

关注 6 月电量增速

电力行业 7 月月报

电力

同步大市-A

上次评级

同步大市-A

电力

报告日期

2010-07-06

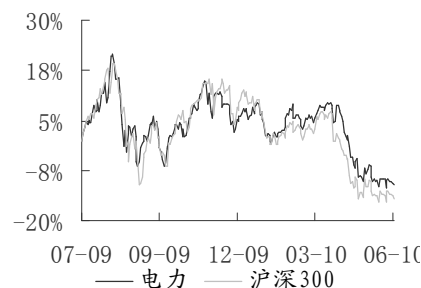
报告关键点:

- 6 月开始电量增速将逐步回归正常化
- 煤价出现松动, 下跌空间不大
- 维持行业“同步大市-A”评级

报告摘要:

- 电量增速逐步回归正常化:** 受基数调整影响, 5 月份的发电量增速略低于我们预期约 1 个百分点, 属于正常范围内。在假设与历史平均相似的情况下, 我们预计 6、7 月发电量同比在 13% 左右, 8-9 月份回落至 9-10%, 电量增长逐步回归正常化; 上半年累计增速约为 20%, 下半年下降至约 9%, 全年 13% 左右。
- 6 月重工业增长动能预计减弱:** 截止 6 月中上旬, 直供电厂日均耗煤量一直处于下降通道中。而下旬随着天气骤然升温, 耗煤量出现较大反弹。整体 6 月份平均的日均耗煤量与 5 月份相当。从历史来看, 6 月环比 5 月应有 4%-6% 的增长, 即使考虑华东天气凉爽、西南来水较多, 下滑幅度仍高于正常水平, 我们猜测与重工业用电的下滑有关。
- 煤价出现松动, 下跌空间不大:** 6 月以来, 受需求下降, 库存增加影响, 国内煤价出现了松动, 进口量环比减少。短期来看, 6 月份受天气较凉爽影响, 导致煤炭需求较疲软, 而随着 6 月下旬开始的天气升温, 我们估计煤价甚至可能出现小幅反弹。而对于下半年煤价, 我们认为在经济没有出现剧烈下滑的情况下, 煤价仍将以平稳为主, 下跌空间不大。
- 发改委限价难以提升电力盈利:** 近期发改委对于合同煤价格进行了限涨, (1) 从供需角度来看, 根据我们上述分析, 煤炭上涨空间较小, 因此本次限价对火电行业影响不大; (2) 本次限价的实施可能暗示了短期内上网电价不会调整, 而调整的时机可能跟物价走势和宏观经济的运行状况相关。因此本次限价不会提升电力行业盈利能力。
- 火电盈利维持低位:** 根据国家统计局数据, 3-5 月, 发电行业的盈利能力仍然较差。受困于煤价维持高位, 火电毛利率与 1-2 月相当, 仅为 10%, 而受益于费用率下降和其他收入增加, 净利润略高于 1-2 月, 达到 4.3%。因此, 以火电为主的上市公司二季报仍然不乐观。
- 维持“同步大市-A”评级:** 虽然下半年经济或出现下滑, 从而减少煤炭需求, 但考虑国内煤炭市场供需仍相对较紧, 我们认为煤炭下跌的空间不大。因此在利用小时难有亮点, 煤炭维持高位的情况下, 火电盈利仍将维持低位。同时, 考虑近期发改委对于煤炭合同价的限制, 我们猜测煤电联动短期实施的可能性已较低。因此, 综合考虑盈利、估值和市场热点转移, 我们维持行业“同步大市-A”的评级。

12 个月行业表现



研究员

张龙

021-68766113
证书编号

首席行业分析师

zhanglong@essence.com.cn
S1450209070217

诸勤秒

021-68765175

助理行业分析师

zhuqm@essence.com.cn

前期研究成果

6 月重工业增长动能预计减弱

2010-6-17

电力当自强

2010-6-8

重工业增长动能略有下降

2010-5-17

1. 电量增长保持平稳

1.1. 五月份电量平稳增长

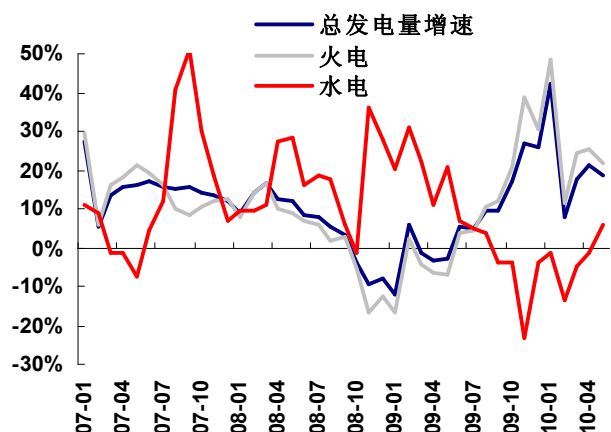
2010年1-5月，全社会用电量16575亿千瓦时，同比增长23.3%，其中5月单月用电3480亿千瓦时，同比增长20.8%。1-5月全国发电量16276亿千瓦时，同比增长21.4%，其中5月发电3405亿千瓦时，同比增长18.9%。

受基数调整影响，5月份的发电量增速略低于我们预期约1个百分点，属于正常范围内。

而对于6月份的电量增长，我们在2009年底和2010年年中的报告中一直认为其增速会有一个较大幅度的下滑，主要来自于2009年的基数问题。2009年6月由于经济回暖，环比5月大幅增长了9%，而历史平均仅为2.5%，由此导致6月份的发电量增速理应比5月份下降约6-7个百分点。因此5月份全国电量增速为18.9%(统计局数据)，则6月份正常为12%-13%。

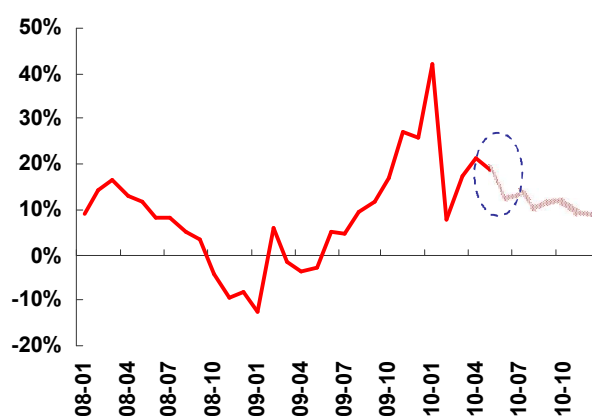
另外，我们根据多年经验数据，在假设与历史平均相似的情况下，预计6、7月发电量同比应在13%左右，8-9月份回归至9-10%的增速；上半年累计增速约为20%，下半年下降至9%附近，全年13%左右。

图1 单月发电量情况



数据来源：CEIC

图2 月度发电量增速模拟

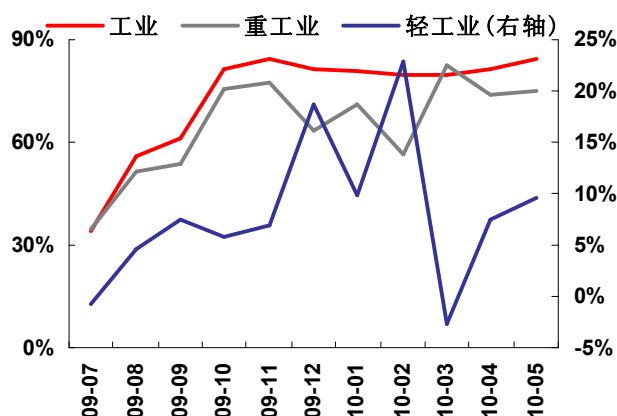


数据来源：安信证券研究中心

从用电量结构来看，5月份第一、二、三产业和居民用电分别同比增长1.8%、23.4%、15.4%和12.7%。其中除第二产业外，同比增长都出现了一定下降，我们猜测或与天气因素有关。受此影响，工业用电占比出现了小幅提升，其中轻工业增加较多，重工业保持平稳。但从同比来看，工业用电仍保持了稳定增长态势。

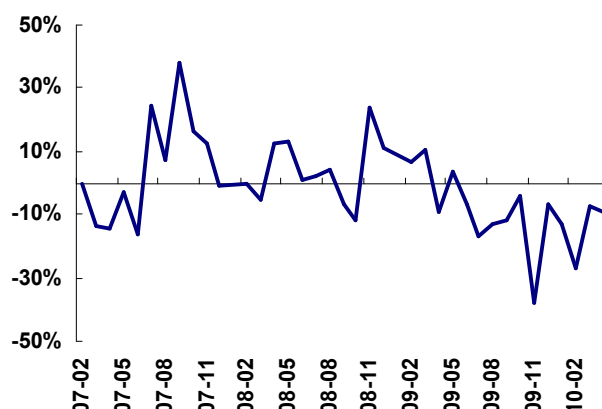
另外，5月进入丰水期后，来水逐步恢复正常，当月利用小时降幅收窄（-8.1%），同时新增水电机组增加导致当月发电量实现年内首次正增长，达到5.7%。考虑去年从6月之后来水持续恶化，今年如果恢复至多年平均水平，下半年水电量将实现较大幅度的增长。

图3 单月轻重工业电量贡献度



数据来源：安信证券研究中心

图4 水电单月利用小时同比



数据来源：安信证券研究中心

表 1 各产业用电量单月同比增速情况

	全社会	第一产业	第二产业	第三产业	居民用电	工业用电	轻工业	重工业
2009.1-2	-5.2%	4.9%	-10.2%	7.7%	10.9%	-10.4%	-10.6%	-10.4%
2009.3	-2.0%	5.6%	-4.7%	6.9%	8.0%	-4.9%	-1.5%	-5.5%
2009.4	-3.6%	3.7%	-7.9%	14.6%	6.5%	-8.0%	-4.4%	-8.9%
2009.5	-2.6%	5.2%	-4.8%	4.6%	9.1%	-4.9%	-5.1%	-4.8%
2009.6	4.5%	0.4%	2.0%	15.3%	14.1%	1.9%	-1.3%	2.6%
2009.7	6.0%	13.4%	2.8%	16.4%	17.7%	2.7%	-0.3%	3.3%
2009.8	8.2%	10.6%	6.5%	12.6%	14.0%	6.4%	2.9%	7.1%
2009.9	10.2%	8.1%	8.9%	15.5%	13.7%	8.8%	5.7%	9.5%
2009.10	15.9%	10.8%	17.6%	11.5%	10.2%	17.7%	6.9%	20.1%
2009.11	27.6%	14.9%	31.7%	16.1%	15.9%	31.9%	13.7%	36.2%
2009.12	24.4%	9.4%	26.9%	17.7%	12.4%	26.9%	43.4%	25.5%
2010.1	40.1%	23.5%	46.0%	25.6%	25.9%	46.2%	28.5%	50.5%
2010.2	10.5%	1.5%	12.6%	14.1%	0.3%	12.3%	21.1%	10.5%
2010.3	21.0%	4.8%	22.5%	13.6%	21.2%	22.7%	-4.7%	28.2%
2010.4	23.1%	6.2%	25.6%	17.7%	16.4%	25.6%	12.3%	28.7%
2010.5	20.8%	1.8%	23.4%	15.4%	12.7%	23.3%	15.3%	25.0%

数据来源：中电联 安信证券研究中心

表 2 利用小时和新机投产情况

		利用小时			同比变化			新机投产 (单位: 万千瓦)		
		全国	火电	水电	全国	火电	水电	全部	火电	水电
2009 年	1-2 月	646	702	380	-103	-129	23	599	518	64
	1-3 月	1009	1100	601	-151	-186	44	1011	821	138
	1-4 月	1354	1468	854	-202	-238	18	1735	1258	381
	1-5 月	1721	1841	1188	-248	-299	30	2296	1576	509
	1-6 月	2106	2236	1539	-265	-312	6	3101	2197	705
	1-7 月	2527	2665	1934	-286	-307	-76	3552	2346	950
	1-8 月	2956	3107	2325	-287	-309	-134	4082	2702	1025
	1-9 月	3352	3515	2671	-283	-284	-180	4912	3295	1210
	1-10 月	3735	3923	2961	-240	-245	-193	5857	4129	1275
	1-11 月	4138	4377	3165	-189	-130	-318	6903	4876	1505
	1-12 月	4527	4839	3264	-121	-46	-325	8970	6076	1989
	1 月	416	479	176	90	126	-26			
2010 年	1-2 月	728	833	321	84	135	-79	955	801	59
	1-3 月	1125	1285	499	117	182	-93	1613	131	1270
	1-4 月	1515	1716	737	157	243	-118	2224	211	1729
	1-5 月	1906	2133	1043	187	295	-145	2819	373	2134

数据来源：中电联

1.2. 六月份重工业增长动能预计下滑

截止 6 月中上旬，直供电厂日均耗煤量一直处于下降通道中。而下旬随着天气骤然升温，耗煤量出现较大反弹。整体 6 月份平均的日均耗煤量与 5 月份相当。

受季节因素影响，3 月过后进入需求淡季，以及 5 月进入丰水期都会降低对于火电需求。但值得注意的是，从 2002 年重工业化以来，6 月的火电日均发电量环比 5 月都有较明显增长，增幅在 4%-6% 左右。即使考虑华东天气凉爽、西南来水较多，下滑幅度仍高于正常水平，我们猜测与重工业用电的下滑有关。

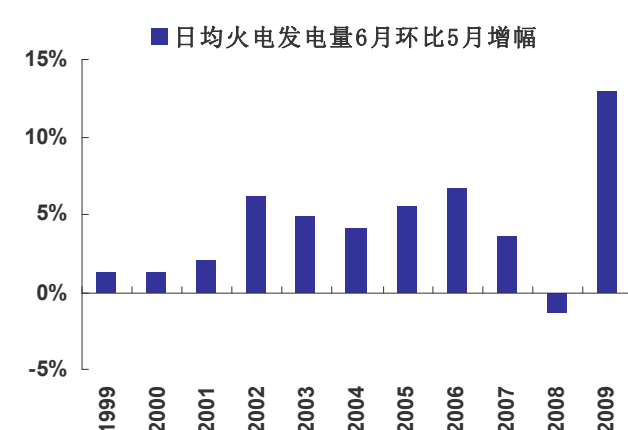
图 5 直供电厂日均耗煤量



数据来源：煤炭资源网

注：由于 3 月之后口径调整，之前的数据没有列出

图 6 历年 6 月日均火电发电量环比 5 月增幅



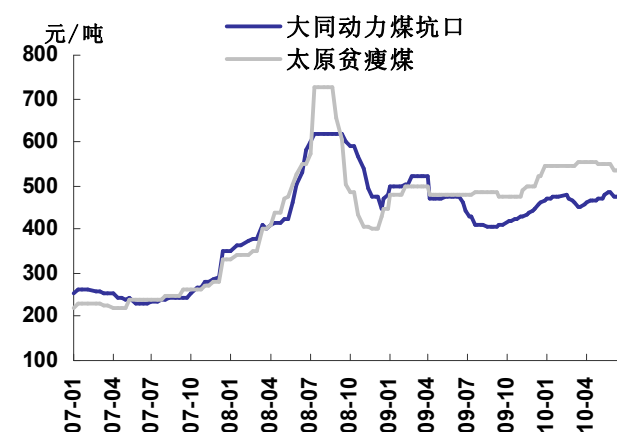
数据来源：CEIC

2. 煤价出现松动，下跌空间不大

6 月以来，受需求下降，库存增加影响，国内煤价出现了松动，坑口与沿海地区均出现了小幅下跌，幅度在 1%-3% 左右。其中大同坑口价下跌 2%，秦皇岛平仓价下跌 2% 左右。沿海运价指数也出现大幅下降。

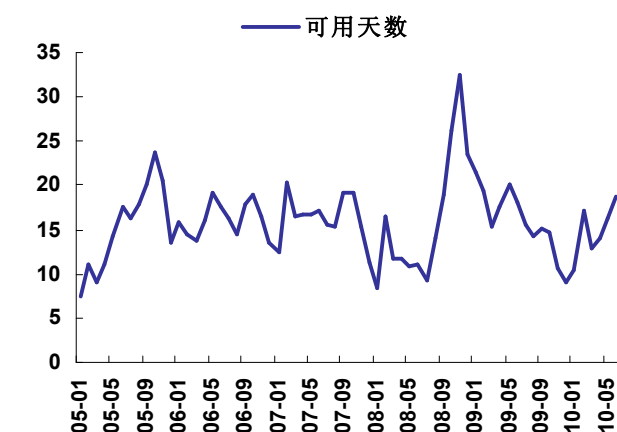
同时，内需减缓也导致煤炭进口量出现连续两个月的环比下降。我们预计 6 月的煤炭净进口量仍将下降。

图 7 大同坑口价



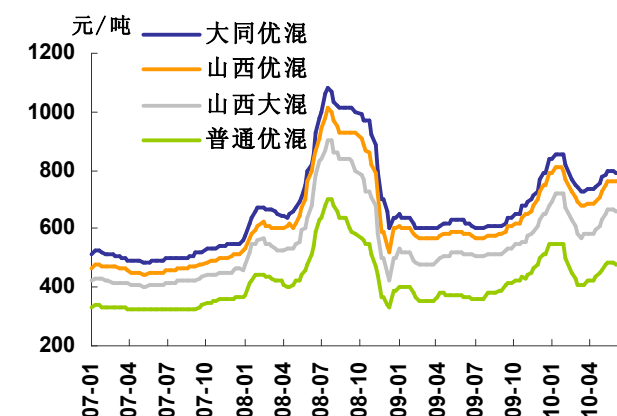
数据来源：煤炭资源网

图 9 直供电厂库存可用天数



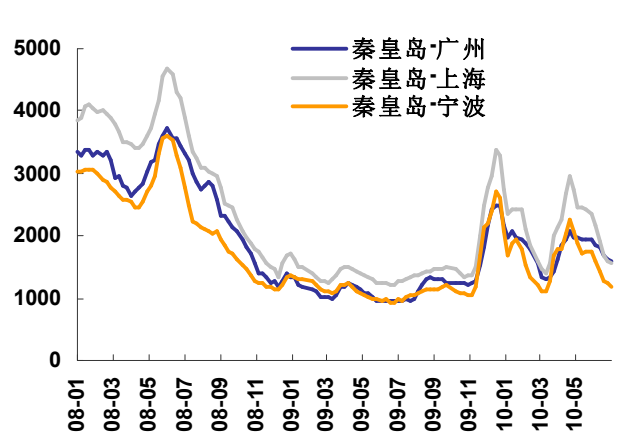
数据来源：煤炭资源网 安信证券研究中心

图 8 秦皇岛平仓价



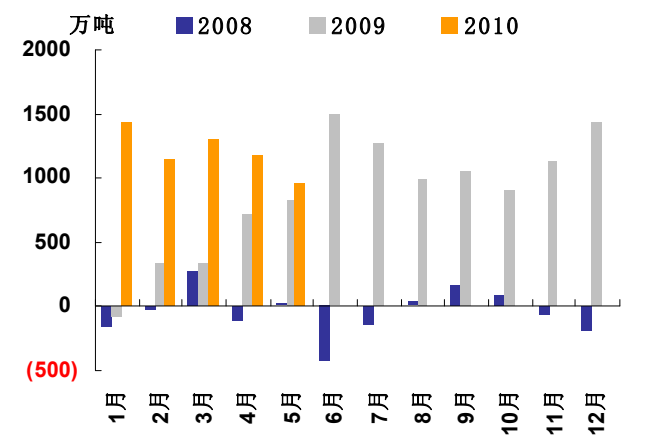
数据来源：煤炭资源网

图 10 沿海煤炭运价指数



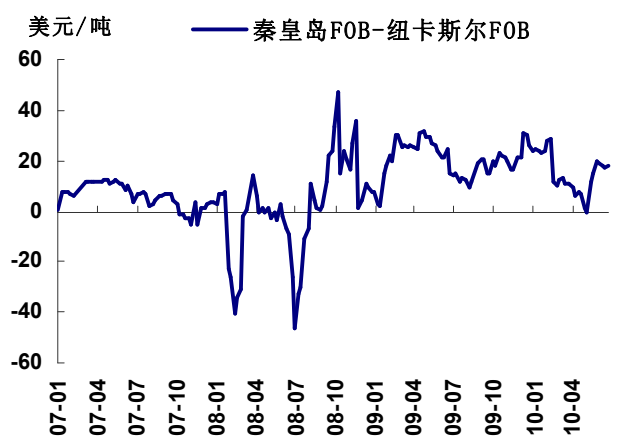
数据来源：煤炭资源网

图 11 煤炭月度净进口量



数据来源：煤炭资源网

图 12 国内外煤炭价差



数据来源：BLOOMBERG

短期来看，6 月份受天气较凉爽影响，导致煤炭需求较疲软，而随着 6 月下旬开始的天气升温，我们估计煤价甚至可能出现小幅反弹。

而对于下半年煤价，我们认为在经济没有出现剧烈下滑的情况下，煤价仍将以平稳为主，下跌空间不大。主要原因有三个：

(1) 国内供给平稳增长

1-5 月，受基数较低影响，全国原煤产量累计同比大幅增长 24%。但随着基数效应的逐步消失，同比增速已出现了较大幅度下降。

同时，短期影响国内煤炭供给最大的山西煤炭产量仍然保持了较稳定的局面，其单月的产量绝对值还没有创出 2008 年以来的新高。山西小煤窑的产能释放短期内应难以见到。

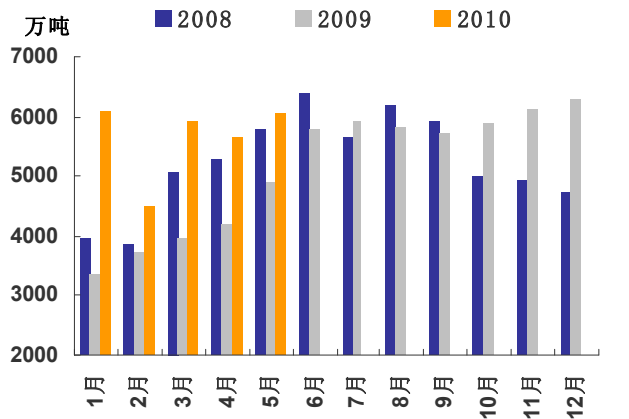
因此，总的来说国内煤炭供给仍然保持了平稳增长态势。

图 13 月度原煤产量累计同比



数据来源：煤炭资源网

图 14 山西煤炭月度产量



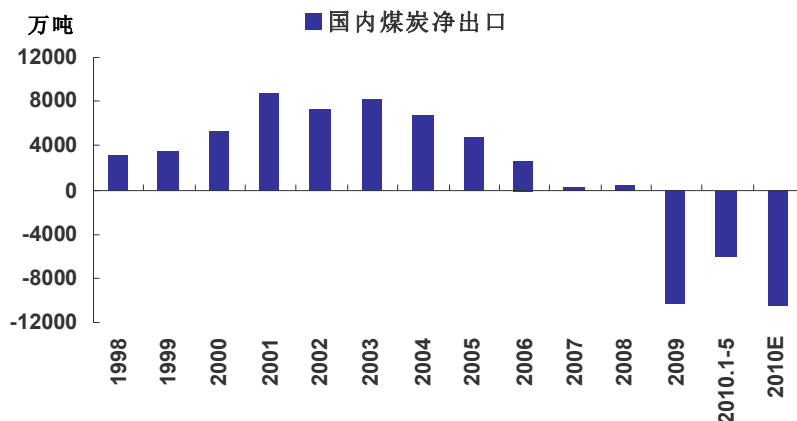
数据来源：煤炭资源网

(2) 净进口下降减少国内可供量

2009 年，受国内需求拉动及海外经济疲弱影响，国内煤炭出现了近 1 亿吨的净进口量，极大的增加了国内煤炭的可供量。2010 年上半年，虽然海外需求已出现了回升，但受国内需求依然强劲的拉动，净进口量仍然保持高位。

而下半年，在预期国内经济下滑和海外保持稳定的情况下，煤炭净进口量将出现减少，从而减少国内煤炭可供量（与 2009 年的情况相反），并间接起到了稳定国内煤价的作用。

图 15 国内煤炭净进口量



数据来源：煤炭资源网

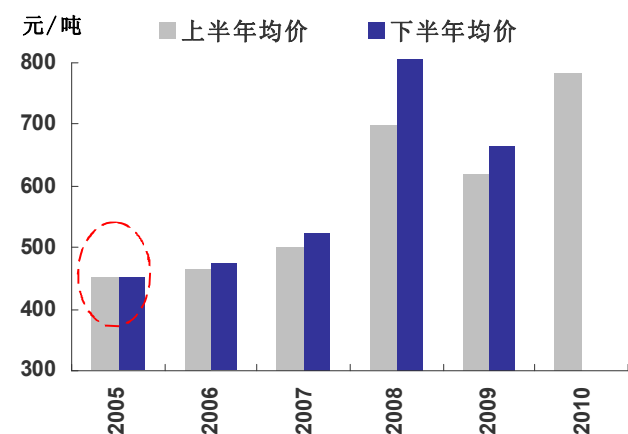
(3) 需求扩张动能减弱

受季节性影响，下半年煤价总是高于上半年，在 2006-2007 年经济较平稳时期，煤价涨幅在 2%-5%。

在假设下半年经济减缓，而不是大幅下滑的前提下，我们认为在国内可供量平稳增长的情况下，煤价下跌空间不大。

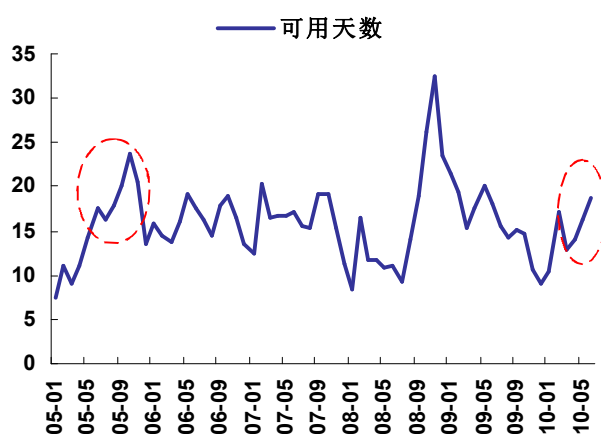
这与 2005 年的情形较相似：直供电厂库存的可用天数不断创年内新高，下半年经济预期不乐观，但最终煤价在 2005 年下半年一直保持平稳。

图 16 秦皇岛煤价上下半年均价比较



数据来源：煤炭资源网

图 17 直供电厂库存可用天数



数据来源：煤炭资源网 安信证券研究中心

另外，近期发改委对煤炭合同价进行了限涨，但我们认为对于火电企业盈利提升作用不大：（1）从供需角度来看，根据我们上述分析，煤炭上涨空间较小，因此本次限价对火电行业影响不大；（2）本次限价的实施可能暗示了短期内上网电价不会调整，而调整的时机可能跟物价走势和宏观经济的运行状况相关。因此本次限价不会提升电力行业盈利能力。

3. 火电盈利维持低位

受基数影响，2010 年 1-5 月，电、热生产和供应的全行业利润出现了大幅增长，同比增幅达到 262%，贡献主要来自电力供应和火电生产。水电由于来水较差，利润总额同比下降 35%。

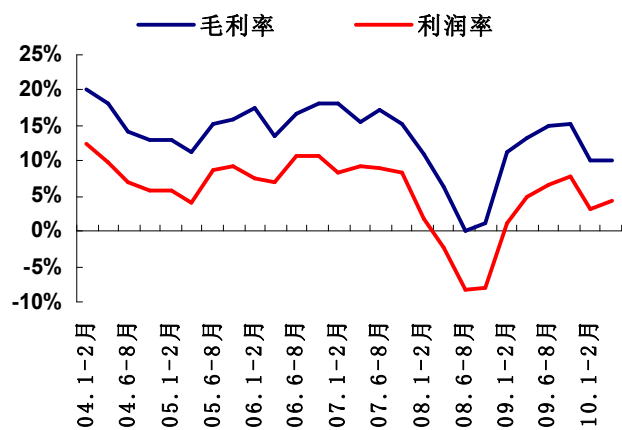
而从绝对值来看，发电行业的盈利能力仍然较差。3-5 月，受困于煤价维持高位，火电行业的盈利始终维持在较低水平。其毛利率与 1-2 月相当，仅为 10%，而受益于费用率下降和其他收入增加，净利润略高于 1-2 月，达到 4.3%。因此，以火电为主的上市公司二季报仍然不乐观。

表 3 2010 年 1-5 月电力行业整体利润增长情况

单位: 亿元	电、热生产和供应		电力供应		电力生产		其中: 火电		其中: 水电	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速	数值	增速	数值	增速
销售收入	14828	25%	9294	24%	5125	26%	4324	28%	537	10%
销售成本	13545	22%	8717	19%	4412	31%	3888	31%	355	25%
销售费用	33	7%	13	20%	16	-8%	10	-22%	4	20%
销售税金及附加	59	2%	33	12%	25	-9%	17	-16%	5	7%
财务费用	564	3%	180	9%	374	1%	244	-4%	113	19%
管理费用	194	10%	61	13%	111	8%	73	5%	30	13%
利润总额	474	262%	212	-348%	293	22%	170	46%	42	-35%

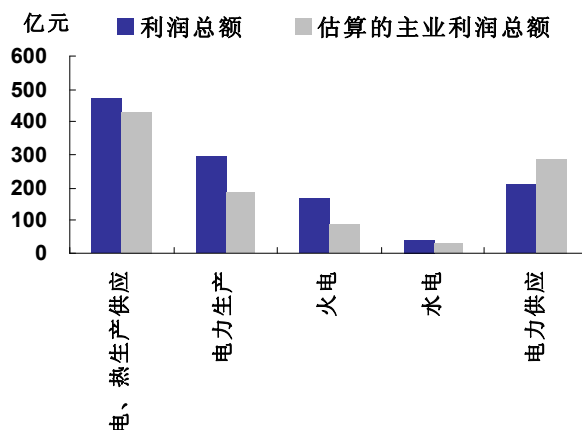
数据来源: 国家统计局

图 18 火电行业毛利率及利润率



数据来源: 国家统计局

图 19 电力行业利润及估算主业利润



数据来源: 国家统计局 安信证券研究中心

表 4 2009-2010 年火电行业利润情况

	单位	2009				2010	
		1-2 月	3-5 月	6-8 月	9-11 月	1-2 月	3-5 月
销售收入	亿元	1,282	2,107	2,378	2,487	1,653	2,671
销售成本	亿元	1,136	1,830	2,025	2,106	1,486	2,403
税金及附加	亿元	8	12	12	13	7	10
销售费用	亿元	5	8	0	7	5	6
管理费用	亿元	26	43	47	49	28	46
财务费用	亿元	99	150	147	140	98	146
利润总额	亿元	13	101	158	193	54	116
火电量	亿 KWH	4,083	6,846	7,820	7,861	5,427	8,356
日均电量	亿 KWH	69	74	85	86	92	91
单位平均电价	元/KWH	0.314	0.308	0.304	0.316	0.305	0.320
单位发电成本	元/KWH	0.278	0.267	0.259	0.268	0.274	0.288
单位发电毛利	元/KWH	0.036	0.04	0.045	0.049	0.031	0.032
毛利率		11%	13%	15%	15%	10%	10%
利润率		1%	5%	7%	8%	3%	4%
估算发电利润	亿元	7	63	147	173	29	60
单位电量利润	元/KWH	0.002	0.009	0.019	0.022	0.005	0.007

数据来源: 国家统计局

4. 维持行业“同步大市-A”评级

虽然下半年经济或出现下滑,从而减少煤炭需求,但考虑国内煤炭市场供需仍相对较紧,我们认为煤炭下跌的空间不大。因此在利用小时难有亮点,煤炭维持高位的情况下,火电盈利仍将维持低位。

同时,考虑近期发改委对于煤炭合同价的限制,我们猜测煤电联动短期实施的可能性已较低。因此,综合考虑盈利、估值和市场热点转移,我们维持行业“同步大市-A”

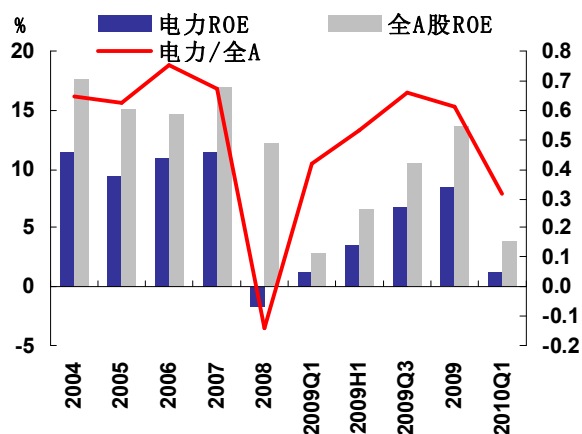
的评级。

图 20 电力与全 A 股 PB 比值



数据来源：安信证券研究中心

图 21 电力与全 A 股 ROE 比值



数据来源：WIND

在火电行业盈利能力难以出现趋势向上的背景下，我们推荐：

(1) 水电公司或水电比重较大的公司：与火电相比，水电的盈利能力较为稳定，特别是在节能降耗和资源品价格改革的大背景下，水电有可能有所受益，因此水电股存在一定的机会，考虑其盈利能力、未来发展前景和估值情况，长江电力、国电电力更具吸引力；

(2) 煤价涨幅低，盈利能力下降少的公司：如内蒙华电，另外其还有资产注入概念；以及估值较低的申能股份、深圳能源；

(3) 高成长的公司：金山股份

(4) 产业链延伸或非电力业务发展较好的公司：如大唐发电、穗恒运等。

表 5 重点公司盈利预测和评级

公司 名称	最新 评级	每股收益(元)				市盈率(X)				市净率 (X)	现价
		2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E		
长江电力	买入-A	0.42	0.76	0.78	0.80	30	16	16	16	2.2	12.42
内蒙华电	增持-A	0.20	0.34	0.41	0.68	34	20	17	10	3.8	6.79
国电电力	增持-A	0.14	0.17	0.20	0.22	23	19	17	15	2.0	3.31
金山股份	增持-A	0.12	0.34	0.65	0.87	68	24	12	9	2.6	8.06
申能股份	增持-A	0.55	0.48	0.51	0.66	14	16	15	12	1.5	7.69
深圳能源	增持-A	0.91	0.75	0.65	0.61	10	13	15	16	1.6	9.55
穗恒运	增持-A	0.95	0.78	0.78	0.79	14	17	17	16	3.5	12.9
上海电力	中性-A	0.18	0.15	0.31	0.36	22	26	13	11	1.3	3.93
宝新能源	中性-A	0.32	0.19	0.19	0.40	15	26	25	12	2.9	4.89
华能国际	中性-A	0.42	0.30	0.43	0.47	15	21	15	14	1.8	6.4
华电国际	中性-A	0.17	0.11	0.13	0.22	21	35	28	17	1.6	3.69
京能热电	中性-A	0.30	0.35	0.49	0.54	25	21	15	14	2.2	7.49
建投能源	中性-A	0.08	0.15	0.22	0.44	55	30	20	10	1.4	4.43
粤电力 A	中性-A	0.44	0.31	0.33	0.65	15	21	20	10	1.7	6.45
国投电力	中性-A	0.27	0.29	0.36	0.36	26	24	19	19	1.6	7
桂冠电力	中性-A	0.14	0.24	0.29	0.33	30	18	15	13	4	4.3

数据来源：安信证券研究中心

作者简介

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，4 年证券从业经验。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。新财富 2007 年最佳分析师“电力及公用事业”行业第三名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

黄方祥

021-68765913

梁涛

021-68766067

朱贤

021-68765293

周蓉

010-59113563

李昕

010-59113565

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

南方

010-59113572

凌洁

021-68765237

张勤

021-68763879

潘冬亮

010-59113590

马正南

010-59113593

李国瑞

0755-82558084

刘欢

0755-82558069

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

深圳联系人

liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034