

[2009.4.20]

行业触底 战略配置正当时

——电力行业 2009 年 4 月份月报

✍ 崔健 CFA

☎ 86-22-2845 1618

✉ bhzcj@hotmail.com

- 经济下降接近底部 行业需求有望回升
- 核心观点: ➤ 维持国投电力买入评级

投资要点:

● 用电量继续下滑 但降幅收窄

一季度,全社会用电量为 7809.9 亿千瓦时,同比下降 4.02%,比 1-2 月份降幅减少 1.2 个百分点;其中 3 月当月用电量 2833.89 亿千瓦时,同比下降 2.01%。第二产业用电量 5590.83 亿千瓦时,同比下降 8.21%。从数据看,工业特别是高耗能产业产能尚未完全恢复是第二产业用电量下降的主要原因。全社会用电量跌幅收窄说明经济下降接近底部,预计 4 月份将出现同比增长;但是第二产业用电量下降幅度过大,同比增长可能需要到 5 月份才会出现。

● 需求萎缩 火力发电受困

一季度,全国规模以上电厂发电量 7797.03 亿千瓦时,同比下降 2.0%。其中,水电 961.8 亿千瓦时,同比增长 24%;火电 6544.46 亿千瓦时,同比下降 6.1%。当前电力需求量的下降冲击的主要是火电行业,由于水电优先上网,只要来水充分水电发电设备利用率就会提高,从而进一步挤占了火电市场份额。预计 4 月水电充分利用的情况仍会持续,火电发电量的增长只能寄希望于市场需求的回暖。

● 市场煤价小幅上扬 预计仍将保持平稳

2009 年 4 月 16 日,秦皇岛山西优混(5500 大卡)价格为 570 元/吨,山西大混(5000 大卡)价格为 592.5 元/吨,连续两周平仓均价出现小幅上涨,导致点火价差分别低于 2007 年平均水平 0.0132 元/千瓦时和 0.0027 元/千瓦时。预计未来一个月煤炭价格将保持平稳涨跌在 10 元/吨以内,不会对火电企业成本控制造成过大压力。

● 行业判断及月度投资策略

预计国内经济会在二季度缓慢复苏,从而带动电力需求的增长,电力行业特别是火电行业最坏的时期已经过去。尽管充裕的流动性仍会继续推高主题概念的相关股票,但是我们认为目前已经进入火电行业蓝筹股最佳的战略配置时期,电力板块会在经济的复苏中出现补涨行情。因此,我们维持火电、水电行业“中性”的投资评级。在个股方面,本月我们维持国投电力“买入”的投资评级,建议关注新能源概念的天富热电。

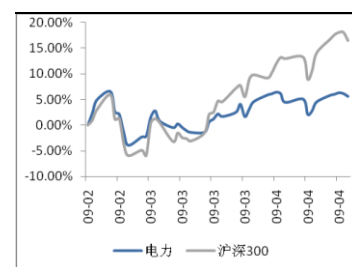
子行业评级

火电	中性
水电	中性

推荐公司

国投电力	买入
天富热电	买入

最近两个月指数走势



相关报告

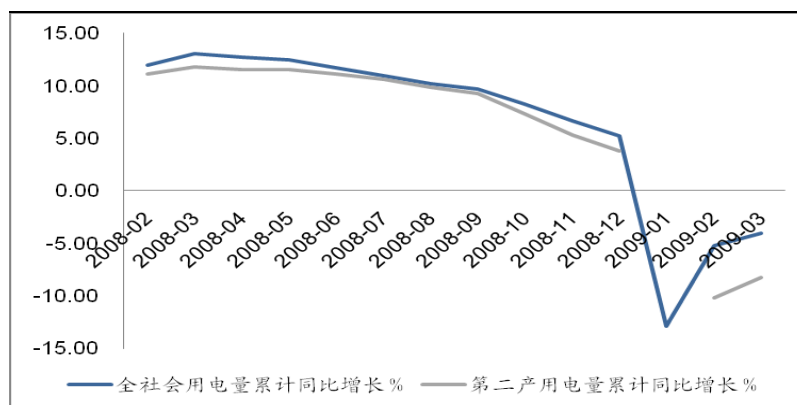
《政策性制约 行业难享超额利润》2009.4.1

1.用电量继续下滑 但降幅收窄

一季度，全社会用电量为 7809.9 亿千瓦时，同比下降 4.02%，比 1-2 月份降幅减少 1.2 个百分点；其中 3 月当月用电量 2833.89 亿千瓦时，同比下降 2.01%。第一产业用电量 174.6 亿千瓦时，同比增长 5.12%；第二产业用电量 5590.83 亿千瓦时，同比下降 8.21%；第三产业用电量 920.58 亿千瓦时，同比增长 7.41%；城乡居民生活用电量 1123.89 亿千瓦时。同比增长 9.88%。

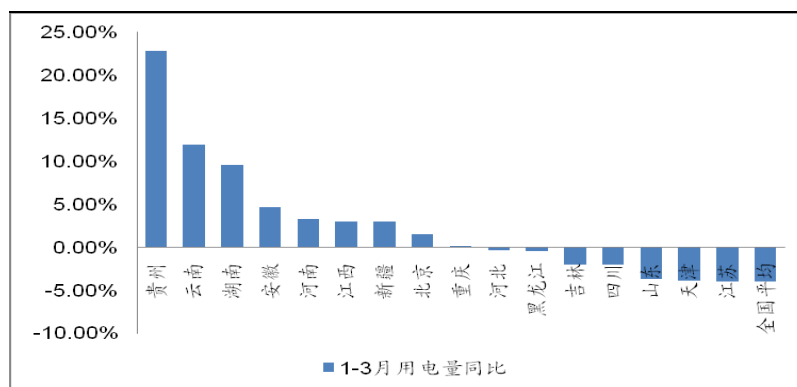
从生产和生活用电领域来看，一季度仅有第二产业用电量同比出现下降，从而拖累全社会用电量下降。第二产业中工业用电量下降 8.38%；轻工业、重工业用电量分别同比下降 7.66%和 8.53%，从数据看，工业特别是高耗能产业产能尚未完全恢复是第二产业用电量下降的主要原因。全社会用电量跌幅收窄说明经济下降接近底部，预计 4 月份将出现同比增长；但是第二产业用电量下降幅度过大，同比增长可能需要到 5 月份才会出现。

图 1 全社会累计用电量跌幅收窄 4 月份有望同比增长第二产业用电量并不乐观



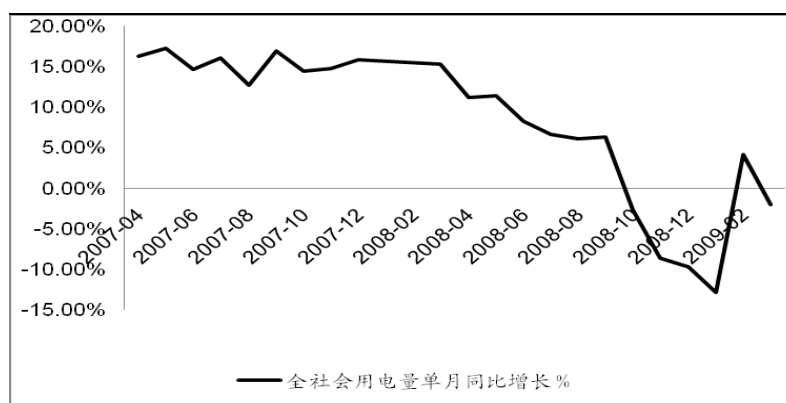
资料来源：中电联

图 2 1 季度 16 个省市用电量超过全国平均水平



资料来源：中电联

图 3 单月用电出现回升迹象



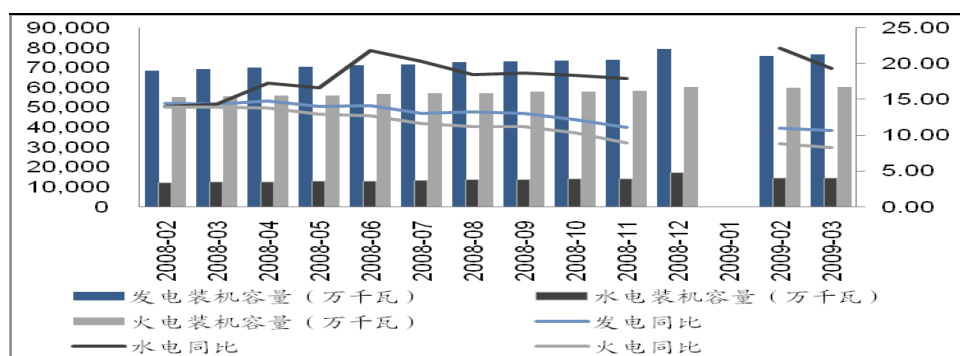
资料来源：中电联 渤海证券研究所

2.投资继续向电网偏斜

1 季度全国电源基本建设完成投资 449.06 亿元，新增生产能力 1011.45 万千瓦。其中，水电 137.73 万千瓦，火电 821.4 万千瓦，风电 50.23 万千瓦。截至 1 季度末，全国 6000 千瓦及以上发电生产设备容量 76609 万千瓦，同比增长 10.6%。其中，水电 14551 万千瓦，同比增长 19.3%；火电 60121 万千瓦，同比增长 8.2%；核电 884.6 万千瓦，与去年持平。

由于下游需求萎缩，电源整体建设增速有所减缓，而火电和水电冷热不均，火电投资明显减缓，而水电发展环境和前景良好，新增机组有进一步加快的趋势。预计 4 月投资增速结构将保持现在的趋势。

图 4 水电设备增长有所加快、火电新增设备增速持续下滑



资料来源：中电联 注：12 月份数据统计口径

电网基本建设完成投资 472.34 亿元，电网建设新增 220 千伏及以上变电容量 2602 万千伏安、线路长度 2832 千米。

电网投资额继续高于电源投资，保持了 2008 年以来的投资结构，也符合我们的预期。

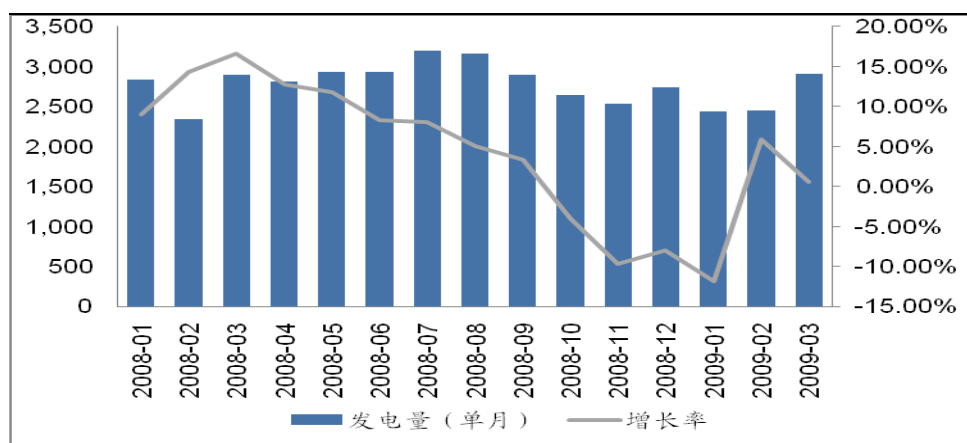
预计4月投资结构将保持现在的态势，以缓解电网输电瓶颈和保持电源建设的适度超前。

3.需求萎缩 火力发电受困

1季度，全国规模以上电厂发电量7797.03亿千瓦时，同比下降2.0%。其中，水电961.8亿千瓦时，同比增长24%；火电6544.46亿千瓦时，同比下降6.1%；核电139.53亿千瓦时，同比增长3.6%。全国主要电网统调发电量6800.61亿千瓦时，同比下降3.32%，大于全国统计口径下降的幅度。

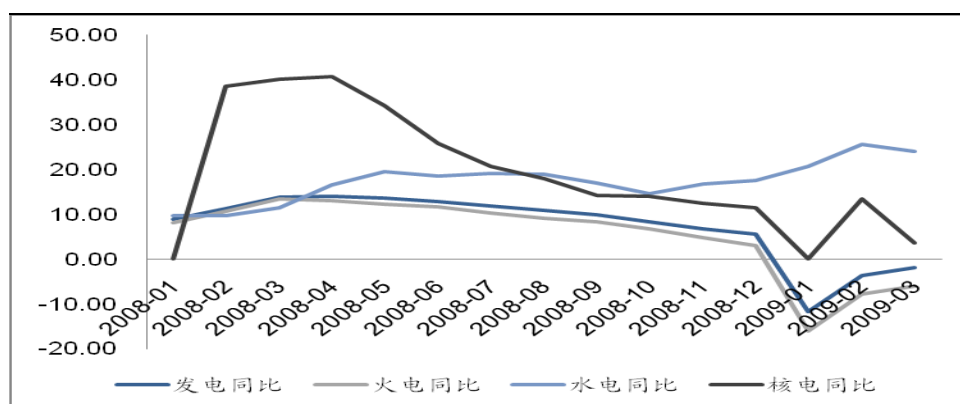
从3月当月全国规模以上电厂发电量来看，同比增长0.56%，其可比意义很强而且比用电量数据要乐观，预示着国内经济已实现触底。

图5 3月发电量出现正增长预示经济实现触底



资料来源：国家统计局 中电联 渤海证券研究所

图6 水电发电量保持快速增长



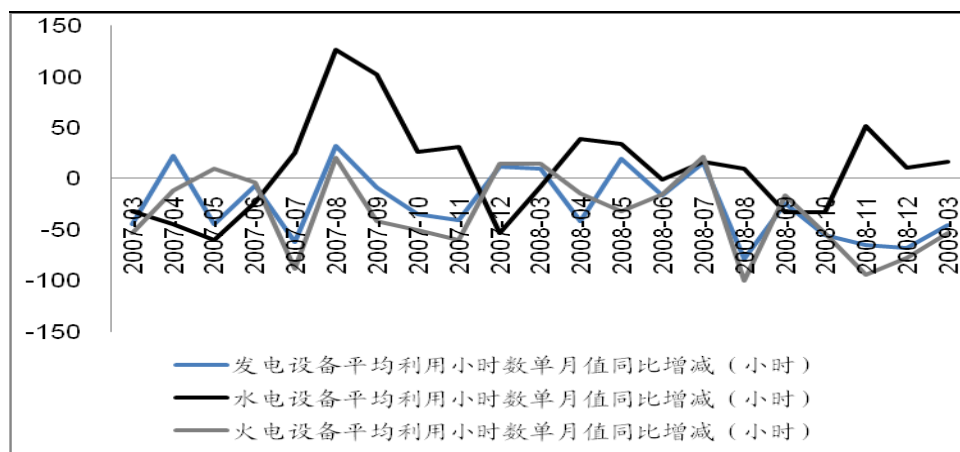
资料来源：国家统计局 中电联 渤海证券研究所

一季度全国发电设备累计平均利用小时为1009小时，比去年同期降低151小时。其

中，水电设备平均利用小时为 601 小时，比去年同期增长 44 小时；火电设备平均利用小时为 1100 小时，比去年同期降低 186 小时。从设备利用小时看，发电量的下降主要是火电发电量减少造成的。

当前电力需求量的下降冲击的主要是火电行业，由于水电优先上网，只要来水充分水电发电设备利用率就会提高，从而进一步挤占了火电市场份额。预计 4 月水电充分利用的情况仍会持续，火电发电量的增长只能寄希望于市场需求的回暖。

图 7 火电设备利用小时数持续下降

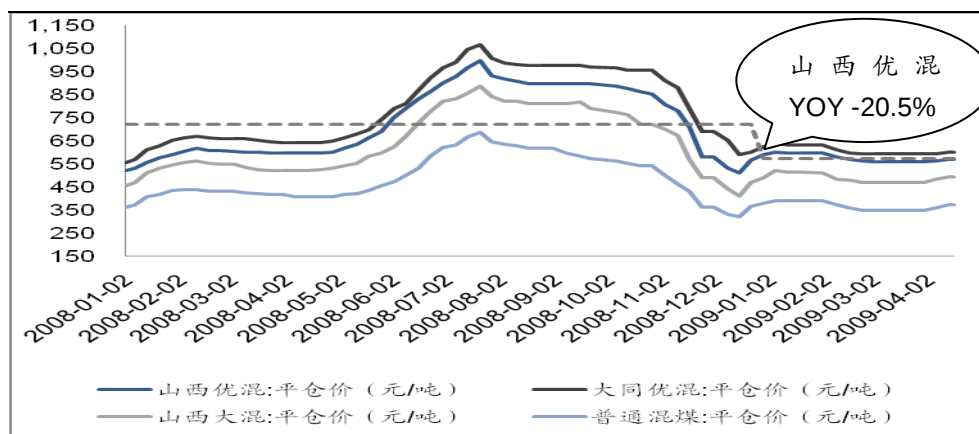


资料来源：中电联 渤海证券研究所

4. 市场煤价小幅上扬 预计仍将保持平稳

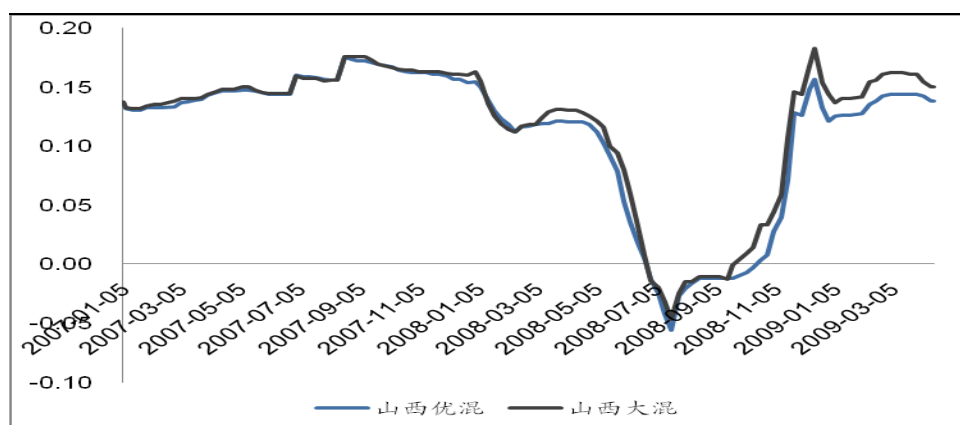
2009 年 4 月 16 日，秦皇岛山西优混（5500 大卡）价格为 570 元/吨，山西大混（5000 大卡）价格为 592.5 元/吨，连续两周平仓均价出现小幅上涨，导致点火价差分别低于 2007 年平均水平 0.0132 元/千瓦时和 0.0027 元/千瓦时。

图 8 秦皇岛煤炭价格连续 2 周上涨



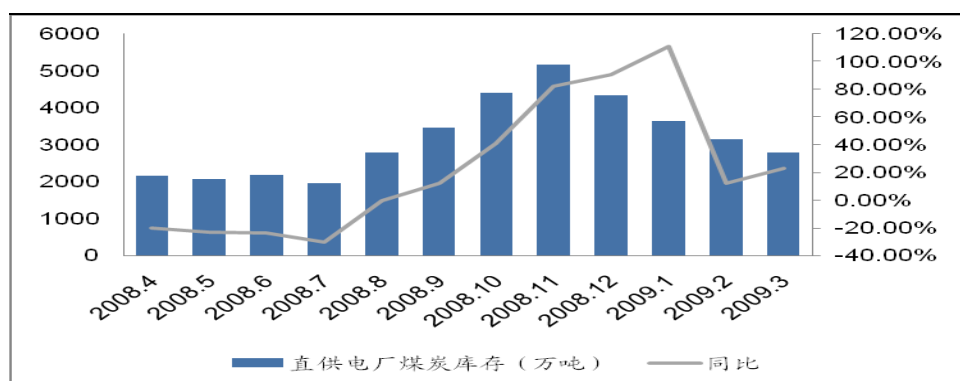
资料来源：中国煤炭资源网 注：价格采用周平仓均价

图 9 点火价差较 3 月份降低



资料来源：渤海证券研究所

图 10 直供电厂煤炭库存持续下跌目前可用 16 天



资料来源：中国煤炭资源网

由于安全治理煤炭复产缓慢，直供电厂煤炭库存量持续下跌目前可用 16 天，由于中点合同谈判僵持，电厂加大了从中转地的采购力度，因此造成秦皇岛动力煤价格小幅上涨。预计未来一个月煤炭价格将保持平稳涨跌在 10 元/吨以内，不会对火电企业成本控制造成过大压力。

5.最近一个月行业落后于沪深 300

我们将 42 家火电和 16 家水电公司依照沪深 300 指数编撰方法分别做成火电、水电行业指数，从 2009 年 3 月 18 日至 2009 年 4 月 17 日，火电行业指数上涨 6.89%、水电行业指数上涨 4.51%，沪深 300 涨幅为 14.14%，火电、水电行业指数分别落后于大盘 7.25 个百分点和 9.63 个百分点。

从涨跌幅情况看，新能源、参股券商、重组等主题投资是最近一个月电力板块的热点，而火电行业蓝筹股表现不佳，也导致行业指数落后于大盘。

表 1 2009 年 3 月 18-2009 年 4 月 17 日涨跌幅前 5 名状况

涨幅前 5 名	证券代码	成分名称	区间涨跌幅[%]	跌幅前 5 名	证券代码	成分名称	区间涨跌幅[%]
1	600644	乐山电力	59.3	1	600795	国电电力	-0.32
2	000601	韶能股份	37.1	2	600027	华电国际	-1.98
3	600292	九龙电力	31.8	3	600886	国投电力	-2.09
4	001896	豫能控股	29.25	4	000966	长源电力	-2.53
5	000543	皖能电力	27.84	5	600011	华能国际	-2.89

资料来源: Wind

截至 2009 年 4 月 17 日, 火电、水电板块市净率分别是沪深 300 的 0.95 倍和 1.36 倍, 水电板块市盈率是沪深 300 的 2.58 倍。从估值水平上看, 火电板块已经具备非常高的安全边际, 而水电板块溢价的存在也表明对水电业绩稳定成长的认可。

表 2 电力行业及沪深 300 估值状况

板块名称	静态市盈率 (整体法)	静态市净率 (整体法)
沪深 300	21.23	2.75
火电	NA	2.62
水电	54.8	3.74

资料来源: Wind 注: 收盘价日期 2009.4.17 财务数据采用 2008 年度数据

6. 行业判断及月度投资策略

从国际市场看, 尽管全球经济危机仍在加深, 但是在各国政府通力合作下, 已出现一些扭转的迹象, 因此, 全球股市投资者的信心不断提升。尤其在西方国家量化货币政策的影响下, 市场的流动性迅速提高, 从而有利于全球估值水平阶段性的提升。

表 3 推荐公司估值状况

代码	股票名称	投资评级	收盘价	EPS			P/E			P/B		
			2009-4-17	08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E
600509	天富热电	买入	9.10	0.12	0.16	0.35	77.33	58.00	26.51	3.15	2.99	2.95
600886	国投电力	买入	10.33	0.12	0.37	0.49	86.58	27.20	20.86	1.78	1.36	1.22

资料来源: Wind 渤海证券研究所

从国内形势看, 在政府积极的财政政策和适度宽松的货币政策的刺激下, 经济出现复苏的迹象, 发电量和用电量的数据也显示经济底部已在脚下。预计国内经济会在二季度缓慢复苏, 从而带动电力需求的增长, 电力行业特别是火电行业最坏的时期已经过去。尽管充裕的流动性仍会继续推高主题概念的相关股票, 但是我们认为目前已经进入火电行业蓝筹股最佳的战略配置时期, 电力板块会在经济的复苏中出现补涨行情。因此, 我们维持火电、水电行业“中性”的投资评级。在个股方面, 本月我们维持国

投电力“买入”的投资评级，建议关注新能源概念的天富热电。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，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“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 CFA +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 5836 2766	石化行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业（贵金属、铅锌、铜） 研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	通信、传媒、家电行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159		金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 房振明 +86 22 8837 0816
股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977	债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131
金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972	营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879	
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

10 of 11

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn