

[2008.07.22]

电量增速骤降无碍有效产能利用率水平，“着陆”预期下电企有望“先苦后甜”

细分行业评级

电力生产业

增持

公司	投资评级
长江电力	增持
国电电力	增持
金山股份	增持
深圳能源	谨慎增持
广州控股	谨慎增持
国投电力	谨慎增持
粤电力 A	谨慎增持
华能国际	中性
桂冠电力	中性
申能股份	中性
漳泽电力	中性
华电国际	中性
大唐发电	减持

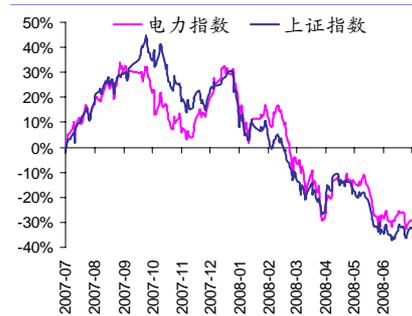
✍ 姚伟 王威
☎ 021-38676847 021-38676694
✉ yaowei@gtjas.com wangw@gtjas.com

➤ 6月行业数据出炉，结合电价、煤价、利用率趋势，对行业盈利趋势短期谨慎，中长期乐观

本报告导读：

投资要点：

- 3月份以来，单月发电量和用电量增速自高位快速回落至目前的9.2%和8.2%，除去统计原因和基数因素，如此之低电量增速更多是电煤供应紧张、电企大量亏损导致的有效供给不足导致，其次才是紧缩政策和政府行政控制部分行业用电带来的第二产业用电增速的大幅下滑；
- 如果电力真实需求在此基础上进一步回落，意味着经济“硬着陆”的来临，分析目前煤炭和电力的需求敏感度，我们认为煤炭的供需关系必将逆转，成本压力的减轻会在相当程度上抵消电力需求的减少，电力行业的处境应更加“松弛”；
- 测算表明，以上市公司为代表的先进产能在上半年仍然取得了利用率的较大幅度的回升，而在发电量和盈利方面的结构性变动使得在09年此类电企可面对毛利和机组利用率的迭加推动，相关上市公司利润出现较预期更大幅度的回升；
- 尽管月度煤炭产量增长远超出下游需求增速，但近期煤价仍持续走高，预计奥运后电价再次上调的紧迫度较高；尽管理性预测09年综合电煤价格应介于08年全年平均和08年下半年平均水平之间，09年初合同煤谈判前后电价调整的空间和可能性依然较大；
- 自三季度开始，电力行业盈利能力将从低谷缓慢恢复，我们乐观预计未来1~2年，电价向上调整的幅度可以覆盖后续煤价的上涨（当然煤价也可能是持平或下降），行业的长期投资机会正在到来；
- 对行业趋势短期谨慎、长期乐观的同时，综合考虑上市公司的估值水平，我们仍判断电力板块下半年的投资机会属于有限安全边际下的交易性机会；现阶段仍重点推荐业绩安全边际相对较高的国电电力、长江电力、金山股份，此外可考虑配置PB水平已显低廉的深圳能源、广州控股、国投电力等公司，适当关注其他公司的中报业绩风险。



相关报告

- 区域差别大，水电超预期 (08.07.03)
- 积重必返——长期趋势更胜短期利多 (08.06.20)
- 关注逐步深入的政策调整，增持并等待 (08.05.05)
- 关注机组利用率结构性回升等积极因素 (08.04.17)
- 最坏的时代?? (08.04.01)

1. 行业各要素波动情况

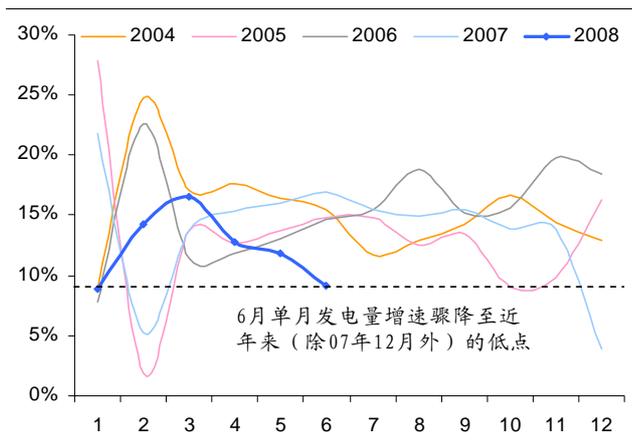
1.1. 6月火电供应延续偏紧趋势，需求被动下降

根据统计局、中电联近日公布的上半年发、用电量数据，2008年1-6月，全国规模以上电厂发电量16,803亿千瓦时，同比增长12.9%。

根据统计局公布的2008年1-5月及1-6月发电量增速数据，我们计算08年6月单月全国发电量增速由5月单月的11.8%骤降至6月单月的9.2%，拖累上半年累计发电量增速由前5个月的13.7%下滑至12.9%。6月单月9.2%的发电量增速亦接近本轮经济景气周期以来的低点（不考虑每年1、2月及2007年12月等不具比较条件的月份）。

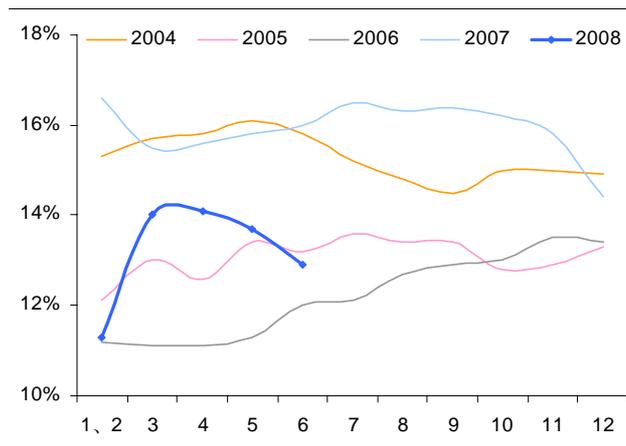
分电源结构发电量数据应当更能说明问题。1-6月份，全国水电电量2,149亿千瓦时，同比增长18.5%；火电电量14,150亿千瓦时，同比增长11.7%。按照此口径推算，6月单月火电发电量同比增速由5月的9.2%进一步下降至8.6%（统计局公布数据为6.8%，差异部分目前只能用统计口径解释）。

图 1: 全国月度发电量增速



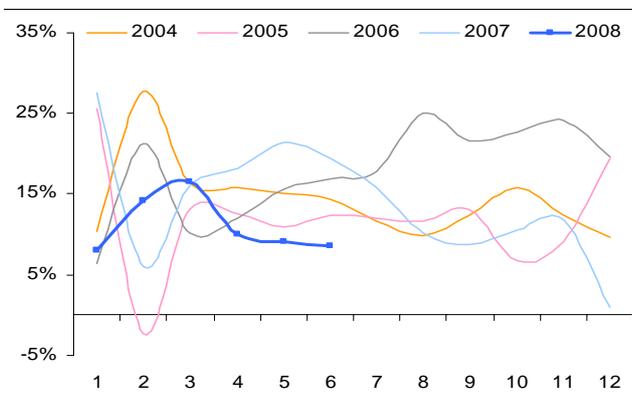
数据来源：中电联，国泰君安证券研究所

图 2: 全国累计发电量增速



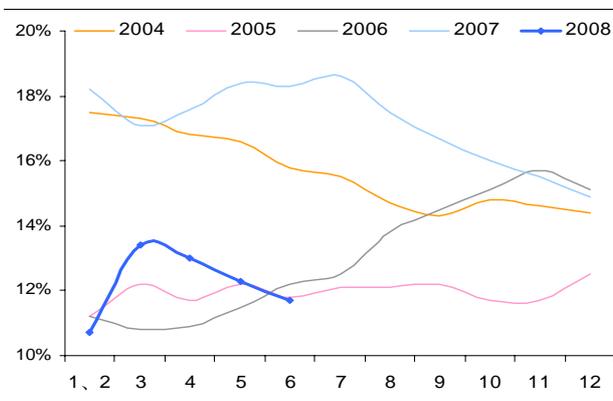
数据来源：中电联，国泰君安证券研究所

图 3: 火电月度发电量增速



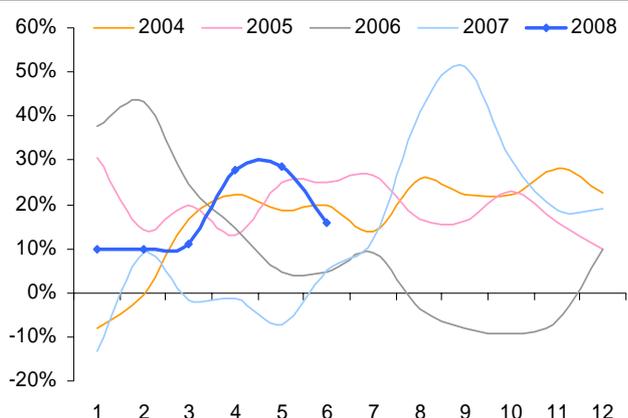
数据来源：中电联，国泰君安证券研究所

图 4: 火电累计发电量增速



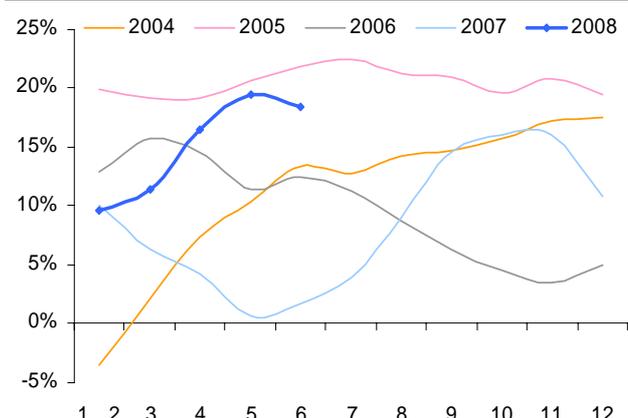
数据来源：中电联，国泰君安证券研究所

图 5: 水电月度发电量增速



数据来源: 中电联, 国泰君安证券研究所

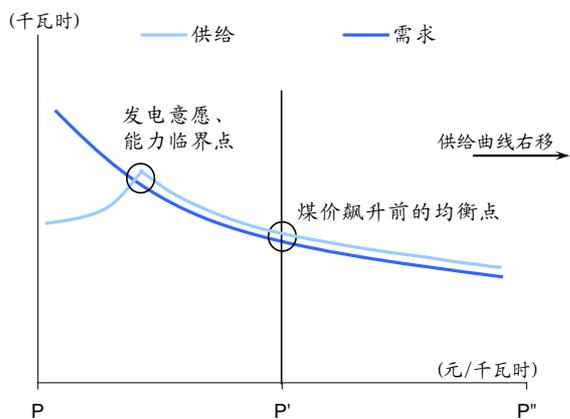
图 6: 水电累计发电量增速



数据来源: 中电联, 国泰君安证券研究所

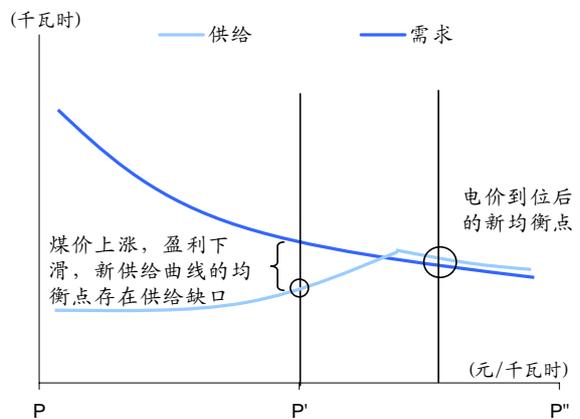
我们认为近两个月火电发电量增速出现下降大部分可用煤炭价格的暴涨来解释。以秦皇岛港煤炭价格为例,6月底价格已由5月底的750元/吨上涨至7月中旬的1050元/吨,幅度达40%。重点合同电煤价格的上涨情况较难统计,但可以肯定的是,随着市场煤价格的一路走高,重点合同电煤的价格必然随之向上浮动,且煤质、可获得供应量及交易环节的中间费用都较前5个月朝向更不利于电力企业的方向发展。

图 7: 火电正常盈利能力下的电力供需关系



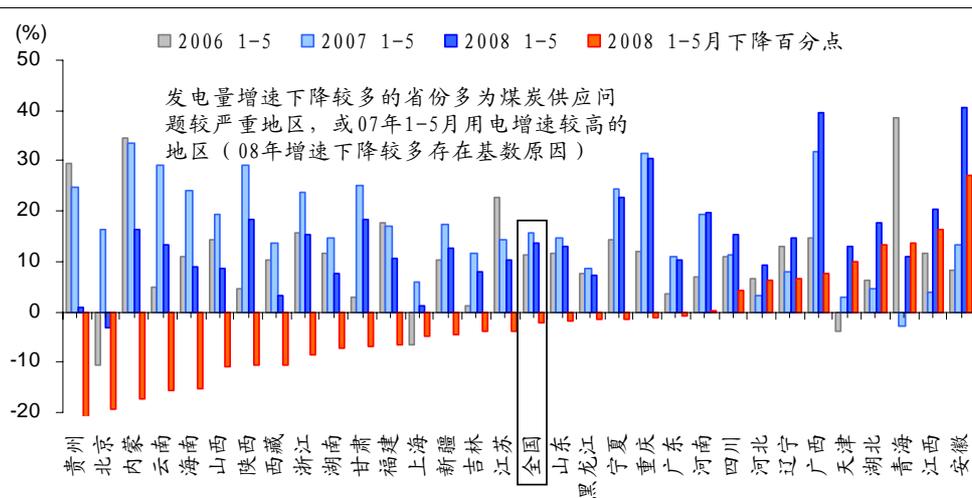
资料来源: 国泰君安证券研究所

图 8: 火电盈利能力空前恶化后的电力供需关系



资料来源: 国泰君安证券研究所

图 9: 全国及各省区 1-5 月发电量增速情况



数据来源：中电联，国泰君安证券研究所

注：尚未获得 1-6 月分省区发电量数据，但 1-5 月数据已可说明问题

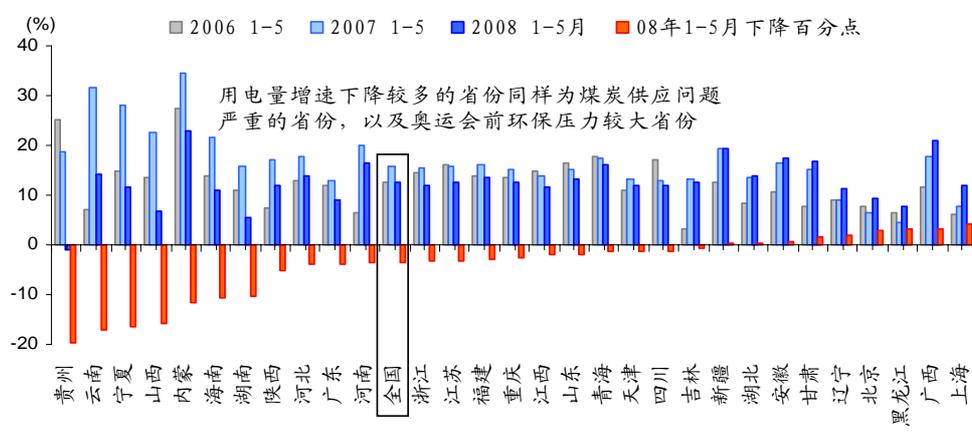
从用电量来看，1-6 月全社会用电量增速为 11.7%，较前 5 个月下滑 0.7 个百分点。按照中电联口径用电量数据，计算得 2008 年 6 月单月用电量同比增速仅 8.3%，远低于 5 月单月（11.3%）及 1-5 月用电量增速（12.4%）。在没有严厉宏观紧缩政策出台的情况下，用电量数据的异常下降印证了我们对电力供应不足（事实上是可获得燃料不足而非装机不足）是电力需求下降主因的判断。

表 1: 全社会用电量增速

用电量增速	2003	2004	2005	2006	2007	2008				
						1-2	1-3	1-4	1-5	1-6
全社会	16.3%	14.6%	13.5%	14.0%	14.4%	11.9%	13.0%	12.7%	12.4%	11.7%
第一产业	-0.4%	1.3%	7.6%	9.9%	5.2%	3.8%	9.2%	8.1%	5.6%	5.0%
第二产业	18.5%	16.6%	13.4%	14.3%	15.7%	11.2%	11.8%	11.6%	11.6%	11.1%
第三产业	14.9%	15.2%	12.9%	11.8%	12.1%	13.4%	15.2%	14.2%	13.8%	12.3%
城乡居民生活	10.8%	10.1%	16.2%	14.7%	10.6%	16.9%	19.7%	19.7%	18.4%	16.5%

数据来源：中电联，国泰君安证券研究所

图 10: 全国及各省区今年 1-5 月用电量增速情况



数据来源：中电联，国泰君安证券研究所

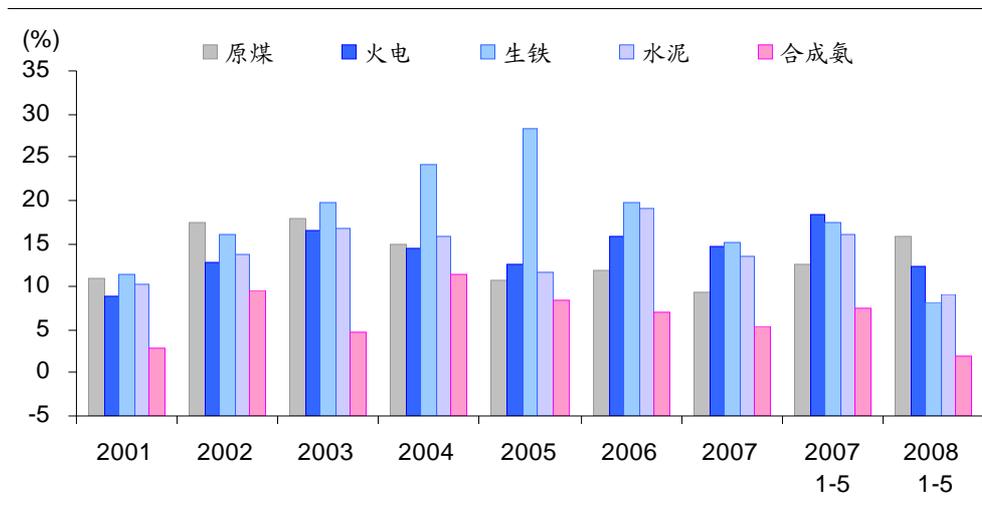
表 2: 2008 年 3-6 月发、用电量及工业增加值增速对比

	3月	4月	5月	6月
发电量累计增速	14.00%	14.10%	13.70%	12.90%
用电量累计增速				
全社会用电量	13.04%	12.71%	12.42%	11.67%
第二产业	11.83%	11.61%	11.60%	11.1%
工业	11.79%	11.56%	11.55%	11.1%
轻工业	8.61%	6.94%	7.67%	6.6%
重工业	12.50%	12.61%	12.42%	12.1%
累计工业增加值				
轻工业	14.70%	14.00%	15.90%	13.8%
重工业	17.30%	17.30%	19.10%	17.3%

数据来源: 国家统计局, 中电联, 国泰君安证券研究所

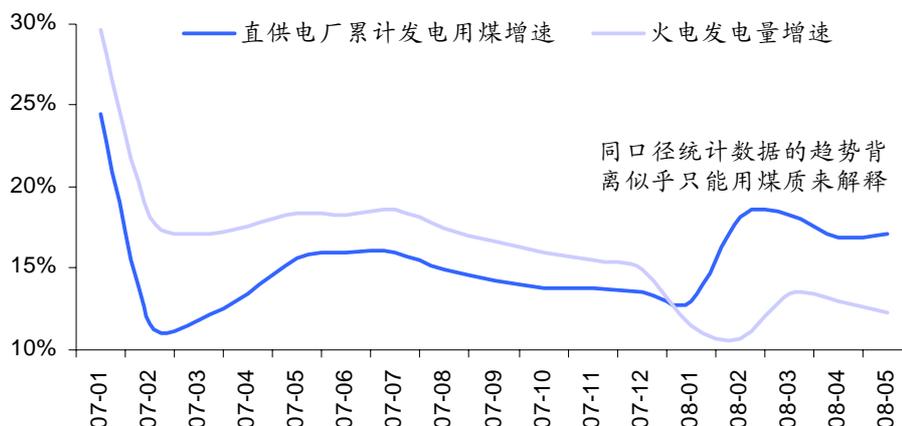
再看另两组数据。08 年上半年全国原煤产量增速 14.8%，同期几个主要煤炭消费行业耗煤量增速都低于原煤产量增速，直供电厂发电耗煤量增速却与火电发电量增速呈现相反走势。对于这两种反常情况的出现，我们认为煤质下降是首要原因（不排除统计数据口径问题），这从一个侧面反映了火电行业目前面临的困境。

图 11: 2008 年上半年原煤产量与主要用煤行业耗煤量增速对比



数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究所

图 12: 2008 年火电电量的增速与发电用煤增速走势出现背离



数据来源: 煤炭资源网, 国泰君安证券研究所

表 3: 近期多省区因煤炭供应问题出台临时电力供应限制措施

省区	限电措施
山东	2008 年 6 月份开始启动电煤价格临时干预政策应对煤炭供应普遍紧张的问题
山西	6 月 26 日, 山西省全省电力供需缺口 464.7 万千瓦, 创历年同期之最。各地市供电缺口达到 30%, 各市纷纷大幅度调整原定的电力错峰方案。全省 11 个地市平均限电负荷达到 22.3%
陕西	7 月份开始包括西安在内的部分市区执行不同情况下的拉闸限电顺序表; 陕西电网决定从 7 月 10 日起启动蓝色 I 级有序用电预案, 每天早上 8:00 至晚上 23:00 全省实行限电, 负荷为 60 万千瓦
浙江	从 7 月份开始浙江宁波、慈溪、镇海等地区均已开始不同程度地拉闸限电
安徽	合肥等地 7 月 8 日开始, 对部分地区进行拉闸限电。
湖北	6 月 25 日, 武汉市经委透露, 预计今夏全市电力缺口将在 40 万千瓦左右, 将适时启动调峰电厂顶峰发电。6-9 月, 全市电煤缺口将达 56 万吨
湖南	省网从 5 月 17 日起在部分地区进行限电, 08 年迎峰度夏期间省电网最大用电需求 1500 万千瓦, 电力供应缺口在 200 万千瓦以上, 电量缺额 30 亿千瓦时以上
河南	6 月下旬开始部分地区拉闸限电, 同时因电煤紧张也限制电力外送; 从 6 月下旬开始, 郑州市所属六县(市)开始频繁出现较大范围限电
江西	部分地区从 5 月份开始限电

资料来源: 相关省区政府网站, 国泰君安证券研究所

1.2. 利用率降幅收窄进度延缓, 大小机组分化将持续

按照 6 月份行业统计快报, 08 年 6 月火电单月利用率同比回升 8 小时, 1-6 月同比下降 50 小时, 约 2%。参照新机组投产进度和火电发电量, 我们认为该数据可能存在统计口径问题, 不能真实反映全国所有火电机组的真实利用率状况, 实际下降幅度可能大于此数据。

在 4 月份的《关注机组利用率结构性回升等积极因素—重点火电公司一季度发电量分析》中我们曾建议关注机组利用率出现的分化趋势。在重点火电公司公布 08 年上半年发电量后, 可比机组(大多为 30 万千瓦以上机组)08 年利用率仍呈现同比上升趋势, 与此同时, 全国火电机组平均利用率下降约 2% (如按照 07 年官方数

据计算同比增速则该数据为下降超过3%)。

表 4: 重点火电公司上半年可比电厂发电量同比正增长

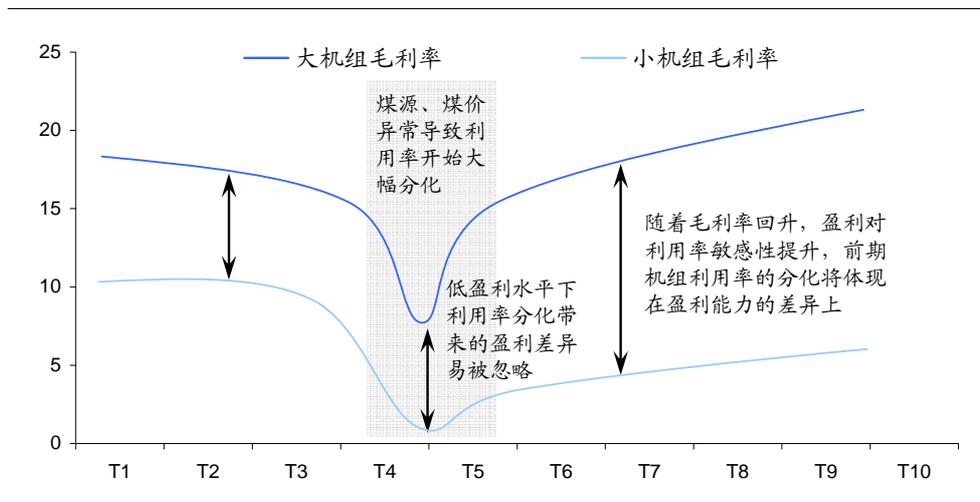
华能	2007Q1	2008Q1	同比增长	国电	2007Q1	2008Q1	同比增长
华能丹东电厂	24.77	23.59	-4.8%	大同第二发电厂	36.50	35.80	-1.9%
华能大连电厂	51.73	46.88	-9.4%	朝阳发电厂	12.50	12.80	2.4%
华能上安电厂	34.34	36.57	6.5%	大连开发区热电	5.00	4.70	-6.0%
华能德州电厂	61.22	68.49	11.9%	宣威	<u>48.00</u>	<u>36.90</u>	<u>-23.1%</u>
华能威海电厂	19.61	22.87	16.6%	石嘴山发电厂	48.00	42.20	-12.1%
华能济宁电厂	13.66	12.08	-11.6%	大同发电公司	<u>32.40</u>	<u>26.10</u>	<u>-19.4%</u>
华能太仓电厂	50.97	51.27	0.6%	邯郸热电股份	11.40	12.60	10.5%
华能淮阴电厂	40.48	38.52	-4.8%	国电邯郸热电厂	4.80	6.10	27.1%
华能南京电厂	18.26	18.77	2.8%	石嘴山一发	20.60	22.50	9.2%
华能南通电厂	38.43	43.64	13.6%	浙江北仑一发	32.70	40.20	22.9%
上海石洞口一厂	34.86	39.02	11.9%	合计	251.90	239.90	-4.8%
上海石洞口二厂	35.82	36.87	2.9%				
华能长兴电厂	7.89	8.38	6.2%	华电			
华能福州电厂	35.70	35.15	-1.5%	邹县发电厂	75.28	78.64	4.5%
华能汕头燃煤电厂	31.78	35.00	10.1%	莱城发电厂	28.61	35.74	24.9%
华能榆社电厂	28.93	26.14	-9.6%	青岛公司	28.37	33.90	19.5%
华能辛店电厂	23.67	24.22	2.3%	淄博热电	12.56	13.78	9.7%
华能井冈山电厂	16.31	15.58	-4.5%	章丘公司	19.00	24.36	28.2%
华能平凉电厂	40.65	41.28	1.5%	滕州新源热电	22.54	27.19	20.6%
华能岳阳电厂	31.14	31.48	1.1%	合计	186.36	213.61	14.6%
合计	640.22	655.80	2.4%				
国投							
靖远第二	35.49	40.24	13.4%				
徐州华润	31.66	34.55	9.1%				
国投曲靖	<u>35.15</u>	<u>25.84</u>	<u>-26.5%</u>				
华夏国际	29.83	36.01	20.7%				
淮北国安	15.91	19.97	25.5%				
国投北部湾	<u>20.92</u>	<u>17.20</u>	<u>-17.8%</u>				
合计	168.96	173.81	2.9%				
					2007Q1	2008Q1	
				以上总计	1247.44	1283.12	2.9%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究所

虽然7月1日起全国火电机组普遍提高了上网电价,但考虑到燃煤价格仍在上涨以及银行信贷未有放松迹象,部分亏损严重的小机组将继续现金流紧绷的状态,我们预计下半年机组的利用率的分化仍将持续。

在目前火电机组盈利水平普遍较低的状态下,利用率的分化不能带来盈利水平的显著差异,在毛利率回升过程中,大机组利用率的回升和电价调整两重因素叠加将有可能形成大型火电公司利润的超预期增长。

图 13: 大、小机组利用率分化将在盈利能力回升过程中体现



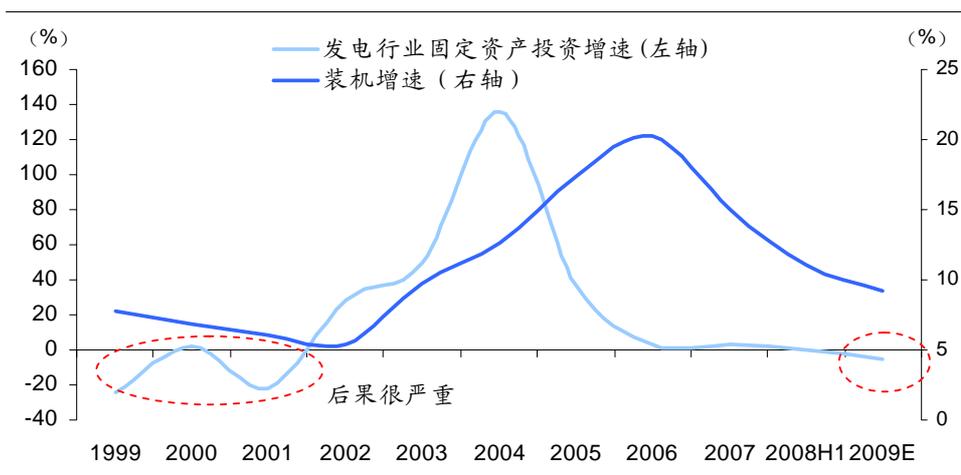
资料来源：国泰君安证券研究所

此外，目前市场普遍担心宏观经济减速及经济增长结构的转变将带来电力需求的超预期下滑。我们对此有以下几点认识：

- ✓ 经济增长结构调整绝非短时期内能够完成，除非出现全局性衰退，担忧一年甚至半年内工业用电需求出现急剧下降有过虑的可能；
- ✓ 事实上，从上半年用电结构中可以观察到，第二产业用电已经出现跳跃式下降（我们认为主要原因是轻工业用电增速的快速下降和供电缺口导致的对部分高耗能行业的限电措施），11%左右的第二产业用电增速已经对应了 GDP 在 9% 左右对应的经济放缓，如果电煤供应问题在奥运会后得到合理解决，则即使经济在上半年基础上有所减速，第二产业用电增速亦不大可能继续下降；
- ✓ 从最悲观角度考虑，按照前述机组利用率分化趋势，即使用电量增速下降至 10% 左右，以大型火电上市公司所管理机组为代表的大中型火电机组利用率仍有望与 07 年持平，不至于继续下降；
- ✓ 鉴于目前煤价高涨局面主要由煤炭供应紧张引起，在经济减速的假设下，煤炭需求增速放慢幅度基本可以确信将大于电力需求增速降幅来，并带来煤炭价格中枢的重新定位。

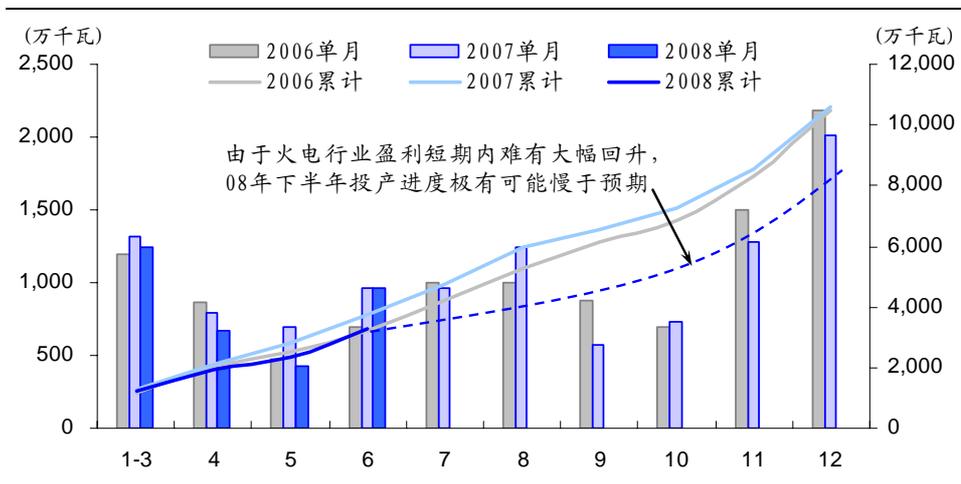
另有一点需要再次强调，按照目前发电行业的固定资产投资增速（2008 年上半年估计已经为负增长），09 年下半年后将极有可能出现装机不足也即“硬缺电”状况，甚至于 08 年下半年开始就将出现主、客观因素作用下的投产进度慢于预期的现象。

图 14: 发电行业固定资产投资增速——似曾相识?



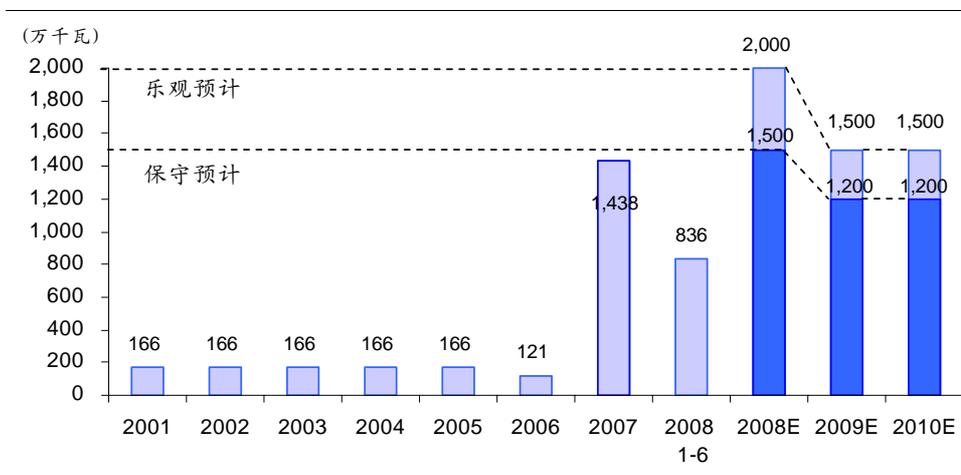
数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究所

图 15: 近三年单月及累计投产机组进度



数据来源: 中电联, 国泰君安证券研究所

图 16: 2008 上半年全国关停小火电逾 800 万千瓦

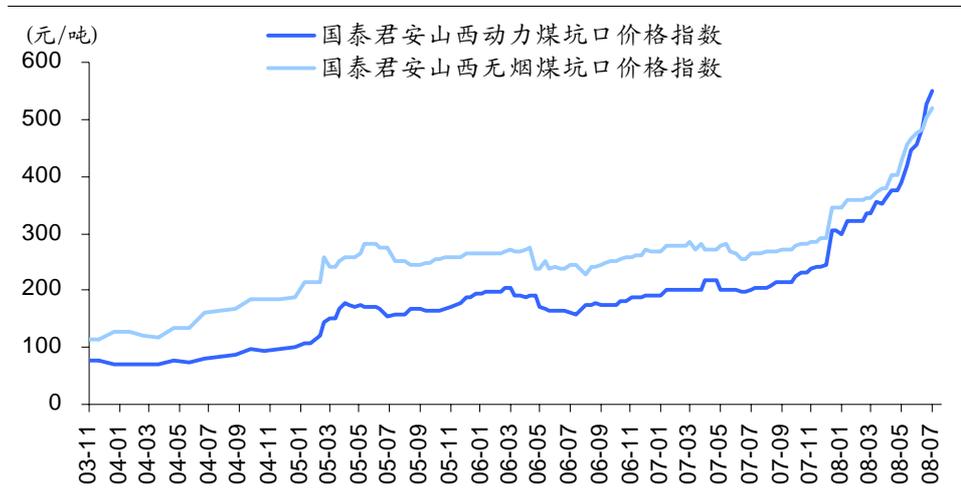


数据来源: 发改委, 国泰君安证券研究所

1.3. 市场煤价格—每次上涨都比上次更可怕？

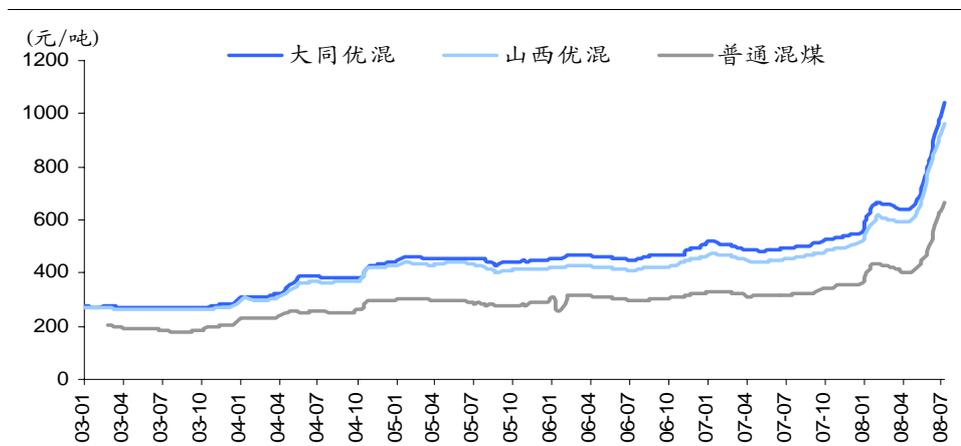
6月底发改委煤炭限价政策出台至7月10日，山西动力煤坑口价格上涨13%，秦皇岛大同优混平仓价则上涨近20%，限价措施执行效果并不理想。

图 17: 山西煤炭坑口价格指数



数据来源：煤炭资源网，国泰君安证券研究所

图 18: 秦皇岛煤炭平仓价走势



数据来源：煤炭资源网，国泰君安证券研究所

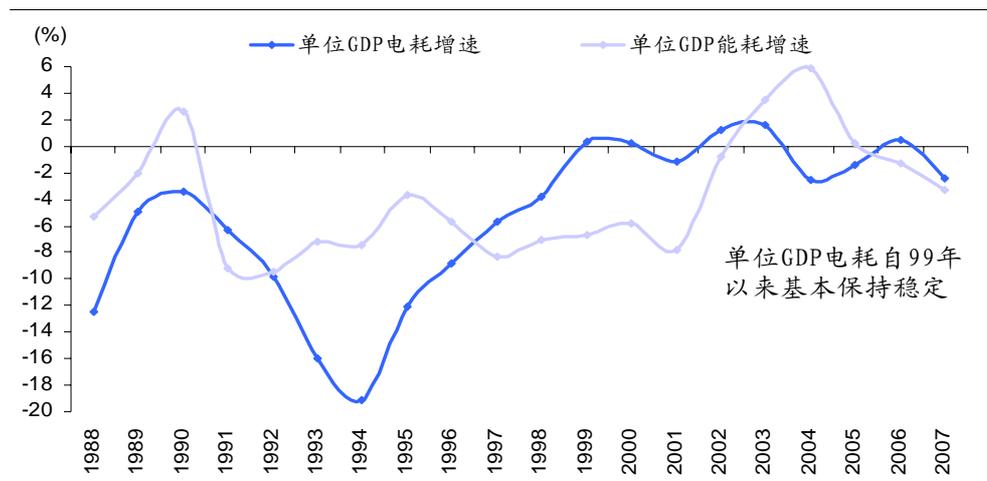
抛开短期走势不谈，中长期来看，综合考虑我国相对偏低的电价、过度依赖煤炭带来的环境、资源压力，电能在我国二次能源结构中所占比重仍将呈上升趋势，而煤炭在一次能源结构中所占比重将是稳中趋降。再者，我国电源结构中近80%为火电机组，发电用煤已经接近煤炭总消费量的60%，而煤炭总消耗量中超过90%为工业企业消耗，工业发展对能源消耗的波动将充分传导至煤炭需求上，随着未来经济结构的调整和电源结构的合理化进程推进，电力需求对经济增速的敏感性将低于煤炭。

因此，一旦市场担忧的经济“着陆”出现，电力、煤炭行业各自的供需关系将发生

改变。电力行业将体现为机组利用率低位徘徊，煤炭行业则将体现为价格中枢的重新定位。综合上述分析，我们认为，无论下半年乃至2009年经济是软着陆还是硬着陆，对煤炭行业的冲击将远大于对电力行业的影响，09年综合电煤价格应介于08年全年平均和08年下半年平均水平之间。

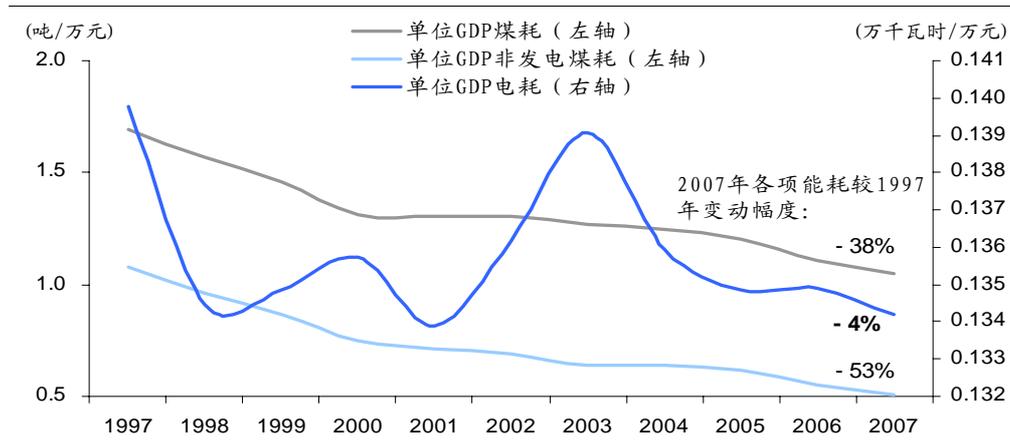
但即便我们认为08年四季度、最多迟至09年一季度电价再次上调是确定性的事件，仍须提示——短期内市场煤价格飙涨以及由此带来的合同价升高对火电企业的业绩将产生较大影响，甚至可能吞噬本次电价上调带来的收益提升。我们将在下一节对火电企业的盈利状况进行简要分析。

图 19: 近年我国单位 GDP 能耗与电耗变动对比



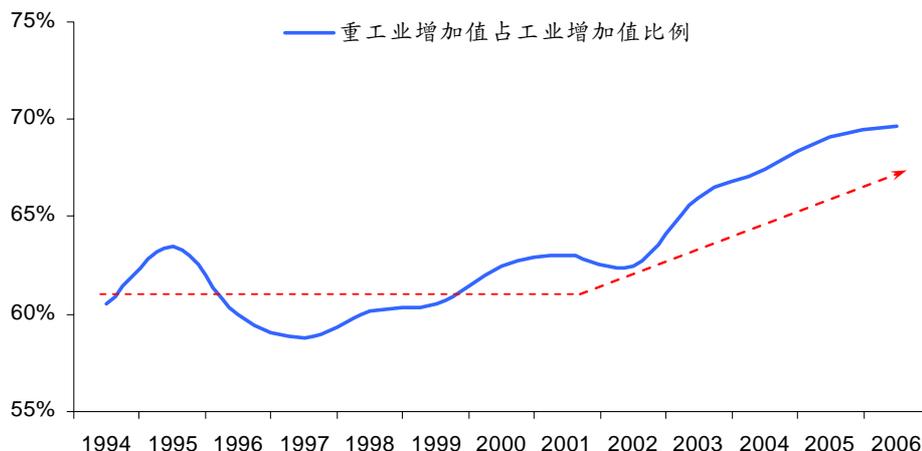
数据来源：中经网，国泰君安证券研究所

图 20: 近年我国单位 GDP 煤耗与电耗变动对比



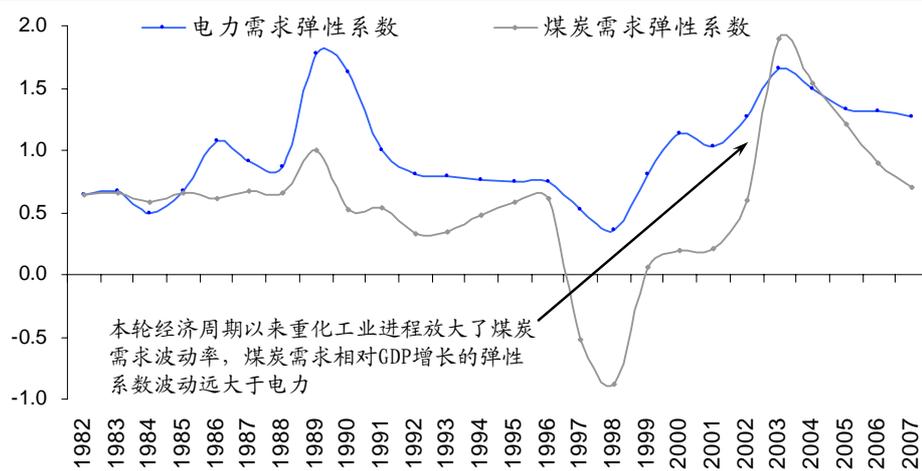
数据来源：中经网，国泰君安证券研究所

图 21: 我国重工业增加值占工业增加值的比重



数据来源: 中经网, 国泰君安证券研究所

图 22: 相对于 GDP 增速的电力、煤炭需求弹性系数对比



数据来源: 中经网, 国泰君安证券研究所

2. 近期行业观点与重点公司

我们维持中期能源行业策略报告中对电力行业的观点, 即 7 月 1 日起的电价调整虽对火电行业全年业绩作用有限, 但以此为标志, 未来 1-2 年期内电价上调幅度对火电业绩的推动作用将大于煤价上涨对火电业绩的拖累作用, 此趋势在过去三年中一直未曾出现, 也即我们对行业未来 1-2 年电力行业业绩趋势持谨慎乐观态度。

对行业趋势乐观的同时, 综合考虑上市公司的估值水平, 电力板块下半年的投资机会仍属于有限安全边际下的交易性机会。我们现阶段仍重点推荐业绩安全边际相对较高的国电电力、长江电力、金山股份, 此外可考虑配置 PB、长期 PE 水平已显低廉的深圳能源、广州控股以及国投电力等公司。

风险提示：火电公司上半年利润普遍出现大幅度下降，导致 08 年主要公司业绩预测的不确定性加大，我们对 08 年部门公司业绩预测做一定幅度下调。需适当防范中报业绩给股价带来的下行风险。

表 5：重点公司盈利预测与估值

公司	价格 20080722	PB	06EPS (元)	07EPS (元)	08EPS (元)	09EPS (元)	06PE	07PE	08PE	09PE	投资评级
长江电力	14.35	3.4	0.44	0.57	0.61	0.68	32.6	25.2	23.5	21.1	增 持
国电电力	6.47	2.7	0.41	0.34	0.21	0.33	15.8	19.0	31.1	19.4	增 持
金山股份	8.57	2.9	0.25	0.33	0.36	0.63	34.3	26.0	24.0	13.6	增 持
深圳能源	9.31	1.8	0.67	0.79	0.43	0.68	13.9	11.8	21.6	13.8	谨慎增持
广州控股	5.99	1.5	0.34	0.53	0.26	0.40	17.6	11.3	23.4	15.1	谨慎增持
国投电力	7.19	1.8	0.51	0.52	0.25	0.42	14.1	13.7	29.3	17.0	谨慎增持
粤电力 A	6.52	1.9	0.29	0.25	0.11	0.29	22.5	26.1	62.1	22.6	谨慎增持
华能国际	6.86	1.8	0.46	0.50	0.15	0.34	14.9	13.7	46.7	20.1	中 性
桂冠电力	6.44	2.4	0.23	0.24	0.15	0.29	28.0	26.8	41.8	22.4	中 性
申能股份	9.64	2.1	0.63	0.64	0.43	0.55	15.3	15.0	22.2	17.6	中 性
漳泽电力	5.05	2.1	0.32	0.37	0.10	0.29	15.8	13.6	51.5	17.5	中 性
华电国际	4.52	1.9	0.19	0.20	0.08	0.21	23.8	22.2	58.7	21.8	中 性
大唐发电	9.55	4.1	0.48	0.29	0.18	0.31	19.9	32.9	54.4	31.2	减 持
平均		2.3					20.6	19.8	37.7	19.5	

注：火电公司 08 年业绩波动严重偏离行业正常趋势，盈利水平已在一定程度上脱离基本面因素的影响，因此 08 年 PE 参考意义较小

作者简介:**姚 伟:**

毕业于清华大学，2001 年进入国泰君安证券研究所，从事公用事业行业研究，国泰君安证券首席研究员，2004-2007 连续四届《新财富》电力与其他公用事业“最佳分析师”第一名。

王 威:

2006 年毕业于中央财经大学金融学院，获经济学硕士学位。2006 年 7 月至 2007 年 9 月就职于天相投资顾问有限公司。2007 年 10 月进入国泰君安证券研究所，任电力行业助理研究员。

免责声明

本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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15% 以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为 -5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5% 以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100032

电话: (010) 59312899

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.com

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com