

底部企稳，复苏在望

——电力行业 2009 年 6 月投资策略

投资摘要：

- **发电量底部企稳** 全国发电量已从“大幅回落”走向“底部企稳”阶段。“从去年底今年初一度出现的两位数的下滑，到当前连续 4 % 左右的降幅，不仅表明发电量同比加速下滑的势头已经‘遏止’，而且显现了明显的‘稳定’态势，处于‘U’字形的底部。”
- **用电量降幅收窄** 5 月京津唐、安徽、江西、四川、黑龙江、新疆、西藏等的统调用电量增长率不仅高于全国平均增长水平，而且成为明显的“正增长”。但与此同时，江苏、浙江、上海、山东等沿海省市依然“负字当头”，山西、青海、宁夏、内蒙古等地的同比降幅仍达到两位数。
- **发电设备利用小时数同比仍为负值** 1-3 月份，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。
- **国内煤价走势平稳 国际煤价连续上涨** 伴随着库存的反弹，秦皇岛港煤炭价格每吨微降 5-10 元。截至 7 日，秦皇岛港煤炭库存量已经反弹至近 530 万吨。国际煤价连续一个月上涨，截至上周末已经突破 70 美元/吨关口，至 74.31 美元，与国内价格差大幅收窄，由此对国内煤价形成支撑。
- **投资策略** 关注电源结构合理及业绩对煤价敏感性高的公司：如国电电力、国投电力、华电国际、宝新能源。
- **行业投资评级：增持。**

电力行业重点上市公司推荐与投资评级

简称	股价	EPS (元)			PE (倍)			PB	投资评级
		08A	09E	10E	08A	09E	10E		
国电电力	6.63	0.03	0.20	0.33	221.0	33.2	20.1	2.50	增持
国投电力	10.50	0.12	0.47	0.57	87.5	22.3	18.4	2.66	增持
华电国际	4.79	-0.42	0.30	0.33	-11.4	16.0	14.5	2.56	增持
宝新能源	8.86	0.32	0.44	0.45	27.7	20.1	19.7	3.96	增持

增持/维持

周宏宇

东兴证券研究所

010-66555853

zhouhy73@yahoo.cn

zhouhy@dxzq.net.cn

北京市西城区金融大街 5 号

新盛大厦 B 座 12 层

邮编：100140

电力行业指数走势图



相关研究报告

1. 冬天到了，春天还会远吗——08 年 11 月电力行业投资策略（2008.10.27）
2. 需求萎缩、煤价跳水，大幅降息——电力行业“危中有机”——08 年 12 月电力行业投资策略（2008.11.28）
3. 供需平衡，结构优化——2008 年全国电力工业统计快报简评（2009.1.9）
4. 彩虹总在风雨后——电力行业 2009 年深度报告（2009.4.8）

目 录

1. 发电量底部企稳.....	4
2. 用电量降幅收窄.....	4
3. 发电设备累计利用小时同比继续下降.....	5
4. 煤炭价格走势平稳.....	6
4.1 国内动力煤价格走势平稳.....	6
4.2 国际煤价连续上涨，与国内价差大幅收窄	7
5. 重点公司推荐.....	8
6.1 国电电力（600795）电源结构合理 资产注入预期明确	8
6.2 国投电力（600886）资产注入提升公司业绩	8
6.3 华电国际（600027）业绩对煤价敏感性高	9
6.4 宝新能源（000690）盈利能力快速恢复	10

图目录

图 1 发电量及增速	4
图 2 用电量累计同比增速 (%)	5
图 3 发电设备累计利用小时及同比变化	5
图 4 秦皇岛动力煤价格走势	6
图 5 澳大利亚BJ煤炭价格走势	7

表目录

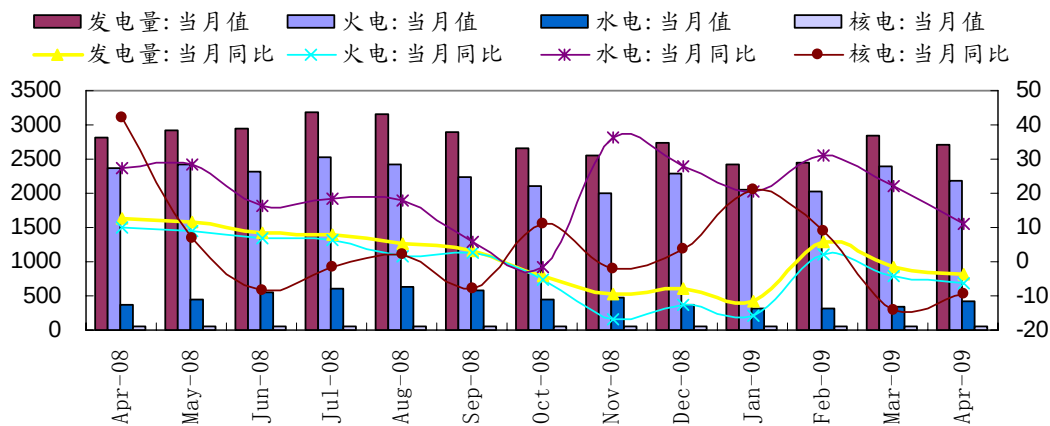
表 1 重点公司盈利预测与投资评级	10
-------------------------	----

1. 发电量底部企稳

4月份，全国规模以上电厂发电量2712.87亿千瓦时，比去年同期下降-3.50%。其中，水电421.08亿千瓦时，同比增长10.80%，火电2187.62亿千瓦时，同比下降6.21%；核电54.90亿千瓦时，同比增长-9.70%。

全国发电量已从“大幅回落”走向“底部企稳”阶段。“从去年底今年初一度出现的两位数的下滑，到当前连续4%左右的降幅，不仅表明发电量同比加速下滑的势头已经‘遏止’，而且显现了明显的‘稳定’态势，处于‘U’字形的底部。”

图 1 发电量及增速



数据来源: wind资讯

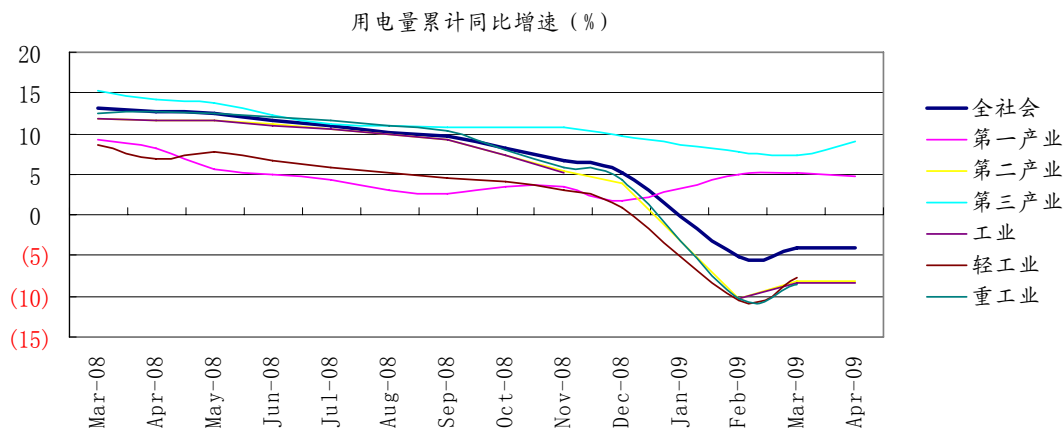
2. 用电量降幅收窄

1-4月份，全国全社会用电量10558.82亿千瓦时，同比下降4.03%。第一产业用电量251.21亿千瓦时，同比增长4.69%；第二产业用电量7645.54亿千瓦时，同比下降8.12%；第三产业用电量1210.52亿千瓦时，同比增长9.04%；城乡居民生活用电量1451.54亿千瓦时，同比增长9.00%。

1-4月份，全国工业用电量为7532.14亿千瓦时，同比下降8.29%。

来自国家电网公司的最新统计数据表明，5月京津唐、安徽、江西、四川、黑龙江、新疆、西藏等的统调用电量增长率不仅高于全国平均增长水平，而且成为明显的“正增长”。但与此同时，江苏、浙江、上海、山东等沿海省市依然“负字当头”，山西、青海、宁夏、内蒙古等地的同比降幅仍达到两位数。

图 2 用电量累计同比增速 (%)



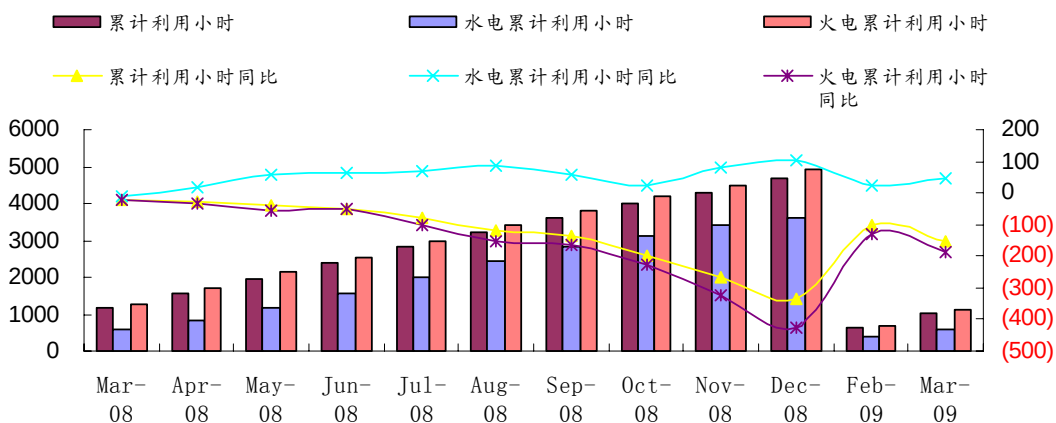
数据来源: wind资讯

3. 发电设备累计利用小时同比继续下降

1-3月份, 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。火电设备平均利用小时高于全国平均水平的省份依次为北京、云南、青海、吉林、辽宁、贵州、天津、河北、江苏、山西、重庆、安徽、甘肃、宁夏、四川、福建、山东、陕西、新疆、上海。

1-3月份, 全国供电煤耗率为338克/千瓦时, 比去年同期下降7克/千瓦时。全国发电厂累计厂用电率5.85%, 其中水电0.50%, 火电6.52%。线路损失率4.94%, 比上年同期下降0.53个百分点。

图 3 发电设备累计利用小时及同比变化



数据来源: wind资讯

4. 煤炭价格走势平稳

4.1 国内动力煤价格走势平稳

伴随着库存的反弹，秦皇岛港煤炭价格每吨微降5-10元。截至7日，秦皇岛港煤炭库存量已经反弹至近530万吨，发热量5800大卡/千克大同优混煤平仓价格为每吨下降10元，为610-630元/吨，其他煤种则吨价格普降5元左右。

近期秦皇岛港煤炭库存量在持续上升，特别是近一个月来其反弹更为明显上涨。据秦皇岛港务局统计，截至6月7日，秦皇岛港务集团共存煤炭528.53万吨，其中内贸煤炭库存513.80万吨，外贸煤炭库存14.73万吨。

而5月1日时秦皇岛港煤炭库存量仅为357.96万吨，相比之下，目前其库存量已经增加了170.57万吨，上涨47.7%。

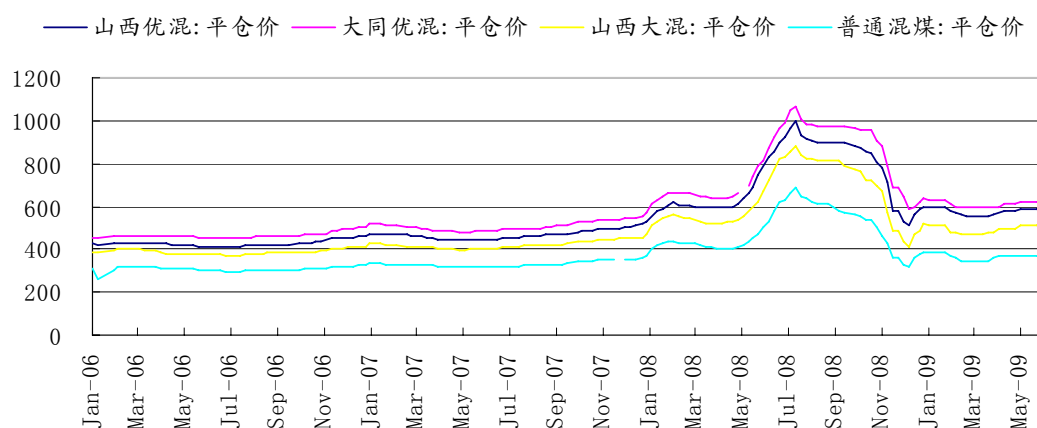
同期我国直供电厂煤炭库存也在不断增加，并且其日耗煤量一直徘徊在180万吨左右，并没有大幅上调，意味着全社会用电需求还没有明显改观，由此对秦皇岛港煤炭价格形成潜在压力。

秦皇岛煤炭价格本周交易价格基本较上周都有所下滑。

其中，发热量5500大卡/千克山西优混煤炭平仓价格由580-590元/吨下降为575-585元/吨；发热量5000大卡/千克山西大混煤炭平仓价格由505-520元/吨下降为500-515元/吨；发热量4500大卡/千克普通混煤平仓价格由430-445元/吨下降为430-440元/吨；发热量4000大卡/千克普通混煤平仓价格由365-375元/吨下降为360-370元/吨。

预计秦皇岛煤炭价格有可能进一步呈小幅度下滑的趋势，但是，下滑的速度不会快，下滑的幅度不会太大。

图 4 秦皇岛动力煤价格走势



数据来源：wind资讯

4.2 国际煤价连续上涨，与国内价差大幅收窄

国际煤价连续一个月上涨，截至上周末已经突破70美元/吨关口，至74.31美元，与国内价格差大幅收窄，由此对国内煤价形成支撑。

根据环球煤炭电子交易平台每周澳大利亚BJ煤炭NEWC指数显示，截至6月5日，国际煤价较前一周每吨大涨了7.22美元，一举突破70美元关口，达到74.31美元/吨。

目前国际煤价折算后其价格为505元/吨，加上运费以及增值税每吨已达到约640元，与秦皇岛港煤价持平，与广州港煤价差距收窄至几十元，这对国内煤价无疑形成支撑作用。同时，这也可能对我国进口煤量的大幅增加起到抑制作用。

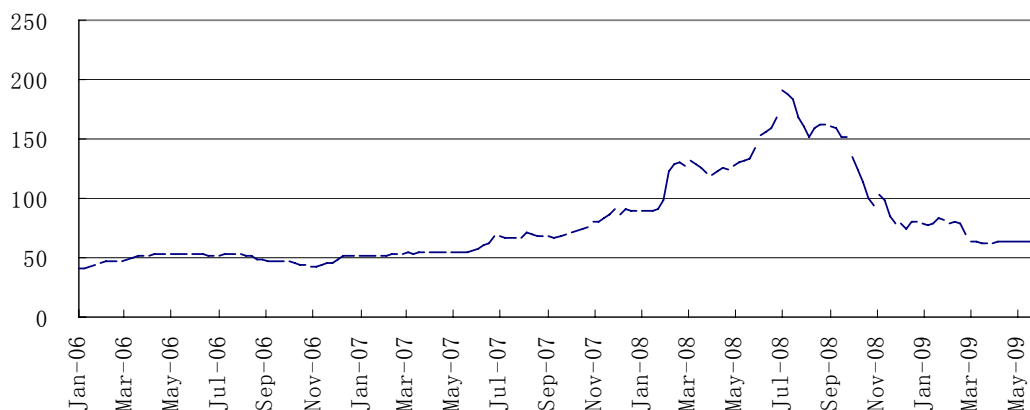
事实上，由于此前的价格倒挂，我国煤炭进口量大幅增长，是近期国际煤价上涨的主因。

5月初时，国际煤价与国内每吨最高相差120元。由此，广州、山东、福建等地煤炭进口均大幅增长。

以福建为例，最新统计数据显示，前5个月其煤炭进口数量比去年同期增长了18倍。其中，仅5月份福建口岸就进口41.57万吨，比上月增长了80%，创历史新高。进口煤炭大户主要是福建本地的大唐、国电、华电等几大电厂。

国内外两个市场将此消彼长，中国煤炭进口量持续增长，国际煤炭就会上涨；国内煤炭价格下调，进口量下跌，则国际煤炭价格随之下跌。

图 5 澳大利亚 BJ 煤炭价格走势



数据来源：wind资讯

5. 重点公司推荐

建议关注电源结构合理及业绩对煤价敏感性高的公司，如：国电电力、国投电力、华电国际、宝新能源。

6.1 国电电力（600795）电源结构合理 资产注入预期明确

◆电源结构合理 抗风险能力强

公司上半年业绩下滑幅度低于行业平均水平，显示公司优势——电源结构多样，不仅拥有火电，还拥有水电和风电，一定程度上降低了经营风险。另外，公司的火电机组既有坑口电厂，也有位于发达地区的大机组，今年坑口煤价上涨幅度较大，公司的多个区域经营较好地分散了区域风险。未来，公司将有大型水电项目陆续投产：瀑布沟电站（330 万千瓦）、深溪沟电站（66 万千瓦）将分别从明、后开始投产，为公司带来新的利润增长点，并降低公司对火电的依赖程度。

◆集团资产注入扶持，维持“增持”评级

公司作为国电集团的资本运作平台，已得到国电集团的承诺：未来将通过资产注入的方式，支持公司的发展。2007 年底国电集团的装机容量达到 6000 万千瓦，约为公司的 5 倍。国电集团的支持将保证公司持续稳定的发展。预计 2009-2010 年公司的每股收益分别为 0.20 元和 0.33 元。我们看好公司长期的发展，并认为行业低迷提供了一个良好的投资机会，维持“增持”评级。

6.2 国投电力（600886）资产注入提升公司业绩

◆公司目前共持有 7 家常规电厂和 2 家风电厂股权，权益装机容量达到 402 万千瓦（包括在建），较 07 年底的 305 万千瓦增长 32%。新机组主要为华润三期、乌金峡水电站和两个风电，主要集中在 09 年投产，因此公司 09 年和 10 年业绩增长较为清晰。

◆公司控股的小三峡公司下属有大峡、小峡两座水电站，盈利能力较好，07 年贡献收益占公司净利润的 20%左右。由于水电不受煤价影响，这一部分的利润较为稳定，使公司总体业绩受煤价的影响低于其他发电公司。而小三峡公司下属的乌金峡电站即将投产，将继续增加公司盈利。

◆公司参股 30%的华润三期 2×100 万千瓦已经开工，预计将在 09 年左右投产。我们对江苏省 100 万千瓦机组的盈利能力和华润电力的管理水平抱有极强信心，预计三期完全投产后公司盈利将大幅增长。

◆公司已于 2009 年 3 月 4 日公告，拟向控股股东国家开发投资公司收购其全资持有的改制后的国投电力公司 100% 股权。

本次重组将大幅提升公司装机规模和长期盈利能力；公司将新增投产装机容量 585 万千瓦和权益装机容量 280 万千瓦，在建项目装机容量和权益装机容量 1,040 万千瓦和 531 万千瓦。同时将显著改善公司电源结构和区域布局，增强公司行业竞争力和抗风险能力；公司水电规模得到大幅增加，将有效缓解燃煤成本压力；同时使公司进入四川省和京津唐地区电力市场，促进公司可持续稳定发展。

◆ 预计 2009、2010 年每股收益分别为 0.47 元、0.57 元，维持对公司“增持”评级。

6.3 华电国际（600027）业绩对煤价敏感性高

◆成长稳健。公司现装机容量达到 2,329.35 万千瓦，2013 年装机将突破 4000 万千瓦，则未来 5 年 CAGR 为 11.7%。09 年公司在建共计容量为 467.80 万千瓦，前期储备项目还有 300 万千瓦。

◆盈利能力回升，一方面去年下半年两次电价上调，平均电价增幅约 11%。另一方面，09 年 1 季度标煤单价约 640 元/吨，环比下降 16%，我们预计 09 全年燃料成本将维持在标煤单价 630-640 元左右的水平。煤价回落、及煤耗逐年降低对于燃料成本敏感性较高的华电国际而言，无疑有助提升盈利能力。预计 09 年毛利有望回暖至 20% 左右。

◆此外，本次增发项目盈利能力较好，IRR 均达到 8%-18.8%，因此不仅减轻财务负担，而且随着项目投产后，地理和产业链布局不断优化，也能提升盈利水平。

◆公司主要服务区域集中在山东、四川、宁夏、河南等地，我们认为，09 年，山东、宁夏、河北、浙江四省利用率将有小幅回落，而河南、四川、安徽将同比将有所增长。综合来看，预计公司 2009 年发电量微幅增长，利用小时同比下降 4%。

◆预计 2009、2010 年 EPS 分别为 0.30 元和 0.33 元，给予“增持”评级。

6.4 宝新能源（000690）盈利能力快速恢复

◆燃料成本大幅下降：公司以劣质煤和煤矸石为主要燃料，且全部为市场煤，将极大地受益于煤价下跌。

◆政策优势，发电小时仍保持较高水平：广东地区的火电机组一向利用小时较高，公司是资源综合利用电厂，享有优先上网的政策优惠，公司过去发电小时高达 7000 以上，我们预计 2009 年公司发电小时仍将保持 6000 以上。

◆规模增长：2008 年公司 2 台 30 万千瓦机组分别投产，使得公司 2008 年、2009 年的加权装机容量分别增长 88%和 71%。

◆关键假设：2008 年~2010 年发电小时为 6500、6300、6000；标煤价格：780 元/吨、650 元/吨、650 元/吨。

◆预测 09、10 年 EPS 分别为：0.44、0.45 元，投资评级：增持

表 1 重点公司盈利预测与投资评级

简称	股价	EPS(元)			PE(倍)			PB	投资评级
		08A	09E	10E	08A	09E	10E		
国电电力	6.63	0.03	0.20	0.33	221.0	33.2	20.1	2.50	增持
国投电力	10.50	0.12	0.47	0.57	87.5	22.3	18.4	2.66	增持
华电国际	4.79	-0.42	0.30	0.33	-11.4	16.0	14.5	2.56	增持
宝新能源	8.86	0.32	0.44	0.45	27.7	20.1	19.7	3.96	增持

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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

行业及公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。