

动态报告

电力

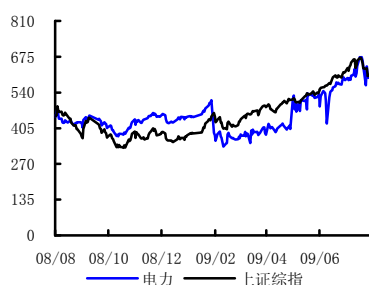
电力行业 8 月份月报

中性

(维持评级)

2009 年 8 月 20 日

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

《7 月份发电量数据点评：7 月发电量创年内新高，且再度同比正增长》——2009-8-6

《电力行业 7 月份月报：流火 7 月，火电业绩加速改善》——2009-7-20

《09 年电力行业中期策略报告：困境已过、机会未来》——2009-7-2

分析师：谢达成

电话：021-68866236

E-mail: xiedc@guosen.com.cn

分析师：徐颖真

电话：021-68864007

E-mail: xuyz@guosen.com.cn

行业月报

# 等待市场企稳后的配置机会

## ● 发电增速连续 2 个月为正，用电回升开始向高耗能地区转移

7 月发电增速 4.8%，延续 6 月份正增长势头；7 月单月用电增长 6%，主要受工业恢复和高温天气叠加作用。第二产业重新恢复其在用电增长中的主导地位，用电回升开始转移至高耗能地区。分地区看，7 月份单月用电增长贡献前 5 位地区分别是河北、山东、广东、河南和湖北。

## ● 装机投产分化明显，火电开工率持续回升，水电则下降

水电火电新增装机分化明显，前 7 月火电、水电新增装机分别同比下降 24% 和上升 15%，利用小时分别下降 11% 和 2.7%。从近两个月单月数据看，火电开工率持续回升，水电则由于来水较多年同期偏枯下降约达 9%。

## ● 煤价：稳中略降利好火电

电煤库存月内骤降，主要源于季节性因素。7、8 月为火力发电夏季高峰，7 月份发电环比 6 月增长约 10.2%（01-07 年均值），09 年该值为 8.3%。截至 8 月中旬，用电高峰已过 3/4，但煤价仍只较 7 月初略涨，由此可见电煤供大于求的压力。火电公司 3 季度将直接受益于开工率的回升。

## ● 火电三季度业绩改善仍值期待

火电业绩 2Q09 同比大幅增长主要源于 08 年下半年电价上涨和 09 年煤价回落带来的毛利率提升；环比大幅增长则主要源于发电量的提升。重工业进一步复苏和高温天气将使 3 季度下半段维持前期各旬发电正增长的势头，加上电煤价格趋稳因素，3 季度业绩增长超预期概率大。

## ● 建议市场企稳后配置优势地区的火电股

近期市场大幅调整，一方面是市场大幅上涨后的正常调整，另一方面也反映之前市场对经济的复苏过分乐观，应该说 7 月份的电量数据是略低于市场此前预期的，但我们认为恰恰是这样温和的经济复苏对火电最为有利，这意味着动力煤根本不可能出现缺口，煤价不但不像激进派预测的上涨反而可能回落，那么电量恢复、煤价微跌的局面将带来火电业绩的超预期，而恰恰近期市场全面回落进一步降低了电力公司的估值，意味其未来的投资机会。我们维持行业 6 个月的中性评级，但我们认为未来 3 个月存在阶段性跑赢市场的机会，建议市场企稳后增加华南、华东的火电股配置。本月重点关注公司：宝新能源、粤电力、国电电力、中电股份。

### 独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 发用电增速连续 2 个月为正：经济向好和高温天气叠加作用

### 7 月发电量增长 4.8%，连续 2 个月增速为正

根据统计局/中电联数据，7 月单月发电量同比实现 4.8% 的增幅，连续两个月为正。其中水电发电增速从上月 7% 环比下滑至 4.7%；火电发电增速继续为正，从上月 3.70% 上升至 4.50%。

根据国网统调数据，7 月上、中、下旬和 8 月上旬日均发电量分别为 109.98、115.72、111.63 和 110.00 亿千瓦时，同比增幅分别为 3.00%、7.91% 和 1.97% 和 3.60%，7 月下旬增速放缓主要是气温扰动作用。

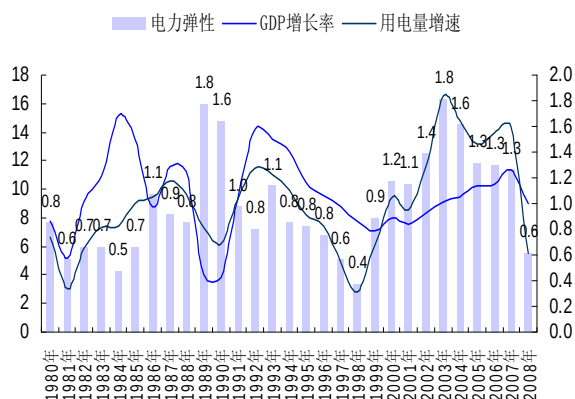
由于季节因素，7 月单月用电较 6 月环比多年平均增幅为 9.7%（01-07 年）；08、09 年增幅分别为 9% 和 11%。考虑到今年高温天气提前至 6 月下旬，不难看出经济向好的趋势。

**表 1：2009 年以来逐月分旬发电量及同比数据**

|       | 日均发电量（亿 Kwh） | 同比增幅（%） | 天数（天） | 旬发电量（亿千瓦时） |
|-------|--------------|---------|-------|------------|
| 1 月上旬 | 90.49        | -3.20%  | 10    | 904.90     |
| 1 月中旬 | 86.86        | -10.10% | 10    | 868.60     |
| 1 月下旬 | 66.34        | -25.60% | 11    | 729.74     |
| 2 月上旬 | 77.79        | 11.80%  | 10    | 777.90     |
| 2 月中旬 | 90.44        | 15.00%  | 10    | 904.40     |
| 2 月下旬 | 94.77        | 6.90%   | 8     | 758.16     |
| 3 月上旬 | 93.70        | 1.10%   | 10    | 937.00     |
| 3 月中旬 | 92.28        | -1.40%  | 10    | 922.80     |
| 3 月下旬 | 91.58        | -2.08%  | 11    | 1007.38    |
| 4 月上旬 | 91.24        | -3.60%  | 10    | 912.40     |
| 4 月中旬 | 91.38        | -4.30%  | 10    | 913.80     |
| 4 月下旬 | 92.14        | -3.60%  | 10    | 921.40     |
| 5 月上旬 | 90.97        | -3.90%  | 10    | 909.70     |
| 5 月中旬 | 95.91        | -0.57%  | 10    | 959.10     |
| 5 月下旬 | 93.48        | -5.66%  | 11    | 1028.28    |
| 6 月上旬 | 97.64        | -0.17%  | 10    | 976.40     |
| 6 月中旬 | 103.07       | 3.80%   | 10    | 1030.70    |
| 6 月下旬 | 108.62       | 7.00%   | 10    | 1086.20    |
| 7 月上旬 | 109.98       | 3.00%   | 10    | 1099.80    |
| 7 月中旬 | 115.72       | 7.91%   | 10    | 1157.20    |
| 7 月下旬 | 111.63       | 1.97%   | 11    | 1227.93    |
| 8 月上旬 | 110.00       | 3.60%   | 10    | 1100.00    |

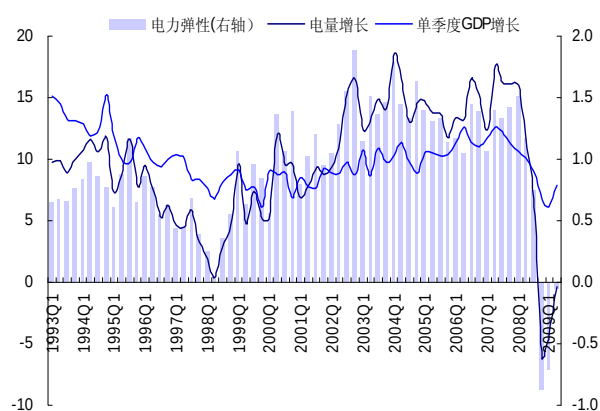
资料来源：公开信息

图 1: 1980-2008 年度电力弹性系数



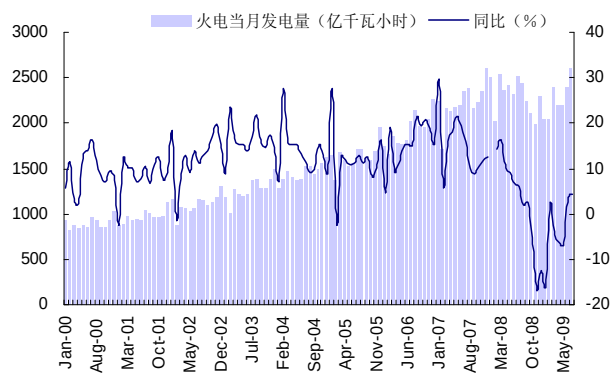
资料来源：中电联、国信证券经济研究所

图 2: 01-09 逐季电力消费弹性系数（至 09Q2）



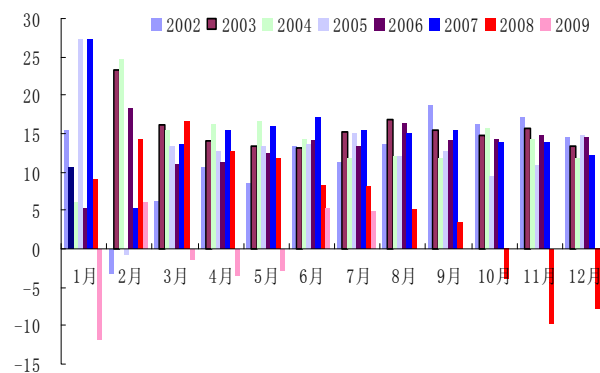
资料来源：中电联、国信证券经济研究所

图 3: 2000-2009 年月份火电发电量及同比



资料来源：中电联、国信证券经济研究所

图 4: 2002-2009 年月度单月发电量同比增长



资料来源：中电联、国信证券经济研究所

表 2: 07 年以来逐月发电量情况（亿千瓦时）

|        | 当月总发电量  | 同比 (%) | 累计总发电量   | 同比 (%) | 火电当月发电  | 同比 (%) | 火电累计发电   |
|--------|---------|--------|----------|--------|---------|--------|----------|
| Jan-07 | 2512.38 | 27.30  | 2512.38  | 27.30  | 2239.04 | 29.60  | 2239.04  |
| Feb-07 | 1967.31 | 5.30   | 4479.66  | 16.60  | 1719.78 | 6.00   | 3958.82  |
| Mar-07 | 2472.00 | 13.70  | 7011.71  | 15.50  | 2164.38 | 16.00  | 6195.27  |
| Apr-07 | 2474.47 | 15.40  | 9507.29  | 15.60  | 2124.97 | 18.20  | 8330.90  |
| May-07 | 2568.68 | 16.00  | 12082.44 | 15.80  | 2184.97 | 21.50  | 10542.08 |
| Jun-07 | 2715.59 | 17.00  | 14850.31 | 16.00  | 2190.21 | 19.40  | 12777.30 |
| Jul-07 | 2915.71 | 15.50  | 17849.45 | 16.50  | 2352.15 | 15.90  | 15230.47 |
| Aug-07 | 2989.76 | 15.00  | 20860.94 | 16.30  | 2390.45 | 10.20  | 17638.58 |
| Sep-07 | 2760.05 | 15.50  | 23702.41 | 16.40  | 2164.72 | 8.70   | 19873.70 |
| Oct-07 | 2727.88 | 13.90  | 26432.87 | 16.20  | 2225.78 | 10.50  | 22096.49 |
| Nov-07 | 2754.73 | 13.80  | 29194.80 | 15.80  | 2348.84 | 11.90  | 24471.44 |
| Dec-07 | 2946.90 | 12.30  | 32815.53 | 14.51  | 2607.10 | 12.70  | 27229.33 |
| Jan-08 | 2831.52 | 8.96   | 2831.52  | 8.96   | 2497.43 |        |          |
| Feb-08 | 2337.76 | 14.30  | 5169.28  | 11.30  | 2029.83 | 14.20  | 4527.26  |
| Mar-08 | 2897.84 | 16.60  | 8051.27  | 14.00  | 2535.47 | 16.50  | 7073.37  |
| Apr-08 | 2814.32 | 12.80  | 10909.76 | 14.10  | 2366.63 | 10.10  | 9498.10  |
| May-08 | 2933.79 | 11.80  | 13881.93 | 13.70  | 2415.04 | 9.20   | 11920.61 |

|        |         |        |          |        |         |        |          |
|--------|---------|--------|----------|--------|---------|--------|----------|
| Jun-08 | 2934.47 | 8.30   | 16803.19 | 12.90  | 2306.44 | 6.80   | 14149.83 |
| Jul-08 | 3195.36 | 8.10   | 20062.81 | 11.90  | 2514.86 | 6.10   | 16800.35 |
| Aug-08 | 3160.60 | 5.10   | 23229.30 | 10.90  | 2433.44 | 1.80   | 19201.62 |
| Sep-08 | 2892.45 | 3.40   | 26072.18 | 9.90   | 2241.36 | 2.70   | 21425.85 |
| Oct-08 | 2645.01 | -4.00  | 28704.74 | 8.30   | 2113.92 | -5.30  | 23547.50 |
| Nov-08 | 2540.22 | -9.60  | 31292.70 | 6.80   | 1994.82 | -16.60 | 25582.60 |
| Dec-08 | 2739.61 | -7.90  | 34046.96 | 5.50   | 2294.25 | -12.40 | 27857.37 |
| Jan-09 | 2433.57 | -11.80 | 2433.57  | -11.80 | 2045.99 | -16.05 | 2045.99  |
| Feb-09 | 2449.38 | 5.90   | 4882.94  | -3.73  | 2036.61 | 2.35   | 4082.61  |
| Mar-09 | 2833.60 | -1.32  | 7797.01  | -2.03  | 2399.39 | -4.46  | 6544.43  |
| Apr-09 | 2712.87 | -3.50  | 10491.62 | -3.20  | 2187.62 | -6.21  | 8728.85  |
| May-09 | 2838.93 | -2.67  | 13328.36 | -3.17  | 2201.05 | -6.83  | 10929.03 |
| Jun-09 | 3100.09 | 5.20   | 16441.46 | -1.70  | 2407.00 | 3.70   | 13392.16 |
| Jul-09 | 3344.98 | 4.80   | 19780.00 | -0.70  | 2606.33 | 4.50   | 16032.00 |

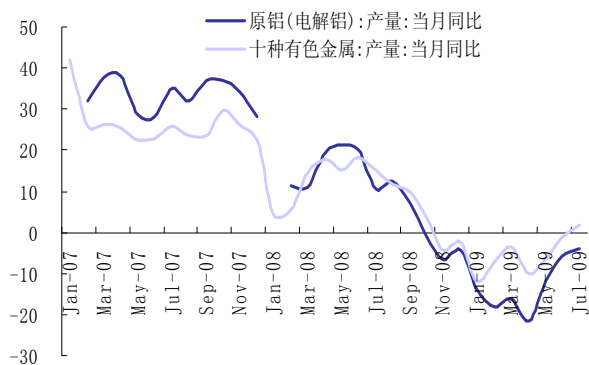
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

### 分行业分析——用电增长受工业向好和高温天气叠加作用

1-7 月用电量累计同比下降 0.89%，但 7 月份单月用电同比增长约 6%，增长贡献依次是第二产业（46%）、居民用电（31%）、第三产业（21%）和第一产业（2%），6 月份该比例分别为 26%、34%、38% 和 2%。第二产业中贡献排名前四位依次是化工、电力、水泥、有色行业。

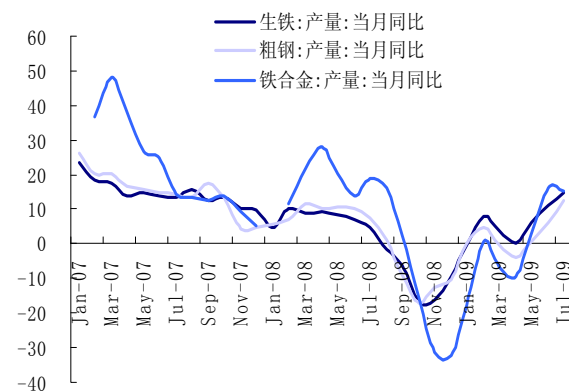
由此可见：（1）第二产业正逐渐恢复其在用电增长中的主导地位；（2）今年异常的高温天气导致 7 月居民用电较快增长。

图 5：有色金属行业产品月度产量同比增长（%）



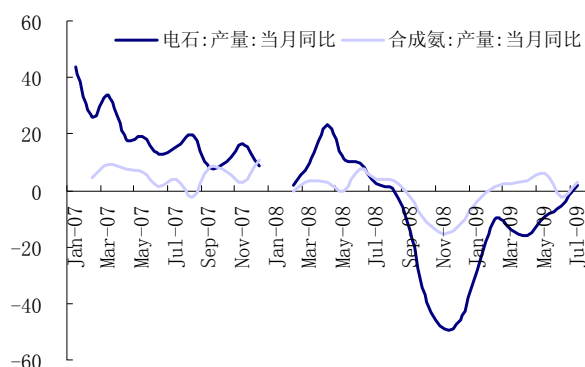
资料来源: WIND、国信证券经济研究所

图 6：钢铁行业产品月度产量同比增长（%）



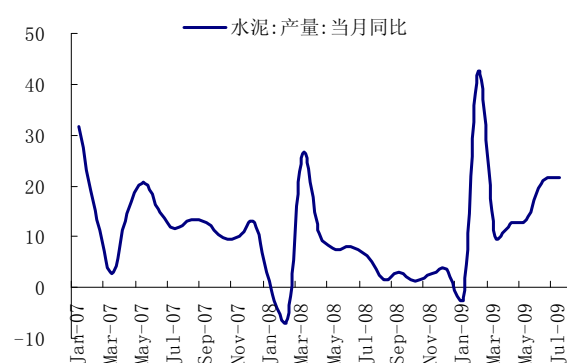
资料来源: WIND、国信证券经济研究所

图 7: 化工行业产品月度产量同比增长 (%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所

图 8: 建材行业产品月度产量同比增长 (%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所

表 3: 各行业用电比例及增速 (%)

|             | 用电比例       |            |            |            | 用电增速       |            |            |            |
|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|             | 09 年 1-4 月 | 09 年 1-5 月 | 09 年 1-6 月 | 09 年 1-7 月 | 09 年 1-4 月 | 09 年 1-5 月 | 09 年 1-6 月 | 09 年 1-7 月 |
| 全社会         | 100.00     | 100.00     | 100.00     | 100.00     | -4.03      | -3.66      | -2.24      | -0.89      |
| A、各行业用电量合计  | 86.25      | 86.78      | 87.19      | 87.41      | -5.83      | -5.34      | -3.79      | -2.40      |
| 第一产业        | 2.38       | 2.52       | 2.63       | 2.68       | 4.69       | 4.81       | 3.81       | 5.05       |
| 第二产业        | 72.41      | 72.36      | 73.65      | 73.91      | -8.12      | -7.39      | -5.73      | -4.26      |
| 工业:         | 71.34      | 72.19      | 72.59      | 72.88      | -8.29      | -7.55      | -5.88      | -4.40      |
| 轻工业         | 12.89      | 12.92      | 12.96      | 12.77      | -6.76      | -6.41      | -5.49      | -4.68      |
| 重工业         | 58.50      | 59.27      | 59.63      | 60.11      | -8.62      | -7.79      | -5.96      | -4.34      |
| (1) 化学原料及化学 |            |            |            |            |            |            |            |            |
| 制品制造业       | 7.89       | 7.81       | 7.83       | 7.89       | -10.54     | -11.45     | -11.86     | -7.95      |
| (2) 电力、热力的生 |            |            |            |            |            |            |            |            |
| 产和供应业       | 12.68      | 13.23      | 13.31      | 14.04      | -8.48      | -6.13      | -2.30      | -1.65      |
| (3) 非金属矿物制品 |            |            |            |            |            |            |            |            |
| 业           | 5.58       | 5.78       | 5.87       | 5.78       | -0.91      | -0.26      | 0.85       | 1.99       |
| (4) 有色金属冶炼及 |            |            |            |            |            |            |            |            |
| 压延加工业       | 6.61       | 6.68       | 6.74       | 6.74       | -17.71     | -15.49     | -13.67     | -11.21     |
| 第三产业        | 11.50      | 11.01      | 10.92      | 10.82      | 9.04       | 8.21       | 9.42       | 10.37      |
| B、城乡居民生活用电  |            |            |            |            |            |            |            |            |
| 量合计         | 13.80      | 13.22      | 12.81      | 12.59      | 9.10       | 9.10       | 9.87       | 10.99      |

资料来源: 中电联、国信证券经济研究所

## 分地区分析——用电回升开始转移至高耗能地区

分地区看, 用电量呈现如下特点:

(1) 对 7 月份 (当月、非累计) 用电增长贡献排在前 5 位的分别是河北、山东、广东、河南和湖北, 合计贡献约 52%。

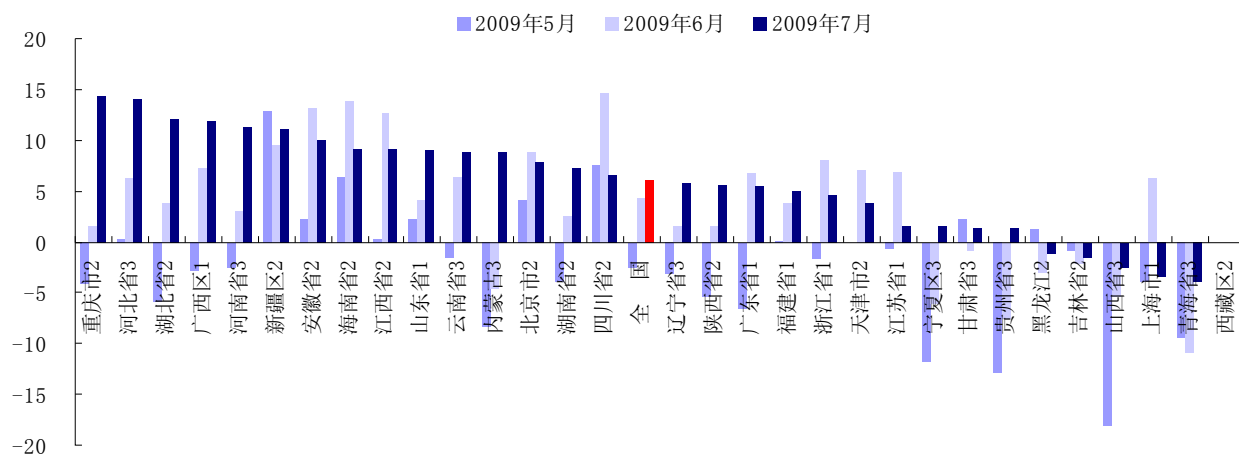
(2) 沿海地区: 大部分地区实现正增长, 广西、山东增速回升明显, 其他地区增速有所下降。上海 (增速为负)、江苏增速下降明显, 主要是较高基数影响。

(3) 高耗能地区开始快速恢复。60% 的地区 7 月用电增幅较 6 月份提高 7 个百分点以上。钢铁、有色和化工行业集中地区回升明显, 河北、河南、云南和内蒙分别同比增长 14.03%、11.25%、8.9% 和 8.8%。

从增速上看, 用电回升开始转移至高耗能地区, 意味着中游行业进一步复苏。

但从绝对值上看，沿海地区由于较大的用电规模，对用电增长贡献仍占据一定地位。

图 9：200905-200907 各省市单月用电同比增长（单位：%）



资料来源：中电联、国信证券经济研究所；注：横轴省市后数据 1 代表沿海地区，2 代表其他地区，3 代表高耗能地区

通过以上分析，7 月单月用电仍维持同比正增长的主要原因是：

1、工业经济持续复苏。从分行业用电看，第二产业正逐渐恢复其在用电增长中的主导地位，贡献较大的仍旧是重工业；而从分地区数据看，用电回升开始向高耗能地区转移，重工业集中地区如河北、河南、云南、内蒙回升明显。

2、今年 6、7 月份高温天气比去年更甚。根据气象局发布信息，7 月极端高温事件出现站点多、范围广。7 月中下旬，长江中下游及其以南地区高温日数普遍达 6~12 天；与常年同期相比，江汉东南部、江南中北部及重庆北部等地高温日数偏多 5~7 天，其中湖南东北部、江西西北部部分地区的高温日数偏多 7 天以上；长江中下游区域平均高温日数为 9 天，较常年同期 4.7 天多近 1 倍，为 1989 年以来历史同期最多。

## 装机投产分化明显，火电开工率持续回升

从新增装机看，水电火电分化明显。7 月份单月火电装机 148 万千瓦，较 6 月份 622 万千瓦明显下降；而水电装机 245 万千瓦，较 6 月份 195 万千瓦大幅上升。前 7 月火电、水电新增装机分别同比下降 24% 和上升 15%。

利用小时方面，火电前 7 月下降 11%，7 月单月下降 2%，受近两个月发电量增加影响降幅持续收窄；水电利用小时数前 7 月下降 2.7%，近两个月由于来水比多年同期偏枯下降幅度约达 9%。

表 4：06 年以来逐月机组投产情况

|       | 全部累计新增  | 相对上年增幅 | 火电新增    | 相对上年增幅 | 水电新增   | 相对上年增幅 | 其他机组新增 |
|-------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 1-7 月 | 3552.27 | 4.42%  | 2345.79 | 3.78%  | 949.59 | 5.74%  | 256.79 |
| 1-6 月 | 3100.98 | 3.86%  | 2197.43 | 3.54%  | 704.62 | 4.26%  | 198.93 |
| 1-5 月 | 2211.28 | 2.75%  | 1575.90 | 2.54%  | 509.29 | 3.08%  | 126.09 |
| 1-4 月 | 1734.80 | 2.16%  | 1257.50 | 2.03%  | 380.80 | 2.30%  | 96.50  |
| 1-3 月 | 1011.45 | 1.26%  | 821.40  | 1.32%  | 137.73 | 0.83%  | 52.32  |
| 1-2 月 | 719.45  | 1.01%  | 592.15  | 1.07%  | 91.33  | 0.63%  | 35.97  |

|         |          |        |          |        |          |        |         |
|---------|----------|--------|----------|--------|----------|--------|---------|
| 08 年底合计 | 79253.00 | 10.34% | 60132.00 | 8.15%  | 17152.00 | 15.68% | 1779.00 |
| 1-12 月  | 9051.00  | 12.69% | 6575.00  | 11.86% | 2010.00  | 13.84% | 466.00  |
| 1-11 月  | 6795.61  | 9.53%  | 4984.41  | 8.99%  | 1540.22  | 10.60% | 270.98  |
| 1-10 月  | 5846.20  | 8.20%  | 4091.59  | 7.38%  | 1525.88  | 10.50% | 228.73  |
| 1-9 月   | 5647.89  | 7.92%  | 4048.09  | 7.30%  | 1384.23  | 9.53%  | 215.57  |
| 1-8 月   | 5178.34  | 7.26%  | 3681.09  | 6.64%  | 1292.03  | 8.89%  | 205.22  |
| 1-7 月   | 4112.25  | 5.77%  | 3093.94  | 5.58%  | 826.42   | 5.69%  | 191.89  |
| 1-6 月   | 3301.85  | 4.63%  | 2449.61  | 4.42%  | 704.00   | 4.85%  | 148.24  |
| 1-5 月   | 2342.18  | 3.28%  | 1691.36  | 3.05%  | 518.80   | 3.57%  | 132.02  |
| 1-4 月   | 1917.42  | 2.69%  | 1447.51  | 2.61%  | 367.08   | 2.53%  | 102.83  |
| 1-3 月   | 1246.02  | 1.75%  | 1062.91  | 1.92%  | 99.08    | 0.68%  | 84.03   |
| 1-2 月   | 719.45   | 1.01%  | 592.15   | 1.07%  | 91.33    | 0.63%  | 35.97   |
| 07 年底合计 | 71329.00 |        | 55442.00 |        | 14526.00 |        |         |
| 06 年底合计 | 62200.00 |        | 48405.00 |        | 12857.00 |        |         |
| 05 年底合计 | 50841.30 |        | 38413.10 |        | 12428.20 |        |         |

资料来源：中电新闻网、国信证券经济研究所

表 5: 06 年以来发电设备利用率下降情况

|             | 全部   |       |         | 水电   |       |        | 火电   |       |         |
|-------------|------|-------|---------|------|-------|--------|------|-------|---------|
|             | 当年   | 前 1 年 | 同比      | 当年   | 前 1 年 | 同比     | 当年   | 前 1 年 | 同比      |
| 09 年 1-7 月  | 2527 | 2816  | -10.26% | 1934 | 1987  | -2.67% | 2665 | 2992  | -10.93% |
| 09 年 1-6 月  | 2106 | 2380  | -11.51% | 1539 | 1553  | -0.90% | 2236 | 2555  | -12.49% |
| 09 年 1-5 月  | 1721 | 1971  | -12.68% | 1188 | 1170  | 1.53%  | 1841 | 2139  | -13.93% |
| 09 年 1-4 月  | 1354 | 1560  | -13.20% | 854  | 841   | 1.55%  | 1468 | 1711  | -14.20% |
| 09 年 1-3 月  | 1009 | 1157  | -12.79% | 601  | 564   | 6.56%  | 1100 | 1282  | -14.04% |
| 09 年 1-2 月  | 646  | 748   | -13.63% | 380  | 360   | 5.55%  | 702  | 830   | -15.42% |
| 08 年 1-12 月 | 4677 | 5011  | -6.67%  | 3621 | 3532  | 2.52%  | 4911 | 5316  | -7.62%  |
| 08 年 1-11 月 | 4317 | 4586  | -5.87%  | 3415 | 3334  | 2.43%  | 4508 | 4834  | -6.74%  |
| 08 年 1-10 月 | 3981 | 4181  | -4.78%  | 3110 | 3088  | 0.71%  | 4171 | 4396  | -5.12%  |
| 08 年 1-9 月  | 3632 | 3770  | -3.66%  | 2819 | 2759  | 2.17%  | 3805 | 3971  | -4.18%  |
| 08 年 1-8 月  | 3237 | 3353  | -3.46%  | 2431 | 2343  | 3.76%  | 3408 | 3559  | -4.24%  |
| 08 年 1-7 月  | 2816 | 2896  | -2.76%  | 1987 | 1917  | 3.65%  | 2992 | 3094  | -3.30%  |
| 08 年 1-6 月  | 2380 | 2432  | -2.14%  | 1553 | 1492  | 4.09%  | 2555 | 2605  | -1.92%  |
| 08 年 1-5 月  | 1971 | 2011  | -1.99%  | 1170 | 1103  | 6.07%  | 2139 | 2197  | -2.64%  |
| 08 年 1-4 月  | 1560 | 1619  | -3.64%  | 841  | 808   | 4.08%  | 1711 | 1746  | -2.00%  |
| 08 年 1-3 月  | 1157 | 1177  | -1.70%  | 564  | 575   | -1.91% | 1282 | 1302  | -1.54%  |
| 08 年 1-2 月  | 748  | 769   | -2.73%  | 360  | 360   | 0.00%  | 830  | 856   | -3.04%  |
| 07 年 1-12 月 | 5011 | 5221  | -4.02%  | 3532 | 3434  | 2.85%  | 5316 | 5633  | -5.63%  |
| 07 年 1-9 月  | 3777 | 3924  | -3.75%  | 2759 | 2690  | 2.57%  | 3984 | 4198  | -5.10%  |
| 07 年 1-6 月  | 2437 | 2537  | -3.94%  | 1487 | 1645  | -9.60% | 2638 | 2741  | -3.76%  |
| 07 年 1-3 月  | 1174 | 1238  | -5.17%  | 570  | 604   | -5.63% | 1320 | 1404  | -5.98%  |
| 06 年 1-12 月 | 5221 | 5424  | -3.74%  | 3434 | 3664  | -6.28% | 5633 | 5866  | -3.97%  |
| 06 年 1-9 月  | 3923 | 4105  | -4.43%  | 2665 | 2810  | -5.16% | 4204 | 4414  | -4.76%  |
| 06 年 1-6 月  | 2544 | 2672  | -4.79%  | 1646 | 1643  | 0.18%  | 2748 | 2926  | -6.08%  |
| 06 年 1-3 月  | 1251 | 1313  | -4.72%  | 602  | 591   | 1.86%  | 1405 | 1495  | -6.02%  |

资料来源：中电联、国信证券经济研究所

## 煤价：稳中略降利好火电

### 煤炭库存下降，中转地、坑口煤价稳中略降

秦皇岛煤炭库存 7 月份基本处于下跌态势，单月下降幅度约 24%，8 月 8 日库存为 502.9 万吨，回到 6 月初水平。

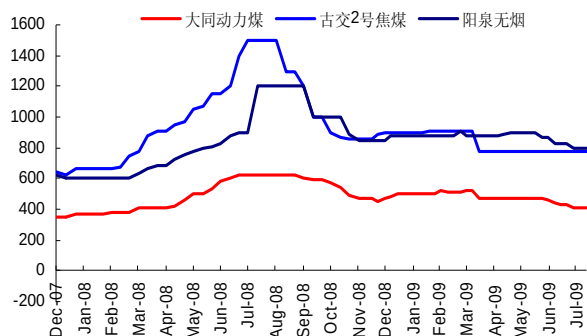


直供电厂 7 月末库存为 3165 万吨，同比/环比分别增加 61.40%/下降 4.32%，库存天数从期初的 19 天下降到 17 天，其中东北电网下降至 8 天的较低水平。

秦皇岛动力煤平仓价 7 月份基本保持稳定，8 月初略有上涨。山西主要煤种的坑口煤价约下降 7%-10%。

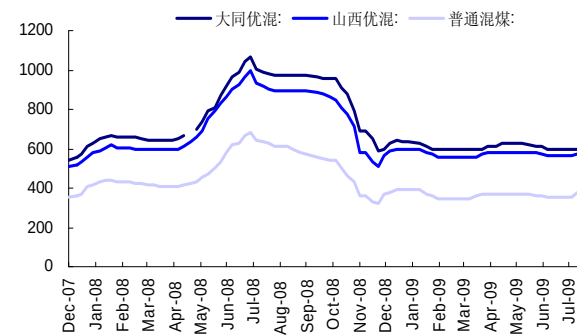
库存月内骤降，主要源于季节性因素。从 08 年前数据看，7、8 月为火力发电夏季高峰，7 月份发电环比 6 月增长约 10.2%（01-07 年均值），09 年该值为 8.3%。9 月传统用电淡季即将到来，而截至 8 月中旬动力煤价较 7 月初仍只是略涨，由此可见电煤供大于求的压力。

图 10：坑口煤价走势（不含税，截至 20090810）



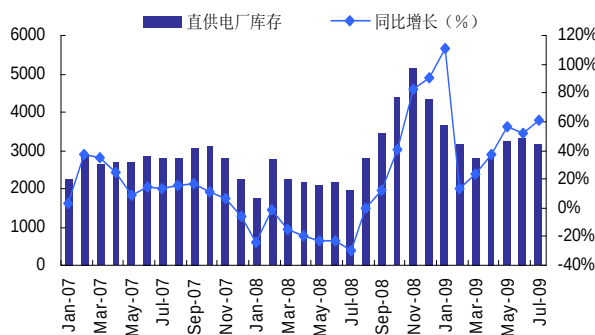
资料来源：煤炭资源网、国信证券经济研究所

图 11：秦皇岛动力煤平仓价格走势（截至 20090810）



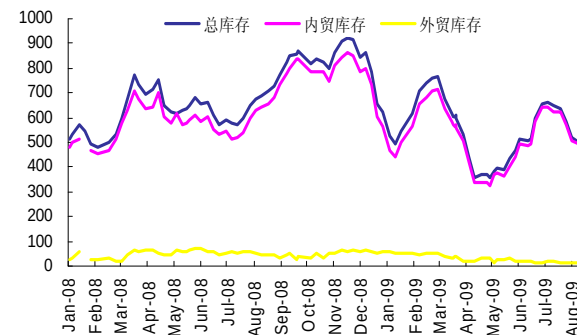
资料来源：煤炭资源网、国信证券经济研究所

图 12：直供电厂煤炭库存（截至 2009 年 7 月）



资料来源：煤炭资源网、国信证券经济研究所

图 13：秦皇岛港口库存（截至 20090808）



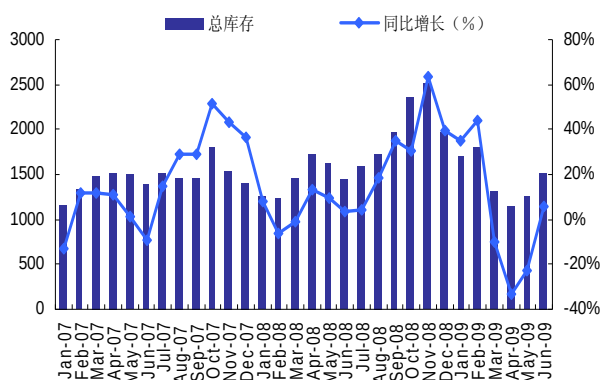
资料来源：煤炭资源网、国信证券经济研究所

## 国际煤价高位徘徊

国际煤价 7 月初以来不断上升，期末达 76.15 美元/吨，略超 6 月初高点。考虑运费、增值税因素，其相对国内煤价竞争优势逐渐丧失。

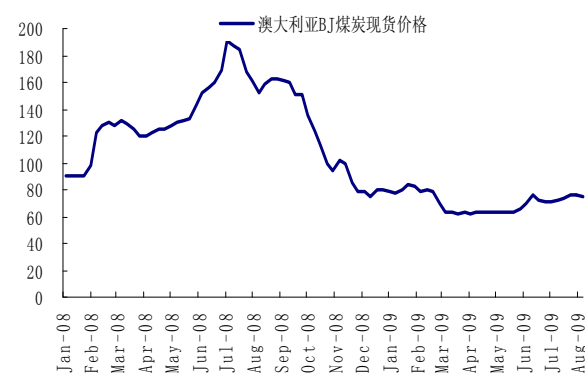


图 14: 重点港口煤炭库存 (截至 2009 年 6 月)



资料来源: 煤炭资源网、国信证券经济研究所

图 15: 澳大利亚 BJ 现货价格 (截至 2009 年 8 月 6 日)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所

## 盈利分析: 三季度火电业绩的改善有望超预期

### 水电: 近 2 年受益于装机大量投产和丰水, 盈利能力提升

1-5 月水电收入增长 21%, 利润增长 78%, 1-5 月水电发电量同比上升 21%, 与收入增幅相当, 可见电价水平基本持平, 毛利率达到 40.62%, 利润率达到了 16.96%, 利润率高于 08 年但与 07 年同期持平, 水电的利润率往往受来水影响, 09 年水电利润的大幅增长主要源于收入的增长, 即水电规模的增长。08 年三峡、龙滩等大型水电项目陆续投产水电行业规模扩张显著, 同时行业也延续着良好的利润率水平。

表 6: 2007-2009 年水电行业利润及增幅

|      | 07 年累计利润总额<br>(亿元) | 08 年累计利润总额<br>(亿元) | 09 年累计利润总额<br>(亿元) | 07 年累计利润总额<br>增长 | 08 年累计利润总额<br>增长 | 09 年累计利润总额<br>增长 |
|------|--------------------|--------------------|--------------------|------------------|------------------|------------------|
| 2 月  | 2.98               | 0.95               | 9.39               | 57%              | -73%             | 892.15%          |
| 5 月  | 52.47              | 47.39              | 78.97              | 6%               | -23%             | 78.31%           |
| 8 月  | 159.14             | 180.08             |                    | 16%              | 14%              |                  |
| 11 月 | 246.90             | 268.64             |                    | 36%              | 10%              |                  |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所

表 7: 2007-2009 年水电行业毛利率、销售利润率、ROE

|      | 07 年毛利率 | 08 年毛利率 | 09 年毛利率 | 07 年利润率 | 08 年利润率 | 09 年利润率 | 07 年 ROE | 08 年 ROE | 09 年 ROE |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 2 月  | 30.72%  | 36.92%  | 33.90%  | 2.96%   | 0.73%   | 6.27%   | 0.13%    | 0.03%    | 0.28%    |
| 5 月  | 38.78%  | 39.41%  | 40.62%  | 16.91%  | 12.69%  | 16.96%  | 2.12%    | 1.65%    | 2.24%    |
| 8 月  | 47.20%  | 46.87%  |         | 25.77%  | 23.03%  |         | 6.07%    | 5.78%    |          |
| 11 月 | 47.99%  | 46.72%  |         | 27.67%  | 23.74%  |         | 9.03%    | 8.17%    |          |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所

### 火电: 3 季度业绩超预期可能性大

火电行业前 5 月实现了 114 亿的利润总额, 该金额相对于 08 年同期 23 亿的亏损以及 09 年前 2 月 13 亿的盈利同比和环比均大幅增长。

从已披露中报的火电上市公司看（截至8月17日），09年2季度盈利情况良好。2Q09 同比和环比大多都实现了高增长，同比大幅增长主要源于08年下半年电价上涨以及09年煤价回落带来的毛利率提升；环比大幅增长则主要源于发电量的提升，2季度发电量环比1季度增长12%，去年该值为8%（动力煤价格基本持平，以山西优混中转地价格为例，1、2季度均价分别为574和576元/吨）。

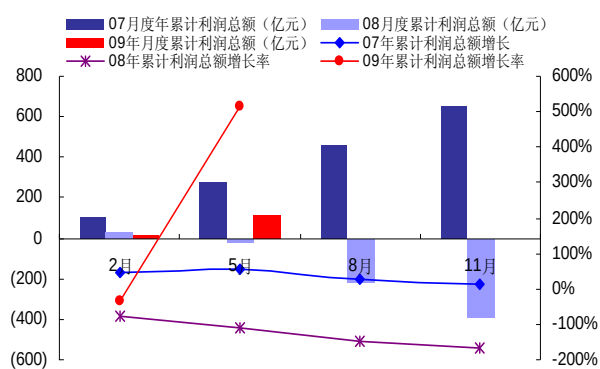
7月各旬和8月上旬的发电量均延续了正增长势头；3季度火电行业面临两方面影响：（1）高耗电行业进一步复苏以及夏季用电高峰叠加作用带来用电量的大幅增长；（2）动力煤价格稳中略跌。据此判断火电业绩3季度超预期的可能性非常大。

表 8：火电行业累计财务数据（截至 09 年 5 月份）

| 日期   | 资产负债率  | 累计资产总计(亿) | 累计资产同比增长 | 累计负债合计(亿) | 累计负债同比增长 | 累计财务费用(亿) | 累计财务费用同比 | 累计管理费用(亿) | 累计管理费用同比 | 累计利润总额(亿) |
|------|--------|-----------|----------|-----------|----------|-----------|----------|-----------|----------|-----------|
| 0905 | 74.97% | 20278     | 10.54%   | 15202     | 15.04%   | 250       | 10.39%   | 69        | -3.24%   | 114       |
| 0902 | 73.14% | 19601     | 11.03%   | 14335     | 15.79%   | 99        | 17.16%   | 26        | -4.39%   | 13        |
| 0811 | 74.41% | 20234     | 13.98%   | 15056     | 21.25%   | 562       | 41.71%   | 171       | 9.37%    | -392      |
| 0808 | 73.15% | 19666     | 14.43%   | 14385     | 20.33%   | 389       | 41.11%   | 124       | 13.26%   | -216      |
| 0805 | 71.47% | 18910     | 16.33%   | 13514     | 20.13%   | 230       | 36.03%   | 74        | 12.72%   | -23       |
| 0802 | 70.05% | 18917     | 16.85%   | 13252     | 20.22%   | 89        | 14.32%   | 31        | 13.95%   | 25        |
| 0711 | 69.10% | 18149     | 18.68%   | 12542     | 20.23%   | 402       | 37.93%   | 165       | 9.75%    | 650       |
| 0708 | 68.87% | 16871     | 18.89%   | 11619     | 19.42%   | 274       | 38.16%   | 114       | 13.80%   | 464       |
| 0705 | 68.47% | 16070     | 20.27%   | 11004     | 21.64%   | 169       | 39.62%   | 67        | 9.73%    | 277       |
| 0702 | 68.47% | 15594     | 21.40%   | 10677     | 25.22%   | 64        | 35.89%   | 26        | 12.37%   | 104       |
| 0612 | 67.26% | 14709     | 21.81%   | 9893      | 24.67%   | 299       | 35.90%   | 168       | 12.23%   | 666       |

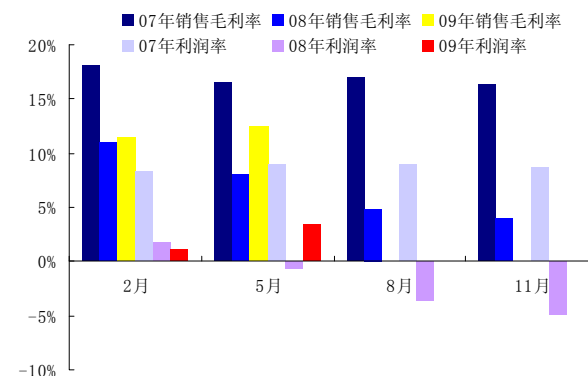
资料来源：中电联、国信证券经济研究所

图 16：2007-2009 年火电行业利润及增幅



资料来源：Wind、国信证券经济研究所

图 17：2007-2009 年火电行业毛利率与销售利润率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所

表 9：已披露中报火电上市公司 1、2 季度单季盈利情况（截至 8 月 17 日）

|        | 2Q08 净利环比增长 | 2Q09 净利环比增长 | 1Q09 净利同比增长 | 2Q09 净利同比增长 | 1Q08 毛利率 | 2Q08 毛利率 | 1Q09 毛利率 | 2Q09 毛利率 |
|--------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------|----------|----------|----------|
| 粤电力 A  | -3004.22%   | 539.40%     | 2445.70%    | 660.46%     | 11.23%   | 1.78%    | 10.84%   | 22.42%   |
| 宝新能源   | -4.66%      | 51.23%      | -29.38%     | 12.03%      | 32.87%   | 21.16%   | 31.34%   | 36.48%   |
| *ST 能山 | -66.81%     | 62.47%      | 23.93%      | 82.88%      | 6.46%    | 2.34%    | 5.88%    | 12.13%   |
| 吉电股份   | -485.24%    | 125.38%     | -650.35%    | 136.26%     | 10.40%   | 5.92%    | -1.57%   | 12.41%   |

|      |           |          |          |          |         |         |          |          |
|------|-----------|----------|----------|----------|---------|---------|----------|----------|
| 豫能控股 | -236.28%  | -271.62% | 38.33%   | 31.85%   | -54.64% | -46.14% | -140.00% | -144.04% |
| 华能国际 | -394.40%  | 156.35%  | 127.27%  | 297.90%  | 8.97%   | 1.34%   | 14.13%   | 14.21%   |
| 华电国际 | -2530.42% | 86.10%   | 776.50%  | 167.11%  | 11.04%  | -0.04%  | 16.69%   | 17.53%   |
| 涪陵电力 | 96.55%    | 194.31%  | -133.94% | 6501.94% | 6.55%   | 12.81%  | -4.46%   | 25.26%   |
| 通宝能源 | 105.19%   | -109.40% | 113.99%  | -125.33% | -10.73% | 10.75%  | 10.39%   | 8.64%    |
| 大唐发电 | -104.32%  | 1667.49% | -92.02%  | 3366.86% | 21.75%  | 10.43%  | 15.16%   | 20.30%   |
| 合计   | -289.77%  | 238.81%  | 16.36%   | 307.75%  | 12.68%  | 3.50%   | 14.50%   | 17.31%   |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所

## 建议市场企稳后增加火电股配置

业绩上看，火电行业3季度盈利将随电量提升和煤价相对持平而大幅增长；估值上看，近期市场调整使火电公司估值趋于合理，覆盖公司中09年PE低值达14倍。

近期市场大幅调整，一方面是市场大幅上涨后的正常调整，另一方面也反映之前市场对经济复苏过分乐观，应该说7月份的电量数据是略低于市场此前预期的，但我们认为恰恰是这样温和的经济复苏对电企最为有利，这意味着动力煤根本不可能出现缺口，煤价不但不像激进派预测的上涨反而可能回落，那么电量恢复、煤价微跌的局面将带来火电业绩的超预期，而恰恰近期市场全面回落进一步降低了电力公司的估值，意味其未来的投资机会。

我们维持行业6个月的中性评级，但我们认为未来3个月存在阶段性跑赢市场的机会，建议市场企稳后增加华南、华东的火电股配置。本月重点关注公司：宝新能源、粤电力、国电电力、申能股份。

表 10：煤炭电力行业的基金季度配置变化

|            | 基金持有市值/基金资产净值  |       | 行业流通市值/市场总流通市值(%) |       | 基金持有市值/股票投资市值  |       |
|------------|----------------|-------|-------------------|-------|----------------|-------|
|            | 电力、煤气及水的生产和供应业 | 采掘业   | 电力、煤气及水的生产和供应业    | 采掘业   | 电力、煤气及水的生产和供应业 | 采掘业   |
| 2002-3-31  | 4.62%          | 2.05% | 5.56%             | 1.89% | 9.22%          | 4.09% |
| 2002-6-30  | 4.83%          | 1.98% | 5.76%             | 2.05% | 7.51%          | 3.08% |
| 2002-9-30  | 5.60%          | 1.94% | 5.78%             | 1.95% | 8.99%          | 3.12% |
| 2002-12-31 | 3.46%          | 1.77% | 5.63%             | 1.94% | 6.97%          | 3.57% |
| 2003-3-31  | 4.31%          | 2.29% | 5.68%             | 1.99% | 7.53%          | 3.99% |
| 2003-6-30  | 5.63%          | 2.55% | 6.07%             | 2.04% | 9.84%          | 4.45% |
| 2003-9-30  | 5.14%          | 2.54% | 5.85%             | 2.21% | 9.39%          | 4.64% |
| 2003-12-31 | 7.91%          | 4.43% | 7.72%             | 2.82% | 12.11%         | 6.79% |
| 2004-3-31  | 6.43%          | 5.16% | 7.08%             | 2.67% | 9.90%          | 7.94% |
| 2004-6-30  | 5.80%          | 4.26% | 7.96%             | 3.02% | 11.87%         | 8.73% |
| 2004-9-30  | 5.45%          | 4.58% | 7.56%             | 3.22% | 10.61%         | 8.91% |
| 2004-12-31 | 4.82%          | 5.09% | 7.31%             | 3.51% | 9.40%          | 9.93% |
| 2005-3-31  | 3.98%          | 3.98% | 7.12%             | 3.63% | 9.22%          | 9.22% |
| 2005-6-30  | 4.01%          | 2.54% | 7.89%             | 3.37% | 10.42%         | 6.61% |
| 2005-9-30  | 3.67%          | 2.37% | 7.75%             | 3.43% | 10.23%         | 6.62% |
| 2005-12-31 | 2.83%          | 2.80% | 7.34%             | 3.62% | 7.72%          | 7.63% |
| 2006-3-31  | 1.48%          | 2.90% | 6.34%             | 3.98% | 4.18%          | 8.18% |
| 2006-6-30  | 1.03%          | 2.48% | 5.82%             | 3.90% | 2.52%          | 6.07% |
| 2006-9-30  | 1.09%          | 2.80% | 5.58%             | 3.58% | 2.12%          | 5.44% |
| 2006-12-31 | 1.46%          | 2.94% | 5.09%             | 3.90% | 2.64%          | 5.32% |
| 2007-3-31  | 2.46%          | 2.51% | 5.29%             | 3.29% | 3.50%          | 3.57% |
| 2007-6-30  | 2.05%          | 3.73% | 5.61%             | 4.00% | 2.89%          | 5.27% |
| 2007-9-30  | 2.17%          | 6.11% | 5.44%             | 5.51% | 2.81%          | 7.89% |

|            |       |       |       |       |       |        |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 2007-12-31 | 1.91% | 6.18% | 5.78% | 8.05% | 2.57% | 8.32%  |
| 2008-3-31  | 1.25% | 5.81% | 5.14% | 7.22% | 1.83% | 8.51%  |
| 2008-6-30  | 1.39% | 7.26% | 5.22% | 9.17% | 2.30% | 12.04% |
| 2008-9-30  | 1.38% | 5.48% | 5.87% | 8.32% | 2.53% | 10.00% |
| 2008-12-31 | 1.28% | 3.42% | 6.24% | 7.77% | 2.99% | 7.99%  |
| 2009-3-31  | 1.75% | 4.67% | 7.77% | 5.36% | 2.97% | 7.94%  |
| 2009-6-30  | 1.36% | 6.25% | 8.71% | 4.49% | 2.00% | 9.24%  |

数据来源：Wind，国信证券经济研究所

**附表 1: 重点公司盈利预测**

| 公司<br>名称 | 公司<br>代码 | 收盘价<br>2009-8-17 | EPS   |       |       | P/E   |       |       | P/B   |       | 评级   |
|----------|----------|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|          |          |                  | 2008  | 2009E | 2010E | 2008  | 2009E | 2010E | 2009E | 2010E |      |
| 国电电力     | 600795   | 6.86             | 0.03  | 0.30  | 0.40  | 226.0 | 22.9  | 17.2  | 2.4   | 2.1   | 谨慎推荐 |
| 中能股份     | 600642   | 11.14            | 0.21  | 0.66  | 0.72  | 62.0  | 16.9  | 15.5  | 2.3   | 2.0   | 谨慎推荐 |
| 宝新能源     | 000690   | 8.42             | 0.31  | 0.59  | 0.62  | 30.0  | 14.3  | 13.6  | 3.3   | 2.6   | 谨慎推荐 |
| 粤电力 A    | 000539   | 7.44             | 0.01  | 0.35  | 0.45  | 752.0 | 21.3  | 16.5  | 2.2   | 1.9   | 谨慎推荐 |
| 长江电力     | 600900   | 13.07            | 0.42  | 0.59  | 0.62  | 34.0  | 22.2  | 21.1  | 3.0   | 2.6   | 谨慎推荐 |
| 国投电力     | 600886   | 9.63             | 0.12  | 0.20  | 0.33  | 92.0  | 48.2  | 29.2  | 2.5   | 2.3   | 中性   |
| 桂冠电力     | 600236   | 6.94             | 0.02  | 0.24  | 0.31  | 369.0 | 28.9  | 22.4  | 2.5   | 2.2   | 中性   |
| 深圳能源     | 000027   | 11.97            | 0.47  | 0.78  | 0.64  | 27.0  | 15.3  | 18.7  | 2.1   | 1.9   | 中性   |
| 建投能源     | 000600   | 6.03             | 0.05  | 0.25  | 0.35  | 132.0 | 24.1  | 17.2  | 1.9   | 1.7   | 中性   |
| 华能国际     | 600011   | 7.90             | -0.31 | 0.36  | 0.40  | NA    | 21.9  | 19.8  | 2.5   | 2.2   | 中性   |
| 广州控股     | 600098   | 6.85             | 0.18  | 0.26  | 0.28  | 42.0  | 26.3  | 24.5  | 1.6   | 1.5   | 中性   |
| 金山股份     | 600396   | 8.77             | 0.03  | 0.24  | 0.53  | 296.0 | 36.5  | 16.5  | 2.9   | 2.5   | 中性   |
| 川投能源     | 600674   | 17.17            | 0.56  | 0.52  | 0.59  | 34.0  | 33.0  | 29.1  | 5.3   | 4.5   | 中性   |
| 大唐发电     | 601991   | 9.71             | 0.07  | 0.25  | 0.28  | 147.0 | 38.8  | 34.7  | 4.1   | 3.7   | 中性   |
| 黔源电力     | 002039   | 14.20            | 0.86  | 0.15  | 0.44  | 19.0  | 94.7  | 32.3  | 3.5   | 3.2   | 中性   |
| 郴电国际     | 600969   | 10.19            | -0.95 | 0.43  | 0.50  | NA    | 23.7  | 20.4  | 3.9   | 3.3   | 无评级  |

数据来源：国信证券经济研究所

### 国信证券投资评级

| 类别         | 级别   | 定义                                 |
|------------|------|------------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 推荐   | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上          |
|            | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间      |
|            | 中性   | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间  |
|            | 回避   | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上          |
| 行业<br>投资评级 | 推荐   | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上        |
|            | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间    |
|            | 中性   | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间 |
|            | 回避   | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上         |

### 免责声明

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

**国信证券经济研究所研究团队**

|              |               |  |                |               |  |                |               |  |
|--------------|---------------|--|----------------|---------------|--|----------------|---------------|--|
| <b>宏观</b>    |               |  | <b>策略</b>      |               |  | <b>交通运输</b>    |               |  |
| 杨建龙          |               |  | 汤小生            | 021-68864595  |  | 唐建华            | 0755-82130468 |  |
| 林松立          | 010-82254212  |  | 黄海培            | 021-68864598  |  | 孙菲菲            | 0755-82133400 |  |
| 任泽平          | 010-82254206  |  | 崔 嵘            | 021-68866202  |  | 高 健            | 0755-82130678 |  |
| 周炳林          | 0755-82133339 |  | 廖 喆            | 021-68866236  |  | 黄金香            | 010-82252922  |  |
|              |               |  | 赵 谦            | 021-68866295  |  |                |               |  |
| <b>银行</b>    |               |  | <b>房地产</b>     |               |  | <b>计算机</b>     |               |  |
| 邱志承          | 021-68864597  |  | 方 焱            | 0755-82130648 |  | 凌 晨            | 021-68866233  |  |
| 黄 飙          | 0755-82133476 |  | 区瑞明            | 0755-82130678 |  | 电子元器件          |               |  |
| 谈 焯          | 010-82254212  |  | 黄道立            | 0755-82130833 |  | 王俊峰            | 010-82254205  |  |
| 戴志锋          | 0755-82133343 |  |                |               |  |                |               |  |
| <b>有色金属</b>  |               |  | <b>汽车及零配件</b>  |               |  | <b>钢铁</b>      |               |  |
| 彭 波          | 0755-82133909 |  | 李 君            | 021-68866235  |  | 郑 东            | 010-82254160  |  |
| 李洪冀          | 010-82252922  |  | 左 涛            | 021-68866253  |  | 秦 波            | 010-82252922  |  |
| <b>商业贸易</b>  |               |  | <b>基础化工</b>    |               |  | <b>非银行金融</b>   |               |  |
| 胡鸿軻          | 021-68866206  |  | 邱 伟            | 0755-82133263 |  | 武建刚            | 010-82250828  |  |
| 吴美玉          | 010-82252911  |  | 陆 震            | 0755-82130532 |  | 王一峰            | 010-82250828  |  |
|              |               |  | 张栋梁            | 0755-82130532 |  |                |               |  |
| <b>石油与石化</b> |               |  | <b>电力设备</b>    |               |  | <b>传媒</b>      |               |  |
| 李 晨          | 021-68866252  |  | 彭继忠            | 021-68866203  |  | 陈财茂            | 021-68866236  |  |
| 严蓓娜          | 021-68866253  |  | 皮家银            | 021-68866205  |  | 廖绪发            | 021-68866237  |  |
| <b>机械</b>    |               |  | <b>电力与公用事业</b> |               |  | <b>医药</b>      |               |  |
| 余爱斌          | 0755-82133400 |  | 徐颖真            | 021-68864007  |  | 贺平鸽            | 0755-82133396 |  |
| 李筱筠          | 010-82254205  |  | 谢达成            | 021-68866236  |  | 丁 丹            | 0755-82130678 |  |
|              |               |  |                |               |  | 陈 栋            | 021-68866235  |  |
| <b>通信</b>    |               |  | <b>造纸</b>      |               |  | <b>家电</b>      |               |  |
| 严 平          | 021-68865025  |  | 李世新            | 0755-82130565 |  | 王念春            | 0755-82130407 |  |
| 程 峰          | 021-68864599  |  |                |               |  |                |               |  |
| <b>纺织服装</b>  |               |  | <b>建材</b>      |               |  | <b>旅游</b>      |               |  |
| 方军平          | 021-68866202  |  | 杨 昕            | 021-68864596  |  | 廖绪发            | 021-68866237  |  |
|              |               |  | 徐蔚昌            | 021-68866233  |  | 刘智景            | 021-68866233  |  |
| <b>中小股票</b>  |               |  | <b>食品饮料</b>    |               |  | <b>农业</b>      |               |  |
| 高芳敏          | 021-68864586  |  | 黄 茂            | 0755-82133476 |  | 张 如            | 021-68866233  |  |
| 陈爱华          | 0755-82133397 |  | 谢鸿鹤            | 0755-82130646 |  |                |               |  |
|              |               |  |                |               |  |                |               |  |
| <b>煤炭</b>    |               |  | <b>建筑</b>      |               |  | <b>固定收益与基金</b> |               |  |
| 李 然          | 0755-82130681 |  | 邱 波            | 0755-82133390 |  | 李怀定            | 021-68866233  |  |
| 苏绍许          | 0755-82133476 |  | 李遵庆            | 0755-82133343 |  | 张 旭            | 010-82254210  |  |
|              |               |  |                |               |  | 杨 涛            | 0755-82133339 |  |
| <b>金融工程</b>  |               |  | <b>金融工程</b>    |               |  | <b>金融工程</b>    |               |  |
| 葛新元          | 0755-82133332 |  | 王军清            | 0755-82133297 |  | 焦健             | 0755-82131822 |  |
| 董艺婷          | 021-68866946  |  | 黄志文            | 0755-82130532 |  | 赵学昂            | 0755-82131822 |  |
| 戴 军          | 021-68864585  |  | 林晓明            | 021-68866946  |  |                |               |  |



**国信证券经济研究所机构销售部**

| 华南区                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | 华东区                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 华北区                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>万成水</b> 0755-82133147<br>13923401205<br>wancs@guosen.com.cn<br><b>刘宇华</b> 0755-82130818<br>13823380182<br>liuyh@guosen.com.cn<br><b>邵燕芳</b> 0755-82133148<br>13480668226<br>shaoyf@guosen.com.cn<br><b>庞博</b> 0755-82130818<br>0755-82133343<br>pangb@guosen.com.cn<br><b>祝彬</b> 0755-82133456<br>15814403667<br>zhubin@guosen.com.cn<br><b>林莉</b> 0755-82133197<br>13824397011<br>linli@guosen.com.cn<br><b>王昊文</b> 0755-82130818<br>18925287888<br>wanghaow@guosen.com.cn | <b>盛建平</b> 021-68864592<br>15821778133<br>shengjp@guosen.com.cn<br><b>马小丹</b> 021-68866025<br>13801832154<br>maxd@guosen.com.cn<br><b>郑毅</b> 021-68866205<br>13795229060<br>zhengyi@guosen.com.cn<br><b>黄胜蓝</b> 021-68866011<br>13761873797<br>huangsl@guosen.com.cn<br><b>刘塑</b> 021-68866236<br>13817906789<br>liusu@guosen.com.cn<br><b>叶琳菲</b> 021-68864011<br>13817758288<br>yelf@guosen.com.cn | <b>王立法</b> 010-82252236<br>13910524551<br>wanglf@guosen.com.cn<br><b>王晓建</b> 010-82252615<br>13701099132<br>wangxj@guosen.com.cn<br><b>谭春元</b> 010-82254209<br>13810118116<br>tancy@guosen.com.cn<br><b>焦骥</b> 010-82254202<br>13601094018<br>jiaojian@guosen.com.cn<br><b>李锐</b> 010-82254212<br>13691229417<br>lirui@guosen.com.cn<br><b>徐文琪</b> 010-82254210<br>13811271758<br>xuwxq@guosen.com.cn |