

湘财证券研究所

电力设备与能源研究小组

研究员 吴江

Tel: 021-68634510-8009

E-Mail: wj2853@xcsc.com

研究员 刘昭亮

Tel: 021-68634510-8228

E-Mail: lzl2581@xcsc.com

湘财证券电力行业系列报告

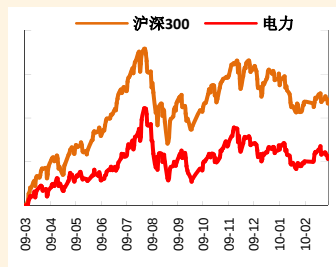
——2010 年投资策略：把握转型期中的投资机会(下调为中性)

——电力行业 2009 数据解读：用电量低开高走、装机增速显著趋缓、利用小时企稳回暖(中性)

——2010 年 01 月数据解读：工业高速增长、寒冷天气和低基数致用电量创月最高增速(中性)

——2010 年 02 月报：春节居民和三产用电旺盛、全月环比将略降同比保持高增长(中性)

电力板块近 1 年走势



□ **2 月份全社会用电量同比增加 10.54%、环比下降 22.94%** 2010 年 2 月份全社会用电量为 2721 亿千瓦时，同比增加 10.54%、环比则下降 22.94%；1-2 月累计用电量为 6264 亿千瓦时，同比增长 25.95%。和我们电力行业 2010 年 2 月报中的判断一致，宏观经济和工业的持续复苏、去年同期低基数效应等，是导致 2 月份用电需求同比增长的主要因素；而春节长假使得工作日较去年 2 月份减少、工业用电需求下滑，则是导致全社会用电量较 1 月份环比下降的原因。

□ **春节长假致工业用电量环比下滑、但同比仍是主要推动力量** 2 月份全社会用电环比 1 月份下降 22.94%，其中工业用电量环比减少 26.9%，约占下降电量的 85.7%。同时随着天气的逐渐温暖，2 月下旬居民和第三产业用电量增长有所放缓，环比 1 月分别下降了 8.9%和 13.6%。与我们 2 月报的判断一致，由于春节长假多在历年 2 月份的上旬或中旬，工作日的减少将使工业用电需求降低，因此 2 月份通常处于当年各月电力需求的最低点。从同比来看，工业用电仍是拉动用电需求增长的主要动力。2 月份工业用电的贡献值为 79.2%，较 1 月的 80.6%虽略有下降，但仍然保持自 2009 年四季度以来的强势。居民用电量的贡献值由于天气逐渐转暖而有较大幅度的下降，仅为 0.38%。第三产业则受益于春节期间用电量的增加，其贡献值上升到 16.2%。

□ **干旱致水电利用小时数持续下滑、火电相对受益** 2 月份，全国 6000 千瓦及以上发电设备平均利用小时数为 312 小时，同比减少 6 小时；1-2 月累计利用 728 小时，同比增长 84 小时。我们认为，造成 2 月份单月机组利用小时数同比下降的主要因素是春节长假导致的工业用电需求下滑。同时，水、火电机组利用小时数持续分化。其中，水电 2 月份单月为 145 小时，同比减少 53 小时；1-2 月累计为 321 小时，同比减少 79 小时，降幅继续加大。火电 2 月份单月为 354 小时，同比增加 9 小时；1-2 月累计为 833 小时，同比增加 135 小时。我们认为，导致水、火电机组利用小时数出现较大分化的主要原因是西南地区持续的旱情导致各流域来水不佳、水电机组出力不足，其利用小时数持续下滑。而火电则因此受益，在 2 月份工业用电需求下滑的情况下，利用小时数仍同比增加 9 小时。我们认为，若旱情无明显缓解，水电一季度利用小时数堪忧；总体上，在火电的带动下，2010 年发电利用小时数将结束长达 5 年的负增长，进入上行通道。

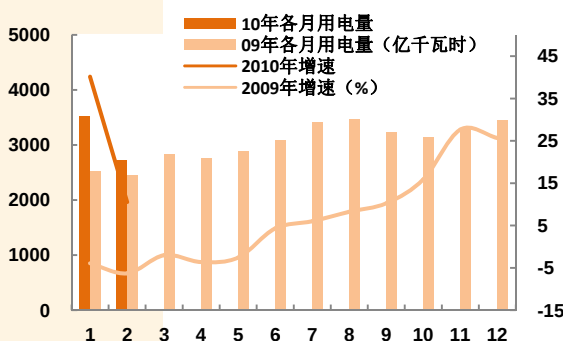
□ 投资建议

我们认为，由于西南地区的严重旱情，导致该地区各流域来水情况仍无改观，延续了去年下半年以来的颓势。云南、贵州、广西地区的水电企业或受干旱的影响程度较大，包括：文山电力（600995）、黔源电力（002039）、桂冠电力（600236）、桂东电力（600310）等。四川、湖北等地水电企业也将受到一定程度的影响。若干旱情况无明显缓解，则一季度水电业绩或因机组出力不足而受到冲击。火电方面则受益于水电出力不足，其利用小时数稳定提升。同时，煤价已进入季节性回落阶段，随着山西煤炭产能的恢复，火电企业在今年一季度后的燃料成本压力将得到缓解。总体上，我们仍维持对电力行业 2010 年给予“中性”评级，但火电行业的曙光已经初现，我们看好利用电力环保进行差异化发展的九龙电力（600292）；具有国家级新兴区域经济发展概念的火电企业，如华电国际（600027）、吉电股份（000875）等；以及合资组建航运公司、具有世博会概念的申能股份（600642）和具有亚运会概念的广州控股（600098）等。

2 月份全社会用电量同比增加 10.54%、环比下降 22.94%

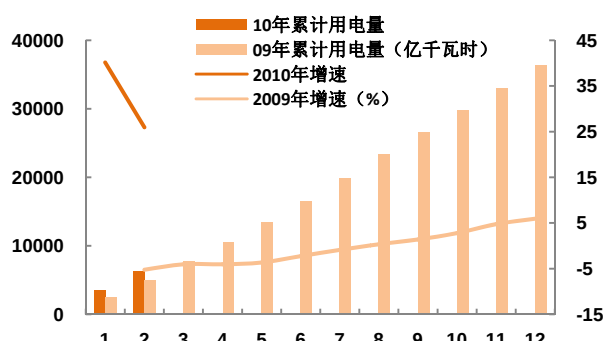
2010 年 2 月份全社用电量为 2721 亿千瓦时，同比增加 10.54%、环比则下降 22.94%；1-2 月累计用电量为 6264 亿千瓦时，同比增长 25.95%。和我们电力行业 2010 年 2 月报中的判断一致，宏观经济和工业的持续复苏、去年同期低基数效应等，是导致 2 月份用电需求同比增长的主要因素；而春节长假使得工作日较去年 2 月份减少、工业用电需求下滑，则是导致全社会用电量较 1 月份环比下降的原因。

图 1：2009-2010 各月用电量情况



数据来源：中电联 湘财证券研究所

图 2：2009-2010 累计用电量情况



数据来源：中电联 湘财证券研究所

2009 年用电量整体表现为低开高走的态势：1-2 季度出现剧烈下滑、3 季度逐步企稳回升以及 4 季度实现大幅增长。我们认为，宏观经济的持续复苏将使 2010 年工业用电需求加速回暖，用电需求将保持 2009 年四季度以来较高的增长态势，在 1 月份用电量略超我们预期之后，2 月份由于春节长假的因素正常回落。但总体上，宏观经济和工业增长保持了稳定恢复的态势。我们认为，2010 年用电量可达到我们年度策略中 39600 亿小时以上，增幅 9% 以上的预期目标。

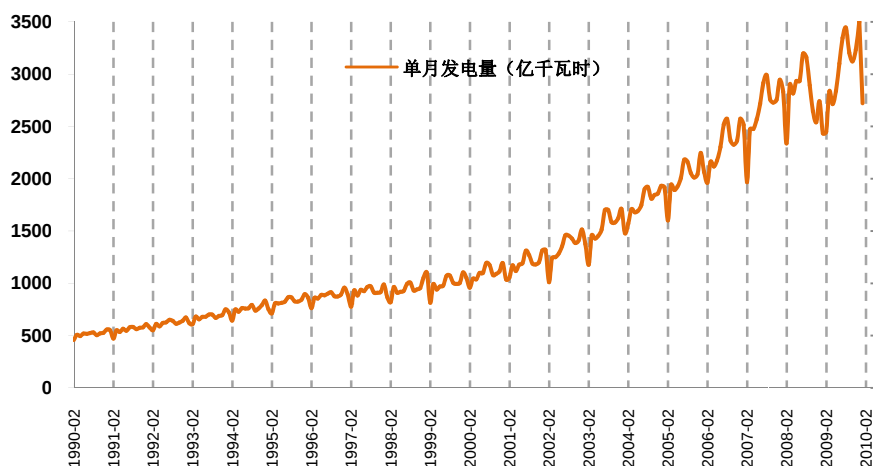
春节长假致工业用电量环比下滑、但同比仍是主要推动力量

2 月份月，第一产业用电量 55 亿千瓦时，同比增长 1.5%；第二产业用电量 1921 亿千瓦时，同比增长 12.6%、环比下降 26.8%；其中工业用电为 1888 亿千瓦时，同比增长 12.3%；第三产业用电量 344 亿千瓦时，增长 14.1%；城乡居民生活用电量 401 亿千瓦时，同比增长 0.34%。

从环比来看，2 月份全社会用环比 1 月份下降 22.94%，其中工业用电量环比减少 26.9%，约占下降电量的 85.7%。与我们 2 月报的判断一致，由于春节长假

多在每年 2 月份的上旬或中旬，工作日的减少将使工业用电需求降低，因此 2 月份通常处于当年各月电力需求的最低点。

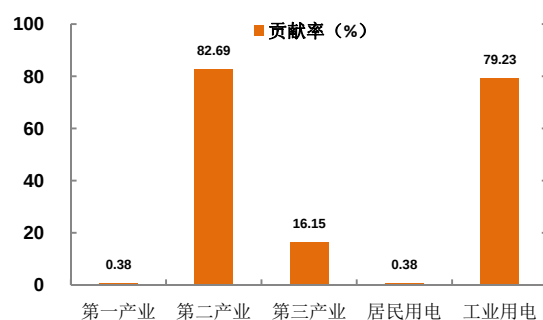
图 3：1990-2010 年全国各月发电量情况



数据来源：中电联 湘财证券研究所

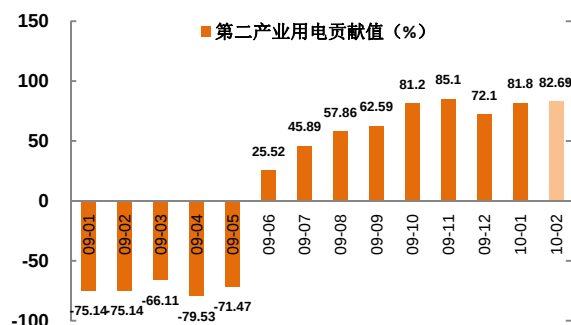
从同比来看，工业用电仍是拉动用电需求增长的主要动力。2 月份工业用电的贡献值为 79.2%，较 1 月的 80.6% 虽略有下降，但仍然保持自 2009 年四季度以来的强势。

图 4：2010 年 2 月各产业对总用电需求的贡献值



数据来源：中电联 湘财证券研究所

图 5：2009-2010 年第二产业用电贡献值

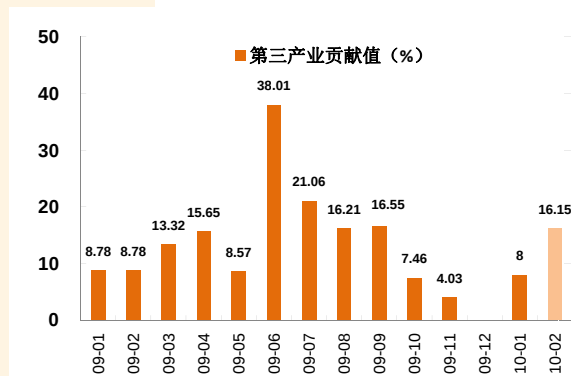


数据来源：中电联 湘财证券研究所

我们在 2 月报中曾经指出，大范围寒潮天气使得 1 月份第三产业和城乡居民用电量分别同比增加 25.9% 和 25.6%，由于第三产业和居民用电变化通常较为平稳，可因此见寒冷天气的影响。而随着寒冷冬季的过去，2-5 月居民和第三产业用

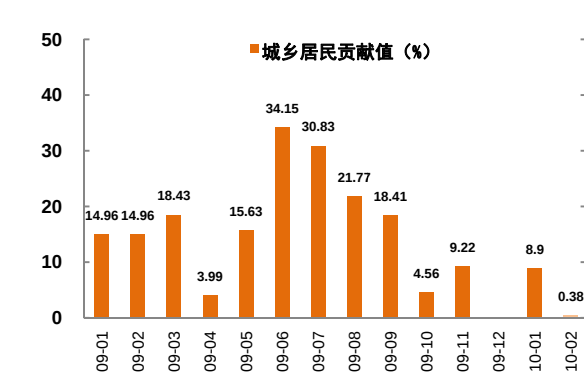
电量增长将放缓。很显然，随着天气的逐渐温暖 2 月下旬居民和第三产业用电量增长有所放缓，环比 1 月分别下降了 8.9%和 13.6%。居民用电量的贡献值有较大幅度的下降，仅为 0.38%。第三产业则受益于春节期间用电量的增加，其贡献值上升到 16.2%。

图 6：2009-2010 年第三产业用电贡献值



数据来源：中电联 湘财证券研究所

图 7：2009-2010 年城乡居民用电贡献值

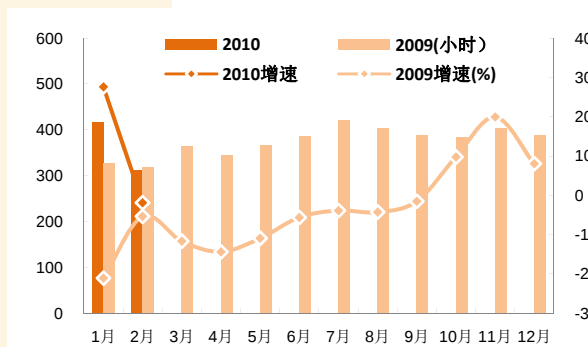


数据来源：中电联 湘财证券研究所

干旱致水电利用小时数持续下滑、火电相对受益

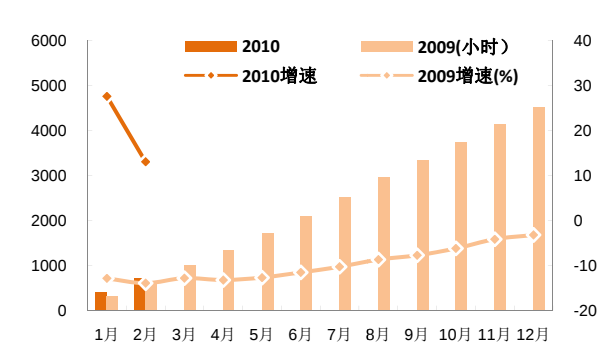
2 月份，全国 6000 千瓦及以上发电设备平均利用小时数为 312 小时，同比减少 6 小时；1-2 月累计利用 728 小时，同比增长 84 小时。我们认为，造成 2 月份单月机组利用小时数同比下降的主要因素是春节长假导致的工业用电需求下滑。

图 8：2009-2010 年发电机组单月利用小时变化



数据来源：中电联 湘财证券研究所

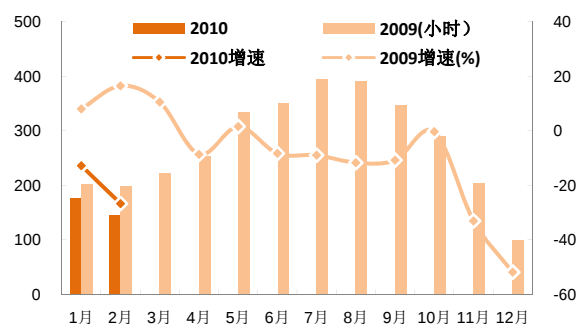
图 9：2009-2010 年发电机组累计利用小时变化



数据来源：中电联 湘财证券研究所

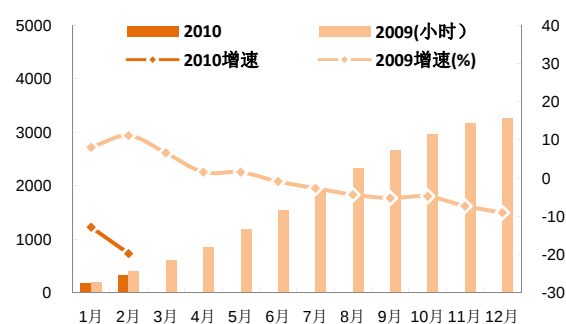
同时，水、火电机组利用小时数持续分化。其中，水电 2 月份单月为 145 小时，同比减少 53 小时；1-2 月累计为 321 小时，同比减少 79 小时，降幅继续加大。导致水、火电机组利用小时数出现较大分化的主要原因是西南地区持续的旱情导致各流域来水不佳、水电机组出力不足，其利用小时数持续下滑。我们认为，若旱情无明显缓解，水电一季度利用小时数堪忧。其中，云南、贵州、广西地区的水电企业或受干旱的影响程度较大，包括：文山电力（600995）、黔源电力（002039）、桂冠电力（600236）等。四川、湖北等地水电企业也将受到一定程度的影响。若干旱情况无明显缓解，则一季度水电业绩或因机组出力不足而受到冲击。

图 10：2009-2010 年水电单月利用小时变化



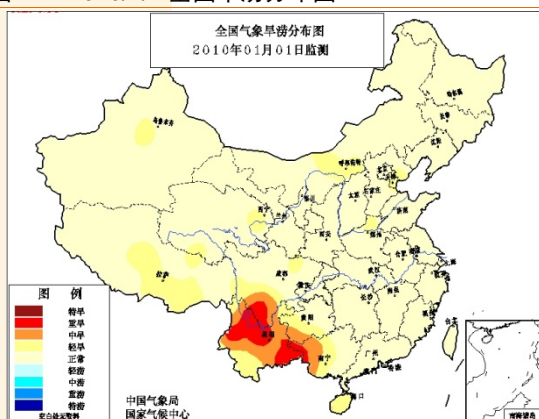
数据来源：中电联 湘财证券研究所

图 11：2009-2010 年水电累计利用小时变化



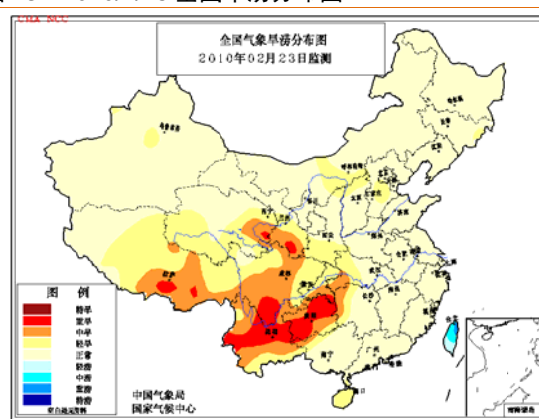
数据来源：中电联 湘财证券研究所

图 12：2010/1/1 全国旱涝分布图



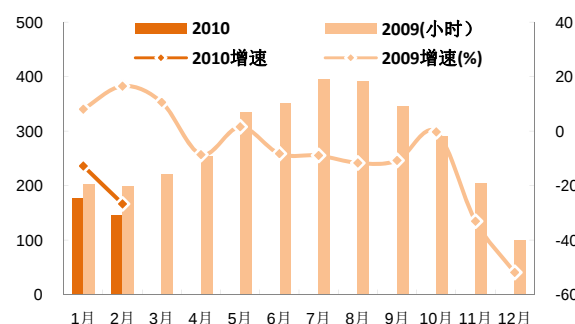
数据来源：国家气候中心 湘财证券研究所

图 13：2010/2/25 全国旱涝分布图



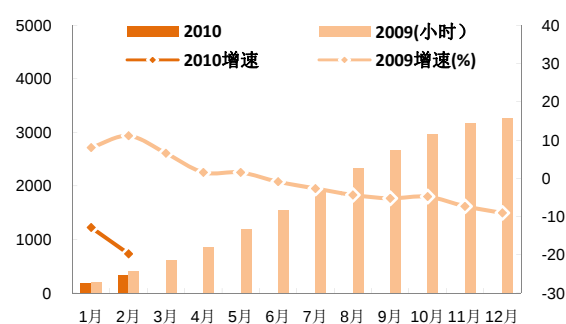
数据来源：国家气候中心 湘财证券研究所

图 14：2009-2010 年水电单月利用小时变化



数据来源：中电联 湘财证券研究所

图 15：2009-2010 年水电累计利用小时变化



数据来源：中电联 湘财证券研究所

水电由于干旱出力不足，火电则因此相对受益。火电 2 月份单月为 354 小时，在 2 月份工业用电需求下滑的情况下，利用小时数仍同比增加 9 小时；1-2 月累计则为 833 小时，同比增加 135 小时，继续稳定攀升。总体上，我们认为在火电的带动下，2010 年发电利用小时数将结束长达 5 年的负增长，进入上行通道。

投资建议

我们认为，由于西南地区的严重旱情，导致该地区各流域来水情况仍无改观，延续了去年下半年以来的颓势。云南、贵州、广西地区的水电企业或受干旱的影响程度较大，包括：文山电力（600995）、黔源电力（002039）、桂冠电力（600236）、桂东电力（600310）等。四川、湖北等地水电企业也将受到一定程度的影响。若干旱情况无明显缓解，则一季度水电业绩或因机组出力不足而受到冲击。火电方面则受益于水电出力不足，其利用小时数稳定提升。同时，煤价已进入季节性回落阶段，随着山西煤炭产能的恢复，火电企业在今年一季度后的燃料成本压力将得到缓解。总体上，我们仍维持对电力行业 2010 年给予“中性”评级，但火电行业的曙光已经初现，我们看好利用电力环保进行差异化发展的九龙电力（600292）；具有国家级新兴区域经济发展概念的火电企业，如华电国际（600027）、吉电股份（000875）等；以及合资组建航运公司、具有世博会概念的申能股份（600642）和具有亚运会概念的广州控股（600098）等。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。