

旗舰电力公司发布 08 年发电量 需求复苏尚需时日 增持（维持）

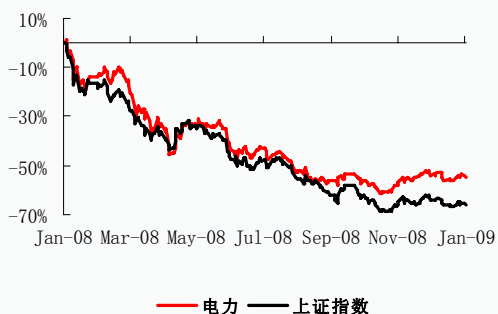
公用事业/电力

报告日期：2009 年 1 月 14 日

行业指数与相关市场指数比较

	收盘	月涨幅（%）
天相行业指数	2082.43	-2.12
天相流通指数	1995.29	-1.50
上证指数	1863.37	-4.65

行业指数近一年走势图



相关报告：

- 《拐点形成 景气度缓慢回升——2009 年电力行业投资策略》 2008-12-23
- 《盈利能力开始缓慢回升——电力行业 08 年三季报综述》 2008-11-04
- 《需求放缓对发电量增速的影响逐渐加大——电力行业 9 月报》 2008-10-13
- 《电力行业：煤电联动行业深度研究：放松价格管制，应对“电荒”》 2008-08-12

天相能源与基础设施组

联系人：车玺

010-66045572 chex@txsec.com

组长：张勋

010-66045543 zhangx@txsec.com

服务热线：010-66045555

服务邮箱：service@txsec.com

本报告关注点：

- 需求短期止住恶化不足以说明触底反弹
- 电企装机分布与容量增速制约发电量增长空间
- 机组利用率变化领先的上市公司值得关注

投资要点：

- **08年全国发电量增速和发电设备利用小时同比大幅回落。**08年全国全口径发电量同比增长5.18%，较07年规模以上电厂发电量增速回落9.26个百分点。其中水电发电量同比增长19.5%，火电发电量同比增长2.17%。全国规模以上电厂发电设备利用小时4677小时，同比降低337小时。其中水电设备利用小时为3621小时，同比增加102小时；火电利用小时为4911小时，同比降低427小时。
- **08年12月发电量或止住加速恶化趋势，09年需求状况不容乐观。**我们推算08年12月规模以上电厂发电量为2716亿千瓦时，同比下降7.8%，小于11月同比下降幅度（9.6%），但不足以说明增速已开始触底回升。09年上半年电力消费增速可能延续负增长或微幅增长的态势，预计全年为3.13%。
- **大型电力公司08年发电量因装机分布和容量增速的差异表现不一。**总体上几大电力公司机组利用率均好于全国平均水平，但同比变化幅度出现较大差异。国电电力年化装机增速较快，但机组利用率降幅较大，发电量小幅下降；华电国际一枝独秀，利用小时同比增加，年化装机增速较快，发电量同比大幅增长27.12%；国投电力无新增装机，利用小时回落带动发电量同比下降3.19%；
- **需求复苏尚需时日，机组利用率变化领先的上市公司值得关注。**09年全国电力机组利用小时将继续下滑，但随装机增速的放缓，下降幅度较08年有望收窄。国电电力因机组检修及特殊因素消除，机组利用率变化可能较其他公司乐观，可予以关注。除此之外，可重点关注调度优先的水电及新能源发电的上市公司，如川投能源、黔源电力、宝新能源等。维持行业“增持”评级。
- **风险提示：**1) 煤价超预期上涨，挤压火电利润恢复空间；2) 需求超预期回落，电企机组利用率更大幅度降低；3) 上网电价下调。



1. 08 年发电量增速大幅回落 09 年需求状况不容乐观

1.1 伴随发电量增速回落 设备利用率加速下滑

2008 年全国电力工业统计快报显示：全国全口径发电量 34334 亿千瓦时，同比增长 5.18%，增速相比 07 年规模以上电厂发电量增速回落 9.26 个百分点。其中，水电发电量占全部发电量 16.41%，同比增长 19.5%；火电发电量占全部发电量 80.95%，同比增长 2.17%。全国 6000 千瓦及以上电厂发电设备累计平均利用小时为 4677 小时，同比降低 337 小时，降幅较 07 年扩大 150 小时。其中，水电设备平均利用小时为 3621 小时，同比增长 102 小时；火电设备平均利用小时为 4911 小时，同比降低 427 小时。截至 08 年底，全国发电设备容量 79253 万千瓦，同比增长 10.34%。其中，水电容量增长 15.68%，火电容量增长 8.15%，水、火容量占比分别是 21.64%和 75.87%，较 07 年底分别上升 1 个百分点和下降 1.55 个百分点。

1.2 12 月发电量增速或止住恶化趋势 不足说明触底反弹

08 年全社会用电量 34268 亿千瓦时，同比增长 5.23%，与我们此前预计的 5.27% 基本吻合。由于国家统计局尚未公布规模以上电厂的发电量数据，根据规模以上电厂发电量与全社会用电量的比例，我们计算得出 08 年 12 月规模以上电厂发电量为 2716 亿千瓦时，同比下降 7.8%，相比 11 月同比下降 9.6%的状况有所好转，但这不足以说明需求增速已开始触底回升，后期电力需求的恢复主要看国家的刺激政策对于高耗能行业生产的拉动作用。

09 年上半年电力消费增速可能会延续负增长或微幅增长的态势，预计全年电力消费增速为 3.13%。09 年新增装机预计在 6000-7000 万千瓦之间，增速为 7.6-8.8%，仍将高于我们预测的电力消费增速，因此 09 年发电设备利用小时将继续下滑，预计将在 4450 小时左右，比 08 年进一步回落 227 小时，回落幅度有望收窄。

2. 旗舰电力公司发电量增速出现较大差异

2.1 装机分布差异促使设备利用率分化

我们按照 08 年 1-11 月份全国各省、市、自治区的发电设备平均利用小时由低到高的顺序统计了几大发电公司的装机分布，如图表 1。可以看出：华能国际和国电电力的机组较多分布于利用小时高于全国的地区，国投电力除了甘肃的机组以外大都分布于利用小时低于全国的地区，华电国际 1/2 的机组都分布在与全国平均水平接近的山东地区，这是国投电力和华电国际火电机组的年化利用小时低于华能国际和国电电力的原因；且由于华能国际处于机组利用率较高地区的容量比例高于国电电力 8 个百分点，致使华能国际的机组利用小时处于领先。

2.2 容量增速的差异扩大发电量增速的差距



总体来看,几大电力公司火电机组的利用小时均好于全国平均水平(4911 小时),但是同比变化的幅度与全国平均水平(降低 427 小时)出现较大差异,如图表 2。国电电力受机组检修和电煤紧张等影响,机组利用小时同比大幅降低 851 小时,尽管年化装机增速领先其他公司,发电总量仍小幅回落。华电国际由于大部分机组分布于山东地区,该地区电力需求在 08 年保持了相对稳定的增长,且公司机组的利用率好于当地的平均水平,因此利用小时不降反升;年化装机增速较快,发电总量大幅增长。

图表 1: 截至 08 年末几大电力公司装机分布

分布地区(按 08 年 1-11 月机组利用率由低至高排列)	华能国际	华电国际	国电电力	国投电力
四川		11.43%	10.63%	
湖南	2.33%			
广西				12.68%
江西	1.92%			
重庆	5.07%			
云南			14.49%	25.37%
福建	4.48%			25.37%
内蒙古			5.31%	
河南	4.61%	5.74%		
浙江	13.64%	6.24%	9.66%	
机组利用率低于全国平均水平的地区分布容量合计	32.05%	23.41%	40.09%	63.42%
山东	14.60%	52.20%		
广东	3.84%			
甘肃	2.50%			36.58%
上海	10.53%			
河北	8.00%	2.42%	5.15%	
江苏	14.34%			
安徽		13.68%		
山西	1.54%		19.32%	
辽宁	12.61%		19.48%	
宁夏		8.28%	15.94%	
机组利用率高于全国平均水平的地区分布容量合计	67.95%	76.59%	59.91%	36.58%

数据来源:公司公告,天相投顾整理

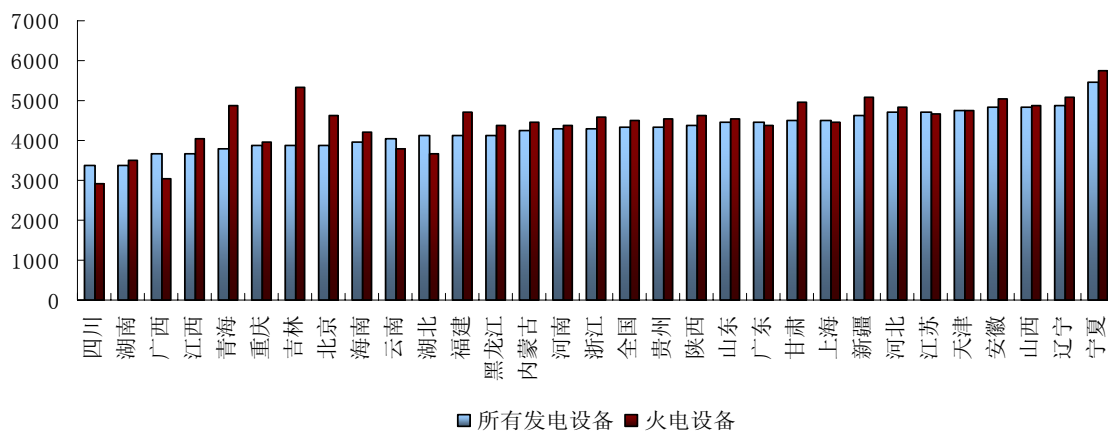
图表 2: 08 年几大电力公司火电机组利用小时、年化装机增速及发电量增速情况

	华能国际	华电国际	国电电力	国投电力
08 年火电机组利用小时	5130	5027	5142	5084
同比变化	-340	274	-851	-367
年化总装机增速	13.34%	25.34%	14.15%	0%
发电量增速	6.30%	27.12%	-1.06%	-3.19%

数据来源:公司公告,天相投顾整理

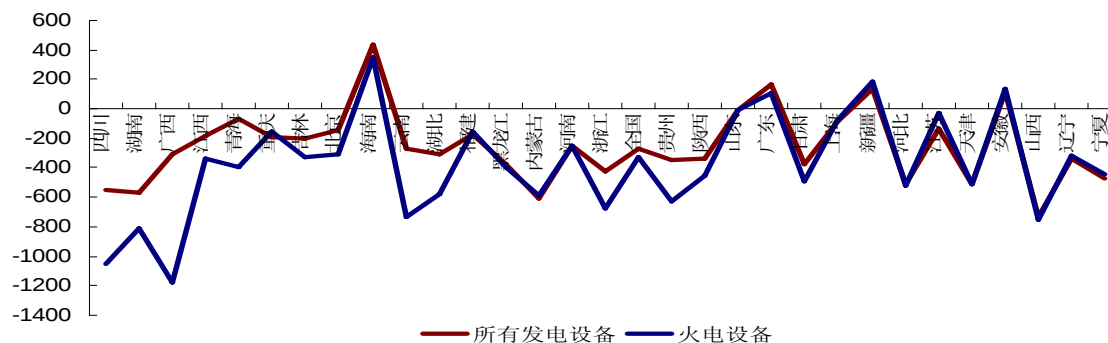


图表 3：2008 年 1-11 月全国各地区发电设备利用小时



数据来源：中电联，天相投顾整理

图表 4：2008 年 1-11 月全国各地区发电设备利用小时同比变化情况



数据来源：中电联，天相投顾整理

3. 需求复苏尚需时日 关注利用率变化领先的上市公司

由于大型电力公司的装机分布相对较广，且在地区上具有一定的调度优势，其机组利用水平通常高于全国平均水平，利用小时变化幅度也接近全国平均水平。如上所述，09 年全国的电力需求状况仍不容乐观，机组利用小时继续下降，但是随着装机增速的放缓，下降幅度有望收窄。

几家大型的上市公司中，国电电力（600795）由于 09 年将消除机组检修和电煤紧张的影响，机组利用小时变化可能较其他公司乐观；国家的刺激政策若在 09 年内显现效果，西部高耗能行业的恢复生产也可在一定程度上促进公司机组利用小时的回升，可予以关注。除此之外，可重点关注调度优先的水电及新能源发电的上市公司，如川投能源（600674）、黔源电力（002039）、宝新能源（000690）等。

在当前的能源供需形势下，电力行业作为二次能源生产商，在上网电价不进行



下调的前提下，其 09 年的盈利能力是大幅提升的，我们维持行业“增持”评级。同时，提醒投资者关注以下风险：1) 煤价超预期上涨，挤压火电利润恢复空间；2) 需求超预期回落，电企机组利用率更大幅度降低；3) 上网电价下调。

附：几大电力公司 2008 年发电量点评

1. 华电国际（600027）

按照财务报告合并口径计算的 2008 年度发电量为 1006.76 亿千瓦时，上网电量 936.23 亿千瓦时，同比均增长 27.12%。2008 年度燃煤发电机组利用小时完成 5027 小时，同比增长 274 小时。

截至 08 年末，公司控股装机容量为 2299.35 万千瓦，权益装机容量为 1845.92 万千瓦，同比分别增长 7.32% 和 13.18%。公司 08 年度发电量和上网电量大增的原因一方面由于装机容量的扩大增加了生产能力，另一方面由于公司机组主要服务的山东等地区 08 年总体需求的较快增长，且公司机组的利用率好于当地的平均水平。公司的发电量增速（27.12%）快于全国平均水平（5.18%），且好于电力行业其他大型上市公司：华能国际同比增长 6.30%、国电电力同比下降 1.06%、国投电力同比下降 3.19%。公司机组全年利用小时 5027 小时，也好于全国平均 4677 小时。

公司同时发布了业绩预亏公告，亏损原因系煤价上涨以及电价调整的不到位。我们维持公司 08-10 年 EPS 分别为 -0.30 元、0.11 元和 0.14 元的盈利预测，以 1 月 13 日收盘价计算，09、10 年对应动态 PE 分别为 35 倍和 26 倍，暂时维持“中性”评级。

2. 国电电力（600795）

公司 08 年全资及控股发电企业装机容量共 1242 万千瓦，完成发电量和上网电量分别为 604.29 亿千瓦时和 561.39 亿千瓦时，分别同比下降 1.06% 和 1.84%，排除外高桥第二公司后的装机同比增加了 7.82%。

剔除上海外高桥第二发电公司，从机组的利用效率来看，公司火电机组 07 年和 08 年的年化装机容量分别为 886.4 万千瓦和 1026 万千瓦，08 年同比增长 15.75%。年化平均利用小时分别为 5993 小时和 5142 小时，08 年同比减少 14.2%。08 年火电利用效率大幅降低的主要原因是煤炭供应紧张、机组检修和电力需求下降等原因，09 年电力需求下降因素仍然存在并且可能更加严重，但电煤供应紧张和机组检修因素将会消除，公司火电机组利用效率变动情况将会好于行业平均水平。公司 07 年和 08 年的水电装机均为 177.6 万千瓦，而加权平均利用小时分别为 3833 和 4234 小时。主要原因在于装机 132 万千瓦的大渡河水电公司来水情况较好，大渡河公司 08 年的利用小时数约为 4900 小时，仍然低于其 5230 小时的设计年均发电量，我们认为其发电量仍然有大幅度提高的空间。公司 07 年底的风电装机容量仅为 4.95 万千瓦，08 年机组陆续投产后达到 22.05 万千瓦，但对公司业绩影响很小。

需求下降影响利用小时数的主要是火电机组，公司火电机组的主要分布地区为山西、辽宁、宁夏、云南等省，而上述省份 08 年的发电设备利用小时数同比下降幅度都是比较大的。辽宁省作为重工业基地受到需求回落影响较大；云南有色金属业减产和水电的挤压作用共同导致了发电机组利用小时下降；山西和宁夏发电设备利用小时



同比下降也比较严重。对于 09 年公司的发电量，我们认为宁夏石嘴山的两家电厂因为与英力特集团的联系发电量能够得到恢复。下半年经济形势如果能够改善，公司的发电量会有较大的增长空间。

预计公司 08-10 年 EPS 分别为 0.02 元，0.27 元和 0.31 元。以 1 月 13 日收盘价计算，09、10 年对应的动态市盈率分别为 22 倍和 19 倍，公司成本控制能力较强，成长性较好，维持“增持”评级。

3. 华能国际（600011）

公司 08 年权益装机容量达到 3759 万千瓦，按合并报表口径计算，公司 08 年全年发电量达到 1846.28 亿千瓦时（不含大士能源），比 2007 年同期增长 6.30%，呈减速增长的态势。造成发电量增速下滑的主因在于：煤价飙升带来的减产和需求下降。09 年电力需求的下滑程度预计将更甚于 08 年，但是煤价下行的预期同样强烈，我们认为华能国际的业绩对煤价变化的敏感性要强于对需求的敏感性，因此华能国际 09 年盈利能力可望回升。

09 年高耗能产业集中地区需求的下降和水电的挤占将是火电机组利用效率的主要障碍，而沿海地区受上述因素的影响则较小。华能国际的主要机组都集中在沿海地区，因此电力需求下降的影响对华能国际的影响相对较小。我们认为华能国际火电机组 09 年利用小时数仍将继续处于行业领先水平。

装机容量 08 年稳定增长，09 年将高速跃升。扣除大士能源，华能国际 08 年装机容量增长 282 万千瓦，上安电厂 3 期两台 60 万千瓦机组在 7、8 月分别投产，增加公司年化装机容量约 55 万千瓦。大量新机组的投产为公司在 08 年的不利环境中仍能保持发电量增长做出了贡献。09 年华能国际装机容量有望高速跃升。包括海门一期 2*100 万千瓦和山东日照 68 万千瓦等大机组投产，将极大的扩充公司的装机容量。

综合分析公司机组利用效率和新增机组情况，我们认为即使在发电利用小时数下降的时期，公司 09 年的发电量也有望保持高速增长，从而带动公司营业收入大幅上涨。我们上调公司 2008-10 年每股收益至 -0.24 元、0.38 元和 0.50 元，以 1 月 13 日收盘价计算，09 和 10 年的动态 PE 分别为 19 倍和 14 倍，上调为“增持”评级。

4. 国投电力（600886）

08 年第四季度，公司可控发电量和上网电量分别为 49.06 亿千瓦时和 46.13 亿千瓦时，同比分别下降 29.55%和 29.79%。受此拖累，08 年公司可控发电量和上网电量分别下滑 6.75%和 6.99%至 240.45 亿千瓦时和 226.54 亿千瓦时。

第四季度，公司发电量下降幅度超出预期，主要是由于北部湾公司、靖远公司和曲靖公司处于高耗能产业和水电集中的广西、甘肃和云南地区，受需求快速下滑及广西水情较好影响，第四季度发电量同比分别下滑 39.17%、69.39%和 13.80%。同时，受厦门外向型经济急剧恶化导致电力需求下滑影响，厦门华夏国际电力发展有限公司发电量同比也下滑 13.53%。第四季度，公司全资国投白银风电有限公司投产运营，但风电由于规模有限，我们认为对公司整体的业绩影响有限。

09 年，如果国家刺激政策逐渐发挥效用，并且社会库存逐渐减少，我们认为高耗能产业将会企稳并且逐渐回暖，预计公司发电量将会停止大幅下滑，并且出现回升的趋势，09 年平均利用小时数将小幅回升至 5222 小时，而发电量回升至 247 亿千瓦



时。我们预计 08、09、10 年 EPS 分别为 0.15 元、0.41 元和 0.43 元，以 08 年 12 月 8 日的收盘价计算，09 和 10 年对应的动态 PE 分别为 22 倍和 21 倍。考虑到公司目前存在着重大资产重组的可能，或是国家开发投资公司将优质电力资产注入，也或是与国投新集合二为一，无论是哪种可能，我们认为都将存在着较好的投资机会，我们维持公司“增持”评级。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路鼎诚国际大厦2801室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014