

彭全刚
010-88087783
pengqg@cmschina.com.cn

2009年11月13日

关注电价调整带来的交易性机会

电力行业11月月报（上）

公用事业

电力

中性（维持）

细分行业评级

电网	推荐
水电	推荐
火电	中性
核电	推荐

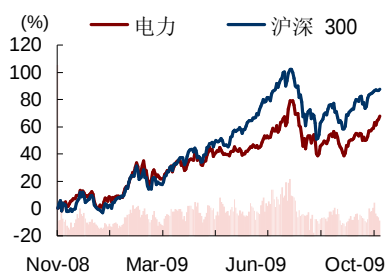
上证指数 3188

行业规模

		占比%
股票家数（只）	54	3.4
总市值（亿元）	6849	2.9
流通市值（亿元）	4418	3.2

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	13.6	17.8	73.3
相对表现	2.5	-7.7	-21.0



相关报告

- 1、《电力行业 10 月月报（下）- 防范短期风险，把握交易性机会》2009/10/29
- 2、《电力行业 10 月月报（上）- 用电量稳步恢复，电价可能调整》2009/10/19
- 3、《电力行业 9 月月报（上）- 用电量实现正增长，寻找电量推动下的绩优股》2009/09/14
- 4、《电力行业 8 月月报（下）- 8 月份跑赢大盘，防御价值开始显现》2009/09/2

预计 11 月用电量同比增长 22.4%，2010 年合同煤价上调是大概率事件，维持行业中性的评级。电价调整可能带来交易性机会，可适当关注西部火电占比较高的公司、有上调电价预期的公司：国电电力、漳泽电力；合同煤占比高，电量环比增长的华能国际、深圳能源、粤电力；销售电价上调的文山电力。

- q 10 月份全国工业增加值同比增长 16.1%。1~10 月全国工业增加值累计增长 9.4%，比 1~9 月份提升 0.7 个百分点；当月同比增长 16.1%，较上月 13.9% 提升 2.2 个百分点。
- q 10 月份全社会用电量同比增长 15.9%。1~10 月全社会用电量同比增长 2.8%，比 1~9 月份提升 1.4 个百分点；10 月份用电量同比增长 15.9%，较 9 月份的 10.2% 提升 6.0 个百分点。
- q 截至 10 月底全国装机增长 9.4%，水电增长 13.8%，火电增长 7.6%。10 月底全国 6000 千瓦以上全部装机容量 8.06 亿千瓦，水电装机容量 1.57 亿千瓦，火电装机容量 6.25 亿千瓦。
- q 10 月份发电量同比增长 17.1%。1~10 月份全国发电量同比增长 3.2%，其中：水电发电量同比增长 8.1%，比 1~9 月份下降 1.9 个百分点；火电发电量同比增长 1.8%，比 1~9 月份提升 2.0 个百分点。
- q 10 月份火电机组利用小时同比增长 11.4%。1~10 月份全国水电平均利用小时为 2961 小时，比上年同期减少 193 小时，同比下降 6.1%。火电机组利用小时为 3923 小时，同比下降 245 小时；10 月份火电单月利用小时为 408 小时，与 9 月基本持平，同比增长 11.4%。
- q 10 月以来秦皇岛煤价上涨较多。截止 11 月 13 日，秦皇岛 6000 大卡大同优混最高售价为 690 元/吨，5500 大卡山西优混为 650 元/吨，5000 大卡山西大混为 575 元/吨。各煤种价格比上月同期上涨约 35 元/吨，较上周上涨 5-10 元/吨。2009 年平均价格与 2008 年相比，降幅分别为 22%、20%、20%。

重点公司主要财务指标

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	PB	评级
长江电力	13.6	0.41	0.50	0.70	27	19	3.6	强烈推荐 A
国电电力	7.7	0.03	0.34	0.45	23	17	2.5	强烈推荐 A
华能国际	8.2	-0.26	0.48	0.55	17	15	2.2	审慎推荐 B
华电国际	5.5	-0.28	0.24	0.28	28	23	2.2	审慎推荐 A
国投电力	10.5	0.12	0.23	0.39	45	27	2.8	审慎推荐 B
宝新能源	9.7	0.32	0.52	0.46	19	21	4.4	强烈推荐 B
深圳能源	13.5	0.41	0.98	0.90	14	15	2.1	强烈推荐 A
中能股份	12.0	0.20	0.61	0.68	20	18	1.9	审慎推荐 B

资料来源：招商证券

正文目录

一、1~10月全国工业增加值累计同比增长 9.4%	4
1、10月份工业增加值同比增 16.1%，较上月提升 2.2 个百分点	4
2、钢铁行业 10 月份产量增速创有史以来的次高水平	4
二、10 月份全社会用电量同比增长 15.9%	6
1、1~10 月全社会用电量同比增长 2.8%	6
2、1~10 月份工业用电量同比增长 0.1%	6
3、当月用电同比增长居前的省份为宁夏、贵州、内蒙古	7
4、累计用电增速较高的省份为新疆、海南、云南	7
5、西北、华北 10 月份用电负荷增长较快	8
三、全部装机容量同比增长 9.4%，环比增长 0.7%	9
1、6000 千瓦以上全部装机容量同比增长 9.4%	9
2、10 月份安徽和西部省份装机增长仍较快	9
四、10 月份发电量同比增长 17.1%	10
1、1~10 月全国发电量同比增长 3.2%，当月增长 17.1%	10
2、10 月份发电量增速较快的省份为四川、宁夏、青海	10
3、1~10 月发电量增速较快的省份为四川、安徽、云南	11
4、1~10 月全部机组利用小时下降 240 小时	11
5、全国 1~10 月四川、贵州、江苏利用小时保持正增长	11
五、细分行业分析	13
1、1~10 月水电利用小时同比下降 6.1%	13
2、水电利用小时增加较多的省份为内蒙古、黑龙江、海南	13
3、10 月份火电利用小时同比增长 11.4%	13
4、1~10 月 6 个省份火电利用小时正增长	14
5、10 月份供电煤耗 340 克/千瓦时，同比下降 6 克	14
六、10 月以来秦皇岛煤价明显上涨	16
1、目前 5500 大卡均价 591 元/吨，现价 650 元/吨	16
2、秦皇岛存煤 842 万吨，处于历史高位	17
3、目前澳大利亚 BJ 现货价 73.85 美元/吨，运费 14.5 美元/吨	17
七、投资建议：适当关注西部火电厂较多的上市公司	18

图表目录

图 1: 工业增加值累计增速比较.....	4
图 2: 生铁累计产量和增速	5
图 3: 粗钢累计产量和增速	5
图 4: 水泥累计产量和增速	5
图 5: 平板玻璃累计产量和增速	5
图 6: 十种有色金属累计产量和增速.....	5
图 7: 电解铝累计产量和增速.....	5
图 8: 纯碱累计产量和增速	5
图 9: 全社会以及各产业累计用电增速比较.....	6
图 10: 工业累计用电量增速比较	6
图 11: 分省当月用电量以及增速比较	7
图 12: 分省累计用电量以及增速比较.....	7
图 13: 各区域电网累计最高用电负荷及增速比较	8
图 14: 各区域电网当月最高用电负荷及增速比较	8
图 15: 全国 6000 千瓦以上发电设备装机容量及增速	9
图 16: 分省装机容量及增速	9
图 17: 不同类型发电机组累计发电量同比增速比较.....	10
图 18: 分省当月发电量以及增速比较.....	10
图 19: 分省累计发电量以及增速比较.....	11
图 20: 全国累计利用小时变动情况比较	11
图 21: 全国单月利用小时变动情况比较	11
图 22: 各省累计利用小时变动比较	12
图 23: 全国水电累计利用小时变动情况比较.....	13
图 24: 全国水电当月利用小时变动情况比较.....	13
图 25: 各省水电累计利用小时变动比较	13
图 26: 全国火电累计利用小时变动比较	14
图 27: 全国火电当月利用小时变动情况比较.....	14
图 28: 各省火电累计利用小时变动比较	14
图 29: 火电机组累计供电煤耗变动比较	15
图 30: 秦皇岛动力煤价格变动情况	16
图 31: 主要地区煤炭运费变动情况	16
图 32: 秦皇岛主要煤种平均价格涨幅比较	16
图 33: 秦皇岛存煤与存煤天数.....	17
图 34: 直供电厂库存与存煤天数.....	17
图 35: 澳大利亚 BJ 煤价	17
图 36: 煤炭进出口情况.....	17
表 1: 龙头公司估值表.....	19

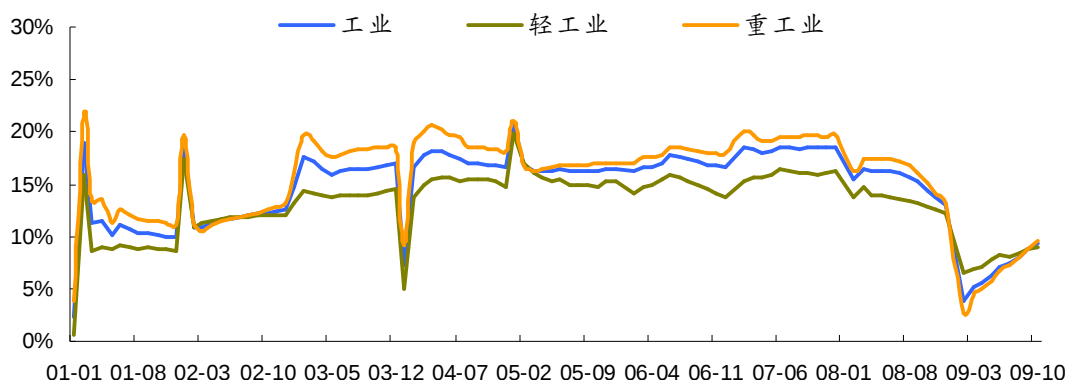
一、1~10 月全国工业增加值累计同比增长 9.4%

1、10 月份工业增加值同比增 16.1%，较上月提升 2.2 个百分点

1~10 月份全国工业增加值累计增长 9.4%，比 1~9 月份提高 0.7 个百分点；当月同比增长 16.1%，较上月的 13.9% 提升 2.2 个百分点。1~10 月份全国轻工业增加值累计增长 9%，比 1~9 月份的 8.7% 小幅提升；当月同比增长 11.3%，较上月小幅放缓。1~10 月份全国重工业增加值累计增长 9.6%，比 1~9 月份提升 0.9 个百分点；当月同比增长 18.1%，比上月提升 3.3 个百分点。

由于去年同期经济开始步入下行通道，重工业受影响较严重，基数较低，因此导致 10 月重工业同比增速很高，由于 11 月是去年经济最差的时候，预计未来 11 月工业增加值同比增速会达到阶段高点，从而推动电量增速达到阶段高点。

图1：工业增加值累计增速比较



资料来源：国家统计局，招商证券

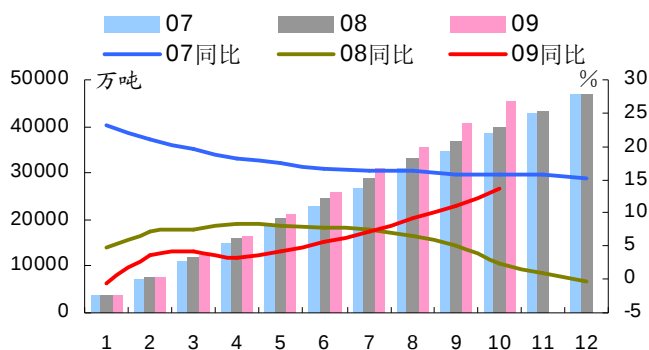
2、钢铁行业 10 月份产量增速创有史以来的次高水平

截止 10 月份，下游四大高耗能行业：钢铁行业耗电占比 11.2%，建材行业耗电占比 5.8%，化工行业耗电占比 7.8%，有色金属行业耗电占比 6.9%。

- Ø 钢铁行业：10 月份生铁产量同比增长 42.9%，创有史以来的次高水平；粗钢产量同比增长 42.4%，也创出有史以来的次高水平。
- Ø 建材行业：1~10 月水泥产量累计同比增长 18.7%，较 1~9 月小幅提升；平板玻璃产量累计同比增长 1.9%，较 1~9 月小幅提升。
- Ø 化工行业：1~10 月纯碱产量累计同比下降 1.2%，较 1~9 月 1.7% 的降幅收窄 0.5 个百分点。
- Ø 有色行业：1~10 月十种有色金属产量累计同比增长 1.3%，累计同比增速首次转正；电解铝产量累计同比下降 5%，较 1~9 月降幅收窄 2.6 个百分点。

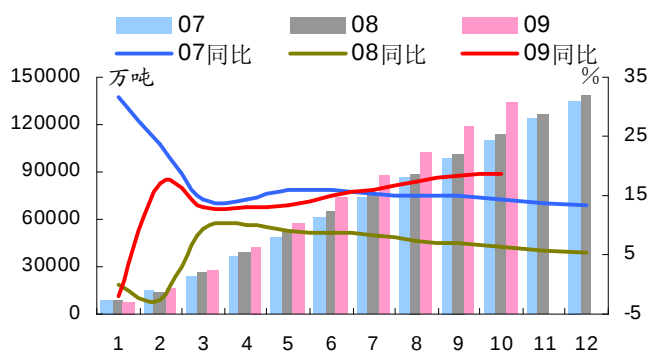
10 月份，钢铁行业产量同比大幅增长，并创有史以来的次高水平；1~10 月有色行业产量的累计同比增速首次转正；这两个因素成为推动重工业同比大幅增长的主要原因。从绝对产量来看，钢铁、有色、建材、化工产量都已经创出历史最高值。

图2: 生铁累计产量和增速



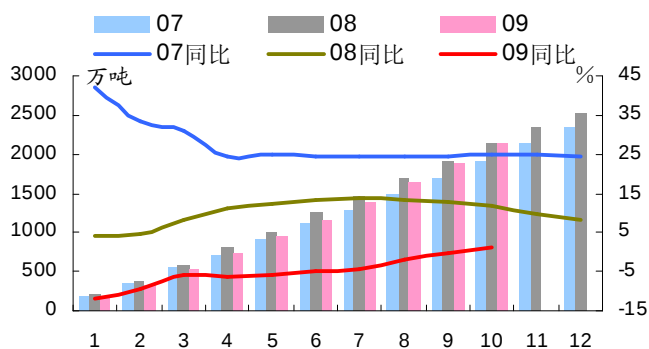
资料来源: 国家统计局, 招商证券

图4: 水泥累计产量和增速



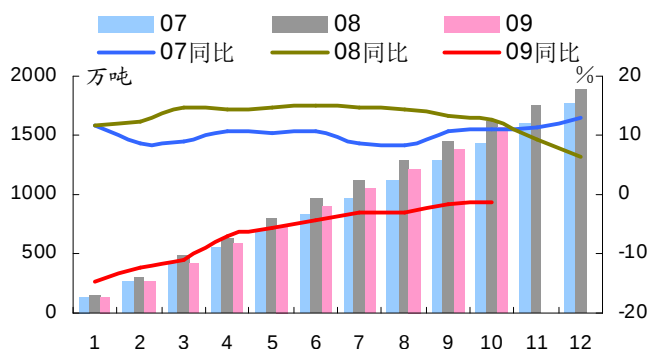
资料来源: 国家统计局, 招商证券

图6: 十种有色金属累计产量和增速



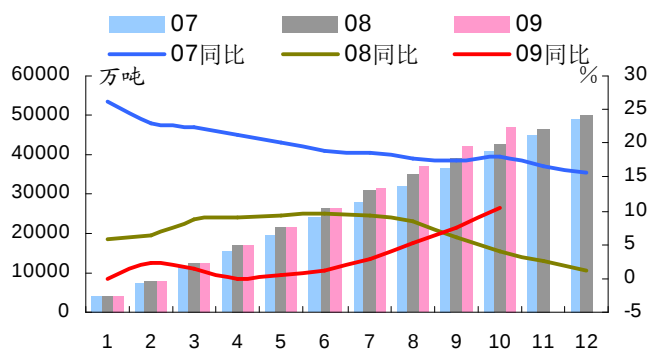
资料来源: 国家统计局, 招商证券

图8: 纯碱累计产量和增速



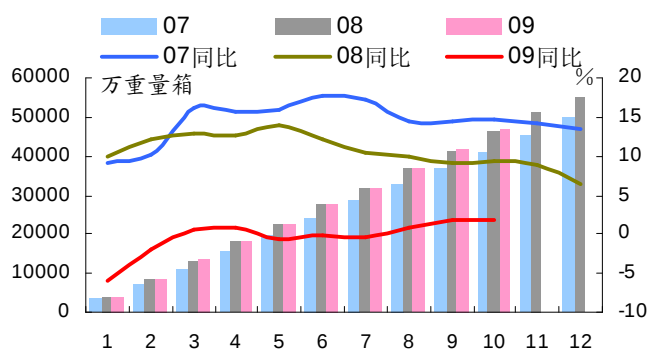
资料来源: 国家统计局, 招商证券

图3: 粗钢累计产量和增速



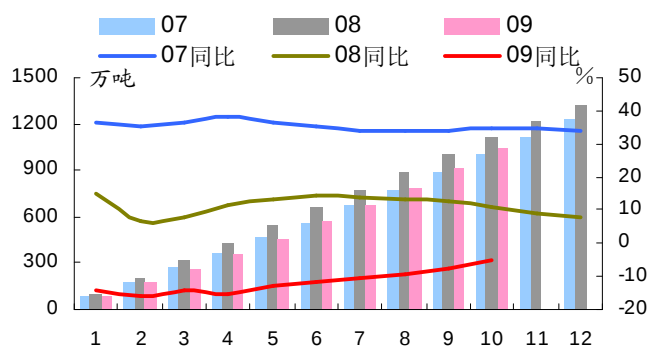
资料来源: 国家统计局, 招商证券

图5: 平板玻璃累计产量和增速



资料来源: 国家统计局, 招商证券

图7: 电解铝累计产量和增速



资料来源: 国家统计局, 招商证券

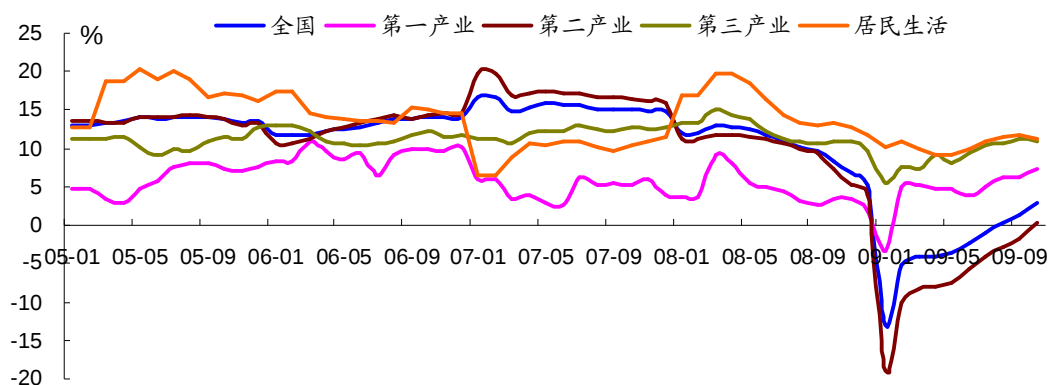
二、10 月份全社会用电量同比增长 15.9%

1、1~10 月全社会用电量同比增长 2.8%

1~10 月份全社会用电量 29775 亿千瓦时，同比增长 2.8%，比 1~9 月份提升 1.4 个百分点；10 月份用电量 3134 亿千瓦时，同比增长 15.9%，比 9 月份的 10.2% 提升 5.96 个百分点。其中：1~10 月份第一产业用电同比增长 7.2%；1~10 月份第二产业用电同比增长 0.2%，累计增速首次转正；1~10 月份第三产业用电同比增长 11.1%，居民用电同比增长 11.2%。

10 月份全国工业增加值同比增长 16.1%，较上月提升 2.2 个百分点；钢铁有色两大高耗电行业的产量同比增速继续大幅提升，是推动 10 月份用电量同比增速较高的主要原因。由于基数原因，预计 11 月用电量增长 22%。

图9：全社会以及各产业累计用电增速比较



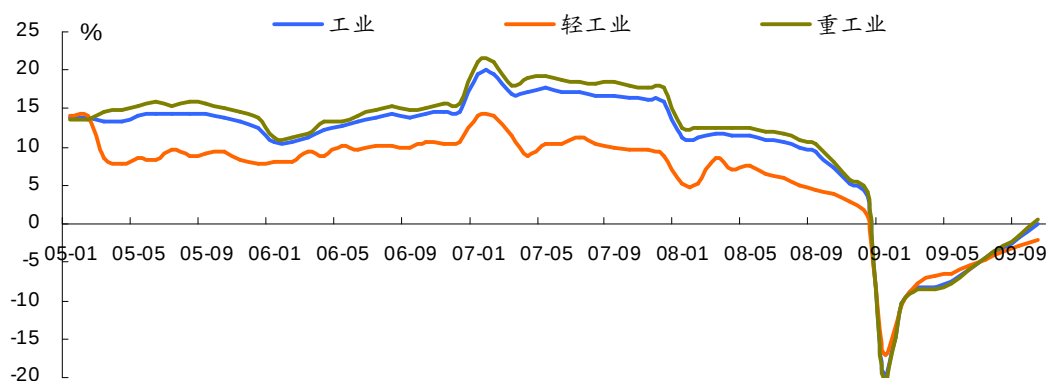
资料来源：国家统计局，招商证券

2、1~10 月份工业用电量同比增长 0.1%

1~10 月份工业用电量同比增长 0.1%，其中，轻工业用电量同比下降 2.0%，重工业用电量同比增加 0.6%。

1~10 月工业用电量同比降幅较 1~9 月收窄 1.9 个百分点，累计增速首次转正；其中，10 月份铁合金冶炼和铝冶炼的用电量同比分别增长 28.9% 和 21.8%。

图10：工业累计用电量增速比较

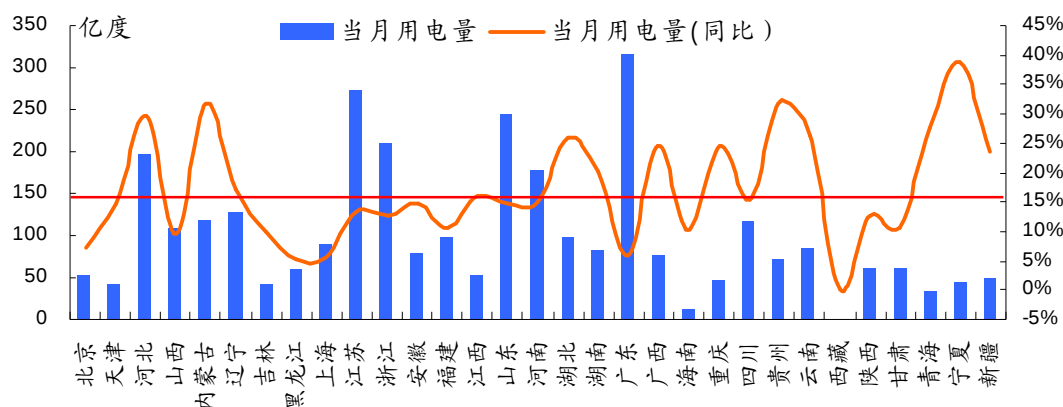


资料来源：国家统计局，招商证券

3、当月用电同比增长居前的省份为宁夏、贵州、内蒙古

10 月份用电量同比增长较快的省份为宁夏（38.8%）、贵州（32%）、内蒙古（31.8%）、河北（29.6%）、青海（27.7%）；全国所有省份用电量当月同比全部实现正增长，同比增长较慢的省份为黑龙江（5.2%）、上海（5.5%）、广东（5.8%）、北京（7.3%）、山西（9.6%）。由于南方地区以及沿海城市高温天气渐过，且去年同期电量受经济影响较小，因此同比增速不高。西部地区特别是一些高耗能行业比较集中的省份，如宁夏、内蒙古，由于去年受经济下滑影响较大，基数较低，并且整体的经济也仍然处于复苏的主要阶段，因此同比增速较高。

图11：分省当月用电量以及增速比较

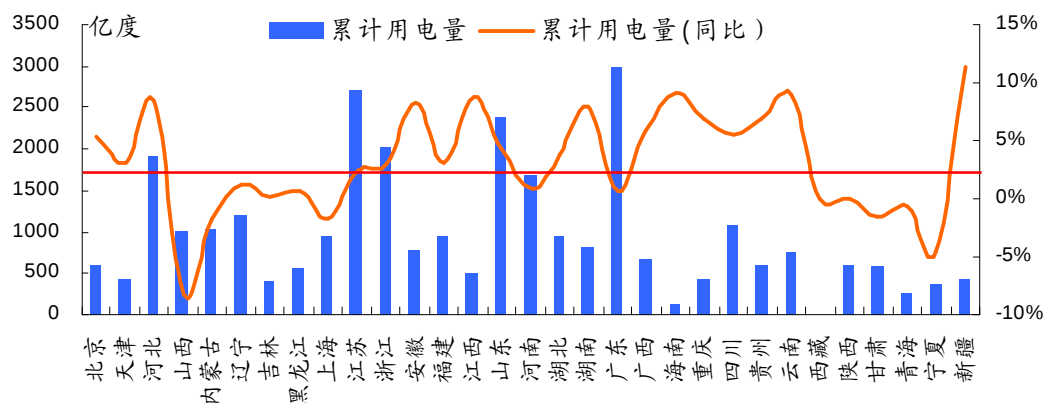


资料来源：国家统计局，招商证券

4、累计用电增速较高的省份为新疆、海南、云南

1~10 月份累计用电同比实现正增长的省份为 25 个，用电量同比增长超过全国平均水平（2.79%）的省份依次为：新疆（11.30%）、海南（9.08%）、云南（9.03%）、江西（8.74%）、河北（8.43%）、安徽（8.26%）、湖南（7.85%）、重庆（6.94%）、贵州（6.91%）、广西（5.80%）、四川（5.59%）、北京（5.42%）、山东（4.29%）、湖北（3.76%）、天津（3.13%）、福建（3.02%）、浙江（2.95%）。宁夏、贵州、内蒙古、青海等西部城市累计增速较上月提高较多。

图12：分省累计用电量以及增速比较

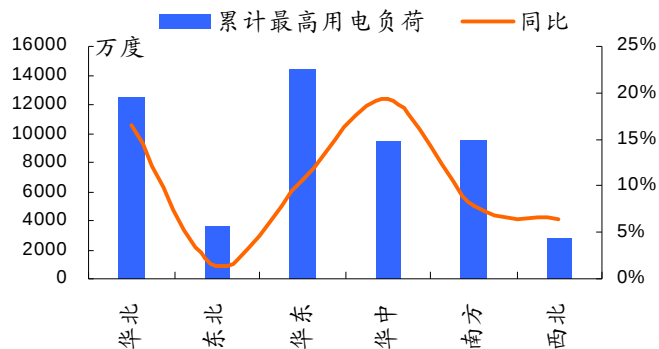


资料来源：国家统计局，招商证券

5、西北、华北 10 月份用电负荷增长较快

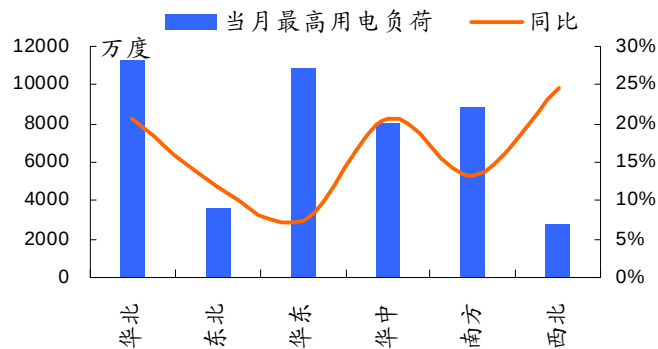
10 月份用电负荷同比增长最多的地区为西北电网，用电负荷同比增长 24.5%，比上月增速大幅提高，其他各区域用电负荷都有不同程度的增长；其中，10 月份华东地区用电负荷增速较低，不过仍较上月提升 1.6 个百分点。

图13: 各区域电网累计最高用电负荷及增速比较



资料来源：国家统计局，招商证券

图14: 各区域电网当月最高用电负荷及增速比较



资料来源：国家统计局，招商证券

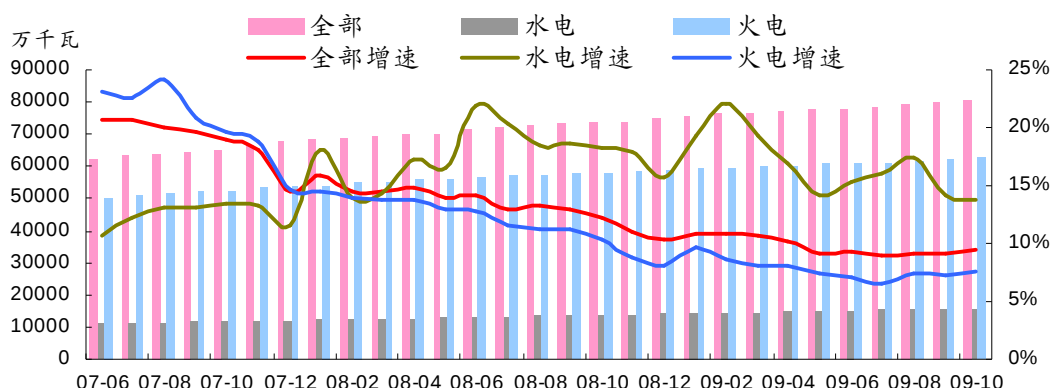
三、全部装机容量同比增长 9.4%，环比增长 0.7%

1、6000 千瓦以上全部装机容量同比增长 9.4%

截止 10 月，全国 6000 千瓦以上全部装机容量 8.06 亿千瓦，同比增长 9.4%，环比增长 0.7%。其中：6000 千瓦以上水电装机容量 1.57 亿千瓦，同比增长 13.8%，环比增长 1%；6000 千瓦以上火电装机容量 6.25 亿千瓦，同比增长 7.6%，环比增长 0.6%。

10 月底全国装机容量同比增速比 9 月底略微上升，水电装机容量同比增速比 9 月底略微下降，火电装机容量同比增速比 9 月底提升 0.4 个百分点。

图 15：全国 6000 千瓦以上发电设备装机容量及增速



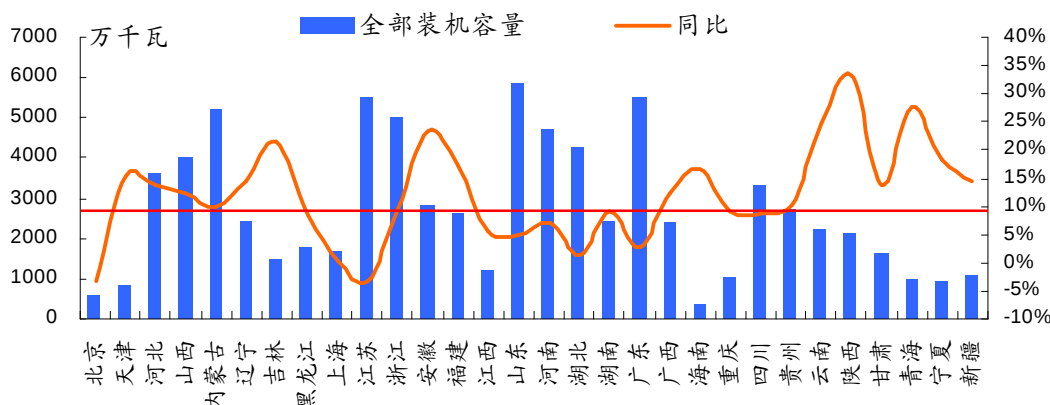
资料来源：国家统计局，招商证券

2、10 月份安徽和西部省份装机增长仍较快

10 月份全部装机容量增长较快的省份分别为陕西（33%）、青海（28%）、云南（25%）、安徽（23%）、吉林（22%）；全部装机容量增长较慢的省份分别为江苏（-3%）、北京（-3%）、上海（0%）、湖北（1%）、广东（3%）。

今年以来，国家“十一五”发展规划中“皖电东送”的安徽省，以及西部主要省份的装机容量同比增速一直维持较高的水平。

图 16：分省装机容量及增速



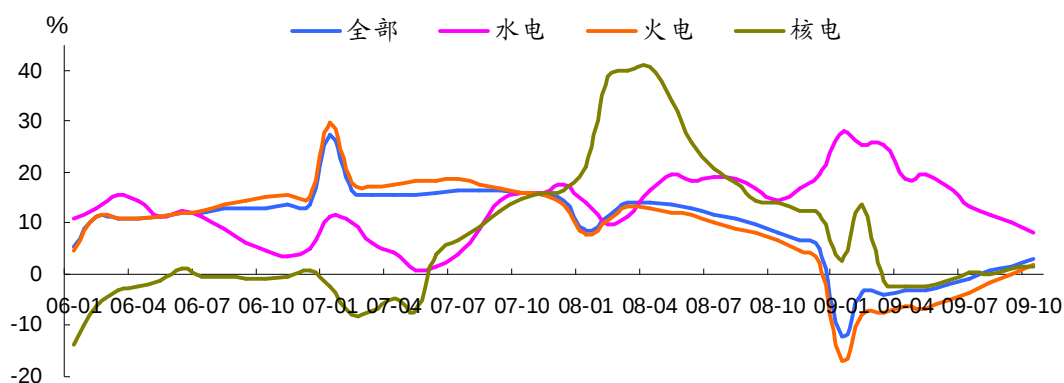
资料来源：国家统计局，招商证券

四、10 月份发电量同比增长 17.1%

1、1~10 月全国发电量同比增长 3.2%，当月增长 17.1%

1~10 月份全国发电量 29630 亿千瓦时，同比增长 3.2%，比 1~9 月份提升 1.5 个百分点。其中：水电发电量 4827 亿千瓦时，同比增长 8.1%，比 1~9 月份下降 1.9 个百分点；火电发电量 23854 亿千瓦时，同比增长 1.8%，比 1~9 月份提升 2.0 个百分点；核电发电量 583 亿千瓦时，同比增长 1.7%。由于季节性因素以及来水偏枯，水电增速继续高位回落，而火电增速则逐月快速提升。

图17：不同类型发电机组累计发电量同比增速比较

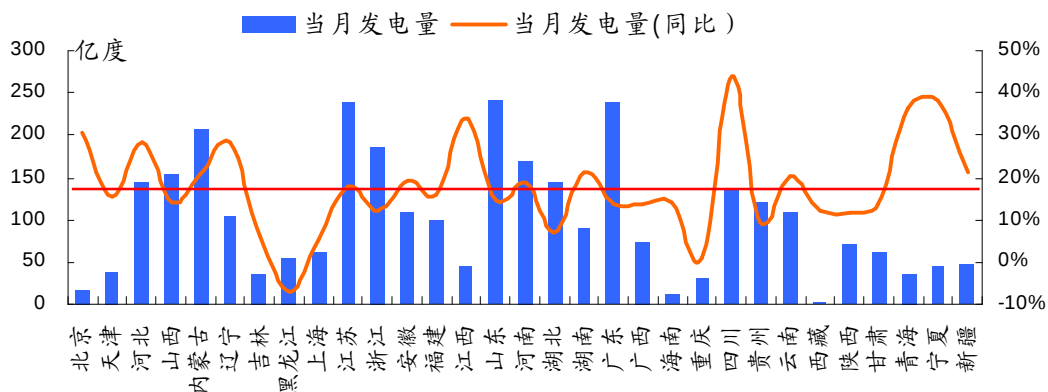


资料来源：国家统计局，招商证券

2、10 月份发电量增速较快的省份为四川、宁夏、青海

10 月份发电量同比增幅较大的省份主要有四川（44%）、宁夏（38%）、青海（36%）、江西（34%）、北京（30%），增速较低的省份为黑龙江（-7%）、重庆（0.9%）、上海（5.2%）、吉林（5.9%）、湖北（6.9%）。由于去年同期基数较低，10 月份西部省份发电量的同比增速较高；四川主要受地震因素影响；东北地区目前发电形势仍然不是很乐观，今年以来一直不是很好，恢复比较缓慢。

图18：分省当月发电量以及增速比较

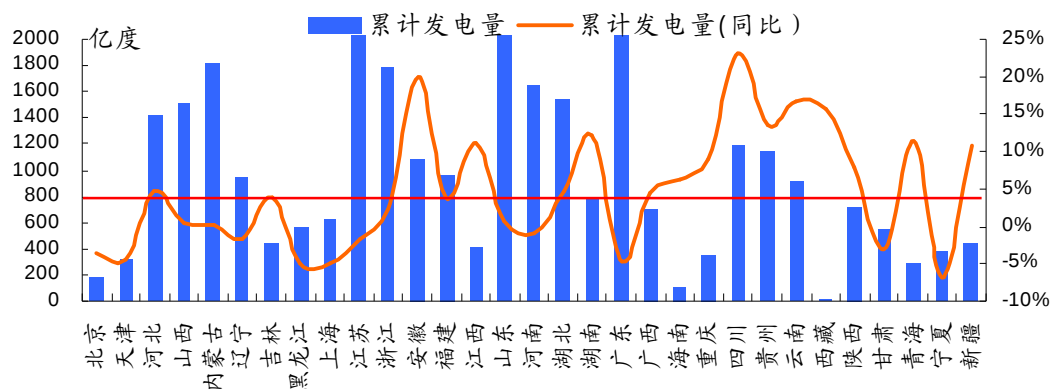


资料来源：国家统计局，招商证券

3、1~10月发电量增速较快的省份为四川、安徽、云南

1~10月份发电量同比增幅较大的省份主要有四川（23%）、安徽（20%）、云南（17%）、西藏（16%）、贵州（14%）。累计发电量同比下降较多的省份是宁夏（-7%）、上海（-5%）、黑龙江（-4.9%）、广东（-4.6%）、天津（-4.4%）。

图19：分省累计发电量以及增速比较

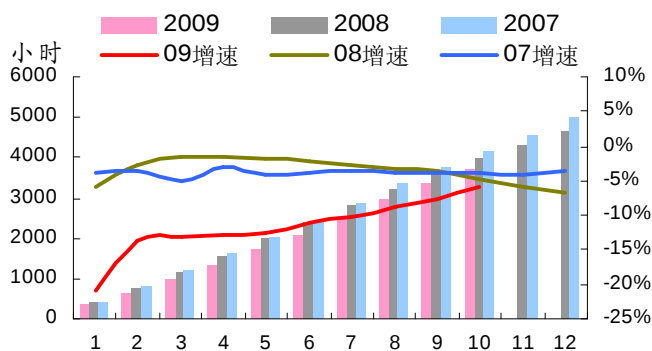


资料来源：国家统计局，招商证券

4、1~10月全部机组利用小时下降240小时

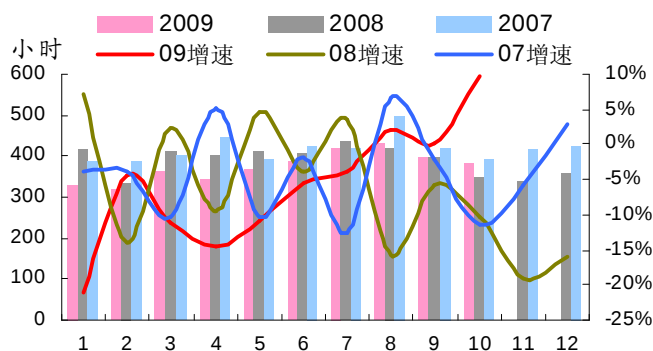
1~10月份全国全部机组平均利用小时为3735小时，比上年同期下降240小时，下降幅度为6.0%，当月同比增长9.8%。其中，水电设备平均利用小时比去年下降193小时，火电设备平均利用小时比去年下降245小时。

图20：全国累计利用小时变动情况比较



资料来源：国家统计局，招商证券

图21：全国单月利用小时变动情况比较



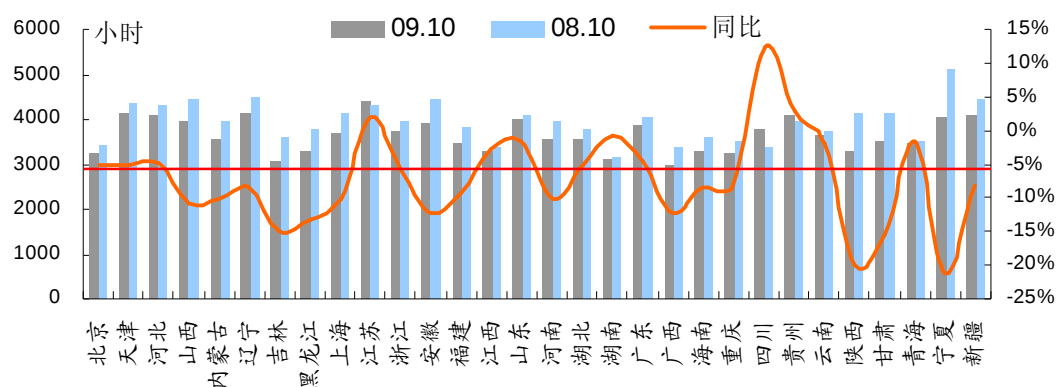
资料来源：国家统计局，招商证券

5、全国1~10月四川、贵州、江苏利用小时保持正增长

1~10月份全国有3个省份的全部机组利用小时保持正增长，其中1~10月全部机组利用小时同比增速较高的省份分别是四川（12%）、贵州（3%）、江苏（2%）、湖南（-1%）、青海（-2%）。

1~10月份利用小时下降较多的省份分别是宁夏（-21%）、陕西（-20%）、甘肃（-15%）、吉林（-15%）、黑龙江（-13%）。

图22: 各省累计利用小时变动比较



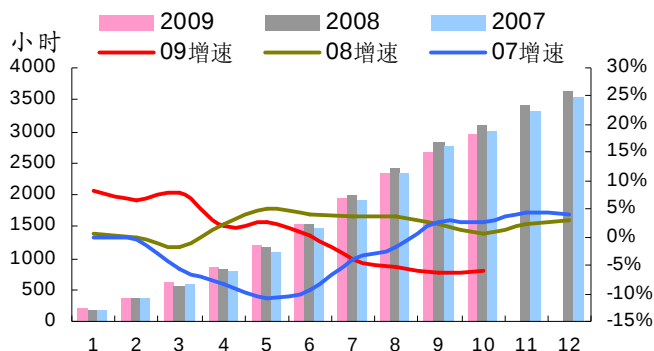
资料来源：国家统计局，招商证券

五、细分行业分析

1、1~10 月水电利用小时同比下降 6.1%

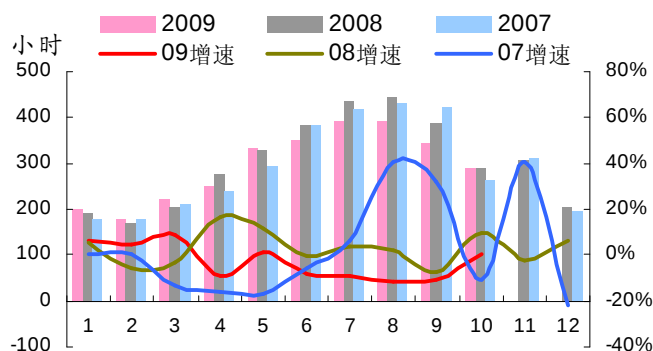
1~10 月份全国水电平均利用小时为 2961 小时，比上年同期减少 193 小时，同比下降 6.1%。10 月份水电当月利用小时 290 小时，与上年同期基本持平。

图23: 全国水电累计利用小时变动情况比较



资料来源：国家统计局，招商证券

图24: 全国水电当月利用小时变动情况比较

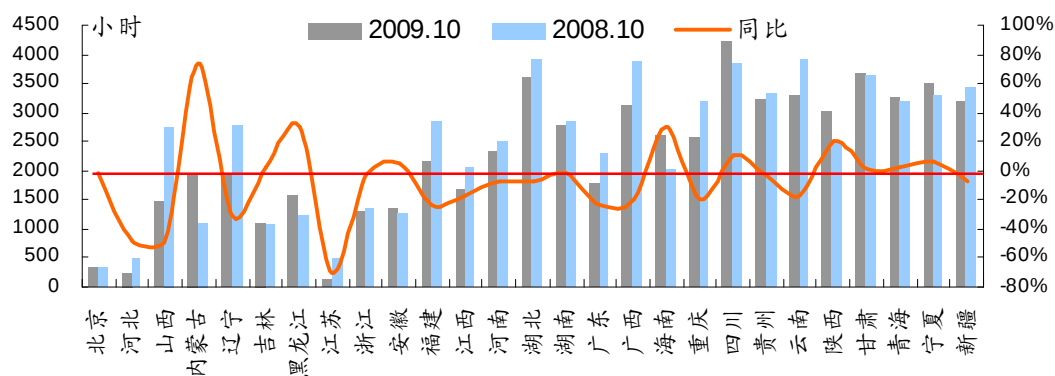


资料来源：国家统计局，招商证券

2、水电利用小时增加较多的省份为内蒙古、黑龙江、海南

水电利用小时增加较多的省份是内蒙古（73%）、黑龙江（30%）、海南（29%）、陕西（21%）、四川（10%）。利用小时下降较多的省份是江苏（-71%）、河北（-49%）、山西（-46%）、辽宁（-30%）、福建（-23%）。

图25: 各省水电累计利用小时变动比较

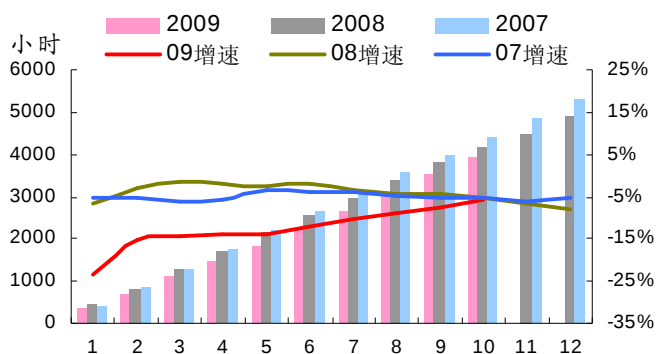


资料来源：国家统计局，招商证券

3、10 月份火电利用小时同比增长 11.4%

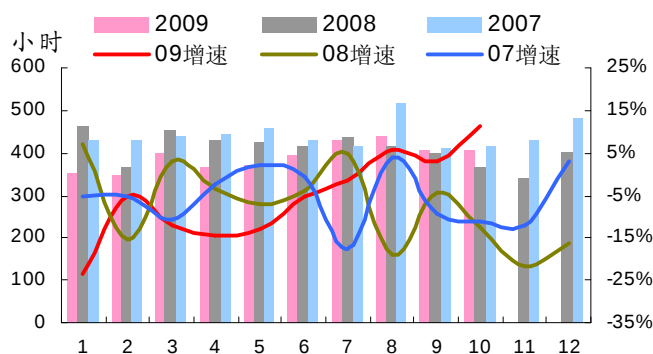
1~10 月份全国火电机组利用小时为 3923 小时，同比下降 245 小时，较上月降幅 284 小时减少 39 小时，降幅为 5.9%，比 1~9 月降幅收窄 1.6 个百分点。10 月份火电单月利用小时为 408 小时，与 9 月基本持平，同比增长 11.4%。尽管 10 月份有国庆节假日因素，但是 10 月份火电利用小时仍与 9 月基本持平，整体火电发电形势较好，我们判断水电发电量下降是主要影响因素。

图26: 全国火电累计利用小时变动比较



资料来源：国家统计局，招商证券

图27: 全国火电当月利用小时变动情况比较



资料来源：国家统计局，招商证券

4、1~10月6个省份火电利用小时正增长

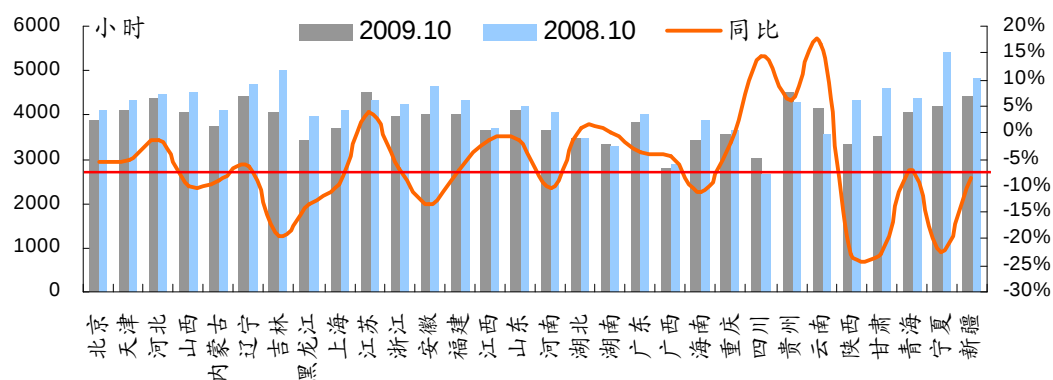
1~10月份共有6个省份的火电机组利用小时同比增加：云南（17%）、四川（14%）、贵州（6%）、江苏（4%）、湖北（0.8%）、湖南（0.2%）。

四川主要是由于去年基数较低，今年灾区重建导致用电形势较好；来水的因素仍是云南火电形势较好的主要原因。

火电利用小时下降较多的省份是：陕西（-23%）、甘肃（-23%）、宁夏（-22%）、吉林（-19%）、黑龙江（-14%）；

西部省份除陕西外降幅均有较大幅度的收窄，陕西主要由于装机增长太快；东北省份仍然不是很乐观，降幅没有明显的收窄迹象。

图28: 各省火电累计利用小时变动比较

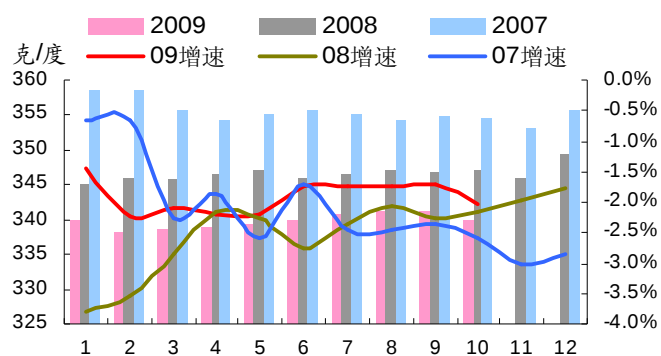


资料来源：国家统计局，招商证券

5、10月份供电煤耗 340 克/千瓦时，同比下降 6 克

1~10月份，全国火电机组单位供电煤耗 340 克/千瓦时，比 08 年同期减少 6 克，降幅为 2.0%；1~10月份火电机组的供电煤耗同比降幅较 1~9 月份略有增加。

图29: 火电机组累计供电煤耗变动比较



资料来源: 国家统计局, 招商证券

六、10 月以来秦皇岛煤价明显上涨

1、目前 5500 大卡均价 591 元/吨，现价 650 元/吨

截至到 2009 年 11 月 11 日，秦皇岛 6000 大卡以上的大同优混最高售价为 690 元/吨，5500 大卡以上的山西优混最高售价为 650 元/吨，5000 大卡以上的山西大混最高售价为 575 元/吨。各煤种最新价格比上月同期上涨 35 元/吨，比上周价格上涨 5-10 元/吨。

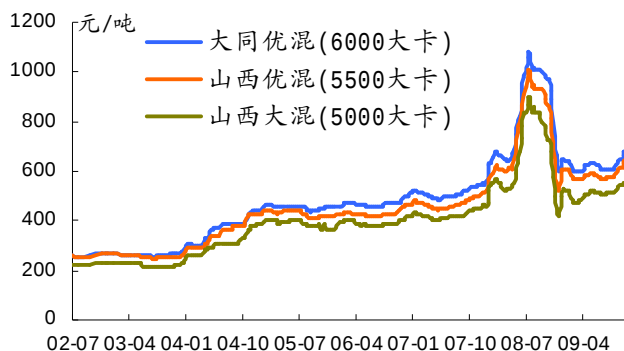
截至到 2009 年 11 月 11 日，秦皇岛-广州煤炭运费为 48 元/吨，秦皇岛-上海煤炭运费为 35 元/吨，黄骅-上海煤炭运费为 34 元/吨，较上月小幅上涨 2-3 元。近期运费的上涨主要受 BDI 的拉动，目前 BDI 涨至 3954 点，已经处于 5 个月以来的高位。

10 月以来，受冬季供暖的影响火电发电形势整体较好；北方寒流侵袭，大部分省份提前供热，煤炭需求较大，煤价已经出现一定幅度的上涨；我们预计未来秦皇岛煤价有可能进一步的上涨，不过幅度可能小于 10 月以来的上涨幅度；目前秦皇岛库存处于历史高位，短期煤价可能保持相对稳定。

2009 年平均价格与 2008 年平均价格相比：

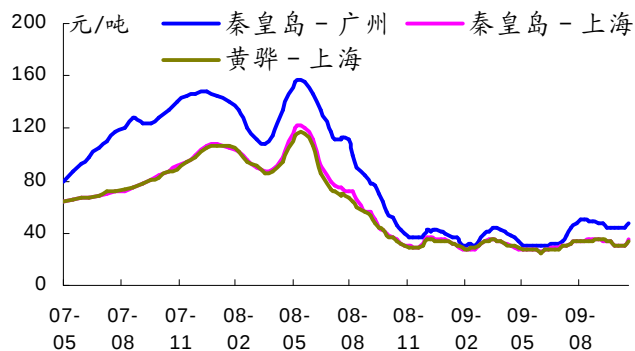
- Ø 大同优混平均价格下降 176 元/吨，降幅为 22%；
- Ø 山西优混平均价格下降 147 元/吨，降幅为 20%；
- Ø 山西大混平均价格下降 132 元/吨，降幅为 20%。

图30：秦皇岛动力煤价格变动情况



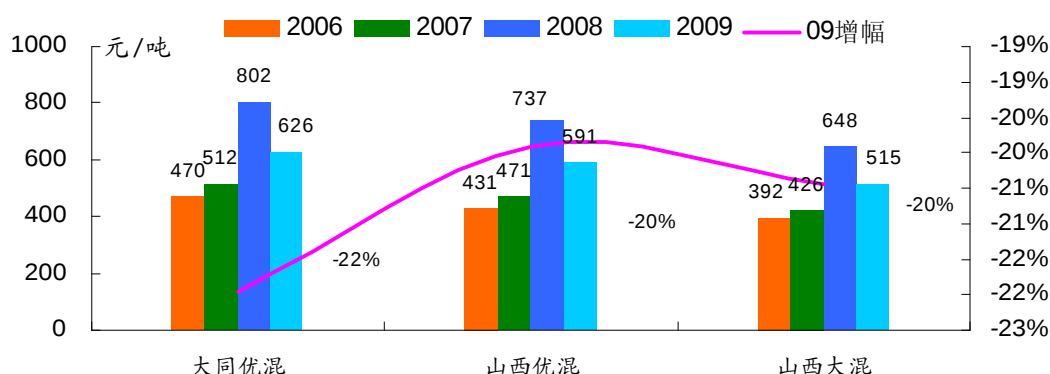
资料来源：煤炭市场网，招商证券

图31：主要地区煤炭运费变动情况



资料来源：煤炭市场网，招商证券

图32：秦皇岛主要煤种平均价格涨幅比较



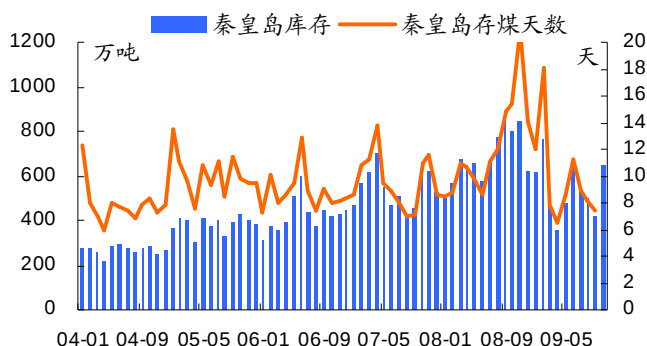
资料来源：煤炭市场网，招商证券

2、秦皇岛存煤 842 万吨，处于历史高位

截至到 2009 年 11 月 13 日，秦皇岛库存 842 万吨，处于历史高位，主要由于近来北方提前到来的寒流带来大雪天气影响货船运输；虽然库存较高，秦皇岛煤价依然小幅上涨，说明港口存煤通过市场交易的比例不大。

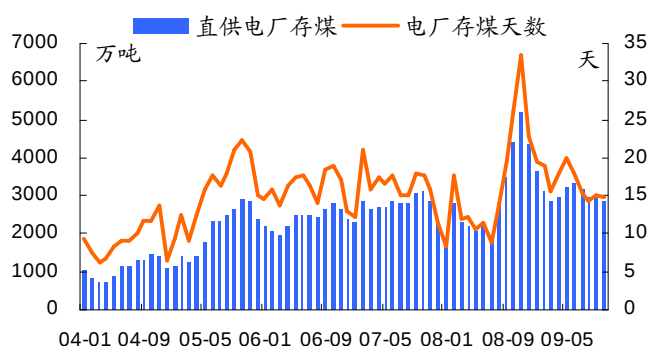
10 月份直供电厂库存 2871 万吨，电厂存煤天数 15 天，处于历史平均水平。

图33：秦皇岛存煤与存煤天数



资料来源：煤炭市场网，招商证券

图34：直供电厂库存与存煤天数



资料来源：煤炭市场网，招商证券

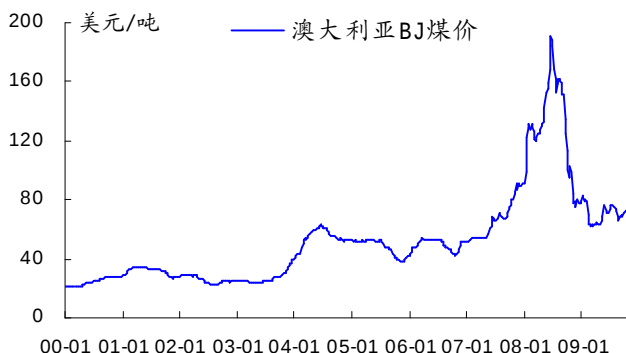
3、目前澳大利亚 BJ 现货价 73.85 美元/吨，运费 14.5 美元/吨

截至 2009 年 11 月 5 日，澳大利亚 BJ 现货价 73.85 美元/吨，运费 14.5 美元，折合人民币到岸价 603 元/吨，低于同等热量山西优混的价格（650 元/吨）。

9 月份进口动力煤 426 万吨，出口动力煤 163 万吨，净进口动力煤 263 万吨。

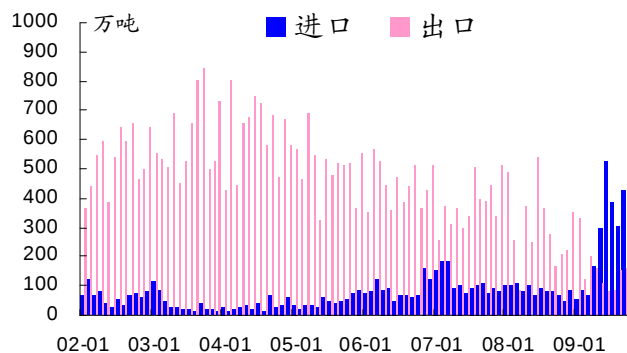
近期由于澳大利亚两次加息使得国际煤价出现一定幅度的上涨，而 BDI 的上涨也使得运费持续攀升，进口煤炭的价格优势有所削弱。

图35：澳大利亚BJ煤价



资料来源：煤炭市场网，招商证券

图36：煤炭进出口情况



资料来源：煤炭市场网，招商证券

七、投资建议：适当关注西部火电厂较多的上市公司

预计 11 月用电量基本与 10 月持平，同比增长 22.4%。10 月份，全社会用电量增长 15.9%，基本符合我们此前的判断，不过整体发电量同比增长 17.1%，特别是火电发电量同比增长 20.8%，略好于我们此前的判断。由于基数的原因，我们预计 11 月份用电量为 3150 亿千瓦时，同比增长 22.4%，高于 10 月增速；火电发电量的同比增速可能攀升至阶段以来的高点，达到 27%。

西部省份青海、宁夏、内蒙古、山西、广西以及北京四季度火电发电量环比可能较好。由于西部主要省份高耗能产业较多，经济复苏较慢，目前仍处于复苏的主要阶段，未来四季度电量可能环比正增长；北京历来四季度的发电量都较好，环比正增长可能性较大。

尽管未来火电发电形势不错，但是煤价仍成为制约上市公司利润的主要因素，未来的盈利形势不容乐观。10 月以来，北方寒流侵袭，大部分省份提前供热，煤炭需求较大，冬储煤提前增加，煤价出现一定幅度的上涨，幅度为 40-50 元/吨；三季度秦皇岛 5500 大卡煤炭均价为 581 元/吨，10 月以来均价已经达到 633 元/吨，上涨幅度已经接近 9%；我们预计未来秦皇岛煤价有可能进一步的上涨，煤价的上涨可能极大侵蚀火电上市公司的利润，特别是市场煤占比较高的公司；因此我们整体对于未来火电上市公司的盈利能力持谨慎态度，尽管未来发电形势不错。

在多方博弈的过程中，电价调整可能带来交易性机会。东部沿海电价下调幅度可能低于预期，西部地区脱硫电价可能普遍小幅上调，销售电价的上调会全国性上调。电价的调整渐行渐近，预计未来一两周可能出台。在多方博弈的过程中，沿海地区上网电价下调的幅度可能因脱硫的加价补偿，低于市场预期。西部地区电价的上调以及销售电价的上调对相关公司形成利好，有可能带来一定的交易性机会，不过股价中已经包含了一定的预期。

由于对煤价的担心，我们仍然维持行业中性的评级，投资者可以适当关注：

- ❑ 西部火电占比较高的上市公司，四季度电量环比可能较好，并且有上网电价上调的预期，煤价和秦皇岛煤价关联度较小；相关公司如国电电力、漳泽电力、内蒙华电。
- ❑ 合同煤占比较高，历史四季度电量环比不错、业绩较好的华能国际、深圳能源、粤电力 A；
- ❑ 销售电价上调预期下的电网公司：文山电力。
- ❑ 资产注入且估值相对便宜的上市公司：国电电力。

表1: 龙头公司估值表

类型	代码	名称	投资评级	股价	每股盈利				P/E				
					08	09E	10E	11E	08	09E	10E	11E	08PB
水电	600900	长江电力	强烈推荐 A	13.6	0.41	0.50	0.70	0.72	33	27	19	19	3.6
	600236	桂冠电力	审慎推荐 B	8.1	0.02	0.30	0.35	0.38	364	27	23	21	3.5
	600795	国电电力	强烈推荐 A	7.7	0.03	0.34	0.45	0.49	248	23	17	16	2.5
	600011	华能国际	审慎推荐 A	8.2	-0.26	0.48	0.55	0.65	-	17	15	13	2.2
	000600	建投能源	审慎推荐 B	6.9	0.08	0.17	0.30	0.33	80	41	23	21	1.8
	600886	国投电力	审慎推荐 B	10.5	0.12	0.23	0.39	0.47	86	45	27	22	2.8
	000027	深圳能源	强烈推荐 A	13.5	0.41	0.98	0.90	1.01	30	14	15	13	2.1
火电	600642	申能股份	审慎推荐 B	12.0	0.20	0.61	0.68	0.73	60	20	18	16	1.9
	000539	粤电力 A	审慎推荐 B	8.5	0.02	0.46	0.53	0.60	390	19	16	14	2.1
	000690	宝新能源	强烈推荐 B	9.7	0.32	0.52	0.46	0.54	28	19	21	18	4.4
	601991	大唐发电	中性 A	9.6	0.02	0.12	0.20	0.25	496	80	48	39	3.3
	600396	金山股份	审慎推荐 A	9.1	0.07	0.14	0.30	0.45	134	65	30	20	4.1
	600863	内蒙华电	审慎推荐 B	8.4	-0.40	0.25	0.35	0.45	-	34	24	19	1.7
	600098	广州控股	审慎推荐 B	7.0	0.18	0.34	0.41	0.57	37	20	17	12	2.2
电网	600027	华电国际	审慎推荐 B	5.5	-0.28	0.20	0.24	0.28	-	28	23	20	2.2
	600995	文山电力	审慎推荐 B	8.7	0.37	0.30	0.39	0.47	21	29	22	18	5.4

资料来源: 招商证券

截止日期: 2009-11-13

分析师简介

彭全刚：清华大学博士，长期从事电力行业研究工作，曾供职于中国华能集团公司、国务院电力体制改革工作小组办公室，2007 年加入招商证券。现为招商证券研究副董事，曾获《新财富》2008 年电力与公用事业最佳分析师。

主要研究特点：多次参加国家发改委、国家电监会、中国电力企业联合会、中国价格协会组织的专项课题研究工作，对电力工业发展规律有较为深刻的认识。对主要上市公司研究较为深入，跟踪较为及时，评价较为客观。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。