

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)

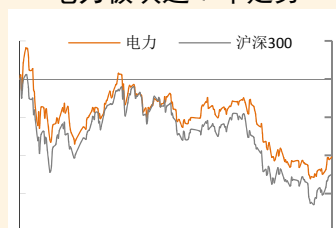
——2010 年 3 月报：水电受困于干旱、火电迎来转机(中性)

——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)

——2010 年 5 月报：煤价走高令火电堪忧(中性)

——2010 年 6 月报：用电增速或将放缓、水电受益于来水好转(中性)

电力板块近 1 年走势



□ 调控政策影响逐步显现、7 月份用电增速将继续下行

我们在之前的系列报告中已指出，去年上半年低基数效应的稀释是 5-6 月份用电增速开始出现明显下滑的主要因素。而房地产调控、节能减排等上半年出台的宏观政策的进一步推进，则是今后几个月影响用电需求变化的主要因素，且这一影响将随着各项政策的深化而逐步体现出来。我们认为，下半年工业用电需求将受到一定程度的抑制，而各月用电需求增速将步入一个明显的下行通道。我们预计，7 月份全社会用电量为 3800 亿千瓦时左右，同比增长约 11.2%，保持下行态势；1-7 月累计用电量约为 23894 亿千瓦时，同比将增长 19.8%，累计用电增速年内将首次低于 20%的水平。

□ 用电下滑预期和凉夏等因素、致电煤价格有所松动

自 7 月中下旬以来，秦皇岛主要动力煤价格再现约 10 元/吨的小幅回落，预期中的夏季用电高峰煤炭价格大幅上涨的情况并未出现。我们认为主要因素如下，一是下半年工业用电增速下滑的预期，导致对电煤需求增速减少的预期；二是南方用电大省今年夏季气温较往年偏低 1-2 度，使得夏季用电高峰负荷有所缓解，电厂突击抢购电煤的情况减少；三是西南地区旱情缓解、来水好转使得水电机组出力增多，对火电的依赖降低；四则是 6 月份原煤产量达到 28300 万吨，同比增长 5.2%，虽然增速为今年以来最低，但和需求相比，供给面仍显得比较宽裕。我们会同煤炭行业研究员的判断后认为，三季度动力煤价格或难以出现大幅度的上涨，火电企业在年底冬季储煤高峰以前，燃料成本压力或有所缓解。

□ 来水情况好转成定局、水电三季度将持续受益

进入 7 月以来，水电资源集中的西南地区东部再次出现大范围降雨，其中贵州大部、重庆等地降雨量在 100-200 毫米以上。受此次强降雨影响，长江中下游等地先后有 29 条中小河流发生超警戒水位的洪水，部分地区发生严重暴雨洪涝灾害。随着以上地区主要河流来水情况的变化，来水情况的好转已成定局。从 6 月份的数据来看，水电机组利用小时的发展态势已经触底反弹，6 月份单月同比增加 23 小时，实现年内的首次正增长；同时，6 月份全国 422 座大型水库蓄水量也出现了同比 10%的较大增幅。我们维持之前的观点，今年丰水期来水情况好转已成定局，水电机组利用小时将在 3 季度实现同比正增长，水电企业下半年将有表现机会。

□ 投资建议

根据对行业层面的分析，我们认为电煤价格的小幅松动和来水情况的好转，使得电力行业目前出现了一些积极的因素。总体上，我们对电力行业 2010 年下半年仍然维持“中性”的评级。但三季度火电企业的燃料成本压力或低于我们之前的预期，行业盈利能力将有所回升；水电方面我们维持之前的判断，即 3 季度水电将迎来年内最好的一波机会。我们仍然首推水电企业，如水电龙头长江电力（600900）、自有电网的明星电力（600101）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（000027）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）等。

正文目录

一、调控政策影响逐步显现、7 月份用电增速将继续下行.....	4
二、用电下滑预期和凉夏等因素、致电煤价格有所松动.....	7
三、来水情况好转成定局 、水电三季度将持续受益	10
四、投资建议.....	13
湘财证券投资评级体系	14
重要声明	14

图目录

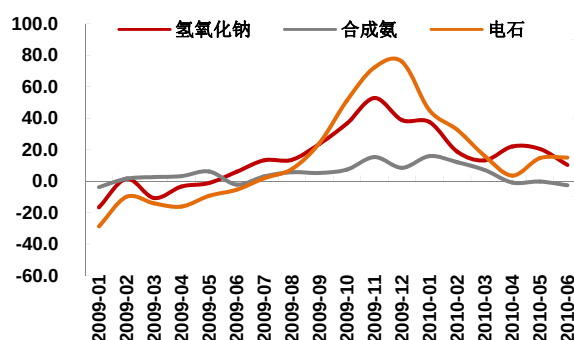
图 1: 2009-2010 年化工行业主要产品产量	4
图 2: 2009-2010 年钢铁行业主要产品产量	4
图 3: 2009-2010 年有色行业主要产品产量	4
图 4: 2009-2010 年建材行业主要产品产量)	4
图 5: 2009-2010 年月用电量情况 (6 月为预测)	5
图 6: 2009-2010 年累计用电量情况 (6 月为预测)	5
图 7: 2009-2010 年第二产业用电贡献值 (6 月为预测)	6
图 8: 6 月份各产业用电量贡献值预测	6
图 9: 2009-2010 年第居民用电贡献值 (6 月为预测)	6
图 10: 2009-2010 年第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

一、调控政策影响逐步显现、7 月份用电增速将继续下行

我们在之前的系列报告中已指出，去年上半年低基数效应的稀释是 5-6 月份用电增速开始出现明显下滑的主要因素。去年 6 月份开始，随着宏观刺激政策发挥作用、特别是重工业的回暖，用电需求明显改观，当月实现同比增长 4.38%，结束了长达 5 个月的负增长。

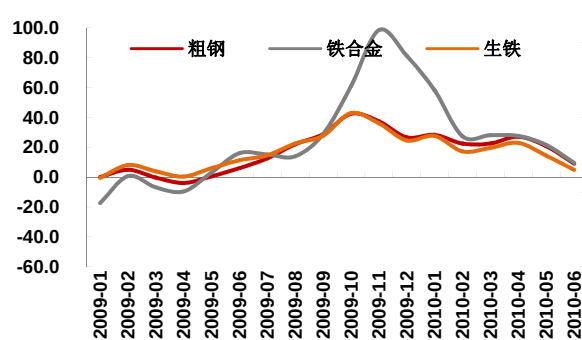
而房地产调控、节能减排等上半年出台的宏观政策的进一步推进，则是今后几个月影响用电需求变化的主要因素，且这一影响将随着各项政策的深化而逐步体现出来。

图 1：2009-2010 年化工行业主要产品产量



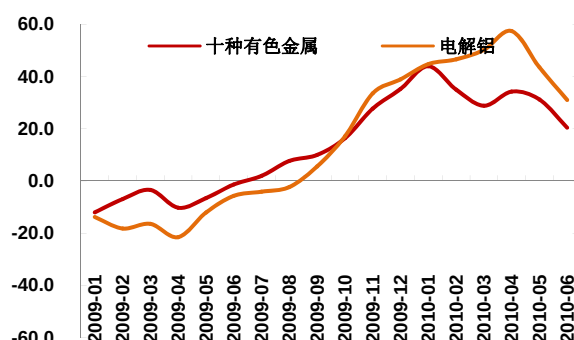
数据来源：Wind 湘财证券研究所

图 2：2009-2010 年钢铁行业主要产品产量



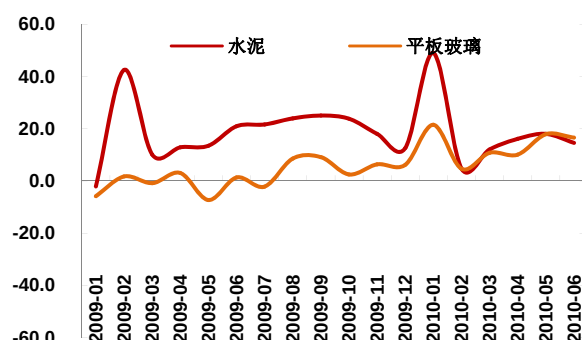
数据来源：Wind 湘财证券研究所

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



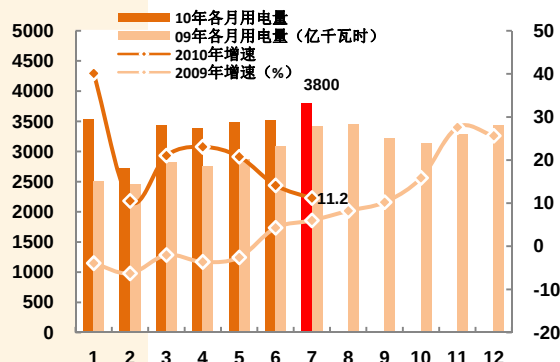
数据来源：Wind 湘财证券研究所

1 季度，四大高能耗工业的主要产品产量大都保持两位数的增长，其中电解铝的产量增幅一度接近 60% 的峰值。进入 2 季度后，由于房地产调控、节能减排和淘汰落后产能等宏观政策对建材、钢铁、有色等高能耗产业的影响，产品产量已经出现下滑的趋势。但由于这些政策的作用具有一定的滞后性，对四大高能耗产业主要产品产量的影响并未立即凸显，这也是 4-5 月份产品产量仍保持了较高增速的原因之一。

从 6 月份的数据来看，这一下滑的趋势已经得到了确认。其中，钢铁、有色两大行业的产量增速下滑最为明显。我们认为，随着各项宏观调控政策向纵深发展，其对高能耗重工业产品产量的影响将进一步增大。此外，欧洲主权债务危机引发市场对全球经济复苏和二次探底的担忧。我国经济复苏势头良好，但也存在着一定的不确定性。这也将对工业生产造成一定影响。

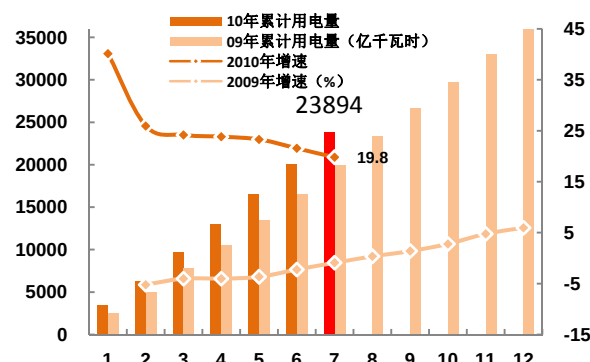
由于工业用电占据我国社会用电量的 7 成以上，因此主要工业产品产量的下滑将直接导致工业用电量增速的回落，最终造成全社会用电量增速的下滑。我们预计，全社会用电量将从上半年的高增长阶段进入下半年的低增长阶段，增速或将回落到 5% 以内。

图 5：2009-2010 年月用电量情况（7 月预测）



数据来源：中电联 湘财证券研究所

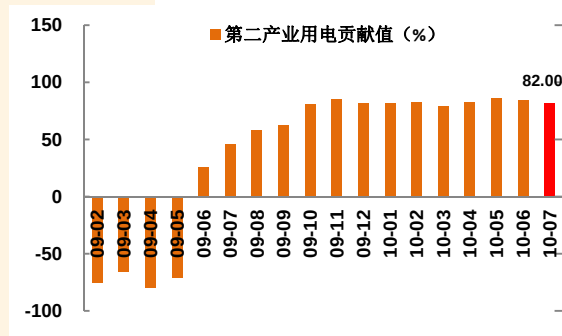
图 6：2009-2010 年累计用电量情况（7 月预测）



数据来源：中电联 湘财证券研究所

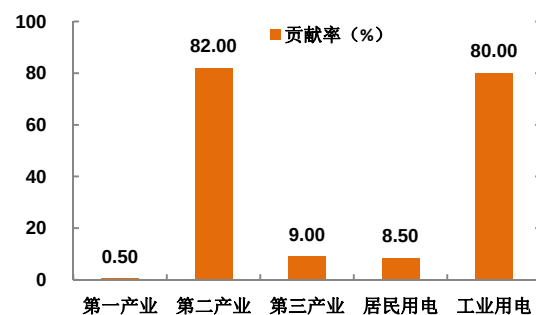
考虑到以上因素，我们认为下半年工业用电需求将受到一定程度的抑制，而各月用电需求增速将步入一个明显的下行通道。我们预计，7 月份全社会用电量为 3800 亿千瓦时左右，同比增长约 11.2%，保持下行态势；1-7 月累计用电量约为 23894 亿千瓦时，同比将增长 19.8%，累计用电增速年内将首次低于 20% 的水平。

图 7：2009-2010 二产用电贡献值（7 月预测）



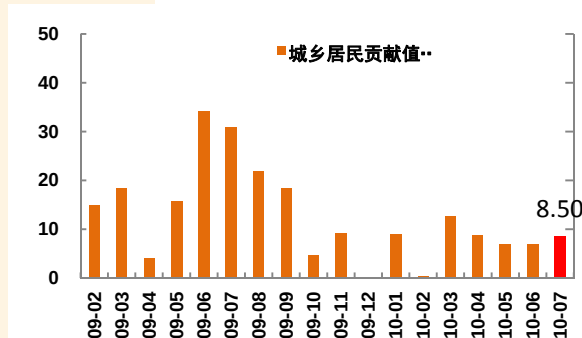
数据来源：湘财证券研究所

图 8：7 月份各产业用电量贡献值预测



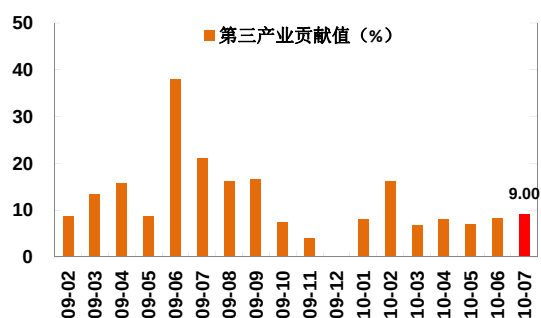
数据来源：湘财证券研究所

图 9：2009-2010 居民用电贡献值（7 月预测）



数据来源：湘财证券研究所

图 10：2009-2010 三产用电贡献值（7 月预测）



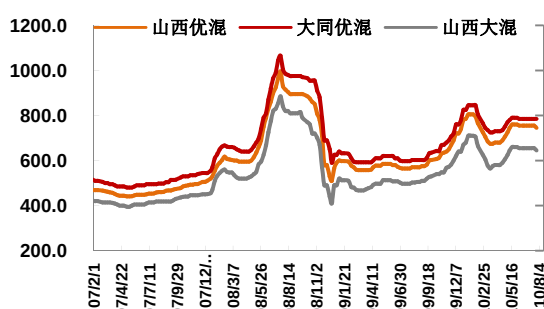
数据来源：湘财证券研究所

我们预计,7 月份工业用电的贡献值将环比将继续回落。居民和第三产业用电方面,随着盛夏的来临,制冷用电需求将逐步攀升,7 月份居民和三产用电增速和贡献占比将略高于 6 月。但由于今年南方地区气温较往年普遍偏低 1-2 度,增长幅度或较小。

二、用电下滑预期和凉夏等因素、致电煤价格有所松动

自 7 月中下旬以来，秦皇岛主要动力煤价格再现约 10 元/吨的小幅回落，预期中的夏季用电高峰煤炭价格大幅上涨的情况并未出现。我们认为主要因素如下：

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

➤ 下半年工业用电增速下滑的预期，导致对电煤需求减少的预期

从前述分析可知，随着各项宏观调控政策向纵深发展，其对高能耗重工业产品产量的影响将进一步增大。由于工业用电占据我国社会用电量的 7 成以上，因此主要工业产品产量的下滑将直接导致工业用电量增速的回落，最终造成全社会用电量增速的下滑。因此，对下半年工业用电需求下滑的预期导致了电煤需求下滑的预期，而需求的减少又直接影响到电煤价格出现小幅松动。我们认为，随着 7 月份主要宏观经济数据的发布，电煤价格将缺乏上涨的动力。

➤ 南方用电大省今年夏季气温较往年偏低 1-2 度

虽然 6 月份全国平均气温为 20.5 度，较常年同期偏高 1.0 度左右，但气温偏高地区主要为东北、华北西北部、西北地区北部及内蒙古大部、西藏中部等气候凉爽地区（以上地区气温偏高 1-4 度）。而我国夏季炎热地区，如长江流域、江南南部、华南北部、西南地区东北部等地区则偏低 1-2 度。这些地区同时又是用电大省，气温偏低使得夏季用电高峰负荷有所缓解，电厂突击抢购电煤的情况减少，对电煤的需求较往年同期有所减弱。

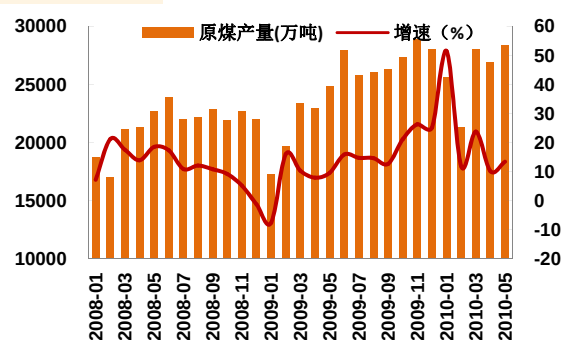
➤ 三是来水好转使得水电机组出力增多，对火电的依赖降低

随着来水情况的不断好转,6 月份水电机组利用小时实现年内首次同比正增长,水电机组出力明显好于上半年的平均水平。我们认为,水电出力增加导致对火电依赖的明显减少、火电发电量减少,进而导致火电企业对电煤需求的降低。

➤ 原煤产量继续保持增长态势

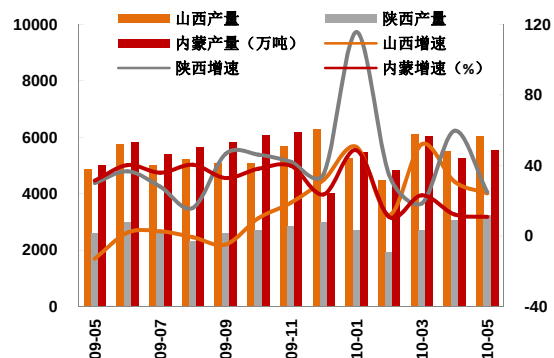
煤炭产量方面,6 月份原煤产量达到 28300 万吨,同比增加增长 5.2%,虽然较 5 月增速再次下滑,且为今年以来最低,但和需求相比,供给面仍显得较宽裕。这和我们之前的判断出现了一定误差。

图 13: 全国原煤月产量情况



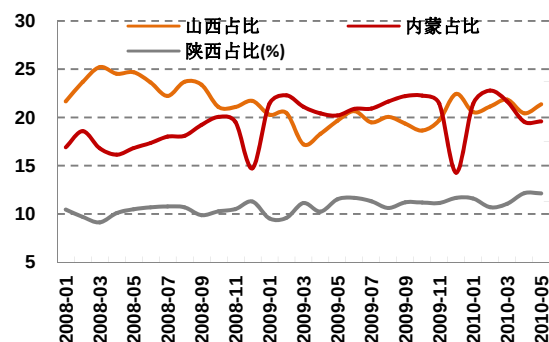
数据来源: Wind 湘财证券研究所

图 14: 主要煤炭产地月产量及增速



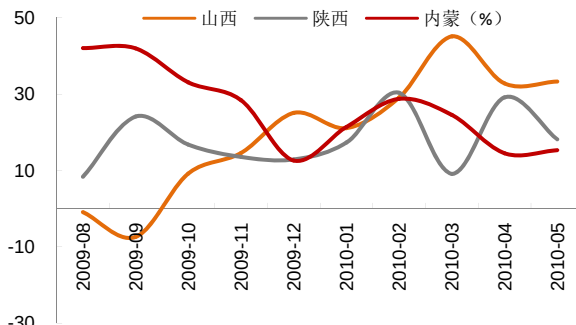
数据来源: Wind 湘财证券研究所

图 15: 主要煤炭产地月产量占全国比例



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

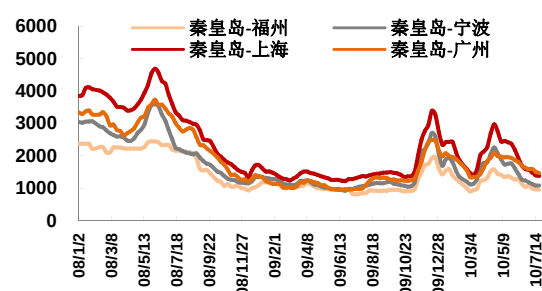
综合以上因素，在电煤供给面较为宽裕的情况下，需求面因各种因素的影响出现一定程度的下滑。6月份全国火电企业日均消耗电煤同比增加18.2%；环比日均则仅提高了0.9万吨。而1-6月份全国发电企业累计消耗煤炭同比增长则为31.3%。可以看出，进入下半年后煤炭消耗增速出现了明显降低，加之电煤供应形势良好，6月全国火电企业电煤库存环比5月末提高了16.6%，为年内最高水平。电厂耗煤速度的降低使得煤炭主要中转地库存在传统需求旺季出现了回升。目前，秦皇岛动力煤库存保持在600万吨左右，虽然仍处于较低位，但较以往夏季用电高峰期库存增加明显。煤炭沿海货运价格近期出现较大幅度的下滑，这对火电企业是一个较为有利的因素。

图 17：秦皇岛动力库存



数据来源：Wind 湘财证券研究所

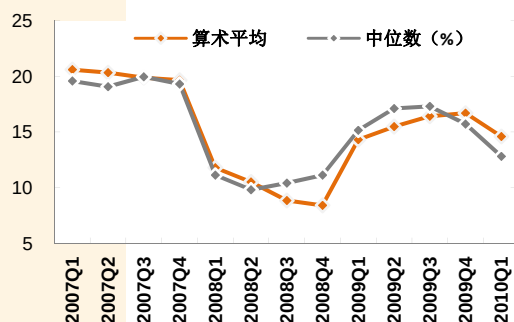
图 18：中国沿海煤炭散货运价指数走势



数据来源：Wind 湘财证券研究所

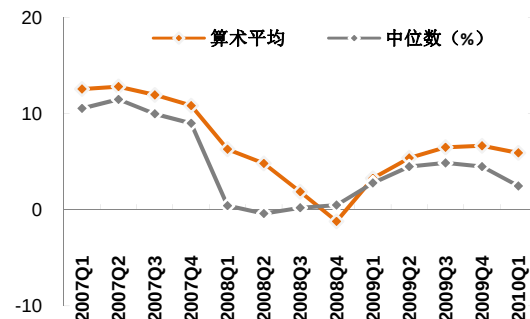
综上，我们会同煤炭行业研究员的判断后认为，三季度动力煤价格或难以出现大幅度的上涨，火电企业在年底冬季储煤高峰以前，燃料成本压力或有所缓解。

图 19：2007-2010 火电上市公司毛利率走势



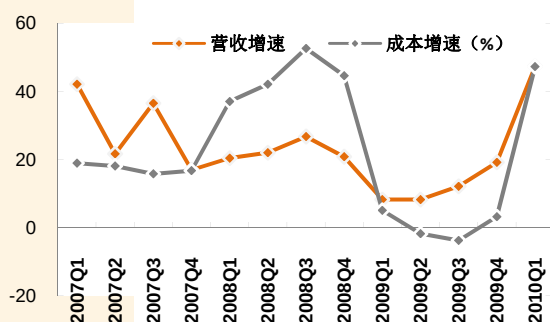
数据来源：Wind 湘财证券研究所

图 20：2007-2010 火电上市公司净利率走势



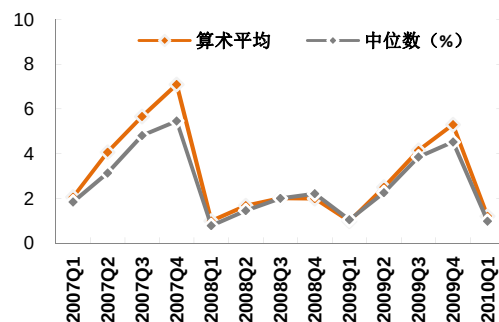
数据来源：Wind 湘财证券研究所

图 21: 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 22: 2007-2010 火电上市公司总资产收益率



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。

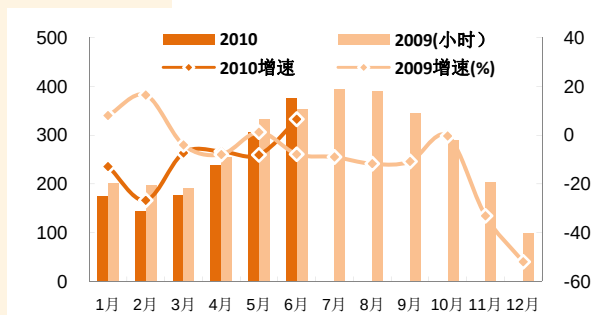
今年重点合同煤价格较去年上涨 10%左右,而市场煤炭价格在政府行政干预的情况下并未在旺季末出现大幅上涨。这和我们之前的判断,即随着夏季用电高峰的来临,煤炭价格还将进一步上涨,有所偏差。因此我们认为,在目前动力煤价格比较微妙的情况下,2 季度末 3 季度初实施新一轮煤电联动的可能性或有所降低。即使实施煤电联动,在存在较强通常预期的情况下,提高电价无疑面临着较大风险,使得政府在实施调控时面临进退维谷的困境。综合考虑后我们认为,即便实施煤电联动,电价向上调整的空间也比较有限,力度或低于 08 年的两次调整。

三、来水情况好转成定局、水电三季度将持续受益

进入 7 月以来,水电资源集中的西南地区东部再次出现大范围降雨,其中贵州大部、重庆等地降雨量在 100-200 毫米以上。受此次强降雨影响,长江中下游等地先后有 29 条中小河流发生超警戒水位的洪水,部分地区发生严重暴雨洪涝灾害。随着以上地区主要河流来水情况的变化,来水情况的好转已成定局。从 6 月份的数据来看,水电机组利用小时的发展态势已经触底反弹,6 月份单月同比增加 23

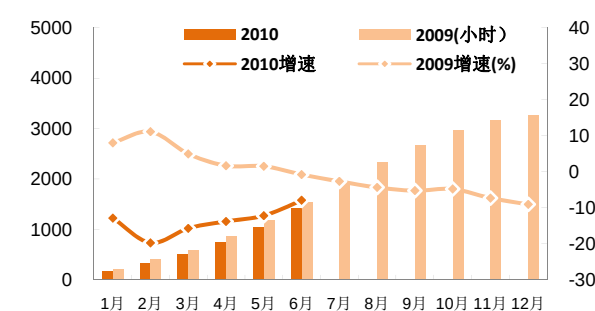
小时，实现年内的首次正增长；同时，6 月份全国 422 座大型水库蓄水量也出现了同比 10% 的较大增幅。我们维持之前的观点，今年丰水期来水情况好转已成定局，水电机组利用小时将在 3 季度实现同比正增长，水电企业下半年将有表现机会。

图 23：2009-2010 年水电单月利用小时变化



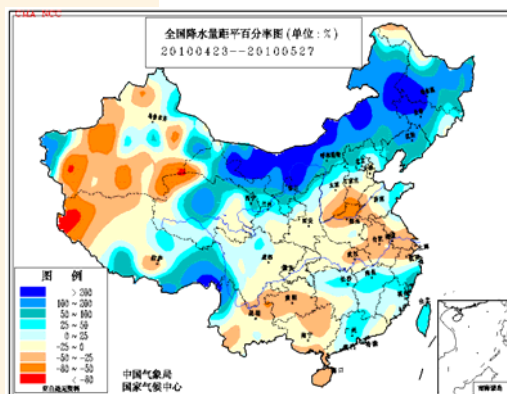
数据来源：中电联 湘财证券研究所

图 24：2009-2010 年水电累计利用小时变化



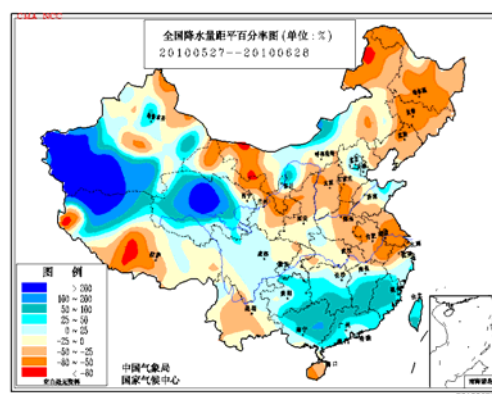
数据来源：中电联 湘财证券研究所

图 25：2010 年 5 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 26：2010 年 6 月全国降水分布图



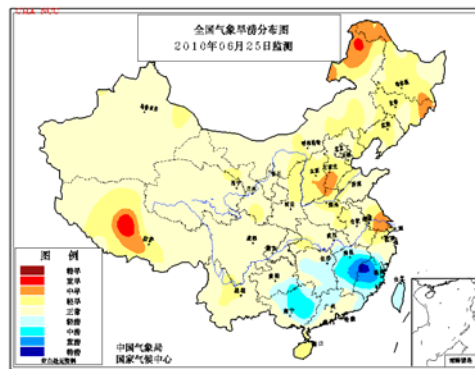
数据来源：国家气候中心 湘财证券研究所

图 27：2010/6/15 全国旱涝分布图



数据来源：国家气候中心 湘财证券研究所

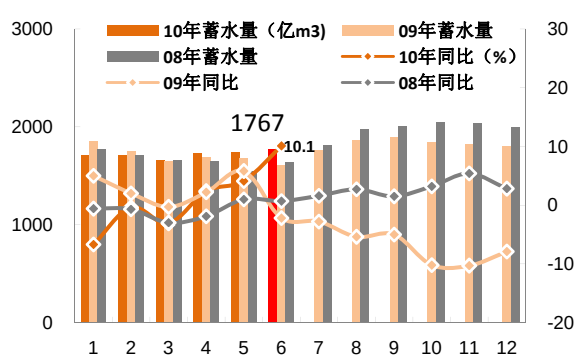
图 28：2010/6/25 全国旱涝分布图



数据来源：国家气候中心 湘财证券研究所

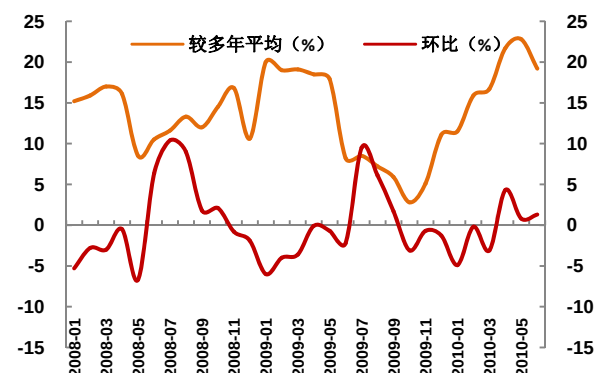
雨季的来临使得西南各流域来水情况大为改观。我们认为，去年夏季丰水期大旱再次发生的概率较小，且考虑到 2008-2009 年，已经连续两年来水情况同比降低。从我们监测的全国 422 座大型水库来水情况看，虽然 1 季度旱情依然在延续，但来水情况已经有所改善。2010 年 1-6 月，422 座大型水库的蓄水量无论环比、同比还是较多年同期相比，均已出现触底回升的态势。尤其是 2 季度，继 4-5 月同比转正以后，6 月份同比增速已经超过 10%，蓄水量出现了明显的放大。与之相应的是，6 月份单月水电机组利用小时数实现年内首次正增长。因此，我们维持之前的观点，今年丰水期来水情况将出现较大改观，水电机组利用小时将在 3 季度实现同比正增长，水电企业下半年将有表现机会。

图 29：422 座大型水库水情（同比）



数据来源：水利部 湘财证券研究所

图 30：422 座大型水库水情（多年平均、环比）



数据来源：水利部 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。

四、投资建议

根据对行业层面的分析，我们认为电煤价格的小幅松动和来水情况的好转，使得电力行业目前出现了一些积极的因素。西南地此前受到影响的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，3 季度业绩将出现反转。火电方面，电煤价格在夏季用电高峰出现的小幅松动，使其燃料成本压力有所缓解。目前电煤价格水平比较微妙，若 7-8 月未出现较大幅度的上涨，则我们之前预期 2 季度末 3 季度初实施煤电联动的可能性将有所降低。即便实施，其力度也比较小。总体上，我们对电力行业 2010 年下半年仍然维持“中性”的评级。但三季度火电企业的燃料成本压力或低于我们之前的预期，行业盈利能力将有所回升；水电方面我们维持之前的判断，即 3 季度水电将迎来年内最好的一波机会。我们仍然首推水电企业，如水电龙头长江电力（600900）、自有电网的明星电力（600101）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（000027）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）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。