

日期: 2008年8月1日  
行业: 电力行业

# 电煤二度限价， 电企盈利好转

——2008年8月电力行业投资策略



严浩军、牛品  
021-53519888-1911  
niupin\_elec@yahoo.cn

## 主要观点:

### 发电量增速单月下降显著。

由于电煤供应不足，以及丰水期四川水电出力受限，6月份发电量增速大幅度回落，预计迎峰度夏期间全国电力缺口将达1600万千瓦。我们认为，下半年电煤供应增加、水电出力逐渐恢复，8月份发电量增速不会继续下滑。

### 国家发改委再限港口动力煤价。

继6月19日对电煤出厂价作出最高限价后，7月24日国家发改委再次对中转港口动力煤价格做出最高限价。山西、山东、内蒙等产煤主力大省决定下半年增加电煤产量，我们认为，下半年电煤成本将被有效锁定。

### 电价仍有上调空间。

此次上网电价平均上调1.7分/千瓦时，华东、南方电网区域电价上调幅度较大。我们认为下半年发电企业整体可实现盈亏平衡，但全年整个行业扭亏为盈难度较大，电价仍有进一步上调空间。

### 行业股票估值处于较低水平。

## 投资建议:

### 评级未来十二个月内，有吸引力。

建议关注中报业绩增长的水电企业、电网企业，以及下半年能够扭亏为盈的火电企业。如长江电力、文山电力、华能国际、华电国际等。

## 数据预测与估值:

### 电力行业重点关注股票业绩预测和市盈率

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			07A	08E	09E	07A	08E	09E		
长江电力	600900SS	14.65	0.60	0.61	0.68	25.67	23.84	21.59	3.48	跑赢大市
桂冠电力	600236SS	6.20	0.24	0.33	0.43	25.83	18.79	14.42	2.36	大市同步
华能国际	600011SS	6.97	0.50	0.30	0.41	13.94	23.23	17.00	1.84	跑赢大市
国电电力	600795SS	6.22	0.34	0.28	0.37	18.29	22.21	16.81	2.56	跑赢大市
国投电力	600886SS	7.38	0.63	0.40	0.50	11.71	18.45	14.76	1.85	跑赢大市
大唐发电	601991SS	9.14	0.29	0.24	0.33	31.52	38.08	27.70	3.75	大市同步
华电国际	600027SS	4.51	0.20	0.18	0.25	22.55	25.06	18.04	1.89	跑赢大市
粤电力A	000539SZ	6.40	0.25	0.19	0.23	25.60	33.68	27.83	1.90	跑赢大市
漳泽电力	000767SZ	5.09	0.37	0.41	0.51	13.76	12.41	9.98	1.97	大市同步

资料来源: 上海证券研究所整理; 股价数据为2008年7月31日收盘价

最近6个月行业指数与沪深300指数比较



报告编号: NP08-MIT05

相关报告: NP08-HIT01

## 一、7 月份电力行业市场动态概述

### 1、各行业用电量增速放缓

1-6 月，全国全社会用电量 16908.63 亿千瓦时，同比增长 11.67%。第一产业用电量 413.02 亿千瓦时，同比增长 4.95%；第二产业用电量 12930.01 亿千瓦时，同比增长 11.13%；第三产业用电量 1639.51 亿千瓦时，同比增长 12.28%；城乡居民生活用电量 1926.09 亿千瓦时，同比增长 16.51%。各行业用电量增速均出现放缓迹象，我们认为主要原因是 6 月份发电量增速大幅减少。

表 1 全社会各行业用电量增速（单位：%）

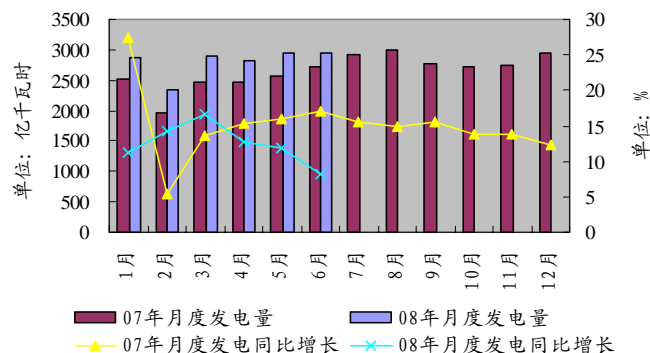
指标	08 年 1-6 月	环比增减	用电结构
全社会用电量总计	11.67	-0.75	100.00
A 各行业用电量合计	11.08	-0.59	88.61
第一产业	4.95	-0.63	2.44
第二产业	11.13	-0.47	76.47
第三产业	12.28	-1.47	9.70
B 城乡居民生活用电量合计	16.51	-1.90	11.39

数据来源：上海证券研究所整理

### 2、发电量增速单月下滑显著

1-6 月份，全国规模以上电厂发电量 16803.19 亿千瓦时，比去年同期增长 12.9%。其中，水电 2148.74 亿千瓦时，同比增长 18.5%；火电 14149.83 亿千瓦时，同比增长 11.7%；核电 32919 亿千瓦时，同比增长 25.9%。

图 1 月度发电量情况



数据来源：中电联网站 上海证券研究所

从单月发电量来看，6月份发电量同比增长8.3%，环比下降3.5个百分点。其中，火力发电同比增长6.8%，环比下降2.4个百分点；水力发电量同比增长16.2%，环比上升12.3个百分点。发电量当月大幅下滑的主要原因有两个方面：一是火电厂电煤库存不足，机组无法满负荷运行，出力减少；二是受地震影响，丰水期水力发电大幅减少。两电网最新公布数据显示，迎峰度夏期间全国电力缺口将达1600万千瓦左右。

### 3、发电设备利用小时数继续下降

1-6月份，全国6000千瓦及以上发电设备容量为71186万千瓦，同比增长14.1%。其中，水电12984万千瓦，同比增长21.8%；火电56566万千瓦，同比增长12.7%；核电885万千瓦，同比增长29.2%。

1-6月，全国发电设备累计平均利用小时为2380小时，比去年同期降低了52小时，比1-5月多下降13个小时。其中，水电设备平均利用小时数为1553小时，比去年同期增长61小时；火电平均利用小时数为2555小时，比去年同期降低50小时。我们认为，发电设备利用小时数本月下降较快的原因依然是电煤供应不足，机组运行负荷较低，部分机组甚至停机。

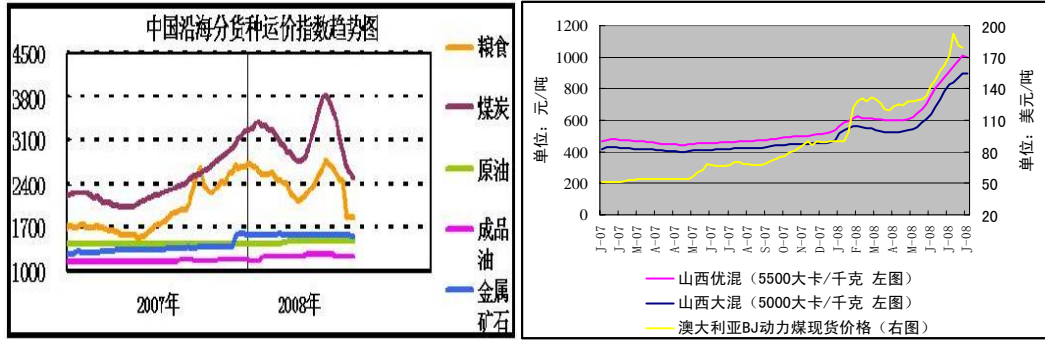
### 4、发改委再限港口动力煤价格

距离6月19日发改委下发电煤限价令一月有余，动力煤市价格反而上涨22%。7月24日，针对电煤价格不断攀升的势头，发改委下发煤炭限价二道金牌，明确要求秦皇岛港、天津港、唐山港等港口动力煤平仓价格，不得超过6月19日价格水平，即发热量5500大卡/千克动力煤(此煤炭种价格可等同于标杆煤价)限价水平分别为每吨860元、840元和850元。

自发改委二次限价后，秦皇岛多个动力煤品种的平均价开始全面下滑。7月29日，山西优混5500大卡煤炭价格为860-1000元/吨，较前一交易日下降30元/吨；山西大混5000大卡煤炭每吨下跌35元，普通混煤4500大卡每吨下滑40元。

国际方面，受原油价格下挫影响，国际动力煤价格出现回调。航运方面，由于市场煤货源不足，7月份煤炭运价指数大幅度下降。

图2 中国沿海分货种运价指数与电煤价格走势



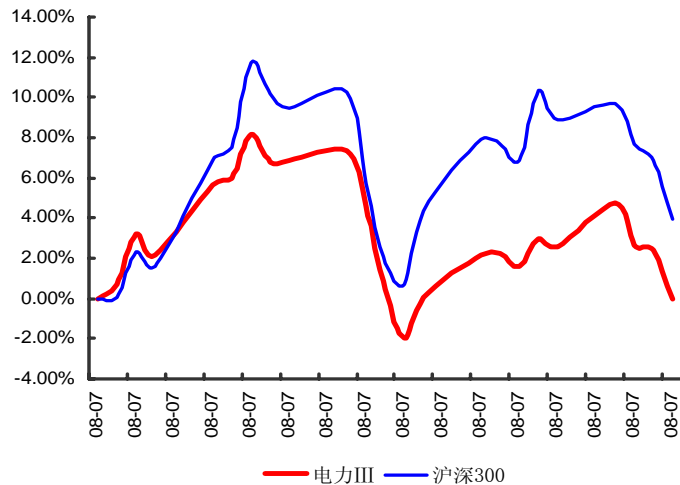
数据来源: CCTD 煤炭市场网 中华航运网 上海证券研究所

## 二、7月电力行业走势

### 1、电力行业整体走势平平

7月份电力行业指数涨幅为-0.03%，沪深300指数涨幅为3.96%，电力行业指数弱于沪深300指数3.99个百分点。我们认为主要的原因是很多火力发电上市公司半年报预亏，市场等待释放业绩风险。

图3 7月份电力行业指数走势图



数据来源: wind 资讯 上海证券研究所

### 2、重点关注股票基本大市同步

由于等待业绩风险释放，7月份，大部分重点关注公司走势与大市同步。国投电力相对优异，大唐发电和桂冠电力则落后大市。

表2 重点关注公司上月表现情况

公司	本月涨跌幅 (%)	公司	本月涨跌幅 (%)
沪深 300 指数	3.96		
国投电力	13.54	粤电力 A	6.37
华能国际	4.50	广州控股	5.57
华电国际	-1.45	深圳能源	9.64
国电电力	1.14	上海电力	-3.41
大唐发电	-9.05	申能股份	0.79
长江电力	0.00	内蒙华电	4.39
桂冠电力	-7.74	漳泽电力	0.59

数据来源: wind 资讯 上海证券研究所整理

### 3、行业估值处于低位

从 07 年静态市盈率来看,我国电力类上市公司市盈率大部分为 10 几倍,水电类上市公司市盈率为 25 倍左右,与国外同行业上市公司水平相当。但我国用电量增速远远高于欧美等成熟经济国家的用电增速,我们认为,与欧美同行业上市公司相比,我国电力类上市公司应享有高一些的市盈率。

从市净率来看,我国火电类上市公司市净率大部分处于 1.5-2.5 倍之间,水电类上市公司市净率在 2.5-3.5 倍左右,远低于国外同行业上市公司平均水平。

综合市净率与市盈率,我们认为,我国电力类上市公司估值水平较低。

## 三、8 月份行业趋势展望

### 1、发电量增速维稳

由于迎峰度夏期间电力存在较大的缺口,高耗能产业用电受到限制,如受制于电力供应短缺,7 月份全国 24 家电解铝企业联合限产。在保证奥运用电和居民用电的前提下,预计 8 月份以石化、冶金、有色、建材为代表的高耗能产业用电量增速难以提升。但由于电煤供应力度加大、水电出力恢复,预计 8 月份发电量增速将不会继续下滑。

表 3 高耗能产业增加值增速 (单位: %)

分工业部门	6 月	累计
石油石化	15.5	13.2
冶金	15.1	14.6
有色	16.7	14.3

建材	20.3	22.0
化工	14.1	14.2

数据来源：国家统计局 上海证券研究所整理

## 2、电煤供应加大

5月下旬，国家发改委明确要求各煤炭主产省大中型煤矿努力增加生产，并加快小煤矿复产验收工作，确保发电企业在迎峰度夏期间存煤水平不低于15天。各煤炭主产区也纷纷表示下半年将增加电煤产能。

山西省表示，下半年要在确保安全的前提下组织国有重点煤炭企业和机械化程度高的骨干煤矿增加生产，加快在建和改造矿井的手续完善和建设进度，使这部分煤矿早日投产运行或者试生产，增加一部分产能；山东省决定，7、8、9三个月，每月再追加256万吨电煤计划；内蒙古自治区亦要求下半年煤炭产量增加2000万吨，主要解决发电用煤紧张状况。

## 3、电煤价格锁定

6月19日，国家发展改革委发出通知，要求自6月19日起到12月31日止，全国煤炭生产企业供发电用煤，其出矿价（车板价）均以2008年6月19日实际结算价格为最高限价

7月24日，国家发展改革委再次发出临时限价通知，对主要港口和集散地动力煤实行最高限价。规定秦皇岛港、天津港、唐山港等港口动力煤平仓价格，不得超过6月19日价格水平，即发热量5500大卡/千克动力煤限价水平分别为每吨860元、840元和850元。

两道限价金牌令的出台，一方面使得动力煤出厂价、中转价得到控制，另一方面则彰显了国家确保电煤价格平稳的决心。我们认为，下半年合同煤、市场煤价格都将保持平稳。

## 4、电价仍有上调空间

自2007年以来，电煤价格累计每吨上涨80多元，给发电企业增加的成本约为4分/千瓦时左右，我们预计上半年火电行业平均亏损1.4分/千瓦时。此次上网电价平均上调1.7分/千瓦时，我们认为部分发电企业下半年将盈亏平衡。

从全年看，此次电价上调幅度使整个行业扭亏为盈难度较大。我们认为，电价后续仍有上涨空间，电力企业利润水平将会回归到一个合理区间。

## 四、8月行业评级、策略及重点股票

### 维持前期的“有吸引力”评级

目前，电力行业估值已处于底部区域，考虑到下半年电力企业盈利状况好转，电价存在进一步上调的空间，在本期策略中，我们继续维持电力行业的“有吸引力”评级。

### 建议关注业绩增长的水电、电网企业

由于成本可控且上半年各江河普遍来水偏多，预计水电类上市公司上半年盈利将平稳增长。此外，由于输配电价和部分水电企业上网电价也相应上调，电网企业和部分水电企业明显受益。

8月份，各电力上市公司半年报将相继公布，我们建议本月重点关注业绩增长较快的水电企业和电网企业，如长江电力、文山电力等。

### 建议关注下半年扭亏为盈的火电企业

8月份半年报将公布完毕，火电类企业业绩风险释放。我们建议本期可关注下半年扭亏为盈的火电企业，如华能国际、华电国际、粤电力A等。此外，具有明确资产注入且估值较低的火电企业仍然可以关注，如国电电力、国投电力等。

附表 1 电力行业国内外市场相对估值比较 (2008-7-31)

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR
			07A	08E	09E	07A	08E	09E	
长江电力	600900SS	14.65	0.60	0.61	0.68	25.67	23.84	21.59	3.48
桂冠电力	600236SS	6.20	0.24	0.33	0.43	25.83	18.79	14.42	2.36
华能国际	600011SS	6.97	0.50	0.30	0.41	13.94	23.23	17.00	1.84
国电电力	600795SS	6.22	0.34	0.28	0.37	18.29	22.21	16.81	2.56
国投电力	600886SS	7.38	0.63	0.40	0.50	11.71	18.45	14.76	1.85
大唐发电	601991SS	9.14	0.29	0.24	0.33	31.52	38.08	27.70	3.75
华电国际	600027SS	4.51	0.20	0.18	0.25	22.55	25.06	18.04	1.89
粤电力 A	000539SZ	6.40	0.25	0.19	0.23	25.60	33.68	27.83	1.90
中能股份	600642SS	8.98	0.64	0.58	0.64	14.03	15.48	14.03	1.83
广州控股	600089SS	6.07	0.53	0.34	0.42	11.45	17.85	14.45	1.44
漳泽电力	000767SZ	5.09	0.37	0.41	0.51	13.76	12.41	9.98	1.97
<b>国内估值</b>						<b>19.49</b>	<b>22.65</b>	<b>17.87</b>	<b>2.26</b>
NRG ENERGY INC	NRG US	36.72	2.19	2.15	2.69	16.77	17.08	13.65	2.00
ENERGY GROUP	CEG US	81.57	4.56	5.63	6.46	17.89	14.49	12.63	2.85
AES CORP	AES US	17.04	2.53	2.43	2.03	6.74	7.01	8.39	3.91
BLACK HILLS CORP	BKH US	11.50	2.57	2.51	2.65	4.47	4.58	4.34	N.A
PPL CORPORATION	PPL US	46.57	2.47	2.43	2.55	18.85	19.16	18.26	6.80
RELIANT ENERGY	RRI US	18.04	0.32	1.04	1.39	56.38	17.35	12.98	1.97
YTL POWER INTL	YTLP MK	1.86	0.16	0.17	0.18	11.63	10.94	10.33	1.82
NTPC LIMITED	NATP IN	17.01	8.24	9.30	10.00	2.06	1.83	1.70	N.A
ELECTRIC POWER	9513 JP	4190	230.36	193.58	223.84	18.19	21.64	18.72	N.A
华润电力	836 HK	17.48	0.83	0.98	1.18	21.06	17.84	14.81	3.82
<b>国际市场估值</b>						<b>17.40</b>	<b>13.19</b>	<b>11.58</b>	<b>3.31</b>

数据来源: WIND 资讯, Bloomberg 数据库, 上海证券研究所; 相关公司 07EPS 经过除权处理



## 分析师承诺

严浩军、牛品

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业能力，该报告是在独立、客观的情况下出具的，并清晰地表达了本人的观点。本人在执业过程中，遵守国家法律、法规及证券监管机构、行业自律组织的各项规章制度，恪守独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平的原则，为投资者提供专业服务。

## 重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如遵循原文本意地引用、刊发，需注明出处为“上海证券研究所”。

### 上海证券投资评级体系与评级定义

类别	分 级		定 义
股票投资评级	超强大市	<b>Superperform</b>	分析师预计，未来6个月内，股价表现将强于沪深300指数20%以上
	跑赢大市	<b>Outperform</b>	分析师预计，未来6个月内，股价表现将强于沪深300指数10%以上
	大市同步	<b>In-Line</b>	分析师预计，未来6个月内，股价表现将介于沪深300指数±10%之间
	落后大市	<b>Underperform</b>	分析师预计，未来6个月内，股价表现将弱于沪深300指数10%以上
行业投资评级	有吸引力	<b>Attractive</b>	分析师预计，未来12个月内，行业指数表现将强于沪深300指数5%
	中性	<b>Neutral</b>	分析师预计，未来12个月内，行业指数表现将介于沪深300指数±5%
	谨慎	<b>Cautious</b>	分析师预计，未来12个月内，行业指数表现将弱于沪深300指数5%