

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

行业报告

电力行业 3 月月报——煤价仍处胶着状态，关注区域优势火电

2009 年 03 月 19 日	王 凡	电力行业研究员	86-755-22624183	wangfan@pasc.com.cn
	高 利		86-755-22623263	gaoli@pasc.com.cn

- 需求略有回暖，发电增速连续回升。未来发电增速能否以该速度持续回升，我们认为要考虑两个风险因素：一是去年雪灾低基数影响可能导致今年前 2 月发电增速偏高；二是去库存化后的补库存一定程度上加快了发电增速的反弹。归根结底，发电增速的走势仍要看宏观经济的恢复。对于这一点，我们持谨慎乐观的态度。我们认为发电增速整体回升趋势基本已经确立，但不排除 3 月份出现反复的可能。我们仍维持全年发电增速约为 5% 的判断。
- 新增装机继续回落，基本符合预期。从前两个月看，火电装机投产基本正常，并未因火电盈利不佳而出现异常减少的状况。我们仍维持全年新增 8000 万装机，其中火电投产 6000 万，考虑 1300 万千瓦左右的关停，全年火电净增装机约为 4700 万千瓦。
- 火电要素偏利空。我们之前一直期待的 3-5 月份的市场煤价下跌仍未出现，而预期在两会前后谈妥的合同煤价至今悬而未决，相反火电利用率却出现前所未有的大幅下滑。整体行业环境目前处于偏利空的状态，但我们仍对煤价下跌表示谨慎乐观。
- 火电一季度业绩或值得期待。经简单测算，我们认为沿海电厂受益于煤价微跌和运价大跌，一季度业绩同比或可大幅回升；而由于坑口煤价同比仍是上涨，坑口电厂的业绩或同比下滑。此外，提醒投资者注意部分利用率严重下滑的地区（如广西）电厂盈利风险。
- 来水持续向好，水电业绩或再超预期。1-2 月，长江和珠江两流域来水均多于去年同期。由于水电边际成本几乎为零，2008 年来水大增令部分水电企业业绩大大超过市场预期。我们认为受来水增加影响，水电公司一季度业绩可能仍会超预期。
- 若市场煤价保持现在水平，火电行业 09 年利润将恢复至 07 年水平的 50% 左右，无法达到我们之前预期的 70% 左右。但我们仍对煤价下跌持谨慎乐观的态度，并维持之前恢复至 70% 的观点，维持行业“推荐”评级。建议投资者关注华能国际、广州控股和粤电力等沿海电厂集中的火电公司。

股票名称	股票代码	股票价格（元）	EPS（元/股）			PE（倍）			评级
			2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E	
国电电力	600795	6.24	0.37	0.15	0.22	16.9	41.6	28.4	推荐
华能国际	600011	8.01	0.5	(0.27)	0.50	16.0	-	16.0	推荐
长江电力	600900	14.65	0.57	0.45	0.81	25.7	32.6	18.1	推荐
国投电力	600886	10.52	0.53	0.12	0.45	19.8	89.4	23.4	推荐
文山电力	600995	8.30	0.47	0.37	0.42	17.7	22.4	19.8	推荐

目 录

一、	需求略有回暖，用电有望持续回升	3
二、	新增装机继续回落	5
三、	火电要素偏利空，或可期待一季度业绩	5
1、	沿海电厂一季度业绩或大幅回升	5
2、	利用率下滑严重的电厂存在盈利风险	6
四、	水电业绩有望再超预期	7
五、	关注要素变动，寻找具备区域优势的公司	8

图表目录

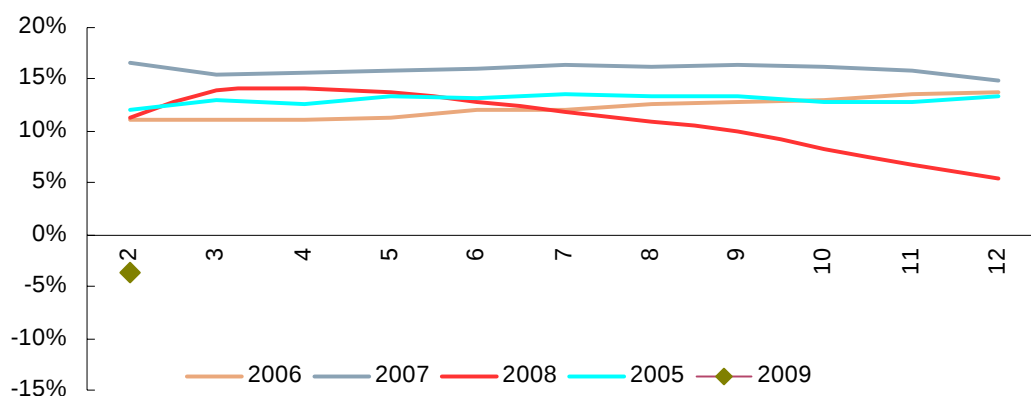
图表 1	09 年 2 月累计发电增速创出历年新低	3
图表 2	单月发电增速自去年 12 月起连续出现回升	3
图表 3	三大产业单月用电增速均有回升，第二产业仍处低位	4
图表 4	工业单月用电增速有所回升	4
图表 5	1-2 月新增火电装机继续回落	5
图表 6	09 年 1 季度秦皇岛煤价同比微幅下跌（5500 大卡山西优混含税车板价）	6
图表 7	09 年 1 季度山西坑口煤价同比仍是大幅上涨	6
图表 8	09 年 1 季度沿海运价同比已下降 7 成左右	6
图表 9	1-2 月份全国火电利用率同比降幅再创新高	7
图表 10	部分省份火电形势严峻，广西可能一半机组停机	7
图表 11	2009 年 1 月份主要江河平均流量与历年平均流量比较	8
图表 12	2 月份水电月度累计利用小时同比增幅创新高	8
图表 13	08 年以来火电指数与水电指数的相对走势	9
图表 14	长江电力复牌后股价下行压力不大	9

一、需求略有回暖，用电有望持续回升

1-2月，全国规模以上电厂发电增速为-3.7%，较去年12月份（-7.9%）回升4.2个百分点，幅度较大。这是发电增速连续第二个月出现回升（为剔除春节因素，将1-2月看做一个月度）。未来发电增速能否以该速度持续回升，我们认为要考虑两个风险因素：一是去年雪灾低基数影响可能导致今年前2月发电增速偏高；二是去库存化后的补库存一定程度上加快了发电增速的反弹。归根结底，发电增速的走势仍要看宏观经济的恢复。对于这一点，我们持谨慎乐观的态度。

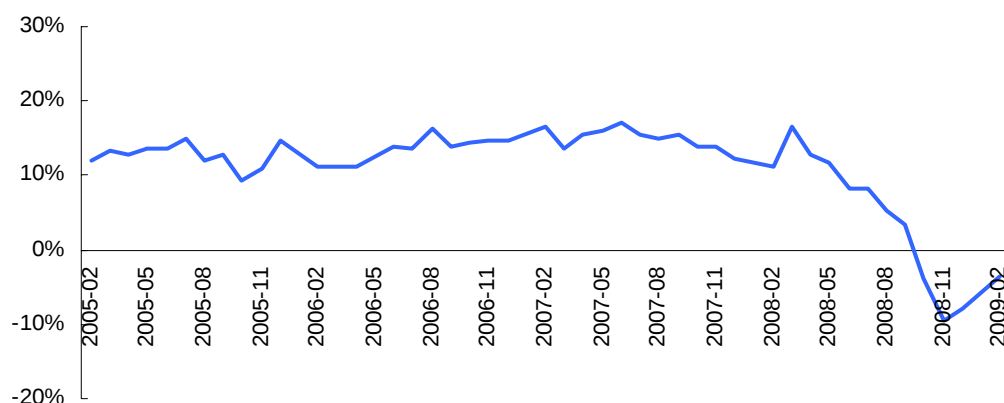
因此，综合考虑各因素，我们认为发电增速整体回升趋势基本已经确立，但不排除3月份出现反复的可能。我们仍维持全年发电增速约为5%的判断。

图表 1 09 年 2 月累计发电增速创出历年新低 单位：%



资料来源：平安证券研究所

图表 2 单月发电增速自去年 12 月起连续出现回升 单位：%



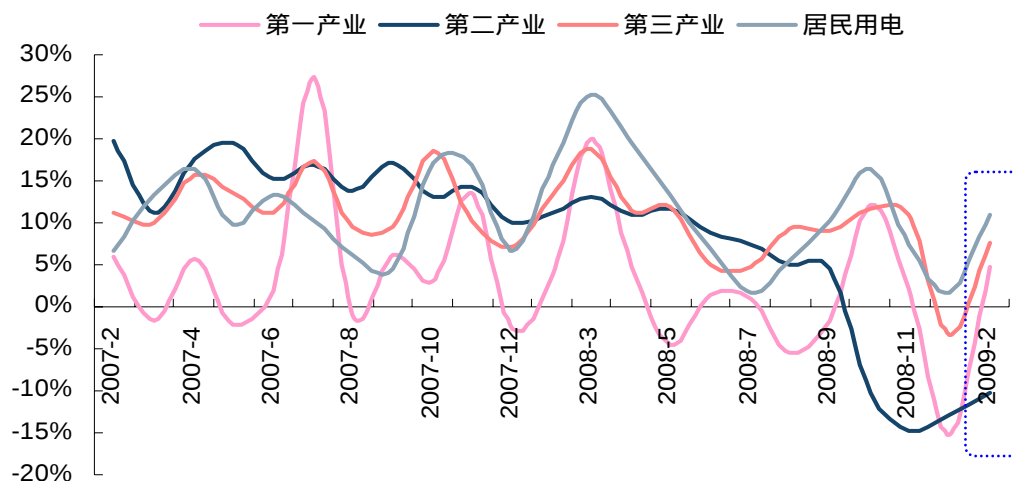
注：为剔除春节因素影响，我们将1-2月份看作一个月度单位，即使用2月累计发电增速与往年单月发电增速进行比较。

资料来源：平安证券研究所

分产业来看：我们简单测算了各产业去年12月的单月用电增速，并与2月累计用电增速比较。第二产业用电增速仍处低位（-10.19%），但较去年12月（约-12.9%）有所回升；第一产业和第三产业用电增长基本恢复正常，较去年同期分别变动1.13和-5.72个百分点。

从我们跟踪的四类高耗能产品来看，水泥和钢铁生产继续反弹，但有色产品产量仍在加速下滑。电石产量增速亦不容乐观。

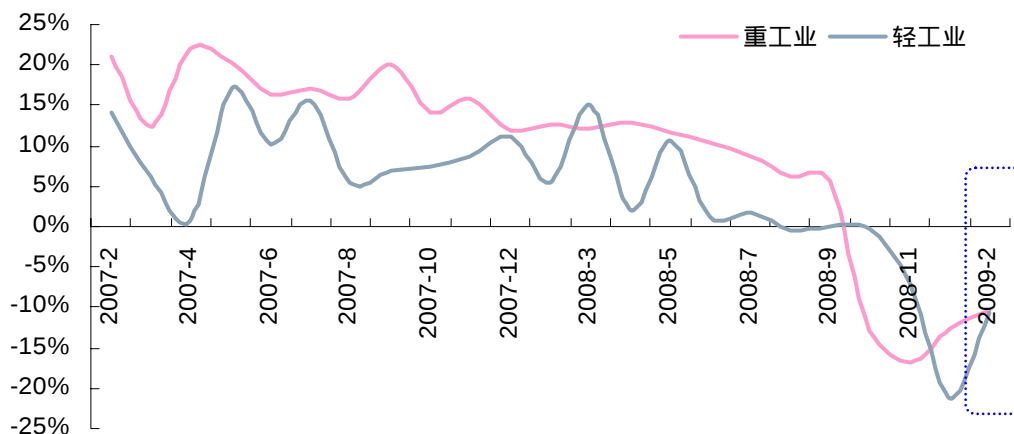
图表 3 三大产业单月用电增速均有回升，第二产业仍处低位



注：为剔除春节因素影响，我们将1-2月份看作一个月度单位，即使用2月累计发电增速与往月单月发电增速进行比较。

资料来源：平安证券研究所

图表 4 工业单月用电增速有所回升



注：为剔除春节因素影响，我们将1-2月份看作一个月度单位，即使用2月累计发电增速与往月单月发电增速进行比较。

资料来源：平安证券研究所

分省来看：贵州、湖南两省由于去年雪灾基数过低出现两位数增幅；云南、安徽、江西、

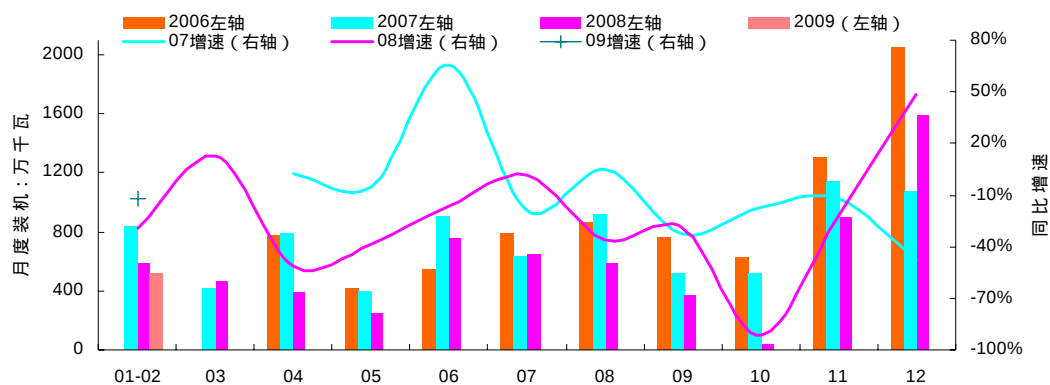
海南、新疆五省略有增长；北京、河北、重庆、吉林、黑龙江、四川、福建等省用电增速降幅小于全国平均水平。

二、 新增装机继续回落

1-2月份，全国电源新增装机投产598.98万千瓦，较去年同期减少16.7%。其中水电64.20万千瓦，同比减少29.7%；火电518.35万千瓦，同比减少12.5%；风电16.43万千瓦，同比减少51%。

从前两个月看，火电装机投产基本正常，并未因火电盈利不佳而出现异常减少的状况。我们仍维持全年新增8000万装机，其中火电投产6000万，考虑1300万千瓦左右的关停，全年火电净增装机约为4700万千瓦。

图表 5 1-2 月新增火电装机继续回落 单位：万千瓦（左轴）；%（右轴）



资料来源：平安证券研究所

三、 火电要素偏利空，或可期待一季度业绩

行业要素偏利空。我们之前一直期待的3-5月份的市场煤价下跌仍未出现，而预期在两会前后谈妥的合同煤价至今悬而未决，相反火电利用率却出现前所未有的大幅下滑。整体行业环境目前处于偏利空的状态，但我们仍对煤价下跌表示谨慎乐观。

尽管未来要素变动充满不确定性，但火电一季度业绩或值得期待。经简单测算，我们认为沿海电厂受益于煤价微跌和运价大跌，一季度业绩同比或可大幅回升；而由于坑口煤价同比仍是上涨，坑口电厂的业绩或同比下滑。

1、沿海电厂一季度业绩或大幅回升

我们简单将电厂分为沿海电厂和坑口电厂两类，其煤炭成本的走势受运输条件等影响会出现分化。沿海电厂的到厂煤价可以分解为港口煤价和海运价；而坑口电厂的到厂煤价基本由坑口煤价决定。此外，每个电厂的煤炭来源都有合同和现货之分，合同比例以及合同价格的变动也会严重影响到电厂煤炭成本的变动。

就合同来说，我们认为各集团合同煤价的涨幅可能基本一致（以2008年初价格为基准），不会出现较大差距。目前煤电双方尚未最终敲定合同价格，仍采取先发货后结算的方式。

由于合同集中谈判签订，因此各集团的合同煤涨幅不会出现较大差距。

就市场来说，坑口和沿海煤价走势出现了较大的背离。09年1季度秦皇岛山西优混价格同比微幅下跌约0.9%；而坑口价格则同比上涨30%左右。而构成沿海电厂成本的运价同比亦出现剧幅下跌。

综合上述各因素，09年1季度，沿海电厂煤炭成本受益程度将远远大于坑口电厂。

图表 6 09 年 1 季度秦皇岛煤价同比微幅下跌（5500 大卡山西优混含税车板价）单位：元/吨

时间	2007Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1
平均煤价	440	424	439	471	564	677	902	688	559
同比变动	10.1%	6.0%	11.2%	13.2%	28.2%	59.6%	105.4%	45.9%	-0.9%
环比变动	5.6%	-3.6%	3.6%	7.3%	19.6%	20.0%	33.3%	-23.8%	-18.8%

资料来源：煤炭资源网；平安证券研究所

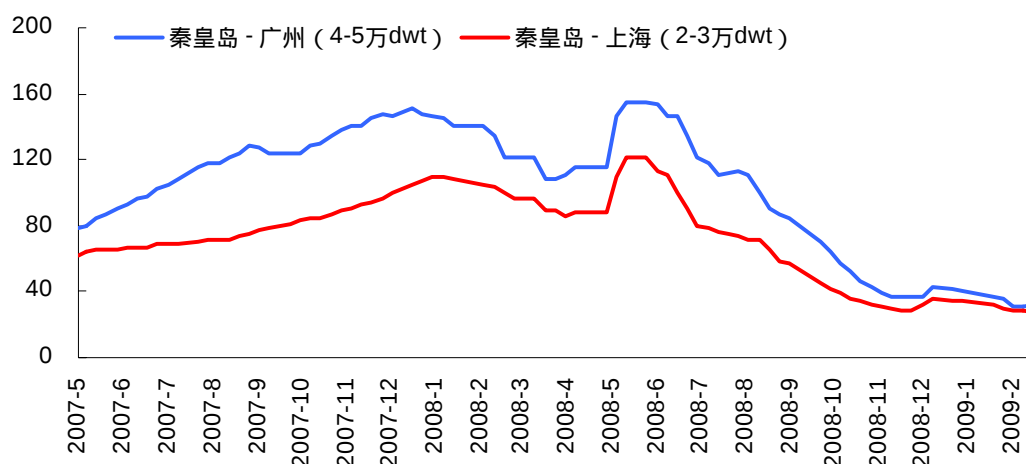
图表 7 09 年 1 季度山西坑口煤价同比仍是大幅上涨 单位：元/吨

时间	2007Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1
平均煤价	258	239	242	291	378	463	616	513	505
同比变动	17.3%	9.2%	6.6%	18.4%	46.3%	93.8%	154.5%	76.2%	33.6%
环比变动	5.1%	-7.6%	1.3%	20.3%	29.9%	22.4%	33.0%	-16.7%	-1.6%

注：就全国坑口煤价来说，山西并不完全具备代表性。因08年山西大量煤外运，省内供应异常紧张。我们从多方面数据考察（包括统计局、资源网等），基本可以确定坑口煤价确实同比上涨，但涨幅低于表中数据。

资料来源：煤炭资源网；平安证券研究所

图表 8 09 年 1 季度沿海运价同比已下降 7 成左右 单位：元/吨



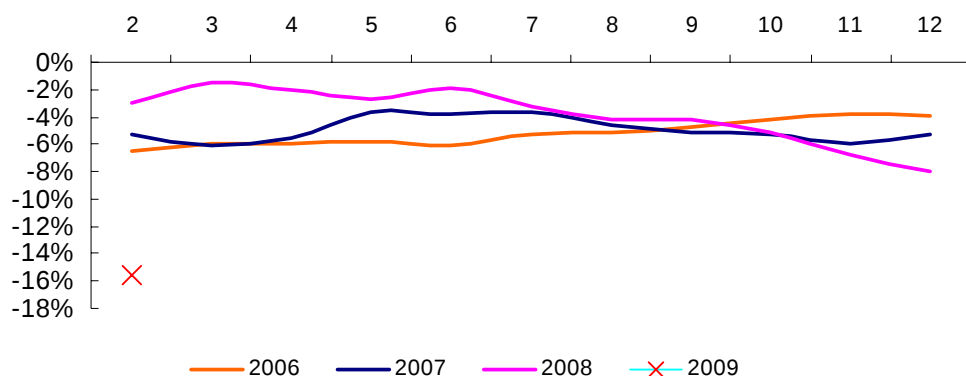
资料来源：平安证券研究所

2、利用率下滑严重的电厂存在盈利风险

受需求下滑和水电出力增加影响，全国火电机组前两个月累计利用小时下滑129小时至702小时，幅度高达-15.5%。

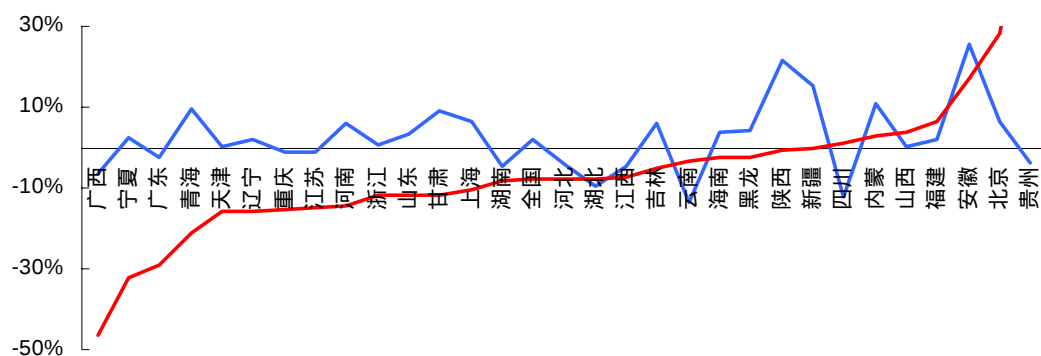
分区域看，两类省份的火电利用率下滑尤为严重：一类是用电增速严重下滑的省份，如宁夏、甘肃、辽宁等省；一类是水电装机大幅增长的省份，如广西。提醒投资者注意这些电厂的盈利风险。

图表 9 1-2 月份全国火电利用率同比降幅再创新高 单位：%



资料来源：平安证券研究所

图表 10 部分省份火电形势严峻，广西可能一半机组停机 单位：%



资料来源：平安证券研究所

四、水电业绩有望再超预期

与历年同期来水量相比，1、2月份，珠江流域西江偏多4成；长江分别偏多1~2成和4成；黄河上游分别偏多2成和持平。长江流域和珠江流域来水状况较去年同期较好。

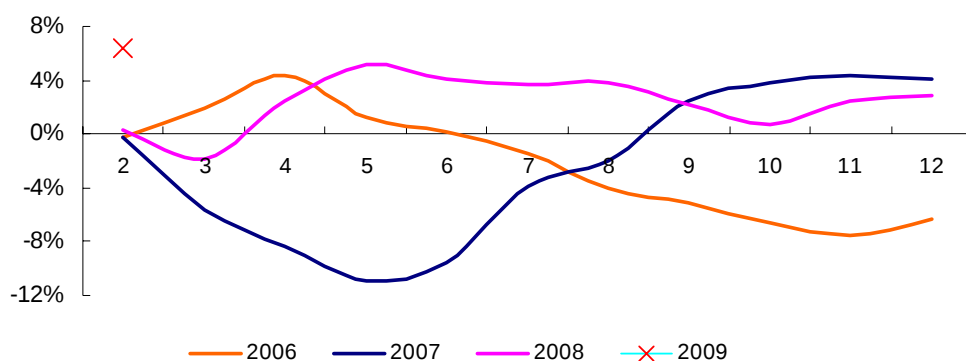
图表 11 2009 年 1 月份主要江河平均流量与历年平均流量比较 单位：立方米/秒

河名	站名	2009 年	2008 年	多年平均	2009VS 多年平均	2009VS2008
长 江	寸 滩	4240	4140	3410	24.3%	2.4%
长 江	汉 口	9460	8840	7870	20.2%	7.0%
长 江	大 通	11700	10800	11000	6.4%	8.3%
西 江	梧 州	2600	1900	1800	44.4%	36.8%
松花江	哈尔滨	274	243	294	-6.8%	12.8%
辽 河	铁 岭	12.9	6	6.64	94.3%	115.0%
黄 河	兰 州	520	535	449	15.8%	-2.8%
黄 河	龙 门	303	390	425	-28.7%	-22.3%
黄 河	潼 关	320	456	534	-40.1%	-29.8%
淮 河	王家坝	74.5	91.8	74.3	0.3%	-18.8%
淮 河	鲁台子	118	210	215	-45.1%	-43.8%

资料来源：水文信息网；平安证券研究所

受来水增加影响，全国水电利用小时较去年同期增加23小时，增幅约为6.4%。由于水电边际成本几乎为零，2008年来水大增令部分水电企业业绩大大超过市场预期。我们认为受来水增加影响，水电公司一季度业绩可能仍会超预期。

图表 12 2 月份水电月度累计利用小时同比增幅创新高 单位：%



资料来源：中电联；平安证券研究所

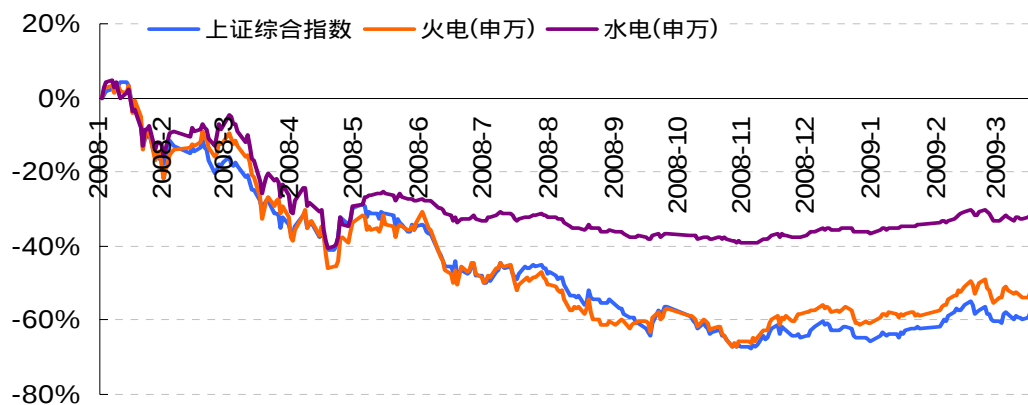
五、 关注要素变动，寻找具备区域优势的公司

从火电要素来看，利用率下滑如期而至，煤价却处胶着状态，仍暂未出现我们之前预期的利好。若市场煤价保持现在水平，火电行业09年利润将恢复至07年水平的50%左右，无法达到我们之前预期的70%左右。但我们仍对煤价下跌持谨慎乐观的态度，并维持之前恢复至70%的观点，维持行业“推荐”评级。

根据我们对电厂一季度业绩的简单测算，沿海电厂业绩受益于煤价微跌和运价大跌将有大幅反弹；而坑口电厂受煤价坚挺影响业绩恐同比下滑。此外，尤其提醒投资者注意广西、云南等地需求下滑严重且水电增长迅速的省份，其当地火电厂面临严重利用率下滑恐难以实现盈利。

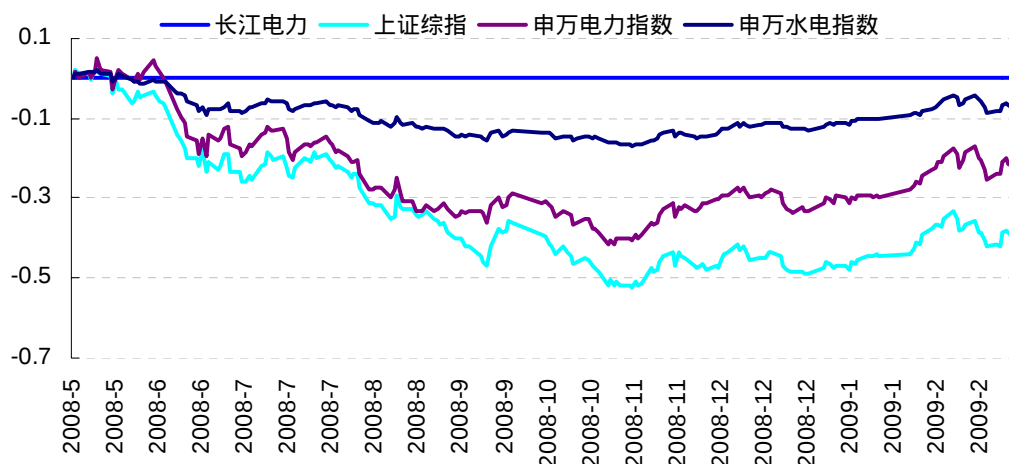
建议投资者关注华能国际、广州控股和粤电力等沿海电厂集中的火电公司。长江电力近期可能复牌，由于停牌之后水电行业下跌幅度不大，作为行业龙头，即使不考虑业绩增厚，公司股价也几乎没有下行压力。维持公司“推荐”评级。

图表 13 08 年以来火电指数与水电指数的相对走势 单位：%



资料来源：中电联；平安证券研究所

图表 14 长江电力复牌后股价下行压力不大



资料来源：中电联；平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257