

2009 年 03 月 03 日

市场数据

行业优化平均市盈率	18.72
市场优化平均市盈率	20.60
国金电力指数	3434.33
沪深 300 指数	2142.15
上证指数	2071.43
深证成指	7695.62
中小板指数	3150.51


相关报告

- 1 《中国电力改革的路径选择：欧盟和美国的经验》，2009.1.16
- 2 《需求虽然萎缩、盈利有望恢复》，2008.12.18
- 3 《上调电价增加下游 858 亿元支出、期待上网电价上调》，2008.6.20

新能源与公用事业小组
赵乾明

 (8621)61038263
 zhaoqm@gjzq.com.cn

张帅

 (8621)61038279
 zhangshuai@gjzq.com.cn

联系人：赵莉

 (8621)61038257
 zhaoli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

电力行业研究简报

——除了煤价，还要重视直购电

减持

持有

增持

投资要点

- 目前市场对于电力股关注的焦点在于煤价下跌是否会超预期，合同煤价博弈最终会以何种结局收场，以及煤价下跌给相关电力上市公司带来的业绩弹性；在对短期煤价的高度关注中，市场反而忽略了未来可能会引起现有电力行业产输配电体系发生变革的直配电试点改革。
- 继国家电监会 2008 年度工作总结会议表态将在 2009 年大力推动电力改革与直购电后，2009 年伊始，直购电试点开始逐步推进、深化。
 - ◆ 2 月 13 日，按照《关于下发 吉林省用电大户直购电市场交易暂行办法 的通知》文件，吉林电网交易中心开始组织 2009 年第一季度用电大户直购电交易。
 - ◆ 3 月 3 日，工业和信息化部、国家发改委、国家电监会和能源局联合发布《关于开展电解铝企业直购电试点工作的通知》，遴选了 15 家符合国家产业政策、具备直购电条件的电解铝企业开展直购电试点工作。
- 我们认为随着直购电试点范围的扩大和电力改革的深化，电力行业产输配电体系未来将逐步变革，这将给发电商今后的营运发展战略带来巨大影响。
 - ◆ 短期看，通过直购电交易，发电企业可以根据自己的成本、边际利润来合理报价，通过报价来把握量与价的最优；而下游重点用电行业通过直购电直接降低成本，也实现了刺激电力需求、保障利用小时的目的；这些举措将减轻经济不景气造成的利用小时与实际结算电价可能下降对发电企业业绩带来的压力。
 - ◆ 中期看，我们需要对监管部门下一步推动电力改革的动作进行跟踪，需要对已经开展直购电试点的区域和企业执行情况和影响进行跟踪，并据此判断中国电力体系改革今后的力度与走向，这关系到行业内企业未来的竞争运营模式。
 - ◆ 长期看，随着直供电的普及推广和电力改革的深化，目前的行业产输配电体系将逐步发生根本性变革；在这个过程中，靠近大的用电负荷、且自身发电成本具备竞争优势的发电商将逐渐占有优势地位。
- 我们认为需要关注高用电行业集中、且是当地经济发展重要推动力的区域，以及这些区域中发电成本更低的企业；按照这一原则，建议关注建投能源和申能股份，若直购电改革范围向其他用电行业和地区扩大，作为河北南网和上海电网的代表性企业，二者可能会受益。
- 关于中国电力改革的深度研究，敬请参阅国金证券 2009 年 1 月 15 日报告《中国电力改革的路径选择：欧盟和美国的经验》。

事件：进入 2009 年，直购电改革继续深化中

事件-1：吉林电网组织的 2009 年一季度直购电交易结束

- 2 月 13 日，按照《关于下发 吉林省用电大户直购电市场交易暂行办法的通知》文件，吉林电网交易中心开始组织 2009 年第一季度用电大户直购电交易。
 - ◆ 此次直购电市场交易共有 14 户用电大户和 12 户发电企业参与，共进行集中竞价 9 轮，成交 148 笔电量。
 - ◆ 据初步统计，共计成交电量 42918 万千瓦时，发电侧成交价格在 0.333-0.343 元/千瓦时之间；平均成交上网电价明显高于机组边际利润成本，同时提高了发电利用小时数近 100 小时。
 - ◆ 对于用电大户来说，平均成交价格比从电网购电约低 0.05 元/千瓦时。
- 吉林之前的直供电改革试点采取的是点对点谈判方式，这次是首次开展大用户与发电企业间的市场集中竞价方式；交易过程为：
 - ◆ 发电企业、用电大户分别按交易办法规定的格式依轮次进行了报价，发、用电企业的报价最多均可分成三段进行申报，每轮次交易完成后，电力交易中心分别公布了每段未成交的申报电量及电价信息，成交部分除公布每笔成交电量及电价信息外，同时还公布了每笔成交的发电企业和用电大户名称。
 - ◆ 各方每轮次报价完成后，由交易中心工作人员手工将报价数据录入大用户直购电市场交易技术支持系统，技术支持系统按照申报价格进行排序后，计算所有可能的用电方申报价格与发电方申报价格之间的价差。
 - ◆ 正价差最大的优先成交，顺序类推，直至价差为零时结束交易；价差相同时脱硫机组优先成交，同为脱硫机组则供电煤耗低的机组优先成交，上述条件均相同则按申报电量比例计算成交电量，成交价格为双方申报价格的平均值。
 - ◆ 此次交易中，在整个开放期，发、用电企业不断尝试报价，并根据市场发布的信息结果修正报价策略，报价差由首轮 0.05 元/千瓦时逐轮递减，终于在竞价了 7 轮后成交了第一笔 2500 万千瓦时的交易量。
 - ◆ 定价过程中，用电企业和发电企业不再按照距离远近区分，电网公司完全作为输配电服务方收取输配电费用，每千瓦时输配电成本一般都在 0.1 元左右。
- 吉林省政府对参加直购电的用电企业制定了一个门槛：符合国家能源产业政策，符合国家环保要求，不属于淘汰、关停行业企业，每年用电在 6000 万千瓦时以上。
 - ◆ 从用电户侧来看，上述门槛不高，几乎所有的钢铁、有色等行业企业都能达到。
 - ◆ 但为了保证电网公司的利益，参加大用户直购电的企业需要在保证电网用电在一个基础电量的情况下，多余的用电量才可以从大用户直购电处购买。

事件-2：工信部发文开展电解铝企业直购电试点工作

- 3 月 3 日，工业和信息化部、国家发改委、国家电监会和能源局联合发布《关于开展电解铝企业直购电试点工作的通知》，遴选了 15 家符合国家产业政策、具备直购电条件的电解铝企业开展直购电试点工作。
 - ◆ 根据国金证券有色金属研究员王冠苏预测，这 15 家电解铝企业将囊括中铝集团旗下重点企业（如中铝抚顺、中铝连城、中铝山东、中铝贵州、中铝广西、中铝青海、中铝华圣、中铝华鹭、中铝包头），云

铝、关铝、青铜峡、启明星、广元启明星和铜川鑫光等行业内占据重要地位的电解铝企业。

- ◆ 《通知》要求各省、自治区在指导相关企业做直购电试点工作时，按照《电力用户向发电企业直接购电试点暂行办法》的规定执行。

我们的点评与分析

- 目前市场对于电力股关注的焦点在于煤价下跌是否会超预期，合同煤价博弈最终会以何种结局收场，以及煤价下跌给相关电力上市公司带来的业绩弹性；在对短期煤价的高度关注中，市场反而忽略了未来可能会引起现有电力行业产输配电体系发生变革的直配电试点改革。

点评-1：短期，发电企业实际结算电价和利用小时下降对业绩的压力得到减轻

- 我们在《2009 年电力行业年度报告》中曾分析认为，2009 年宏观经济若不能迅速转暖，下游重点用电行业景气继续萎靡或下行，发电企业利用小时与实际结算电价都面临较大的下降压力。
 - ◆ 2008 年四季度，在经济景气下行的背景下，部分地方政府（云南、内蒙古）迫于保证重点企业盈利和当地经济增长的要求，曾出台政策临时下调电价刺激工业企业用电需求。
 - ◆ 2008 年三季度始，下游重点用电行业的去库存化行为带来了用电需求和利用小时的大幅下滑。
- 现在通过直购电这种形式，虽然部分区域或企业电价可能会有所下降，但更重要的是发电企业可以根据自己的成本、边际利润来合理报价，**通过报价来把握量与价的最优**；而下游重点用电行业通过直购电直接降低成本，也实现了刺激电力需求、保障利用小时的目的。

图表1：直购电可以显著降低用电企业成本

铝厂	省份	产能（万吨）	含税销售收入减少（亿元）	含税销售成本减少（亿元）	含税减亏或盈利（亿元）	股本（万股）	影响EPS（元）
中铝抚顺	辽宁	35	1.8	2.5	0.8		
中铝连城	甘肃	28	1.4	2.0	0.6		
中铝山东	山东	8	0.4	0.5	0.2		
中铝贵州	贵州	44	2.2	3.2	1.0		
中铝广西	广西	15	0.8	1.1	0.3		
中铝青海	青海	40	2.0	2.9	0.9		
中铝华圣	山西	22	1.1	1.6	0.5		
中铝华鹭	甘肃	13	0.7	0.9	0.3		
中铝包头	内蒙	31	1.6	2.2	0.7		
中铝总计	n.a.	236	11.8	17.1	5.3	135.20	0.03
青铜峡	宁夏	85	4.3	6.2	1.9		
启明星	四川	27	1.4	2.0	0.6	1.50	0.07
广元启明星	四川	12	0.6	0.9	0.3		
铜川鑫光	陕西	25	1.3	1.8	0.6		
云铝	云南	40	2.0	2.9	0.9	10.54	0.07
关铝	山西	11	1.1	1.6	0.5	6.53	0.06
全部总计	n.a.	436	21.8	31.6	9.8		

来源：国金证券研究所

点评-2：中期，跟踪后续改革动作、跟踪已试点地区和企业情况

- 1 月 13 日，国家电监会年度工作会议首次明确 2009 年要推进电力体制改革，推动电价改革！
 - ◆ 电监会表示，未来要加快包括区域电力市场建设，积极推动大用户直接交易。
 - ◆ 未来电价改革一是推动“直供电”，这样就使得电厂不用完全受制于电网；第二是在目前的电价体系中引进一些新的品种，给予电厂适当的保护。

- ◆ 国家电监会价格与财务监管部副主任黄少中称，电价改革将加速推进，从长期看电价总水平将小幅平稳增长，但短期电价受供求影响有可能微降。
- 我们从已经开始的试点可以看到，年初时电监会对电力改革的表态正在一步步推行，直购电已经从昔日吉林电网方大碳素一家的点对点模式开始向深水区迈进，因此，监管部门下一步推动电力改革的动作值得关注与跟踪。
- 我们认为后续可能深化的改革步骤包括以下几个方面：
 - ◆ 进一步扩大直购电试点范围：直购电试点行业可能会从电解铝向其他符合国家产业政策的重点用电行业（钢铁、有色、化工等）扩大，有可能从吉林电网向全国其他地区扩大，若如此，将对电力行业利用小时形成支撑。
 - ◆ 关注电监会年度会议上提出的“在目前的电价体系中引进一些新的品种，给予电厂适当的保护”这一内容。
- 从行业与企业层面来说，我们需要密切跟踪相关电解铝企业和所在区域发电企业后续开展直购电交易的情况，需要密切跟踪吉林省参与直购电的供需双方的效益情况。

点评-3：长期，离大负荷更近、发电成本更低的企业将在未来占据优势

- 长期来看，随着直供电的普及推广和电力改革的深化，目前的行业产输电体系将逐步发生根本性变革；我们认为在这个过程中，**靠近大的用电负荷、且自身发电成本具备竞争优势**的发电商将逐渐占有优势地位。
 - ◆ 由于电网的安全性要求，参与直购电的双方物理距离不能过远，这给地理位置上靠近大的用电负荷单位的发电企业带来机会。
 - ◆ 《电力用户向发电企业直接购电试点暂行办法》直接指出：原则上，装机容量 60 万千瓦及以上且单机容量 30 万千瓦及以上的火力发电企业（含核电），装机容量 20 万千瓦及以上或单机容量 10 万千瓦及以上的水力发电企业，可申请参加试点。
 - ◆ 对发电商来说，大机组不仅仅意味着够资格参与直购电当中，大机组带来的低成本更是在直购电中获得竞争优势的支撑。
- 直购电试点范围若能有效扩大，甚至出台进一步的电力改革措施，发电商今后在运营管理水平和新项目布局上都将发生转变。

关注用电行业集中区域内的低成本发电商，关注建投能源、申能股份

- 由于直购电试点刚刚开始，目前尚无法将其对相关电力上市公司影响进行量化分析，我们提出选择未来在直购电改革扩大过程中，受益于直购电的电力上市公司原则：
 - ◆ 按照直购电改革要能有效节省下游行业成本、刺激用电需求和地方经济发展的原则，需要关注高用电行业集中、且是当地经济发展重要推动力的区域，如河北、云南、内蒙、上海等地。
 - ◆ 按照离大负荷更近、发电成本更低的企业会占优势的原则来选择区域内的大机组、低成本发电商。
- 按照上述原则，我们建议关注建投能源和申能股份，若直购电改革范围向其他用电行业和地区扩大，作为河北南网和上海电网的代表性企业，二者可能会受益。

关于中国电力改革的深度研究，敬请参阅国金证券 2009 年 1 月 15 日报告《中国电力改革的路径选择：欧盟和美国的经验》

附录：《电力用户向发电企业直接购电试点暂行办法》

在具备条件的地区，开展较高电压等级或较大用电量的电力用户（以下简称大用户）向发电企业直接购电的试点，是深化电力体制改革的重要内容。为保证试点工作规范、有序进行，根据《国务院关于印发电力体制改革方案的通知》（国发[2002]5号）的要求和国务院电力体制改革工作小组第六次会议的精神，制定本暂行办法。

一、试点的指导思想、目的和原则

- 开展大用户（含独立核算的配电企业，下同）向发电企业直接购电试点的指导思想是：从我国电力工业实际出发，借鉴国外有益经验，遵循电力工业发展规律，保障电网安全稳定运行，以公平开放电网为基础，以确定合理的输配电价为核心，以供需直接见面为主要特征，积极培育市场主体，促进科学合理电价机制的形成，逐步构建政府监管下的政企分开、公平竞争、开放有序、健康发展的电力市场体系。大用户向发电企业直接购电，是一项复杂的系统工程，必须通过试点积累经验，创造条件，积极稳妥地推进。
- 开展大用户向发电企业直接购电试点工作，要达到下列目的：
 - ◆ 优化电力资源配置，提高资源利用效率，促进电力发展；
 - ◆ 在发电和售电侧引入竞争机制，促进企业降低成本，提高效率，提高国民经济整体竞争力；
 - ◆ 探索输配分开、电网公平开放的有效途径和办法，改变电网企业独家购买电力的格局，促进竞价上网，进一步打破垄断，加快建立竞争、开放的电力市场；
 - ◆ 探索建立合理的输配电价形成机制，促进电价改革，促进电网的可持续发展。
- 试点工作应当遵循下列原则：
 - ◆ 统一部署，稳妥推进，有计划、有步骤地搞好试点，防止一哄而上；
 - ◆ 规范起步，规则先行，切实保障大用户、发电企业和电网经营企业的合法权益，防止盲目无序；
 - ◆ 立足多赢，创造多赢，充分发挥大用户、发电企业和电网经营企业的作用；
 - ◆ 试点先行，循序渐进，维持电网电力电量供应平衡，保持电价总体水平稳定；
 - ◆ 积极试点，稳步推进，维护国家整体利益，推进相关配套改革，为试点工作创造必要的外部条件；
 - ◆ 维护电力调度秩序，保障电网安全稳定运行。参加试点的发电企业和大用户，按电力统一调度的要求，在电网紧急情况下，参与调峰和错峰、避峰用电。

二、试点的范围和条件

- 参加试点的单位原则上应处于电力供需相对宽松的地区，且具备以下条件：
 - ◆ 参加试点的大用户、发电企业（含内部核算电厂）、电网经营企业，应当是具有法人资格、财务独立核算、能够独立承担民事责任的经济实体。
 - ◆ 符合国家产业政策、用电负荷相对稳定、单位产值能耗低、污染排放小的大用户，可申请参加试点。
 - ◆ 符合国家产业政策、并网运行的发电企业，原则上，装机容量 60 万千瓦及以上且单机容量 30 万千瓦及以上的火力发电企业（含核电），装

机容量 20 万千瓦及以上或单机容量 10 万千瓦及以上的水力发电企业，可申请参加试点。

- 大用户向发电企业直接购电，一般通过现有公用电网线路实现。确需新建、扩建或改建线路的，应符合电网发展规划，由电网经营企业按投资管理权限报批、建设和运营。大用户已有自备电力线路并符合国家有关规定的，经省政府有关部门组织电网经营企业进行安全校验，并委托电网经营企业调度、运行，可用于输送直购电力。
- 非配电企业的大用户直购的电力电量，限于自用，不得转售或者变相转售给其他用户。配电企业销售直购的电力电量，要严格遵守国家有关政策。
- 由国家统一分配电量的电厂暂不参加试点。参加试点发电企业原核定的上网电量、调度、结算等关系保持不变。
- 试点电量依法交纳有关税费和国家规定的基金。

三、试点的主要内容

- 电网公平开放。在电网输电能力、运行方式和安全约束允许的情况下，电网经营企业应当提供过网输电服务。
- 自主协商直购电价格。大用户向发电企业直接购电的价格、结算办法，由购售双方协商确定，并在相关合同中明确。
- 合理确定输配电价。按照《国务院办公厅关于印发电价改革方案的通知》（国办发[2003]62 号）的要求，输配电价由政府价格主管部门按“合理成本、合理盈利、依法计税、公平负担”的原则制定。近期暂按交易所在电网对应电压等级的大工业用电价格扣除平均购电价格的原则测算，报国务院价格主管部门批准后执行。国家出台新的输配电价政策后，按新的政策执行。
- 规范直购电合同管理。参加试点的大用户、发电企业和电网经营企业应参考《电量直接购售合同（范本）》和《委托输电服务合同（范本）》，签订相关合同（协议），并严格执行。电量直接购售合同（协议）的主要内容应包括负荷、电量、供电方式、生产计划安排、计量、结算、电价、调度管理、违约责任、赔偿以及争议的解决方式等。
- 专项和辅助服务。电网根据可靠性和服务质量标准的要求，负责提供专项和辅助服务。发电企业和大用户根据合同约定对电网经营企业提供辅助服务。专项和辅助服务价格标准执行国家有关规定。在近期按交易所在电网对应电压等级的大工业用电价格扣除平均购电价格的原则确定输配电价时，电网经营企业对发电企业和大用户不再另行收取专项和辅助服务费用。大用户已有自备线路委托电网经营企业调度、运行时，专项和辅助服务等费用按有关规定测算、报批，并在相关合同（协议）中明确。
- 加强调度管理和调度信息披露。发电企业、大用户应当服从电力统一调度，并及时向电力调度机构报送电力直购和过网供电服务相关信息、报表。电力调度机构应当按照“公平、公正、公开”的原则和有关合同（协议）进行调度，并及时向发电企业、大用户披露电力调度信息。

四、试点的组织实施

- 试点工作由国务院电力体制改革工作小组统一领导，国家电力监管委员会与国家发展和改革委员会根据本暂行办法制定实施细则和相关合同范本，具体负责试点的组织实施，确保试点工作规范进行。具体试点省份由电监会商发展改革委从要求开展试点工作的省份中研究确定。
- 参加试点的单位根据本暂行办法和实施细则制定试点方案，经省人民政府指定的省政府经济综合管理部门组织有关单位初审后，报国家电力监管委员会和国家发展和改革委员会，电监会商发展改革委审定后实施。
- 未经国家批准，任何单位不得擅自进行试点，违反规定的，国家电力监管委员会和国家发展和改革委员会按照各自职责查处。

公司投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；
 持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化平均市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，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“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我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。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我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多种金融服务。我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。