

来水情势急转直下，未来趋势尚待观察

事件

近日中电联公布 1-4 月份全国电力工业生产简况，4 月份单月用电量同比增长 11.23%，1-4 月份累计用电量同比增长 12.40%；分类看，三大产业及城乡居民生活单月用电分别增长 2.77%、11.30%、12.91%、11.09%。

研究结论

● 来水情势急转直下，用电紧张省份由华东扩至华中地区：

- **华东三省负荷快速上升势头继续维持：**浙江、安徽、福建三省火电利用小时同比都在 15%以上，以 1-4 月份负荷增速来对利用小时进行年化，2011 年这三个省份的火电机组利用小时将分别达到 5984、6161、5780，接近 2005 年的历史最高水平。**浙江省仍为区内用电紧张源头。**
- **汛期前，长江中下游来水情况不佳：**水电占当地总发电量 30%以上的省份中，**福建、湖南两省来水下陷严重**，4 月份单月水电利用小时同比分别降 71%、55%，长江中下游的江西、安徽、浙江等省份也出现了较大旱情，但现在就对关键看汛期来水的水电全年发电能力进行判断，还言之过早，尚有待后续跟进数据的观察。

● 电力固定资产投资维持低位，1-4 月份新增机组同比大幅下降：

电力固定资产投资增速自 2010 年以来就维持在 10%以下，今年 1-4 月份累计同比增速更是降至 5%以下，一直维持低位的行业盈利已极大挫伤新机组的投资热情。而在不断下降的装机增速背后，全国新增装机也正呈现显著得地区性差异，华东、华中、南方少，东北、西北多的格局。考虑到常规电力项目需要 2 年建设周期，目前电力产能供给的结构性失衡决定了华东用电紧张可能在未来 2 年内成为常态。

● 高耗能用电同比增速如期回落：

4 月份主要用电下游行业钢铁、水泥用电量增速回落初现，需求端管理效果显现。

● 投资策略和建议：

我们继续维持前期看好行业大逻辑——限电不止，上涨不止：

行业短期看好调电价下的火电行业交易性机会，建议关注**华能国际（买入）、华电国际（未评级）**；

长期推荐在清洁能源方面先行一步、斩获颇丰的**国电电力（买入）、川投能源（买入）、长江电力（买入）**。

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声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

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

8621-63325888x6067

chenshuwei@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡 **（维持）**

国家/地区

中国/A 股

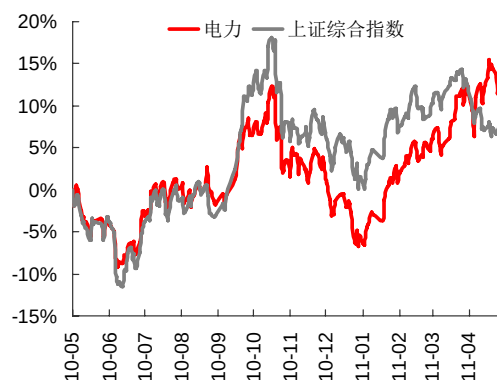
行业

电力

报告发布日期

2011 年 5 月 24 日

行业表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	10EPS	11EPS(E)	12EPS(E)	股价	评级
川投能源	0.36	0.55	0.61	14.47	买入
国电电力	0.21	0.24	0.29	3.13	买入
长江电力	0.53	0.55	0.64	7.44	买入
金山股份	0.02	0.57	0.69	9.15	买入
广州控股	0.36	0.38	0.50	7.52	增持
华能国际	0.25	0.17	0.22	5.92	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

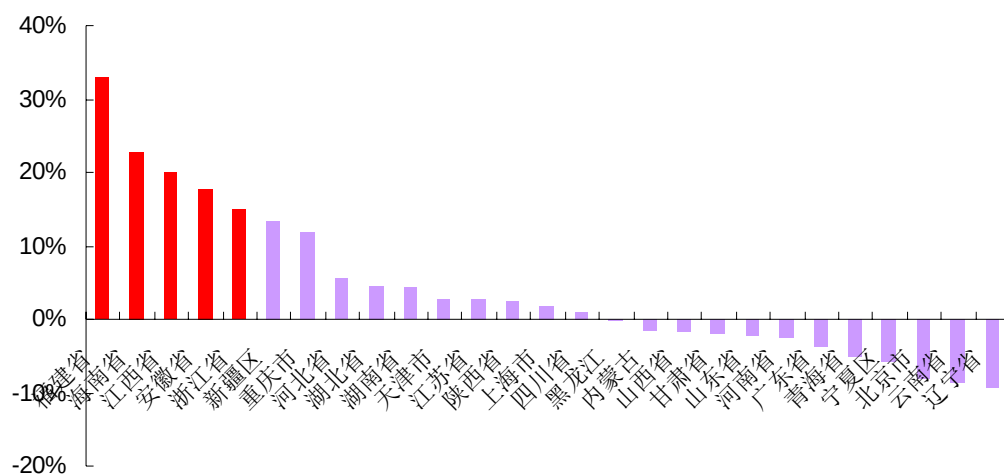
《从西南大旱看广东火电商机》	2010 年 3 月 31 日
《高差别电价或影响工业用电量》	2010 年 4 月 29 日
《水电攻守两相宜，火电仍在路上》	2010 年 6 月 22 日
《寂静的行业，希望在悄悄蔓延》	2010 年 12 月 23 日
《缺电迷局》	2011 年 3 月 24 日
《华东用电局势跟踪》	2011 年 4 月 18 日

来水情势急转直下，用电紧张省份由华东扩至华中地区

华东三省负荷快速上升势头继续维持

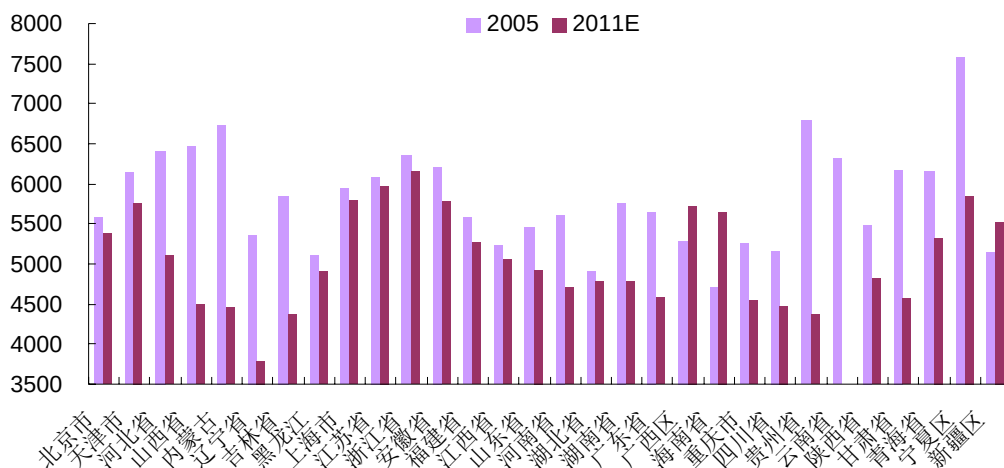
华东电网覆盖四省一市——上海、江苏、浙江、安徽、福建，其中浙江、安徽、福建三省火电利用小时同比都在 15% 以上，以 1-4 月份负荷增速来对利用小时进行年化，2011 年这三个省份的火电机组利用小时将分别达到 5984、6161、5780，接近 2005 年的历史最高水平。浙江省仍为区内用电紧张源头。

图 1 1-4 月火电分省利用小时同比增速——华东地区用电负荷继续维持高位



数据来源：中电联，东方证券研究所

图 2 延续目前用电负荷，华东、华中部分省份利用小时将接近历史峰值



数据来源：中电联，东方证券研究所

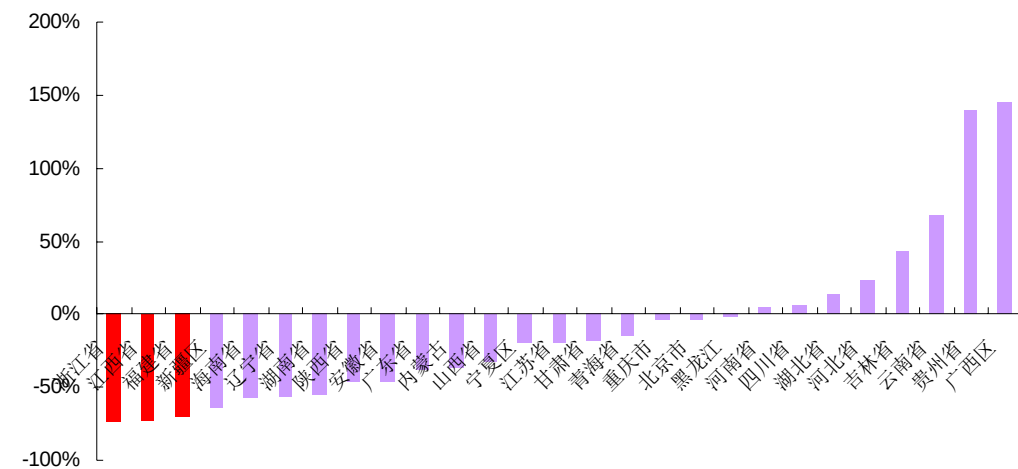
表 1 浙江前 4 个月净送入电量同比增 54%
单位：万千瓦时

电量输出省份	2011 前 4 个月	2010 前 4 个月	同比增速
送入浙江			
福建	214363	138368	54.92%
安徽	617738	462950	33.44%
江苏	34240	36272	-5.60%
上海	92257	31813	190.00%
送出浙江	98514	110652	-10.97%
净送入	860084	558751	53.93%

资料来源：中电联，东方证券研究所

汛期前，长江中下游来水情况不佳

国家防汛抗旱总指挥部数据显示，今年以来，长江中下游地区降水与多年同期相比偏少四至六成，为 1961 年以来同期最少年份。长江中下游省份湖南、江西、浙江的水电利用小时同比大幅下降 50% 以上，在华东地区淡季限电的背景下，为用电局势更是抹上了一层阴影。但要注意的是，目前来水并不能代表全年，水电主要看 6 月份汛期后的入库流量情况，因此后续情况还有待进一步跟踪数据支持。

图 3 1-4 月水电分省利用小时同比增速——长江中下游流域来水普遍不佳


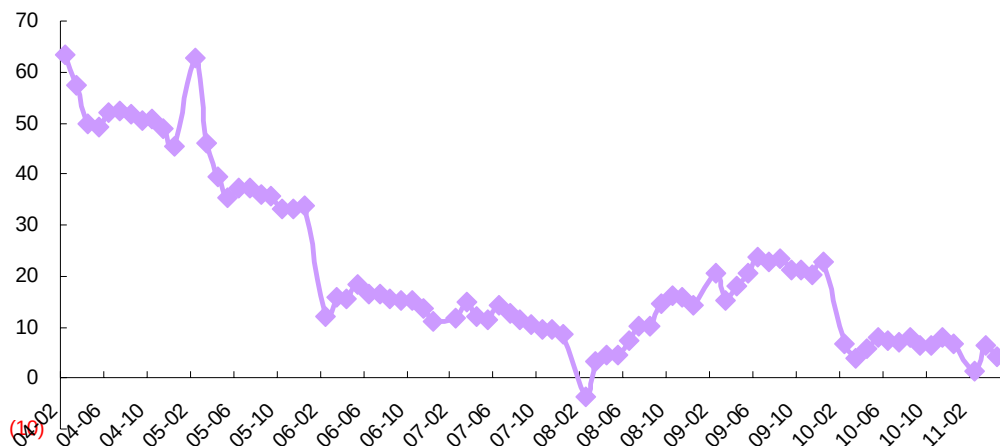
数据来源：中电联，东方证券研究所

电力固定资产投资维持低位

电力固定资产投资完成额月度同比增速自 2010 年以来就维持在 10% 以下，今年 1-4 月份累计同比增速更是降至 5% 以下，一直维持低位的行业盈利已极大挫伤新机组的投资热情。

图 4 2004 年以来电力行业固定资产投资增速

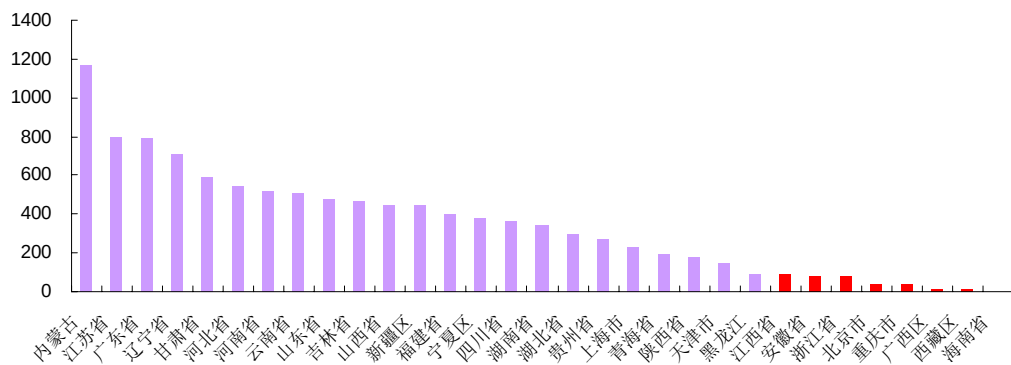
单位：%



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 5 去年以来各省新增机组——江西、安徽、浙江等省增长缓慢

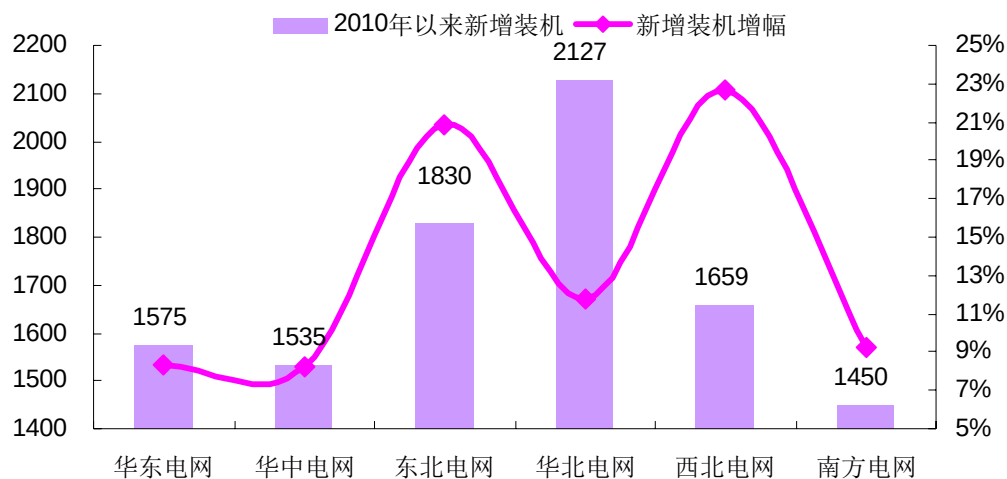
单位：万千瓦



数据来源：中电联，东方证券研究所

而在不断下降的装机增速背后，全国新增装机也正呈现显著得地区性差异，华东、华中、南方少，东北、西北多的格局。考虑到常规电力项目需要 2 年建设周期，目前电力产能供给的结构性失衡决定了华东用电紧张可能在未来 2 年内成为常态。

图 6 去年以来各地区电网新增机组——华东、华中、南方少，东北、西北多 单位：万千瓦



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

根本解决方案——特高压实现跨区域送电

我们认为在控碳排放以及核电安全性遭到严重质疑的时代背景下，尤其是在经济发达、环保要求更严的长三角地区，火电和核电项目的审批可以预见将非常缓慢，依赖特高压实现西电东送目前看来是唯一解决办法。

目前对口华东电网的特高压项目有：锦屏-苏南直流特高压（已核准）；向家坝-上海直流特高压（已建成）；溪洛渡-浙西直流特高压（待核准）。对应的外送水电项目金沙江下游向家坝（600 万千瓦）、溪洛渡（1260 万千瓦），雅砻江梯级锦屏一、二级（840 万千瓦）目前仍在建设期，预计最快 2012 年相关特高压线路可实现首批投运。

图 7 外送华东电网特高压分布情况



数据来源：中电联，东方证券研究所

辅助解决方案——结构性电价上调

全国火电商的盈利水平历来是东边高、西边低。微观到华东地区，“皖电东送”的安徽，作为华东电网内重要电量输出大省，这 2 年的电力新增固定资产投资也出现停滞。我们认为这和当地火电商普遍亏损有关，为了缓解用电紧张的局面，未来将通过上调此类重要电量输出省份的上网电价，来唤醒“沉睡产能”的电量。

表 2 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：公司公告，东方证券研究所

表 3 主要大型火电商煤电联动情景分析：假设上调电价影响全年

上市公司	11 年火电上网电量(亿千瓦时)	平均上网电价 (元/Kwh)	上调电价 (元/kwh)	上调幅度	11 年 EPS 变动幅度	调价前 11EPS (元)	调价后 11EPS (元)	调价后 11PE
华能国际	3058	0.42166	0.01	2.37%	82%	0.17	0.31	19
国电电力	1393	0.3939	0.01	2.54%	17%	0.24	0.28	11
华电国际	1356	0.4384	0.02	4.56%	n.a.	-0.1	0.16	24
大唐发电	1791	0.422	0.01	2.37%	56%	0.16	0.25	26

注：华电和大唐 11 年盈利预测来自 wind 一致预期

资料来源：公司公告，东方证券研究所

投资策略和建议

我们继续维持前期看好行业大逻辑——限电不止，上涨不止：

- 行业短期看好调电价下的火电行业交易性机会，建议关注**华能国际（买入）、华电国际（未评级）**；
- 长期推荐在清洁能源方面先行一步、斩获颇丰的**国电电力（买入）、川投能源（买入）、长江电力（买入）**。

附图：相关上市公司近期资金流向



资金流向 (截止2011-5-23)



资金流向 (截止2011-5-23)





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