

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 3 月报：水电受困于旱、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）

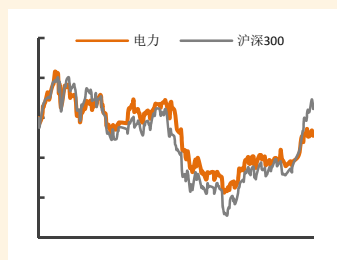
——2010 年 5 月报：煤价走高令火电堪忧（中性）

——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）

——2010 年 9 月报：节能减排压力或致工业用电量环比大幅下滑（中性）

电力板块近 1 年走势

□ 节能减排和长假因素将致 10 月电力需求环比持续下滑

我们在 9 月报中指出，节能减排压力促使各地方政府在“十一五”末期对高能耗产业进行突击拉闸限电限产。这一现象对电力需求的影响已经在 9 月份的用电数据中得到明显体现，四大高能耗产业主要产品产量持续下滑，工业用电量环比大幅下滑 17%。我们认为，10 月份限产限电的影响将进一步向纵深发展，同时加上国庆长假因素的影响，工业用电量环比将继续呈现下滑态势。我们预计，10 月份全社会用电量为 3200 亿千瓦时左右，环比下滑 8.5%，同比增长约 2.1%；1-10 月累计用电量约为 34642 亿千瓦时，同比增幅为 16.3%。

□ 多因素致电厂提前进行冬季储煤、动力煤价格已进入上升通道

动力煤供给方面仍然比较充裕，9 月份山西省原煤产量为 6303 万吨，同比增加 21.1%。煤矿的兼并整合进一步提速，近日发改委下发《关于加快推进煤矿企业兼并重组若干意见的通知》，全国将形成一批年产 5000 万吨以上的特大型煤矿企业，占全国总产量的比例达到 50%以上。动力煤需求方面，我们在 9 月报中指出，虽然三季度用电增速下滑以及水电机组出力增多等因素降低了对动力煤的需求，但在进入四季度电力需求旺季后煤炭价格将开始上行。目前来看，各地电厂已经提前开始冬季储煤工作，主要原因一是传统需求旺季的来临；二是去年同期因天气因素导致的煤炭价格和运输价格大幅攀升，使得各电厂在今年提前开始冬季储煤；三是美元贬值导致资源类产品价格上涨的预期；四是“千年极寒”传言加强了对冬季煤炭和电力需求的预期。综上情况，我们认为动力煤价已经进入上行通道。10 月底秦皇岛主要动力煤价格环比已上涨 4%左右，而煤炭沿海干散货运价指数也快速攀升致去年 12 月份水平。

□ 三季度火电再次濒临亏损边缘、上网电价上调预期加强

我们在 9 月报中指出，由于受制于下游需求减弱预期和上游燃料成本的上升，火电企业将再次濒临亏损边缘。从已经发布三季报的火电上市企业来看，销售毛利率、净利率和净资产回报率等主要财务指标均同比、环比均呈下滑态势，一些企业三季度单季已经出现亏损。前期市场传闻山东、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，四季度动力煤价格已经进入上行通道，火电企业将面临更大的成本压力，若未来一段时间不调整上网电价，则四季度单季或将出现大面积亏损的情况。但在 9 月份 CPI 再创新高、央行加息的情况下，上网电价在短时间内上调的难度很大。但我们预计，在居民阶梯电价方案执行之后，新一轮上网电价的调整或将启动。

□ 投资建议

总体上我们仍对电力行业维持“中性”的评级，水电子行业我们继续给予“增持”的评级。三季度，文山电力（600995）、明星电力（600101）、黔源电力（002039）等我们前期推荐的水电企业均表现优异，印证了我们之前“水电企业三季度最好机会”。我们判断四季度枯水期来水情况应显著好于去年同期，水电企业或继续游表现机会。另外，随着居民阶梯电价方案的出台，可关注自有电网类企业如明星电力（600101）、文山电力（600995）、西昌电力（600505）、乐山电力（600644）和郴电国际（600969）等。其次，我们强烈推荐将转型为电力环保业务的九龙电力（600292），以及具有电力环保业务的深圳能源（600027）等。

正文目录

一、节能减排和长假因素将致 10 月电力需求环比持续下滑	4
二、多因素致电厂提前冬季储煤、动力煤价格已进入上升通道	7
三、3 季度火电再次濒临亏损边缘、上网电价上调预期加强	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

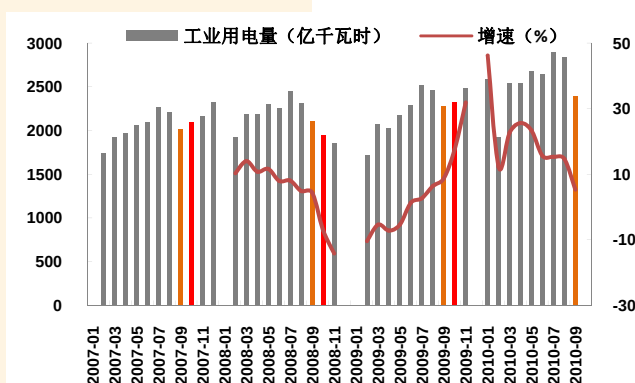
表目录

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、节能减排和长假因素将致 10 月电力需求环比持续下滑

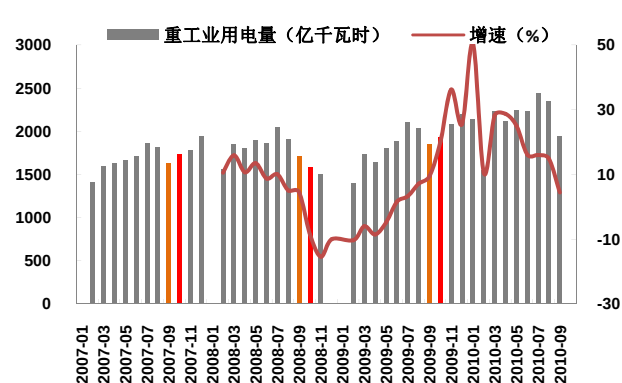
我们在 9 月报中指出，节能减排压力促使各地方政府在“十一五”末期对高能耗产业进行突击拉闸限电限产。这一现象对电力需求的影响已经在 9 月份的用电数据中得到明显体现，四大高能耗产业主要产品产量持续下滑，工业用电量环比大幅下滑 17%，当月工业用电需求对全社会总用电需求的贡献值仅为 44.2%，大幅度低于 1-8 月 75% 以上的平均水平。

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



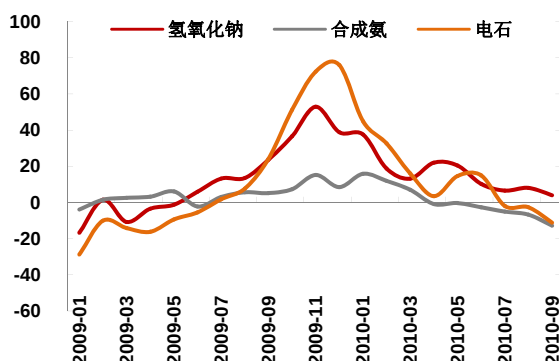
数据来源：Wind 湘财证券研究所

从历史数据来看，除去 2008 年由于金融危机影响造成的大幅下滑，9 月份工业用电量通常为下半年低点，10 月份工业用电量环比将有小幅提升。但正如我们在 9 月报中所指出的：在节能减排的压力下，各地方政府为完成指标将利用四季度对高能耗行业进行拉闸限电限产。

我们监测的四大高能耗产业 10 项主要产品中，产量负增长产品由 8 月份的 4 项增加到 6 项、其余 4 项回落至 10% 以内。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。从 9 月的用电数据来看，这一迹象已经比较明显，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较大的影响。

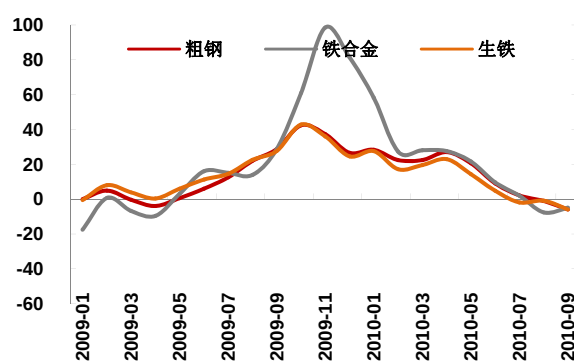
我们认为，各地政府突击节能减排的行为将至少保持到年末。因此，虽然 4 季度的 11-12 月是下半年的用电高峰，但考虑到以上影响因素，工业用电量将继续保持在一个下滑通道中。

图 3：2009-2010 年化工行业主要产品产量



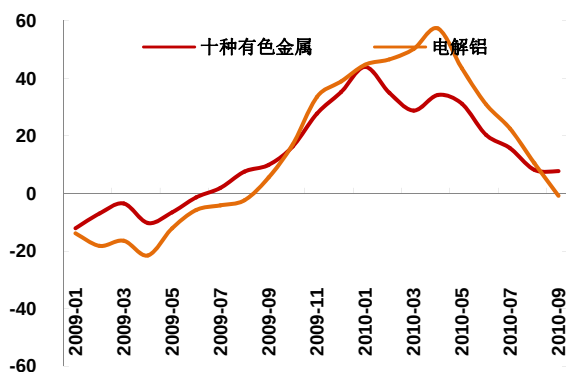
数据来源：Wind 湘财证券研究所

图 4：2009-2010 年钢铁行业主要产品产量



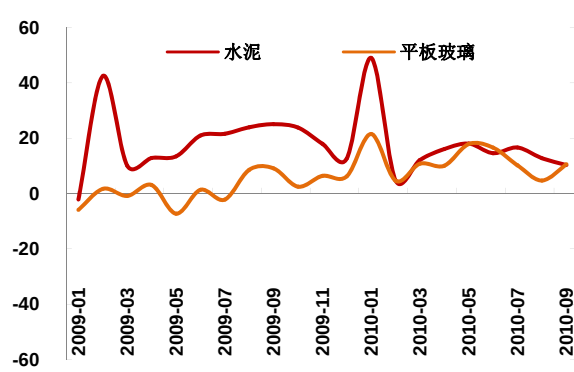
数据来源：Wind 湘财证券研究所

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

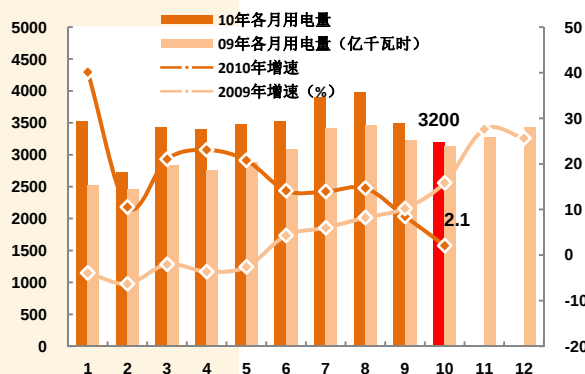
图 6：2009-2010 年建材行业主要产品产量



数据来源：Wind 湘财证券研究所

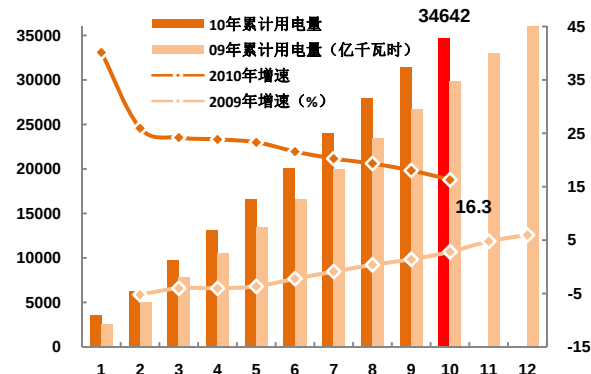
综上判断，我们认为 10 月份工业用电量受节能减排影响以及国庆长假因素的影响，环比将继续呈现下滑态势，从而影响全社会用电需求。我们预计，10 月份全社会用电量为 3200 亿千瓦时左右，环比下滑 8.5%，同比增长约 2.1%；1-10 月累计用电量约为 34642 亿千瓦时，同比增幅为 16.3%。工业用电量对 10 月份用电需求增长的贡献将继续保持低位运行态势。

图 7：2009-2010 年月用电量情况（10 月预测）



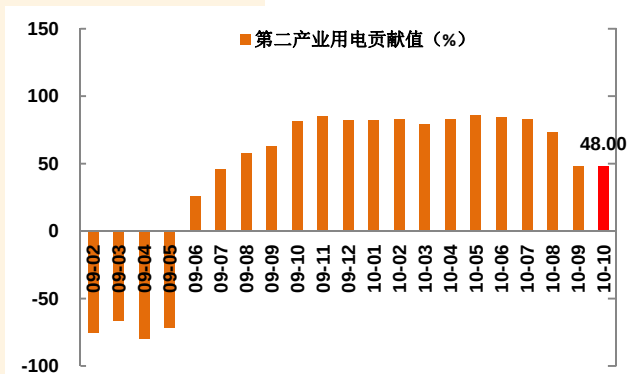
数据来源：中电联 湘财证券研究所

图 8：2009-2010 年累计用电量情况（9 月预测）



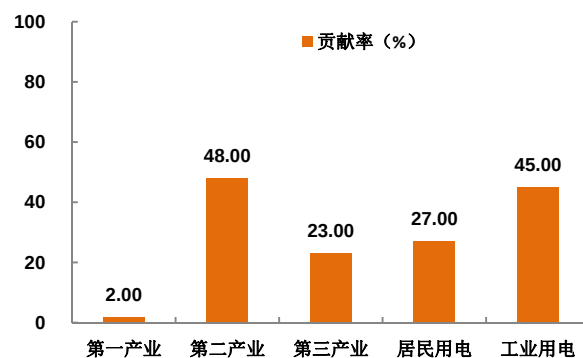
数据来源：中电联 湘财证券研究所

图 9：2009-2010 二产用电贡献值（10 月预测）



数据来源：湘财证券研究所

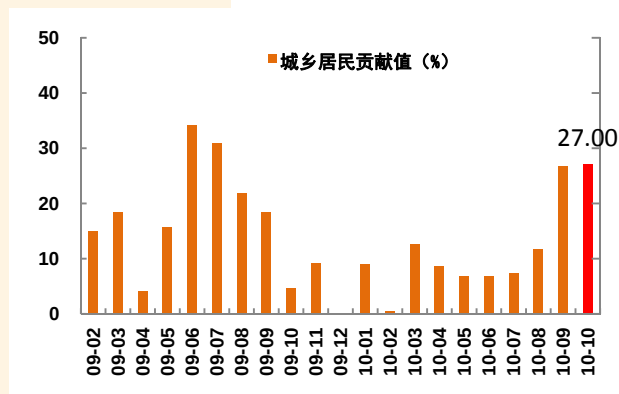
图 10：10 月份各产业用电量贡献值预测



数据来源：湘财证券研究所

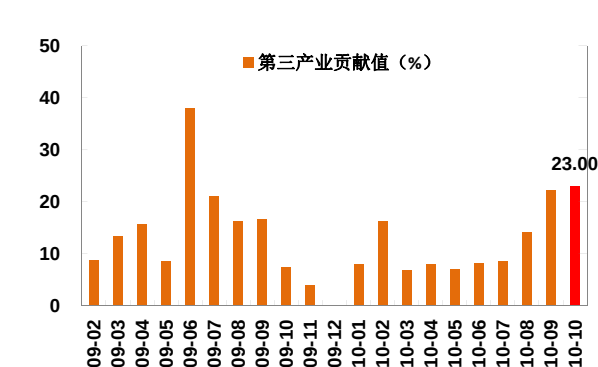
随着冬季的来临，我们预计 10 月份居民和第三产业用电将逐步升高，环比增幅或并不显著，但对当月用电增长的贡献值将继续攀升。

图 11: 2009-2010 居民用电贡献值 (10 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 (10 月预测)

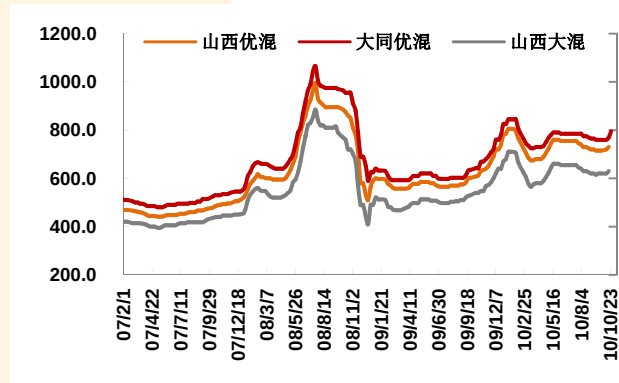


数据来源：湘财证券研究所

二、多因素致电厂提前冬季储煤、动力煤价格已进入上升通道

10 月中旬以来，秦皇岛主要动力煤价出现明显的回升趋势，10 月底秦皇岛主要动力煤价格环比已上涨 25-35 元/吨，幅度为 4% 左右。东部地区各主要电厂动力煤到厂价格上涨幅度与之相当。进口煤炭方面，澳大利亚 BJ 现货煤炭价格已经触底反弹，10 月底价格环比 9 月已经上涨 3.5% 左右。我们认为动力煤供给方面仍然较为充沛，但需求的上升是导致煤炭价格回升的主要原因。

图 13: 秦皇岛动力煤价格走势



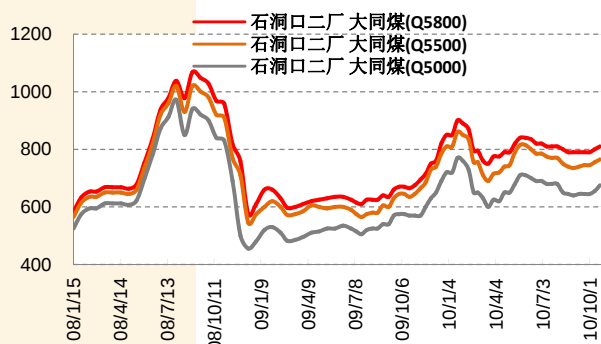
数据来源：Wind 湘财证券研究所

图 14: 澳大利亚 BJ 煤炭现货价格



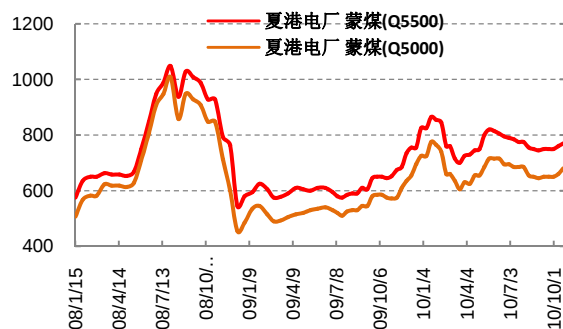
数据来源：Wind 湘财证券研究所

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

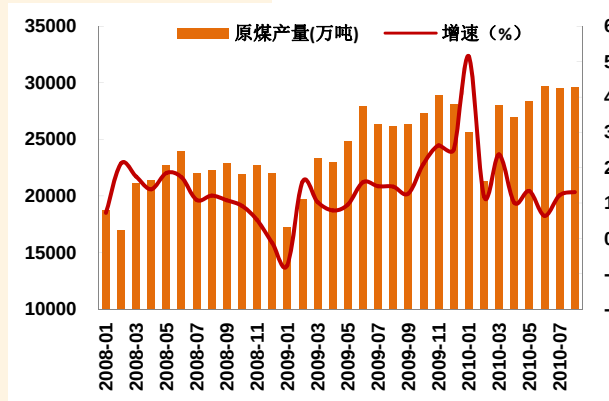
图 16：动力煤到厂煤价走势（夏港）



数据来源：Wind 湘财证券研究所

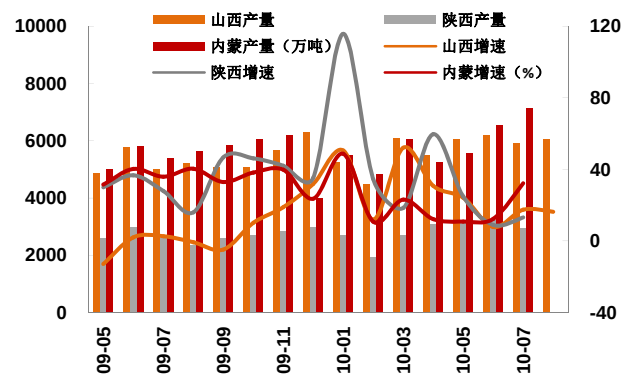
动力煤供给方面仍然比较充裕，9 月份山西省原煤产量为 6303 万吨，同比增加 21.1%。煤矿的兼并整合进一步提速，近日发改委下发《关于加快推进煤矿企业兼并重组若干意见的通知》，全国将形成一批年产 5000 万吨以上的特大型煤矿企业，占全国总产量的比例达到 50%以上。随着主要煤炭生产省份行业整合的进行，煤炭供给面将继续保持相对宽松的局面。

图 17：全国原煤月产量情况



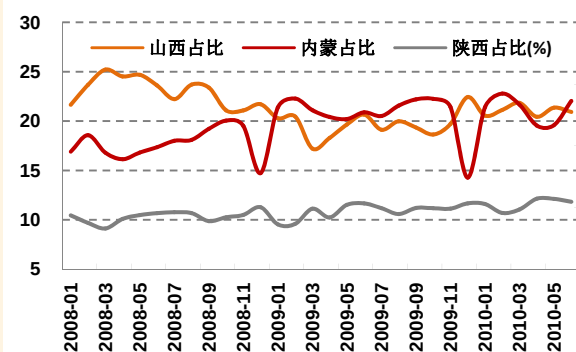
数据来源：Wind 湘财证券研究所

图 18：主要煤炭产地月产量及增速



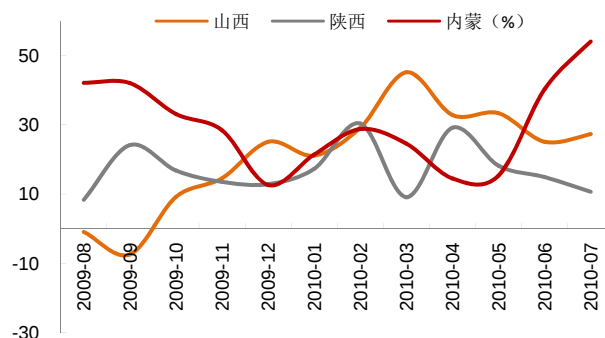
数据来源：Wind 湘财证券研究所

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

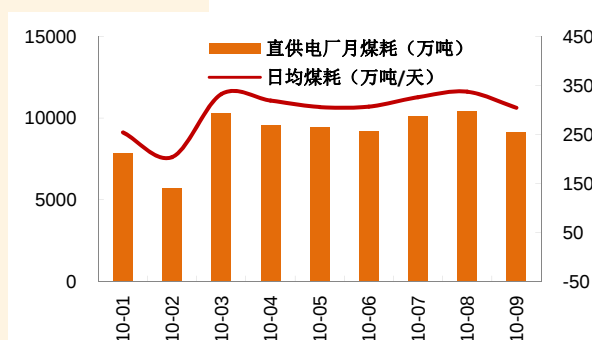
图 20：主要煤炭产地月产量贡献值情况



数据来源：Wind 湘财证券研究所

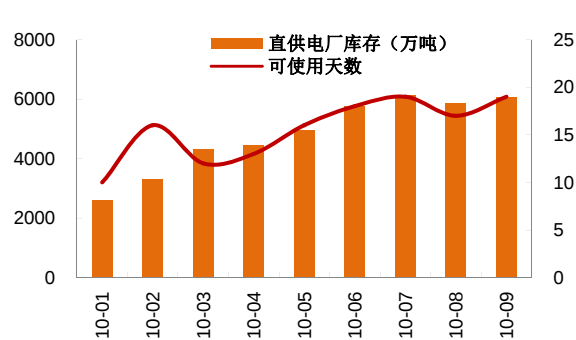
我们认为动力煤需求的增加，是导致煤炭价格上行的主要因素。我们在 9 月报中指出，虽然三季度用电增速下滑以及水电机组出力增多等因素降低了对动力煤的需求，但在进入四季度电力需求旺季后煤炭价格将开始上行。目前来看，各地电厂已经提前开始冬季储煤工作，主要原因一是传统需求旺季的来临；二是去年同期因天气因素导致的煤炭价格和运输价格大幅攀升，使得各电厂在今年提前开始冬季储煤；三是美元贬值导致资源类产品价格上涨的预期；四是“千年极寒”传言加强了对冬季煤炭和电力需求的预期。综上情况，我们认为动力煤价已经进入上行通道。10 月底秦皇岛主要动力煤价格环比已上涨 4% 左右，而煤炭沿海干散货运价指数也快速攀升致去年 12 月份水平。

图 21：直供电厂动力煤消耗量



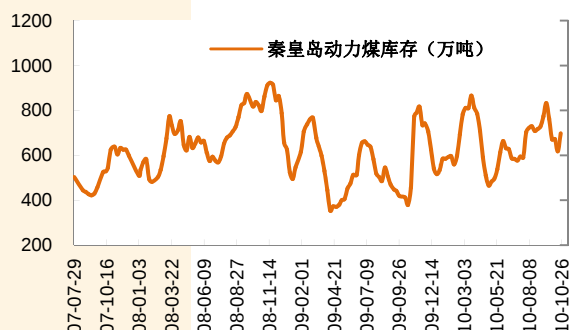
数据来源：Wind 湘财证券研究所

图 22：直供电厂动力煤库存



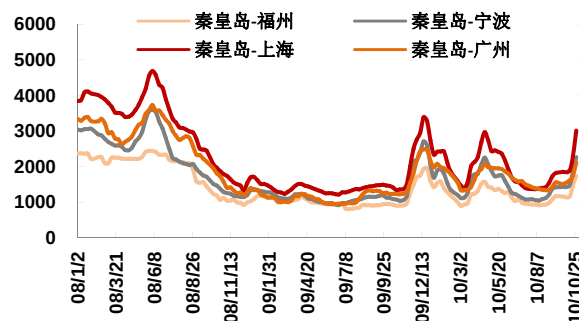
数据来源：Wind 湘财证券研究所

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

虽然9月份直供电厂日均耗煤量仅为304万吨，环比8月的337万吨下滑明显。但在上述因素的预期影响下，各地电厂提前开始了冬季储煤的工作。9月末直供电厂电煤库存达到6059万吨，较8月末的5860万吨上升3.4%；可用天数达到19天，较8月末提高了2天。而秦皇岛动力煤库存则保持在700万吨左右。我们认为，在各地电厂动力煤库存充裕的情况下，煤炭价格出现明显回升，量升价涨的态势说明第四季度动力煤已经进入一个上行通道。

三、3 季度火电再次濒临亏损边缘、上网电价上调预期加强

我们在 9 月报中指出，由于受制于下游需求减弱预期和上游燃料成本的上升，火电企业将再次濒临亏损边缘。从已经发布三季报的火电上市企业来看，销售毛利率、净利率和净资产回报率等主要财务指标均同比、环比均呈下滑态势，一些企业三季度单季已经出现亏损。前期市场传闻山东、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，四季度动力煤价格已经进入上行通道，火电企业将面临更大的成本压力，若未来一段时间不调整上网电价，则四季度单季或将出现大面积亏损的情况。但在 9 月份 CPI 再创新高、央行加息的情况下，上网电价在短时间内上调的难度很大。但我们预计，在居民阶梯电价方案执行之后，新一轮上网电价的调整或将启动。

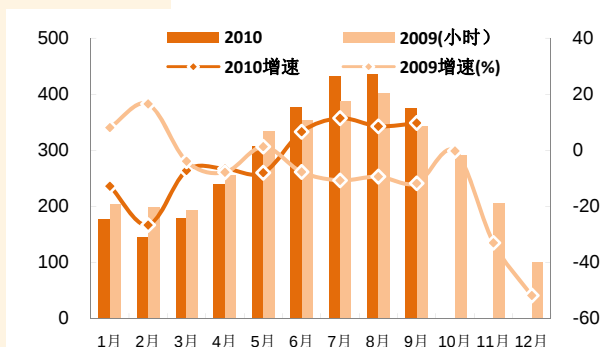
资产重组成为火电行业为数不多的热点，如建投能源、穗恒运 A 等。我们认为，外延式扩张短期内可提升火电企业盈利能力，但长远来看仍将受制于煤电价格体系。值得特别关注的是九龙电力，其主营业务由电力生产转变为电力环保将是一大看点。

表 1：火电企业三季度业绩情况

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	25.07	19.48	13.68	9.80	174558	134107
000539.SZ	粤电力 A	21.80	13.54	9.61	6.68	89009	67409
000543.SZ	皖能电力	5.10	0.19	3.21	4.35	13030	16421
000600.SZ	建投能源	17.93	12.08	3.60	1.03	10559	2988
000601.SZ	韶能股份	30.43	29.02	2.01	3.43	5847	10195
000690.SZ	宝新能源	32.64	20.68	15.85	6.92	45498	21249
000720.SZ	ST 能山	10.19	6.34	-6.71	1.31	-5580	1190
000767.SZ	漳泽电力	2.45	-6.59	-4.46	-19.25	-9491	-36450
000875.SZ	吉电股份	8.08	6.14	-0.63	0.35	-1444	860
000899.SZ	赣能股份	18.15	10.56	4.65	-1.27	6878	-1857
000966.SZ	长源电力	10.29	4.23	-2.58	-19.72	-3441	-24717
001896.SZ	*ST 豫能	-54.11	5.56	-54.53	-35.44	-13982	-15205
600011.SH	华能国际	15.83	11.55	10.38	7.61	413061	314629
600021.SH	上海电力	9.88	8.35	4.92	0.04	28058	210
600027.SH	华电国际	16.90	7.90	7.59	-2.30	90773	-34842
600098.SH	广州控股	19.59	15.61	6.07	6.35	52381	57292
600292.SH	九龙电力	10.55	8.96	3.95	3.21	3274	2962
600452.SH	涪陵电力	11.58	9.94	1.92	1.10	901	517
600642.SH	申能股份	19.39	12.21	9.52	7.54	140022	115495
600674.SH	川投能源	40.02	47.30	6.78	5.97	13251	32915
600726.SH	华电能源	6.59	3.11	-7.82	-10.44	-23700	-30988
600744.SH	华银电力	-0.43	0.36	-31.50	-39.09	-44797	-51421
600780.SH	通宝能源	10.32	9.59	1.34	1.60	2243	2689
600795.SH	国电电力	19.64	15.10	8.87	7.02	136422	132069
600863.SH	内蒙华电	23.43	26.55	7.19	17.49	23310	72373
600886.SH	国投电力	17.97	23.13	4.52	5.08	17963	44460
601991.SH	大唐发电	17.32	18.16	4.00	5.36	102661	159646
中位数		16.90	10.56	4.00	3.21	13030	2988
算术平均		13.58	12.56	0.79	-0.94	46936	36822

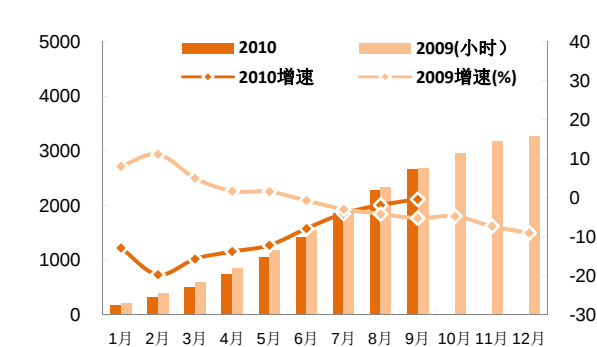
数据来源：Wind 湘财证券研究所

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

水电机组利用小时继续保持良好的上升势头，9 月份单月为 375 小时，同比增加 33 小时；1-9 月累计为 2660 小时，已几乎与去年同期持平。虽然即将计入四季度枯水期，但我们认为来水情况将肯定好于去年同期，水电或将有继续表现的机会。

表 2: 水电企业三季报业绩情况

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	36.08	53.06	5.92	7.42	8485	11540
002039.SZ	黔源电力	51.73	52.05	2.70	8.79	1566	5560
600101.SH	明星电力	31.60	29.01	8.47	7.90	9110	9773
600116.SH	三峡水利	28.81	28.52	10.64	6.44	5813	6262
600131.SH	*ST 岷电	8.54	16.95	-17.77	15.34	-8464	8960
600236.SH	桂冠电力	37.82	34.00	6.21	16.35	25253	52242
600310.SH	桂东电力	26.29	24.66	7.94	10.22	5550	11355
600505.SH	西昌电力	53.24	42.08	38.42	12.97	15503	6034
600644.SH	乐山电力	28.28	24.72	8.18	8.27	5481	5951
600868.SH	ST 梅雁	22.15	21.23	0.21	10.17	407	21252
600900.SH	长江电力	64.89	65.02	9.14	11.01	390114	716381
600969.SH	郴电国际	20.90	22.07	7.71	8.09	4935	6290
600979.SH	广安爱众	41.45	35.39	8.01	4.76	3356	4065
600995.SH	文山电力	30.64	27.26	10.42	11.61	9419	11501
中位数		31.12	28.77	7.98	9.48	5682	9367
算术平均		34.46	34.00	7.59	9.95	34038	62655

数据来源：Wind 湘财证券研究所

四、投资建议

总体上我们仍对电力行业维持“中性”的评级，水电子行业我们继续给予“增持”的评级。三季度，文山电力（600995）、明星电力（600101）、黔源电力（002039）等我们前期推荐的水电企业均表现优异，应证了我们之前“水电企业三季度最好机会”。我们判断四季度枯水期来水情况应显著好于去年同期，水电企业或继续游表现机会。另外，随着居民阶梯电价方案的出台，可关注自有电网类企业如明星电力（600101）、文山电力（600995）、西昌电力（600505）、乐山电力（600644）和郴电国际（600969）等。其次，我们强烈推荐将转型为电力环保业务的九龙电力（600292），以及具有电力环保业务的深圳能源（600027）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。