

缺电迷局



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)
国家/地区 中国/A 股
报告发布日期 2011 年 03 月 24 日 星期四

杨宝峰 钢铁行业首席分析师
执业证书编号: S0860207100115

联系人 陈舒薇
8621-63325888 x 6067
chenshuwei@orientsec.com.cn

事件:

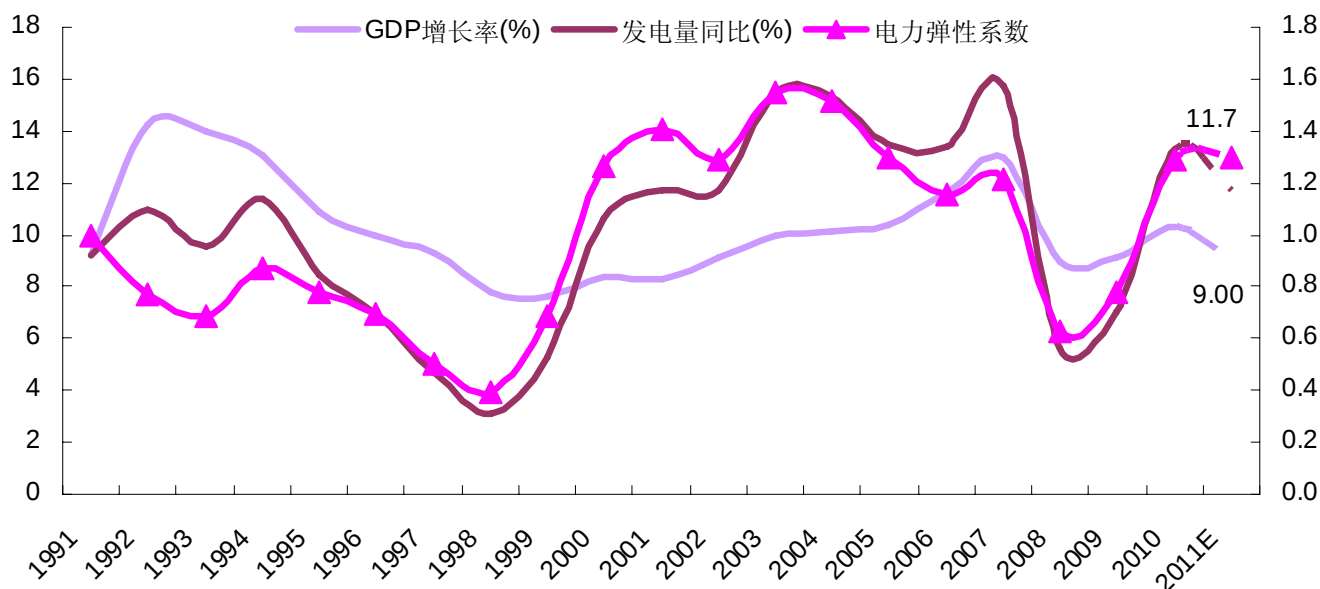
最近媒体报道局部区域电力紧张, 各地再现拉闸限电阴影。市场开始关注今年是否会出现“大缺电”可能?

(<http://cn.wsj.com/gb/20110323/ASD145526.asp?source=channel>)

我们的观点:

从电力供需角度来看, 电力供给取决于 2 个变量: 装机容量和利用小时数; 电力需求我们则通过 GDP 增速及电力弹性系数倒推。一般来讲, 新投产机组需要半年左右的时间来调试运行, 因此头一年的新投装机要到第二年才能稳定持续出力, 2010 年我国新增装机约 9100 万千瓦, 其中火电 5800 万千瓦、水电 1600 万千瓦、风电 1400 万千瓦, 装机增速 10%。我们从 2011 年市场一致预期 GDP 增速 9%, 给予电力弹性系数 1.3, 2011 年用电增速可至 11.7%, 较 2010 年的 13.3%略有回落。同去年装机增速 10%比较, 将有近 2%用电缺口通过提高火电电源开工率的方法提升, 而 2010 年火电利用小时数为 5031, 至少有 20%的提升空间。故而, 2011 年整体来看, 全国全年用电同往年一样, 供需平衡。

图 1 电力弹性系数及 GDP、用电量增速预测



资料来源: 国家统计局, 东方证券研究所

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

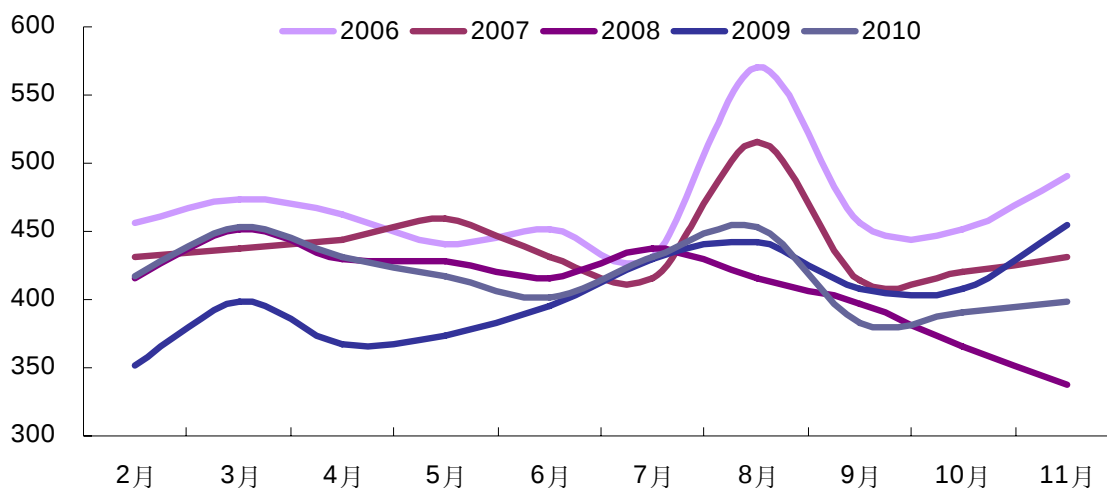
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

时间上，我们再加入季节性因素来重新考量今年是否存在大缺电的问题。夏天和冬天是传统用电高峰，尤其是 8 月份是全年用电最高负荷出现的时间，虽有 7-9 月份有水电力助力，但通常每年在 8 月份都会出现因供电不足而局部拉闸限电的现象，这个和下游需求无关，更多还是峰谷电力需求差距过大造成的常规用电缺口。但由此也可知，在进入夏季用电高峰之前，拉闸限电的概率非常小，因为如果 4、5 月份全年用电低谷都需要限电，那么到了夏季用电高峰，1/4 以上的用电行业或者所有行业有 1/4 以上的时间将被拉闸限电，就目前正常的装机投产情况来看，即使下游行业需求持续 2010 年上半年的高速增长，可能性极小。

图 2 2006-2010 年火电单月利用小时数情况：8 月份传统用电高峰

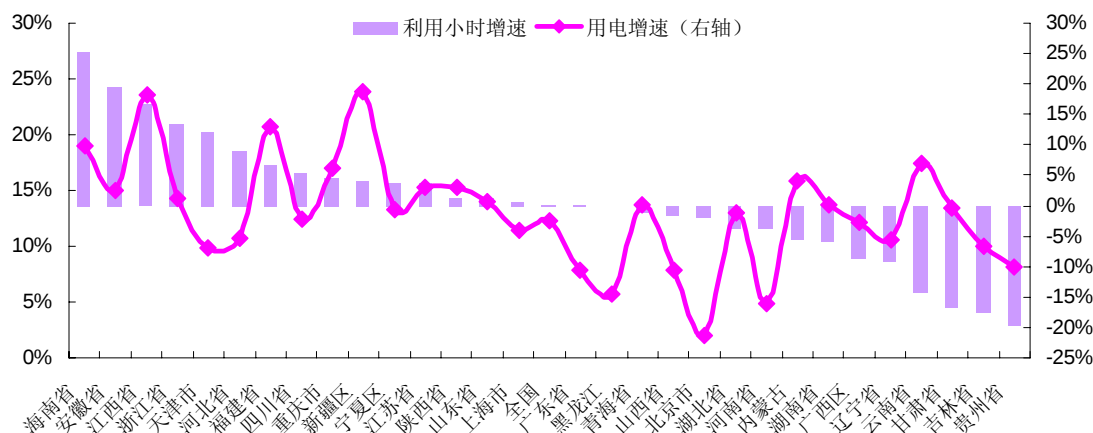
单位：小时



资料来源：中电联，东方证券研究所

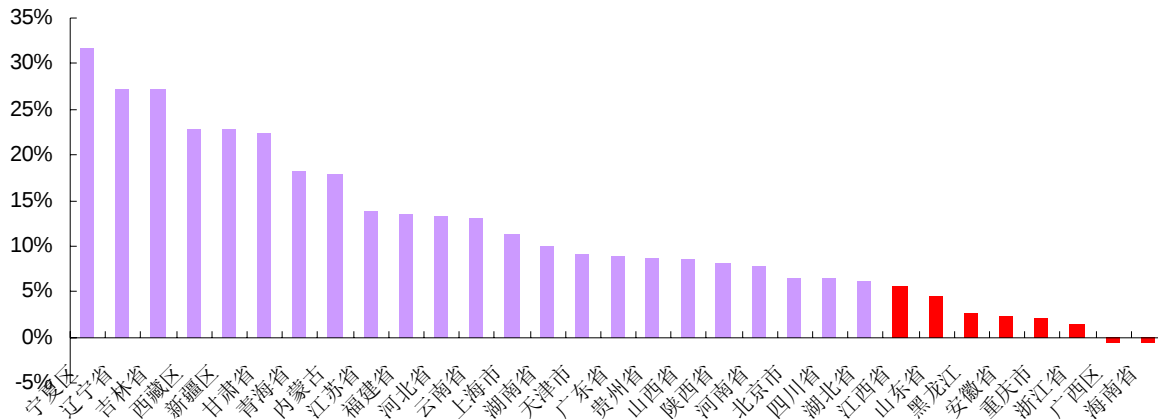
地理范围上，我们从各地的火电开工率（上半年汛期前供电以火电为主）来分省考虑用电供需。从今年头两个月的火电利用小时情况来看，安徽、江西、浙江等省火电符合上升较快，我们认为一部分是因为下游需求较好，更多的还是因为去年这 3 个省份新增装机较少。现在看来 3 个省份利用小时增速都在 20% 以下，属于可以通过提升负荷消化用电增加的合理范围。然而如果接下来的几个月下游行业需求增速继续保持甚至超过目前水平，那么华东地区夏季限电将可以预期。

图 3 2011 年前 2 个月各省利用小时同比增速：华东地区居前



资料来源：中电联，东方证券研究所

图 4 2010 年各省装机容量增速：浙江、安徽、江西等省低于全国平均水平



资料来源：中电联，东方证券研究所

我们分析认为，局部地区新增装机少，更多地反映出当地火电盈利状况差的背景，火电的亏损已经开始影响各地的装机增速，进而影响下游用电，因此预期煤电联动重启势在必行。重申调电价下的投资逻辑，关注业绩弹性佳的**华电国际（未评级）、华能国际（买入）、国电电力（买入）**。

表 1 主要大型火电商煤电联动情景分析：假设火电标杆电价全国性上调 2 分钱（暂不考虑地区分化）

上市公司	11 年火电上网电量(亿千瓦时)	平均上网电价 (元/Kwh)	上调幅度	11 年 EPS 变动幅度	调价后 11EPS (元)	调价后 11PE
华能国际	3058	0.3873	4.41%	82%	0.51	11
华电国际	1356	0.3464	5.77%	390%	0.34	10
国电电力	1393	0.2853	4.20%	19%	0.42	12

资料来源：东方证券研究所

表 2 历次煤电联动调整方案

	调整时间	调整方案
第一次煤电联动	2005.04	平均上网电价上调 1.78 分/度，销售电价上调 2.52 分/度
	2006.06	平均上网电价上调 1.174 分/度，销售电价上调 2.494 分/度
第二次煤电联动	2008.07	平均上网电价上调 2.14 分/度，销售电价上调 2.61 分/度
	2008.08	火电机组平均上网电价上调 2 分/度，销售电价未做调整

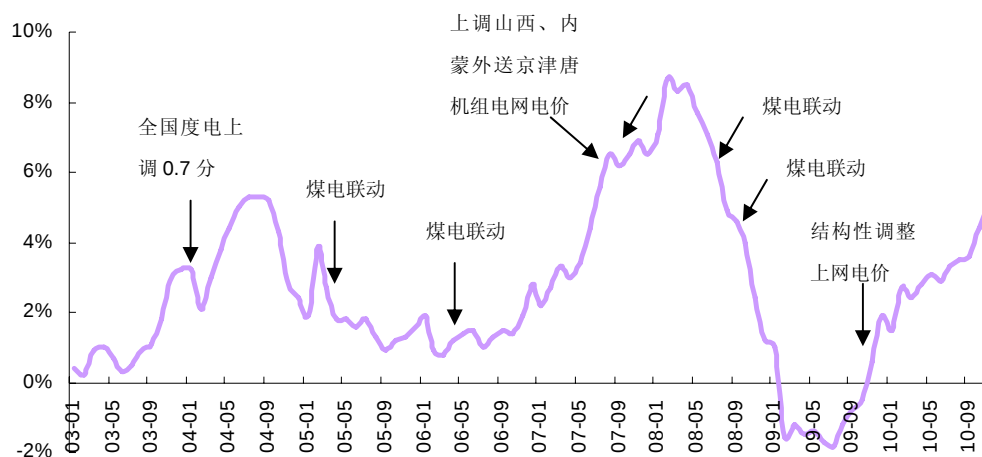
资料来源：东方证券研究所

表 3 主要火电商火电分省装机占比

	山西	山东	河北	甘肃	宁夏	河南	安徽	天津	北京	内蒙古	广东	浙江	江苏	上海	辽宁
华电国际		47%	7%		5%	7%	10%				3%	4%			
华能国际	1%	14%	7%	3%		3%		1%	1%		11%	10%	12%	7%	10%
国电电力	16%		3%	3%	7%					2%		12%	19%	5%	8%
大唐发电	12%		24%	1%	2%			3%	2%	11%	3%	5%	5%		3%
国投电力				12%			7%	17%					5%		
建投能源	10%		90%												
漳泽电力	90%		9%												
皖能电力							100%								
深圳能源											100%				
粤电力											89%				
穗恒运											100%				
广州控股											83%				
上海电力							9%					4%	19%	67%	
内蒙华电										100%					
金山股份										37%					60%
京能热电								60%		40%					

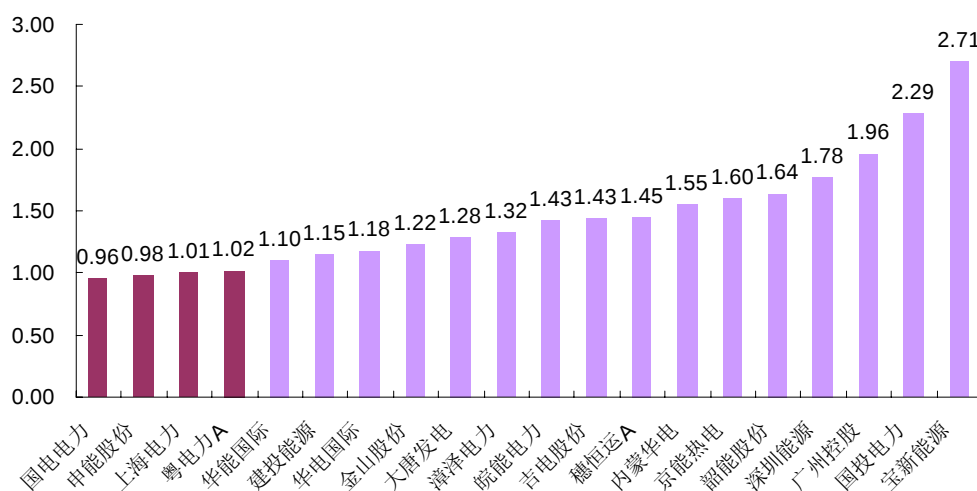
资料来源：东方证券研究所

附图 1 全国性的电价调整皆出现在 CPI 走势确定向下后



资料来源：国家统计局，WIND 资讯，东方证券研究所

附图 2 主要火电商总市值相对重置成本比例水平



注：火电、水电、风电单位装机造价分别为 4000、8000、10000 元/kW，煤矿单位可采储量 8 元/吨。

资料来源：国家统计局，WIND 资讯，东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向





注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、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