

电力：呼吁“煤电联动”重启

电力行业 2011 年 2 月月报

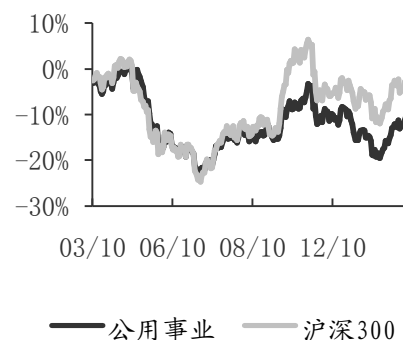
公用事业 同步大市-A
上次评级 同步大市-A

报告日期 2011-03-07

报告摘要:

- **电力消费弹性系数反弹：**根据中电联公布的2010年电力统计快报，全国全社会用电量4.19万亿千瓦时，同比增长14.58%。重工业的大幅反弹是主要力量，占当年新增量的67%，并促使2010年电力消费弹性系数继续反弹。
- **发电量同比增速下降明显：**2010年12月发电量同比增长5.1%，较11月下降0.5个百分点。2010年12月的同比增速与2009年的同期相比下降明显。整体来看，12月的发电量呈现出增速继续下降态势，从电量角度反映出经济的增速放缓趋势。
- **装机容量略低预期：**2010年度新增机组9127万千瓦，关停小机组1100万千瓦，推算的技改增加容量785万千瓦。虽然新增机组低于我们预期的9938万千瓦，但关停容量同比大幅下降，使得总装机容量仍超预期。
- **利用小时迅速上升：**2010年度利用小时最突出的两个特点是：（1）水电利用小时开始回升。由于当年来水较为充足以及2009年的基数较低，利用小时同比小幅上升3%。（2）火电利用小时超预期。在经济恢复推动下，火电利用小时连超预期，全年上升3.4%。为2004年以来首次上升。
- **国内动力煤市场价格稳定：**2010年动力煤逐步上涨，秦皇岛煤炭平仓价波动较小，因此秦皇岛与大同的价差近半年来处于下降过程。2011年1月与2月国内动力煤市场趋稳，价格保持稳定。
- **煤价淡季不淡：**2011年2月澳大利亚BJ价格出现了大幅上涨，已达到130美元/吨，未来一段时期内石油价格或将会继续维持上涨态势。受石油价格上涨带动，国际市场煤炭价格也将获得持续支撑。进入3月后，传统淡季到来，预计港口煤价会有一定松动，但考虑国内外煤价倒挂态势已经形成，国内动力煤价格下跌压力不大，平稳为主。
- **部分公司进行融资：**长江电力、吉电股份、三峡水利、惠天热电等公司通过发行短期融资券、中期票据或可转债等方式，进行资本运作，优化公司财务结构，降低财务费用，改善生产经营状况，提升公司盈利能力。
- **火电企业亏损严重：**根据五大发电集团的统计，近年来，由于电煤价格大幅上涨，火电企业燃料成本已占到发电成本的70%以上。与此同时，煤电联动政策没有落实到位，发电公司亏损严重。2010年全年煤价持续高位运行，同比上涨122.4元/吨，使五大发电集团燃料成本大幅增加，火电企业亏损面已高达55%以上。
- **呼吁“煤电联动”重启：**五大发电集团系统的“两会”代表委员提案议案逐渐浮出水面，其中呼吁“煤电联动”几乎成了代表委员提案中的共同主题。在此之前，由于2011年1月份电煤价格再次上涨，重点合同煤兑现不足70%，五大发电集团联合向国资委、国家发改委和国务院层面进行汇报，反映煤价上涨的情况和发电企业的经营状况，力促煤电联动政策的出台。
- **行业评级：**考虑目前电力行业的基本面、估值情况以及市场环境，我们认为整个行业不存在投资性机会，维持行业“同步大市-A”的评级。只有寄希望于“煤电联动”，电力行业整体情况有所好转。

12个月行业表现



张龙
021-68766113
执业证书编号
潘凡
021-68765295
执业证书编号

首席行业分析师
zhanglong@essence.com.cn
S1450511020030
行业分析师
panfan@essence.com.cn
S1450511020018

前期研究成果

电力：基本面有所好转，存在交易性机会
2010-12-16

能源危机，核已解忧
2010-11-19

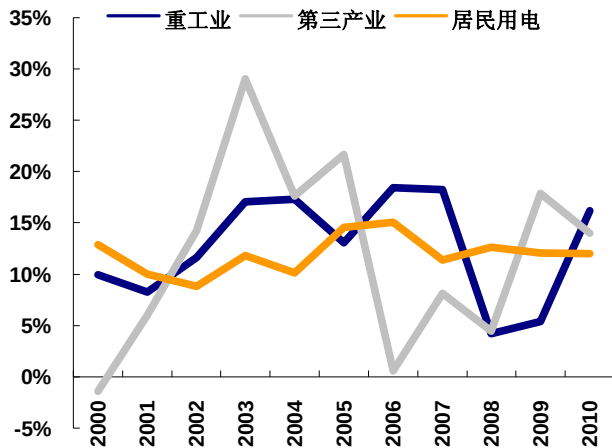
第三产业和居民用电环比下滑较多
2010-11-16

1. 2010 年电力消费与生产回顾

1.1. 电力消费弹性系数反弹

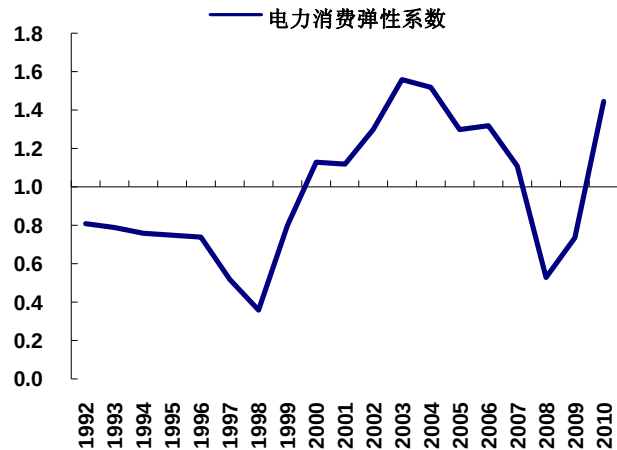
根据中电联公布的 2010 年电力统计快报, 全国全社会用电量 4.19 万亿千瓦时, 同比增长 14.58%。重工业的大幅反弹是主要力量, 占当年新增量的 67%, 并促使 2010 年电力消费弹性系数继续反弹。

图 1 分产业用电增速



数据来源: 中电联 安信证券研究中心

图 2 电力消费弹性系数



数据来源: 统计快报 安信证券研究中心

注: 10 年数据来源统计快报, 之后有会微调

1.2. 12 月发电量同比增速下降明显

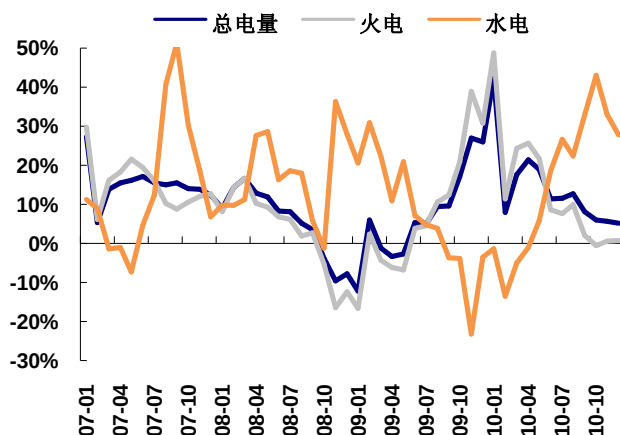
国家统计局和中电联都公布了 2010 年的电力统计数据, 略有差别。值得注意的是, 由于年末的统计口径会有调整, 推算出的 12 月单月用电增速可能差别较大。因此我们采用口径更为一致的单月发电量来分析。

2010 年 12 月发电量同比增长 5.1%, 较 11 月下降 0.5 个百分点。可以看到, 2010 年 12 月的同比增速与 2009 年的同期相比下降明显。整体来看, 12 月的发电量呈现出增速继续下降态势, 从电量角度反映出经济的增速放缓趋势。

如果 2011 年每个月的发电量环比增速都与历史平均水平保持一致的话, 则全年的发电量同比增速将达到 10.5% 左右, 其中上半年增速将达到 9.6%, 下半年将达到 11.6%。

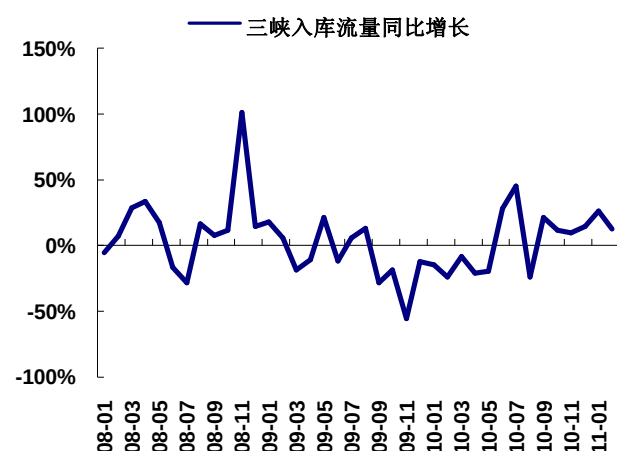
另外, 由于 2011 年 1 与 2 月来水尚可, 三峡入库同比上升 26% 与 13%。

图 3 单月发电量增速



数据来源: CEIC 安信证券研究中心

图 4 三峡入库流量同比增长



数据来源: 三峡总公司 安信证券研究中心

1.3. 装机容量略低预期

2010 年, 全国发电设备装机容量总计 96219 万千瓦, 同比增长 10.1%。年度新

增机组 9127 万千瓦, 关停小机组 1100 万千瓦, 推算的技改增加容量 785 万千瓦。虽然新增机组低于我们预期的 9938 万千瓦, 但关停容量同比大幅下降, 使得总装机容量仍超预期。

表 1 装机容量增速预测

单位:万千瓦	2007	2008	2009	2010	2011E
新投产容量	10190	9202	8970	9127	8000
关停容量	2336	1893	2617	1100	2300
技改等新增容量	1598	143	1781	785	1800
年底装机容量	71822	79273	87407	96219	103719
装机容量增加	9452	7451	8134	8812	6300
装机容量增速	15.2%	10.4%	10.3%	10.08%	7.8%

数据来源: 安信证券研究中心

分机组来看, 水电机组新机投产同比下降明显。我们预计 2011 年新增机组 8000 万千瓦, 全部装机容量增速为 7.8%。

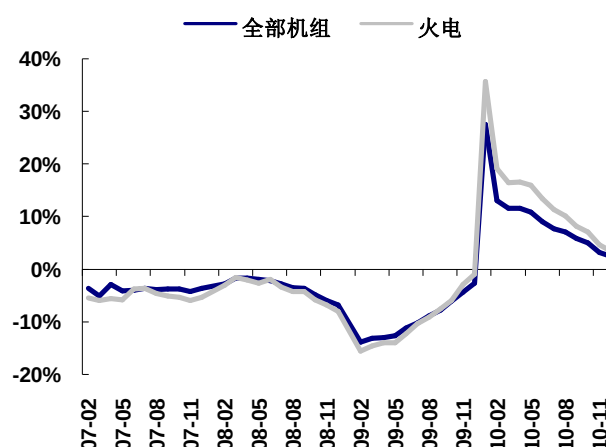
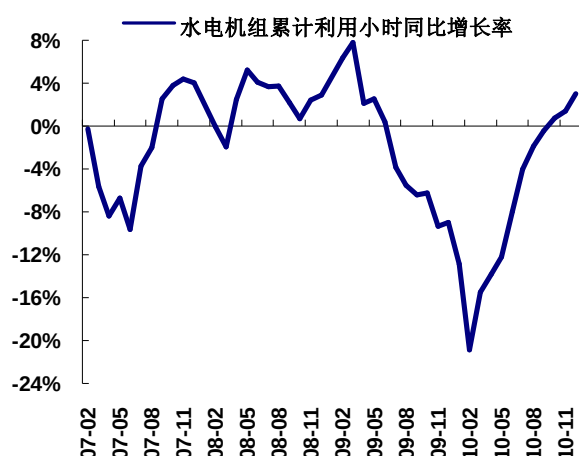
1.4. 利用小时迅速上升

2010 年利用小时最突出的两个特点是: (1) 水电利用小时开始回升。由于当年来水较为充足以及 2009 年的基数较低, 利用小时同比小幅上升 3%。(2) 火电利用小时超预期。在经济恢复推动下, 火电利用小时连超预期, 全年上升 3.4%。为 2004 年以来首次上升。

2011 年随着用电量增速放缓 (10.5%), 但同时装机容量增速也会下降 (7.8%), 因此利用小时将保持高位。预计全部机组利用小时可达到 4800 小时, 上升 140 小时, 其中火电机组达到 5131 小时, 上升 100 小时。

图 5 水电机组累计利用小时同比增长

图 6 全部及火电机组累计利用小时同比增长



数据来源: 中电联 安信证券研究中心

数据来源: 中电联 安信证券研究中心

表 2 利用小时和新机投产情况

2009年1-11月全国主要发电企业发电量及利用小时情况										
		利用小时			同比变化			新机投产		
		数据						(单位: 万千瓦)		
2009 年	全国	火电	水电	全国	火电	水电	全部	火电	水电	
	1-2 月	646	702	380	-103	-129	23	599	518	64
	1-3 月	1009	1100	601	-151	-186	44	1011	821	138
	1-4 月	1354	1468	854	-202	-238	18	1735	1258	381
	1-5 月	1721	1841	1188	-248	-299	30	2296	1576	509
	1-6 月	2106	2236	1539	-265	-312	6	3101	2197	705
	1-7 月	2527	2665	1934	-286	-307	-76	3552	2346	950
	1-8 月	2956	3107	2325	-287	-309	-134	4082	2702	1025
	1-9 月	3352	3515	2671	-283	-284	-180	4912	3295	1210
	1-10 月	3735	3923	2961	-240	-245	-193	5857	4129	1275
1-11 月	4138	4377	3165	-189	-130	-318	6903	4876	1505	

	1-12 月	4527	4839	3264	-121	-46	-325	8970	6076	1989
2010 年	1-2 月	728	833	321	84	135	-79	955	59	801
	1-3 月	1125	1285	499	117	182	-93	1613	131	1270
	1-4 月	1515	1716	737	157	243	-118	2224	211	1729
	1-5 月	1906	2133	1043	187	295	-145	2819	373	2134
	1-6 月	2295	2534	1419	190	300	-122	3383	615	2421
	1-7 月	2719	2966	1850	195	303	-78	4034	733	2885
	1-8 月	3163	3419	2285	210	317	-44	4713	950	3291
	1-9 月	3540	3802	2660	197	290	-11	5186	1098	3497
	1-10 月	3916	4192	2985	188	278	23	5671	1158	3744
	1-11 月	4275	4590	3211	132	207	45	6730	1344	4511
	1-12 月	4660	5031	3429	114	166	101	9127	1661	5872

数据来源：中电联 安信证券研究中心

2. 煤价淡季不淡

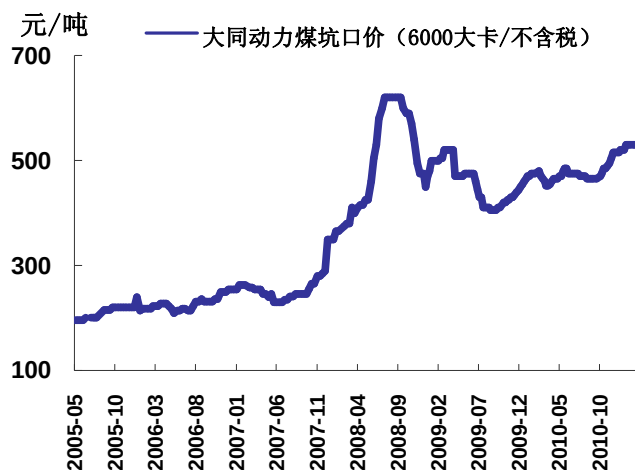
2010 年动力煤逐步上涨，秦皇岛煤炭平仓价波动较小，因此秦皇岛与大同的价差近半年来处于下降过程。2011 年 2 月国内动力煤市场趋稳，价格保持稳定。

库存与海运费方面，秦皇岛库存两个月增加了 21%，直供电厂库存经历 2010 年大幅上升后出现回落，幅度达 10%，海运费大幅回落后已经开始企稳。

由于国内需求的旺盛带动了进口量的增加，2010 年 12 月煤炭进口量高达 1734 万吨，为全年最高，净进口量 1589 万吨，环比大幅增加了 26%；2011 年 1 月份煤炭进口量达到 1656 万吨，净进口量 1513 万吨，环比开始下降，幅度为 5%。虽然 2011 年 1 月份煤炭进口量处于高位，是在去年四季度国际煤价仍然低于国内煤价的基础上实现的。随着之前签订的短期进口合同陆续用完，高价进口煤合同数量下降应该是必然的，未来几个月煤炭进口数量也会随之下降。

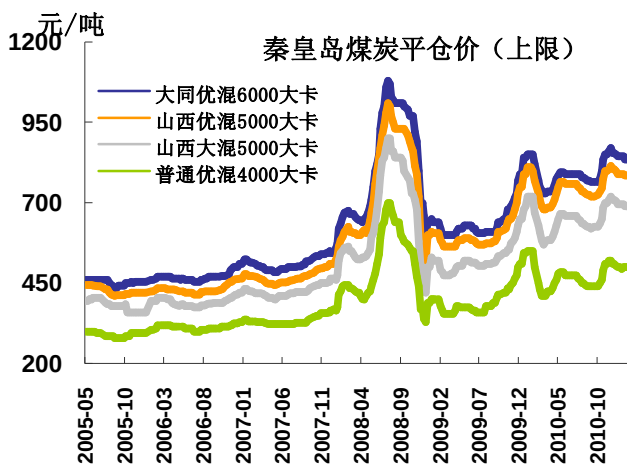
2011 年 2 月澳大利亚 BJ 价格出现了大幅上涨，已达到 130 美元/吨，未来一段时期内石油价格或将会继续维持上涨态势。受石油价格上涨带动，国际市场煤炭价格也将获得持续支撑。进入 3 月后，传统淡季到来，预计港口煤价会有一定松动，但考虑国内外煤价倒挂态势已近形成，国内动力煤价格下跌压力不大，平稳为主。

图 7 大同动力煤坑口价



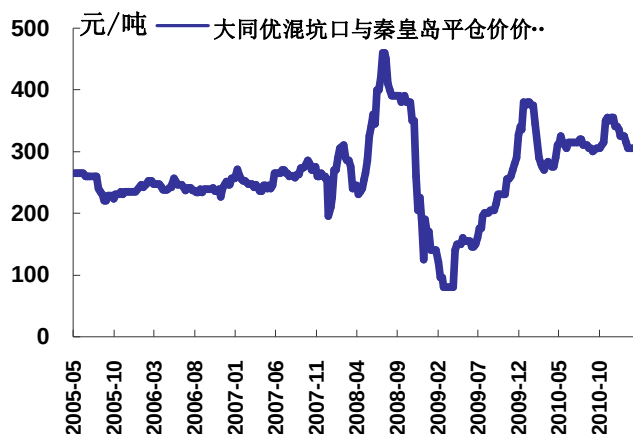
数据来源：煤炭资源网 安信证券研究中心

图 8 秦皇岛平仓价



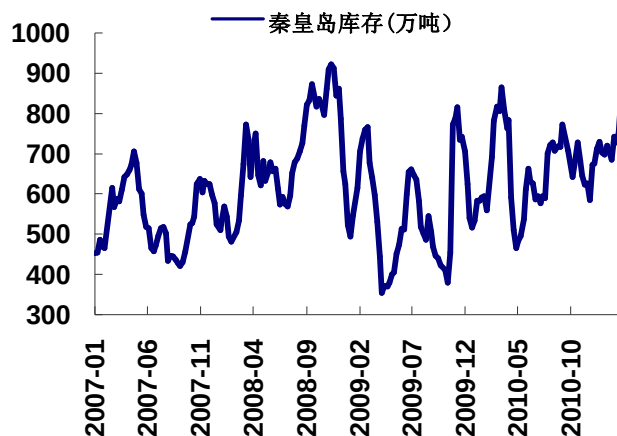
数据来源：煤炭资源网 安信证券研究中心

图 9 大同坑口与秦皇岛价差



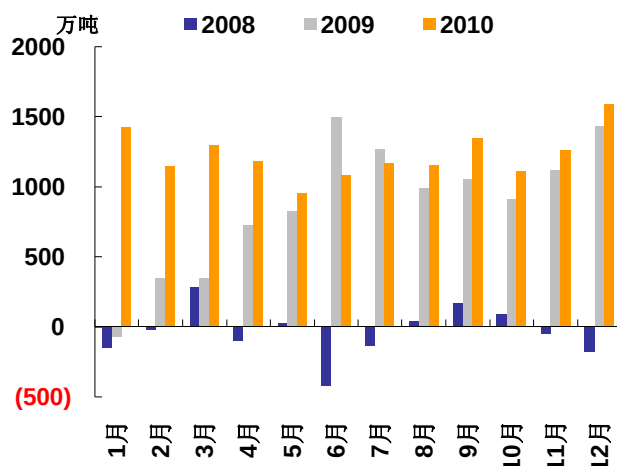
数据来源：煤炭资源网 安信证券研究中心

图 11 秦皇岛库存



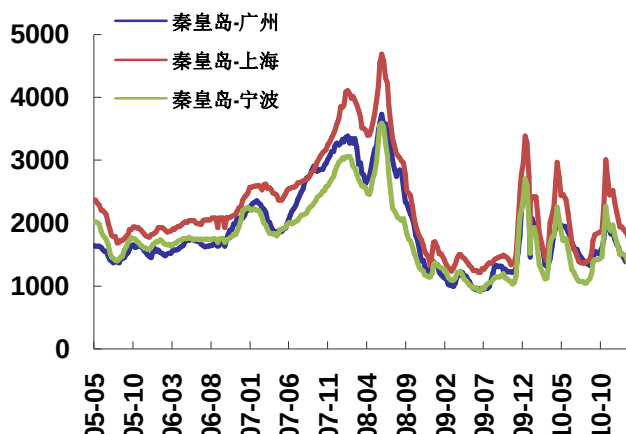
数据来源：煤炭资源网 安信证券研究中心

图 13 煤炭净进口量



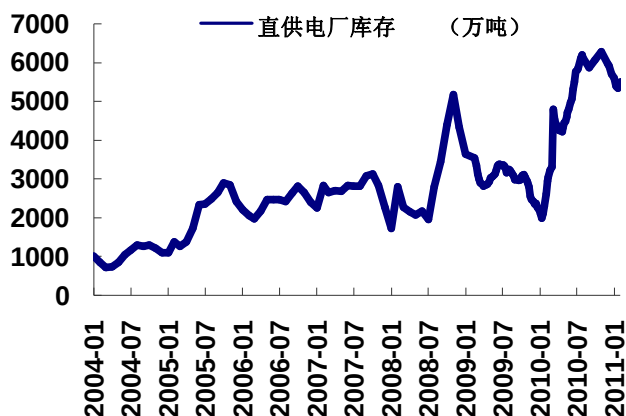
数据来源：煤炭资源网 安信证券研究中心

图 10 沿海运费



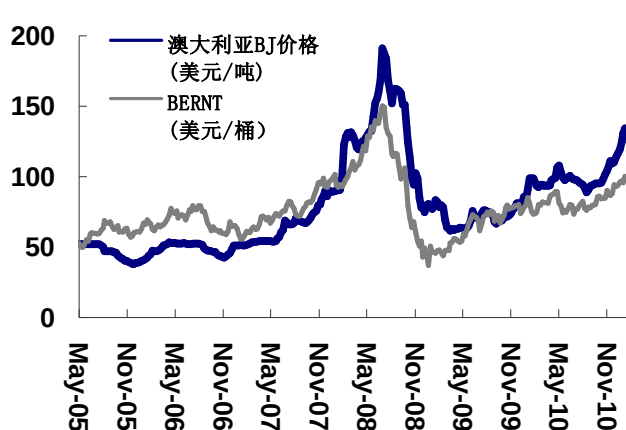
数据来源：煤炭资源网 安信证券研究中心

图 12 直供电厂库存



数据来源：煤炭资源网 安信证券研究中心

图 14 BJ 与 Brent 价格



数据来源：煤炭资源网 Bloomberg 安信证券研究中心

3. 行业及公司动态分析

3.1. 行业动态信息汇编

五大发电集团又上书：呼吁“煤电联动”重启

据中电联报道，五大发电集团系统的“两会”代表委员提案议案逐渐浮出水面，其中呼吁“煤电联动”几乎成了代表委员提案中的共同主题。在此之前，由于 1 月份电煤价格再次上涨，重点合同煤兑现不足 70%，五大发电集团联合向国资委、国家发改委和国务院层面进行汇报，反映煤价上涨的情况和发电企业的经营状况，力促煤电联动政策的出台。

根据五大发电集团的统计，近年来，由于电煤价格大幅上涨，火电企业燃料成本已占到发电成本的 70% 以上。与此同时，煤电联动政策没有落实到位，发电公司亏损严重。2010 年全年煤价持续高位运行，同比上涨 122.4 元/吨，使五大发电集团燃料成本大幅增加，火电企业亏损面已高达 55% 以上。

重启电网主辅分离，电力体制改革或加快

据媒体报道，国务院已经决定由国务院国资委主导电网主辅分离，并基本按照国资委于 2007 年底制定的《电网主辅分离改革及电力设计、施工企业一体化重组方案》进行。

根据披露的方案，电网辅业分离将与国资委直接监管的四大电力辅业集团重组一起进行，其中，中国电力工程顾问集团、葛洲坝集团将重组成为中国电力工程集团，水电顾问工程集团、水利水电建设集团将组成中国电力建设集团，此举预示着电网主辅分离迈出了实质性的步伐。

南方电网董事长袁懋振表示，目前电网主辅分离工作已经水到渠成，等待剥离的辅业企业职工思想也比较稳定，分离工作有望一年内完成。

资产负债率居高，五大集团加快转型

据媒体报道，目前几乎五大发电公司资产负债率都徘徊在 85% 左右。2011 年以来，电煤价格维持高位，再有加息和准备金率上调，对发电公司无疑是雪上加霜，因此五大发电企业资产负债率还在攀升。

上述背景下，五大集团在确定各自的转型战略中，都体现了多元发展思路，转型方向皆为综合性能源集团。其中，华能致力于打造产业体系，并重点发展金融业；大唐确定了“七大板块”，并以煤化工为突破；华电强调煤电电路港运配套，重在工程技术；国电以新能源为引领，倾向科技环保产业；中电投则强调建设产业集群，积极推进电解铝产业。

3.2. 公司动态信息汇编

2011 年 2 月份，黔源电力公布业绩快报，预计 2010 年实现营业收入 14.5 亿元，归属净利润 0.65 亿元，每股收益 0.32 元，同比增加 33.38%，主要原因是其北盘江公司董箐水电站四台机组分别于 2009 年 12 月、2010 年 6 月投产，提升了公司业绩。

2011 年 2 月份，长江电力、吉电股份、三峡水利、惠天热电等公司通过发行短期融资券、中期票据或可转债等方式，进行资本运作，优化公司财务结构，降低财务费用，改善生产经营状况，提升公司盈利能力。

表 3 业绩快报与融资情况汇总

公司名称	事项	事件内容	简评
黔源电力 (002039)	业绩快报	公司预计 2010 年实现营业收入 14.5 亿元，归属净利润 0.65 亿元，每股收益 0.32 元，同比增加 33.38%。	公司业绩的增长，主要原因是北盘江公司董箐水电站四台机组分别于 2009 年 12 月、2010 年 6 月投产，提升了公司业绩。
国投电力 (600886)	可转债	2 月 15 日，公司发行的 340 万手可转债上市交易，当日，公司大股东通过上海证券交易所出售其持有的 34 万手，占发行总量的 10%。	公司本次募集资金将专项用于向二滩公司进行股东同比例增资，从而加速雅砻江的开发，减少公司财务费用。按照目前 3 到 5 年长期贷款利率 6.2% 测算，本次可转债每年可降低财务费用 1.5 至 1.9 亿元，

			提升公司盈利能力。
长江电力 (600900)	短期融资券	公司拟发行 2011 年度第一期短期融资券，拟募集资金 35 亿元，发行利率通过簿记建档、集中配售方式最终确定。	公司本次募集的资金，30% 用于补充公司生产经营活动所需营运资金，70% 用于归还借款，以降低融资成本。
惠天热电 (000692)	短期融资券	2 月 18 日，公司 2011 年度第一期短期融资券 2 亿元人民币的发行已完成，票面利率 5.1%。	公司本期短期融资券募集资金，1 亿元用于补充实际生产经营过程中对营运资金的需求，确保经营活动的顺利进行，其余部分用于偿还部分银行贷款。
吉电股份 (000875)	中期票据	公司拟发行中期票据募集资金 7 亿元，票据期限 3 年，采用固定利率方式，以单利按年计息，不计复利。	公司拟募集资金 7 亿元，其中约 3 亿元用于补充生产经营所需的流动资金，约 4 亿元用于偿还银行借款。
三峡水利 (600116)	中期票据	公司拟发行中期票据募集资金 1.9 亿元，票据期限 5 年，票面利率为基准利率加上基本利差，确定后在存续期内固定不变。	公司拟募集资金 1.9 亿元，其中 0.9 亿元将用于补充公司电力工程改造等生产经营方面的资金支出，1 亿元将用于偿还短期银行贷款，降低短期集中偿债的压力。

资料来源：公司公告 安信证券研究中心整理

3.3. 行业评级

考虑目前电力行业的基本面、估值情况以及市场环境，我们认为整个行业不存在投资性机会，维持行业“同步大市-A”的评级。只有寄希望“煤电联动”，电力行业整体情况才能有所好转。

行业重点公司财务和估值汇总表

日期: 2011-03-03

证券 代码	公司 名称	上次 评级	最新 评级	每股收益(元)			市盈率(X)			ROE(%)			现价	目标价	首次推 荐日期	自推荐 来涨幅
				2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E				
000539	粤电力 A	增持-A	增持-A	0.40	0.81	1.01	16	8	6	8.0%	10.0%	12.0%	6.32	8.50	2007-08-14	-48%
000690	宝新能源	中性-A	中性-A	0.19	0.20	0.45	30	28	12	11.0%	11.0%	21.0%	5.62	6.10	2007-08-13	-34%
600021	上海电力	增持-A	中性-A	0.20	0.35	0.41	22	13	11	0.0%	0.0%	0.0%	4.45	7.00	2007-08-07	-48%
600863	内蒙华电	增持-A	增持-A	0.57	0.75	0.83	18	14	12	16.0%	18.0%	17.0%	10.18	12.00	2011-02-23	-5%
600886	国投电力	中性-A	中性-A	0.52	0.64	0.70	14	11	10	6.0%	6.0%	6.0%	7.33	9.00	2008-02-28	-42%

分析师简介

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，2003年开始证券行业研究，2007年4月加盟安信证券研究中心。新财富2007年最佳分析师“电力及公用事业”行业第三名。

潘凡，华中科技大学理学学士、金融工程硕士。2007年开始从事基金产品与衍生品研究，2010年《新财富》金融工程最佳分析师。

分析师声明

张龙、潘凡分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034