



行业月度分析

1 Dec 2010 | 14 pages

火电受制煤价攀升，水电经营持续回升

— 电力行业 2010 年 11 月月报

史海昇 执业证书编号: S1230209120122
 86-21-64718888
 zsyj@stocke.com.cn

本报告导读:

- 10月发电量同比增幅继续回落
- 水电经营面持续向好，但仍不是丰水年
- 动力煤价格上涨迅速

投资要点:

■ 10月发电量同比增幅继续回落

10年10月全国规模以上电厂单月发电量为3329亿千瓦时，环比下降-4.5%，同比增长5.9%，环比降幅较上月的-10.7%已经收窄，同比增幅较上月的8.1%进一步减少，仍处下降通道。

10年1-10月份，全国规模以上发电厂累计发电量为34,216亿千瓦时，同比增长14.9%。其中火电27,377亿千瓦时，同比增长14.4%；水电5,629亿千瓦时，同比增长16.2%；核电570亿千瓦时，同比增长2.3%。

■ 水电经营面持续向好，但仍不是丰水年

今年入夏以后，三峡上游来水情况较去年同期明显好转，7月汛期三峡上游来水入库流量同比增速一度高达44.1%。10月，三峡上游来水日均入库流量达13,794立方米/秒，同比上升9.7%，但较08年的15,340立方米/秒仍较低。

■ 装机容量增速高于发电量增速，火电利用小时数持续走低

10年9月开始火电发电量增速又开始低于装机容量增速，火电利用小时数同比步入下行通道。10年10月火电发电同比下降-0.6%，火电累计装机增速为8.1%。10月份，火电月度利用小时数为390，比去年同期减少19个小时，同比下降4.4%。

■ 动力煤价格上涨迅速

随着丰水期的结束，水电月度发电量逐渐下降，火电占比逐月回升。进入10月以后，动力煤价格突破前期箱体，呈现明显上涨趋势。以秦皇岛港口山西优混煤为例，截至11月中旬，其价格已经上涨到850元左右，较10月初上涨接近11.8%；而与09年同期相比，涨幅更是高达18.7%。同期，海外动力煤价格涨幅更巨，澳洲BJ煤价同期涨幅达16.6%。

■ 投资建议

水电经营面持续向好，入冬以来西南无旱情征兆，水电企业财务状况同比明显改善，维持对水电行业的“买入”评级。动力煤价格回升、火电利用小时数下降，火电企业盈利状况不容乐观。对火电行业给予“中性”评级。

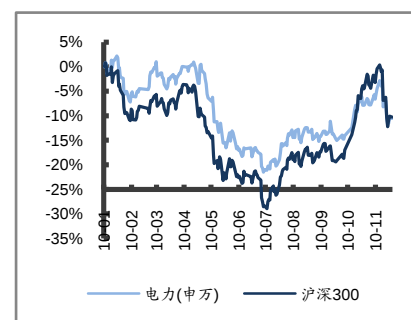
建议关注经营面向好，反弹幅度较小的水电、电网类企业如桂冠电力。

细分行业评级

火电	中性
水电	买入
电网	买入

公司推荐

桂冠电力	买入
宝新能源	买入
文山电力	中性



报告撰写人: 史海昇

数据支持人: 袁佳平



正文目录

1. 受制于节能减排，发电量增幅继续回落.....	4
1.1. 10月发电量同比增幅仍处下降通道.....	4
1.2. 来水恢复年，水电经营面同比回升.....	5
1.3. 各省发电量增速差异扩大.....	6
1.4. 火电装机容量增速保持较低水平.....	7
2. 重工业拉动用电量增速.....	8
2.1 重工业需求仍用电量增长的主要驱动.....	8
2.2 “千年极寒”之伪命题.....	9
3. 水电利用小时持续回升.....	10
3.1 1-10月累计利用小时数同比增长.....	10
3.2 水电利用小时数单月值冲高回落.....	10
3.3 火电10月月度利用小时数同比下降.....	11
4. 动力煤价格快速回升.....	11
5. 维持水电的“买入”评级、火电“中性”评级.....	12



图表目录

图 1: 10 月月度发电量增速继续回落	4
图 2: 累计发电量同比增速逐渐下降	5
图 3: 三峡水库入库流量 (M3/S)	5
图 4: 10 年 10 月全国降水距平百分图	5
图 5: 09 年 10 月全国降水距平百分图	5
图 6: 火电比重触底回升至 77%	6
图 7: 月度发电量同比变化	6
图 8: 月度发电量环比变化	6
图 9: 1-10 月各省累计发电量增速同比排名	7
图 10: 10 月各省发电量同比增速排名	7
图 11: 6000 千瓦以上机组装机容量同比增速	8
图 12: 火电装机增速低于发电量增速	8
图 13: 重工业用电同比增速居前	9
图 14: 10 年 11 月全国气温距平图	9
图 15: 09 年 11 月全国气温距平图	9
图 16: 发电机组利用小时数同比回升	10
图 17: 月度利用小时数水电冲高回落	10
图 18: 10 月火电月度利用小时数同比下降	11
图 19: 秦皇岛港动力煤平仓价	11
图 20: 澳洲 BJ 煤炭现货价格	11
图 21: 10 月秦皇岛港煤炭库存下降	12
表 1: 10 月全社会用电结构	9



1. 受制于节能减排，发电量增幅继续回落

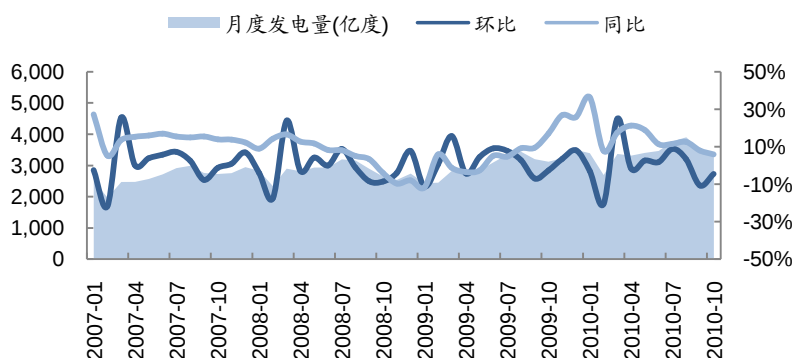
1.1. 10月发电量同比增幅仍处下降通道

2010年10月，全国规模以上电厂单月发电量为3329亿千瓦时，环比下降-4.5%，同比增长5.9%，环比降幅较上月的-10.7%已经收窄，同比增幅较上月的8.1%进一步减少，仍处下降通道。

其中火力发电2563亿千瓦时，同比下降-0.6%，环比下降-1.5%；水力发电630亿千瓦时，同比大幅增长43.0%，环比则由于季节性因素下降-16.6%；核电发电69亿千瓦时，同比增长3.9%。

10月单月发电量同比增幅仅为5.9%，是由于临近“十一五”期末，各地为完成节能减排目标而对高耗能行业进行电力供应限制的结果。

图 1: 10月月度发电量增速继续回落



资料来源：WIND，浙商证券研究所

从历史数据来看，在我国，发电量环比增速在一年之内基本呈现3个波段：

由于中国春节假期的缘故，每年的1-2月份用电量环比下降明显，并在2月份达到谷底。而随着3月份制造业的复产，发电量会出现一个明显的年内最高环比增幅，此后增幅趋缓。

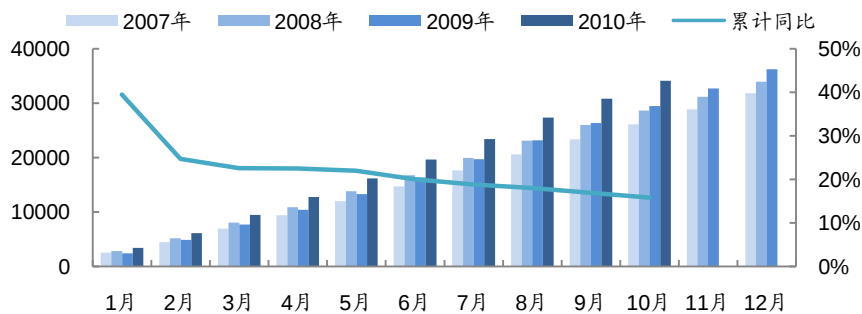
随着夏季炎热高温天气的到来，用电需求增加，发电量增速将会在7月份出现一个较小的波段峰值，而8-11月份增幅逐渐回落，甚至环比出现负值。

在严冬来临气温较低之时，发电量在11-12月份将环比明显攀升。而由于此后春节假期用电量的下降，发电量环比增幅在每年12月出现第三个峰值。

10年1-10月份，全国规模以上发电厂累计发电量为34,216亿千瓦时，同比增长14.9%。其中火电27,377亿千瓦时，同比增长14.4%；水电5,629亿千瓦时，同比增长16.2%；核电570亿千瓦时，同比增长2.3%。



图 2: 累计发电量同比增速逐渐下降

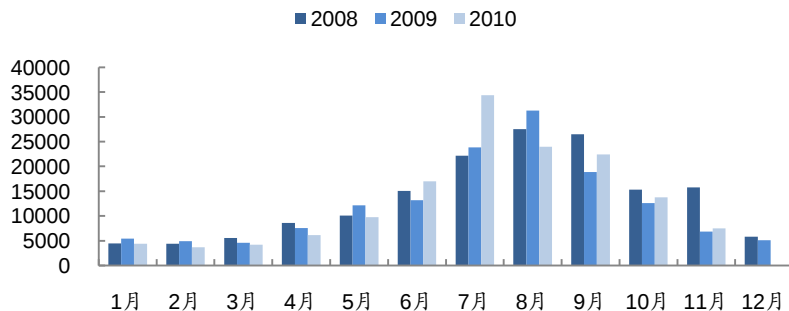


资料来源: WIND, 浙商证券研究所

1.2. 来水恢复年, 水电经营面同比回升

今年入夏以后, 三峡上游来水情况较去年同期明显好转, 7 月汛期三峡上游来水入库流量同比增速一度高达 44.1%。10 月, 三峡上游来水日均入库流量达 13,794 立方米/秒, 同比上升 9.7%, 但较 08 年的 15,340 立方米/秒仍较低。

图 3: 三峡水库入库流量 (m3/s)



资料来源: 长江三峡集团公司, 浙商证券研究所

从 10 月的全国降水距平图可以看到, 主要干流起源的西部地区降水量较为充沛, 而西南部的雨量仍然偏少, 但与 09 年同期相比, 降水量明显好转, 去年冬季始发的西南干旱至今没有重来之虞。

图 4: 10 年 10 月全国降水距平百分图

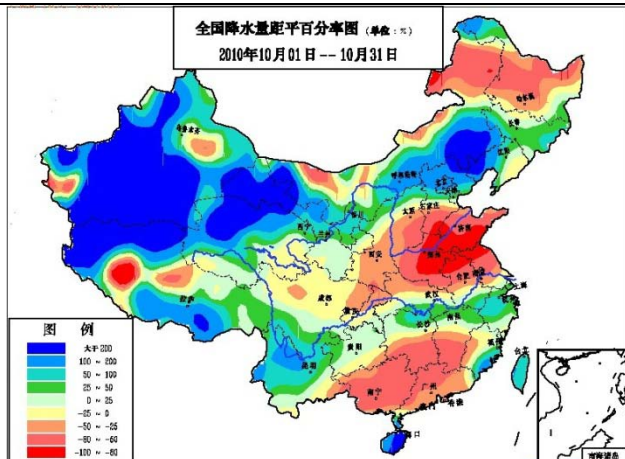
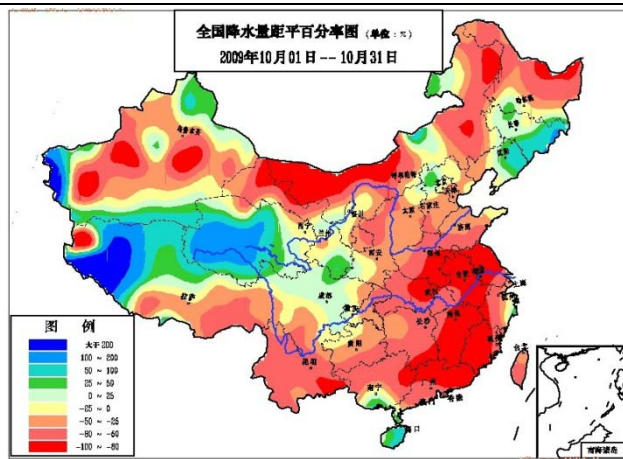


图 5: 09 年 10 月全国降水距平百分图



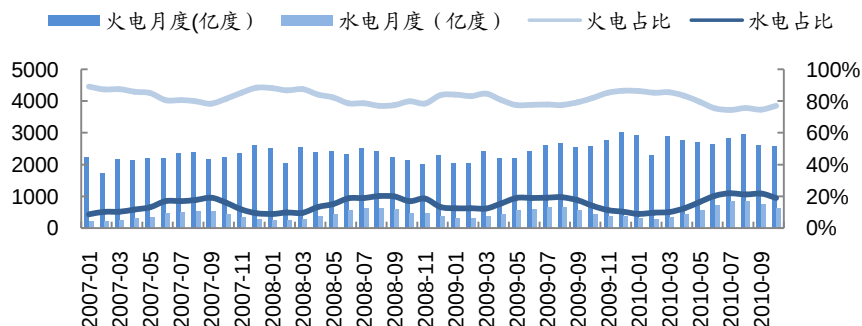
资料来源: 中国气象局, 浙商证券研究所



10 月火电发电量为 2563 亿千瓦时,环比下降-1.5%,同比下降-0.6%;水电发电量为 630 亿千瓦时,环比上升-16.6%; 同比则大幅增长 43.0%。

从发电结构来看,在 9 月丰水期过后,火电的比重在逐渐回升,由 9 月的 74.6%上升为 77.0%;水电的比重则从 9 月份的最高点 21.7%回落到 10 月的 18.9%,此后在进入枯水期后,水电比重将继续下降。

图 6: 火电比重触底回升至 77%



资料来源: WIND, 浙商证券研究所

今年以来,月度发电量、累计发电量同比增速均保持逐月递减的趋势;其中火电发电量同比、环比下降趋势明显;水电发电量则呈现季节性变化。

图 7: 月度发电量同比变化

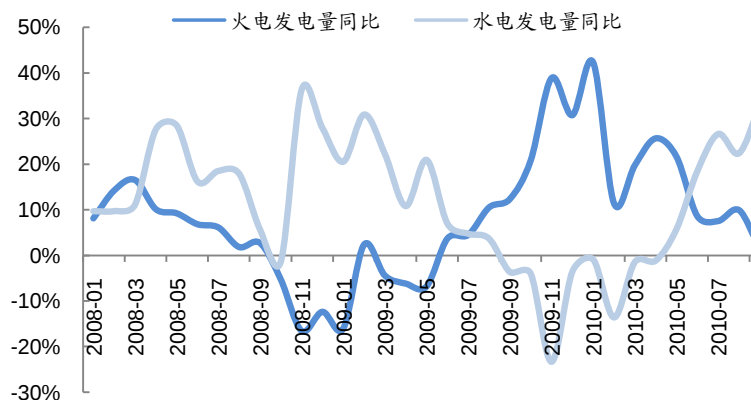
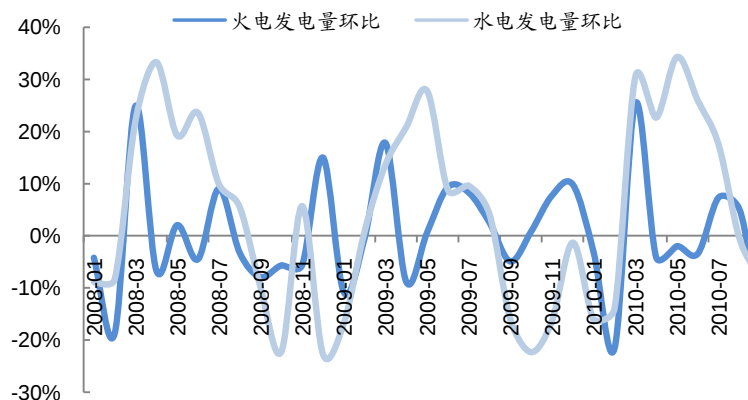


图 8: 月度发电量环比变化



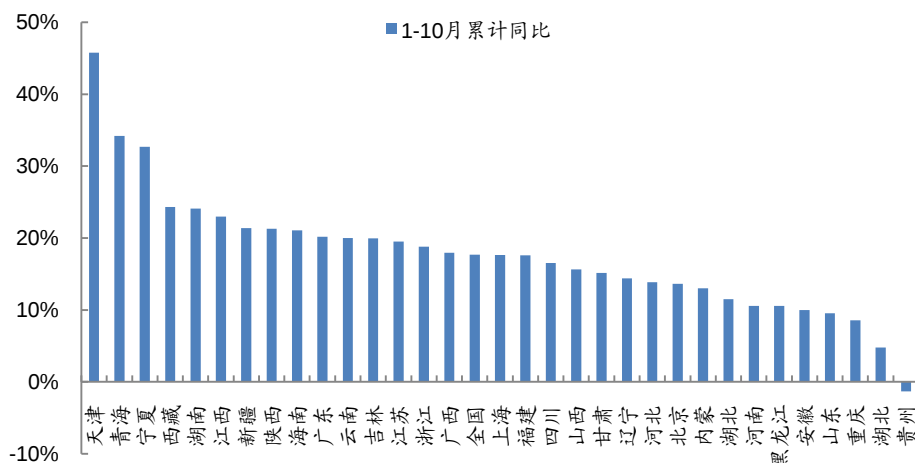
资料来源: WIND, 浙商证券研究所

1.3. 各省发电量增速差异扩大

1-10 月份累计发电量的各省排名中,并无明显的地域板块、经济总量等规律可言。各省份累计发电量增速差异在扩大,累计发电量增速前几位分别为天津 (45.8%)、青海 (34.2%)、宁夏 (32.7%)、西藏 (24.3%)、湖南 (24.1%)、江西 (23%); 而排在后几位的则为贵州 (-1.3%)、湖北 (4.8%)、重庆 (8.6)、山东 (9.5)、安徽 (10%)。



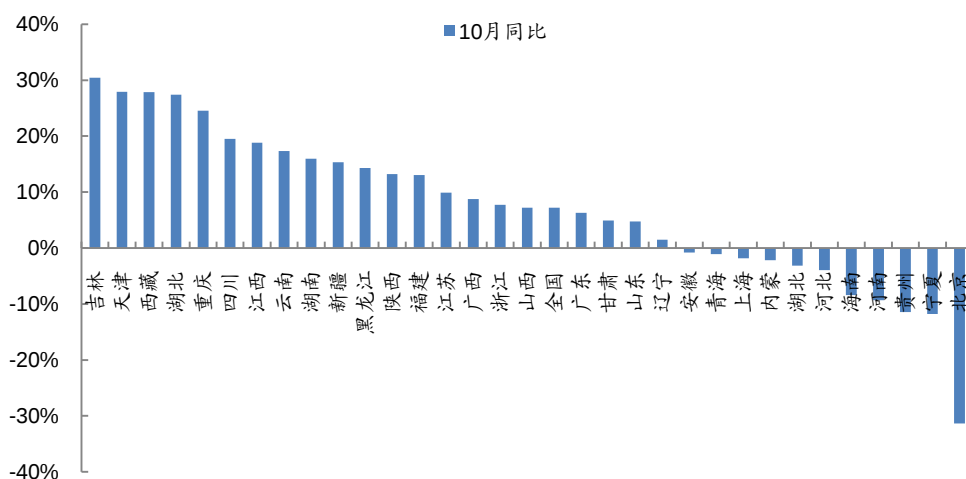
图 9: 1-10 月各省累计发电量增速同比排名



资料来源: WIND, 浙商证券研究所

10 月份有 11 个省份的发电量同比出现负增长, 后几名分别是北京 (-31.4%)、宁夏 (-11.8%)、贵州 (-11.5%)、河南 (-9.3%)、海南 (-8.4%)。

图 10: 10 月各省发电量同比增速排名



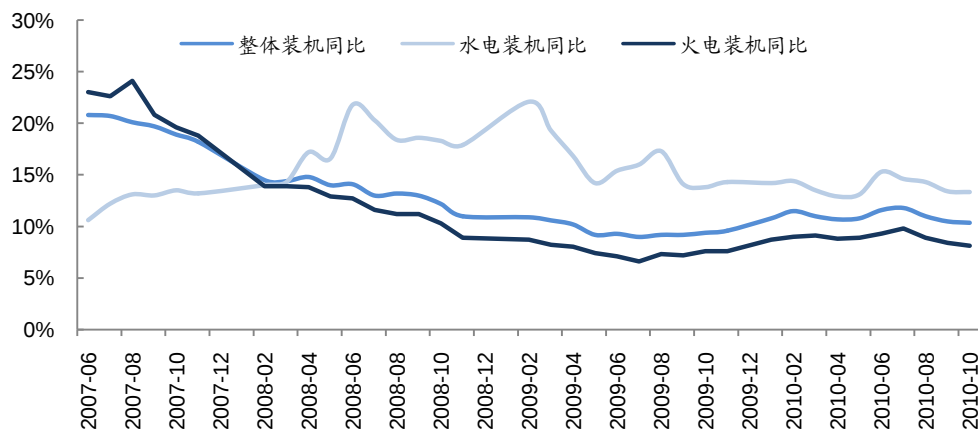
资料来源: WIND, 浙商证券研究所

1.4. 火电装机容量增速保持较低水平

6000 千瓦及以上发电机组的装机容量增速在 09 年中期达到低点之后逐步回升。水电机组的装机增速一直高于火电及行业平均, 火电则低于平均增速。到 10 年 10 月, 全国 6 万千瓦及以上机组装机容量达 8.89 亿千瓦, 同比增长 10.4%。其中水电装机容量 1.78 亿千瓦, 同比增长 13.3%; 火电机组装机容量 6.76 亿千瓦, 同比增长 8.1%; 核电装机容量为 1082 万千瓦, 同比增长 19.2%。



图 11: 6000 千瓦以上机组装机容量同比增速

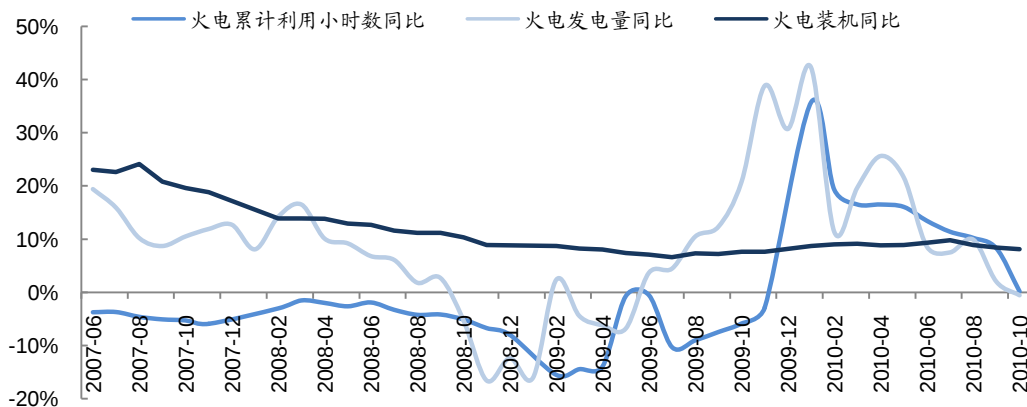


资料来源: WIND, 浙商证券研究所

从 07 年-09 年 8 月间,火电装机容量增速一直高于火电发电量增速,从而导致火电利用小时数长期负增长。09 年 8 月,火电发电量增速开始高于火电装机增速,火电利用小时数则开始同比实现正增长。10 年 9 月开始火电发电量增速又开始低于装机容量增速,火电利用小时数同比步入下行通道。10 年 10 月火电发电同比下降-0.6%,火电累计装机增速为 8.1%,火电累计利用小时数同比略增 0.2%。

1-10 月份,火电发电设备累计利用小时数 4192 小时,同比增长 6.86%;水电累计利用小时数为 2985 小时,同比增长 0.81%。

图 12: 火电装机增速低于发电量增速



资料来源: WIND, 浙商证券研究所

2. 重工业拉动用电量增速

2.1 重工业需求仍用电量增长的主要驱动

10 月全社会用电量为 3,401 亿千瓦时,同比增长 8.5%。在用电结构中按同比增速排名依次为居民用电(14.3%)、第三产业(12.9%)、第二产业(7.2%)、第一产业(1.0%)。

1-10 月累计用电量 3.48 万亿千瓦时,同比增长 17.0%,累计用电量增速按用电结构排名依次为重工业(19.3%)、第三产业(15.6%)、居民用电(13.4%)、轻工业(13.1%)、第一产业(4.9%)。



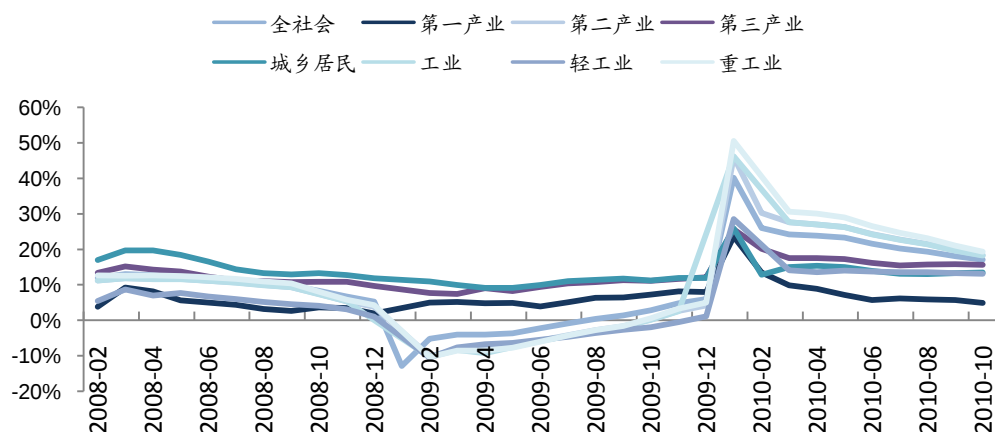
表 1: 10 月全社会用电结构

累计值 (亿度)	10 年 10 月	10 月同比	10 年 1-4 月累计	1-4 月累计同比
全社会用电量	3,401	8.5%	34,846	17.0%
第一产业用电	74	1.0%	841	4.9%
第二产业用电	2,526	7.2%	25,926	18.3%
第三产业用电	369	12.9%	3,768	15.6%
城乡居民生活用电	431	14.3%	4,311	13.4%

资料来源: 中电联, 浙商证券研究所

从 1-10 月累计值来看, 全社会用电量 3.48 亿千瓦时, 其中第二产业用电 2.59 亿千瓦时, 占比 74.4%。虽然重工业增速由年初的 30.5%下降的 10 月份的 19.3%, 但由于其在用电结构中占比较大且增速一直快于增速均值, 故其仍然是全社会用电量增速的驱动力。

图 13: 重工业用电同比增速居前



资料来源: 中电联, 浙商证券研究所

2.2 “千年极寒”之伪命题

截止目前, 今年一度热炒的“千年极寒”仍旧是一个伪命题。通过对比 09 年与 10 年 11 月全国

图 14: 10 年 11 月全国气温距平图

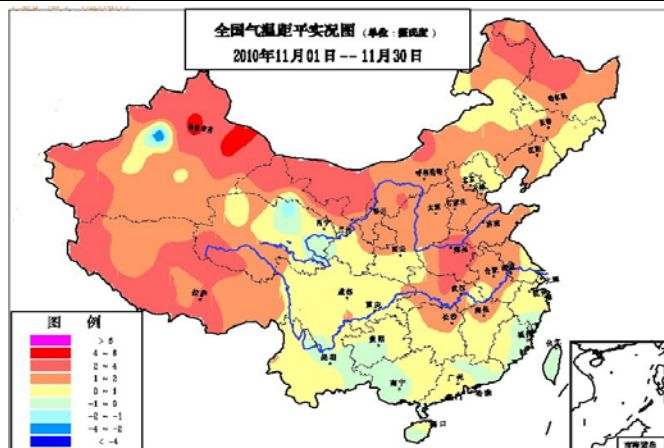
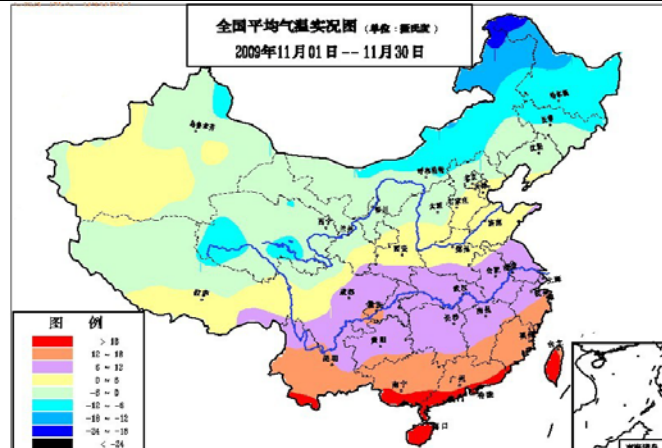


图 15: 09 年 11 月全国气温距平图



资料来源: 中国气象局, 浙商证券研究所



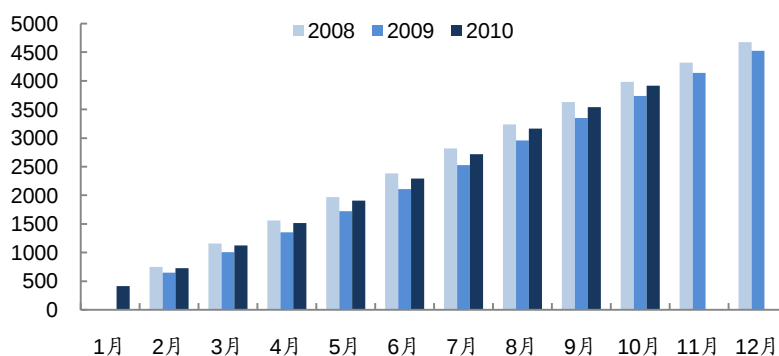
气温距平图可发现，今年 11 月，北方大部分区域的温度较 09 年偏暖，而南方 11 月气温也与常年无明显差别，因“千年极寒”引发的生活用电大幅增加这个假象，仍然停留在炒作层面。

3. 水电利用小时持续回升

3.1 1-10 月累计利用小时数同比增长

1-10 月份全国发电机组累计利用小时数为 3,916 小时，同比上升 181 个小时，同比增长 4.9%。其中火力发电设备累计平均利用小时数为 4,192 小时，提高 269 个小时，同比增长 6.9%，水力发电设备平均利用小时数为 2,985 小时，同比上升 24 个小时，同比增长 0.81%。

图 16: 发电机组利用小时数同比回升

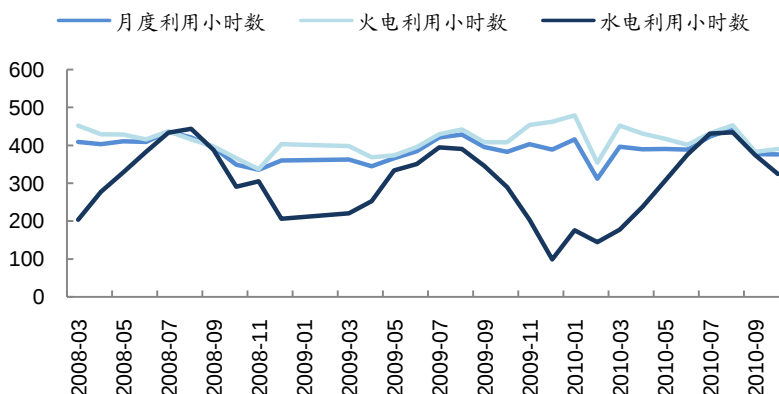


资料来源：中电联，浙商证券研究所

3.2 水电利用小时数单月值冲高回落

水力发电设备单月利用小时数于 09 年 12 月达到 99 小时后触底反弹，10 年 10 月水电月度利用小时数为 325，同比增长 35 小时，增幅达 12.1%；环比则随着丰水期的结束而减少 50 小时。截止 10 月，水电累计利用小时数同比已经由负转正。

图 17: 月度利用小时数水电冲高回落



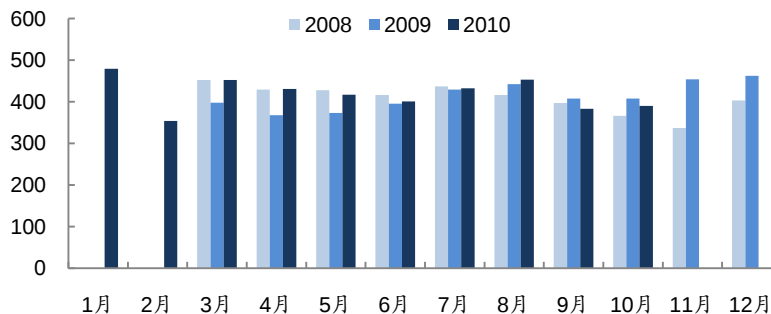
资料来源：中电联，浙商证券研究所



3.3 火电 10 月月度利用小时数同比下降

节能减排达标导致工业限电、水电经营同比上升等各方面因素使得 9 月以后，火电发电量增速、火电利用小时数持续下滑。10 月份，火电月度利用小时数为 390，比去年同期减少 19 个小时，同比下降 4.4%。1-10 月份，火电累计利用小时数 4,192 小时，累计仍上升 269 个小时。但月度利用小时数的下降、煤价的上升将会使火电企业的经营面进一步恶化。

图 18: 10 月火电月度利用小时数同比下降



资料来源：中电联，浙商证券研究所

4. 动力煤价格快速回升

随着丰水期的结束，水电月度发电量逐渐下降，火电占比逐月回升。动力煤价格自 2 月到 9 月间一直处于箱体振荡走势。进入 10 月以后，动力煤价格突破前期箱体，呈现明显上涨趋势。以秦皇岛港口山西优混煤为例，2 月-9 月期间，其价格一直在 720 元-790 元区间振荡，到 11 月中旬，其价格已经上涨到 850 元左右，较 10 月初，涨幅接近 11.8%；而与 09 年同期相比，涨幅更是高达 18.7%。

澳洲 BJ 煤炭的现货市场价格涨幅远甚于国内走势。10 年 11 月中旬，澳洲 BJ 煤价为 111.25 美元/吨，比 10 月初的 95.45 美元/吨上涨 16.6%；较 09 年同期更是大涨 41.6%。

图 19: 秦皇岛港动力煤平仓价

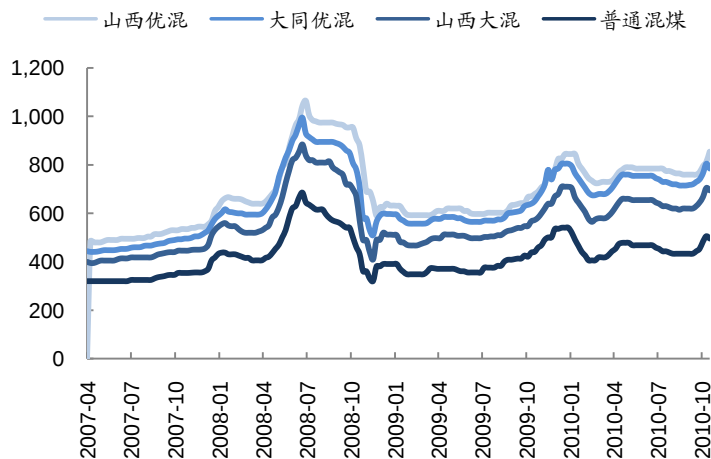


图 20: 澳洲 BJ 煤炭现货价格

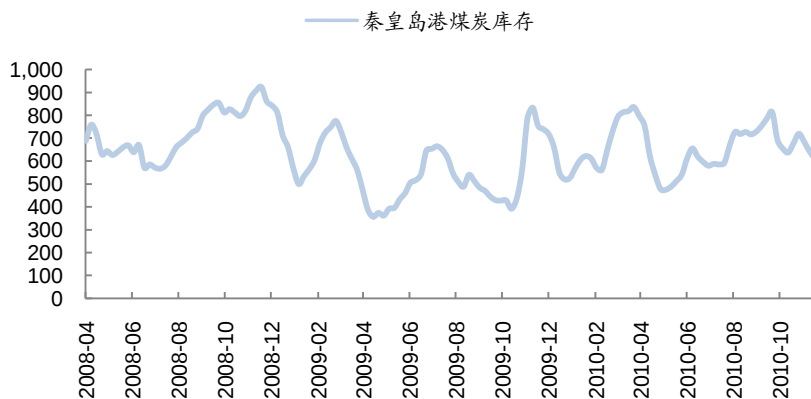


资料来源：WIND，浙商证券研究所



在动力煤价格上升的同时，秦皇岛港煤炭库存也处在较低的水平。

图 21: 10 月秦皇岛港煤炭库存下降



资料来源：中电联，浙商证券研究所

随着水电枯水期的继续、水电发电量的继续走低，火电发电量将继续回升，但由于节能减排、临近年末等因素、火电发电量的环比增幅将有限。同时，由于自 10 年 11 月初开始美元触底反弹，将进一步压制资源类价格的涨幅。故我们判断后期在没有特殊炒作因素突发的情况下，煤价仍然有 1-2 月的上涨区间，但涨幅将比较有限。

5. 维持水电的“买入”评级、火电“中性”评级

动力煤价格上涨明显、火电利用小时数持续下降、CPI 走高促使发改委对民生类基础生活资料价格的严格关注等因素都将不利于火电企业的经营业绩。进入 8 月后，火电企业的利润总额同比已呈现下降趋势。我们维持火电的“中性”评级。

自 5 月以来，水电经营面持续好转：单月发电量同比增幅自 5 月的 5.7% 上升到 10 月份的 43%；水电在发电量中的占比也于 7 月份达到历史新高的 21.9%；三峡上游来水情况自 6 月份开始持续保持同比增长，10 月的增幅为 9.7%；水电企业的利润同比也大幅增长，据中电联披露的数据显示，截至 10 年 8 月水力发电企业的累计营收增长 21.1%，累计利润同比增长 45.9%。我们维持对水电行业的“推荐”评级。



浙商证券

浙商证券研究服务团队

服务
毛亚莉
+86 21 6431 8893
maoyali@stocke.com.cn

服务
魏志羽
+86 21 6471 8888-1106
weizhiyu@stocke.com.cn

服务
徐路鹏
+86 21 6471 8888-1700
xulupeng@stocke.com.cn

服务
张燕华
+86 21 6471 8888-1287
zhangyanhua@stocke.com.cn

服务
金肖男
+86 21 6471 8888-1824
jinxn@stocke.com.cn

金融工程团队

金融工程与衍生品
邱小平
+86 21 6471 8888-1701
qiuxiaoping@stocke.com.cn

金融工程与基金
陆靖昶
+86 21 6471 8888-1254
lujingchang@stocke.com.cn

金融工程与债券
鲍翔
+86 21 6471 8888-1105
baoxiang@stocke.com.cn

信息技术
李思明
+86 21 6474 6780
lisiming@stocke.com.cn

信息技术
张雷
+86 21 6471 8888-1740
zhanglei@stocke.com.cn

宏观策略团队

首席经济学家
闻岳春
+86 21 6471 6089
wenyuechun@stocke.com.cn

首席策略分析
潘立彬
+86 21 6431 6026
panlibin@stocke.com.cn

宏观
李瑞
+86 21 6471 8888-1211
lirui@stocke.com.cn

策略研究
王伟俊
+86 21 6471 8888-1277
wangweijun@stocke.com.cn

策略研究
张延兵
+86 21 6431 8952
zhangyanbing@stocke.com.cn

行业研究团队

房地产行业
戴方
+86 21 6471 8888-1219
daifang@stocke.com.cn

银行业金融行业
黄薇
+86 21 6471 8888-1813
huangwei@stocke.com.cn

中药 生物制药行业
金嫣
+86 21 6471 8888-1241
jinyan@stocke.com.cn

大宗医药行业
姜恩铸
+86 21 6471 8888-1121
jiangenzhu@stocke.com.cn

农林牧渔行业
张俊宇
+86 21 6471 8888-1801
zhangjunyu@stocke.com.cn

食品、饮料行业
葛越
+86 21 6471 8888-1281
geyue@stocke.com.cn

家电、传媒行业
刘迟道
+86 21 6471 8888-1225
Liuchidao@stocke.com.cn

电力设备行业
史海昇
+86 21 6471 8888-1737
shihaiseng@stocke.com.cn

汽车行业
马春霞
+86 21 6471 8888-1270
machunxia@stocke.com.cn

机械行业
许光兵
+86 21 6471 8888-1805
xuguangbing@stocke.com.cn

煤炭行业
田加伟
+86 21 6471 8888-1117
tianjiawei@stocke.com.cn

化工行业
代鹏举
+86 21 6471 8888-1206
daipengju@stocke.com.cn

有色行业
林建
+86 21 6471 8888-1286
linjian@stocke.com.cn

钢铁行业
范飞
+86 21 6471 8888-1119
fanfei@stocke.com.cn

交通运输行业
李冬
+86 21 6471 8888-1807
lidong@stocke.com.cn

商贸行业
程艳华
+86 21 6471 8888-1212
chengyanhua@stocke.com.cn

旅游行业
王禾
+86 21 6471 8888-1740
wanghe@stocke.com.cn

通信行业
徐昊
+86 21 6471 8888-1702
xuhao@stocke.com.cn

公用事业行业
袁佳平
+86 21 6471 8888-1814
yuanjiaping@stocke.com.cn



浙商证券股票投资评级说明

- 1、买 入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中 性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖 出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买 入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中 性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖 出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621) 64718888

传真：(8621) 64718888

浙商证券网址：www.stocke.com