

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

行业快评

电力行业 1~4 月生产简况快评—— 新增装机持续回落，灾后重建提升行业景气

2008 年 5 月 21 日

窦泽云、王凡 86-755-22622741/22624183

douzy@pasc.com.cn/wangfan@pasc.com.cn

事项：

中电联近日公布了 2008 年 1~4 月份全国电力工业生产简况。

1~4 月，用电量、发电量分别同比增长 12.71%、14.1%，其中水电、火电、核电发电量分别同比增长 16.5%、13.0%和 40.7%；

1~4 月，平均利用小时 1560 小时，同比降低 27 小时，降幅 1.70%；其中水电 841 小时，同比增长 20 个小时，升幅 2.44%；火电 1711 小时，同比降低 35 小时，降幅 2.00%；

1~4 月，新投产装机 1917.42 万千瓦，其中火电 1447.51 万千瓦，水电 367.08 万千瓦，风电 92.93 万千瓦。

主要观点：

一、发电增速符合预期，灾后重建提升行业景气

由于 1~3 月发电量增速为 14.0%，因此，单从发电量看，4 月发电量增速和前三个月累计值持平，符合预期。但由于存在统计口径误差，如果从用电量增速看，1~4 月全国用电量增速持续放缓，同比、环比分别下降 2.76 和 0.33 个百分点。我们认为，这主要是由于 4 月工业增加值增速（15.7%）大幅低于 3 月（17.8%）所致。

1~4 月的用电需求增速低于去年同期在预期中，我们认为主要是由于国内宏观调控紧缩以及出口放缓导致经济增长放缓所致。

分地区来看，用电量增速最快的几个省份是内蒙古（22.77%）、广西（22.58%）、新疆（19.50%）、安徽（18.74%）、河南（18.07%）、甘肃（16.91%）、青海（16.13%）等，多处于中西部地区，我们认为主要是受当地耗能产业发展的带动，因而用电增速较快，这种状况仍将在一段时期内持续。

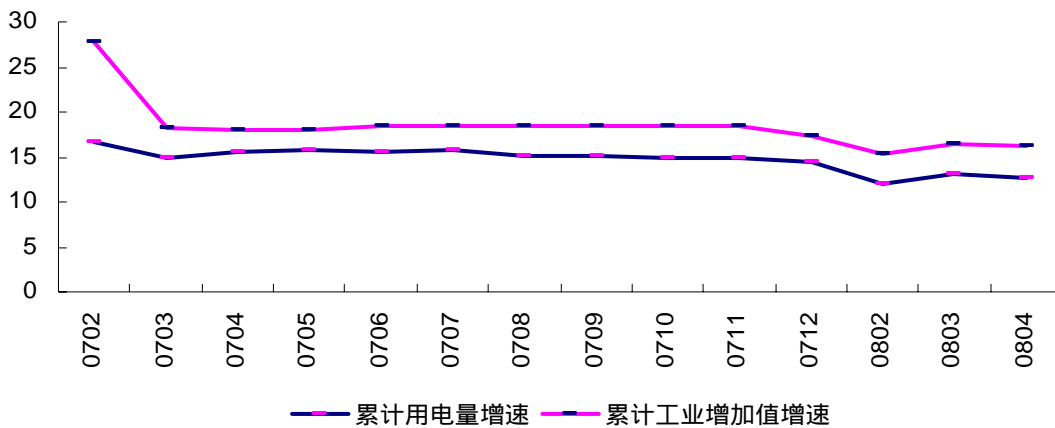
由于受汶川地震的影响，我们测算，5 月四川地区用电量受限在 9 亿度左右，约占全国月度电量的 0.34%，如不恢复，6 月影响电量在 20 亿度左右。我们认为，到 6 月底，基本恢复的可能性很大，全年减少全国用电需求不会超过 0.1 个百分点，短期对电力行业有负面影响。但预计灾后重建将明显拉动用电需求，整体贡献正面。在假设灾后重建新增固定资产投资 2000 亿的情况下，我们预计新增用电需求在 300 亿度左右，假设分布在 2 年的时间内，即使扣除灾害对用电需求的抑制，年内净增用电需求也不低于 0.2 个百分点。

图表1 1~4月发电量情况

	单位	Mar-08	Apr-08
发电量产量增速_累计	(%)	14	14.1
发电量产量_累计	(亿千瓦时)	8051.27	10909.76
火电产量增速_累计	(%)	13.4	13.0
火电产量_累计	(亿千瓦时)	7073.37	9498.10
水电产量增速_累计	(%)	11.4	16.5
水电产量_累计	(亿千瓦时)	751.18	1125.13
核电产量增速_累计	(%)	40.1	40.7
核电产量_累计	(亿千瓦时)	163.6	223.77

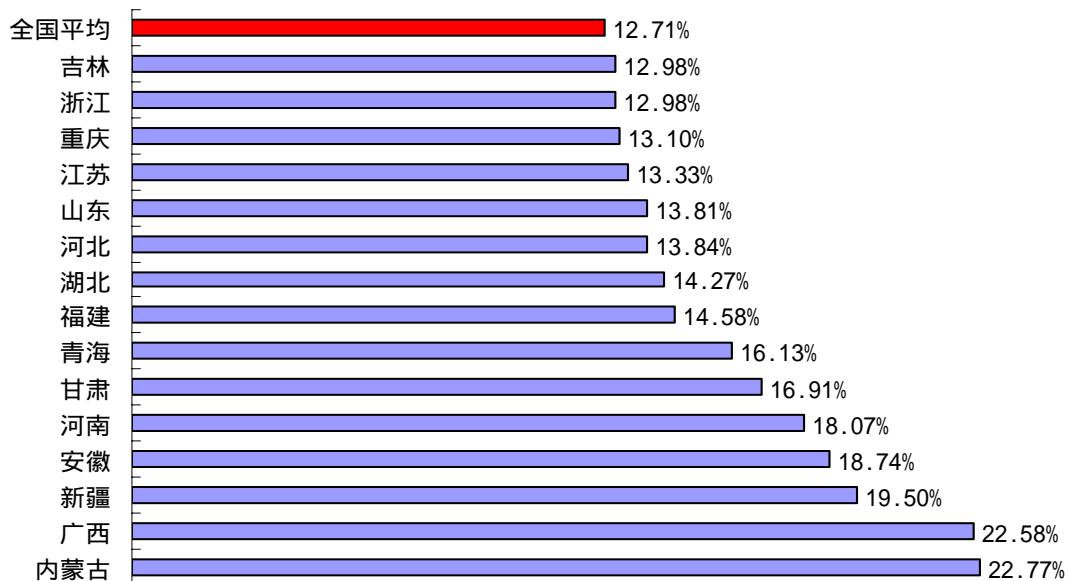
资料来源：平安证券研究所

图表2 2007年以来各月累计工业增加值与累计用电量走势



资料来源：CEIC，中电联

图表3 1~4月份累计用电量增速较大的省份



资料来源：中电联

图表4 四川受灾负荷及电量测算

电厂名称	地理位置	装机容量 (万千瓦)	事故损失负荷 (万千瓦)	5月21日 恢复并网情况	5月损失电量E (万千瓦时)	6月损失电量E (万千瓦时)
金堂电厂	成都市	120	40	恢复并网	9200	17280
嘉陵电厂	成都市	35.9	31	恢复并网	7130	13392
达州东岳电厂	达州市	30	9	恢复并网	2070	3888
江油火电厂	绵阳市	126	26	仅恢复厂用电	28980	54432
火电小计		311.9	106		47380	88992
宝珠寺水电厂	广元市	70	20	恢复并网	2950	7680
紫兰坝电厂	广元市	10.2	6	恢复并网	885	2304
红叶二级电厂	理县	9	2.4	解列	1328	3456
华能太平驿电厂	汶川县	26	26	解列	3835	9984
华能白一里电站	平武县	13		仅恢复厂用电	1918	4992
华能木座电站	平武县	10	20	仅恢复厂用电	1475	3840
华能水牛家电站	平武县	7		仅恢复厂用电	1033	2688
渔子溪电站	汶川县	16	4	解列	2360	6144
耿达水电站	汶川县	16	11	解列	2360	6144
映秀湾水电站	汶川县	13.5	9	解列	1991	5184
福堂电厂	汶川县	36	36	解列	5310	13824
紫坪铺电厂	都江堰市	76	26	恢复并网	3835	9984
大唐天龙湖电厂	茂县	18	10	解列	2655	6912
大唐金龙潭电厂	茂县	18	10	解列	2655	6912
姜射坝水电厂	汶川县	12.8	10	解列	1888	4915
二道桥水电厂	黑水县	2.75	2	解列	406	1056
红叶电厂	理县	1.7	1.9	解列	251	653
竹格多水电厂	黑水县	8	2.5	解列	1180	3072
黑河塘水电厂	九寨沟县	8.6	4	解列	1269	3302
宝州水电厂	理县	13.8	3	解列	2036	5299
威州水电厂	汶川县	7.2	2.6	解列	1062	2765
吉鱼水电厂	茂县	10.2	7.3	解列	1505	3917
东风水电厂	宝兴县	2.1	2.1	恢复并网	310	806
水电合计		405.85	215.8		44493	115834
总计		717.75	321.8		91873	204826

资料来源：国家电监会，平安证券研究所

对于四川板块发电企业，我们认为灾后重建带来的电量提升幅度有限，因多是小水电加电网企业，正常时期水电电量均全部上网，没有提升空间。电网输电主要集中在本地区，不是受灾地区的企业，几乎享受不到输电增量带来的业绩提升，岷江水电虽然在受灾地区，但受灾严重，预计损失大于灾后重建带来的利益。相比之下，能够真正受益的，是在四川拥有较多发电资产的大型电力集团，但四川机组多在集团层面，上市公司涉及不多，且和总体的电量规模相比，实在有限。因此建议投资者理性看待灾后重建对电力上市公司的直接业绩推动。

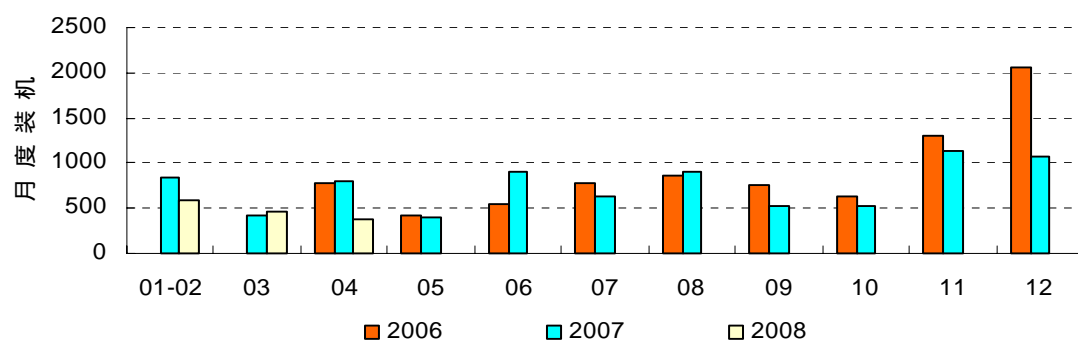
二、新增装机持续减少，火电利用小时降幅略有扩大

2008年1~4月份，新投产装机1917.42万千瓦，低于去年同期2103.19万千瓦。从4月单月来看，火电新增装机384.6万千瓦，仅为去年同期的48.8%（见图表3）。2008年4月底，火电装机同比增长13.8%，增速较2007年底增速（14.6%）下降0.8个百分点。

1~4月全国火电平均利用小时为1711小时，比去年同期降低35小时，4月下滑幅度略有扩大（见图表4）。我们认为，4月火电利用小时下滑幅度的略有扩大，主要是4月全国江河来水情况较好，水电出力增加明显，对火电出力有所抑制。

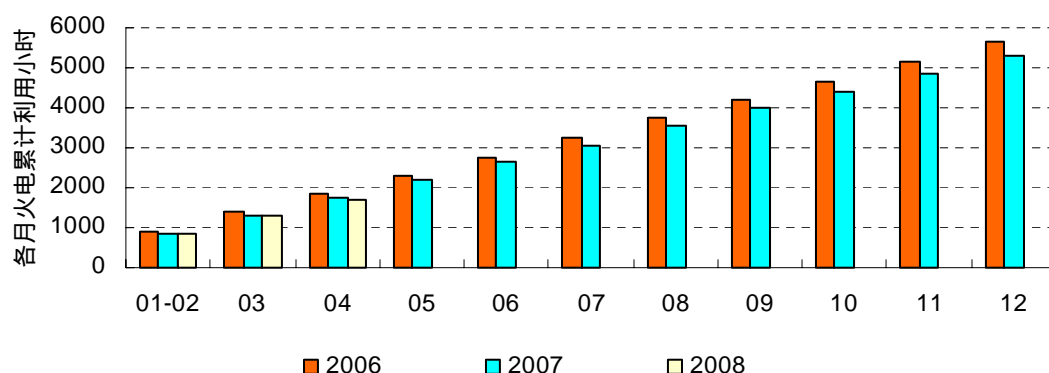
4月新增装机的进一步下滑初步验证了我们关于08年新增火电装机将大幅减少的预期。目前来看，发电量增速基本符合预期，表明宏观经济形势运行稳定健康，我们仍然对08年全年的经济形势以及电力行业的景气回升持谨慎乐观态度。

图表5 各年月度火电新增装机容量对比（2006~2008）



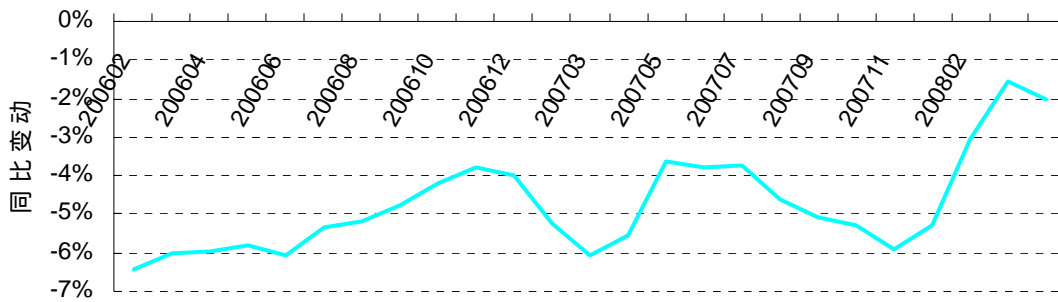
资料来源：中电联；平安证券研究所整理

图表6 2006~2008年各月累计火电利用小时走势



资料来源：中电联

图表7 2006~2008年各月火电累计利用小时同比变动情况



资料来源：中电联；平安证券研究所整理

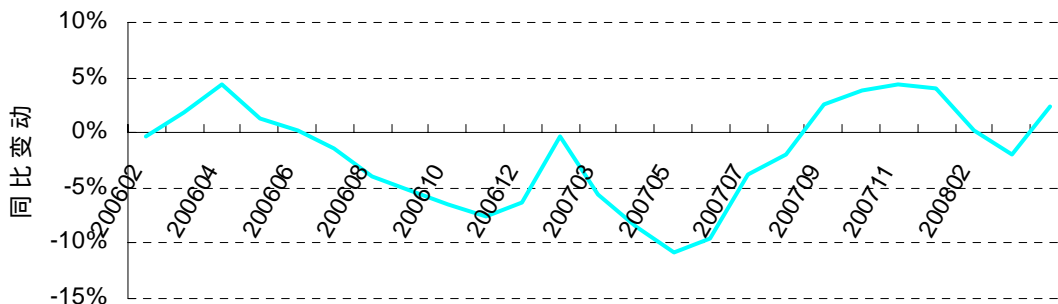
三、 4月水电出力增加显著，5月有回落迹象

与历年同期累计来水量相比，2008年1~4月份全国主要江河累计来水量，松花江偏少3成；辽河偏少近6成；海河南拒马河偏少9成多；黄河上游偏多3成，中下游均偏少半成左右；淮河上游偏多4成多，中游偏多1成；长江上游偏多3成，中游偏多近1成，下游偏少半成；

据全国422座大型水库统计，2008年5月1日蓄水总量为1654.1亿立方米，比上月初减少8.4亿立方米，比去年同期偏少31.8亿立方米，比多年同期平均偏多228.8亿立方米。

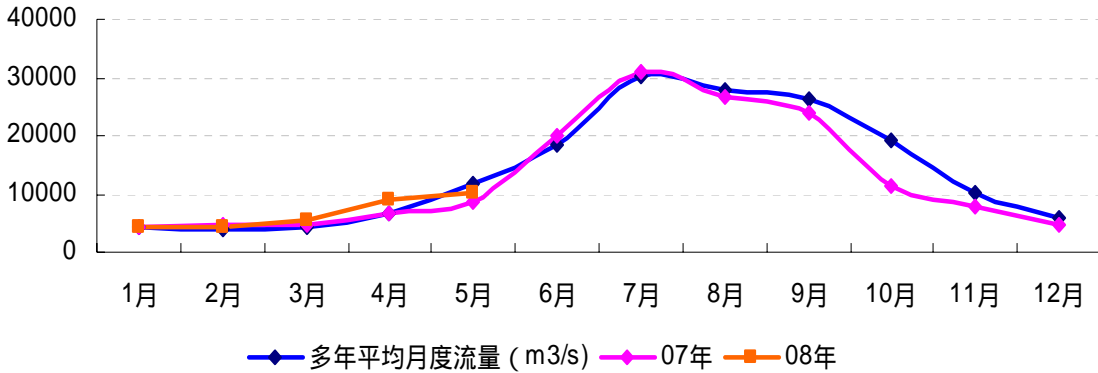
受4月份长江、黄河等流域来水增加影响，1~4月水电累计利用小时为841小时，比去年同期增长20个小时，同比上升2.44%。由于1~3月水电机组利用小时564，同比降低11个小时，可见4月水电出力增幅明显。不过从长江来水情况看，5月似有回落趋势，预计5月水电出力可能回落，火电出力会有增加。

图表8 2006~2008年各月水电累计利用小时同比变动情况



资料来源：中电联；平安证券研究所整理

图表9 长江来水情况



资料来源：平安证券研究所

四、调价动能积聚，等待机会出现，维持行业“推荐”评级

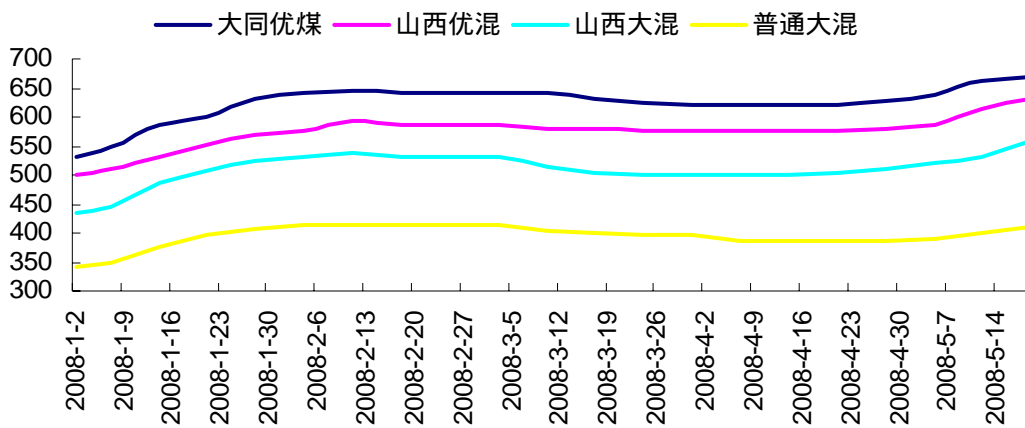
4月下旬以来，秦皇岛港煤炭市场价格又出现了一波上扬行情。4月份CPI仍然高居不下。煤电联动的实施时机仍充满不确定性。火电上市公司业绩在经历一季度的大幅下滑后，仍然面临着煤炭上涨带来的继续下滑的风险。

不过较之年初，7、8月用电高峰正在逼近，缺煤停机的情况也愈演愈烈，中电联公布数据显示，5月18日，火电煤炭库存低于警戒线（7天）的地区有：京津唐（6.9）、河北（5.5）、安徽（2.8）、湖南（5）、蒙东（6.4），缺煤停机32台，涉及发电容量482万千瓦。因此，为了保证供电安全，电价调整，或者补贴政策在年内出台仍可期待，我们认为，奥运前后是电价调整较为可能的时期。如果在6、7月出台政策，则补贴，或调整上网电价，不调整销售电价的可能性较大。如上网和销售电价一起调整，则推迟到9月后的可能性较大。

我们认为目前电力板块整体上处于合理估值区间。电力作为公用事业，长期仍有望维持稳定的回报，短期的亏损和业绩下滑，适时会得到扭转，我们仍维持年初策略报告观点，认为电力股在08年是防御转进攻的一年，全年存在较大投资机会，仍维持对行业“推荐”评级。个股方面，龙头股仍建议重点关注有注资空间的国电电力，以及机组质量优良的华能国际等公司，同时站在中国水电开发的历史高度看，长江电力目前也已具备投资价值。敬请关注我们随后将发出的长江电力深度报告。

二线股中，文山电力由于是水电加电网，业绩不会受到煤价上涨的侵蚀，是目前短期和中期都较好的投资标的；此外，我们认为吉电股份虽然是火电，短期受到煤价上涨的冲击，业绩很难释放，但注资方面具有很大的潜力，中长线价值显著，值得重点关注。

图表10 2008年以来秦皇岛港煤炭价格走势



资料来源：煤炭市场网，平安证券研究所

五、重点公司业绩预测及评级

预测假设：

- 假设电价8月开始调整，具体政策8月初开始执行，火电平均上网电价上调2分/千瓦时（不含税），水电、电网电价不调整。
- 煤价保持目前水平。
- 利用小时全年基本和07年持平，呈现前低后高的走势。

图表11 重点公司业绩预测

公司	08年5月20日 股价	07EPS	08EPS	09EPS	07PE	08PE	09PE	2010-11 年增速 E	评级
国电电力	7.03	0.37	0.30	0.46	19.0	23.4	15.3	15%	推荐
华能国际	8.75	0.50	0.28	0.52	17.5	31.3	16.8	10%	推荐
国投电力	8.53	0.53	0.36	0.53	16.1	23.7	16.1	15%	推荐
大唐发电	12.77	0.29	0.23	0.48	44.0	55.5	26.6	15%	中性
长江电力	14.65	0.57	0.58	0.65	25.7	25.3	22.5	15%	推荐
吉电股份	5.5	0.11	0.15	0.37	50.0	36.7	14.9	25%	强烈推荐
宝新能源	13	0.44	0.50	0.72	29.5	26.0	18.1	25%	推荐
金山股份	10.27	0.33	0.46	0.64	31.1	22.3	16.0	20%	推荐
文山电力	12.47	0.47	0.62	0.76	26.5	20.1	16.4	25%	推荐
粤电力A	7.4	0.25	0.18	0.32	29.6	41.1	23.1	15%	推荐
平均					28.9	30.5	18.6	18.00%	

资料来源：平安证券研究所

近期相关报告

- 《电力工业1~3月生产简况快评》
- 《电力工业1~12月生产简况快评》
- 《电力工业1~11月生产简况快评》
- 《电力工业1~6月生产简况快评》

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2008版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳八卦三路平安大厦三楼

邮编：518029

电话：4008866338

传真：(0755) 82449257