

电力生产行业深度研究报告

优于大势

——行业趋势向好，不确定因素依然存在

维持评级

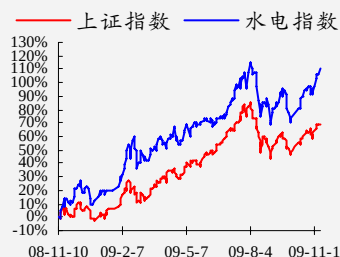
公用事业/电力生产

2009 年 11 月 12 日

投资要点:

- 1-9 月份，全社会用电量总计 26635 亿千瓦时，同比增长 1.40%。其中，第一产业用电量 724.6 亿千瓦时，同比增长 6.35%；第二产业用电 19549.4 亿千瓦时，同比下降 1.67%，降幅大大收窄；第三产业用电 2935 亿千瓦时，同比增长 11.26%；城乡居民生活用电 3426.5 亿千瓦时，同比增长 11.73%，用电需求持续向好。
- 电力需求的回升更多得益于第二产业用电量的回暖。从三季度来看，高耗能行业得益于经济刺激政策拉动及经济宏观基本面出现好转，产能释放处于高位，预计四季度主要高耗能产业依然有不错表现，加之四季度的基数效应，高耗能行业产量累计同比增速有放大趋势。
- 1-9 月份，1-9 月份全国发电设备累计平均利用小时为 3352 小时，同比下降 283 小时（7.8%左右），符合年初我们做出 5%-10%降幅的判断。6 月份以后，受来水量下滑影响，水电机组对火电机组的挤压效应明显减弱，三季度火电机组出力加强，小时利用数有所明显反弹，1-9 月份总的看来，火电机组平均小时利用数亦符合预期。
- 动力煤近期持续攀升，创出年内新高。截止到 11 月 2 日，中转地秦皇岛港山西优混平仓价为 635 元/吨，比 9 月末上涨了 4.6%，大同优混平仓价为 670 元/吨，同比 9 月末上涨了 5.51%。考虑到冬储用煤及用电回暖（水电挤压效应的快速减弱促使火电出力加大），未来几个月动力煤的价格保持稳中有升的态势。
- 成本传导不畅，煤价依然成为火电企业的达摩之剑。电煤企业合同煤价格之争年复一年，加之发电企业市场煤比重越来越大，煤炭价格对火电企业来说，依旧是决定其盈利能力的最重要因素。
- 电价上调预期再起，此次可能调价的动因有多方面，其中重要的一点在于 08 年 8 月 20 日单方面上调火电上网电价（尽管后来国家拿出 100 多亿元资金予以弥补，但仍然不能阻挡电网公司亏损的局面），在煤价回落，发电企业盈利大幅改观的情况下，电网企业提出了自己的利益诉求。
- 维持行业“优于大势”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. 用电需求持续回暖

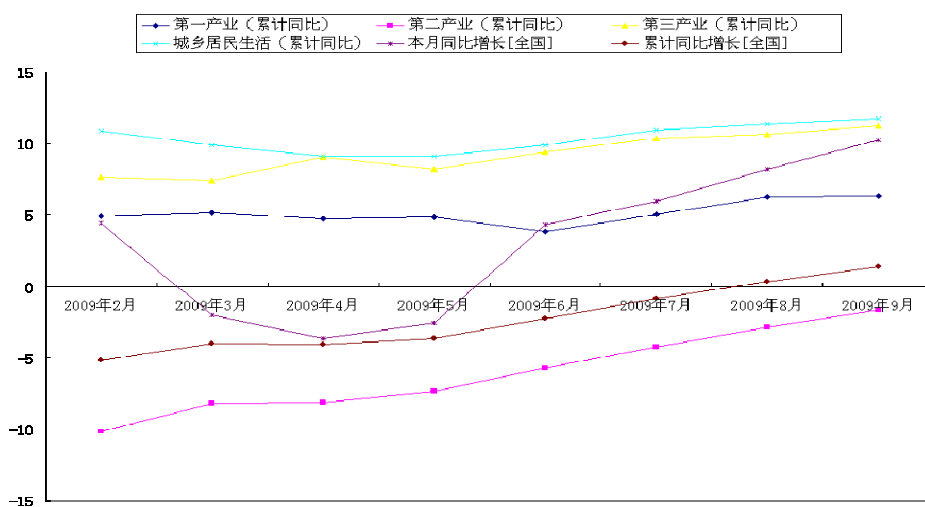
1.1 电力需求及生产情况回顾

➤ 用电需求情况

1-9 月份，全社会用电量总计 26635 亿千瓦时，同比增长 1.40%。其中，第一产业用电量 724.6 亿千瓦时，同比增长 6.35%；第二产业用电 19549.4 亿千瓦时，同比下降 1.67%，降幅大大收窄；第三产业用电 2935 亿千瓦时，同比增长 11.26%；城乡居民生活用电 3426.5 亿千瓦时，同比增长 11.73%（家电普及率提高带动乡村居民用电量保持较快增长）。

就 9 月份而言，全社会用电量同比增速达到 10.24%，创出近期新高。其中，第一产业同比增长 8.13%；第二产业同比增长 8.87%；第三产业同比增长 15.45%；城乡居民生活用电同比增长 13.67%。

图一 全社会用电量累计及当月同比增速（%）



资料来源：东北证券金融与产业研究所整理

电力需求的回升更多得益于第二产业用电量的回暖。分行业来看，工业中的重工业 9 月份当月同比增长 9.49%，对总用电量增长率的贡献率达到 53.24%，贡献率最大；其次，商业、住宿和餐饮业，公共事业及管理组织，信息传输、计算机服务和软件业，金融、房地产及商务等行业同比增速较高，当月同比增长分别达到 14.13%、13.66%、21.44%、23.06%，可以看得出来，金融、房地产及商务带动了第

三产业用电量的快速增长。随着产业结构的逐步调整，以服务业为代表的第三产业将持续保持较快的同比增长。

表一 1-9 月份各行业用电量当月及累计同比增速

行业名称		结构占比 (%)	当月同比 (%)	累计同比 (%)
农、林、牧、渔业		3.02	8.13	6.35
工业	轻工业	15.18	5.66	-2.74
	重工业	66.83	9.49	-1.60
建筑业		1.27	16.34	8.63
交通运输、仓储、邮政业		1.99	8.88	5.66
信息传输、计算机服务和软件业		0.78	21.44	15.77
商业、住宿和餐饮业		4.18	14.13	10.60
金融、房地产及商务		3.05	23.06	14.50
公共事业及管理组织		3.71	13.66	11.95
各行业用电量合计		100	9.70	0.04

资料来源：东北证券金融与产业研究所整理

➤ 电力生产情况

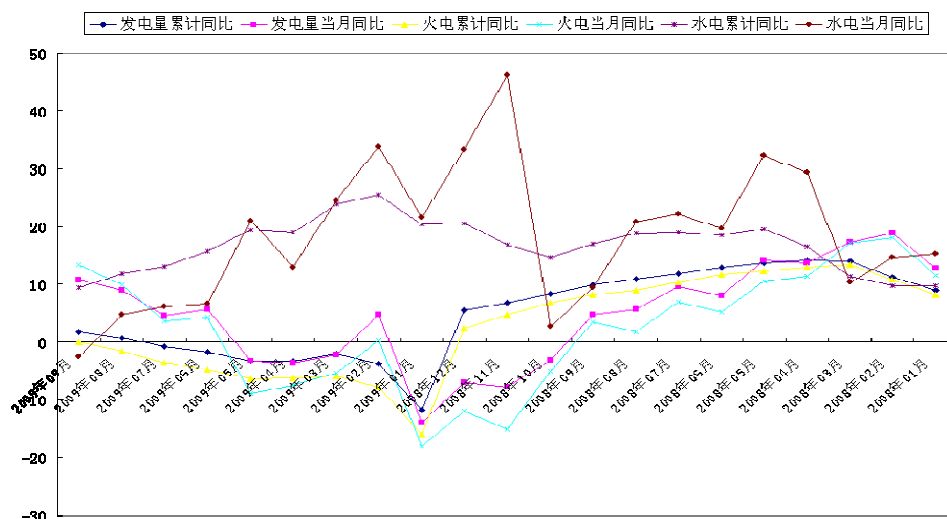
1-9 月份全国发电量为 26511 亿千瓦时，同比增长 1.9%。其中，水电 4388 亿千瓦时，同比增长 9.8%；火电 21302 亿千瓦时，基本与 08 年持平；核电 516 亿千瓦时，同比增长 1.3%；风电 182 亿千瓦时，同比 117.7%。

9 月份当月发电量达到 3202 亿千瓦时，同比增幅为 9.5%，考虑到金融危机在 08 年 10 月对国内实体经济造成实质影响，预计未来几个月有望实现两位数同比增长。上半年从全国范围来看，来水情况较好，前三季度水电发电量同比增长 9.8%，但自 6 月份以来，水电机组发电量同比增速有所回落，9 月份同比增幅已滑落到 -3.7%，继而对火电的挤压效应减弱，数据表明，9 月份火电发电量同比增幅达到 12.3%。

火电发电量保持同比增速持续向好的趋势，但我们也注意到区域出现分化，近几个月而言，广东、广西、湖南、贵州等省火电发电量同比、环比仍然保持了较快的增速。以广西为例，9 月份发电量同比增长 115%，环比增长 44% 左右，我们判断这与水电出力减弱有关。最初看好三季度发电量存在较大增长的上海地区，由于上海市鉴于用电安全考虑，该季度外购电同比增幅较大（同比增幅达到三成以

上)，导致本地火电机组利用率低于预期，预计四季度机组利用情况会好转。黑龙江、陕西、甘肃等省三季度火电发电量同比情况不甚理想，这与当地经济复苏情况不佳有关。特别是甘肃省，第二产业比重较高，第三产业不发达，加之上半年水电发电较多，火电机组发电量同比（当月）降幅较大。

图二 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

表二 部分省份 1-9 月份火电发电量累计、当月同比增速

地 区	本月	累计
	同比增长 (%)	同比增长 (%)
河 北 省	24.9	2.9
内 蒙 古 省	11.1	0.4
辽 宁 省	17.1	-3.4
黑 龙 江 省	-9.2	-4.7
上 海 市	-2.8	-8.5
江 苏 省	6.7	-3.1
浙 江 省	14.3	0.8
安 徽 省	17.9	19.6
福 建 省	24.2	13.0
江 西 省	27.7	2.2
山 东 省	6.9	1.4
河 南 省	14.7	-4.0
湖 北 省	78.5	1.5
湖 南 省	71.9	7.8
广 东 省	17.1	-7.1
广 西 区	115.4	-12.8
重 庆 市	38.1	1.7
四 川 省	15.0	16.2

云 南 省	12.3	7.7
陕 西 省	-11.9	0.8
甘 肃 省	-22.9	-19.2
青 海 省	32.9	-9.7
宁 夏 区	18.9	-12.7
新 疆 区	21.9	9.9

资料来源：东北证券金融与产业研究所整理

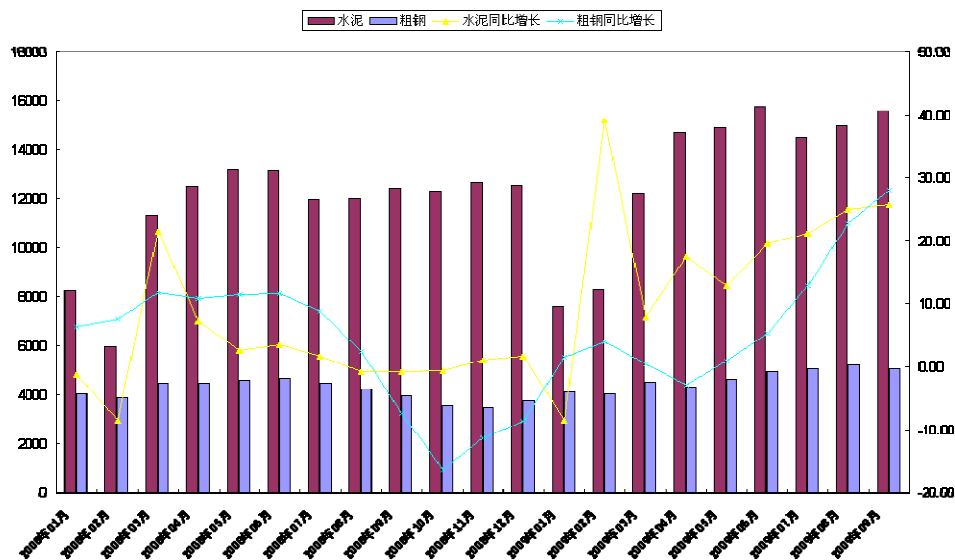
1.2 高载能产业三季度产能处于高位

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，三季度经济形势出现好转势头，从粗钢、有色金属、水泥、烧碱等高载能三季度逐月产量来看，基本上都处于高位，这也为三季度用电需求转暖奠定有力基石。

➤ 钢铁、水泥

自二季度以来，钢铁逐月产量同比增速出现放大趋势，考虑到 08 年四季度受到金融危机的影响，预计趋势在四季度得以保持。

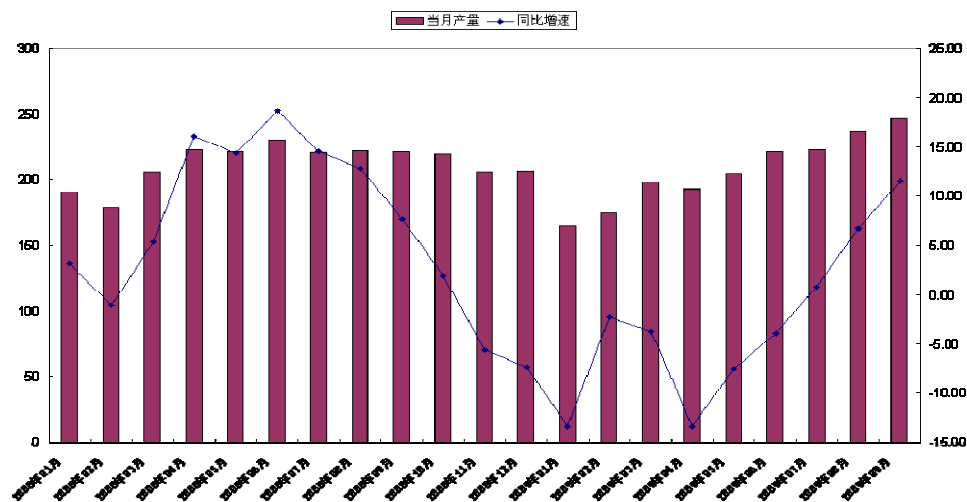
图三 钢铁、水泥近期当月产量（万吨）及同比增长（%）



资料来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

➤ 十种有色金属

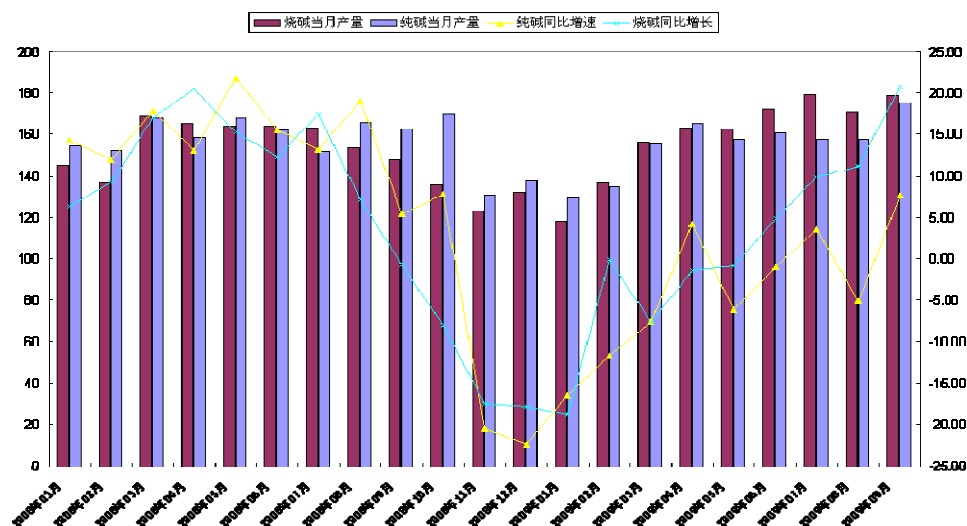
图四 十种有色金属当月产量（万吨）及同比增长（%）



资料来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

➤ 烧碱、纯碱

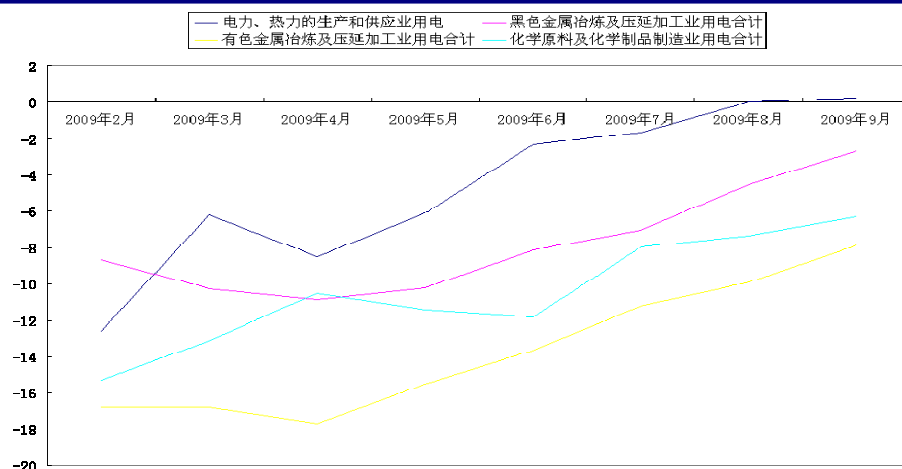
图五 烧碱、纯碱当月产量（万吨）及同比增长（%）



资料来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

1.3 主要耗电行业用电累计增速持续向好

图六 主要耗电行业用电累计同比增长



资料来源：东北证券金融与产业研究所整理

主要耗电行业用电累计增长二季度以来的态势反映了经济出现了向好的势头,虽然目前经济回暖的基础不是非常牢固,管理层依然保持适度宽松的经济政策,预计四季度主要高耗能产业依然有不错表现,加之四季度的基数效应,累计同比增速有放大趋势。

2. 发电机组利用率符合预期

2.1 火电机组利用率复苏促使全部发电机组小时利用数符合预期

1-9 月份, 1-9 月份全国发电设备累计平均利用小时为 3352 小时, 同比下降 283 小时 (7.8%左右), 符合年初我们做出 5%-10%降幅的判断。其中, 火电机组小时利用数为 3515 小时, 同比下滑 284 小时 (7.47%); 水电小时利用数为 2671 小时, 同比下滑 180 小时。

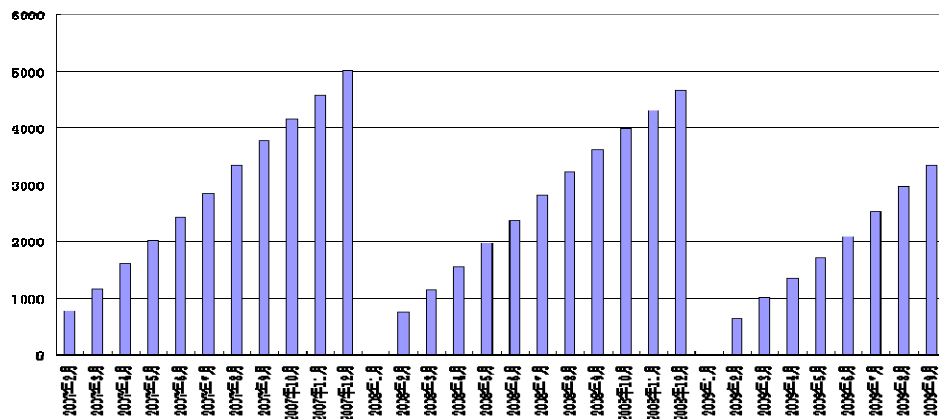
从全国范围来看, 6 月份以后来水情况不甚理想, 水电发电机组三季度小时同比下降较快, 水电机组对火电机组的挤压效应显著下降。

伴随经济回暖, 水电机组出力下滑, 火电机组将对发电量的贡献率有所上升, 9 月当月机组小时利用数出现了正增长。

➤ 全部机组发电小时利用数

图七 全部机组小时利用数

(单位: 小时)

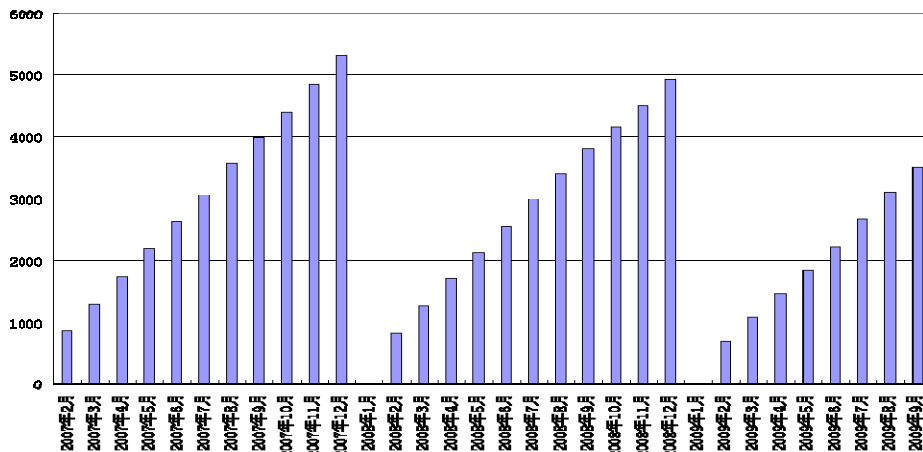


资料来源: 东北证券金融与产业研究所整理

➤ 火电机组小时利用数

图八 火电机组小时利用数

(单位: 小时)



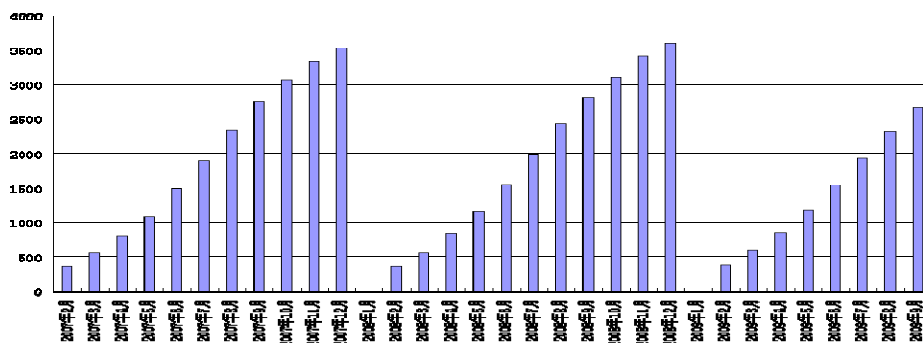
资料来源: 东北证券金融与产业研究所整理

考虑到电源结构中火电所占的比重之大(近76%),火电机组小时利用数的复苏情况对全部机组小时利用数的意义是不言而喻的。

➤ 水电机组小时利用数

图九 水电机组小时利用数

(单位: 小时)



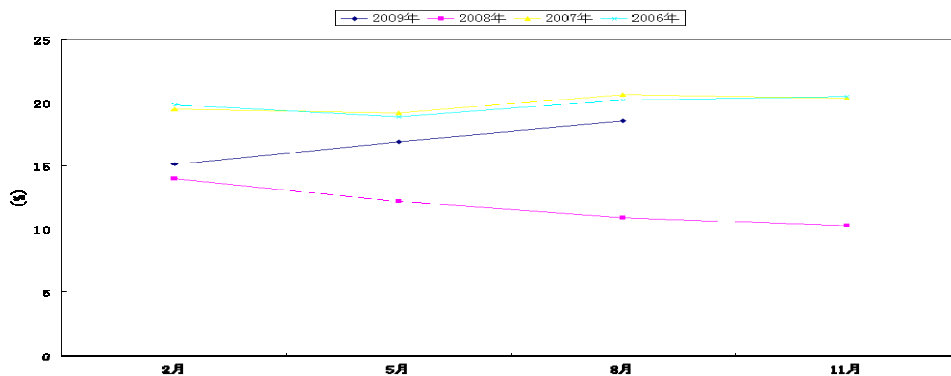
资料来源: 东北证券金融与产业研究所整理

小时利用数符合预期的一个主要原因在于新增机组装机容量同比有所下降, 1-9 月份新增电源容量为 4911.53 万千瓦, 同比减少 736 万千瓦 (13%左右), 其中, 火电新增装机容量 3295 万千瓦, 同比减少 753 万千瓦 (18%左右), 水电 1210 万千瓦。

2.2 发电机组利用率符合预期也是盈利能力回升的保证

煤炭价格下降是电力上市公司盈利复苏的最重要因素, 但机组利用率也是决定公司盈利的重要缘由。

图十 电力生产企业近几年毛利率变化趋势



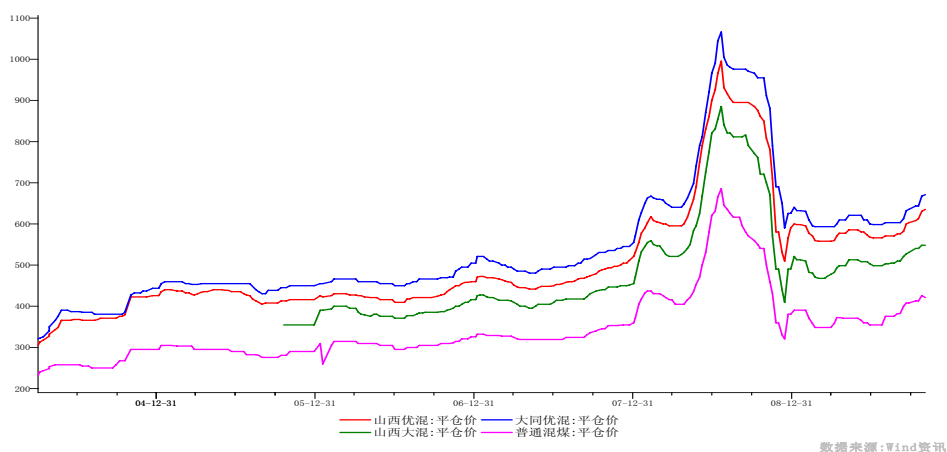
资料来源: 天相投资, 东北证券金融与产业研究所

3. 煤炭价格近期小幅上涨

3.1 动力煤持续攀升，创出年内新高

10 月份动力煤价格延续了 9 月份上涨势头，并创出年内新高。截止到 11 月 2 日，中转地秦皇岛港山西优混平仓价为 635 元/吨，比 9 月末上涨了 4.6%，大同优混平仓价为 670 元/吨，同比 9 月末上涨了 5.51%。考虑到冬储用煤及用电回暖（水电挤压效应的快速减弱促使火电出力加大），未来几个月动力煤的价格保持稳中有升的态势。

图十一 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

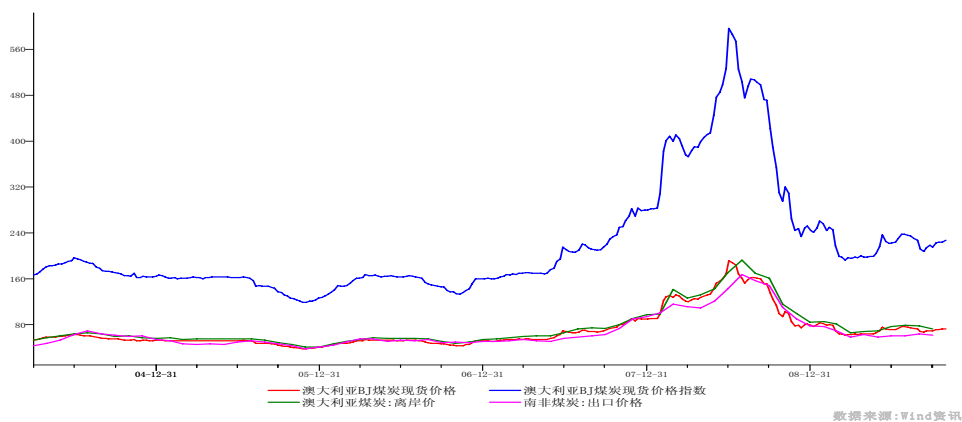
近期动力煤的上涨，促成的因素是多方面的。其一，煤炭大省山西的煤炭资源整合导致小煤矿产能收缩，其二，火电发电量增速继续放大，其三，十月份节假日对煤炭供给有所影响。

3.2 国际需求回升，国际煤价小幅上涨

截止到 10 月 29 日澳大利亚 BJ 煤炭现货价格为 72.55 美元/吨，比上月同期上涨了 5.22%，比上一周上涨了 1.1%。

全球经济的企稳并有所恢复带动了全球煤炭需求的回升，这将会影响到东南沿海地区对外煤的依赖度。

图十二 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

3.3 成本传导不畅，煤价依然成为火电企业的达摩之剑

电力体制改革处在深化的关键时期，电价改革能否成功关系到能否解决市场煤和计划电之间利益冲突的问题。就目前现状来看，真正实现成本传导畅通需要中央管理层拿出巨大决心和智慧。

经济复苏带动的煤炭需求回升将成为煤炭价格上涨的主动动力。此外，酝酿已久的资源税改革预期近期将要实施，其核心内容涉及到两方面：一是征收方式由从量征收改为从价征收；二是征收的标准会适当提高，结果会带动煤炭企业成本提升，进而推动煤炭价格上涨。

总体来看，国内前三个季度电力和电煤供需保持了宽松平衡态势，但逐月来看，随着经济形势好转，电力需求开始快速增长，耗煤明显回升，近期加之天气因素，煤耗增幅较快。国际市场来看，受国际市场现货动力煤价格回升及干散货船运价指数上升影响，自7月份开始进口煤炭总量呈现递减态势，必然增加对国内煤炭需求，推高国内市场煤价。

电煤企业合同煤价格之争年复一年，加之发电企业市场煤比重越来越大，煤炭价格对火电企业来说，依旧是决定其盈利能力的最重要因素。

4. 电价上调预期再起

近期，诸多媒体报道销售电价上调的消息，最新消息称，全国平均销售电价每度电上涨 2 分钱左右，对于上网电价，分区域调整，下调东部沿海地区火电上网电价，上调中、西部火电上网电价。

这次调价的动因有多方面，其中重要的一点在于 08 年 8 月 20 日单方面上调火电上网电价，尽管后来国家拿出 100 多亿元资金予以弥补，但仍然不能阻挡电网公司亏损的局面。在煤价回落，发电企业盈利大幅改观的情况下，电网企业提出了自己的利益诉求，要么上调销售电价，要么下调火电上网电价（抵消 08 年 8 月那次上调上网电价）；此外其他原因包括：可能在于配合资源体制改革，资源税的推出势必会推升化石能源的价格；电网投资规划巨大，电网企业缺乏自有资金。

虽然相关管理层还没有出台正式文件，可以肯定的是其中的难处会很多。

我们对媒体报道的调价事件判断是：1.分区域调整上网电价是可行的，毕竟区域经营成本回落的幅度和上调上网电价的差异性存在（竞价上网未实现以前），造成盈利水平出现较大差异；2.在目前下游产业盈利能力还不是很强的背景下，在上调销售电价和保证企业正常经营（保增长）之间予以权衡，因此，上调的幅度和范围在现阶段需谨慎考虑。3.此次调价是权益之计，积极推挤电价改革才能解开市场煤、计划电的矛盾。政府扩大大户直购电试点范围，根据区域成本实现划区域竞价上网，做好监管部门有所为有所不为的宗旨，真正理顺成本传导渠道。我们认为，要想真正实现发改委、电监会在《关于加快推进电价改革的若干意见》中的目标，需要在更大的产业链内实现利益再分配，扫清局限于煤炭、发电、输配电范围内所导致的障碍。

5. 行业判断

维持行业“优于大势”判断；维持前期关注电力需求回暖较快的东南沿海地区发电企业的观点，根据目前媒体所传上网电价调价方案，沿海地区下调火电机组上网电价对公司盈利能力影响有限。根据我们的判断，一旦上调销售电价，水电上网电价有所上调的可能非常大，有望超过 08 年 7 月 1 日调价的幅度。

重点关注“深圳能源”、“文山电力”。

维持“申能股份”、“长江电力”、“宝新能源”、“国电电力”推荐评级。

重点公司估值（2009-11-12）

公司名称	代码	股价	09EPS	10EPS	09PE	10PE
国电电力	600795	7.19	0.32	0.37	22.47	19.43
京能热电	600578	10.84	0.40	0.55	27.10	19.71
大唐发电	601991	9.50	0.12	0.20	79.17	47.50
申能股份	600642	12.04	0.61	0.72	19.74	16.72
文山电力	600995	8.72	0.32	0.42	27.25	20.76
华能国际	600011	8.13	0.45	0.50	18.07	16.26
长江电力	600900	13.54	0.52	0.64	26.04	21.16
华电国际	600027	5.44	0.20	0.29	27.20	18.76
宝新能源	000690	9.62	0.58	0.62	16.59	15.52
深圳能源	000027	13.50	0.96	0.84	14.06	16.07
皖能电力	000543	9.95	0.24	0.32	41.46	31.09

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