

# Companies

## 经济刺激政策效果决定 2009 年用电需求

●2009 年的经济形势主要看刺激政策的效果如何,目前还不得而知。本文设置了乐观与悲观两种宏观经济背景,对电力行业的盈利进行预测。结论是:两种情况下电力行业的盈利增长都是确定的,主要因为 2009 年行业盈利对煤价的敏感度远远超出对用电需求变动的敏感度。

●从个股配置的角度,应遵循如下选择原则:1、对煤价弹性大的公司将最受益;2、电厂资产分布较广、不单一,从而降低区域风险;3、机组规模大、煤耗低,在 2009 年用电需求下降的情况下,这类机组将受益于节能调度,增加发电量。

○联合证券 王爽

### 乐观预期和悲观预期

依据宏观经济,我们对 2009 年的电力行业运行及盈利因素有如下预测:

第一、以内需(消费)驱动的经济增长模式不会在一、二年内建立起来,用电需求的增长仍将由工业用电需求来决定。

第二、经济刺激政策的效果决定了工业用电需求,因对宏观经济预期不明朗,在具体预测中采用两种情景假设:效果显著和效果很不显著。在

这两种情景下,影响电力行业盈利的各因素(煤价、供需、电价)都会有非常不同的表现:

——乐观预期(政策效果显著)

用电需求:经济刺激政策的显著效果可以使 2009 年 GDP 增速能够达到 7%~8% 的增长,且一定是投资拉动的,工业用电需求会保持增长,电力弹性系数能够保持工业化发展阶段大于 1 的水平,那么,2009 年的发电量增长大约在 7%~8%,其中:上半年增长 3%,下半年增长 10.7%~12.7%;

利用小时数:7%~8% 的发电量增长高于 5.2%~6.5% 的装机容量增长,

则利用小时数将回升约 50 小时,其中上半年下降约 50 小时,下半年上升约 100 小时;

煤价:工业用电需求的增长也意味着煤炭需求的增长,煤价在此情况下必然不会下跌,预计全年市场电煤均价同比下跌 20%;

电价:实际结算电价维持在现有水平,若煤价下跌的幅度很小,还有上调的可能。

——悲观预期(效果很不显著,相当于没有作用)

用电需求:按照目前对明年经济最坏的预测,即 GDP 增速在 6% 的水平,那么,工业用电需求将比今年第三季度的 6% 的增速还要低,相应的电力弹性系数将在 0.7~0.75,全国的发电量增速将为 4.2%~4.5%;

利用小时数:4.2%~4.5% 的发电量增长低于 5.2%~6.5% 的装机容量增长,则利用小时数继续下降约 200 小时;

煤价:工业用电需求零增长也意味着煤炭需求的大幅下降,煤价在此情况下必然大幅下跌,预计全年市场电煤均价同比下跌 40%;

电价:因用电需求不足,一些工业较多的地区的实际结算电价会通过直购电的方式降低。

第三、如果经济刺激政策效果显著,也会体现在 2009 年下半年以后,用电需求也表现为“前低后高”。

### 2009 年电力行业盈利预测

首先,从微观角度,以无装机增长长的电厂为单单位预测其明年的盈利。

假设 2008 年 X 电厂拥有一台 60 万千瓦机组,年利用小时 5500 小时,到厂标煤均价 800 元/吨(含运费),发电煤耗 327 克/千瓦时,电价含税 0.4 元,那么其 2008 年收入为 11.28 亿元,燃煤成本为 8.63 亿元,总成本 11.5 亿元(按燃煤成本占总成本 75%)计算,毛利为-2200 万元。这一假设条件在电力行业中,特别是电力上市公司中是很普遍存在的,因此具有较强的代表性。

我们假设,悲观预期下的毛利润甚至比乐观预期下的还高很多,这是因为,在悲观的宏观经济预期下煤价也会同步走低,相对而言,下降的利用小时数对电力行业盈利的影响是微不足道的。因此,2009 年电力行业的盈利增长相对 2008 年将是巨大的,不管宏观经济是乐观还是悲观预期。

利用小时数的变动可以作为 2009 年考量电力行业盈利的第二个因素,当煤价下跌的幅度低于我们的预期的情况下,利用小时的变动将成为主导因素。我们仍用 X 电厂的数据测算,在悲观预期下,如果煤价均价下跌仅 20%,也就是如果 2008 年 12 月份的价格,利用小时下降 15% (下降 825 小时,达到 4675 小时),则 X 电厂基本处于盈亏平衡状态,或者说不比 2008 年有限好转,而这种情况在一些装机供给过剩、用电需求大幅下降的地区也是有可能出现的。

### 投资策略

从行业资产配置角度来看,电力

行业从来都是防御型的特征。从个股配置的角度来看,应遵循如下选择原则:1、对煤价弹性大的公司将最受益——全部是市场煤的公司、神华和中煤等合同煤比例低的公司;2、区域分布——电厂资产分布较广,不单一,从而降低区域风险;3、机组规模大、煤耗低,在 2009 年用电需求下降的情况下,这类机组将受益于节能调度,增加发电量。

从择时角度,我们认为可分为上半年和下半年两个阶段。

第一阶段(2009 年第一季度)——当前市场普遍认同 2009 年上半年宏观经济下滑较多,因此,考虑到电力行业的防御性特征,及其基本面将于 2008 年第四季度到 2009 年第一季度转好的情况,2009 年上半年应对电力板块“超配”,目前市场尚未充分反映煤价下跌对火电企业所带来的盈利回归,催化剂将出现在电力上市公司公布 2008 年报和 2009 年一季度报之前。

第二阶段(2009 年第二季度末至第三季度初)——这个阶段应看宏观经济刺激政策的效果如何,如果见效,经济企稳回升,则应“低配”电力股,因此时电力行业盈利的弹性(变化)将不如周期性行业;如果不见效,同时煤价继续大幅度地下跌,则应“超配”电力股。我们认为,在这个敏感阶段,应该密切关注发电量指标,因其是宏观经济的先行指标,如果 2009 年的某个月发电量增长速度很高,显示经济形势转好,那么,则应“低配”或“标配”电力股。

### 重点公司

#### 长江电力(600900) 清洁能源资源优势日益显现

一二次能源结合、成本独立,不受煤价上涨对业绩的侵蚀,资源优势显现。26 台三峡机组年发电量相当于 4000 万~5000 万吨优质动力煤,其清洁能源优势将随着化石能源价格的长期上升趋势而日益显现;

电源节点战略布局,业绩平滑能力强。长江电力强势地位通过收购广控、湖南桃花江核电、投资湖北能源、皖能集团等并购参股投资,形成火电、水电、核电和风电等多种能源形式协同发展格局;

签订购电合同,政府隐性担保。作为国内清洁能源发电的旗帜,公司享受着非常有利的政策环境,电能消纳有所保障,此次地震对公司电站没有影响,并有可能带来利用小时数提升。2008 年两税合并政策实施后其所得税率也由 33% 左右将降为 25% 左右,届时公司盈利能力将进一步提高。

公司股票近期停牌处理资产重组事项,预计整体上市进程将加快的概率较大,成长明确确定,并且资本市场投资方面或有超预期表现,因此复牌后仍值得重点关注。预计 2008、2009 年 EPS 为 0.37 元、0.89 元。

#### 川投能源(600674) 拟向大股东购买二滩水电 48% 股权

公司拟向大股东川投集团非公开发行股票购买二滩水电 48% 股权,即加入到梯级开发雅砻江的队伍,享受雅砻江的稀缺水利资源。雅砻江流域水电站具有造价低和电网建设集中的优势,目前二滩水电在建的电站平均造价为 6~8 元/千瓦,低于行业平均水平 8~10 元/千瓦,同时 100 万千瓦以上水电站主要分布在雅砻江中下游,骨干电站比较集中,有利于电网建设。并且梯级开发保证公司成长性,利润结构转向水电为主;公司截至 2008 年底权益发电容量 84.1 万 KW (其中火电 10.5 万 KW),随着 2009 年二滩 48% 股权的置入,以及参股 10% 国电大渡河瀑布沟电站逐步投产,预计公司

2009~2010 年权益容量可达 259 和 296 万 KW。到 2015 年,公司权益水电容量将达到 830 万千瓦。成为大型水电上市公司,经营模式类比亚比长江电力。

影响公司 2009 年利润的主要有 4 点因素:贡献 2008 年 70% 净利润的新光硅业在 2009 年面临多晶硅价格大幅下滑(判断下滑 50%),台湾河电站在 2008 年底投产于 2009 年开始贡献业绩,二滩电站 48% 股权预计 2009 年初完成收购影响当期业绩,累计降息效应减少 2009 年财务成本。维持 2008 年每股盈利预测为 0.72 元,预计 2009 年按照增发后的 9 亿股对应每股收益为 0.9 元。

#### 华能国际(600011) 由单一发电企业 向综合型能源公司挺进

公司是全国布局的最大发电上市公司,截至 2008 年 8 月 31 日公司权益发电装机容量达到 37593 兆瓦,可控发电装机容量 40989 兆瓦。公司坚持开发与收购、新建与扩建并重的发展战略,资产规模仍在迅速增长。预计 2010 年公司装机容量将达到 6000 万千瓦。为了规避燃料成本波动对业绩的影响,一方面公司积极准备涉足煤炭业务,公司计划到 2010 年控制煤炭产量 5000 万吨/年,占公司煤炭需求的 40% 左右;另一方面公司正由单一发电企业向综合型能源公司挺进。2009 年煤价的急落,公司将是最大受益者之一。

#### 国电电力(600795) 装机近三年复合增速 20% 左右

公司的最大优势在于装机的快速增长,依靠外延式增长弥补毛利率下降的负面影响。公司 2008~2009 年权益装机容量分别为 118、217 万千瓦,近三年复合增速 20% 左右,高于重点火电公司平均水平,预计规模增长高峰将从 2007 年明显开始。同时公司主要利润贡献电厂如石嘴山电厂、宣城电厂、大同二电厂、北仑电厂、外高桥二期以及大渡河流域开发公司等具有坑口电厂煤价控制能力好、水电比例高可以水火共济等优势。2008、2009 年盈利预测分别为 0.23 元、0.41 元。

#### 桂冠电力(600236) 广西红水河水电资源的整合平台

大唐集团在股改中承诺“将桂冠电力作为整合广西红水河水电资源的唯一平台”。桂冠电力向大股东定向增发股份和现金支付方式收购大唐集团拥有的位于红水河干流的岩滩电站的 70% 的股权。岩滩电站拥有 4 台 30.25 万千瓦混流式水轮发电机组,总装机容量为 121 万千瓦,设计发电量 56.87 亿千瓦时,多年发电量稳定在 45 亿~56 亿千瓦时之间。目前岩滩的上网电价极低,为 0.133 元/千瓦时,远低于国内同等条件水电上网价格,但从长远看,电价有上调空间。并且后继岩滩水电站是红水河水电资源开发规划的 4 个梯级电站,红水河干流的龙头水库,规划总装机容量 630 万千瓦,年均发电量 187 亿千瓦时。只要大唐集团对于股改承诺能够积极实施,能够保障公司未来三年的成长性,公司的长远发展前景看好。(长城证券)

## 丰富来水令水电公司今年业绩或超预期

○平安证券 王凡

11 月份全国发电量单月增速降至-9.6%,较上月-4% 下降 5.6 个百分点,低于之前预期。1~11 月累计发电量同比增长 6.8%,较去年同期下降 9 个百分点,较 1~10 月下降 1.5 个百分点。

从 1~11 月的分产业用电情况来看:① 第二产业继续明显下滑,较 1~10 月下降近 2 个百分点;其中工业用电增速为 5.27%,较 1~10 月下降 2.03 个百分点;② 第一产业和第三产业的用电增速基本企稳,分别较 1~10 月变动-0.1 和 0.01 个百分点。由此看出,工业生产的进一步萎缩是全国用电量增速加速下滑的首要原因。而终端需求疲软和工业成品的高库存是工业生产萎缩的主要原因。

11 月份单月工业增加值同比增长 5.4%,为 1995 年以来的最低增速(剔除春节因素,可得数据始于 1995 年)。而其中重工业增加值增速下滑速度和幅度都远超过轻工业增加值;1998 年起重工业增加值增速长期高于轻工业;2008 年以来前者持续下跌,11 月份重工业增加值增速已低于轻工业近 7 个百分点。

再来看耗能产品产量增速。从已公布的粗钢和水泥数据看出,两种产品的生产较上月均有一定恢复。11 月份粗钢和水泥单月产量增速分别为-12.4% 和 2.8%,较 10 月份提高了 4.6 和 1.7 个百分点。这或许预示着发电增速即将见底。

分地区来看,用电增速高于全国平均水平的省份有 18 个,数目有所增加。这说明,基数集中的省份(主要是高耗能工业集中的省份)高位迅速回落,成为拉低全国用电增速的主要力量。

从 1~10 月份的数据来看,同比下降幅度超过全国平均水平的省份依次是内蒙古、山西、宁夏、河北、云南、湖南、贵州、海南、广东、天津、浙江、江苏。

1~11 月份,新增火电装机 4984.41 万千瓦,同比回落 30%。11 月单月新增火电装机环比大幅增加,但同比仍下降 20% 左右。1~11 月全国火电平均利用小时同比降低 326 小时至 4508 小时,11 月水电出力大幅增加令火电需求雪上加霜。

与历年同期来水量相比,11 月份全国主要江河来水量,长江以南偏多 2 成到 1 倍半,长江以北偏少 2~6 成。其中,长江干流偏多 2~3 成,洞庭湖水系湘江偏多 1 倍,鄱阳湖水系赣江偏多 6 成;珠江流域西江偏多 1 倍半。淮河流域上游接近常年,中游偏少 2 成;黄河上游偏少近 1 成,中下游偏少 3~5 成;松花江、辽河、海河流域南拒马河偏少 3~6 成。

根据葛洲坝出库流量统计数据,该流量较多年同期水平增加 36%,较去年同期增加 82%。1~11 月水电累计利用小时为 3415 小时,同比上升 2.43%。目前来看,电力行业的估值已位于合理区间。但在整个经济仍趋向恶化的环境下,电力行业具备独特的优势:提前于经济周期渡过最坏时期,并最先“见底反弹”,行业盈利向好趋势已经确立。

基于目前行业同时具备的进攻和防守特性,建议投资者关注两类股票。一类是以业绩高弹性的进攻品种,以华能国际为代表;一类是水火并济的防御性品种,以国电电力为代表。此外,需求和成本的高度稳定性令水电品种在目前经济环境下独善其身,2008 年的丰富来水令水电公司业绩可能超预期。

## 电价上调可能性微乎其微

不排除全国性下调部分行业电价

○东北证券 吴江涛

金融危机的爆发导致了实体经济的大幅萎缩,钢铁、铝业、诸多外贸出口企业出现利润大幅下滑甚至严重亏损,作为基础产业的电力行业几乎是所有工业的上游产业,电价每上调 1 分钱,对于电力成本占比较高的企业而言,经营成本的压力增加不少,这与当前中央“保增长、保就业”的宗旨相悖,在经济没有出现大的转机以前,电价上调的可能性微乎其微。

10 月份的电力产量同比增幅出现负增长,达到-4%,11 月份同比降幅超过 7%,这主要因为高耗能产品价格大幅下滑导致该类企业巨大亏损,出现限产、停产现象。如果上调销售电价,将使得高耗能企业经营更加困难,用电量需求进一步回落,发电设备小时利用数继续下降,对发电企业而言也是不利的。

2008 年 11 月 17 日内蒙古自治区政府下发《关于我区部分行业实行电力多边交易的紧急通知》,通知决定从即日起下调工业用电电价,具体而言,上浮铁合金、多晶硅等 7 种高耗能产业电价每度 0.08 元,下浮黑色金属冶炼业、有色金属冶炼及加工业电价每度 0.045 元。此次调价实施期限初步定为 3 个月,其中高耗能企业用电下调的 8 分钱将由内蒙古自治区政府、电网公司、火电企业、相关煤炭企业分别分摊 1 分钱、2 分钱、3 分钱、2 分钱,冶金企业下调部分按相同比例由各家分摊。云南 12 月 1 日下调有色金属企业、钢铁企业用电价每度 0.06

元。此外还有多个省份表示降低电价

的考虑。高耗能产业比重较大的省份出台调低电价的通知,一方面反映地方政府积极贯彻中央政府“保增长”的决策,通过降低电价刺激经济,以图地方经济平稳较快发展;另一方面也凸显这些地区电力供需出现较大失衡。以内蒙古为例,统计数据表明,10 月份内蒙古电网统调装机容量达到 2840 万千瓦,内蒙古境内有效负荷最低时只有 500 多万千瓦,仅为装机容量的 1/5。

我们判断,到明年一季度末,财政、金融政策效果没有达到中央政府预期效果,包括用电量在内的指标依然大幅下滑,不排除在全国范围内对更多行业下调电价,甚至出现类似连续降息不断调低电价过程。

## 明年电力需求增速在 4.2%~5.4% 之间

○东莞证券 俞春燕

我国电力需求增速与 GDP 的相关度较高,尤其是重工业的相关度非常高。随着全球金融危机的蔓延,明年我国经济的也将出现一定程度的下滑,明年我国经济的增速是 4.2% 左右,社科院预测明年我国 GDP 的增速为 9.3%,IMF 的预测为 8.5%,世界银行的预测为 7.5%。按照这几个预测,明年我国 GDP 增速的范围在 7.5%~9.3% 之间。

如果给定电力消费弹性系数,就可以知道明年电力需求增速。从历史上来看,在 GDP 增速处于下行周期时,电力消费弹性系数的值一般小于 1,从 1993~1999 年的经济周期来看,电力消费弹性系数的值在 0.36~0.80 之间,大部分都在 0.75 左右。

今年 10 月单月发电量增速出现同比大幅下降,降幅达 4%;继 8、9 月连续出现大幅下降后,发电量增速出现加速下滑迹象。考察 1995 年至今的单月发电量同比增速数据,最小值出现在 2002 年 2 月

(2001、2002 年春节分别在 1、2 月),但扣除了春节因素后的单月发电量增速最小值出现在亚洲金融危机肆虐的 1998 年 5、6 月,分别为-0.8%、-0.4%,此外该数据基本都为正值,尤其是 2002~2007 年,单月发电量增速基本都在 6% 以上,在本轮中国经济的上升周期中电力需求弹性系数始终在 0.9 以上;1997 年 8 月至 1998 年 6 月发电量增速出现连续的单月同比增速下滑,由 1997 年 8 月的 5.8% 一路下滑至 1998 年 6 月的-0.2%,到达阶段底部区域。2008 年 8~10 月的大幅下滑数据与 1997 年下半年走势类似(只是幅度更大),处于下滑初期的加速阶段,出现奇异的概率较大。

一个比较容易观察到的规律是,发电量出现连续数月增速下滑后,滞后 1~2 个季度的 GDP 增速往往呈现同样的趋势连续下滑趋势;我国及全球大宗商品价格近 2.3 个月出现连续大幅下跌走势,工业上游原材料价格持续下降,多个行业消化库存原料、减限产动力增加,也是电力需求增速骤降的一个重要原因。

由于目前电煤供应紧张形势较 5~8 月已有根本性好转,目前的电力需求下降基本由经济体的真实需求决定,因此,目前的数据对实际经济状况的反应虽有可能过度但趋势已很明显。

从明年的电力需求来看,我们认为 1998 年出现的电力需求弹性系数下滑到 0.36 左右的情况应该不会发生。因为 2008 年第三季度开始已经出现了大量企业库存发电量大幅下降的这种极端局面。随着库存的消耗,2009 年大规模的刺激经济投资计划,我们认为电力需求弹性系数虽然处于下降周期阶段,但是出现 1998 年的极端情况的可能性较小。

2008 年我国的电力需求弹性系数在 0.9 以上,我们认为明年的电力弹性系数在 0.5~0.6 上下。综合以上各家机构对于 GDP 的预测,则明年的 GDP 位于 7%~9% 之间的概率较大。我们认为明年的电力需求增速在 4.2%~5.4% 之间。从时间段表现来看,上半年由于基数较高需求增速将更小,下半年将企稳回升,呈现出前低后高的态势。