

湘财证券研究所

电力设备与能源研究小组

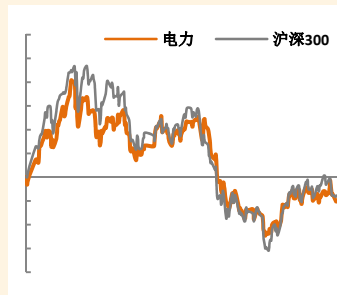
研究员 吴江
Tel: 021-68634510-8009
E-Mail: wj2853@xcsc.com

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、电煤价格有所松动（中性）
- 2010 年 8 月报：调控政策影响走向纵深、用电量或将环比下滑（中性）

电力板块近 1 年走势



□ 节能减排压力巨大、限电限产或致工业用电环比大幅下降

9 月份，由于即将进入“十一五”的最后一个季度，节能减排压力陡然增大，各地方政府为完成“十一五”任务而对高能耗产业进行突击拉闸限电限产。目前限产限电已经蔓延至河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、山东、河南、湖南、广东、广西、海南、四川、贵州、青海、新疆等高能耗产业集中地区。这一现象的影响在 8 月份数据中已有体现，四大高能耗产业主要产品产量纷纷探底。我们认为，9 月份限产限电的影响将进一步向纵深发展，工业用电量受此连累或将环比出现大幅下滑。我们预计，9 月份全社会用电量为 3550 亿千瓦时左右，环比下滑 10.7%，同比增长约 10.1%；1-9 月累计用电量约为 31499 亿千瓦时，同比将增长 18.2%。

□ 动力煤价格回调空间已不多、海运价格回升影响东南部电厂

动力煤供给方面仍然比较充裕，8 月份全国原煤产量达到 29800 万吨，同比增加 13.2%，连续三个月超过 29000 吨的水平。山西省 8 月份原煤产量为 6080 万吨，同比增加 16.3%，煤炭行业的重组整合已取得阶段性成果。另一产煤大省内蒙古 7 月份原煤产量达到创纪录的 7129 万吨，继续保持全国第一。动力煤需求方面，我们之前指出，由于市场对下半年工业用电增速下滑的预期，导致了对电煤需求增速减少的预期，因而动力煤需求并不强劲；同时三季度以来水电机组出力增多也降低了对煤炭的需求。但进入四季度后年底储煤的预期增强，且天气因素也将导致煤炭供需的暂时失衡。综上情况，我们会同煤炭行业研究员的判断后认为动力煤价格下调空间已经不多。此外，由于海运价格的回升和近期台风的影响，东南沿海电厂煤炭到厂价格已经出现止跌反弹的趋势。

□ 电价上调预期加强、资产重组成为热点

由于受制于下游需求减弱预期和燃料成本上升现实等问题，相当一部分火电企业陷入亏损，主要集中在中西部电价较低的高耗能产业集中地。近期市场传闻山东、河北、山西、陕西、青海、甘肃和海南等 7 省市将上调电价，火电机组上网电价调升 15-25 元人民币/兆瓦时，平均幅度为 6.2%。对此我们认为，电力作为二次能源，其价格的上涨将牵动全社会方方面面。虽然电价上涨预期加强，但在通胀甚至滞胀预期存在的前提下，上调仍面临诸多困难。资产重组成为近期火电行业仅有的热点，如建投能源、穗恒运 A 等。我们认为，外延式扩张短期内可提升火电企业盈利能力，但长远来看仍将受制于煤电价格体系。值得特别关注的是九龙电力，其主营业务由电力生产转变为电力环保将是一大看点。

□ 投资建议

总体上我们对电力行业仍然维持“中性”的评级。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）。火电方面，我们继续维持“中性”评级，电价上调预期加强但不宜乐观。我们强烈推荐向电力环保业务转型的九龙电力（600292），其次推荐具有环保业务的深圳能源（000027）。

正文目录

一、节能减排压力巨大、限电限产或致工业用电环比大幅下降	4
二、供给充沛需求略降、动力煤价格继续小幅回落	7
三、电价上调预期加强、资产重组成为热点	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: 2007-2010 年工业用电量情况	4
图 2: 2009-2010 年重工业用电量情况	4
图 3: 2009-2010 年化工行业主要产品产量	5
图 4: 2009-2010 年钢铁行业主要产品产量	5
图 5: 2009-2010 年有色行业主要产品产量	5
图 6: 2009-2010 年建材行业主要产品产量	5
图 7: 2009-2010 年月用电量情况 (9 月预测)	6
图 8: 2009-2010 年累计用电量情况 (9 月预测)	6
图 9: 2009-2010 二产用电贡献值 (9 月预测)	6
图 10: 9 月份各产业用电量贡献值预测	6
图 11: 2009-2010 居民用电贡献值 (8 月预测)	7
图 12: 2009-2010 三产用电贡献值 (8 月预测)	7
图 13: 秦皇岛动力煤价格走势	7
图 14: 澳大利亚 BJ 煤炭现货价格	7
图 15: 动力煤到厂煤价走势 (石洞口)	8
图 16: 动力煤到厂煤价走势 (夏港)	8
图 17: 全国原煤月产量情况	8
图 18: 主要煤炭产地月产量及增速	8
图 19: 主要煤炭产地月产量占全国比例	9
图 20: 主要煤炭产地月产量贡献值情况	9
图 21: 直供电厂动力煤消耗量	9
图 22: 直供电厂动力煤库存	9
图 23: 秦皇岛动力库存	10
图 24: 中国沿海煤炭散货运价指数走势	10
图 25: 2009-2010 年水电单月利用小时变化	12
图 26: 2009-2010 年水电累计利用小时变化	12

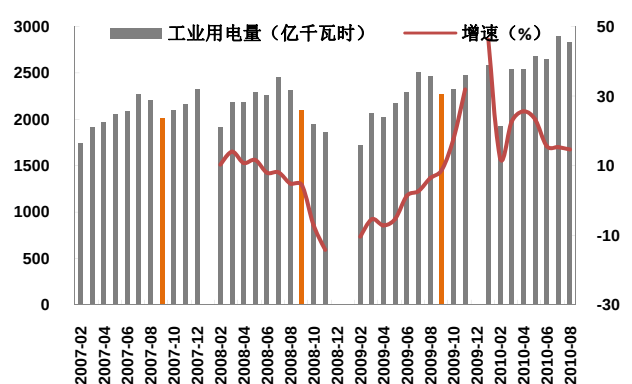
表目录

表 1: 火电企业上半年业绩情况	11
表 2: 水电企业上半年业绩情况	12

一、节能减排压力巨大、限电限产或致工业用电环比大幅下降

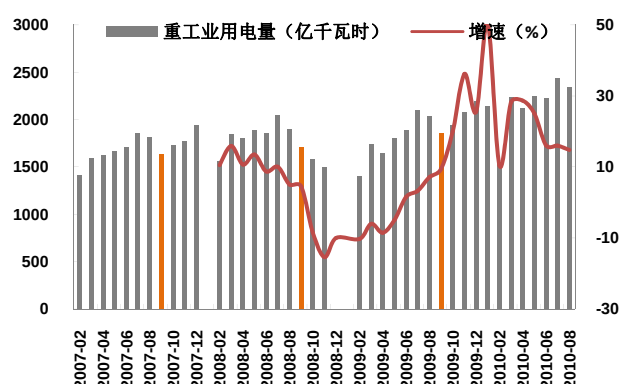
8 月份的电力需求端数据好于我们的预期,主要贡献来自于第三产业和居民用电的增加,工业用电则继续保持下滑态势,当月工业用电需求对全社会总用电需求的贡献值仅为 71.1%、为年内最低点。我们在 8 月报中指出,三季度将是各项宏观调控政策对电力需求影响走向深入的时间窗口,这已经从当月的电力运行数据中得到了部分验证。

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



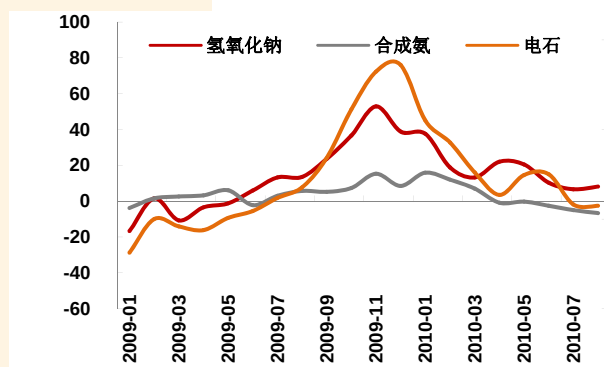
数据来源: Wind 湘财证券研究所

从近三年的历史数据来看,9 月份由于炎热夏季的过去,工业用电量将出现正常的季节性回落,环比 8 月的降幅约为 7%左右。但由于即将进入“十一五”的最后一个季度,节能减排压力陡然增大,各地方政府为完成“十一五”任务而对高能耗产业进行突击拉闸限电限产。目前限产限电已经蔓延至河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、山东、河南、湖南、广东、广西、海南、四川、贵州、青海、新疆等高能耗产业集中地区。这一现象的影响在 8 月份数据中已有体现,四大高能耗产业主要产品产量纷纷探底。因此我们认为,9 月份限产限电的影响将进一步向纵深发展,工业用电量在季节性正常回落的基础上将受到限产限电的连累,或将环比出现大幅下滑。

由于前几个月重工业用电仍然保持了较高的增速,一度引发市场对高能耗产业执行节能减排政策的质疑。我们在前期的系列报告中反复指出,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

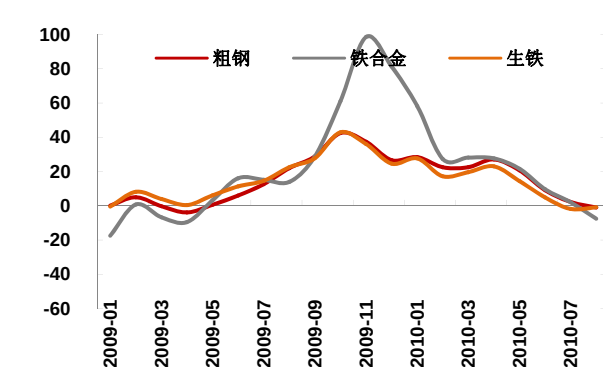
高能耗产业主要产品产量的影响并未立即凸显，这也是 4-5 月份产品产量仍保持了较高增速的原因之一。实际上，5 月份工业用电需求对全社会总用电需求的贡献值达到 84.3%，创 2009 年以来的新高。进入 6 月份后，四大高能行业主要产品产量下滑的趋势已经得到了确认。其中，钢铁、有色两大行业的产量增速下滑最为明显。我们认为，宏观调控政策对用电需求的全面影响应在三季度末体现出来。从 8 月份的数据来看，这一判断基本符合。四大高能耗产业主要产品的产量已经进入明显的下滑通道。

图 3：2009-2010 年化工行业主要产品产量



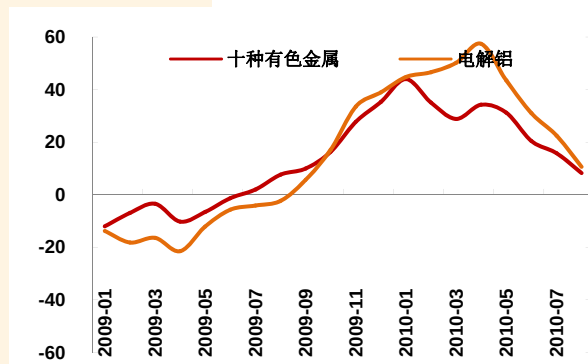
数据来源：Wind 湘财证券研究所

图 4：2009-2010 年钢铁行业主要产品产量



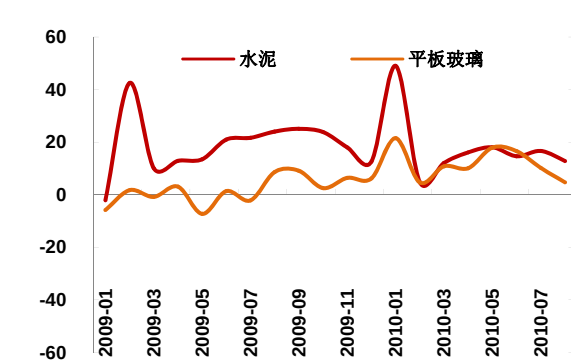
数据来源：Wind 湘财证券研究所

图 5：2009-2010 年有色行业主要产品产量



数据来源：Wind 湘财证券研究所

图 6：2009-2010 年建材行业主要产品产量

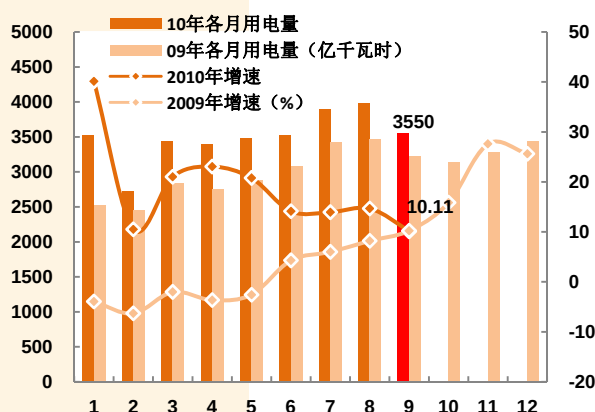


数据来源：Wind 湘财证券研究所

另一方面，由于“十一五”节能减排是必须完成的任务。为了在最后一个季度完成节能减排目标，全国不少地方政府临时抱佛脚、突击拉闸限电。对于一些官员而言，完成节能减排目标成了现阶段最大的任务，甚至排在 GDP 增长之前。因此，我们不排除四季度限电限产风越演越烈的可能性，高能耗产业用电量或将受到很大的影响。

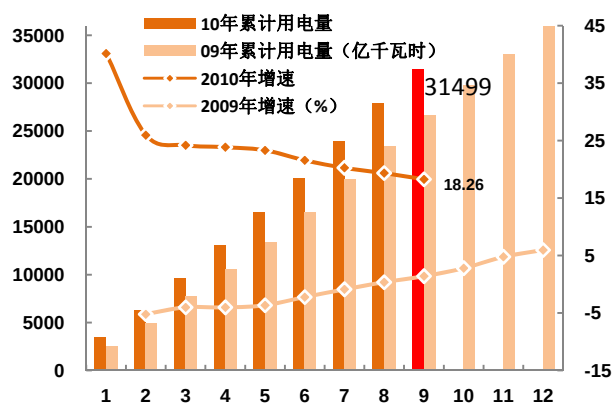
我们认为各地为完成节能减排目标、突击限产限电将导致工业用电量环比出现较大幅度的下滑。我们预计，9 月份全社会用电量为 3550 亿千瓦时左右，环比下滑 10.7%，同比增长约 10.1%；1-9 月累计用电量约为 31499 亿千瓦时，同比将增长 18.2%。9 月份工业用电量约为 2480 亿千瓦时，环比下滑约 12.5%；其对当月用电需求的贡献值或将再创新低。

图 7：2009-2010 年月用电量情况（9 月预测）



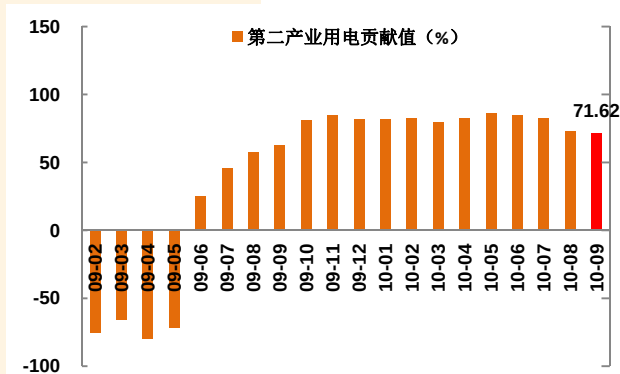
数据来源：中电联 湘财证券研究所

图 8：2009-2010 年累计用电量情况（9 月预测）



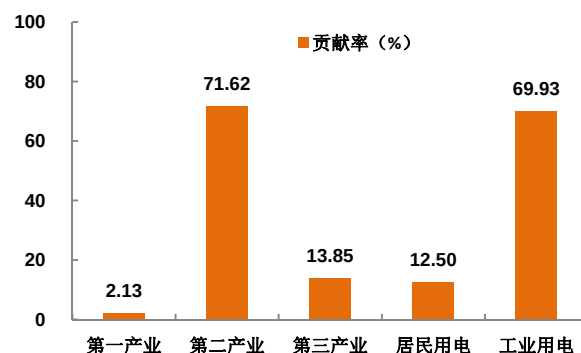
数据来源：中电联 湘财证券研究所

图 9：2009-2010 二产用电贡献值（9 月预测）



数据来源：湘财证券研究所

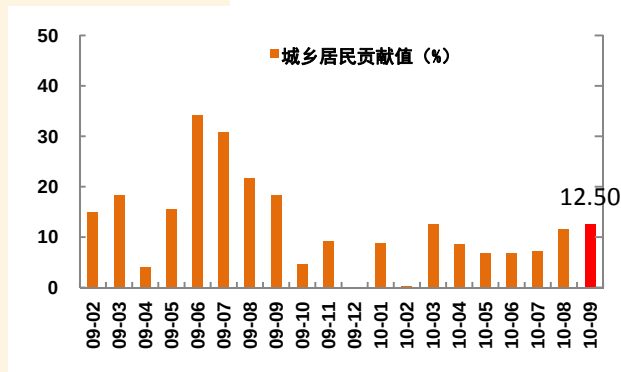
图 10：9 月份各产业用电量贡献值预测



数据来源：湘财证券研究所

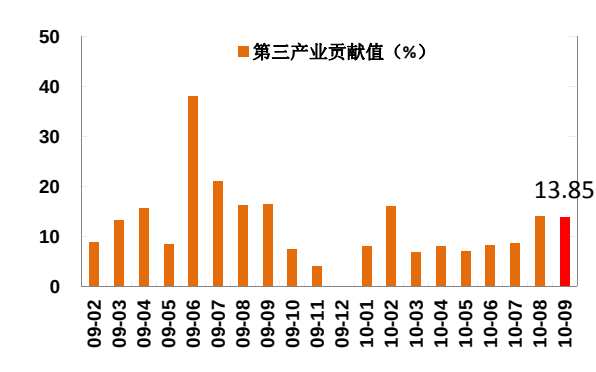
我们预计，9 月份居民和第三产业用电将出现季节性回落，环比将出现下滑，但对当月用电增长的贡献值继续攀升。

图 11：2009-2010 居民用电贡献值（8 月预测）



数据来源：湘财证券研究所

图 12：2009-2010 三产用电贡献值（8 月预测）

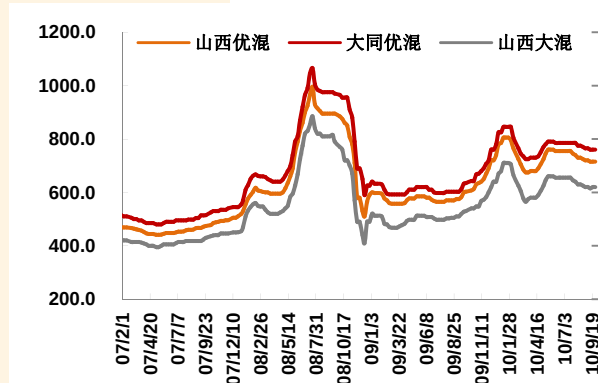


数据来源：湘财证券研究所

二、供给充沛需求略降、动力煤价格继续小幅回落

9 月中旬以来，秦皇岛主要动力煤价格再现约 5 元/吨的小幅回落。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。但值得注意的是，山西大混的价格已经出现了 5 元/吨的小幅回升。国际煤价方面，澳大利亚 BJ 现货煤炭价格已经触底反弹。华主要电厂煤炭到厂价格有所回升。

图 13：秦皇岛动力煤价格走势



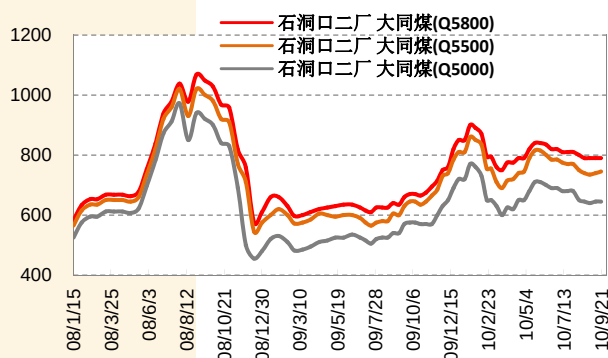
数据来源：Wind 湘财证券研究所

图 14：澳大利亚 BJ 煤炭现货价格



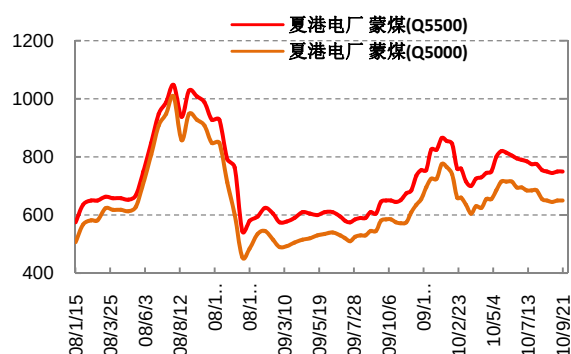
数据来源：Wind 湘财证券研究所

图 15：动力煤到厂煤价走势（石洞口）



数据来源：Wind 湘财证券研究所

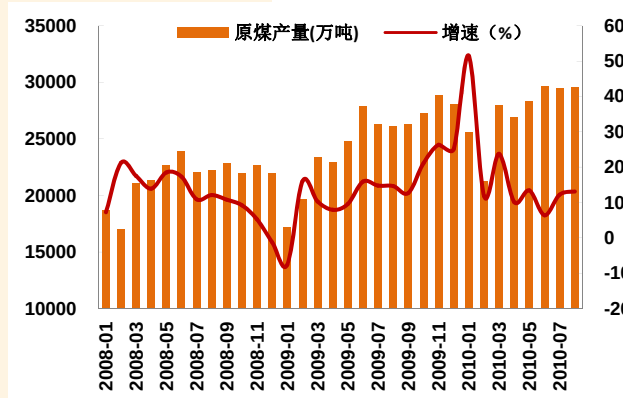
图 16：动力煤到厂煤价走势（夏港）



数据来源：Wind 湘财证券研究所

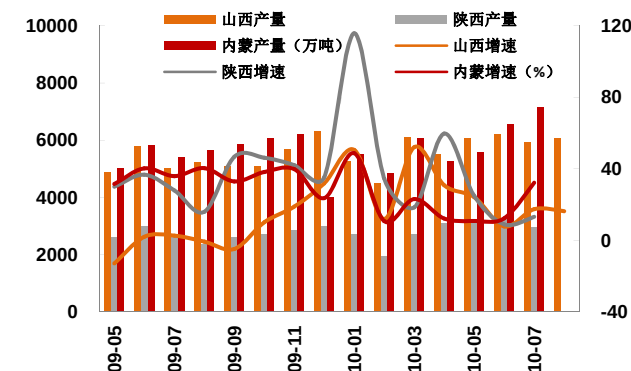
我们认为，造成动力煤港口价格继续小幅回落的主要原因是供需较为平衡。一方面，动力煤供给仍然比较充裕。8 月份全国原煤产量达到 29800 万吨，同比增加 13.2%，连续三个月超过 29000 吨的水平。山西省 8 月份原煤产量为 6080 万吨，同比增加 16.3%，煤炭行业的重组整合已取得阶段性成果。另一产煤大省内蒙古 7 月份原煤产量达到创纪录的 7129 万吨，继续保持全国第一。

图 17：全国原煤月产量情况



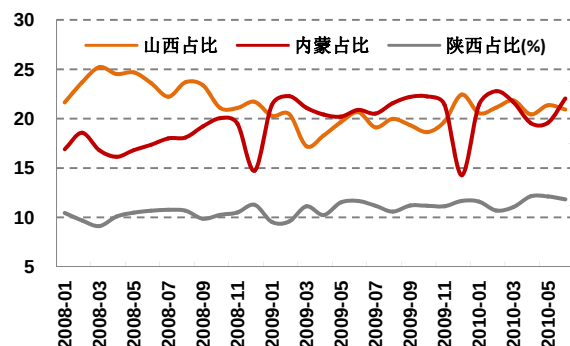
数据来源：Wind 湘财证券研究所

图 18：主要煤炭产地月产量及增速



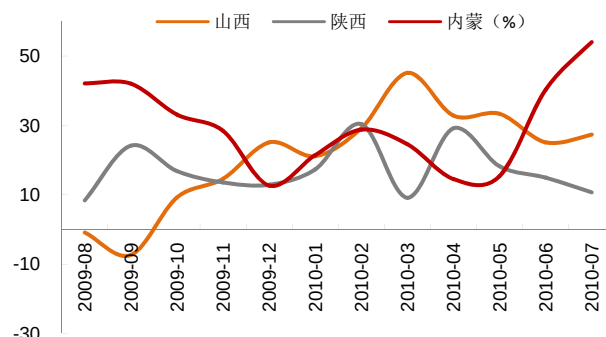
数据来源：Wind 湘财证券研究所

图 19：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

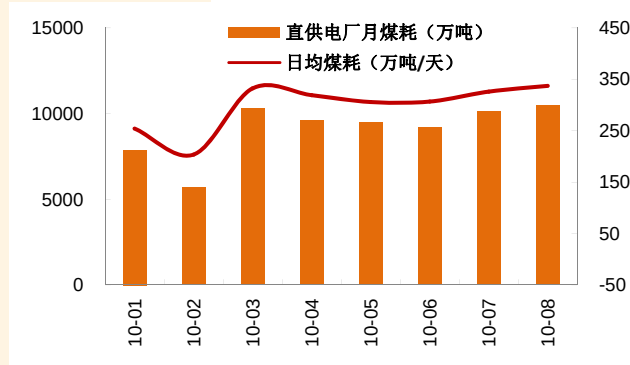
图 20：主要煤炭产地月产量贡献值情况



数据来源：Wind 湘财证券研究所

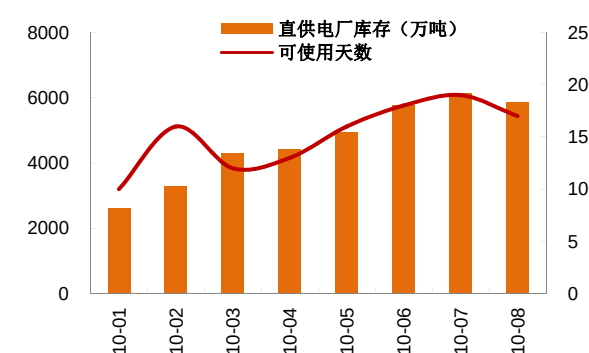
另一方面，动力煤需求仍未出现显著增长。我们之前指出，由于市场对下半年工业用电增速下滑的预期，导致了对电煤需求增速减少的预期，因而动力煤需求并不强劲；同时三季度以来水电机组出力增多也降低了对煤炭的需求。在电煤供需平稳的情况下，8月末直供电厂日均耗煤量为337万吨，较7月末仅有小幅上升；剔除季节性因素后，耗煤量较7月几乎没有明显增加。8月末直供电厂电煤库存达到5860万吨左右，环比7月末小幅降低；可用天数达到17天，较7月末减少仅2天。电厂耗煤速度的降低使得煤炭主要中转地库存在传统需求旺季出现了回升。目前，秦皇岛动力煤库存保持在700万吨左右、增幅明显。但必须要注意的是，进入四季度后市场对于年底储煤的预期增强，且天气因素也将导致煤炭供需的暂时失衡。综上情况，我们会同煤炭行业研究员的判断后认为动力煤价格下调空间已经不多。此外，由于海运价格的回升和近期台风的影响，东南沿海电厂煤炭到厂价格已经出现止跌反弹的趋势。

图 21：直供电厂动力煤消耗量



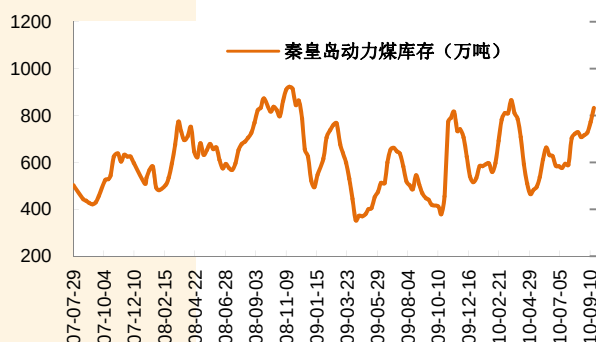
数据来源：Wind 湘财证券研究所

图 22：直供电厂动力煤库存



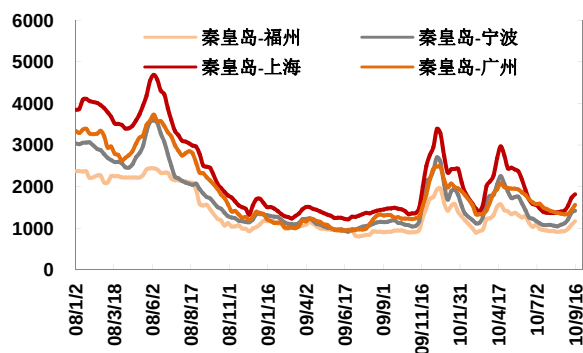
数据来源：Wind 湘财证券研究所

图 23：秦皇岛动力库存



数据来源：Wind 湘财证券研究所

图 24：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

三、电价上调预期加强、资产重组成为热点

由于受制于下游需求减弱预期和燃料成本上升现实等问题，相当一部分火电企业陷入亏损，主要集中在中西部电价较低的高耗能产业集中地。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。

表 1：火电企业上半年业绩情况

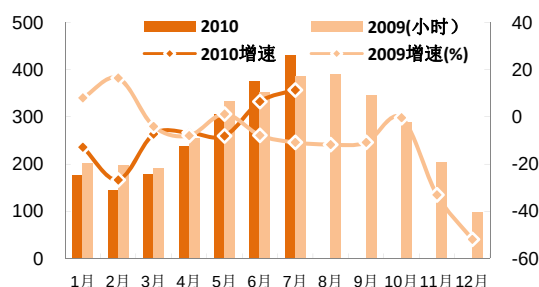
证券代码	证券简称	毛利率 (%)		ROE (%)		净利润 (万元)	
		2009	2010	2009	2010	2009	2010
000027.SZ	深圳能源	22.66	19.92	8.63	6.65	104157.24	87634.81
000539.SZ	粤电力 A	16.97	14.24	4.34	4.38	37890.39	43051.33
000543.SZ	皖能电力	8.05	0.92	2.07	4.11	8184.51	15542.91
000600.SZ	建投能源	19.74	11.81	3.37	0.91	9840.04	2621.19
000601.SZ	韶能股份	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）

近期市场传闻国家发改委与五大电力集团代表会面，就上调山东、河北等七个省份电价方案征询意见，上调电价七省包括山东、河北、山西、陕西、青海、甘肃和海南，其火电机组上网电价调升 15-25 元人民币/兆瓦时，平均幅度为 6.2%。对此我们认为，电力作为二次能源，其价格的上涨将牵动全社会方方面面。虽然电价上涨预期加强，但在通胀甚至滞胀预期存在的前提下，上调仍面临诸多困难。资产重组成为火电行业为数不多的热点，如建投能源、穗恒运 A 等。我们认为，外延式扩张短期内可提升火电企业盈利能力，但长远来看仍将受制于煤电价格体系。值得特别关注的是九龙电力，其主营业务由电力生产转变为电力环保将是一大看点。

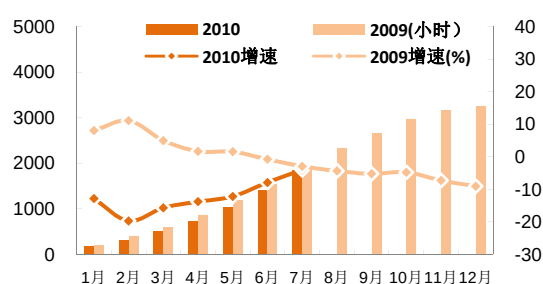
水电方面，我们持谨慎乐观的态度。水电机组的利用小时继续保持良好的反弹势头，8 月份单月为 435 小时，同比增加 34 小时，环比增加 4 小时；1-8 月累计为 2285 小时，同比减少幅度收窄到 44 小时。水电利用小时目前已非常接近去年同期水平，考虑到去年来水较少，三季度水电利用小时极有可能实现由负转正。

图 25: 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 26: 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

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。

表 2: 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）

四、投资建议

总体上我们对电力行业仍然维持“中性”的评级。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）。火电方面，我们继续维持“中性”评级，电价上调预期加强但不宜乐观。我们强烈推荐向电力环保业务转型的九龙电力（600292），其次推荐具有环保业务的深圳能源（000027）。

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。