

电力行业动态研究报告

优于大势

——电力需求回暖势头确立，火电企业受益明显

提升评级

产业部门/行业

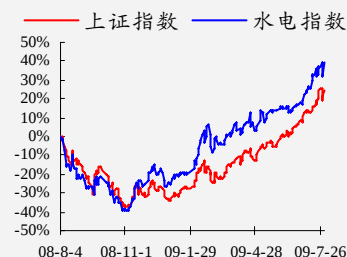
2009 年 8 月 10 日

投资要点:

- 2009 年 1-6 月份，全国全社会用电量同比下降 2.2%，其增速同比回落 13.9 个百分点。值得关注的是，从 6 月份出现今年以来首次同比正增长，达到 4.3%，7 月份延续了良好势头，用电需求回暖势头初步确立。鉴于基数效应、外贸企稳等因素，我们判断未来几个月用电需求同比增幅将维持在相对高位水平。
- 迎峰度夏并未造成电煤市场供应紧张、价格上涨的局面，我们认为这与沿海电厂进口外煤弥补部分电煤需求增量、小煤矿复产力度有所增强有关，根据国内外经济形势现状的判断，我们预计下半年电煤价格总体趋势呈现稳中略有下降局面。
- 大户直购电工作将积极推进，包括风电上网电价在类的新能源上网定价工作也努力探索，但仍将面对很多棘手问题。就目前情况来看，近期上调销售、上网电价存在一定困难。
- 考虑到下半年水电对火电的挤压效应明显减弱，加之压小工作力度强于预期，火电机组净增量偏向我们当初预测值的下限，我们认为电力需求回暖趋势的确立，火电企业受益明显，特别要关注电力需求回暖势头较强区域火电公司，如东南沿海地区。
- 考虑到火电企业在去年下半年出现巨幅亏损，我们建议在煤炭价格回落且处于相对平稳的背景下，更多关注于电力需求回暖的火电企业业绩反弹，特别是布局与东南沿海的一些火电上市公司，如广东地区的深圳能源、宝新能源以及华电国际等，此外还可以关注存在外延式扩张的内蒙华电等。

维持对文山电力、申能股份、长江电力的“推荐”评级。

走势图



子行业	评级
火电	推荐
水电	推荐
核电	推荐
风电	中性

重要公司	评级
文山电力	推荐
申能股份	推荐
深圳能源	推荐
宝新能源	推荐
桂冠电力	谨慎推荐
华电国际	推荐

分析师: 吴江涛

TEL: (8621)6336 7000-234

FAX: (8621)6337 3209

Email: wujt@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20

(邮编 200002)

1. 电力需求回暖超预期

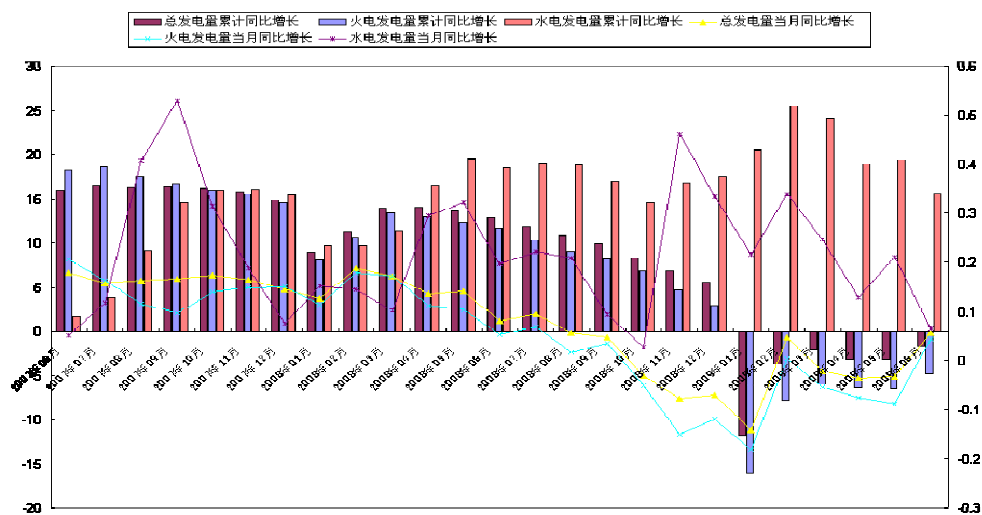
1.1 电力需求及生产情况回顾

2009年1-6月份，全国全社会用电量同比下降2.2%，其增速同比回落13.9个百分点，其中第一产业用电量同比增长3.8%，增幅同比回落1.2个百分点；第二产业用电量同比下降5.7%，回落了16.8个百分点；第三产业及居民生活用电分别同比增长9.4%和9.9%，同比回落2.9和6.6个百分点。不难看出工业用电的回落对拉动全社会用电量的回落贡献最大。

但从趋势来看，电力需求呈现逐月回升的态势，特别是在6月份出现今年以来首次同比正增长，达到4.3%。统计数据表明，受经济刺激计划影响，3月份以后轻工业用电开始逐步恢复，而重工业用电同比增长也在6月份也实现正增长，用电需求回暖势头初步确立。

电力生产方面，1-6月份全国发电量同比下降1.7%，去年同期为12.9%，其中火电下降4.8%，去年同期为11.7%；水电增长15.7%，去年同期为18.5%。值得关注的是6、7月份发电量同比持续出现了正增长，分别达到3.59%、4.2%（国家电力调度中心统计口径），火电发电量在6、7月同比增幅转正，水电同比增速出现回落。

图一 发电量、火电、水电累计及当月同比增速（%）



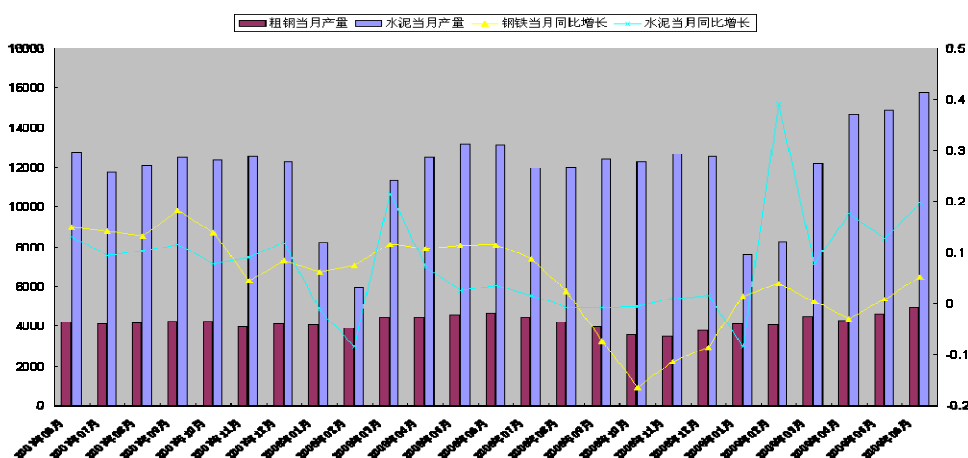
资料来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

1.2 高耗能产业产能复苏、外贸出口企稳及天气是导致超预期的主因

- 钢铁、水泥单月产量创新高，有色金属、化工产能有所恢复

在积极财政政策及适度宽松货币政策的共同作用下，基础建设投资及房地产投资出现了积极效应，这带动了钢铁、水泥需求（包括预期）的大幅上升，6 月份都创出近期新高。

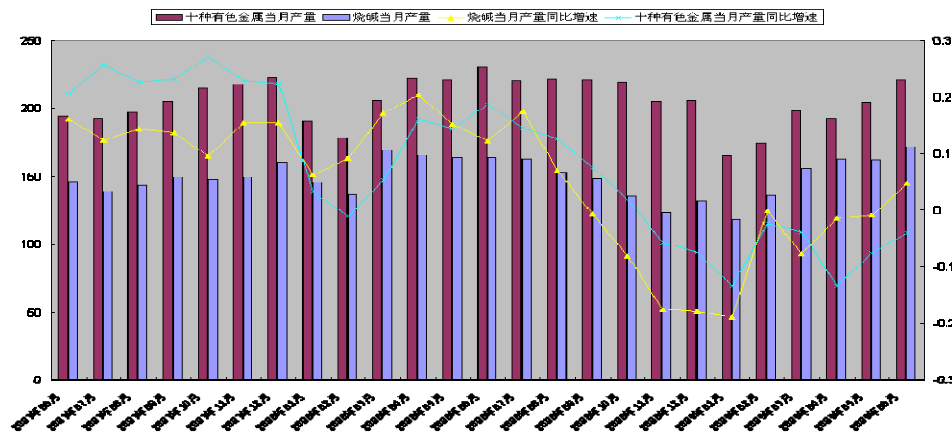
图二 钢铁、水泥近期当月产量（万吨）及同比增长（%）



资料来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

近期有色金属现货及期货价格的上涨带动了有色金属产能的释放，四万亿元投资计划对化工行业的影响也逐渐显现。

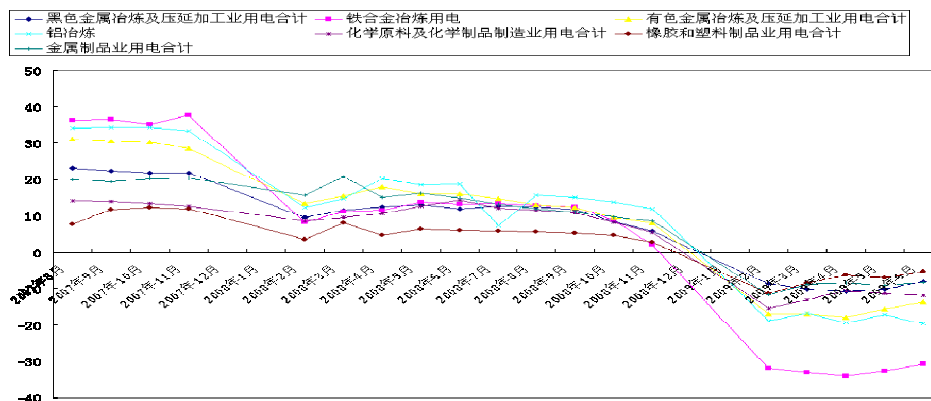
图三 十种有色金属及烧碱当月产量（万吨）及同比增长（%）



资料来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

主要耗电行业的用电变化也印证产量统计数据变化情况。从趋势上看，主要耗能行业用电需求同比增速虽然仍为负，但呈现企稳并收窄势头。

图四 主要耗电行业用电需求变化

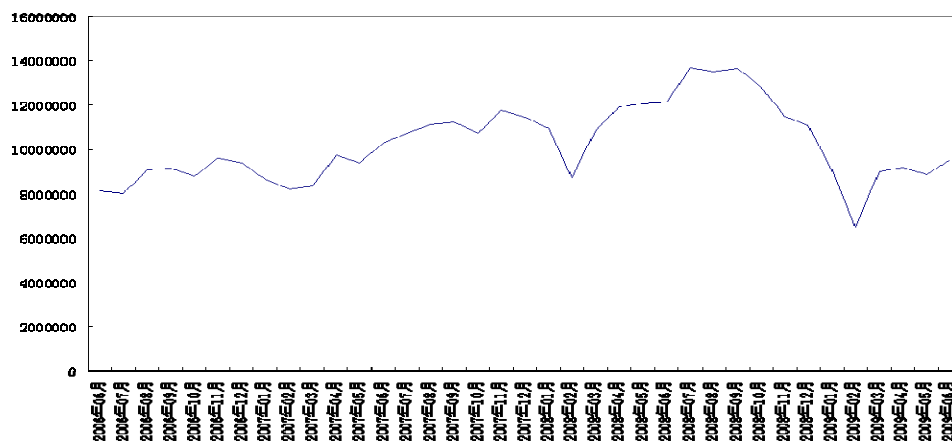


资料来源：东北证券金融与产业研究所整理

➤ 外贸出口企稳

从海关统计口径来看，出口近几个月出现企稳。

图五 合计出口额（万美元）



资料来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

地区用电回暖情况来看，6、7月份广东、浙江等东南沿海地区领先全国其他地区先行回暖。7月份用电数据表明，广西同比增长12.27%，福建增长7.7%，浙江增长4.3%，山东增长4.4%，广东增长7.0%，这些地区用电需求仍然保持较快增长，不难判断，出口恶化形势得到遏制，并出现企稳小幅回升态势。

- 天气也是用电需求超预期回暖的重要因素

产业升级及生活层次提升，第三产业及居民用电量持续保持了较高增速，随着家电下乡的推进，居民用电量有望进一步提高，在供电结构中的占比逐渐增强。

09年6月份全国大部分地区过早进入酷热天气，使得用电负荷骤然大幅提升，华中、华东等电网一再打破去年最大用电负荷。

1.3 电力需求回暖超预期后的再判断

2009年下半年，政策上的延续性、国内工业生产和投资、消费有望回暖及外贸出口降幅收窄等拉动电力需求增长的有利因素会增多，但考虑到宏观经济形势的复杂性，不确定性因素仍然存在，因此，需要客观全面考量未来电力需求的变化。

- 用电量基数效应放大回暖程度

奥运环保的缘故，京津唐地区企业停产、限产，降低了08年6、7月份真实用电需求；08年5月中旬后电煤价格飞涨被动抑制一部分用电需求；上海、浙江、广东等地在6、7月份已率先下滑，这些都导致08年同期用电量基数有所降低，考虑到金融危机在10月份后显著影响国内实体经济，可以肯定基数效应在未来几个月有扩大作用的趋势。

- 天气因素不只是简单扰动因素

天气因素虽然在全社会用电需求趋势变化的影响有限，但不得不认同09年早热之夏对支撑用电回暖功不可没，特别是对于以服务业为主的地区影响更甚。不难看出，7月下旬发电量同比增长1.97%，环比降幅达到5.94个百分点，这与下旬全国大范围降雨导致的气温下降有关。

- 高耗能地区用电分化背后折射的问题

从6、7月份数据来看，高耗能地区分化严重。河南、河北南部发电量7月份同比增长分别达到12.7%和13.6%，主要是得益于近期钢铁业的大幅回暖；云南、宁夏及山西7月份同比增幅也分别达到了7.2%、2.6%及0.3%，我们判断，云南、宁夏高耗能产业得到当地政府政策大力扶持（包括优惠电价）下复产率较高，山西的煤矿企业复产情况有所改善。

与此同时，辽宁、内蒙、甘肃、青海等地区的用电需求恢复的还是不尽人意，这与该类地区的高耗能产业的复产情况有关。

我们在对有色金属的真实需求回暖要报谨慎态度，特别钢铁产能大幅度释放，未来下游对钢铁的需求能否持续需要实时关注，有数据称，近期钢铁中间商的库存有所增加。

基于以上考虑，我们的谨慎判断是，国家财政政策、货币政策下半年没有大的变化情况下，信贷规模仍然保持一定规模，楼市仍将保持平稳，钢铁的产能不会出现大幅波动，基建项目保持一定进度，电力需求仍将保持延续性，跳跃式上升的可能性不大。

从回暖区域来看，继续坚持东南沿海地区的用电需求率先走出来的观点，逻辑基点为：一定时期内外需仍然是中国经济恢复快速增长的最大拉动力（客观因素阻碍等，产业升级效果不佳），外向型经济区域是外需反弹最先受益区域。

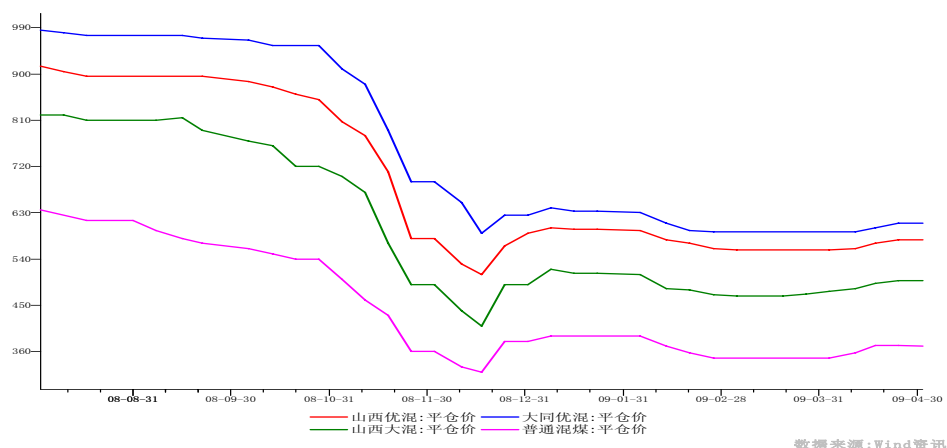
基数效应放大作用让我们认为下半年用电需求同比增长保持较高水平不是难事，有望拉动全年用电同比增长超过中电联年初的修正预测 2.5%-3.5%。

2. 电煤价格下半年稳中略有下跌

2.1 近期动力煤价格保持相对稳定

迎峰度夏用电负荷大幅上升，电煤需求有所回升，以秦皇岛港为代表的中转地的库存出现下滑（其中含有天气炎热、雨水较多导致经销商降低煤炭库存的欲望的因素、外煤价格上涨导致进口动力有所削弱），但价格保持相对稳定（这和沿海电厂进口外煤、山西部分小煤矿复产有相当大的关系），以 5500 大卡的山西优混为例，7 月 27 日的平仓价为 560-570 元/吨，与两周前基本持平，比四周前略微下降了 0.44%。而普通混煤（4500 大卡、4000 大卡）与四周前的价格基本持平。

图六 秦皇岛港动力煤平仓价变化情况

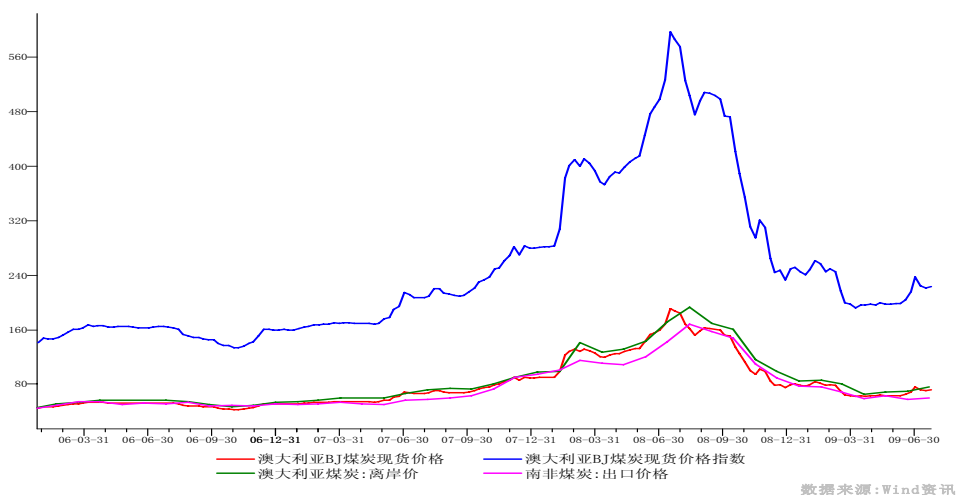


资料来源: WIND, 东北证券金融与产业研究所

2.2 国际煤价出现小幅波动

国际煤炭价格有所上涨, 但存在小幅波动。以澳大利亚 BJ 现货价格为例, 从 5 月底从 63 美元左右/吨开始缓慢攀升到 6 月初的近 60 美元/吨, 目前又回落到 71 美元左右/吨。

图七 国际煤炭价格变化



资料来源: WIND, 东北证券金融与产业研究所

2.3 坑口煤价出现回落 有望传导到中转地及发电企业

最近山西大同的动力煤产地的坑口价格出现回落，大同南郊的 5500 大卡动力煤价格从 6 月下旬的 440 元/吨回落到 7 月中旬的 400 元/吨，有望不久以后传导到秦皇岛港等中转地。

2.4 我们判断下半年动力煤价格稳中略有下降

- ✓ 在电价改革没有实质性进展的背景下，管理层倾向于供应电厂的煤价保持稳定，近期发改委给煤炭企业吹下半年存在煤炭供过于求之忧的风，解读下来，就是不希望煤炭企业乱涨价。
- ✓ 考虑到国际经济形势的现实，未来对煤炭的需求很难出现需求大幅上升的情况，预期国际煤价在小幅区间波动的可能性较大。
- ✓ 虽然国际煤炭价格上涨削弱了进口煤的动力，但考虑到进口煤的量，转为内需后的影响不甚太大。
- ✓ 目前还未签订合同煤价格的山西、内蒙古等产煤大省，在保增长（GDP）压力下，适度放宽小煤矿的复产力度，有助于煤炭的供应量，6 月份数据表明，该月煤炭产量达到 2.79 亿，同比增幅达到 15.9%。
- ✓ 用电需求跳跃式大幅增长的可能性比较小，对电煤需求相应不会出现大幅增长。

3. 电价——欲说还休

在成品油、水价、气价纷纷上涨的大环境，对电价上调自然就成了众人期待的事情。管理层也多次表达了改革电价改革的决心，指出中国电价改革的最终目标是发电、售电价格由市场竞争形成，输电、配电价格由政府制定。

对于电网销售电价及上网电价来看，管理层处于两难的抉择，在当前实体经济还未出现稳定好转之前，上调电价存在较大决策压力，目前包括电解铝行业在内的电力成本占比较高的行业，哪怕微调销售电价也会打破其目前微盈的局面，另一方面一直行政控制电价，不利于电价改革的市场化进程。

目前尽管处于 CPI、PPI 双负的调价好时机，有人担心一旦错过机会，待 CPI 高企之时，上调价格更是难中之难。

我们对下半年电价走势的判断依然保持 09 年下半年投资策略中的观点，只有在管理层受到来自电力企业经营困难的巨大压力后，才有可能上调电价。就目前现状来看，管理层依然积极推进大户直购电试点工作，本质上是准放开了部分电力市场，这其中也存在一些难以逾越的问题，如：价格双轨问题，目前主旨的是降低企业经营成本，一旦煤炭价格上涨幅度过大，参与竞价的发电企业要求提高价格（成本传导），参与试点的企业是接受价格还是退回到行政价格（企业要考虑成本收益）。

4. 火电企业下半年有望成为电力需求回暖的最大受益者

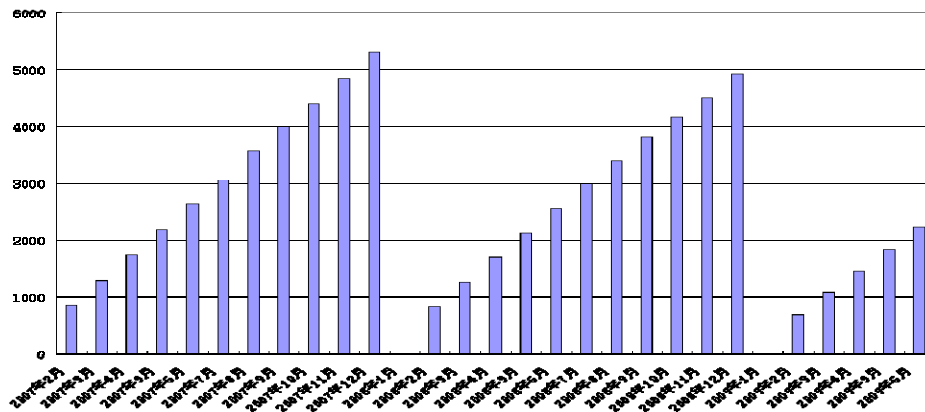
4.1 下半年水电对火电的挤压效应减弱

从全国情况来看，年初以来，来水情况较好，水电发电量同比增速较大，但到了 6 月份，考虑到来水有所下降，水电发电量同比大幅下降，基本于去年持平，到了 7 月下旬，水电同比增速降到-0.9%，考虑 11 平水期及 12 月枯水期存在丰水期来水势头，抬升了发电量基数，我们认为水电同比增速已确立了下滑趋势，换个角度，水电对火电的挤压效应在 09 年下半年会大大减弱。

从火电机组小时利用数来看，我们判断 5、6 月份基本遏制下滑趋势，后市逐

步回升。

图八 火电机组小时利用数

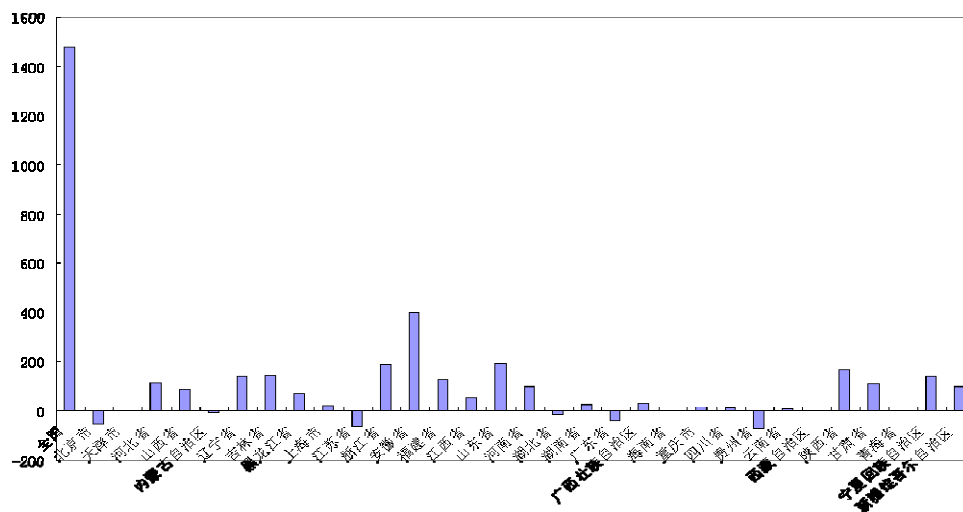


资料来源：东北证券金融与产业研究所整理

4.2 火电装机净增量下半年压力在预期之内

近几年加大压小力度，我们年初预测全国火电机组 09 年净增量在 4200-4800 万千瓦，现在仍维持目前预测值。

图九 09 年上半年累计新增火电机组装机容量（万千瓦）



资料来源：东北证券金融与产业研究所整理

09 年上半年全国火电机组净增 1481.96 万千瓦，考虑一般下半年投产机组较多，所以 09 年预计净增火电机组 4000 千多万千瓦，复合预期，有望接近下限。从地区增量来看，安徽、山东、陕西及东三省绝对增量较多，而江苏、广东等省出现负增长。

5. 投资建议

5.1 投资机会

考虑到火电企业在去年下半年出现巨幅亏损，我们建议在煤炭价格回落且处于相对平稳上背景下，更多关注于电力需求回暖的火电企业业绩反弹，特别是布局与东南沿海的一些火电上市公司，如广东地区的深圳能源、宝新能源以及华电国际、内蒙华电等。

维持文山电力、申能股份、长江电力推荐评级。

5.2 重点公司估值（2009-8-7）

公司名称	代码	股价	09EPS	10EPS	09PE	10PE
国电电力	600795	8.13	0.20	0.35	40.65	23.23
京能热电	600578	10.75	0.40	0.65	26.88	16.54
大唐发电	601991	11.09	0.20	0.25	55.45	44.36
申能股份	600642	12.88	0.58	0.63	22.21	20.44
文山电力	600995	8.92	0.40	0.52	22.3	17.15
华能国际	600011	8.74	0.27	0.32	32.37	27.31
长江电力	600900	15.25	0.60	0.72	25.42	21.18
华电国际	600027	6.13	0.25	0.32	24.52	19.16
宝新能源	000690	9.90	0.56	0.62	17.68	15.97
深圳能源	000027	13.32	0.90	0.93	14.8	14.32

资料来源：东北证券金融与产业研究所

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券有限责任公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券有限责任公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209