

电力研究小组
 pengqg@cmschina.com.cn

2009年1月21日

经历多项考验，等待苦尽甘来

电力行业1月月报

公用事业

电力

推荐（维持）

细分行业评级

电网	中性
水电	推荐
火电	推荐
核电	推荐

上证指数 1994

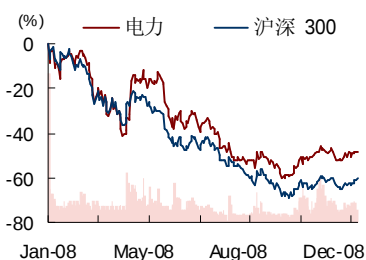
行业规模

		占比%
股票家数（只）	54	3.4
总市值（亿元）	4993	3.6
流通市值（亿元）	2748	5.5
重点公司市值（亿元）	3309	2.4

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3.0	-17.9	-50.8
相对表现	-1.7	10.2	11.8

指数比较



相关报告

- 1、《电力行业12月月报—关注但不
应过分夸大煤炭订货会价格的作用》
2009/12/25
- 2、《电力行业11月月报—秦皇岛煤
炭现货价格将跌破全年均价》
2008/11/16
- 3、《电力行业10月月报—电煤关系
逆转有助于发电成本下降》
2008/10/21

2008年电力行业经历多项考验，一年之中先后经历了雪灾、地震、煤价上涨、需求下降的不利影响，同时也承担了巨大的社会责任。2008年全国发、用电量同比均增长5.2%，充分反应了全国经济的恶化程度。展望2009，虽然挑战犹存，但电力行业必将苦尽甘来，迎来更加稳健的发展。

q 2008年用电增速大幅回落，月度增速前高后低。2008年全社会用电量同比增长5.2%，比07年下降9.2个百分点。第一产业用电增速为1.9%，第二产业用电同比增长3.8%，第三产业增速为9.7%，居民用电增速为11.8%。从总量贡献来看，第二产业仍是用电量增速下降的主要力量。这一现象表明，我国产业结构已经发生了很大转变，工业化程度已经明显提高。

q 发电增速水火之间、地区之间差异明显。2008年全国发电量34334亿千瓦时，同比增长5.2%。核电发电量累计增速为8.8%，水电发电量增速降到19.5%，火电发电量增速为2.2%。12月份全国发电量3041亿千瓦时，同比下降9.6%，但是比11月份增加500亿千瓦时。单月发电量增速只有9个省份为正值，其中甘肃、青海、云南、吉林增速较高，增速超过20%。

q 水电受益来水较好，利用小时上升。水电全年利用小时3621小时，比上年增加89小时。全年水电利用小时较高的省份有：云南省（4736）、广西区（4633）、湖北省（4526），主要受益于四季度南方来水较好。

q 火电受需求下降影响，利用小时大幅下降。受装机容量大幅增加、需求下降、自然灾害影响、水电发电量较多等因素共同作用，2008年火电利用小时下降远低于年初的预期。全年火电累计利用小时为4911小时，同比下降405小时，降幅为7.6%。

q 秦皇岛煤价暂时维持稳定。受冬季取暖用煤增加、枯水期水电发电量减少、山西省保价限产等因素共同作用，秦皇岛港电煤价格目前维持稳定。不同煤种的电煤价格2009年以来的均价比2007年仍高出100元/吨，涨幅在20%~30%之间。

重点公司主要财务指标

	股价	07EPS	08EPS	09EPS	08PE	09PE	PB	评级
长江电力	14.7	0.60	0.46	0.48	32	31	3.7	强烈推荐 A
国电电力	6.1	0.34	0.03	0.25	203	24	2.3	审慎推荐 A
桂冠电力	6.7	0.23	0.02	0.23	335	29	2.5	审慎推荐 B
华能国际	7.0	0.50	-0.26	0.35	-27	20	2.0	审慎推荐 A
建投能源	5.1	0.52	0.08	0.30	64	17	1.5	审慎推荐 B
国投电力	9.1	0.30	0.19	0.36	48	25	2.3	审慎推荐 B
深圳能源	8.7	0.33	0.60	0.70	14	12	1.8	审慎推荐 B
中能股份	6.3	0.64	0.20	0.30	32	21	1.4	审慎推荐 B

资料来源：招商证券

正文目录

一、2008 年用电增速大幅回落，月度增速前高后低	4
1、2008 年用电量增长 5.2%，比 07 年下降 9.2 个百分点	4
2、工业用电量增长 3.8%，比 07 年下降 12 个百分点	4
3、12 月份全社会用电量同比下降 9%	4
4、12 月云南、海南、贵州、西藏、北京用电保持正增长	4
5、各地区用电负荷没有明显起色	4
二、发电增速水火之间、地区之间差异明显	7
1、2008 年全国发电量同比增长 5.2%	7
2、12 月份全国发电量同比下降 9.6%	7
3、12 月份发电量增速各省之间分化明显	7
4、2008 年全国平均利用小时累计下降 334 小时	7
5、12 月份全国平均利用小时同比下降 68 小时	7
6、用电大省利用小时下降较少	7
三、细分行业分析	10
1、统计口径差异，水电利用小时继续增加	10
2、南方省份水电利用小时和增速相对较高	10
3、火电利用小时下降 405 小时，降幅增加	11
4、安徽、海南火电利用小时上升	11
5、供电煤耗同比下降 7 克，环比增加 3 克	11
6、直供电厂发电耗煤 13.4 亿吨，增长 4%	11
四、燃料价格分析	13
1、秦皇岛电煤价格维持稳定	13

图表目录

图 1: 2008 年各产业用电量增速比较	5
图 2: 历史单月用电量增速比较	5
图 3: 1~12 月份工业用电量增速比较	5
图 4: 2008 年各省累计用电量及增速比较	6
图 5: 12 月份各省用电量及增速比较	6
图 6: 各区域电网用电负荷及增速比较	6
图 7: 2008 年不同类型发电机组发电量增速比较	8
图 8: 2008 年各省累计发电量和增速比较	8
图 9: 12 月份各省发电量和增速比较	8
图 10: 2008 年全国累计利用小时变动情况	9
图 11: 1~12 月份全国单月利用小时变动情况	9
图 12: 2008 年各省累计利用小时和增速比较	9
图 13: 1~12 月份全国水电利用小时变动情况	10
图 14: 2008 年各省水电利用小时变动情况	10
图 15: 1~12 月份全国火电利用小时变动情况	11
图 16: 2008 年各省火电利用小时变动情况	12
图 17: 1~12 月份火电供电煤耗变动情况	12
图 18: 1~12 月份全国直供电厂耗煤情况	12
图 19: 秦皇岛动力煤价格变动情况	13
图 20: 秦皇岛主要煤种平均价格涨幅比较	13

一、2008 年用电增速大幅回落，月度增速前高后低

1、2008 年用电量增长 5.2%，比 07 年下降 9.2 个百分点

2008 年全国全社会用电量达到 34268 亿千瓦时，同比增长 5.2%，增幅比 2007 年同期下降 9.2 个百分点，比上月环比下降 1.5 个百分点。其中，第一产业用电增速为 1.9%，比上月下降 1.5 个百分点；第二产业用电同比增长 3.8%，比上月又下降 1.6 个百分点；第三产业增速为 9.7%，比上月下降 1.2 个百分点；居民用电增速为 11.8%，比上月下降 1 个百分点。从总量贡献来看，第二产业仍是用电量增速下降的主要力量。但是从增速下降幅度来看，各产业降幅都在 1~2 个百分点之间，差别不大。

2、工业用电量增长 3.8%，比 07 年下降 12 个百分点

2008 年全国工业用电同比增长 3.8%，比上月再次下降 1.5 个百分点，比 2007 年下降 12 个百分点。其中，轻工业用电同比增长 1%，比上年同期下降 8.8 个百分点；重工业用电同比增长 4.2%，比上年同期下降 13 个百分点。工业用电拉动全国用电量增速大幅下降，说明我国产业结构已经发生了很大转变，工业化程度已经明显提高。2007 年工业用电占全社会用电量比重为 76%，2008 年虽然工业用电增速下降更快，在全社会用电量中占比仍然达到 74%。

3、12 月份全社会用电量同比下降 9%

12 月份单月全社会用电量 2737 亿千瓦时，同比下降 9%。单月用电量仍然持续大幅下降，表明经济尚没有明显恢复。12 月份单月的用电量增速与我们之前了解到的情况有一定偏差。我们在 12 月中旬了解到部分电网的用电量已经开始恢复，但实际结果表明总体情况依然很差。

4、12 月云南、海南、贵州、西藏、北京用电保持正增长

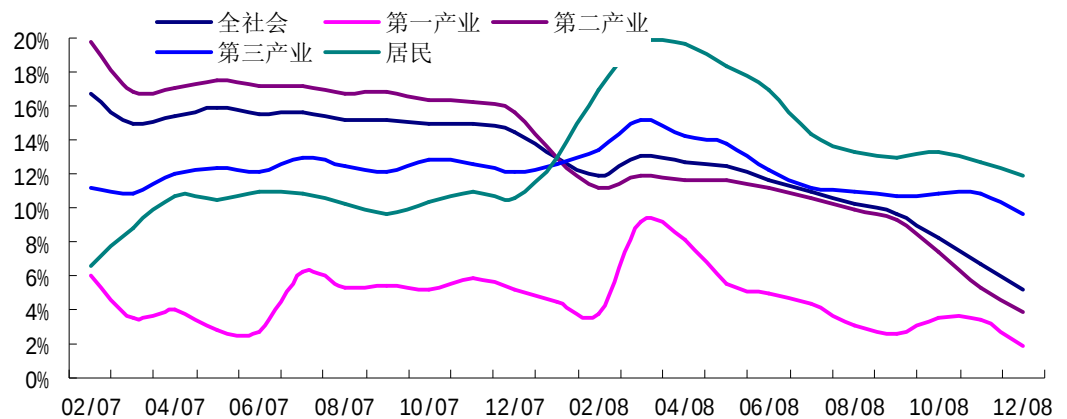
2008 年累计用电量增速出现负增长的只有山西省一家，同比下降 2.9%。我们判断这与山西省加强安全治理，以及向京津塘电网送电量减少有关。贵州省虽然年初受雪灾影响较大，但是全年仍然实现 2.7% 的增长。

12 月份用电量依然保持同比正增长的省份有云南、海南、贵州、西藏、北京。而当月用电量大幅下降的省份有山西、内蒙古、宁夏、青海等省份，同比下降幅度都超过 20%。

5、各地区用电负荷没有明显起色

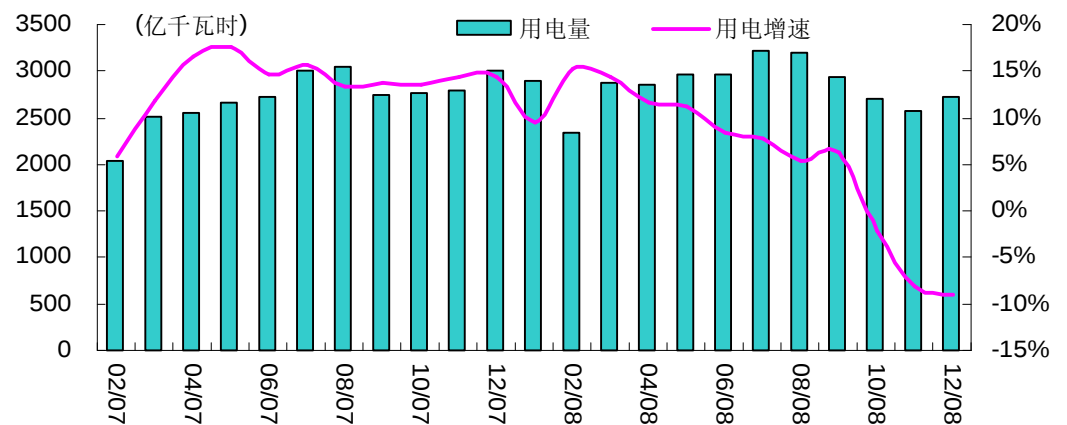
12 月份单月的用电负荷南方电网略有增长，我们判断主要是由于冬季取暖空调负荷增加。其它区域都同比依然下降，可以看出，工业用电恢复并不明显。

图1：2008年各产业用电量增速比较



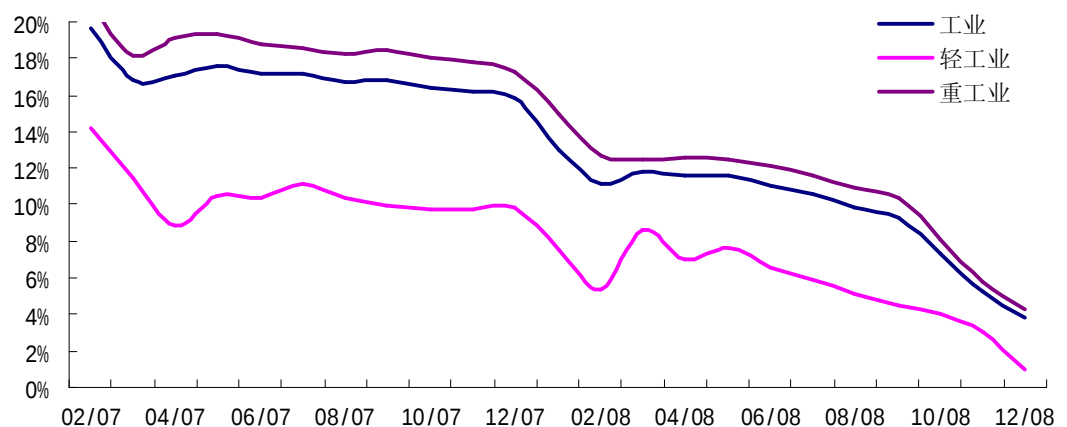
资料来源：招商证券

图2：历史单月用电量增速比较



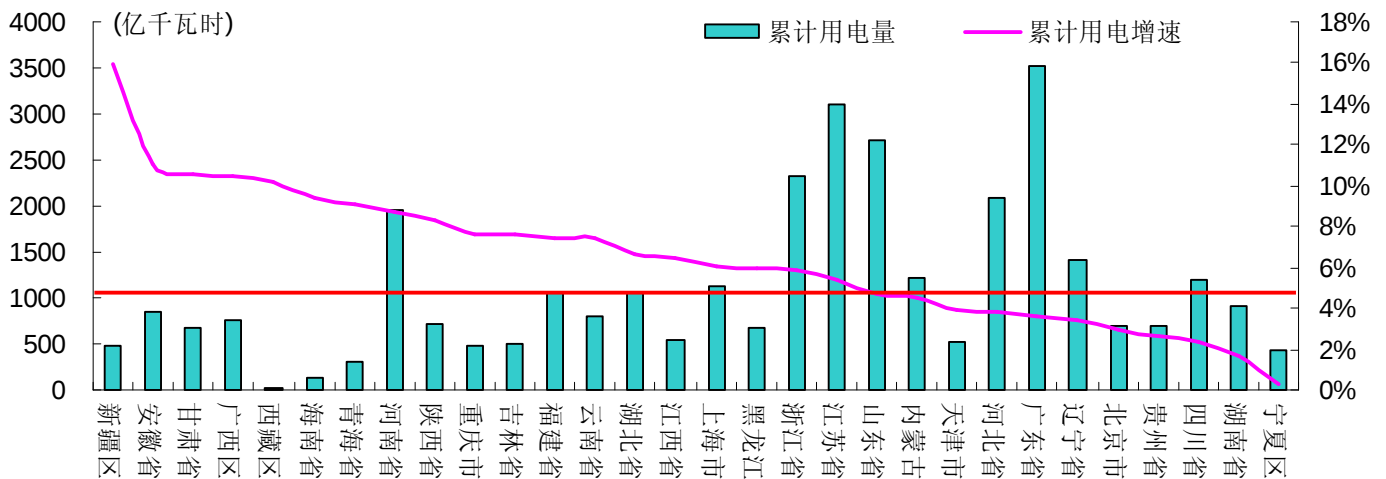
资料来源：招商证券

图3：1~12月份工业用电量增速比较



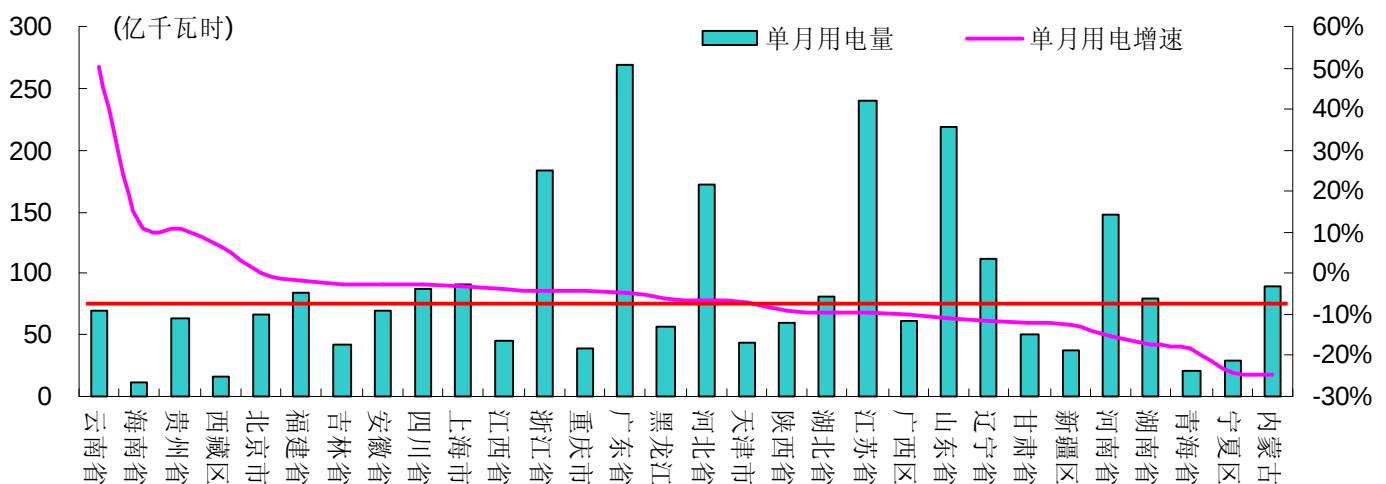
资料来源：招商证券

图4: 2008年各省累计用电量及增速比较



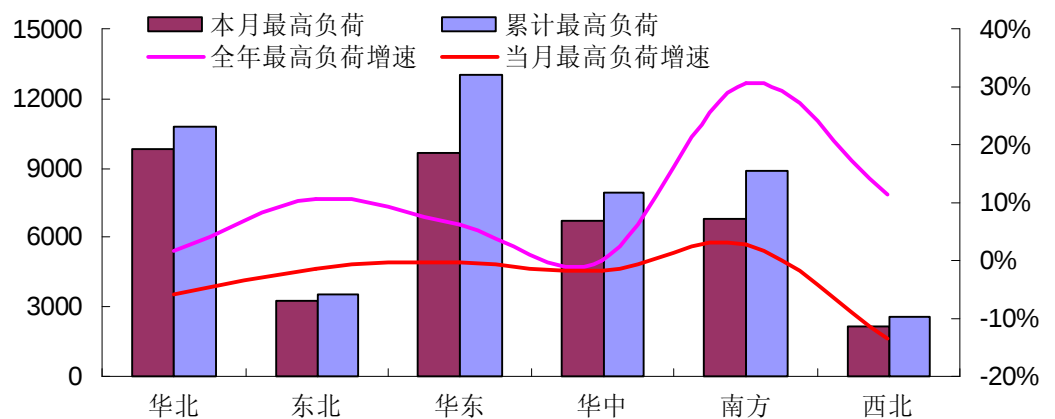
资料来源: 招商证券

图5: 12月份各省用电量及增速比较



资料来源: 招商证券

图6: 各区域电网用电负荷及增速比较



资料来源: 招商证券

二、发电增速水火之间、地区之间差异明显

1、2008 年全国发电量同比增长 5.2%

2008 年全国发电量 34334 亿千瓦时，同比增长 5.2%，累计增速比上月下降 1.3 个百分点。核电发电量累计增速为 8.8%，增幅略有下降；水电发电量增速降到 19.5%，比上月增加 2.7 个百分点；火电发电量增速为 2.2%，环比下降 2.5 个百分点。

2、12 月份全国发电量同比下降 9.6%

12 月份全国发电量 3041 亿千瓦时，比 11 月份增加 500 亿千瓦时，同比下降 9.6%，与 11 月份降幅相同。水电发电量同比下降 10.4%，比 10 月份多发 256 亿千瓦时；火电发电量同比下降 11.9%，比 10 月多发 215 亿千瓦时。

从 11 月和 12 月的水电发电量比较来看，12 月份的统计数据与 11 月份口径有些出入，导致 12 月的发电量比 11 月大幅增加。

3、12 月份发电量增速各省之间分化明显

从累计发电量增速来看，全国只有河北和山东两个省份出现负增长。山西、天津、江西三省市发电量基本上与 2007 年持平。发电量增速较快的是安徽、广西、陕西三省，全年增速超过 20%。

单月发电量增速只有 9 个省份为正值，其中甘肃、青海、云南、吉林增速较高，增速超过 20%。河北、宁夏、陕西、海南下降较多，降幅超过 30%。

4、2008 年全国平均利用小时累计下降 334 小时

2008 年全国全部机组累计利用小时为 4677 小时，比上年同期下降 334 小时，下降幅度为 6.7%。其中，水电设备平均利用小时比去年增加 89 小时，火电设备平均利用小时比去年下降 405 小时。

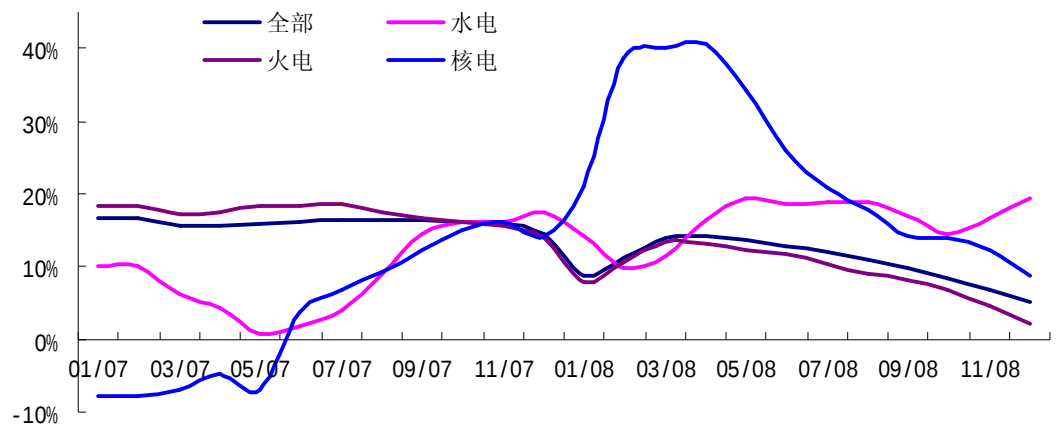
5、12 月份全国平均利用小时同比下降 68 小时

12 月份机组平均利用小时同比下降 68 小时。11 月和 12 月全国机组利用小时在火电利用小时下降的带动下，连续大幅下降，仅这两个月，利用小时就同比下降 134 小时，对火电企业负面影响较大。

6、用电大省利用小时下降较少

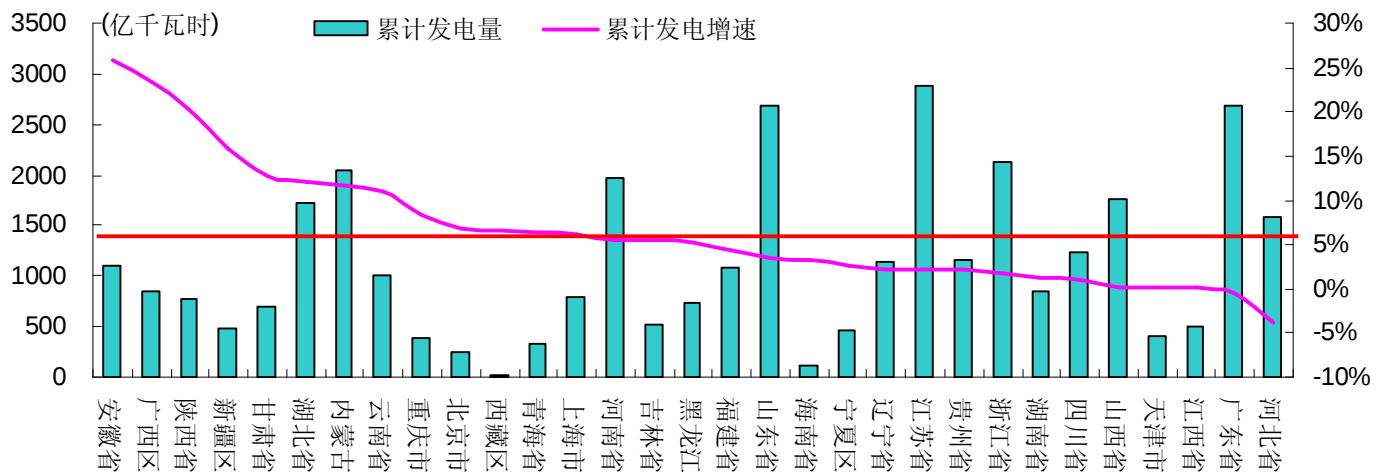
2008 年利用小时保持上升的省份只有海南和安徽。不过，发用电大省江苏、广东、山东的利用小时降幅都不大，在 2% 以内。建议重点关注电厂在这些区域比重较大的上市公司。

图7：2008年不同类型发电机组发电量增速比较



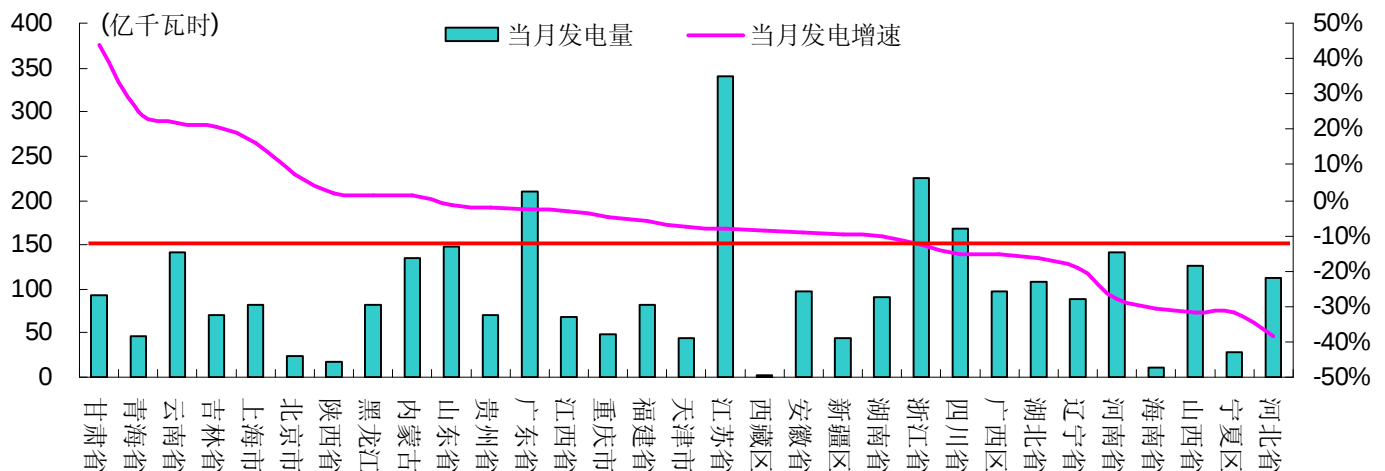
资料来源：招商证券

图8：2008年各省累计发电量和增速比较



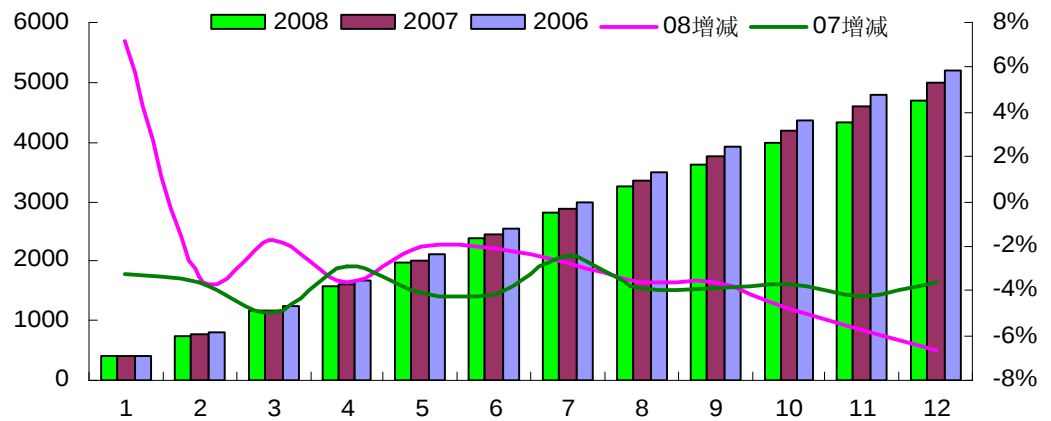
资料来源：招商证券

图9：12月份各省发电量和增速比较



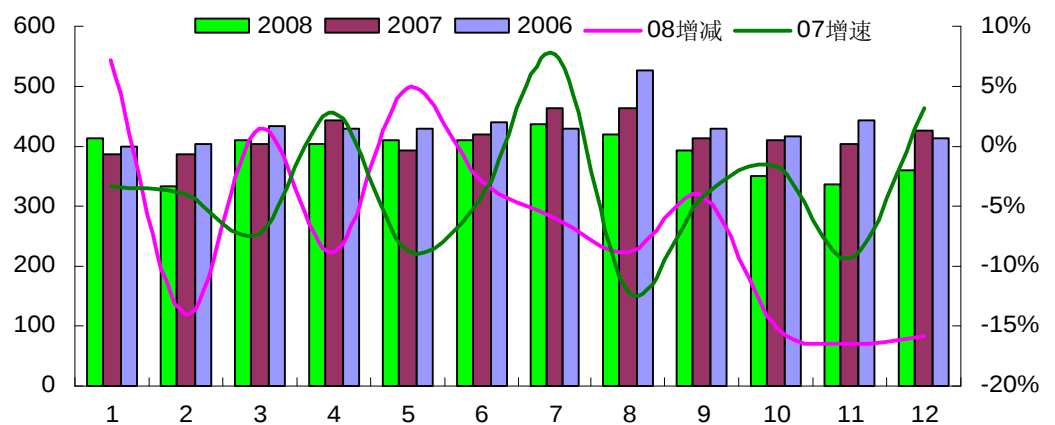
资料来源：招商证券

图10: 2008年全国累计利用小时变动情况



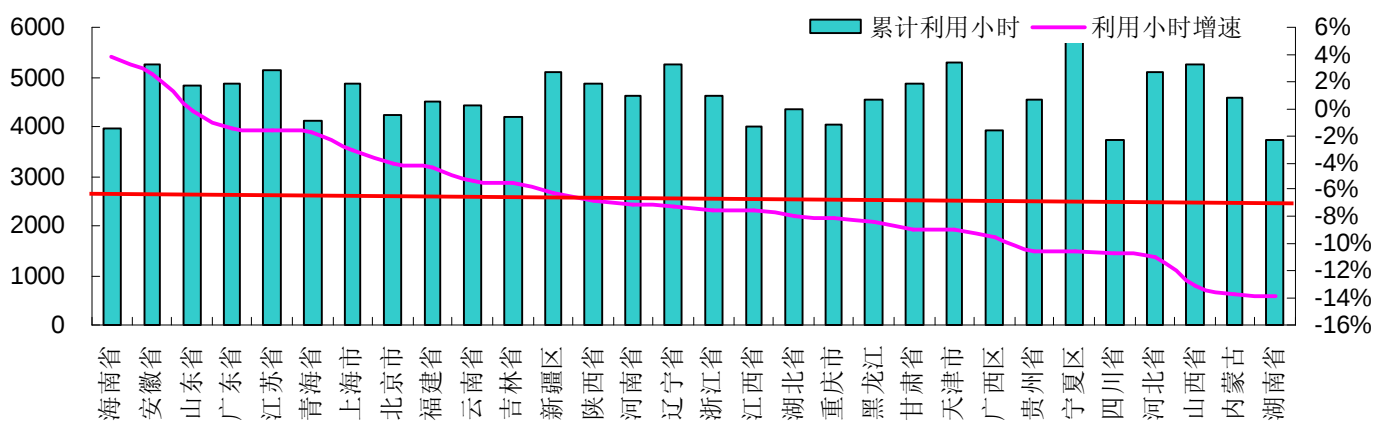
资料来源: 招商证券

图11: 1~12月份全国单月利用小时变动情况



资料来源: 招商证券

图12: 2008年各省累计利用小时和增速比较



资料来源: 招商证券

三、细分行业分析

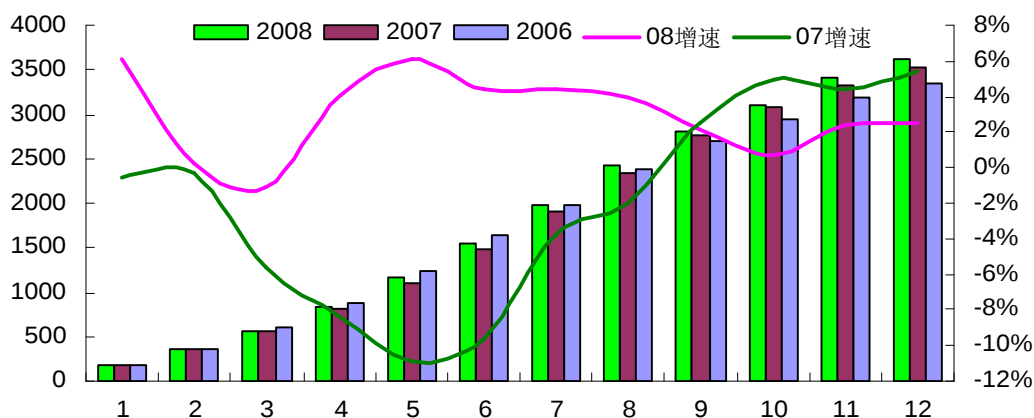
1、统计口径差异，水电利用小时继续增加

1~12 月份水电利用小时比上年同期增加 89 小时，同比增加 2.5%。从历史数据看，12 月份水电统计口径与前 11 个月有一定差异，12 月份的发电量都比 11 月份都有明显增加。

2、南方省份水电利用小时和增速相对较高

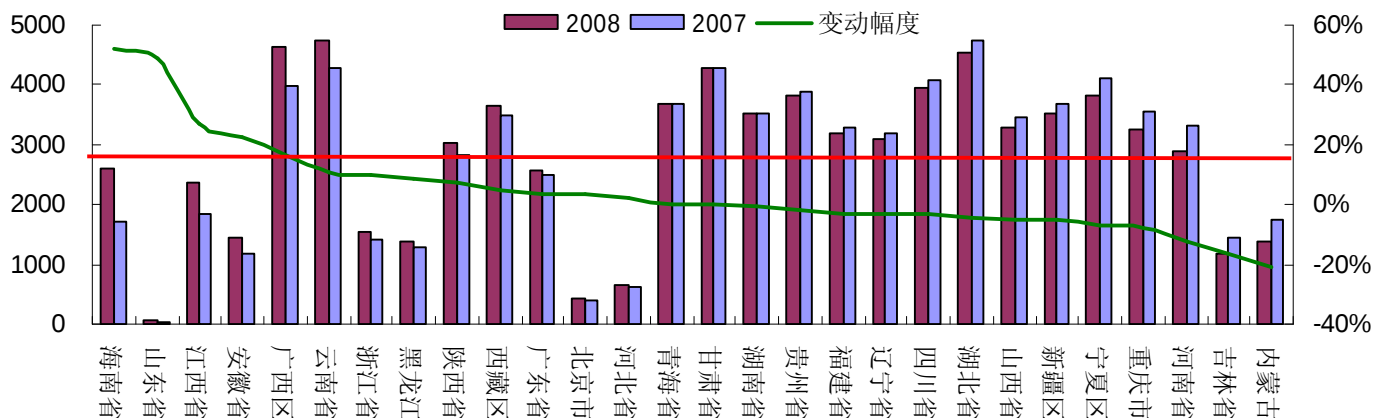
全年水电利用小时较高的省份有：云南省（4736）、广西区（4633）、湖北省（4526）。由于四季度来水较好，这些省份的水电发电利用小时都比 2007 有了明显增加。云南省增加了 450 小时左右，广西增加了 660 多小时。

图13：1~12月份全国水电利用小时变动情况



资料来源：招商证券

图14：2008年各省水电利用小时变动情况



资料来源：招商证券

3、火电利用小时下降 405 小时，降幅增加

2008 年全国火电累计利用小时为 4911 小时，同比下降 405 小时，降幅为 7.6%。装机容量大幅增加、需求下降、自然灾害影响、水电发电量较多等因素共同作用，导致 2008 年火电利用小时下降远低于年初的预期。

4、安徽、海南火电利用小时上升

2008 年底利用小时仍维持增长的省份是：安徽（2.5%）、海南（0.6%），其它省份都是负增长。其中主要用电大省山东、江苏、广东的利用小时下降幅度都较小，低于-3%。

火电利用小时下降较快的省份是：广西（-32.4%）、四川（-22.9%）、湖南（-20.1%）、云南（-19.4%）。我们判断，这些省份火电利用小时下降一方面是去年投产火电机组较多，另一方面是水电来水较好，挤占火电发电空间。

5、供电煤耗同比下降 7 克，环比增加 3 克

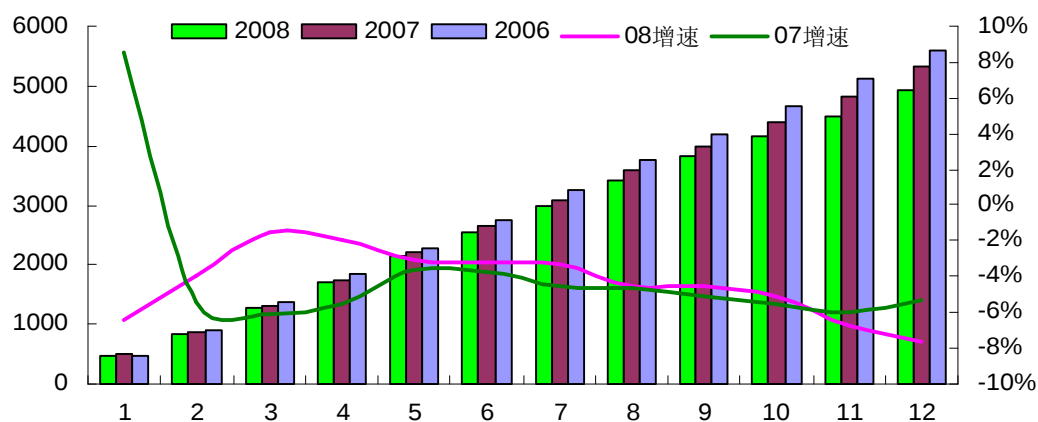
截止到 12 月底，全国火电机组单位供电煤耗 349 克/千瓦时，比 11 月份增加了 3 克，但是比去年仍然下降了 7 克。我们判断，这也是来自于统计口径的差异，最近 3 年，去年供电煤耗都比前 11 个月增加 3 克/千瓦时。

6、直供电厂发电耗煤 13.4 亿吨，增长 4%

2008 年全国直供电厂累计耗用原煤 13.4 亿吨，同比增加约 0.52 亿吨，增幅比 2007 年下降 4.9 个百分点。

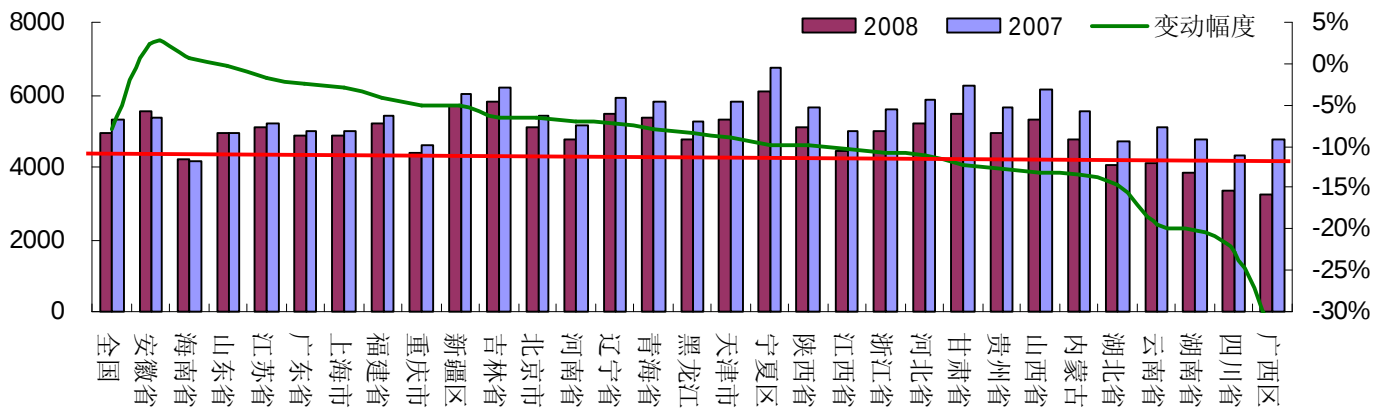
1~9 月份火电厂耗用原煤增幅为 12.34%，1~10 月份增幅突然高达 15.79%，我们认为其中存在人为因素。全年耗用原煤增速与全国火电发电量增速相比，仍然高出 2 个百分点，我们判断主要是受煤质下降的影响，消耗原煤量增加。

图15: 1~12月份全国火电利用小时变动情况



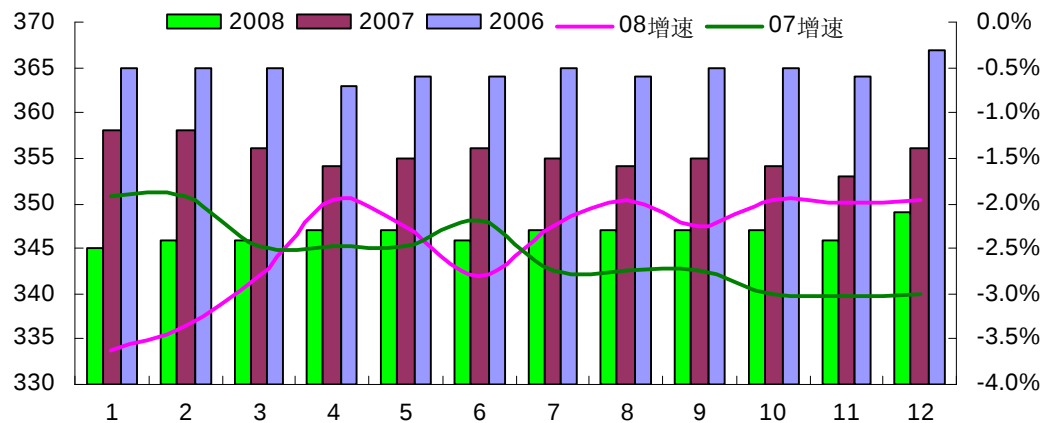
资料来源：招商证券

图16: 2008年各省火电利用小时变动情况



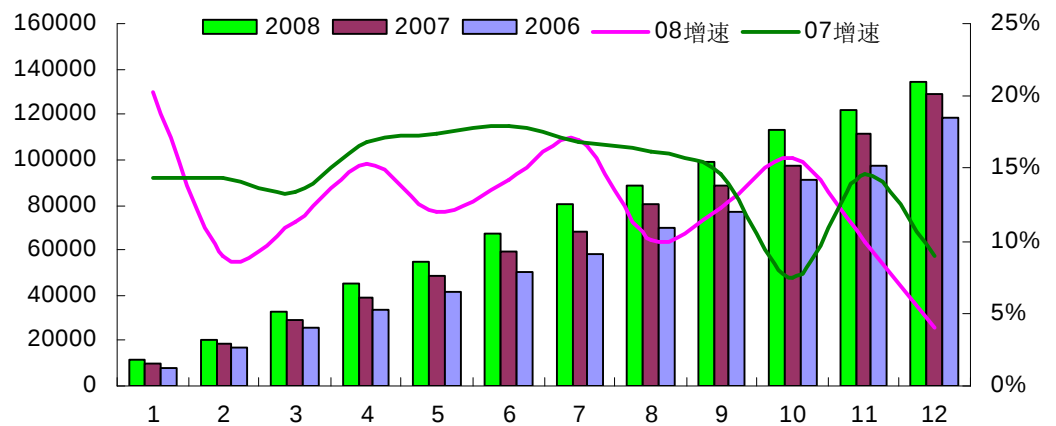
资料来源: 招商证券

图17: 1~12月份火电供电煤耗变动情况



资料来源: 招商证券

图18: 1~12月份全国直供电厂耗煤情况



资料来源: 招商证券

四、燃料价格分析

1、秦皇岛电煤价格维持稳定

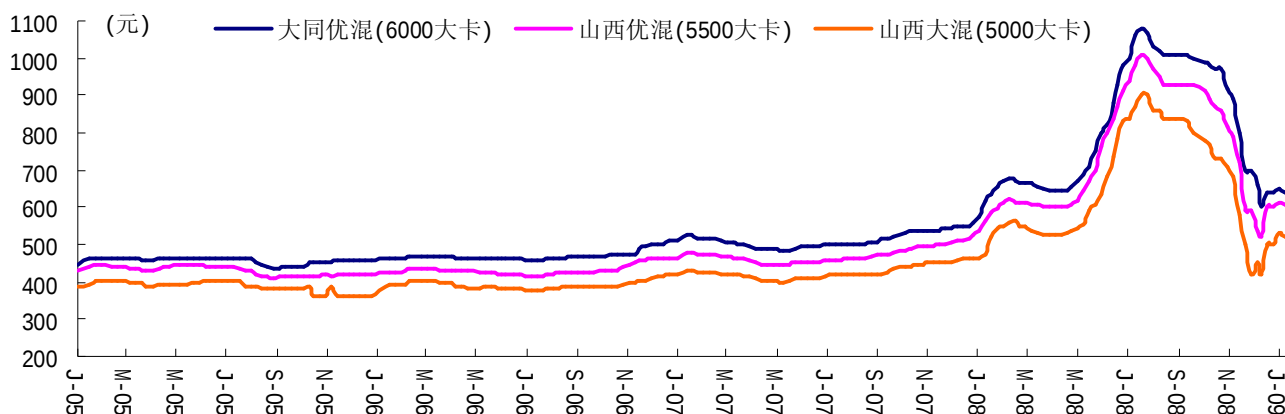
截至到 2009 年 1 月 19 日，秦皇岛 6000 大卡以上的大同优混最高售价为 640 元/吨，5500 大卡以上的山西优混最高售价为 605 元/吨，5000 大卡以上的山西大混最高售价回落到 520 元/吨。

由于煤炭价格出现反弹，2009 年截止目前的平均煤价虽然比 2008 年大幅下降，但仍然比 2007 年的平均煤价高出 100 元以上。

与 2007 年底价格相比：

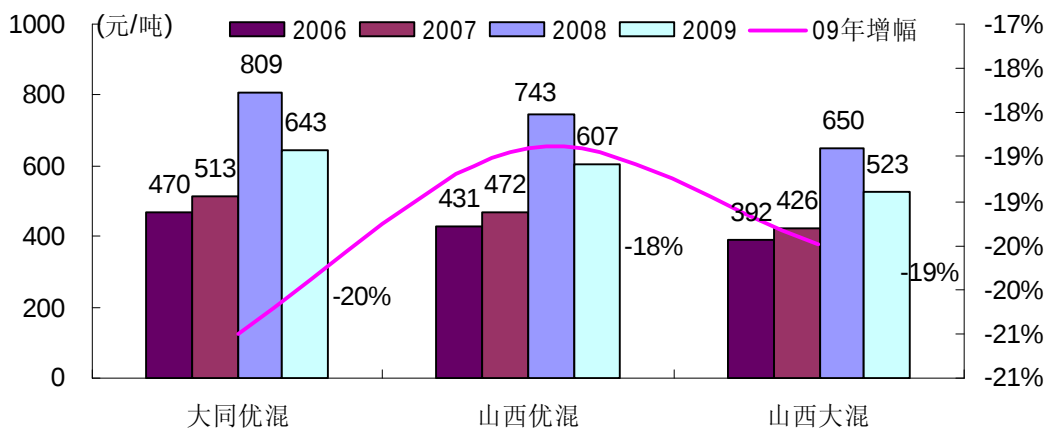
- Ø 大同优混平均价格上涨 130 元/吨，涨幅为 25%；
- Ø 山西优混平均价格上涨 135 元/吨，涨幅为 29%；
- Ø 山西大混平均价格上涨 97 元/吨，涨幅为 23%。

图19: 秦皇岛动力煤价格变动情况



资料来源：招商证券

图20: 秦皇岛主要煤种平均价格涨幅比较



资料来源：招商证券

分析师简介

彭全刚：清华大学博士，长期从事电力行业研究工作，曾供职于中国华能集团公司、国务院电力体制改革工作小组办公室，2007 年加入招商证券。多次参加国家发改委、国家电监会、中国电力企业联合会、中国价格协会组织的专项课题研究工作，对电力工业发展规律有较为深刻的认识。《新财富》2008 年电力与公用事业最佳分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。