

电力行业动态报告(9月)

优于大势

—— 电力需求回暖持续，09年行业半年报业绩符合预期

维持评级

公共事业/电力生产

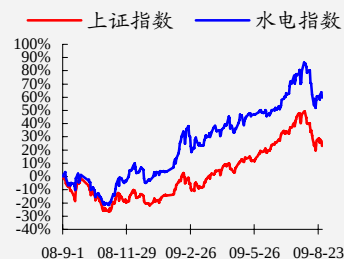
2009年9月14日

投资要点:

- 用电回暖势头在8月份得到延续。自6月份以来，全国发电量同比增速保持了正增长，并在三季度呈现增速放大的趋势，据国家电力调度中心数据显示，8月份总发电量达到3509亿千瓦时，同比增长8.34%。数据表明，在用电需求继续回暖的大背景下，区域用电需求恢复程度差异化明显。
- 水电对火电挤压效应继续回落。7月份水电机组发电量同比增长4.7%，远低于5、6月份同比增速，从小时利用数来看，近几个月延续下滑趋势，8月水电发电量同比增速继续回落。伴随用电需求回暖及水电挤压效应减弱，火电机组平均利用小时数同比降幅有所收窄。
- 09年中报披露，整个电力上市公司归属母公司股东净利润为85.15亿元，同比增长509.18%。其中，火电完成归属母公司股东净利润为65.37亿元，而08年同期亏损0.44亿元。火电企业盈利复苏带动整个电力板块走出低谷。
- 电煤价格平稳格局未变。尽管7、8月份电煤需求有所增加，直供电厂的耗煤量创出新高，导致中转地秦皇岛港价格小幅上涨，预计9月份将归于平稳。
- 基于煤价变动幅度不大，基本维持平稳的判断，更多关注机组小时利用数的变化。7、8月份华南、华东等地区用电需求恢复较快，中报数据表明，该地区的电力上市公司毛利率居于行业内领先地位。
- 维持行业“优于大势”评级。建议重点关注东南沿海地区火电上市公司及有资产注入预期的上市公司。

维持文山电力、申能股份、宝新能源、深圳能源、长江电力等公司推荐评级。

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)

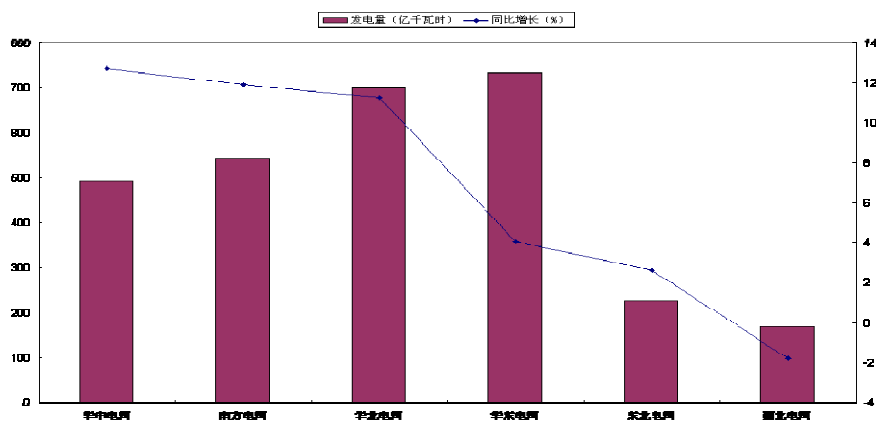
1. 电力回暖势头持续

1.1 全国发电量自 6 月份以来同比保持正增长

在连续几个月同比负增长后，全国发电量于 6 月份出现同比正增长，其后 7、8 月份扩大了同比增幅，总体呈现持续回暖趋势。

国家电力调度中心 8 月份调度数据显示，8 月份总发电量达到 3509 亿千瓦时，同比增长 8.34%，创出近期新高。从区域来看，南方电网、华北电网、华中电网供电区域 8 月份同比增幅较大。

图一 8 月份各区域统调电网内机组发电量及同比增速



资料来源：东北证券金融与产业研究所整理

6、7 月份发（用）电同比增速的较快恢复，我们在前期行业报告中的观点是将其主要归因于以下因素：外贸出口企稳及投资拉动所带来的重工业（特别是高耗能产业）产能复苏；提前到来的全国大范围高温天气。

前期行业动态报告中，提到天气因素不只是简单扰动因素判断，虽然天气在全社会用电需求趋势变化的影响有限，但是其在阶段性中的影响不可轻视，据华北部分地区统计表明，7 月份空调负荷平均（工业用空调占相当比例）约占总负荷的四成。就 8 月而言，在全国高温范围大大收缩的背景下，发电量同比、环比增幅分别达到了 8.34%、0.71%，基本符合预期。考虑到基数效应，四季度同比数据应该比较理想，环比数据要更多基于经济、政策（包括后续投资刺激经济的政策力度）面的变化。

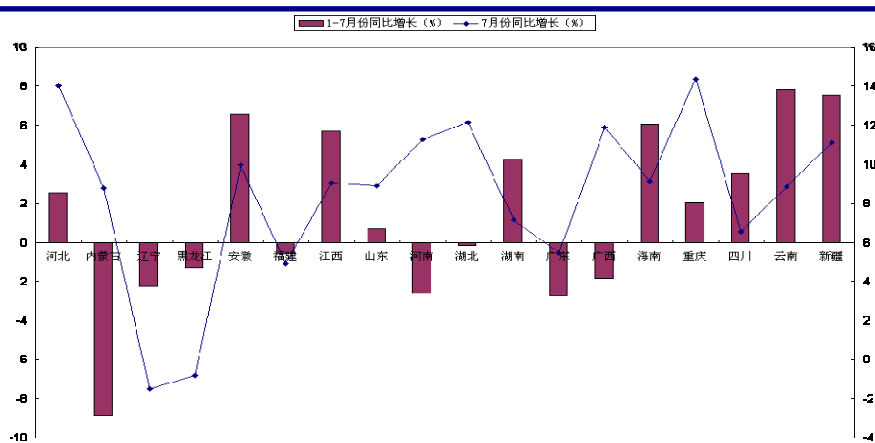
1.2 区域用电回暖差异化延续

7 月份，河北、河南、广西、重庆等地区的用电需求同比增速较快，我们认为

这主要得益于河北（特别冀南地区）、河南钢铁产能的强力复苏；而广西、重庆地区则既有钢铁业产能复苏因素，也有地区经济有所较快恢复因素。作为直接受益于东部地区产业转移的安徽、江西省受到金融危机冲击相对较小，用电需求一直较为稳定。采掘、冶炼作为支柱产业之一的云南省在大力扶持高耗能产业方面取得不错成绩，用电需求情况相应不错。值得关注的是内蒙古地区 6、7 月份用电需求保持强劲反弹趋势，高耗能产能恢复起到关键作用。此外，山东、福建、广东为代表的沿海依存度高的地区用电需求回暖态势明显。我们判断，较长期来看，外贸真正回暖才能带来耗电量较大产品的长期有效需求（国情决定我国产业结构升级是一个缓慢、长期的过程，不可能一蹴而就）。

反观来看，东北、西北等地区的用电需求没有太大起色。

图二 1-7 月份部分省级区域用电变化情况



资料来源：东北证券金融与产业研究所整理

8 月份，用电回暖的区域性差异仍然存在。基本上延续了 6、7 月份的格局，以广西为例，1-8 月份全区全社会用电量累计达到 515.9 亿千瓦时，年内首次累计同比增幅转为正值，并于 8 月份当月用电量同比增速居全国第一。

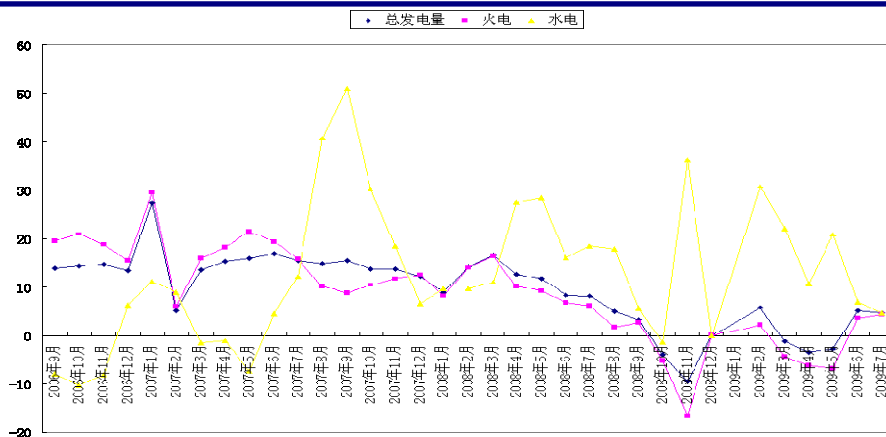
注意到耗能产业产能 2、3 季度反弹力度较大，4 季度能否维持同样反弹力度，更多是要取决于四季度经济恢复的情况，基于目前的全球经济背景来看，存在一定压力。

2. 水电对火电挤压效应持续回落

8 月水电发电量同比增速继续回落，符合我们中期策略中的判断。受来水情况较差影响，7 月份水电机组发电量同比增长 4.7%，远低于 5、6 月份同比增速，从

小时利用数来看，近几个月延续下滑趋势。从国家电力调度通信中心得到最新数据表明，8月份水电发电量同比增幅较7月继续有所放缓。

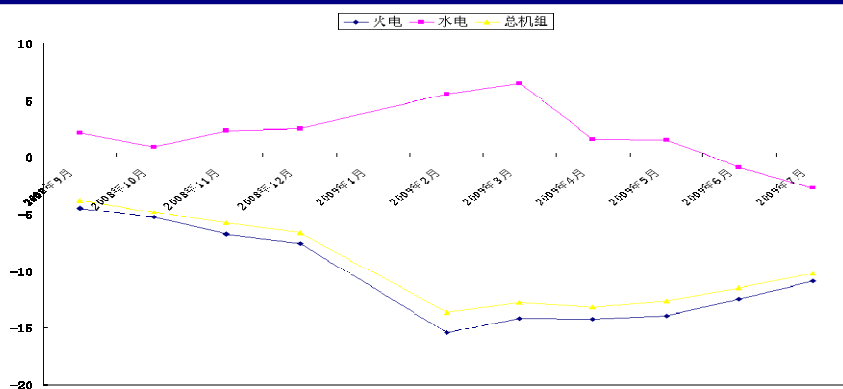
图三 当月发电量同比增速变化情况（%）



资料来源：东北证券金融与产业研究所整理

伴随用电需求回暖及水电挤压效应减弱，火电机组平均利用小时数同比降幅有所收窄，持续向好。

图四 机组小时利用数逐月同比（%）



资料来源：东北证券金融与产业研究所整理

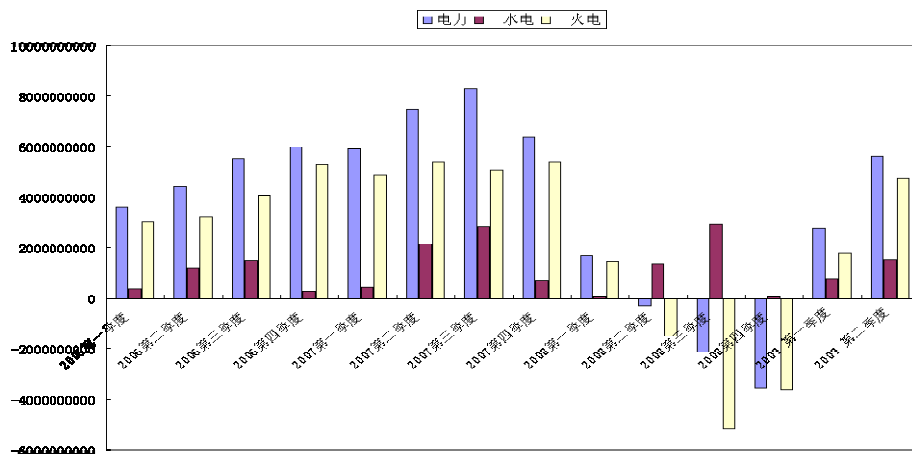
3. 火电企业盈利复苏带动电力行业走出低谷

3.1 中报披露电力上市公司上半年盈利面大为改观

09年上半年，整个电力上市公司归属母公司股东净利润为85.15亿元，同比增长509.18%。其中，火电完成归属母公司股东净利润为65.37亿元，而08年同期亏损0.44亿元；水电完成22.86亿元，同比增长61.84%。

为了客观反映上市公司经营业绩情况,考察火电企业上半年扣除非经常性损益后净利润,其值为 57.41 亿元,是电力上市公司业绩同比大幅提升的关键。

图五 各季度净利润(元)



资料来源: WIND,东北证券金融与产业研究所

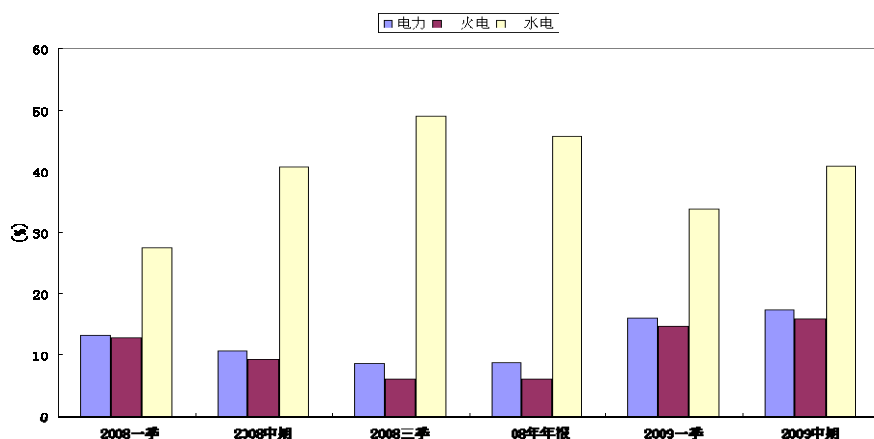
火电在 08 年三季度经历煤炭价格暴涨后出现巨亏,尽管电力行业净利润在当年四季度继续下滑,但火电却出现减亏。此后,火电企业经营情况保持了稳步回升态势。

09 年二季度火电盈利恢复较快,两个因素起到核心作用,其一,火电厂在第一季度基本上将库存高价煤消耗殆尽;其二,经济刺激投资效果在二季度显现,用电需求出现回暖。此外,08 年下半年电价上调、利率下调导致财务费用有所下降、所得税抵补 08 年巨额亏损等因素也起到部分作用。

3.2 火电整体毛利率回升 但存在区域差异

总体来看,09 年上半年电力行业盈利能力恢复较快,上半年销售毛利率达到 17.46%,其中火电为 15.89%,较 08 年同期增长 71.04%。

图六 销售毛利率变化情况



资料来源: WIND, 东北证券金融与产业研究所

火电企业毛利率变化存在区域性差异, 广东、内蒙古、华东等地地方性火电公司毛利率较高且趋势性较好, 而东北地区、湖南、河南等地区上市公司情况不是太好, 截止到年中, 部分公司还处在亏损状态。五大集团下的大唐发电、华能国际、国电电力等全国性发电公司毛利率呈现环比持续上升的态势。

表一 主要火电上市公司毛利率变化情况 (%)

公司名称	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2
深圳能源	22.99	19.07	19.48	13.05	21.20	22.66
粤电力 A	11.23	6.73	4.26	5.36	10.84	16.97
皖能电力	8.68	4.98	7.08	3.27	8.79	8.05
建投能源	20.03	17.67	14.20	15.15	19.98	19.74
韶能股份	18.93	21.81	21.39	19.11	23.00	31.24
宝新能源	32.87	27.82	20.13	18.08	31.34	34.08
*ST 能山	6.46	4.14	2.06	0.65	5.88	9.28
漳泽电力	-10.47	-14.73	-17.08	-19.15	-2.50	0.60
吉电股份	10.40	8.37	2.98	-0.38	-1.57	6.28
赣能股份	1.34	12.53	13.65	15.59	18.18	18.24
长源电力	4.29	-2.50	-5.35	-6.04	12.10	9.63
豫能控股	-54.64	-48.75	-58.27	-63.47	-140.00	-141.83
华能国际	8.97	4.69	0.62	1.40	14.13	14.17
上海电力	4.35	-1.97	-7.00	-5.49	11.37	10.83
华电国际	11.04	5.17	3.15	3.03	16.69	17.12
广州控股	16.87	15.48	13.06	14.15	16.59	18.29
九龙电力	11.14	7.20	6.45	4.87	15.31	11.04
申能股份	22.99	18.86	13.75	14.26	20.84	19.24

华电能源	12.94	12.89	13.91	13.47	11.93	7.28
华银电力	3.93	-3.96	-6.50	-7.37	-0.06	-7.89
通宝能源	-10.73	2.71	7.31	9.33	10.39	9.54
国电电力	14.58	16.12	11.98	11.13	16.78	18.01
内蒙华电	5.19	7.70	7.32	6.10	12.28	17.71
国投电力	15.75	16.55	15.86	16.62	16.47	17.25
大唐发电	21.75	15.79	10.42	11.92	15.16	18.18

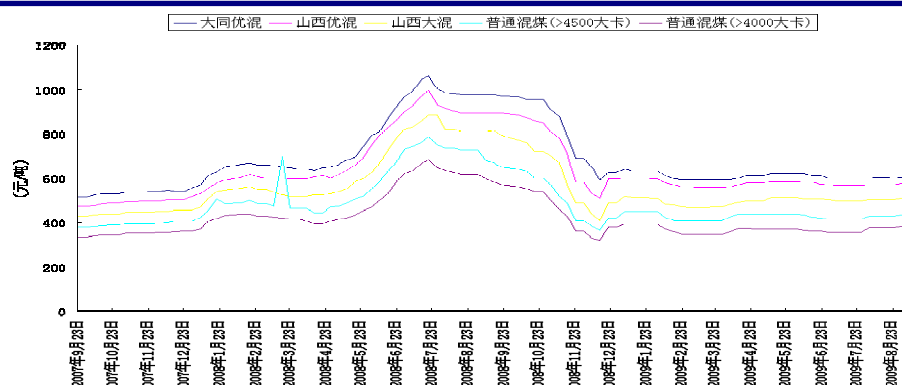
资料来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

4. 电煤价格平稳格局未变

4.1 8 月份电煤价格相对 7 月份小幅上涨

8 月份国内电煤市场延续了 7 月份的强劲需求，直供电厂的耗煤量创出新高，导致中转地秦皇岛港价格小幅上涨。以平仓价为例，大同优混从 7 月份的平均价 598 元/吨涨到 8 月份的 602 元/吨，涨幅不到 1%。

图七 秦皇岛港动力煤平仓价格变动趋势



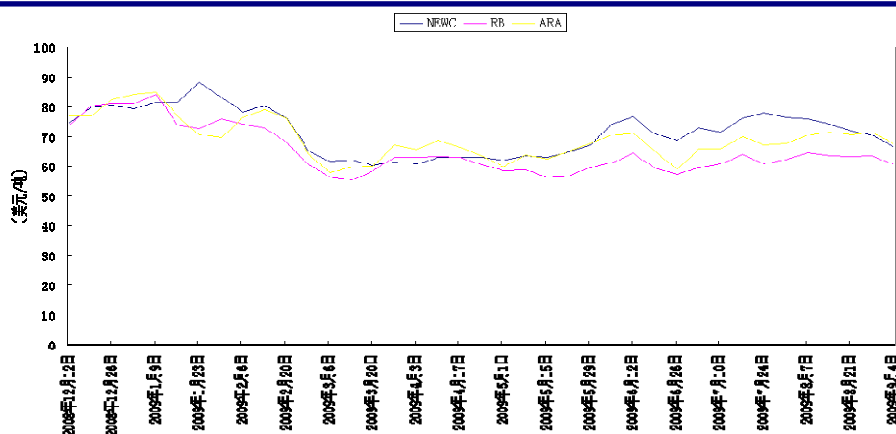
资料来源：WIND,东北证券金融与产业研究所

4.2 8 月份国际煤炭价格小幅回落

从现货价格来看，8 月份国际平均煤价出现小幅回落。

考虑到目前世界经济现状及未来国内电煤生产情况（山西小煤矿复产基本完成），后续我们维持前期判断，动力煤价格保持相对平稳。

图八 RB、ARA、NEWC 煤炭现货价格变化趋势



资料来源：东北证券金融与产业研究所整理

5. 行业判断和投资建议

电力需求在三季度持续回升,预期三季度电力上市公司特别是火电公司盈利水平将创年内新高。维持行业“优于大势”评级,依然建议关注东南沿海地区火电上市公司及有资产注入预期的上市公司。

维持文山电力、申能股份、宝新能源、深圳能源、长江电力等公司推荐评级。

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, 东北证券股份有限公司(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。

东北证券股份有限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