



行业趋势回暖 阶段性投资机会渐显

——电力行业 2009 年中期投资策略报告

报告日期: 2009 年 6 月 27 日

行业评级:

电力行业 中性

重点公司评级:

川投能源	买入
长江电力	持有
穗恒运	增持
深圳能源	增持
申能股份	增持
宝新能源	增持
国投电力	增持
华能国际	中性
华电国际	中性
国电电力	增持
皖能电力	增持
华电能源	增持
长源电力	持有
韶能股份	持有

行业指数走势:



相关报告:

电力行业 2009 年 5 月份投资策略
研究报告

电力行业研究员

卢小兵

E-mail: luxb@vsun.com

投资要点:

● 电力需求在一季度经历了一个长期低位徘徊的过程后逐渐回升, 行业初露回暖迹象。

● 电力行业的上下游产业的变动趋势对电力行业稳定向好, 煤炭价格回落后保持平稳运行, 一季度虽然煤炭库存下降迅速, 但煤炭价格没有出现明显回调, 煤炭运输费用维持低位, 使得电力行业的成本压力相对减小。

● 下游用电大户企业用电水平有回暖迹象, 但总体趋势是否确立有待进一步观察, 受经济总体走势影响明显。

● 清洁能源逐渐成为行业发展热点, 随着《可再生能源中长期发展规划》的出台, 将进一步向清洁能源倾斜, 由此, 可重点关注向风电和太阳能发电进军的电力企业, 对水电企业可采取超配的策略。

● 行业政策的变动会相应带来新的预期调整, 可关注直购电试点改革以及电价改革可能为部分电企带来的市场机会。国资新政可能为部分电企带来机遇。

● 资本市场的并购重组在延伸企业产业链、增强企业资本实力、提升整体规模效益等方面具有不可替代的作用, 对电力行业所涉及的资产并购仍需保持高度关注, 并积极关注由此带来的市场机会。

目 录

一、行业趋势逐渐呈现回暖迹象	4
(一) 用电需求低位徘徊后逐渐回升	4
(二) 发电量降幅逐渐收窄	7
(三) 发电机组平均利用小时数出现分化	8
二、影响电力企业经营成本因素稳定	10
(一) 煤炭价格回落后保持平稳	10
(二) 煤炭库存出现小幅回升	11
(三) 煤炭运输费用维持低位	12
(四) 财务费用控制受益于宽松货币政策	13
三、下游企业经营出现回暖	13
(一) 下游用电大户企业用电水平有回暖迹象	13
(二) 夏季用电高峰的到来将进一步加大用电需求	14
四、行业盈利好转但仍存隐忧	15
(一) 行业整体盈利出现好转	15
(二) 盈利的进一步提升有待观察	15
五、行业和个股的投资机会分析	15
(一) 清洁能源逐渐成为行业发展热点	15
(二) 煤电一体化产业链的延伸	17
(三) 直购电带来的市场机会	18
(四) 国资新政可能为部分电企带来机遇	19
(五) 资本运作或可能带来的超额收益机会	19
六、投资策略及重点公司推荐	21
(一) 资产配置遵循火电标配水电超配的原则	21
(二) 继续关注收益稳健的低估值电力股	21
(三) 加大对资本雄厚公司进行并购重组的关注力度	21
(四) 重点关注公司收益预测	22

图表索引

图 1: 三大产业用电需求增幅变化情况.....	5
图 2: 三大产业用电需求增幅变化情况.....	5
图 3: 三大产业用电需求增幅变化情况.....	5
图 4: 全国分地区用电需求增长情况.....	7
图 5: 水电火电发电数据增长对比.....	8
图 6: 2004~2009 年利用小时数累计同比绝对变化情况.....	9
图 7: 秦皇岛煤炭平仓价走势变化.....	10
图 8: 国际主要煤炭价格指数变化.....	11
图 9: 全社会煤炭库存情况	12
图 10: 秦皇岛煤炭库存变化情况.....	12
图 11: 直供电厂煤炭库存变化情况.....	12
图 12: 秦皇岛至部分城市煤炭运价指数.....	12
图 13: 电力行业上市公司资产负债比率变化情况.....	13
图 14: 贷款余额及M1、M2 变化情况.....	13
图 15: 生铁产量及同比变化情况.....	14
图 16: 合成氨产量及同比变化情况.....	14
图 17: 水泥产量及同比变化情况.....	14
图 18: 电力行业毛利率及资产收益率变化情况.....	15
图 19: 2010 年—2020 年我国发电结构规划发展图	16
图 20: 部分上市公司PE/ROE比较.....	21
表 1: 全社会分产业用电增速比较.....	4
表 2: 制造业分行业用电量同比变化情况.....	6
表 3: 近一年来逐月发电量情况统计.....	7
表 4: 2009 年以来逐月分旬发电量情况统计.....	8
表 5: 2008 年以来火电水电利用小时数对比.....	9
表 6: 09 年 1—5 月新增装机容量及同期比较.....	10
表 7: 秦皇岛几类煤炭平仓价格.....	10
表 8: 水利开发重点项目分布	17
表 9: 部分涉足煤炭的电力上市公司并购方案一览.....	18
表 10: 15 家直购电试点电解铝企业名单及涉及的电力上市公司	18
表 11: 央企电力公司体系表列.....	19
表 12: 部分进行资本市场运作的市场情况.....	20
表 13: 部分国企资产整合的可能目标及意向.....	20

一、行业趋势逐渐呈现回暖迹象

(一) 用电需求低位徘徊后逐渐回升

2009年上半年，电力需求经历了一个长期低位徘徊的过程。一季度，第一产业和第三产业用电保持了连续增长，第一产业用电量174.60亿千瓦时，同比增长5.12%，第三产业用电量为920.58亿千瓦时，同比增长7.41%。但由于受第二产业用电量大幅下降的拖累，全社会用电量出现了大幅下滑，09年一季度全社会用电量7809.90亿千瓦时，同比下降了4.02%，而其中，第二产业用电量5590.83亿千瓦时，同比下降8.21%。

自二季度开始，情况略有好转，4月份，单月用电量2751.83亿千瓦时，同比下降了3.7%，降幅已有所收窄，5月份用电需求同比下降3.66%，降幅环比进一步缩小0.37个百分点。

表 1：全社会分产业用电增速比较

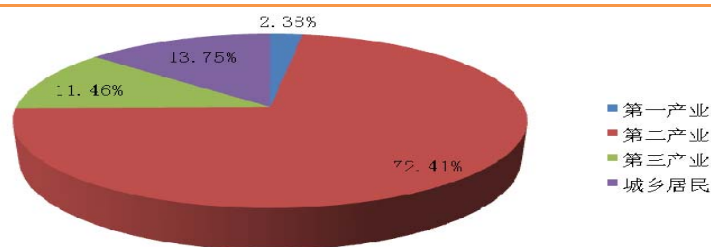
分类	2008 (1-3)	占比%	2009 (1-3)	占比%	2008 (1-4)	占比%	2009 (1-4)	占比%
全社会用电总量:	9.70	100.00	-4.02	100.00	12.71	1.00	-4.03	100.00
第一产业	9.20	2.03	5.12	2.24	8.11	2.18	4.69	2.38
第三产业	15.20	10.46	7.41	11.79	14.24	10.09	9.04	11.46
第二产业	11.83	75.08	-8.21	71.59	11.61	75.62	-8.12	72.41
1. 轻工业	8.61	13.13	-7.66	12.56	6.94	13.20	-6.76	12.89
纺织业	4.14	3.12	-6.67	3.03	3.34	3.21	-5.66	3.17
造纸及纸制品业	2.45	1.37	-8.87	1.29	2.62	1.39	-7.98	1.33
2. 重工业	12.50	60.96	-8.53	57.96	12.61	61.43	-8.62	58.45
(一)采矿业	13.10	5.10	-6.35	5.02	11.93	5.11	-6.34	5.00
(二)制造业	11.87	54.51	-9.32	51.22	11.77	55.20	-8.64	52.68
化学原料及制造	9.49	8.37	-13.14	7.48	10.74	8.47	-10.54	7.89
橡胶和塑料制品业	8.05	2.14	-8.49	2.00	4.64	2.15	-6.38	2.12
非金属矿物制品业	13.30	5.18	-1.49	5.29	11.78	5.37	-0.91	5.58
黑色金属冶炼及压延	11.59	11.52	-10.24	10.81	12.60	11.64	-10.86	10.81
有色金属冶炼及压延	15.50	7.56	-16.78	6.55	17.99	7.72	-17.71	6.61
铝冶炼业	14.88	4.71	-16.73	4.08	20.33	4.81	-19.33	4.05
铁合金冶炼业	11.18	2.72	-33.10	1.93	11.65	2.71	-34.02	1.86
水泥制造业	9.67	2.62	2.08	2.78	9.48	2.74	2.40	2.92
建筑业	14.82	0.98	3.95	1.06	15.60	0.98	4.65	1.07
城乡居民生活	19.68	12.44	9.88	14.39	19.67	12.11	9.10	13.75

数据来源：国家统计局、中电联

从用电结构来看，我国三大产业以及居民用电比例基本维持不变，其中第一产业用电占比为2.38%，第二产业为72.41%，第三产业为11.46%，城乡居民用电为13.75%，第二

产业仍然为主要用电产业，在用电份额中占绝对比重。

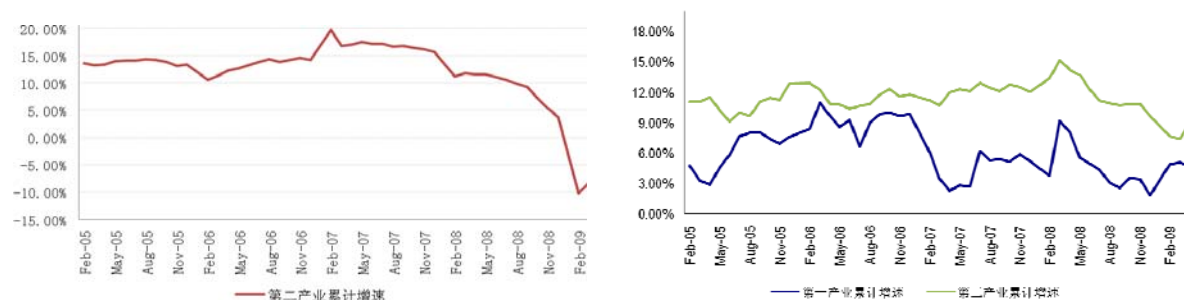
图 1：三大产业用电需求增幅变化情况



数据来源：中电联

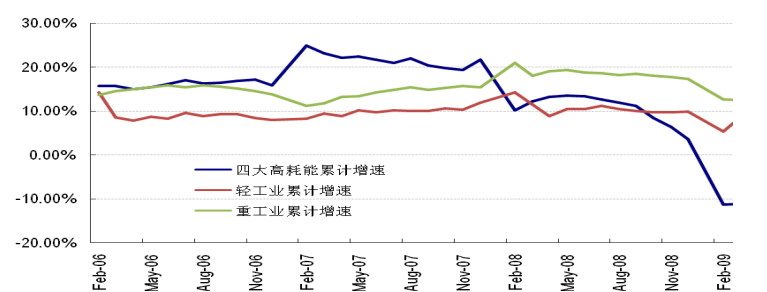
按产业划分统计，第一产业用电量累计增速今年以来保持在5%上下波动，第三产业用电增速依然保持11%以上较高增速，而占用电量绝对份额的第二产业则继续维持负增长的趋势，但降幅呈逐渐收窄的趋势，其中1~2月、3月、4月的累积增速分别为-10.19%，-8.21%，-8.12%。此外，城乡居民累计用电增速自今年以来呈现逐步下滑的态势，1~2月、3月、4月的累积增速分别为10.91%，9.88%，9.1%。

图 2：三大产业用电需求增幅变化情况



数据来源：国家统计局、中电联

图 3：三大产业用电需求增幅变化情况



数据来源：国家统计局、中电联

具体到第二产业的相关子行业，其主要行业的用电增速都出现了明显下滑：轻工业

1~4月份同比累计下滑了6.76%，其中，纺织业用电量同比下滑了5.66%，造纸及纸制品业同比下滑了7.98%，环比1~3月份的降幅（7.66%）减少约一个百分点；重工业1~4月份用电量累计下滑8.62%，其中，化学原料及制品业降幅10.54%，橡胶和塑料制品业降幅6.38%，黑色金属和有色金属冶炼及延压加工业降幅分别为10.86%、17.71%（其中铝冶炼降幅达到19.33%，铁合金降幅则高到34.02%，这两项重要耗电行业的降幅环比都有所放大），而随着房地产和建筑行业的逐步回暖，水泥和建筑业用电量增速保持了正增长，增幅环比相较1-3月继续扩大。

表 2：制造业分行业用电量同比变化情况

	07M1-11	08M1-6	08M1-11	09M1-3	09M1-5
制造业 18.5%	16.8%	11.8%	6.2%	-9.3%	-8.2%
1、食品、饮料和烟草制造业（轻） 15.1%	13.4%	10.0%	6.1%	0.5%	-0.6%
2、纺织业（轻） 11.7%	11.2%	3.0%	-0.5%	-6.7%	-4.4%
3、服装鞋帽、皮革羽绒及其制品业（轻） 13.6%	16.2%	8.5%	3.6%	-4.4%	-5.9%
4、木材加工及制品和家具制造业 20.3%	21.5%	14.3%	7.3%	-5.7%	-5.1%
5、造纸及纸制品业（轻） 4.9%	1.4%	3.6%	5.2%	-8.9%	-8.2%
6、印刷业和记录媒介的复制（轻） 12.8%	13.0%	6.4%	3.8%	2.6%	-0.1%
7、文体用品制造业（轻） 5.2%	7.5%	6.8%	4.1%	-3.7%	-4.8%
8、石油加工、炼焦及核燃料加工业 9.3%	6.9%	11.7%	11.8%	-0.9%	0.1%
9、化学原料及化学制品制造业 15.8%	12.7%	14.4%	5.3%	-13.1%	-11.5%
10、医药制造业（轻） 6.4%	9.1%	12.1%	7.8%	-9.0%	-5.4%
11、化学纤维制造业（轻） 7.8%	6.4%	4.6%	1.9%	-9.5%	-7.3%
12、橡胶和塑料制品业 13.9%	12.0%	5.9%	2.7%	-8.5%	-7.0%
13、非金属矿物制品业 14.4%	14.0%	11.0%	6.7%	-1.5%	-0.3%
14、黑色金属冶炼及压延加工业 25.3%	22.0%	12.1%	5.7%	-10.2%	-10.2%
15、有色金属冶炼及压延加工业 29.9%	28.5%	16.2%	8.1%	-16.8%	-15.5%
16、金属制品业 19.8%	20.5%	15.1%	8.5%	-8.8%	-9.4%
17、通用及专用设备制造业 17.0%	16.4%	13.6%	10.6%	-8.5%	-6.6%
18、交通运输、电气、电子设备制造业 21.6%	20.2%	15.1%	11.1%	-8.0%	-5.0%
19、工艺品及其他制造业（轻） 4.3%	6.3%	9.3%	3.9%	-8.4%	-3.9%
20、废气资源和废旧材料回收加工业 9.4%	6.5%	1.2%	1.2%	-1.5%	-6.8%

资料来源：中电联

分地区来看，1~5月份累计用电同比实现正增长的省份分别为新疆、云南、贵州、海南、安徽、湖南、江西、北京、四川、西藏，累计用电增速最高的三个省份为新疆、云南、贵州，主要都集中在西部地区，此外，受灾区重建推动以及考虑到灾区原有用电基数较低的影响，四川、重庆增速较为明显。5月份单月，四川、重庆、河北、云南、安徽

等地继续保持正增长，受益于地方的产业特点和政府的产业支持政策，河北省和云南省的发电量情况明显好于全国。但辽宁、山西、甘肃、宁夏多数高耗能产业集中的地区，发电量仍大幅下降。在东南沿海经济发达地区，广东省用电量降幅约为10%，上海市用电量降幅约为13.6%、浙江省降幅约为6.1%，均高于全国平均降幅。但随着夏季用电高峰的到来，这些地区的用电均不同程度地出现了快速反弹。

图 4：全国分地区用电需求增长情况



资料来源：中电联、国家电网公司

（二）发电量降幅逐渐收窄

09年1~5月份发电量同比增幅分别为-11.80%、5.90%、-1.32%、-3.50%和-2.67%，已渐次出现趋好迹象，至6月份，发电量出现明显回暖，6月上旬日均发电量达97.64亿千瓦时，同比下降0.17%，显著回暖。而其中，沿海地区回升较快，大多实现正增长，广东省更是告别连续下滑趋势，增幅高达11%。

表 3：近一年来逐月发电量情况统计（亿千万小时）

月份	当月总发电量	同比	累计发电量	同比
May-08	2933.79	11.80	13881.93	13.70
Jun-08	2934.47	8.30	16803.19	12.90
Jul-08	3195.36	8.10	20062.81	11.90
Aug-08	3160.60	5.10	23229.30	10.90
Sep-08	2892.45	3.40	26072.18	9.90
Oct-08	2645.01	-4.00	28704.74	8.30
Nov-08	2540.22	-9.60	31292.70	6.80
Dec-08	2739.61	-7.90	34046.96	5.50
Jan-09	2433.57	-11.80	2433.57	-11.80

Feb-09	2449.38	5.90	4882.94	-3.73
Mar-09	2833.60	-1.32	7797.01	-2.03
Apr-09	2712.87	-3.50	10491.62	-3.20
May-09	2838.93	-2.67	13328.36	-3.17

数据来源：中电联、国家电网公司

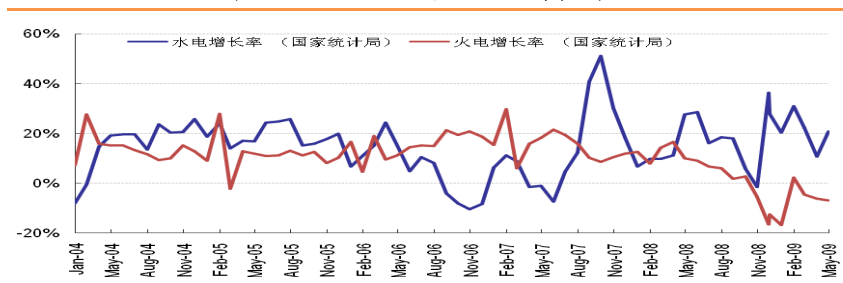
表 4：2009 年以来逐月分旬发电量情况统计

月份	旬度	日均发电量	同比升降	旬发电量
1月	上旬	90.49	-3.20%	904.90
	中旬	86.86	-10.10%	868.60
	下旬	66.34	-25.60%	729.74
2月	上旬	77.79	11.80%	777.90
	中旬	90.44	15.00%	904.40
	下旬	94.77	6.90%	758.16
3月	上旬	93.70	1.10%	937.00
	中旬	92.28	-1.40%	922.80
	下旬	91.58	-2.08%	1007.38
4月	上旬	91.24	-3.60%	912.40
	中旬	91.38	-4.30%	913.80
	下旬	92.14	-3.60%	921.40
5月	上旬	90.97	-3.90%	909.70
	中旬	95.91	-0.57%	959.10
	下旬	93.48	-5.66%	1028.28
6月	上旬	97.64	-0.17%	976.40

数据来源：中电联、国家电网公司

分发电类型看，水电明显好于火电。1~4月份水电累计发电量为1370.55亿千瓦时，同比增加了21.81%；火电累计发电量8728.86亿千瓦时，同比下滑了8.10%。

图 5：水电火电发电数据增长对比



数据来源：中电联、国家电网公司

（三）发电机组平均利用小时数出现分化

1~4月，全国发电机组平均利用小时数1354小时，同比下降202小时。其中水、火电机组利用率发生了较大的分化，火电累计利用小时数增长缓慢，至4月底，累计利用小时数为1468，相较2008年同期下降238小时，而水电则受益于来水理想，利用率同比继续保持增长，相较08年同期保持了稳定增长。

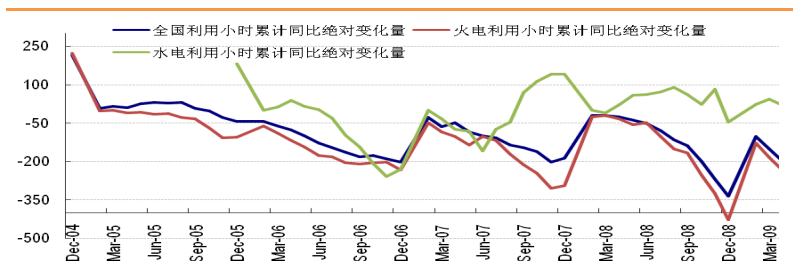
表 5：2008 年以来火电水电利用小时数对比

年份	月份累计	利用小时累计值			同比变化		
		全国	火电	水电	全国	火电	水电
2008 年	1-2	748	830	360	-21	-26	0
	1-3	1157	1282	564	-20	-20	-11
	1-4	1560	1711	841	-27	-35	20
	1-5	1971	2139	1170	-39	-58	58
	1-6	2380	2555	1553	-52	-50	61
	1-7	2816	2992	1987	-80	-102	70
	1-8	3237	3408	2431	-116	-151	88
	1-9	3632	3805	2819	-138	-166	60
	1-10	3981	4171	3110	-200	-225	22
	1-11	4317	4508	3415	-269	-326	81
	1-12	4677	4911	3621	-337	-427	102
2009 年	1-2	646	702	380	-103	-129	23
	1-3	1009	1100	601	-151	-186	44
	1-4	1354	1468	854	-202	-238	18

数据来源：中电联、国家电网公司

今年以来全国主要江河来水状况较为丰沛，也使得水电利用小时数相较火电出现明显好转。根据全国4百多座大型水库的统计，2009年6月1日的时点蓄水总量为1676.8亿立方米，相对5月初减少10.0亿立方米；但相比08年同期增加91.9亿立方米；比多年同期平均偏多255.2 亿立方米。

图 6：2004~2009 年利用小时数累计同比绝对变化情况



数据来源：中电联、国家电网公司

(四) 新增装机规模增幅减缓

截至2009年5月，全部累计新增装机容量为2211.28万KW，同比增加2.75%，其中，火电新增装机容量1575.90万KW，同比增加2.54%，水电新增装机容量509.29万KW，同比增加3.08%。从单月增幅看，较4月份有所放缓，并且装机结构逐渐向水电和其他发电装

机倾斜。

表 6：09 年 1—5 月新增装机容量及同期比较

年份	累计月份	累计新增	同比	火电新增	同比	水电新增	同比	其他
2009 年	1—5 月	2211.28	2.75%	1575.90	2.54%	509.29	3.08%	126.09
	1—4 月	1734.80	2.16%	1257.50	2.03%	380.80	2.30%	96.50
	1—3 月	1011.45	1.26%	821.40	1.32%	137.73	0.83%	52.32
2008 年	1—5 月	2342.18	3.28%	1691.36	3.05%	518.80	3.57%	132.02
	1—4 月	1917.42	2.69%	1447.51	2.61%	367.08	2.53%	102.83
	1—3 月	1246.02	1.75%	1062.91	1.92%	99.08	0.68%	84.03
	1—2 月	719.45	1.01%	592.15	1.07%	91.33	0.63%	35.97

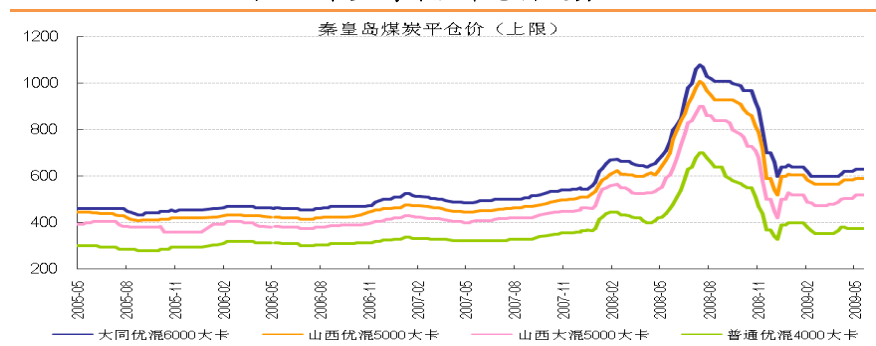
数据来源：中电联、国家电网公司

二、影响电力企业经营成本因素稳定

（一）煤炭价格回落后保持平稳

受宏观经济形势的影响，国内动力煤价格自去年快速回落后保持低位，虽然煤电双方的谈判结果尚待观察，但基于煤价高企的成本压力已经明显减弱。截至2009年6月15日，大同优混、山西优混、山西大混、普通混煤（>4500大卡）、普通混煤（>4000大卡）的价格分别为620、585、515、365元，大大低于08年的价格水平。

图 7：秦皇岛煤炭平仓价走势变化



资料来源：煤炭资源网

但从近几个月的煤价变化趋势看，由于受信贷投放扩张和大宗商品价格上涨的影响，二季度开始，煤价已经出现了小幅攀升，秦皇岛几种类型的煤炭平仓价平均上涨20元/吨。

表 7：秦皇岛几类煤炭平仓价格

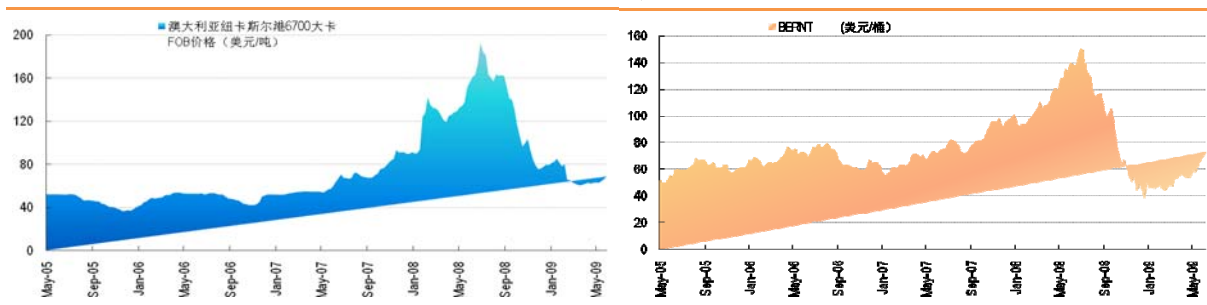
日期	大同优混	山西优混	山西大混	普通优混
2009-4-7	600	565	490	365
2009-4-13	610	575	500	380

2009-4-20	620	585	505	380
2009-4-27	620	585	505	375
2009-5-4	620	585	505	375
2009-5-11	630	590	520	375
2009-5-18	630	590	520	375
2009-5-25	630	590	520	375
2009-6-1	630	590	520	375
2009-6-8	630	585	515	370
2009-6-15	620	585	515	365

数据来源：煤炭资源网

国际主要煤炭价格也出现小幅回升，澳大利亚纽卡斯尔港6700大卡FOB价格（美元/吨）自2009年3月27日于60.2美元/吨见底后，至6月5日已回升至68.5美元/吨。BERNT（美元/桶）也从2月份的43.7美元/桶回升到6月12日的73.1美元/桶。

图 8：国际主要煤炭价格指数变化



资料来源：bloomberg

（二）煤炭库存出现小幅回升

在经过了四五月的淡季低库存后，秦皇岛煤炭库存6月初突破500万吨，回升到正常库存水平。6月5日秦皇岛港煤炭库存总计512.97万吨，比5月初增长37%。而回溯到此前2~3个月，秦皇岛煤炭库存曾一度骤降，4月库存不足300万吨，在三年来的低位徘徊。进入5月中下旬，库存开始逐渐攀升。考虑到四五月份受到大秦线检修和大包线电气化改造的影响，秦皇岛港煤炭库存较低，但现在两条铁路已经恢复正常，相对于常年存煤正常水平为500-600万吨而言，库存的压力逐渐显现。

在港口库存逐步回升的同时，直供电厂煤炭库存也在回升5月末，直供电厂煤炭库存为3231.7万吨，环比增加277.3万吨，增长9.4%。与港口库存是由于调入量增加而回升不同，直供电厂库存增加是由于耗煤量下降所致。根据中商流通生产力促进中心的测算，5月份，直供电厂日均耗煤量仅为161.2万吨，环比减少5.4万吨，与去年同期相比，减少28.4万吨，表明相较去年动力煤需求仍存在疲软。

图 9：全社会煤炭库存情况

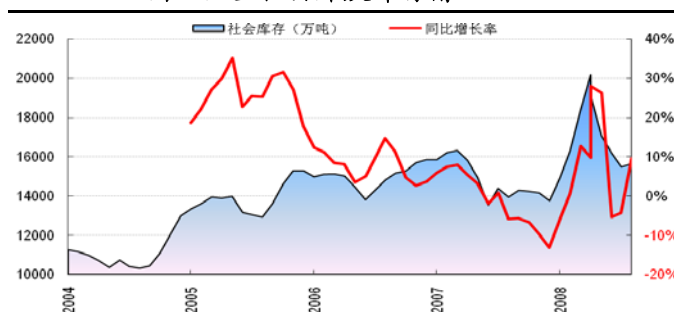


图 10：秦皇岛煤炭库存变化情况

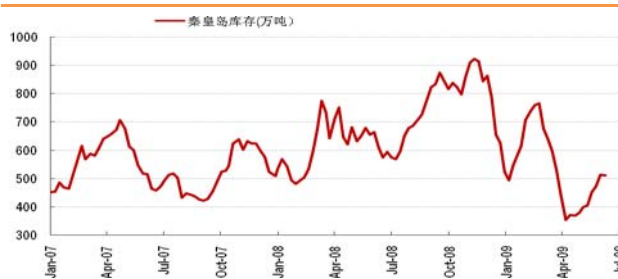


图 11：直供电厂煤炭库存变化情况

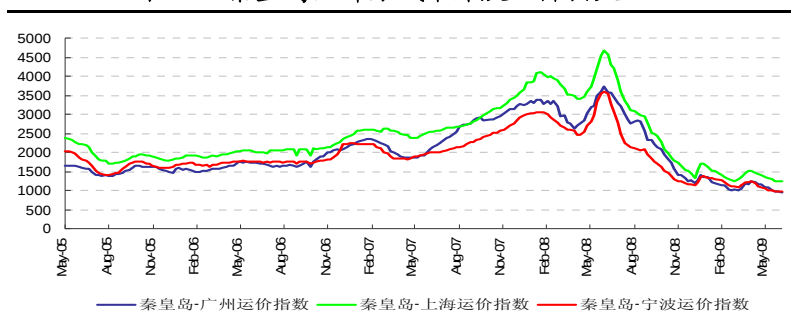


资料来源：煤炭资源网

（三）煤炭运输费用维持低位

煤炭运输费用指数继续走低，由于煤炭需求低迷，运输市场行情仍处于低位，主要航线煤炭运价低位运行，6月15日秦皇岛至广州航线运价指数为948.12点，连续三周基本持平，市场运价报收于30元/吨；秦皇岛至宁波航线运价指数报收于938.1点，较上周下跌3.54%。往年6月一直是秦皇岛煤炭销售旺季，但今年的销售却略显清淡。从运力来看，目前压港的船舶仍有100多艘。由于运费低廉，一定程度上降低了华东、华南地区电力企业的电煤成本，促使了火电行业盈利水平的提升。

图 12：秦皇岛至部分城市煤炭运价指数

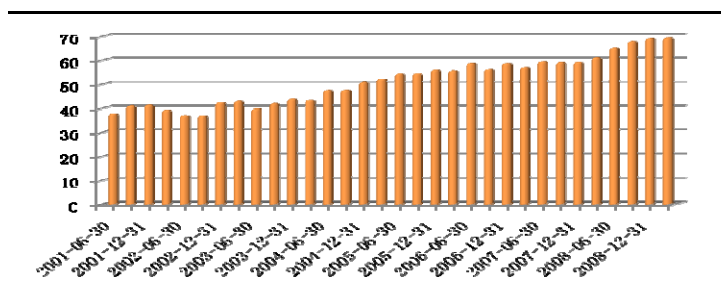


资料来源：煤炭资源网

（四）财务费用控制受益于宽松货币政策

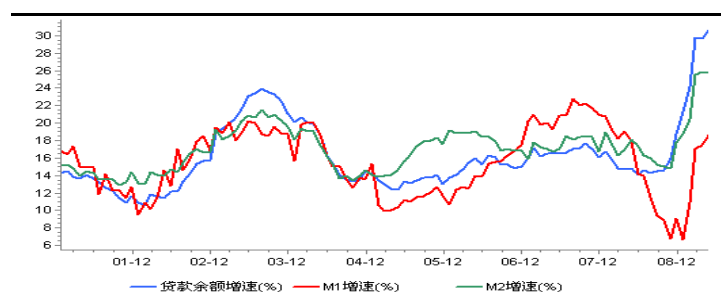
电力行业作为资本密集型行业，所涉投资额巨大，以A股电力上市公司的资产负债比测算，随着电力投资的不断加大，已从2002年的43%左右上升到当前的70%左右。而3~5期中长期贷款利率出现了较大的回落，至2008年12月下调之后，维持在5.76%的水平，而信贷投放自08年下半年开始出现了大幅的攀升。

图 13: 电力行业上市公司资产负债比率变化情况



资料来源: wind资讯

图 14: 贷款余额及 M1、M2 变化情况



资料来源: 中国人民银行

三、下游企业经营出现回暖

（一）下游用电大户企业用电水平有回暖迹象

今年一季度，石油加工和炼焦业增加值同比下降5.4%，有色金属和黑色金属业仅增长0.3%，这些高耗电行业拉动全社会用电量增幅下降了3.61个百分点。但自二季度以来，部分电力消耗较高的行业的产值出现快速回升，有望带动电力消费的进一步提升。

图 15: 生铁产量及同比变化情况

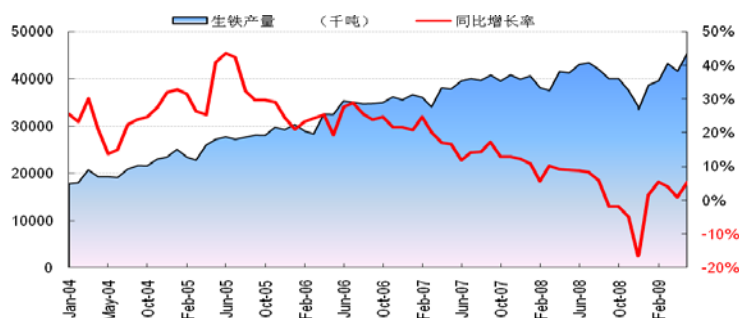


图 16: 合成氨产量及同比变化情况

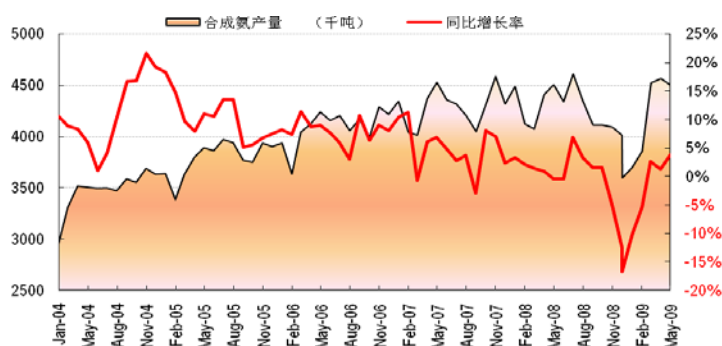
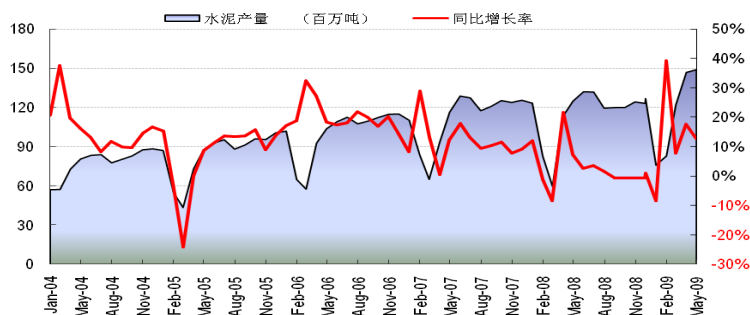


图 17: 水泥产量及同比变化情况



资料来源: CEIC

（二）夏季用电高峰的到来将进一步加大用电需求

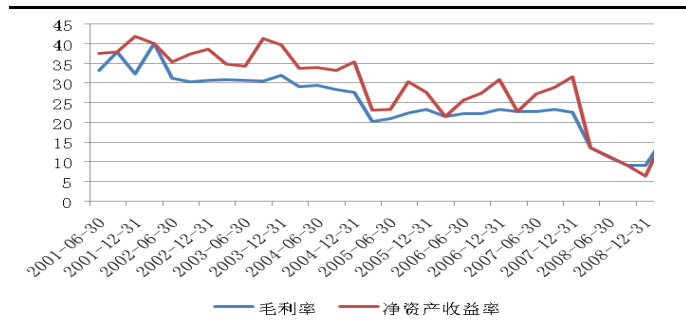
今年夏季高温天气提前到来，部分电网公司用电负荷已创历史纪录。受持续高温天气影响，6月19日中午，华中电网全网用电负荷达8158万千瓦，比历史最大负荷增长了近200万千瓦，创出历史新高。与此同时，江西用电负荷也刷新了历史记录，达到827万千瓦。相比去年同期，今年全网水电来水偏丰，电煤供应形势好转，电网安全约束减少，四川灾后负荷基本得到恢复，预计后面电网用电负荷还会不断创出新高。

四、行业盈利好转但仍存隐忧

（一）行业整体盈利出现好转

随着经济的复苏，电力行业的盈利状况随之出现好转。统计显示，电力全行业4月份单月以21.9亿元的盈利额强势扭亏，而在今年第一季度，电企业绩虽受到煤炭价格继续回落的利好推动，但由于全社会电力需求不断萎缩等因素，整个电力行业仍然处于亏损当中，一季度电力行业亏损总额为13.7亿元。上市公司的毛利率在一季度已出现回升，净资产收益率也随之出现显著回升。

图 18：电力行业毛利率及净资产收益率变化情况



资料来源：wind资讯

（二）盈利的进一步提升有待观察

目前火电上市公司的煤价较07年仍高出20%左右，较08年回落10~15个百分点，其盈利能力相较以前年度出现较大幅度的下滑。随着能源需求的提升，包括石油、煤炭煤炭在内的资源品价格面临进一步提升的空间。秦皇岛港在库存维持高位同时，部分煤种价格已出现每吨5~10元的上调，日前，秦皇岛港发热量5500大卡/千克山西优混平仓报价每吨上调5元，最高为575元/吨，发热量5000大卡/千克山西大混平仓报价每吨上调5~10元，为495-510/吨。统计显示，今年5月份全国煤炭需求量已有明显增加，5月份全国煤炭销量完成22632.17万吨，同比增加1257.17万吨，增长5.88%，远高于前5个月同比增长1.64%的平均水平。如果按此推算，未来一个月全国煤炭再增加千万吨以上销量的可能性的确很大，从而对煤炭价格形成向上的压力，将降低电力企业的盈利预期。

五、行业和个股的投资机会分析

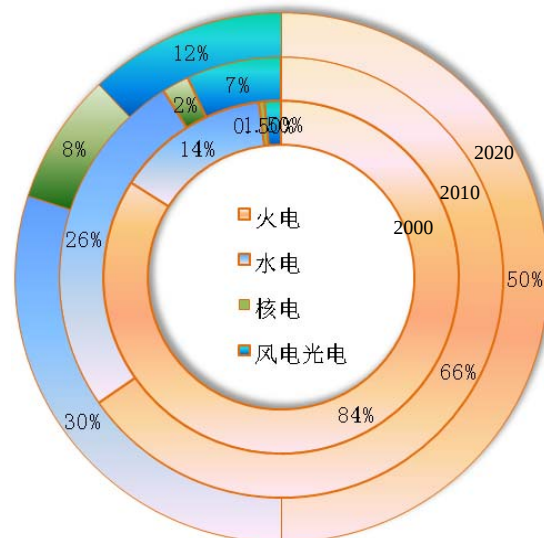
（一）清洁能源逐渐成为行业发展热点

我国电源结构一直是以火电为主，清洁及可再生能源发电占比一直很少。09年有望

出台一系列鼓励政策来改善我国长期以来电源结构不合理的局面，按照《可再生能源中长期发展规划》，水电、风电、太阳能以及生物质能将成为可再生能源发展的重点区域。根据国家能源局提供的数据，水电的发展重点为开发金沙江、雅砻江、大渡河、澜沧江和怒江流域，同时因地制宜开发小水电。到2010年，水电规模将达到1.9亿千瓦，到2020年，水电规模将达到3亿千瓦。风电的发展则将通过大规模开发，促进技术进步和产业发展，实现设备制造国产化，尽快使风电布局具有市场竞争力。到2010年，风电规模将达到2000万千瓦，在江苏、河北、内蒙古、甘肃和吉林建立百万千万风电基地。到2020年，力争在甘肃、内蒙古、河北、东北，以及江苏沿海等地建立若干个千万千瓦风电基地。在太阳能方面，将在偏远地区建设独立太阳能电站和户用光伏电源。在经济条件较好的城市发展并网光伏电源，在资源条件好的地区建设大型太阳能电站。到2010年，太阳能发电将达到30万千瓦，到2020年，达到180万千瓦。

新发展目标的调整将直接造成总投资额的调整。根据能源局提供的数据，水电新增装机约1.9亿千瓦，总投资约为1.3万亿元，风电新增装机约10000万千瓦，总投资约为9000亿元，太阳能发电新增173万千瓦，总投资约1300亿元，太阳能热水器新增两亿平方米，总投资约4000亿元。另外，生物质发电新增2800万千瓦，总投资约2000亿元，农村用户沼气新增6200万户，总投资约1900亿元。根据以上数据测算，如果要实现2020年规划目标，需要总投资约3万亿元。

图 19：2010 年—2020 年我国发电结构规划发展图



数据来源：国家能源局

相对于目前其他清洁能源（太阳能和风电）在技术以及政策扶持上还不够成熟，比较而言，当前阶段更看好水电的发展前景。我国水电资源极其丰富，在未来10到20年内

将是我国水电建设的高峰，一批大型水电项目将陆续投产。

“十一五”期间，全国将新增水电装机容量7300万千瓦，其中抽水蓄能电站1300万千瓦。到2010年，全国水电装机容量达到1.9亿千瓦，占电力总装机容量的26%左右，开发程度达到35%，其中大中型常规水电1.2 亿千瓦，小水电5000 万千瓦，抽水蓄能电站2000 万千瓦，已建常规水电装机容量占全国水电技术可开发装机容量的31%。“十一五”期间我国水电开发重点放在西部，要开发一系列调节性好、控制性强的重大项目，主要有金沙江的向家坝（600万千瓦）、观音岩（300万千瓦），雅砻江的两河口（300万千瓦）、锦屏二级（440万千瓦），大渡河的双江口（440万千瓦），乌江的沙沱（440万千瓦）等水电站。

表 8：水利开发重点项目分布

重点流域	重点项目
金沙江	向家坝、白鹤滩、观音岩、鲁地拉、龙盘、梨园、阿海等水电站
澜沧江	景洪、糯扎渡、功果桥、里底、黄登等水电站
大渡河	大岗山、长河坝、泸定、双江口、猴子岩等水电站
雅砻江	锦屏二级、官地、两河口、牙根等水电站
黄河上游	积石峡、羊曲、班多、茨哈、玛尔挡等水电站
乌江	思林、沙沱、银盘等水电站
怒江中下游	六库水电站
红水河	光照、董箐、马马崖等水电站

数据来源：国家发改委、中电联

（二）煤电一体化产业链的延伸

2008 年年底订货会上煤企提出09年合同价上涨至540元/吨~550元/吨（约上涨15%~18%），电企则期望维持08年年初水平，或直接降50元。煤电企业的这种期望差距难以达成妥协，春节后五大电力集团与华润形成“不降价不购买”联盟，并进而转向国外谋求进口，其间五大发电集团与澳大利亚签订约100万吨进口煤，热值5800大卡，到岸价约为70 美元/吨（不含税），总量约为100万吨。发改委价格司在3月中旬抛出4%的合同煤上涨方案，并未被煤电双方接受。此后4~5月传统的火电淡季但市场煤未出现预期中的回落，6月初山东和贵州2省各主要煤企分别与五大电力集团签订省内重点电煤合同，敲定价格为在2008年年初重点电煤合同价格的基础上上涨4%。煤炭行业的高集中度以及山西政府保价限量的政策的得力，当前煤电双方谈判的优劣地位彰显，电企降煤价的预期落空，也是部分电企直接谋求控制煤炭企业。

表 9：部分涉足煤炭的电力上市公司并购方案一览

时间	所涉公司	整合方	方案要点
2009-1-16	京能热电	酸刺沟矿	公司目前已持有内蒙古伊泰京粤酸刺沟矿15%的股权，公司拟以约 4亿元的价格再次收购酸刺沟矿9%的股权。确保京能热电控股的煤研石电厂稳定的燃料供应和低成本运行，年产 1200万吨煤炭，资源储量 14.15亿吨。
2009-1-16	长源电力	安兴、兴华	长源电力拟以总资产收购价格不超过 3.90亿元收购河南禹州市安兴、兴华煤业公司。安兴煤矿储量 508.2万吨，兴华煤矿储量 249.65万吨。技改后年产量将分别达到60万吨。
2009-6-29	华电能源	东兴、龙电	拟用自有资金出资4.79亿元收购黑河市兴边矿业有限公司70%股权，收购龙电集团有限公司持有的兴边矿业22.24%股权，兴边矿业产能60万吨/年，煤炭保有储量4689.88万吨，可采储量3058.41万吨。
2009-6-19	华电国际	新汶矿业	华电国际收购的是新汶矿业集团内蒙古能源有限责任公司上海庙矿区的两个主力煤矿——长城煤矿和福成煤矿，两矿距离灵武电厂约50公里。其中，长城煤矿资源储量1.117亿吨，年产能180万吨；福成煤矿将于2009年7月建成投产，资源储量2.38亿吨，年产能240万吨。

数据来源：根据上市公司公告整理

（三）直购电带来的市场机会

国家电监会6月25日披露了《大用户与发电企业直接交易购售电合同(示范文本)》和《大用户与发电企业直接交易购售电委托输电服务合同(示范文本)》，并公开在网上征求意见，征求意见截止日期为7月10日。此举意味着大用户直购电进入重要的操作阶段。自金融危机暴发以来，大用户直购电被政府一步一步往前推动。在两会期间，国务院总理温家宝在政府工作报告中提出，在2009年要继续深化电价改革，逐步完善上网电价、输配电价和销售电价形成机制，适时理顺煤电价格关系。随后，国家发改委、电监会、国家能源局选择了15家电解铝企业进行直购电的试点。

表 10：15 家直购电试点电解铝企业名单及涉及的电力上市公司

直购电试点电解铝企业	区域	涉及电力上市公司
抚顺铝业	辽宁抚顺	
中国铝业山东分公司	山东淄博	华电国际
山西关铝	山西运城	大唐发电、漳泽电力
山西华圣铝业	山西永济	大唐发电、漳泽电力
中国铝业连城分公司	甘肃连城	大唐发电、国电电力（参股）
甘肃华鹭铝业	甘肃白银	国投电力
陕西铜川铝业	陕西铜川	
青铜峡铝业	宁夏青铜峡	
中国铝业青海分公司	青海西宁	
包头铝业	内蒙古包头	内蒙华电
云南铝业	云南昆明	国投电力
中国铝业贵州分公司	贵州贵阳	

中国铝业广西分公司	广西百色
四川启明星铝业	四川眉山
四川广元启明星铝业	四川

数据来源：中电联、国家电网公司

直购电将直接导致上网电价下调，不调整电网的输配电价和过网费。15 家电解铝企业和涉及的电力上市公司中，国投电力、大唐发电、华电国际、国电电力、漳泽电力、内蒙华电都有涉及，但除了国投电力之外，其他的公司影响都不大。国投电力目前主要的机组都分布云南和甘肃（重组实施前），且距离电解铝项目非常近，估计会参与直供。

（四）国资新政可能为部分电企带来机遇

2007年1月，国资委曾宣布将加快推进股份制改革，积极推进具备条件的中央企业母公司整体改制上市或主营业务整体上市，2008年12月，国资委主任李荣融在中央企业负责人会议上重申到2010年中央企业减少到80~100家。2008年12月上旬，备受瞩目的《商业银行并购贷款风险管理指引》正式施行，标志着国家对企业的并购整合开始有了较为实质性的措施支持。

电力行业作为资本密集型行业，资本的整合既符合产业发展的集约化要求，也对产业布局和外延式扩张意义重大。可以预见，国有资产新的政策取向，将为集团资产优良、管理体制明晰的国有大型电力企业发展带来新的机遇，通过企业并购和集团整体上市，将有利于促进竞争优势并促使产业布局合理更加合理。

表 11：央企电力公司体系表列

体系	核心央企	下属旗舰上市公司
电网公司	国家电网	国电南瑞、西昌电力、乐山电力、明星电力、岷江水电、金马集团
	南方电网	文山电力
国电系发电集团	华能集团	华能国际 A、华能国际 H、内蒙华电、鲁能泰山
	国电集团	国电电力、长源电力
	中电投集团	中国电力 H、九龙电力、漳泽电力、上海电力、吉电股份、东方热电
	华电集团	华电国际 A、华电国际 H、黔源电力
	大唐集团	大唐发电 A、大唐发电 H、桂冠电力、华银电力
非国电系发电集团	三峡总公司	长江电力、金风科技
	北京国华电力公司	
	国家开发投资公司	国投电力、国投新集、国投中鲁、高新张铜、中纺投资

数据来源：中电联、国家电网公司

（五）资本运作或可能带来的超额收益机会

从08年下半年到现在，已有黔源电力、国投电力、豫能控股、内蒙华电等公司停牌

进行资产重组或注入，在这些频繁的资本运作背后，一方面反映了企业的高煤价、高资产负债率经营压力下的主动求变，也反映出了通过资产的重组和注入，确实为企业的发展带来了新的机遇，在市场上获得了谋求超额收益的投资机会。

表 12：部分进行资本市场运作的市场情况

类别	时间	所涉公司	整合方	方案要点
整体上市	09-5-16	长江电力	三峡总公司	三峡工程18台发电机组及专业化公司股权注入
资产注入	09-5-18	桂冠电力	大唐集团	大唐集团将岩滩水电站45.5%股权注入桂冠
	09-3-3	川投能源	四川省投	定向增发2.9亿股收购二滩48%股权
	08-12-10	国投电力	国投集团	国投集团电力资产注入国投电力。
股权收购	08-12-29	华电国际	河北华瑞	公司以7.29亿元收购河北华瑞能源集团100%股权，权益装机增加 76.47万千瓦。
	08-12-11	国电电力	英力特	国电电力出资12.66亿元收购英力特集团51%的股份实际控制上市公司21.91%股份
	09-2-5	通宝能源	山西国际电力	以 4.2元要约收购5%股权
股权转让	08-12-11	鲁能泰山	华能集团	华能山东间接控制鲁能泰山18.54%的股份。
	09-6-18	金山股份	华电集团	金山股份控股股东拟将全部股权转让给华电集团
	08-10-29	黔源电力	华电集团	华电控股公司乌江公司以现金5亿认购黔源电力非公开发行7462万股，持有黔源电力42.57%的股份，间接持有黔源电力51.25%的股份。
股权置换	09-4-8	豫能控股	河南投资集团	拟将焦作电厂5、6#机组置换鸭河口55%股权、天益100%股权
	09-4-11	内蒙华电	北方联合电力	包一包二电厂置换海电三期
定向增发	08-12-12	华电能源	华电集团	定向增发 6亿股，用于佳木斯热电厂 2×300MW供热扩建工程项目建设，东北地区的电力发展主体和资本运作平台

数据来源：根据上市公司公告整理

五大发电集团是电力产业的中坚力量，其整合行为影响最大。由于集团资产规模庞大且质地差异较大，因此，最可行的整合方向是集团持续向上市公司注入资产，实现“分步整体上市”或“分区域整体上市”。此外，集团公司的发展是动态的，集团电源资产的盈利能力在不断改善，未来对上市公司的资产注入能力和可行性持续增强。

表 13：部分国企资产整合的可能目标及意向

收购方或重组方	目标公司	整合行为或意愿
华能集团	鲁能泰山电缆电器有限责任公司	出资 6.37 亿收购公司56.53%股权
国电电力	宁夏英力特集团公司	拟出资12.66 亿持有增资后英力特集团51%股权
华电国际	河北华瑞能源集团公司	出资 7.29 亿收购华瑞100%股权
中电投集团	贵州金元集团公司	出资 50 亿元持有金元集团公司60%的股权
国家开发投资公司	国投电力、国投新集	重大无先例资产整合事宜

数据来源：中电联、国家电网公司

六、投资策略及重点公司推荐

依据以上所作的分析，电力行业仅依靠经营业绩的提升所带来的投资机会相对较为有限，对于所属电力行业上市公司前期市场表现较为突出的也多隐含着主题投资的相关题材，因此，对于电力行业的资产配置，将主要围绕着政策扶持的产业发展方向和资产重组的题材展开。

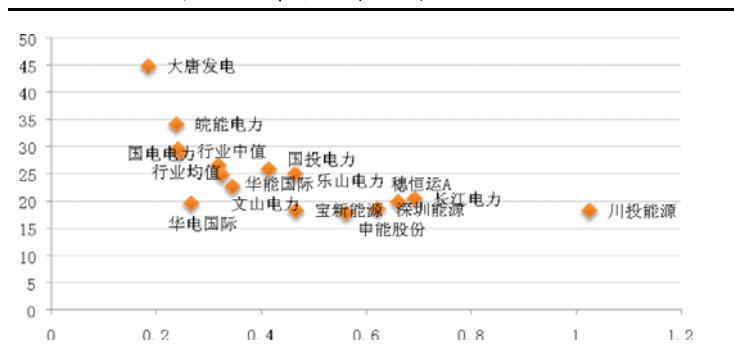
（一）资产配置遵循火电标配水电超配的原则

针对下半年所面临的即将到来的夏季用电高峰，短期内用电需求将会有有一个较大幅度的提升，电网的负荷也将面临考验。但从业绩恢复的角度考虑，火电整体上仍然缺乏趋势性机会，可以考虑在区域的选择上偏重于沿海发达地区的经济复苏和产能释放刺激作用，选择区域性优质上市公司，建议关注穗恒运、宝新能源、申能股份、深圳能源。对于水电企业，随着今年丰水期的到来，发电利用小时数将会有所提升，收益水平有望提高，建议关注长江电力、川投能源、国投电力和文山电力。

（二）继续关注收益稳健的低估值电力股

从上市公司PE和ROE的比较看，具有相对较高的ROE而PE 水平较低的个股因具有高收益和低风险的特性，应成为资产配置的重点，从我们估算的年化ROE和相对应的PE考虑，川投能源、长江电力、穗恒运、深圳能源、申能股份和宝新能源具有较高的安全边界，可以给予重点关注。

图 20：部分上市公司 PE/ROE 比较



数据来源：wind资讯

（三）加大对资本雄厚公司进行并购重组的关注力度

电力行业作为资本密集型行业，每一次资产并购所涉及资金数额都十分庞大，而从企业的运营实际看，通过并购重组等资本运作确实能够起到延长企业产业链、提高行业竞争力、增强规模优势等作用。前期的国投电力重组完成后装机容量将面临跨越式增长，

较重组前分别增长86.13%和84.82%，到雅砻江水电全部投产，公司总装机容量将达到4460万千瓦，实现公司的电源结构的根本转变。而长江电力整体上市后，可控装机容量将达跃升为2107.7万千瓦，为收购前的2.5倍，此外，6台地下发电机组的建设将在2012年前后投产并注入到上市公司，成为当之无愧的水电航母。因此，并购重组在一定程度上可以大大加速企业的发展速度，实现业务经营的跨越式发展。

(四) 重点关注公司收益预测

代码	股票简称	ROE			PE		PB
		2008A	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E
600674	川投能源	0.56	1.02	1.18	18.25	15.81	6.32
600900	长江电力	0.42	0.69	0.85	20.45	16.63	3.48
000531	穗恒运 A	-0.20	0.66	0.72	19.92	18.18	4.80
000027	深圳能源	0.47	0.62	0.69	18.49	16.45	2.19
600642	申能股份	0.21	0.56	0.66	17.77	15.05	2.06
000690	宝新能源	0.32	0.46	0.48	18.33	17.54	3.90
600644	乐山电力	0.26	0.46	0.59	25.02	19.6	5.78
600886	国投电力	0.12	0.41	0.57	25.90	18.76	2.72
600995	文山电力	0.37	0.34	0.41	22.69	18.71	4.37
600011	华能国际	-0.31	0.32	0.41	24.82	19.37	2.60
000600	建投能源	0.05	0.31	0.40	20.71	16.06	2.07
600098	广州控股	0.17	0.27	0.29	24.29	22.34	1.65
600027	华电国际	-0.42	0.26	0.30	19.53	17.09	2.78
000899	赣能股份	0.06	0.24	0.29	25.90	21.64	2.46
600795	国电电力	0.03	0.24	0.31	29.57	22.26	2.69
000543	皖能电力	0.05	0.23	0.32	34.16	25.05	1.69
601991	大唐发电	0.07	0.18	0.24	44.85	33.71	3.76
600292	九龙电力	-0.39	0.06	0.09	137.7	96.69	4.02
600726	华电能源	0.01	0.06	0.14	63.35	27.4	1.73
000966	长源电力	-1.50	0.04	0.22	112.5	24.58	2.12
000601	韶能股份	-0.09	0.04	0.11	125.0	52.09	1.87

投资评级说明：

类别	级别	定义
股票短期 投资评级	买入	预计未来 6个月内，股价涨幅为15%以上
	增持	预计未来 6个月内，股价涨幅为5-15%之间
	中性	预计未来 6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	卖出	预计未来 6个月内，股价跌幅为10%以上
股票长期 投资评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
行业 投资评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6个月内，行业指数将跑赢市场平均水平
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6个月内，行业指数跟随市场平均水平
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6个月内，行业指数将跑输市场平均水平

声 明

※本报告作者声明：在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。

※本报告文章纯属个人观点，仅供参考，文责自负。读者据此入市，风险自担。

※本报告为英大证券有限责任公司所有。未经英大证券有限责任公司同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分复制、复印或拷贝；或向其它人分发。