

点火价差稳定 用电需求快速回升

谨慎推荐 维持评级

核心观点:

- 电力需求回升的势头在 7 月份得以延续,根据国家电力调度中心的统计,7 月上旬全国日均发电量同比上升 3%,7 月中旬全国日均发电量同比上升 7.9%。回升趋势明显。
- 以工业制造业为主的河北、河南等省区用电量实现正增长;工业产业门类齐全的山东省用电量持续保持增长;江苏、广东等外贸经济占比较大的省区的用电量从 6 月份开始显著回升;以重化工业为主的西北、西南省区用电量见底。
- 经历了 2008 年煤价大幅上涨的冲击后,电力公司愈发重视上游煤炭资源,纷纷加大了在煤炭领域的投资力度。电力产业链的纵向延伸趋势越发明显。
- 煤炭价格平稳,火电点火价差稳定,电力需求快速增长,火电公司盈利能力继续提升。我们继续关注山东、江苏、浙江、河北、广东等省区的火电公司,以及受益于来水增加的水电公司。同时,我们着重关注发电量、售电量触底区域的火电和电网公司。
- 我们维持对行业“谨慎推荐”的投资评级。重点关注长江电力、国电电力、华电国际、建投能源、文山电力、京能热电等公司。

分析师

邹序元

✉: zouxuyuan@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8668

相关研究

1. 行业动态研究: 向上游要资源, 产业链纵向延伸 09.07.16
2. 行业深度研究: 近看利用率回升, 远看电价改革 09.06.30
3. 行业动态研究: 关注机组利用率回升下的投资机会 09.06.25
4. 行业动态研究: 从共性到个性, 寻找超预期因素 09.03.30
5. 行业动态研究: 盈利能力回升, 可贵的确定性 09.02.17

重点关注的公司

股票名称	股票代码	投资评级	股价(元)	合理估值 (元)	PE (X)			PB2010	ROE2010
					2009	2010	2011		
长江电力	600900	推荐	14.69	16-18	24.82	19.84	18.89	2.46	12.39%
国电电力	600795	推荐	7.73	8.0-8.8	27.94	19.94	17.34	2.54	12.75%
华电国际	600027	谨慎推荐	5.63	6.0-6.6	22.87	18.55	15.46	2.43	13.09%
建投能源	000600	谨慎推荐	6.82	7.2-8.0	23.59	18.42	15.16	1.95	10.61%
京能热电	600578	无评级	10.09	-	25.80	16.49	14.84	2.89	17.54%

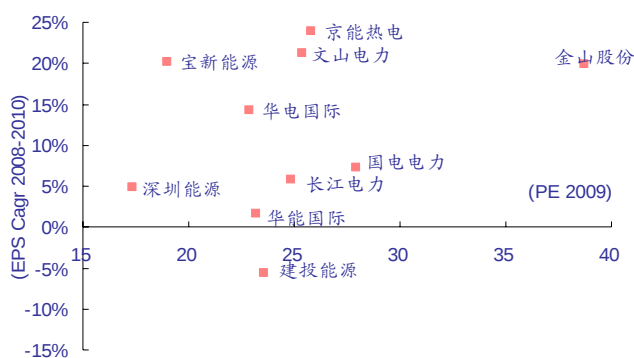
资料来源: 中国银河证券研究所; 注: 长江电力 2009 年和 2010 年盈利预测均已考虑资产注入的影响

一、行业估值

报告期内，煤炭价格平稳，火电点火花价差稳定，电力需求快速增长，火电公司盈利能力持续提升。我们继续遵循“点火花价差稳定、机组利用率回升”的投资主线，继续关注山东、江苏、浙江、河北、广东等省区的火电公司，以及受益于来水增加的水电公司。同时，我们着重关注发电量、售电量触底的西北、西南省区的火电和电网公司。

我们维持对行业“谨慎推荐”的投资评级。关注长江电力、国电电力、华电国际、建投能源、文山电力、京能热电等公司。

图 1: 重点公司 PE-EPS Cagr 估值矩阵



资料来源: 中国银河证券研究所

图 2: 重点公司 PB-ROE 估值矩阵

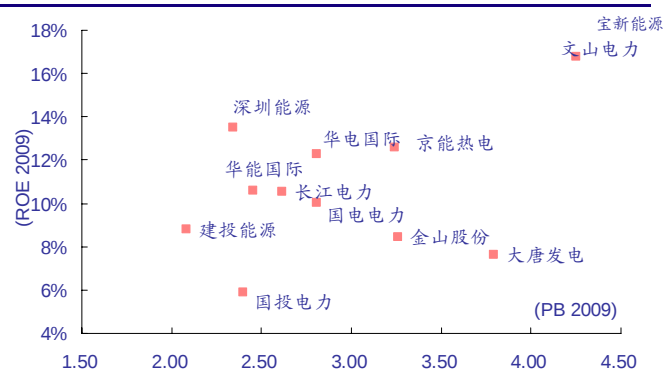


表 1: 重点公司盈利预测与估值

	EPS 08A	EPS 09E	EPS 10E	PE 09E	PE 10E	ROE 09E	PB 09E	投资评级
长江电力	0.42	0.59	0.74	24.82	19.84	10.5%	2.62	推荐
国电电力	0.03	0.28	0.39	27.94	19.94	10.0%	2.81	推荐
华电国际	-0.42	0.25	0.30	22.87	18.55	12.3%	2.80	谨慎推荐
华能国际	-0.31	0.36	0.42	23.21	19.88	10.6%	2.45	谨慎推荐
建投能源	0.05	0.29	0.37	23.59	18.42	8.8%	2.08	谨慎推荐
穗恒运	-0.20	0.78	0.84	19.03	17.71	24.5%	4.66	谨慎推荐
国投电力	0.12	0.28	0.47	40.75	24.15	5.9%	2.40	谨慎推荐
深圳能源	0.47	0.76	0.84	17.32	15.72	13.5%	2.34	谨慎推荐
宝新能源	0.31	0.52	0.50	18.98	19.92	21.8%	4.14	谨慎推荐
金山股份	0.03	0.26	0.56	38.70	17.97	8.4%	3.26	谨慎推荐
大唐发电	0.07	0.18	0.24	49.63	38.52	7.6%	3.80	中性
皖能电力	0.05	0.24	0.31	37.00	28.87	5.0%	1.85	中性

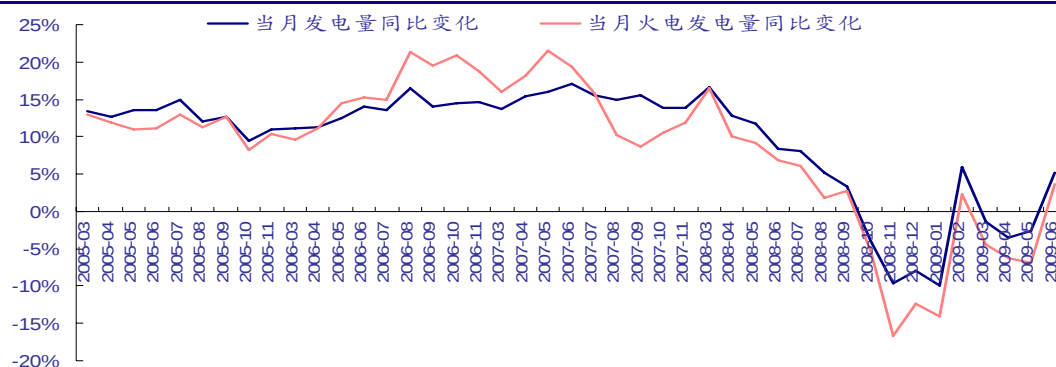
资料来源: 中国银河证券研究所

二、利用率

(一) 电力需求变化

6月,全国发电量3100亿千瓦时,同比上升了5.2%;其中火电发电量2407亿千瓦时,同比上升3.66%;水电发电量585亿千瓦时,同比上升6.97%。电力需求回升的势头在7月份得以延续,根据国家电力调度中心的统计,7月上旬全国日均发电量同比上升3%,7月中旬全国日均发电量同比上升7.9%。回升趋势明显。

图3: 2009年6月月度发电量同比正增长



资料来源: 国家统计局

分产业观察,第二产业用电的降幅明显收窄,工业用电出现回暖态势。

表2: 分产业用电量同比变化情况

	08M1-3	08M1-6	08M1-9	2008A	09M1-3	09M1-5	09M1-6
全社会用电量总计	13.0%	11.7%	9.7%	5.23%	-4.02%	-3.66%	-2.24%
第一产业	9.2%	5.0%	2.6%	1.85%	5.12%	4.81%	3.81%
第二产业	11.8%	11.1%	9.3%	3.83%	-8.21%	-7.39%	-5.73%
第三产业	15.2%	12.3%	10.8%	9.67%	7.41%	8.21%	9.42%
居民生活用电	19.7%	16.5%	12.9%	11.83%	9.88%	9.10%	9.87%

资料来源: 中电联

有色金属冶炼及压延加工业、黑色金属冶炼及加工业用电量回升的趋势明显。

表3: 制造业分行业用电量同比变化情况

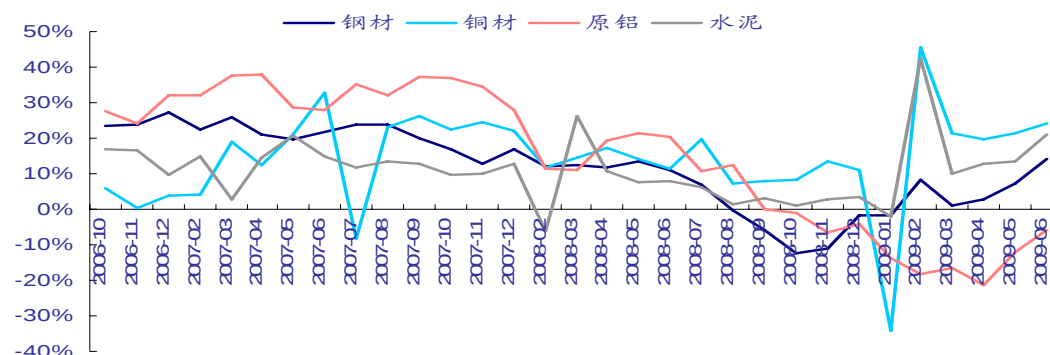
	07M1-6	07M1-11	08M1-6	08M1-11	09M1-3	09M1-5	09M1-6
制造业	18.5%	16.8%	11.8%	6.2%	-9.3%	-8.2%	-6.94%
1、食品、饮料和烟草制造业(轻)	15.1%	13.4%	10.0%	6.1%	0.5%	-0.6%	-0.21%
2、纺织业(轻)	11.7%	11.2%	3.0%	-0.5%	-6.7%	-4.4%	-4.19%
3、服装鞋帽、皮革羽绒及其制品业(轻)	13.6%	16.2%	8.5%	3.6%	-4.4%	-5.9%	-4.50%
4、木材加工及制品和家具制造业	20.3%	21.5%	14.3%	7.3%	-5.7%	-5.1%	-2.28%
5、造纸及纸制品业(轻)	4.9%	1.4%	3.6%	5.2%	-8.9%	-8.2%	-6.18%
6、印刷业和记录媒介的复制(轻)	12.8%	13.0%	6.4%	3.8%	2.6%	-0.1%	2.14%

7、文体用品制造业（轻）	5.2%	7.5%	6.8%	4.1%	-3.7%	-4.8%	-4.50%
8、石油加工、炼焦及核燃料加工业	9.3%	6.9%	11.7%	11.8%	-0.9%	0.1%	0.39%
9、化学原料及化学制品制造业	15.8%	12.7%	14.4%	5.3%	-13.1%	-11.5%	-11.86%
10、医药制造业（轻）	6.4%	9.1%	12.1%	7.8%	-9.0%	-5.4%	-4.90%
11、化学纤维制造业（轻）	7.8%	6.4%	4.6%	1.9%	-9.5%	-7.3%	-6.16%
12、橡胶和塑料制品业	13.9%	12.0%	5.9%	2.7%	-8.5%	-7.0%	-5.44%
13、非金属矿物制品业	14.4%	14.0%	11.0%	6.7%	-1.5%	-0.3%	0.85%
14、黑色金属冶炼及压延加工业	25.3%	22.0%	12.1%	5.7%	-10.2%	-10.2%	-8.13%
15、有色金属冶炼及压延加工业	29.9%	28.5%	16.2%	8.1%	-16.8%	-15.5%	-13.67%
16、金属制品业	19.8%	20.5%	15.1%	8.5%	-8.8%	-9.4%	-8.32%
17、通用及专用设备制造业	17.0%	16.4%	13.6%	10.6%	-8.5%	-6.6%	-5.55%
18、交通运输、电气、电子设备制造业	21.6%	20.2%	15.1%	11.1%	-8.0%	-5.0%	-3.00%
19、工艺品及其他制造业（轻）	4.3%	6.3%	9.3%	3.9%	-8.4%	-3.9%	0.15%
20、废气资源和废旧材料回收加工业	9.4%	6.5%	1.2%	1.2%	-1.5%	-6.8%	-8.57%

资料来源：中电联

从主要耗电产品月度产量变化情况看，钢材、水泥、原铝等产品产量在09年6月间大幅回升。我们着重关注有色、钢铁产业用电量回升对建投能源、文山电力、漳泽电力等公司的积极影响。

图4：钢材、铜材、原铝、水泥月度产量同比变化情况

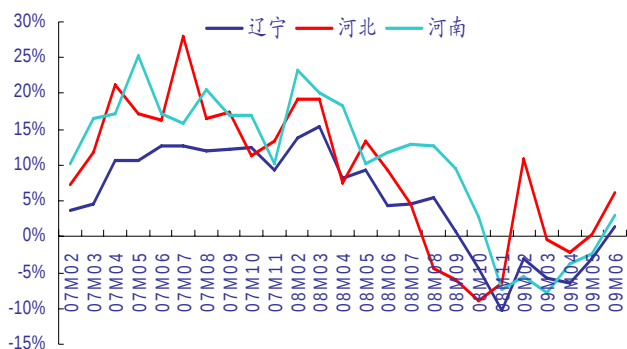


资料来源：国家统计局

各地区用电量变化出现分化：

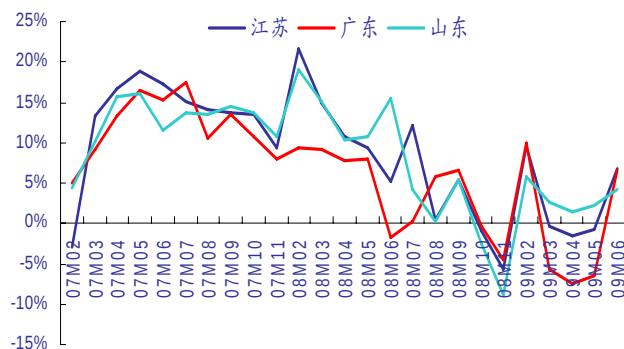
- 以工业制造业为主的河北、河南等省区用电量实现正增长。
- 工业产业门类齐全的山东省用电量持续保持增长。江苏、广东等外贸经济占比较大的省区的用电量从6月份开始显著回升。
- 以重化工业为主的西北、西南省区用电量见底。随着工业企业开工率回升趋势逐渐从消费地向生产地过渡，我们预计西北、西南省区的用电量将在第三季度反弹。

图 5：以制造业为主的省区用电量变化



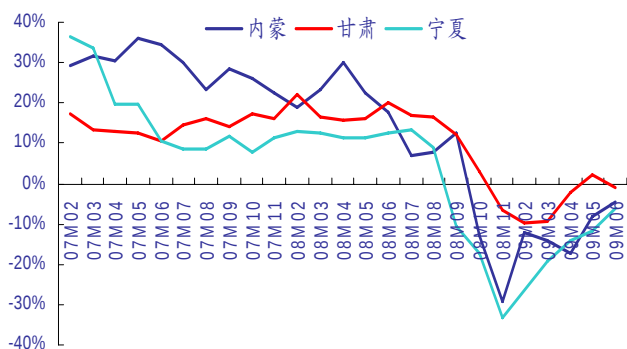
资料来源：中电联

图 6：沿海经济发达省区用电量变化



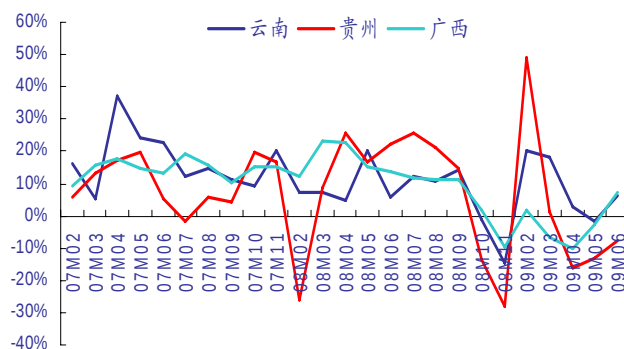
资料来源：中电联

图 7：西北省区用电量变化



资料来源：中电联

图 8：西南省区省区用电量变化



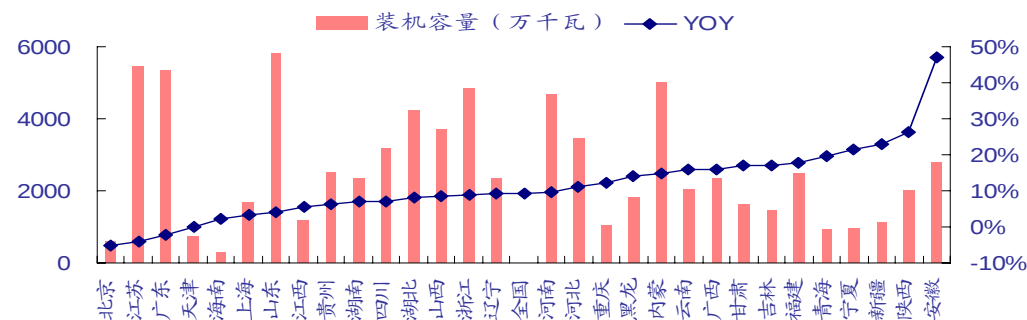
资料来源：中电联

(二) 电源供给

09 年 1-6 月全国累计新增装机容量 3100 万千瓦，其中新增火电 2197 万千瓦，水电 705 万千瓦，风电 199 万千瓦。

从分地区情况看，截至 09 年 6 月，江苏、广东、天津、北京、山东等省区装机容量增速较缓。安徽、陕西、宁夏、新疆等省区装机容量同比大幅增长。

图 9：截至 09 年 6 月，各省区总装机容量及同比变化情况

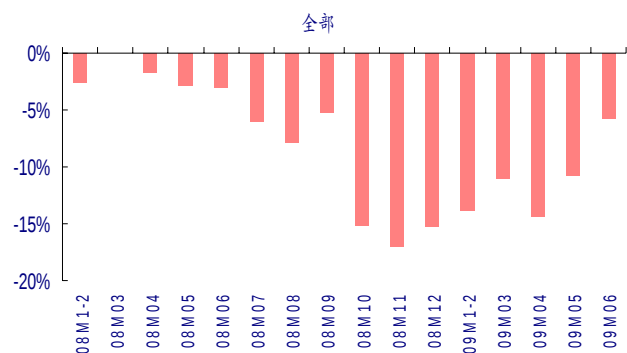


资料来源：中电联

(三) 利用率

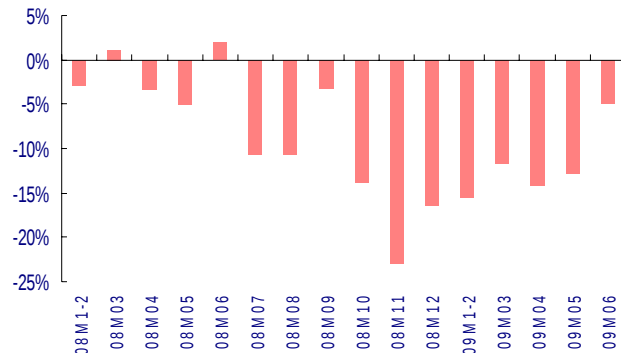
2009年1-6月全国平均机组利用率为2106小时，同比下降11.2%，其中火电利用率为2236小时，同比下降12.2%。但是，随着用电需求回升，6月单月全国平均机组利用率与火电机组利用率同比分别下降5.78%和4.99%，较5月降幅明显收窄。

图 10: 全部机组月度发电小时数同比变化



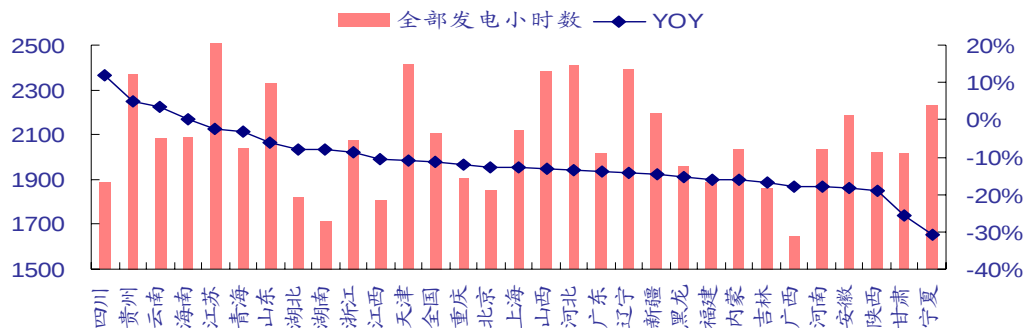
资料来源：中电联、中国银河证券研究所

图 11: 火电机组月度发电小时数同比变化



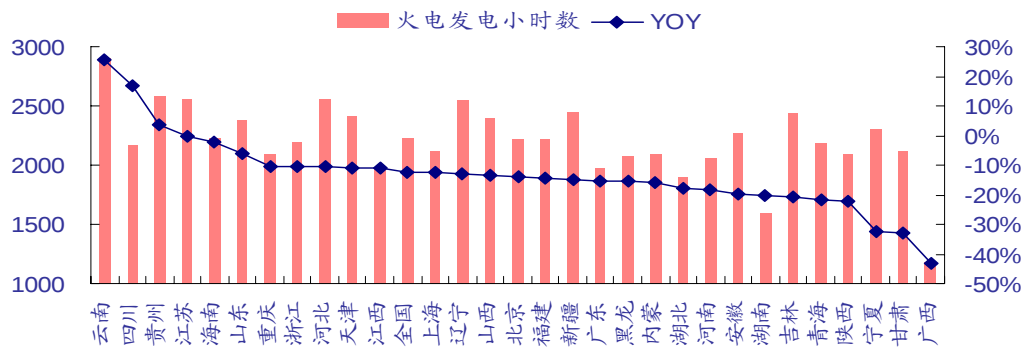
从分省区情况看，江苏、山东、浙江、河北等沿海省份火电机组利用率降幅小于全国平均水平；上海、广东两区域的火电利用率也在回升。

图 12: 09 年 1-6 月分地区发电小时数情况 (全部)



资料来源：中电联

图 13: 09 年 1-6 月分地区发电小时数情况 (火电)



资料来源：中电联

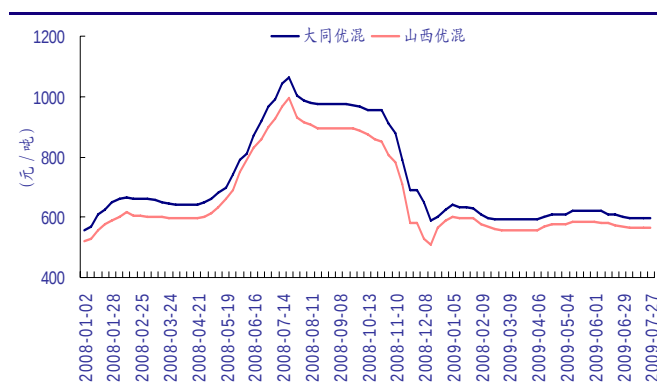
我们继续看好三个区域的机组利用率：(1) 东部沿海地区电力需求相对稳定，新增装机投产较少，机组利用率情况乐观。重点关注山东、江苏、浙江等省区。(2) 上海、广东等省市电力需求回升，本区域新增装机少，但受外省送电影响较大。随着本区域和送电区域用电量的增加，及外来电接纳能力的饱和，外来电对本地机组利用率的边际影响将降低。本区域机组利用率趋向回升。(3) 受益于钢铁等工业用电明显回升的省区，如河北、河南。我们同时关注机组利用率滞后于东部见底的山西、宁夏、甘肃等地的火电。

三、燃料成本平稳

国内市场煤价格环比平稳。7月27日，秦皇岛大同优混（6000大卡）、山西优混（5500大卡）、山西大混（5000大卡）的价格分别为598元/吨、565元/吨和498元/吨，与6月29日的价格持平，较08年同期价格分别下降41%、39%和41%。

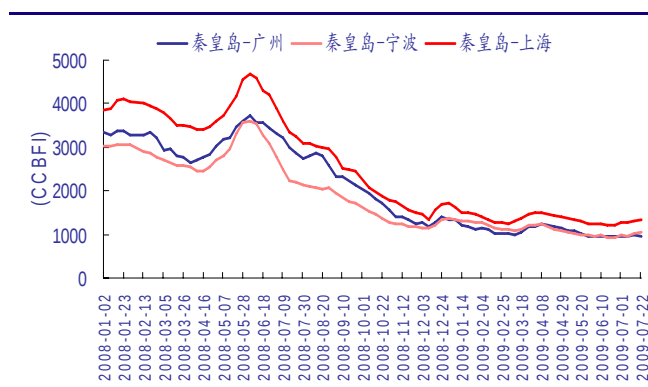
国内沿海航运价格指数环比小幅下降。7月22日，CCBFI 秦皇岛-广州、秦皇岛-宁波、秦皇岛-上海煤炭运输指数分别较6月24日上升了1%、13%和10%，较08年同期下降66%、53%和59%。

图 14: 秦皇岛煤炭价格



资料来源：中国煤炭资源网

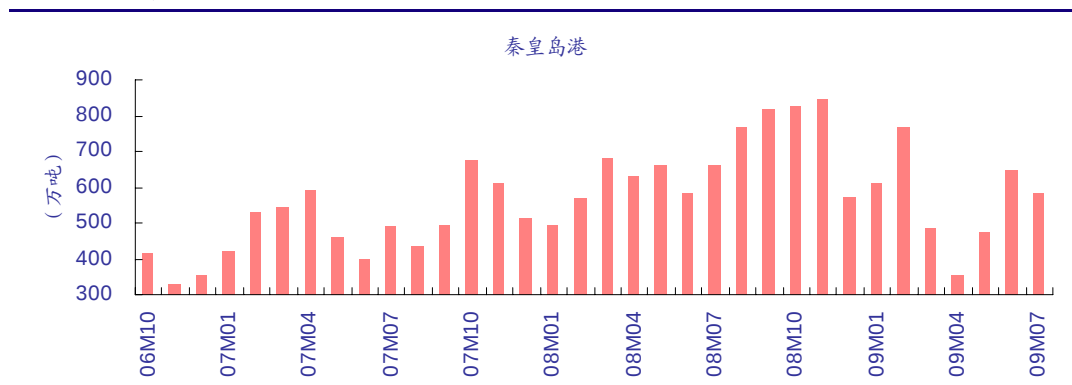
图 15: CCBFI 指数



资料来源：中华航运网

国内煤炭库存变化稳定。7月25日，秦皇岛库存达到583万吨，较6月末库存略有降低。

图 16: 秦皇岛库存情况



资料来源：中国煤炭资源网

四、产业链纵向延伸

经历了 2008 年煤价大幅上涨的冲击后，电力公司愈发重视上游煤炭资源，纷纷加大了在煤炭领域的投资力度。电力产业链的纵向延伸趋势越发明显。

电力企业在煤炭领域加大投资具有良好的契机。目前，我国煤炭新增可采储量主要集中在内蒙古、宁夏、甘肃、新疆等西部省区，增量明显。此区域内的煤炭市场竞争格局尚未饱和，电力企业有机会参与其中，并获得整装、大型煤矿资源。

山西、云南等省区均在加快煤炭资源整合。大型电力企业具有资金优势和区位优势，可以在资源整合中有所作为。同时，电力与煤炭企业的合作也在延续，双方通常以合资的方式进行煤炭开发。

“向上游要资源，产业链纵向延伸”的发展战略符合电力企业的长远利益，是电力产业发展的趋势。资源的排他性使扩张步伐较快的企业获得了先发优势。关注国电电力、华电国际、京能热电等公司在煤炭领域的扩张。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908