

重工业用电拐点已显，“紫金门”提升 RO 关注度

——电力行业 7 月份月报

要点:

- 早在我们一个月前的月报中，已经揭示下半年电量或不乐观。根据日前发布的中电联数据，印证作为电量变化的先锋指标——重工业用电增速已经出现了掉头向下的“拐点”，较上一月用电环比下滑 1%。
- 水电受益夏季雨水充沛，利用小时改善，水火分化减小。秦皇岛煤价维持稳定，国际煤价、运价均有小幅回落。截止 2010 年 07 月 19 日，大同优混、山西优混、山西大混、普通混煤的价格分别为 790、760、660、和 467 元。主要原因是，今年受水电增加和夏季用电尚未激发，导致电煤需求不如往年旺盛。目前电厂库存存煤较多，预计后动力煤市场供需将保持相对稳定，短期内价格将继续维稳。
- 直供电厂耗煤量预示 7 月电量增速继续放缓，从房地产开发投资额来看，当月值是创新高，但同比增速略有下滑，和新开工面积呼应，也反映开工数量的增速有所回落。我们预计电量增长后劲不足。
- 我们认为，生物质发电确实未来新能源方向之一，但上游原料价格可控性不强，生物质发电，还没能发展出有效的、可持续的商业模式，若国家没有及时完善相关扶持政策，生物质发电项目或将增收不增利，难以给股东带来实质回报，故此持谨慎态度。
- 投资建议：电力行业系统性机会微弱，继续维持中性评级，但不妨碍我们寻找其间的亮点所在：一是资产注入及煤电一体化龙头的金马集团；二是新能源电力高成长股银星能源、潜在股九龙电力。
- 环保领域的紫金矿业“污水门”引发我们对工业污水领域的思考，该厂污水池内酸性含铜污水出现渗漏，部分通过 227 地下排水排洪涵洞涌进汀江。造成下游网箱鱼一定数量死亡；现已扩散至广东韩江梅州水域，水质告急，目前紫金山铜矿湿法厂已被责令无限期停产。直接经济损失至少 1.5 亿左右，究其根源是其反渗透膜破裂所致。因此，我们建议投资者可适当关注国内唯一的干式反渗透膜企业南方汇通（000920）公司控股的时代沃顿是我国企业在 RO 膜生产领域市场占有率最高的企业，其反渗透膜性能能够部分实现进口产品替代。自 2001 年从美国引进反渗透膜全流程生产线和工艺技术，通过消化吸收和创新，已经研发制造出工业通用、海水淡化、抗污染、抗氧化和家用全系列膜元件。此外，拥有全球独创的抗氧化技术及抗污染技术。年产 300 万平方米的复合反渗透膜专业化制造能力，其中贵阳基地年产 200 万平方米，北京年产 100 万平方米。目前有应用于山西铝厂、大连热电等工程。因此或存在独立阶段投资性投资机会。

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

分析师

张霖：☎ (86-10) 88366060-8752

✉ zhangl1@cgws.com

执业证书编号：S1070209040317

周涛：☎ (86-10) 88366060-8727

✉ zt@cgws.com

执业证书编号 S1070210020001

徐超：☎ (86-10) 88366060-8711

✉ xuc@cgws.com

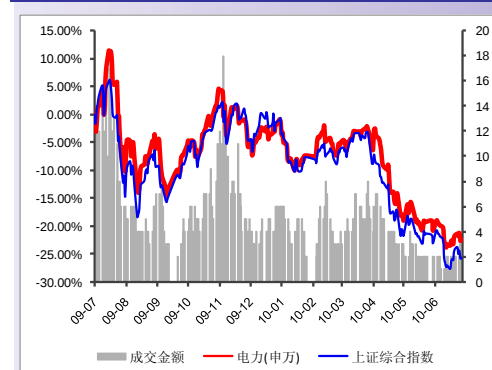
孙静：☎ (86-10) 88366060-8761

✉ sj@cgws.com

投资评级：中性

简称	EPS10E	EPS11E	PE10E	评级
金马集团	0.60	1.44	16	强推
银星能源	0.35	0.61	23	推荐
内蒙华电	0.36	0.50	17	推荐
凯迪电力	0.41	0.49	32	推荐

行业表现



相关报告

1. 暂时回避火电，关注水电和新能源——电力行业动态点评 2008-1-30
2. 2008 年风电专题报告：好风凭借力，紧缩奈我何 2008-4-15
3. 寻找成本相对独立的低 PB 电力蓝筹 2008-5-12
4. 能源链：环环相扣，气象万千——长城证券能源双周刊 2008-9-1
5. 涅槃重生，且待春醉——2009 年电力行业投资策略
6. 近水楼台先得月，向阳花木易为春——电力行业 2009 年中期投资策略报告
7. 寻找低碳与产业链延伸的投资标的 —— 电力行业 2010 年度投资策略报告



1. 重工业用电量拐点已显，符合前期判断

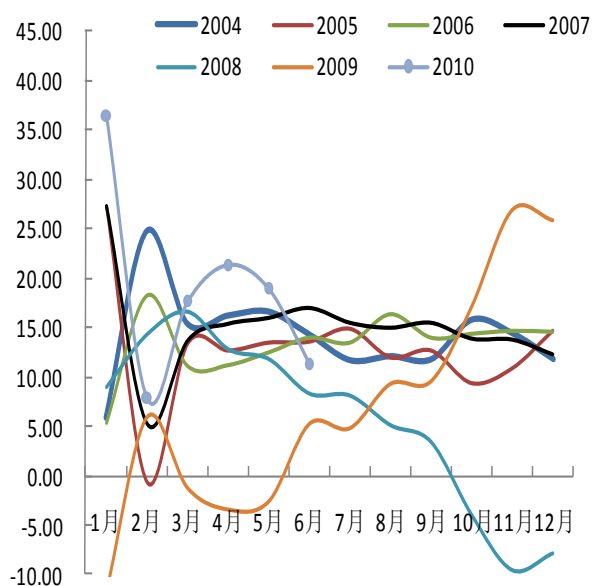
早在一个月前，我们的月报《用电量增速或将放缓 关注点转向环保行业》中，就已经揭示下半年电量或不乐观。根据日前发布的中电联数据，正印证了这一点：

发电侧方面，6 月份单月发电量 3466 亿千瓦时，同比增长 11.37%，环比仍然延续增长 1.82%，但值得注意的是，作为电量变化的先锋指标——重工业用电增速已经出现了掉头向下的“拐点”，较上一月用电环比下滑 1%。这在往年的夏季用电高峰期并不多见，我们预计，若之后房地产政策若无“外紧内松”，则影响下游钢铁、建材、有色等各耗电行业需求继续回落，电量需求值得谨慎。

今年前 6 月累计发电量增速回落至 19.39%，其中，水电 2592 亿千瓦时，同比增长 3.6%；火电 16326 亿千瓦时，同比增长 21.9%；核电 334 亿千瓦时，同比增长 2.6%，水电发电增速今年首次实现正增长。

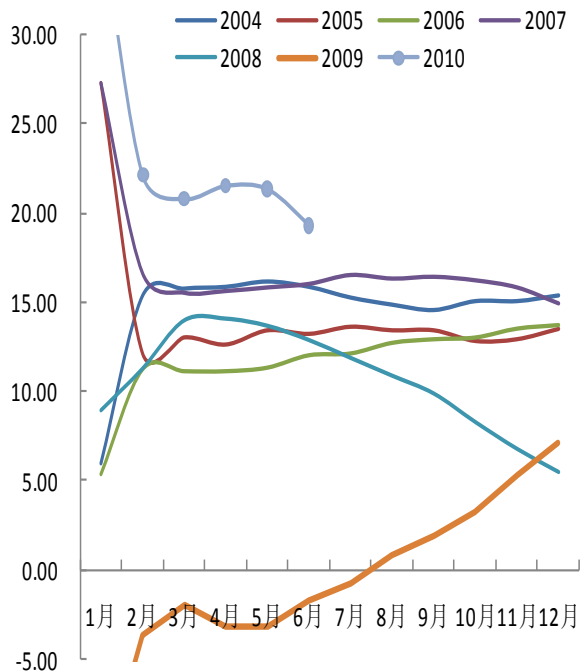
用电侧 1-6 月份，全国全社会累计用电量 20094 亿千瓦时，同比增长 21.57%，6 月份单月全国全社会用电量 3520 亿千瓦时，同比增长 14.14%，由于基数因素影响，导致增速出现回落，符合我们之前的预期。

图 1、全国月度发电量增速



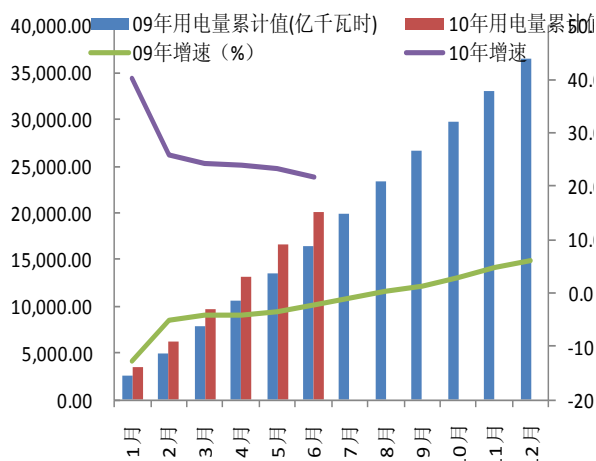
数据来源：长城证券研究所

图 2、全国累计发电量增速



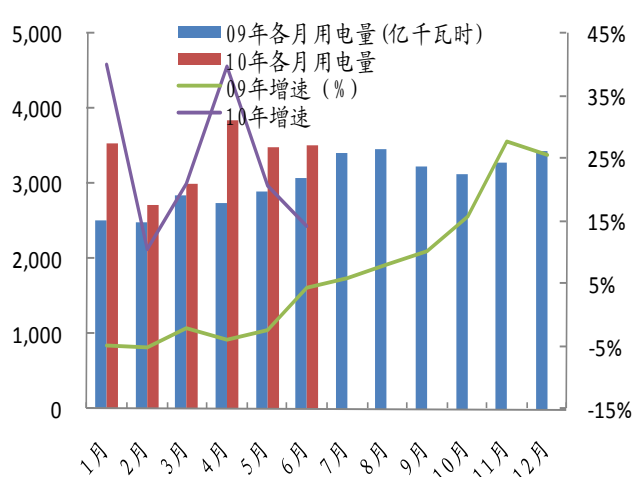
数据来源：长城证券研究所

图 3、累计用电量及增速



数据来源：国家统计局，长城证券研究所

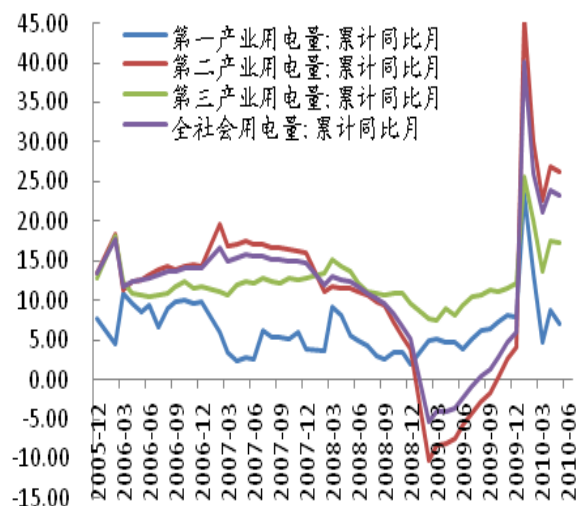
图 4、当月用电量及增速



数据来源：国家统计局，长城证券研究所

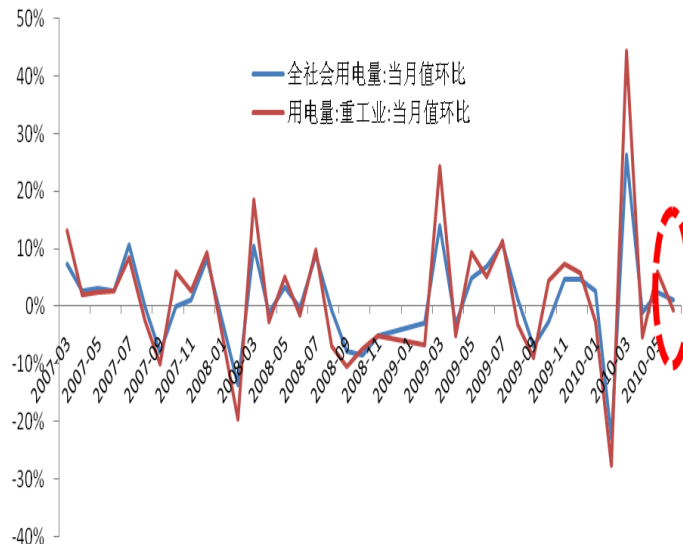
重工业拐点显现，或将继续回落。1-6月份第一产业用电量451亿千瓦时，同比增长5.61%；第二产业用电量15155亿千瓦时，同比增长24.24%；第三产业用电量2086亿千瓦时，同比增长16.19%；城乡居民生活用电量2402亿千瓦时，同比增长13.93%；其中1-6月份，全国工业用电量为14933亿千瓦时，同比增长24.20%；轻、重工业用电量同比分别为增长13.71%和26.46%。

图 5、分产业用电量增速



数据来源：长城证券研究所

图 6、重工业用电向下拐点显现



数据来源：长城证券研究所

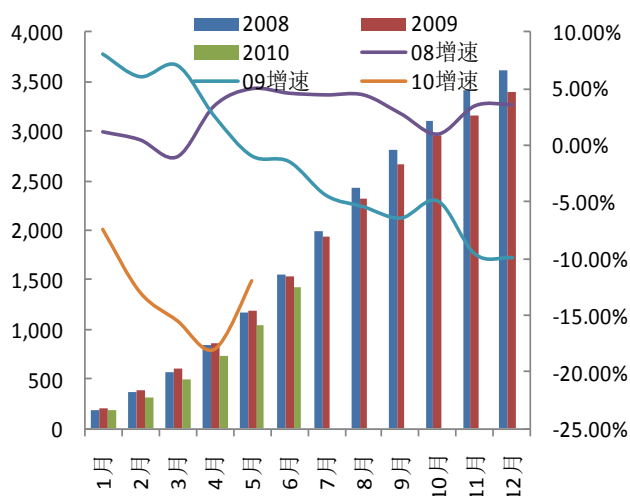


2、水电受益夏季雨水充沛，利用小时改善，水火分化减小

1~6 月份,全国全部机组平均利用小时为 2295 小时,比上年同期增加 190 小时,增幅为 9.0%。其中,水电设备平均利用小时比去年下降 122 小时,火电设备平均利用小时比去年同期增长 300 小时。6 月当月全部机组平均利用小时为 389 小时,比上年同期增加 3 小时,增幅为 0.7%。

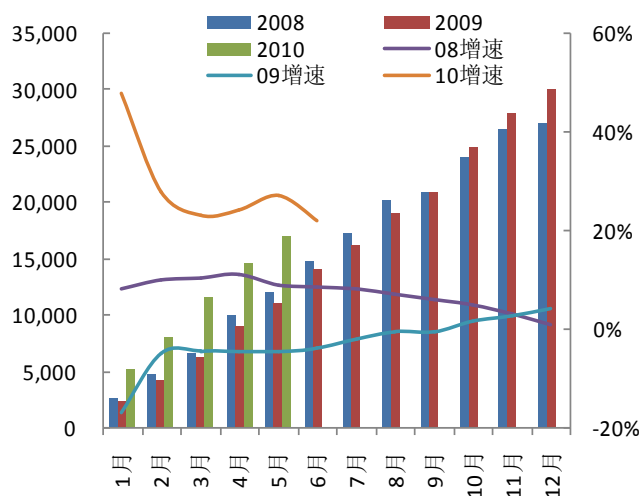
6 月当月水电平均利用小时为 376 小时,比上年同期增加 24 小时,同比增长 6.9%,主要原因是随着降雨的增多,全国水电利用小时将得到改善,利用小时快速恢复,今年首次同比出现增长;火电机组利用小时为 401 小时,同比增长 6 小时,增幅为 1.5%,比 5 月份增速下降 10.5 个百分点。

图 7、全国水电累计利用小时及增速



数据来源：长城证券研究所

图 8、全国火电累计利用小时及增速



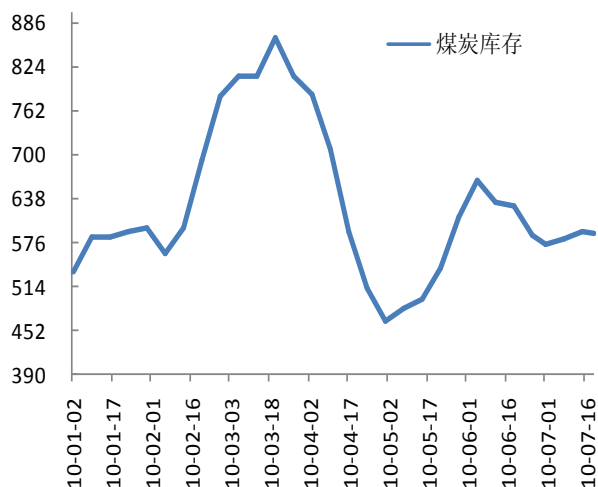
数据来源：长城证券研究所

3、秦皇岛煤价维持稳定，国际煤价、运价均有小幅回落

6 月份,国内动力煤市场继续延续前期稳定运行态势,动力煤晴雨表秦皇岛连续几周稳定。截止 2010 年 07 月 19 日,大同优混、山西优混、山西大混、普通混煤的价格分别为 790、760、660、和 467 元。主要原因是,今年受水电增加和夏季用电尚未激发,导致电煤需求不如往年旺盛。目前电厂库存存煤较多,预计后动力煤市场供需将保持相对稳定,短期内价格将继续维稳。秦皇岛库存 587 万吨,库存自 6 月份以来缓慢下降,基本维持稳定。国际煤价以澳大利亚纽卡斯尔港动力煤价格指数为例,在上周末 97.06 美元/吨的基础上回落 0.72 美元/吨至 96.34 美元/吨,幅度 0.74%。

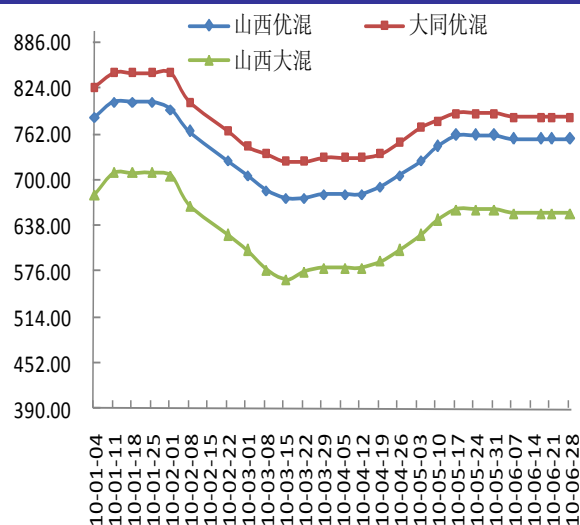
无独有偶,需求的相对微弱使近期沿海煤炭航线运价也继续下调。7 月 14 日,秦皇岛至上海、宁波和广州航线市场运价分别为 30 元/吨、30 元/吨和 57 元,分别比上周下跌 2 元/吨、2 元/吨和 4 元/吨;天津、京唐至上海港的航线运价为 31 元/吨,下跌 1 元/吨。

图 9、秦皇岛港煤炭库存情况



数据来源: Wind、长城证券研究所

图 10、秦皇岛煤炭价格图



数据来源: Wind、长城证券研究所

4、直供电厂耗煤量预示 7 月电量增速继续放缓

从我们跟踪的直供电厂耗煤量来看, 7 月初耗煤量日均达 343 万吨, 稳步向上态势, 说明在 7 月初电量放缓节奏仍较缓慢, 回顾 6 月份用电同比增速大于全国平均水平(14.14%)的省份有: 河北(16.85%)、山西(20.78%)、内蒙古(30.86%)、辽宁(16.42%)、河南(15.58%)、广西(24.03%)、海南(19.22%)、重庆(17.71%)、四川(14.66%)、陕西(24.01%)、甘肃(21.82%)、青海(58.1%)、宁夏(48.14%)、新疆(24.30%)。可见, 高耗能用大省增长仍处高位, 而东部沿海地区用电量增速放缓。7 月上旬新变化是, 华中电网仍有增长, 但南方电网等地电厂耗煤量已经出现了下降。

图 11、直供电厂耗煤量走势

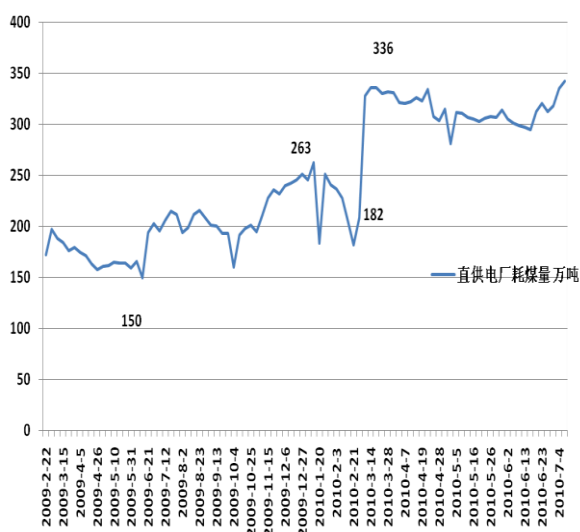
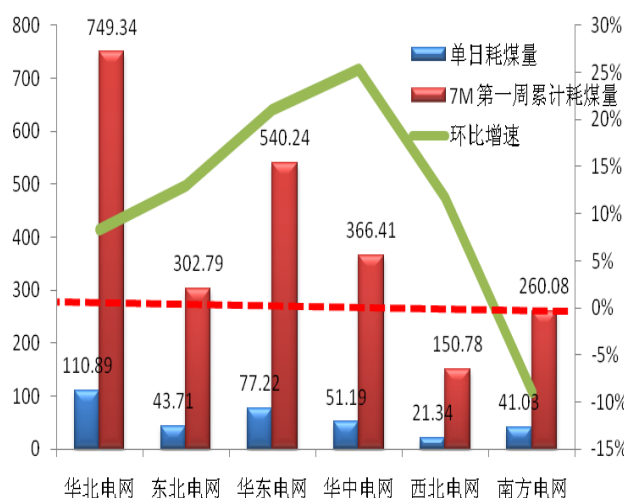


图 12、各地电网耗煤量环比





数据来源：国家统计局，长城证券研究所

数据来源：国家统计局，长城证券研究所

5、地产晴雨表“晴转多云”

虽然国家力求经济转型，但破旧立新是一个漫长而曲折的过程，在相当长一段时间内，房地产行业仍是拉动国内需求的原动力，因为与房地产相关的上游产品得到快速发展，如建筑材料钢材、铝塑型材、水泥、墙漆涂料、沙石砖瓦、交通能源等，而下游产品如装饰材料、家电行业、陶瓷、水电水暖器材、家具等诸多行业带动消费。相应地，上游钢铁、有色、建材、化工四大高耗能行业的景气与否，可以在某种程度上由房地产“窥一斑而知全豹”。

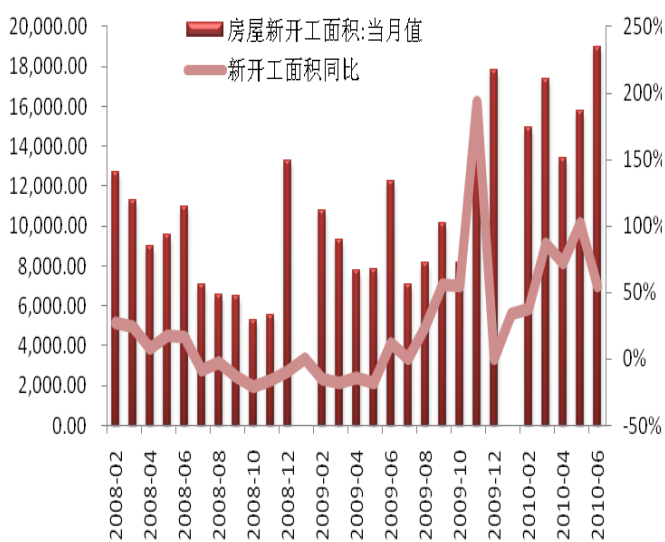
从房地产开发投资额来看，当月值是创新高，但同比增速略有下滑，和新开工面积呼应，也反映开工数量的增速有所回落。我们预计电量增长后劲不足。

图 13、房地产开发投资额有掉头倾向



数据来源：国家统计局，长城证券研究所

图 14、房屋新开工面积同比增速下滑



数据来源：国家统计局，长城证券研究所

6、生物质发电热情再燃？

本月电力行业两件大事：一是生物质发电的两家公司热情执着；一是国电再度拟向市场融资收购集团资产和部分在建项目。

韶能股份 13 日公告称，拟向不超过 10 名特定对象非公开发行不超 1.55 亿股，发行价不低于 4.05 元/股，此次非公开发行拟募集资金不超 6.28 亿元，其中 5.51 亿元用于新建广东省韶关市 2 × 30MW 生物质发电项目，另外 0.77 亿元用于偿还银行借款。



公司的发展思路是，周边湖南、广东地区水资源已经进行了较为充分的开发利用，水电发展的空间有限，而韶关市的生物质资源丰富，生物质发电项目建设的基础较好。因此，为了增强公司的实力、装机容量、改善公司能源结构、提高新能源的比重、提升公司在新兴的生物质发电市场的占有率，公司拟用非公开发行的募集资金投资于广东省韶关市 2×30MW 生物质发电项目。具体为：2 台 130t/h 高温高压锅炉及配套的 2 台 N30-8.83 型汽轮发电机组和相应的附属生产设施，项目建设期限为 18 个月。该项目主要是利用当地丰富的林业采伐和木材加工废弃物、林下草灌植物、农作物秸秆等作为燃料进行发电。

凯迪电力也于近日公告非公开发行股票未获得通过后将以自有资金进行生物质电厂的建设，董事会议案拟转让中盈长江股权和发行中期票据合计可筹措资金约 16 亿，我们不排除大股东对凯迪电力拟收购的 11 家生物质电厂平价收购的支持力度；也认可中盈长江股权的转让将给公司下半年带来约 6000 万一次性投资收益使报表将非常亮丽，但是不可否认，生物质发电的征程确实路漫漫其修远兮。

我们认为，生物质发电确实未来新能源方向之一且受国家新能源政策鼓励，韶能股份表示此次生物质发电项目投资财务内部收益率为 8.74%，项目投资回收期 10.71 年，总投资收益率为 7.59%，但是，目前国内大部分生物质发电项目均处于亏损状态，且各地仍在不断上马相同项目，导致麦秸、棉秆等燃料资源价格难以合理定价。由于秸秆都在农私人的手中，平时无人收购也就丢弃或处理掉。但当厂家开始集中向农收购时，农会马上意识到这些原先的农业废料的值，于是就会产生集体涨价现象，使得发电厂的上游原料价格无法控制，即，生物质发电，还没能发展出有效的、可持续的商业模式，如果凯迪电力仅仅依靠生物质发电来作为其主营业务支撑整个公司，短期存在较大难度。

尽管国家对于发电的上网电价会有所补贴，但这一补贴短期内难以弥补燃料成本造成的亏损。所以即使是目前技术及商业模式最为成熟的垃圾发电，当燃料垃圾的价格超过 100 元/吨时，也会导致亏本。若国家没有及时完善相关扶持政策，生物质发电项目或将增收不增利，难以给股东带来实质回报。对此我们持谨慎态度。

若增发成功，韶能股份可以直接获益的是，部分募投资金偿还银行借款，降低财务费用支出，改善资本结构，提高公司的抗风险能力和经营效益，但力度有限。

至于国电增发，单从收购价格看，四项集团已经投运的资产收购价格 72 亿元，我们按照 09 年测算，则静态收购 PE 为 13.8 倍，收购 PB 为 2.25 倍，相对市场近年收购案例估值并不便宜。业绩增厚也不甚显著，但考虑到在建项目，仅大渡河瀑布沟今年年底投产后就可新增装机 360 万千瓦，累计装机规模达 527 万千瓦，预计增厚利润 8 亿左右，业绩的潜在增厚应值得期待。预计到 2020 年，大渡河公司装机容量将达到 1749 万千瓦，尤其 2014~2016 年，大渡河装机规模由 608 万千瓦升为 1015 万千瓦，未来水电贡献业绩可观。详情参见点评报告《整体上市步伐加快 大渡河投产值得期待》。

7、投资建议

我们依旧认为，电力行业系统性机会微弱，继续维持中性评级，但不妨碍我们寻找其间的亮点所在：一是资产注入及煤电一体化龙头的金马集团；二是新能源电力高



成长股银星能源、潜在股九龙电力。

环保领域的紫金矿业“污水门”引发我们对工业污水领域的思考，该厂污水池内酸性含铜污水出现渗漏，部分通过 227 地下排水排洪涵洞涌进汀江。至 2010 年 7 月 4 日下午，污水渗漏事件得到控制。该突发渗漏事件造成下游网箱鱼一定数量死亡；现污水已经扩散至广东韩江梅州水域，水质告急，目前紫金山铜矿湿法厂已被责令无限期停产。直接经济损失至少 1.5 亿左右，究其根源是其反渗透膜破裂所致

因此，我们建议投资者关注国内唯一的干式反渗透膜企业南方汇通（000920）公司控股的时代沃顿是我国企业在 RO 膜生产领域市场占有率最高的企业，其反渗透膜性能能够部分实现进口产品替代。自 2001 年从美国引进反渗透膜全流程生产线和工艺技术，通过消化吸收和创新，已经研发制造出工业通用、海水淡化、抗污染、抗氧化和家用全系列膜元件。此外，拥有全球独创的抗氧化技术及抗污染技术。年产 300 万平方米的复合反渗透膜专业化制造能力，其中贵阳基地年产 200 万平方米，北京年产 100 万平方米。目前有应用于山西铝厂、大连热电等工程。因此或存在一定阶段性投资机会。

研究员介绍及个人承诺:

张霖: 中国社科院博士生,任电力及新能源行业研究员。四年金融及资本市场工作经验

周涛: 清华大学物理学博士,2007年加入长城证券,任新能源-电力设备行业分析师。

徐超: 清华大学机械系硕士,2007年加入长城证券,任电力设备-新能源行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力,在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则,独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点,不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供,除非另有说明,所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布,亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据,不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发,需注明出处为长城证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易,或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

投资评级标准

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。



长城证券研究所

地址:深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址:北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366060

网址: <http://www.cgws.com>