对符合产业升级方向的中小企业提供税收和资金方面的支持。

图表 8：结构调整是短期解决电荒的可行措施



来源：齐鲁证券研究所

- 短期的解决问题还包括尽量缓解煤电价格倒挂的程度，刺激火电企业发电的积极性，如提高上网电价等。发改委已于 4 月上旬提高了 16 个省市上网电价，并拟补充提高部分电荒重灾区的上网电价，火电企业的成本压力暂时转移到了国家电网一端。

中长期：产业结构调整是解决电荒的根本之道

- 解决“电荒”的根本措施在于实现产业结构的调整。中国出现的电荒从根本上是粗放式发展模式的必然结果，因为是高耗能行业的旺盛需求才导致了电荒的出现，煤电价格倒挂只是使这种矛盾更加突出。做表面文章的“节能减排”并不能从根本上解决电力需求旺盛的局面，而产业结构调整才是解决这一问题的长久之道。
中国已经在去年提出了加快培育发展战略性新兴产业的计划，希望到 2015 年把战略性新兴产业的工业增加值占 GDP 的比重提高到 8%。我们认为，包括发展战略性新兴产业在内的产业结构升级是中国未来经济可持续发展的关键所在，而解决电荒是实现产业升级后水到渠成的结果。

电荒下的投资选择

供给不足致产出下降，经济下滑风险大于提价利好

- 根据我们对电荒解决之道的分析，由于电力不足，以及需求旺盛带来的调控压力，重工业的产出可能会面临明显的放缓；对轻工业的鼓励虽然会在一定程度上缓解目前面临的各种压力，但不会对产出构成明显的支撑。因此，我们认为经济近期面临的下滑风险增大，而重工业短期因供给不足可能带来的提价动力在经济下滑的风险面前显得非常脆弱。
- 我们认为，面对经济下滑的风险，市场在短期（2 个月）仍将保持弱势。根据我们之前对市场的预测，若经济下滑较慢，经济陷入“滞胀”的风险增加，三、四季度出现硬着陆的概率也会提高，而市场短期以震荡为主，三、四季度将会出现较大幅度的下跌；若经济下滑较快，产出的下降也会带来通胀压力的缓解，虽然短期市场可能会出现快速的下跌，但

下半年出现较大幅度反弹的概率也在上升。目前，后一种情况出现的概率在提高，因此，我们维持“短期谨慎、中期乐观”的判断。

周期性行业短期仍无机会，小市值股票投资机会渐现

- 由于重工业（高耗能行业）因“电荒”而提价的动力会被经济下滑的前景冲淡，而随着需求的下降，其利润可能面临快速下降的风险，因此，周期股短期内仍无机会。
- 同时，以中小企业和战略性新兴行业为代表的轻工业可能会因“电荒”而面临政策的拐点，即使目前的经营可能会进一步恶化，但政策放松的预期会使对未来悲观的看法得到修正。中小市值股票从去年 11 月份以来的持续下跌也使其投资价值开始显现，我们建议投资者积极关注这种变化。

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308