

张忆东 蒋仕卿
吴峰 李彦霖

策略研究团队

021-38565932

Zhangyd@xyzq.com.cn

证书编号: S0190510110012

警惕“电老虎”吃“兔粮”

——兴业证券“电荒下的博弈”专题策略报告

2011年5月17日

投资要点

2011年5月16日,兴业策略团队就市场关心的电力短缺问题,邀请相关专家,专门召开电话会议。通过会议,我们得到如下结论(详细的会议纪要,见下文附录):

- 今夏迎峰度夏期间,电力缺口预计在3000万千瓦左右。这是2005年以来的最大电力短缺。
- 今年可能只是出现电力缺口苗头的第一年,2012年电力供需更为紧张。这其中有区域性、结构性因素,也有在煤电价格倒挂下电力企业装机投资意愿下降的原因。
 - ◇ 1-4月份电力投资萎缩,新增装机与新开工双降。截至4月末,今年新增装机1885万千瓦,比去年同期减少340万千瓦。新开工1041万千瓦,新开工装机小于新增装机。
 - ◇ 目前的建设规模不足以保证未来用电需求。
- 今年的电力紧张是结构性硬缺电,成因主要是以下几点:
 - ◇ 第一、结构性的机组缺电。近年,火电机组在华东、华中受制于环保等约束而投资不足,随着经济需求的提升,火电利用小时数已经快速接近历史高位;而近年投资上马较多的清洁能源对发电机组利用小时数的影响是“分母增加量远大于分子”,今年水电比重较高的华中省份在春季来水不足情况下,缺电现象更加凸显。
 - ◇ 第二、地区性缺电。我们西北和东北地区的电力是富裕的,但是,难以远距离输出。而用电需求增长较快的华东地区装机增长少,导致电力供需紧张。
 - ◇ 第三、时段性缺电。随着经济的发展,第三产业和居民用电比重上升,导致峰谷差扩大,在高峰时刻容易电力短缺。
 - ◇ 第四、外部供应因素导致的缺电。一些产煤大省如山西、安徽也出现了缺电情况,主要原因在于煤电价格机制未理顺。

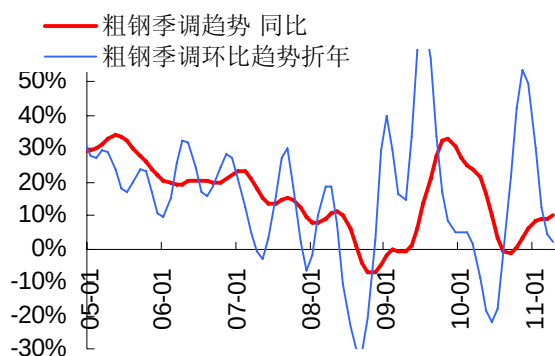
兴业策略团队提醒:“电荒”下的博弈——延长了经济回落而通胀高企并存的时间,调控政策难松。

- “电荒”的背后是体制改革和要素价格改革滞后的冲击,有相当高的概率超市场预期,持续更长的时间,已经有从“软缺电”(发电企业亏钱而不愿发)向结构性“硬缺电”(华中华东等地火电投资滞后,发电能力受限)恶化的趋势。如果电价形成机制不彻底改革,将长期制约电力投资意愿,进而影响宏观经济增长。
- “电荒”在夏季的进一步延续,将严重制约工业生产。4月在经济增长的三驾马车还正常的情况下,

工业增加值同比增长 13.4% 低于预期，拉闸限电的冲击已有反应，粗钢、电解铝、水泥、化肥等高耗能行业产量季调环比趋势均有所回落。

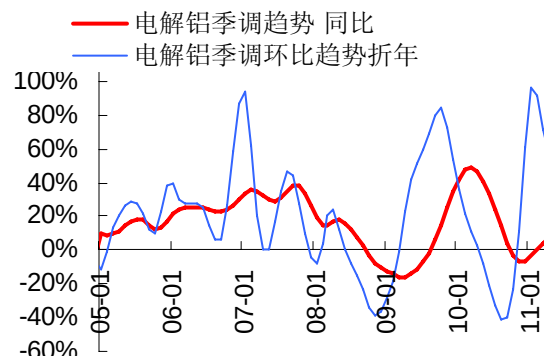
- “电荒”之下，拉闸限电优先保障民生、保障重化工业的大项目，受冲击较大的是生活资料生产厂商，从而导致通胀预期出现反复。当前生活资料价格季调环比趋势折年均位于历史高位，一旦上述判断成立，价格反弹压力很大。
- 最终我们判断“电荒”对资本市场的影响将出现逆转。近期很多人推崇的“电荒受益概念的周期股”的逻辑有个很大的误区，就是低估了电荒对经济增长和社会总需求的下行冲击。最慢 6、7 月份，市场对于二季度经济增长率以及企业盈利的预测都将有所下调。
- 投资策略：保存实力，守株待兔；中期看空，“折腾”不如“不折腾”。严格控制仓位，下跌趋势中不要动辄抄底，谨慎对待反弹，反弹仍要减仓，尽量以保守型的仓位防御。考虑到相对收益的投资者必须有股票配置，我们立足于防御，维持大型银行股、交运等现金等价物优先配置，逢低适度增持食品饮料、商业等非周期性消费服务的低估值白马股；进攻性板块尚未到反攻时刻，逢反弹减仓。

图 1：电荒致高耗能工业品产量季调环比趋势回落



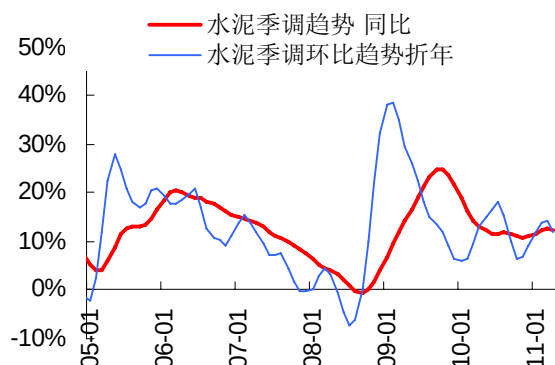
资料来源：兴业证券研究所

图 2：电荒致高耗能工业品产量季调环比趋势回落



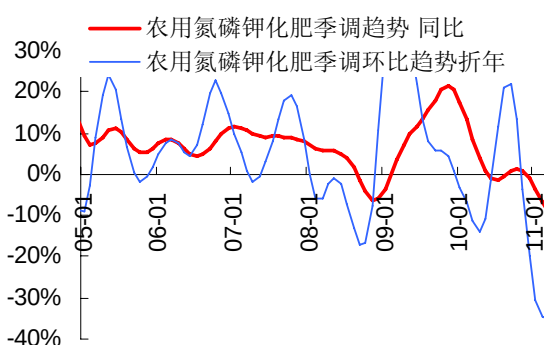
资料来源：兴业证券研究所

图 3：电荒致高耗能工业品产量季调环比趋势回落

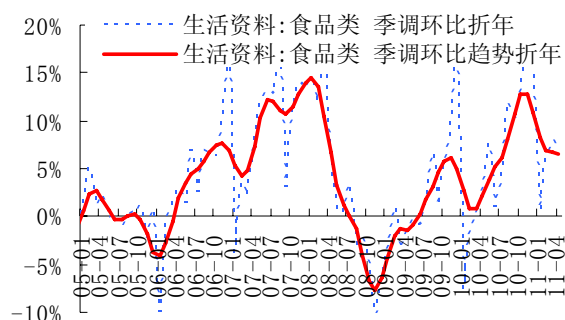


资料来源：兴业证券研究所

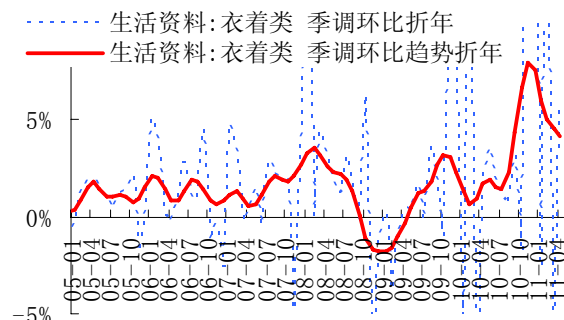
图 4：电荒致高耗能工业品产量季调环比趋势回落



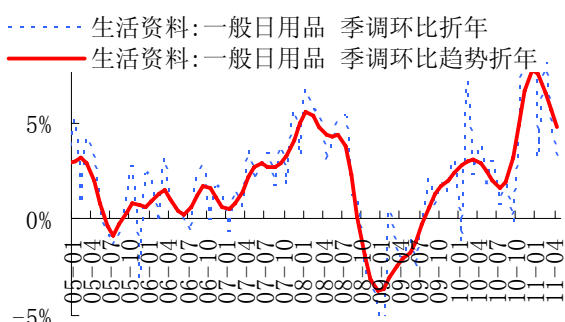
资料来源：兴业证券研究所

图 5：警惕电荒引发生活资料价格反弹


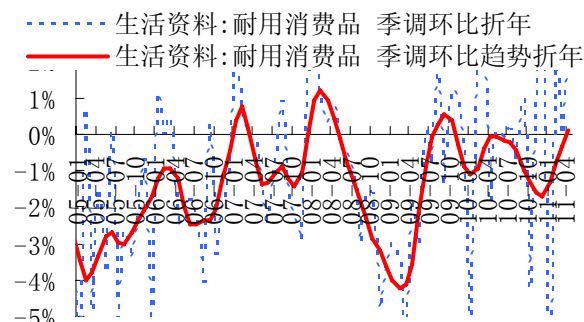
资料来源：兴业证券研究所

图 6：警惕电荒引发生活资料价格反弹


资料来源：兴业证券研究所

图 7：警惕电荒引发生活资料价格反弹


资料来源：兴业证券研究所

图 8：警惕电荒引发生活资料价格反弹


资料来源：兴业证券研究所

附：电话会议纪要

会议主题：电荒成因、今夏及未来电力供需判断

时间：2011年5月16日 15:30-16:30

地点：北京市泰康国际大厦6楼兴业证券北京分公司会议室

会议主持：兴业证券首席策略分析师 张忆东

主讲嘉宾：中国电力企业联合会 统计信息部综合分析处副处长 侯勇 高级工程师

会议内容：

张忆东：大家好，我是兴业证券策略分析师张忆东，在近期我们和机构投资者交流的过程中，我们中期看空的逻辑中，包括了对通胀复杂性及总需求回落并行一段时间的担忧，其中，也涉及到电荒的影响。考虑到机构投资者普遍都很关心“电荒”问题，因此今天我们特地请来了中电联统计信息部综合分析处副处长侯勇高级工程师，给我们解疑答惑。

侯勇：各位朋友下午好，有幸和大家交流下当前电力的供需形势，我先介绍下我们对当前电力供需形势的判断，以及未来一到两年之内我们认为的基本情况。

4月份的月报刚刚统计出来之后，我们也进行了简单地分析，基本的一个情况就是，4月份火电和水电的生

产方面出现了一些变化。

1-4 月份我们新增装机是 1885 万千瓦，比去年同期少了 340 万千瓦，这个数据说明我们今年装机投产的规模已经开始逐步地萎缩了。这反映了在现在电力供需比较紧张的情况下，企业投资的积极性反而出现了一定的下降。根据我们的统计，到 4 月底，今年新开工的发电装机是 1041 万千瓦，这个数字比我们新投产的数字还小，其中火电开工只有 434 万千瓦，这是一个很小的数字。按照我们的统计，到 4 月底，火电的施工规模是 6883 万千瓦。我把这个数据拿出来是为了说明，我们的在建施工规模是缩小的。

如果按照火电每年投产 5000-6000 万千瓦、建设期是两年来考虑，现在的火电在建规模是不足以保障未来的电力供应的。如果现在的趋势延续，会影响到 2012 年秋季和 2013 年的电力供应平衡。这是对发展趋势的一个基本判断。

另一方面，我们的用电市场是比较旺盛的，1-4 月份，全社会用电量是 1.47 万亿千瓦时，同比增长 12.4%。去年四个季度分别同比增长 24.2%，19.2%，12.1%，5.4%，应该可以看出今年 1-4 月份的用电形势明显好于去年下半年，我们的需求还是非常旺盛的。

4 月份单月全社会用电量是 3678 亿千瓦时，增长 11.2%，日均用电量 125 亿千瓦时，高于去年同期。4 月份总体来说处于一个淡季，空调和取暖的负荷都比较少，在这种情况下，数据能和今年 1 月份和 3 月份的数据基本相当，这反映了用电需求稳定增长的态势。

制造业用电量非常旺盛。4 月份制造业的用电量，达到 2190 亿千瓦时，从今年 1 至 4 月份是逐渐增加的，这个数据高于我们一月份的 2174 亿千瓦时。日均制造业用电量是 73 亿千瓦时，历史上首次超过 70 亿千瓦时。4 月份化工、建材这两个用电大户日均用电量都创了历史新高。钢铁、有色这两个用电量最多的行业，用电量和历史最高水平基本是相当的。这是用电市场的情况。

发电市场 1-4 月份，国家统计局统计的规模以上企业发电量是 1.43 万亿千瓦时，增长了 12.6%，和用电增速基本相当。但是 4 月份发电市场出现了一个非常不好的现象，就是 4 月份单月规模以上电厂的水电发电量同比增长 8.3%，这个增速比 3 月份下降了 20.5%。如果考虑到一些小水电，增速下降可能还要大。

4 月份以来，在湖南，江西等地方来水偏枯的情况有蔓延扩大的趋势。从国家电网调度中心旬报的统计来看，4 月中下旬水电发电量同比出现负增长。这也是造成我们现在电力供需紧张的重要原因。给大家谈几个基本数据，水电发电量的同比增速，浙江同比下降了 73.9%，福建下降 70.6%，湖南下降 16.6%，江西下降 65.3%，重庆下降 9.3%，这些地区也是最近电力供需比较紧张的地区。水电比重的下降给火电带来压力，目前火电发电量占总发电量 84.6%，进而造成了现在电煤供应的非常旺盛。电煤的紧张也是华东电力紧张的原因，因为华东地区是电煤匮乏，铁路运力紧张的地区。

从我们统计的利用小时数据来看，现在已经恢复到前几年的正常水平。今年电力供需紧张，从去年就有苗头，但没有想到发展到现在这么严重。从 1 季度的数据来看，1 月份的供需是最紧张的，因为 1 月份是水电的枯水期。当时国网系统内的电力缺口在 2000 多万千瓦左右，2-4 月份电力紧张有所缓解，但是在江苏、浙江、江西、湖南、重庆还有陕西、贵州都存在着一些电力供需矛盾。这些地区电荒有一定的主客观原因，第一是需求还是非常旺盛的，湖南、江西等中部地区的用电增长都是 10% 以上的增长。第二是供应侧出现的矛盾，就是水电供应不足，这些省份水电的比重相对还是比较大的。火电的装机比如江苏和浙江，国家也是对火电的装机投产进行了控制，所以它的装机增长也没有想像中快。再加上外在因素，比如煤炭市场对火电造成的

影响。

对缺电的判断是，目前各方面情况都不会有明显的好转，预计今年迎峰度夏期间电力缺口将是 2005 年以来最大的一年。按照我们的预测，今年迎峰度夏期间电力缺口在 3000 万千瓦左右，缺口主要集中在华东、华中、华北、南方 4 个区域。华东的缺口可能在 1500 万左右。如果电煤供应和来水不能得到好转的话，可能还会有所扩大。

分析这 3000 万千瓦缺口的原因，我们认为是结构性硬缺电，这与 2003-2004 年的缺电是不完全一样的。上次的缺电时我们的装机只有 3 亿千瓦，缺口是 3、4000 万千瓦，当时我们的缺口是 10%，而且所有的省份都缺电，那轮缺的范围更大。现在我们的装机已经达到了 10 亿，我们的负荷需求也是 6 亿，我们预测出现的 3000 万千瓦的电力缺口，缺电占负荷的比例也就占 5% 左右。可能在个别的省份会相对更突出一些，比如江苏、浙江，因为这些省份存在缺装机的情况。而且夏季通过跨省跨区域来调节的力度本身也不会很大。真实的缺口还有赖于对电煤的保障和需求侧有序用电管理到位的程度。

这种结构性的硬缺电有几个表现：

第一，结构性的机组缺电。这在水电机组比重比较大的华中和西南比较突出。水电装机比重湖北超过 60%，湖南也达到 40%-50%。如果水电来水不足，必然会导致这些省份的电力紧缺。这些省份的一个特点就是它们的火电利用小时变化比较频繁。从全年来看，除非出现大规模的来水偏枯，他的火电利用小时是偏低的，一般只有 4000 多小时。同样的结构性机组缺电在风电比例比较大的三北地区存在，这几年内蒙古，甘肃，吉林投产了大规模的风电机组。这些地区装机容量增加很快，但供应能力没有装机那么快，因为风电机组的利用率低，和不可控的风力因素。

第二，地区性缺电。这几年新增装机都是在中西部地区，东部地区装机增长比较缓慢，如果采用就地平衡的方式，就满足不了当地需求。比如江苏省在十一五期间火电的装机增长是 7.13%，而江苏省同期用电量增长是 11.94%，这一缺口需要跨区域供电来满足，如果跨省跨地区供电跟不上的话，必然会导致供电紧张。浙江省也是同样情况，十一五期间火电装机增长 9.5%，需求增长是 11.5%。山东的装机增长是 10.96%，需求增长 11.54%。

第三，时段性缺电。这是由用电特性决定的，最近几年第三产业和居民用电比重逐步提高，如北京、上海、广州等大城市的空调负荷最高占 40% 左右。这造成了峰谷差逐步拉大，在高峰用电时刻，可能会出现电力缺口。

第四，外部供应造成的缺电。这是指电煤导致的缺口，部分省份的电力紧张还是由电煤造成的，比如陕西出现了几十万的缺电情况，传统上陕西是一个产煤大省，原因还是在价格问题。产煤省份产生的缺电情况是我们下一阶段重点关注的问题，它们的价格机制没有完全理顺。

第五，气候因素造成的缺电。这几年每年都会有气候因素导致的缺电。07 年华东地区的高温灾害天气，08 年 1 月份雨雪天气造成了南方的缺电。

今年只是出现电力缺口苗头的第一年。根据我们现在的判断，未来 2012 和 2013 电力供需依然会比较紧张，还会有进一步扩大的趋势。根据我们的预测，2015 年全社会用电量达到 6.23 亿，年均增长 8.5%，我们的装机达到 14.3 亿千瓦，年均增长 8.4%。我们的装机增长会略慢于我们的需求增长，这是我们的基本判断，**十二五期间电力供需比十一五更为紧张。**由于新增装机中有一些风电、太阳能、小水电，它们的利用小时数比较低，比如风电利用小时只有 2000 小时，水电只有 3000 小时。因此我们火电机组的利用小时数还会处于一个上升的趋势。

2012 年，我们判断缺口会超过今年，预计在 4000-5000 万千瓦的水平。其中华东的缺口会继续扩大，因为新

增装机比较少。2013 年离现在还有两年的时间,如果不能够通过一些建设安排,比如西电东送或者东部建一些大容量的火电机组,缺口将会进一步扩大。另外我们企业的投资能力和投资意愿出现了下降的趋势,对长期的电力装机增长带来不确定因素。

Q: 关于工业产能和发电量,按照历史来看,工业产值和发电量还是比较对应的,但是从现在的情况来看工业产值下滑比较快,那为什么现在的电力这块处于比较缺电的情况呢?

A: 工业产值和发电量不能完全对应。两者之间趋势是相同的,在经济下滑的时候,发电量的下滑会快于工业产值的下降。在 08-09 年也出现过这样的情况。我理解的工业增加值是一种价格上的概念,有库存和 CPI 的影响。从 4 月份的数据来看,工业增加值的增速出现下降,发电量增速也是比三月份出现一定下降。

Q: 刚才您提到到 2015 年,我们的用电增速是 8.5%,供应的增速是 8.4%。按照今年的情况,用电增速肯定高于 8.5%这个预测值。不知道这个 8.5%是怎么测算的?供给侧 8.4%的预测是怎么计算的?这个预测是潜在的规划还是根据电力需求进行预测的?

A: 这个用电增速是根据 GDP 年增长 7.5-8%的增速进行测算的,电力十二五规划的研究中,当然我们也做了高方案,高方案在 6.5 万亿千瓦,折算下来是年均增长 9.5%。供给侧是根据我们的研究,现在已经开工或计算开工的火电、水电、核电、风电的增量。

Q: 现在国家对于火电企业提出的电价上调是怎样一个反应?

A: 现在国家也已经意识到煤价的上涨对电价的压力。电价对整个社会来说应该还是比较敏感的,在 CPI 比较高的一个情况下,我们认为近期电价调整的可能性还是比较低的。但是不排除到了 6 月份以后,煤炭价格有剧烈的波动,到时候可能会有相应的措施。我们认为煤电联动不是一个趋势,但是解决近期矛盾的一种方法。我们一直提出的建议还是要进一步推动电价改革,理顺价格机制。现在我们的火电企业经营确实是比较困难的。我们预测的 3000 万的缺口,其中部分是由于缺煤停机,一些火电企业资产负债率超过 100%。我觉得还是要视煤价上涨的程度和 CPI 的关系来定。

Q: 您刚才提到的西电东送,电网投资有什么新的说法?

A: 从我们的统计上来看,1-3 月份我们的电网投资都是同比下降的,电网经过这几年的建设,现在存在的问题是两头比较薄弱。第一是跨区域跨省资源配置的能力不足,虽然这两年增加了很多跨区跨省西电东送的线路,但仍然是不足的。第二是低压配电网特别是农村低压配电网还存在问题。在 90 年代末农网改造之后,农网再没有大规模的建设,农村这几年需求增长是非常快的。所以现在电网公司发展重点一个是高压特高压,第二个就是低压传统网建设的问题。

Q: 从火电、水电、核电、新能源电来看,您相对更看好哪一块?

A: 中国现在火电的装机容量占总装机的 75%左右。发电量占到接近 80%。电力供应能不能得到保证确实还是需要火电来支撑的。这不是中国特有的情况,包括美国、澳大利亚都是这种情况。美国火电发电量占总发电量 50%的水平。因为火电是最可控的一种发电方式。其他如风电水电都存在季节性的因素。核电也不能有效进行调峰。我个人更看重火电,我们研究行业的运行情况,基本上都是看火电的运行情况和利用小时数。现在来看,火电利用小时数在一些省份已经恢复到比较高的水平了,如河北省 2010 年已经达到 5462 小时了,这高于 2008 年,比 2007 年稍微低一点。在现阶段火电是不可以也是不能被替代的。

Q: 您觉得火电电价涨多少能够恢复电厂的发电意愿?

A: 在现在煤电联动的情况下,现在即使电价再涨几分钱,也不足以把双方博弈的态势给改变,只能保障一段时间的供应问题。现在社会上讨论的发电积极性不高的问题,可能会存在,但不是那么普遍,因为也不是

说发电公司想停机就能停机的。有电网调度的安排，和地方政府干预的问题。即使它不想发电，但也必须为未来考虑，特别是国企不会承担不发电的风险。

Q: 用电量较大的新兴产业如光伏是否会受到缺电影响？

A: 有序用电拉闸限电排序在需求侧管理的文件中有。但对一些重点支持的产业应该会保电力供应。

张忆东: 最后再次提醒一下，不要被“跌不深、下半年有大行情”的论调所误导，折腾不如不折腾，在经济、盈利、资金面的因素出现改善之前，谨慎对待反弹，重视以保守的仓位来防御。

非常感谢大家的参与，今天的会议就到这里。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间
回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。