

## 动态报告/行业快评

电力

粤火电公司业绩大幅预增快评

中性

(维持评级)

2009年10月15日

# 预期中的靓丽三季报与不确定的电价下调预期

分析师: 徐颖真

xuyz@guosen.com.cn 021-68864007

## 事项:

既宝新能源公布三季报后, 粤电力、深圳能源、穗恒运亦进行了三季报的预告, 单季环比、同比实现大幅增长。

表 1: 截止目前电力公司三季报预增情况

|      | 三季报 EPS   | 三季度单季 EPS   | 08 年三季报业绩 | 09 三季度环比二季度增幅 |
|------|-----------|-------------|-----------|---------------|
| 粤电力  | 0.32-0.34 | 0.178-0.198 | -0.04     | 46%-62%       |
| 深圳能源 | 0.78      | 0.31        | 0.41      | -23%          |
| 穗恒运  | 0.77      | 0.30        | -0.17     | -11%          |
| 宝新能源 | 0.40      | 0.13        | 0.31      | -19%          |
| 建投能源 | 0.12      | 0.01        | 0.05      | -86%          |
| 皖能股份 | 0.16-0.19 | 0.05-0.09   | 0.08      | 平             |

数据来源: 公司公告

## 评论:

### ■ 广东火电公司三季报业绩突出源于三季度发电量的大幅增长

粤电力三季度单季 EPS 接近 0.2 元 (股价 8 元), 深圳能源则达到 0.3 元 (股价 12 元), 单季实现 EPS 均超过过去 5 年公司最好水平。

广东地区火电公司三季报业绩良好在我们预期中, 见我们《电力行业 8 月月报: 三季报火电业绩将再度超预期》, 最直接的原因在于 3 季度火电发电量的大幅增长, 同时由于新投产机组数量较少, 机组发电小时也大幅攀升。

表 2: 用电量前十大省市 08 年以来逐月单月用电量 (单位: 亿千瓦时)

|            | 广东 1 | 江苏 1 | 山东 1 | 浙江 1 | 河北 3 | 河南 3 | 辽宁 3 | 内蒙 3 | 四川 2 | 上海 1 |
|------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 09 年 8 月份  | 376  | 318  | 270  | 243  | 211  | 195  | 134  | 118  | 117  | 115  |
| 09 年 7 月份  | 366  | 320  | 261  | 247  | 216  | 199  | 129  | 113  | 116  | 120  |
| 09 年 6 月份  | 320  | 288  | 246  | 211  | 199  | 176  | 119  | 105  | 117  | 97   |
| 09 年 5 月份  | 291  | 264  | 242  | 195  | 193  | 163  | 117  | 102  | 104  | 86   |
| 09 年 4 月份  | 271  | 252  | 234  | 191  | 185  | 156  | 110  | 94   | 104  | 82   |
| 09 年 3 月份  | 272  | 266  | 243  | 198  | 188  | 155  | 119  | 92   | 94   | 91   |
| 09 年 1-2 月 | 423  | 436  | 405  | 294  | 324  | 287  | 216  | 171  | 195  | 168  |
| 08 年 12 月份 | 270  | 240  | 219  | 184  | 171  | 147  | 113  | 89   | 87   | 90   |
| 08 年 11 月份 | 263  | 233  | 207  | 175  | 160  | 147  | 109  | 76   | 94   | 80   |

|         |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |
|---------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 08年10月份 | 298 | 241 | 214 | 186 | 153 | 155 | 109 | 89  | 101 | 85  |
| 08年9月份  | 337 | 260 | 230 | 205 | 159 | 162 | 114 | 109 | 110 | 98  |
| 08年8月份  | 352 | 298 | 235 | 230 | 174 | 186 | 122 | 108 | 114 | 117 |
| 08年7月份  | 345 | 315 | 240 | 236 | 189 | 179 | 122 | 104 | 109 | 124 |
| 08年6月份  | 301 | 269 | 237 | 195 | 188 | 171 | 117 | 110 | 102 | 91  |
| 08年5月份  | 316 | 266 | 237 | 199 | 193 | 168 | 121 | 111 | 97  | 89  |
| 08年4月份  | 289 | 256 | 230 | 193 | 189 | 162 | 117 | 114 | 100 | 84  |
| 08年3月份  | 287 | 267 | 237 | 200 | 189 | 168 | 126 | 107 | 95  | 90  |
| 09年1-2月 | 456 | 465 | 436 | 316 | 324 | 319 | 235 | 202 | 199 | 189 |

资料来源：中电联、国信证券经济研究所；注：横轴省市后数据 1 代表沿海地区，2 代表其他地区，3 代表高耗能地区，加红表示环比大幅增长

**表 3：发电量前十大省市 08 年以来逐月火电发电小时数（单位：小时）**

|         | 广东  | 江苏  | 山东  | 湖北  | 内蒙  | 浙江  | 河南  | 山西  | 河北  | 四川  |
|---------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 09年8月份  | 500 | 543 | 460 | 387 | 427 | 452 | 403 | 437 | 485 | 240 |
| 09年7月份  | 462 | 477 | 445 | 359 | 426 | 475 | 424 | 459 | 499 | 255 |
| 09年6月份  | 400 | 483 | 420 | 318 | 385 | 416 | 366 | 416 | 463 | 373 |
| 09年5月份  | 352 | 451 | 422 | 232 | 377 | 390 | 351 | 390 | 466 | 288 |
| 09年4月份  | 336 | 424 | 400 | 315 | 349 | 378 | 340 | 409 | 426 | 369 |
| 09年3月份  | 347 | 460 | 420 | 381 | 355 | 404 | 351 | 414 | 434 | 444 |
| 09年1-2月 | 535 | 743 | 711 | 660 | 636 | 608 | 651 | 775 | 771 | 693 |
| 08年12月份 | 496 | 423 | 372 | 394 | 333 | 392 | 378 | 435 | 387 | 433 |
| 08年11月份 | 285 | 357 | 368 | 192 | 347 | 367 | 311 | 383 | 386 | 194 |
| 08年10月份 | 338 | 376 | 378 | 290 | 386 | 428 | 353 | 380 | 350 | 161 |
| 08年9月份  | 559 | 416 | 412 | 213 | 360 | 383 | 350 | 421 | 368 | 204 |
| 08年8月份  | 430 | 469 | 425 | 275 | 417 | 469 | 427 | 454 | 400 | 49  |
| 08年7月份  | 384 | 504 | 434 | 365 | 430 | 499 | 423 | 400 | 464 | 422 |
| 08年6月份  | 373 | 424 | 432 | 395 | 434 | 421 | 417 | 459 | 489 | 259 |
| 08年5月份  | 367 | 434 | 437 | 341 | 443 | 444 | 396 | 487 | 503 | 242 |
| 08年4月份  | 428 | 420 | 420 | 328 | 433 | 406 | 413 | 481 | 485 | 324 |
| 08年3月份  | 461 | 472 | 434 | 460 | 387 | 458 | 446 | 508 | 499 | 329 |
| 09年1-2月 | 751 | 814 | 803 | 793 | 801 | 725 | 852 | 902 | 888 | 712 |

资料来源：中电联、国信证券经济研究所

## ■ 我们自 7 月份以来坚持看好华东、华南区域火电的盈利恢复，理由如下

之一：发用电量基数大，电量增长的绝对值大

广东、江苏两省在全国的用电量占比均在 9% 以上，山东其次超过 8%，再次是浙江和河北，高于 6%，然后是河南、辽宁、四川、山西、内蒙、上海、湖北、福建均在 3% 以上，十三个省份占了全国用电量的 70%。可见华南、华东的电力消费量对全国消费量的影响举足轻重，因此尽管增幅不是太突出，但增量的绝对量大。

之二：电价基数高，08 年调电价绝对值大

09 年上半年广东、华东区域火电公司地处沿海，海运费维持在非常低的价格，仅是 07 年和 08 年上半年海运费的 1/4~1/3。

07 年上半年和 09 年上半年，秦皇岛港 5500 大卡的动力煤均价分别约为 450 和 580 元/吨，运费分别约为 100 和 40 元/吨，推出到厂价约为 550 和 620 元/吨，相差 70 元/吨，折标煤相差 90 元/吨。但广东电价涨了 0.051 元/度，税后为 0.044 元/度，可抵消标煤涨幅  $30 \times 4.4 = 132$  元/吨，可见上涨的电价中有 1.4 分变为利润。

**表 4: 06 年以来各季度秦皇岛动力煤均价 (单位: 元/吨)**

|       | 1Q06 | 2Q06 | 3Q06 | 4Q06 | 1Q07 | 2Q07 | 3Q07 | 4Q07 | 1Q08 | 2Q08 | 3Q08 | 4Q08 | 1Q09 | 2Q09 | 3Q09<br>(至 9.14) |
|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------------------|
| >5500 | 428  | 420  | 417  | 444  | 466  | 446  | 461  | 495  | 585  | 701  | 917  | 702  | 574  | 575  | 569              |
| >5000 | 396  | 379  | 378  | 398  | 419  | 402  | 418  | 445  | 527  | 614  | 825  | 592  | 487  | 506  | 503              |

资料来源: 煤炭资源网, 国信证券经济研究所

**表 5: 07 年以来各季度煤炭运费均价 (单位: 元/吨)**

|          | 秦皇島 -<br>广州 (4-5<br>万 dwt) | 秦皇島-上海<br>(2-3 万 dwt) | 秦皇島-宁波<br>(1.5-2 万 dwt) | 秦皇島 - 福州<br>(2-3 万 dwt) | 津京唐-上海<br>(2-3 万 dwt) | 天津-南通<br>(0.5 万 dwt) | 天津-宁波<br>(0.5 万 dwt) | 黄骅-上海<br>(2-3 万 dwt) |
|----------|----------------------------|-----------------------|-------------------------|-------------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| 3Q07     | 116                        | 72                    | 76                      | 91                      | 73                    | 81                   | 78                   | 72                   |
| 4Q07     | 136                        | 89                    | 95                      | 113                     | 91                    | 103                  | 96                   | 88                   |
| 1Q08     | 136                        | 103                   | 102                     | 120                     | 102                   | 110                  | 103                  | 102                  |
| 2Q08     | 132                        | 102                   | 104                     | 115                     | 103                   | 111                  | 109                  | 99                   |
| 3Q08     | 109                        | 74                    | 70                      | 95                      | 74                    | 78                   | 69                   | 70                   |
| 4Q08     | 46                         | 35                    | 35                      | 40                      | 36                    | 43                   | 39                   | 34                   |
| 1Q09     | 36                         | 31                    | 33                      | 41                      | 31                    | 40                   | 38                   | 31                   |
| 2Q09     | 37                         | 30                    | 30                      | 36                      | 30                    | 37                   | 34                   | 30                   |
| 至 090916 | 41                         | 32                    | 32                      | 37                      | 32                    | 40                   | 38                   | 31                   |

资料来源: 煤炭资源网, 国信证券经济研究所

### 之三: 装机投产量低于全国平均

从 09 年前 8 月的投产装机看, 广东、华东地区的投产量在各省市中居较低水平。新投产装机占全国新投产装机比例都大幅下降。这将导致需求恢复下发电小时数得到较大提升。

**表 6: 2009 年 1-8 月份分省市装机投产量 (单位: 万 KW)**

| 省市  | 装机投产 | 省市  | 装机投产 | 省市  | 装机投产 | 省市  | 装机投产 |
|-----|------|-----|------|-----|------|-----|------|
| 全国  | 4082 | 云南省 | 209  | 青海省 | 140  | 海南省 | 39   |
| 贵州省 | 276  | 四川省 | 208  | 陕西省 | 127  | 江西省 | 36   |
| 山西省 | 261  | 广东省 | 203  | 宁夏区 | 126  | 天津市 | 33   |
| 河南省 | 254  | 内蒙古 | 186  | 江苏省 | 123  | 黑龙江 | 30   |
| 河北省 | 237  | 辽宁省 | 185  | 甘肃省 | 121  | 重庆市 | 14   |
| 山东省 | 235  | 湖南省 | 155  | 新疆区 | 55   | 上海市 | 5    |
| 福建省 | 223  | 吉林省 | 144  | 湖北省 | 49   | 北京市 | 0    |
| 安徽省 | 218  | 浙江省 | 142  | 广西区 | 48   | 西藏区 | 0    |

资料来源: 中电联, 国信证券经济研究所

## ■ 传闻中的电价调整我们认为执行的可能性较大, 建议待明朗后再做投资判断

从发改委传出消息, 11 月份火电上网电价将进行结构性调整, 下调的地区为沿海 6 省市——广东、福建、浙江、辽宁、上海、江苏, 上调的地区是内地四省——江西、山西、陕西和甘肃, 该传闻意味着政府将以华东华南火电公司之“盈”补华中、西部之“亏”。

诚如我们上面的分析, 以广东为例, 由于 08 年上涨的 5 分钱电价中有约 1 分 5 厘钱转为了利润, 当时电价上涨的目的是为了覆盖煤价的涨幅, 目前广东及沿海盈利恢复到这么高的水平 (以粤电力为例, 以三季报年化计算 ROE 超过 20%), 政府通过调控上网电价来实现各区域的均衡我们认为具有必然性, 因此。我们建议认为电价政策明朗前维持对行业的谨慎看法。

### 国信证券投资评级

| 类别         | 级别   | 定义                                 |
|------------|------|------------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 推荐   | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上          |
|            | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间      |
|            | 中性   | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间  |
|            | 回避   | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上          |
| 行业<br>投资评级 | 推荐   | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上        |
|            | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 %之间    |
|            | 中性   | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间 |
|            | 回避   | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上         |

### 分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 免责声明

本报告信息均来源于公开资料，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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。