

# 火电增速大幅下滑

## ◆火电发电量增速大幅下滑:

2008年6月份,火电发电量同比增长6.8%,同比回落12.6个百分点,环比下降2.4个百分点。火电发电量增速大幅下滑的主要原因是电煤供应紧张及煤价大幅上涨电力企业发电意愿下降所致。目前,全国多个省份出现缺电现象,预计全国缺电达到1600万千瓦。

## ◆政策出台 难解行业危机:

国家发改委同时公布电价上调和电煤价格临时干预措施。其中,全国上网电价平均上调1.74分/千瓦时,仅能弥补约50元的煤价上涨。

我们认为电价上调的幅度远不能弥补煤价上涨带来的成本增加,电力行业的经营困境并未得到实质性改善。

## ◆煤价: 限价政策出台后 煤价继续上涨

电煤价格干预措施并未起到预期的效果,自措施出台后,电煤价格继续大涨,秦皇岛动力煤价格已突破1000元/吨。发改委已发布进一步完善电煤临时干预措施的通知,对主要港口和集散地动力煤实行最高限价,政策效果尚待观察。

## ◆华能国际中期预亏 行业风险有待释放:

截至目前,已有多家电力公司预亏,其中包括行业龙头——华能国际,以及华电国际、粤电力等。行业龙头首次发生亏损,反映火电行业几乎陷入全行业亏损的境地,行业经营十分困难。我们预计年内政府将进一步进行干预,不排除再次上调电价的可能。

我们预计随着中报业绩的公布,行业的投资风险将进一步释放。

## ◆投资策略: 继续等待投资机会

我们认为电力行业的投资机会尚未到来。一方面,电力行业的中报风险有待释放,另一方面,需要时间观察已公布的政策效果,并期待进一步的干预措施出台。

我们认为目前适合电力行业的估值方法是市净率法。从长期看,电力行业的ROE为10-15%,合理的p/b应为2-3倍,目前行业平均p/b为2.4,较为合理,考虑到行业正处于最低谷时期,我们认为p/b将继续下跌,建议继续等待。

证券代码	公司名称	股价	EPS(元)			投资评级
			07A	08E	09E	
000690	宝新能源	9.89	0.29	0.47	0.35	买入
600795	国电电力	6.39	0.31	0.31	0.2	增持
600900	长江电力	14.35	0.57	0.57	0.65	增持
000539	粤电力A	6.65	0.25	0.25	0.11	中性
600886	国投电力	7.81	0.52	0.52	0.4	中性
600027	华电国际	4.80	0.20	0.2	0.09	中性
600011	华能国际	7.23	0.50	0.5	0.15	中性
600396	金山股份	8.34	0.33	0.33	0.38	增持
600236	桂冠电力	6.23	0.23	0.23	0.19	中性
601991	大唐发电	9.59	0.29	0.29	0.11	中性

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系,并且继续寻求发展这些关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突,不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

下调

中性

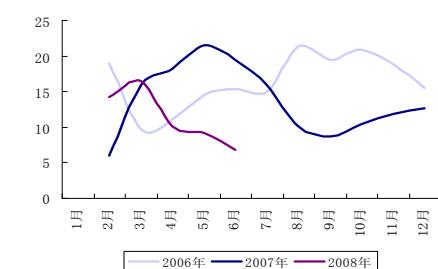
分析师:

崔玉芹

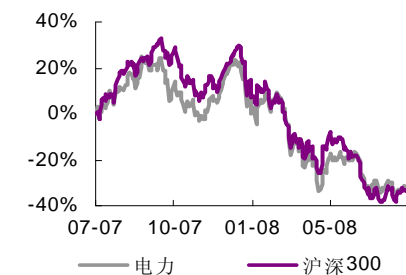
021-50818887-231

cuiyq@ebsecn.com

火电发电量月度增速



行业与上证指数对比图



相关报告:

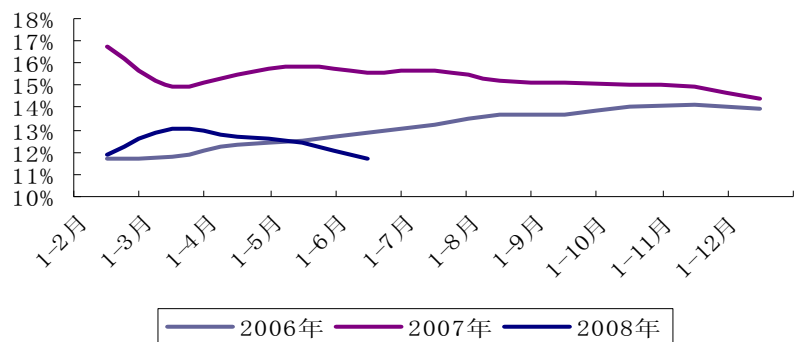
## 2008 年上半年行业数据回顾

### 全社会用电量增速继续回落

2008 年 1-6 月份，全国全社会用电量 16908.63 亿千瓦时，同比增长 11.67%，同比增速下降 3.89 个百分点，环比增速下滑 0.75 个百分点。其中，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%。

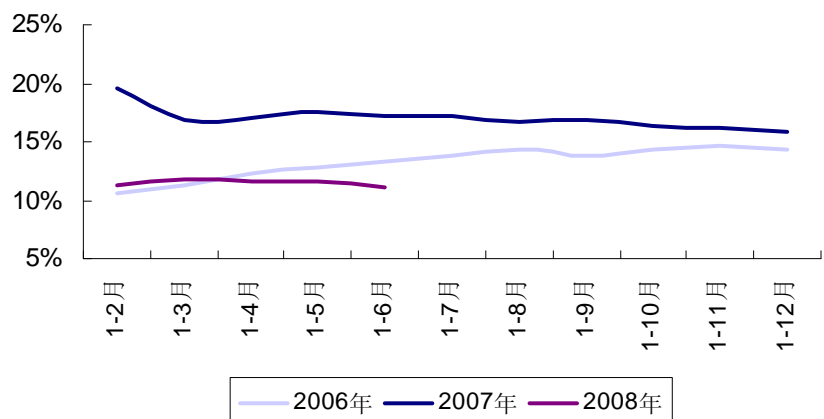
其中，全国工业用电量为 12764.69 亿千瓦时，同比增长 11.08%；轻、重工业用电量同比增长分别为 6.60%和 12.10%。

图 1：全社会用电增速比较（2006-2008）



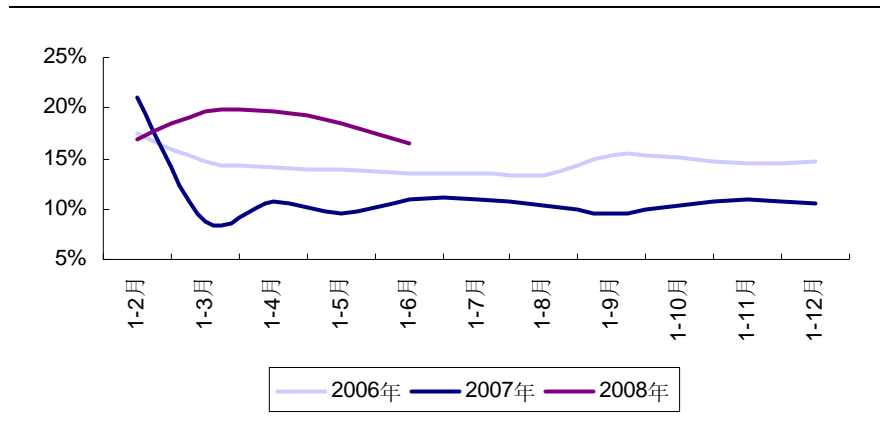
数据来源：中电联 光大证券研究所

图 2：工业用电增速比较



数据来源：中电联 光大证券研究所

图 3：居民生活用电增速比较



数据来源：中电联 光大证券研究所

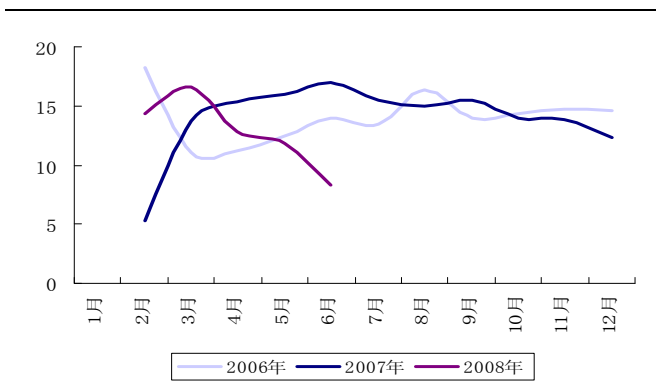
全社会用电增速继续回落，主要原因是居民生活用电和第三产业用电增速回落，分别比上月回落 1.9 和 1.47 个百分点。

火电发电量增速仅为 6.8%

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 329.19 亿千瓦时，同比增长 25.9%。

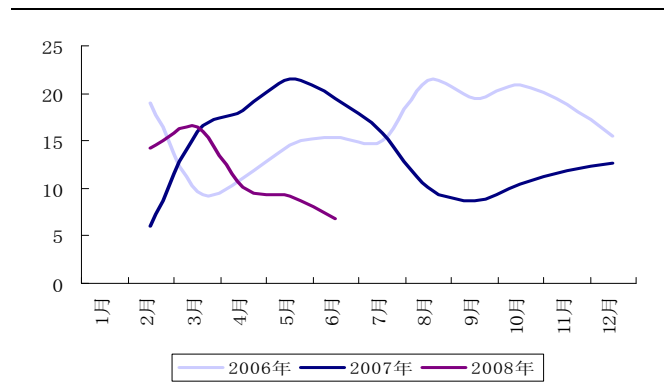
从单月发电增速来看，全国发电量和火电发电量月度增速大幅回落，6 月份全国发电量增速为 8.3%，火电发电量增速仅有 6.8%，分别同比下降 8.7 和 12.6 个百分点，环比回落 3.5 和 2.4 个百分点。

图 4 全国发电量月度增速 (%)



资料来源：中国统计局 光大证券研究所

图 5 火电发电量月度增速 (%)



资料来源：中国统计局 光大证券研究所

从发电设备利用小时看，1-6 月份，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 52 小时。其中，水电设备平均利用小时为 1553 小时，比去年同期增长 61 小时；火电设备平均利用小时为 2555 小时，比去年同期降低 50 小时。

**表 1：我国发电设备平均利用小时及变化**

2008 年	1-2 月	1-3 月	1-4 月	1-5 月	1-6 月
全国平均	748	1157	1560	1971	2380
同比	-21	-20	-27	-39	-52
水电平均	360	564	841	1170	1553
同比	0	-11	20	58	61
火电平均	830	1282	1711	2139	2555
同比	-26	-20	-35	-58	-50

数据来源：中电联 光大证券

值得注意的是，6 月份火电发电量增速仅为 6.8%，同比回落 12.4 个百分点，环比下降 2.4 个百分点。火电发电量增速大幅回落的主要原因是煤炭供应紧张以及煤价高涨导致电力企业发电意愿下降。

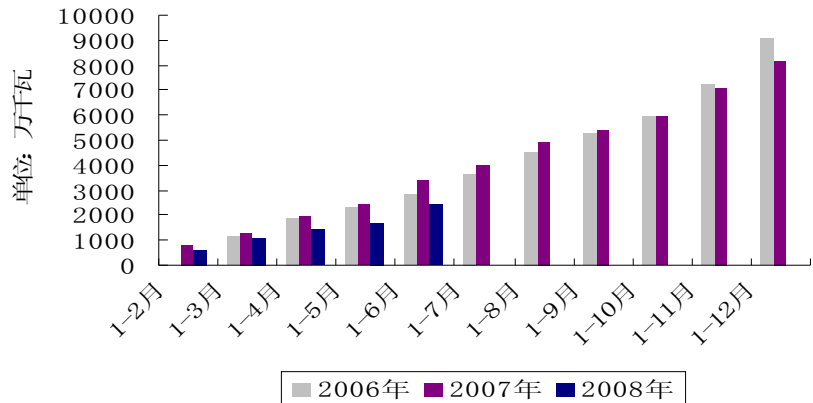
目前，全国多个省份（广东、山东、山西、浙江、河南、湖南等）出现缺电现象。据电监会预测，今夏全国缺电约 1600 万千瓦，其中国网缺电约 1000 万千瓦，广东缺电约 600 万千瓦。自 6 月 19 日，电煤价格干预政策出台后，煤价继续大幅上涨，吞噬了电价上调带来的收益，全国缺电的局面有可能愈演愈烈。

由于火电机组发电意愿下降，预计全年火电设备的平均利用小时数难以出现大幅度的回升。但是，五大发电集团下属的电厂，特别是大型机组，由于承担着更多的社会责任，其利用小时数将会显著高于平均水平。

### 新机投产放缓 小火电关停加速

1-6 月份，新增生产能力（正式投产）3301.85 万千瓦。其中水电 704 万千瓦，火电 2449.61 万千瓦，风电 136.84 万千瓦。和去年同期相比，全国新机投产减少 536 万千瓦，其中火电新机投产比上年同期减少 907 万千瓦。

**图 6：火电新机投产容量比较（2006-2008）**



资料来源：中电联 光大证券

同时，1-6月份，全国关停小火电机组 836 万千瓦，完成全年关停任务的 64.3%，而去年同期全国关停小火电 550 万千瓦。预计去年小火电的关停进度有可能加快，从而超出年初的计划 1300 万千瓦。

由于火电行业的盈利能力大幅下滑，火电新机组的投产进度可能低于预期，而小火电的关停进度有望加快，使得未来有可能再度出现类似于 2003-2004 年的供电紧张局面。

## 煤炭价格走势回顾

### 电煤价格干预措施出台之后

2008 年 6 月 19 日，发改委发文对电煤价格进行干预，要求全国煤炭生产企业供发电用煤，包括重点合同电煤和非重点合同电煤，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。但电煤干预之后，煤炭价格并未取得政府期望的效果，反而继续大幅上涨。

坑口价：截至 7 月 20 日，大同优质动力煤（6000 大卡）价格达到 620 元/吨（不含税），比 6 月 20 日上涨了 90 元，比年初上涨了 270 元，上涨幅度为 77%。

港口价：截至 7 月 21 日，秦皇岛大同优混（5500 大卡）的平仓价为 980-1010 元/吨（含税），比限价时上涨了 130-140 元/吨，比年初上涨 470 元/吨，涨幅达到 90%。

电煤价格干预措施并未取得预期的效果，我们认为主要原因在于：

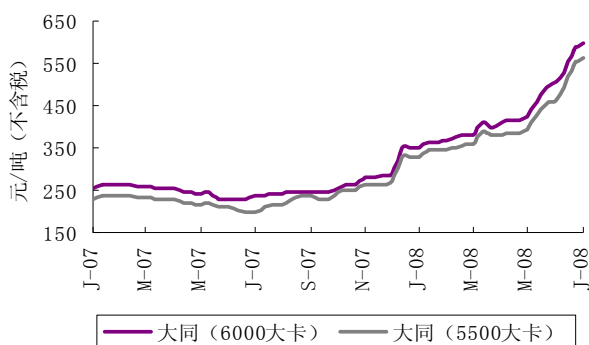
（1）电煤的价格是由电煤的供求关系决定的，而价格干预措施并不能从根本上改变煤炭供求关系。近年来，国家进行安全整顿、关闭中小煤矿、淘汰落后产能的措施得到实质性推进，乡镇煤矿产能受到抑制，但钢铁、电力等主要用煤行业产能扩张迅速，导致了目前煤炭市场的供应紧张。

(2) 我国的煤炭产量巨大、流通链条较长，政策的落实存在着现实的困难。从生产环节看，我国小煤矿数量众多，且非常分散，对其价格控制难度相当大。从流通环节看，“限价令”的对象是针对煤炭企业出矿价格，对中转港口及流通环节的煤炭市场交易价格并未做严格限制，“限价令”的出台使人们意识到煤炭资源的紧缺，从而加剧煤炭市场的投机。

(3) 电煤临时价格干预措施的出台降低了煤炭资源的可流动性。在“限价令”中，政府重申了重点电煤合同的执行和兑现问题，因而各主产地力保重点电煤供应，相对降低了市场动力煤的供应，使得市场动力煤的供求关系更趋紧张，从而推动近期市场动力煤交易价格继续上行。

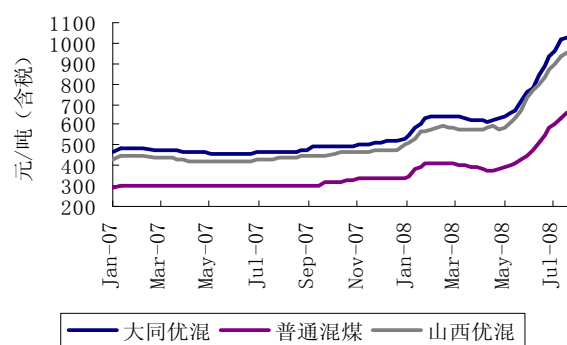
7月24日，国家发改委以发改电[2008]248号《关于进一步完善电煤价格临时干预措施的通知》，要求进一步加强和完善电煤价格临时干预措施。对主要港口和集散地动力煤实行最高限价，规定秦皇岛港、天津港、唐山港等港口动力煤平仓价格不得超过6月19日价格水平，即发热量5500大卡/千克动力煤限价水平分别为每吨860元、840元和850元。发改委再次限价的效果有待观察。

图7 山西大同动力煤坑口价走势



资料来源：中国煤炭资源网 光大证券研究所

图8 秦皇岛煤炭车板价走势



资料来源：中国煤炭资源网 光大证券研究所

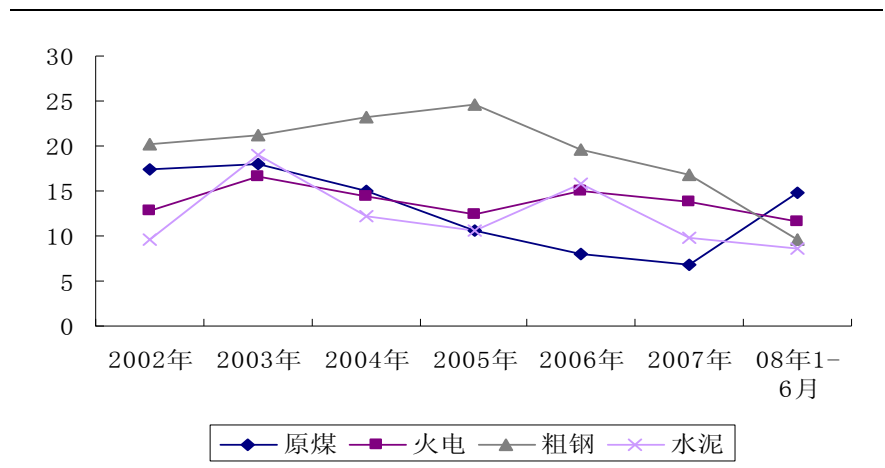
### 电煤价格未来走势展望

自6月19日，发改委电煤价格干预措施实施以来，煤炭价格连创新高，秦皇岛动力煤价格已经突破千元大关。

我们预计，在政府的干预下市场煤价格有望小幅回落，但由于合同煤与市场煤价差高达200-300元/吨，明年的合同煤价格可能继续上涨。

(1) 煤炭的价格由煤炭的市场供求关系决定，煤炭供需关系的紧张是煤价大涨的根本原因。过去几年，煤炭产量的增速一直低于耗煤行业（火电、钢铁、水泥等）的增速，特别是自2007年开始，国家陆续关停不具备安全生产条件的中小煤矿，使得煤炭产量难以满足相关行业的需求。

图 9：煤炭及相关行业的增速（%）

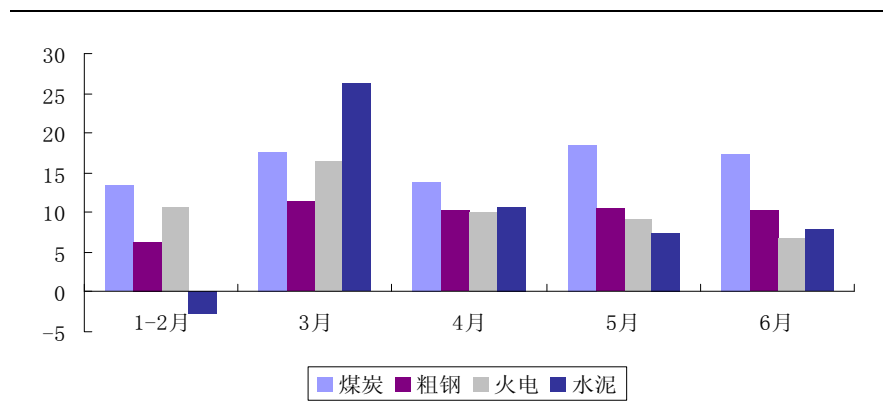


数据来源：国家统计局 光大证券

2008年上半年，煤炭产量的增速已超过钢铁、水泥、火电的增速，这一方面是受宏观调控影响，高耗能行业受到抑制，另一方面是因为政府对煤炭行业采取了增产措施，要求各地加大煤炭开采，加快小煤矿的验收复产等。若煤炭产量维持快速增长，煤炭价格的上涨势头有可能得到抑制。

但是，我们担心煤炭产量的增长能否持续。“512”特大地震后，为缓解煤炭的供应紧张局面，国家发改委要求煤炭主产省加快小煤矿复产验收工作，但小煤窑复产有可能增大发生矿难的几率，而矿难一旦发生，又会发生大面积的停产整顿现象，从而影响煤炭供应。

图 10：煤炭及相关行业的月度增速（%）

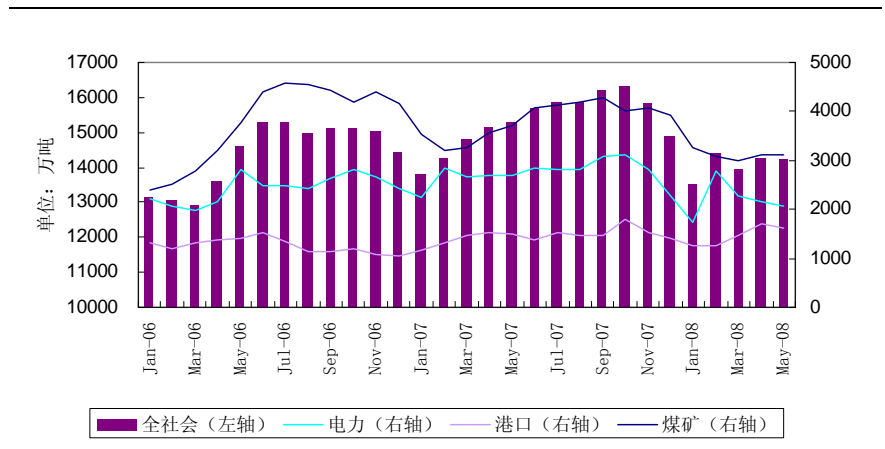


数据来源：国家统计局 光大证券

(2) 全社会库存依然不乐观。截至5月底，全社会库存同比下降6.81%，电力库存和煤矿库存分别比去年同期下降22.91%和16.16%，但港口库存却同比增长9.33%。在政府进一步的价格干预措施下，煤炭市场的投机成分有望被挤出，使得煤价小幅回落，但煤炭供应的紧张使得煤价难

以出现大幅回落。

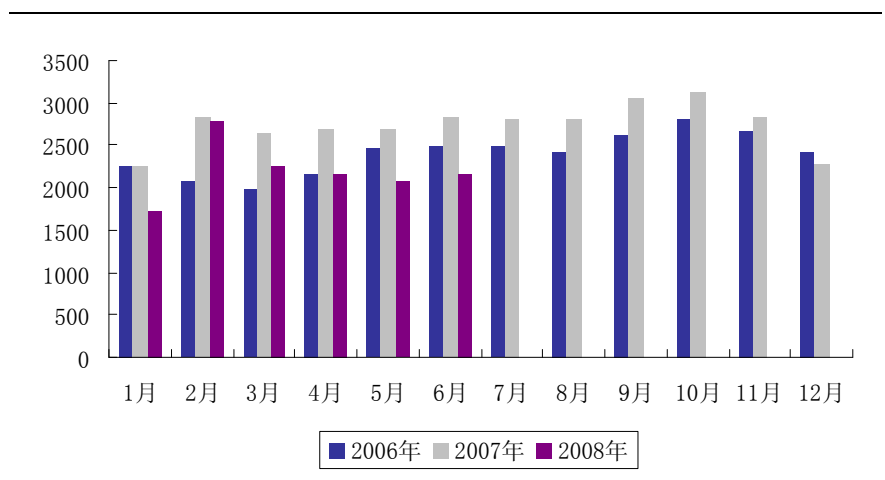
**图 11：全社会煤炭库存**



数据来源：中国煤炭资源网 光大证券

从电厂库存看，截至 6 月末，直供电厂电煤库存为 2174 万吨，同比下降 23.47%，可用天数为 11 天。

**图 12：直供电厂月度电煤库存（万吨）**



数据来源：煤炭资源网 光大证券

## 政策组合拳出台 难解电力行业之困

为缓解电力企业生产经营困难，保障电力供应，国家发改委最终决定自 2008 年 7 月 1 日起上调电价，其中全国销售电价平均每千瓦时提高 0.025 元，全国上网电价平均上调 1.74 分/千瓦时，幅度约为 5%。

同时，为防止煤、电价格轮番上涨，发改委决定自 2008 年 6 月 19 日至



2008 年 7 月 31 日对电煤价格实施临时干预措施，要求全国煤炭生产企业供发电用煤，包括重点合同电煤和非重点合同电煤，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；临时价格干预期间，煤炭生产企业供发电用煤出矿价（车板价）一律不得超过最高限价。

为确保临时干预措施的全面落实并取得实效，7 月 25 日国家发改委再次发出通知，要求进一步加强和完善电煤价格临时干预措施，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。

我们认为：

（1）上网电价上调幅度基本符合预期。电价上涨在一定程度上缓解发电企业的困境，但电力企业的困境并无根本改善。根据测算，电价每上涨 1 分钱，可弥补电煤上涨 28 元/吨的成本上涨，本次上网电价平均上涨 1.74 分/kwh，基本可弥补电煤上涨 50 元的成本，远不足以弥补电力行业成本的上扬。我们估计上网电价需上涨 20%，即 7-8 分/kwh 才能使电力行业的盈利能力恢复。

（2）各地电价上调幅度不一，其中南方电网、华中电网和华东电网的机组上网电价上调幅度较高，分别为 8.1%、5.69%和 4.98%，特别是云南、广西、重庆的上网电价上调幅度分别达到 12.95%、9%和 8%，为本次电价上调幅度最大的三个省（区），而东北电网的上网电价上调幅度较低，仅有 2.12%，显示本次电价上调是成本推动，调整幅度主要依据成本上涨幅度而定。

（3）由于电力价格是国民经济的基础价格，考虑到电价上调对 CPI 以及下游行业的影响，电价的上调不可能一步到位。我们认为电力行业的盈利恢复需要较长时间，估计需要 2-3 年时间电力行业才能恢复过去的盈利能力。

（4）电力行业走出困境的根本是国家理顺能源价格机制。

## 行业龙头预亏 业绩风险有待进一步释放

煤价的大幅飙升，使得火电行业几乎陷入全行业亏损境地。截至目前，已有 20 多家电力公司发布业绩下滑或者业绩亏损公告，其中包括华能国际、华电国际、粤电力等火电龙头公司。

能源结构多元化（拥有水电、核电或其他业务）或拥有煤炭资源的公司，如国电电力、国投电力、大唐发电、金山股份等公司业绩也有所下降，但能够保持盈利。

表 2：电力公司 2008 年中期业绩概况

	家数	占比
亏损或预亏	10	18%
其中：首次亏损	8	15%
业绩下滑 50%~100%	9	16%
业绩下滑 0-50%	3	5%
尚未预告	19	35%
其中：1 季度已亏损	6	11%
业绩增长或预增	6	11%

数据来源：光大证券

行业龙头首次发生亏损，特别是华能国际的预亏，反映火电行业几乎陷入全行业亏损的境地，凸现行业的危机深重。

华能国际是我国最大的独立发电公司，代表着我国火电行业最先进的生产力，公司的平均单机容量最大，供电煤耗最低，华能国际的亏损说明电力行业已不堪煤价上涨，火电行业的经营状况已恶化到最坏情况。华能国际的亏损，使我们相信年内政府再次进行干预的可能性增大，由于电煤价格干预的作用有限，我们认为政府有可能再次上调电价。

我们认为随着电力公司的业绩公布，电力板块的估值有可能继续下跌，使得投资风险进一步释放。

## 下调行业为“中性”评级 建议继续等待机会

我们认为电力行业的投资机会尚未到来。

我们认为对于一个处于周期底部的行业并不适用市盈率（P/E）法估值。目前电力行业正处于行业的低谷时期，盈利能力恶化，适合电力行业的估值方法是市净率（P/B）法。

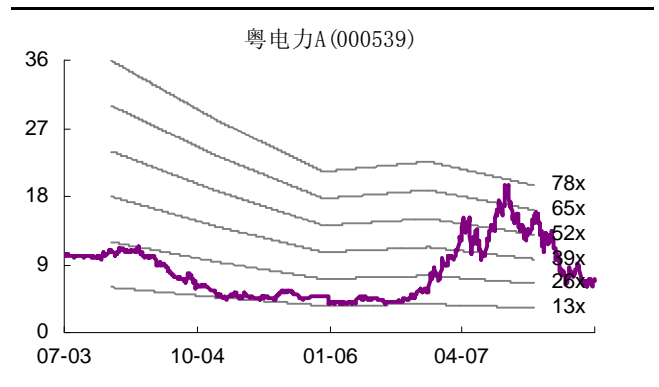
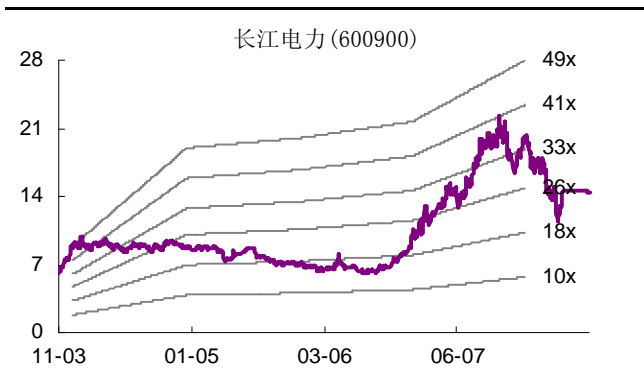
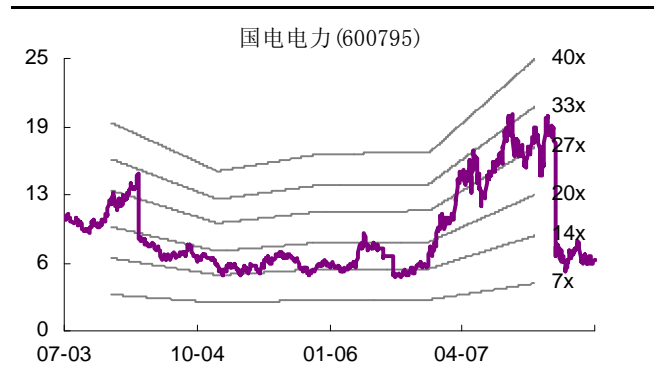
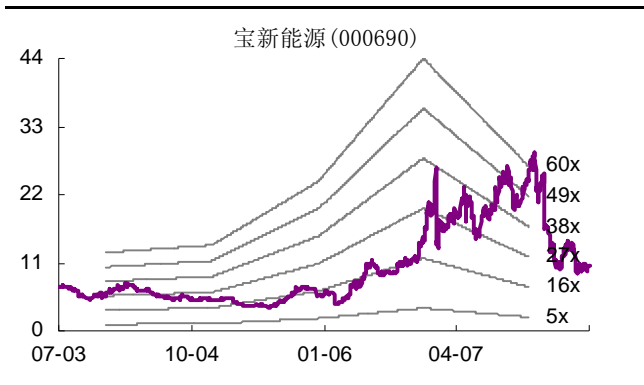
从长期来看，电力行业的平均静态 P/B 为 3.58 倍，最低为 1.54 倍（2006 年 9 月），最高为 6.82 倍。我们认为从长期来看，电力行业的盈利能力（ROE）在 10%~15% 之间，因而其合理的 P/B 应该在 2~3 倍。目前，电力行业的平均 P/B 为 2.4 倍，估值较为合理，考虑到目前电力行业正处于经营最困难的时期，我们认为其 P/B 仍有继续下跌的空间，因而下调行业评级为“中性”，建议继续等待机会。

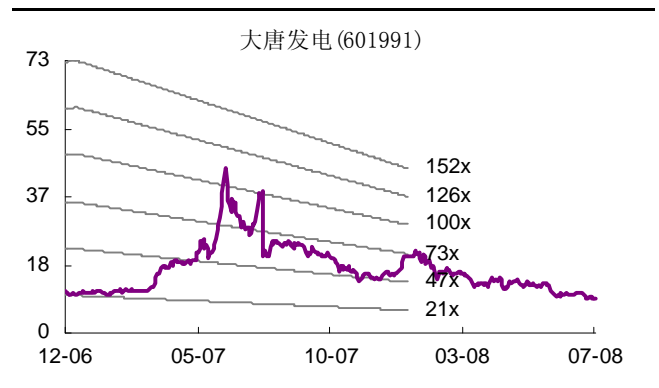
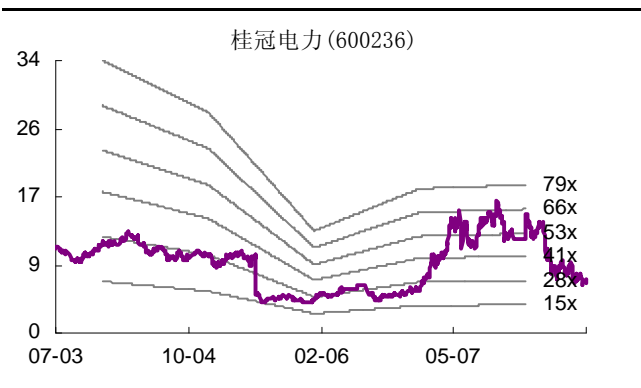
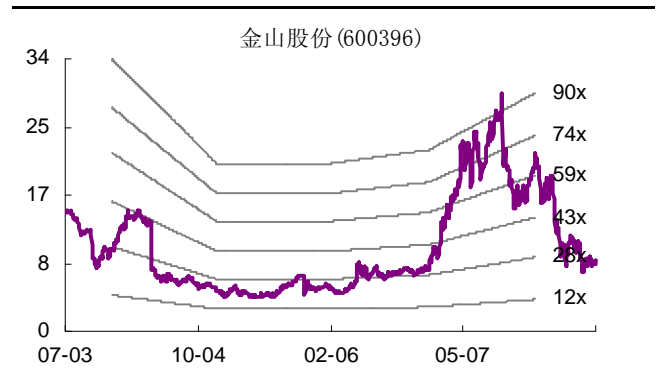
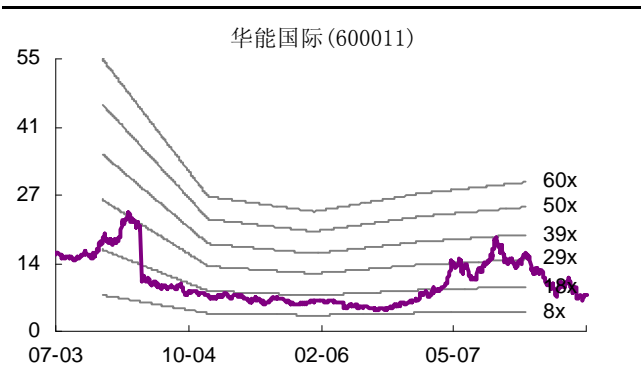
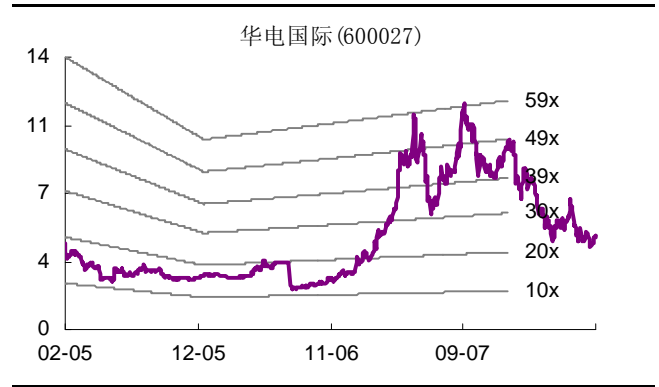
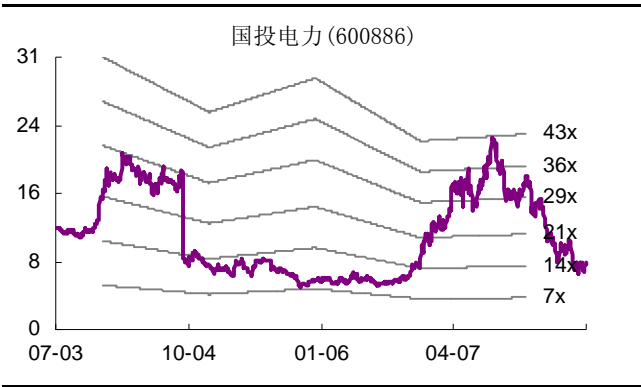
### 行业重点上市公司评级与估值指标

证券代码	公司名称	价格	流通 A 股 (百万股)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)		投资评级	
				07A	08E	09E	07A	08E	08E	07A	08E	上次	本次
000690	宝新能源	9.89	783	0.29	0.47	0.35	33.7	21.2	28.3	4.0	3.4	买入	买入
600795	国电电力	6.39	3,434	0.31	0.31	0.2	0.25	20.3	32.0	25.6	2.6	增持	增持
600900	长江电力	14.35	4,909	0.57	0.57	0.65	0.73	25.1	22.1	19.7	3.3	增持	增持
000539	粤电力 A	6.65	752	0.25	0.25	0.11	0.16	26.8	60.5	41.6	1.9	中性	中性
600886	国投电力	7.81	681	0.52	0.52	0.4	0.47	14.9	19.5	16.6	2	增持	中性
600027	华电国际	4.80	1,442	0.20	0.2	0.09	0.16	23.6	53.3	30.0	2		中性
600011	华能国际	7.23	2,878	0.50	0.5	0.15	0.22	14.5	48.2	32.9	1.9	中性	中性
600396	金山股份	8.34	248	0.33	0.33	0.38	0.5	25.5	21.9	16.7	2.9	增持	增持
600236	桂冠电力	6.23	698	0.23	0.23	0.19	0.25	27.6	32.8	24.9	2.5		中性
601991	大唐发电	9.59	4,413	0.29	0.29	0.11	0.17	33	87.2	56.4	3.8		中性

资料来源：光大证券研究所

### 上市公司 PE Band 图





资料来源：光大证券研究所

## 分析师介绍

崔玉芹：上海交通大学硕士，CPA。2005年加盟光大证券，任电力行业分析师。

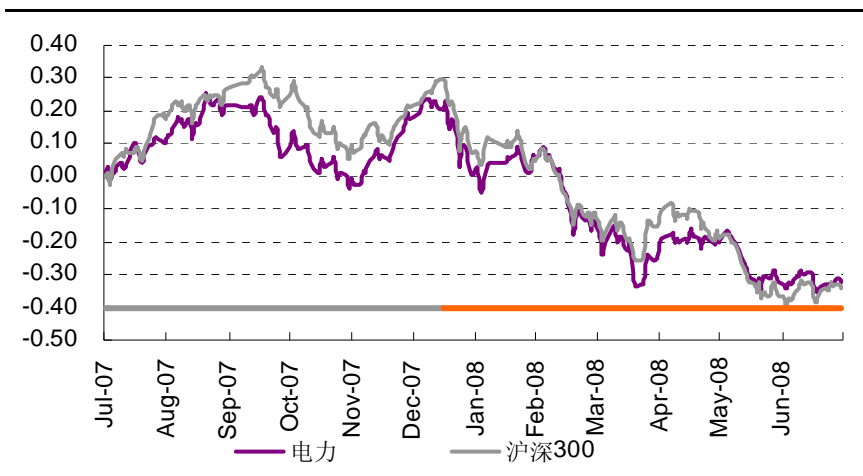
## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 投资建议历史表现图

电力

分析师：崔玉芹



日期	行业评级
2008-01-13	中性
2008-03-31	中性
2008-04-30	中性
2008-05-07	中性
2008-05-18	中性
2008-06-01	中性
2008-06-20	增持
2008-06-26	增持
2008-07-08	增持

资料来源：光大证券研究所

买入 — 增持 — 中性 —  
 减持 — 卖出 —

## 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；  
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；  
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；  
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；  
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。  
 市场基准指数为沪深 300 指数。

## 特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

## 光大证券股份有限公司

上海市浦东南路528号证券大厦南塔15F.16F 邮编: 200120  
电话: 021-68816000 传真: 021-68818550

## 光大证券研究所

上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦17楼A-C座  
电话: 021-50818887 (总机) 传真: 021-50816915

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
<b>北京</b>				
	贺燕萍	010-68561522	13911760013	heyp@ebscn.com
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
<b>上海</b>				
	杨日昕	021-50818887-235	13817003122	yangrx@ebscn.com
	王莉本	021-50818887-233	13641659577	wanglb@ebscn.com
	戴茂戎	021-50818887-296	13585757755	daimr@ebscn.com
<b>深圳</b>				
	陈扬	021-50818887-275	13916187675	chenyang@ebscn.com
	高峥	021-50818887-276	13585940280	gaozheng@ebscn.com
	凌洁	021-50818887-294	15921780908	lingjie@ebscn.com
<b>专题</b>				
	陈扬	021-50818887-275	13916187675	chenyang@ebscn.com
	凌洁	021-50818887-294	15921780908	lingjie@ebscn.com
<b>QFII</b>				
	满国强	021-68822917	15821755866	mangq@ebscn.com
	陶奕	021-68822917	13788947019	taoyi@ebscn.com

## 免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。