

2008年7月23日

中性（维持）

电力行业

重点公司评级：

粤电力 A	中 性
宝新能源	谨慎推荐
华能国际	谨慎推荐
华电国际	中 性
国电电力	谨慎推荐
国投电力	谨慎推荐
大唐发电	中 性
长江电力	推 荐
金山股份	谨慎推荐

限价未能止住煤价，火电行业面临亏损

投资要点：

08年上半年，全社会用电1.69万亿千瓦时，同比增长11.67%。其中第一产业用电413亿千瓦时，同比增长4.95%；第二产业用电12930亿千瓦时，同比增长11.13%；第三产业用电1639亿千瓦时，同比增长12.28%。从电力需求结构来看，进入2008年以来，第二产业电力需求增速回落明显。2007年第二产业的用电量用电量为24847亿千瓦时，同比增长15.66%，而08年上半年第二产业用电需求增长为11.13%，回落明显。与之相反，城乡居民用电需求上升明显，成为上半年电力需求增速最快的产业。

上半年全国发电量16803亿千瓦时，比去年同期增长12.9%。从月度发电量来看，4月份以来单月发电量增速呈现明显的回落趋势。

08年上半年电力行业平均利用小时数为2380小时，相比07年上半年的2437小时下降了57小时。分行业来看，火电行业08年上半年利用小时数2555小时，同比下降83小时，水电行业1553小时，同比上升了66小时。火电行业利用小时数下降较多，这与我们之前的观点一致，即08年出现的电荒并不是由于电力装机容量不足所致，而是由于电煤价格高企和供不应求导致的成本上涨所致。

尽管国家对煤炭价格进行了限制，但是可以看到进入7月份以来作为中转站的秦皇岛煤炭价格一路高涨。平均来看，秦皇岛动力煤较年初上涨幅度在90%，其中7月份单月环比上涨为10%左右。可以看到，国家虽然对煤炭坑口价进行了限制，但是作为中转站的秦皇岛市场煤仍然以很快的速度上涨。

下半年全国平均上网电价上调1.7分/千瓦时，相当于缓解电煤成本50元/吨左右，但是限制煤炭价格的措施并没有取得理想的效果，市场煤炭一路上涨。对于电力企业来说，如果下半年煤炭价格维持在目前的高位甚至更高的话，那么之前的电价上调就显得有点杯水车薪了。

08年前5月火电行业已经全面亏损。从上市公司发布的中报业绩预告来看，以华能国际为代表的以火力发电为主的企业均已亏损。火电行业面临的压力可见一斑。虽然下半年上网电价上调了1.7分/千瓦时，但是如果煤炭价格维持高位或者更高的话，那么电力行业仍然将处于困难时期。从市净率来看，A+H股的电力企业A股市净率普遍高于H股市净率。我们认为A股电力股估值仍有下降空间。维持“中性”的投资评级。

行业指数一年走势图：



相关研究：

电力行业 07 年报及 1 季报回顾

2008-5-15

电力行业 5 月月报

2008-5-26

电力行业 08 年下半年投资策略

2008-6-15

分析师：俞春燕

电 话：(0769) 22119410

传 真：(0769) 22119453

MAIL：echo_ycy@yahoo.com.cn

地 址：东莞市莞城区可园南路

1 号金源中心 32 楼

东莞证券有限责任公司

<http://www.dgzq.com.cn>

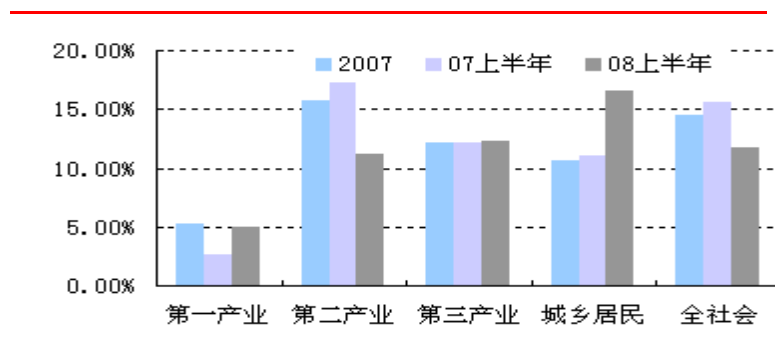
1. 电力需求有所下滑

08年上半年，全社会用电1.69万亿千瓦时，同比增长11.67%。其中第一产业用电413亿千瓦时，同比增长4.95%；第二产业用电12930亿千瓦时，同比增长11.13%；第三产业用电1639亿千瓦时，同比增长12.28%。

从上半年的电力需求来看，08年电力需求随着我国GDP的高位回落，电力行业的需求增速也回落。08年上半年全社会用电量增速有07年度的14.42%下滑到11.67%。主要是由于随着我国从紧宏观经济政策的实行，GDP高位回落。而对于我国的电力需求来说，工业用电尤其是重工业用电占比比例较大，从而使得我国的用电需求具有较强的周期性，与国民经济的联动性较强。

从电力需求结构来看，进入2008年以来，第二产业电力需求增速回落明显。2007年第二产业的用电量用电量为24847亿千瓦时，同比增长15.66%，而08年上半年第二产业用电需求增长为11.13%，回落明显。与之相反，城乡居民用电需求上升明显，成为上半年电力需求增速最快的产业。

图1：各产业用电增速



资料来源：中电联、东莞证券研发中心

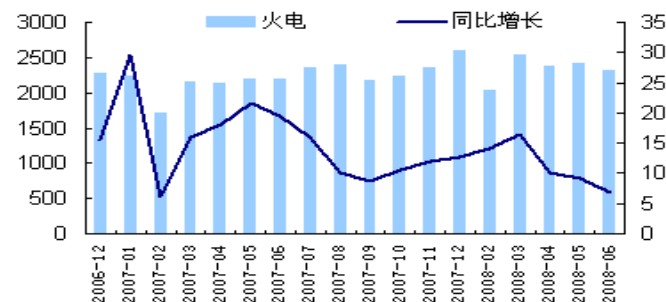
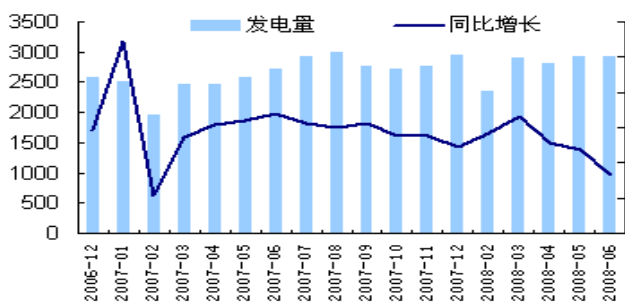
2. 发电量同比回落

08年上半年，全国发电设备装机容量为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%。

上半年全国发电量16803亿千瓦时，比去年同期增长12.9%。从月度发电量来看，4月份以来单月发电量增速呈现明显的回落趋势。

图2：电力行业月度发电量及其增速

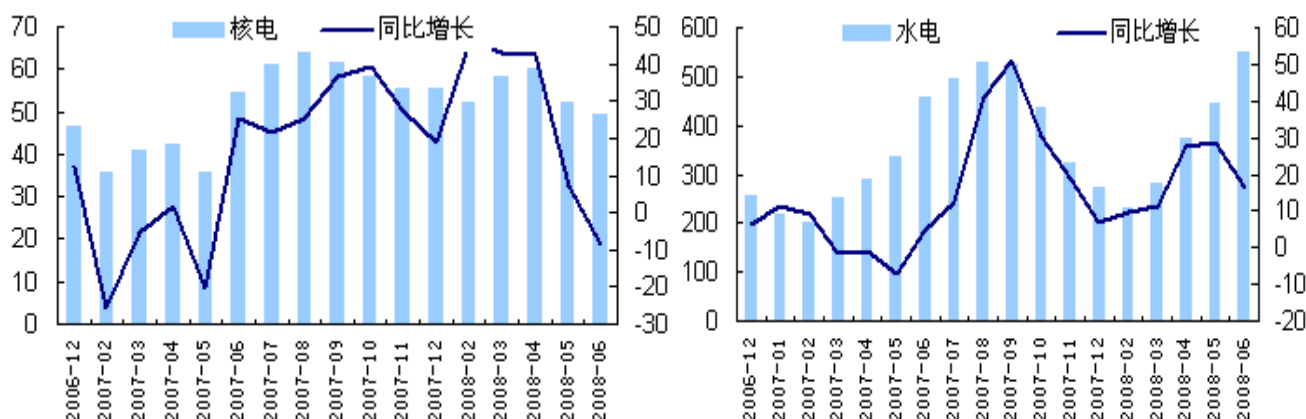
图3：火电行业月度发电量及其增速



资料来源：Wind 资讯、东莞证券研发中心

图 4：核电行业月度发电量及其增速

图 5：水电行业月度发电量及其增速



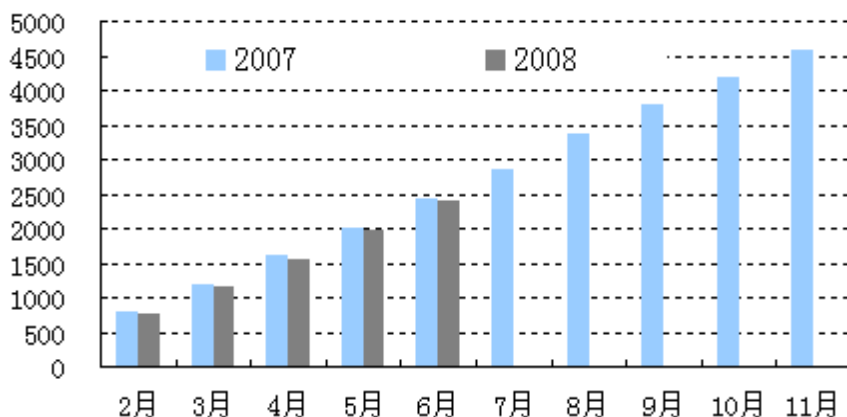
资料来源：Wind 资讯、东莞证券研发中心

3. 平均利用小时数小幅下降，水电利用小时数上升

08 年上半年电力行业平均利用小时数为 2380 小时，相比 07 年上半年的 2437 小时下降了 57 小时。分子行业来看，火电行业 08 年上半年利用小时数 2555 小时，同比下降 83 小时，水电行业 1553 小时，同比上升了 66 小时。

火电行业利用小时数下降较多，这与我们之前的观点一致，即 08 年出现的电荒并不是由于电力装机容量不足所致，而是由于电煤价格高企和供不应求导致的成本上涨所致。

图 6：累计利用小时数



资料来源：Wind 资讯、东莞证券研发中心

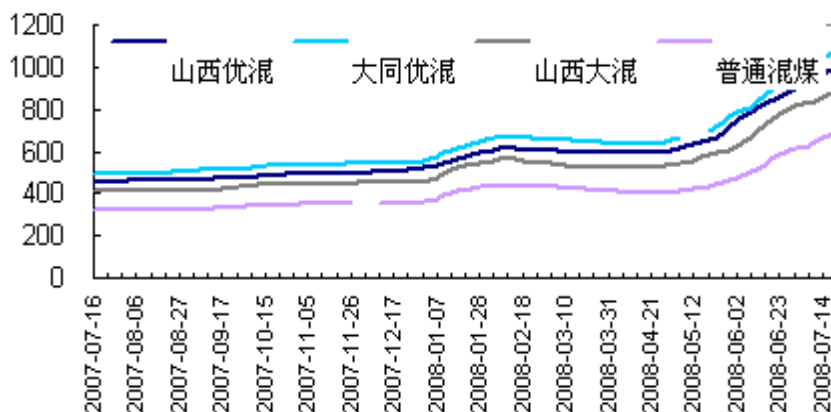
4. 电煤价格继续高走，电价上调略低于预期

尽管国家对煤炭价格进行了限制，但是可以看到进入 7 月份以来作为中转站的秦皇岛煤炭价格一路高涨，其中山西优混已经达到了 995 元/吨，比年初 520 元/吨上涨了 91%，其中 7 月份上涨了 95 元/吨。大同优混已经达到了 1065 元/吨，比年初 555 元/

吨上涨了91%，其中7月份上涨了100元/吨。山西大混已经达到了885元/吨，比年初455元/吨上涨了95%，其中7月份上涨了65元/吨。普通混煤已经达到了685元/吨，比年初360元/吨上涨了90%，其中7月份上涨了45元/吨。

平均来看，秦皇岛动力煤较年初上涨幅度在90%以上，其中7月份单月环比上涨为10%左右。可以看到，国家虽然对煤炭坑口价进行了限制，但是作为中转站的秦皇岛市场煤仍然以很快的速度上涨。

图7：秦皇岛煤炭价格走势



资料来源：Wind 资讯、东莞证券研发中心

下半年全国平均上网电价上调1.7分/千瓦时，相当于缓解电煤成本50元/吨左右，但是限制煤炭价格的措施并没有取得理想的效果，市场煤炭一路上涨。对于电力企业来说，如果下半年煤炭价格维持在目前的高位甚至更高的话，那么之前的电价上调就显得有点杯水车薪了。

此次电价销售电价上调2.5分/千瓦时，上网电价平均上调1.7分/千瓦时。其中南方电网旗下的广西、云南上调幅度较大，主要是因为这些地方本身煤炭成本压力最大，电企资金最为紧张。而东北电网的吉林、黑龙江上调幅度较小，主要是因为这些地方煤炭价格上涨幅度较小。对于装机容量位于南方为主的电企如粤电力、华能国际、国投电力等受益较多。但同时也可以看到，这些企业遭受的燃料压力也是较大的。

表1：各地电价调整及其增幅

(元/千瓦时)	销售电价增幅	上网电价增幅	新的上网电价	同比增加
东北				
辽宁	25	11.7	358.8	3.40%
吉林	17.2	4.7	345.7	1.40%
黑龙江	23	8.3	350	2.40%
华北				
内蒙古	23	9	259.9	3.60%
山西	29	19.9	280.3	7.60%
北京	30	10.3	345.7	3.10%
天津	28.2	11.6	347	3.50%
河北	25	16.4	351.6	4.90%

山东	26	17.5	357.4	5.10%
华东				
上海	30	21.4	421.8	5.30%
江苏	30.1	20.8	395.8	5.50%
浙江	32.1	21.2	425.7	5.20%
安徽	27	12	368	3.40%
福建	29.7	23.3	387.3	6.40%
华中				
江西	21	15	385	4.10%
河南	26.7	20	354.2	6.00%
湖北	29.8	23	390	6.30%
湖南	25	18	405.5	4.60%
重庆	30	27	349.3	8.40%
四川	13.3	20.9	353.7	6.30%
西北				
陕西	21.9	15	300	5.30%
甘肃	22.7	10.7	246.5	4.50%
青海	19.1	14	254	5.80%
宁夏	19.8	6.9	243.3	2.90%
新疆	25		235	
南方				
广东	22	26	464.2	5.90%
广西	29.9	33.9	395.7	9.40%
海南	29	24.4	386.8	6.60%
贵州	29	18.9	294.4	6.90%
云南	28	35	290.3	13.70%

资料来源：发改委网站、东莞证券研发中心

5. 中报业绩不容乐观

从电力行业的收入来看 08 年以来，电力行业的收入保持一个较为稳定的增速，在 15-20%之间，水电和火电营业收入均有一个稳定的增长。但是进入 08 年以来利润增长急速下滑。08 年前 5 个月，电力行业总利润为 62.9 亿元，同比减少了 82.56%；其中火电行业前 5 月亏损 22.93 亿元，同比减少 108.54%；水电行业前 5 月实现利润总额 47.39 亿元，同比减少 22.86%。

可以看到，08 年前 5 月火电行业已经全面亏损。从上市公司发布的中报业绩预告来看，以华能国际为代表的以火力发电为主的企业均已亏损。火电行业面临的压力可见一斑。虽然下半年上网电价上调了 1.7 分/千瓦时，但是如果煤炭价格维持高位或者更高的话，那么电力行业仍然将处于困难时期。

装机容量的扩建、煤炭价格的高企和从紧的货币政策使得电力行业的资金面出现了紧张，目前火电行业的资产负债率已经到达了 70%以上，进入 08 年以来财务费用率也一路上升。

图 8：电力行业盈利状况

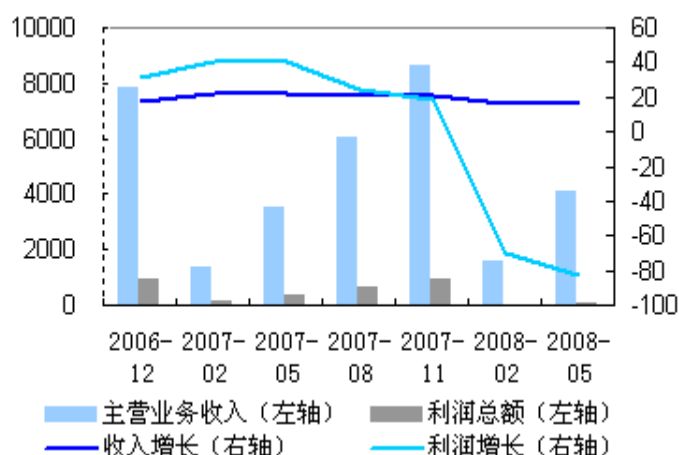
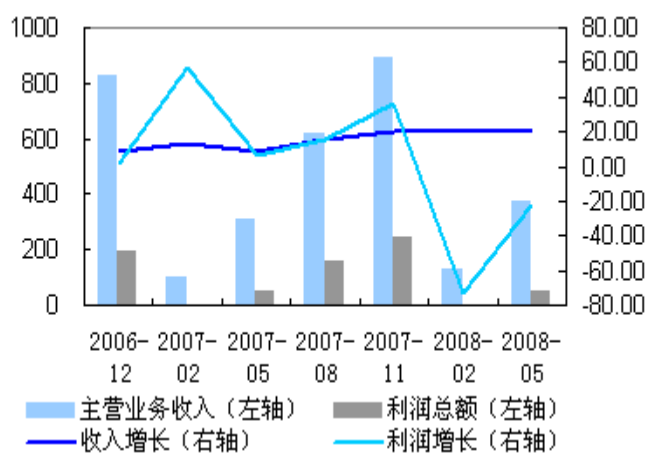


图 9：水电行业盈利状况



资料来源：Wind 资讯、东莞证券研发中心

图 10：火电行业资产负债率及其财务费用率

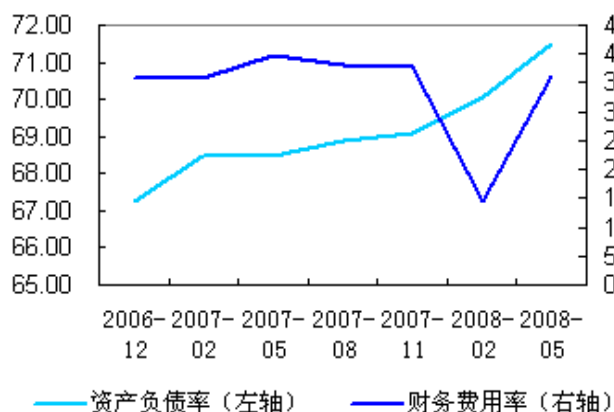
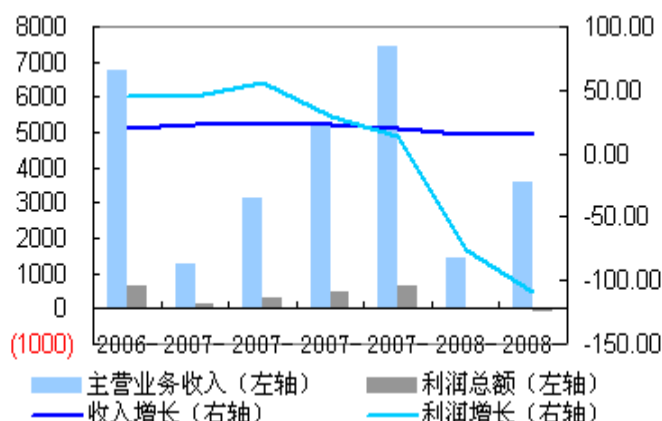


图 11：火电行业盈利状况



资料来源：Wind 资讯、东莞证券研发中心

6. 维持“中性”的投资评级

目前煤炭价格与国际能源价格的联动性越来越强，如果国际石油价格回落的话，国内煤炭价格的上涨动力也将减缓。煤炭从价资源税实行的话，那么煤炭价格的上涨动力就更加弱了。尽管如此，能源价格仍然面临较大的压力。电力行业经营环境能否改善仍待观察。从目前电力行业的估值来看，市盈率估值已经失去了参考性。从市净率来看，A+H 股的电力企业 A 股市净率普遍高于 H 股市净率。我们认为 A 股电力股估值仍有下降空间。维持“中性”的投资评级。

表 2：主要上市公司盈利预期

公司代码	公司名称	收盘价 (7-22)	每股收益(元)			市盈率(倍)			上次评级	评级变动
			2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E		
000690	宝新能源	10.33	0.29	0.49	0.63	35.17	21.08	16.40	谨慎推荐	维持
600011	华能国际	6.86	0.50	0.35	0.38	13.79	19.60	18.05	谨慎推荐	维持
600027	华电国际	4.52	0.20	0.12	0.15	22.19	37.67	30.13	中性	维持

600795	国电电力	6.47	0.31	0.26	0.30	20.61	24.88	21.57	谨慎推荐	维持
600886	国投电力	7.19	0.52	0.33	0.38	13.73	21.79	18.92	谨慎推荐	维持
601991	大唐发电	9.55	0.29	0.30	0.33	32.85	31.83	28.94	中性	维持
600900	长江电力	14.35	0.57	0.63	0.66	25.14	22.78	21.74	推荐	维持
600396	金山股份	8.57	0.33	0.41	0.53	26.16	20.90	16.17	谨慎推荐	维持

资料来源：Wind 资讯、东莞证券研发中心

图 12：主要 A 股电力上市公司市净率

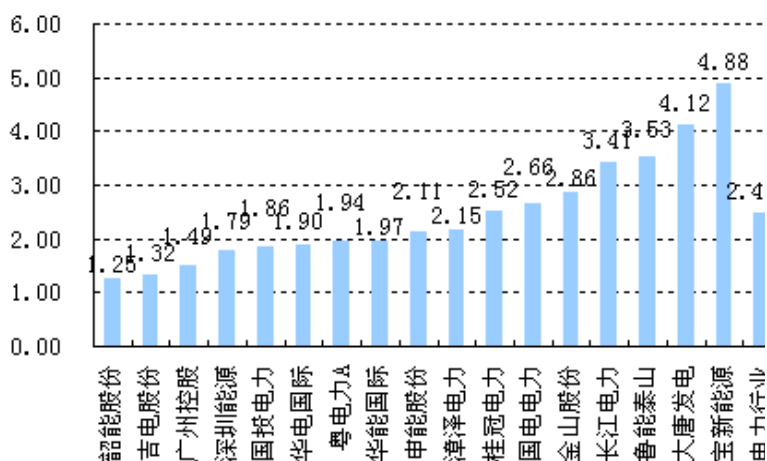
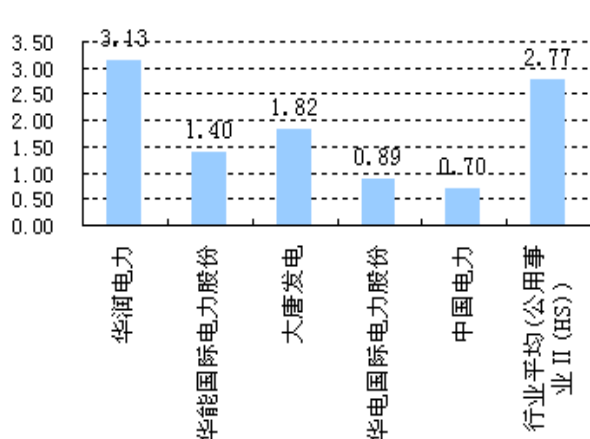


图 13：主要 H 股电力上市公司市净率



资料来源：Wind 资讯、东莞证券研发中心

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业股票指数超越市场指数
中性	预计未来 6 个月内，行业股票指数基本与市场指数持平
回避	预计未来 6 个月内，行业股票指数明显弱于市场指数

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。本报告版权归东莞证券有限责任公司所有。