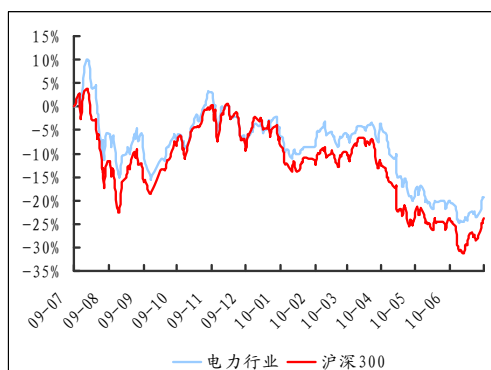


主题投资机会显现，关注新能源发电

评级：中性（维持）

2010年7月23日

——电力行业 2010 年 7 月份月报



市场数据：2010年7月22日

行业分类：电力行业

沪深 300 指数：2795.84

电力行业指数：2085.22

研究员：蔡文彬

电话：(0351) 4131415

E mail: caiwb@dtsbc.com.cn

地址：山西·太原·青年路8号

邮编：030001

网址：www.dtsbc.com.cn

相关研究：

《行业二次探底，关注具有成本优势的成长性个股--电力行业2010年下半年投资策略》

(2010/06/25)

《煤炭价格上涨，关注资产重组与煤电联营--电力行业2010年5月份月报》(2010/05/26)

投资要点：

- **六月用电增速大幅回落，重工业用电环比减少** 受基数上升、实施节能降耗政策等多重因素的影响，六月用电增速回落至 14.14%，重工业用电环比减少 0.76%。考虑到当前严峻的节能形势，严格的节能降耗政策将继续实施；同时，房地产市场调控也将影响上游钢铁、水泥等高耗能产业用电需求。因此，在基数大幅上升的背景下，预计未来几个月全社会用电量增速将进一步回落。
- **煤价维持高位震荡，预计未来稳中有降** 目前，秦港动力煤价格基本维持在今年以来的高位水平。考虑到山西省煤炭产能释放，国内外煤价价差维持等因素，煤炭供给将比较充裕；同时，用电增速放缓，以及水力发电量增加，将减少电煤需求。因此，我们预计，三季度煤炭市场供求关系较为宽松，国内煤炭价格将稳中有降，但下降幅度或有限。
- **水电利用小时同比转正，火电盈利堪忧** 六月份全国水电机组平均利用小时数为 376 小时，较去年同期增加了 25 小时，这是今年以来该指标首次出现同比正增长。而火电机组利用小时数环比继续下降。目前火电企业面临煤炭成本高企和机组利用率下滑的“双重压力”，在“煤电联动”不能及时重启的情况下，三季度火电企业盈利将堪忧。
- **《新兴能源产业发展规划》即将上报，新能源发电前景光明** 国家能源局表示，《新兴能源产业发展规划》经过多次修改和完善后，目前正在按有关程序准备上报国务院审批。我们认为，在国家政策扶持下，新能源发电规模有望加快增长，发展前景十分光明。近期，上市公司纷纷公告各自在新能源领域的投资计划，以抢占新能源发电市场份额。
- **投资建议** 鉴于火电企业糟糕的盈利前景，我们维持电力行业“中性”的投资评级。但我们认为，随着 A 股市场估值水平的回升，行业投资机会也显著增加，建议投资者关注成本优势企业的同时，重点把握新能源发电这一投资主题。在投资组合上，建议重点关注：长江电力、国电电力、内蒙华电以及凯迪电力。

目 录

一、六月用电增速大幅回落，重工业用电环比减少	3
（一）第二产业用电增速下降明显	3
（二）政策影响显现，重工业用电环比减少	4
（三）未来用电增速将继续回落	5
二、煤价维持高位震荡，预计未来稳中有降	5
（一）运价指数走低，预示煤炭需求走软	5
（二）国内外煤价价差再现，进口将维持高位	6
（三）预计未来煤价稳中有降，但下降幅度或有限	7
三、水电利用小时同比转正，火电盈利堪忧	7
（一）上游来水充裕，六月水电利用小时同比转正	7
（二）火电利用小时下滑，盈利堪忧	8
四、《新兴能源产业发展规划》即将上报，新能源发电前景光明	9
（一）期望已久的《新兴能源产业发展规划》即将上报	9
（二）水电审批开闸，确保 2020 年水电装机目标实现	9
（三）国家政策扶持，上市公司加码新能源发电	10
五、维持“中性”投资评级，建议把握主题投资机会	11

图表目录

图表 1 全社会用电量及同比增速	3
图表 2 第一产业用电量及同比增速	3
图表 3 第二产业用电量及同比增速	3
图表 4 第三产业用电量及同比增速	3
图表 5 城乡居民生活用电量及同比增速	4
图表 6 工业用电量及同比增速	4
图表 7 重工业用电量及同比增速	4
图表 8 轻工业用电量及同比增速	4
图表 9 沿海煤炭运价指数走势	5
图表 10 直供电厂煤炭库存变化（万吨）	5
图表 11 秦皇岛港煤炭库存变化（万吨）	6
图表 12 澳大利亚 BJ 动力煤价格走势（美元/吨）	6
图表 13 秦港与纽港煤价（FOB）价差走势（美元/吨）	6
图表 14 煤炭进出口量及同比增速变化	7
图表 15 秦港动力煤价格走势（元/吨）	7
图表 16 全国全部机组平均利用小时数	8
图表 17 全国火电机组平均利用小时数	8
图表 18 全国水电机组平均利用小时数	8
图表 19 三峡入库流量及同比增速	8
图表 20 近期部分上市公司公告新能源项目情况	10
图表 21 行业重点上市公司估值及评级	12

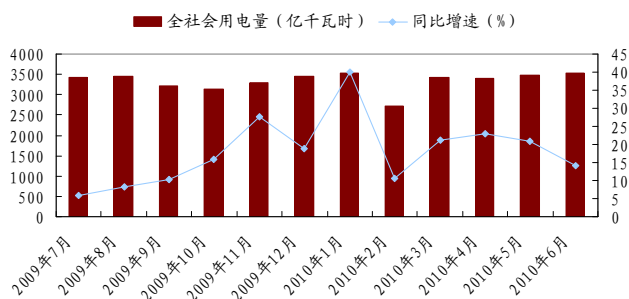
一、六月用电增速大幅回落，重工业用电环比减少

（一）第二产业用电增速下降明显

1-6 月份全国电力行业统计数据显示，上半年全国全社会用电量达到 20,094 亿千瓦时，同比增长 21.57%，比 1-5 月用电增速降低两个百分点。其中，六月份全国全社会用电量达到 3,520 亿千瓦时，同比增长 14.14%，比五月份增速大幅降低了 6 个百分点，符合我们此前的预期；环比小幅增长了 1.15%。

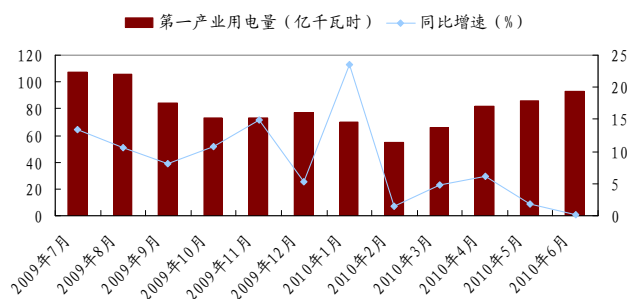
从六月份分产业用电量数据看，第一产业用电量为 93 亿千瓦时，同比增长 0.13%；第二产业用电量为 2,712 亿千瓦时，同比增长 15.80%；第三产业用电量为 351 亿千瓦时，同比增长 11.56%；城乡居民生活用电量为 364 亿千瓦时，同比增长 8.80%。数据显示，六月份各产业和居民生活用电量增速较五月份均有所下降，其中下降幅度最大的是第二产业，其用电增速较五月份下降了约八个百分点。

图表 1 全社会用电量及同比增速



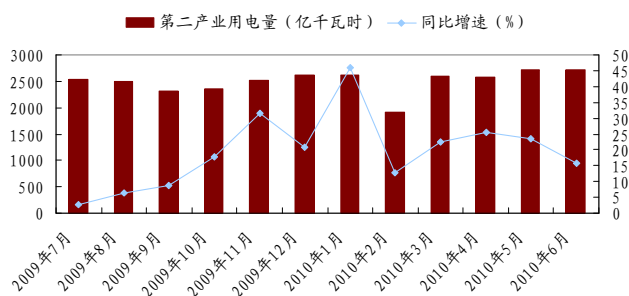
资料来源：中电联、大同证券研究部

图表 2 第一产业用电量及同比增速



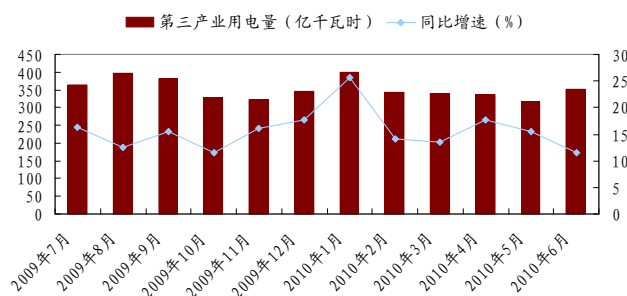
资料来源：中电联、大同证券研究部

图表 3 第二产业用电量及同比增速

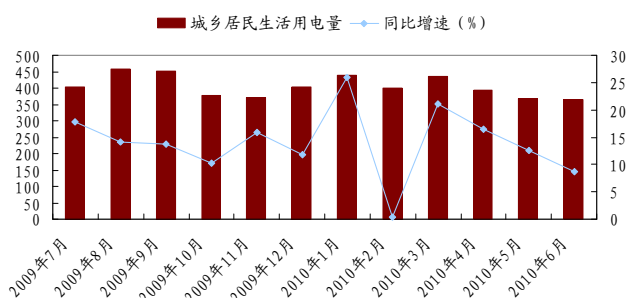


资料来源：中电联、大同证券研究部

图表 4 第三产业用电量及同比增速



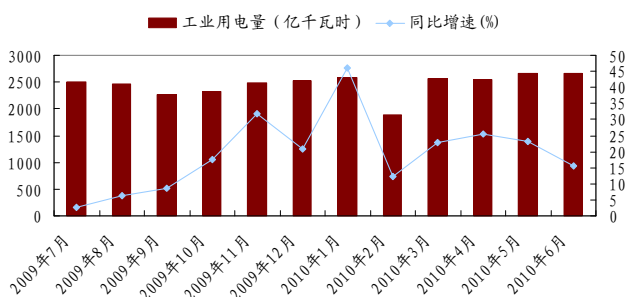
资料来源：中电联、大同证券研究部

图表 5 城乡居民生活用电量及同比增速


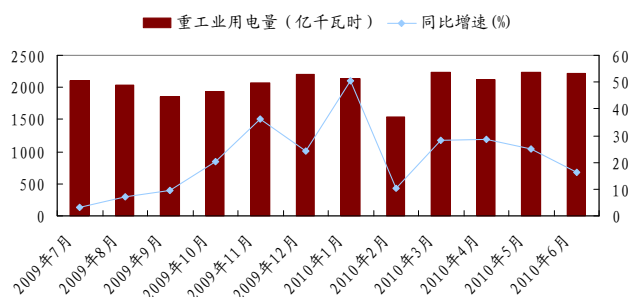
资料来源：中电联、大同证券研究部

(二) 政策影响显现，重工业用电环比减少

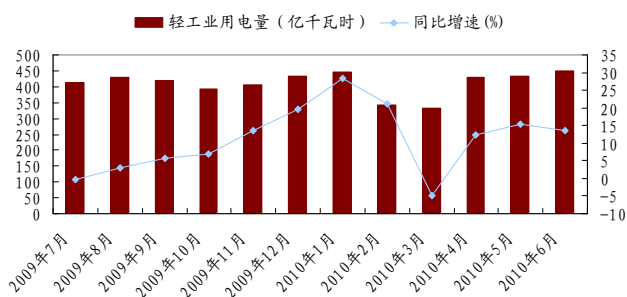
在第二产业方面，六月份工业用电总量为 2,672 亿千瓦时，同比增长 15.65%，较五月份增速下降近八个百分点，环比与五月份基本持平。其中，轻工业用电量 450 亿千瓦时，同比增长了 13.43%；重工业用电量 2,223 亿千瓦时，同比增长 16.11%，较五月份增速下降了近九个百分点，环比下降了 0.76%。

图表 6 工业用电量及同比增速


资料来源：中电联、大同证券研究部

图表 7 重工业用电量及同比增速


资料来源：中电联、大同证券研究部

图表 8 轻工业用电量及同比增速


资料来源：中电联、大同证券研究部

我们认为，从六月份开始，节能降耗政策实施以及房地产市场调控对重工业用电量的影响已经开始显现，随着政策实施的深化，以及基数效应的影响，预计下半年重工业用电量增速将继续下滑。

（三）未来用电增速将继续回落

六月全社会用电增速同比大幅回落，主要是受以下因素共同影响：1、由于宏观经济复苏，工业用电需求快速恢复，2009年6月用电量增速同比出现“转正”，基数明显上升是导致六月用电增速同比大幅回落的主要原因；2、从六月份开始，实施节能降耗政策对重工业用电量的影响已经开始显现，而房地产市场调控也降低了上游钢铁、水泥等高耗能产业用电需求；3、六月份南方出现大范围降水，气温低于往年，因此降温用电需求尚未完全体现。

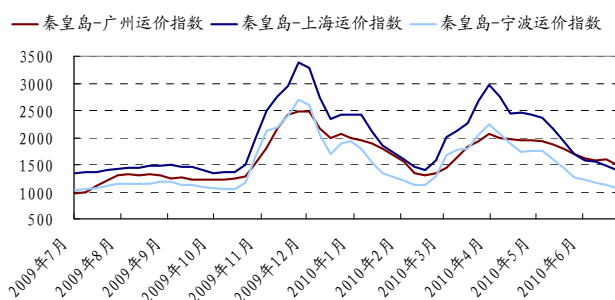
考虑到当前严峻的节能形势，国家采取的严格节能降耗政策料将持续实施；同时，房地产市场调控也将影响上游钢铁、水泥等高耗能产业用电需求。因此，在基数大幅上升的背景下，预计未来几个月全社会用电量增速将进一步回落。

二、煤价维持高位震荡，预计未来稳中有降

（一）运价指数走低，预示煤炭需求走软

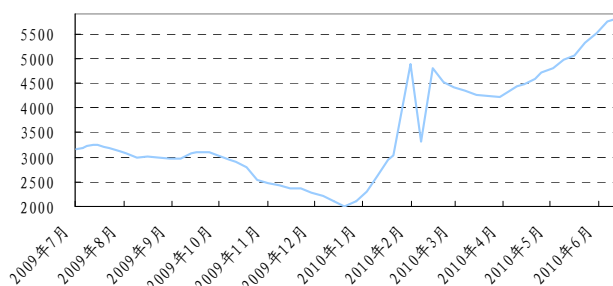
六月份，全国总发电量为 3,466.60 亿千瓦时，同比增长 11.4%。其中，单月火力发电量为 2,616.60 亿千瓦时，同比仅增长 8.6%，但环比下降了 3.42%；单月水力发电量为 703.80 亿千瓦时，同比上涨了 18.50%，环比上涨了 25.97%。从以上数据可以看出，由于汛期来水好于去年，作为清洁能源享有调度优势的水电机组出力大幅度增加，从而挤压了火电机组的出力空间。虽然六月份全社会用电量基本与五月份持平，但火力发电量相比五月出现环比减少。

图表 9 沿海煤炭运价指数走势



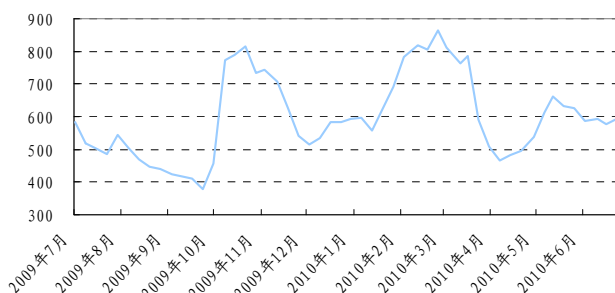
资料来源：CCTD、大同证券研究部

图表 10 直供电厂煤炭库存变化（万吨）



资料来源：CCTD、大同证券研究部

图表 11 秦皇岛港煤炭库存变化（万吨）



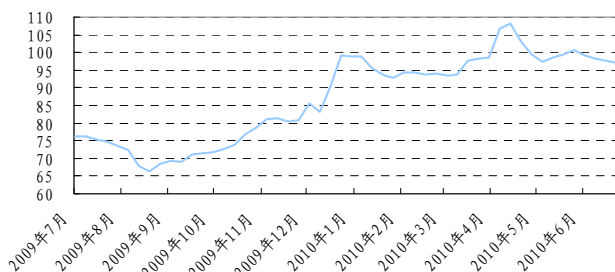
资料来源：CCTD、大同证券研究部

火电出力减少无疑将减少电煤需求,虽然从五月开始电厂为应付即将到来的夏季用电高峰,大规模储备电煤,但是火力发电量小于电厂预期使得近期电煤供应显得比较宽松。从直供电厂煤炭库存来看,火电出力不佳导致了煤炭库存量直线上升,截至 7 月初,已经达到了 5,807.1 万吨的近一年新高。与此同时,反映市场供求关系的沿海煤炭运价指数也持续下滑,目前接近了去年二、三月份的低点。可见,在传统需求旺季,今年电煤供求并没有出现往年紧张的情况。

（二）国内外煤价价差再现，进口将维持高位

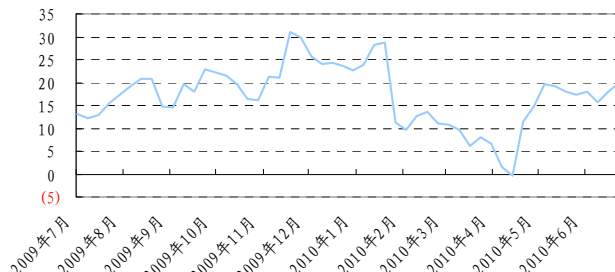
近期澳大利亚 BJ 动力煤价格震荡回落,而秦皇岛港动力煤价格稳定在高位,导致秦港与纽港煤价 (FOB) 价差再次回到 15 美元/吨以上。国家海关总署公布的数据显示,受价差缩窄影响,五月份我国煤炭进口量一度降至 1,100 万吨,是今年单月进口最低值;六月受价差恢复的影响,进口煤数量回升至 1,211 万吨。在秦港与纽港煤价价差维持,国内煤炭需求保持稳定的情况下,预计下半年煤炭进口量将维持在高位。

图表 12 澳大利亚 BJ 动力煤价格走势（美元/吨）



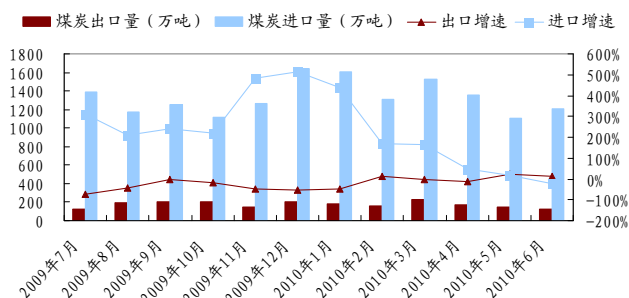
资料来源：CCTD、大同证券研究部

图表 13 秦港与纽港煤价 (FOB) 价差走势（美元/吨）



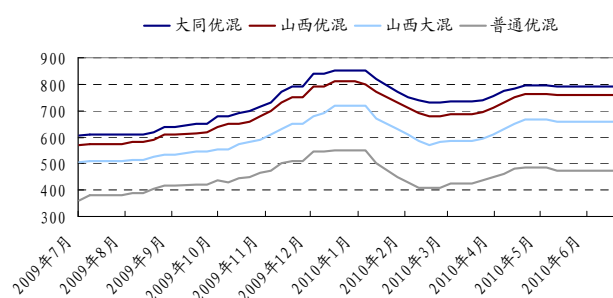
资料来源：CCTD、大同证券研究部

图表 14 煤炭进出口量及同比增速变化



资料来源：CCTD、大同证券研究部

图表 15 秦港动力煤价格走势（元/吨）



资料来源：CCTD、大同证券研究部

（三）预计未来煤价稳中有降，但下降幅度或有限

目前，秦皇岛港大同优混、山西优混、山西大混及普通优混的价格分别为 790、760、660、475 元/吨，与六月份相比基本持平。

由于山西省煤矿整合工作基本结束，将逐渐进入产能释放的高峰期；在国内外煤价价差维持的情况下，进口煤将继续形成对国内市场的有效补充，预计未来市场煤炭供应相对充裕。同时，用电需求增速放缓，下半年水力发电量继续恢复，减少燃煤机组出力，都将减少电煤需求。因此，未来煤炭市场供求关系将较为宽松。综合考虑煤炭行业集中度较高，煤炭供给弹性较大的现实情况，我们预计三季度国内煤炭价格将稳中有降，但下降幅度或有限。

三、水电利用小时同比转正，火电盈利堪忧

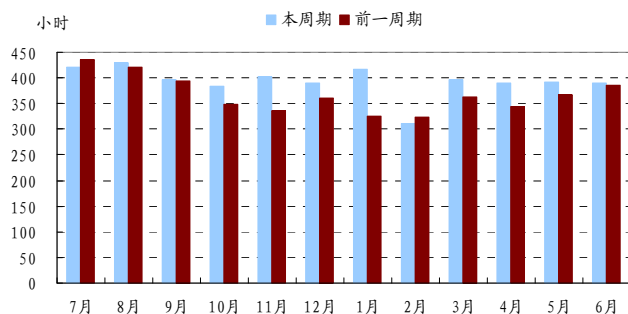
（一）上游来水充裕，六月水电利用小时同比转正

由于上半年宏观经济景气度较高，用电需求保障了发电机组利用率的高水平。1-6 月份全国全部机组平均利用小时数高达 2,295 小时，较去年同期增加 190 小时。其中，六月份全国全部机组平均利用小时数为 389 小时，同比仅小幅增长了 1.04%。这表明，受基数提高和新机组投产等因素的影响，机组利用小时增长幅度呈逐渐缩小的趋势。

六月份南方降水充裕，水电站上游来水好于往年，六月三峡入库流量高达 17,063 立方米/秒，同比增长了 27.3%；而水电作为清洁可再生能源，享有优先调度的优势，因而水电出力显著增加。六月份全国水电机组平均利用小时数为 376 小时，较五月份环比增加了 70 个小时，较去年同期增加了 25 小时，这是今年以来该指标首次出现同比正增长。此外，六月水力发电量较

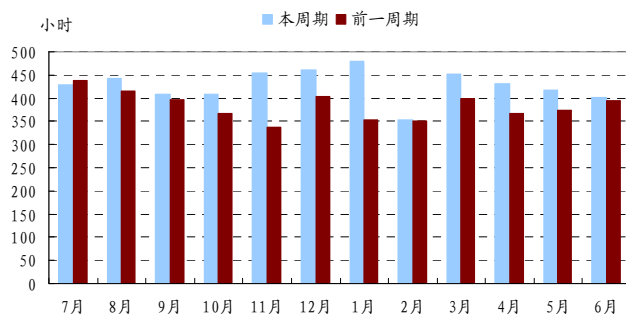
去年同期上涨了 29.40%，这主要是由于水电机组利用率上升，以及水电装机容量增加。

图表 16 全国全部机组平均利用小时数



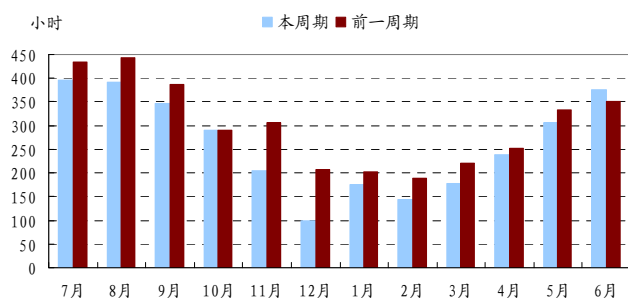
资料来源：中电联、大同证券研究部

图表 17 全国火电机组平均利用小时数



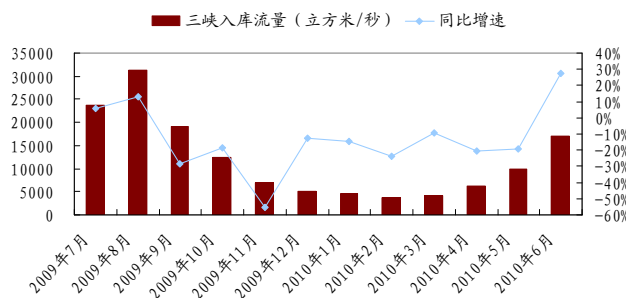
资料来源：中电联、大同证券研究部

图表 18 全国水电机组平均利用小时数



资料来源：中电联、大同证券研究部

图表 19 三峡入库流量及同比增速



资料来源：三峡集团、大同证券研究部

(二) 火电利用小时下滑，盈利堪忧

水电出力大幅度增加，而用电量保持相对稳定，导致火电机组利用小时数增速下滑。六月份火电机组利用小时数为 401 小时，同比仅小幅增长了 1.52%，环比继续下降。从今年汛期的来水情况看，南方水电站上游来水普遍好于预期，预计今年汛期水电出力将明显好于去年；而用电需求在节能降耗、房地产调控等政策影响下难有大幅度提升。因此，水电出力增加将挤压火电机组利用小时数，预计未来将出现同比下降的情况。

我们曾在此前的一系列报告中指出，上半年火电企业得益于机组利用率的上升，营业收入出现了较大幅度的增长。但是煤炭成本上涨，使得火电企业陷入了“增收不增利”的局面。现在，火电企业面临利用小时同比下滑的风险，而煤炭价格依旧保持在较高的水平，因此，在“煤电联动”没有重启的情况下，三季度火电企业盈利堪忧。

四、《新兴能源产业发展规划》即将上报，新能源发电前景光明

（一）期望已久的《新兴能源产业发展规划》即将上报

国家能源局 7 月 20 日表示，为了推进新兴能源产业的发展并完成截至 2020 年的碳减排目标，能源局组织编制了规划期为 2011-2020 年的《新兴能源产业发展规划》(以下简称“规划”)，经过多次修改和完善后，目前正在按照有关程序准备上报国务院审批。值得注意的是，此次“规划”内容不仅包括风能、水电以及核电等常规新能源的开发，还包括了对传统能源的升级，例如洁净煤技术、智能电网、车用新能源等。由于“规划”对象超过了狭义新能源的领域，因此，原来的《新能源产业振兴规划》也更名为《新兴能源产业发展规划》。

据国家能源局规划发展司司长江冰介绍，“规划”对先进核能、风能、太阳能、生物质能、地热能、非常规天然气等新能源和可再生能源的开发利用，以及洁净煤、智能电网、分布式能源、车用新能源等能源新技术的产业化应用的具体实施路径、发展规模以及重大政策举措做了明确部署。初步测算，该“规划”实施以后，到 2020 年将大大减缓对煤炭需求的过度依赖，能使当年的二氧化硫排放减少约 780 万吨，当年的二氧化碳排放减少约 12 亿吨。

在经济社会效益方面，据相关测算，该“规划”实施将累计增加直接投资 5 万亿元，每年增加工业产值 1.5 万亿元，增加社会就业岗位 1,500 万个。我们认为，该“规划”将直接推动新能源及相关产业的发展，5 万亿元直接投资将带动更多的资金和技术进入新能源领域。而对于电力行业而言，虽然没看到“规划”的具体细节，但我们预计未来十年新能源发电将进入一个快速发展的“黄金时期”。在政策引导和支持下，新能源发电前景十分光明。

（二）水电审批开闸，确保 2020 年水电装机目标实现

中电联统计数据显示，2007、2008、2009 年全国核准的水电装机容量分别仅有 234 万千瓦、724 万千瓦和 737 万千瓦，而 2008、2009 年全国新投产的水电装机容量就达到了 2,148.27、2,105.70 万千瓦。可见，受水电项目审批暂停的影响，过去两年国家核准的水电装机容量远远低于投产装机容量。2009 年水电工程投资共计 867.19 亿元，同比小幅增长 2.16%，增幅明显小于核电和风电（增速分别为 77.25%和 48.27%）。投资增速的下降也影响了在建规模，截至 2009 年底全国仅有在建水电 6,725 万千瓦。

近日，已经暂停两年多的水电项目审批出现了转机。中国水力发电工程学会副秘书长张博庭表示，“一个多月前，国务院领导已经在多名院士的联名书上签字；一个多星期以前，金沙

江和雅鲁藏布江上的两个水电站已经相继获批。此举打破了两年多来国务院没有核准常规水电的僵局，预示着我国水电的发展正在迎来新的机遇。”据此推断，国家对水电项目审批已经重新开闸。

我们认为，考虑到水电项目 5-8 年的建设周期，此次水电审批开闸，将为 2020 年水电装机目标实现提供保障。2009 年 11 月，我国政府决定，通过大力发展可再生能源、积极推进核电建设等行动，到 2020 年我国非化石能源占一次能源消费的比重达到 15% 左右，而 2009 年这一比例仅为 7.44%。据相关专家预测，要实现这一目标，2020 年水电装机容量至少要达到 3.3 亿至 3.5 亿千瓦，截至 2009 年底，我国水电总装机容量为 19,629.02 万千瓦。剔除 6,725 万千瓦水电在建规模，按照正常水电建设周期计算，“十二五”我国需要新核准水电规模 8,000 千瓦以上。

（三）国家政策扶持，上市公司加码新能源发电

虽然新能源发电项目的经济效益仍存在较大的不确定性，受国家相关政策影响较大，但是国家明确的新能源发展目标，以及预期和已有的政策支持已经影响到了上市发电企业的行为。近期，上市公司纷纷公告各自在新能源领域的投资计划，以抢占新能源发电市场份额。

7 月 13 日，韶能股份发布公告称，公司拟非公开发行股票，数量将不超过 15,500 万股，募集资金用于投资广东省韶关市 2×30MW 生物质发电项目，以及偿还银行借款。

图表 20 近期部分上市公司公告新能源项目情况

上市公司	公告时期	公告与新能源发电相关事项
宝新能源	5月7日	规划建设陆丰甲湖湾（海上）风电项目，装机规模达到了125万千瓦，有望成为全国最大的海上风电场。
韶能股份	7月13日	拟非公开发行股票数量将不超过15,500万股，募集资金用于投资广东省韶关市2×30MW生物质发电项目。
凯迪电力	7月17日	拟以5,402.10万元的股权转让价格收购控股股东—凯迪控股（直接和间接）持股的十一个下属生物质能电厂子公司的100%股权。
闽东电力	7月22日	公司计划与北京万源共同投资设立福建航天闽箭新能源投资股份有限公司，共同投资、开发、建设和运营海上及陆地风电场。

资料来源：上市公司公告

7 月 17 日，凯迪电力发布公告称，公司拟以 5,402.10 万元的股权转让价格收购控股股东—凯迪控股（直接和间接）持股的 11 个下属生物质能电厂子公司的 100% 股权。这 11 个公司

是凯迪控股为进行绿色能源项目（生物质能发电项目）的投资、开发及管理之目的而设立的项目公司，目前尚未投产运营。

7月22日，闽东电力公告称，公司与北京万源签订了《共同设立福建航天闽箭新能源投资股份有限公司之协议》，有意与北京万源共同投资设立福建航天闽箭新能源投资股份有限公司，共同投资、开发、建设和运营海上及陆地风电场。公司希望通过投资风电，实现公司主业多元化发展，而且可与水力发电形成季节性互补，促进企业可持续发展，实现公司“新能源引领战略转型，多元化实现绿色发展”的总体战略思路。

而此前宝新能源也表示，公司将致力于海上风电的建设，规划中的陆丰甲湖湾（海上）风电项目装机规模达到了125万千瓦，有望成为全国最大的海上风电场。宝新能源公告称，根据公司规划建设的海上风电场装机规模和目前市场平均的建设成本，预计投资规模有可能超过200亿元，陆丰甲湖湾清洁能源基地总投资有可能超过565亿元。

五、维持“中性”投资评级，建议把握主题投资机会

火电：将继续面临煤炭成本高企的压力，在水电出力增加、节能降耗等因素影响下，火电机组利用小时同比有下降的风险。此外，在通胀形势尚未明朗的情况下，“煤电联动”重启时机也难以判断。我们预计在煤炭成本高企和机组利用率下滑的“双重压力”下，火电企业利润率将继续下滑。

水电、生物质等新能源发电：汛期来水充裕，同比有望好于去年，水电盈利将回归“正轨”。鉴于国家政策扶持，新能源发电在未来具备了高成长的特性，因此长期投资价值突显。我们预计，随着《新兴能源产业发展规划》出台时间的临近，新能源发电有望成为市场上一个重要的投资主题。

鉴于火电企业糟糕的盈利前景，我们维持电力行业“中性”的投资评级。但我们认为，随着A股市场估值水平的回升，行业投资机会也显著增加，建议投资者在关注成本优势企业的同时，重点把握新能源发电这一投资主题。结合目前估值水平，我们给出如下投资组合：

- 1、具有资产注入预期和煤电联营优势的公司：国电电力、内蒙华电
- 2、新能源发电主题：长江电力、凯迪电力

图表 21 行业重点上市公司估值及评级

公司简称	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)			评级
		2009	2010(E)	2011(E)	2009	2010(E)	2011(E)	
漳泽电力	4.21	0.007	0.008	0.063	601.43	526.25	66.83	中性
穗恒运 A	12.95	0.947	0.822	1.382	13.67	15.75	9.37	谨慎推荐
国电电力	3.62	0.147	0.187	0.229	24.71	19.41	15.81	谨慎推荐
内蒙华电	7.54	0.204	0.304	0.409	36.96	24.80	18.44	谨慎推荐
通宝能源	5.66	0.008	-0.155	-0.093	707.50	—	—	中性
长江电力	8.15	0.285	0.416	0.436	28.60	19.58	18.71	谨慎推荐
黔源电力	17.84	0.240	0.631	0.695	74.33	28.27	25.67	谨慎推荐
凯迪电力	14.95	0.324	0.403	0.441	46.14	37.10	33.90	谨慎推荐

资料来源：大同证券研究部

大同证券投资评级的类别、级别定义:

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内, 股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内, 股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内, 股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内, 股价表现弱于市场基准指数10%以上
	“+”表示市场表现好于基准,“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内, 行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内, 行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内, 行业指数表现弱于市场基准指数

注1: 公司所处行业以交易所公告信息为准

注2: 行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3: 基准指数为沪深300指数

免责声明:

- 1、此报告所载资料的来源及观点皆为公开信息, 但大同证券不能保证其准确性和完整性, 因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。
- 2、此报告仅做参考, 并不能依靠此报告以取代独立判断。
- 3、本报告仅反映研究员的不同设想、见解及分析方法, 并不代表大同证券经纪有限责任公司。
- 4、大同证券可发出其他与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。

版权声明:

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有, 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。如引用需注明出处为大同证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。