

大陆与香港 — 消息快报

8 月电力需求增速创年内新低

姚圣, CFA

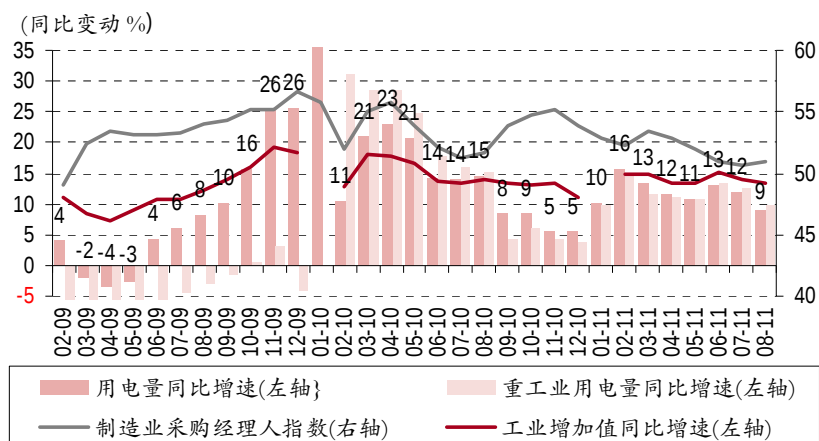
电力需求是反映工业生产活跃度的即时指标。随着工业增加值（包括重工业）增长放缓至年内最低点，8 月用电量也仅同比增长 9.1%，从而导致 1-8 月累计用电量同比增速降至 11.9%。事实上，8 月用电量绝对数量较上月有所下降。受需求下降的影响，8 月发电量同比增速降至 10%，总体利用小时数为 433 小时，总体利用率由上月的 63.4% 降至 58.2%，其中火电和水电利用率均有所下滑。

与去年电力需求在 4 季度明显收缩的情况相比，今年需求拐点提早了一个月。去年 4 季度电力需求下滑主要是由于政府加大了节能减排措施的力度，并最终导致限电，而今年我们看到工业活动整体降温。8 月，工业用电大户钢铁、水泥和炼油企业的日产量增速均有所下滑，其中水泥产量的同比增速创年内新低。因此，重工业和轻工业的电力需求增速分别下降了 2.6 个百分点和 1.5 个百分点至年内最低。服务业的用电需求增速更是大幅下滑 6.6 个百分点。

我们认为，未来几个月内，电力需求将保持低位。9-11 月是传统淡季。我们维持全年发电量同比增长 12% 的预测（1-8 月累计发电量同比增长 13%）。在工业活动放缓和节能减排要求提高的双重作用下，实际电力需求将难以提振。我们预计，独立发电板块将迎来表现优于大市的时间窗口，因为煤价上涨压力将有所缓解，而 4-6 月间已上调电价。我们的首选股票是华润电力和大唐发电。

电力投资方面，8 月火电、水电和核电领域的新增装机及投资均有所增长。中国的电荒更多的是结构问题，自然资源分布不均、输电基础设施不足以及未能实现燃料价格联动机制是导致电荒的主要原因。这就意味着从长期来看电力设备板块仍具吸引力。

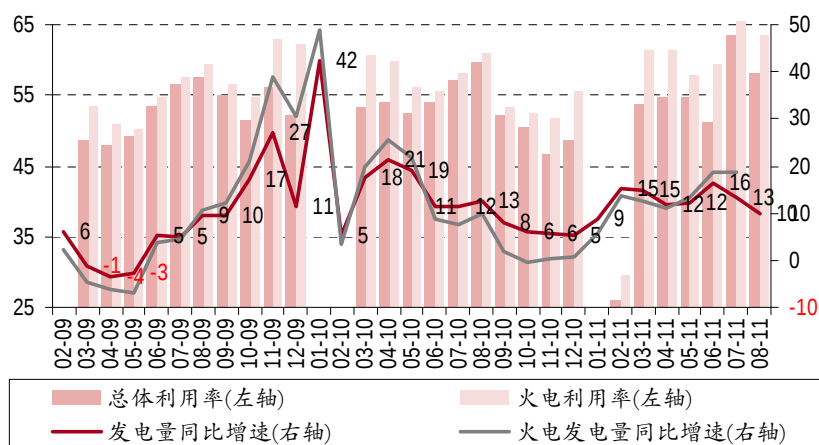
图表 1. 电力需求月度走势



注释: 蓝色数字为用电量同比增速%

资料来源: 国家统计局、中银国际研究

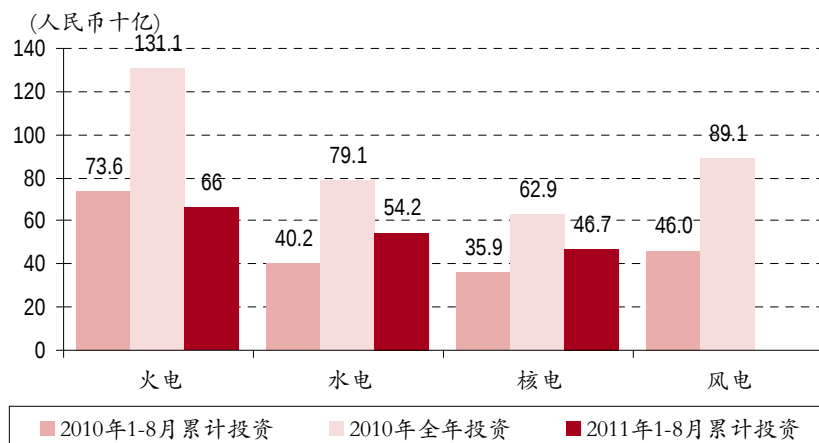
图表 2. 发电量和利用率月度走势



注释: 蓝色数字为发电量同比增速%

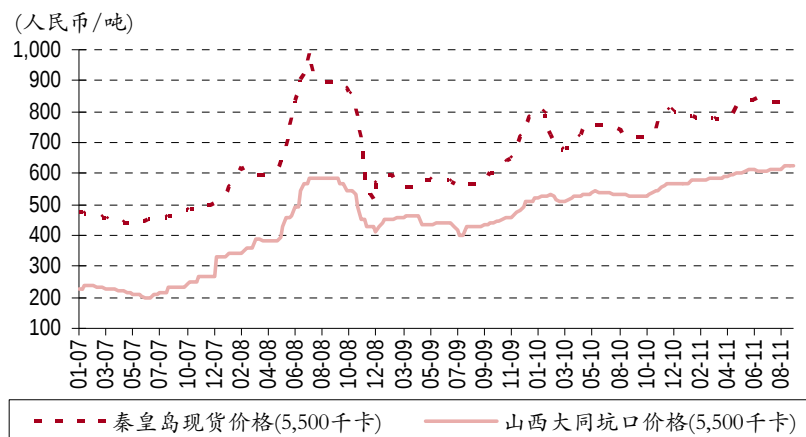
资料来源: 国家统计局、中银国际研究

图表 3. 发电行业投资



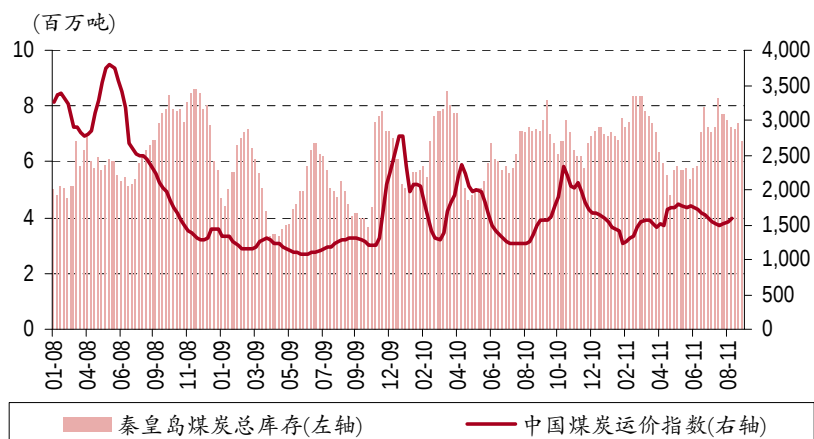
资料来源: 国家统计局、中银国际研究

图表 4. 秦皇岛和山西坑口动力煤价格走势



资料来源：煤炭资源网

图表 5. 秦皇岛煤炭库存和煤炭运价指数



资料来源：煤炭资源网、万得资讯

图表 6.独立发电板块和电力设备板块估值对比

股票代码	公司名称	市值	收盘价	摊薄每股收		市盈率(倍)		市净率(倍)		股息率(%)		净资产负债		净资产收益		企业价值/息		
		(美元, 百万)		2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	
电力板块		减持																
0991.HK	大唐发电	8,287	港币	2.27	0.19	0.23	9.86	8.00	0.61	0.60	NA	NA	474	435	6.6	7.6	11.55	10.33
0902.HK	华能国际	8,861	港币	3.43	0.20	0.25	13.73	11.15	0.73	0.71	NA	NA	256	274	5.3	6.5	9.65	8.54
0836.HK	华润电力	7,659	港币	12.60	1.14	1.30	11.09	9.71	1.25	1.12	2.94	3.33	126	134	12.2	12.4	9.67	8.31
1071.HK	华电国际	2,672	港币	1.26	0.04	0.08	n.a.	19.48	0.42	0.41	0.77	2.03	406		0.6	2.1	13.10	11.06
2380.HK	中国电力	1,081	港币	1.65	0.14	0.17	9.50	8.14	0.54	0.51	NA	NA	264	261	6.5	7.2	10.44	9.07
600900.SS	长江电力	16,452	人民币	6.37			12.23	11.40	1.43	1.33	4.29	4.44	129		12.1	12.6	8.81	8.44
601991.SS	大唐发电	8,287	人民币	4.68	0.21	0.27	22.07	17.15	1.54	1.51	0.94	1.16	474	435	6.6	7.6	10.09	8.61
600011.SS	华能国际	8,861	人民币	4.44	0.21	0.27	21.05	16.75	1.17	1.12	2.29	2.98	281	303	5.6	6.8	8.86	7.25
算数平均							14.22	12.72	0.96	0.91							10.27	8.95
按市值加权平均							13.98	12.52	1.12	1.06							9.79	8.67
电力设备板块		增持																
2727.HK	上海电气	9,979	港币	2.92			9.57	8.67	1.03	0.93	3.01	3.34	(59)		10.9	11.0	9.84	8.08
1072.HK	东方电气	6,836	港币	22.5	1.63	1.90	11.34	9.70	2.63	2.11	NA	NA	(85)	(94)	26.0	24.0	8.37	6.96
1133.HK	哈尔滨动力	1,517	港币	8.59			9.25	8.25	0.91	0.83	1.69	2.04	(83)		10.4	10.6	2.11	1.83
600875.SS	东方电气	6,836	人民币	22.48	1.63	1.90	13.83	11.83	3.21	2.57	0.71	0.85	(85)	(94)	26	24	NA	NA
601727.SS	上海电气	9,979	人民币	5.75			21.06	16.43	2.49	2.16	NA	NA	(59)		11.7	13.1	NA	NA
算数平均							13.01	10.97	2.05	1.72							6.77	5.62
按市值加权平均							13.99	11.67	2.17	1.83							4.51	3.73

资料来源：公司数据

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371