

湘财证券研究所

电力设备与能源研究小组

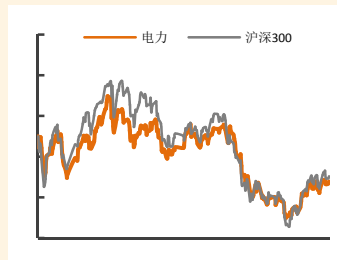
研究员 吴江
Tel: 021-68634510-8009
E-Mail: wj2853@xcsc.com

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 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）
——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）
——2010 年 7 月报：用电增速将持续下行缓、电煤价格有所松动（中性）

电力板块近 1 年走势



□ 调控政策影响走向纵深、8 月份用电量或将环比下滑

7 月份的用电量数据略好于我们的预期，其中工业用电量环比有明显增长，引发市场对高能耗行业执行节能减排政策的负面猜测。对此，我们认为 7 月份工业用电量高于市场预期的主要原因来自于当月的高温，这和 2007-2009 年间 7 月份工业用电量的环比增长幅度基本一致，且全年的峰值也基本出现在 7 月份。我们认为从 8 月份开始，随着工业用电需求年内顶峰的过去，以及房地产调控、节能减排等宏观政策的影响走向纵深，全社会用电量将或环比微降，步入一个明显的下行通道。我们预计，8 月份全社会用电量为 3880 亿千瓦时左右，同比增长约 12.1%，环比或略降；1-8 月累计用电量约为 27869 亿千瓦时，同比将增长 19.1%，累计用电增速年内将首次低于 20% 的水平。

□ 供给充沛需求略降、动力煤价格继续小幅回落

动力煤供给方面，山西省煤炭行业的重组整合已取得阶段性成果，煤矿的复工复产工作已全面展开。受此影响，5-7 月山西省煤炭产量均保持在 6000 万吨左右，已接近去年年底的历史峰值。我们预计今后几个月，山西煤炭产量将维持增长的态势。动力煤需求方面，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；同时，三季度以来水电机组出力增多，对火电依赖的降低减少了对煤炭的需求。综上情况，与需求相比，动力煤的供给面仍显得比较宽裕，这也导致秦皇岛中转地主要动力煤价格继续出现 5-10 元/吨的降幅。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。

□ 电力行业出现分化、水电乐观火电看淡

今年夏季以来，全国各流域几乎都出现较大规模的洪水，水电资源集中的西南地区尤其明显，主要河流来水情况较去年同期有显著的增加，全国 422 座大型水库蓄水量也出现了同比 10% 以上的较大增幅。从 7 月份的数据来看，水电机组利用小时数同比增加 44 小时、环比增加 55 小时，均创年内最高值，继续保持强势反弹的态势，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，水电企业迎来年内最好的一波机会。火电方面情况则不容乐观，在下半年用电需求端的下行、水电出力增加等情况下，若市场煤炭价格不出现较大幅度的回落，火电企业盈利能力仍将受到相当程度的削弱。

□ 投资建议

根据对行业层面的分析，总体上我们对电力行业 2010 年下半年仍然维持“中性”的评级。火电方面，电煤价格在夏季用电高峰出现的小幅松动，但用电需求的降低和水电出力的增加将影响火电企业下半年的盈利能力。水电方面，由于来水情况的好转将明显利好水电企业的生产，水电在 3 季度或将迎来年内最好的一波机会。因此，我们调高对水电子行业的评级至“增持”。我们推荐上半年受干旱影响严重、而 3 季度来水情况好转明显区域的水电企业，如长江电力（600900）、黔源电力（002039）、文山电力（600995）、西昌电力（600505）等；另外，可关注自有电网的明星电力（600101）。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。

正文目录

一、调控政策影响走向纵深、8 月份用电量或将环比下滑	4
二、供给充沛需求略降、动力煤价格继续小幅回落	7
三、电力行业出现分化、水电乐观火电看淡	10
四、投资建议	13
湘财证券投资评级体系	14
重要声明	14

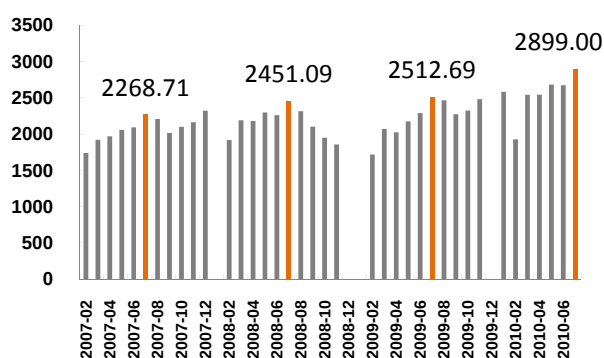
图表目录

图 1: 2007-2010 年工业用电量情况.....	4
图 2: 2007-2010 年重工业用电量情况.....	4
图 3: 2009 年 7 月平均气温.....	4
图 4: 2010 年 7 月平均气温.....	4
图 5: 2009-2010 年化工行业主要产品产量.....	5
图 6: 2009-2010 年钢铁行业主要产品产量.....	5
图 7: 2009-2010 年有色行业主要产品产量.....	5
图 8: 2009-2010 年建材行业主要产品产量).....	5
图 9: 2009-2010 年月用电量情况 (8 月为预测).....	6
图 10: 2009-2010 年累计用电量情况 (8 月为预测).....	6
图 11: 2009-2010 年第二产业用电贡献值 (8 月为预测).....	6
图 12: 6 月份各产业用电量贡献值预测.....	6
图 13: 2009-2010 年第居民用电贡献值 (8 月为预测).....	7
图 14: 2009-2010 年第三产业用电贡献值 (8 月为预测).....	7
图 15: 秦皇岛动力煤价格走势.....	7
图 16: 澳大利亚 BJ 煤炭现货价格走势.....	7
图 17: 直供电厂动力煤到厂价 (石洞口).....	8
图 18: 直供电厂动力煤到厂价 (夏港).....	8
图 19: 全国原煤月产量情况.....	8
图 20: 主要煤炭产地月产量及增速.....	8
图 21: 主要煤炭产地月产量占全国比例.....	9
图 22: 主要煤炭产地月产量贡献值情况.....	9
图 23: 直供电厂动力煤消耗量.....	9
图 24: 直供电厂动力煤库存.....	9
图 25: 秦皇岛动力煤库存.....	10
图 26: 中国沿海散货运价指数走势.....	10
图 27: 2009-2010 年水电单月利用小时变化.....	10
图 28: 2009-2010 年水电累计利用小时变化.....	10
图 29: 全国 422 座大型水库水情 (同比).....	11
图 30: 全国 422 座大型水库水情 (环比、较多年平均).....	11
表 1: 水电企业上半年业绩情况.....	11
表 2: 火电企业上半年业绩情况.....	12

一、调控政策影响走向纵深、8 月份用电量或将环比下滑

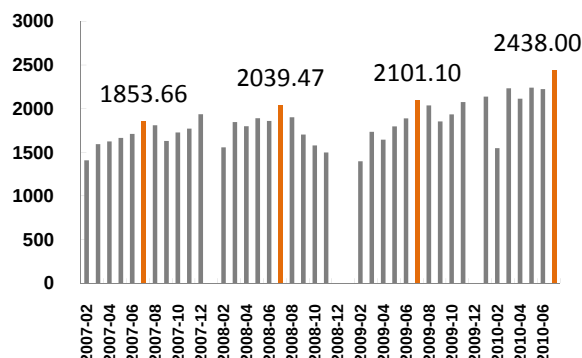
7 月份的用电量数据略好于我们的预期，其中工业用电量环比有明显增长，引发市场对高能耗行业执行节能减排政策的负面猜测。对此，我们认为 7 月份工业用电量高于市场预期的主要原因来自于当月的高温，且今年 7 月份平均气温较去年同期偏高。此外，由于气温升高的原因，7 月份工业用电量较 6 月份增加也符合 2007-2009 年间 7 月份工业用电量的环比增长的情况，且无论工业用电量还是重工业用电量，全年的峰值也基本出现在 7 月份。

图 1：2007-2010 年工业用电量情况



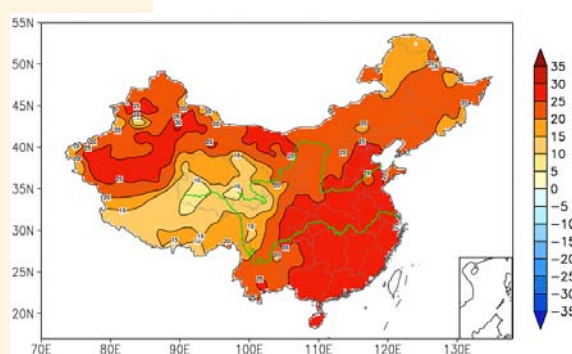
数据来源：Wind 湘财证券研究所

图 2：2009-2010 年重工业用电量情况



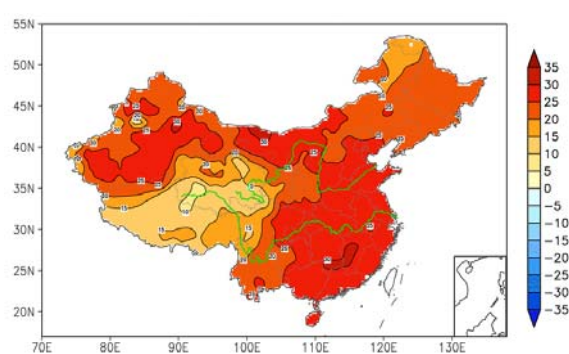
数据来源：Wind 湘财证券研究所

图 3：2009 年 7 月平均气温



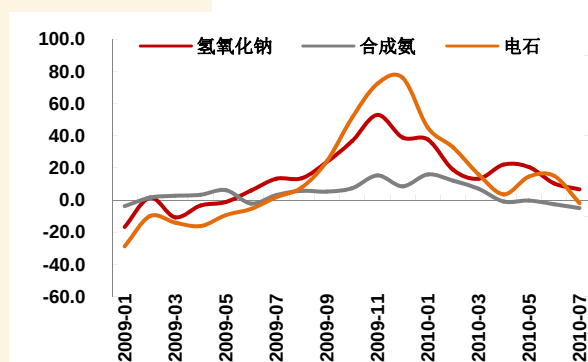
数据来源：湘财证券研究所

图 4：2010 年 7 月平均气温



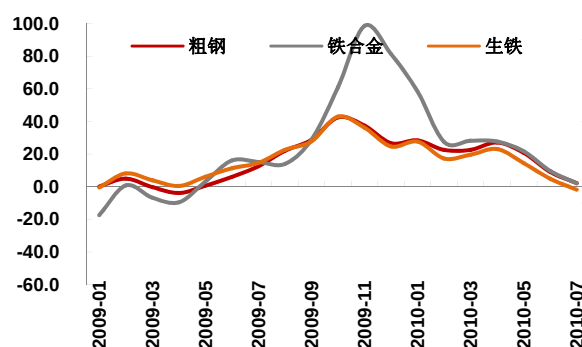
数据来源：湘财证券研究所

图 5：2009-2010 年化工行业主要产品产量



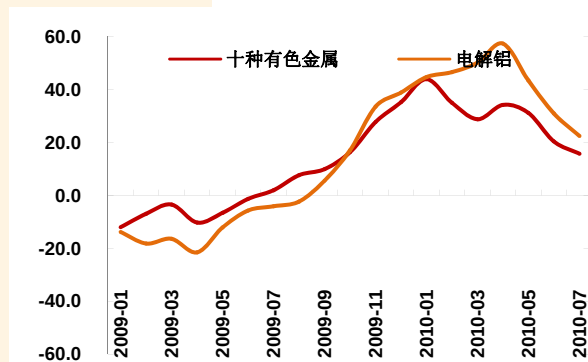
数据来源：Wind 湘财证券研究所

图 6：2009-2010 年钢铁行业主要产品产量



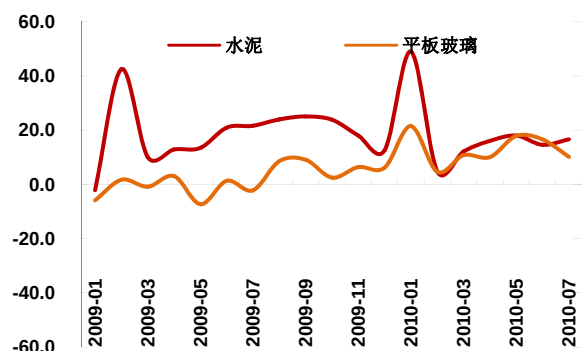
数据来源：Wind 湘财证券研究所

图 7：2009-2010 年有色行业主要产品产量



数据来源：Wind 湘财证券研究所

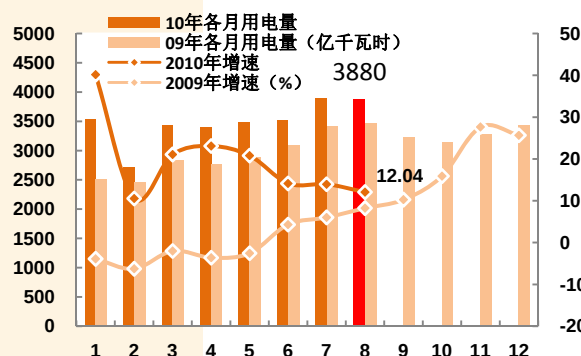
图 8：2009-2010 年建材行业主要产品产量



数据来源：Wind 湘财证券研究所

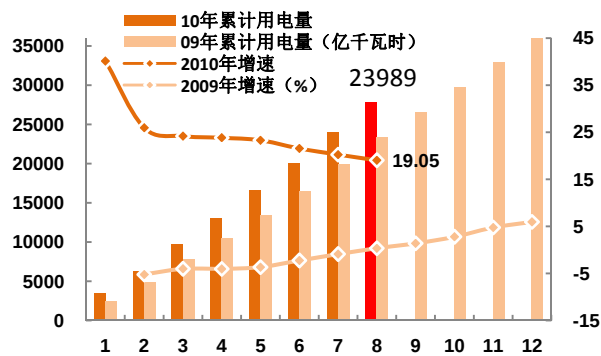
对于高能耗产业执行节能减排政策的质疑，我们认为宏观政策的影响并非一蹴而就。1 季度，四大高能耗工业的主要产品产量大都保持两位数的增长，其中电解铝的产量增幅一度接近 60% 的峰值。进入 2 季度后，由于房地产调控、节能减排和淘汰落后产能等宏观政策对建材、钢铁、有色等高能耗产业的影响，产品产量已经出现下滑的趋势。但由于这些政策的作用具有一定的滞后性，对四大高能耗产业主要产品产量的影响并未立即凸显，这也是 4-5 月份产品产量仍保持了较高增速的原因之一。实际上，5 月份工业用电需求对全社会总用电需求的贡献值达到 84.3%，创 2009 年以来的新高。进入 6 月份后，四大高能行业主要产品产量下滑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，宏观调控政策对用电需求的全面影响应在三季度末体现出来。从 7 月份的数据来看，这一判断基本符合。四大高能耗产业主要产品的产量已经进入明显的下滑通道。

图 9：2009-2010 年月用电量情况（8 月预测）



数据来源：中电联 湘财证券研究所

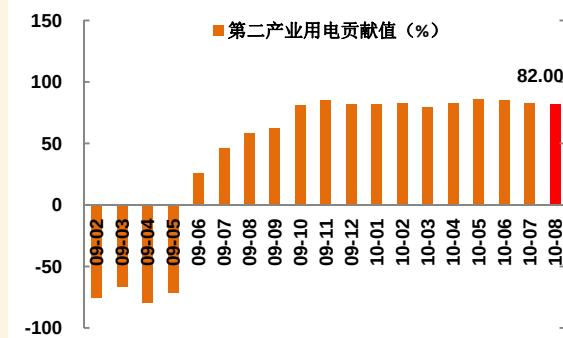
图 10：2009-2010 年累计用电量情况（8 月预测）



数据来源：中电联 湘财证券研究所

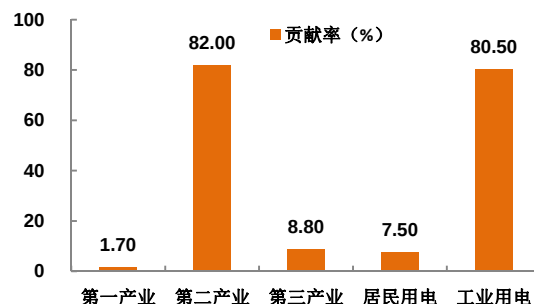
我们认为从 8 月份开始，随着工业用电需求年内顶峰的过去，以及房地产调控、节能减排等宏观政策的影响走向纵深，全社会用电量将或环比微降，步入一个明显的下行通道。我们预计，8 月份全社会用电量为 3880 亿千瓦时左右，同比增长约 12.1%，环比或略降；1-8 月累计用电量约为 27869 亿千瓦时，同比将增长 19.1%，累计用电增速年内将首次低于 20% 的水平。

图 11：2009-2010 二产用电贡献值（8 月预测）



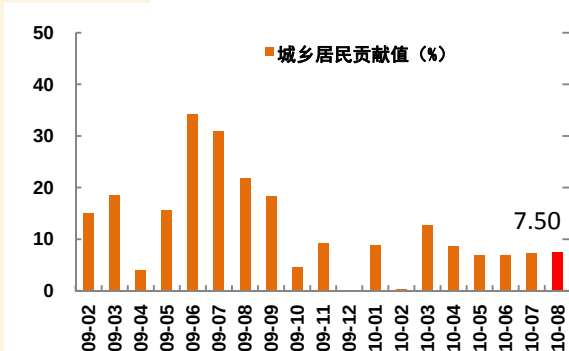
数据来源：湘财证券研究所

图 12：8 月份各产业用电量贡献值预测



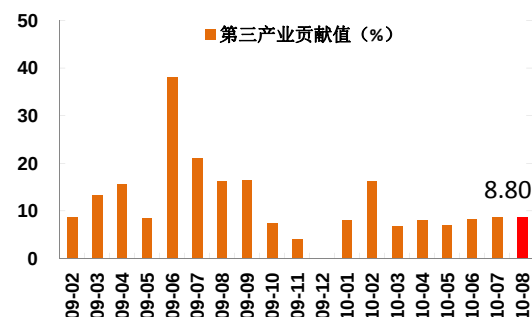
数据来源：湘财证券研究所

图 13: 2009-2010 居民用电贡献值 (8 月预测)



数据来源：湘财证券研究所

图 14: 2009-2010 三产用电贡献值 (8 月预测)



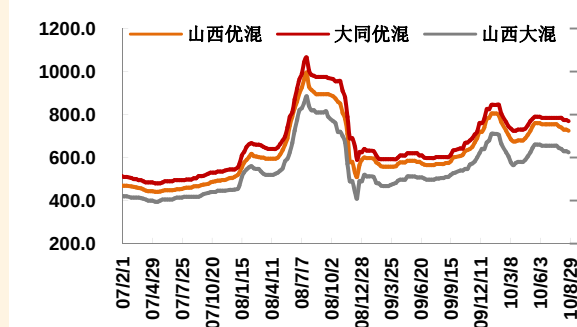
数据来源：湘财证券研究所

我们预计,8 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,用电增速和贡献占比将继续略高于 7 月。但随着盛夏时段的结束,增长幅度或较小。

二、供给充沛需求略降、动力煤价格继续小幅回落

8 月中下旬以来,秦皇岛主要动力煤价格再现约 5-10 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。我们认为动力煤供给较为充沛而需求则略有下降,是导致煤炭价格继续小幅回落的主要原因。

图 15: 秦皇岛动力煤价格走势



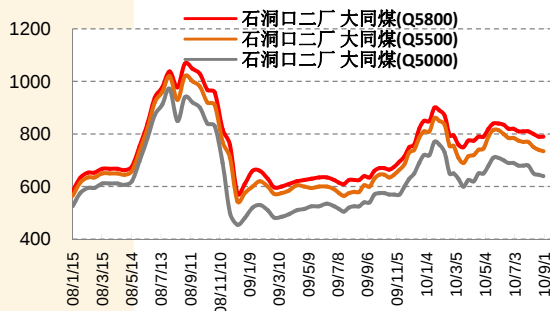
数据来源：Wind 湘财证券研究所

图 16: 澳大利亚 BJ 煤炭现货价格



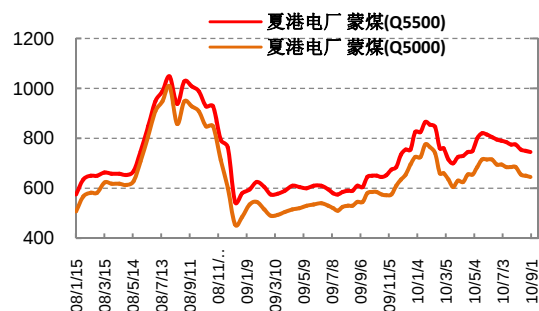
数据来源：Wind 湘财证券研究所

图 17: 动力煤到厂煤价走势 (石洞口)



数据来源: Wind 湘财证券研究所

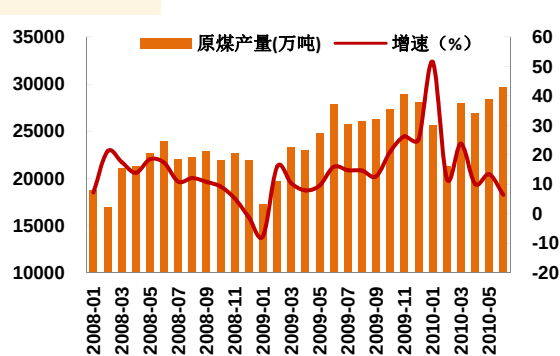
图 18: 动力煤到厂煤价走势 (夏港)



数据来源: Wind 湘财证券研究所

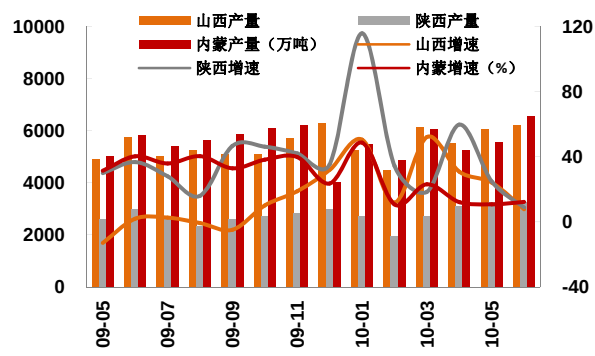
动力煤供给方面，山西省煤炭行业的重组整合已取得阶段性成果。截止目前，全省重组整合煤矿企业正式协议签订率 99.5%；主体接管到位率 98%；煤矿企业名称预核准 90%；采矿许可证变更率 95%以上，煤矿的复工复产工作已全面展开。受此影响，5-7 月山西省煤炭产量均保持在 6000 万吨左右，已接近去年年底的历史峰值。我们预计今后几个月，山西煤炭产量将维持增长的态势。

图 19: 全国原煤月产量情况



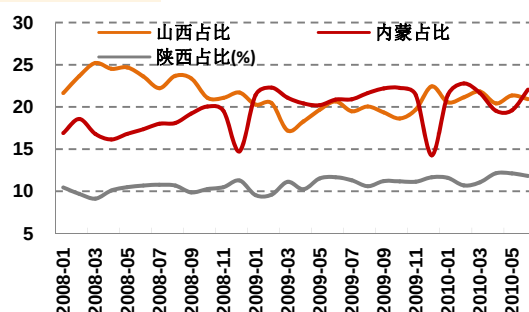
数据来源: Wind 湘财证券研究所

图 20: 主要煤炭产地月产量及增速



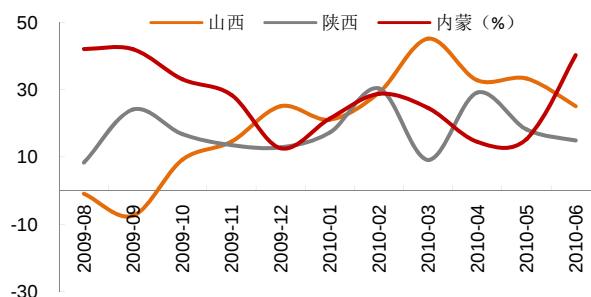
数据来源: Wind 湘财证券研究所

图 21：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 22：主要煤炭产地月产量贡献值情况

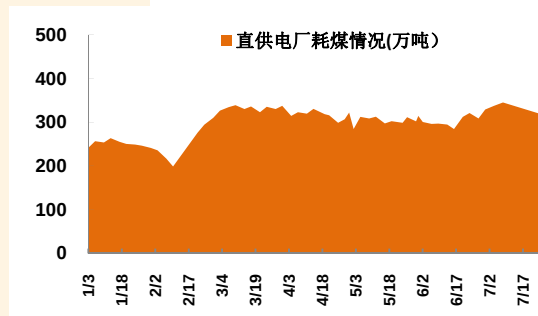


数据来源：Wind 湘财证券研究所

动力煤需求方面，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。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对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，三季度电煤价格将缺乏上涨的动力。同时，三季度以来水电机组出力增多，对火电依赖的降低减少了对煤炭的需求。

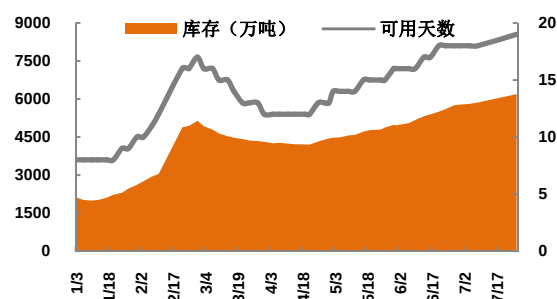
在电煤供给面较为宽裕的情况下，需求面因各种因素的影响出现一定程度的下滑。截止7月26日，直供电厂日均耗煤量由7月初的345万吨下降到317万吨；而电煤库存则达到6200万吨左右，环比6月末继续提高了7.1%，可用天数达到19天，为年内最高值。电厂耗煤速度的降低使得煤炭主要中转地库存在传统需求旺季出现了回升。目前，秦皇岛动力煤库存保持在700万吨左右、增幅明显。

图 23：直供电厂动力煤消耗量



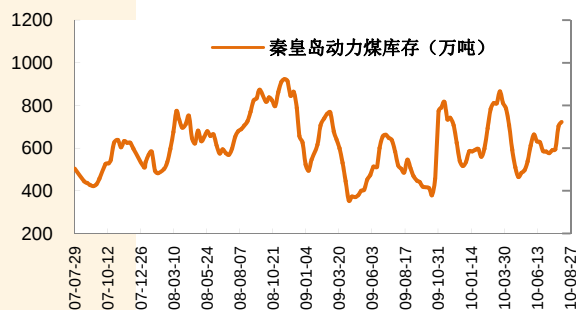
数据来源：Wind 湘财证券研究所

图 24：直供电厂动力煤库存



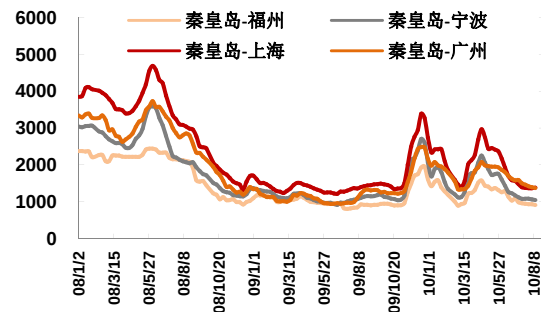
数据来源：Wind 湘财证券研究所

图 25：秦皇岛动力库存



数据来源：Wind 湘财证券研究所

图 26：中国沿海煤炭散货运价指数走势



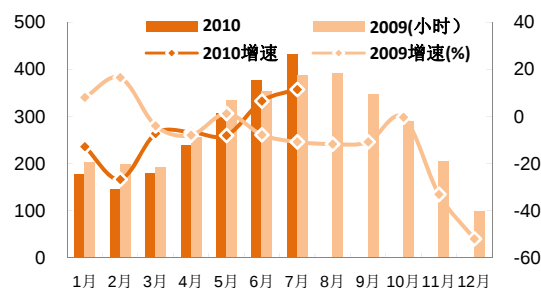
数据来源：Wind 湘财证券研究所

综上情况，与需求相比，动力煤的供给面仍显得比较宽裕，这也导致秦皇岛中转地主要动力煤价格继续出现 5-10 元/吨的降幅。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。

三、电力行业出现分化、水电乐观火电看淡

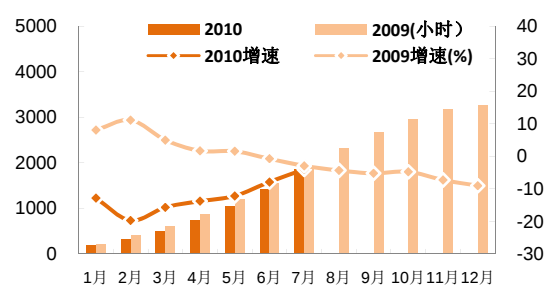
今年夏季以来，全国各流域几乎都出现较大规模的洪水，水电资源集中的西南地区尤其明显，主要河流来水情况较去年同期有显著的增加，全国 422 座大型水库蓄水量也出现了同比 10% 以上的较大增幅。从 7 月份的数据来看，水电机组利用小时数同比增加 44 小时、环比增加 55 小时，均创年内最高值，继续保持强势反弹的态势，我们维持之前的观点，今年丰水期来水情况好转已成定局，水电机组利用小时将在 3 季度实现同比正增长，水电企业迎来年内最好的一波机会。

图 27：2009-2010 年水电单月利用小时变化



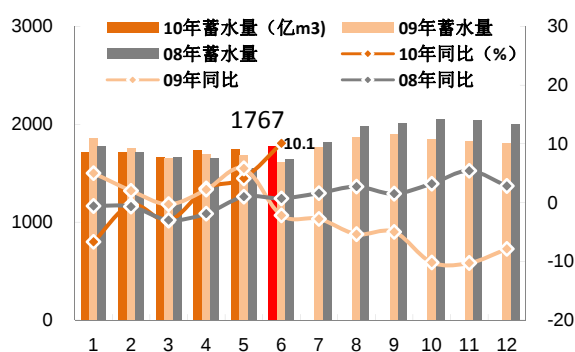
数据来源：中电联 湘财证券研究所

图 28：2009-2010 年水电累计利用小时变化



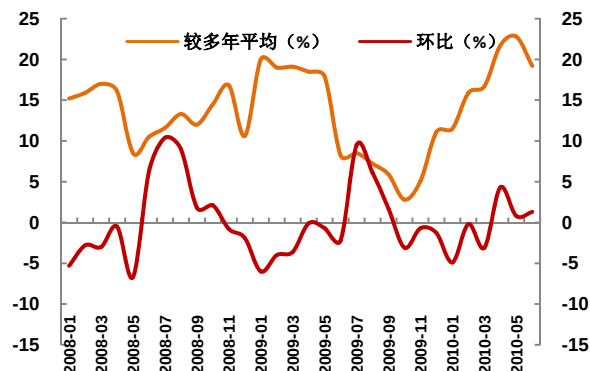
数据来源：中电联 湘财证券研究所

图 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水电上半年的业绩影响明显，其中云南、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，如长江电力（600900）等。但进入三季度后，这些水电企业也将因为来水情况的好转而使业绩出现较大的反转向上的。

表 1：水电企业上半年业绩情况

证券代码	证券简称	毛利率（%）		ROE（%）		净利润（万元）	
		2009	2010	2009	2010	2009	2010
000993.SZ	闽东电力	28.32	55.45	1.97	5.44	2734.2213	8283.5375
002039.SZ	黔源电力	28.47	-6.77	-15.93	-55.0965	-7762.1295	-20490.0017
600101.SH	明星电力	26.93	23.86	4.59	4.2562	4731.8141	5068.3808
600116.SH	三峡水利	27.72	27.65	5.85	3.8083	3033.7588	3599.2347
600131.SH	*ST 岷电	8.65	11.40	-16	7.0743	-7702.6763	3784.2121
600236.SH	桂冠电力	41.19	25.35	1.79	6.5872	6961.0964	18648.2328
600310.SH	桂东电力	28.63	26.03	5.72	6.5249	3902.1776	6992.7247
600505.SH	西昌电力	49.30	35.07	32.76	2.6909	12106.3035	1119.705
600644.SH	乐山电力	27.98	25.13	5.76	5.8241	3763.1648	4073.3776
600868.SH	ST 梅雁	22.70	14.71	0.11	9.1469	221.2109	18889.6787
600969.SH	郴电国际	22.89	22.15	5.46	5.9722	3413.4845	4448.7759
600995.SH	文山电力	30.72	26.01	6.52	6.2585	5645.4667	5844.1821

数据来源：Wind 湘财证券研究所（已出中报企业）

表 2：火电企业上半年业绩情况

证券代码	证券简称	毛利率 (%)		ROE (%)		净利润 (万元)	
		2009	2010	2009	2010	2009	2010
000027.SZ	深圳能源	22.66	19.92	8.63	6.65	104157.24	87634.81
000539.SZ	粤电力 A	16.97	14.24	4.34	4.38	37890.39	43051.33
000543.SZ	皖能电力	8.05	0.92	2.07	4.11	8184.51	15542.91
000600.SZ	建投能源	19.74	11.81	3.37	0.91	9840.04	2621.19
000601.SZ	韶能股份	31.24	30.44	1.42	2.80	4099.26	8243.86
000690.SZ	宝新能源	34.08	21.50	10.86	4.19	30264.88	12488.48
000720.SZ	ST 能山	9.28	5.28	-5.57	2.43	-4684.00	2237.18
000875.SZ	吉电股份	6.28	4.25	-1.49	0.17	-3346.67	418.85
600011.SH	华能国际	14.17	11.40	5.10	5.07	195947.96	202596.37
600098.SH	广州控股	18.29	15.89	2.93	4.23	24487.44	37357.82
600292.SH	九龙电力	11.04	9.56	2.73	2.84	2198.23	2567.45
600452.SH	涪陵电力	10.71	9.83	-0.27	1.08	-125.64	509.09
600674.SH	川投能源	38.20	45.90	5.95	1.55	11251.69	8172.78
600744.SH	华银电力	-7.89	1.11	-24.21	-22.69	-38500.05	-33868.97
600780.SH	通宝能源	9.54	9.53	0.59	1.01	969.53	1693.78
600795.SH	国电电力	18.01	14.22	4.35	4.68	64455.07	85968.54
600863.SH	内蒙华电	17.71	26.57	-0.64	14.42	-2067.64	57459.23
600886.SH	国投电力	17.25	18.70	2.48	1.27	9669.59	10917.78
601991.SH	大唐发电	18.18	16.71	2.57	2.85	65237.00	82974.60

数据来源：Wind 湘财证券研究所（已出中报企业）

火电方面情况则不容乐观，在下半年用电需求端的下行、水电出力增加等情况下，若市场煤炭价格不出现较大幅度的回落，火电企业盈利能力仍将受到相当程度的削弱。

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。

四、投资建议

根据对行业层面的分析，总体上我们对电力行业 2010 年下半年仍然维持“中性”的评级。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，且用电需求的降低和水电出力的增加将影响火电企业下半年的盈利能力。水电方面，由于来水情况的好转将明显利好水电企业的生产，水电在 3 季度或将迎来年内最好的一波机会。因此，我们调高对水电子行业的评级至“增持”。我们认为，上半年云南、贵州、广西等地区的水电企业或受干旱的影响程度较大；而四川、湖北等地水电企业也将受到一定程度的影响。因此，我们推荐上半年受干旱影响严重、而 3 季度来水情况好转明显区域的水电企业，如长江电力（600900）、黔源电力（002039）、文山电力（600995）、西昌电力（600505）等；另外，可关注自有电网的明星电力（600101）。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。

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。