

用电增符合预期，电厂来水略有好转

报告要点

■ 用电增速符合预期，用电行业产量增速回落

1-10月，全社会累计用电量38951亿千瓦时，同比增长11.87%。10月份单月用电量3797亿千瓦时，同比增速达11.35%，增速环比放慢0.82个百分点，总体来看单月用电增速仍保持在10%以上水平。

■ 部分重点用电行业产量增速回落，预计11月份用电增速10.27%

2011年10月份，粗钢和钢材产量环比上月有所下降，同比增速则明显出现下行拐点。由于去年四季度国家节能减排政策的逐步落实，基期用电增速下滑较快，结合历史数据，我们预计11月份全国单月用电增速将同10月份有所下降，全年来看累计增速仍将保持在11%左右水平。预计11月份单月用电增速为10.27%。

■ 重点水电厂来水略有好转，来水总体仍偏枯

1-10月份累计发电量同比增长12.30%。10月份重点水电厂来水情况略有好转，水电单月发电量增速为-15.20%，增速较上月有所回升；10月份火电发电量同比增长14.50%。1-10月份，火电设备累计利用小时3971小时，同比增加55小时。由于来水仍然偏枯水电发电受限，前十月设备累计利用小时2639小时，由于去年高基数，同比降幅为346小时。

■ 秦皇岛煤价持续高位，港口库存基本企稳

截至2011年11月21日，秦皇岛库存686.02万吨；其中内贸库存686.02万吨，较上月同期提高186万吨。主要原因是大秦线检修结束，以及中煤朔州地区煤矿的陆续复工，煤炭调入量大幅上涨，而调出量减少。大同优混平仓价895-905元/吨，较10月17日持平。

■ 投资策略：短期关注政策动向，长期着眼来年布局

冬储煤期间将承受较高燃料价格，火电行业毛利率仍将维持较低水平；进入冬季枯水期，水电利用小时数将继续下降，水电企业全年业绩难以保证。但由于行业盈利低位徘徊历时较长，PB上看具有一定安全边际，我们预计随着未来电价改革系列政策的陆续出台，行业盈利可能逐步恢复至正常水平。短期可密切关注电价政策动向，预计电价最早将在明年一季度调整；长期来看，能源结构调整的趋势已定，未来1-2年内非火电能源将加快项目审批和投产进度，维持行业“看好”评级，可适当关注估值较低以及各子行业内龙头品种：华能国际，国电电力，凯迪电力，通宝能源和桂东电力。

行业内重点公司推介

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

《用电快速下滑，行业盈利亟待改善》2011-9-21

《用电增速平稳，火电利用小时数创新高》2011-8-21

分析师：

葛军
 (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

单月用电增速符合预期，用电行业产量增速回落.....	5
单月用电增速放缓，四季度或维持平稳	5
部分重点用电行业产量增速回落，用电量相应减少	6
西部省份用电保持高增速，受缺电影响中部增速明显放缓	8
预计 11 月份用电增速 10.27%，较 10 月份有所下降	10
单月新增装机超千万千瓦，短期仍难缓解困局	10
重点水电厂来水略有好转，水电总体仍偏枯	12
水火电发电量增速继续分化	12
水电单月利用小时续创新低	13
秦皇岛煤价持续高位，港口库存基本企稳	15
10 月秦皇岛库存迅速下降后有所回稳.....	15
动力煤价环比基本持平，冬储煤期间可能维持高位	16
行业估值及投资策略.....	17
10 月以来电力板块跑输大盘	17
电力板块估值水平基本合理	17
投资策略：短期关注政策动向，长期着眼来年布局	19

图表目录

图 1: 10 月单月用电量同比增长 11.35%.....	5
图 2: 1-10 月累计用电量同比增长 11.87%.....	5
图 3: 第一产业累计用电量同比增长 4.38%.....	6
图 4: 第二产业累计用电量同比增长 12.16%.....	6
图 5: 第三产业累计用电量同比增长 13.62%.....	6
图 6: 城乡居民生活用电累计同比增长 10.10%.....	6
图 7: 1-10 月累计新增装机 6037 万千瓦.....	11
图 8: 1-10 月份累计水电新增装机 1014 万千瓦.....	11
图 9: 1-10 月份累计火电新增装机 4111 万千瓦.....	11
图 10: 核电装机容量 1191 万千瓦.....	11
图 11: 1-10 月累计发电量同比增长 12.30%.....	12
图 12: 10 月份发电量同比增长 9.30%.....	12
图 13: 1-10 月份水电发电量同比下降 2.20%.....	12
图 14: 10 月份水电发电量同比下降 15.20%.....	12
图 15: 1-10 月份火电发电量同比增长 14.30%.....	13
图 16: 10 月份火电发电量同比增长 14.50%.....	13
图 17: 10 月份中西部地区降水略有好转.....	13
图 18: 10 月份长江中下游降水量偏低.....	13
图 19: 1-10 月发电设备平均利用小时为 3971 小时.....	14
图 20: 10 月发电设备平均利用小时为 368 小时.....	14
图 21: 1-10 月水电设备平均利用小时为 2639 小时.....	14
图 22: 10 月水电设备平均利用小时为 251 小时.....	14
图 23: 1-10 月火电设备平均利用小时为 4391 小时.....	14
图 24: 10 月火电设备平均利用小时为 405 小时.....	14
图 25: 水电大省利用小时大幅下降, 滇、川、新同比上升.....	15
图 26: 火电利用小时同比提升约 200 小时.....	15
图 27: 秦皇岛煤炭库存迅速下降后会稳.....	16
图 28: 直供电厂库存基本逐步回升.....	16
图 29: 秦皇岛煤价维持高位.....	16
图 30: 电力板块跑赢大盘 6.37 个百分点.....	17
图 31: 电力板块 PB 为 1.76x, 低与于沪深 300 平均水平.....	18
图 32: 电力板块 PE 为 27.09x, 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 10 月单月用电量增速情况.....	8
表 3: 各省份 1-10 月累计用电量增速情况.....	9
表 4: 预计 10 月份用电增速为 11.90% (单位: 亿千瓦时).....	10
表 5: 重点上市公司盈利预测及评级.....	20

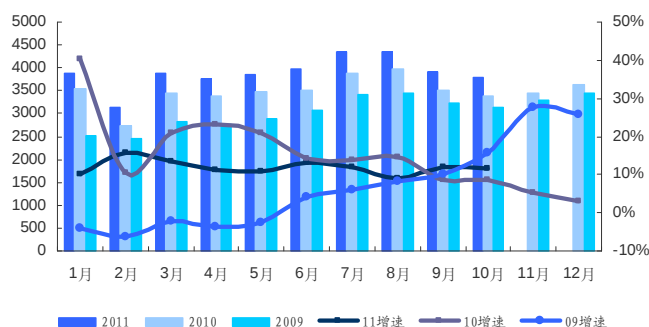
单月用电增速符合预期，用电行业产量增速回落

单月用电增速放缓，四季度或维持平稳

1-10月，全社会累计用电量 38951 亿千瓦时，同比增长 11.87%。10 月份单月用电量 3797 亿千瓦时，同比增速达 11.35%，增速环比放慢 0.82 个百分点，总体来看单月用电增速仍保持在 10%以上水平。由于去年同期国家逐步落实节能减排政策，工业用电尤其是高耗能产业用电受到限制，同期用电量增速下滑；但用电增速也反映了工业经济增速有所放缓。

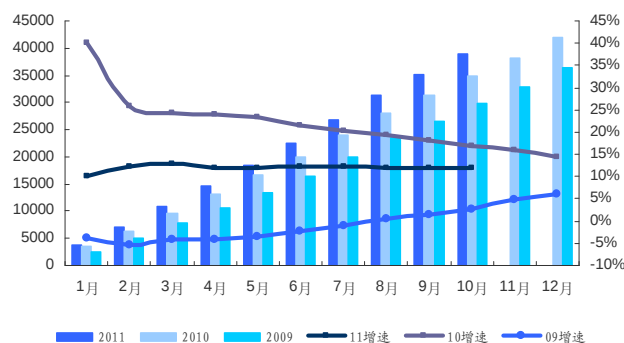
- 10 月份全社会用电量 3797 亿千瓦时，同比增长 11.35%，增速较上月下降 0.82 个百分点，由于季节性因素环比下降 3.01%；
- 1-10 月，全社会累计用电量 38951 亿千瓦时，同比增长 11.87%，较 1-9 月份累计用电增速下降 0.08 个百分点，用电增速基本保持平稳。

图 1：10 月单月用电量同比增长 11.35%



资料来源：中电联、长江证券研究部

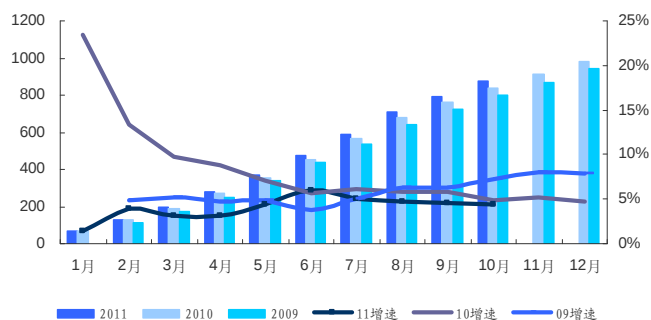
图 2：1-10 月累计用电量同比增长 11.87%



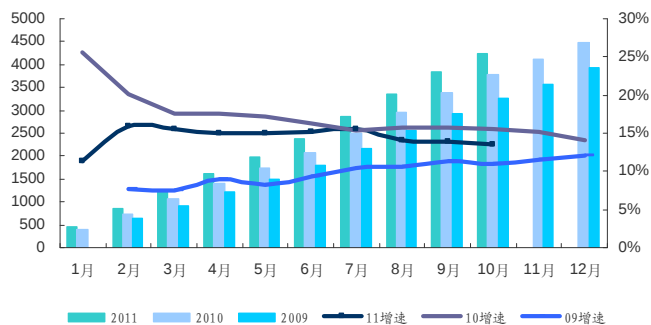
资料来源：中电联、长江证券研究部

分产业来看，三产及居民用电增速总体仍保持平稳增长态势。其中工业用电、重工业用电和轻工业用电同比分别上升 12.04%、12.62%和 9.26%。居民用电累计用电增速出现一定程度下滑。

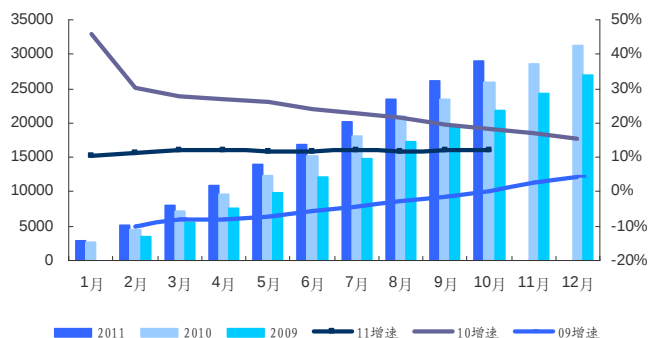
- 第一产业单月用电量 76 亿千瓦时，同比上升 2.51%，由于季节性因素环比下降 14.61%。
- 第二产业单月用电量 2862 亿千瓦时，同比上升 12.79%，环比上升 2.32%。其中，工业用电量 2816 亿千瓦时，同比增速 12.83%，环比上升 2.51%；重工业用电量 2338 亿千瓦时，同比增速为 14.06%，环比上升 4.94%。
- 第三产业单月用电量 406 亿千瓦时，同比增长 10.33%，由于季节性因素环比下降 15.42%。
- 城乡居民生活单月用电量 453 亿千瓦时，同比增长 5.27%，环比下降 17.79%；第三产业和城乡居民用电环比回落主要是由于季节性因素。

图 3：第一产业累计用电量同比增长 4.38%


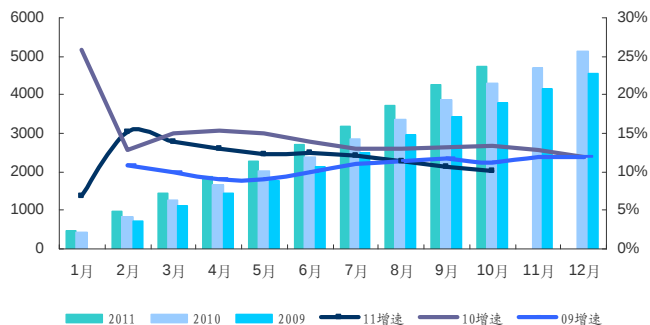
资料来源：中电联、长江证券研究部

图 5：第三产业累计用电量同比增长 13.62%


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 12.16%


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 10.10%


资料来源：中电联、长江证券研究部

部分重点用电行业产量增速回落，用电量相应减少

2011 年 10 月份，粗钢和钢材产量环比上月有所下降，同比增速则明显出现下行拐点。粗钢产量下滑至 5467 万吨，环比上月减少了 202.7 万吨；钢材产量亦下降，环比减产 329 万吨；十种有色金属的产量与上月基本持平，减产了 10 万吨，产量同比增速则较上月大幅下降了 10.2 个百分点。

- 黑色金属冶炼及压延加工业用电量 441 亿千瓦时，同比增长 14.19%，环比基本持平，用电增长较快；其中铁合金冶炼用电量 100 亿千瓦时，同比增长 14.18%；有色金属冶炼及压延加工业用电量 293 亿千瓦时，同比增长 9.03%，环比下降增长 1.81 个百分点；其中，铝冶炼用电量 194 亿千瓦时，同比增长 12.35%。
- 而其他重点用电行业例如化工、纺织、建材用电量同比分别增长 22.21%、7.37%、17.98%；其中建材行业用电量 255 亿千瓦时，水泥用电量 121 亿千瓦时，同比增长 12.74%；化工行业用电 314 亿千瓦时，同比增长 22.21%，其中电石用电量 60 亿千瓦时，同比增长 59.59%。交通运输设备制造业用电量 155 亿千瓦时，同比增长 7.83%，环比下降 10.85%，增速趋缓。

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%
Sep-10	5670.0	16.50%	7636	18.8%	300	13.90%
Oct-11	5467.3	9.70%	7307	13.40%	290	3.70%

资料来源：中电联，长江证券研究部

西部省份用电保持高增速，受缺电影响中部增速明显放缓

10 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（11.35%）的省份大部分为西部省份经济发展较快、重工业比重较大、外送电较多的省份，如新疆、宁夏、青海、甘肃、河北和山西等省份。10 月份，湖北、湖南受缺电影响用电增速连续三月低于全国平均水平；上海、北京以及东北三省由于电力供应紧张、经济发展减缓影响则出现了负增长。

- 10 月份，江苏、山东、浙江等外向型经济省份单月用电量增速较 9 月基本持平，环比分别下降 0.79、2.2 个百分点和上升 0.17 个百分点，用电同比分别增长 11.01%、7.19% 和 11.00%。广东用电增速比 9 月继续小幅下降，环比下降 1.64 个百分点，同比增长 5.47%。上述四大省份用电量占全国用电量的 32.81%。
- 10 月份，华北地区的河北、山西用电继续保持较快增速，单月用电量同比分别增长 18.2%、21.49%；内蒙古用电量增速较 9 月份下降明显，环比下降 10.34 个百分点；河北、山西用电量环比分别增长 0.61、1.78 个百分点。
- 10 月份，受需求及外送电影响，西北 5 省区用电增速均保持较快增长。其中，陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆用电量增速比上月均有回升（除青海外），同比分别增长 13.38%、19.41%、23.65%、58.7%、30.43%，其中宁夏、新疆、青海用电增速位居全国前三。

表 2：各省份 10 月单月用电量增速情况

	同比增速（%）						增速环比
	2011M5	2011M6	2011M7	2011M8	2011M9	2011M10	
全国	10.79	13	11.81	9.09	12.17	11.35	-0.82
北京	1.11	7.6	-3.10	5.51	-1.90	1.06	2.96
天津	7.09	11.47	9.82	10.40	7.11	4.17	-2.94
河北	7.02	10.98	9.19	11.00	17.59	18.20	0.61
山西	10.95	11.76	7.83	10.64	19.71	21.49	1.78
内蒙古	13.32	13.97	19.49	33.70	17.39	7.05	-10.34
辽宁	10.78	7.61	9.54	11.30	6.32	3.26	-3.06
吉林	10.76	9.1	13.19	13.17	8.97	6.23	-2.74
黑龙江	10.77	6.32	13.00	12.64	8.90	4.75	-4.15
上海	7.09	5.23	10.51	-8.60	-6.39	0.83	7.22
江苏	14.40	11.9	10.85	3.62	11.80	11.01	-0.79
浙江	10.31	9.88	13.57	5.09	10.83	11.00	0.17
安徽	13.30	10.6	12.87	0.36	9.78	23.48	13.70
福建	13.04	25.62	11.76	13.19	9.99	7.93	-2.06
江西	18.35	17.75	17.65	10.62	19.41	18.95	-0.46
山东	9.22	12.21	8.09	7.71	9.39	7.19	-2.20
河南	9.01	13.37	16.62	11.08	29.65	14.59	-15.06
湖北	19.21	7.15	18.29	-0.42	6.86	3.85	-3.01

湖南	5.15	16.21	9.21	1.47	3.33	3.36	0.03
广东	6.21	14.7	5.86	9.39	7.11	5.47	-1.64
广西	9.25	16.83	12.11	7.95	21.62	10.30	-11.32
海南	15.16	13.24	11.94	20.92	-17.62	18.51	36.13
重庆	13.67	17.49	17.45	13.92	22.98	18.46	-4.52
四川	12.37	9.59	15.80	17.46	14.05	7.90	-6.15
贵州	12.69	20.12	15.42	-4.26	9.03	14.12	5.09
云南	9.91	11.26	16.34	14.50	13.95	18.79	4.84
陕西	15.08	13.9	17.75	13.19	11.25	13.38	2.13
甘肃	13.26	16.07	10.89	12.97	12.72	19.41	6.69
青海	16.64	20.11	21.37	21.78	27.70	23.65	-4.05
宁夏	16.55	20.02	21.82	32.72	46.23	58.70	12.47
新疆	19.35	34.45	17.58	17.44	23.70	30.43	6.73

资料来源：中电联，长江证券研究部

表 3：各省份 1-10 月累计用电量增速情况

	同比增速（%）						增速环比
	2011M5	2011M6	2011M7	2011M8	2011M9	2011M10	
全国	11.98	12.19	12.15	11.89	11.95	11.87	-0.08
北京	-0.01	1.24	0.48	1.17	0.86	0.88	0.02
天津	6.61	7.41	7.80	8.16	8.04	7.67	-0.37
河北	9.26	9.56	9.50	9.70	10.50	11.20	0.70
山西	10.78	10.95	10.49	10.50	11.45	12.43	0.98
内蒙古	15.36	15.07	15.87	21.72	22.29	20.88	-1.41
辽宁	9.89	9.51	9.52	9.75	9.36	8.73	-0.63
吉林	10.14	9.97	10.43	10.78	10.58	10.12	-0.46
黑龙江	6.70	6.64	7.52	8.14	8.22	7.86	-0.36
上海	7.35	6.99	7.61	4.89	3.55	3.30	-0.25
江苏	14.00	13.63	13.15	11.70	11.71	11.65	-0.06
浙江	12.07	11.67	12.00	10.93	10.92	10.93	0.01
安徽	14.92	14.16	13.94	11.81	11.59	12.62	1.03
福建	19.40	20.55	19.05	18.14	17.09	16.14	-0.95
江西	22.10	21.35	20.60	19.02	19.07	19.06	-0.01
山东	11.61	11.71	11.14	10.68	10.54	10.21	-0.33
河南	7.09	8.16	9.48	9.69	11.51	11.79	0.28
湖北	14.02	12.78	13.69	11.52	10.98	10.26	-0.72
湖南	10.91	11.78	11.34	9.86	9.13	8.56	-0.57
广东	8.20	9.44	8.79	8.88	8.66	8.34	-0.32

广西	10.14	11.29	11.42	10.94	12.08	11.92	-0.16
海南	16.49	15.85	15.24	16.02	12.10	16.34	4.24
重庆	14.35	14.91	15.33	15.12	16.00	15.79	-0.21
四川	13.68	12.94	13.37	13.91	13.93	13.29	-0.64
贵州	13.87	14.91	15.23	12.52	12.26	12.45	0.19
云南	19.13	19.3	19.52	19.83	18.70	17.47	-1.23
陕西	15.14	14.93	15.35	15.07	14.67	14.51	-0.16
甘肃	15.08	15.25	14.59	14.38	14.20	14.71	0.51
青海	14.71	15.63	16.48	17.16	18.31	18.88	0.57
宁夏	15.04	15.9	16.78	18.78	21.49	24.64	3.15
新疆	30.40	31.2	28.80	28.60	28.10	28.40	0.30

资料来源：中电联，长江证券研究部

预计 11 月份用电增速 10.27%，较 10 月份有所下降

由于去年四季度国家节能减排政策的逐步落实，基期用电增速下滑较快，结合历史数据，我们预计 11 月份全国单月用电增速将同 10 月份有所下降，全年来看累计增速仍将保持在 11% 左右水平。预计 11 月份单月用电增速为 **10.27%**。

表 4：预计 10 月份用电增速为 11.90%（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	3915	12.17%	3498	8.58%	3224	10.24%	2946
10 月	3797	11.35%	3400	8.49%	3134	15.87%	2699
11 月	3816	10.27%	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

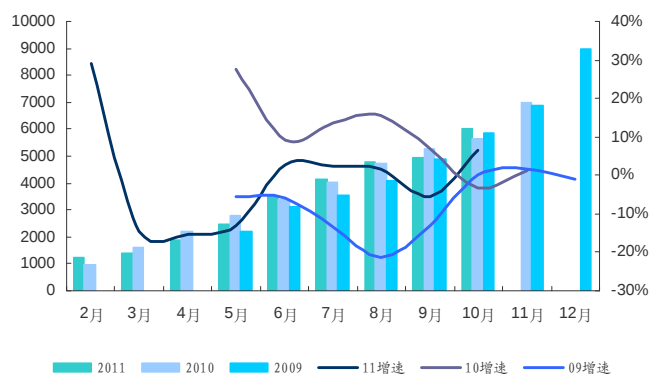
单月新增装机超千万千瓦，短期仍难缓解困局

2011 年 1-10 月累计新增装机 6037 万千瓦同比去年下降 6.47%，其中水电完成 1014 万千瓦、火电完成 4111 万千瓦同比分别下降 8.40% 和增长 7.96%，累计新增装机增速重新回复正增长。1-10 月新增火电装机占比 68.09%，水电、风电、核电新增装机分别分别占 16.8%、12.86% 和 1.80%。我们认为，由于新增装机增速缓慢，同时原有的电源结构较为稳定，总

装机容量较大，短期内火电装机占绝对优势的情况仍难以改变，但火电装机比例逐步下降是未来能源结构调整的主旋律，以水电为主的非火电源未来 3-5 年内将贡献重要增量。

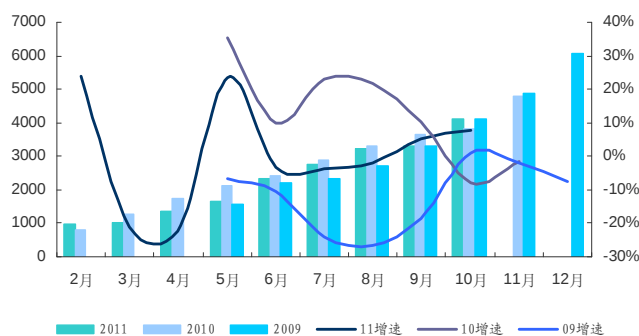
- 1-10 月累计新增装机容量 6037 万千瓦，6000 千瓦以上发电设备容量达 98466 万千瓦，同比增长 10.71%，环比基本持平；
- 1-10 月累计水电新增装机容量 1014 万千瓦，6000 千瓦以上水电装机容量 19238 万千瓦，同比增长 8.11%，增速环比基本持平；
- 1-10 月累计火电新增装机容量 4111 万千瓦，6000 千瓦以上火电装机容量 74028 万千瓦，同比增长 9.48%，环比上升 0.66 个百分点；
- 核电装机容量 1191 万千瓦，与上月持平。

图 7：1-10 月累计新增装机 6037 万千瓦



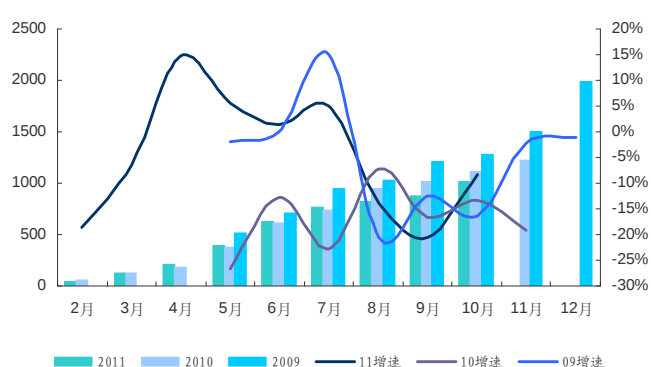
资料来源：中电联，长江证券研究部

图 9：1-10 月份累计火电新增装机 4111 万千瓦



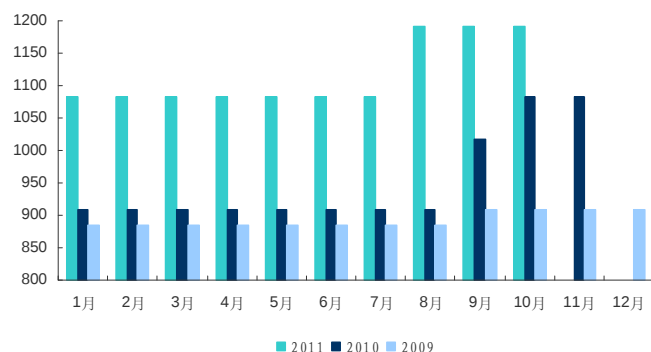
资料来源：中电联，长江证券研究部

图 8：1-10 月份累计水电新增装机 1014 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

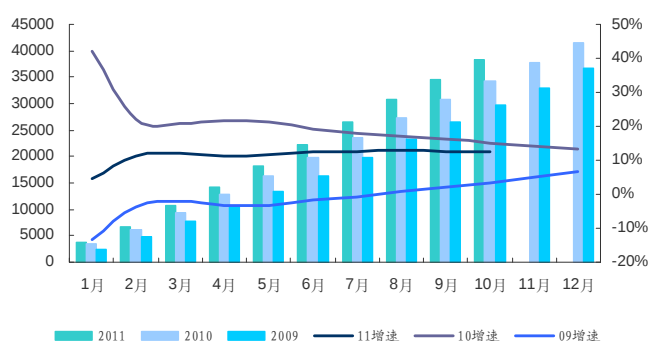
重点水电厂来水略有好转，水电总体仍偏枯

水火电发电量增速继续分化

1-10 月份累计发电量同比增长 12.30%。10 月份重点水电厂来水情况略有好转，水电单月发电量增速为-15.20%，增速较上月有所回升；10 月份火电发电量同比增长 14.50%。

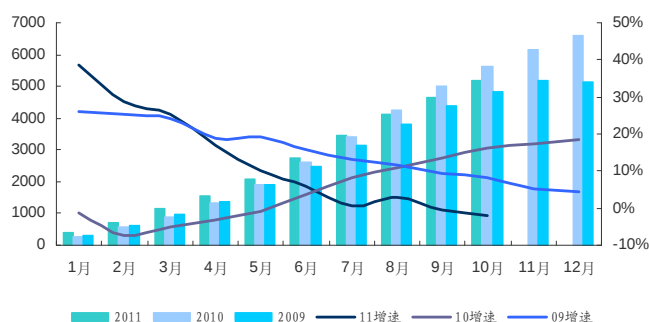
- 10 月份，规模以上机组完成发电量 3640 亿千瓦时，同比增长 9.30%；累计完成发电量 38181 亿千瓦时，同比增长 12.30%。
- 10 月份，规模以上水电机组完成发电量 501 亿千瓦时，同比增速由上月的-20.20%回升至-15.20%；1-10 月累计完成发电量 5175 亿千瓦时，同比增长-0.60%。受西南地区东部、西北东南部降雨偏多影响，10 月份全国主要流域来水略有好转，但总体仍然偏枯。
- 10 月份，规模以上火电机组完成发电量 2990.3 亿千瓦时，同比增长 14.50%，增速环比上月下降 5 个百分点；1-10 月累计完成发电量 31525.3 亿千瓦时，同比增长 14.30%。10 月份由于水电发电量仍处较低水平，火电发电量同比快速增长。

图 11: 1-10 月累计发电量同比增长 12.30%



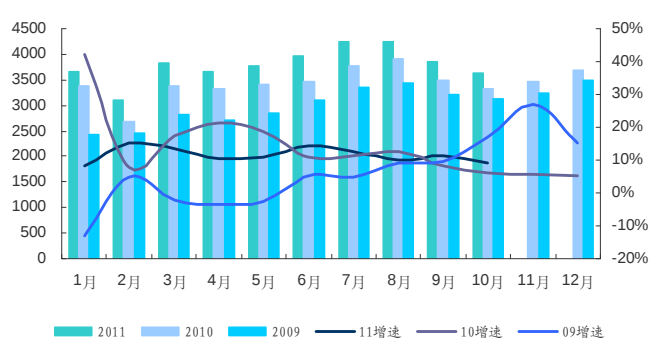
资料来源：中电联，长江证券研究部

图 13: 1-10 月份水电发电量同比下降 2.20%



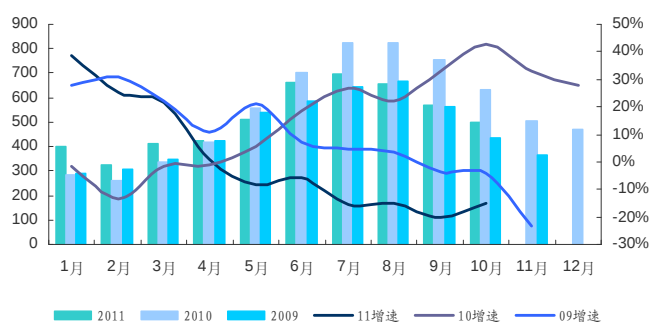
资料来源：中电联，长江证券研究部

图 12: 10 月份发电量同比增长 9.30%



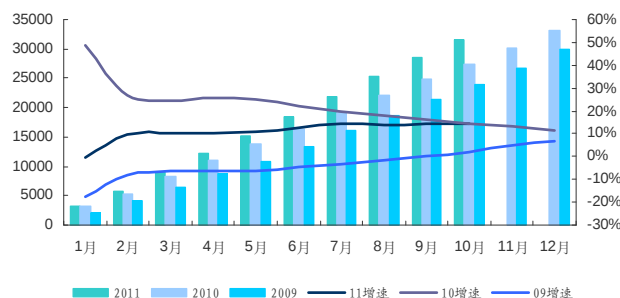
资料来源：中电联，长江证券研究部

图 7: 10 月份水电发电量同比下降 15.20%



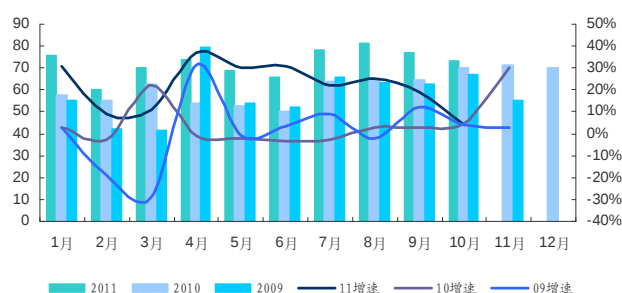
资料来源：中电联，长江证券研究部

图 15: 1-10 月份火电发电量同比增长 14.30%



资料来源：中电联，长江证券研究部

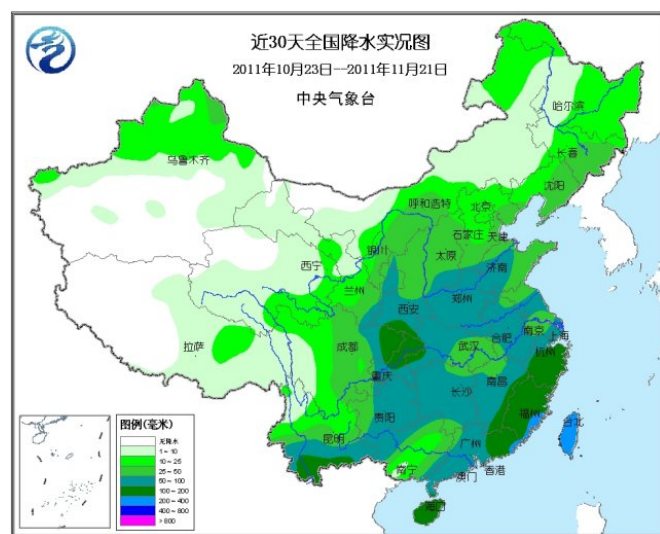
图 16: 10 月份火电发电量同比增长 14.50%



资料来源：中电联，长江证券研究部

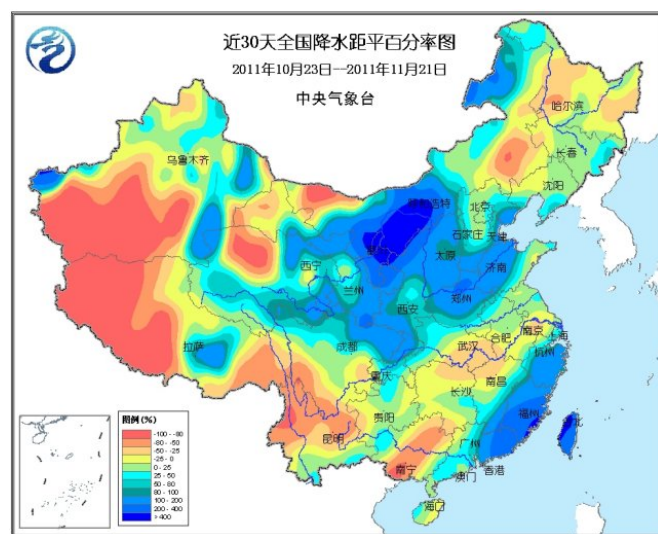
10 月份，全国平均降水量为 38.7 毫米，较常年同期(37.0 毫米)偏多 4.6%。降水主要集中在华南中部和西部、江南西部以及贵州大部，贵州、重庆、广西西北部等地的气象干旱解除，云南中东部、四川南部等地仍然存在中到重度气象干旱。国家电网内重点水电厂水库来水总体偏枯 2 成；可调水量 1098.77 亿立方米，同比减少 70.16 亿立方米；蓄能值 233.45 亿千瓦时，同比减少 13.97 亿千瓦时。

图 17: 10 月份中西部地区降水略有好转



资料来源：中国天气网，长江证券研究所

图 18: 10 月份长江中下游降水量偏低



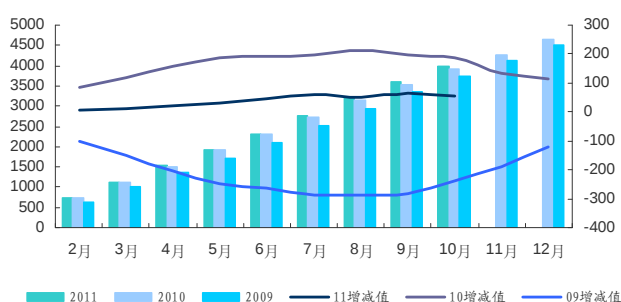
资料来源：中国天气网，长江证券研究所

水电单月利用小时续创新低

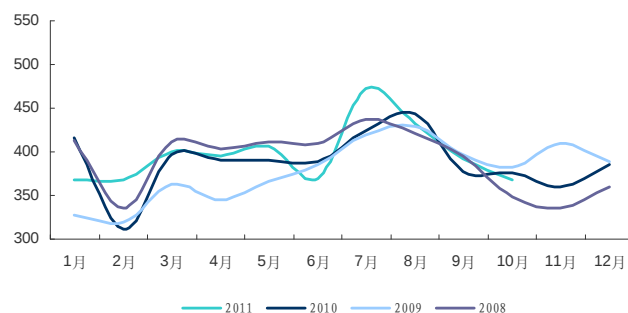
全国水火电发电设备累计平均利用小时较上月出现更加明显的分化，由于处于枯水期，水电发电量较少。1-10 月份，火电设备累计利用小时 3971 小时，同比增加 55 小时。由于来水仍然偏枯水电发电受限，前十月设备累计利用小时 2639 小时，由于去年高基数，同比降幅为 346 小时。由于进入冬储煤阶段，四季度火电发电量同比可能基本持平。

- 10 月份，6000 千瓦以上发电设备平均利用小时为 368 小时，较去年同期下降 24 小时；累计平均利用小时为 3971 小时，比去年同期增加 55 小时；

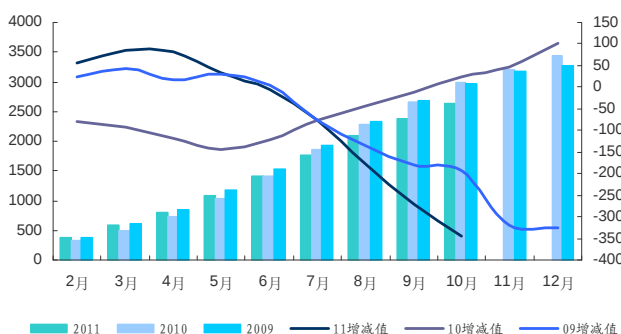
- 10 月份，6000 千瓦以上水电发电设备平均利用小时为 251 小时，较去年同期下降 74 小时；累计平均利用小时为 2639 小时，比去年同期下降 346 小时，是近五年以来同期最低水平，广东、江西、辽宁、福建、浙江、湖南、青海水电设备利用小时下降幅度超过 600 小时。
- 10 月份，6000 千瓦以上火电发电设备平均利用小时为 405 小时，较去年同期下降 24 小时；累计平均利用小时为 4391 小时，比去年同期增加 199 小时，预计火电全年利用小时数将突破 5000 小时。

图 19: 1-10 月发电设备平均利用小时为 3971 小时


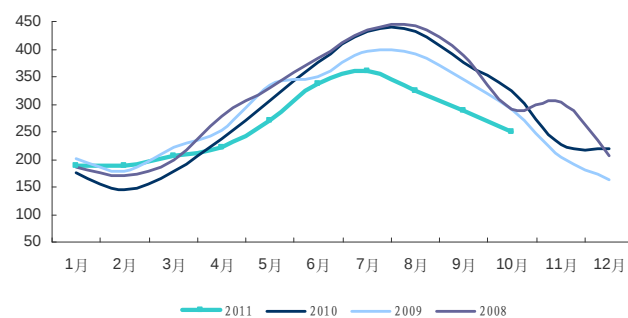
资料来源：长江证券研究部

图 20: 10 月发电设备平均利用小时为 368 小时


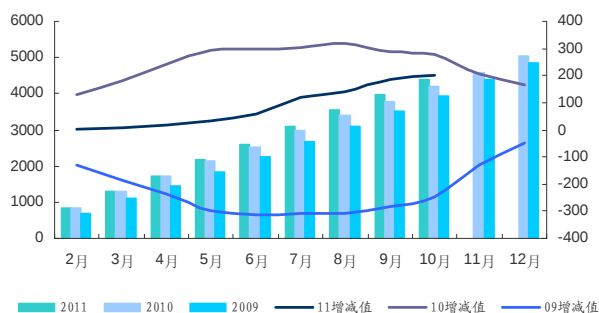
资料来源：长江证券研究部

图 21: 1-10 月水电设备平均利用小时为 2639 小时


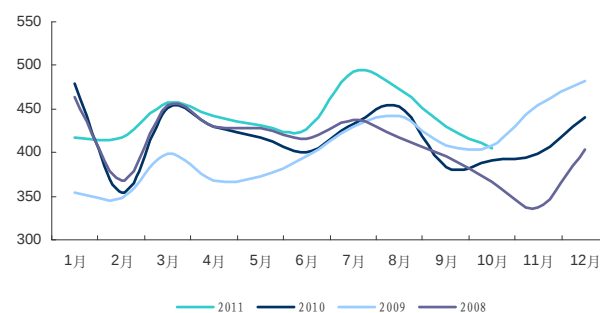
资料来源：长江证券研究部

图 22: 10 月水电设备平均利用小时为 251 小时


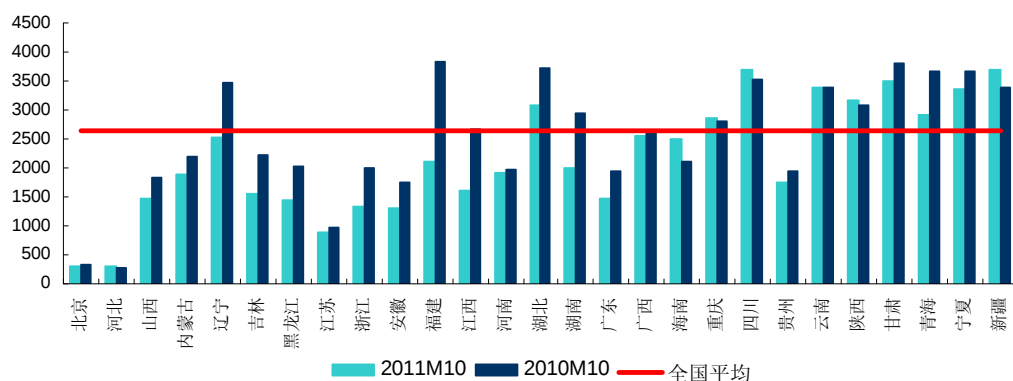
资料来源：长江证券研究部

图 23: 1-10 月火电设备平均利用小时为 4391 小时


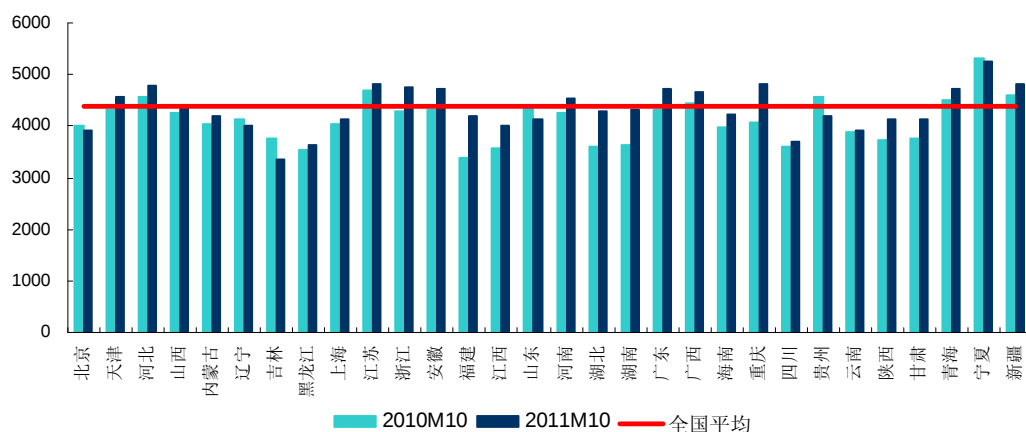
资料来源：长江证券研究部

图 24: 10 月火电设备平均利用小时为 405 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：火电利用小时同比提升约 200 小时


资料来源：中电联，长江证券研究所

秦皇岛煤价持续高位，港口库存基本企稳

10 月秦皇岛库存迅速下降后有所回稳

截至 2011 年 11 月 21 日，秦皇岛库存 686.02 万吨；其中内贸库存 686.02 万吨，较上月同期提高 186 万吨。主要原因是随着大秦线检修结束，以及中煤朔州地区煤矿的陆续复工，煤炭调入量大幅上涨，而调出量减少，港口煤炭库存出现明显回升，秦皇岛煤炭库存 11 月份继续回升。

图 27：秦皇岛煤炭库存迅速下降后回稳



资料来源：Sxcoal, 长江证券研究部

图 28：直供电厂库存基本逐步回升



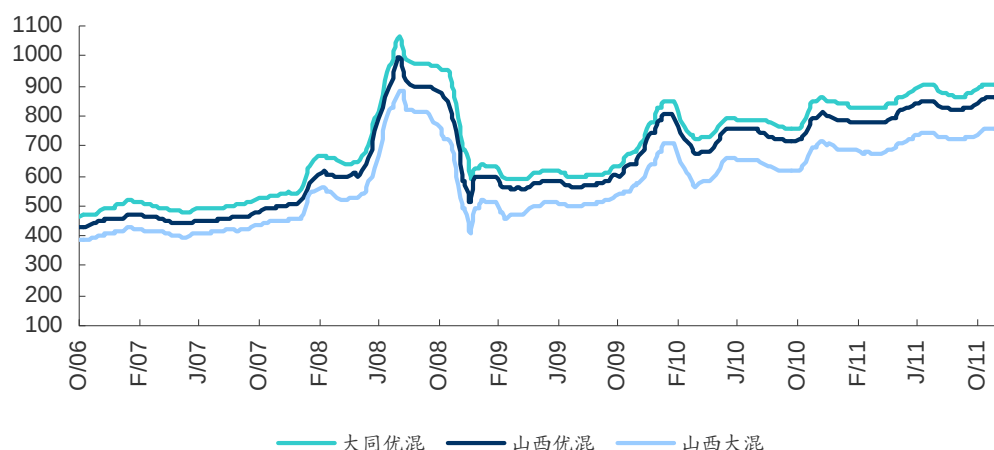
资料来源：Sxcoal, 长江证券研究部

动力煤价环比基本持平，冬储煤期间可能维持高位

截止 2011 年 11 月 21 日，秦皇岛煤炭价格行情：

- 大同优混平仓价 895-905 元/吨，较 10 月 17 日持平；
- 山西优混平仓价 845-855 元/吨，较 10 月 17 日下跌 5 元/吨；
- 山西大混平仓价 740-750/吨，较 10 月 17 日下跌 10 元/吨；

图 29：秦皇岛煤价维持高位



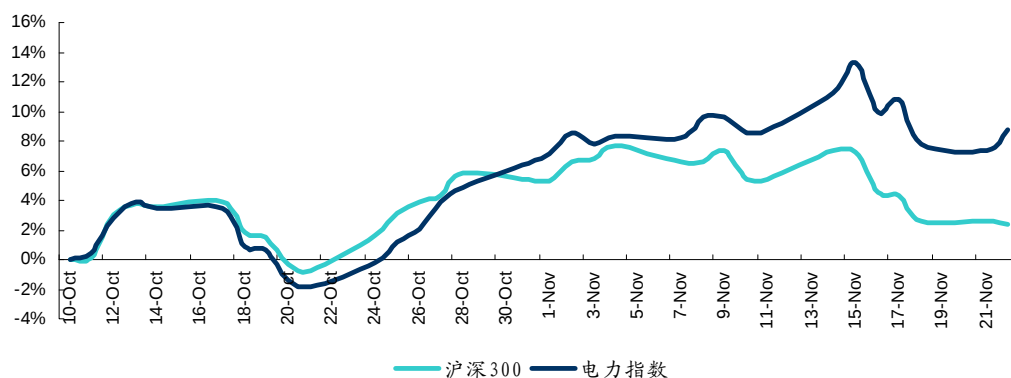
资料来源：Sxcoal, 长江证券研究部

行业估值及投资策略

10 月以来电力板块跑输大盘

10 月份以来，电力指数涨幅为 8.78%，沪深 300 涨幅为 2.41%，电力板块跑赢大盘 6.37 个百分点。

图 30：电力板块跑赢大盘 6.37 个百分点



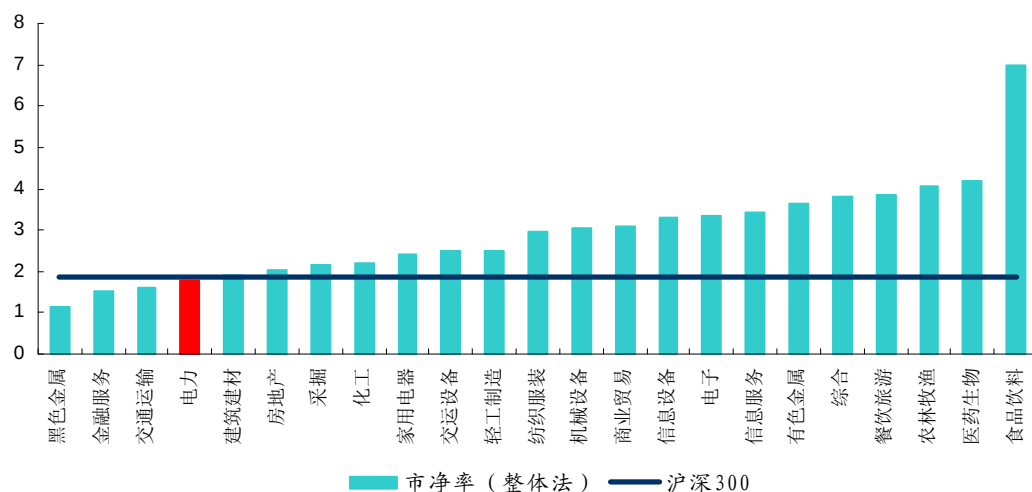
资料来源：Wind, 长江证券研究部

电力板块估值水平基本合理

截至 11 月 21 日，电力行业 PB 为 1.76 倍，低于沪深 300 平均 PB 水平，仅高于黑色金属、金融服务和交通运输；而市盈率平均为 27.09 倍，高于沪深 300 的平均水平。我们认为今年丰水期由于严重旱情影响水电来水，行业盈利水平大幅下滑，同时火电行业持续承受较高燃料价格，盈利空间受到挤压。因此从 PE 来看，行业不具备估值优势。但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。其中火电与沪深 300 相对 PB 比值与电力

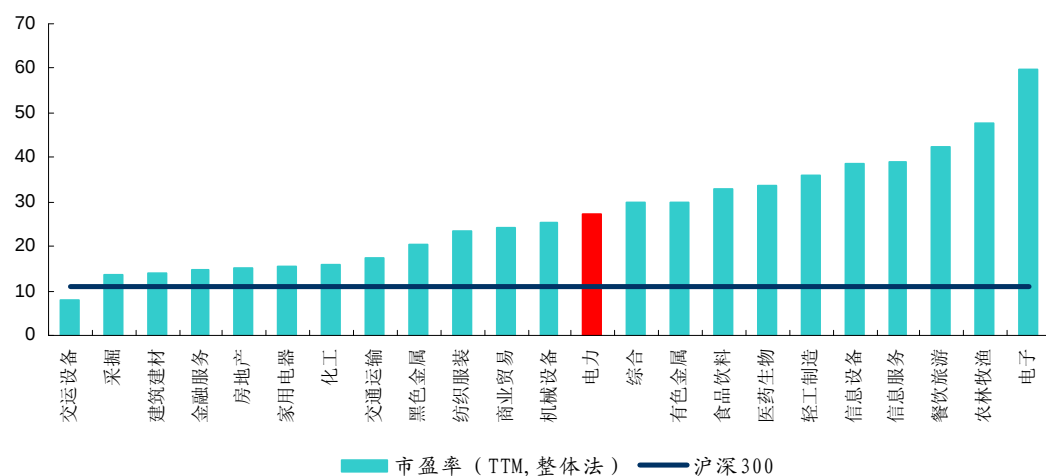
相对比值差距较大。

图 31: 电力板块 PB 为 1.76x, 低与于沪深 300 平均水平



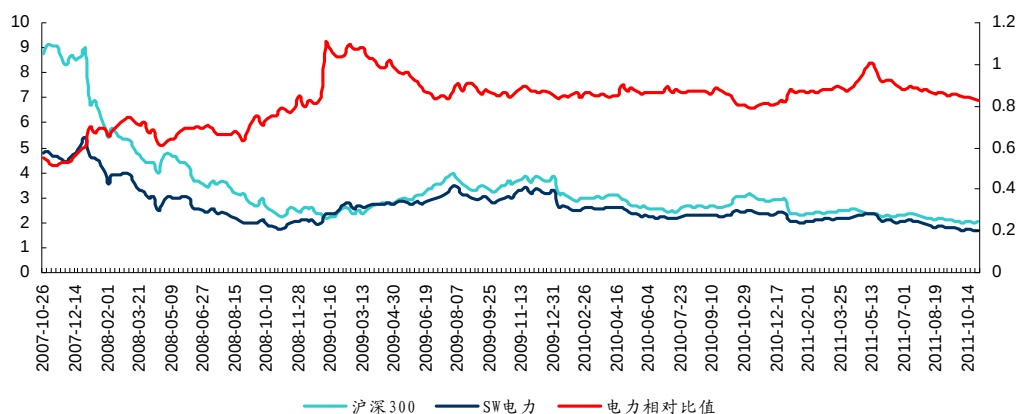
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 32: 电力板块 PE 为 27.09x, 高于沪深 300



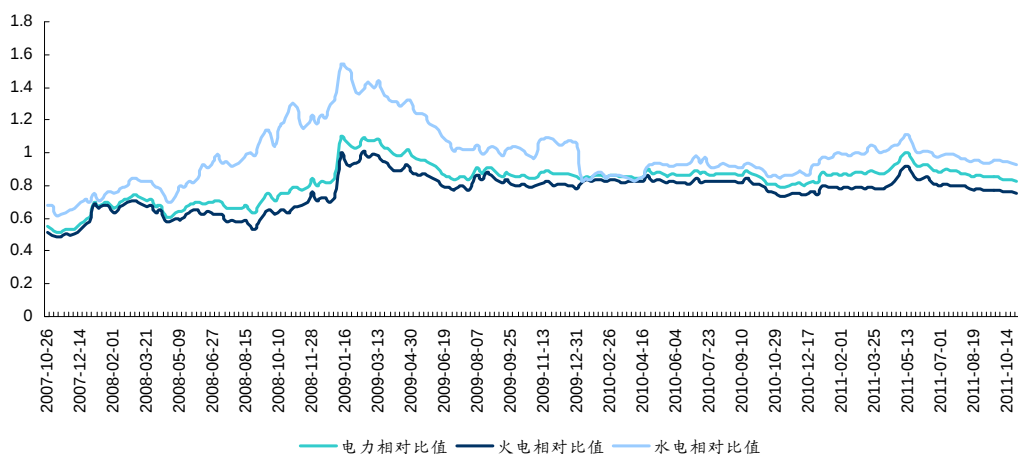
资料来源: Wind, 长江证券研究部

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：短期关注政策动向，长期着眼来年布局

火电冬储煤期间将承受较高燃料价格，火电行业毛利率仍将维持较低水平；由于进入冬季枯水期，水电利用小时数将继续下降，水电企业全年业绩亦难以保证。但由于行业盈利低位徘徊历时较长，PB 上看具有一定安全边际，我们预计随着未来电价改革系列政策的陆续出台，行业盈利可能逐步恢复至正常水平。短期我们认为应密切关注电价政策动向，预计电价最早将在明年一季度调整；长期来看，能源结构调整的趋势已定，未来 1-2 年内非火电能源将加快项目审批和投产进度。尤其对于受自然因素影响的水电行业，我们认为其投资价值仍十分突出，维持行业“看好”评级，可适当关注估值较低以及各子行业内龙头品种：

- **能源格局调整中相关子行业受益：**我们认为从大的逻辑上看，经济持续发展电力需求强劲的局面不会打破，目前的能源格局必然要求电源结构作出较快调整以适应经济的发展。因此我们看好几个子行业的机会，水电，核电，生物质发电。建议关注长江电力，桂冠电力，国电电力，上海电力，湖北能源，凯迪电力和长青集团。
- **电价政策改革预期：**电价体制改革是明后两年电力行业发展的主旋律，《输变电成本监管办法》对电力企业构成利好，单位机组效率高，自有资源丰富的上市公司受益程度最

高，建议关注华能国际、大唐发电、国电电力。

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	13.23	0.52	0.78	0.76	25.44	16.96	17.41	推荐
华能国际	4.83	0.29	0.27	0.34	16.66	17.89	14.21	谨慎推荐
国电电力	2.69	0.21	0.17	0.24	12.81	15.82	11.21	推荐
通宝能源	8.63	0.04	0.32	0.45	215.75	26.97	19.18	谨慎推荐
桂东电力	15.36	0.95	0.4	0.97	16.17	38.40	15.84	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。