

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 王师

Tel: 021-68634510-8227

E-Mail: ws2978@xcsc.com

湘财证券电力行业月报

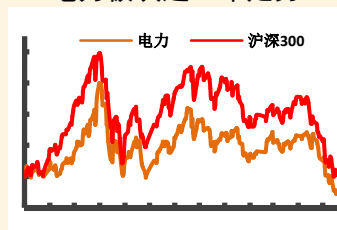
——2010 年投资策略：把握转型期中的投资机会(下调为中性)

——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）

——2010 年 3 月报：水电受困干旱、火电迎来转机（中性）

——2010 年 4 月报：用电量有望持续高增长、雨季临近或缓解水电困境（中性）

电力板块近 1 年走势



□ **5 月份用电量将继续保持高增长态势** 用电需求端我们维持之前的判断，即工业生产保持稳定增长加之去年前两季度用电需求基数较低，2 季度月用电量将继续保持较高增长态势。我们预计，5 月份全社会用电量将达到 3500 亿千瓦时左右，同比将增长约 21.6%；1-5 月累计用电量将达到 16575 亿千瓦时左右，同比将增长约 23.3%。

□ **煤价高企令火电业绩堪忧** 煤炭价格持续走高，进入 5 月份以后秦皇岛主要动力煤如山西优混、大同优混、山西大混等已上涨分别 5%-9%，价格已和煤价大幅上涨的 08 年 6 月持平。我们认为，一季度后煤炭价格本应进入淡季，但由于 1 季度西南地区的严重旱情使得水电出力不足，对火电的依赖程度加重刺激了对动力煤的需求，促使煤炭价格在淡季上扬。我们认为，随着西南地区旱情的缓解、水电机组利用小时将出现回升，将从一定程度上缓解对火电的依赖。但必须注意的是，随着夏季用电高峰期的来临，火电企业为确保迎峰度夏，对煤炭的需求量增大，煤炭价格或将继续上涨。若不实施煤电联动提高电价，火电企业或将再次面临全行业亏损的困境。

□ **南方雨季来临或促水电利用小时企稳回升** 从 4 月份的数据来看，水电机组利用小时下滑的态势得到了遏制。随着雨季的来临，3 月底开始西南旱区先后出现了 8 次降水天气过程，气象干旱基本解除。进入 5 月以后，各地降水量明显增多。5 月初，重庆大部地区、华南接连两次出现大范围强降水天气过程。强降水天气使广东、广西部分地区遭受了暴雨洪涝。雨季的来临使得各流域来水情况进入季节性增长期，西南地区水电利用小时将逐步恢复。我们认为，去年夏季丰水期大旱再次发生的概率较小，且考虑到 2008-2009 年，已经连续两年来水情况同比降低。从我们监测的全国 422 座大型水库来水情况看，09 年 3-4 季度以来，干旱导致的来水偏少情况已经明显探底回升。因此，我们预计今年丰水期来水情况或将出现较大改观，水电下半年或有表现机会。

□ **投资建议** 根据对行业层面的分析，我们认为目前电力行业仍不具备行业性的投资机会。总体上，我们对电力行业仍然维持“中性”的投资评级。但考虑到电力板块过去一年跑输大盘，具有较明显的估值优势；并且在大盘经历了一轮调整以后，电力板块的估值已经处于历史较低位。在缺乏行业性机会的情况下，我们对电力行业目前的投资思路主要集中在板块中的个股上。我们仍然首推水电企业，如水电龙头长江电力（600900）、自有电网的桂东电力（600310）、文山电力（600995）等；其次，我们推荐具有电力环保业务的火电企业，如九龙电力（600292）、深圳能源（600027）等。最后，我们推荐 PE/PB 低估值、具有较高防御性的火电企业。如华能国际（600011），申能股份（600642），广州控股（600098）、粤电力 A（000539）等。

正文目录

5 月份用电量将继续保持高增长态势.....	4
煤价高企令火电业绩堪忧.....	6
南方雨季来临或促水电利用小时企稳回升	9
投资建议.....	12
湘财证券投资评级体系.....	13
重要声明	13

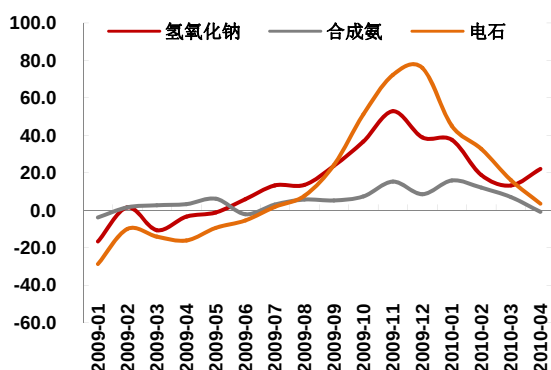
图目录

图 1: 2009-2010 年化工行业主要产品产量	4
图 2: 2009-2010 年钢铁行业主要产品产量	4
图 3: 2009-2010 年有色行业主要产品产量	4
图 4: 2009-2010 年建材行业主要产品产量)	4
图 5: 2009-2010 年月用电量情况 (5 月为预测)	5
图 6: 2009-2010 年累计用电量情况 (5 月为预测)	5
图 7: 2009-2010 年第二产业用电贡献值 (5 月为预测)	5
图 8: 5 月份各产业用电量贡献值预测	5
图 9: 2009-2010 年第居民用电贡献值 (5 月为预测)	5
图 10: 2009-2010 年第三产业用电贡献值 (5 月为预测)	5
图 11: 秦皇岛动力煤价格走势	6
图 12: 澳大利亚 BJ 煤炭现货价格走势	6
图 13: 秦皇岛动力煤库存	7
图 14: 中国沿海散货运价指数走势	7
图 15: 全国原煤月产量情况	7
图 16: 主要煤炭产地月产量贡献值情况	7
图 17: 2007-2010 火电上市公司毛利率走势	8
图 18: 2007-2010 火电上市公司净利率走势	8
图 19: 2007-2010 火电上市公司营收/成本走势	8
图 20: 2007-2010 火电上市公司总资产收益率走势	8
图 21: 2009-2010 年水电单月利用小时变化	9
图 22: 2009-2010 年水电累计利用小时变化	9
图 23: 2009-2010 年火电单月利用小时变化	9
图 24: 2009-2010 年火电累计利用小时变化	9
图 25: 2009-2010 年发电机组单月利用小时变化	10
图 26: 2009-2010 年发电机组累计利用小时变化	10
图 27: 2010 年 2 月全国降水分布图	10
图 28: 2010 年 4 月全国降水分布图	10
图 29: 2010/4/9 全国旱涝分布图	11
图 30: 2010/5/9 全国旱涝分布图	11
图 31: 全国 422 座大型水库水情 (同比)	11
图 32: 全国 422 座大型水库水情 (环比、较多年平均)	11

5 月份用电量将继续保持高增长态势

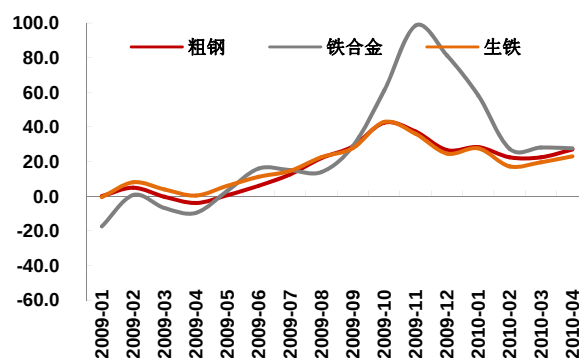
受宏观经济和工业持续复苏的推动，我国 1-4 月累计用电量为 13075 亿千瓦时、同比增长 23.9%，目前电力需求弹性系数高达 2.0 左右。这与我们年度策略中的分析一致，即电力需求作为先行指标，其恢复速度快于 GDP 增长，电力弹性系数通常处于高位。对于 5 月份，用电需求端我们维持之前的判断，即工业生产保持稳定增长加之去年前两季度用电需求基数较低，月用电量将继续保持较高增长态势。从用电结构方面来看，重工业产业仍将是拉动用电增长的主要因素。

图 1：2009-2010 年化工行业主要产品产量



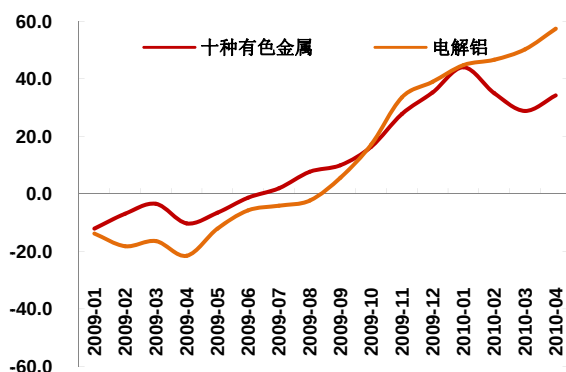
数据来源：Wind 湘财证券研究所

图 2：2009-2010 年钢铁行业主要产品产量



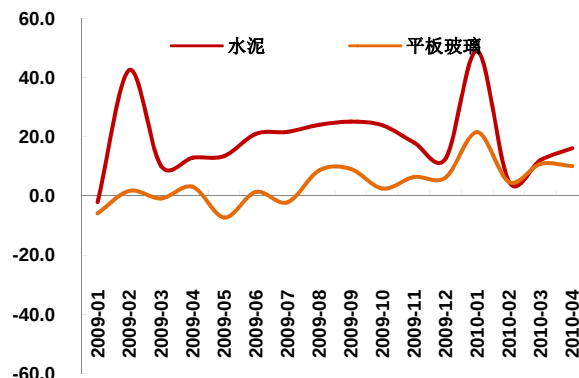
数据来源：Wind 湘财证券研究所

图 3：2009-2010 年有色行业主要产品产量



数据来源：Wind 湘财证券研究所

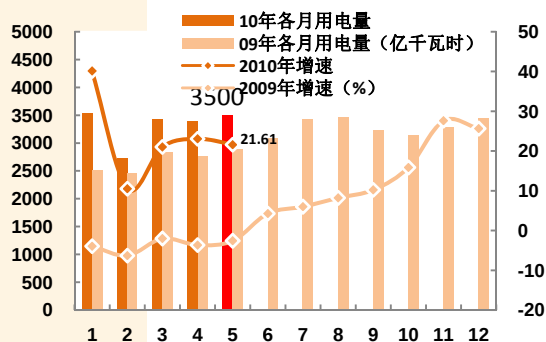
图 4：2009-2010 年建材行业主要产品产量



数据来源：Wind 湘财证券研究所

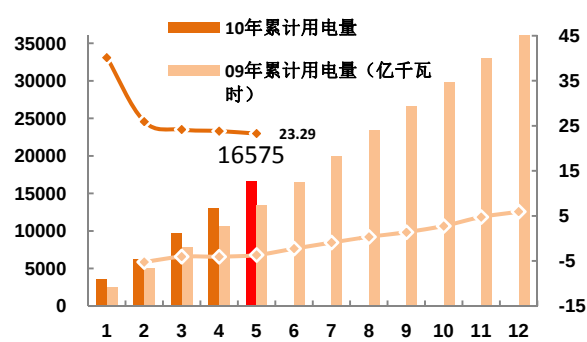
四大高能耗工业中，除化工行业主要产品产量出现明显下滑以外，钢铁、有色、建材等行业主要产品产量仍保持了高增长势头。由于天气转暖，且尚未进入夏季用电高峰时期，居民和第三产业取暖用电需求将保持低增长，5 月份用电增速较 4 月略低，同时也将低于 1-4 月的平均水平。

图 5：2009-2010 年月用电量情况（5 月为预测）



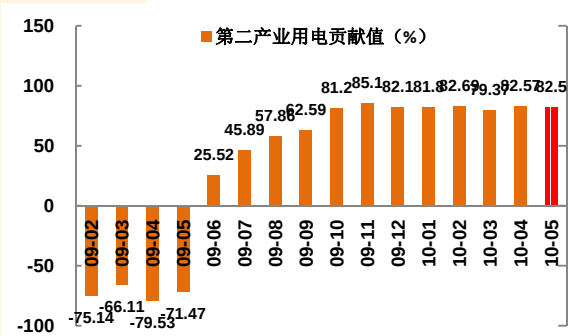
数据来源：中电联 湘财证券研究所

图 6：2009-2010 年累计用电量情况（5 月为预测）



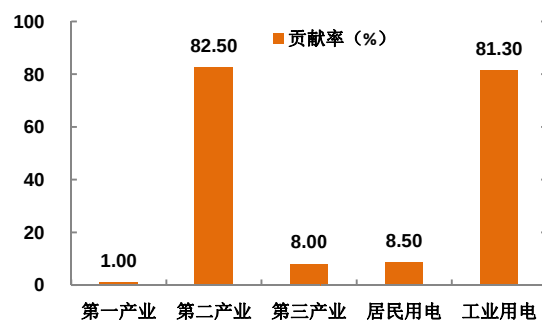
数据来源：中电联 湘财证券研究所

图 7：2009-2010 年第二产业用电贡献值（5 月为预测）



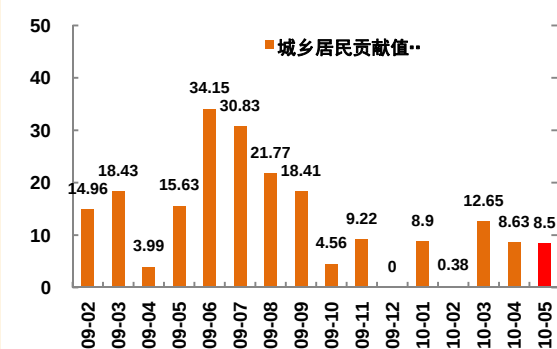
数据来源：湘财证券研究所

图 8：5 月份各产业用电量贡献值预测



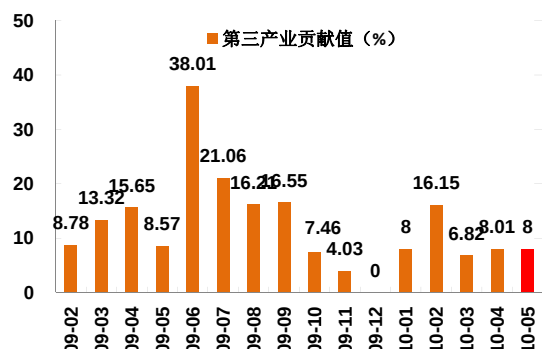
数据来源：湘财证券研究所

图 9：2009-2010 年第居民用电贡献值（5 月为预测）



数据来源：湘财证券研究所

图 10：2009-2010 年第三产业用电贡献值（5 月为预测）



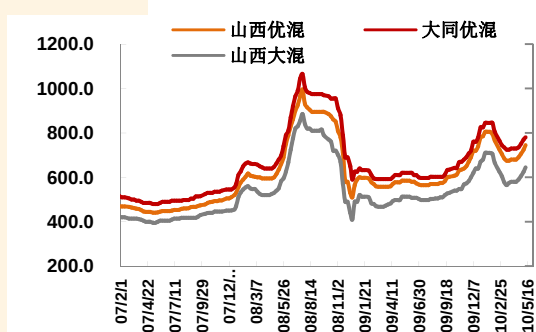
数据来源：湘财证券研究所

我们预计，5 月份全社会用电量将达到 3500 亿千瓦时左右，同比将增长约 21.6%；1-5 月累计用电量将达到 16575 亿千瓦时左右，同比将增长约 23.3%。5 月份工业用电将继续保持高增长，其贡献值将与 4 月持平。居民用电贡献值将低于 3 月份。

煤价高企令火电业绩堪忧

进入 2 季度以来，动力煤价格并未出现我们之前预期的有利走势。相反，由于电力需求的增加、水电出力不足导致对火电的依赖加大、以及煤矿安全事故和煤炭产业整合等因素的影响，秦皇岛动力煤价格在 3 月底触底后企稳、4 月出现明显回升，呈现出淡季不淡的态势，秦皇岛主要动力煤如山西优混、大同优混、山西大混等已上涨分别 5%-9%，价格已和煤价大幅上涨的 08 年 6 月持平。同时，受世界经济复苏和国际大宗商品走高的带动，外海进口煤炭价格同样一路走高，澳大利亚 BJ 煤炭现货价格已经升至 105 美元/吨左右。

图 11：秦皇岛动力煤价格走势



数据来源：Wind 湘财证券研究所

图 12：澳大利亚 BJ 煤炭现货价格



数据来源：Wind 湘财证券研究所

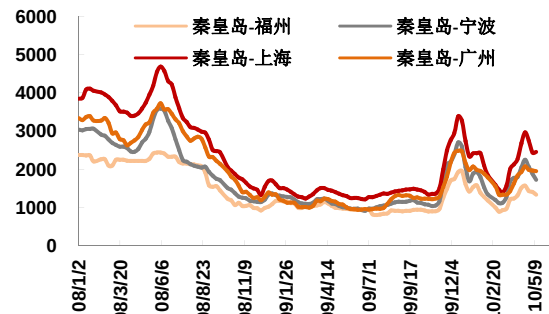
煤炭库存方面，受煤炭需求增长和大秦线检修影响，秦皇岛动力煤库存已经由 3 月中下旬的 865 万吨下降到目前的 500 万吨左右。此外，由于经济的稳步复苏，大宗商品交易和油价的提高，导致沿海货运价格出现较大幅度的回升，煤炭海运价格从 3 月底开始迅速反弹，目前稍有回落，但仍达到去年底水平。

图 13: 秦皇岛动力库存



数据来源: Wind 湘财证券研究所

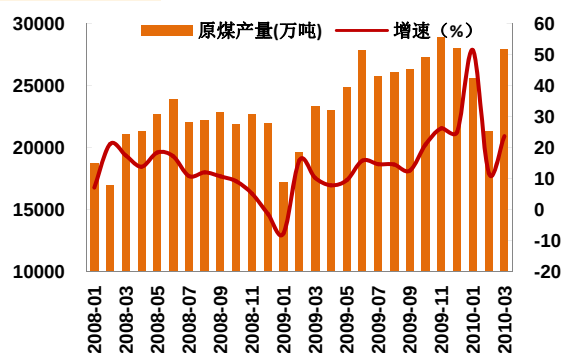
图 14: 中国沿海煤炭散货运价指数走势



数据来源: Wind 湘财证券研究所

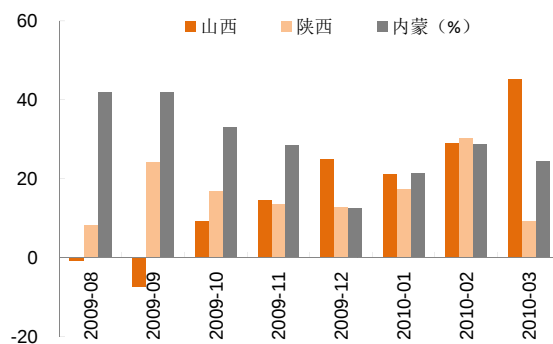
煤炭产量方面,3 月份全国原煤产量达到 2.8 亿吨,同比增长约 23.8%。其中,煤炭大省山西的产量达到 6112 万吨,同比大幅增长 52.1%;其当月贡献值达到 45.2%;产量占全国产量比为 21.8%。虽然国有煤矿透水事故对山西煤炭产业整合后期具有一定的负面影响,但山西煤炭产能的释放仍有一定可能性。

图 15: 全国原煤月产量情况



数据来源: Wind 湘财证券研究所

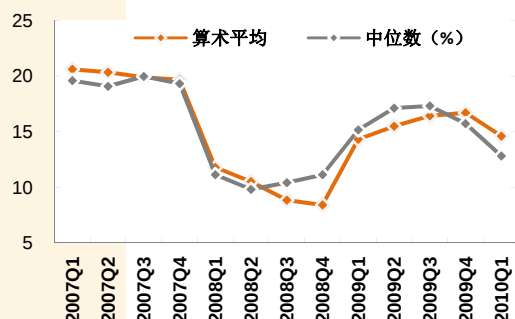
图 16: 主要煤炭产地月产量贡献值情况



数据来源: Wind 湘财证券研究所

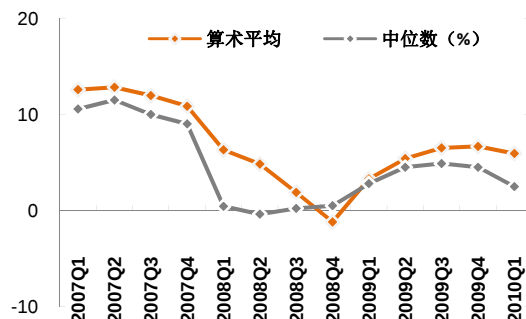
从过去几个季度的火电上市公司毛利率、净利率、营收&成本以及总资产收益率等几个指标可以看出,虽然火电企业得益于用电需求增长和水电出力不足等因素,营业收入从去年 3 季度开始增幅明显,已经达到了金融危机前的增长速度;但由于去年年底动力煤价格的持续走高和今年 3 月份以来的反弹,其营业成本的增长速度已接近 08 年中期煤价高企的阶段。很明显,动力煤价格淡季不淡,已对火电企业带来了明显的成本压力,其毛利率、净利率和总资产收益率在经过 09 年 3-4 季度的增长后,都已经出现明显回落,已与 09 年 1 季度持平。

图 17：2007-2010 火电上市公司毛利率走势



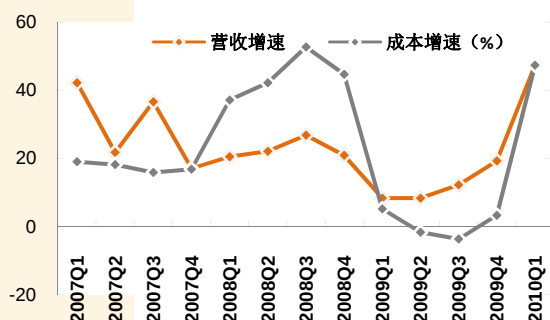
数据来源：Wind 湘财证券研究所

图 18：2007-2010 火电上市公司净利率走势



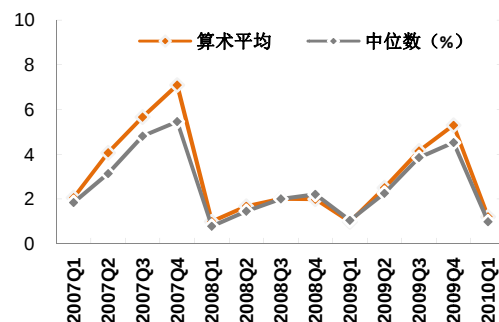
数据来源：Wind 湘财证券研究所

图 19：2007-2010 火电上市公司营收/成本走势



数据来源：Wind 湘财证券研究所

图 20：2007-2010 火电上市公司总资产收益率走势



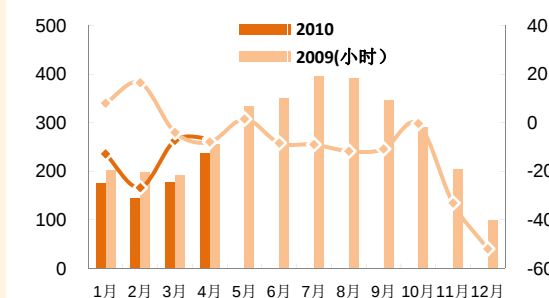
数据来源：Wind 湘财证券研究所

今年重点合同煤价格较去年上涨 10%左右，而市场煤和进口煤炭价格均在淡季出现上涨。随着夏季用电高峰的来临，煤炭价格还将进一步上涨。因此，若不调整电价，火电企业今年或又将陷入全行业亏损状态。我们认为，由于动力煤价格上涨幅度已经达到煤电联动的标准，则极有可能在 2 季度末 3 季度初实施新一轮的电价调整。但不能忽视的是，在存在较强通常预期的情况下，提高电价无疑面临着较大风险，使得政府在实际调控时面临进退维谷的困境。综合考虑后我们认为，即便实施煤电联动，电价向上调整的空间也比较有限，力度或低于 08 年的两次调整。

南方雨季来临或促水电利用小时企稳回升

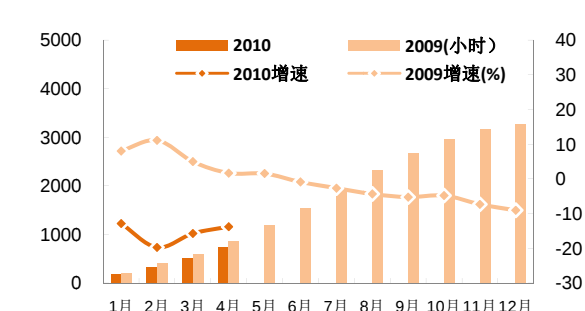
受西南地区严重干旱的影响，水电机组利用小时数较去年下降明显。1-4 月水电累计利用 737 小时，同比减少达 118 小时。随着雨季的来临，西南干旱对水电利用小时的影响正逐渐减弱，4 月份水电单月达到 238 小时，同比仅减少 17 小时，环比则大幅提高 60 小时，下滑趋势明显收窄。

图 13：2009-2010 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

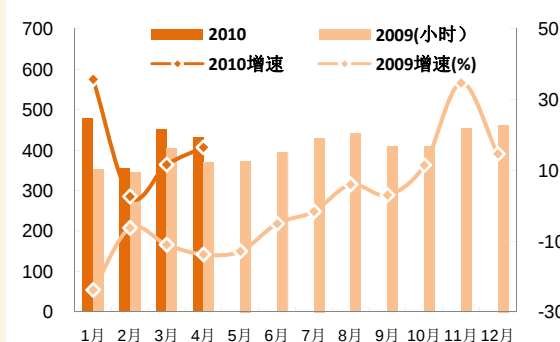
图 14：2009-2010 年水电累计利用小时变化



数据来源：中电联 湘财证券研究所

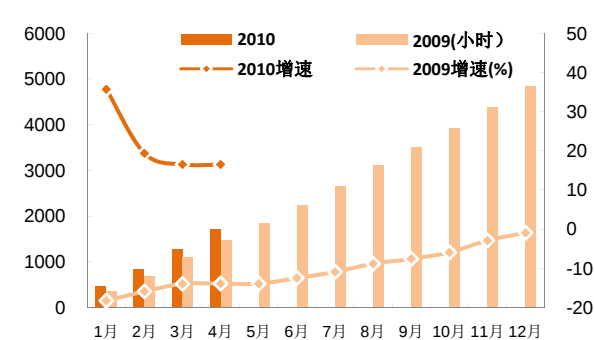
火电则由于水电的出力不足而相对受益。1-4 月累计利用 1716 小时，同比增加 243 小时。我们认为即便 2 季度水电利用小时回升，火电也会继续受益于工业回暖和低基数效应，上半年利用小时数将保持较大增幅。

图 15：2009-2010 年火电单月利用小时变化



数据来源：中电联 湘财证券研究所

图 16：2009-2010 年火电累计利用小时变化

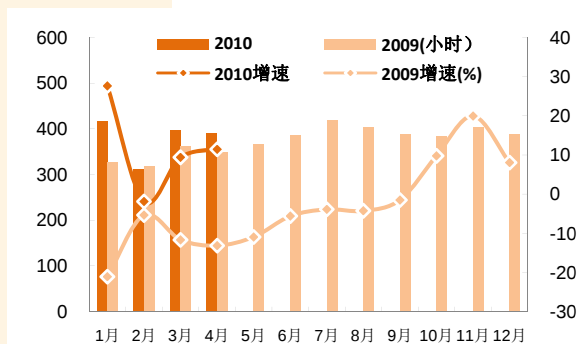


数据来源：中电联 湘财证券研究所

从整体来看，1-4 月全国 6000 千瓦及以上发电设备累计利用 1515 小时，同比增加 157 小时。和我们年度策略的判断一致，宏观经济和工业的稳定复苏、火

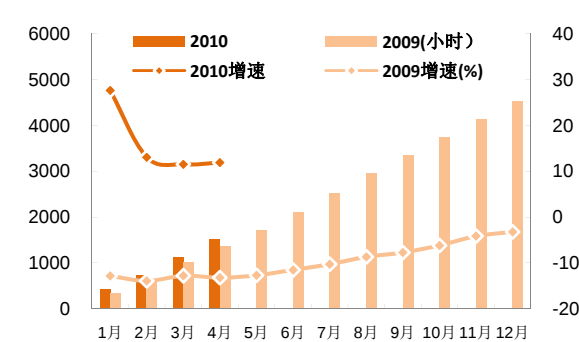
电关停小机组等因素,带动机组利用小时数结束连续 5 年的负增长进入上行通道。

图 17: 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

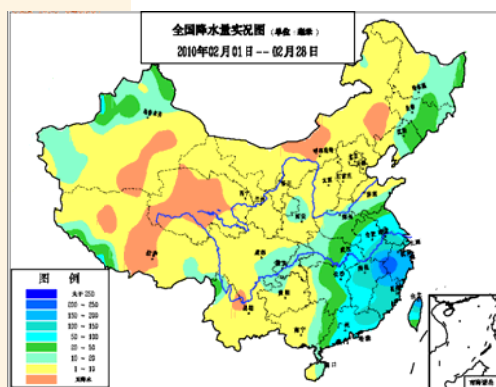
图 18: 2009-2010 年发电机组累计利用小时变化



数据来源: 中电联 湘财证券研究所

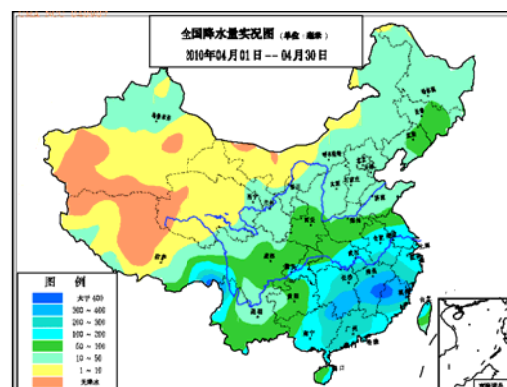
随着雨季的来临, 3 月底开始西南旱区先后出现了 8 次降水天气过程, 气象干旱基本解除。进入 5 月以后, 各地降水量明显增多。5 月初, 重庆大部地区、华南接连两次出现大范围强降水天气过程。强降水天气使广东、广西部分地区遭受了暴雨洪涝。

图 27: 2010 年 2 月全国降水分布图



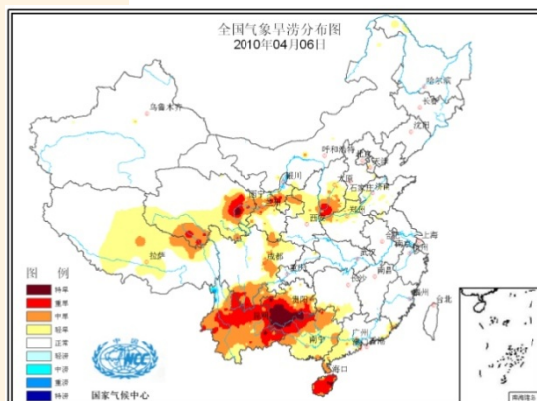
数据来源: 国家气候中心 湘财证券研究所

图 28: 2010 年 4 月全国降水分布图



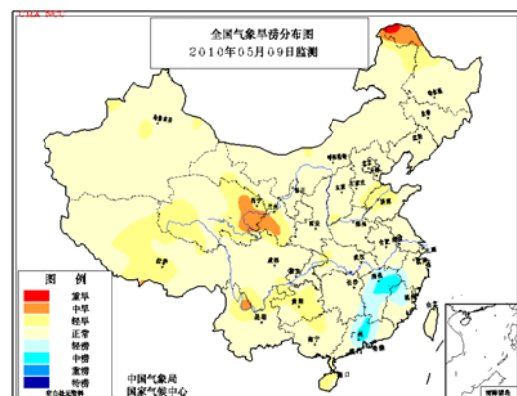
数据来源: 国家气候中心 湘财证券研究所

图 29：2010/4/9 全国旱涝分布图



数据来源：国家气候中心 湘财证券研究所

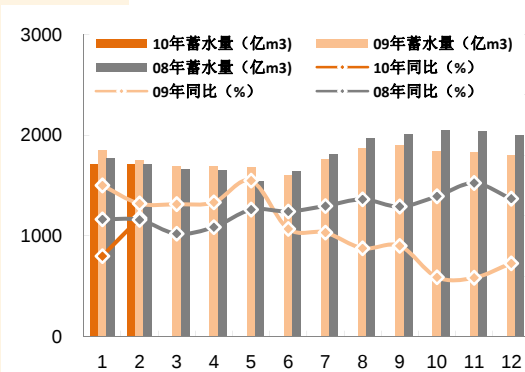
图 30：2010/5/9 全国旱涝分布图



数据来源：国家气候中心 湘财证券研究所

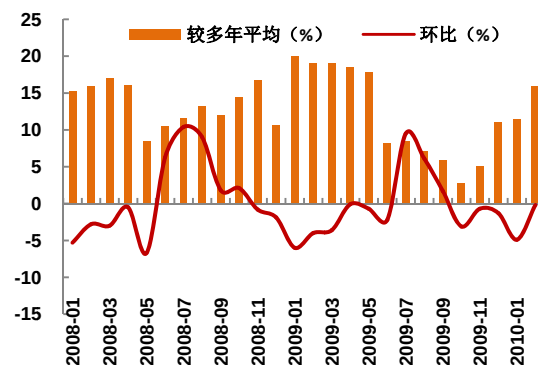
雨季的来临使得各流域来水情况进入季节性增长期，西南地区水电利用小时将逐步恢复。我们认为，去年夏季丰水期大旱再次发生的概率较小，且考虑到 2008-2009 年，已经连续两年来水情况同比降低。从我们监测的全国 422 座大型水库来水情况看，虽然 1 季度旱情依然在延续，但来水情况已经有所改善。2010 年 1-2 月，422 座大型水库的蓄水量无论环比、同比还是较多年同期相比，均已出现触底回升的态势。与之相应的是，3-4 月份水电机组利用小时数降幅出现明显减缓的趋势。09 年 3-4 季度以来，干旱导致的来水偏少情况已经明显探底回升。因此，我们预计今年丰水期来水情况或将出现较大改观，水电下半年或有表现机会。

图 31：全国 422 座大型水库水情（同比）



数据来源：国家气候中心 湘财证券研究所

图 32：全国 422 座大型水库水情（较多年平均、环比）



数据来源：国家气候中心 湘财证券研究所

我们认为，虽然西南地区旱情对 1 季度水电业绩因旱情受损已无法避免，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。但进入 5 月份以后随着雨季的来临，西南地区以上水电企业来水情况将得到进一步的改善，2 季度水电企业发电量将逐步得到恢复。

火电方面，1 季度受益于工业回暖的拉动和水电出力不足，利用小时数增幅较大。我们预计 5 月以后随着水电机组出力的逐步恢复，火电机组利用小数的回升势头将有所放缓，但由于宏观经济和工业用电的拉动，火电利用小时总体上仍将保持上行态势。

投资建议

我们认为，西南地区旱情已经出现缓和，此前受到影响的该地区水电企业如文山电力（600995）、黔源电力（002039）、桂冠电力（600236）、桂东电力（600310）；以及四川、湖北等地水电企业等，其业绩在 1 季度受到较大影响之后，将随着雨季的来临而得到改观。火电方面则将继续受益于宏观经济稳定复苏带来用电需求的增长，其利用小时数稳定提升；但煤价的持续上涨，使其燃料成本压力增大，随着夏季用电高峰的来临，煤炭价格有进一步上涨的动力。目前煤炭价格已接近 2008 年煤价大幅上涨时期 6 月份的水平，若不实施煤电联动，火电企业或将再次陷入全行业亏损的局面。

根据对行业层面的分析，我们认为目前电力行业仍不具备行业性的投资机会。总体上，我们对电力行业仍然维持“中性”的投资评级。但考虑到电力板块过去一年跑输大盘，具有较明显的估值优势；并且在大盘经历了一轮调整以后，电力板块的估值已经处于历史较低位。在缺乏行业性机会的情况下，我们对电力行业目前的投资思路主要集中在板块中的个股上。

根据以上思路，我们目前的电力行业投资主线如下：我们仍然首推水电企业，如水电龙头长江电力（600900）、自有电网的桂东电力（600310）、文山电力（600995）等；其次，我们推荐具有电力环保业务的火电企业，如九龙电力（600292）、深圳能源（600027）等。最后，我们推荐 PE/PB 低估值、具有较高防御性的火电企业。如煤炭自给能力较强、装机分布合理、高效机组占比较高的华能国际（600011），合资组建航运公司、具有世博会概念的申能股份（600642），以及具有亚运会概念的广州控股（600098）、粤电力 A（000539）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。