

基本因素向好，或助业绩超预期

电力行业 8 月动态跟踪报告

投资要点：

- 上半年国内 GDP 同比增长 7.1%，比一季度加快 1 个百分点，经济的回升趋势初步确立，影响电力需求的决定性因素第二产业增速亦结束了近 7 个季度的下滑。09 年 1-7 月全国发电 19780 亿千瓦时，累计同比下降 0.75%，其中 6 月发电量和用电量双双出现了“由负转正”的拐点，单月发电量同比增长 5.2%，7 月份全国发电量同比增速达 4.77%。
- 09 年 1-7 月全国发电设备累计平均利用小时为 2527 时，比 08 年同期下降 269 个小时，其中火电机组平均利用 2665 小时，比去年同期降低了 307 小时，水电机组平均利用 1934 小时，同比下降 76 小时，预计 09 年全国发电设备累计平均利用小时将下降到 4400 小时左右。
- 今年 1-8 月，动力煤价格平稳。以秦皇岛大同优混平仓价为例，1-8 月的价格区间为 592-640 元/吨，目前仅 602 元/吨，处于价格区间的下限，较 08 年同期下降了 62%，燃料成本的大幅回落成为火电行业扭亏为盈的关键。我们认为下半年煤炭市场仍将保持供求宽松态势，煤价将继续保持总体稳定态势，大幅上涨的可能性几乎没有。
- 受到煤价下滑等因素影响，主要火电企业中期业绩同比明显提高。初步统计，截至 8 月 25 日，A 股的 22 家火电上市公司公布了中期报告，其中有 19 家实现销售毛利率同比增长，其中 3 家扭亏为盈，14 家中期销售毛利率在一季度毛利率的基础上有所提高。6 个月以来，上证综指累计涨幅超过 37%，而电力行业仅上涨 15%，严重滞后大盘，在火电行业盈利能力提升、电力需求逐渐恢复的市场环境下，我们给予火电行业“增持”评级。

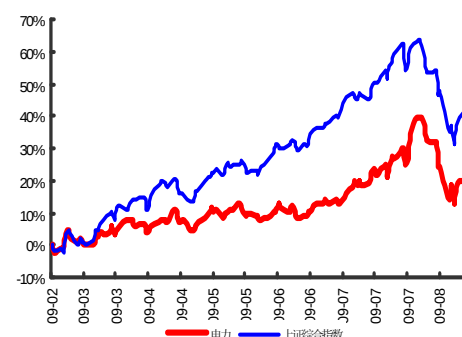
研究员：程鹏

电话：025-84457777-480

E-mail: chengpeng_htsc@hotmail.com

地址：南京市，中山东路 90 号

市场走势



相关研究

煤电博弈争夺定价权，破解纷争路在何方—3 月动态跟踪报告 03/09

水电盛世，谁主沉浮待—第三季度投资策略报告 06/09

重点公司

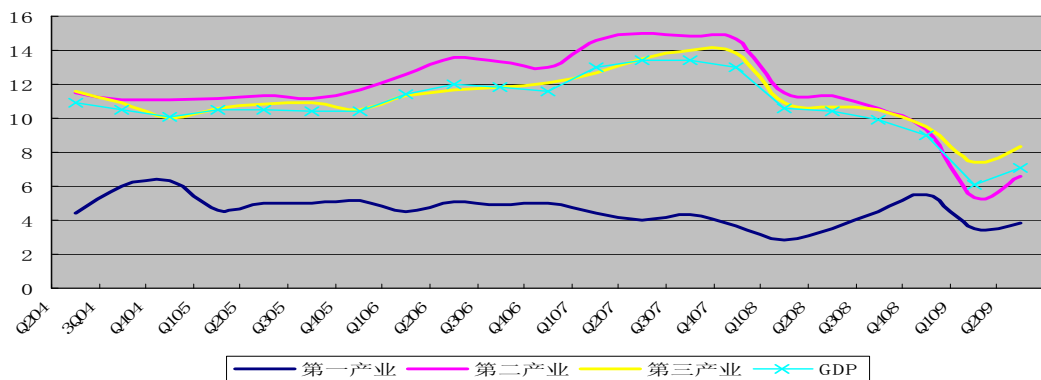
股票名称	8/26 收盘价	EPS(元)				P/E				投资评级
		08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	
穗恒运	15.77	-0.20	0.80	0.91	1.02	20	17	15		推荐
深圳能源	12.60	0.47	0.86	0.84	0.89	27	15	15	14	买入
粤电力	7.78	0.01	0.39	0.41	0.54	778	20	19	14	推荐
国电电力	6.94	0.03	0.28	0.32	0.34	231	25	22	20	推荐
华能国际	7.95	-0.31	0.34	0.44	0.56	23	18	14		推荐

一、经济回升，电力需求恢复

◆ 政府扩大投资，经济企稳回升

为抵御金融危机的影响，政府实施了“四万亿投资计划”，09年1-6月全社会固定资产投资91321亿元，同比增长33.5%，增速比08年同期加快7.2个百分点。投资的快速增长部分抵消外贸的低迷，上半年国内GDP达到139862亿元，同比增长7.1%，比一季度加快1个百分点，一季度增长6.1%，二季度增长7.9%，经济下滑的拐点已现，回升趋势初步确立，其中影响电力需求的决定性因素第二产业增速亦结束了近7个季度的下滑。

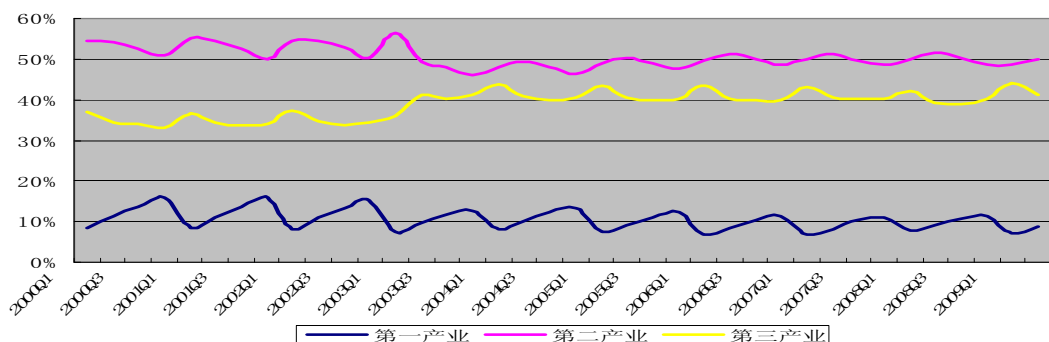
图表 1 单季 GDP、各产业增速 单位：%



资料来源：WIND

从经济结构来看，第二产业占经济总量的比重在连续3个月下降后，企稳回升，目前仍保持在50%以上，但比上年同期降低了近一个百分点，经济结构的调整是GDP的增长与用电量增长相背离的主要原因。随着经济的复苏，我们认为第二产业比重仍有上升空间，用电量恢复滞后的现象预计将有所改变。

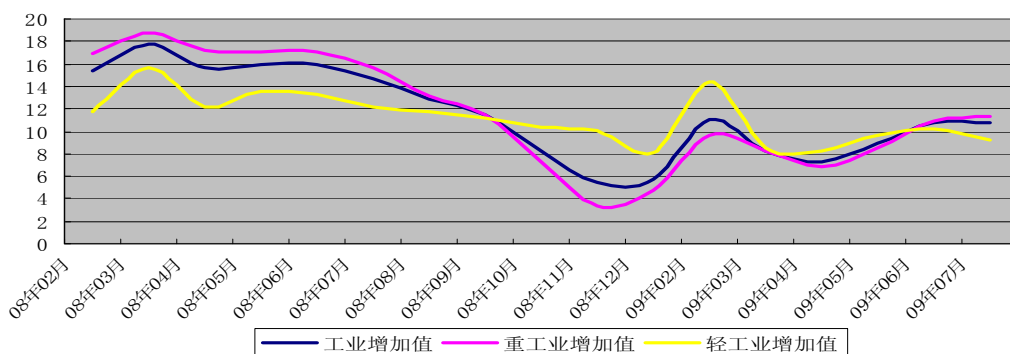
图表 2 单季经济结构比重 单位：%



资料来源：聚源

09年6-7月，我国重工业得到明显恢复，工业增加值连续2月保持在10%以上，重工业恢复滞后工业整体恢复的局面已经改变，重工业的复苏将为电力消费的增长带来了契机。

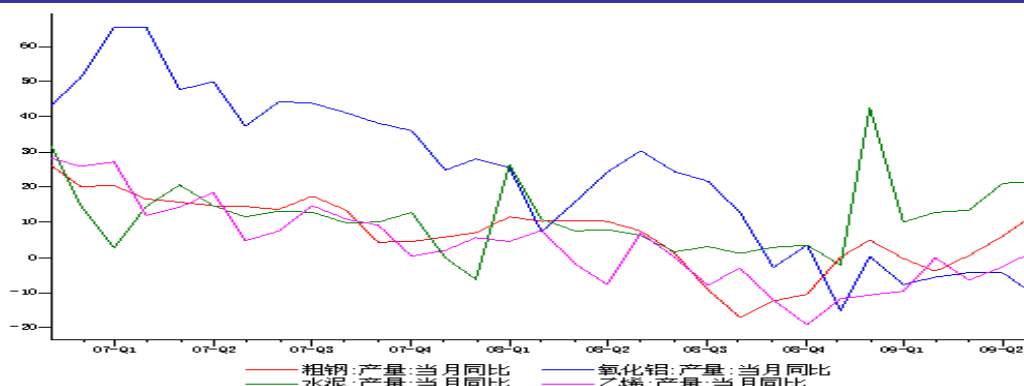
图表 3 单月工业增加值增速 单位：%



资料来源：WIND

从下游高能耗行业来看，我们选取具有代表性的粗钢、水泥、氧化铝、乙烯的产量来考察。09 年 1-7 月，水泥产量因“四万亿投资”增长明显，累计生产 8.78 亿吨，同比增长 15.9%，6-7 月单月产量同比增速更是超过 20%。粗钢 1-7 月累计生产 3.17 亿吨，5-7 月均实现正增长，7 月产量已创新高，同比增速高达 12.55%。乙烯产量 7 月已实现正增长，改变了持续 10 个月负增长的局面。氧化铝产量仍维持负增长，但随着建筑、汽车等领域的振兴，铝业市场需求向好的趋势将更为明朗。由此可见，在国家刺激经济政策的作用下，高耗能行业产能已逐渐恢复。预计下半年在高耗能产业产能逐步的恢复的情况下，电力需求有望明显回升。

图表 4 主要耗电产品产量月度增速 单位：%



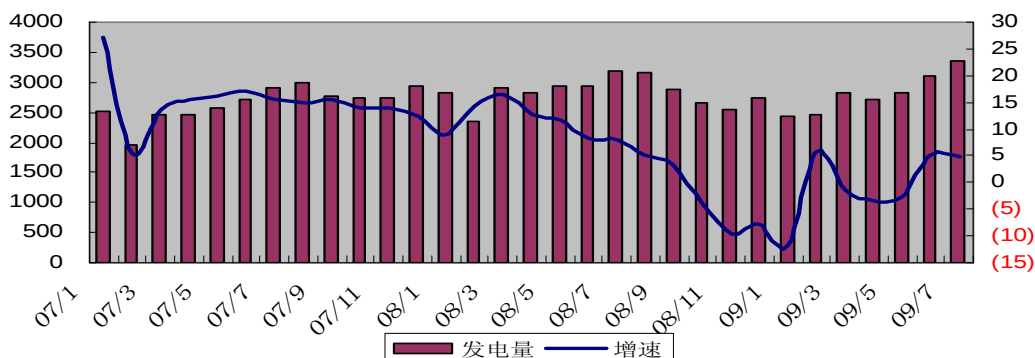
资料来源：WIND、华泰证券

◆ 工业复苏，带来电力消费增长契机

02-07 年，电力消费增速依靠重化工业快速增长而连续 6 年保持两位数以上的增长。在金融危机影响下，我国经济已步入调整期，重化工业减速成为电力需求低弥的关键因素，自 08 年 10 月以来连续 8 个月呈负增长。

09 年 1-7 月全国发电 19780 亿千瓦时，累计同比下降 0.75%，其中受春节因素影响，2 月单月发电 2449 亿千瓦时，同比增长 5.9%，但 3-5 月单月发电量仍保持负增长，经济的恢复并未在发电量上得到体现。直至 6 月，发电量和用电量才双双出现了“由负转正”的拐点，单月发电量同比增长 5.2%，7 月份全国发电量同比增速达 4.77%。

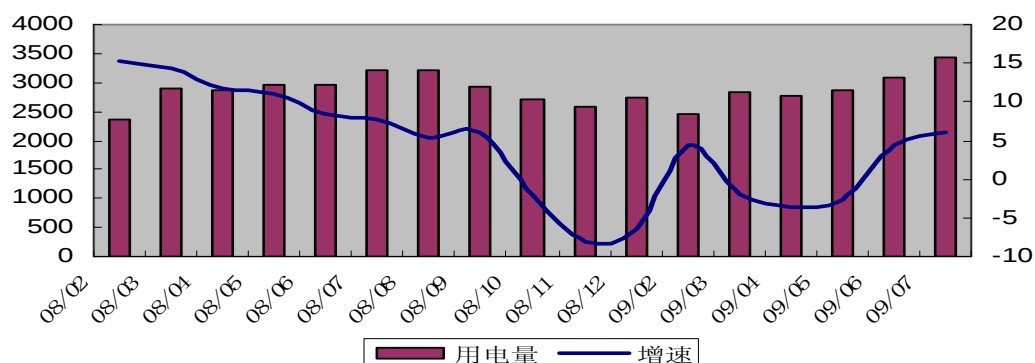
图表 5 单月发电量及增速 单位: 亿千瓦时、%



资料来源: 国家统计局、华泰证券

09 年 1-7 月, 全社会用电量累计达 19946.89 亿千瓦时, 同比下降 0.89%, 降幅比 1-6 月回升 1.35 个百分点。其中, 第一产业用电量 534.17 亿千瓦时, 增长 5.05%; 第二产业用电量 14743.25 亿千瓦时, 下降 4.26%; 第三产业用电量 2158.28 亿千瓦时, 增长 10.37%; 城乡居民生活用电量 2511 亿千瓦时, 增长 10.99%。

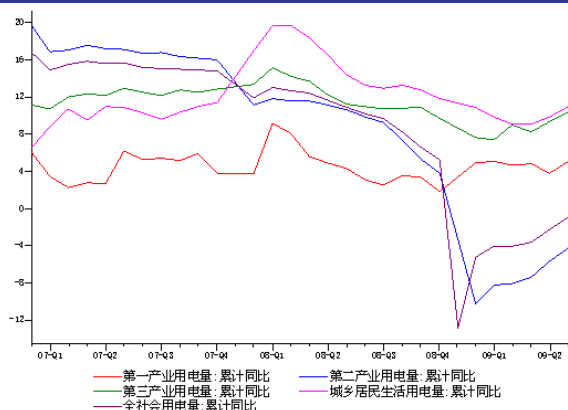
图表 6 单月用电量及增速 单位: 亿千瓦时、%



资料来源: 国家统计局、华泰证券

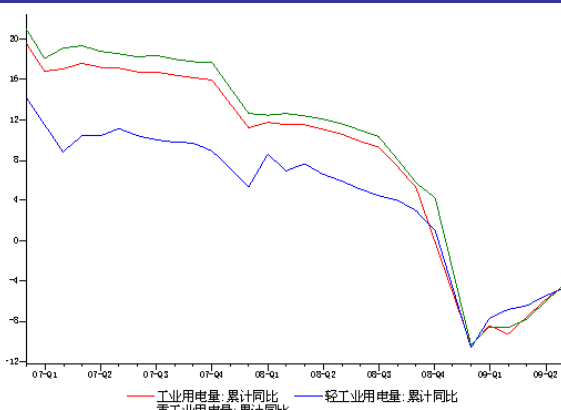
我们从各产业用电情况来看, 08 年下半年以来电量低迷的根本原因在于工业用电, 特别是重工业用电持续低迷。目前工业用电, 特别是重工业用电累计同比增速虽仍维持负增长, 但增速逐月回升, 已由年初-10%左右提升到-4%左右。

图表 7 各产业用电量累计增速 单位: %



资料来源: WIND、华泰证券

图表 8 全社会、轻重工业用电累计增速 单位: %

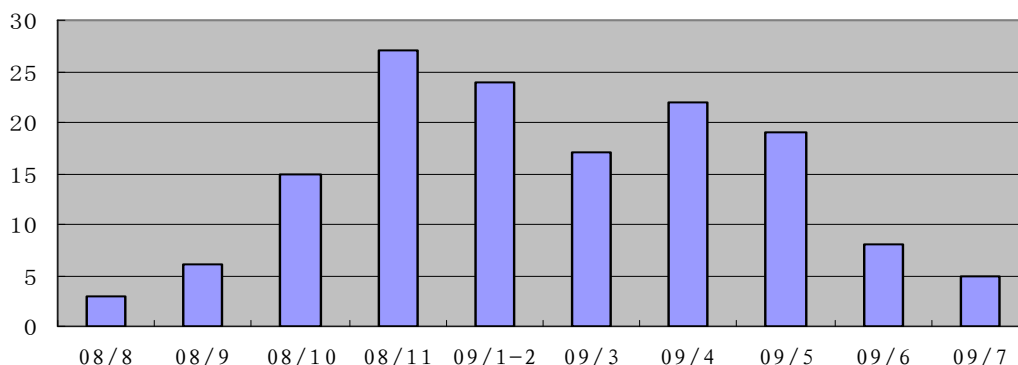


资料来源: WIND、华泰证券

分地区用电量情况看, 08 年下半年我国单月用电量同比负增长的省市逐渐增加, 金融危机的影响已逐渐影响到我国绝大部分地区, 今年以来, 这一情况明显好转, 7 月

我国大部分省市用电量已恢复增长，仅山西、吉林、黑龙江、上海、青海仍维持负增长，全国绝大部分地区电力需求已逐渐恢复，金融危机对电力需求的不利影响正在消退。

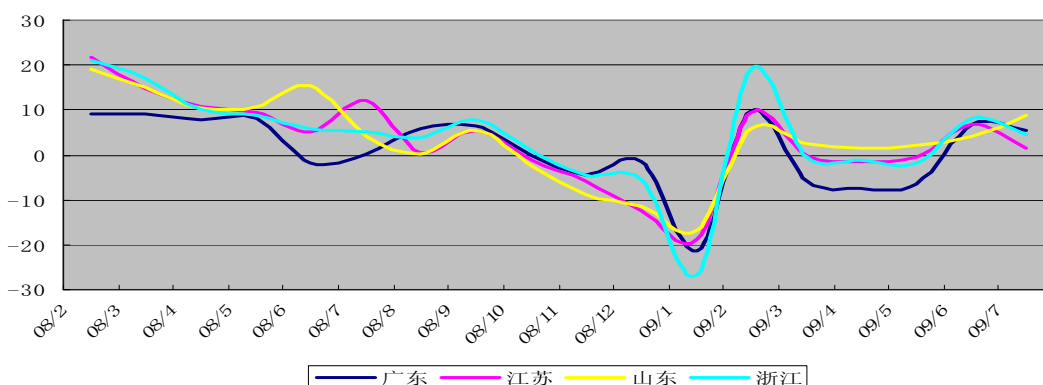
图表 9 用电量单月同比负增长省市个数



资料来源：中电新闻、华泰证券

此外，从我国主要电力消费地区来看，经济活跃、电力需求较大的广东、江苏、浙江、山东四省区已摆脱用电量下降的趋势，电力消费均实现正增长。作为此次金融危机首先波及的地区，上述四省用电量的增长也说明全国电力需求低迷的局面正在改善。

图表 10 广东、江苏、浙江、山东月度电力消费增速 单位：%



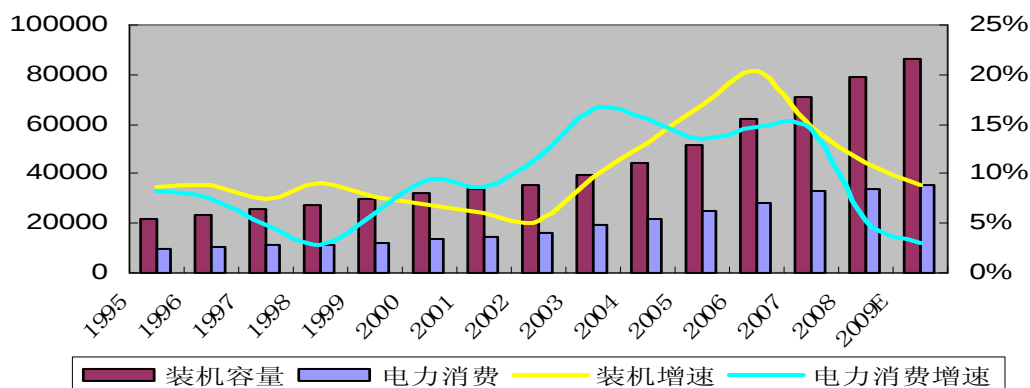
资料来源：中国电力新闻网

通过测算，若要实现全年发电量 3% 的增长，09 年 7-12 月发电量必须增长 8%，目前发电量的回升趋势已经确立，我们认为下半年发电量增速预计将持续提升，预计全年发电量增速将在 3% 左右。

◆ 新增装机维持高规模，机组利用率继续筑底

05-08 年，我国电源建设投资规模处于下降趋势，新增装机高峰已过，但仍保持较高的新增装机规模，1-7 月，全国电源新增生产能力（正式投产）3552.27 万千瓦，其中水电 949.59 万千瓦，火电 2345.79 万千瓦，全年预计新增转装机容量 7000 万千瓦。我们认为未来电源建设重点将在于核电和风电，根据国家电网预计，规划到 2020 年核电和风电装机将分别达到 8600 万千瓦和 1.5 亿千瓦。

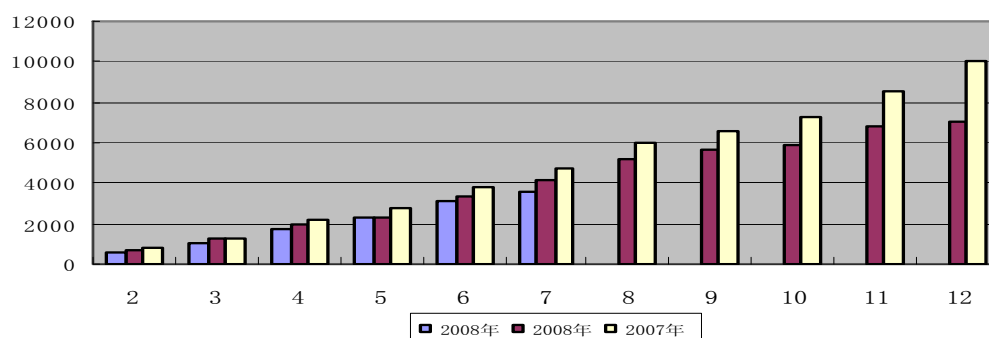
图表 11 95-08 年发电装机容量及增速 单位：万千瓦、亿千瓦时



资料来源：WIND、华泰证券

09 年 1-7 月全国发电设备累计平均利用小时为 2527 时，比 08 年同期下降 269 个小时，其中火电机组平均利用 2665 小时，比去年同期降低了 307 小时，水电机组平均利用 1934 小时，同比下降 76 小时，预计 09 年全国发电设备累计平均利用小时将下降到 4400 小时左右。

图表 12 月度累计新增装机容量 单位：万千瓦



资料来源：中电新闻、华泰证券

表格 1 2002-2008 年发电机组利用小时 单位：小时

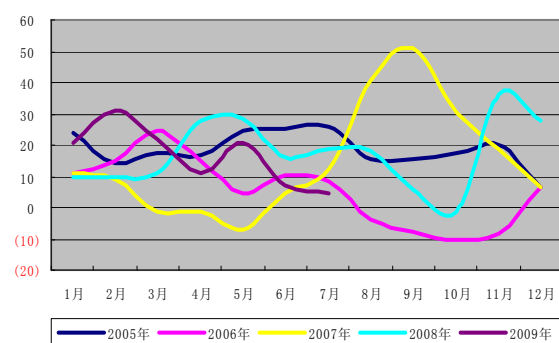
年份	平均		水电		火电	
	全年	比上年增长	全年	比上年增长	全年	比上年增长
2002	4860	272	3289	160	5272	372
2003	5245	385	3239	-50	5767	495
2004	5455	210	3462	223	5991	224
2005	5425	-30	3664	202	5865	-126
2006	5198	-227	3393	-271	5612	-253
2007	5011	-187	3532	139	5316	-296
2008	4677	-337	3621	102	4911	-427
2009 年 E	4300	-377	3420	-201	4600	-311

资料来源：中电联、华泰证券

◆ 水电“挤出效应”减弱，火电赢得提升空间

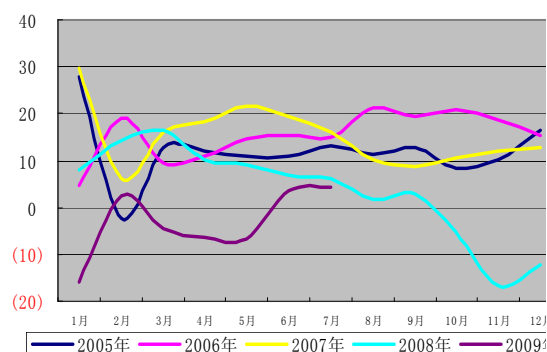
2005-2008 年，水电“挤出效应”明显，水电电量比重提升了 0.25%，而火电电量比重则降低了 0.18%。2009 年 1-5 月，水电的“挤出效应”更为明显，尽管处于枯水期，月度平均水电电量比重上升到 14.36%，较 05 年提高了近 2 个百分点。但 6、7 月份，水电发电量同比增速大幅下降，考虑 08 年 11 月、12 月来水异常，我们认为今年下半年水电同比增速将趋于下滑，水电对火电的挤压效应将减弱。

图表 13 单月水电发电增速 单位：%



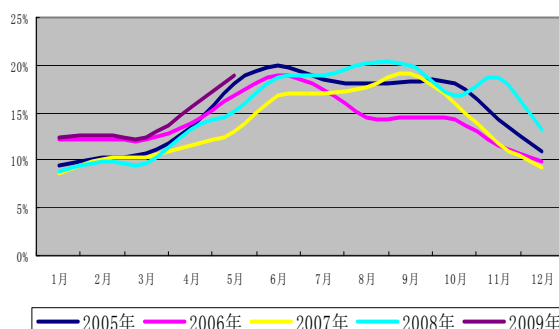
资料来源：WIND

图表 14 单月火电发电增速 单位：%



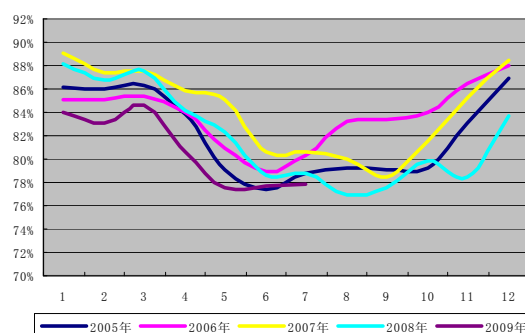
资料来源：WIND

图表 15 单月水电电量比重 单位：%



资料来源：WIND

图表 16 单月火电电量比重 单位：%



资料来源：WIND

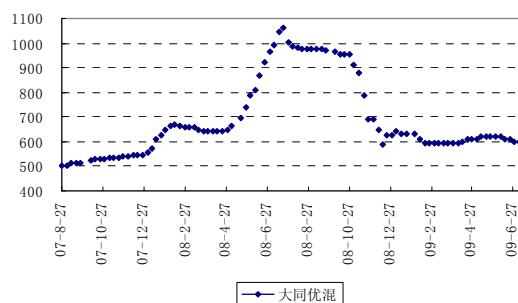
二、煤价平稳，利好火电

◆ 价格平稳，供求宽松

今年 1-8 月，动力煤价格平稳。以秦皇岛大同优混平仓价为例，1-8 月的价格区间为 592-640 元/吨，目前仅 602 元/吨，处于价格区间的下限，较 08 年同期下降了 62%，燃料成本的大幅回落成为火电行业扭亏为盈的关键。

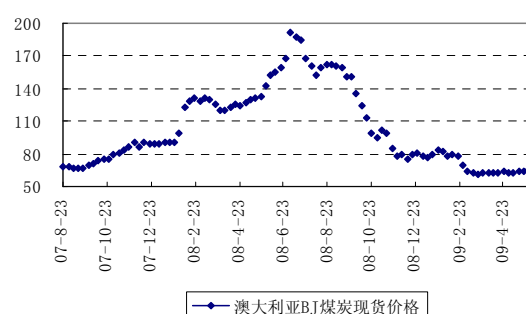
此外，8 月澳大利亚 BJ 煤炭(发热量 5500 大卡)NEWC 指数为 76 美元，按现行汇率计算与秦皇岛山西优混港口平仓价(发热量 5500 大卡)的基本持平。

图表 17 秦皇岛大同优混价格 元/吨



资料来源: WIND

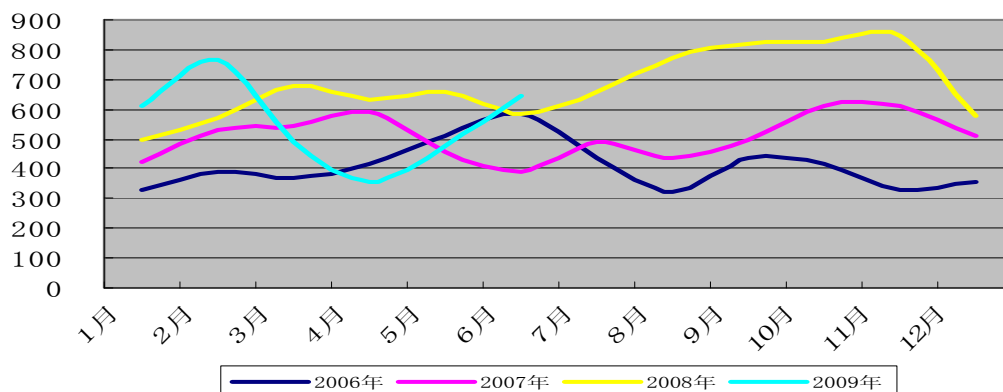
图表 18 澳大利亚现货离岸价 美元/吨



资料来源: WIND

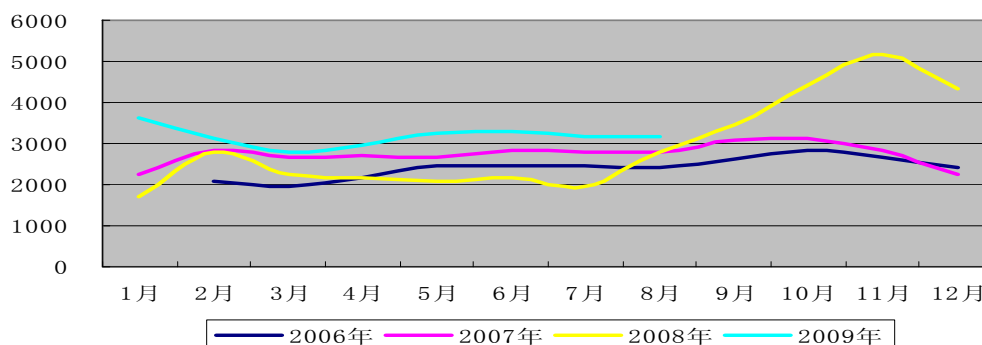
8月23日底, 全国直供电厂库存 3083 万吨, 同比增加 546 万吨、上升约 22%, 可用 17 天, 而 07、08 年同期可用天数基本保持在 14 天左右; 此外, 主要煤炭中转港口秦皇岛港口存煤 647 万吨, 同比增加 65 万吨, 上升 11.2%。

图表 19 秦皇岛库存 单位: 万吨



资料来源: 煤炭资源网

图表 20 全国直供电厂存煤 单位: 万吨



资料来源: 煤炭资源网

我们认为下半年煤炭市场仍将保持供求宽松态势, 煤价将继续保持总体稳定态势, 大幅上涨的可能性几乎没有。

◆ 火电盈利回升

受到煤价下滑等因素影响, 主要火电企业中期业绩同比明显提高。初步统计, 截至 8 月 25 日, A 股的 22 家火电上市公司公布了中期报告, 其中有 19 家实现销售毛利率同

比增长，其中 3 家扭亏为盈，14 家中期销售毛利率在一季度毛利率的基础上有所提高。

表格 2 07-08 年火电上市公司销售毛利率比较 单位：%

	1H06	1H07	1H08	1H09
深圳能源	22.81	28.27	19.07	22.66
粤电力 A	24.36	24.83	6.73	16.97
建投能源	19.27	30.48	17.67	19.74
宝新能源	38.00	43.74	27.82	34.08
*ST 能山	18.92	16.75	4.14	9.28
漳泽电力	20.34	14.51	-14.73	0.60
吉电股份	3.99	18.26	8.37	6.28
赣能股份	10.97	8.39	12.53	18.24
长源电力	13.38	12.51	-2.50	9.63
豫能控股	-0.05	-3.26	-48.75	-141.83
华能国际	21.30	19.38	4.69	14.17
上海电力	15.06	12.81	-1.97	10.83
华电国际	23.11	19.05	5.17	17.12
涪陵电力	10.13	11.71	9.82	10.71
申能股份	23.68	28.79	18.86	19.24
川投能源	28.57	25.59	34.03	38.20
华银电力	3.00	9.09	-3.96	-7.89
通宝能源	21.28	22.85	2.71	9.54
国电电力	23.23	22.42	16.12	18.01
内蒙华电	7.41	13.11	7.70	17.71
国投电力	30.86	26.97	16.55	17.25
大唐发电	31.30	29.23	15.79	18.18

资料来源：WIND

截至 8 月 25 日，A 股的 12 家水电上市公司公布了中期报告，只有 3 家实现销售毛利率同比增长。

表格 3 07-08 年火电上市公司销售毛利率比较 单位：%

	1H06	1H07	1H08	1H09
闽东电力	51.26	42.10	47.17	28.32
黔源电力	10.86	40.78	46.07	28.47
明星电力	40.00	27.17	35.13	26.93
三峡水利	33.24	34.44	25.13	27.72
岷江水电	20.80	18.77	9.48	8.65
桂东电力	34.16	31.86	33.67	28.63
西昌电力	50.12	52.60	52.99	49.30
乐山电力	35.26	36.06	33.34	27.98
ST 梅雁	38.18	33.20	30.82	22.70
郴电国际	25.60	24.81	21.78	22.89
广安爱众	47.72	34.86	35.50	40.91
文山电力	30.88	23.20	31.83	30.72

资料来源：WIND

三、行业评级与投资策略

08 年对于电力行业来说是噩梦般的一年，煤炭供应紧张，电煤价格一路飙升，全行业亏损。虽然金融危机导致电力需求下滑，但值得欣慰的是燃料成本回落，电力需求正

逐渐走出低谷，火电行业盈利回升。

◆ 行业投资评级：增持

6个月以来，上证综指累计涨幅超过37%，而电力行业仅上涨15%，严重滞后大盘，在火电行业盈利能力提升、电力需求逐渐恢复的市场环境下，我们给予行业“增持”评级。

我们的投资逻辑有两条投资主线是：

(1) 寻找盈利快速回升的公司

08年电力全行业亏损，在行业处于周期底部时，部分公司因短期盈利能力欠佳而被忽视。我们认为东南沿海地区电厂09年成本回落尤为明显，电力需求将快速恢复，盈利能力的提升空间和提升速度预计将好于其它地区。我们认为以下公司最值得我们关注：粤电力A、深圳能源、广州控股、穗恒运。

(2) 把握行业整合机会

电力行业是一个垄断竞争的行业，由于我国电源投资主体比较复杂，市场集中度低，目前行业低迷，正是优胜劣汰并购重整的好机会。此外，05年股改以来，多家电力上市公司纷纷通过定向增发等方式收购集团资产，实现资源整合，“资产注入、集团上市”已成为发电集团实现整体上市的途径。因此未来一段时间，电力企业并购重组将主要发生在两个层面，首先是集团资产注入，其次是对上下游产业的拓展，重点关注国电电力、国投电力、桂冠电力等。

◆ 重点公司评述

国电电力（600795）：成长明确，布局煤化工

09年上半年公司营业收入达90.24亿元，同比增加3.2%，归属于本公司股东的净利润约为人民币6.45亿元，同比增加了约96%。受电网负荷下降、机组停备时间延长、线路受阻等因素影响，公司大部分电厂发电量较去年同期有不同程度的下降，上半年可控电厂累计实现发电量311.3亿千瓦时，比去年同期下降6.99%，上网电量270.5亿千瓦时，比去年同期下降6.6%，其中1季度发电量同比下降9.92%，2季度下降5.61%，电量恢复明显。随着大渡河、大同三期机组的投产发电，预计全年发电量与08年持平或略高。09-15年公司水电装机将迎来投产高峰，其中瀑布沟5台66万千瓦水电机组09-10年投产，深溪沟4台16.5万千瓦水电机组10-11年投产，大岗山4台65万千瓦水电机组13-15年投产，公司电源结构将更趋合理。预计09-11年公司营业收入分别达到199亿、244亿、286亿，实现每股收益分别为0.28元、0.32元、0.34元。我们认为公司合理价格区间到7-8.4元之间，仍维持“推荐”评级，6个月目标价位为7.7元。

粤电力A（000539）：二季度盈利创五年新高

2009年上半年公司营业收入达52.71亿元，同比减少7.41%，归属于本公司股东的净利润约为人民币3.79亿元，同比增加了约777%，利润增长的主要原因是上网电价的上调、燃料成本的下降以及参股项目投资收益的增加，其中二季度盈利回升尤为显著，实现净利润3.28亿元，创五年来的新高，售电业务毛利回升至17%，上升了10个百分点。截止09年6月30日，公司下属各电厂累计完成发电量128.53亿千瓦时，同比减少19%。公司核准在建项目主要是风电和水电项目，规模有限，正在开展前期工作的项目仍需国家核准，公司短期内的装机增长将较为有限，发电量的增长依赖于电力需求的

恢复。我们预计 09-11 年公司营业收入分别达到 107.58 亿、111.86 亿、131.68 亿，实现每股收益分别为 0.39 元、0.41 元、0.54 元。我们认为，公司合理价格区间在 9.5-11 元之间，给予“推荐”评级，6 个月目标价位为 10 元。

深圳能源（000027）：业绩超预期，价值待发现

公司上半年可控电厂累计实现发电量 92.66 亿千瓦时，比去年同期下降 19.31%，上网电量 87.11 亿千瓦时。发电量同比去年明显下降的主要原因为：受金融危机影响，以外向型经济为主导的广东省 1-6 月用电需求下降 4.45%，而西电东送电量同比增加 39.77%，导致省内机组发电量比去年同期减少 15.55%。我们根据 09 年上半年公司以及广东地区发电情况预测，认为 09 年燃煤电厂机组利用小时下降 10%，燃机电厂利用率保持稳定。由于电价两次上调、公司综合煤价回落明显、投资收益增加，09 年公司业绩将大为改善，预计 09-11 年公司营业收入分别达到 109 亿、134 亿、140 亿，实现每股收益分别为 0.86 元、0.84 元、0.89 元。目前公司 PB、动态 PE 均低于火电行业平均水平，价值明显低估。我们认为公司合理价格区间为 13-17 元之间，仍维持“买入”评级，6 个月目标价位 15 元。

穗恒运（000531）：发电量完成过半，业绩超预期

09 年上半年公司营业收入达 13.74 亿元，同比增加 3.66%，归属于本公司股东的净利润约为人民币 1.27 亿元，同比增加了约 972.67%。上半年公司电厂累计实现上网电量 29.5 亿千瓦时，比去年同期下降 10.28%，完成 09 年发电计划的 50.85%，全年上网电量预计超出 58 亿千瓦时的上网电量的计划。此外，公司积极推进“立足主业，择业发展”战略，09 年 6 月公司完成广州证券 20.02%股权过户，成为其第二大股东，预计 09 年广州证券将贡献公司每股收益 0.10 元。公司下属锦泽房地产开发有限责任公司将在 2011-2013 年实现净利润 3 亿元，为公司贡献每股收益约 0.65 元。我们预计 09-11 年公司营业收入分别达到 28.61 亿、30.56 亿、32.87 亿，实现每股收益分别为 0.8 元、0.92 元、1.02 元。此前，我们用分部估值法对公司进行估值，认为公司合理估值应在 13.4 元左右，由于公司上网电量超出我们预期，我们上调 6 个月目标价位至 18 元，仍维持“推荐”评级，同时将关注公司定向增发的进程，并作合理调整。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

—报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

—投资建议的评级标准

增持：超越大盘；

中性：基本与大盘持平；

减持：明显弱于大盘。

免责条款：

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正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。