

中信证券:电力行业景气触底回升

■投资要点

1月12日,中电联公布了2006年行业统计快报,其主要内容和我们的观点如下:

1.需求高位运行,工业仍是主要拉动力量:全国用电量同比增长14.0%,其中重工业占比提高2.1个百分点至60.3%,其用电增速的逐季上升是拉动全社会用电量增速攀升的主要原因。

2.新机组年末集中投产,年度增速创历史新高:当年全国新投机组101,170MW,同比增长20.3%,增速创历史新高,全国总装机规模已经达到622,000MW。下半年投产机组总量约是上半年的2倍,主要原因在于各发电企业加快施工进度促使机组提前投产所致。

3.预计利用小时2007年到达此轮周期底部:由于需求旺盛,当年全国水火电利用小时降幅3.7%,火电相对降幅逐季缩小,全年仅降4%,总体情况超预期;预计2007年总体降幅5.3%,火电6.4%,到达此轮周期底部。

4.行业向好趋势不变,维持“强于大市”评级:利用小时有望在2007年触底,前期面临的负面因素正逐步消除。而新机组建设成本降低20%以上,人工成本也大大降低,一旦新机组投产都享受当地的标杆电价,从前的超发电价也已取消,这些都是行业新的增利因素。

上述因素是提升行业估值水平的内在逻辑,而非简单地随大市而动。同时随着A股市场的繁荣,资产注入将迎来高峰,并改变公司的成长性预期,如:国投电力、国电电力、长江电力、桂冠电力、建投能源、粤电力、广州控股等,将通过提升公司的估值水平来反映其内在价值。

中信证券研究部

■新投机组

2006年度增速创历史新高

1月12日,中电联公布了《2006年全国电力行业电力工业统计快报》,其主要内容和我们分析如下:

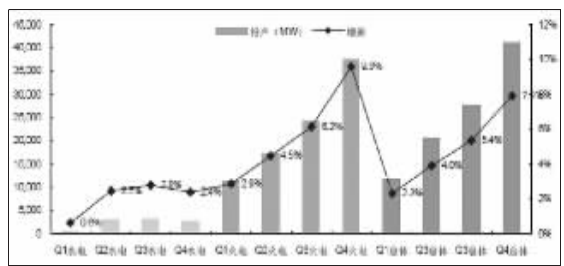
2006年全国新投机组总量为101,170MW,超过市场普遍预期的90,000MW,年底总装机达622,000MW,同比增长20.3%,年度增速也创历史新高。从电源构成来看,火电77.8%,上升2.1个百分点;水电20.7%,下降了2.0个百分点。这是缺水情况下追求短平快提高供给能力的产物。可喜的是作为清洁和可再生能源的风电总装机虽然累计总量仅为1,870MW,但是当年增速高达76.7%,归功于国家环保政策的推动。分地区看,新投机组增速超过30%的省

份有:内蒙(45.4%)、云南(42.2%)和山东(33.6%)。

根据2006年内的最新数据,我们分别采用人口、GDP和固定资产投资三种变量对电力需求进行了预测,其结果显示:若我国经济在未来几年运行良好,电力需求仍将保持10%以上的高速仍将。

根据2006年机组投产的实际情况,以及发改委近期提出的“十一五”期间关闭40,000MW(争取关闭50,000MW)小机组的目标,我们更新了对于未来几年我国电力装机增速的情景预测。其中,我们判断,在“十一五”期间20%降耗硬指标下,从2007年开始小火电关闭力度的加大将毋庸置疑。

2006年各季新投机组投产情况比较



■用电结构

工业用电占75.6%高居榜首

2006年全国全社会用电量为28,248亿KWh,同比增长14.0%。分产业看,第一、二产业同比增速分别提高2.3和0.9个百分点;第三产业和城乡居民增速则分别降低1.1和1.5个百分点;其中,城乡居民用电量是亮点,近几年占比未见降低,且绝对增速保持各产业之首。

从用电结构来看,工业用电占比75.6%仍高居榜首,其中重工业占比提高2.1个百分点至60.3%,其用电增速的逐季上升是拉动全社会用电量增速攀升的主要原因。

2.从供给情况看,全国发电量为28,344亿KWh,同比增长13.5%;其中,水电

5.1%,火电15.3%,核电2.4%。分地区看,发电量同比超过20%的省份依次为:内蒙(33%)、青海(25.6%)、贵州(23.6%)、云南(23.4%)、浙江(20.8%)、江苏(20.2%)。

受机组投产增速提高以及水电枯水少发影响,全年火电机组发电量同比提高1.4个百分点至83.2%,且增速逐季上升,这也是造成年底动力煤价上涨的重要原因。从市场总体情况看,虽然全国大范围拉闸限电已不复存在,但在个别时段和区域还没有杜绝,特别是广东、辽宁和山西等省份的供求平衡仍未达成。

■趋势展望

下半年行业景气触底回升

2006年全国水火电利用小时累计为5,221小时,同比降低203小时(降幅3.7%);其中火电为5,633小时,同比降低233小时(降幅4.0%);水电则受枯水影响出力不足(利用小时同比下降230小时)。

此外,由于全年水电少发和下半年需求增速提高,火电机组利用率降幅逐季缩小(由上半年的6.1%降至年底的

4.0%),总体情况大大好于市场预期。

按我们对于未来几年全国机组投产情况的中性方案预测,2007年全国发电装机容量(利用小时下降在276小时(降幅5.3%)左右,火电则在362小时(降幅6.4%)左右,到达此轮行业周期的底部;2008年受需求高位运行以及小火电关闭提速影响,利用小

时开始回升并持续至2010年。

值得指出的是,在2007年新投产机组增速下降情况下我们预计火电开工率降幅同比扩大的主要原因有二:第一,2006年机组集中于下半年投产,2007年全年发挥作用;第二,2006年水电出力不足,我们的模型假设2007年恢复正常。

2007年电力行业主要影响因素及景气度分析

	2007上半年	2007下半年
需求	2006年基数较低,增速保持高位	2006基数较高,增速有所回落
供给	2006下半年集中投产,加权增速较高	机组投产放缓,加权增速高位回落
利用小时	供给增速略高,回落相对较大	供水均高位回落,降幅趋缓
煤价	受2006翘尾影响,高位运行	供给释放,高位回落
其他	机组集中投产,费用摊销较大	第三次“煤电联动”可能出台;提前投产机组开始发挥效益
综合	利用小时及煤价压力较大	利用小时煤价压力趋缓,行业景气有望触底回升

■投资评级

行业向好不变评级强于大市

1.诸多负面因素消除、增利因素增多是提升行业估值水平的核心理由:预计行业利用小时有望在2007年触底,煤价难以再次暴涨,在上网电价保持稳定、的情况下,前期面临的负面因素逐步消除。而新机组建设成本降低20%以上,人工成本也大大降低,一旦新机组投产都享受当地的标杆电价,从前的超发电

价也已经取消,这些都是行业新的增利因素。综合以上也是提升行业估值水平的内在逻辑,而非简单地随大市而动,因此大型火电6个月应该保持17~18倍2007年动态PE水平;

2.煤价仅是短期干扰因素:其再次大幅上涨的可能已不复存在,短期波动仅能成为干扰因素,而不会影响行业趋

势,“煤电联动”政策的延续将部分弥补其冲击成本;

3.资产注入将改变公司的成长性预期:随着A股市场的繁荣,由于做大做强和整体上市等原因,行业内资产注入将迎来高峰,如:国投电力、国电电力、长江电力、桂冠电力、建投能源、粤电力、广州控股等,将通过提升公司的估值水平来反映其内在价值。

重点上市公司盈利预测及目标价位

名称	评级	变动	06EPS	07EPS	08EPS	06PE	07PE	08PE	06PE
国电电力	买入	维持	0.42	0.46	0.51	16.36	14.93	13.47	1.79
国投电力	买入	维持	0.46	0.61	0.65	19.23	14.69	13.82	2.34
华能国际	买入	维持	0.43	0.47	0.49	16.98	15.53	14.90	2.13
华电国际	买入	维持	0.35	0.43	0.48	15.76	12.82	11.37	2.79
中电国际	买入	维持	0.18	0.18	0.19	19.51	18.97	18.62	1.56
粤电力A	买入	维持	0.31	0.44	0.54	22.87	16.23	13.62	2.18
大唐发电	中性	维持	0.49	0.61	0.62	21.92	20.36	17.57	2.86
桂冠电力	增持	维持	0.30	0.37	0.40	20.67	16.76	15.50	2.52
长江电力	增持	维持	0.47	0.55	0.59	20.40	17.38	16.28	3.10

注:EPS为每股收益;PE为市盈率

代码	名称	开盘	最高	最低	收盘	涨跌幅	成交量	中报	代码	名称	开盘	最高	最低	收盘	涨跌幅	成交量	中报
000777	中粮科技	10.41	10.43	9.5	9.87	-4.91	30407	0.04	000976	香洲股份	2.8	3	2.8	2.95	6.88	393514	0.01
000779	SST铜业	6.72	7.13	6.66	6.79	1.19	326038	0.34	000977	浪潮信息	6	6.16	5.71	5.89	-1.83	49703	0.02
000780	*ST广神	3.72	3.91	3.7	3.91	5.11	67692	0.03	000978	桂林旅游	12.9	13.9	12.71	13.25	2.79	24735	0.1
000782	*ST美达	3.71	3.83	3.78	3.86	4.85	177859	0.04	000979	西南药业	2.92	2.9	2.74	2.74	-4.86	4851	-0.26
000783	S石化	3.01	3.09	2.91	2.96	-1.66	96393	-0.05	000980	SST金马	3.63	3.73	3.53	3.6	-0.83	37281	0.05
000785	SST北新	-	-	-	-	-	-	-	000981	SST莱钢	6.42	6.42	6.26	6.34	-1.55	13365	-0.05
000786	武汉中创	5.3	5.3	5.18	5.3	9.86	182761	0.07	000982	SST美菱	4.5	4.51	4.3	4.35	-3.33	21002	-0.22
000787	SST创智	3.21	3.38	3.2	3.47	4.66	84007	-0.2	000983	上海机电	10.72	11.21	10.3	10.48	-5.42	305247	0.42
000788	西南合成	4.45	4.69	4.38	4.55	2.84	46787	0.03	000985	大庆华港	7.18	7.22	6.89	6.96	-3.2	26391	0.08
000789	SST江江	3.36	3.39	3.28	3.33	-0.77	59487	0.01	000987	广州药业	19.41	21.05	19.41	20.3	6.06	40858	0.28
000790	华神集团	14.45	19.96	17.9	18.3	-5.67	22876	0.01	000988	九芝堂	7.1	7.19	6.7	6.88	-2.96	126249	0.07
000791	ST化工	3.45	3.55	3.38	3.41	-0.87	53883	0.01	000989	华鲁恒升	4.8	4.87	4.6	4.69	-2.29	74821	0.05
000792	烟台冰心	29.7	43.9	35.2	36.6	10.07	190895	0.04	000990	烟台万润	12.76	13.8	12.56	13.4	-1.88	158428	0.02
000793	华商传媒	10.81	10.96	9.8	10.18	-5.74	375759	0.03	000995	皇台酒业	5.95	5.88	5.85	6.09	0.66	86341	0.01
000795	太原刚玉	3.04	3.28	3.04	3.28	10.47	141265	-0.08	000996	捷利股份	5.16	5.45	5.15	5.39	4.46	40119	0.05
000796	中国重汽	4.29	4.7	4.18	4.7	10.07	41927	0.04	000998	隆平高科	7.56	8.2	7.45	8.04	6.49	168428	0.02
000797	中国武夷	3.52	4.75	3.45	3.99	-2.44	94267	-0.04	000999	SST三九	9.56	9.59	9.31	9.59	-0.52	72782	0.08
000798	中农种业	3.45	3.55	3.38	3.47	-0.87	77436	0.01	001000	天华超净	5.62	5.72	5.49	5.55	-1.42	64275	0.08
000799	SST路桥	4.95	4.99	4.68	4.78	-0.43	314283	0.13	001001	华冠新材	2.91	3.05	2.91	2.98	2.41	49550	-0.07
000800	一汽轿车	6.47	6.56	6.04	6.17	-4.64	15565	0.01	001002	和成	5.65	5.89	5.6	5.8	2.84	129172	0.12
000801	四川湖山	4.48	4.61	4.26	4.34	-3.13	80984	-0.04	001003	普华永道	18	19.49	17.99	19	5.56	22649	0.28
000802	南京高科	7.78	8.37	7.72	8.37	6.83	455914	0.03	001004	中航光电	13.29	15.92	12.99	13.51	2.5	20544	0.12
000803	宇通客车	6.47	6.61	6.24	6.44	-1.3	129347	0.16	001005	德家科技	5.35	5.5	5.2	5.36	0.94	68656	-0.14
000806	中汇科技	2.78	3.06	2.77	2.97	6.83	25933	0.04	001006	新宇科技	5.7	5.83	5.53	5.64	-0.88	35961	0.07
000807	浙江医药	4.83	5.08	4.74	4.88	5.15	129347	0.16	001007	天香生物	26.06	26.67	25.18	27	3.61	25905	0.4
000809	中航高科	3.75	3.88	3.62	3.8	3.2	167	0.03	001008	大连光谷	20.3	21.68	19.9	20.8	2.56	44623	0.13
000810	华源铝业	6.52	6.63	6.34	6.44	-0.92	34862	0.15	001009	华兰生物	13.1	13.99	13.1	13.09	-0.83	25905	0.14
000811	烟台冰心	9.03	9.41	8.68	9.08	4.1	65176	0.02	001010	化塑股份	15.07	15.19	14.25	14.46	-4.05	21290	0.21
000812	SST吉电	7.12	7.3	6.6	6.9	1.35	124203	0.01	001011	晋源股份	4.25	4.33	4.11	4.18	-0.95	35051	0.03
000813	山东铝业	3.15	3.35	3.05	3.3	4.1	152268	0.01	001012	中航精机	9.38	9.67	8.9	9.23	1.88	47620	0.14
000815	山东铝业	9.3	9.39	9.3	9.42	4.75	185739	0.2	001013	江苏环保	11.05	11.2	10.51	10.75	5.31	65394	0.21
000826	宝钢特钢	19.13	19.13	16.03	17.7	-0.06	139619	0.25	001014	捷成股份	4.25	4.33	4.11	4.18	-0.95	35051	0.03
000828	SST龙净	4.16	4.23	3.92	4.16	1.35	65176	0.02	001015	中航光电	9.38	9.67	8.9	9.23	1.88	47620	0.14
000829	赣南铜业	4.93	5.29	4.7	5.02	1.46	129230	0.1	001016	德林科技	5.56	6.23	5.56	6.1	6.83	66448	0.04
000830	赣南铜业	4.16	4.23	3.92	4.16	1.35	65176	0.02	001017	普华永道	18	19.49	17.99	19	5.56	22649	0.28
000831	铜业股份	26.78	28	25.19	26.12	-1.8	23710	0.16	001018	德林科技	5.56	6.23	5.56	6.1	6.83	66448	0.04
000832	鲁西化工	3.48	3.55	3.4	3.41	-2.29	170312	0.12	001019	新宙斯	12.4	12.5	11.77	12	-1.4	25169	0.2
000833	SST鲁泰	4.16	4.23	3.92	4.16	1.35	65176	0.02	001020	中航光电	9.38	9.67	8.9	9.23	1.88	47620	0.14
000834	山东铝业	6.75	6.89	6.61	6.66	-1.77	21713	0.02	001021	中航光电	9.38	9.67	8.9	9.23	1.88	47620	0.14
000836	鲁西化工	30.47	32.85	29.1	30.64	-0.13	322907	0.3	001022	中航光电	9.38	9.67	8.9	9.23	1.88	47620	0.14
000837	泰顺铝业	10.24	10.68	9.91	9.99	-2.54	103377	0.1	001023	普华永道	18	19.49	17.99	19	5.56	22649	0.28
000838	SST石化	14.92	15.19	14.5	14.6	-2.67	6808	0.03	001024	中航光电	9.38	9.67	8.9	9.23	1.88	47620	0.14
000839	中航高科	3.33	3.43	3.28	3.33	-1.58	61432	0.07	001025	中航光电	9.38	9.67	8.9	9.23	1.88	47620	0.14
000848	中航高科	17.3	17.78	16.3	16.52	-4.56	15304	0.15	001026	中航光电	9.38	9.67	8.9	9.23	1.88	47620	0.14
000850	华鲁恒升	6.22	6.34	5.7	5.8	-5.69	386859	0.06	001027	中航光电	9.38	9.67	8.9	9.23	1.88	47620	0.14
000851	鲁西化工	9.53	10.91														