

火电利用小时大幅回升



行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)
国家/地区 中国/A 股
行业 电力
报告日期 2009 年 12 月 17 日

陈舒薇 电力行业分析师
8621-63325888 x 6067
王帅 煤炭行业首席分析师
8621-63325888 x 6068

事件:

近日中电联公布 1-11 月份全国电力工业生产简况, 11 月份单月用电量同比增长 27.63%, 1-11 月份累计用电量同比增长 4.77%, 延续了 8 月以来的累计用电正增长态势。分部门来看, 三大产业和居民用电增速继续攀升, 其中第二产业由于高耗能行业的进一步复苏及基数效应用电增速大幅提升; 分电源来看, 4 季度来水情况大幅度下滑造就火电利用小时提前筑底。

评论:

✓ 11 月份单月发、用电量同比增长 26.93%、27.63%, 继续维持 09 年全年发电量增速 5.4%的预判; 分行业来看, 第二产业用电贡献度仍在攀升, 其中钢铁行业表现最为突出。

1-11 月份全社会累计发、用电量分别达 32916 和 32991 亿千瓦时, 同比增长 5.24%和 4.77%; 11 月单月发、用电量分别达 3234 和 3284 亿千瓦时, 实现 26.93%和 27.63%的高增长。继续维持 09 年全年发电量增速 5.4%的预判。

从三大产业来看, 正处于复苏通道的第二产业增势强劲; 从细分行业来看, 钢铁、化工、有色的用电贡献最为显著, 钢材、合成氨、纯碱、十种有色金属及电解铝当月产量分别同比增长 46%、15%、52%、28%和 36%, 较 10 月份显著提高; 水泥产量仍维持 15 %以上高增长。环比来看, 11 月单月发用电量上升 3.6%和 4.8%, 符合其季节性变化。总的来看, 在去年下半年的低基数效应上叠加全行业复苏性用电需求, 发、用电量增速频超预期。

表 1: 分行业用电情况

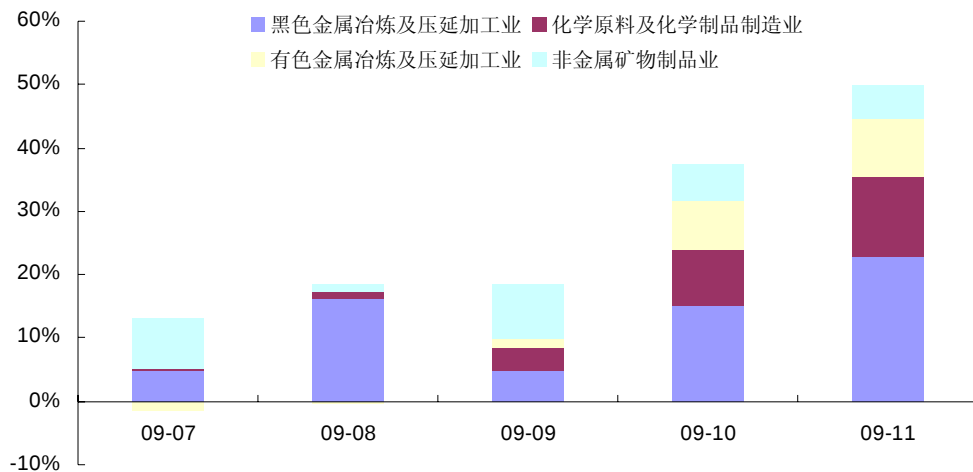
	当月用电增速					当月用电占比			
	Jul-09	Aug-09	Sep-09	Oct-09	Nov-09	Jul-09	Aug-09	Sep-09	Oct-09
全社会电力消费增速	6.0%	8.2%	10.2%	15.9%	27.6%	100%	100%	100%	100%
第一产业	13.4%	10.6%	8.1%	10.8%	14.9%	3.1%	3.1%	2.6%	2.3%
第二产业	2.8%	6.5%	8.9%	17.6%	31.7%	74.4%	72.2%	71.6%	75.2%
第三产业	16.4%	12.6%	15.5%	11.5%	16.1%	10.7%	11.5%	11.8%	10.4%
城镇居民生活用电	17.7%	14.0%	13.7%	10.2%	15.9%	11.8%	13.3%	14.0%	12.0%
工业用电量	2.7%	6.4%	8.8%	17.7%	31.9%	73.5%	71.2%	70.5%	74.2%
黑色金属冶炼及压延加工业	2.8%	11.7%	4.5%	20.4%	55.2%	10.7%	11.3%	11.4%	11.8%
化学原料及化学制品制造业	0.2%	1.3%	4.5%	17.0%	44.7%	7.4%	7.4%	7.8%	8.2%
有色金属冶炼及压延加工业	-1.4%	-0.3%	2.1%	15.2%	32.2%	6.6%	6.8%	7.2%	7.9%
非金属矿物制品业	8.6%	1.9%	14.5%	15.5%	23.2%	5.5%	5.6%	6.0%	6.1%
电力、燃气及水的生产和供应业	4.3%	8.6%	4.5%	24.2%	36.9%	17.9%	14.0%	10.8%	13.7%

资料来源: 东方证券研究所

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

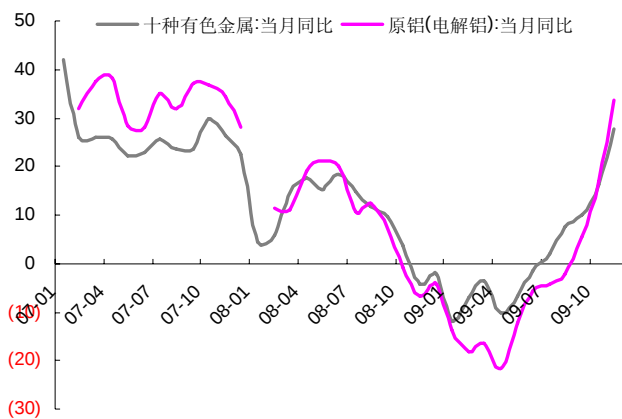
敬请参阅最后一页之重要声明。

图 1 四大主要高耗能行业月度用电贡献度逐月攀升



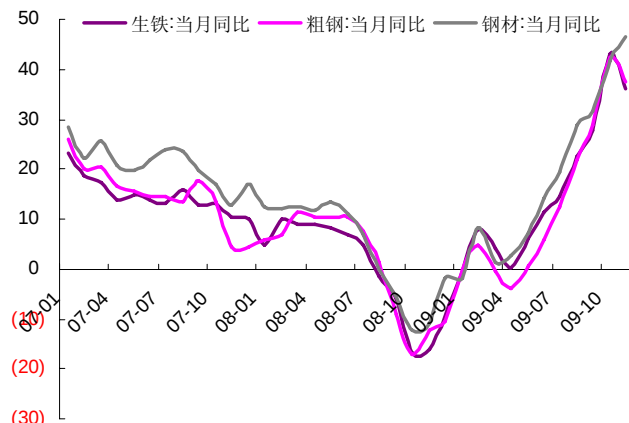
数据来源：WIND，东方证券研究所

图 2：有色行业产量增速

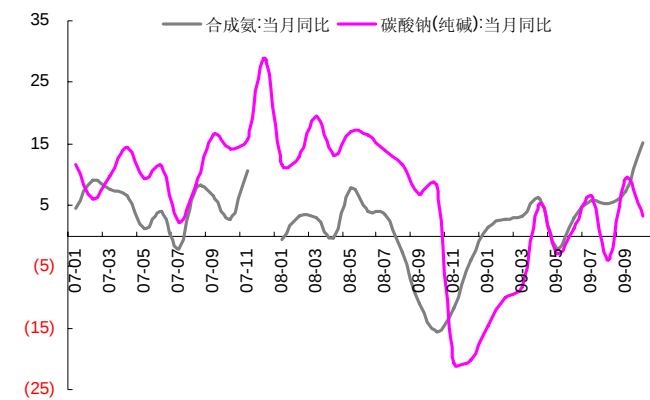


资料来源：WIND,东方证券研究所

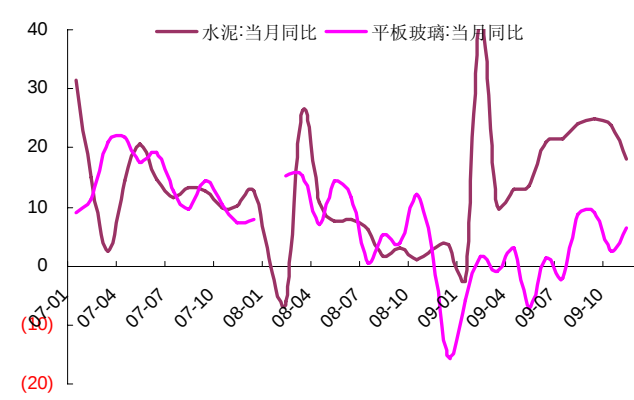
图 3：钢铁行业产量增速



资料来源：WIND,东方证券研究所

图 4：化工行业产量增速


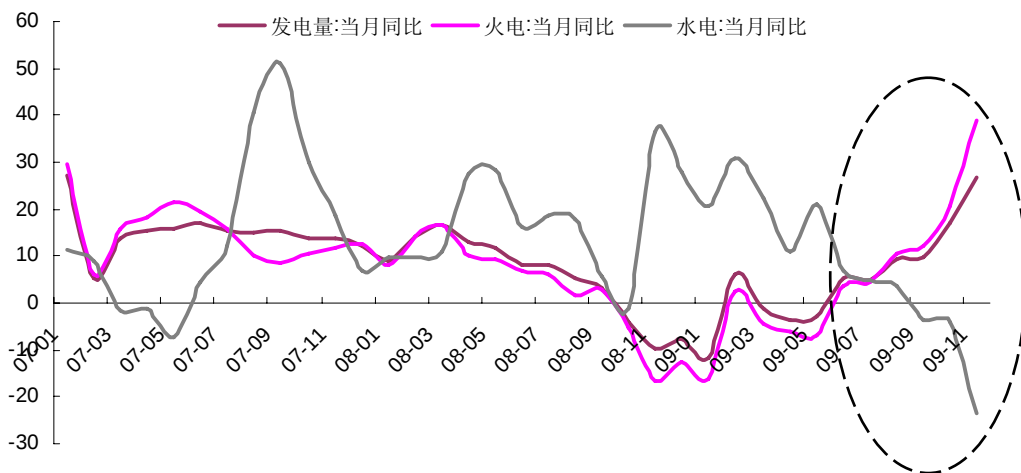
资料来源：WIND, 东方证券研究所

图 5：建材行业产量增速


资料来源：WIND, 东方证券研究所

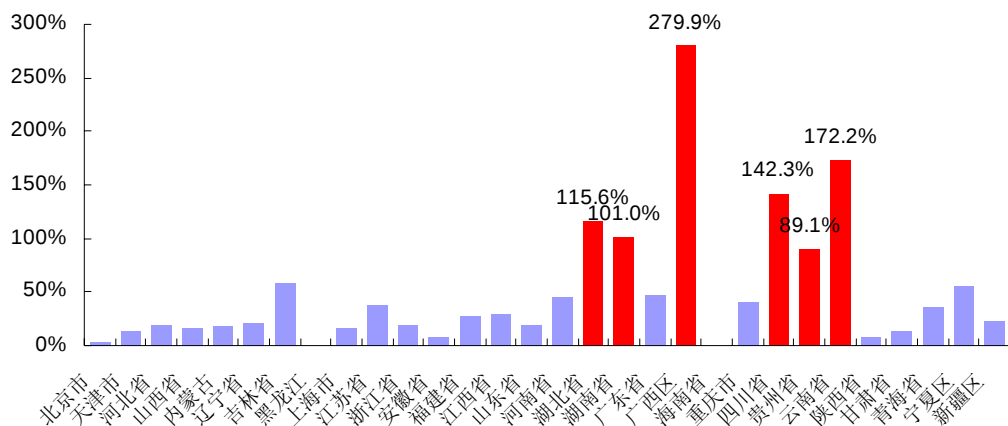
✓ 分电源来看：水力发电增速大比例下滑

进入 9 月份后，随着来水偏枯，水力发电开始大幅下滑，全国发电更多得要依赖火电，火力发电量叠加低基数和行业复苏的强需求效应加速上升。相对应的，水力发电占比大的省份，火电机组利用小时同比增长明显。湖北、湖南、广西、贵州、云南、四川六省的火电机组自 8 月份以来单月利用小时同比增速就非常乐观。

图 6 4 季度水电发电量同比大幅下滑


数据来源：WIND, 东方证券研究所

图 7 水电占比高的省份火电单月利用小时同比突出



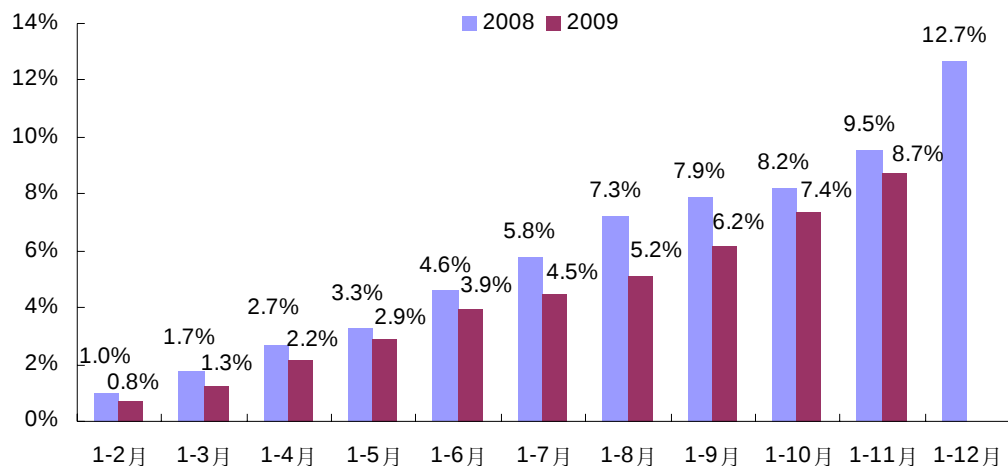
数据来源：WIND，东方证券研究所

✓ 装机增速继续低于去年同期水平；火电累计利用小时首次和去年持平

1-11 月全国新增装机（正式投产）6903 万 kW（同比去年增 1.6%），其中火电 4876 万 kW（占比 71%）、水电 1505 万 kW（占比 22%），全部新增装机占去年年底总装机容量 79253 万 kW 比例 8.7%，低于去年同期 9.5% 水平。

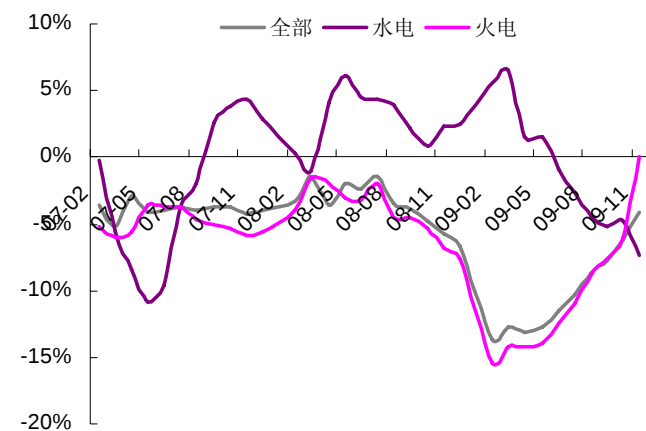
1-11 月全国发电企业利用小时累计为 4138 小时，同比降 179 小时，降幅 4.1%，降幅继续收窄；其中火电为 4507 小时，同比基本和去年持平，单月利用小时增幅更是大幅飙升至 73.3%。相比之下，水电利用小时则因下半年来水偏枯同比下滑 259 小时，单月利用小时下滑近三成。

图 8 今年以来新增装机增速一直低于去年同期水平



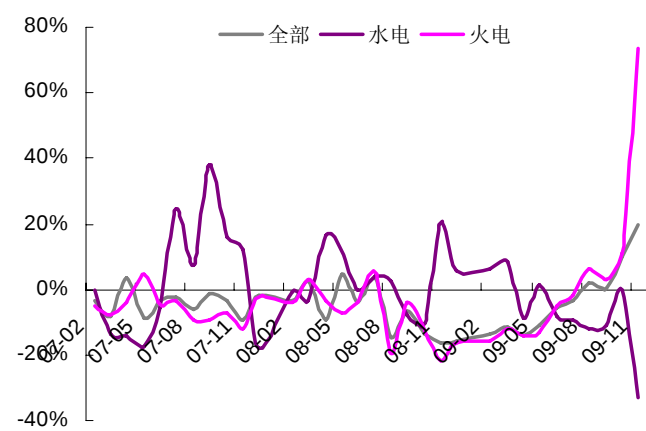
数据来源：WIND，东方证券研究所

图 9：累计利用小时同比降幅不断收窄



资料来源：WIND, 东方证券研究所

图 10：火电单月利用小时同比大幅飙升



资料来源：WIND, 东方证券研究所

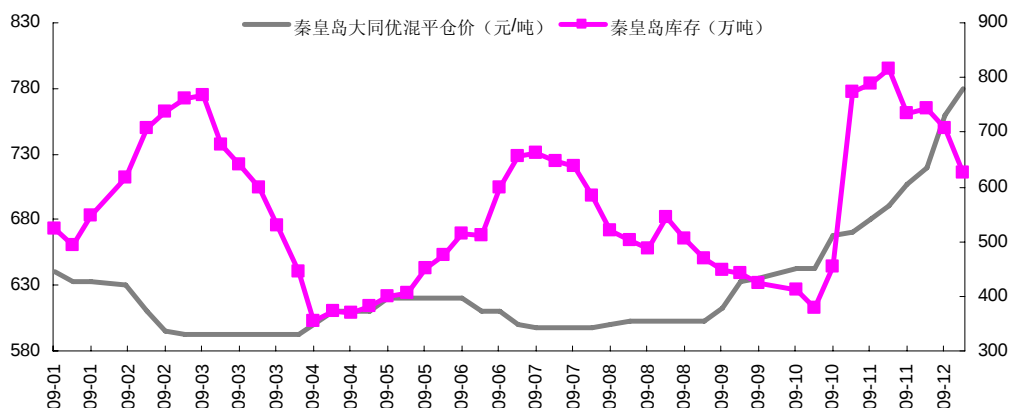
✓ 煤价、海运费：四季度以来快速攀升；期待山西资源整合后的产能释放

价格：在下游需求旺盛及山西资源整合双重背景下，四季度以来山西大同坑口价上涨 40 元/吨，涨幅 10%，秦皇岛大同优混平仓价加速上涨 145 元/吨，涨幅达 23%；于此同时，屋漏偏逢连夜雨，由于天气因素及华东地区电厂用煤的强劲需求，海运费在短短的去一个月中几乎翻一番，主要港口运费上涨 50-60 元/吨。

库存：在天气因素港口调出量受限的条件改变后，秦皇岛库存经过骤然飙升之后开始大幅回落，直供电厂库存仍维持在可用天数 12 天的较低水平。在价升存量降的背景下进一步反映出高位运行的电厂耗煤情况。

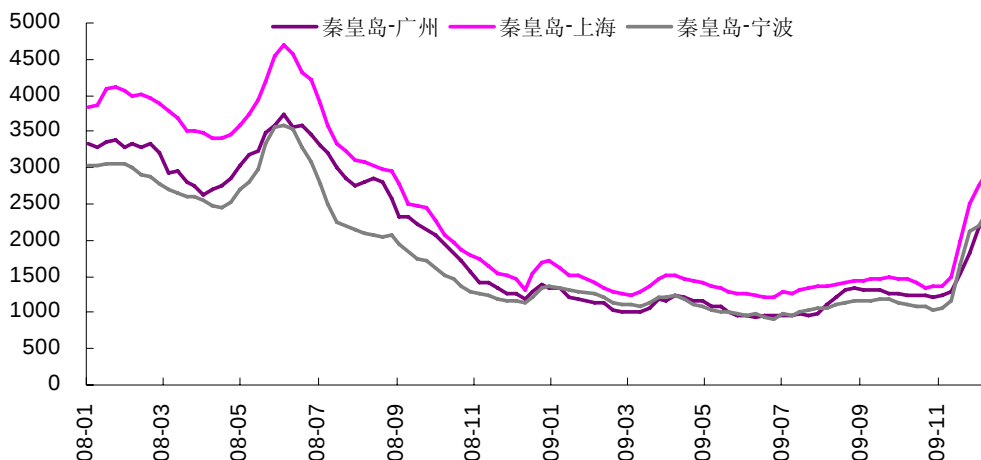
我们预期短期内煤价、海运费上涨势头难改，料将延续至月底。明年则看山西资源整合后的煤炭产能释放情况。

图 11 秦皇岛煤炭价升量减



数据来源：WIND，东方证券研究所

图 12 海运费 11 月以来近乎翻一番



数据来源：WIND，东方证券研究所

✓ 关注年底电煤合同的签订情况

国家发改委网站 15 日发布《关于完善煤炭产运需衔接工作的指导意见》，主要内容有：

- 煤炭方面：煤炭价格继续实行市场定价，由供需双方企业协商确定，坚持以质论价、优质优价等原则，进一步完善煤炭价格形成机制；清理各地区、各部门现行煤炭生产、销售过程中征收的各类收费和基金，推进涉及煤炭资源税费制度改革，**减轻煤炭企业负担**；
- 电力方面：积极稳妥地推进电力市场化改革，在有条件的地区推行竞争确定电价的机制；过渡期内，完善煤电价格联动机制，调整发电企业消化煤价上涨比例，设置煤电联动最高上限，**适当控制涨幅**。
- 电煤合同方面：改变目前煤炭供需双方集中衔接的做法，由企业在规定时间内自主选择适当方式，分散进行衔接；在《指导意见》发布衔接原则、政策和运力配置意向框架后 30 日内，供需企业要协商完成合同签订。

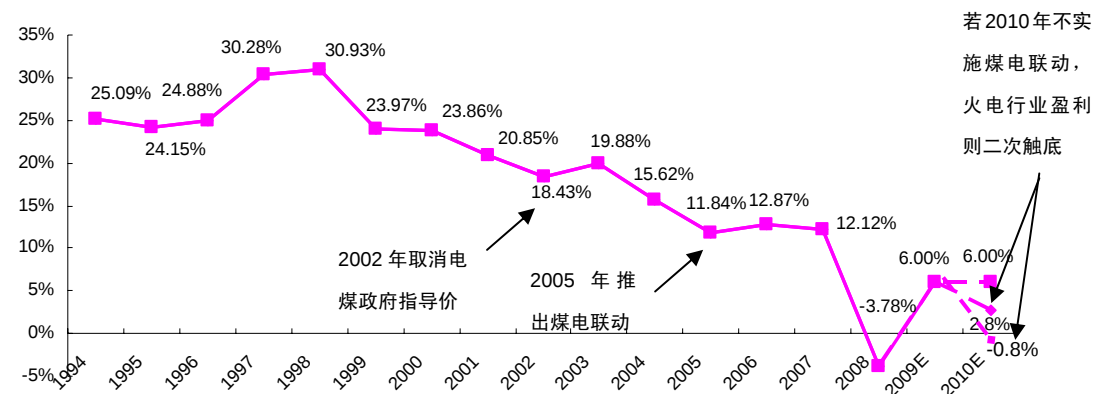
我们的理解：明年电煤价格温和上涨是大概率事件；政府对电价将有所作为，煤电联动愈行愈近。

- 首先，此次意见明确要适当控制煤电联动的涨幅。我们认为在设置了下游销售电价上涨幅度的情况下，作为上游成本的电煤价格亦难维持持续大幅上涨趋势。温和上涨将成常态。根据我们和业内上市公司的交流，30 日内完成电煤合同的签订以及首次在电煤订货工作中提出电力改革，也表明了政府已经认识到目前煤价对电力行业盈利的影响程度。
- 其次，一定程度之内的电煤价格涨幅（5%的电煤合同涨幅）将更多通过减少电煤交易中间环节，降低各类收费和基金以及调整煤电联动中煤价电价上涨比例的两种方式来消化。但目前市场对动力煤明年上涨幅度预期在 10% 以上，根据我们对火电行业盈利测算，如果政府对电价无作为，则明年火电行业在合理预期下将重现 08 年的行业性亏损。

- 最后，提出适当控制电价涨幅正是为煤电联动机制再启动做准备。政府退出电煤订货会意味着动力煤市场化的最终完成。煤电两个传统上下游行业市场化工作中的一半已结束，有理由相信政府将更多的开始关注二次电改中的电价改革进度。电价政策动作频频，电监会近期在公开场合表示将争取在明年出台输配电价成本监测办法，以此逐步推进电价改革。种种迹象都一再表明电价改革正在加速。这也充分符合当前整个宏观经济的适宜环境（物价压力较小）以及电力行业内部在电煤价格连续上涨下的盈利压力。在这样的背景下，我们预期发改委将实行煤电联动的可能性将非常大。
- 退一步来看，如果到明年仍不进行煤电联动，在发改委已开始下调部分沿海电厂上网电价背景下，坐视煤价上行侵蚀电厂利润，则意味着整体来看仍处于历史低位的火电行业盈利水平要在 10 年逆全国各行业的复苏潮流出现二次探底，我们认为政策层面来看可能性将非常有限。

我们判断在外有低通胀有利时点、内有中西部电厂仍在盈亏边缘的情况下，煤电联动将愈行愈近。

图 13 火电行业 2010 年净利率情景分析

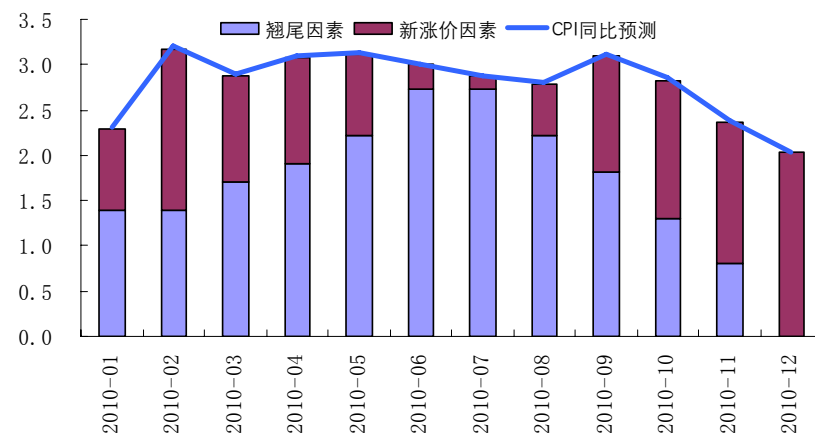


注：假设 2010 年火电行业煤炭成本上浮 5%、10%，若实施煤电联动，上网电价按惯例上调 5%。

数据来源：WIND，东方证券研究所

图 2：2010 年 CPI 的初步预测：明年是适宜的煤电联动时间窗口

单位：%



资料来源：国家统计局，WIND 资讯，东方证券研究所

分析师承诺

陈舒薇：电力行业分析师

王帅：煤炭首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn