

用电快速下滑，行业盈利亟待改善

报告要点

■ 用电增速低于预期，预计此后缓慢回升

1-8月，全社会累计用电量31240亿千瓦时，同比增长11.89%。8月份单月用电量4343亿千瓦时，同比增长9.09%，环比减少-0.14%，是今年以来的最低增速，但总体来看用电量仍处于平稳增长的通道。

■ 干旱导致限电影响重工业生产，多数重点用电行业用电环比下降

2011年8月份，部分地区电力供应仍然延续上月趋势继续偏紧，多个省份继续实施限电和错峰用电措施，下游部分重点用电行业开工率受其影响。

■ 预计9月份用电增速9.55%，较8月份小幅回升

我们预计第四季度起，用电量绝对水平将与上半年基本持平，但用电增速由于基数原因将维持在10%左右。预计9月份单月用电增速为9.55%。

■ 干旱影响水电出力，水电单月发电增速连续负增长

1-8月份累计发电量同比增长13.00%，水电受来水影响，出力减少，单月发电量增速降至-14.90%，连续两月负增长，1-8月累计同比增速3.10%，1-8月份火电累计发电量同比增长13.90%。

■ 秦皇岛煤价高位趋升，电厂库存逐步下降

截至2011年9月17日，秦皇岛库存684.3万吨；其中内贸库存684，3万吨，较上月同期下降60万吨。受大秦线检修在即、南方旱情延续等因素刺激，进入9月份以来我国港口煤炭价格连续两周上涨。我们不排除煤价仍有进一步上涨可能性。

■ 投资策略：电荒主导下一轮投资，关注华东火电西南水电

由于行业估值上看具有一定安全边际，我们预计随着未来产业结构积极调整，行业盈利可能逐步恢复至正常水平，仍维持行业“看好”评级，看好机会包括：高耗能产业在未来产业政策调控下将持续向中西部省份转移，可适当关注承接产业转移区域内出现高用电增速的电网企业和发电商通宝能源；未来行业盈利改善时并兼顾产业结构调整，看好低估值，具有一定扩张能力的品种华能国际，桂东电力和国电电力。此外，由于生物质发电类上市公司增多，未来可能形成板块效应，生物质发电龙头凯迪电力竞争优势可能逐步显现，我们仍持续看好。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
600780	通宝能源	谨慎推荐
600795	国电电力	推荐
600011	华能国际	谨慎推荐
600310	桂东电力	推荐
000939	凯迪电力	推荐

行业相对市场表现（近12个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

PE
PB
EV/EBITDA
PE
PB
EV/EBITDA

相关研究

《用电增速平稳，火电利用小时数创新高》
 2011-8-21
 《电力行业2011年下半年投资策略：期待政策改革带来行业反转》2011-6-29

分析师：

李昌龙
 (8627)65799773
 licl3@cjsc.com.cn
 执业证书编号：S0490510120019
 联系人：
 李昌龙
 (8627) 65799773
 licl3@cjsc.com.cn

正文目录

用电增速低于预期，预计此后缓慢回升	5
缺电限制工业生产，单月用电增速快速下滑	5
干旱导致限电影响重工业生产，多数重点用电行业用电环比下降	6
西北区域用电持续高增速，东部沿海增速环比下滑	8
预计9月份用电增速9.55%，较8月份小幅回升	10
新增装机环比下降，未来清洁能源大有可为	10
累计发电量保持增长，旱情严重拖累水电利用小时	12
干旱影响水电出力，单月发电同比增速连续负增长	12
火电利用小时数同比大幅提升，水电出力不足	13
秦皇岛煤价持续高位，电厂库存下滑	16
8月秦皇岛库存与电厂库存小幅下降	16
动力煤价普遍上涨，预计未来可能进一步上涨	16
行业估值及投资策略	17
8月以来电力板块跑输大盘	17
电力板块估值水平基本合理	18
投资策略：整体仍无投资机会，看好电网企业和低估值品种	19

图表目录

图 1: 8 月单月用电量同比增长 9.09%.....	5
图 2: 1-8 月累计用电量同比增长 11.89%.....	5
图 3: 第一产业累计用电量同比增长 4.70%.....	6
图 4: 第二产业累计用电量同比增长 11.82%.....	6
图 5: 第三产业累计用电量同比增长 14.60%.....	6
图 6: 城乡居民生活用电累计同比增长 11.43%	6
图 7: 1-8 月累计新增装机 4784 万千瓦.....	11
图 8: 1-8 月份累计水电新增装机 817 万千瓦.....	11
图 9: 1-8 月份累计火电新增装机 3224 万千瓦.....	11
图 10: 核电装机容量 1191 万千瓦.....	11
图 11: 1-8 月累计发电量同比增长 13.00%.....	12
图 12: 8 月份发电量同比增长 10.00%	12
图 13: 1-8 月份水电发电量同比增长 3.10%.....	12
图 14: 8 月份水电发电量同比增长-14.90%.....	12
图 15: 1-8 月份火电发电量同比增长 13.90%.....	13
图 16: 8 月份火电发电量同比增长 15.60%.....	13
图 17: 8 月份中部地区降水低于多年平均	13
图 18: 8 月份长江中下游降水量低于多年平均	13
图 19: 1-8 月发电设备平均利用小时为 3211 小时	14
图 20: 8 月发电设备平均利用小时为 433 小时	14
图 21: 1-8 月水电设备平均利用小时为 2100 小时	14
图 22: 8 月水电设备平均利用小时为 326 小时	14
图 23: 1-8 月火电设备平均利用小时为 3557 小时	15
图 24: 8 月火电设备平均利用小时为 472 小时	15
图 25: 水电大省利用小时大幅下降, 滇、川、新疆同比上升.....	15
图 26: 火电机组利用小时受益于水电出力减少	15
图 27: 秦皇岛煤炭库存 7 月份上升后持续回落	16
图 28: 直供电厂库存呈下降趋势	16
图 29: 秦皇岛煤价略有上涨	17
图 30: 电力板块跑输大盘 4.06 个百分点.....	17
图 31: 电力板块 PB 为 1.73x, 与沪深 300 基本持平.....	18
图 32: 电力板块 PE 为 22.85x, 高于沪深 300	18
图 33: 电力板块 PB 与沪深 300 比较.....	18
图 34: 火电水电相对 PB 情况比较	19
表 1: 下游行业产量环比下降.....	7
表 2: 各省份 8 月单月用电量增速情况.....	8
表 3: 各省份 1-8 月累计用电量增速情况.....	9
表 4: 预计 9 月份用电增速为 9.55% (单位: 亿千瓦时)	10
表 5: 重点上市公司盈利预测及评级.....	20

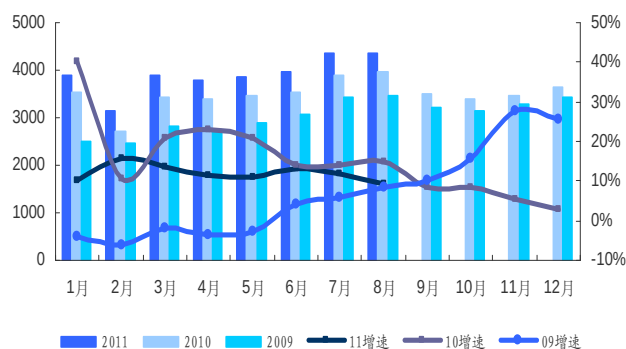
用电增速低于预期，预计此后缓慢回升

缺电限制工业生产，单月用电增速快速下滑

1-8月，全社会累计用电量 31240 亿千瓦时，同比增长 11.89%。8 月份单月用电量 4343 亿千瓦时，同比增长 9.09%，环比减少-0.14%，是今年以来的最低增速，总体来看用电量仍处于平稳增长的通道。

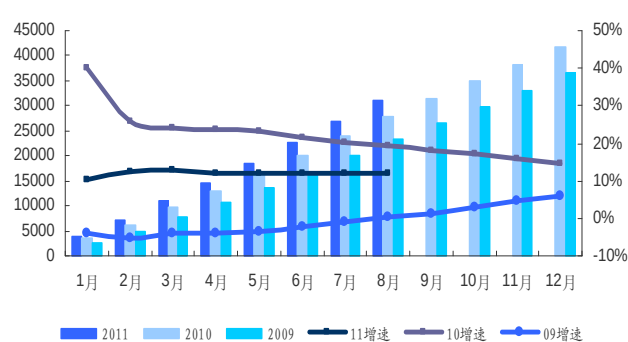
- 8 月份全社会用电量 4343 亿千瓦时，同比增长 9.09%，增速较上月下降了 2.72 个百分点，环比减少-0.14%；
- 1-8 月，全社会累计用电量 31240 亿千瓦时，同比增长 11.89%，较 1-7 月份累计用电增速下滑 0.26 个百分点，用电增速微幅下降。

图 1：8 月单月用电量同比增长 9.09%



资料来源：中电联、长江证券研究部

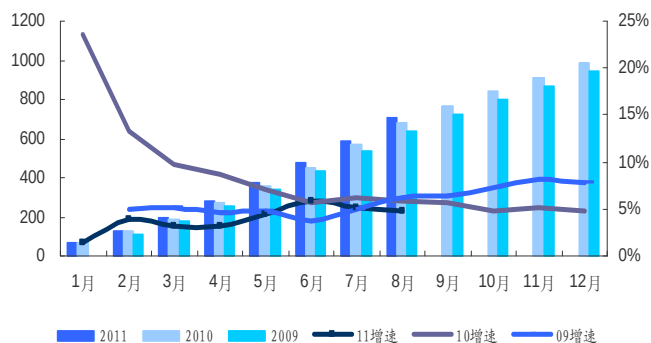
图 2：1-8 月累计用电量同比增长 11.89%



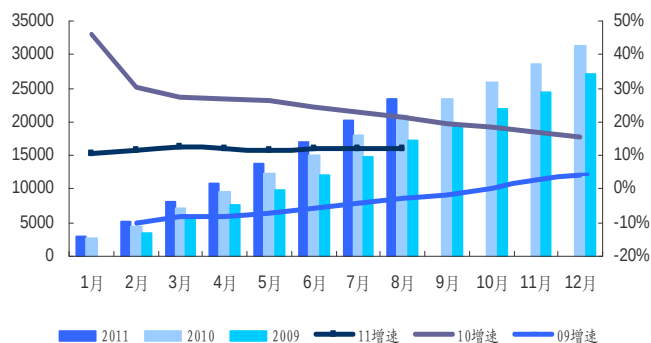
资料来源：中电联、长江证券研究部

分产业来看，三产及居民用电增速总体基本保持平稳态势，第二产业用电增速略有下降。其中，工业用电、重工业用电和轻工业用电同比分别上升 11.67%、9.58%和 12.09%，轻工业用电月度增速已连续 4 个月低于 10%，重工业用电月度增速略有下降。

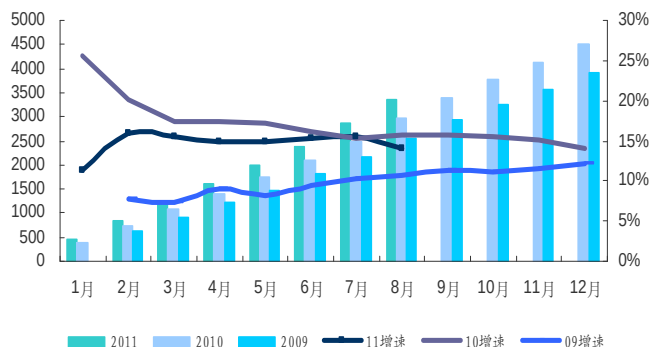
- 第一产业单月用电量 115 亿千瓦时，同比上升 2.07%，环比下降 0.54%。
- 第二产业单月用电量 3158 亿千瓦时，同比上升 9.42%，环比下降 3.94%。其中，工业用电量 3135 亿千瓦，同比增速 11.17%，环比下降 4.13%；重工业用电量 2595 亿千瓦，同比增速为 11.90%，环比下降 5.91%；由于部分省份严重缺电，对工厂拉闸限电，影响了部分重工业的生产。
- 第三产业单月用电量 511 亿千瓦时，同比增长 9.75%，环比增长 9.12%。
- 城乡居民生活单月用电量 558 亿千瓦时，同比增长 8.15%，环比增长 17.07%；第三产业和城乡居民 8 月用电均是全年单月用电量最高值。

图 3：第一产业累计用电量同比增长 4.70%


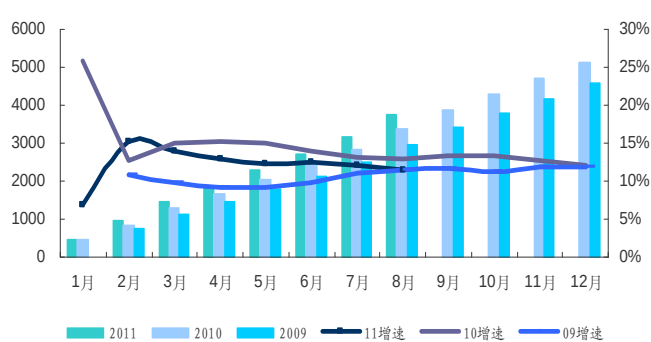
资料来源：中电联、长江证券研究部

图 4：第二产业累计用电量同比增长 11.82%


资料来源：中电联、长江证券研究部

图 5：第三产业累计用电量同比增长 14.60%


资料来源：中电联、长江证券研究部

图 6：城乡居民生活用电累计同比增长 11.43%


资料来源：中电联、长江证券研究部

干旱导致限电影响重工业生产，多数重点用电行业用电环比下降

2011 年 8 月份，部分地区电力供应仍然延续上月趋势继续偏紧，多个省份继续实施限电和错峰用电措施，下游部分重点用电行业开工率受其影响。粗钢产量小幅下滑，环比减少了 58 万吨；钢材产量小幅回升，环比增长了 128 万吨；十种有色金属的产量较上月有所增长，增加了 6 万吨，产量同比增速较上月增加了 5.8 个百分点。

- 黑色金属冶炼及压延加工业受限电影响，工业生产减缓，用电量 463 亿千瓦时，同比增长 11.87%，环比仅增长 0.25%，今年以来各月用电量基本相当；其中铁合金冶炼用电量 101 亿千瓦时，同比增长 12.36%；有色金属冶炼及压延加工业用电量 300.7 亿千瓦时，同比增长 7.14%，环比下降 1.73%；其中，铝冶炼用电量 196 亿千瓦时，同比增长 8.47%，环比下降 4.17%，主要是受河南、江苏等省份有色行业用电量环比下降影响。
- 而其他重点用电行业例如纺织、建材用电量环比分别增长 1.51%、1.19%，化工行业环比下降 0.95%；纺织行业受出口回升影响，用电量 124 亿千瓦时，同比增长 2.36%；建材行业用电量 260 亿千瓦时，同比增长 13.79%，增速自 2011 年 3 月以来持续下降，但是仍属较快增长水平，其中水泥用电量 120.5 亿千瓦时，同比增长 7.53%，环比增长 0.71%；化工行业用电 314 亿千瓦时，同比增长 15.37%，同比连续两个月保持 2010 年 4 月份以来的最高增速。

表 1: 下游行业产量环比下降

	粗钢产量	增速	钢材产量	增速	十种有色金属 产量	增速
Jan-09	4,119.24	0.04%	4,421.55	-1.86%	165.25	-12.04%
Feb-09	4,042.24	4.91%	4,613.41	8.28%	174.69	-6.92%
Mar-09	4,510.08	-0.34%	5,308.56	1.19%	198.21	-3.45%
Apr-09	4,341.27	-3.94%	5,291.43	2.61%	192.79	-10.25%
May-09	4,645.97	0.57%	5,729.13	7.38%	204.49	-6.57%
Jun-09	4,942.47	5.99%	6,162.17	14.03%	221.25	-1.32%
Jul-09	5,067.62	12.55%	6,090.56	19.40%	222.64	1.94%
Aug-09	5,232.69	21.97%	6,198.31	28.90%	237.16	7.65%
Sep-09	5,071.06	28.74%	6,116.25	31.55%	246.85	9.96%
Oct-09	5,174.68	42.42%	6,244.87	41.63%	253.08	16.34%
Nov-09	4,726.23	37.36%	6,295.24	46.43%	269.99	27.72%
Dec-09	4,766.44	26.59%	6,463.87	31.44%	280.27	35.26%
Jan-10	5,253.78	28.34%	6,176.13	37.71%	238.59	43.97%
Feb-10	5,035.41	22.47%	5,559.37	18.10%	239.50	35.00%
Mar-10	5,496.81	22.48%	6,824.51	28.16%	258.37	28.76%
Apr-10	5,540.35	27.02%	6,910.87	31.53%	260.92	34.22%
May-10	5,614.19	20.66%	7,121.95	23.60%	267.45	31.17%
Jun-10	5,376.62	9.04%	7,143.37	15.86%	269.34	20.44%
Jul-10	5,174.31	2.17%	6,767.33	9.74%	266.46	15.76%
Aug-10	5,163.78	-1.13%	6,968.31	11.54%	264.45	8.24%
Sep-10	4,794.64	-5.91%	6,542.41	4.52%	264.26	7.80%
Oct-10	5,030.46	-3.82%	6,529.33	4.11%	262.82	2.71%
Nov-10	5,017.45	4.84%	6,589.24	4.58%	269.27	-1.84%
Dec-10	5,152.22	6.25%	6,784.33	3.54%	272.52	-1.98%
Jan-11	5,987.11	15.48%	6,733.35	11.97%	250.94	-3.18%
Feb-11	5,430.69	9.67%	6,353.28	17.40%	249.97	6.54%
Mar-11	5,941.62	8.98%	7,602.25	13.71%	290.38	9.28%
Apr-11	5,903.40	7.06%	7,315.28	8.29%	286.80	11.63%
May-11	6024.5	7.80%	7637.3	10.60%	286.0	6.10%
Jun-11	5993.2	11.90%	7872.7	14.80%	311.6	14.20%
Jul-11	5930.0	15.50%	7571.7	14.90%	293.3	9.80%
Aug-11	5875.2	13.80%	7700.0	12.90%	299.3	15.60%

资料来源：中电联，长江证券研究部

西北区域用电持续高增速，东部沿海增速环比下滑

1-8月，从各区域的用电量增长情况来看，用电量增长超过全国平均水平的（11.89%）的省份大部分为经济发展较快、重工业比重较大、外送电较多的省份，如新疆、内蒙古、云南、青海等省份。安徽、湖南、江苏、浙江、北京由于电力供应紧张、经济发展减缓影响，用电增长缓慢；上海、贵州、湖北则出现了负增长。

- 江苏、山东、浙江等外向型经济省份单月用电量增速减缓，同比分别增长 3.62%、7.71% 和 5.09%，同比增速比上月分别下降 7.23、0.38、和 8.48 个百分点。广东单月用电同比增速 9.39%，增速较上个月增加了 3.53 个百分点。
- 华北地区的河北、山西、内蒙古用电呈回升趋势，单月用电量同比分别增长 11.00%、10.64% 和 33.7%，其中内蒙古用电增速为全国第一。
- 西部省份 5 省单月用电增速有升有降。其中甘肃、青海、宁夏用电增速较上月有所提高，同比分别增长 12.97%、21.78%、32.72%，同比增速比上月分别高出 2.08、0.41、10.90 个百分点。陕西、新疆用电增速较上月略有回落，同比分别增长 13.19%、17.44%，增速较上个月回落 4.56、0.14 个百分点。

表 2：各省份 8 月单月用电量增速情况

	同比增速（%）						增速环比
	2011M3	2011M4	2011M5	2011M6	2011M7	2011M8	
全国	13.41	11.23	10.79	13	11.81	9.09	-2.72
北京	-2.17	-3.37	1.11	7.6	-3.10	5.51	8.61
天津	4.92	1.78	7.09	11.47	9.82	10.40	0.58
河北	10.81	7.41	7.02	10.98	9.19	11.00	1.81
山西	15.53	11.49	10.95	11.76	7.83	10.64	2.81
内蒙古	14.13	19.36	13.32	13.97	19.49	33.70	14.21
辽宁	11.19	6.43	10.78	7.61	9.54	11.30	1.76
吉林	11.67	8.18	10.76	9.1	13.19	13.17	-0.02
黑龙江	5.25	6.27	10.77	6.32	13.00	12.64	-0.36
上海	4.54	2.44	7.09	5.23	10.51	-8.60	-19.11
江苏	14.13	11.28	14.40	11.9	10.85	3.62	-7.23
浙江	15.22	7.32	10.31	9.88	13.57	5.09	-8.48
安徽	16.10	15.16	13.30	10.6	12.87	0.36	-12.51
福建	23.41	20.16	13.04	25.62	11.76	13.19	1.43
江西	24.68	19.80	18.35	17.75	17.65	10.62	-7.03
山东	15.20	8.41	9.22	12.21	8.09	7.71	-0.38
河南	7.57	8.87	9.01	13.37	16.62	11.08	-5.54
湖北	12.06	12.76	19.21	7.15	18.29	-0.42	-18.71
湖南	11.02	11.03	5.15	16.21	9.21	1.47	-7.74
广东	7.11	10.62	6.21	14.7	5.86	9.39	3.53

广西	9.84	7.47	9.25	16.83	12.11	7.95	-4.16
海南	14.59	15.29	15.16	13.24	11.94	20.92	8.98
重庆	15.49	8.73	13.67	17.49	17.45	13.92	-3.53
四川	18.86	14.06	12.37	9.59	15.80	17.46	1.66
贵州	31.06	11.44	12.69	20.12	15.42	-4.26	-19.68
云南	21.00	29.34	9.91	11.26	16.34	14.50	-1.84
陕西	17.20	12.82	15.08	13.9	17.75	13.19	-4.56
甘肃	17.70	17.51	13.26	16.07	10.89	12.97	2.08
青海	14.93	14.37	16.64	20.11	21.37	21.78	0.41
宁夏	13.82	18.05	16.55	20.02	21.82	32.72	10.90
新疆	57.37	34.82	19.35	34.45	17.58	17.44	-0.14

资料来源：中电联，长江证券研究部

表 3：各省份 1-8 月累计用电量增速情况

	同比增速（%）						增速环比
	2011M3	2011M4	2011M5	2011M6	2011M7	2011M8	
全国	12.72	12.40	11.98	12.19	12.15	11.89	-0.26
北京	0.60	-0.26	-0.01	1.24	0.48	1.17	0.69
天津	8.05	6.49	6.61	7.41	7.80	8.16	0.36
河北	10.79	9.88	9.26	9.56	9.50	9.70	0.20
山西	10.49	10.74	10.78	10.95	10.49	10.50	0.01
内蒙古	14.50	15.84	15.36	15.07	15.87	21.72	5.85
辽宁	10.77	9.67	9.89	9.51	9.52	9.75	0.23
吉林	10.57	9.99	10.14	9.97	10.43	10.78	0.35
黑龙江	5.56	5.73	6.70	6.64	7.52	8.14	0.62
上海	8.99	7.41	7.35	6.99	7.61	4.89	-2.72
江苏	14.82	13.89	14.00	13.63	13.15	11.70	-1.45
浙江	14.61	12.56	12.07	11.67	12.00	10.93	-1.07
安徽	15.40	15.34	14.92	14.16	13.94	11.81	-2.13
福建	21.57	21.18	19.40	20.55	19.05	18.14	-0.91
江西	23.98	23.08	22.10	21.35	20.60	19.02	-1.58
山东	14.42	12.23	11.61	11.71	11.14	10.68	-0.46
河南	5.83	6.59	7.09	8.16	9.48	9.69	0.21
湖北	12.69	12.71	14.02	12.78	13.69	11.52	-2.17
湖南	12.80	12.36	10.91	11.78	11.34	9.86	-1.48
广东	8.14	8.83	8.20	9.44	8.79	8.88	0.09
广西	11.39	10.38	10.14	11.29	11.42	10.94	-0.48
海南	17.53	16.91	16.49	15.85	15.24	16.02	0.78

重庆	16.49	14.54	14.35	14.91	15.33	15.12	-0.21
四川	14.38	14.30	13.68	12.94	13.37	13.91	0.54
贵州	15.92	14.24	13.87	14.91	15.23	12.52	-2.71
云南	18.01	26.80	19.13	19.3	19.52	19.83	0.31
陕西	15.90	15.15	15.14	14.93	15.35	15.07	-0.28
甘肃	14.92	15.59	15.08	15.25	14.59	14.38	-0.21
青海	14.13	14.19	14.71	15.63	16.48	17.16	0.68
宁夏	13.44	14.63	15.04	15.9	16.78	18.78	2.00
新疆	33.50	33.90	30.40	31.2	28.80	28.60	-0.20

资料来源：中电联，长江证券研究部

预计 9 月份用电增速 9.55%，较 8 月份小幅回升

随着全国逐渐步入秋季，同时结合历史数据，我们预计 9 月份全国单月用电增速将较 8 月份将小幅回升。此后若火电企业发电设备利用小时从高位下滑，将使得电煤储备的需求滞后，并且低电价省份及部分缺煤地区的火电企业开工积极性仍难以提高。而我们预计第四季度起，用电量绝对水平将与上半年基本持平，但用电增速由于基数原因将维持在 10% 左右。预计 9 月份单月用电增速为 **9.55%**。

表 4：预计 9 月份用电增速为 9.55%（单位：亿千瓦时）

	2011	YoY	2010	YoY	2009	YoY	2008
1 月	3889	10.14%	3531	40.14%	2517	-3.92%	2620
2 月	3136	15.82%	2721	10.54%	2455	-6.29%	2620
3 月	3888	13.41%	3435	21.04%	2834	-2.01%	2895
4 月	3768	11.23%	3394	23.08%	2757	-3.63%	2864
5 月	3865	10.79%	3480	20.80%	2878	-2.57%	2959
6 月	3965	13.00%	3520	14.14%	3083	4.30%	2952
7 月	4349	11.81%	3896	13.94%	3420	6.00%	3218
8 月	4343	9.09%	3975	14.69%	3462	8.22%	3198
9 月	3832	9.55%	3498	8.58%	3224	10.24%	2946
10 月			3400	8.49%	3134	15.87%	2699
11 月			3460	5.38%	3284	27.63%	2562
12 月			3625	2.98%	3439	25.65%	2737

资料来源：中电联，长江证券研究部

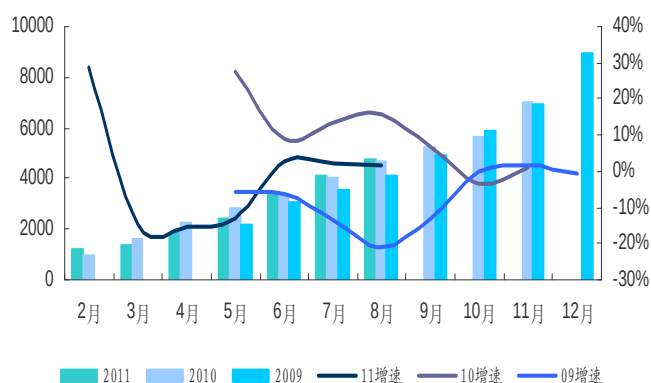
新增装机环比下降，未来清洁能源大有可为

2011 年 1-8 月累计新增装机 4784 万千瓦同比增长 1.51%，其中水电 817 万千瓦和火电 3224 万千瓦同比分别下降 13.95% 和 2.04%。发电机装机容量同比增长较快的省份大部分由于经济增长较快、电力需求大、外送电较多，如宁夏、新疆、内蒙古、甘肃等省，东、中部大部分地区装机增长缓慢。而火电和水电装机区域分布明显分化，火电装机主要集中在西部省份，如宁夏、新疆、内蒙古、甘肃等省，水电则在全国水资源丰富的省份都有新增装机。1-8 月火电装机占总装机的 75.18%，水电、风电、核电分别占 19.63%、3.90% 和 1.22%。

我们认为，短期内火电装机占比占绝对优势的情况仍难以改变，但以水电为主的清洁能源未来 3-5 年将贡献重要增量。

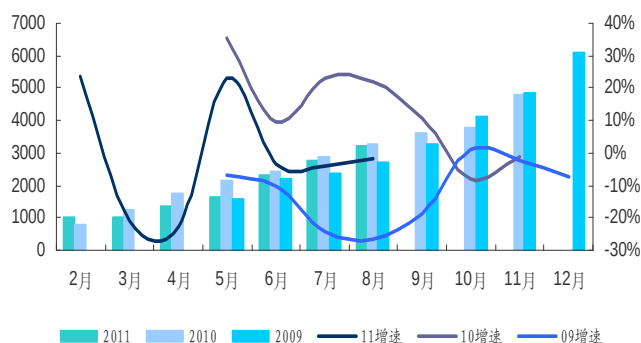
- 1-8 月累计新增装机容量 4784 万千瓦，6000 千瓦以上发电设备容量达 97346 万千瓦，同比增长 10.50%，环比上升 0.62 个百分点；
- 1-8 月累计水电新增装机容量 817 万千瓦，6000 千瓦以上水电装机容量 19107 万千瓦，同比增长 7.60%，环比增长 0.13 个百分点；
- 1-8 月累计火电新增装机容量 3224 万千瓦，6000 千瓦以上火电装机容量 72185 万千瓦，同比增长 9.10%，环比上升 0.59 个百分点；
- 核电装机容量 1191 万千瓦，与上月增加 109 万千瓦。
- 1-8 月累计风电新增装机容量 610 万千瓦，6000 千瓦以上风电装机容量 3800 万千瓦，同比继续保持高速增长。

图 7：1-8 月累计新增装机 4784 万千瓦



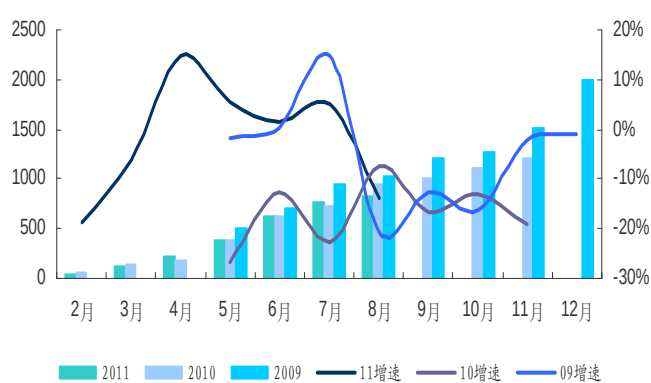
资料来源：中电联，长江证券研究部

图 9：1-8 月份累计火电新增装机 3224 万千瓦



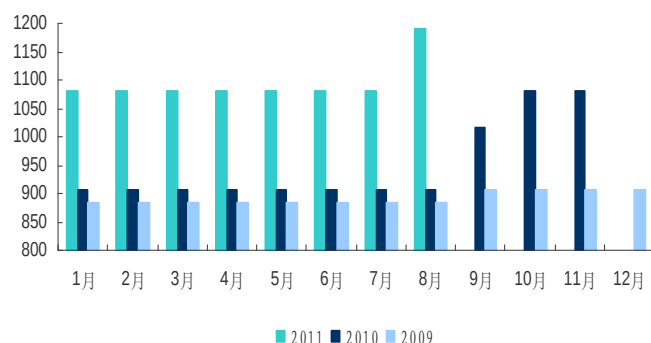
资料来源：中电联，长江证券研究部

图 8：1-8 月份累计水电新增装机 817 万千瓦



资料来源：中电联，长江证券研究部

图 10：核电装机容量 1191 万千瓦



资料来源：中电联，长江证券研究部

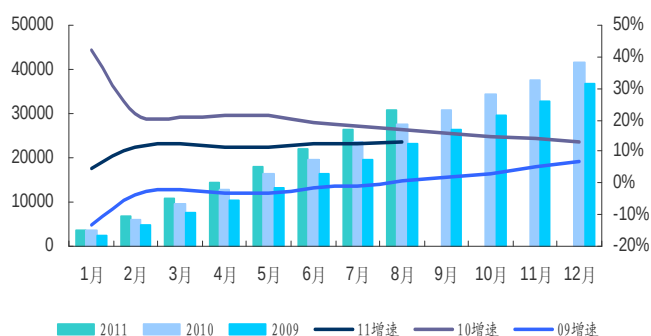
累计发电量保持增长，旱情严重拖累水电利用小时

干旱影响水电出力，单月发电同比增速连续负增长

1-8 月份累计发电量同比增长 13.00%，水电受来水影响，出力减少，单月发电量增速降至 -14.90%，1-8 月累计同比增速 3.10%，1-8 月份火电累计发电量同比增长 13.90%。

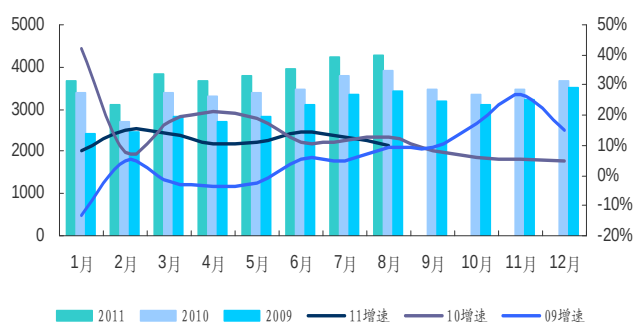
- 8 月份，规模以上机组完成发电量 4260 亿千瓦时，同比增长 10.00%；累计完成发电量 30733 亿千瓦时，同比增长 13.00%。
- 8 月份，规模以上水电机组完成发电量 656.1 亿千瓦时，同比增速由上月的-15.56%升至-14.90%；累计完成发电量 4105 亿千瓦时，同比增长 3.10%。西南地区省份仍然干旱少雨，水电发电形势十分严峻。
- 8 月份，规模以上火电机组完成发电量 3457 亿千瓦时，同比增长 15.60%，环比增长 1.94%；累计完成发电量 25401 亿千瓦时，同比增长 13.90%。环比增长较慢主要是由一些省份缺煤停机、开工率不足等造成火电发电量下降。

图 11: 1-8 月累计发电量同比增长 13.00%



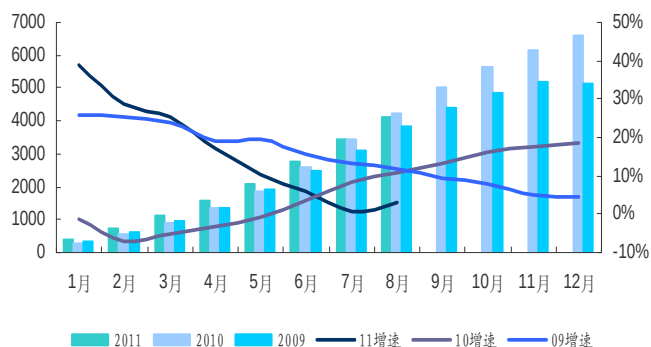
资料来源：中电联，长江证券研究部

图 12: 8 月份发电量同比增长 10.00%



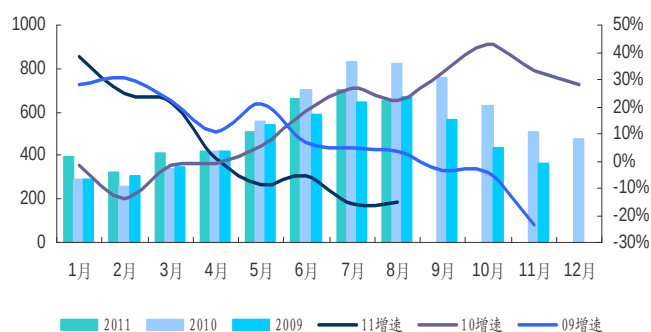
资料来源：中电联，长江证券研究部

图 13: 1-8 月份水电发电量同比增长 3.10%



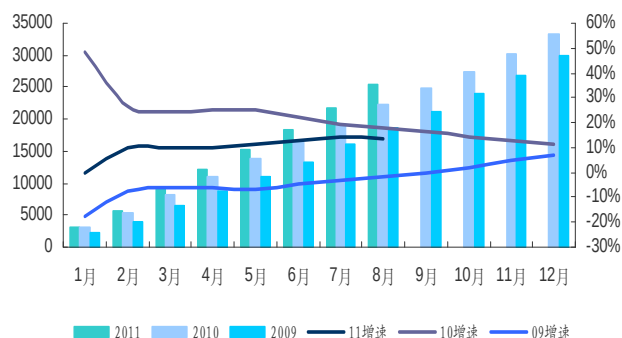
资料来源：中电联，长江证券研究部

图 7: 8 月份水电发电量同比增长-14.90%



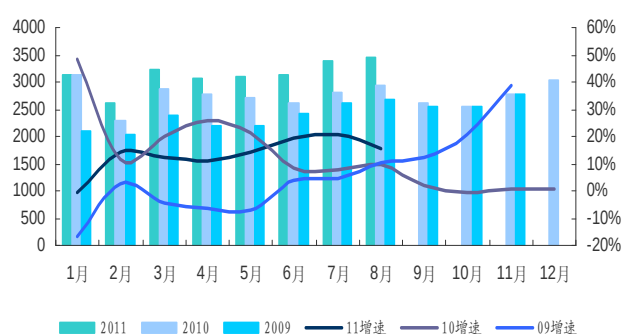
资料来源：中电联，长江证券研究部

图 15: 1-8 月份火电发电量同比增长 13.90%



资料来源：中电联，长江证券研究部

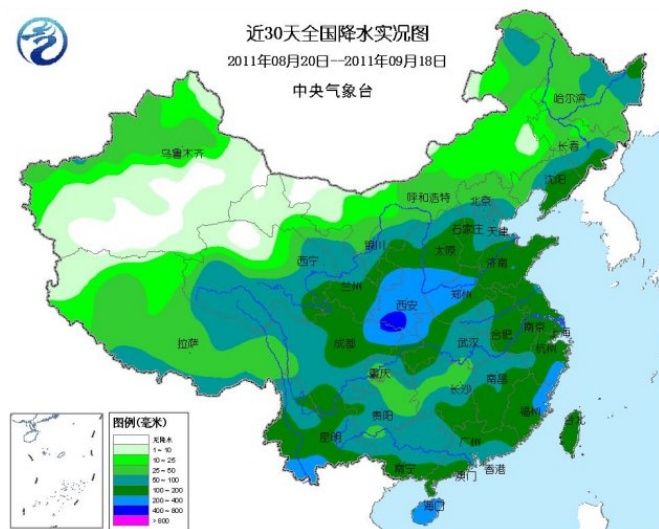
图 16: 8 月份火电发电量同比增长 15.60%



资料来源：中电联，长江证券研究部

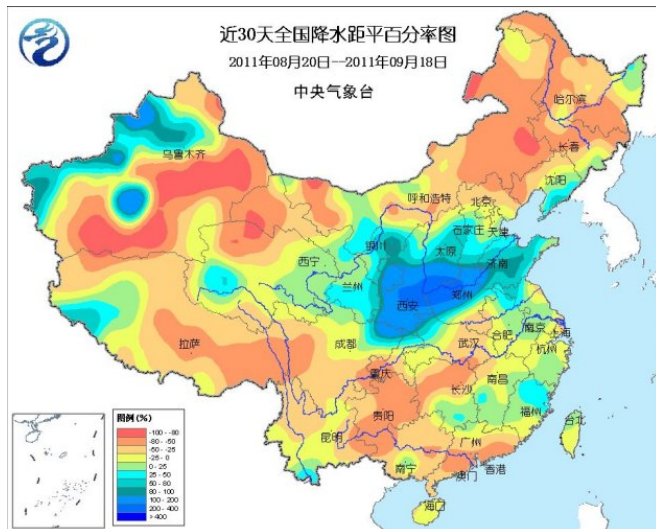
8 月份，南方持续大面积干旱，水力发电量继续快速下降，主力水电厂入库流量偏少的整体情况仍将持续。国家电网内重点水电厂水库来水总体偏枯 2 成；月末可调水量和总蓄能值分别为 739.78 亿立方米和 143.14 亿千瓦时，同比分别减少 290.01 亿立方米和 64.72 亿千瓦时。相关区域水电企业盈利情况受到影响。

图 17: 8 月份中部地区降水低于多年平均



资料来源：中国天气网，长江证券研究所

图 18: 8 月份长江中下游降水量低于多年平均



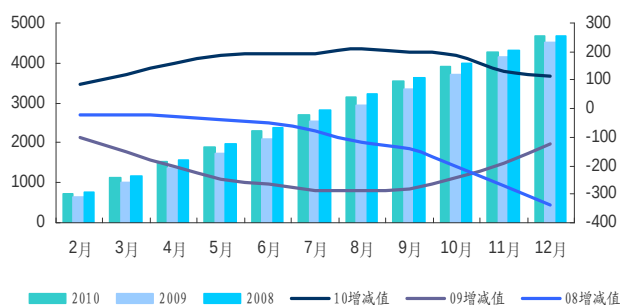
资料来源：中国天气网，长江证券研究所

火电利用小时数同比大幅提升，水电出力不足

随着用电量的保持较快增长，全国发电设备累计平均利用小时继续回升，发电增量中火电贡献度最大，1-8 月份，火电设备累计利用小时 3557 小时，同比增长 138 小时。水电机组受来水情况影响，设备累计利用小时 2100 小时，由于去年高基数，同比降幅为 177 小时。我们预计此后而水电即将进入秋冬季枯水期，利用小时数将继续下降。

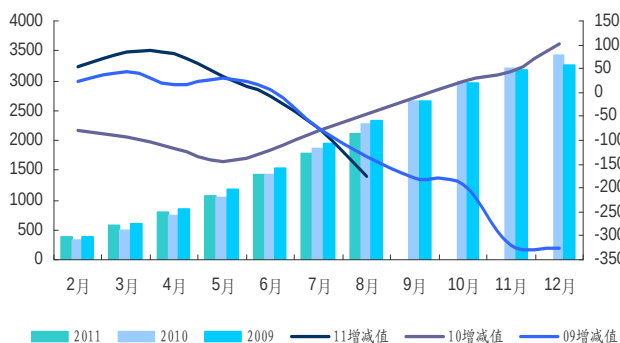
- 8 月份，6000 千瓦以上发电设备平均利用小时为 433 小时，较去年同期下降 11 小时；累计平均利用小时为 3211 小时，比去年同期增加 49 小时；
- 8 月份，6000 千瓦以上水电发电设备平均利用小时为 326 小时，较去年同期下降 106 小时；累计平均利用小时为 2100 小时，比去年同期下降 177 小时，是近五年以来同期最低水平，福建、浙江、湖南、青海水电设备利用小时下降幅度超过 500 小时。
- 8 月份，6000 千瓦以上火电发电设备平均利用小时为 472 小时，较去年同期上升 19 小时；累计平均利用小时为 3557 小时，比去年同期增加 138 小时，是 2008 年以来的同期最高水平，仅比 2007 年同期低 13 小时。

图 19: 1-8 月发电设备平均利用小时为 3211 小时



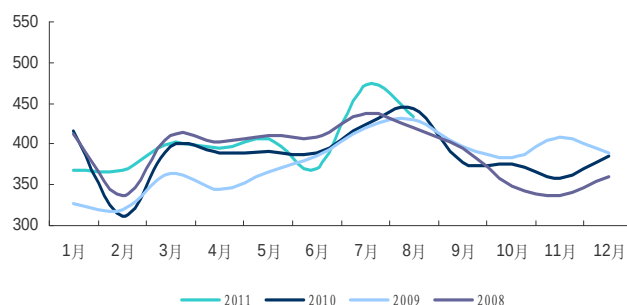
资料来源：长江证券研究部

图 21: 1-8 月水电设备平均利用小时为 2100 小时



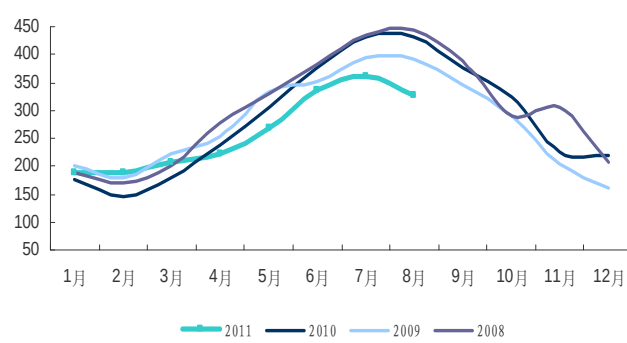
资料来源：长江证券研究部

图 20: 8 月发电设备平均利用小时为 433 小时



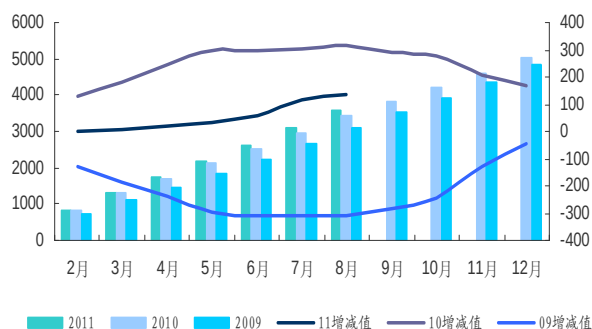
资料来源：长江证券研究部

图 22: 8 月水电设备平均利用小时为 326 小时



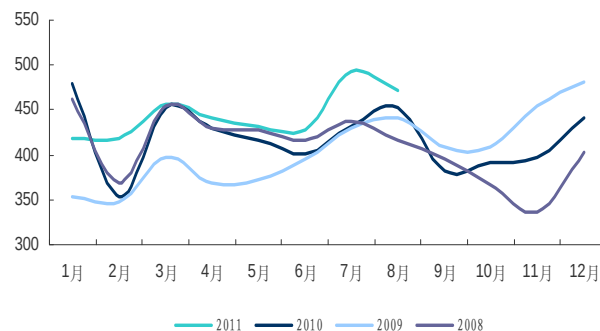
资料来源：长江证券研究部

图 23: 1-8 月火电设备平均利用小时为 3557 小时



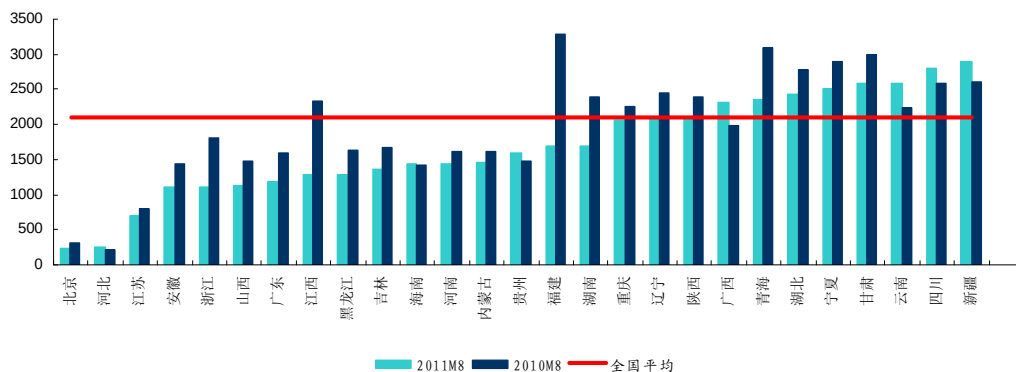
资料来源：长江证券研究部

图 24: 8 月火电设备平均利用小时为 472 小时



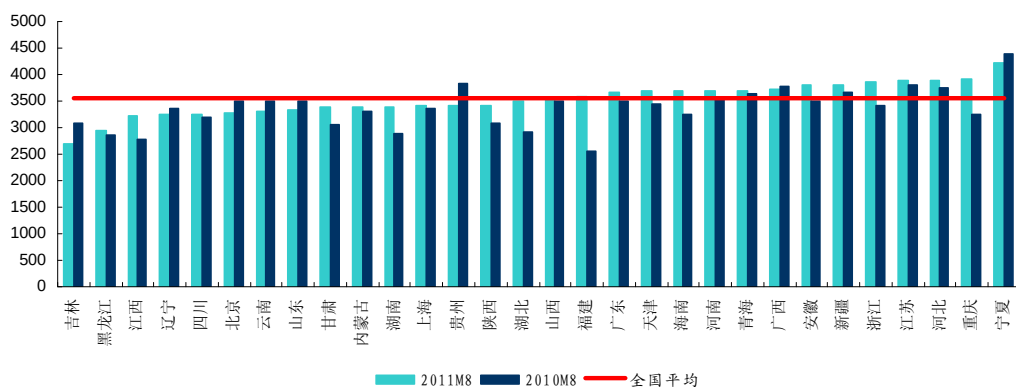
资料来源：长江证券研究部

图 25: 水电大省利用小时大幅下降，滇、川、新同比上升



资料来源：中电联，长江证券研究所

图 26: 火电机组利用小时受益于水电出力减少



资料来源：中电联，长江证券研究所

秦皇岛煤价持续高位，电厂库存下滑

8 月秦皇岛库存与电厂库存小幅下降

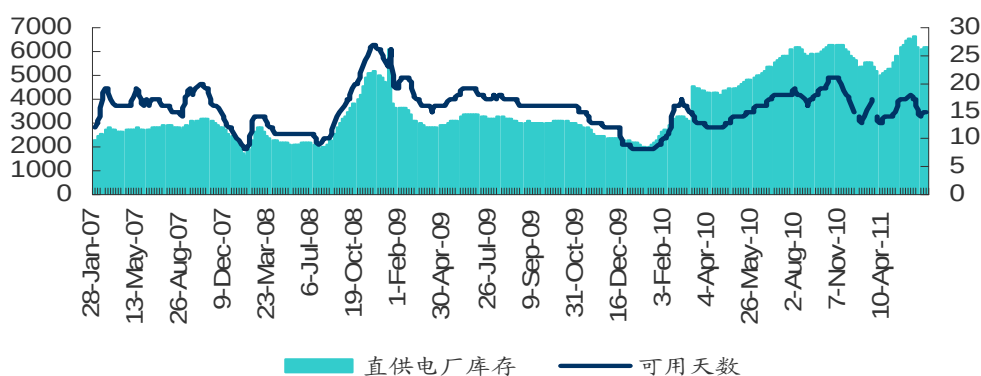
截至 2011 年 9 月 17 日，秦皇岛库存 684.3 万吨；其中内贸库存 684, 3 万吨，较上月同期下降 60 万吨。

图 27：秦皇岛煤炭库存 7 月份上升后持续回落



资料来源：Sxcoal, 长江证券研究部

图 28：直供电厂库存呈下降趋势



资料来源：Sxcoal, 长江证券研究部

动力煤价普遍上涨，预计未来可能进一步上涨

受大秦线检修在即、南方旱情延续等因素刺激，进入 9 月份以来我国港口煤炭价格连续两周上涨，截止 2011 年 9 月 14 日，秦皇岛煤炭价格行情：

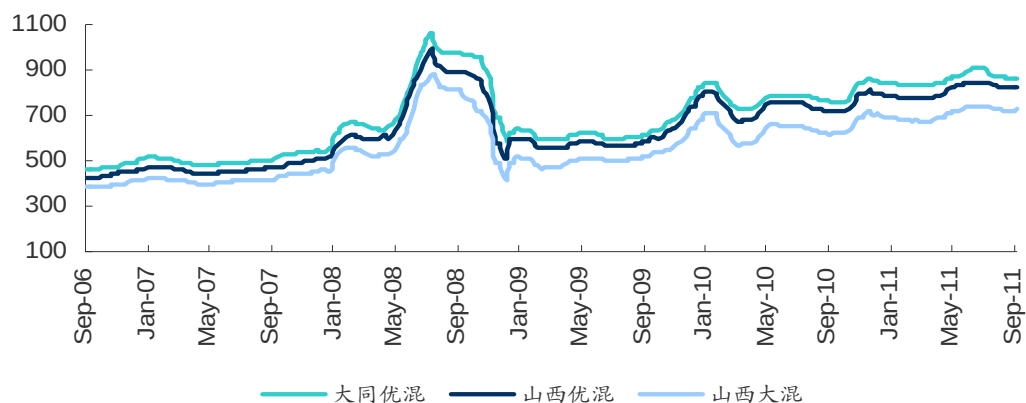
- 大同优混平仓价 875-885 元/吨，较 8 月 14 日上升 5 元/吨；

➤ 山西优混平仓价 825-835 元/吨，较 8 月 14 日上升 5 元/吨；

➤ 山西大混平仓价 730-740 元/吨，较 8 月 14 日上升 10 元/吨；

同时受 9 月 16 日下午，位于山西省的中煤集团旗下煤矿发生透水事故影响，中煤集团在山西的所有井工矿井停产整顿，停产将使本来已经偏紧的国内煤炭供应雪上加霜，从而对未来煤价形成支撑。

图 29：秦皇岛煤价略有上涨



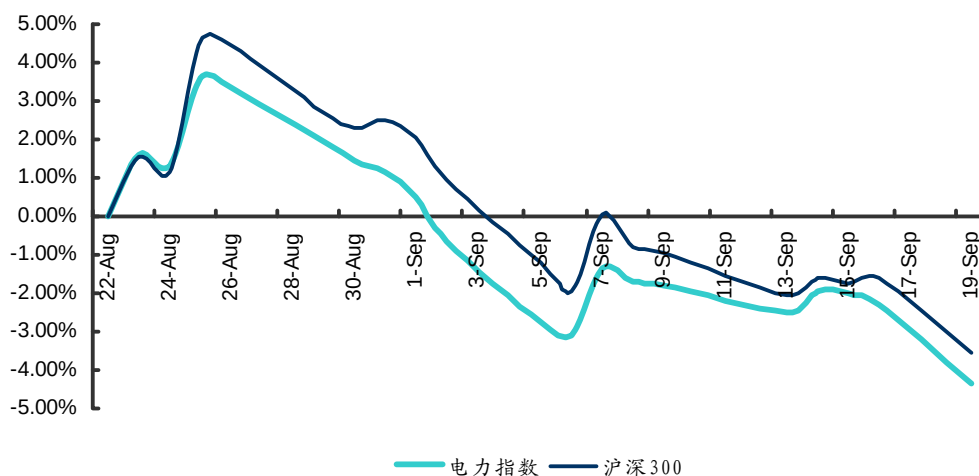
资料来源：Sxcoal, 长江证券研究部

行业估值及投资策略

8 月以来电力板块跑输大盘

8 月份以来，电力指数涨幅为-4.35%，沪深 300 涨幅为-3.35%，电力板块跑输得大盘 0.8 个百分点。

图 30：电力板块跑输大盘 4.06 个百分点

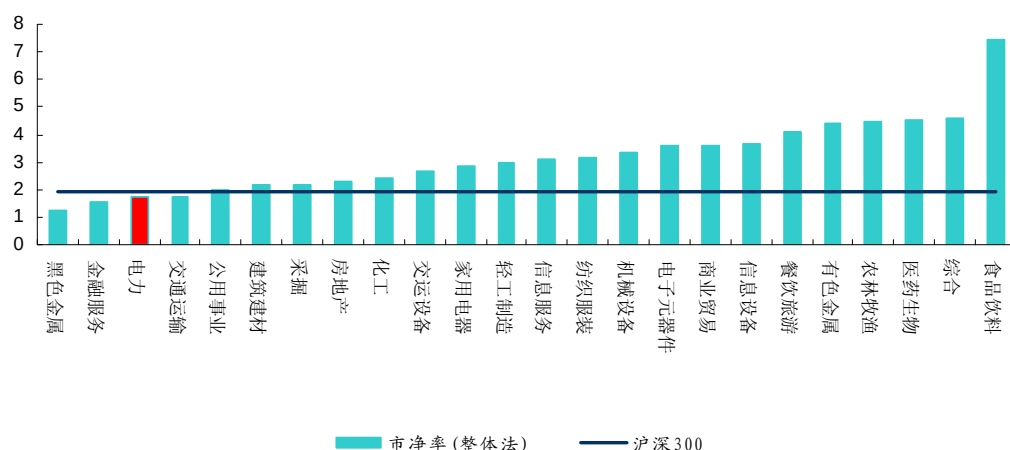


资料来源：Wind, 长江证券研究部

电力板块估值水平基本合理

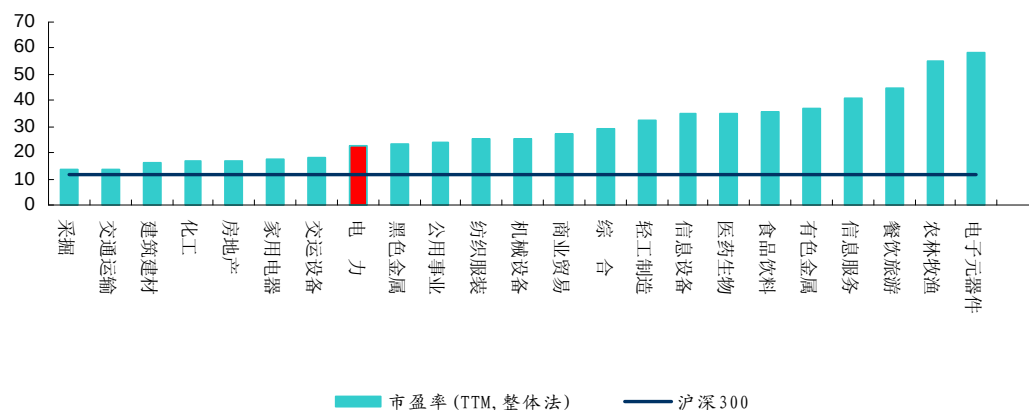
截至 9 月 20 日，电力行业 PB 为 1.73 倍，低于沪深 300 的 1.94 倍的平均 PB 水平，仅高于黑色金属和金融服务；而市盈率平均为 22.85 倍，高于沪深 300 的 11.54 倍的平均水平。我们认为 8 月份主要由于严重旱情影响水电，全行业盈利情况进一步受到挤压。我们认为电力紧缺局面将随着冬季到来进一步加剧，电力板块由于盈利能力较弱，未来盈利水平的提升空间较大。从电力板块相对沪深 300PB 的比值来看，基本位于历史平均水平。但火电与沪深 300 相对 PB 比值与电力相对比值差距较大，火电具备一定安全边际。

图 31：电力板块 PB 为 1.73x，与沪深 300 基本持平



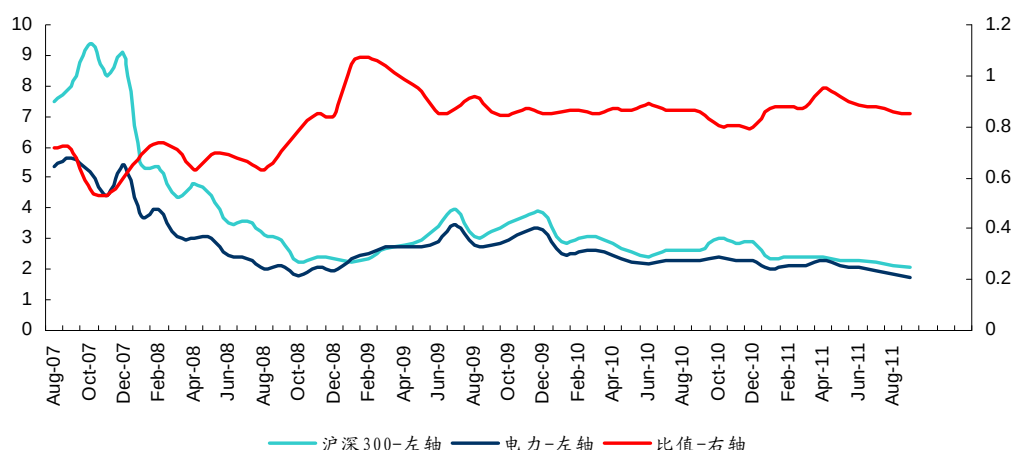
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 32：电力板块 PE 为 22.85x，高于沪深 300



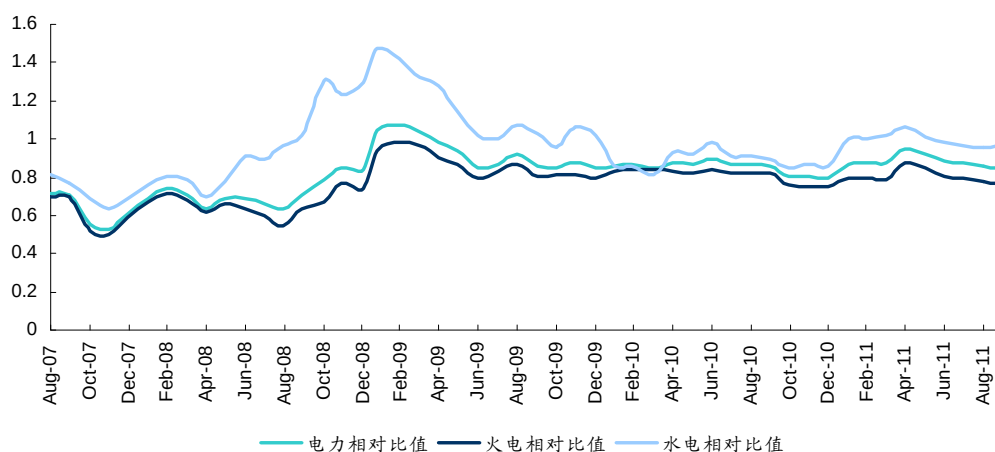
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 33：电力板块 PB 与沪深 300 比较



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 34：火电水电相对 PB 情况比较



资料来源：Wind，长江证券研究部

投资策略：整体仍无投资机会，看好电网企业和低估值品种

目前在煤电价格机制仍未有效理顺，水电全年业绩可能不及预期的情况下，全行业仍无明显的投资机会。由于行业盈利低位徘徊历时较长，估值上看具有一定安全边际，政策敏感期逐步临近，我们预计随着未来产业结构积极调整，行业盈利可能逐步恢复至正常水平，仍维持行业“看好”评级，我们认为短期投资机会包括以下几点：

- 从区域性投资机会看，高耗能产业在未来产业政策调控下将持续向中西部省份转移，可适当关注承接产业转移区域内出现高用电增速的电网企业和发电商通宝能源。
- 从逆向投资的角度看，由于行业盈利处于低位，估值上部分品种具有一定安全边际，我们认为政策敏感期可能逐步临近，未来将适时推动行业盈利改善并兼顾产业结构调整，看好低估值，具有一定扩张能力的品种华能国际，桂东电力和国电电力。
- 此外，由于生物质发电类上市公司增多，未来可能形成子版块效应，生物质发电龙头凯迪电力竞争优势可能逐步显现，我们仍持续看好。

表 5：重点上市公司盈利预测及评级

公司简称	股价	EPS (元)			P/E (X)			评级
		10A	11E	12E	10A	11E	12E	
凯迪电力	12.28	0.52	0.78	0.76	23.62	15.74	16.16	推荐
华能国际	4.34	0.29	0.27	0.34	14.97	16.07	12.76	谨慎推荐
国电电力	2.39	0.21	0.17	0.24	11.38	14.06	9.96	推荐
通宝能源	7.64	0.04	0.29	0.32	191.00	26.34	23.88	谨慎推荐
桂东电力	15.69	0.95	0.75	1.42	16.52	20.92	11.05	推荐

资料来源：Wind，长江证券研究部

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。