

低基数效应显现，用电增速有望持续新高

报告要点

■ 用电增速创新高，10月增速有望达到15%

受季节性影响，9月份单月用电量出现自然回落，但由于同期基数大幅下降，增速创出年内新高，达到10.24%，基本符合我们之前10%的预期。其中，第二产业对用电增速的贡献度为62%，是带动电力需求持续上升的主要动力。剔除季节性自然回落因素和同期基数下滑的影响，我们认为实体经济增长趋势仍在延续，考虑到10月份同期基数的继续下滑，预计10月份用电量增速将达到15%。

■ 同期基数偏低，高耗能地区用电增速大幅提升

分区域来看，东部沿海省份继续保持正增长。西部高耗能地区受同期基数偏低和高耗能行业产能进一步复苏双重利好，单月用电增速实现大幅增长。但是利用小时下滑依然严峻，甘肃和宁夏利用小时分别较去年同期减少910小时、1128小时，居全国前列。

■ 发电量自然回落，水电受来水影响降幅显著

受用电需求自然回落影响，发电量亦出现了下滑，其中水电发电量受来水偏枯影响继续下滑，同比下降3.7%，增速环比下降7.4%。福建、重庆、云南、广西、贵州等省水电设备利用小时分别下降631、604、574、481、437小时。

■ 中转地库存激增，市场煤价上涨空间有限

为期20天的大秦线检修工作已经结束，截至2009年10月25日，秦皇岛库存已经恢复至474.63万吨。我们认为此轮中转地煤价上涨是受大秦线检修引起的结构性供需失衡造成的，随着大秦线检修工作的顺利完成，秦皇岛库存将陆续上升，中转地煤价上涨空间有限，尽管面临冬储煤需求上升压力。

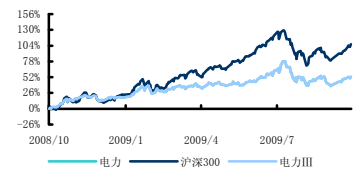
■ 投资策略：暂时观望，待局势明朗

加快推进电价改革征求意见的出台，引发了市场对电价调整的强烈预期。长期来看，电价体制将进一步理顺电力行业价格传导机制，电力行业不会再出现2008年全行业亏损的现象。短期内，毫无依据的去推测电价调整幅度是徒劳的，电价调整将对上市公司业绩造成重大影响。建议暂时观望，等待电价改革进一步明朗。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
600900	长江电力	推荐
600011	华能国际	推荐
000539	粤电力A	推荐
000690	宝新能源	推荐
600795	国电电力	推荐

行业相对市场表现（近12个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

华能国际	08A	09E	10E
PE	-25.41	15.29	14.07
PB	2.26	2.27	1.99
EV/EBITDA	28.99	7.86	6.83
大唐发电	08A	09E	10E
PE	131.44	54.05	46.88
PB	3.54	3.86	3.61
EV/EBITDA	20.15	16.07	13.96

相关研究

《电力行业四季度投资策略：利用小时增长提升业绩，广东市场投资价值显现》2009-9-23

《累计用电量“转正”，电力配置价值显现》

2009-9-21

《用电增速和盈利超预期，凸显区域投资机会》

2009-8-12

分析师：

虞亚新

(8627)65799581

yuyx@cjsc.com.cn

联系人：

杨靖凤

(8621) 68751636

yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

9 月用电增速创新高，高增速仍将持续	5
同期基数快速下滑，9 月用电增速创新高	5
第二产业是用电增长主力，实体经济继续复苏	6
用电增速仍将走高，10 月增速有望达到 15%.....	8
同期基数偏低，高耗能地区用电增速大幅提升	8
发电量自然回落，水电受来水影响降幅显著	10
受工程进度影响，火电新增装机增速开始上升	10
发电量自然回落，水电下降明显	11
水电利用小时同比下滑，火电利用小时与去年同期持平	12
中转地库存激增，市场煤价上涨空间有限	14
大秦线检修完成，秦皇岛库存出现激增	14
本月煤价上涨 25-40 元/吨，未来价格上涨空间有限	14
国内外煤价继续倒挂	15
行业估值及投资策略	16
电力板块近一个月表现弱于沪深 300	16
估值处于相对低位	17
投资策略：暂时观望，待局势明朗	18

图表目录

图 1: 9 月单月用电量同比增长 10.24%.....	5
图 2: 1-9 月累计用电量同比增长 1.4%	5
图 3: 第一产业用电量同比增长 6.35%.....	6
图 4: 第二产业用电量同比下降 1.67%.....	6
图 5: 第三产业用电量同比增长 11.26%	6
图 6: 城乡居民生活用电同比增长 11.73%.....	6
图 7: 工业用电量与去年同期持平.....	6
图 8: 重工业用电量同比下降 1.6%.....	6
图 9: 第二产业用电增速贡献度 62%.....	7
图 10: 9 月粗钢和钢材产能实现持续增长	7
图 11: 9 月十种有色金属产能增长 10%	7
图 12: 新增固定资产投资增速维持在高位.....	7
图 13: PMI 指数维持在 53 以上	7
图 14: 累计新增装机容量同比下降 13.03%	11
图 15: 累计水电新增装机容量同比下降 12.59%	11
图 16: 累计火电新增装机容量同比下降 18.60%	11
图 17: 单月火电新增装机显著上升.....	11
图 18: 1-9 月累计发电量同比增长 1.9%	12
图 19: 9 月份发电量同比增长 9.5%	12
图 20: 1-9 月份水电发电量同比增长 9.4%.....	12
图 21: 9 月份水电发电量同比下降 3.7%.....	12
图 22: 1-9 月份火电发电量与去年持平	12
图 23: 9 月份火电发电量同比增长 12.3%.....	12
图 24: 1-9 月发电设备平均利用小时为 3352 小时	13
图 25: 9 月发电设备平均利用小时为 396 小时.....	13
图 26: 1-9 月水电设备平均利用小时为 2671 小时	13
图 27: 9 月水电设备平均利用小时为 346 小时.....	13
图 28: 1-9 月火电设备平均利用小时为 3515 小时	13
图 29: 9 月火电设备平均利用小时为 408 小时.....	13
图 30: 秦皇岛库存快速上升	14
图 31: 直供电厂库存平稳.....	14
图 32: 秦皇岛各煤种价格上涨约 25-40 元/吨.....	15
图 33: 动力煤坑口价稳定	15
图 34: 受大秦线检修影响, 煤炭企业库存持续上升	15
图 35: 澳大利亚 BJ 动力煤价格小幅上涨.....	16
图 36: 电力板块近一个月表现弱于沪深 300	17
图 37: 电力板块 PB 为 3.38x, 低于沪深 300 及其他行业	17
图 38: 电力行业与沪深 300PB 比值为 0.68, 低于历史平均水平.....	17

表 1: 历年月度用电量数据情况 (单位: 亿千瓦时)	8
表 2: 各省份单月用电量增速情况	8
表 3: 各省份利用小时增减情况	9
表 4: 国际煤价低于国内煤价	16
表 5: 重点上市公司盈利预测及评级	18

9 月用电增速创新高，高增速仍将持续

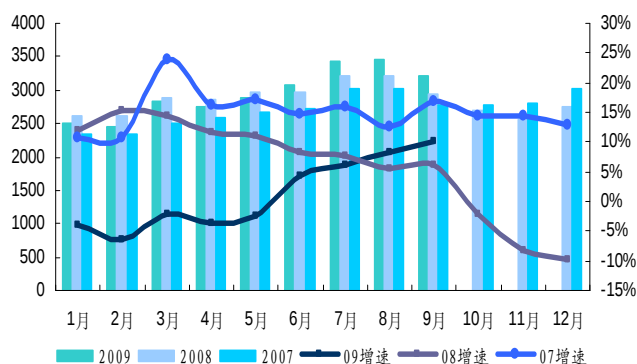
同期基数快速下滑，9 月用电增速创新高

受季节性影响，9 月份单月用电量出现自然回落，但由于同期基数大幅下降，增速创出年内新高，达到 10.24%，基本符合我们之前 10% 的预期。

9 月单月用电量 3224.08 亿千瓦时，同比增长 10.24%，较 8 月份 8.22% 的增速，上升了 2.02 个百分点；

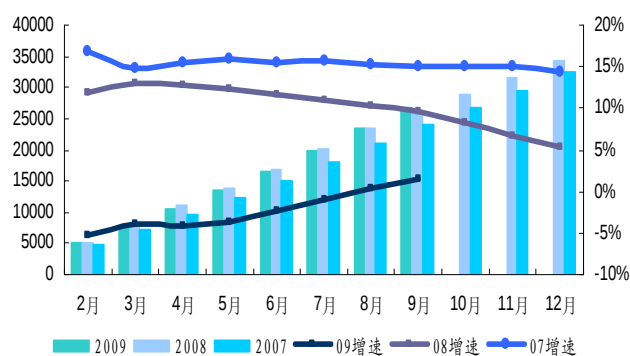
1-9 月，全社会累计用电量 26635.46 亿千瓦时，同比增长 1.4%，较 1-8 月累计用电量同比增速提高了 1.04 个百分点。

图 1：9 月单月用电量同比增长 10.24%



资料来源：中电联、长江证券研究部

图 2：1-9 月累计用电量同比增长 1.4%



资料来源：中电联、长江证券研究部

分产业来看，需求弹性较小的第一、第三产业用电以及居民生活用电仍保持不同程度的正增长。第二产业用电增速继续回暖，带动全社会用电量持续增长：

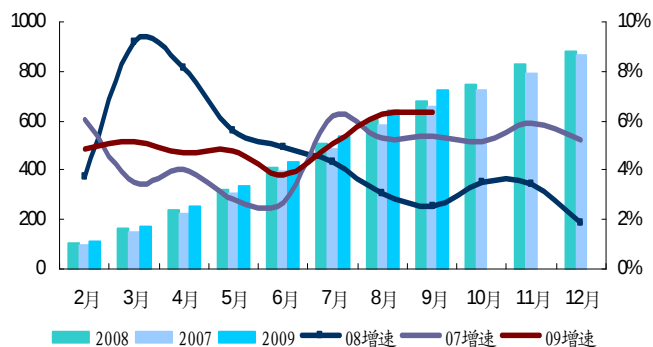
第一产业用电量 724.63 亿千瓦时，同比增长 6.35%；

第三产业用电量 2934.97 亿千瓦时，同比增长 11.26%；

城乡居民生活用电量 3426.46 亿千瓦时，同比增长 11.73%；

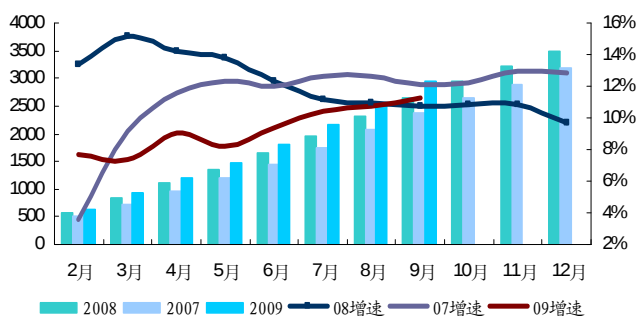
第二产业用电量 19549.41 亿千瓦时，同比下降 1.67%，较前期 2.84% 的降幅上升了 1.17 个百分点；其中，工业用电量 19272.6 亿千瓦，与去年同期持平。

图 3: 第一产业用电量同比增长 6.35%



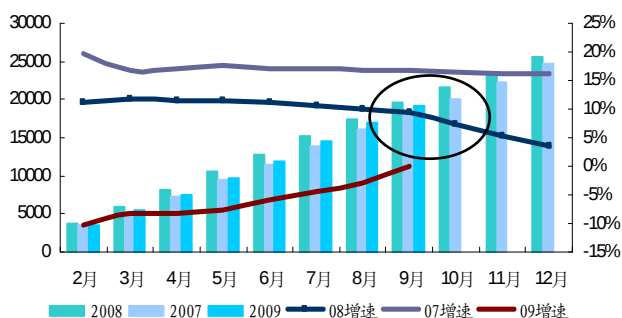
资料来源: 中电联、长江证券研究部

图 5: 第三产业用电量同比增长 11.26%



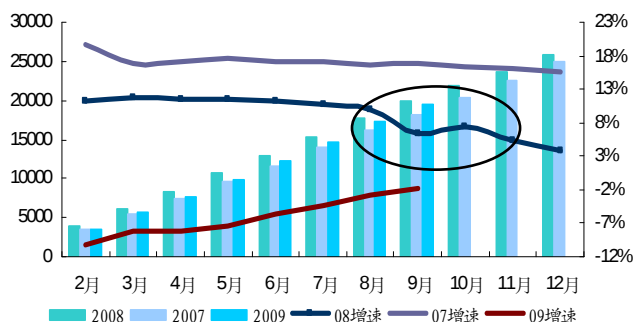
资料来源: 中电联、长江证券研究部

图 7: 工业用电量与去年同期持平



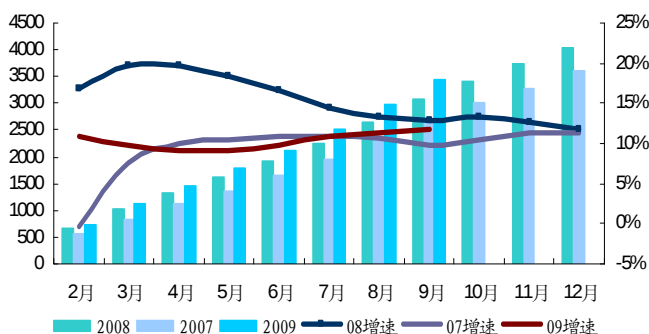
资料来源: 中电联、长江证券研究部

图 4: 第二产业用电量同比下降 1.67%



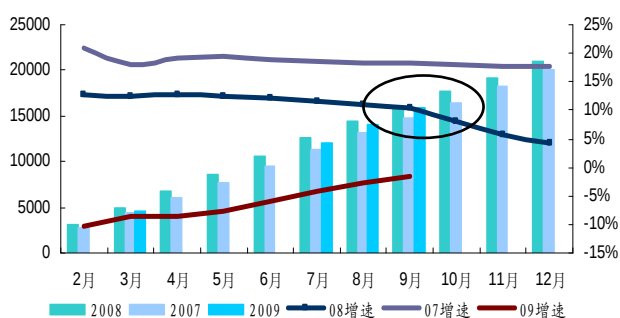
资料来源: 中电联、长江证券研究部

图 6: 城乡居民生活用电同比增长 11.73%



资料来源: 中电联、长江证券研究部

图 8: 重工业用电量同比下降 1.6%

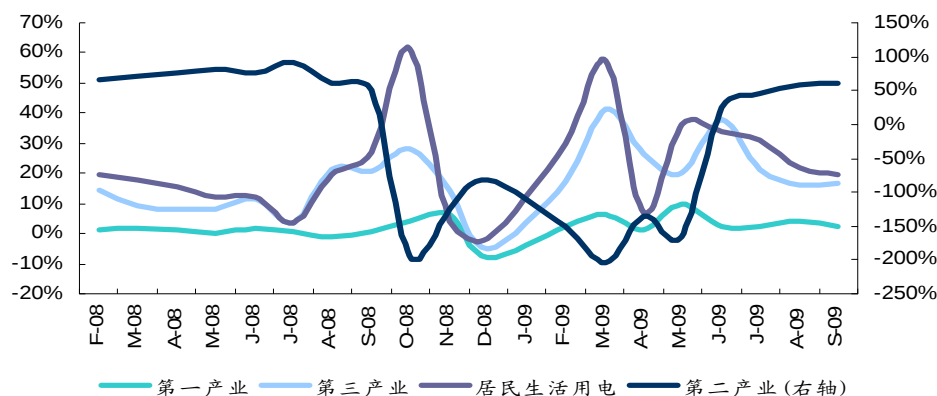


资料来源: 中电联、长江证券研究部

第二产业是用电增长主力，实体经济继续复苏

通过对各个产业对全社会用电增速的贡献度测算，我们发现，第二产业对用电增速的贡献度为 62%，较上期 57.74% 水平，上升了 4.26 个百分点，是带动电力需求持续上升的主要动力。

图 9：第二产业用电增速贡献度 62%



资料来源：中电联、长江证券研究部

实体经济仍在继续复苏，从下游行业产能情况来看，钢铁行业 and 有色行业产能持续增长，粗钢和钢材产能增速再创新高，氧化铝产能亦实现了正增长，第二产业对全社会用电量的带动效应仍将持续。

图 10：9 月粗钢和钢材产能实现持续增长



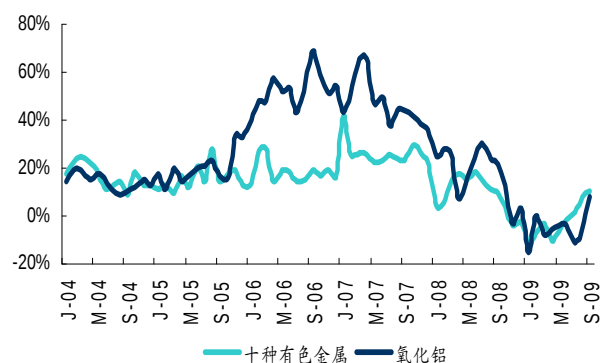
资料来源：中电联、长江证券研究部

图 12：新增固定资产投资增速维持在高位



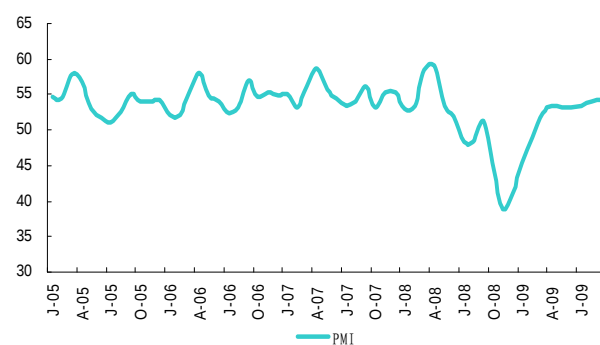
资料来源：Wind、长江证券研究部

图 11：9 月十种有色金属产能增长 10%



资料来源：中电联、长江证券研究部

图 13：PMI 指数维持在 53 以上



资料来源：Wind、长江证券研究部

用电增速仍将走高，10月增速有望达到15%

受经济危机影响，2009年9月份用电量出现了大幅下滑，使得用电增速同比和环比数据的参考价值将大大下降，环比数据无法剔除季节性因素影响；而同比数据受去年同期基数逐步走低影响，对实体经济复苏的解释力度不够。

我们以2007年月度用电量为基数对2009年的用电量同比数据进行调整，剔除季节性自然回落因素和同期基数下滑的影响，我们认为实体经济增长趋势仍在延续，考虑到10月份同期基数的继续下滑，我们预计10月份用电量增速将达到15%。

表1：历年月度用电量数据情况（单位：亿千瓦时）

	2009	YoY	YoY (07年基础)	2008	YoY	2007	YoY	2006	YoY
1月	2517	-3.92%	7.63%	2619.69	12.02%	2338.64	10.78%	2111.14	11.70%
2月	2455	-6.29%	4.98%	2619.69	15.30%	2338.64	10.78%	2111.14	11.70%
3月	2833.89	-2.01%	12.82%	2894.6	14.42%	2511.85	23.88%	2027.60	17.50%
4月	2756.72	-3.63%	6.95%	2863.67	11.68%	2577.55	16.28%	2216.72	15.06%
5月	2878	-2.57%	8.36%	2958.54	11.11%	2656.00	17.21%	2265.93	19.72%
6月	3083.34	4.30%	13.07%	2952.44	8.35%	2726.87	14.64%	2378.71	10.02%
7月	3420.02	6.00%	13.33%	3217.56	7.74%	3017.82	16.04%	2600.63	19.54%
8月	3462.23	8.22%	14.85%	3198.15	5.38%	3014.46	12.68%	2675.15	9.93%
9月	3224.08	10.24%	16.35%	2945.65	6.16%	2771.05	16.87%	2370.97	10.65%
10月				2698.51	-2.18%	2773.90	14.38%	2425.26	16.13%
11月				2562.39	-8.14%	2804.89	14.34%	2444.25	15.11%
12月				2737.11	-9.78%	3033.66	12.77%	2740.39	10.07%

资料来源：中电联、长江证券研究部

同期基数偏低，高耗能地区用电增速大幅提升

我们重点分析了对全国用电量有重要影响的东部沿海地区、西部能源大省和高耗能地区，我们发现，受同期基数偏低影响，高耗能地区用电增速出现了大幅增长。

- **东部沿海地区用电量保持增长。**9月份东部沿海各省份单月同比均实现正增长，山东和福建环比增速出现下降，主要是受8月份两地区基数较大影响；
- **受同期基数偏低影响，高耗能地区用电增速大幅提升。**9月份高耗能地区单月用电增速大幅提升，主要是同期基数偏低和高耗能行业产能进一步复苏。从区域利用小时来看，甘肃和宁夏利用小时分别较去年同期减少910小时、1128小时，居全国前列。

表2：各省份单月用电量增速情况

	200902	200903	200904	200905	200906	200907	200908	200909
全国	4.39	-2.01	-3.63	-2.57	4.30	6.00	8.22	10.24
北京	6.60	4.87	-0.39	4.17	8.75	7.90	11.54	10.03
天津	4.82	-0.11	-2.00	-0.13	6.97	3.86	10.31	10.34

河北	10.87	-0.45	-2.07	0.24	6.17	14.03	21.24	20.81
山西	-8.27	-13.15	-15.42	-18.11	-5.48	-2.43	-9.85	-2.20
内蒙古	-11.96	-14.10	-17.45	-8.35	-4.65	8.80	8.72	14.70
辽宁	-3.17	-5.82	-6.56	-3.14	1.48	5.67	9.47	9.94
吉林	0.28	-3.53	-5.27	-0.96	-2.19	-1.48	3.24	5.12
黑龙江	0.10	1.89	-1.35	1.27	-3.07	-1.29	3.63	4.84
上海	-5.77	1.32	-2.37	-4.01	6.23	-3.50	-0.93	2.36
江苏	9.52	-0.27	-1.48	-0.65	6.82	1.53	6.72	8.68
浙江	19.06	-0.56	-1.21	-1.74	8.09	4.59	5.70	11.46
安徽	9.42	7.43	6.08	2.19	13.17	9.97	11.05	10.18
福建	8.24	-5.58	-1.00	0.06	3.79	4.90	12.10	11.12
江西	14.41	3.84	4.42	0.23	12.70	9.08	14.13	15.76
山东	5.81	2.56	1.42	2.14	4.16	8.91	14.65	9.33
河南	-5.54	-7.76	-3.85	-2.51	2.95	11.25	5.08	7.15
湖北	-0.12	0.70	-1.06	-5.96	3.78	12.12	11.30	3.45
湖南	21.71	5.98	-3.19	-3.91	2.48	7.16	13.26	14.63
广东	9.93	-5.79	-7.48	-6.51	6.67	5.43	7.80	8.66
广西	2.02	-6.69	-10.07	-2.80	7.25	11.88	20.97	24.14
海南	10.65	9.25	3.53	6.44	13.89	9.17	11.57	9.52
重庆	3.71	1.71	0.17	-4.20	1.53	14.39	13.70	15.31
四川	1.85	-2.04	2.99	7.61	14.63	6.56	2.52	8.82
贵州	48.98	1.21	-16.18	-12.95	-7.52	1.32	7.75	12.85
云南	19.99	18.02	2.99	-1.58	6.46	8.90	10.42	10.98
陕西	-1.69	-1.87	-1.70	-5.41	1.57	5.65	-3.08	5.41
甘肃	-9.84	-9.26	-2.07	2.26	-0.89	1.34	0.18	5.19
青海	-8.83	-5.08	-7.69	-9.48	-10.99	-3.93	4.51	19.94
宁夏	-26.62	-19.21	-14.22	-11.82	-6.05	1.52	5.70	26.85
新疆	4.29	7.96	7.26	12.83	9.46	11.11	14.94	20.48

资料来源：中电联、长江证券研究部

表 3：各省份利用小时增减情况

	200902	200903	200904	200905	200906	200907	200908	200909	利用小时增减
全国	646	1009	1354	1721	2106	2527	2956	3352	-280
北京	895	1272	1443	1623	1851	2223	2602	2976	-322
天津	799	1254	1254	2001	2413	2880	3369	3716	-226
河北	729	1139	1538	1976	2411	2876	3325	3718	-265
山西	767	1180	1589	1973	2384	2836	3238	3584	-493
内蒙古	620	962	1298	1662	2033	2434	2834	3166	-427

辽宁	769	1180	1578	1982	2388	2853	3297	3711	-414
吉林	645	954	1246	1548	1859	2181	2512	2797	-504
黑龙江	672	1017	1332	1661	1963	2294	2634	2942	-464
上海	735	1113	1427	1748	2120	2559	2970	3340	-444
江苏	744	1190	1607	2043	2508	2980	3520	3968	16
浙江	586	969	1331	1695	2079	2506	2946	3352	-205
安徽	735	1122	1481	1785	2188	2672	3142	3532	-543
福建	591	893	1227	1543	1888	2291	2685	3086	-361
江西	574	879	1163	1444	1809	2187	2550	2934	-161
山东	696	1106	1499	1911	2326	2755	3203	3615	-102
河南	637	985	1320	1659	2031	2436	2824	3197	-435
湖北	494	763	1056	1437	1817	2314	2823	3238	-196
湖南	530	829	1109	1394	1714	2080	2466	2828	-28
广东	561	907	1250	1608	2016	2482	2971	3447	-363
广西	499	781	1042	1336	1646	1978	2340	2674	-421
海南	616	959	1322	1721	2092	2285	2628	2975	-333
重庆	596	916	1282	1583	1908	2246	2594	2932	-305
四川	583	870	1168	1491	1889	2293	2719	3335	529
贵州	700	1114	1520	1919	2373	2698	3121	3441	-121
云南	571	958	1340	1705	2085	2454	2856	3201	-138
陕西	685	1059	1385	1684	2022	2409	2733	3019	-682
甘肃	638	947	1314	1742	2013	2386	2762	3115	-910
青海	605	932	1319	1685	2037	2360	2717	3085	-115
宁夏	727	1098	1483	1832	2228	2683	3138	3570	-1128
新疆	609	968	1338	1742	2191	2686	3183	3617	-220

资料来源：中电联、长江证券研究部

发电量自然回落，水电受来水影响降幅显著

受工程进度影响，火电新增装机增速开始上升

近年来电力行业景气度下滑平抑了各大发电集团的扩张步伐，电源投资呈现逐年下降趋势；另一方面，经历了 2008 年的非正常性亏损，发改委对新建项目审批步伐开始放缓，新增装机容量同比增速逐步放缓。9 月份火电新增装机容量 592.92 万千瓦，较前几个月有了较大幅度上升，我们认为主要受工程进度在年底完工的影响。

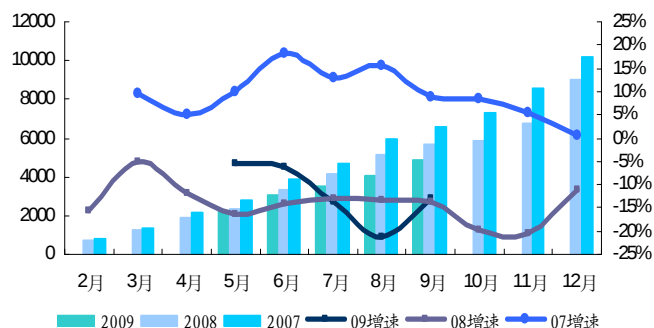
1-9 月累计新增装机容量 4912 万千瓦，同比下降 13.03%；

1-9 月累计水电新增装机容量 1210 万千瓦，同比下降 12.59%；

1-9 月累计火电新增装机容量 3295 万千瓦，同比下降 18.60%；

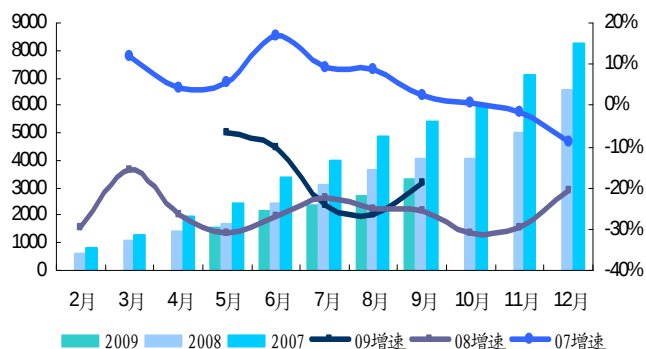
核电装机容量 908 万千瓦，同比上升 2.60%。

图 14：累计新增装机容量同比下降 13.03%



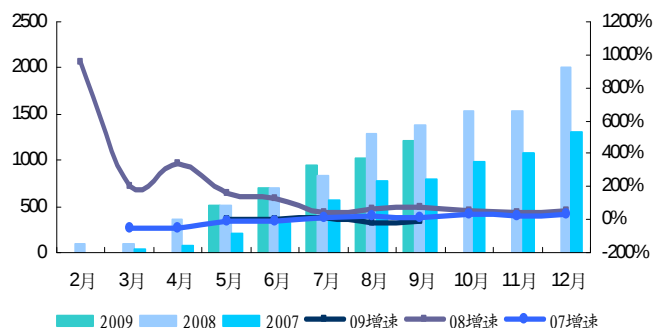
资料来源：长江证券研究部

图 16：累计火电新增装机容量同比下降 18.60%



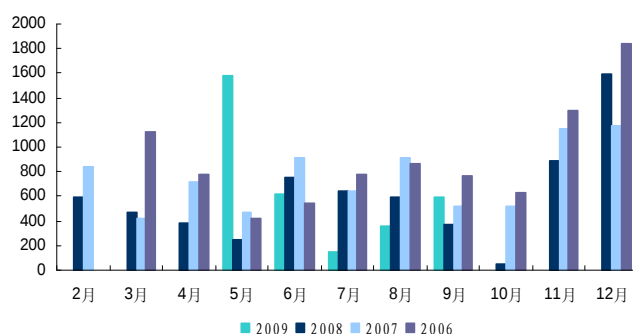
资料来源：长江证券研究部

图 15：累计水电新增装机容量同比下降 12.59%



资料来源：长江证券研究部

图 17：单月火电新增装机显著上升



资料来源：长江证券研究部

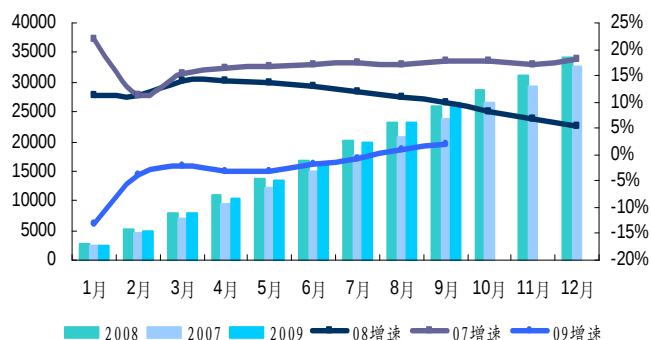
发电量自然回落，水电下降明显

进入 9 月份，受用电需求自然回落影响，发电量亦出现了下滑，其中水电发电量受来水偏枯影响继续下滑，同比下降 3.7%，增速环比下降 7.4%。

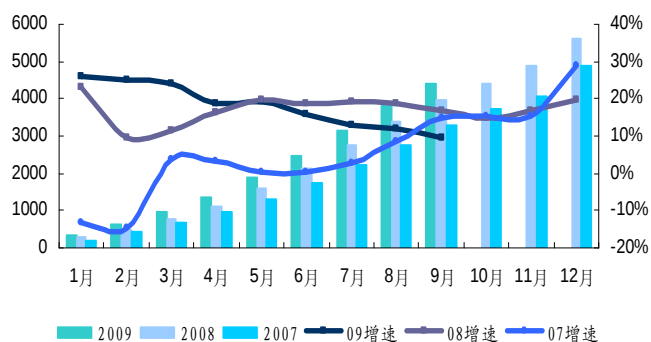
9 月份，规模以上机组完成发电量 3203 亿千瓦时，同比增长 9.5%，较上期增速上升 0.2 个百分点；累计完成发电量 26511 亿千瓦时，同比上升 1.90%，较上期增速上升 1.1 个百分点。

9 月份，规模以上水电机组完成发电量 561 亿千瓦时，同比下降 3.7%；累计完成发电量 4388 亿千瓦时，同比增长 9.4%。

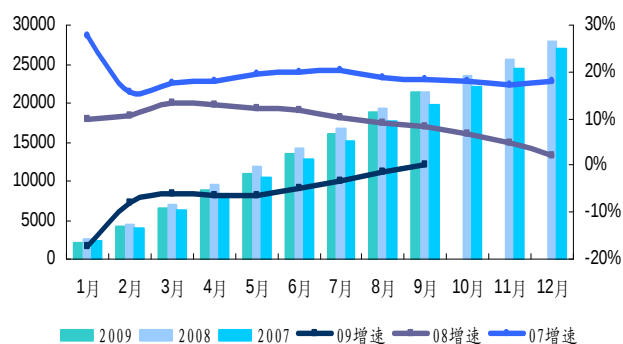
9 月份，规模以上火电机组完成发电量 2540 亿千瓦时，同比增长 12.3%，较上期增速上升 1.8 个百分点；累计完成发电量 21302 亿千瓦时，与去年同期持平。

图 18: 1-9 月累计发电量同比增长 1.9%


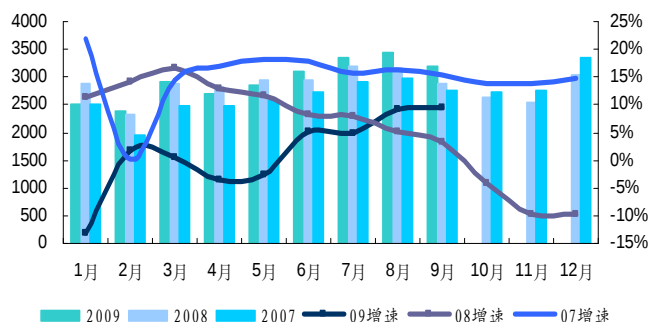
资料来源：长江证券研究部

图 20: 1-9 月份水电发电量同比增长 9.4%


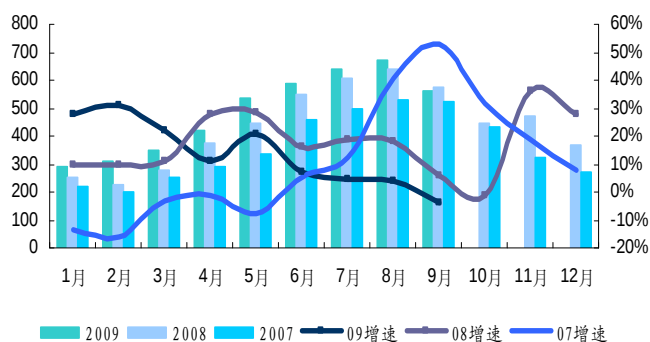
资料来源：长江证券研究部

图 22: 1-9 月份火电发电量与去年持平


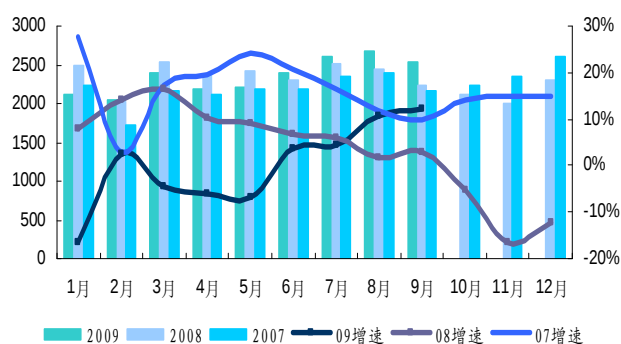
资料来源：长江证券研究部

图 19: 9 月份发电量同比增长 9.5%


资料来源：长江证券研究部

图 21: 9 月份水电发电量同比下降 3.7%


资料来源：长江证券研究部

图 23: 9 月份火电发电量同比增长 12.3%


资料来源：长江证券研究部

水电利用小时同比下滑，火电利用小时与去年同期持平

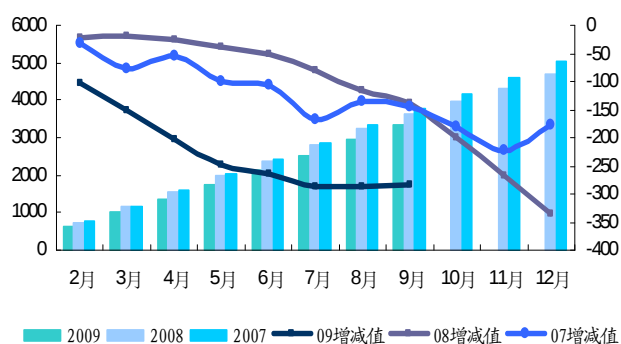
受用电需求自然回落和来水偏枯双重影响，水电机组利用小时继续回落；福建、重庆、云南、广西、贵州等省水电设备利用小时分别下降 631、604、574、481、437 小时。火电机组利用小时自然回落，与去年同期持平。

9 月份，6000 千瓦以上发电设备平均利用小时为 396 小时，较去年同期上升 1 小时；
累计平均利用小时为 3352 小时，比去年同期降低 283 小时；

9 月份，6000 千瓦以上水电发电设备平均利用小时为 346 小时，较去年同期下降 42 小时；
累计平均利用小时为 2671 小时，比去年同期降低 180 小时；

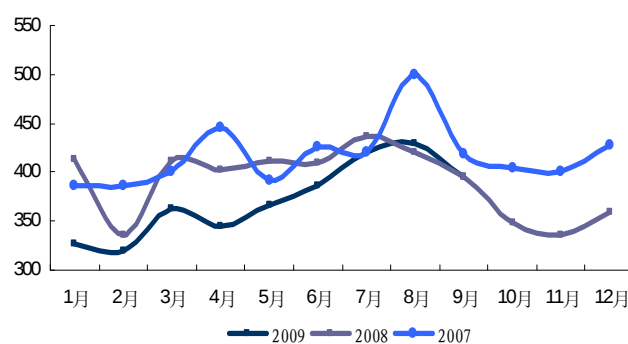
9 月份，6000 千瓦以上火电发电设备平均利用小时为 408 小时，较去年同期上升 12 小时；
累计平均利用小时为 3515 小时，比去年同期降低 284 小时；

图 24：1-9 月发电设备平均利用小时为 3352 小时



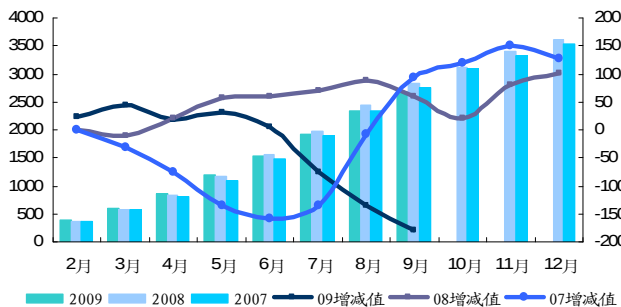
资料来源：长江证券研究部

图 25：9 月发电设备平均利用小时为 396 小时



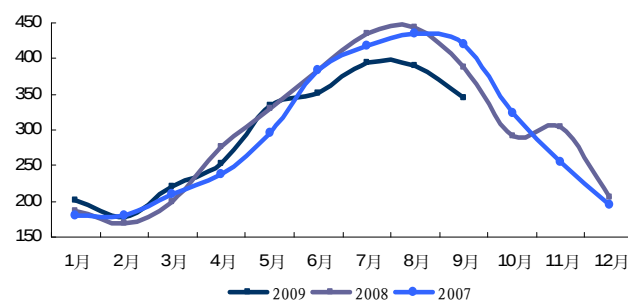
资料来源：长江证券研究部

图 26：1-9 月水电设备平均利用小时为 2671 小时



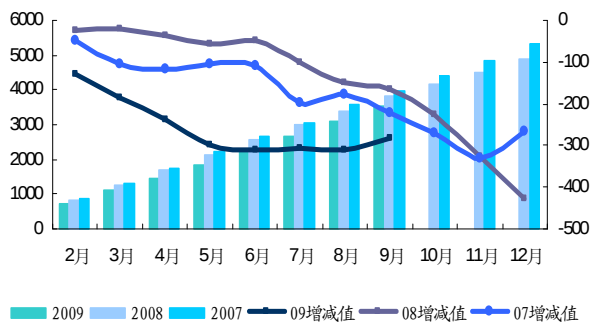
资料来源：长江证券研究部

图 27：9 月水电设备平均利用小时为 346 小时



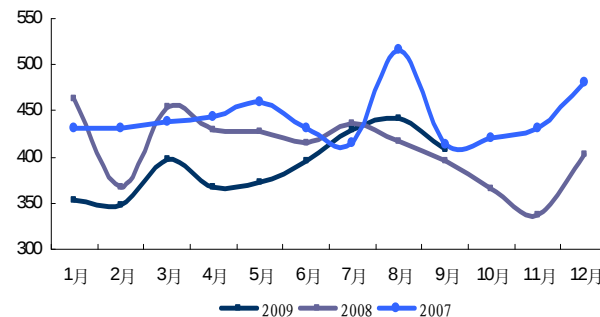
资料来源：长江证券研究部

图 28：1-9 月火电设备平均利用小时为 3515 小时



资料来源：长江证券研究部

图 29：9 月火电设备平均利用小时为 408 小时



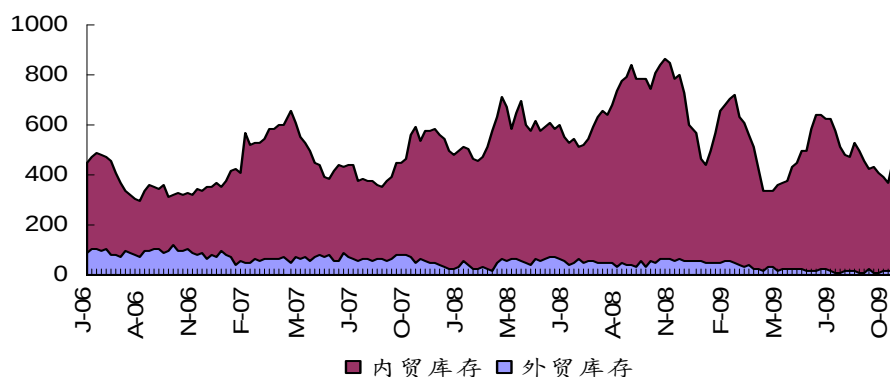
资料来源：长江证券研究部

中转地库存激增，市场煤价上涨空间有限

大秦线检修完成，秦皇岛库存出现激增

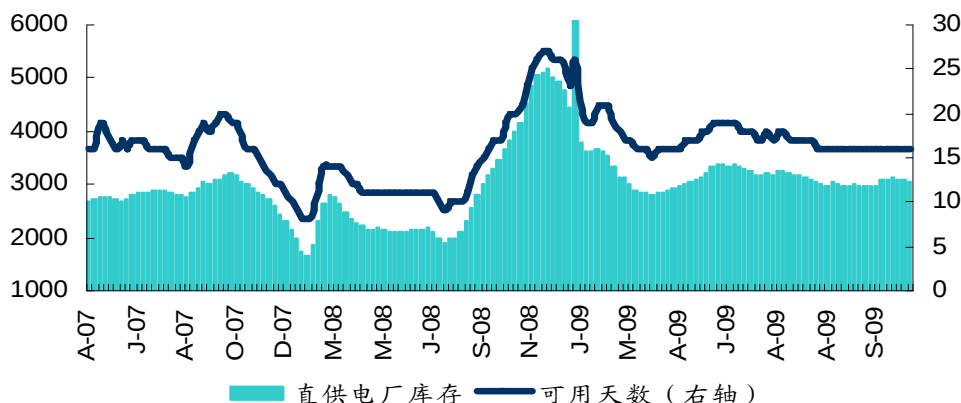
大秦线 10 月 4 日至 10 月 23 日进行了为期 20 天的检修，期间秦皇岛库存出现了持续下滑，随着 23 日检修工作的完成，截至 2009 年 10 月 25 日，秦皇岛库存已经恢复至 474.63 万吨。其中内贸库存 457.47 吨，较 10 月 18 日 371.16 库存上升了 86.31 万吨；外贸库存 17.16 吨，基本上保持平稳。截止 2009 年 10 月 23 日，直供电厂库存 3044.84 万吨，可用天数 16 天。

图 30：秦皇岛库存快速上升



资料来源：Sxcoal、长江证券研究部

图 31：直供电厂库存平稳



资料来源：Sxcoal、长江证券研究部

本月煤价上涨 25-40 元/吨，未来价格上涨空间有限

自 9 月份中转地煤炭库存持续下降以来，市场煤价已经上涨了 25-40 元/吨。但坑口煤价基本平稳，且煤矿库存自 5 月份开始呈稳步上升趋势。我们认为此轮中转地煤价上涨是受大秦线检修引起的结构性供需失衡造成的，随着国庆假期的结束，山西省煤炭资源整合的陆续完成，煤矿企业产能存在进一步释放的空间，随着大秦线检修的顺利完成，秦皇岛库存仍将继续上升，中转地煤价上涨空间有限，尽管面临冬储煤需求上升压力。

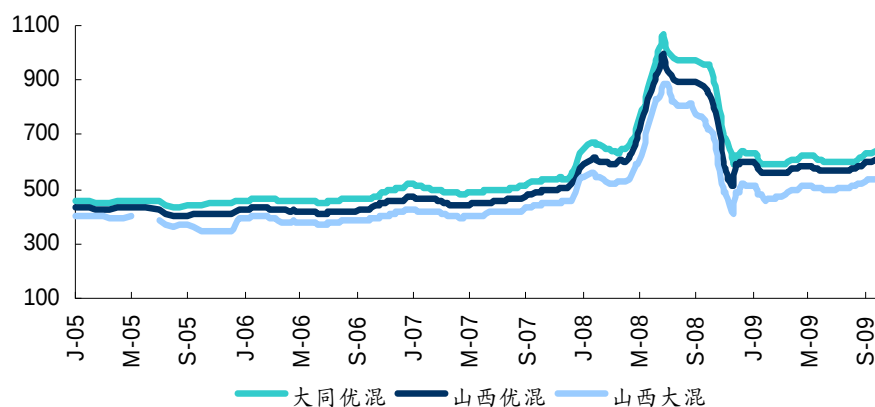
2009 年 10 月 23 日，秦皇岛煤炭价格行情：

大同优混平仓价 650-660 元/吨，较上月上涨 40 元/吨；

山西优混平仓价 620-630 元/吨，较上月上涨 40 元/吨；

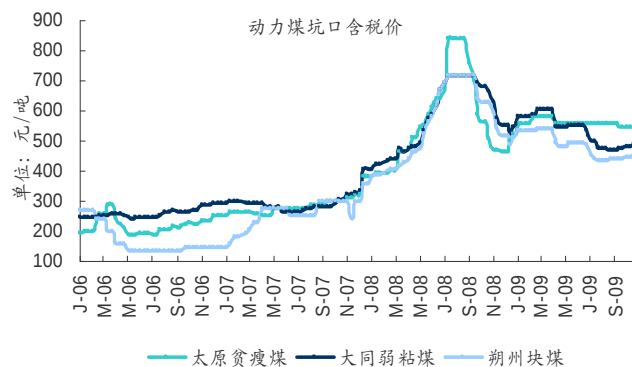
山西大混平仓价 540-550 元/吨，较上月上涨 25 元/吨；

图 32：秦皇岛各煤种价格上涨约 25-40 元/吨



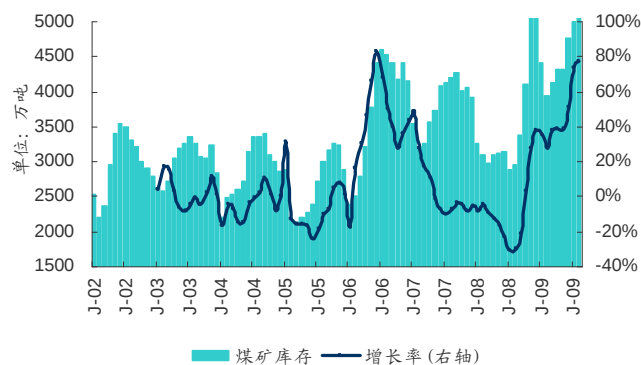
资料来源：Sxcoal、长江证券研究部

图 33：动力煤坑口价稳定



资料来源：长江证券研究部

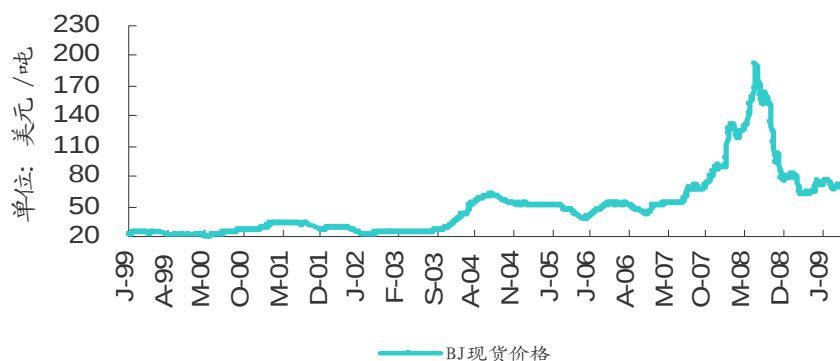
图 34：受大秦线检修影响，煤炭企业库存持续上升



资料来源：长江证券研究部

国内外煤价继续倒挂

截至 2009 年 10 月 22 日，澳大利亚 BJ 动力煤 FOB 价格为 71.75 美元/吨，较上月同期 69.45 美元/吨，上涨了 2.3 美元/吨，涨幅低于国内煤价，国内外煤价继续倒挂。

图 35：澳大利亚 BJ 动力煤价格微幅上涨


资料来源：Sxcoal、长江证券研究部

表 4：国际煤价低于国内煤价

	印尼（卡利曼丹港）	澳大利亚（纽卡斯尔港）
FOB 价格（美元/吨）	63.04	71.75
汇率	6.83	6.83
FOB 价格（元/吨）	430.71	490.22
运距（km）	2965	7410
海运费（元/吨）	30.00	68.00
保险费（元/吨）	10	20
增值税（元/吨）	80.02	98.30
运抵广州港价格（元/吨）	550.74	676.52
发热量（MJ/kg）	24.66	26.33
热值调整系数	1.02	0.95
调整后价格（元/吨）	560.12	644.41
秦皇岛大同优混价格（元/吨）	667.5	667.5
秦皇岛-广州运费（元/吨）	45	45
价差（元/吨）	-161.76	-35.98

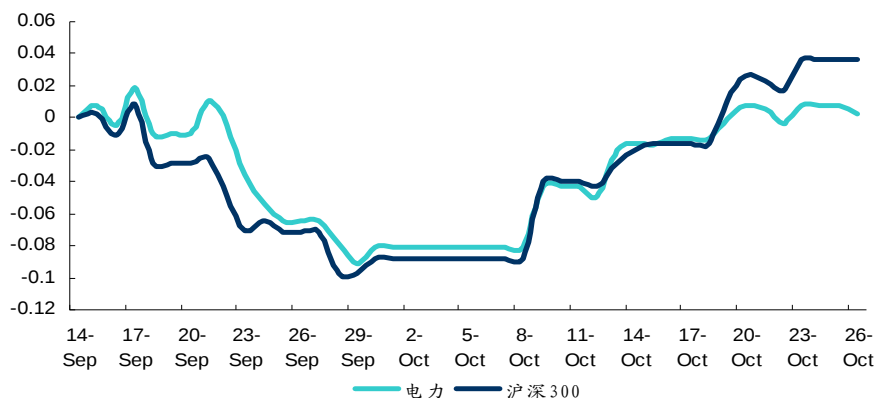
资料来源：Sxcoal、长江证券研究部

行业估值及投资策略

电力板块近一个月表现弱于沪深 300

自 9 月 14 日公布 8 月份用电量数据至今一个月内，沪深 300 指数上涨 3.6%，电力板块上涨 0.2%，表现弱于沪深 300。从近一个月电力股表现来看，我们认为，电力行业的防御性决定了其在大盘上涨的时候，涨幅要弱于大盘涨幅，电力板块进攻性不足。在市场下跌的时候，电力股具有配置价值。

图 36: 电力板块近一个月表现弱于沪深 300

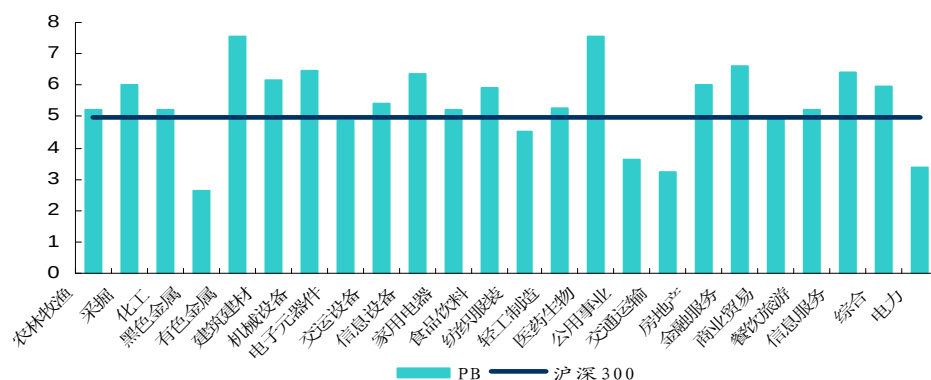


资料来源: Wind、长江证券研究部

估值处于相对低位

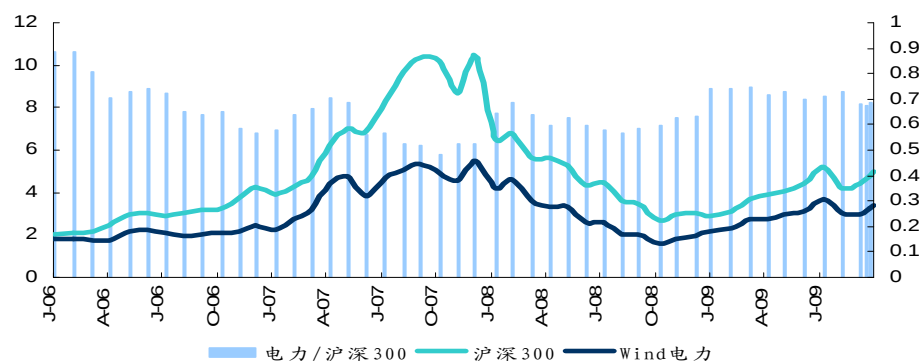
目前, 电力行业 PB 为 3.38x, 远低于沪深 300 平均 4.99 倍 PB 的水平及其他行业。从电力行业与沪深 300PB 比值来看, 目前比值为 0.68, 低于历史平均水平 0.78。

图 37: 电力板块 PB 为 3.38x, 低于沪深 300 及其他行业



资料来源: Wind、长江证券研究部

图 38: 电力行业与沪深 300PB 比值为 0.68, 低于历史平均水平



资料来源: Wind、长江证券研究部

投资策略：暂时观望，待局势明朗

九月下旬，国家发改委、电监会向各省、自治区、直辖市发改委、物价局，各区域电监局、城市电监办等相关部门就加快推进电价改革征求意见。近期电价改革的重点是：推进大用户直购电试点，电力用户与发电企业协商确定交易价格；建立电力交易市场，开展竞价上网试点，上网电价由市场竞争形成；在具备条件的地区放开新核准机组电价；实施按“成本加收益”方法核定输配电价试点工作，加强对电网企业成本、价格、收入的监管，健全成本约束机制。并将根据情况适时理顺销售电价结构。

意见稿的出台引发了市场对电价调整的预期：销售电价将于近日上调传导去年电网负担的 0.02 元/kWh；考虑到近期水资源费的调整，水电上网电价有望上调 0.003 元/kWh；火电上网电价将进行差异性调整，内陆地区上网电价有望微幅上调，而东部沿海地区上网电价或将小幅下调。

我们认为，长期来看，电价体制改革的最终目标是实现输配电价由政府按照成本定价，上网电价和销售电价由市场竞争决定，电价体制改革将理顺电力行业价格传导机制，不会再出现 2008 年全行业亏损的现象。而短期内，毫无依据的去推测电价调整幅度是徒劳的，电价、煤价、利用小时三个因素中，电力企业利润对电价调整敏感性最大，电价调整将对上市公司业绩造成重大影响。建议暂时观望，等待电价改革明朗。

表 5：重点上市公司盈利预测及评级

公司简称	股价	EPS (元)			P/E (X)			P/B (X)			评级
		08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E	
粤电力 A	8.13	0.011	0.372	0.401	745.55	21.88	20.27	2.56	2.06	2.03	推荐
华能国际	7.80	-0.307	0.510	0.555	/	15.29	14.07	2.59	2.27	1.99	推荐
国投电力	9.71	0.118	0.216	0.285	82.52	44.97	34.06	2.49	1.60	1.55	谨慎推荐
大唐发电	9.04	0.070	0.168	0.193	129.02	53.89	46.74	4.10	3.85	3.60	谨慎推荐
国电电力	7.19	0.033	0.264	0.333	218.95	27.19	21.62	2.76	2.54	2.31	推荐
长源电力	5.02	-1.508	0.143	0.279	/	35.17	17.99	1.97	1.88	1.72	谨慎推荐
宝新能源	9.21	0.313	0.558	0.507	29.42	16.50	18.15	4.42	3.60	3.08	推荐
广州控股	6.67	0.176	0.297	0.328	37.97	22.43	20.34	1.67	1.57	1.47	谨慎推荐
长江电力	13.63	0.418	0.455	0.694	32.64	29.97	19.65	3.41	2.42	2.19	推荐

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

虞亚新，武汉大学金融工程硕士，2008 年加盟长江证券研究部，从事电力行业研究，重点覆盖上市公司：华能国际、粤电力、国投电力、大唐发电、国电电力、长江电力、长源电力、宝新能源、广州控股。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。