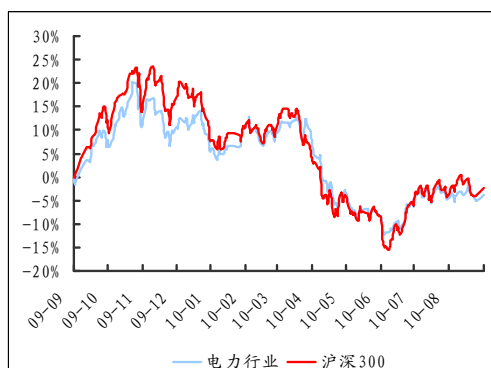


评级：中性（维持）

2010年9月28日

进入阶段性困难时期，关注业务转型和新能源个股

——电力行业 2010 年 9 月份月报



市场数据

行业分类：电力行业

沪深 300 指数：2905.03

电力行业指数：2129.60

研究员：蔡文彬

证书编号：S0770210020004

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：

《行业毛利率有所下降，精选个股是关键--电力行业2010年8月份月报》（2010/08/27）

《主题投资机会显现，关注新能源发电--电力行业2010年7月份月报》（2010/07/23）

投资要点：

- **重工业用电环比回落，四季度受影响或更大** 八月重工业用电量 2,345 亿千瓦时，环比下降了 3.82%，符合我们此前预期。考虑到九月底是淘汰落后产能等节能降耗政策实施的最后期限，且四季度将是完成十一五节能减排目标的攻坚阶段，预计节能减排政策的实施，将对四季度重工业用电量产生最大影响。
- **煤价短期将继续回落，但未来大幅下降可能性不大** 截至 9 月 20 日，秦港煤炭库存达到了 830.6 万吨，超过了港口的警戒线，显示动力煤需求继续低迷。而需求低迷使得近期市场煤价继续回落。预计未来市场煤炭供应相对充裕，而电煤需求难有明显起色，我们维持短期煤价将继续回落，但大幅下降可能性不大的判断。
- **全面上调电价时机不成熟，但煤电矛盾突出地区有望上调** 八月居民消费价格（CPI）同比上涨 3.5%，显示通胀形势依旧十分严峻，短期内仍不具备全面上调销售电价的条件。但先上调部分煤价电价矛盾突出地区上网电价，符合我国目前的实际国情。如果山西、河北等地的火电上网电价上调，将增强当地火电企业的盈利能力，漳泽电力、通宝能源、建投能源等电力企业将直接受益。
- **四季度或是火电企业最困难时期** 考虑到受节能减排政策影响，四季度用电需求将出现较大负面冲击，今年以来火电企业借以克服煤炭价格上涨压力的高火电利用小时将承压；加上“煤电联动”短期重启可能性较小，且煤价也不具备大幅下跌的条件。因此，我们预计，四季度将是火电企业最困难的时期。
- **投资建议** 由于阻碍行业健康发展的制度性障碍尚没解决，而节能减排政策实施，将影响电力企业严重依赖的未来几个月用电量，预计四季度将是火电企业最困难的时期。我们认为电力行业仍不具备行业性投资机会，维持“中性”投资评级。具有成本优势电力企业仍是行业首选，而业务转型和新能源个股是中短线投资热点。

目 录

一、重工业用电环比回落，四季度受影响或更大.....	3
（一）八月用电增速 14.69%，环比小幅上升	3
（二）降温用电需求增加明显，抵消工业用电减少影响	3
（三）节能降耗显威力，重工业用电环比下降	4
二、煤价继续回落，大幅下降可能性不大.....	5
（一）需求低迷，市场煤价继续回落	5
（二）国内外煤价价差维持，进口煤保持在高位	6
（三）煤价短期将继续回落，但大幅下降可能性不大	7
三、关于上调部分省份上网电价报道的分析	7
（一）通胀形势依旧严峻，销售电价调整难度大	7
（二）“冷热不均”仍严重，或先上调部分地区电价	8
四、四季度或是火电企业最困难时期.....	8
（一）煤价：燃煤成本压力仍然较大	8
（二）电价：通胀形势严峻，大规模上调电价可能性不大	9
（三）利用小时：四季度将受到节能减排负面冲击	9
五、维持“中性”投资评级，关注业务转型和新能源个股	10

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	4
图表 4 第三产业用电量及同比增速	4
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	5
图表 8 轻工业用电量及同比增速	5
图表 9 秦港动力煤价格走势（元/吨）	6
图表 10 直供电厂煤炭库存变化（万吨）	6
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 沿海煤炭运价指数走势	7
图表 16 近两年CPI/PPI走势	8
图表 17 全国全部机组平均利用小时数	9
图表 18 全国火电机组平均利用小时数	9
图表 19 全国水电机组平均利用小时数	10
图表 20 行业重点上市公司估值及评级	11

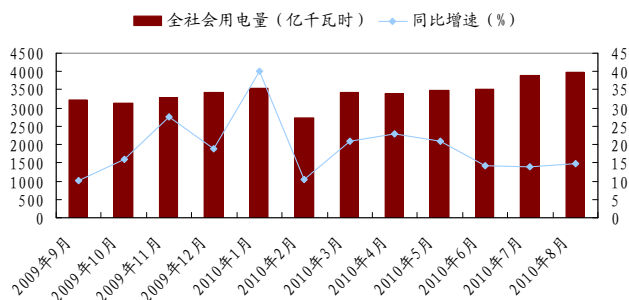
一、重工业用电环比回落，四季度受影响或更大

（一）八月用电增速 14.69%，环比小幅上升

中电联公布的数据显示，1-8 月份全国全社会用电量达到 27,949 亿千瓦时，同比增长 19.34%，比 1-7 月用电增速下降约一个百分点。其中，八月份全国全社会用电量达到 3,975 亿千瓦时，同比增长 14.69%，增速比七月份上涨近一个百分点。从环比来看，八月用电量较七月份小幅增长了 2.03%。

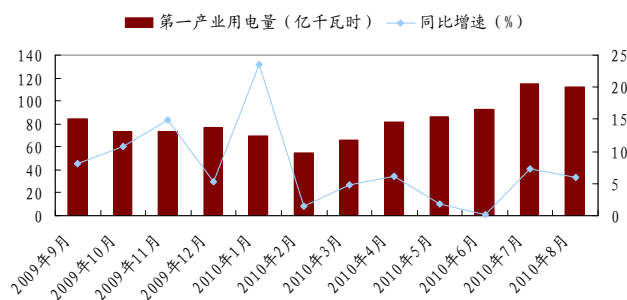
虽然工业用电增速回落，但八月用电总增速同比仍小幅回升，这主要是因为去年同期基数较低，加上高温因素，使得今年八月降温用电需求显著高于去年。

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

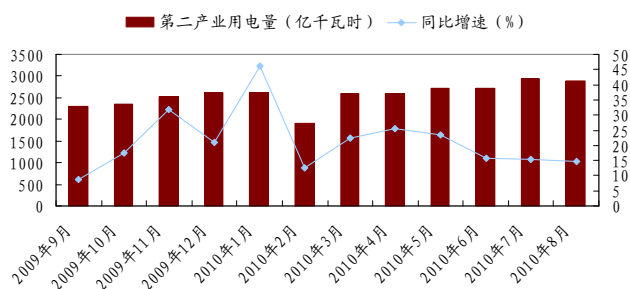
（二）降温用电需求增加明显，抵消工业用电减少影响

从八月份分产业用电数据看，第一产业用电量为 112 亿千瓦时，同比增长 5.88%，环比下降 2.61%；第二产业用电量为 2,878 亿千瓦时，同比增长 14.85%，环比下降 2.08%；第三产业用电量为 467 亿千瓦时，同比增长 18.27%，环比增长 15.02%；城乡居民生活用电量为 517 亿千瓦时，同比增长 12.78%，环比增长 18.31%。

可以看出，八月份第一、第二产业用电环比下降，而第三产业和居民生活用电同比、环比均继续大幅上升。这主要是因为今年八月中上旬气温明显偏高，降温用电需求保持高位，使得第三产业和居民生活用电同比大幅上涨。

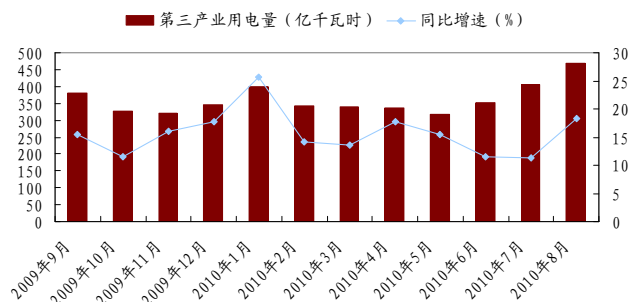
因此，我们认为，八月全国全社会用电量增速保持高位，主要是受高温影响，第三产业和居民生活用电大幅增长弥补了第二产业用电量的下滑。而第三产业和居民生活用电增长明显，抵消了工业用电减少的负面影响。

图表 3 第二产业用电量及同比增速



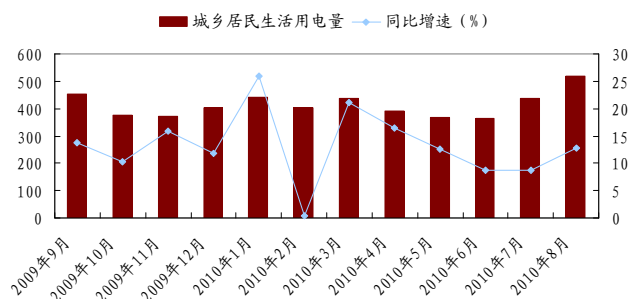
资料来源：中电联、大同证券研究部

图表 4 第三产业用电量及同比增速



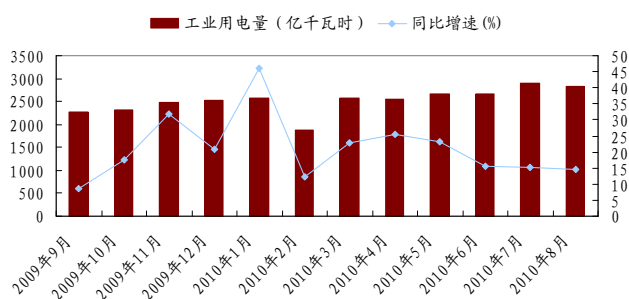
资料来源：中电联、大同证券研究部

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

图表 6 工业用电量及同比增速



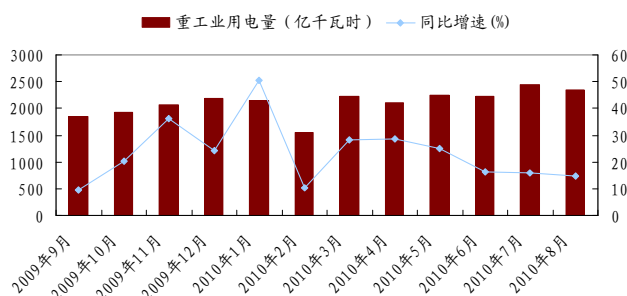
资料来源：中电联、大同证券研究部

(三) 节能降耗显威力，重工业用电环比下降

在第二产业方面，八月份工业用电总量为 2,833 亿千瓦时，同比增长 14.66%，环比较七月份下降 2.28%。其中，轻工业用电量 488 亿千瓦时，同比上涨了 14.15%，环比上涨了 5.86%；重工业用电量 2,345 亿千瓦时，同比增长 14.77%，较七月份增速下降一个百分点，重工业用电量环比下降了 3.82%。

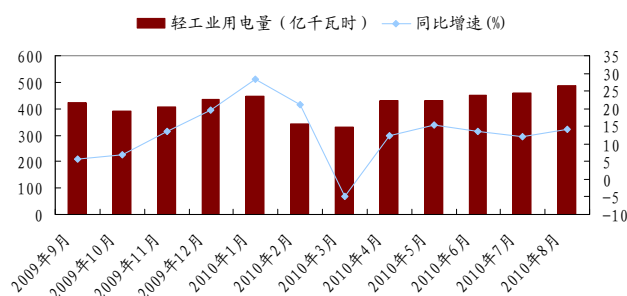
重工业用电环比下降符合我们前几个月的预期。由于节能降耗形势依然非常严峻，国家加强了淘汰落后产能的力度，并采取了严格执行差别电价、扩大高耗能产业停产限电范围等节能降耗措施。我们认为，八月重工业用电环比回落，表明国家节能降耗政策初现成效。考虑到九月底是关停淘汰落后产能等节能降耗政策实施的最后期限，且四季度将是完成十一五节能减排目标的攻坚阶段，预计四季度节能减排政策对用电量影响将达到最大。

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

二、煤价继续回落，大幅下降可能性不大

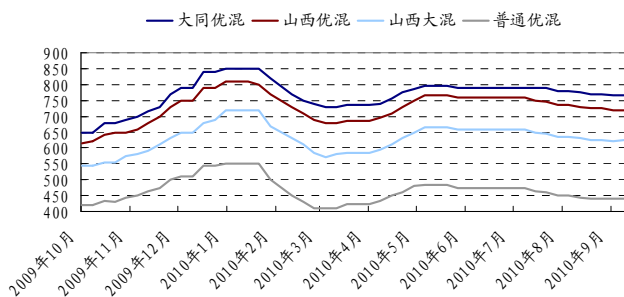
(一) 需求低迷，市场煤价继续回落

虽然 8 月份全国全社会用电量同比仍增长 14%，但是火电与水电增速分化明显。其中，八月火力发电量为 2,951 亿千瓦时，较去年同期上涨了 9.90%；而八月水力发电量为 823 亿千瓦时，较去年同期上涨了 22.30%。此外，八月份全国水电机组的平均利用小时数为 435 小时，较去年同期增长 11.25%；而八月份全国火电机组的平均利用小时数为 453 小时，与去年同期基本持平。

可见，水电发电量增加明显，在很大程度上满足了全国全社会用电量的高增长。因此，水电出力增加挤压了火电利用小时数，使得动力煤需求减弱。我们可以从持续走高的直供电厂煤炭库存和秦皇岛港煤炭库存看出，动力煤需求明显低迷。截至 9 月 20 日，秦港煤炭库存达到了 830.6 万吨，超过了港口库存的警戒线。

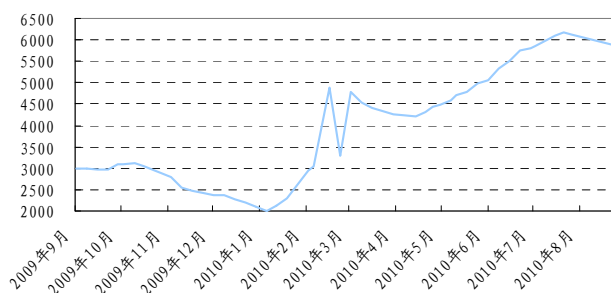
正是因为需求低迷，使得近期市场煤价继续回落。目前，秦皇岛港大同优混、山西优混、山西大混及普通优混的价格分别为 765 元/吨、720 元/吨、625 元/吨、440 元/吨，较八月份同期分别下降了 10 元/吨、10 元/吨、5 元/吨、5 元/吨。

图表 9 秦港动力煤价格走势 (元/吨)



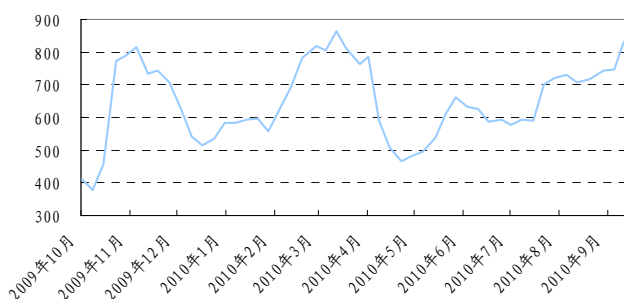
资料来源: CCTD、大同证券研究部

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)

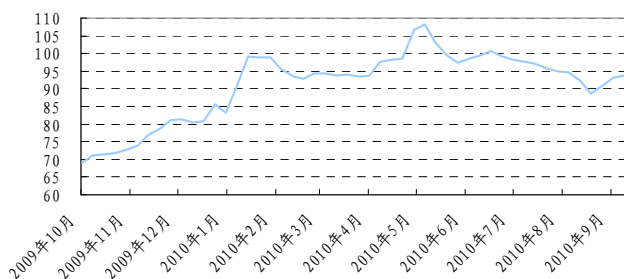


资料来源: CCTD、大同证券研究部

(二) 国内外煤价价差维持, 进口煤保持在高位

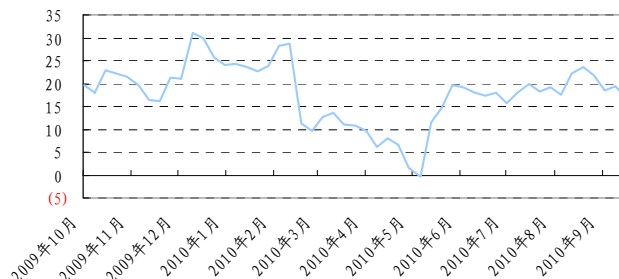
八月份受亚洲市场需求下降预期、国际油价大幅回落等因素影响, 澳大利亚 BJ 动力煤价格一度跌至 88.70 美元/吨, 较五月高位跌幅在 20% 左右。而国内煤价下降幅度相对较小, 秦港与纽港煤价 (FOB) 价差一度回到 20 美元/吨以上。国内外煤价的高价差, 继续刺激了煤炭进口需求。国家海关总署公布的数据显示, 受价差扩大的影响, 八月份我国煤炭进口量进一步回升至 1,326 万吨, 是近四个月来的最高水平。

图表 12 澳大利亚 BJ 动力煤价格走势 (美元/吨)



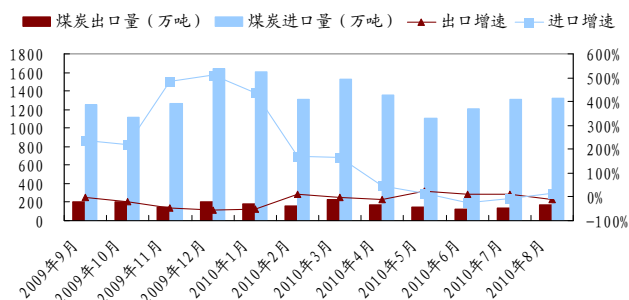
资料来源: CCTD、大同证券研究部

图表 13 秦港与纽港煤价 (FOB) 价差走势 (美元/吨)



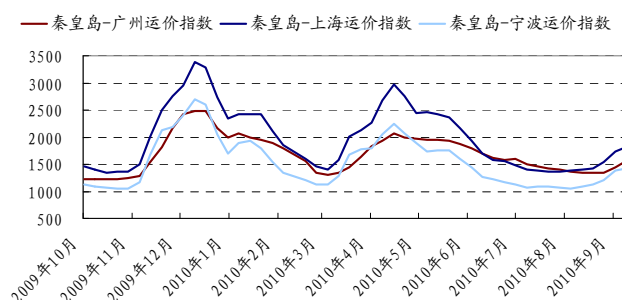
资料来源: CCTD、大同证券研究部

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 沿海煤炭运价指数走势



资料来源：CCTD、大同证券研究部

（三）煤价短期将继续回落，但大幅下降可能性不大

由于在严峻的节能形势下，电煤需求低迷将推动煤价下跌；同时，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。我们维持短期煤价将继续下降的判断。

但是我们认为，从目前情况来看，煤价大幅下降的可能性不大，这主要是考虑到目前煤炭行业集中度较高，煤炭供给弹性较大。同时，国内外煤炭市场关联性加强，也将国内煤炭价格的波动幅度。此外，沿海煤炭运价指数近期呈持续回升态势，或预示需求有好转迹象。

三、关于上调部分省份上网电价报道的分析

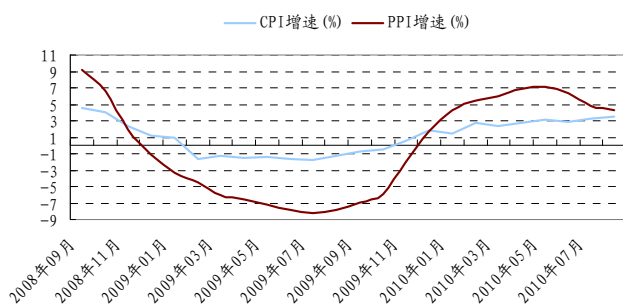
据媒体报道，国家发改委于 9 月 14 日与五大电力集团代表会面，就上调河北、山东、山西、陕西、青海、甘肃和海南七个省份的电价方案征询意见。14 日座谈会讨论的方案除了上调七个省市的方案外，还讨论了上调九个省市和十个省市上网电价方案。

针对以上新闻，我们对电价调整的可能性作出以下分析。

（一）通胀形势依旧严峻，销售电价调整难度大

国家统计局公布的数据显示，八月居民消费价格（CPI）同比上涨 3.5%，涨幅创下年内新高；工业品出厂价格指数（PPI）同比上涨 4.3%，环比下降 0.5 个百分点。数据表明，我国当前的通胀形势依旧十分严峻。鉴于电价上涨将推高通胀的因素，我们坚持认为，短期仍不具备全面上调销售电价的条件。不对称调价（上调上网电价、不上调销售电价）的可能性也不大，因为这有可能使刚刚扭亏的电网企业再度陷入亏损局面。

图表 16 近两年 CPI/PPI 走势



资料来源：国家统计局、大同证券研究部

（二）“冷热不均”仍严重，或先上调部分地区电价

2009 年 11 月国家发改委曾进行不对称电价调整，以解决东西部电厂“冷热不均”的问题。但从目前情况来看，问题并未得到解决。由于山西、河北等省份近年煤价上涨幅度超过了电价上涨幅度，火电企业亏损依旧较为严重，据统计中部地区亏损比例超过了 50%。因此，不排除国家先上调部分煤电矛盾突出地区上网电价的可能性。而且，由于这些省份总发电量占全国比重不高，电价上调对电网企业，或者是通胀形势都不会造成太大的负面影响。

综上所述，我们认为，先上调部分地区电价符合我国目前的实际国情，具有一定的可行性。如果山西、河北等地的火电上网电价上调，将增强当地火电企业的盈利能力，漳泽电力、通宝能源、建投能源等当地火电上市公司，以及在该区域装机规模较大的华电国际将直接受益，但受益的程度仍取决于电价上调幅度。

四、四季度或是火电企业最困难时期

（一）煤价：燃煤成本压力仍然较大

近期煤炭市场价格持续下降的确对火电行业形成利好，但幅度有限。考虑到电煤库存处于高位，煤炭市场呈现“旺季不旺”的现象，秦港动力煤价格近期回落，符合我们此前的预期。但是正如我们在第二节中分析的，未来煤价大幅下降的可能性非常小。

我们认为，未来几个月火电企业燃料成本压力仍然较大。首先，短期煤价下降幅度有限，目前秦港动力煤价格较去年同期仍上涨了 15% 左右，而“煤电联动”迟迟不启动，当前上网电价与去年同期基本持平；其次，合同煤价格上涨已成定局，由于这部分合同煤价格仍低于市场

煤价格，因而这部分成本受市场煤价下跌利好影响较小。

（二）电价：通胀形势严峻，大规模上调电价可能性不大

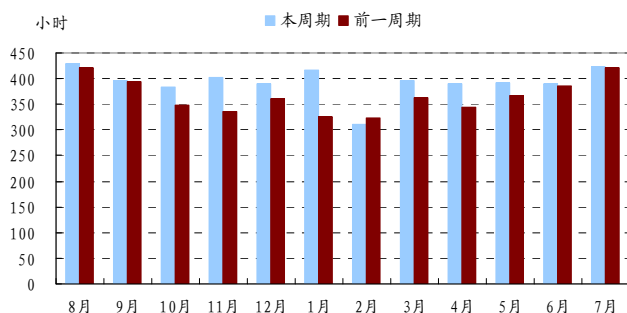
从以上第三节分析可以看出，我国当前的通胀形势依旧十分严峻，要完成全年 CPI 控制在 3% 的调控目标仍需努力，而大规模上调电价将肯定增加通胀压力。同时，从上半年电力行业盈利情况看，虽然火电企业亏损面较大，但整体盈利较为乐观。加上煤价未来再度大幅上涨预期较弱，“煤电联动”的紧迫性有所弱化。因此，我们认为在当前通胀压力较为严峻的形势下，大规模上调电价可能不大，但不排除国家提高电厂亏损严重的部分地区上网电价，以缓解燃煤价格上涨所带来的压力。

（三）利用小时：四季度将受到节能减排负面冲击

我们前期一直强调，今年以来，由于用电需求大幅度增长，电力企业营业收入增长明显，部分抵消了煤炭价格上涨压力，但是由于成本增长的更快，因此火电企业普遍呈现出“增收不增利”的现状。而四季度将是我国节能减排的攻坚阶段，用电需求势必受到严重负面影响，这一点可以从八月重工业用电环比下降中看出。而用电需求减少，将降低机组利用小时，火电企业一直依赖的营业收入也将受到负面影响。

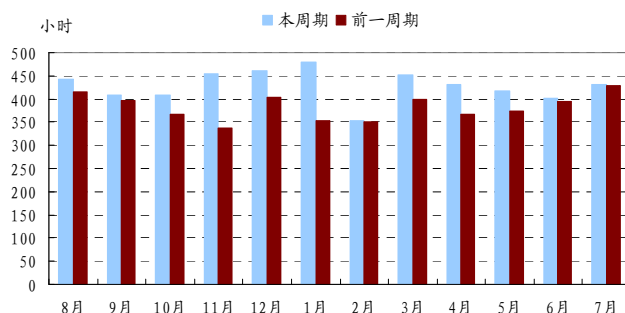
综上所述，考虑到四季度受节能减排政策影响，用电需求将出现较大负面冲击，今年以来火电企业借以克服煤炭价格上涨压力的高火电利用小时将承压；加上“煤电联动”重启可能性较小，煤价也不具备大幅下跌的条件。因此，我们预计，四季度将是火电企业最困难的时期。待至明年年初，节能减排任务完成，用电需求恢复，困难才会得到缓解。可见，由节能减排带来的困难会集中体现在四季度，也就是这种困难是阶段性的。

图表 17 全国全部机组平均利用小时数



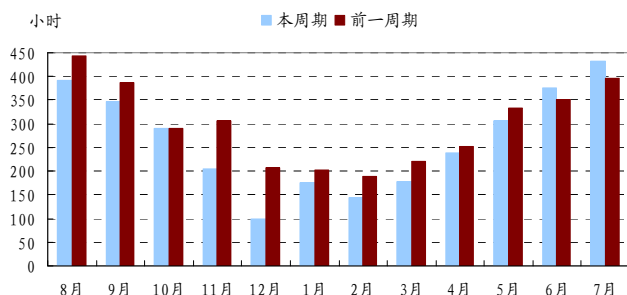
资料来源：中电联、大同证券研究部

图表 18 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 19 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

五、维持“中性”投资评级，关注业务转型和新能源个股

二级市场上，近一个月电力行业指数微涨了 0.33%，与大盘走势基本一致。但个股活跃度明显提高，受多晶硅价格持续上涨刺激，我们在上期月度报告中放入投资组合的乐山电力涨幅超过 30%。而资产重组也成为了个股股价的催化剂，本月建投能源、川投能源、九龙电力因出台了资产重组预案或者计划，受到了市场投资者的追捧。

在估值方面，电力行业对应 2009 年的静态市盈率为 30.02 倍，较 A 股平均水平 23.26 倍明显偏高。由于 2010 年业绩环比有所下降，若按动态市盈率计算，电力行业估值劣势更加明显。从市净率看，电力行业整体市净率为 2.28 倍，低于 A 股市场平均 3.01 倍的水平。市净率和市盈率的差异，主要是由于电力行业资产回报率明显低于其它行业，也低于 A 股市场平均水平。

电价改革步伐有所放缓，“煤电联动”又迟迟不能顺利启动，造成了电力行业目前景气度较低；而节能减排政策实施，将影响电力企业严重依赖的未来几个月用电量，四季度将是火电企业最困难的时期。此外，从当前估值水平看，电力行业估值劣势较为明显。我们认为电力行业仍不具备行业性投资机会，维持电力行业整体“中性”的投资评级。具有成本优势企业仍是行业首选，而业务转型和新能源个股是中短线投资热点。

业务转型个股具备投资机会：我们在前期系列报告中指出，资产整合是未来两年电力行业的持续热点。但是由于火电资产的低盈利能力，注入上市公司后对业绩的改善能力有限。因此，在目前电价改革尚未取得突破的情况下，我们更为看好转型为非电力企业或者是新能源类企业的电力上市公司。例如五大电力集团下面的九龙电力、长源电力、ST 能山等，可以作为重点关注对象。

具有新能源业务相关上市公司：主要是指水电上市公司，以及有其它新能源业务的电力公

司。水电受益于今年汛期来水好于往年，全年的业绩有望高于预期，建议继续关注。而具有其他其它新能源业务的电力公司，由于受益于行业的高成长性，以及政策的明确支持，也值得重点关注。

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、新能源相关电力企业：长江电力、乐山电力

图表 20 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	4.16	0.007	-0.119	-0.093	594.29	—	—	中性
穗恒运 A	14.03	0.947	0.733	1.098	14.82	19.14	12.78	谨慎推荐
国电电力	3.26	0.147	0.178	0.225	22.25	18.31	14.49	谨慎推荐
内蒙华电	8.29	0.204	0.461	0.584	40.64	17.98	14.20	谨慎推荐
通宝能源	5.43	0.008	0.050	0.060	678.75	108.60	90.50	中性
长江电力	7.61	0.285	0.416	0.436	26.70	18.28	17.47	谨慎推荐
黔源电力	19.28	0.240	0.408	0.735	80.33	47.25	26.23	谨慎推荐
凯迪电力	14.81	0.324	0.403	0.441	45.71	36.75	33.58	谨慎推荐
华能国际	6.06	0.421	0.351	0.385	14.39	17.26	15.74	谨慎推荐
乐山电力	14.44	0.174	0.347	0.606	82.99	41.61	23.83	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。