

[2009.02.17]

电力需求仍在回归正常之路上

——2009 年 1 月发电量数据点评

王威

021-38676694

wangw@gtjas.com

细分行业评级

电力生产业

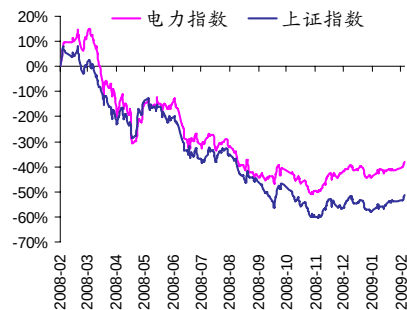
增持

本报告导读：

- 剔除干扰因素后，电力需求似乎在继续好转；
- 对经济前景判断出现反复之时，应对电力股加以关注并适当配置。

投资要点：

- 2009 年 1 月，全国规模以上电厂发电量 2476 亿千瓦时，同比下降 12.3%。其中，受 2008 年秋、冬季汛情影响，水电发电量 289 亿千瓦时，同比增长 28.9%；火电发电量 2109 亿千瓦时，同比下降 16.7%。另据报道，当月全社会用电量同比下降 12.88%；
- 由于受到春节移位因素影响，2009 年 1 月发电量数据与 2008 年同期可比性较差。剔除了 2008 年 1 月雪灾影响及正常春节因素对电力需求的影响后，09 年 1 月的真实发、用电量增速应在-5%至 0 增长之间，与 2008 年 12 月相比，增速降幅有所收窄；
- 受水电多发及总电力需求疲软的影响，火电机组利用率较 12 月又有所回落，仅略高于 2008 年 11 月的低值。但这一回落趋势已在预期之中。随着水库蓄水量的下降和电力需求增速的回升，火电机组利用率在 3 月以后将迎来逐步回升（地区差异极大，需加以区别）；
- 五大电力集团与煤炭企业谈判虽无实质性进展但价格中枢极可能位于在 08 年初合同价格基础上小幅上涨但低于 08 年全年实际执行价格的区间内。根据我们的判断，这一价格较目前秦皇岛同热值煤种平仓价仍然略低，因此一旦重点电煤合同最终落定，市场煤价仍有下行空间；
- 据我们粗略测算，综合考虑市场、合同煤价格的同比下降以及海运费的低位运行趋势，2009 年沿海地区电厂的综合煤炭成本下降幅度将达到 15%甚至更多，坑口电厂所面临的成本变动趋势则相对难以判断；
- 我们认为单位火电装机盈利能力回升至 07 年的 70-80%、全行业利润总额回升至 07 年的 80%是较为谨慎的预测。在未来仍将有持续的正面因素推动的情况下，目前火电公司估值水平并未体现出在周期底部向上阶段所应享有的合理溢价，伴随着调升业绩预测的可能性，行业估值水平有下行的趋势；
- 基于对经济已经见底、未来将持续回暖的判断，近期代表性周期性行业已被市场给予高度认可，电力行业（主要指火电行业）虽属公用事业但兼具较强周期性（目前行业所处环境下，可视作反周期行业），在对经济前景判断出现反复之时，应给予关注及配置。重点关注公司：
 - ✓ 深圳能源—估值有上升空间，成本控制力强，地域资源优势明显；
 - ✓ 华电国际—业绩高弹性，产能已释放但仍待“有效释放”；
 - ✓ 华能国际—具有行业代表性，业绩高弹性。
 - ✓ 国电电力—业绩波动幅度较小，且始终具有外延扩张预期；



相关报告

- 全国能源工作会议及行业热点点评
(09.02.04)
- 复苏是复苏者的通行证
(08.12.01)
- 雪中送炭
(08.11.27)

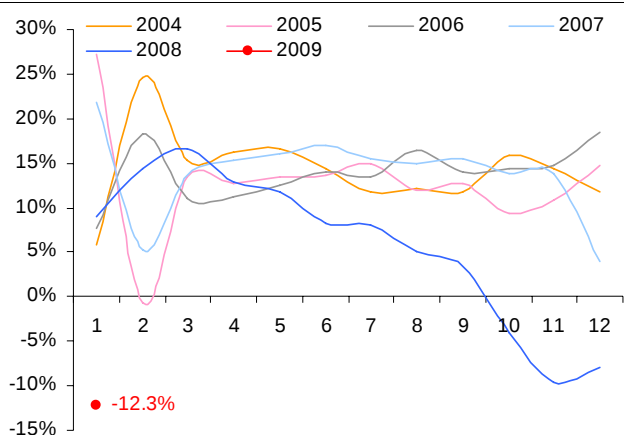
请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 剔除干扰因素后的电力需求情况继续转好

2009年1月，全国规模以上电厂发电量2476亿千瓦时，同比下降12.3%。其中，受2008年秋、冬季汛情影响，水电发电量289亿千瓦时，同比增长28.9%；火电发电量2109亿千瓦时，同比增长-16.7%。另据报道，当月全社会用电量同比下滑12.88%。

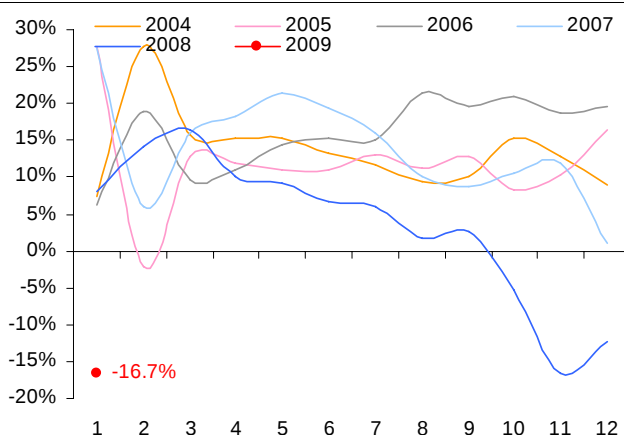
由于受到春节移位因素影响，2009年1月发电量数据与2008年同期可比性较差。我们粗略估算，如果将2008年1月雪灾期间电力供需受损情况还原至正常气候条件（07、08春节不存在移位因素，假设2008年1月电力需求增速12%，则2009年1月电力需求增速约-14.7%。参照以往数据，春节放假因素往往影响电力需求10-15个百分点甚至更多（不够严谨，但无法准确量化），则剔除了正常春节因素后的09年1月的真实发、用电量增速应在-5%-0%之间（未考虑09年大量工业企业提前放假因素，因为这就是经济的真实状况），与2008年12月相比，增速降幅明显收窄。

图 1：全国月度发电量增速



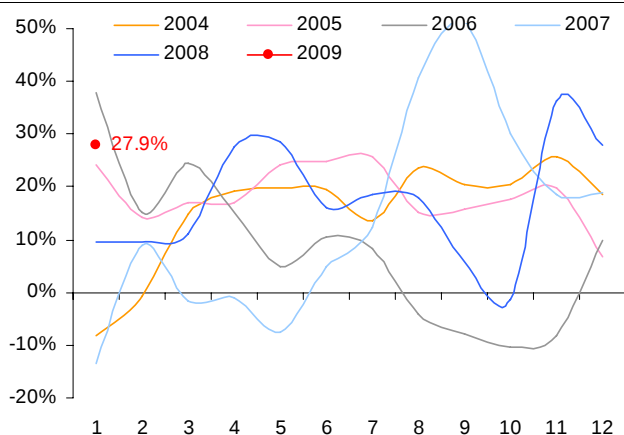
数据来源：中电联，国泰君安证券

图 2：火电月度发电量增速



数据来源：中电联，国泰君安证券

图 3：水电月度发电量增速



数据来源：中电联，国泰君安证券

(%)

■ 2009-1发电量增速

受08年四季度秋、冬汛影响，西南水电大省发电增速均好于全国平均水平，但接收西电大省广东本省发电量受到抑制

省份	2009-1发电量增速 (%)
广东	-32
辽宁	-29
江苏	-25
浙江	-24
天津	-19
山东	-19
河南	-19
黑龙江	-18
江西	-17
陕西	-16
甘肃	-16
上海	-14
全国	16
内蒙古	-12
湖北	-11
湖南	-11
广西	-10
海南	-3
江西	-2
重庆	-2
四川	-2
云南	-2
贵州	-1
黑龙江	-1
内蒙古	-1
陕西	4
山西	6
湖北	8
安徽	13
四川	31
贵州	31

图 5: 09 年 1 月发电量增速与 08 年 1 月增速对比

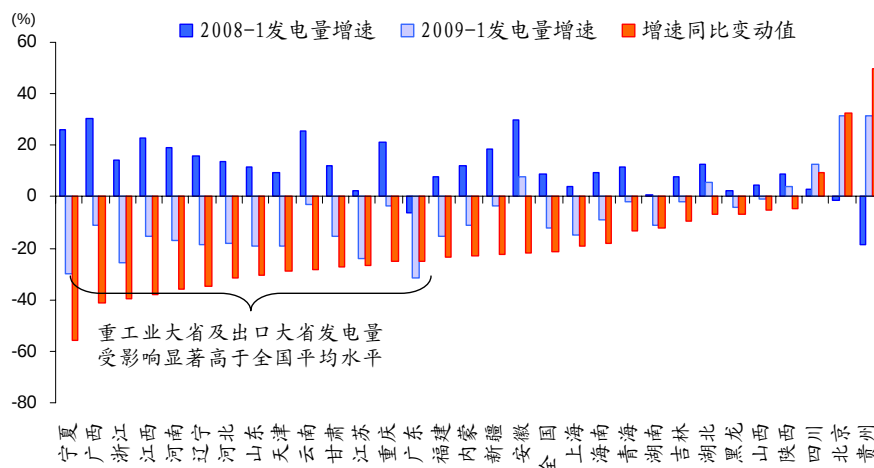
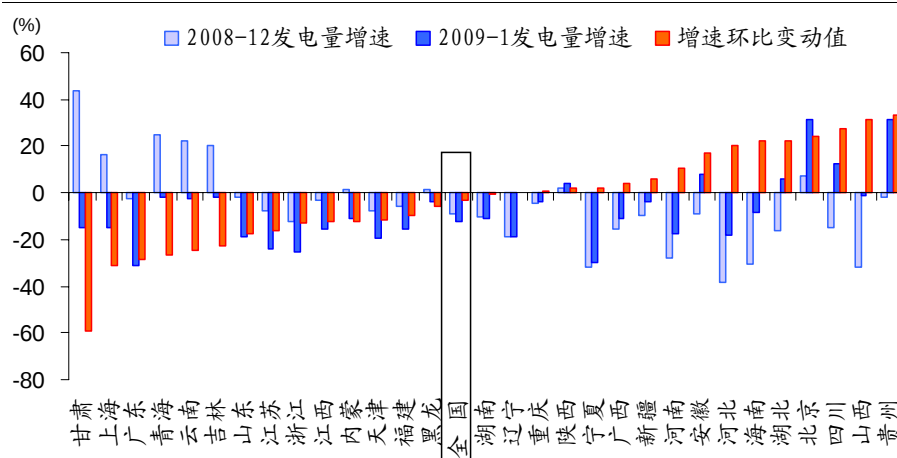


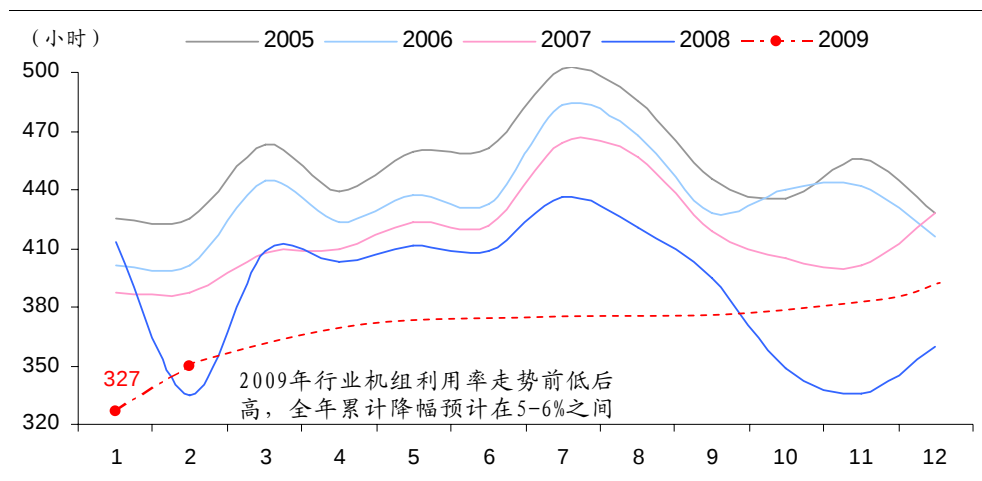
图 6: 09 年 1 月发电量增速与 08 年 12 月增速对比



数据来源：中电联，国泰君安证券 注：增速环比变动值=09年1月增速-08年12月增速

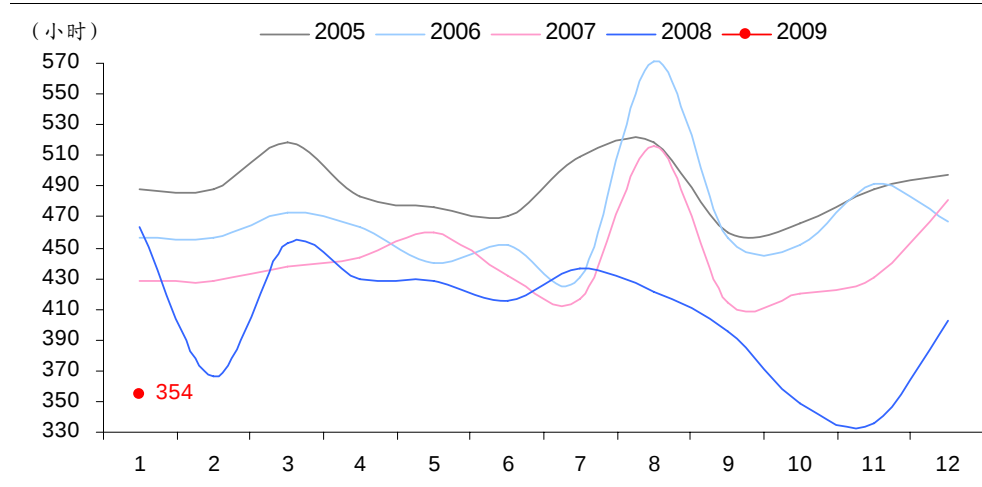
受水电多发及总电力需求疲软的影响，火电机组利用率较 12 月又有所回落，仅略高于 2008 年 11 月的低值。但这一回落趋势已在预期之中。随着水库蓄水量的下降和电力需求增速的回升，火电机组利用率在 3 月以后将迎来逐步回升（地区差异极大，需加以区别）。

图 7：单月全国平均利用小时



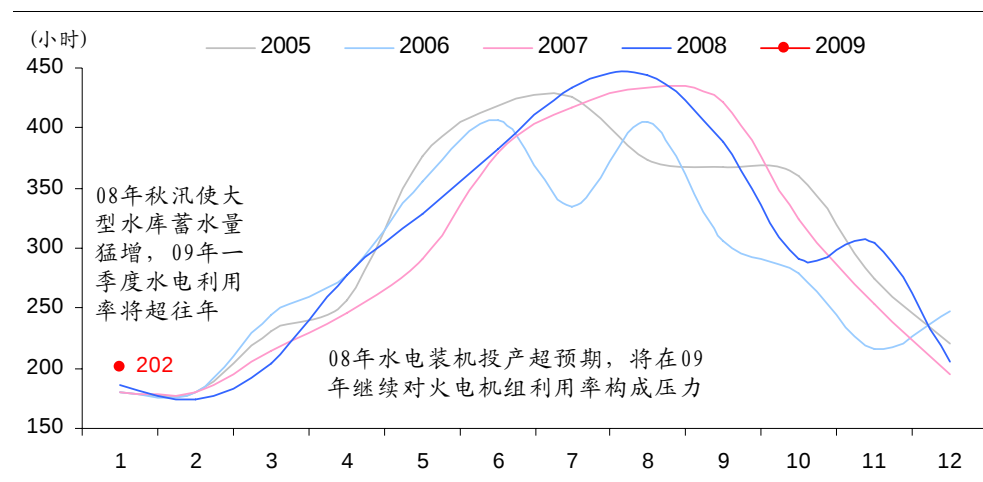
数据来源：中电联，国泰君安证券

图 8：单月火电平均利用小时



数据来源：中电联，国泰君安证券

图 9：单月水电平均利用小时



数据来源：中电联，国泰君安证券

2. 近期行业观点

随着假期的结束，小煤矿的复产以及前期停、限产的国有煤矿生产力度有所加强，近期秦皇岛市场煤价格在持续震荡态势中出现了小幅回落。五大电力集团与煤炭企业谈判虽无实质性进展但价格中枢将位于在 08 年初合同价格基础上小幅上涨但低于 08 年全年实际执行价格的区间内。根据我们的判断，这一价格较目前秦皇岛同热值煤种平仓价仍然略低，因此一旦重点电煤合同价格最终落定，市场煤价格仍有下行空间。

根据我们的粗略测算，综合考虑市场、合同煤价格的同比下降以及海运费的低位运行趋势，2009 年沿海地区电厂的综合煤炭成本下降幅度将达到 15% 甚至更多（煤价下行期间，各类中间费用、加价的节省同样不可忽视），坑口电厂所面临的成本变动趋势则相对难以判断。由于目前火电行业变动成本占总成本比例奇高，因此机组利用率的下降对电企盈利能力的侵蚀不及综合煤价跌至合理水平带来的收益，就此我们已多次做过测算。

我们认为单位火电装机盈利能力回升至 07 年的 70-80%、全行业利润总额回升至 07 年的 80% 是较为谨慎的预测。在未来仍将有持续的正面因素推动的情况下，目前火电公司估值水平并未体现出在周期底部向上阶段所应享有的合理溢价，伴随着调升业绩预测的可能性，行业估值水平有下行的趋势（按当前价格计算）。

基于对经济已经见底、未来将持续回暖的判断，近期代表性周期性行业已被市场给予高度认可，电力行业（主要指火电行业）虽属公用事业但兼具较强周期性（详见 2008 年年度策略报告《复苏是复苏者的通行证》），在对经济前景判断出现反复之时，应给予关注及配置。

重点关注公司：

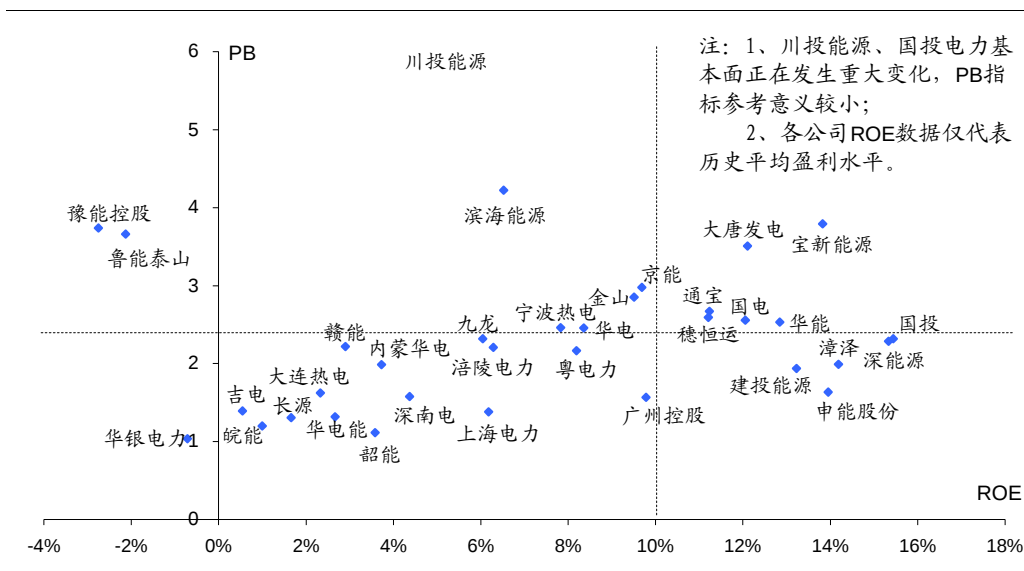
深圳能源——估值水平有上升空间，成本控制能力强，地域资源优势明显；

华电国际——业绩高弹性，产能已释放但仍待“有效释放”；

华能国际——具有行业代表性，业绩高弹性；

国电电力——具有行业代表性且业绩波动幅度较小，且始终具有外延扩张预期。

图 10：火电公司近三年加权平均 ROE 及目前 PB 估值水平



数据来源：Wind，国泰君安证券

注：05-07 年加权平均 ROE 代表行业复苏后公司盈利能力可能回升到的水平，但只代表存量资产，不能反映公司资产质量的变化趋势

作者简介:**王威:**

2006年毕业于中央财经大学金融学院，获经济学硕士学位。2006年7月至2007年9月就职于天相投资顾问有限公司。2007年10月进入国泰君安证券研究所，任电力行业研究员。2008年《新财富》电力与其他公用事业“最佳分析师”第二名。

免责声明

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com